

2018-2019年汽车价格战复盘

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2023年3月14日

- **2018-2019年汽车价格战核心特征：业绩+估值进入双重承压阶段。**
 - **价维度：**豪华车降价—>合资品牌价格下沉—>自主品牌官降—>去国五库存降价。
 - **量维度：**总量下行，SUV见顶，自主品牌为主打价格战，头部合资+豪华车逆势扩张。
 - **利维度：**下游需求不及预期—>产能利用率被动下降—>尾部客户坏账（部分企业）。
 - **投资维度：**指数-估值呈现了持续下行，SUV完成了轿车类似的周期轮回。
- **投资建议：莫过度焦虑“价格战”，自主汽车产业链崛起依然是长期主旋律。**
 - **2023年价格战与2018-2019年区别：**1) 2023年汽车总量需求曲线是复苏的，2018-2019年是持续下行（尤其是2016-2017年高度透支后）。2) 中国汽车产业的未来美好前景这轮是清晰且有信心的，2018-2019年是非常模糊的。
 - **坚定信心！依然看好新能源汽车带动中国汽车产业链全球崛起之路。** 整车板块重视优秀自主品牌长期崛起力量【比亚迪/理想汽车/长城汽车/吉利汽车/赛力斯】等为代表。零部件板块重视：1) 特斯拉培养出一批未来或具备全球竞争力企业【拓普集团/旭升集团/新泉股份】等为代表，2) 油车时代已经证明过长周期成长能力【福耀玻璃/星宇股份】为代表。3) 智能化产业链自主成长力量【德赛西威/华阳集团】为代表。
- **风险提示：价格战持续时间和幅度超出预期；新能源渗透率提升低于预期；地缘政治不确定性超出预期等**



■ **价维度：由高到低不断传导**

■ **量维度：总量下行，自主份额下降**

■ **利维度：盈利能力持续下行**

■ **投资维度：估值下行**

■ **投资建议**

■ **风险提示**

一、价维度：由高到低不断传导

■ 2017年上半年价格战由豪华/合资品牌发起，从上而下进行传导。

表：2017年部分车企降价事件汇总

车企	时间	车型	降价幅度
别克	2017/2/3-2017/2/24	君越	最高2.5万
宝马	2017/2/3-2017/2/28	7系	最高37.8万
雪佛兰	2017/2/6-2017/2/16	迈锐宝	3.22万
东风标致	2017/2/6-2017/2/28	308S	2.3万
长安福特	2017/2/7-2017/2/17	翼虎	最高2.5万
大众进口	2017/2/7-2017/2/17	甲壳虫	最高2.66万
雪铁龙	2017/2/8-2017/2/18	C4世嘉	0.8万
英菲尼迪	2017/2/8-2017/2/17	QX50	4.15万
上汽大众	2017/2/9-2017/2/28	斯柯达Yeti	1.5万
雪铁龙	2017/2/13-2017/3/13	2017款 C3-XR全系	0.9万
长安欧尚	2017/2/19	2016款	2.5万
长安福特	2017/2/19	2015款福睿斯	1.5~1.7万
奥迪	2017/2/28	A6L	最高13.48万
奔驰	2017/3/13	C	1.7万
雪铁龙	2017/3/20	2014款 C5	3.2万
雷克萨斯	2017/3/21	CT200	2.5万
保时捷	2017/3/29	Macan、718	3.3-6万
长安马自达	2017/4/1	CX-5	2.8~3.0万
广汽传祺	2017/4/1	GS4	1.2万
英菲尼迪	2017/4/13	Q50L全系	5~5.3万
东风日产	2017/4/17	逍客	2.1~2.4万
吉利帝豪	2017/5/3	新帝豪	0.9万
长城哈弗	2017/5/24	H6、H1、H9	0.3-2万
一汽丰田	2017/5/24	卡罗拉	最高2万
长安V标	2017/5/27	CS75、CS35、新逸动、新逸动XT、悦翔V7、CS15、新奔奔、悦翔V3、睿骋 尊悦型、睿骋 尊驰型	0.4-1.4万
上汽自主	2017H1	荣威RX5	0.5-0.7万

- 2018年5月22日国务院批准自2018年7月1日起，将税率分别为25%、20%的汽车整车关税降至15%，降税幅度分别为40%、25%。奔驰、林肯、奥迪、捷豹路虎等车企，相继对中国市场相应进口车型作出了明确的降价调整。

表：2018年上半年部分车企降价事件汇总

车企	时间	车型	降价幅度
宝马	2018/1/1	5系	2.1~4.73万
宝马	2018/2/1	全新5系	1万
凯迪拉克	2018/3	ATS-L	最高7.88万
英菲尼迪	2018/3/22	Q60	4.7万
别克	2018/3/27	威朗	4万
奔驰	2018/5/1	smart	0.1~0.2万
雷克萨斯	2018/5/25	CT200h精英版	1.40万
雷克萨斯	2018/5/25	LX570 尊贵豪华版	10.9万
雷克萨斯	2018/5/25	Ls 500s	6.6万
雷克萨斯	2018/5/25	ES 200精英版	1.9万
雷克萨斯	2018/5/25	NX 200 锋行版	2万
雷克萨斯	2018/5/25	RX 300 锋行版	2.8万
雷克萨斯	2018/5/26	QX80	6万
雷克萨斯	2018H1	捷豹XFL	8.73~15.43万

- 2018年9月长城发起价格战，开启“纯自主迎贸易战，哈弗神车降两万”活动，将哈弗系列全系车型调低1.4-2.4万元价格（15%以上折扣），后广汽/长安等自主品牌及大众/丰田等合资品牌陆续跟进降价。

表：2018年部分车企降价事件汇总

车企	时间	车型	降价幅度
长城哈弗	2018/9/1	哈弗H6、M6、H2、H4等	1.4-2.4万
广汽自主	2018/9/15	ix4	3.4万（泉州）
上汽大众	2018/9/20	斯柯达明锐	最高4.16万
广汽传祺	2018/11/2	GS4新能源、传祺GE3、传祺GA3S PHEV等	最高9.29万
广汽丰田	2018/11/3	汉兰达	3~4万
上汽大众	2018/11/5	朗逸、斯柯达速派	1.55~6.2万
上汽名爵	2018/11/8	ZS、6、HS	0.6~2.5万
长安V标	2018/11/12	CS95/CS75	最高7万
吉利帝豪	2018/12/1	MT、CVT	1.2万
长城哈弗	2018/12/1	哈弗H7	2万
广汽传祺	2018/12/1	GA6	1.8万
上汽自主	2018/12/1	荣威RX8	1.6万
上汽大众	2018/12/1	斯柯达昕动	1.3万
别克	2018/12/1	君越	4.5万
东风本田	2018/12/1	本田UR-V	2万

2019年降价事件汇总（去国五库存推动）

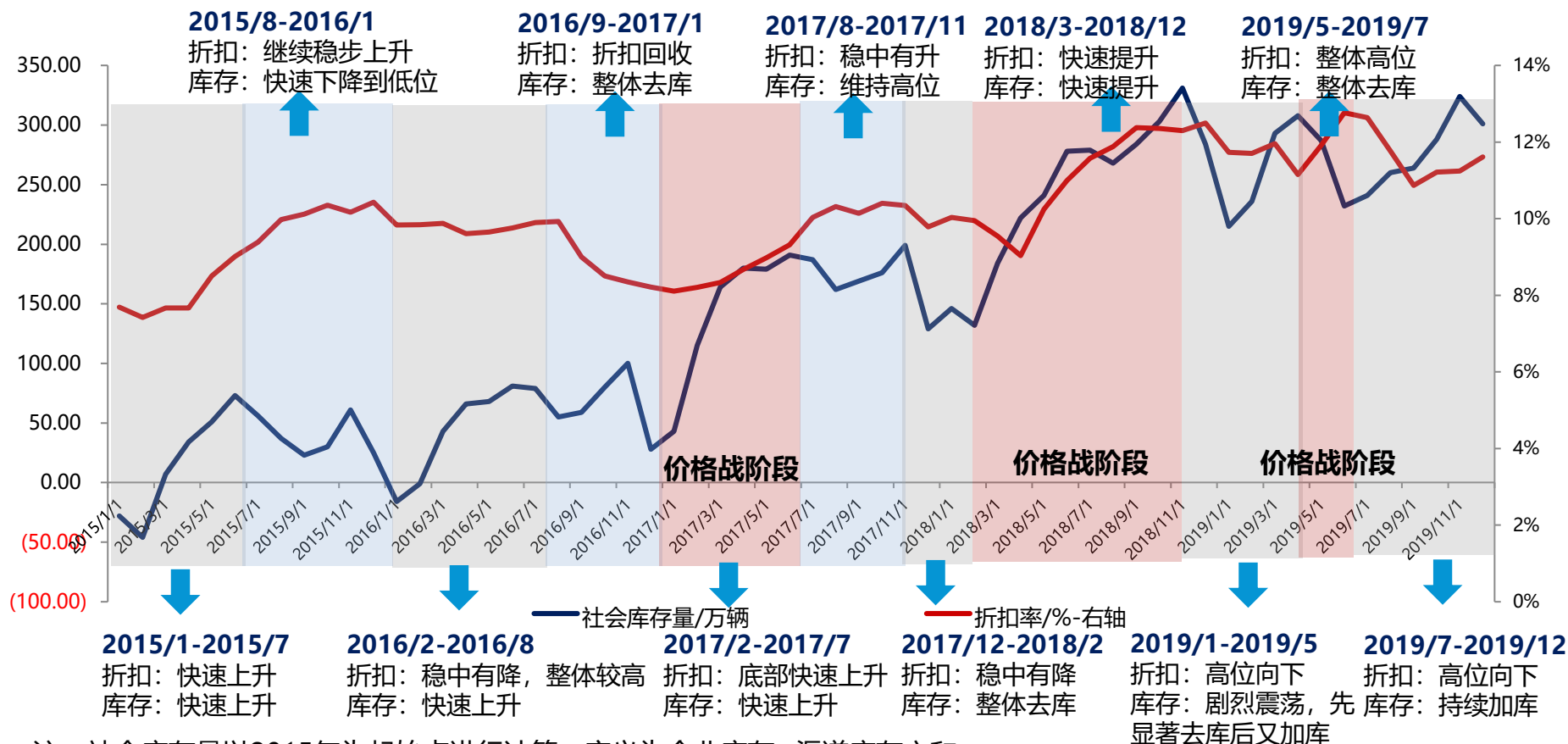
表：2019年部分车企降价事件汇总

车企	时间	车型	降价幅度
吉利	2019/1/1	博瑞、远景SUV	1万+
长安欧尚	2019/1/1	/	最高2.2万
长安福特	2019/1/9	经典福克斯	1.6万
上汽自主	2019/2/11	荣威 RX5	1.5万
华晨集团	2019/3/8	中华V3全系	1.5万
奔驰	2019/3/15	梅赛德斯-AMG、迈巴赫、GLE、GLC等	0.7-6.4万
宝马	2019/3/16	BMW M760Li xDrive等	1-6万
沃尔沃	2019/3/16	V90 Cross Country等	0.89-6万
捷豹路虎	2019/3/16	捷豹品牌	最高8.5万
林肯中国	2019/3/17	新款林肯MKC等	1-2万
奥迪	2019/3/19	RS 6 Avant 尊享运动限量版等	1.6-3.32万
英菲尼迪	2019/3/20	全系	最高2万
雷克萨斯	2019/3/27	LC 500h 特别版等	1-10.9万
凯迪拉克	2019/3/28	CT6 28T铂金版等	1.2-2.5万
保时捷	2019/3/29	718等	0.5-3.1万
一汽丰田	2019/3/31	普拉多 3.5L VX-NAVI	1.1万
长城哈弗	2019/3/31	哈弗H6	0.5~2.2万
广汽本田	2019/3/31	雅阁	0.5~2.5万
上汽大众	2019/3/31	Polo	1.07~3.5万
比亚迪	2019/4/1	比亚迪宋	单车7000-20000元不等
长安V标	2019/4/1	长安CS75尚酷版1.8T四驱版等	1.1-3.7万
雪铁龙	2019/7/2	牧野雪铁龙 C5	最高2.9万
英菲尼迪	2019/7/26	QX30	1.18~2.84万
吉利帝豪	2019/11/1	帝豪	1.9~1.2万
长城哈弗	2019/11/18	哈弗H9	2.5~5.76万（河北地区）
吉利帝豪	2019/11/19	帝豪L	全系1.2~1.5万
长安V标	2019/11/26	长安CS95	2.4万（河北地区）
吉利几何	2019/11/27	几何A	全系平均优惠7.2万

行业平均折扣率&库存情况复盘

- **库存**：正常库存节奏为上半年加库存，下半年去库存。2018年3月开始持续加库，2019年7月又开启持续加库。
- **折扣**：2018年6月折扣快速上升，至2019年12月折扣保持震荡向上，至12%左右的高位。

图：2015-2019月度乘用车行业折扣/库存情况汇总



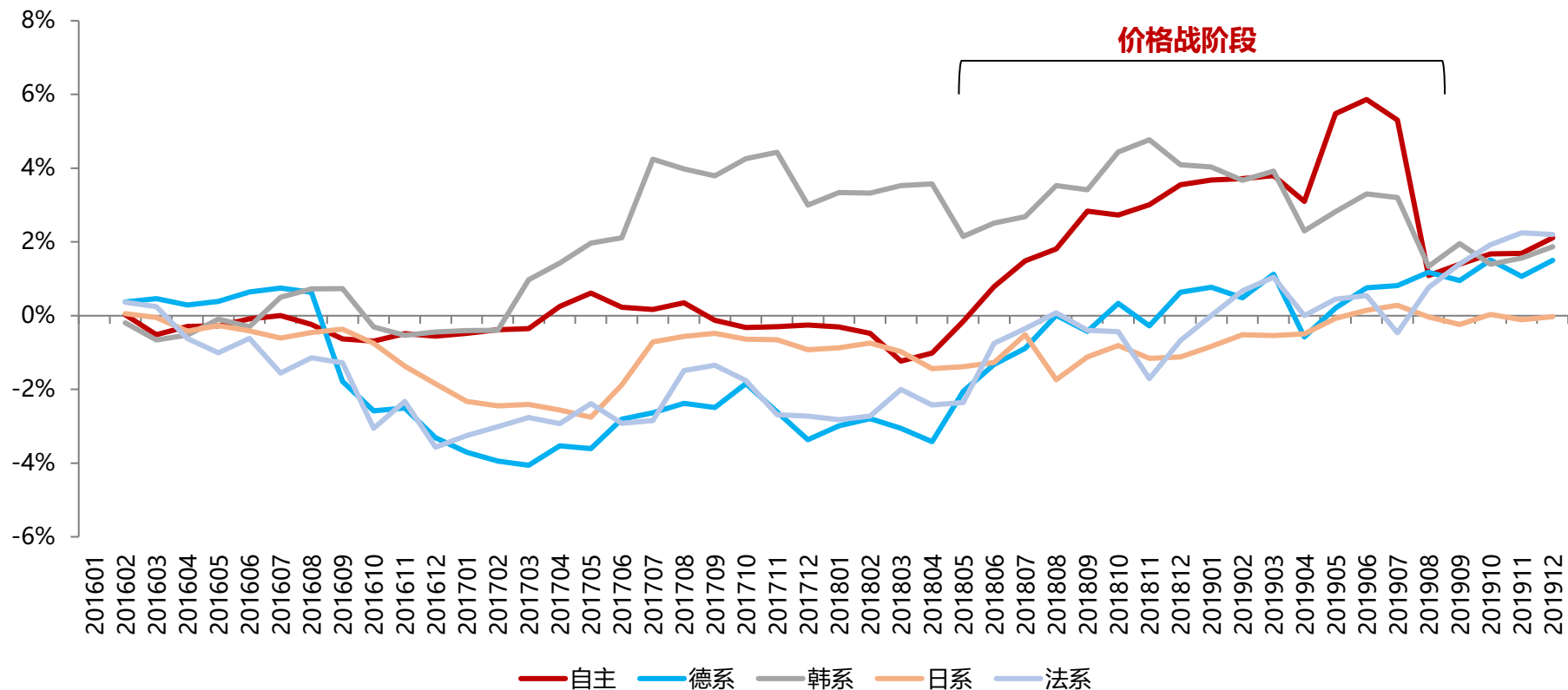
注：社会库存量以2015年为起始点进行计算，定义为企业库存+渠道库存之和

数据来源：ThinkCar，交强险，乘联会，东吴证券研究所

分系别折扣率变化情况：自主跟进折扣力度最大

- 由于各品牌定价策略有所差异，我们分系别计算各系别平均折扣率水平，再以2016年1月为基数计算折扣率变化情况，采用折扣的边际变化进行讨论：
- 市场普遍跟进折扣——2018年6月之后自主品牌折扣迅速加大，并于2019年6月达到顶峰，过程中除韩系品牌折扣率本身就一直维持在较高水平外，德系/日系/法系折扣率均有所提升。
- 自主品牌跟进折扣力度最大——自主>韩系>德系>法系>日系。

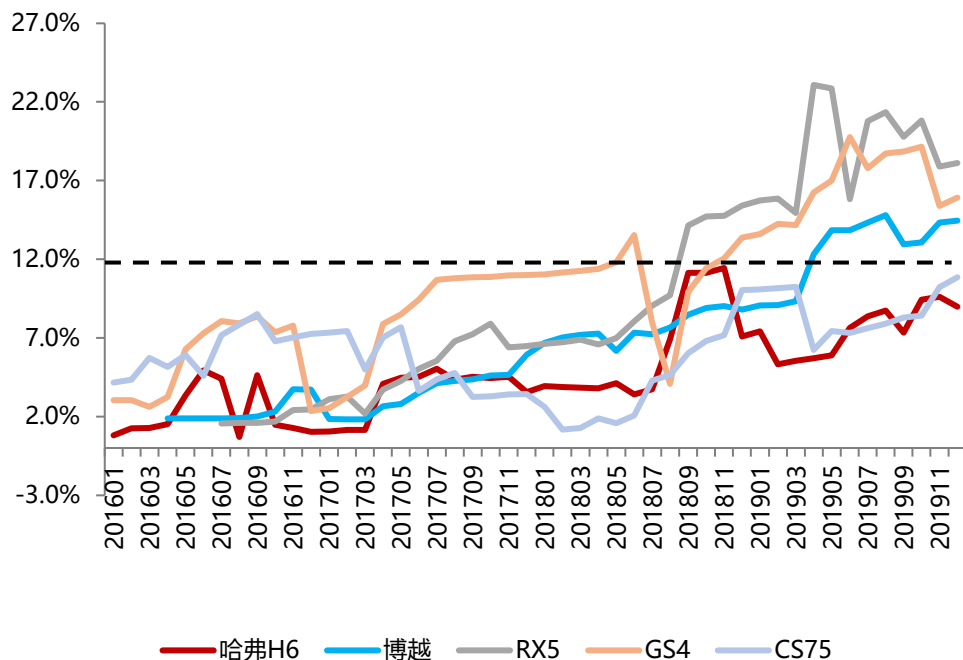
图：2016-2019月度分系别折扣率变化情况（以2016年1月折扣率水平为基数）



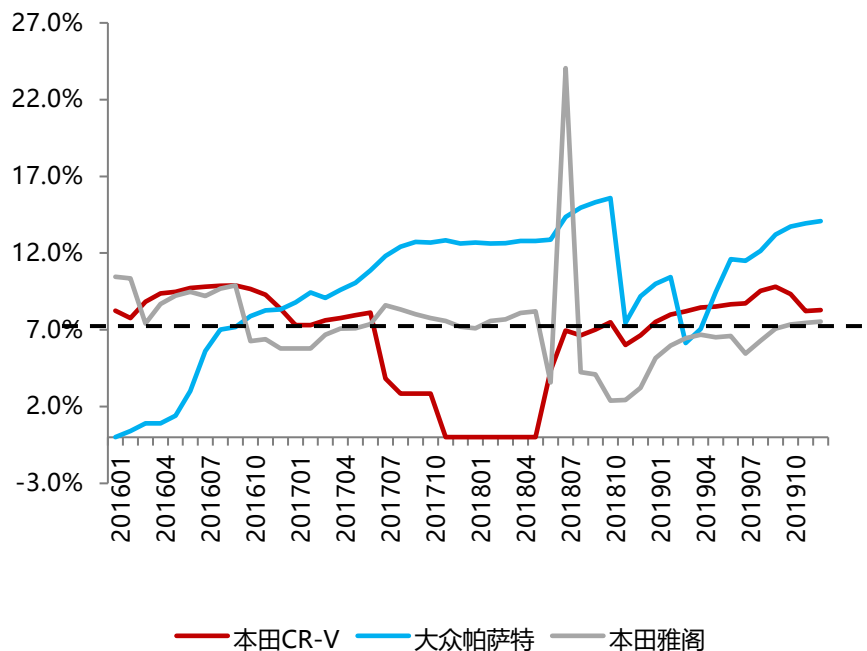
2018-2019年重点车型价格变化情况

- 对自主品牌/合资品牌重点车型折扣变化情况进行汇总，与分级别统计结论基本一致：
- 2018年6月自主品牌重点车型折扣中枢自5%左右上移至12%左右，以RX5/GS4为代表的车型折扣水平居高不下；
- 合资品牌车型折扣中枢低于自主品牌。

图：2016-2019月度重点自主品牌车型折扣变化情况（%）



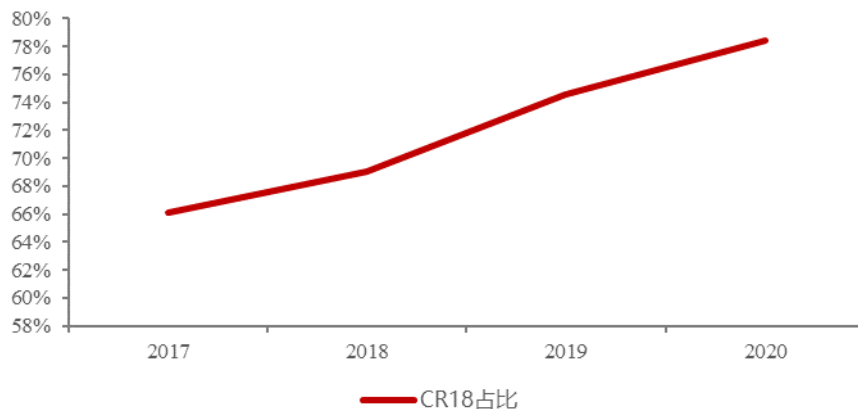
图：2016-2019月度重点合资品牌车型折扣变化情况（%）



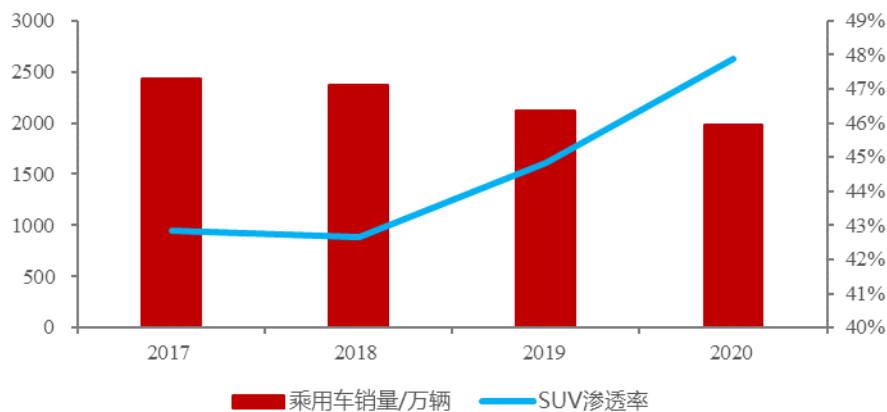
二、量维度：总量下行，自主份额下降

- ◆ **行业总量持续下行**，2018年燃油车购置税补贴到期，需求下行，2018~2019年总量下滑。
- ◆ **自主份额下滑，合资维稳，豪华逆势上行。**
2017~2020年，自主份额由36%下滑至34%；豪华份额由6%提升至10%。
- ◆ 以行业主流18家自主+合资+豪华品牌为样本看集中度变化，**2017~2020年行业集中度持续提升**，由66%提升至75%+。

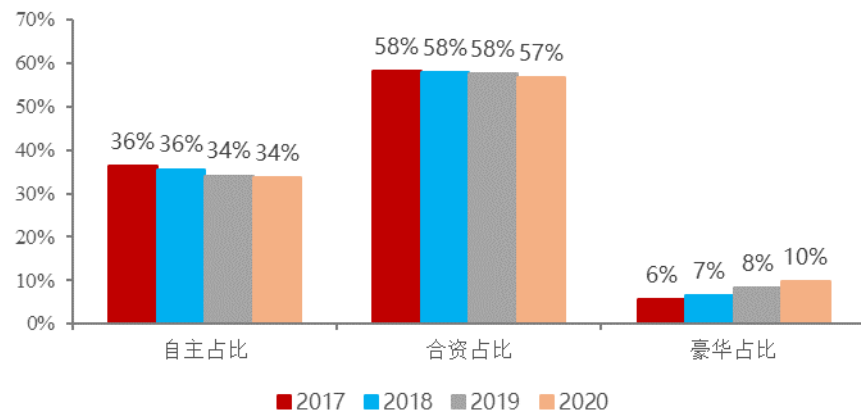
图：乘用车行业2017~2020年CR18代表车企集中度变化



图：乘用车行业2017~2020年年度销量以及SUV渗透率



图：乘用车行业2017~2020年年度自主/合资/豪华份额



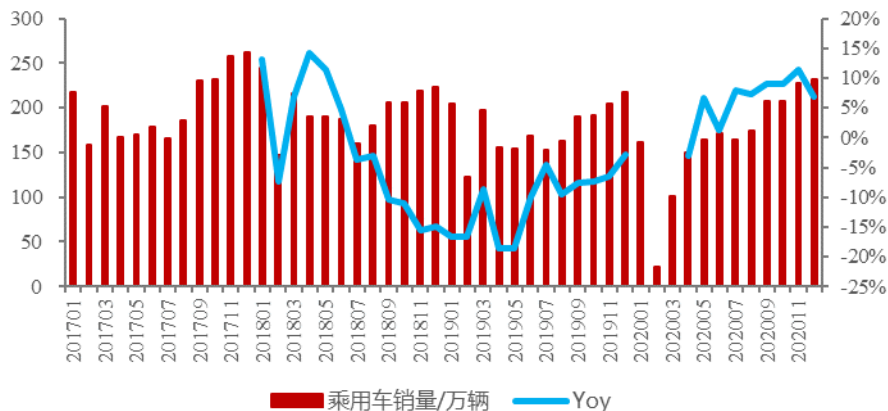
2018H2~2019总量下滑，库存/SUV渗透增加

- ◆ **总量维度**，2018年5月乘用车批发销量增速触顶而后迅速下滑，2018H2起持续同比负增长至2019年底。
- ◆ **结构维度**：SUV行业渗透率持续增加，由2018H1的40%左右至2019年底提升至50%左右，合资SUV价格下沉为核心催化。
- ◆ **库存角度**：2017~2018年乘用车行业社会库存持续增加，2019年库存持续高位小幅下滑。

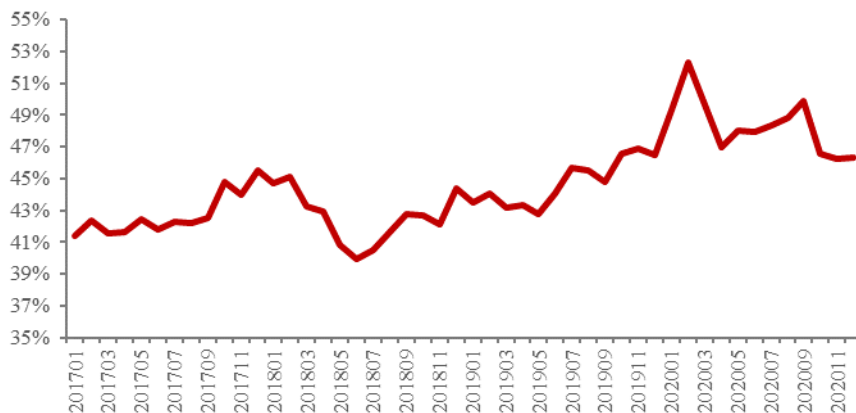
图：乘用车行业2017~2020年月度社会库存变化/万辆



图：乘用车行业2017~2020年月度销量以及Yoy变化/万辆



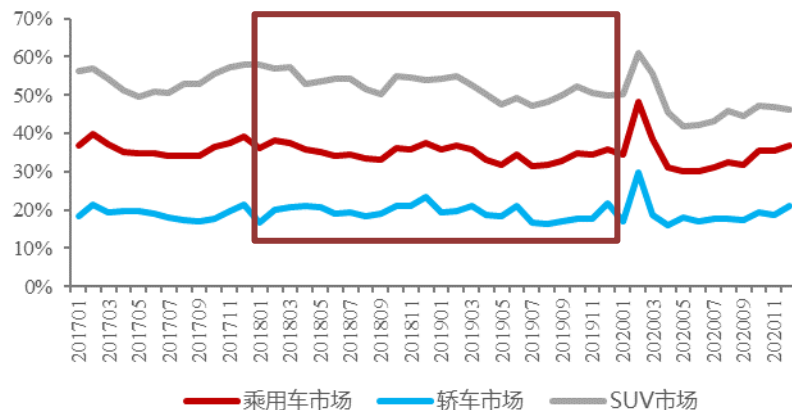
图：乘用车行业2017~2020年月度SUV渗透率变化



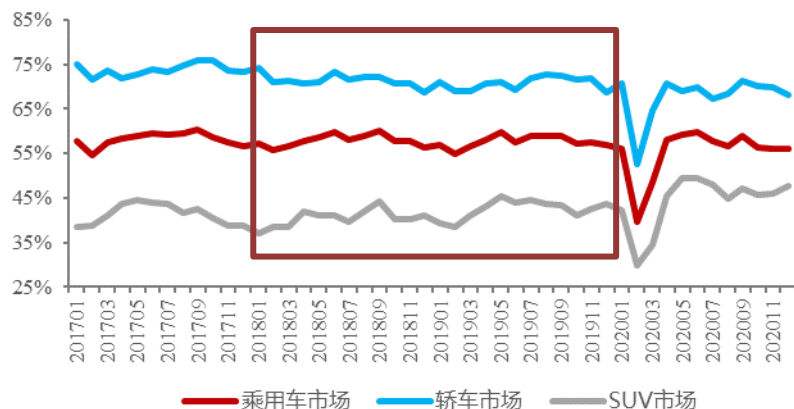
自主份额下滑，合资份额维稳，豪华品牌逆势增长

- ◆ 2018年初起，自主品牌份额逐月下滑，至2019年基本触底。区分轿车/SUV来看，SUV市场份额下滑更为明显，轿车市场相对维稳。
- ◆ 合资品牌市场份额相对维稳，SUV价格下沉抢占自主份额，2018年呈现提升趋势；轿车市场份额丢失。
- ◆ 豪华品牌SUV/轿车市场份额双升，豪华品牌30万元以下入门级轿车/SUV产品推出抢占合资份额，市占率收获最大。

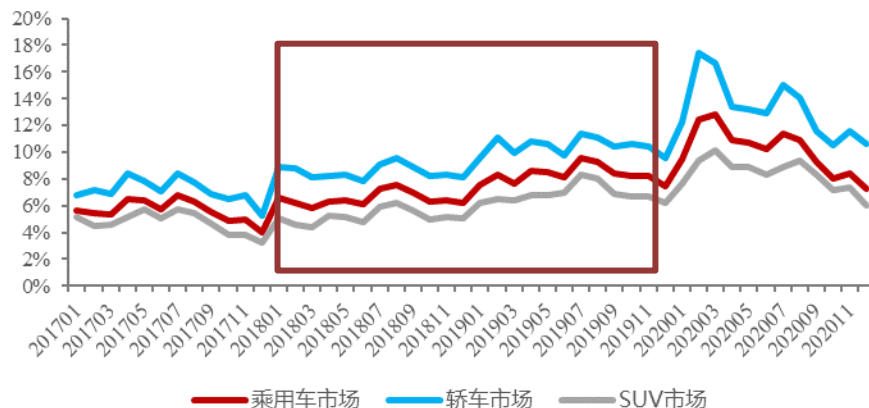
图：乘用车/轿车/SUV行业2017~2020年月度自主份额变化



图：乘用车/轿车/SUV行业2017~2020年月度合资份额变化



图：乘用车/轿车/SUV行业2017~2020年月度豪华份额变化



自主品牌份额明显下滑，自主内部集中度提升

- ◆ 2017~2020年，自主品牌行业份额下滑主要体现二三线自主份额丢失，自主内部集中度提升。
- ◆ 吉利/上汽/奇瑞等周期强势车企份额明显提升。

图：乘用车/轿车/SUV行业2017~2020年自主品牌市场份额

	乘用车行业市场份额				份额变化值		
	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
自主品牌	36.30%	35.61%	34.09%	33.59%	-0.69%	-1.53%	-0.50%
长安汽车	4.39%	3.69%	3.80%	4.92%	-0.70%	0.11%	1.12%
长城汽车	3.91%	3.86%	4.30%	4.47%	-0.05%	0.44%	0.17%
吉利汽车	5.22%	6.33%	6.42%	6.65%	1.12%	0.09%	0.24%
上汽自主	2.28%	3.21%	3.57%	3.70%	0.92%	0.36%	0.14%
广汽自主	2.09%	2.26%	1.97%	2.08%	0.16%	-0.29%	0.11%
奇瑞汽车	2.21%	2.40%	2.84%	3.19%	0.19%	0.44%	0.35%
比亚迪汽车	1.69%	2.12%	2.14%	2.12%	0.43%	0.02%	-0.02%
其他	14.50%	11.75%	9.06%	6.45%	-2.75%	-2.69%	-2.60%

合资整体小幅下滑，德/日系占比提升，其余下滑

- ◆ 2017~2020年，合资品牌整体份额小幅下滑，相比自主维稳。小幅下滑主要体现为韩系/美系车企份额下滑更多，行业集中度提升。
- ◆ 周期强势车企以日系丰本/德系大众等份额明显提升。

图：乘用车/轿车/SUV行业2017~2020年年度合资份额变化

	乘用车行业市场份额				份额变化值		
	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
合资品牌	58.18%	57.87%	57.64%	56.72%	-0.31%	-0.23%	-0.92%
一汽大众	5.79%	5.98%	6.72%	7.07%	0.19%	0.75%	0.34%
上汽大众	8.50%	8.71%	9.44%	7.59%	0.22%	0.72%	-1.85%
上汽通用	8.23%	8.29%	7.53%	7.40%	0.06%	-0.76%	-0.13%
广汽丰田	1.82%	2.45%	3.22%	3.86%	0.63%	0.77%	0.64%
广汽本田	2.90%	3.12%	3.64%	4.04%	0.22%	0.52%	0.41%
东风本田	2.94%	3.04%	3.77%	4.29%	0.10%	0.73%	0.51%
东风日产	5.15%	5.49%	6.07%	6.12%	0.34%	0.58%	0.05%
其他	22.85%	20.79%	17.26%	16.37%	-2.06%	-3.53%	-0.89%

豪华品牌整体提升，奔驰/宝马贡献重要增量

- ◆ 2017~2020年，豪华品牌份额整体提升，由5.5%提升至9.7%，抢占自主/合资份额。
- ◆ 奔驰份额提升最为明显，宝马/奥迪涨幅依次靠后。

图：乘用车/轿车/SUV行业2017~2020年年度豪华品牌份额变化

	乘用车行业市场份额				份额变化值		
	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
豪华整体	5.52%	6.52%	8.27%	9.69%	1.00%	1.75%	1.42%
奔驰	1.65%	1.94%	2.78%	3.30%	0.29%	0.84%	0.52%
宝马	1.59%	1.96%	2.57%	3.08%	0.37%	0.60%	0.52%
奥迪	2.27%	2.62%	2.92%	3.31%	0.34%	0.31%	0.38%

三、利维度：盈利能力持续下行

整车板块代表性个股盈利复盘（1）

- 2017-2019年汽车价格战在整车层面核心体现是自主品牌价格战。
- 最具代表性是：长城+吉利+长安。
- 长城汽车：2017年是业绩拐点之年
- 长安汽车：2018年是业绩核心变化之年
- 吉利汽车：2019年是业绩核心变化之年

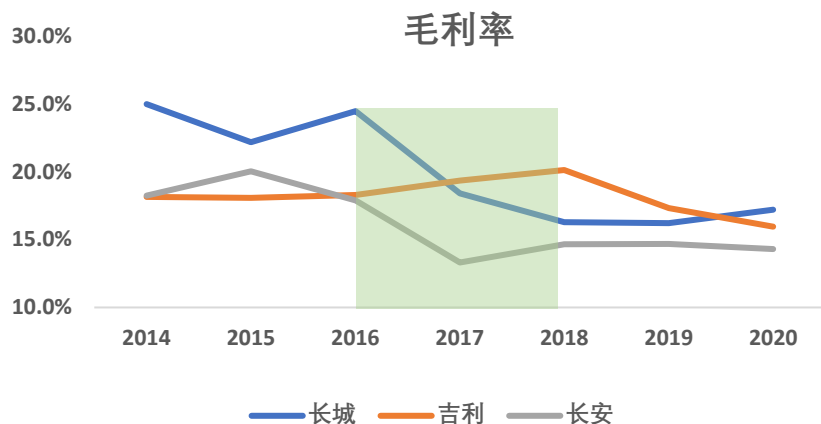
表：2017-2019年整车板块代表性公司基本面变化

销量/万辆	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
长城	73	87	107	107	105	106	111
吉利	43	54	69	127	150	136	132
长安	97	111	122	107	87	81	98
YoY	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
长城		19.0%	23.6%	-0.4%	-1.6%	0.7%	4.8%
吉利		26.5%	27.5%	84.4%	18.5%	-9.3%	-3.0%
长安		14.4%	9.4%	-12.4%	-18.1%	-7.8%	21.0%
营收/亿元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
长城	603	731	984	1007	978	952	1033
吉利	219	303	538	930	1068	977	924
长安	529	668	785	800	663	706	846
YoY	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
长城		21.1%	34.7%	2.3%	-2.8%	-2.7%	8.5%
吉利		38.6%	77.7%	72.8%	14.9%	-8.5%	-5.5%
长安		26.2%	17.6%	1.9%	-17.1%	6.5%	19.8%
归母净利润/亿元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
长城	80.4	80.6	105.5	50.3	52.1	45.0	53.6
吉利	14.3	22.6	51.1	106.3	125.5	81.9	54.0
长安	76	100	103	71	7	-26	33
YoY	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
长城		0.2%	30.9%	-52.4%	3.6%	-13.6%	19.2%
吉利		58.0%	126.2%	108.0%	18.1%	-34.8%	-34.1%
长安		31.6%	3.3%	-30.6%	-90.5%	-488.7%	-225.6%

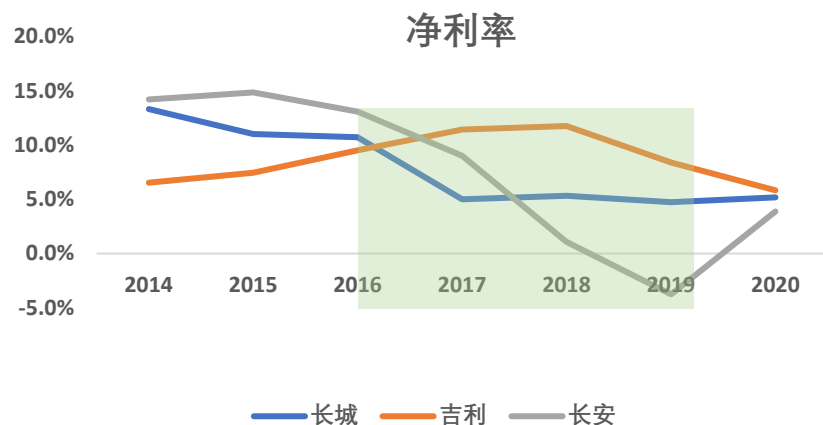
整车板块代表性个股盈利复盘 (2)

2017-2019年【长城-长安-吉利】：ASP下行< 毛利率下行< 单车净利/净利率下行

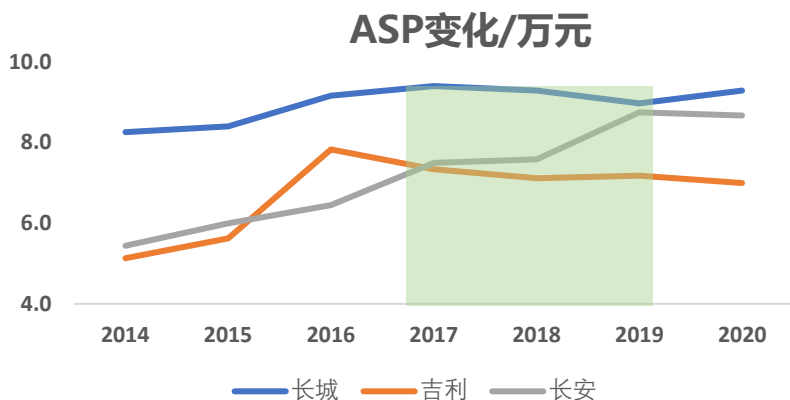
表：2017-2019年毛利率走势



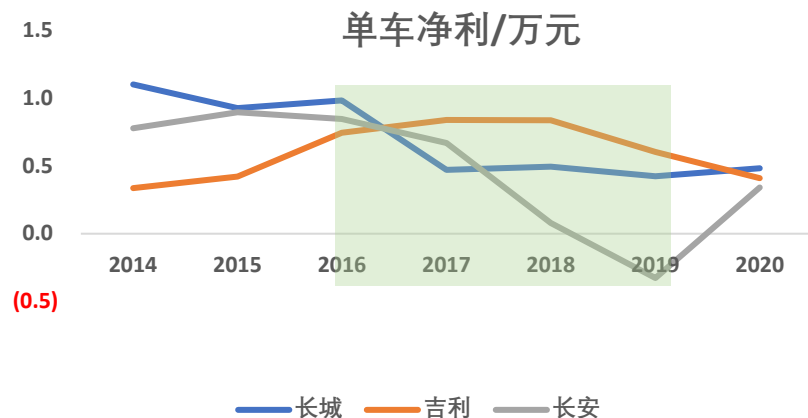
表：2017-2019年净利率走势



表：2017-2019年ASP走势



表：2017-2019年单车净利走势



零部件板块及代表性公司业绩复盘汇总

标的	科目	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
汽车零部件(申万)	营业收入 (亿元)	1483.6	1685.4	1396.4	1897.7	1698.1	1954.9	1766.7	1922.5	1797.3	1830.4	2105.0	2417.9
	YoY	44.8%	40.9%	11.4%	28.4%	14.5%	16.0%	26.5%	1.3%	5.8%	-6.4%	19.2%	25.8%
	归母净利润 (亿元)	94.8	118.8	93.3	120.2	117.5	142.8	100.7	-16.7	103.0	96.6	99.4	-36.6
	YoY	53.0%	44.1%	27.7%	29.6%	24.0%	20.1%	8.0%	-113.9%	-12.3%	-32.3%	-1.3%	118.7%
德赛西威	营业收入 (亿元)	16.9	14.4	13.1	15.6	14.0	14.6	12.0	13.5	10.0	12.7	12.7	17.9
	YoY	-	-	-	-5.8%	-17.2%	1.1%	-8.5%	-13.8%	-28.4%	-13.1%	6.1%	33.0%
	归母净利润 (亿元)	2.2	1.4	1.1	1.5	1.6	1.3	0.5	0.8	0.4	0.6	0.4	1.5
	YoY	-	-	-	16.7%	-25.6%	-10.9%	-53.9%	-47.2%	-72.8%	-53.7%	-21.0%	91.7%
华阳集团	营业收入 (亿元)	9.9	9.7	11.2	10.8	7.8	8.4	8.7	9.9	8.3	8.0	8.1	9.5
	YoY	-	-	5.9%	-21.8%	-22.1%	-13.4%	-22.9%	-8.4%	6.6%	-5.1%	-6.2%	-4.0%
	归母净利润 (亿元)	0.7	0.7	0.6	0.8	0.1	0.1	0.2	-0.2	0.1	0.3	0.3	0.1
	YoY	-	-	0.9%	-29.8%	-91.5%	-86.7%	-62.2%	-125.3%	47.3%	245.9%	21.0%	-134.3%
拓普集团	营业收入 (亿元)	11.7	11.7	12.0	15.5	15.0	15.8	13.8	15.3	12.5	11.9	13.3	15.9
	YoY	47.7%	33.3%	25.8%	18.0%	28.4%	34.8%	14.7%	-1.4%	-16.8%	-24.4%	-3.9%	4.3%
	归母净利润 (亿元)	1.7	2.1	1.6	1.9	2.0	2.4	1.8	1.4	1.1	1.0	1.3	1.2
	YoY	37.3%	50.0%	5.8%	-2.6%	15.5%	10.7%	9.9%	-27.1%	-43.1%	-59.1%	-29.7%	-12.8%
双环传动	营业收入 (亿元)	5.3	5.9	7.2	8.0	7.2	8.8	7.2	8.3	7.6	7.9	7.2	9.7
	YoY	42.6%	43.4%	69.5%	49.4%	36.1%	48.8%	0.8%	3.4%	4.3%	-10.3%	-0.7%	18.0%
	归母净利润 (亿元)	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6	0.0	0.4	0.3	0.3	-0.2
	YoY	35.4%	40.6%	30.1%	18.6%	20.8%	6.2%	-7.2%	-91.9%	-28.8%	-53.2%	-57.0%	-540.2%
万里扬	营业收入 (亿元)	15.9	11.0	10.8	12.6	10.2	11.4	10.7	11.4	9.7	11.2	12.1	18.1
	YoY	110.1%	43.3%	63.6%	-18.5%	-35.8%	3.7%	-1.1%	-9.5%	-5.1%	-2.2%	13.2%	58.3%
	归母净利润 (亿元)	2.4	1.8	1.5	0.7	1.3	1.5	0.9	-0.2	1.2	1.2	1.2	0.5
	YoY	235.9%	171.1%	87.9%	-25.0%	-45.0%	-19.4%	-41.6%	-123.4%	-11.7%	-21.4%	30.8%	-421.1%
星宇股份	营业收入 (亿元)	9.6	10.4	10.1	12.5	11.8	12.8	12.7	13.5	14.2	12.8	14.0	19.9
	YoY	39.8%	20.6%	37.0%	17.4%	21.8%	23.0%	26.6%	8.1%	21.2%	0.6%	9.7%	47.2%
	归母净利润 (亿元)	1.0	1.3	1.0	1.5	1.3	1.7	1.4	1.7	1.7	1.7	1.9	2.6
	YoY	31.9%	31.3%	42.2%	33.8%	32.0%	32.5%	43.9%	17.0%	30.2%	-0.1%	37.9%	51.0%

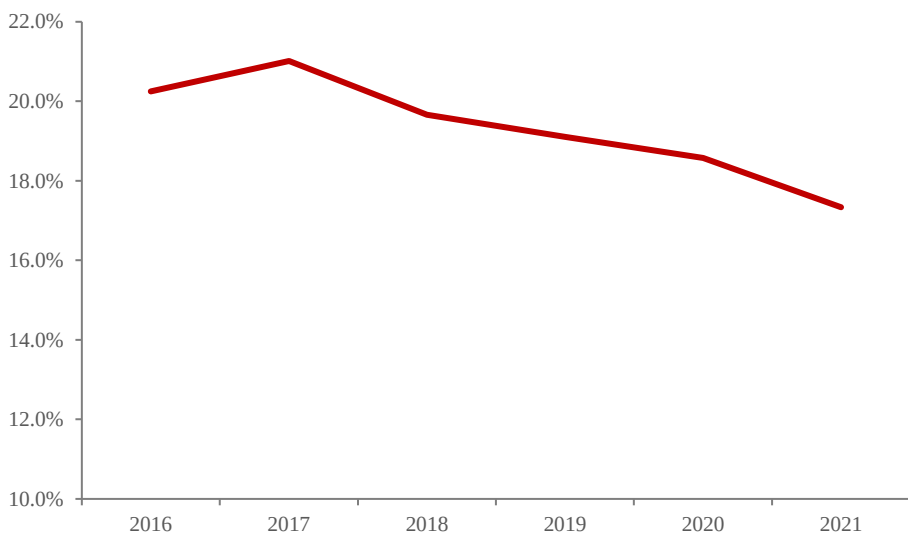
零部件板块及代表性公司业绩复盘汇总

- 零部件板块和代表性公司的盈利指标从2017Q4陆续开始进入下行周期，2019Q3才陆续见底转好。星宇股份作为特殊标的，穿越本轮行业下行周期。

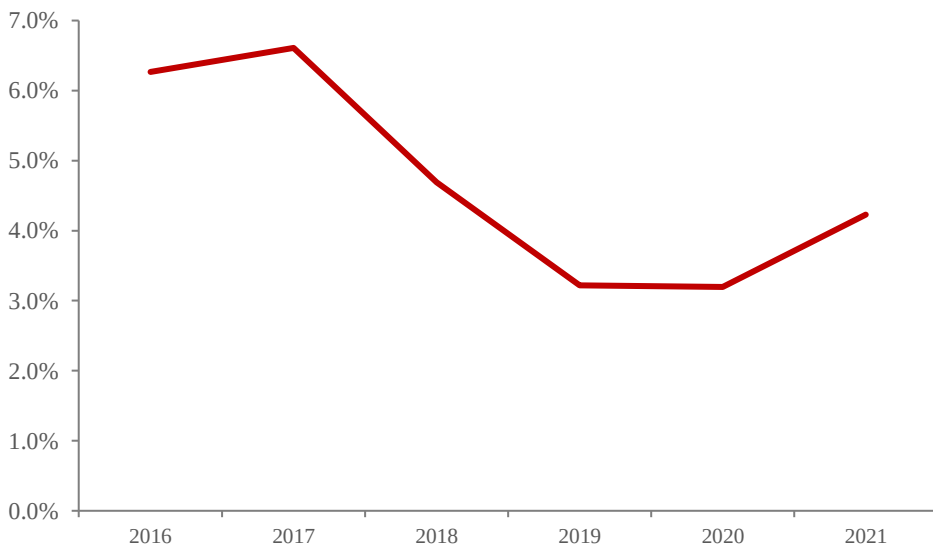
科目	标的	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
毛利率	汽车零部件(申万)	20.1%	20.0%	20.9%	21.3%	20.7%	19.7%	19.4%	19.7%	19.9%	19.7%	19.2%	18.2%
	德赛西威	26.3%	25.7%	26.5%	24.7%	26.6%	25.1%	23.5%	20.5%	20.6%	23.3%	24.1%	22.6%
	华阳集团	22.7%	22.2%	20.7%	24.2%	19.3%	18.6%	21.5%	22.1%	20.8%	21.9%	22.6%	24.1%
	拓普集团	30.1%	29.7%	27.9%	28.5%	29.1%	27.0%	27.9%	23.7%	26.3%	25.8%	26.4%	26.6%
	双环传动	21.8%	25.1%	22.9%	21.5%	21.7%	21.1%	19.0%	19.4%	18.8%	20.6%	16.6%	16.1%
	万里扬	26.3%	24.9%	24.8%	15.4%	27.7%	25.5%	20.0%	23.5%	27.7%	24.5%	19.6%	17.3%
	星宇股份	21.1%	22.8%	22.0%	20.6%	21.1%	22.1%	20.8%	25.9%	23.3%	23.6%	24.2%	24.7%
归母净利润率	汽车零部件(申万)	6.4%	7.1%	6.7%	6.3%	6.9%	7.3%	5.7%	-0.9%	5.7%	5.3%	4.7%	-1.5%
	德赛西威	12.7%	9.9%	8.5%	9.5%	11.4%	8.7%	4.3%	5.8%	4.3%	4.6%	3.2%	8.3%
	华阳集团	6.9%	6.9%	5.4%	7.7%	0.8%	1.1%	2.7%	-2.1%	1.0%	3.9%	3.4%	0.8%
	拓普集团	14.8%	18.3%	13.6%	12.1%	13.3%	15.0%	13.1%	8.9%	9.1%	8.1%	9.5%	7.5%
	双环传动	8.6%	11.6%	9.3%	7.7%	7.7%	8.3%	8.6%	0.6%	5.2%	4.3%	3.7%	-2.2%
	万里扬	15.0%	16.7%	14.1%	5.5%	12.8%	13.0%	8.3%	-1.4%	11.9%	10.4%	9.6%	2.9%
	星宇股份	10.3%	12.3%	9.6%	11.7%	11.1%	13.3%	10.9%	12.7%	12.0%	13.2%	13.7%	13.0%

- 2018-2019年乘用车价格战期间，主机厂的成本压力向零部件企业进行传导，整个零部件板块的毛利率持续承压，2017年约为21.0%，2020年18.6%，整体毛利率下降2.4pct。
- 2017-2019年零部件板块净利润率从6.6%→3.2%，下降51%。2020年之后，整体产能利用率持续回升+折旧占比下降，推动零部件板块利润率逐步回升。

图：零部件板块毛利率变化/年（申万汽车零部件指数）



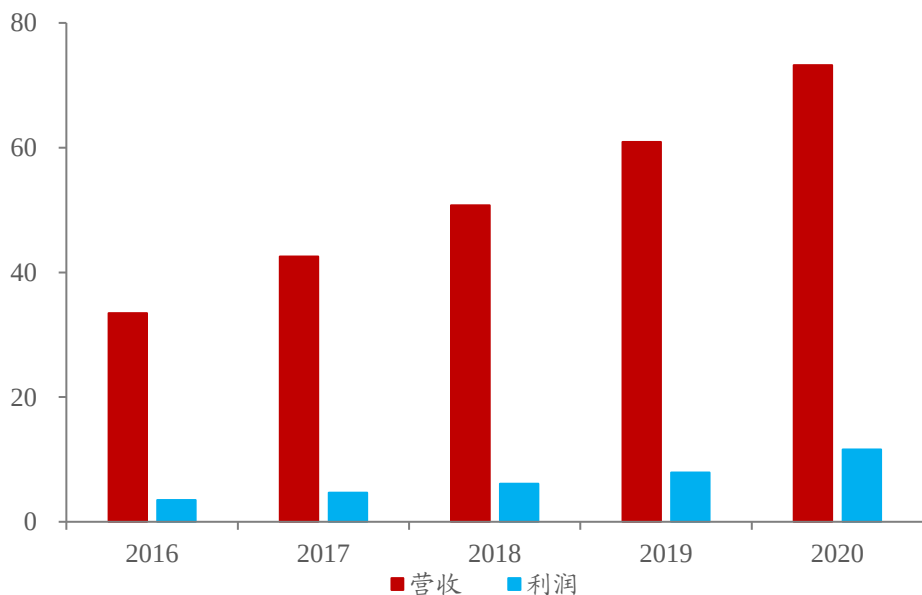
图：零部件板块净利润率变化/年（申万汽车零部件指数）



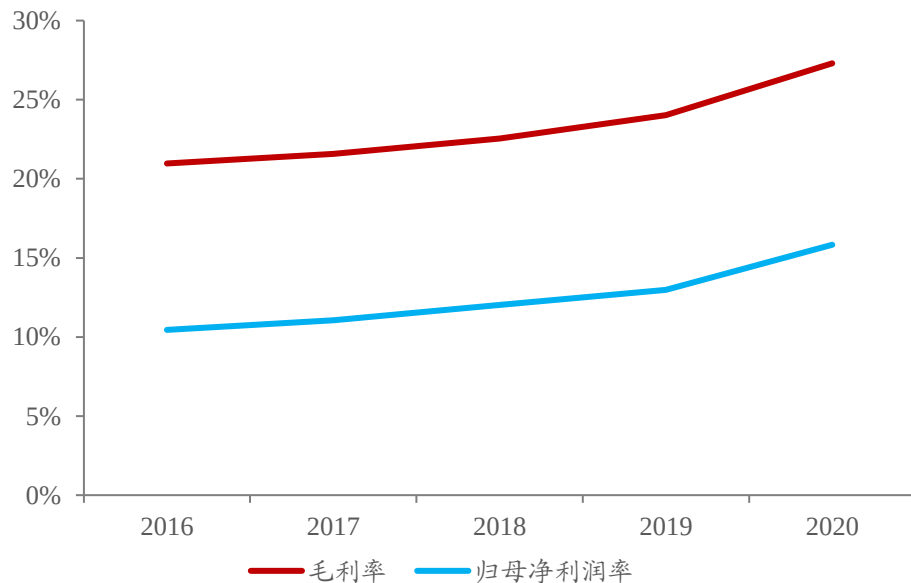
■ 星宇股份：不受价格战影响且业绩逆势上行的唯一标的！

- ✓ 主力产品为车灯产品，2017-2020年顺利完成从卤素→ LED品类的全行业升级，单车价值量和利润率持续提升，同时公司主要客户为合资品牌，没有在本轮价格战中受损，因此公司营收/利润持续增长，并且毛利率&归母净利润率逐年增长

图：星宇股份历年营收&利润变化/亿元



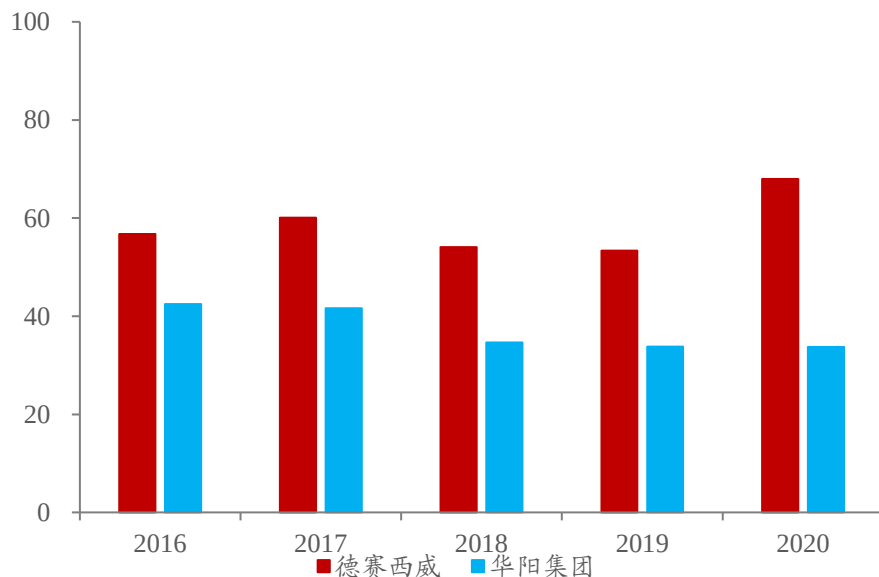
图：星宇股份历年毛利率&归母净利润率变化



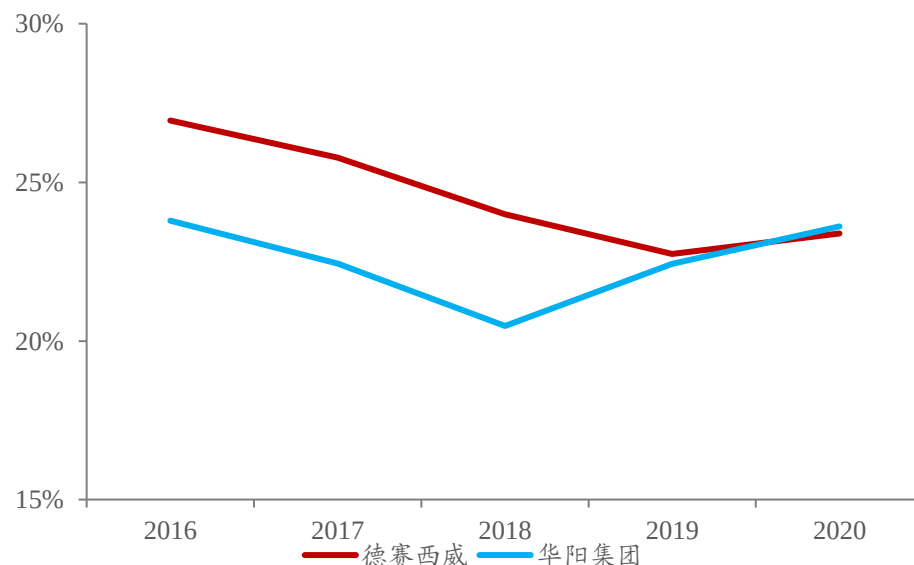
■ 德赛西威&华阳集团：受尾部自主品牌影响为主代表性标的

- ✓ 2017-2019年受到整体市场下行的影响，以及部分客户在市场竞争过程中份额受到挤压（五菱），或者退出市场（北汽银翔、众泰汽车等），两家企业的营收端持续下滑，毛利率分别在2018/2019年达到低点，相较最高点分别-3.3pct/-4.2pct。
- ✓ 2020年受到市场复苏，以及新产品新客户放量影响，德赛西威营收端复苏，华阳集团营收端止跌，同时两者毛利率回升。

图：德赛西威&华阳集团营收/亿元

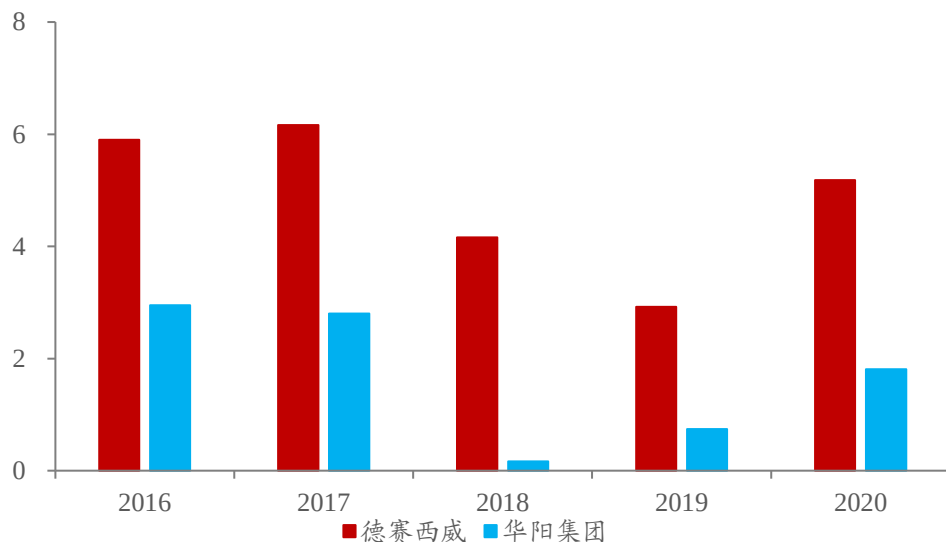


图：德赛西威&华阳集团毛利率变化

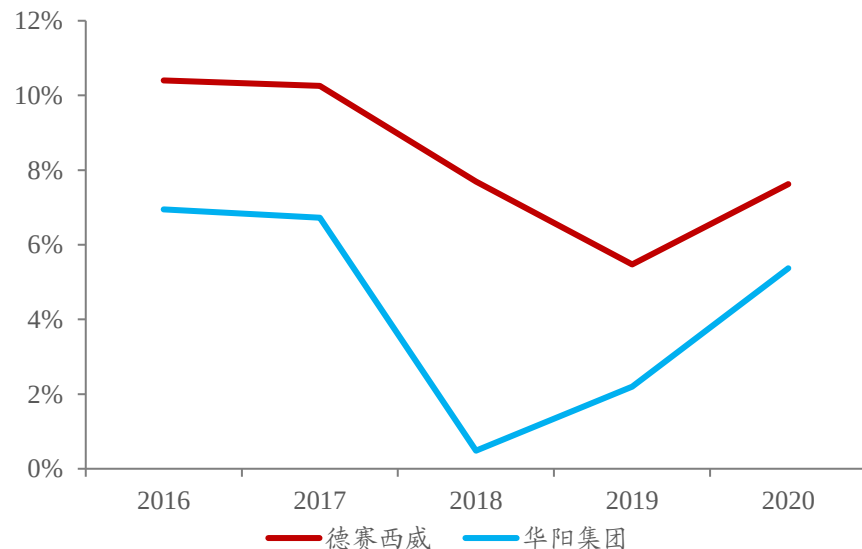


- **德赛西威&华阳集团：受尾部自主品牌影响为主代表性标的**
- ✓ 受到市场竞争过程中，客户退出市场（成为坏账）影响，**华阳集团2018年归母净利润有较大幅度下调（2.8亿元→0.2亿元）**，归母净利润率下降6.2pct（6.7%→0.5%）。
- ✓ **德赛西威2017-2019年归母净利润持续下降，6.2亿元→4.2亿元→2.9亿元**，归母净利润率持续下降，2020年受到新产品及新客户放量影响，归母净利润及归母净利润率同步回升。

图：德赛西威&华阳集团归母净利润/亿元



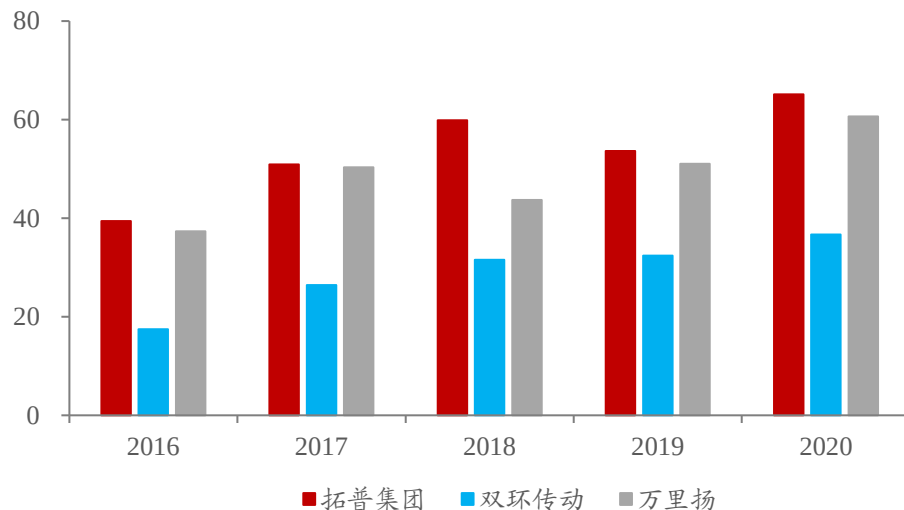
图：德赛西威&华阳集团归母净利润率



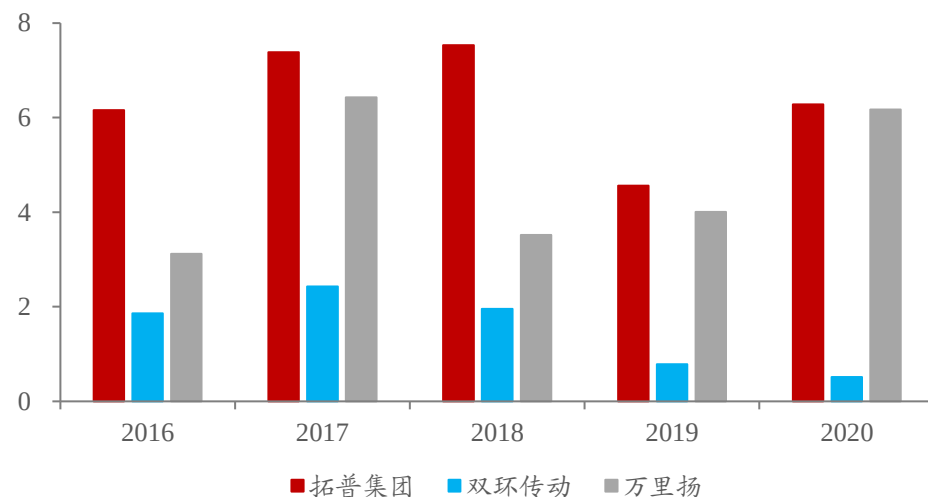
■ 拓普集团&双环传动&万里扬：受吉利汽车影响为主的代表性标的！

- ✓ 三家均是吉利汽车产业链核心标的，均是根据2016-2017年吉利上行周期做了资本开支扩张。
- ✓ 2017-2019年受到国内汽车市场整体下行影响，三家公司营收未有显著增长，拓普集团2019年营收同比-10.4%。
- ✓ 公司那一轮产能投放未能得到充分利用，折旧+价格战成本压力传导等因素导致盈利能力下降，其中万里扬2018年归母净利润为3.52亿元，同比-45%，拓普集团/双环传动2019年归母净利润分别为4.56/0.78亿元，同比分别为-39%/-60%。

图：拓普集团&双环传动&万里扬营收/亿元



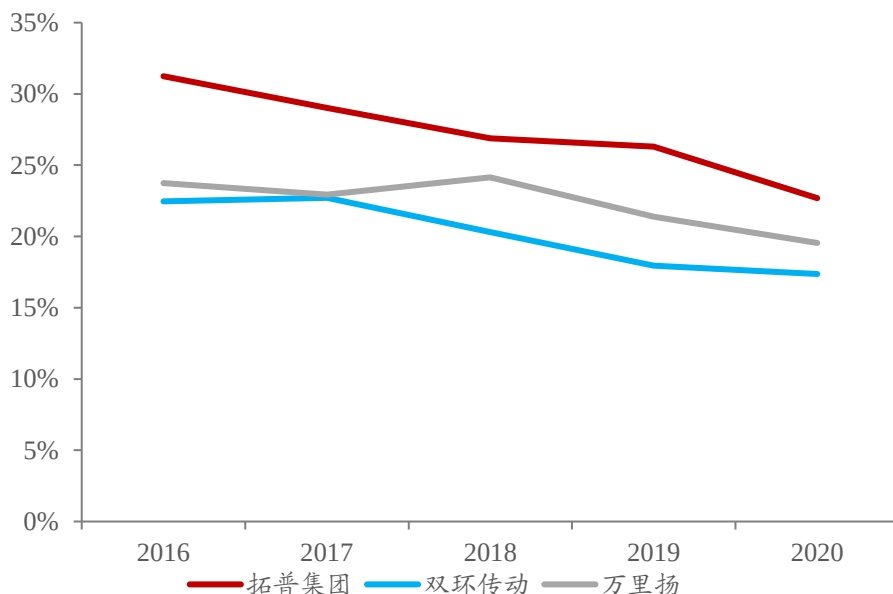
图：拓普集团&双环传动&万里扬归母净利润/亿元



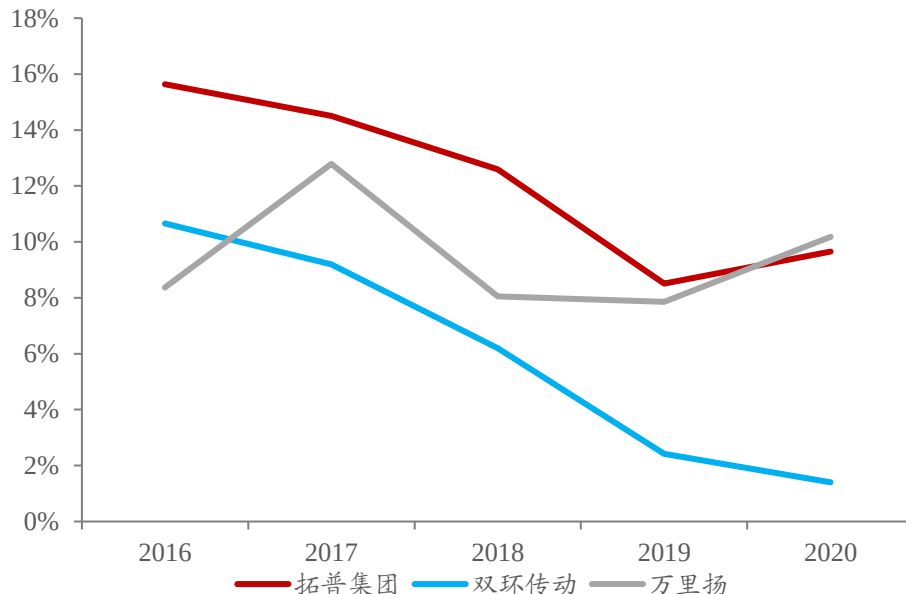
■ 拓普集团&双环传动&万里扬：受吉利汽车影响为主的代表性标的！

- ✓ 2017-2019年三家毛利率/净利率均呈现较大幅度下行。相比2016年高点，2019年毛利率分别下降：1) 拓普集团从31.2% → 26.3% (下降4.9pct)；2) 双环传动从22.5% → 18% (下降4.5pct)；3) 万里扬从23.7% → 21.4% (下降2.4pct)。净利率维度看，拓普&双环下降 7pct及以上。

图：拓普集团&双环传动&万里扬毛利率



图：拓普集团&双环传动&万里扬归母净利润率

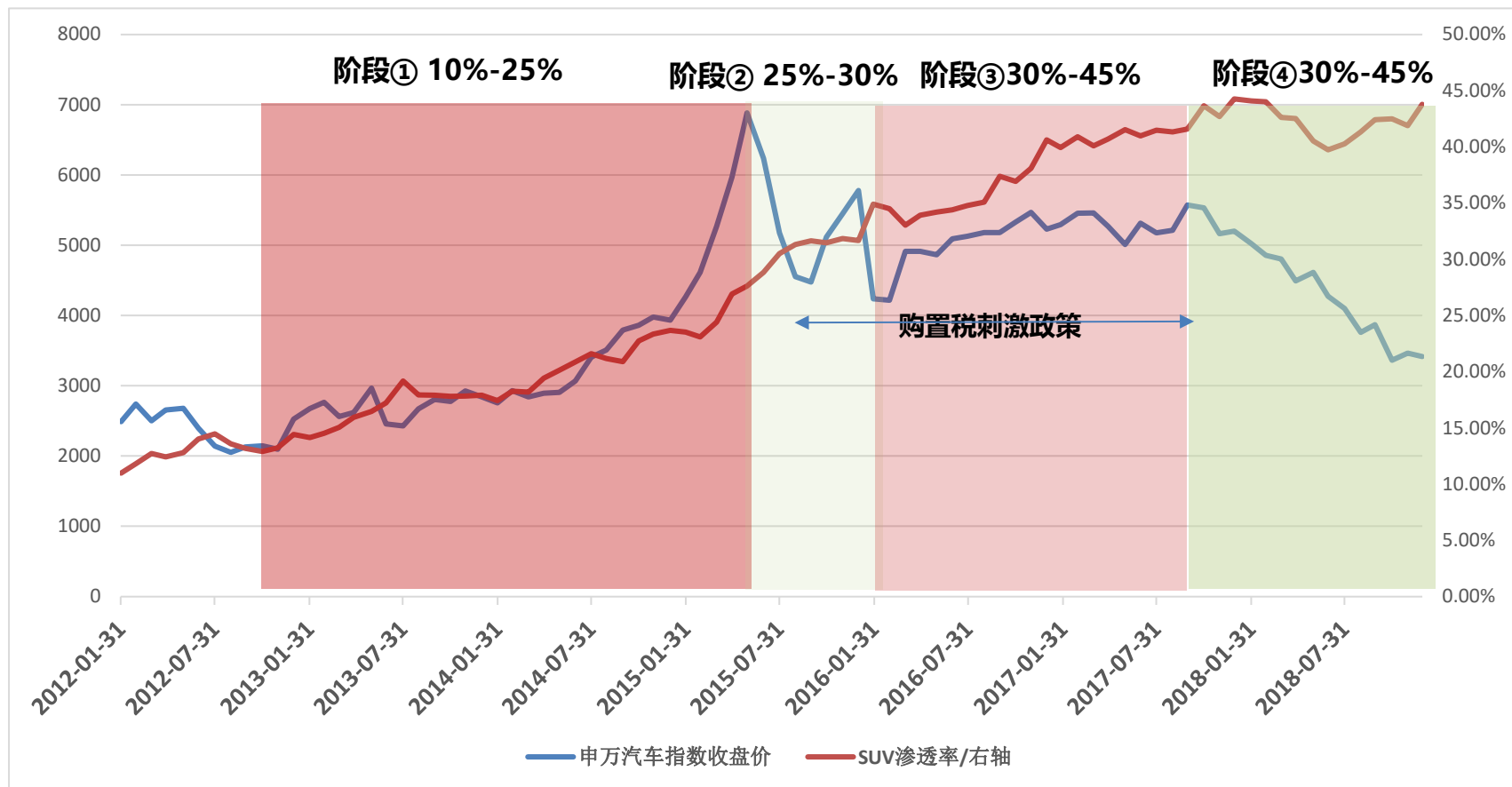


四、投资维度：估值下行

2018-2019年汽车板块行情持续下行

■ 2018-2019年随着SUV渗透率逐步见顶，汽车板块（以申万汽车为样本）行情持续下行。

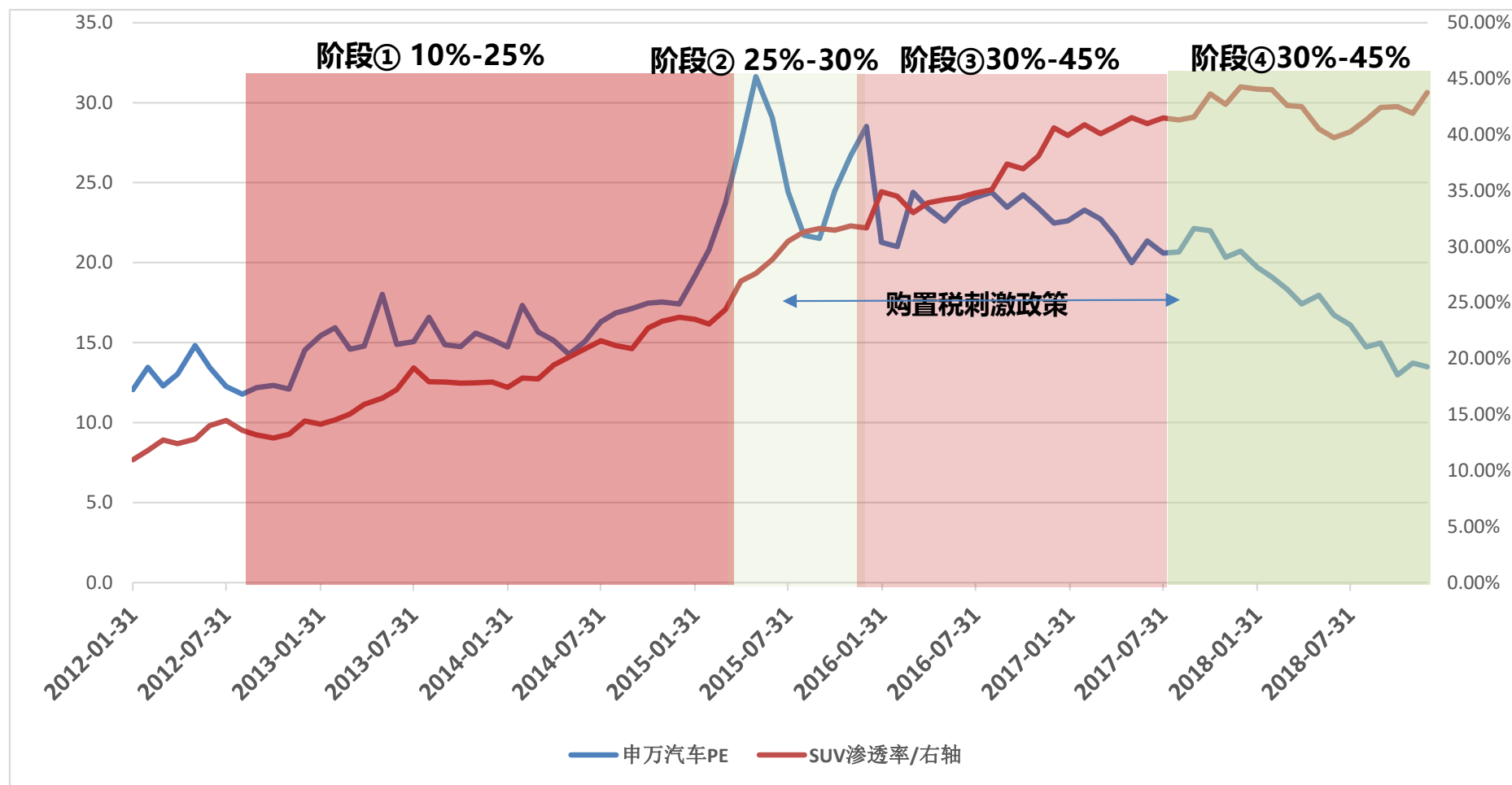
图：2012-2018年申万汽车指数收盘价（左轴）及SUV渗透率（右轴/%）变化情况



2018-2019年汽车板块估值持续下行

■ 2018-2019年随着SUV渗透率逐步见顶，汽车板块（以申万汽车为样本）估值持续下行。

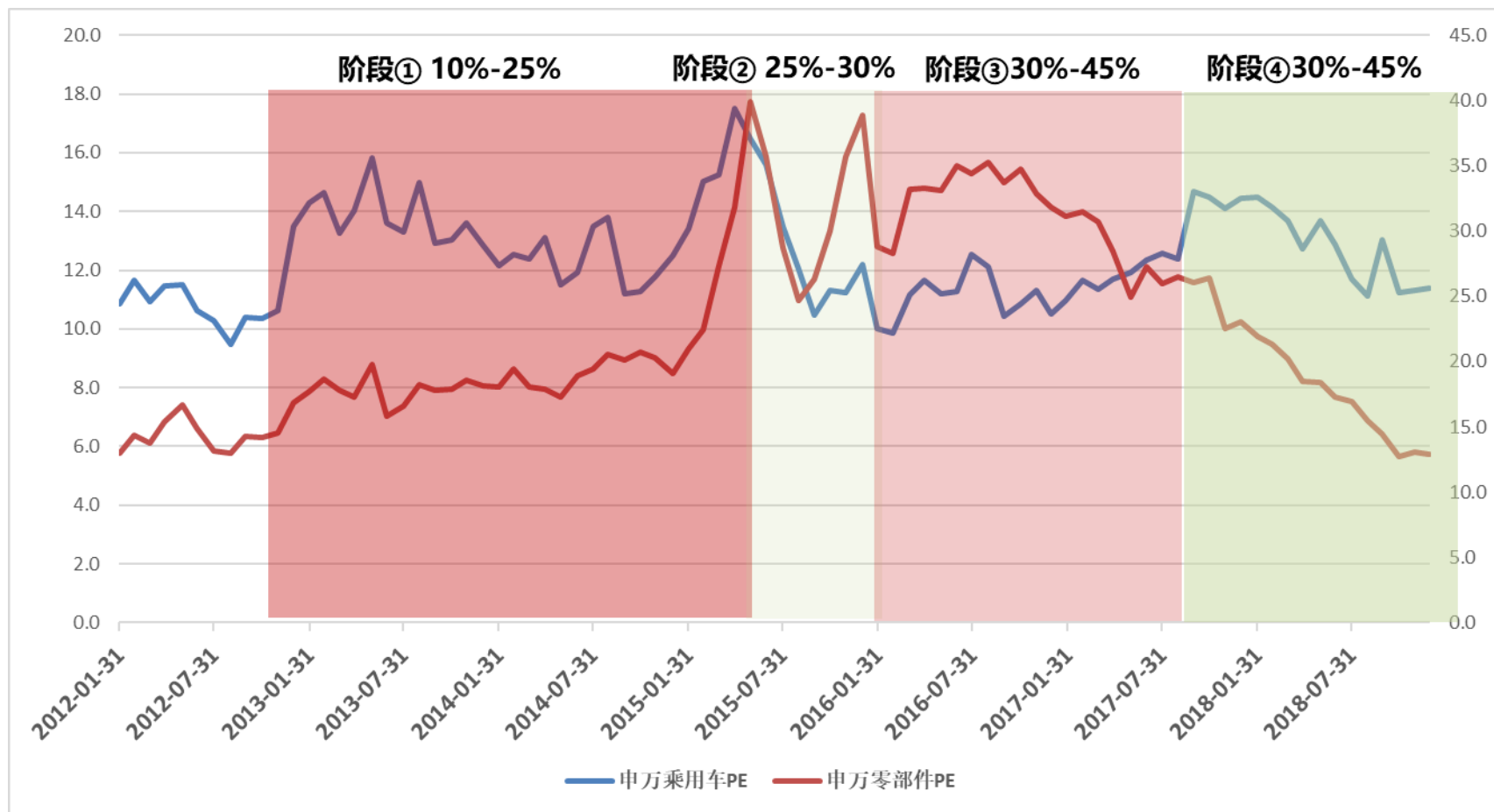
图：2012-2018年申万汽车PE（左轴）及SUV渗透率（右轴/%）变化情况



2018-2019年汽车板块内部估值进入收敛

■ 2018-2019年随着SUV渗透率逐步见顶，板块内部估值：零部件加速向整车收敛。

图：2012-2018年申万乘用车PE（左轴）及申万零部件PE（右轴）变化情况



投资建议

◆ 莫过度焦虑“价格战”，自主汽车产业链崛起依然是长期主旋律。

- 2023年价格战与2018-2019年区别：1) 2023年汽车总量需求曲线是复苏的，2018-2019年是持续下行（尤其是2016-2017年高度透支后）。2) 中国汽车产业的未来美好前景这轮是清晰且有信心的，2018-2019年是非常模糊的。
- 坚定信心！依然看好新能源汽车带动中国汽车产业链全球崛起之路。整车板块重视优秀自主品牌长期崛起力量【比亚迪/理想汽车/长城汽车/吉利汽车/赛力斯】等为代表。零部件板块重视：1) 特斯拉培养出的一批未来或具备全球竞争力企业【拓普集团/旭升集团/新泉股份】等为代表，2) 油车时代已经证明过长周期成长能力【福耀玻璃/星宇股份】为代表。3) 智能化产业链自主成长力量【德赛西威/华阳集团】为代表。

风险提示

- ◆ 价格战持续时间和幅度超出预期；新能源渗透率提升低于预期；地缘政治不确定性超出预期等

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园