

乘用车表现强劲，行业整体盈利承压

2022年11月14日

► **销量平稳增长，盈利能力承压。** 2022年以来，受多轮疫情、芯片短缺、原材料涨价等因素影响，2022年1-9月汽车累计销量达1946.1万辆，同比+4.6%，汽车行业上市公司合计营业收入2.03万亿元，同比+3.1%，归母净利润742.69亿元，同比-3.67%。分子行业来看，乘用车营收和净利润均实现两位数正增长，商用车、零部件板块业绩短期承压。单季度来看，2022Q3汽车行业上市公司实现营业收入7721.4亿元，同比+27.8%；归母净利润245.4亿元，同比+22.4%。

► **整车：乘用车需求回升，收入、利润同步复苏，商用车销量降幅边际收窄，22Q3业绩承压。** **收入端：**2022年1-9月乘用车批发销量1697.9万辆，同比+14.4%；乘用车板块营业收入1.09万亿元，同比+15.79%。2022Q3乘用车销量663.14万辆，同比+36.6%；板块营业收入4397.08亿元，同比+36.93%/环比+45.2%。2022年1-9月客车板块累计销量28.33万辆，同比-4.1%；客车板块收入297.9亿元，同比-5.3%。**利润端：**2022年前三季度乘用车板块归母净利润为387.14亿元，同比+20.6%；2022Q3乘用车板块利润增幅持续扩大，板块归母净利润150.1亿元，同比+44.1%/环比+49.15%。商用车板块业绩短期承压，客车行业龙头宇通客车2022年前三季度归母净利润同比-50%。**利润率和费用率：**2022年前三季度乘用车板块毛利率为12.7%，同比+0.53pct；22Q3乘用车板块毛利率为3.5%，同比+0.14pct。2022年前三季度乘用车板块期间费用率为10.2%，同比-0.52pct，费用管控能力进一步增强。

► **零部件：智能电动化赋能板块成长性，业绩短期承压。** **收入端：**受行业景气度总体向好影响，零部件行业收入增速有所提振。2022年1-9月板块营业收入7464.77亿元，同比+3.18%；22Q3板块营业收入2739.27亿元，同比+24.26%，环比+18.89%。**利润端：**2022年前三季度板块归母净利润为353.8亿元，同比-8.4%。分企业来看，亚太股份、爱柯迪、科博达22Q3归母净利润同比增幅超100%，带动行业业绩增长。**利润率和费用率：**受原材料涨价等因素影响，2022年前三季度多家零部件企业毛利率承压。2022年前三季度拓普集团、亚太股份、福耀玻璃、爱柯迪和科博达等公司归母净利率有所改善，同比+1.3pct/0.3pct/4.0pct/1.6pct/1.6pct。

► **投资建议：2022年是行业重要拐点之年，汽车行业有望于2022Q3迎来库存周期（4年左右车型周期）与朱格拉周期（8-10年资本开支周期）共振启动，迎来板块性重大布局机会，推荐四条投资主线：**1) 基于行业复苏确认带来板块估值修复为主要特征的配置机会，推荐江淮汽车、广汽集团、长安汽车、比亚迪和长城汽车，以及【传统内外饰智能化升级】的天成自控、星宇股份、福耀玻璃和继峰股份。2) 智能化有望接力电动化成为行业资本开支的主要方向，智能座舱有望在EE架构迭代及高算力芯片量产下，开始进入类消费电子一样的快速迭代，【座舱电子】赛道推荐域控制器龙头公司德赛西威、经纬恒润，建议关注均胜电子和华阳集团，推荐【座舱人机多模交互】的华安鑫创、上声电子和科博达。3) L3级智驾渗透趋势提速，线控底盘有望复刻过去5年电动车渗透率曲线快速放量，率先收益。推荐超配【线控底盘】龙头公司中鼎股份、亚太股份和拓普集团，建议关注产业链相关公司保隆科技和伯特利。4) 关注华为智选车及安徽汽车产业链光洋股份、瑞鹄模具、飞龙股份和华依科技。

► **风险提示：**疫情导致的经营风险与市场风险；上游原材料成本涨价超预期风险；政策风险；技术开发进程不及预期风险；芯片供应缓解不及预期的风险。

推荐

维持评级



分析师 邵将

执业证书：S0100521100005

邮箱：shaojiang@mszq.com

研究助理 谢坤

执业证书：S0100121120049

邮箱：xiegun@mszq.com

研究助理 张永乾

执业证书：S0100121110030

邮箱：zhangyongqian@mszq.com

研究助理 郭雨蒙

执业证书：S0100122070027

邮箱：guoyumeng@mszq.com

相关研究

- 1.汽车和汽车零部件行业周报 20221113: 10月车市同比平稳增长，出口再创历史新高-2022/11/13
- 2.汽车和汽车零部件行业周报 20221106: 大众、宝马访华，中德汽车领域合作有望深化-2022/11/06
- 3.汽车行业 2022Q3 基金持仓分析: Q3 基金持仓环比下降，行业处于低配阶段-2022/11/05
- 4.民生智能汽车全景数据库月度跟踪: 22M9 空悬渗透率持续上行，线控底盘拐点已来-2022/11/04
- 5.民生汽车投资时钟 2022Q4 投资策略更新: 如何看待汽车板块当下的配置节奏-2022/11/03

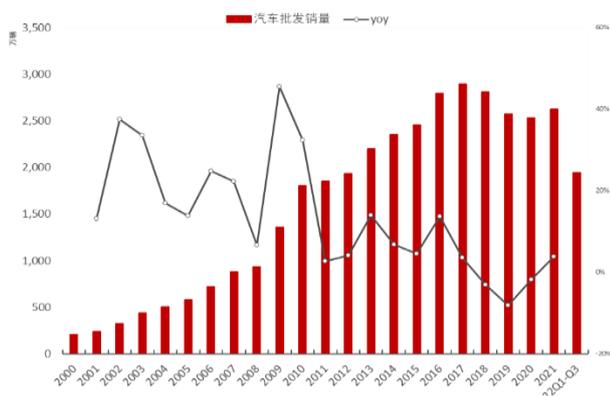
目录

1 销量平稳增长，盈利能力承压	3
2 乘用车：乘用车需求回升，收入、利润同步复苏	6
2.1 盈利能力：22 年业绩同比增长，Q3 持续好转	6
2.2 营运能力：现金流改善，运营能力趋稳	10
3 客车：销量降幅边际收窄，22Q3 业绩承压	11
3.1 盈利能力：22 年归母利润亏损，22Q3 亏损放大	11
4 货车：疫情影响营收利润下滑，货车市场表现低迷	15
4.1 盈利能力：市场需求走低，板块业绩短期承压	15
5 零部件：智能电动化赋能板块成长性，业绩短期承压	19
5.1 盈利能力：行业上行带动汽零空间扩大，业绩短期承压	19
5.2 营运能力：1-9 月资本开支增加，Q3 现金流同比增长	22
6 投资建议	24
7 风险提示	26
插图目录	27
表格目录	28

1 销量平稳增长，盈利能力承压

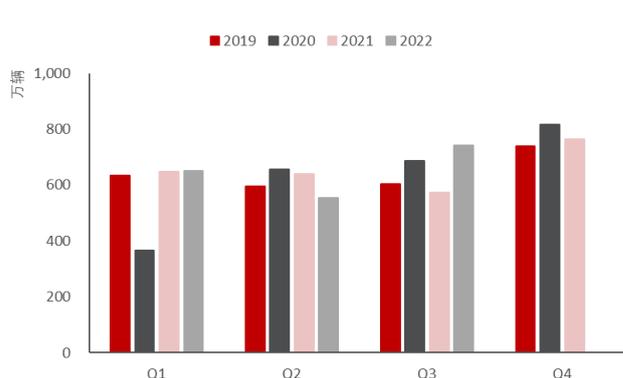
2022 年以来，受多轮疫情、芯片短缺、原材料涨价等因素影响，国内汽车销量受到影响，增速同比放缓，2022 前三季度汽车累计销量达 1946.1 万辆，同比+4.6%，汽车行业上市公司合计营业收入达 2.03 万亿元，同比+3.1%，归母净利润达 742.69 亿元，同比-3.67%。

图1：汽车年度批发销量



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图2：汽车季度批发销量



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图3：汽车板块年度营业收入



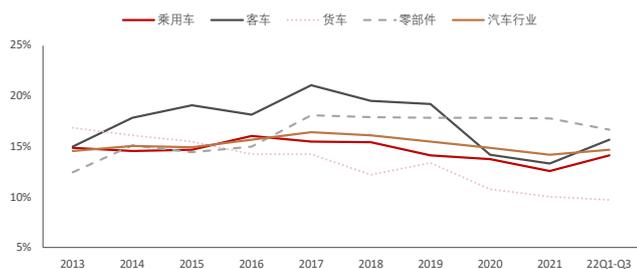
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：汽车板块年度归母净利润



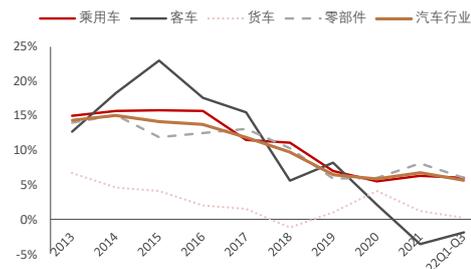
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：汽车板块毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：汽车板块 ROE



资料来源：wind，民生证券研究院

分子行业来看，2022 年 1-9 月各板块表现不一，乘用车业绩好转，商用车利

润大幅下滑。需求提振下，2022年前三季度乘用车板块收入端、利润端分别同比+15.8%/+20.5%，均实现两位数正增长；商用车板块业绩低迷，其中客车板块收入端同比-5.3%，利润端持续亏损；货车板块收入同比-39.8%，利润同比-90.9%，主要系运价低迷、国六切换、疫情、原材料价格上涨、产能利用率较低等因素所致；零部件板块收入同比+3.18%，归母净利润同比-8.43%，利润下滑主要系疫情因素和原材料价格上涨所致。

表1：汽车板块年度营业收入和归母净利润（百万元）

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	22Q1-Q3
营业收入	乘用车	905,454	1,067,481	1,189,787	1,312,133	1,244,126	1,170,783	1,340,437	1,090,879
	yoy	11.0%	17.9%	11.5%	10.3%	-5.2%	-5.9%	14.5%	15.8%
	客车	75,629	78,825	70,454	64,634	63,642	47,833	48,478	29,788
	yoy	23.7%	4.2%	-10.6%	-8.3%	-1.5%	-24.8%	1.3%	-5.3%
	货车	167,844	185,542	215,772	199,787	204,529	321,119	328,554	164,565
	yoy	-0.5%	10.5%	16.3%	-7.4%	2.4%	57.0%	2.3%	-39.8%
	零部件	369,776	475,803	681,829	789,602	816,624	857,041	974,497	746,477
	yoy	9.5%	28.7%	43.3%	15.8%	3.4%	4.9%	13.7%	3.18%
	汽车行业	1,518,703	1,807,652	2,157,843	2,366,155	2,328,921	2,396,777	2,691,966	2,031,709
	yoy	9.8%	19.0%	19.4%	9.7%	-1.6%	2.9%	12.3%	3.11%
归母净利润	乘用车	50,761	58,608	50,379	54,204	35,929	29,772	38,236	38,714
	yoy	14.8%	15.5%	-14.0%	7.6%	-33.7%	-17.1%	28.4%	20.5%
	客车	4,634	4,085	3,928	1,489	2,249	568	-922	-461
	yoy	52.9%	-11.8%	-3.9%	-62.1%	51.1%	-74.8%	-262.4%	持续亏损
	货车	4,162	2,730	2,614	-2,607	2,164	5,953	1,923	638
	yoy	8.5%	-34.4%	-4.2%	-199.7%	扭亏	175.1%	-67.7%	-90.9%
	零部件	25,788	33,377	46,161	43,488	26,654	28,494	43,632	35,379
	yoy	-4.5%	29.4%	38.3%	-5.8%	-38.7%	6.9%	53.1%	-8.43%
	汽车行业	85,345	98,799	103,082	96,574	66,996	64,787	82,870	74,269
	yoy	9.3%	15.8%	4.3%	-6.3%	-30.6%	-3.3%	27.9%	-3.67%

资料来源：Wind，民生证券研究院

子板块业绩差异分化加剧。乘用车和零部件板块 2022Q3 利润和收入均同比增加，客车和货车板块收入端出现亏损，利润端呈现小幅增长。乘用车板块在 22Q3 收入端和利润端增幅较大，收入同比+37.1%/环比+45.70%，利润同比+98.1%/环比+0.01%；零部件收入端和利润端均实现同比增长，同比+24.3%/+39.6%，环比+18.9%/28.6%。

表2：汽车板块季度营业收入和归母净利润（百万元）

		20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
营业收入	乘用车	386,595	308,878	302,400	316,099	392,514	342,514	297,428	433,350
	yoy	1.9%	91.9%	8.5%	-3.0%	1.5%	10.9%	-1.6%	37.1%
	客车	18,385	8,211	11,781	11,463	17,022	8,492	10,071	11,225
	yoy	-6.9%	21.3%	2.3%	2.7%	-7.4%	3.4%	-14.5%	-2.1%
	货车	74,716	105,334	94,103	56,119	55,189	60,754	50,118	53,636
	yoy	36.0%	74.5%	-8.4%	-32.6%	-26.1%	-42.3%	-46.7%	-4.4%
	零部件	257,157	251,443	250,625	220,446	247,344	242,140	230,409	273,927
	yoy	6.0%	55.3%	22.5%	-6.3%	-3.8%	-3.7%	-8.1%	24.3%
	汽车行业	736,852	673,865	658,910	604,127	712,070	653,900	588,026	772,139
	yoy	5.8%	72.8%	10.3%	-7.9%	-3.4%	-3.0%	-10.8%	27.8%
归母净利润	乘用车	2,479	10,494	11,210	10,411	6,121	13,646	10,950	10,951
	yoy	-53.4%	-9158.2%	-16.0%	-23.6%	146.9%	30.0%	-1.9%	98.1%
	客车	455	-213	-159	-263	-287	-263	-271	-270

yoy	-37.7%	-54.5%	持续亏损	持续亏损	持续亏损	持续亏损	持续亏损	持续亏损
货车	818	3,501	2,775	20	-5,061	859	57	58
yoy	10.3%	-2225.5%	-22.4%	-98.9%	-718.8%	扭亏	-97.9%	2.1%
零部件	(77)	14,862	13,726	9,892	4,742	10,836	10,738	13,805
yoy	-98.5%	扭亏	45.0%	-19.6%	-6273.9%	-27.1%	-21.8%	39.6%
汽车行业	3,675	28,644	27,552	20,060	5,515	25,077	21,473	24,544
yoy	135.2%	500.3%	3.4%	-28.3%	50.1%	-12.5%	-22.1%	22.4%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

2 乘用车：乘用车需求回升，收入、利润同步复苏

2.1 盈利能力：22 年业绩同比增长，Q3 持续好转

2.1.1 收入端：新能源高景气度带动乘用车销量、板块营收增长

2022 年前三季度新能源市场高景气度带动乘用车批发销量同比+14.4%至 1697.9 万辆，乘用车板块营业收入 1.09 万亿元，同比+15.79%。

图7：国内乘用车年度批发销量



资料来源：中汽协，民生证券研究院

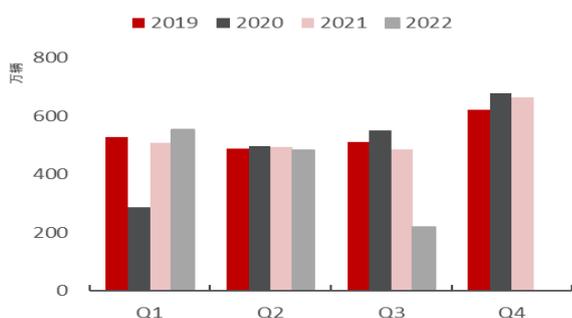
图8：乘用车板块年度营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

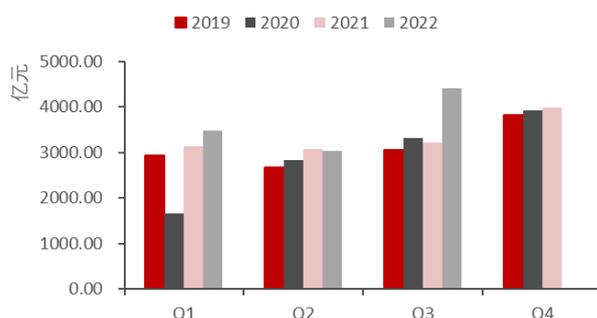
22Q3 乘用车需求稳中有升，销量同比+36.6%上升至 663.14 万辆，环比+37.88%；板块营业收入 4397.08 亿元，同比+36.93%/环比+45.2%，疫情扰动难抑需求释放。

图9：国内乘用车季度批发销量



资料来源：中汽协，民生证券研究院

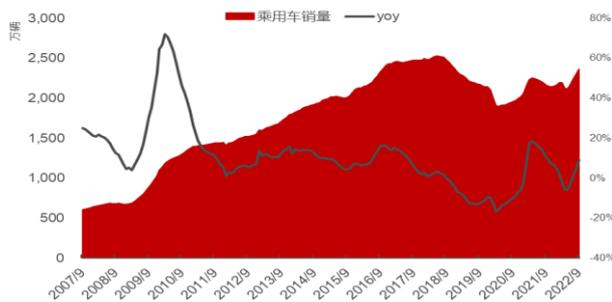
图10：乘用车板块季度营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

从 TTM 数据看，2022 年以来，前三季度乘用车批发销量 (TTM) 2359.9 万辆，同比+9.1%，市场需求企稳复苏。2022Q3 营收企稳，实现营业收入 (TTM) 14891.66 亿元，同比+11.6%/环比+8.7%。

图11: 国内乘用车批发销量 TTM



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

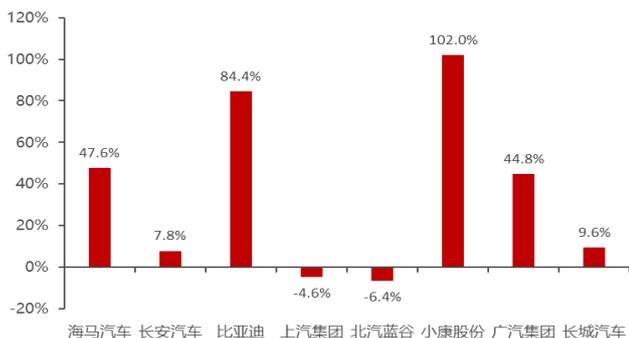
图12: 乘用车板块营业收入 TTM



资料来源: wind, 民生证券研究院

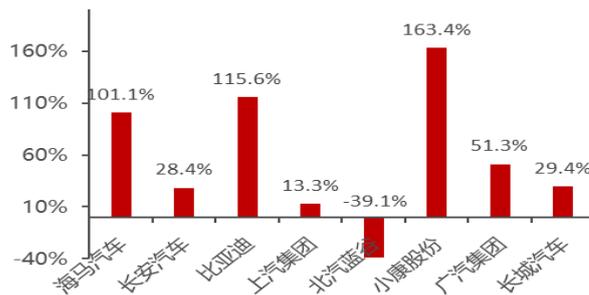
分企业来看, 2022 年前三季度在行业复苏及新能源需求的拉动下, 小康股份、比亚迪均实现营收大幅增长, 分别同比增长 102.0%、84.4%, 电动化加速乘用车竞争格局重塑。2022 年第三季度 8 家乘用车企业中有一家营收增速超过 100%, 分别为海马汽车、比亚迪和小康股份, 同比增长 101.1%、115.6%、163.4%。

图13: 2022Q1-Q3 A 股乘用车企业营业收入增速情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 2022Q3 A 股乘用车企业营业收入增速情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

2.1.2 利润端：业绩持续改善，头部车企表现超预期

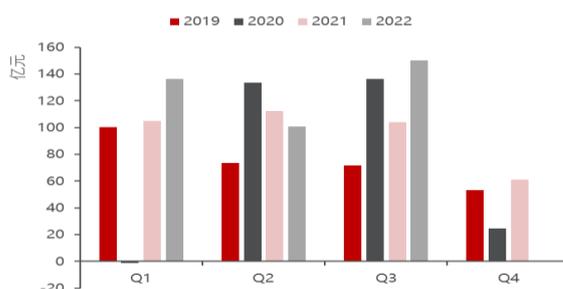
受益于行业销量增长, 车企利润能力加强。2022 年前三季度乘用车板块归母净利润为 387.14 亿元, 同比+20.55%。2022Q3 企业利润增幅持续扩大, 板块归母净利润 150.06 亿元, 同比+44.1%/环比+49.15%。

图15: 乘用车板块年度归母净利润



资料来源: wind, 民生证券研究院

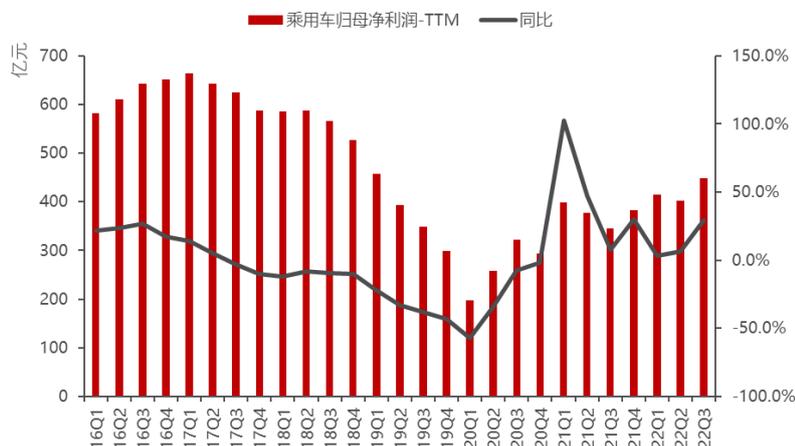
图16: 乘用车板块季度归母净利润



资料来源: wind, 民生证券研究院

从 TTM 数据看, 2022 年 Q2 疫情结束后, Q3 板块利润端企稳并逐步回升并超过 2021 年 Q4 水平。2022Q3 实现归母净利润 (TTM) 448.34 亿元, 同比 +29.6%/环比+11.42%。

图17: 乘用车板块季度归母净利润 TTM



资料来源: wind, 民生证券研究院

分企业来看, 22Q3 乘用车企业中, 比亚迪、广汽集团、长城汽车归母净利润实现高速增长。尽管受原材料涨价、缺芯、疫情等多种负面因素影响, 比亚迪、广汽集团 22Q3 仍分别实现归母净利润 57.16 亿元/23.12 亿元, 同比 +350.3%/+144.1%, 环比+112.1%/-23.88%, 超市场预期, 拉高行业平均盈利水平。

表3: 乘用车企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 利润情况 (百万元)

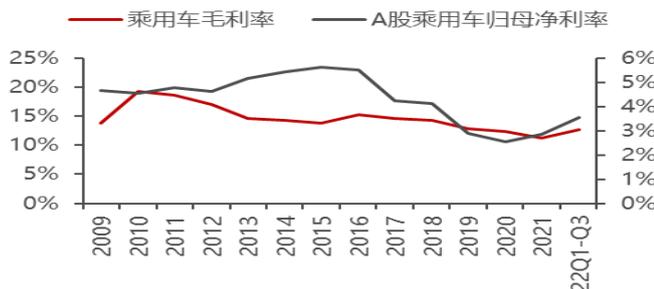
企业	归母净利润 (百万元)						扣非归母净利润 (百万元)					
	21Q1-Q3	22Q1-Q3	同比增速	21Q3	22Q3	同比增速	21Q1-Q3	22Q1-Q3	同比增速	21Q3	22Q3	同比增速
A 股板块												
上汽集团	20,350	12,649	-37.84%	7,036	5,740	-18.40%	18,017	10,641	-40.94%	-851	-1,325	持续亏损
比亚迪	2,443	9,311	281.13%	1,270	5,716	350.30%	886	8,365	843.66%	518	5,335	930%
广汽集团	5,284	8,062	52.59%	947	2,312	144.10%	4,576	7,728	68.87%	532	2,087	293%
长城汽车	4,945	8,160	65.03%	1,416	2,560	80.70%	3,653	4,340	18.81%	811	2,281	181%
长安汽车	2,992	6,900	130.59%	1,263	1,042	-17.50%	1,740	3,839	120.69%	1,000	739	-26%
北汽蓝谷	-2,644	-3,500	持续亏损	-831	-1,318	持续亏损	-2,949	-3,529	持续亏损	-851	-1,325	持续亏损
小康股份	-1,083	-2,675	持续亏损	-602	-947	持续亏损	-1,922	-2,865	持续亏损	-797	-1,151	持续亏损
海马汽车	-171	-195	持续亏损	-88	-97	持续亏损	-267	-214	持续亏损	-87	-108	持续亏损

资料来源: Wind, 民生证券研究院

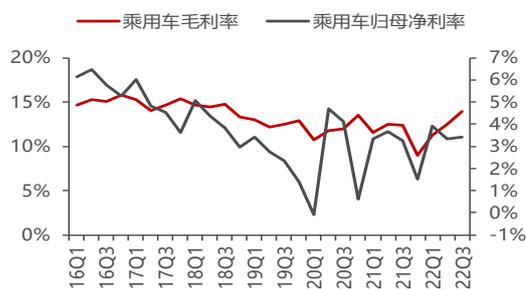
2.1.3 利润率和费用率

毛利率方面, 2022 年前三季度板块毛利率为 12.7%, 同比+0.53 pct; 22Q3 行业毛利率为 13.91%, 同比+1.56pct/环比+1.46pct。

归母净利率方面, 2022 年前三季度板块归母净利率 3.5%, 同比+0.14pct, 22Q3 归母净利率为 3.4%, 同比+0.17pct/环比+0.09pct。

图18: 乘用车板块年度毛利率(左)和归母净利润(右)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 乘用车板块季度毛利率(左)和归母净利润(右)


资料来源: wind, 民生证券研究院

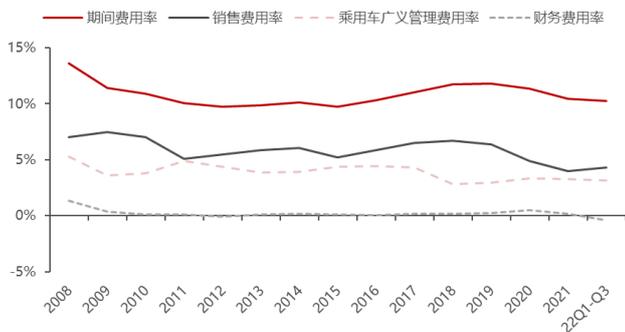
平台化及规模化带动下, 2022 年前三季度比亚迪、长城汽车、长安汽车与小康股份毛利率提升, 毛利率分别同比+2.9/3.3/4.4/7.5pct, 产品结构改善进一步带动公司盈利能力上行。归母净利润方面, 在原材料涨价导致成本大幅提升下, 2022 年前三季度比亚迪、广汽集团和长安汽车均实现净利率同比正增长, 增速分别为+1.8/0.5/4.3pct。

表4: 乘用车企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 毛利率和归母净利润率情况

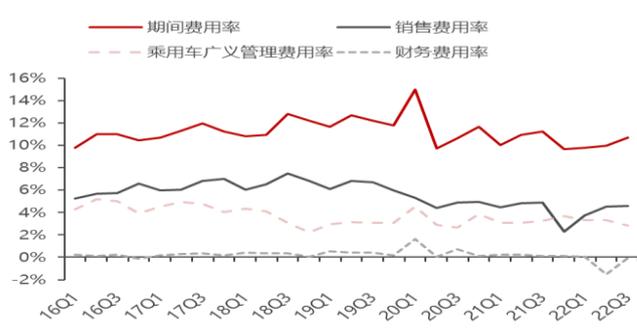
企业	毛利率						归母净利润率					
	21Q1-Q3	22Q1-Q3	同比增速	21Q3	22Q3	同比增速	21Q1-Q3	22Q1-Q3	同比增速	21Q3	22Q3	同比增速
A 股板块												
上汽集团	11.5%	9.6%	-1.8pct	11.6%	9.9%	-1.6pct	3.7%	2.4%	-1.3pct	3.8%	2.7%	-1.1 pct
比亚迪	13.0%	15.9%	+2.9pct	13.3%	19.0%	5.6pct	1.7%	3.5%	1.8pct	2.3%	4.9%	2.5 pct
广汽集团	7.1%	6.1%	-0.9pct	7.9%	6.0%	-1.9 pct	9.5%	10.0%	0.5pct	4.5%	7.3%	2.8 pct
长城汽车	16.6%	19.9%	+3.3pct	17.3%	22.5%	5.2 pct	5.4%	8.2%	-0.4pct	4.9%	6.9%	1.9 pct
长安汽车	15.9%	20.3%	+4.4pct	17.4%	21.3%	3.9 pct	3.8%	8.1%	4.3pct	5.6%	3.6%	-2.0 pct
海马汽车	19.8%	16.0%	-3.9pct	25.9%	10.8%	-15.1 pct	-14.4%	-11.1%	持续亏损	-37.4%	-20.5%	持续亏损
北汽蓝谷	-0.8%	-6.2%	持续亏损	4.9%	-9.0%	-13.9 pct	-43.4%	-61.3%	持续亏损	-22.7%	-59.2%	持续亏损
小康股份	2.3%	9.8%	+7.5pct	1.1%	12.7%	11.6 pct	-9.5%	-11.6%	持续亏损	-14.8%	-8.8%	持续亏损

资料来源: Wind, 民生证券研究院

期间费用率方面, 2022 年前三季度乘用车板块期间费用率为 10.2%, 同比-0.52 pct; 22Q3 期间费用率为 10.72%, 同比-0.53pct/环比+0.76pct, 受原材料上涨影响, 费用 Q3 环比略有上升。

图20: 乘用车板块年度期间费用率


资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 乘用车板块季度期间费用率


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 营运能力：现金流改善，运营能力趋稳

2022 年前三季度乘用车板块经营性现金流净流入 1073.1 亿元,同比+5.7%。

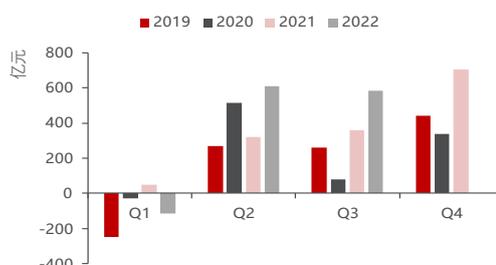
22Q3 板块经营性现金流净流入 584.43 亿元,同比+62.7%/环比-4.2%。

图22：乘用车板块年度经营性现金流



资料来源：wind，民生证券研究院

图23：乘用车板块季度经营性现金流



资料来源：wind，民生证券研究院

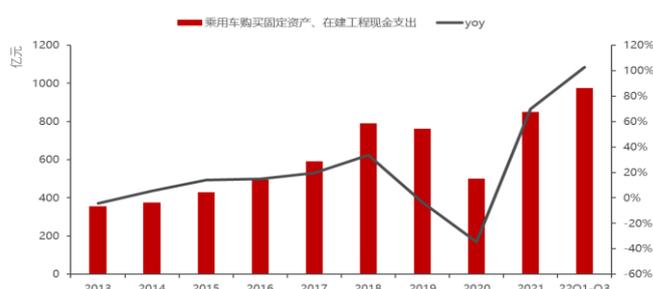
2022 年前三季度板块固定资产投资 976.53 亿元,同比+102.6%,投资额大幅增加。总体上,板块 1-9 月实现净现金流 514.49 亿元,同比 (-39.42%) 下滑,系投资活动性现金流大幅增加所致。

图24：乘用车板块年度三类现金流



资料来源：wind，民生证券研究院

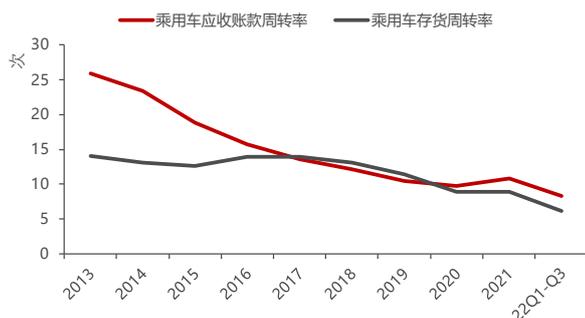
图25：乘用车板块购买固定资产、在建工程等现金支出



资料来源：wind，民生证券研究院

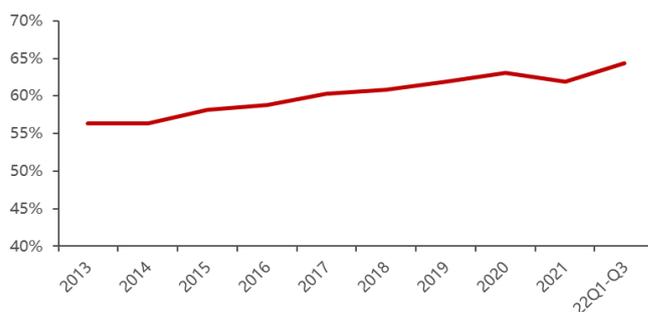
2022 年前三季度板块企业运营能力趋稳,应收账款周转率和存货周转率分别为 8.3 次和 6.2 次,同比+16.6%/3.1%,周转效率提升。前三季度企业资产负债率为 64.4%,同比+5.3pct,小幅回升。

图26：乘用车板块应收账款和存货周转率



资料来源：wind，民生证券研究院

图27：乘用车板块资产负债率



资料来源：wind，民生证券研究院

3 客车：销量降幅边际收窄，22Q3 业绩承压

3.1 盈利能力：22 年归母利润亏损，22Q3 亏损放大

3.1.1 收入端：2022 年 Q3 销量环比改善，营收增速不及预期

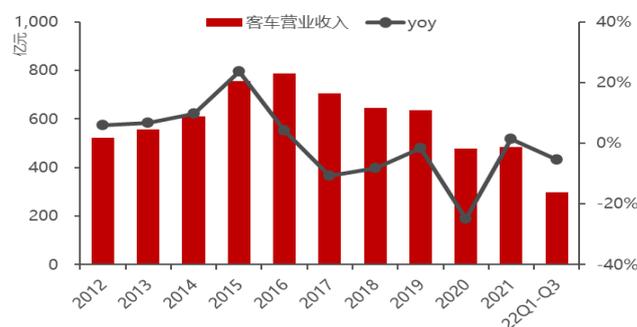
自 2016 年客车市场需求走弱，销量持续下滑。2022 年以来，受运价、疫情、原材料等因素影响，客车市场销量不景气，2022 年前三季度累计销量 28.33 万辆，同比-4.1%；板块营业收入 297.88 亿元，同比-5.3%。

图28：客车年度批发销量



资料来源：中汽协，民生证券研究院

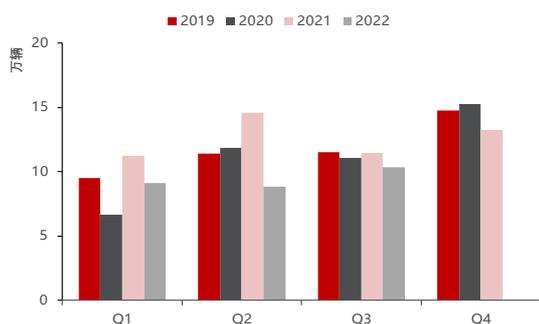
图29：客车年度营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

2022Q2 疫情结束后，行业产能逐渐释放，同比跌势收窄。22Q3 销量 10.35 万台，同比-9.52%/环比+16.8%；板块营业收入 112.25 亿元，同比-2.1%/环比+11.5%。

图30：客车季度批发销量



资料来源：中汽协，民生证券研究院

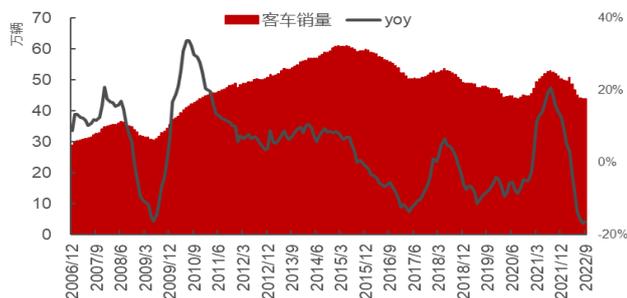
图31：客车板块季度营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

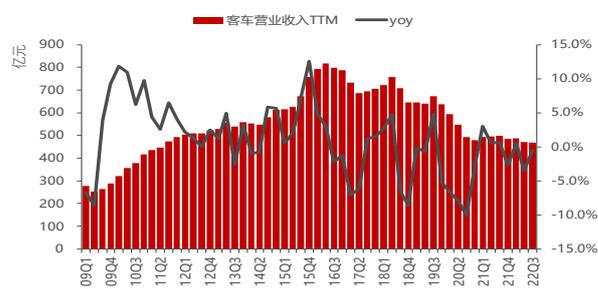
从 TTM 数据来看，客车批发销量 (TTM) 43.91 万台，同比-16.3%。收入端，22Q3 板块营业收入(TTM) 468.11 亿元，同比-6.1%/环比-0.5%，虽然环比降幅略有改善，但整体仍表现低迷。营收(TTM)下滑以及低增速主要系多轮疫情、整体下行经济环境所致等因素所致。

图32: 客车批发销量 TTM



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

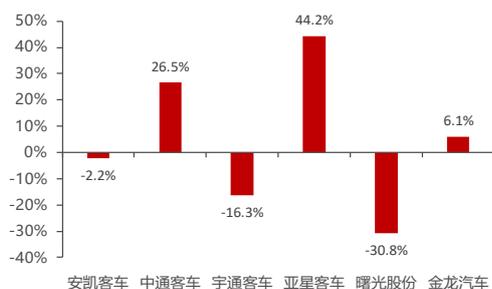
图33: 客车板块季度营业收入 TTM



资料来源: wind, 民生证券研究院

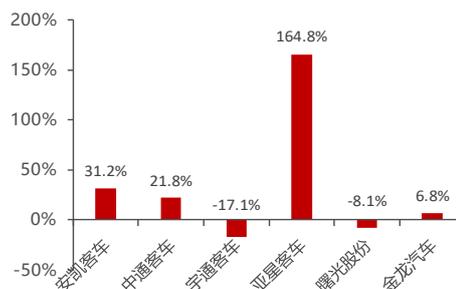
2022 年前三季度 6 家客车企业中, 3 家客车公司实现同比正增长, 分别为中通客车、亚星客车和金龙汽车。22Q3 有 4 家客车企业营业收入同比增长, 其中亚星客车增幅最大, 达到 164.8%。

图34: 2022Q1-Q3 客车企业年度营收增速情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图35: 2022Q3 客车企业季度度营收增速情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

3.1.2 利润端: 多因素导致板块业绩承压, 三季度降幅缩小

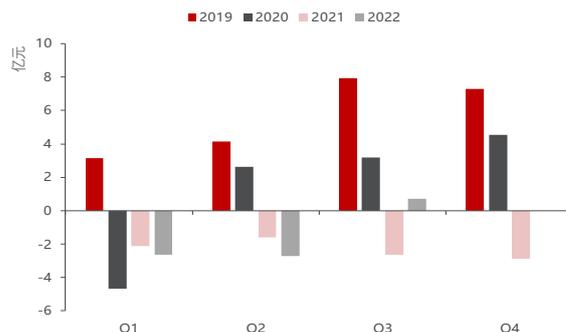
2022 年前三季度客车板块归母净利润为-4.61 亿元, 同比持续亏损, 扣非后归母净利润亏损 10.96 亿元, 同比仍继续亏损。2022Q2 疫情缓和, Q3 板块归母净利润盈利 0.72 亿元 (vs.21Q3 亏损 2.63 亿元), 扭亏为盈; 扣非后亏损 1.14 亿元 (vs.21Q3 扣非亏损 3.9 亿元), 同比有所改善, 但仍未实现盈利。

图36: 客车板块年度归母净利润



资料来源: wind, 民生证券研究院

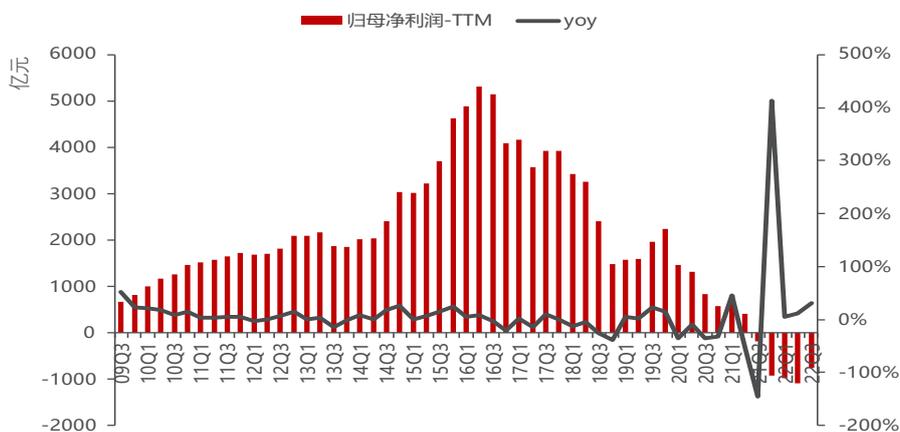
图37: 客车板块季度归母净利润



资料来源: wind, 民生证券研究院

从 TTM 数据来看, 客车板块归母净利润自 21Q3 开始, 处于亏损状态, 22Q3 亏损环比虽有所改善, 但仍持续亏损。Q3 归母净利润(TTM)-748.47 亿元, 同比和环比均持续亏损。

图38: 客车板块归母净利润 TTM



资料来源: wind, 民生证券研究院

分企业来看, 2022 年前三季度 6 家客车企业业绩表现分化, 其中中通客车归母净利润转亏为盈。行业龙头宇通客车 2022 年前三季度归母净利润同比-50%, 扣非归母净利润同比持续亏损。

表5: 客车企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 利润情况 (百万元)

企业	归母净利润 (百万元)						扣非归母净利润 (百万元)					
	21Q1-Q3	22Q1-Q3	同比增速	21Q3	22Q3	同比增速	21Q1-Q3	22Q1-Q3	同比增速	21Q3	22Q3	同比增速
安凯客车	-90	-105	持续亏损	-24	-11	持续亏损	-119	-159	持续亏损	-42	-50	持续亏损
中通客车	-221	44	扭亏	-71	22	扭亏	-273	-29	持续亏损	-85	16	扭亏
宇通客车	262	131	-50.0%	117	196	68.1%	-42	-311	持续亏损	57	54	-5.7%
亚星客车	-98	-96	持续亏损	-59	-24	持续亏损	-115	-97	持续亏损	-60	-24	持续亏损
曙光股份	-190	-186	持续亏损	-90	-81	持续亏损	-220	-201	持续亏损	-96	-88	持续亏损
金龙汽车	-298	-249	持续亏损	-135	-29	持续亏损	-399	-297	持续亏损	-164	-21	持续亏损

资料来源: Wind, 民生证券研究院

3.1.3 利润率和费用率

2022 年 1-9 月客车行业毛利率为 15.7%, 同比+2.8pct; 归母净利率-1.55%, 同比持续亏损。毛利率同比有所上升主要系中通客车与曙光股份毛利率上升 (同比+7.0pct 和+8.8pct) 所致。22Q3 行业毛利率为 18.2%, 同比+3.5/环比+3.6pct; 归母净利率为 0.7%, 同比+2.9pct, 环比扭亏为盈。

图39: 客车板块年度毛利率 (左) 和归母净利率 (右)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图40: 客车板块季度毛利率 (左) 和归母净利率 (右)


资料来源: wind, 民生证券研究院

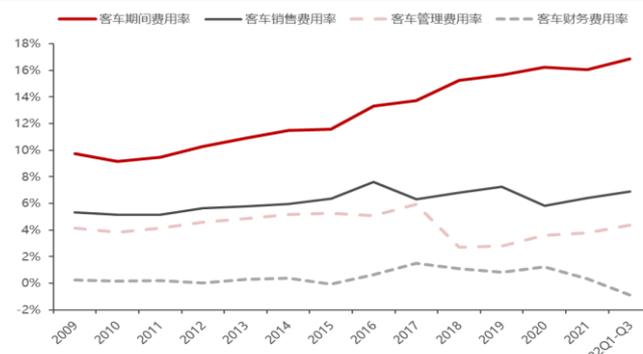
毛利率方面, 2022 年前三季度板块中, 中通客车和曙光股份实现毛利率快速增长, 同比+7.0/+8.8pct。22Q3 板块亚星客车毛利率同比大幅增加, 扭亏为盈, 环比+8.6pct。**归母净利率方面**, 2022 年前三季度与 22Q3 中通客车均实现扭亏为盈;22Q3 宇通客车归母净利率为 4.0%, 同比+2.0pct/环比+3.0pct。

表6: 客车企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 年毛利率和归母净利率情况

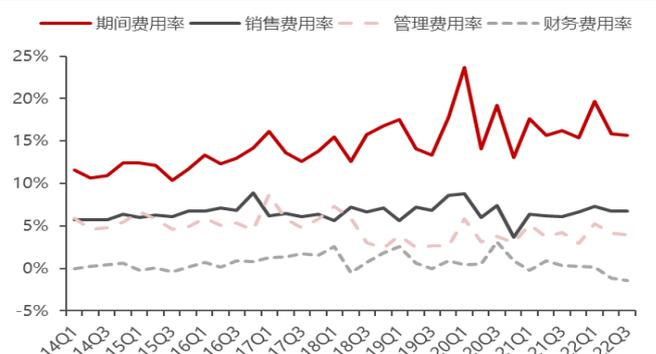
企业	毛利率						归母净利率					
	21Q1-Q3	22Q1-Q3	同比增速	21Q3	22Q3	同比增速	21Q1-Q3	22Q1-Q3	同比增速	21Q3	22Q3	同比增速
安凯客车	4.1%	3.5%	-0.6pct	6.7%	8.8%	2.1pct	-8.87%	-10.64%	持续亏损	-8.3%	-2.8%	持续亏损
中通客车	10.2%	17.2%	7.0pct	13.0%	18.6%	5.6pct	-9.68%	1.51%	扭亏	-7.7%	1.9%	扭亏
宇通客车	17.4%	20.7%	3.3pct	20.8%	24.2%	3.3pct	1.67%	1.00%	-0.7pct	2.0%	4.0%	2.0pct
亚星客车	6.8%	6.4%	-0.3pct	-4.4%	11.2%	扭亏	-15.03%	-10.24%	持续亏损	-37.8%	-5.8%	持续亏损
曙光股份	2.9%	11.6%	8.8pct	0.3%	5.5%	5.2pct	-9.89%	-13.96%	持续亏损	-17.3%	-17.1%	持续亏损
金龙汽车	9.4%	11.4%	2.0pct	9.2%	14.1%	4.9pct	-3.00%	-2.36%	持续亏损	-3.6%	-0.7%	持续亏损

资料来源: Wind, 民生证券研究院

期间费用率方面, 2022 年前三季度客车板块期间费用率为 16.9%, 同比+0.5pct, 费用率增长主要来自销售费用率的增加; 22Q3 期间费用率为 15.6%, 同比-0.6 pct/环比-0.2pct, 费用管理能力有所提升。

图41: 客车板块年度期间费用率


资料来源: wind, 民生证券研究院

图42: 客车板块季度期间费用率


资料来源: wind, 民生证券研究院

4 货车：疫情影响营收利润下滑，货车市场表现低迷

4.1 盈利能力：市场需求走低，板块业绩短期承压

4.1.1 收入端：经济下行，营收销量双双走低

2022 年前三季度货车批发销量 219.82 万辆，同比-8.72%；板块营业收入 1645.65 亿元，同比-39.8%。货车前三季度营收、销量同比下滑显著，主要受今年疫情反复影响，各地防控政策导致物流运输效率降低，经济下行压力大，货车需求降低，空载率变高。

图43：货车年度批发销量



资料来源：中汽协，民生证券研究院

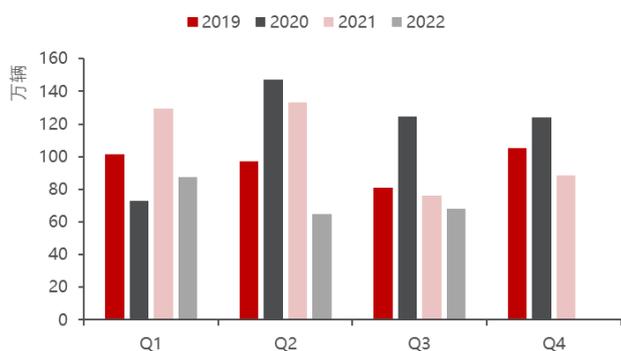
图44：货车板块年度营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

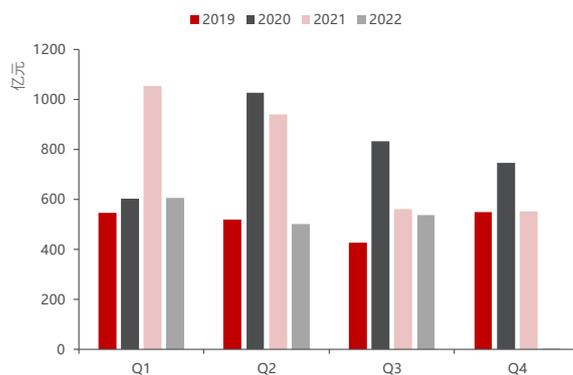
22Q3 受疫情及需求影响，行业销量同比下滑至 67.89 万辆，同比-10.8%/环比+4.9%；板块营业收入 536.53 亿元，同比-4.43%/环比+7.01%。

图45：货车季度批发销量



资料来源：中汽协，民生证券研究院

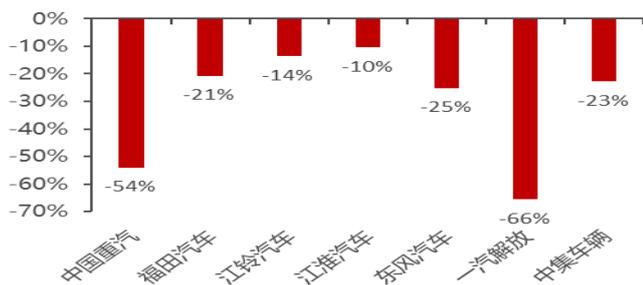
图46：货车板块季度营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

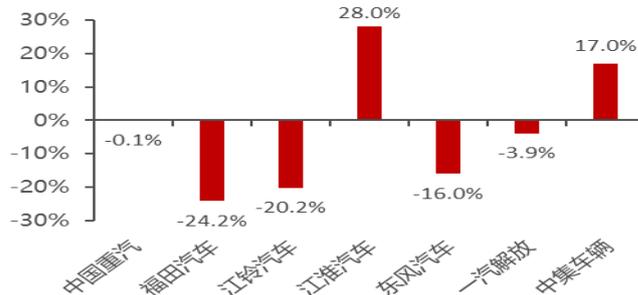
2022 年前三季度 6 家企业均呈现营收负增长，其中中国重汽、一汽解放跌势最为明显，同比-54%/-66%。22Q3 货车企业营收增速，中国重汽与同期水平基本持平（同比-0.1%），江铃汽车、中集汽车由跌转增，同比+28.0%/+17.0%。

图47：2022 年前三季度货车企业营业收入增速情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图48：22Q3 货车企业营业收入增速情况



资料来源：wind，民生证券研究院

4.1.2 利润端：市场需求低迷叠加疫情，业绩短期承压

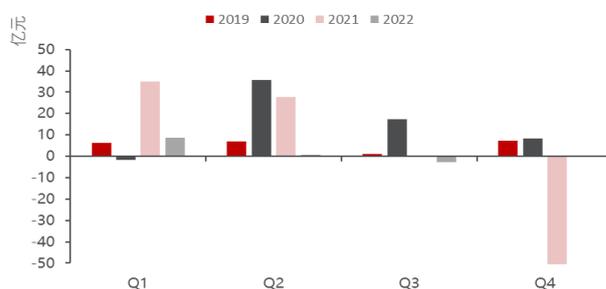
2022 年 1-9 月板块归母净利润达 6.38 亿元，同比-90.9%，扣非后归母净利润亏损 16.28 亿元 (vs.2021 年 1-9 月为盈利 49.33 亿元，由盈转亏)。22Q3 受市场需求影响，板块归母净利润-2.78 亿元，同比-1521.7%/环比-587.1%；扣非后亏损 11.30 亿元 (vs.21Q3 为亏损 2.94 亿元，利润水平同比大幅下降)。

图49：货车板块年度归母净利润



资料来源：wind，民生证券研究院

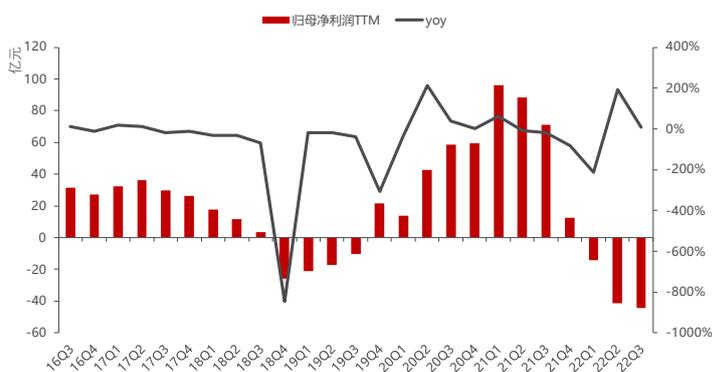
图50：货车板块季度归母净利润



资料来源：wind，民生证券研究院

从 TTM 数据来看，22Q3 归母净利润(TTM)-44.23 亿元，同比-162.18%，环比持续亏损。

图51：货车板块季度归母净利润 TTM



资料来源：wind，民生证券研究院

分企业来看, 2022 年前三季度 7 家货车企业中江铃汽车实现归母净利润同比正增长, 增速超 50%; 江淮汽车、一汽解放利润转亏, 亏损较为严重。22Q3 货车企业归母净利润承压较为严重。其中, 福田汽车归母净利润缩水严重, 同比-375.2%, 环比持续亏损。

表7: 货车企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 利润情况

企业	归母净利润 (百万元)						扣非归母净利润 (百万元)					
	21Q1-Q3	22Q1-Q3	同比增速	21Q3	22Q3	同比增速	21Q1-Q3	22Q1-Q3	同比增速	21Q3	22Q3	同比增速
中国重汽	1151	357	-69.0%	72	265	266.6%	1088	334	-69.3%	76	39	-48.3%
福田汽车	293	241	-17.8%	299	-823	-375.2%	-44	-7	持续亏损	206	-963	-566.5%
江铃汽车	477	717	50.2%	139	36	-73.7%	189	-69	-136.6%	126	32	-74.3%
江淮汽车	195	-784	-502.3%	98	295	201.2%	-701	-1493	持续亏损	96	312	226.1%
东风汽车	514	98	-80.9%	10	-3	-128.6%	486	18	-96.4%	-3	-55	持续亏损
一汽解放	3568	-652	-118.3%	-315	23	扭亏	3363	-1070	-131.8%	-367	-80	持续亏损
中集车辆	786	661	-16.0%	-283	-72	持续亏损	552	660	19.7%	-427	-415	持续亏损

资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.1.3 利润率和费用率

2022 年 1-9 月货车行业毛利率为 9.64%, 同比-0.25pct; 归母净利率为 0.39%, 同比-2.17pct。22Q3 行业毛利率 9.8%, 同比-1.39pct/环比+0.35pct; 归母净利率为-0.52%, 同比-0.55pct/环比-0.63pct。

图52: 货车板块年度毛利率 (左) 和归母净利率 (右)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图53: 货车板块季度毛利率 (左) 和归母净利率 (右)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

毛利率方面 2022 年前三季度货车板块中福田汽车、中集车辆毛利率有所改善, 同比+0.8/1.5pct; 22Q3 除一汽解放外, 其余 6 家货车企业均实现同比正增长。一汽解放 22Q3 毛利率为 4.7%, 同比-14pct/环比-0.4pct。 **归母净利率方面**, 2022 年前三季度货车板块企业江铃汽车、中集车辆、福田汽车归母净利率改善, 同比+1.4/0.3/0.02pct; 22Q3 福田汽车归母净利率扭亏为盈。

表8: 货车企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 毛利率和归母净利率情况

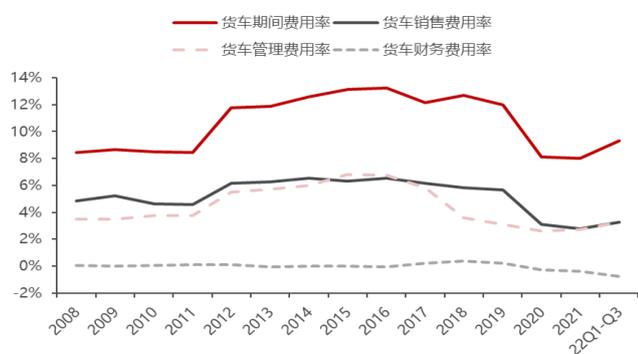
企业	毛利率						归母净利率					
	2021		2022		yoy	yoy	2021		2022		yoy	yoy
	Q1-Q3	Q1-Q3	21Q3	22Q3			Q1-Q3	Q1-Q3	21Q3	22Q3		

中国重汽	7.7%	6.9%	-0.8pct	5.2%	6.0%	0.8 pct	2.4%	1.6%	-0.8 pct	1.6%	0.5%	-1.0 pct
福田汽车	10.8%	11.6%	0.8 pct	7.6%	10.2%	2.6 pct	0.7%	0.7%	0.02 pct	-2.5%	0.2%	扭亏
江铃汽车	15.5%	14.4%	-1.1 pct	12.0%	16.3%	4.3 pct	1.9%	3.3%	1.4 pct	0.9%	3.1%	2.2 pct
江淮汽车	8.8%	7.6%	-1.2 pct	6.2%	8.4%	2.2 pct	0.6%	-2.8%	-3.4 pct	-3.4%	-0.7%	持续亏损
东风汽车	11.2%	7.6%	-3.6 pct	7.7%	8.5%	0.8 pct	4.2%	1.1%	-3.1 pct	0.3%	-0.1%	-0.4 pct
一汽解放	9.1%	6.9%	-2.2 pct	18.9%	4.7%	-14 pct	4.0%	-2.1%	-6.1 pct	3.0%	-11%	-14 pct
中集车辆	10.8%	12.3%	1.5 pct	12.1%	14.4%	2.3 pct	3.5%	3.8%	0.3 pct	2.02%	4.8%	2.8 pct

资料来源: Wind, 民生证券研究院

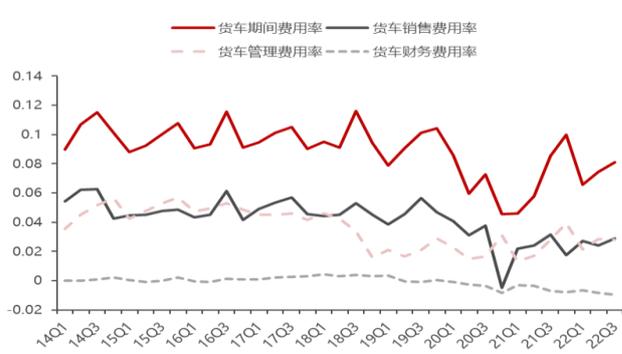
期间费用率方面, 2022 年前三季度货车板块期间费用率为 9.30%, 同比+2.15pct。22Q3 期间费用率为 8.12%, 同比-0.42pct/环比+0.69pct。

图54: 货车板块年度期间费用率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图55: 货车板块季度期间费用率



资料来源: wind, 民生证券研究院

5 零部件：智能电动化赋能板块成长性，业绩短期承压

5.1 盈利能力：行业上行带动汽零空间扩大，业绩短期承压

5.1.1 收入端：行业景气度向好拉动营收增长

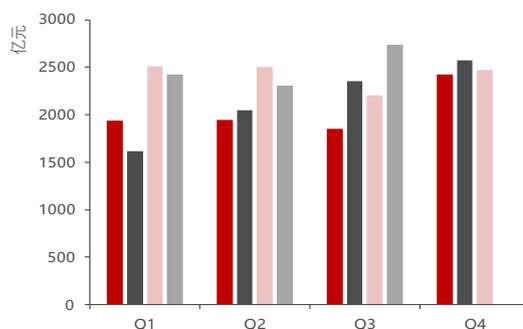
2022年1-9月受乘用车行业景气度总体向好影响，零部件行业收入增速有所提振。2022年前三季度板块营业收入7464.77亿元，同比+3.18%。22Q3板块营业收入2739.27亿元，同比+24.26%/环比+18.89%。

图56：零部件板块年度营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

图57：零部件板块季度营业收入



资料来源：wind，民生证券研究院

2022年前三季度，板块173家公司中有109家营业收入实现同比增长，占总数的65% (vs.2021年前三季度占比93%)，增长家数明显减少。22Q3有132家企业营业收入实现增长，占总数的78% (vs.21Q3占比53%)，增长家数显著增加。

5.1.2 利润端：降幅收紧，三季度利润水平逐步恢复

2022年1-9月板块归母净利润为353.79亿元，同比-8.4%；扣非后归母净利润为297.78亿元，同比-11.2%，行业利润同比下滑主要系疫情因素影响，乘用车、商用车二季度销量大幅下滑所致。板块173家公司中，71家归母净利润实现同比增长，占比42%。

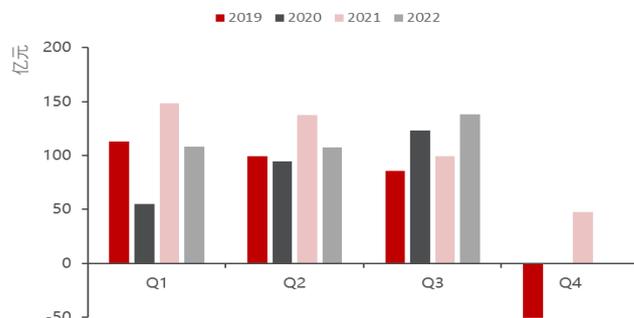
22Q3在Q2疫情结束后，产能逐渐释放，利润水平逐步修复。22Q3归母净利润138.05亿元，同比+39.56%/环比+28.56%；扣非后归母净利润125.04亿元，同比+54.1%/环比+54.89%。105家公司归母净利润实现同比增长，占比63%。

图58: 零部件板块年度归母净利润



资料来源: wind, 民生证券研究院

图59: 零部件板块季度归母净利润



资料来源: wind, 民生证券研究院

分企业来看, 亚太股份、爱柯迪、科博达 22Q3 归母净利润同比增幅超 100%, 带动行业业绩增长。

表9: 部分零部件企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 利润情况 (百万元)

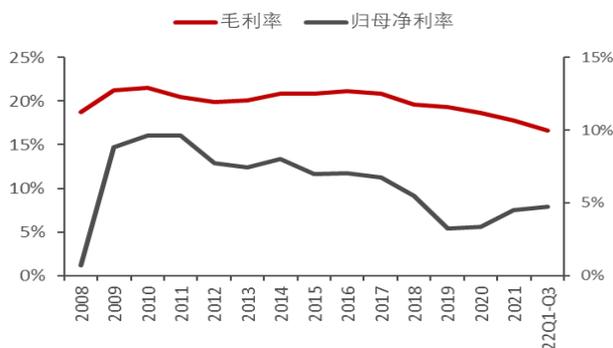
企业	归母净利润 (百万元)						扣非归母净利润 (百万元)					
	21Q1-Q3	22Q1-Q3	同比增速	21Q3	22Q3	同比增速	21Q1-Q3	22Q1-Q3	同比增速	21Q3	22Q3	同比增速
A 股板块												
中鼎股份	818	750	-8.3%	227	280	23.3%	636	606	-4.8%	196	205	4.7%
亚太股份	32	41	25.9%	2	9	460.9%	1	21	1818.7%	-5	2	-143.4%
华阳集团	208	267	28.3%	71	104	46.2%	176	248	40.7%	62	99	57.8%
福耀玻璃	2596	3901	50.3%	827	1519	83.8%	2379	3815	60.4%	717	1505	109.9%
均胜电子	18	131	625.6%	-251	236	扭亏	109	253	132.8%	-192	171	扭亏
爱柯迪	279	407	46.1%	81	194	140.9%	220	398	81.1%	69	211	204.7%
拓普集团	753	1209	60.4%	294	501	70.6%	731	1174	60.6%	286	489	70.9%
星宇股份	739	754	2.1%	169	296	75.5%	666	679	2.0%	145	272	87.7%
保隆科技	224	115	-48.7%	101	52	-48.3%	127	81	-36.6%	25	38	52.9%
伯特利	369	478	29.7%	128	198	54.7%	317	399	26.0%	99	185	86.6%
科博达	272	362	32.9%	42	162	289.7%	240	334	39.3%	30	153	401.5%
继峰股份	161	-77	-147.7%	-27	91	扭亏	143	-88	-161.5%	-35	88	扭亏
上声电子	44	59	32.2%	14	22	62.4%	37	54	43.6%	13	22	65.2%
德赛西威	491	692	40.9%	122	171	40.7%	480	653	36.1%	118	157	32.2%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

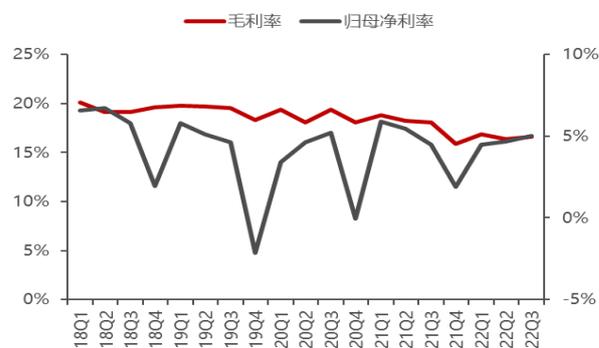
5.1.3 利润率和费用率

2022 年前三季度板块毛利率为 16.6%, 同比-1.8pct, 33 家企业毛利率改善, 占比 20% (vs.2021 年前三季度占比为 73%)。板块归母净利率为 4.7%, 同比-0.6pct, 49 家企业同比改善, 占比 29%。

22Q3 板块毛利率上升至 16.6%, 同比-1.4pct/环比+0.27pct, 59 家企业同比改善, 占比 35%。板块归母净利率为 5.0%, 同比+0.6pct/环比+0.38pct, 76 家企业同比改善, 占比 46%。

图60: 零部件板块年毛利率 (左) 和归母净利润率 (右)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图61: 零部件板块季度毛利率 (左) 和归母净利润率 (右)


资料来源: wind, 民生证券研究院

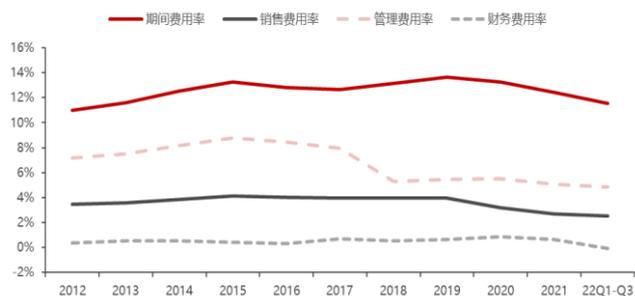
受原材料涨价等因素影响, 2022 年前三季度多家零部件企业毛利率承压, 但拓普集团、亚太股份、福耀玻璃、爱柯迪及科博达等公司归母净利润率有所改善, 同比+1.3/0.3/4.0/1.6/1.6pct。

表10: 部分零部件企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 的毛利率和归母净利润率情况

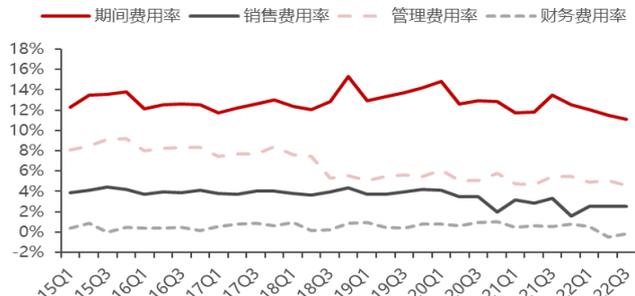
企业	毛利率			归母净利润率								
	21Q1-Q3	22Q1-Q3	同比增速	21Q3	22Q3	同比增速	21Q1-Q3	22Q1-Q3	同比增速	21Q3	22Q3	同比增速
A 股板块												
中鼎股份	24.4%	21.8%	-2.6pct	23.8%	22.5%	-1.2 pct	8.8%	7.3%	-1.4 pct	7.7%	7.6%	-0.1 pct
亚太股份	14.3%	13.4%	-0.9pct	13.5%	12.9%	-0.6 pct	1.3%	1.5%	0.3 pct	0.2%	0.9%	0.7 pct
华阳集团	23.0%	22.0%	-1.0 pct	23.5%	22.7%	-0.8 pct	6.7%	6.7%	0.0 pct	6.6%	6.8%	0.2 pct
福耀玻璃	40.5%	34.5%	-6.1 pct	40.4%	34.9%	-5.5 pct	15.1%	19.1%	4.0 pct	14.7%	20.2%	5.4 pct
均胜电子	13.2%	12.0%	-1.2 pct	12.9%	13.9%	1.0 pct	0.1%	0.4%	0.3 pct	-2.4%	1.8%	扭亏
爱柯迪	27.4%	27.0%	-0.4 pct	24.8%	30.0%	5.2 pct	11.9%	13.5%	1.6 pct	10.3%	16.3%	5.9 pct
拓普集团	21.0%	22.4%	1.4 pct	21.1%	24.0%	2.9 pct	9.6%	10.9%	1.3 pct	10.1%	11.6%	1.5 pct
星宇股份	24.3%	23.0%	-1.3 pct	21.0%	22.9%	1.9 pct	13.1%	12.6%	-0.4 pct	9.9%	13.2%	3.3 pct
保隆科技	33.6%	27.7%	-5.8 pct	34.6%	28.4%	-6.2 pct	7.9%	3.6%	-4.3 pct	10.8%	4.5%	-6.2 pct
伯特利	25.2%	22.0%	-3.2 pct	24.5%	21.8%	-2.7 pct	15.8%	13.0%	-2.9 pct	16.2%	12.6%	-3.6 pct
科博达	34.8%	34.7%	-0.1 pct	32.9%	35.0%	2.2 pct	13.3%	14.9%	1.6 pct	7.1%	17.3%	10.2 pct
继峰股份	15.0%	12.2%	-2.8 pct	12.4%	14.1%	1.7 pct	1.3%	-0.6%	-1.9 pct	-0.7%	2.0%	扭亏
上声电子	25.9%	20.1%	-5.8 pct	25.4%	18.8%	-6.6 pct	4.8%	4.9%	0.0 pct	4.3%	4.6%	0.3 pct
德赛西威	24.5%	23.7%	-0.8 pct	23.9%	23.3%	-0.6 pct	7.8%	6.8%	-0.9 pct	5.5%	4.6%	-0.9 pct

资料来源: Wind, 民生证券研究院

期间费用率方面, 2022 年 1-9 月板块期间费用率为 11.53%, 同比-0.81pct。48 家企业费用率同比提升, 占比 29%。22Q3 期间费用率为 11.12%, 同比-2.36pct, 环比-0.34pct。其中, 管理费用率同比-0.92pct/环比-0.49pct, 销售费用率同比-0.79pct/环比-0.02pct, 财务费用率同比-0.76pct/环比+0.33pct。22Q3 中 35 家企业费用率同比提升, 占比 21%。

图62：零部件板块年度期间费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

图63：零部件板块季度期间费用率


资料来源：wind，民生证券研究院

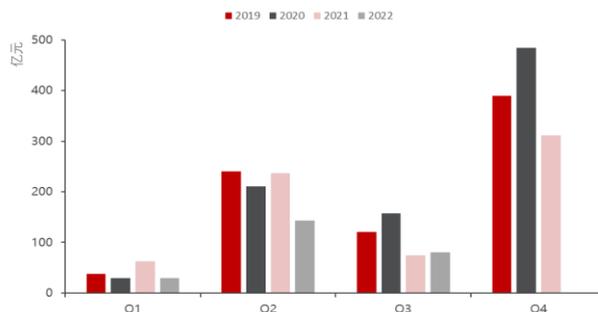
5.2 营运能力: 1-9 月资本开支增加，Q3 现金流同比增长

2022 年 1-9 月板块经营性现金流流入 285.41 亿元，同比-25.3%。88 家企业实现同比增长，占比 52% (vs.2021 年前三季度为 36%)。129 家企业经营性现金流净流入，占比 75% (vs. 2021 年前三季度为 80%)。

22Q3 板块经营性现金流流入 80.48 亿元，同比+8.8%/环比-43.95%。63 家企业实现同比增长，占比 38% (vs.21Q3 为 42%)。100 家企业经营性现金流净流入，占比 63% (vs.21Q3 为 73%)。

图64：零部件板块年度经营性现金流

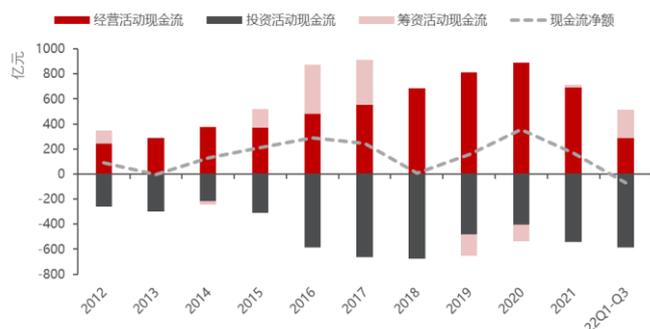

资料来源：wind，民生证券研究院

图65：零部件板块季度及经营性现金流


资料来源：wind，民生证券研究院

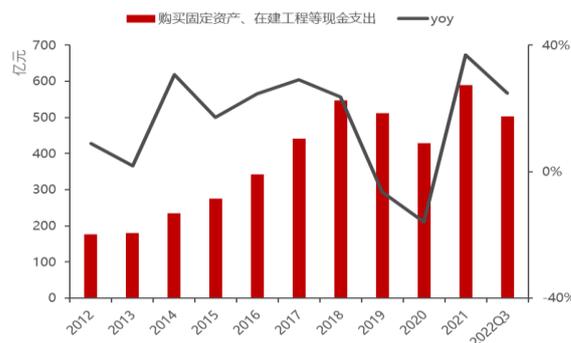
2022 年前三季度零部件行业固定资产等资本开支同比增长 24.79%至 503.36 亿元。2022 年前三季度经营活动现金流流入增加，投资活动现金流流出大幅增加，筹资活动现金流流入增加，总体净现金额为-69.62 亿元 (vs 2021 前三季度总净现金额-12.35 亿元)。

图66：零部件板块年度三类现金流情况



资料来源：wind，民生证券研究院

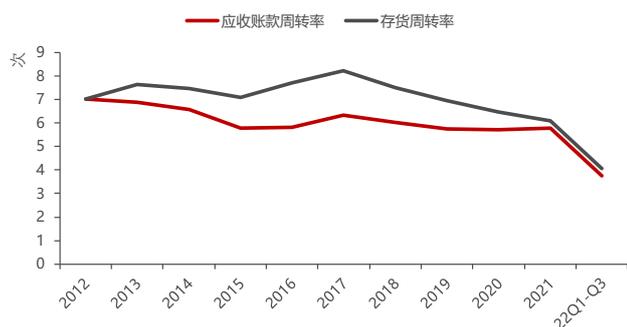
图67：零部件板块购买固定资产、在建工程现金支出



资料来源：wind，民生证券研究院

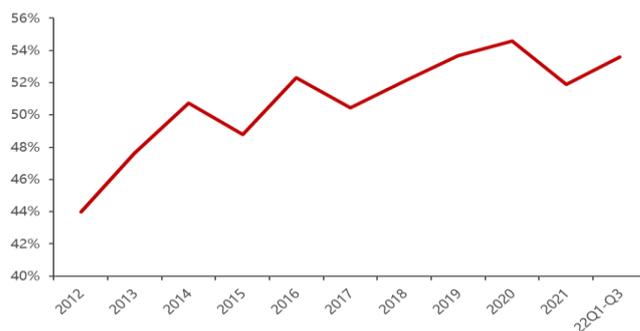
2022年1-9月行业应收账款周转率为3.76次，同比-7.42%，主要受下游客户资金紧缩影响，板块内客户收账速度放缓，平均收账周期延长；存货周转率有所下降为4.05次，同比-3.6%。板块前三季度资产负债率同比+0.68pct到53.6%。

图68：零部件板块年度应收账款和存货周转率



资料来源：wind，民生证券研究院

图69：零部件板块年度资产负债率



资料来源：wind，民生证券研究院

6 投资建议

中性及乐观假设下，我们预计今年行业同比增速在 3.2-10%，其中 Q3 增速最高。乐观假设下，供应有望快速修复，需求也能得到充分回补，行业同比增速或将达到 10%；若供给制约缓解较慢，需求不能有效回补，中性假设下行业同比增速约为 3.2%。后疫情的重建背景下，三季度将开启本轮周期的春季。行业进入汽车板块周期性的超配时区（基于景气度周期触底下，估值修复驱动的超额收益阶段）。

短期基于三季报落地+景气度下行边际企稳或存在板块估值切换的交易性机会，趋势性配置时点或出现在 2023 年 3 月。预计 2022 年 10 月乘用车月度增速环比趋势大幅下行后，10-11 月景气度边际企稳。同时，板块阶段性估值调整风险释得到一定程度释放，根据历史周期复盘板块复苏期的震荡及企稳时间和行业月度景气度变化高度相关，板块三季报落地或存在估值切换的交易性机会。2023 年 3 月前行业月度和年化景气度趋势或再次共振趋势上行，带来更好的板块配置机会。

2022 年是行业重要拐点之年，汽车行业于 2022 年 5 月迎来库存周期（4 年左右车型周期）与朱格拉周期（8-10 年资本开支周期）共振启动，迎来板块性重大布局机会。建议积极布局新一轮汽车复苏下的三阶段反弹，我们结合汽车长短周期嵌套重点推荐四条主线：

1) 基于行业复苏确认带来板块估值修复为主要特征的乘用车板块（早周期特征明显）和零部件蓝筹的配置机会（估值修复的核心源于周期拐点预期下，估值向行业过热及滞涨阶段业绩切换），推荐江淮汽车、广汽集团、长安汽车、比亚迪和长城汽车，以及【传统内外饰智能化升级】的天成自控、星宇股份、福耀玻璃和继峰股份。

2) 智能化有望接力电动化成为行业资本开支的主要方向，智能座舱有望在 EE 架构迭代及高算力芯片量产下，开始进入类消费电子一样的快速迭代，【座舱电子】赛道推荐域控制器龙头公司德赛西威、经纬恒润，建议关注均胜电子和华阳集团，推荐【座舱人机多模交互】的华安鑫创、上声电子和科博达。

3) L3 级智驾驶渗透趋势提速，线控底盘有望复刻过去 5 年电动车渗透率曲线快速放量，率先收益。推荐超配【线控底盘】龙头公司中鼎股份、亚太股份和拓普集团，建议关注产业链相关公司保隆科技和伯特利。

4) 关注华为智选车及安徽产业链相关标的华依科技、瑞鹄模具、飞龙股份和

表11：重点公司盈利预测、估值与评级

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002594.SZ	比亚迪	268.80	1.05	5.15	8.54	257	52	31	推荐
601238.SH	广汽集团	12.06	0.70	0.92	1.04	17	13	12	推荐
601633.SH	长城汽车	30.62	0.73	1.04	1.71	42	29	18	推荐
000625.SZ	长安汽车	12.44	0.36	0.82	0.86	35	15	14	推荐
600418.SH	江淮汽车	13.82	0.09	0.11	0.23	151	131	61	推荐
002284.SZ	瑞鹄模具	26.54	0.63	0.76	1.19	42	35	22	推荐
601689.SH	飞龙股份	8.47	0.28	0.14	0.53	30	60	16	推荐
603085.SH	天成自控	10.16	0.07	0.12	0.39	143	87	26	推荐
600660.SH	福耀玻璃	37.30	1.21	1.63	2.00	31	23	19	推荐
601799.SJ	星宇股份	133.10	3.32	3.88	5.06	40	34	26	推荐
603997.SH	继峰股份	14.18	0.11	0.09	0.56	125	165	25	推荐
002920.SZ	德赛西威	116.84	1.50	2.07	2.79	78	56	42	推荐
688326.SH	经纬恒润-W	159.50	1.22	1.97	2.97	131	81	54	推荐
300928.SZ	华安鑫创	42.99	0.68	1.07	1.82	63	40	24	推荐
688533.SH	上声电子	63.00	0.38	0.67	1.28	166	93	49	推荐
603786.SH	科博达	69.43	0.96	1.37	1.76	72	51	39	推荐
002708.SZ	光洋股份	6.54	-0.17	-0.34	0.25	-	-	26	推荐
000887.SZ	中鼎股份	15.77	0.73	0.90	1.06	22	18	15	推荐
002284.SZ	亚太股份	8.87	0.06	0.13	0.27	149	69	33	推荐
601689.SH	拓普集团	71.90	0.92	1.46	2.05	78	49	35	推荐
601689.SH	华依科技	67.97	0.80	0.87	1.81	85	78	38	推荐

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：股价为2022年11月11日收盘价）

7 风险提示

- 1) **疫情导致的经营风险与市场风险：**疫情恢复不及预期，汽车行业增长具有不达预期的风险。
- 2) **上游原材料成本涨价超预期风险：**新能源产业快速增长，上游原材料紧缺，供需缺口下有上游原材料价格上涨超预期的风险。
- 3) **政策风险：**产业政策发生重大调整令公司面临较高的产业风险，导致订单不及预期。
- 4) **技术开发进程不及预期风险：**新产品技术开发进程不及预期。
- 5) **芯片供应缓解不及预期的风险：**全球芯片紧缺对国内汽车行业供给约束超预期，导致销量不及预期

插图目录

图 1: 汽车年度批发销量	3
图 2: 汽车季度批发销量	3
图 3: 汽车板块年度营业收入	3
图 4: 汽车板块年度归母净利润	3
图 5: 汽车板块毛利率	3
图 6: 汽车板块 ROE	3
图 7: 国内乘用车年度批发销量	6
图 8: 乘用车板块年度营业收入	6
图 9: 国内乘用车季度批发销量	6
图 10: 乘用车板块季度营业收入	6
图 11: 国内乘用车批发销量 TTM	7
图 12: 乘用车板块营业收入 TTM	7
图 13: 2022Q1-Q3 A 股乘用车企业营业收入增速情况	7
图 14: 2022Q3 A 股乘用车企业营业收入增速情况	7
图 15: 乘用车板块年度归母净利润	7
图 16: 乘用车板块季度归母净利润	7
图 17: 乘用车板块季度归母净利润 TTM	8
图 18: 乘用车板块年度毛利率 (左) 和归母净利率 (右)	9
图 19: 乘用车板块季度毛利率 (左) 和归母净利率 (右)	9
图 20: 乘用车板块年度期间费用率	9
图 21: 乘用车板块季度期间费用率	9
图 22: 乘用车板块年度经营性现金流	10
图 23: 乘用车板块季度经营性现金流	10
图 24: 乘用车板块年度三类现金流	10
图 25: 乘用车板块购买固定资产、在建工程等现金支出	10
图 26: 乘用车板块应收账款和存货周转率	10
图 27: 乘用车板块资产负债率	10
图 28: 客车年度批发销量	11
图 29: 客车年度营业收入	11
图 30: 客车季度批发销量	11
图 31: 客车板块季度营业收入	11
图 32: 客车批发销量 TTM	12
图 33: 客车板块季度营业收入 TTM	12
图 34: 2022Q1-Q3 客车企业年度营收增速情况	12
图 35: 2022Q3 客车企业季度度营收增速情况	12
图 36: 客车板块年度归母净利润	12
图 37: 客车板块季度归母净利润	12
图 38: 客车板块归母净利润 TTM	13
图 39: 客车板块年度毛利率 (左) 和归母净利率 (右)	14
图 40: 客车板块季度毛利率 (左) 和归母净利率 (右)	14
图 41: 客车板块年度期间费用率	14
图 42: 客车板块季度期间费用率	14
图 43: 货车年度批发销量	15
图 44: 货车板块年度营业收入	15
图 45: 货车季度批发销量	15
图 46: 货车板块季度营业收入	15
图 47: 2022 年前三季度货车企业营业收入增速情况	16
图 48: 22Q3 货车企业营业收入增速情况	16
图 49: 货车板块年度归母净利润	16
图 50: 货车板块季度归母净利润	16
图 51: 货车板块季度归母净利润 TTM	16
图 52: 货车板块年度毛利率 (左) 和归母净利率 (右)	17
图 53: 货车板块季度毛利率 (左) 和归母净利率 (右)	17
图 54: 货车板块年度期间费用率	18

图 55: 货车板块季度期间费用率.....	18
图 56: 零部件板块年度营业收入.....	19
图 57: 零部件板块季度营业收入.....	19
图 58: 零部件板块年度归母净利润.....	20
图 59: 零部件板块季度归母净利润.....	20
图 60: 零部件板块年毛利率(左)和归母净利率(右).....	21
图 61: 零部件板块季度毛利率(左)和归母净利率(右).....	21
图 62: 零部件板块年度期间费用率.....	22
图 63: 零部件板块季度期间费用率.....	22
图 64: 零部件板块年度经营性现金流.....	22
图 65: 零部件板块季度及经营性现金流.....	22
图 66: 零部件板块年度三类现金流情况.....	23
图 67: 零部件板块购买固定资产、在建工程现金支出.....	23
图 68: 零部件板块年度应收账款和存货周转率.....	23
图 69: 零部件板块年度资产负债率.....	23

表格目录

表 1: 汽车板块年度营业收入和归母净利润(百万元).....	4
表 2: 汽车板块季度营业收入和归母净利润(百万元).....	4
表 3: 乘用车企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 利润情况(百万元).....	8
表 4: 乘用车企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 毛利率和归母净利率情况.....	9
表 5: 客车企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 利润情况(百万元).....	13
表 6: 客车企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 年毛利率和归母净利率情况.....	14
表 7: 货车企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 利润情况.....	17
表 8: 货车企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 毛利率和归母净利率情况.....	17
表 9: 部分零部件企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 利润情况(百万元).....	20
表 10: 部分零部件企业 2022 年 1-9 月和 22Q3 的毛利率和归母净利率情况.....	21
表 11: 重点公司盈利预测、估值与评级.....	25

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026