



汽车及汽车零部件行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

证券研究报告

新能源汽车组

分析师：陈传红（执业 S1130522030001） 联系人：江莹

chenchuanhong@gjzq.com.cn

jiangying2@gjzq.com.cn

汽零坚挺、电池触底，分化或是未来主旋律

——汽车行业三季度报总结

核心观点：

- **终端：**总量比电车销量超预期，头部盈利比非头部超预期。（1）3Q23，国内乘用车销量 675 万台，同/环比 +3.4%/+12.1%，超市场预期。美国 396 万，同/环比+18%/-3%，欧洲 9 国 252 万，同/环比+16%/-7%。欧美汽车景气度持续高企，尤其是美国轻型车库存约均值的 70%附近，加库动力强劲。3Q23，国内新能源乘用车销量 236 万台，同/环比+26%/15.8%，美国 38 万，同/环比+66%/15.8%，欧洲 9 国 60 万，同/环比+28%/+11%。3Q 总体看，中美欧汽车销量持续超预期，电动车基本符合预期，总量比结构超预期；（2）3Q23，头部车企如比亚迪、长城等单车盈利超预期，头部车企依靠较强的产业链议价能力转嫁了价格战带来的盈利压力。
- **摩托车：**受下游需求等影响，行业短期承压。23Q3 行业利润及归母净利润小幅度下滑。（1）主流消费群体失业率提升导致需求下滑，叠加价格战和库存上涨因素，龙头三季度业绩承压。23Q3 行业营收 74.68 亿元，同比下降 12.39%；龙头通过销售结构优化等对冲价格战的影响，钱江净利同比（9.81%）>春风（8.94%）>隆鑫（8.06%）；板块实现销售净利率 8.94%，同比提升 0.94pct；（2）四季度进入淡季回暖可能性较低，明年可关注摩托车市场需求和价格战情况，可重点关注春风动力的三缸和四缸新车销售情况，随着产品结构改善和新车周期的推进，预计将迎来好转。
- **零部件：**汇率、产能利用率、原材料和运费等因素，年降消化超预期。今年以来，市场一直担忧年降压力导致汽零板块盈利能力受损。前三季度看，零部件企业营收同比增速基本为 20%以上，归母净利润同比增长 40%以上，超营收端同比增速，超市场预期。主要原因：大部分零部件企业有海外业务，受益于 Q2 人民币贬值；全球终端量增长景气度高，规模效应显著；原材料及运费价格基本已经下降到疫情前水平。分板块看，1-3Q23 汽零各板块营收同比高增：内饰（+29%）>智能化（+27%）>轻量化（+25%）>热管理（+23%）>域控制器（+21%）>主/被动安全（+17%）。单三季度环比看，域控制器（10%）>轻量化（+8%），主被动安全等增速明显高于其他板块。
- **电池材料：**电池材料各环节底部盈利层次清晰，产能利用率或迎将触底反弹。（1）电池、结构件环节利润同比逆势增长，3Q23 电池归母净利润同比+62%，结构件归母净利润同比+17%；（2）正极材料 Q3 价格随碳酸锂价格回落而回落，行业平均单吨利润维持在 1 万元/吨，当升科技盈利能力再超预期维持在 3 万元/吨；（3）隔膜环节 Q3 龙头公司主导价格战，行业加速出清，星源材质保持高盈利水平超预期；（4）负极 3Q23 下游需求结构变化，中低端负极占比持续提升，产品差异度缩小。各家石墨化自供率持续提升，成本差异度缩小，各家单位盈利差距进一步收敛；（5）电解液周期持续下行，底部逐步清晰。龙头公司份额稳中有进，Q3 六氟环节盈利进一步压缩。

投资建议

- 终端竞争激烈大背景下，产业链分化是行业主旋律，持续推荐创新和国产替代两大产业趋势。（1）智能汽车：基于创新维度，长期看好华为汽车、特斯拉供应链以及代表性技术。基于成本维度，看好被动安全、座舱座椅、微电机、智能化底盘等国产替代加速；（2）新能源车：创新维度看好复合集流体、芳纶等，成本维度看好龙头是宁德时代、科达利、天赐材料等；（3）机器人：0-1 爆发在即，看好特斯拉引领板块“机器人含量”的提升，核心标的是跟特斯拉研发协同的供应商：三花智控和拓普集团等。关注丝杠、高维传感器等赛道。

风险提示

电动车补贴政策不及预期，汽车与电动车产销量不及预期。



内容目录

| | |
|---|----|
| 一、终端：总量比电车超预期，车企盈利能力超预期..... | 9 |
| 1、国内：Q3 乘用车销量持续超预期，电车符合预期，预计行业 Q4 高景气度持续..... | 9 |
| 2、海外：发达/发展中国家强弱分化，补库和需求修复是核心驱动力 | 24 |
| 3、摩托车：受下游需求影响，行业短期承压 | 35 |
| 二、汽配：终端促销拉动量增，年降压力消化能力超预期..... | 38 |
| 1、零部件整体：终端促销增长+份额提升带动量升，年降影响较小 | 38 |
| 2、热管理：竞争格局稳固，材料价格下降+内部降本控费带动盈利能力提升 | 44 |
| 3、内饰：海外业务逐步减亏，有望逐步开始贡献业绩 | 47 |
| 4、智能化：智能化渗透率加速，公司在手订单充足 | 50 |
| 5、主/被动安全：终端价格战加速国产替代，公司顺利提升市占率 | 53 |
| 6、轻量化：增速出现差异化，客户及业务结构成为关键影响因素 | 56 |
| 7、智驾域控：智能化渗透率持续提升，带动行业增长 | 59 |
| 三、电池：各环节底部盈利层次清晰，产能利用率或迎触底反弹..... | 64 |
| 1、细分子板块比较：电池、结构件环节利润同比逆势增长 | 66 |
| 2、电池：龙头企业盈利强韧性，行业盈利结构层次清晰 | 68 |
| 3、正极：原材料价格波动影响利润表现，当升科技盈利领先 | 70 |
| 4、隔膜：行业利润率略降，龙二盈利亮眼 | 73 |
| 5、结构件：龙头企业盈利一枝独秀，扩大与二线差距 | 75 |
| 6、负极：整体盈利中枢下行，盈利走势有分化 | 76 |
| 7、电解液：行业盈利接近触底，龙头显现超额利润 | 78 |
| 四、投资建议..... | 80 |
| 五、风险提示..... | 81 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1： 21-23 年国内乘用车季度销量（万辆） | 9 |
| 图表 2： 21-23 年国内电车季度销量（万辆） | 9 |
| 图表 3： 燃油车大幅度降价（降价截止 11 月，万元；辆） | 10 |
| 图表 4： Q3 电车降价车型部分梳理..... | 10 |
| 图表 5： 21-23 年国内二手车月度销量（万辆） | 10 |
| 图表 6： 21-23 年国内二手车季度销量（万辆） | 10 |
| 图表 7： 二手车交易量/新车批销量指标没有大幅提升 | 11 |
| 图表 8： 2021-23 厂商及渠道库存数（万辆） | 11 |
| 图表 9： 2021-23 经销商库存系数..... | 11 |
| 图表 10： 主要汽车经销商归母净利润（万元） | 11 |
| 图表 11： 主要汽车经销商归母净利润（万元）及增速（%） | 12 |
| 图表 12： 主要经销商 2014-23 年毛利率（%） | 12 |
| 图表 13： 主要运营商 2014-23 总资产周转率（次） | 12 |
| 图表 14： 主要运营商平均总资产周转率（次） | 13 |



| | |
|--|----|
| 图表 15: 主要运营商 2014-23 年平均毛利率 (%) | 13 |
| 图表 16: 主要运营商 2014-23 年毛利率 (%) | 13 |
| 图表 17: 国内电车月度批售渗透率 | 13 |
| 图表 18: 21-23 年国内乘用车月度销量 (万辆) | 14 |
| 图表 19: 21-23 年国内电车月度销量及渗透率 (万辆) | 14 |
| 图表 20: 21-23 年分类别电车销量占比 | 14 |
| 图表 21: 部分 Q2-Q3 上市新车月销量 (辆) | 14 |
| 图表 22: Q3/Q2 车型销量环比增长前十名 (辆) | 15 |
| 图表 23: 22-23 年国内电车季度出口量 (万辆) | 15 |
| 图表 24: 22-23 年国内乘用车季度出口量 (万辆) | 15 |
| 图表 25: 22-23 年国内电车月出口量 (万辆) | 16 |
| 图表 26: 22-23 年国内乘用车月出口量 (万辆) | 16 |
| 图表 27: 去除中国本土、美欧印日韩市场后, 全球仍有近 2200 万辆市场空间, 且在不断扩容 (万辆) | 16 |
| 图表 28: 23Q3 自主车企表现强势 (辆) | 17 |
| 图表 29: Q3 自主车企财务表现对比 | 17 |
| 图表 30: 21-23 年比亚迪电车季度销量 (辆) | 17 |
| 图表 31: 22-23 年腾势品牌季度销量 (辆) | 17 |
| 图表 32: 21-23 年比亚迪电车月销量 (万辆) | 18 |
| 图表 33: 22-23 年腾势品牌月销量 (辆) | 18 |
| 图表 34: 21-23 年比亚迪月度出口量 (辆) | 18 |
| 图表 35: 21-23 年比亚迪季度出口量 (辆) | 18 |
| 图表 36: 21-23 年长城乘用车季度销量 (辆) | 19 |
| 图表 37: 21-23 年长城电车季度销量 (万辆) | 19 |
| 图表 38: 21-23 年长城乘用车月销量 (辆) | 19 |
| 图表 39: 21-23 年长城电车月销量 (万辆) | 19 |
| 图表 40: 21-23 年长安乘用车自主品牌季度销量 (辆) | 20 |
| 图表 41: 长安电车品牌季度销量 (辆) | 20 |
| 图表 42: 21-23 年长安乘用车月销量 (辆) | 20 |
| 图表 43: 长安电车品牌月度销量 (辆) | 20 |
| 图表 44: 21-23 年吉利品牌季度销量 (辆) | 20 |
| 图表 45: 21-23 年吉利电车季度销量 (辆) | 20 |
| 图表 46: 21-23 年吉利品牌月销量 (辆) | 21 |
| 图表 47: 21-23 年吉利电车月销量 (辆) | 21 |
| 图表 48: 21-23 年蔚来季度销量 (辆) | 21 |
| 图表 49: 21-23 年小鹏季度销量 (辆) | 21 |
| 图表 50: 21-23 年蔚来月销量 (辆) | 22 |
| 图表 51: 21-23 年小鹏月销量 (辆) | 22 |
| 图表 52: 21-23 年理想季度销量 (辆) | 22 |
| 图表 53: 21-23 年哪吒季度销量 (辆) | 22 |
| 图表 54: 21-23 年理想月销量 (辆) | 22 |
| 图表 55: 21-23 年哪吒月销量 (辆) | 22 |



| | |
|------------------------------|----|
| 图表 56: 21-23 年埃安季度销量 (辆) | 23 |
| 图表 57: 21-23 年零跑季度销量 (辆) | 23 |
| 图表 58: 21-23 年埃安月销量 (辆) | 23 |
| 图表 59: 21-23 年零跑月销量 (辆) | 23 |
| 图表 60: 23Q4 年市场主流车企销量预测 (万辆) | 24 |
| 图表 61: 自主车企加快在拉美/东南亚新建产能 | 24 |
| 图表 62: 德国乘用车季度产量 (辆) | 25 |
| 图表 63: 德国乘用车季度出口量 (辆) | 25 |
| 图表 64: 德国乘用车月度产量 (辆) | 25 |
| 图表 65: 德国乘用车月度出口量 (辆) | 25 |
| 图表 66: 欧洲九国季度销量 (辆) | 26 |
| 图表 67: 欧洲九国季度电车销量 (辆) | 26 |
| 图表 68: 欧洲九国汽车月度销量 (辆) | 26 |
| 图表 69: 欧洲九国电动车月度销量 (辆) | 26 |
| 图表 70: 欧洲 BEV 与 PHEV 月度占比 | 27 |
| 图表 71: 奥迪 Q6 e-tron | 27 |
| 图表 72: 宝马新世代新车概念车 | 27 |
| 图表 73: 德国二手车均价 (欧元) | 28 |
| 图表 74: 美国汽车季度销量 (万辆) | 28 |
| 图表 75: 美国电动车季度销量 (辆) | 28 |
| 图表 76: 美国汽车月度销量 (万辆) | 29 |
| 图表 77: 美国电动车月度销量 (辆) | 29 |
| 图表 78: 美国 BEV 季度销量 (辆) | 29 |
| 图表 79: 美国 PHEV 季度销量 (辆) | 29 |
| 图表 80: 美国 BEV 月度销量 (辆) | 29 |
| 图表 81: 美国 PHEV 月度销量 (辆) | 29 |
| 图表 82: 雷克萨斯 LF-ZC 概念车 | 30 |
| 图表 83: 索尼-本田 AFEELA | 30 |
| 图表 84: 美国二手车/新车交易均价 (美元) | 31 |
| 图表 85: 美国轻型乘用车库存和库存天数 (万辆&天) | 31 |
| 图表 86: 墨西哥汽车季度产量 (辆) | 32 |
| 图表 87: 日本汽车季度产量 (辆) | 32 |
| 图表 88: 墨西哥汽车月度产量 (辆) | 32 |
| 图表 89: 墨西哥汽车月度出口量 (辆) | 32 |
| 图表 90: 日本汽车季度销量 (辆) | 32 |
| 图表 91: 澳大利亚汽车季度销量 (辆) | 32 |
| 图表 92: 日本汽车月度销量 (辆) | 33 |
| 图表 93: 澳大利亚汽车月度销量 (辆) | 33 |
| 图表 94: 巴西汽车季度销量 (辆) | 33 |
| 图表 95: 泰国汽车季度销量 (辆) | 33 |
| 图表 96: 巴西汽车月度销量 (辆) | 34 |



| | |
|---|----|
| 图表 97: 泰国汽车月度销量 (辆) | 34 |
| 图表 98: 泰国电车季度销量 (辆) | 34 |
| 图表 99: 巴西电车季度销量 (辆) | 34 |
| 图表 100: 泰国电车月度销量 (辆) | 35 |
| 图表 101: 巴西电车月度销量 (辆) | 35 |
| 图表 102: 日本二手车成交均价 (万日元) | 35 |
| 图表 103: 摩托车主流消费群体失业率 1-6 月持续上涨 | 36 |
| 图表 104: 大排量摩托车库存情况 | 36 |
| 图表 105: 23Q3 海运费呈上涨趋势, 钢价处于低位 | 37 |
| 图表 106: 23Q1-Q3 大排量摩托车销量 (辆) | 37 |
| 图表 107: 摩托车公司营收情况 (亿元) | 37 |
| 图表 108: 摩托车公司归母净利润情况 (亿元) | 38 |
| 图表 109: 摩托车公司销售净利率情况 | 38 |
| 图表 110: 汽车零部件主要企业营收 (亿元) | 38 |
| 图表 111: 汽车零部件企业营收及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %) | 39 |
| 图表 112: 汽车零部件主要企业归母净利润 (亿元) | 40 |
| 图表 113: 汽车零部件企业归母净利润及同比增速 (左轴: 亿元; 右轴: %) | 40 |
| 图表 114: 期货官方价:LME3 个月铝 (美元/吨) | 41 |
| 图表 115: 汽车零部件主要企业销售毛利率 (%) | 42 |
| 图表 116: 汽车零部件主要企业销售净利率 (%) | 43 |
| 图表 117: 即期汇率:美元兑人民币 | 43 |
| 图表 118: 热管理公司营业收入持续增长 (亿元) | 44 |
| 图表 119: 热管理公司 23Q3 营收同比增速 20%+ | 44 |
| 图表 120: 热管理公司归母净利润持续增长 (亿元) | 45 |
| 图表 121: 热管理公司 23Q1-3 归母净利润均实现同比高增速 (右轴: 盾安环境; 左轴: 三花智控、银轮股份) | 45 |
| 图表 122: 热管理公司销售毛利率保持稳定 (%) | 45 |
| 图表 123: 银轮股份销售净利率改善明显 (%) | 45 |
| 图表 124: 23 年 Q3 热管理公司存货有所增加 (亿元) | 46 |
| 图表 125: Q3 终端销量旺季来临, 热管理公司存货周转率提升 (次) | 46 |
| 图表 126: Q3 终端销量旺季来临, 热管理公司总资产周转率提升 (次) | 46 |
| 图表 127: 23 年 Q1-3 热管理企业在建工程增加 (单位: 亿元; 右轴: 盾安环境, 左轴: 三花智控、银轮股份) | 47 |
| 图表 128: 23 年 Q1-3 热管理企业固定资产增加 (亿元) | 47 |
| 图表 129: 内饰公司营业收入持续增长 (亿元) | 47 |
| 图表 130: 23Q3 内饰公司营收同比增速均实现较快增长 (%) | 47 |
| 图表 131: 内饰公司归母净利润持续增长 (亿元) | 48 |
| 图表 132: 23Q3 内饰公司归母净利润同比增速较高 (右轴: 继峰股份) | 48 |
| 图表 133: 内饰公司销售毛利率进一步提升 (%) | 48 |
| 图表 134: 内饰公司销售净利率进一步提升 (%) | 48 |
| 图表 135: 23Q3 内饰企业存货有所增加 (亿元) | 49 |



| | |
|--|----|
| 图表 136: Q3 终端销量旺季来临, 内饰公司存货周转率提升 (次) | 49 |
| 图表 137: Q3 终端销量旺季来临, 内饰公司总资产周转率提升 (次) | 49 |
| 图表 138: 23 年 Q3 内饰企业在建工程增加 (亿元) | 50 |
| 图表 139: 23 年 Q3 内饰企业固定资产变化较小 (亿元) | 50 |
| 图表 140: 智能化营业收入持续增长 (亿元) | 50 |
| 图表 141: 23Q3 智能化公司营收同比增速均实现较快增长 (%) | 50 |
| 图表 142: 智能化公司归母净利润持续增长 (亿元) | 51 |
| 图表 143: 23Q3 智能化公司归母净利润同比增速较高 | 51 |
| 图表 144: 智能化公司销售毛利率进一步提升 (%) | 51 |
| 图表 145: 恒帅股份销售净利率大幅提升 (%) | 51 |
| 图表 146: 23Q3 智能化企业存货有所增加 (亿元) | 52 |
| 图表 147: Q3 终端销量旺季来临, 智能化公司存货周转率提升 (次) | 52 |
| 图表 148: Q3 终端销量旺季来临, 智能化公司总资产周转率提升 0.2 次左右 (次) | 52 |
| 图表 149: 23 年 Q3 拓普集团在建工程增加 (亿元) | 53 |
| 图表 150: 23 年 Q3 拓普集团、保隆科技固定资产增加 (亿元) | 53 |
| 图表 151: 主/被动安全公司营业收入持续增长 (单位: 亿元; 右轴: 均胜电子, 左轴: 松原股份、亚太股份、伯特利) | 53 |
| 图表 152: 23Q3 主/被动安全公司营收同比增速均实现较快增长 (%) | 53 |
| 图表 153: 主/被动安全公司归母净利润持续增长 (单位: 亿元; 右轴: 均胜电子, 左轴: 松原股份、亚太股份、伯特利) | 54 |
| 图表 154: 23Q3 主/被动安全公司归母净利润同比增速较高 (右轴: 均胜电子、亚太股份, 左轴: 松原股份、伯特利) | 54 |
| 图表 155: 主/被动安全公司销售毛利率进一步提升 (%) | 54 |
| 图表 156: 23Q3 松原股份销售净利率大幅提升 (%) | 54 |
| 图表 157: 23Q3 多数主/被动安全企业存货变化较小 (单位: 亿元; 右轴: 均胜电子, 左轴: 松原股份、亚太股份、伯特利) | 55 |
| 图表 158: Q3 终端销量旺季来临, 主/被动安全企业存货周转率提升 (次) | 55 |
| 图表 159: Q3 终端销量旺季来临, 主/被动安全企业总资产周转率提升 0.2 次左右 (次) | 55 |
| 图表 160: 23 年 Q3 均胜电子、伯特利在建工程增加 (单位: 亿元; 右轴: 均胜电子, 左轴: 松原股份、亚太股份、伯特利) | 56 |
| 图表 161: 23 年 Q3 伯特利、松原股份固定资产增加 (单位: 亿元; 右轴: 均胜电子, 左轴: 松原股份、亚太股份、伯特利) | 56 |
| 图表 162: 轻量化公司营业收入持续增长 (亿元) | 56 |
| 图表 163: 23Q3 瑞鹤模具、爱柯迪营收同比增速均实现较快增长 (%) | 56 |
| 图表 164: 轻量化公司归母净利润增长 (亿元) | 57 |
| 图表 165: 23Q3 瑞鹤模具、爱柯迪归母净利润同比增速均实现较快增长 (%) | 57 |
| 图表 166: 多数轻量化公司销售毛利率进一步提升 (%) | 57 |
| 图表 167: 轻量化公司销售净利率进一步提升 (%) | 57 |
| 图表 168: 23Q3 轻量化企业存货变化较小 (亿元) | 58 |
| 图表 169: 轻量化企业存货周转率提升 (次数) | 58 |
| 图表 170: 轻量化企业总资产周转率提升 0.1 次左右 (次) | 58 |



| | | |
|---------|-----------------------------|----|
| 图表 171: | 23Q3 轻量化企业在建工程增加 (亿元) | 59 |
| 图表 172: | 23Q3 轻量化企业固定资产增加 (亿元) | 59 |
| 图表 173: | 智驾域控板块年度收入 (亿元) | 59 |
| 图表 174: | 智驾域控板块季度收入 (亿元) | 59 |
| 图表 175: | 智驾域控板块 2023Q1-Q3 归母净利润 (亿元) | 60 |
| 图表 176: | 智驾域控板块 2023Q3 季度归母净利润 (亿元) | 60 |
| 图表 177: | 2023Q1-Q3 智驾域控板块毛利率 | 61 |
| 图表 178: | 23Q3 智驾域控板块毛利率 | 61 |
| 图表 179: | 2023Q1-Q3 智驾域控板块销售净利率 | 61 |
| 图表 180: | 23Q3 智驾域控板块销售净利率 | 61 |
| 图表 181: | 2023Q1-Q3 智驾域控板块年度研发费用 (亿元) | 61 |
| 图表 182: | 23Q3 智驾域控板块季度研发费用率 (亿元) | 61 |
| 图表 183: | 2018-2023Q3 智驾域控板块总资产周转率 | 62 |
| 图表 184: | 2018-2023Q3 智驾域控板块在建工程 (亿元) | 62 |
| 图表 185: | 2018-2023Q3 智驾域控板块固定资产 (亿元) | 62 |
| 图表 186: | 2018-2023Q3 智驾域控板块存货 (亿元) | 62 |
| 图表 187: | 2023Q3 智驾域控板块季度存货 (亿元) | 62 |
| 图表 188: | L2 级以上乘用车渗透率 | 63 |
| 图表 189: | 搭载激光雷达乘用车渗透率 | 63 |
| 图表 190: | 标配 HUD 乘用车渗透率 | 64 |
| 图表 191: | 搭载智能座舱域控制器乘用车渗透率 | 64 |
| 图表 192: | 搭载车身域控制器乘用车渗透率 | 64 |
| 图表 193: | 锂电产业链标的选择 | 65 |
| 图表 194: | 23Q1-Q3 锂电细分子板块业绩对比 (亿元) | 65 |
| 图表 195: | 23Q3 锂电细分子板块业绩对比 | 65 |
| 图表 196: | 电池价格 (元/Wh) | 68 |
| 图表 197: | 电池企业营收 (亿元, %) | 69 |
| 图表 198: | 电池企业扣非归母净利润 (亿元, %) | 69 |
| 图表 199: | 电池企业毛利率、净利率 (%) | 69 |
| 图表 200: | 电池企业业绩对比 (亿元, %) | 70 |
| 图表 201: | 三元正极产量 (万吨) 及产能利用率 | 70 |
| 图表 202: | LFP 正极产量 (万吨) 及产能利用率 | 70 |
| 图表 203: | 三元材料价格 (万元/吨) | 71 |
| 图表 204: | 磷酸铁锂价格 (万元/吨) | 71 |
| 图表 205: | 三元正极、LFP 正极材料价格 (万元/吨) | 71 |
| 图表 206: | 正极企业营收 (亿元, %) | 72 |
| 图表 207: | 正极企业归母净利润 (亿元, %) | 72 |
| 图表 208: | 正极企业毛利率、净利率 (%) | 72 |
| 图表 209: | 正极企业业绩对比 (亿元, %) | 73 |
| 图表 210: | 隔膜产量 (亿平) | 73 |
| 图表 211: | 隔膜价格 (元/平米) | 74 |



| | |
|------------------------------|----|
| 图表 212: 隔膜企业营收 (亿元, %) | 74 |
| 图表 213: 隔膜企业归母净利润 (亿元, %) | 74 |
| 图表 214: 隔膜企业毛利率、净利率 (%) | 74 |
| 图表 215: 隔膜企业业绩对比 (亿元, %) | 75 |
| 图表 216: 结构件企业营收 (亿元, %) | 75 |
| 图表 217: 结构件企业归母净利润 (亿元, %) | 75 |
| 图表 218: 结构件企业毛利率、净利率 (%) | 76 |
| 图表 219: 结构件企业业绩对比 (亿元, %) | 76 |
| 图表 220: 负极环节分季度业绩表现 (亿元, %) | 76 |
| 图表 221: 负极企业营业收入 (亿元, %) | 77 |
| 图表 222: 负极企业扣非归母净利润 (亿元, %) | 77 |
| 图表 223: 负极企业毛利率 | 77 |
| 图表 224: 负极企业净利率 | 77 |
| 图表 225: 负极企业分季度业绩表现 (亿元, %) | 78 |
| 图表 226: 电解液环节分季度业绩表现 (亿元, %) | 78 |
| 图表 227: 电解液企业营业收入 (亿元, %) | 79 |
| 图表 228: 电解液扣非归母净利润 (亿元, %) | 79 |
| 图表 229: 电解液企业毛利率 | 79 |
| 图表 230: 电解液企业净利率 | 79 |
| 图表 231: 电解液企业分季度业绩表现 (亿元, %) | 80 |



一、终端：总量比电车超预期，车企盈利能力超预期

总结：

总量：汽车整体销量超预期，价格战对主机厂盈利影响较小，成本转嫁能力超预期。

(1) 销量：总量比结构超预期。3Q23，国内乘用车销量 675 万台，同/环比+3.4%/+12.1%，超市场预期。美国 396 万，同/环比+18%/-3%，欧洲 9 国 252 万，同/环比+16%/-7%。欧美汽车景气度持续高企，尤其是美国轻型车库存约均值的 70%附近，加库动力强劲。3Q23，国内新能源乘用车销量 236 万台，同/环比+26%/15.8%，美国 38 万，同/环比+66%/15.8%，欧洲 9 国 60 万，同/环比+28%/+11%。3Q 总体看，中美欧汽车销量持续超预期，电动车基本符合预期，总量比结构超预期。

(2) 盈利能力：经销商等承压，整车超预期，Q3 分化加剧。头部车企通过产业链议价转嫁了价格战带来的盈利压力，经销商运营商空间利润承压。

结构：新势力和传统自主销量和盈利均表现亮眼。

(1) 销量：新势力转折销量强劲，传统自主稳健增长。新势力中理想 Q3 交付 10.5 万辆，同比+296.3%，环比+21.5%；小鹏 Q3 交付 40008 辆，同比+35.3%，环比+72.4%；零跑：Q3 交付 4.43 万辆同比+24.5%，环比+30.4%；三家公司新车周期+促销提振，智能化热度下销量连破新高超预期。赛力斯 Q3 交付 1.91 万辆，同比-30%，环比+20%；M7 市场大热 Q4 交付有望超 6 万。

传统自主比亚迪/长城/长安/吉利分别销 82.3/34.5/41.5/42.4 万辆，同比+53%/+21.5%/+30.5%/+12.8%，长城/长安/吉利电车销 7.7/13.1/14.2 万辆，同比+131.3%/93.4%/30.6%。传统自主电动化加速，海外布局深入，销量持续稳健增长。

(2) 盈利能力：成本转嫁+规模效应+车型结构优化，车企盈利边际改善。比亚迪 Q3 归母净利润 104.13 亿元，同/环比+82.2%/+52.6%。毛利率 22.1%，同/环比+3.1/+3.4pcts；长城 Q3 单季度归母净利润 36.35 亿元，同/环比+41.94%/+206.10%，单车净利润 1.05 万元，环比+0.66 万元；广汽 Q3 营业利润 29.5 亿，毛利率 8.17%，同比+3.53pct，前三季度 5.12%，同比+0.58pct。其中自主品牌埃安净利由负转正。

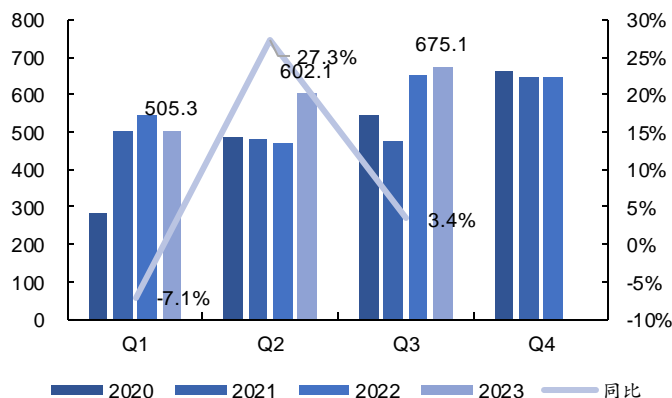
1、国内：Q3 乘用车销量持续超预期，电车符合预期，预计行业 Q4 高景气度持续

1.1 总量：降价弹性支撑汽车消费，新车支撑电车增长，俄罗斯和产品力支撑出口

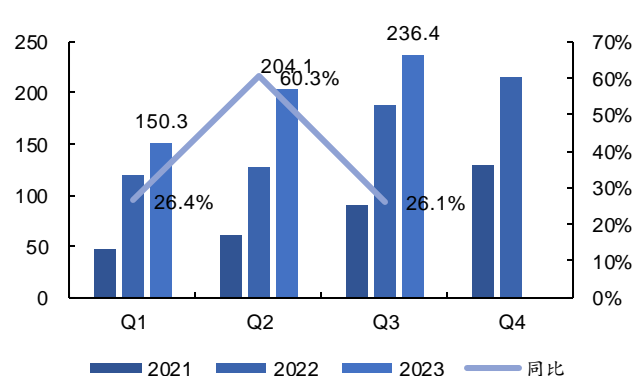
1.1.1 乘用车：销量高景气度是降价弹性而非换车周期支撑

汽车降价刺激了需求，乘用车持续超预期：乘联会口径，23Q3 国内乘用车销售 675.1 万辆，高基数情况下同比仍然+3.4%，环比+12.1%。其中，9 月当月全国乘用车批售 244.9 万辆，同/环比+6.6%/+9.5%。Q1-Q3 累计 1782.5 万，同比+6.8%。今年以来，我们认为销量超预期的原因是汽车降价，激活了消费需求。我们预计，Q4 乘用车终端消费高景气度将持续。

图表1：21-23 年国内乘用车季度销量（万辆）



图表2：21-23 年国内电车季度销量（万辆）



来源：乘联会，国金证券研究所

来源：乘联会，国金证券研究所

今年 3 月以来的汽车降价，是今年汽车消费坚挺的主要原因。汽车一直是高价格-消费弹性的消费品，今年以来，主流车企的畅销车型降价幅度超过了 15%。8 月开始，电车价格战仍然在持续。



图表3: 燃油车大幅度降价 (降价截止11月, 万元; 辆)

| 厂商 | 品牌 | 车型 | 经销商报价 | 官方指导价 | 降幅 | 9月销量 | 销量同比 | 电车竞品 | 经销商报价 | 9月销量 |
|------|----|---------|-------------|-------------|---------|-------|--------|---------------------|-------------|-------|
| 广汽丰田 | 丰田 | 汉兰达 | 23.58-31.78 | 26.88-34.88 | 3.1-3.3 | 6775 | -17.6% | 比亚迪 唐 DM-p | 26.98-33.18 | 11366 |
| 广汽本田 | 本田 | 雅阁 | 13.58-22.68 | 16.98-25.98 | 3.3-3.4 | 11509 | -52.7% | 比亚迪 汉 DM | 18.98-31.18 | 12382 |
| 东风日产 | 日产 | 轩逸 | 8.16-16.59 | 10.86-17.49 | 0.9-2.5 | 30028 | -14.1% | 比亚迪 秦 PLUS DM-i | 9.48-14.08 | 27990 |
| 一汽丰田 | 丰田 | RAV4 荣放 | 14.58-23.38 | 17.58-26.38 | 3 | 19740 | 24.1% | 比亚迪 宋 Pro/PLUS DM-i | 12.48-19.38 | 47659 |
| 一汽大众 | 大众 | 迈腾 | 15.89-22.59 | 18.69-25.39 | 2.8 | 17582 | -3.9% | 比亚迪 汉 DM | 18.98-31.18 | 12382 |
| 北京奔驰 | 奔驰 | GLC | 37.22-47.57 | 42.78-53.13 | 5.5-5.7 | 12050 | -33.6% | 理想L8 | 33.98-39.98 | 11193 |
| 华晨宝马 | 宝马 | 3系 | 24.89-30.56 | 29.99-39.99 | 5.1-9.4 | 12757 | -17.1% | 吉利 极氪001 | 26.9-35.9 | 8571 |

来源: 懂车帝, 车主之家, 各公司官网, 国金证券研究所

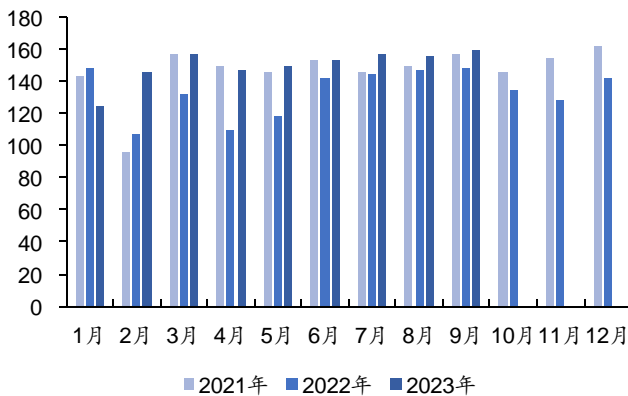
图表4: Q3 电车降价车型部分梳理

| 车企 | 车型 | 时间 | 原售价 | 额度 | 形式 |
|------|---------|-------|----------------|-----------|------|
| 理想 | L7/8/9 | 9月起 | 32.98-45.98 万 | 2-3.1 万 | 促销补贴 |
| 小鹏 | G9 | 9月19日 | 30.99-46.99 万 | 4.6 万 | 改款降价 |
| 极氪 | 极氪 001 | 8月11日 | 30-38.6 万 | 3.1-3.7 万 | 官方直降 |
| 零跑 | C01 | 8月1日 | 19.39-28.68 万 | 1.6-2 万 | 官方直降 |
| | C11 | | 17.98-23.98 万 | 1 万 | |
| 特斯拉 | Model Y | 8月14日 | 26.39-36.39 万 | 1.4 万 | 官方直降 |
| 上汽大众 | ID.3 | 7月7日 | 16.3-19.3 万 | 3.7 万 | 官方直降 |
| 岚图 | free | 8月21日 | 34.36 -37.36 万 | 6.7 万 | 改款降价 |
| 哪吒 | 哪吒 S 纯电 | 7月20日 | 24.58-33.88 万 | 3 万 | 改款降价 |
| 长城 | 欧拉全系 | 8月4日 | / | 2.2-3 万 | 官方直降 |
| 问界 | M7 | 9月12日 | 31.98-37.98 万 | 4-7 万 | 改款降价 |
| 阿维塔 | 阿维塔 11 | 8月24日 | 34.99-40.99 万 | 4 万 | 改款降价 |

来源: 各公司官网, 乘联会, 国金证券研究所

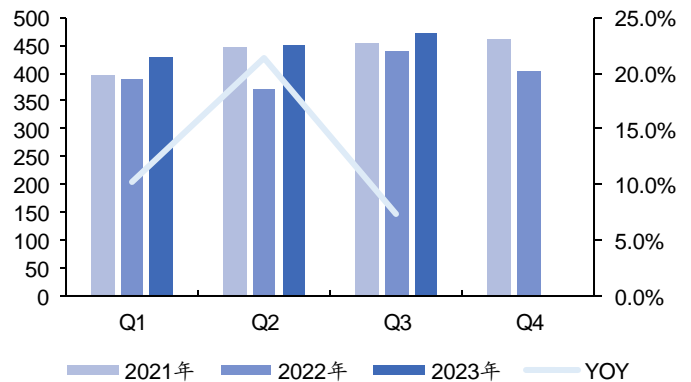
市场关于换车周期支撑了今年汽车销量的观点并不成立: 我们并没有看到“二手车销量/新车销量”指标有大幅度提升迹象, 该指标可以衡量置换需求在新车中的贡献。因此, 市场担忧的换车周期透支 24 年的观点不成立。

图表5: 21-23 年国内二手车月度销量 (万辆)



来源: 中国汽车流通协会, 国金证券研究所

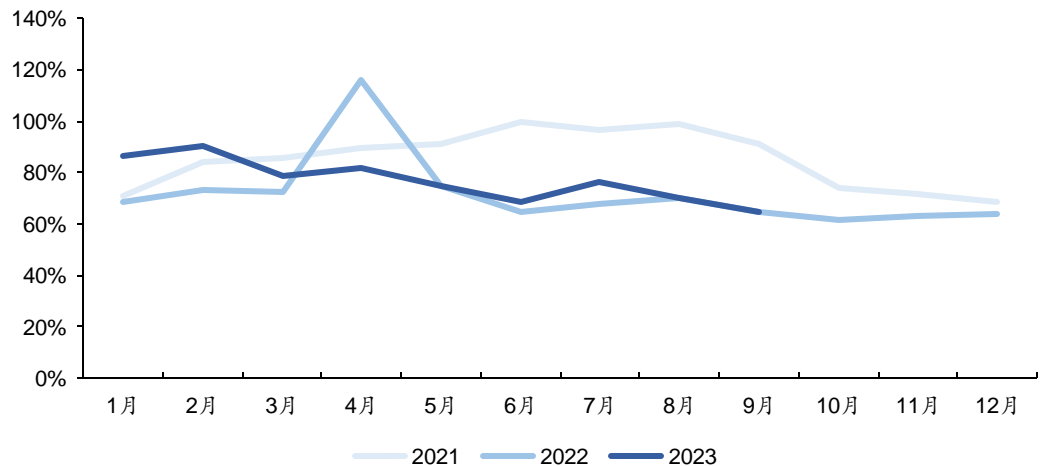
图表6: 21-23 年国内二手车季度销量 (万辆)



来源: 中国汽车流通协会, 国金证券研究所



图表7: 二手车交易量/新车批销量指标没有大幅提升

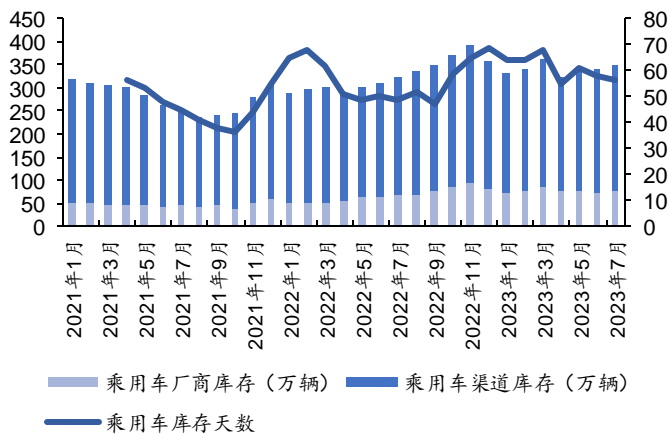


来源: 乘联会, 中国汽车流通协会, 国金证券研究所

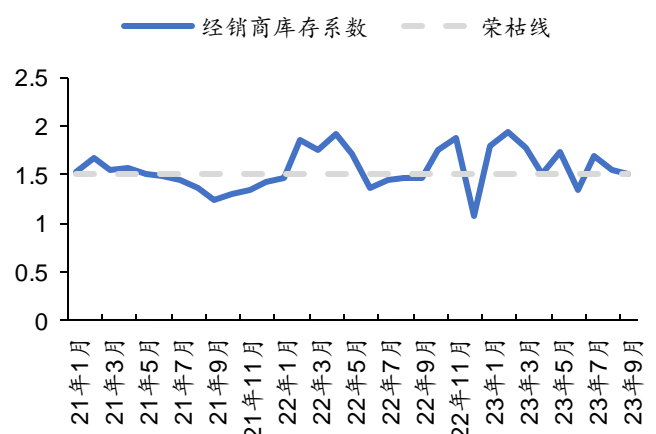
库存整体健康: 库存系数与天数下降趋势, 虽国内库存总量&经销商库存提升, 但整体看库存系数与库存天数均下降。

- 1) 库存系数: 23年9月经销商库存系数为1.51, 同/环比+2.7%/-1.9%。9月市场“金九银十”处于传统旺季销售火热, 市场处于去库状态。整个Q3库存系数始终呈现下滑态势, 结合市场火热表现符合预期。
- 2) 库存总量: 乘联会口径, 9月末市场库存359万台, 同比+2.6%, 环比+3.2%; 其中厂家库存74万台, 渠道库存285万台。整个Q3市场表现持续火热, 市场生产加速+经销商应对旺季囤积库存, Q3整个季度库存上涨16万辆, 14万辆来自经销商端。
- 3) 库存天数: 但伴随市场旺季零售需求加强, 市场销售进入旺季, 库存天数并无明显提升。乘联会口径9月底库存天数54天, 环比+4天, 同比+7天, 与上季度末(55天)略微减少, 与库存系数大体保持一致。

图表8: 2021-23 厂商及渠道库存数 (万辆)



图表9: 2021-23 经销商库存系数



来源: 乘联会, 国金证券研究所

来源: 中国汽车流通协会, 国金证券研究所

经销商分析: 利润短期承压。

- 1) 归母净利润: 主要经销商企业归母净利润同比增速放缓。

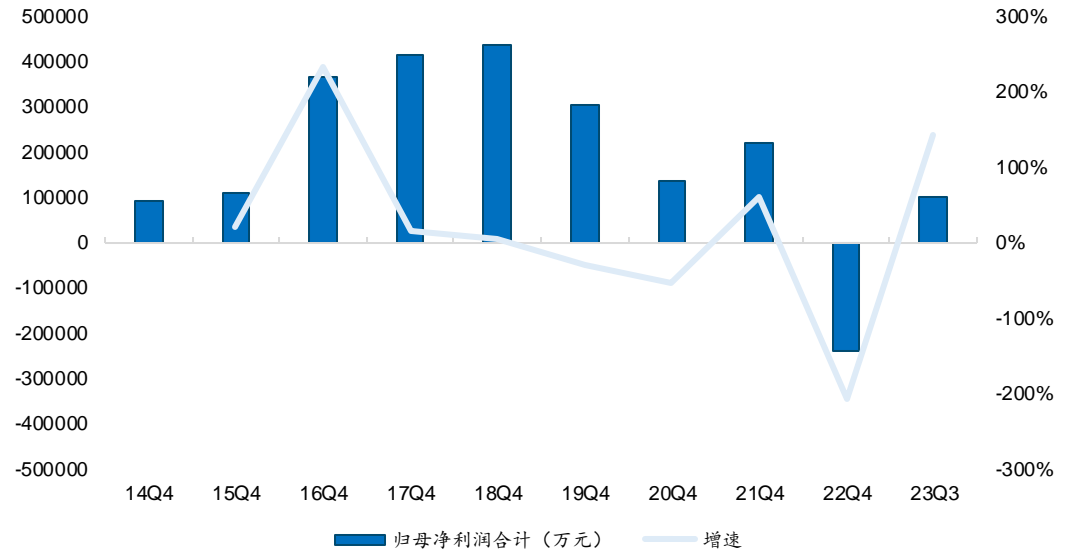
图表10: 主要汽车经销商归母净利润 (万元)

| 公司 | 代码 | 16Q4 | 17Q4 | 18Q4 | 19Q4 | 20Q4 | 21Q4 | 22Q4 | 23Q3 |
|------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-----------|
| 国机汽车 | 600335.SH | 61,385.94 | 67,046.19 | 59,481.75 | 53,760.21 | 42,746.04 | 25,611.87 | 31,857.28 | 24,857.85 |
| 北巴传媒 | 600386.SH | 11,773.41 | 10,285.68 | 10,279.58 | 8,715.67 | 6,818.07 | 13,274.22 | 8,653.86 | 1,213.92 |
| 上海物贸 | 600822.SH | 1,471.43 | 3,247.59 | 4,408.26 | 6,142.14 | 11,453.41 | 15,017.75 | 5,993.02 | 12,875.65 |
| 申华控股 | 600653.SH | 6,660.28 | -57,079.42 | 34,107.36 | -25,273.25 | -75,559.15 | 4,133.92 | -17,270.54 | -6,981.01 |
| 广汇汽车 | 600297.SH | 280,290.24 | 388,435.82 | 325,741.75 | 260,069.84 | 151,571.88 | 160,851.68 | -266,888.34 | 70,128.70 |



来源：iFind，国金证券研究所

图表11：主要汽车经销商归母净利润（万元）及增速（%）



来源：iFind，国金证券研究所

2) 毛利率：主要零部件企业 23Q1-3 毛利率同环比均下降。

图表12：主要经销商 2014-23 年毛利率（%）

| 公司 | 代码 | 14Q4 | 15Q4 | 16Q4 | 17Q4 | 18Q4 | 19Q4 | 20Q4 | 21Q4 | 22Q4 | 23Q3 |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| 国机汽车 | 600335.SH | 3.93 | 5.81 | 5.98 | 5.94 | 6.18 | 7.56 | 8.55 | 7.43 | 8.14 | 6.21 |
| 北巴传媒 | 600386.SH | 25.04 | 25.74 | 20.49 | 18.07 | 17.52 | 17.23 | 16.28 | 20.28 | 20.5 | 15.21 |
| 上海物贸 | 600822.SH | 1.20 | 0.88 | 2.10 | 5.75 | 6.00 | 5.44 | 4.43 | 5.72 | 6.08 | 4.47 |
| 申华控股 | 600653.SH | 3.64 | 2.45 | 1.09 | 0.80 | 4.17 | 7.72 | 8.61 | 10.09 | 7.08 | 6.43 |
| 广汇汽车 | 600297.SH | 19.56 | 9.23 | 8.84 | 9.72 | 10.31 | 9.84 | 8.24 | 8.95 | 6.48 | 8.57 |

来源：iFind，国金证券研究所

物流和仓储：整车产销回暖，助推物流仓储环节景气度提升。

1) 总资产周转率：23Q3 整车产销市场回暖，主要运营商总资产周转率环比均有不同程度提升，企业营运能力增强。其中，西上海总资产周转率环比+0.29 次，营运能力进一步提升，主要原因系营收增加，资产结构优化。

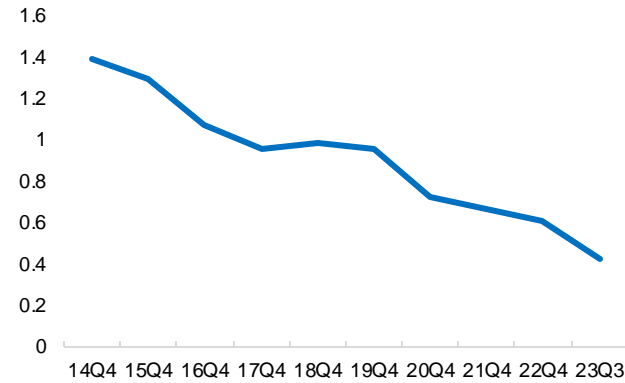
图表13：主要运营商 2014-23 总资产周转率（次）

| 公司 | 代码 | 14Q4 | 15Q4 | 16Q4 | 17Q4 | 18Q4 | 19Q4 | 20Q4 | 21Q4 | 22Q4 | 23Q3 |
|------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 西上海 | 605151.SH | 1.21 | 1.20 | 1.16 | 1.15 | 1.15 | 1.10 | 0.84 | 0.59 | 0.63 | 0.44 |
| 原尚股份 | 603813.SH | 1.06 | 0.82 | 0.76 | 0.68 | 1.11 | 1.26 | 0.61 | 0.54 | 0.42 | 0.26 |
| 海晨股份 | 300873.SZ | -- | -- | 0.87 | 0.94 | 1.00 | 1.01 | 0.69 | 0.62 | 0.57 | 0.36 |
| 畅联股份 | 603648.SH | 1.39 | 1.41 | 1.12 | 0.78 | 0.65 | 0.66 | 0.77 | 0.74 | 0.71 | 0.51 |
| 长久物流 | 603569.SH | 1.92 | 1.74 | 1.46 | 1.23 | 1.02 | 0.76 | 0.71 | 0.82 | 0.72 | 0.53 |

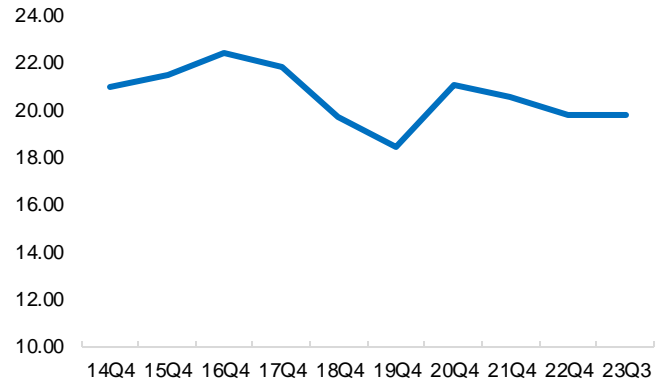
来源：iFind，国金证券研究所



图表14: 主要运营商平均总资产周转率 (次)



图表15: 主要运营商 2014-23 年平均毛利率 (%)



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

注: 平均总资产周转率为上述企业总资产周转率算数平均值

注: 平均毛利率为上述企业毛利率算数平均值

2) 毛利率: 主要企业积极布局新能源整车物流板块, 伴随 23Q3 整车交付量攀升, 物流业务有望回暖。同时, 企业推进内部规范管理, 降本成效初现。整车出口高景气推动企业盈利能力提升, 其中, 长久物流因国际业务板块快速增长, 净利润进一步修复, 毛利率同比+3.07pct。

图表16: 主要运营商 2014-23 年毛利率 (%)

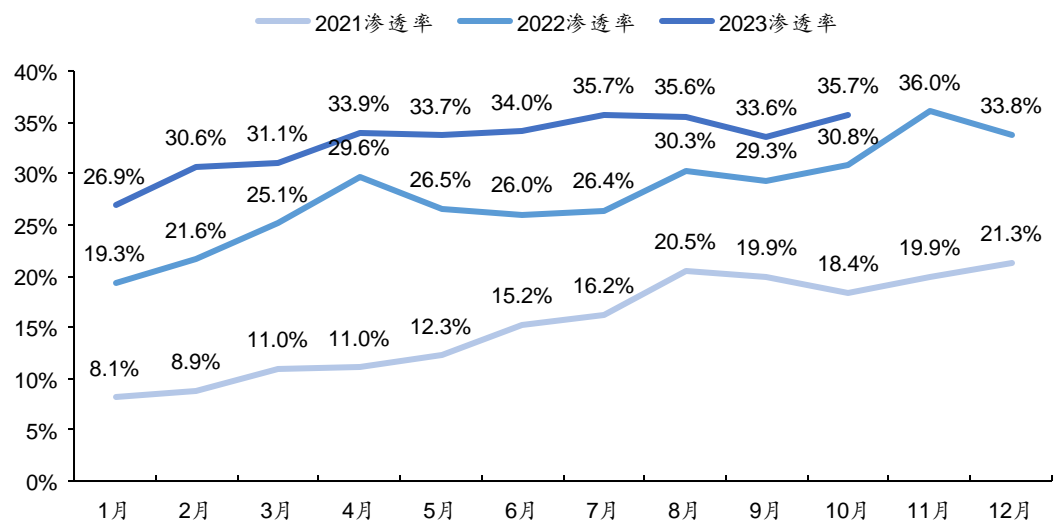
| 公司 | 代码 | 14Q4 | 15Q4 | 16Q4 | 17Q4 | 18Q4 | 19Q4 | 20Q4 | 21Q4 | 22Q4 | 23Q3 |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 西上海 | 605151.SH | 19.82 | 19.21 | 19.34 | 18.78 | 18.84 | 19.58 | 20.93 | 22.52 | 22.64 | 25.62 |
| 原尚股份 | 603813.SH | 27.14 | 26.88 | 27.17 | 26.70 | 15.17 | 14.57 | 24.89 | 24.86 | 22.82 | 18.20 |
| 海晨股份 | 300873.SZ | -- | -- | 28.15 | 27.03 | 26.57 | 27.76 | 31.46 | 28.85 | 25.13 | 23.28 |
| 畅联股份 | 603648.SH | 21.12 | 23.70 | 23.70 | 26.22 | 24.59 | 19.87 | 16.93 | 19.59 | 19.10 | 20.88 |
| 长久物流 | 603569.SH | 15.73 | 16.09 | 13.60 | 10.44 | 13.55 | 10.61 | 11.11 | 6.87 | 9.13 | 11.15 |

来源: iFind, 国金证券研究所

1.1.2 电车: 销量符合预期, 增量主要靠 PHEV 和新车型贡献

电车销量基本符合预期, 增量主要由 PHEV 贡献, 新车型是销量提升核心驱动力: Q3 电车批售 236.4 万辆, 同比+26.1%, 环比+15.8%。Q1-Q3 电车累计批售 590.8 万辆, 同比+36.3%, 累计渗透率 33.1%。今年以来, 电车销量基本符合预期。

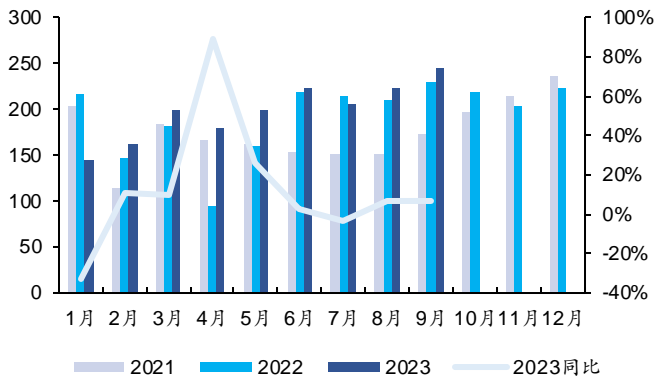
图表17: 国内电车月度批售渗透率



来源: 乘联会, 国金证券研究所

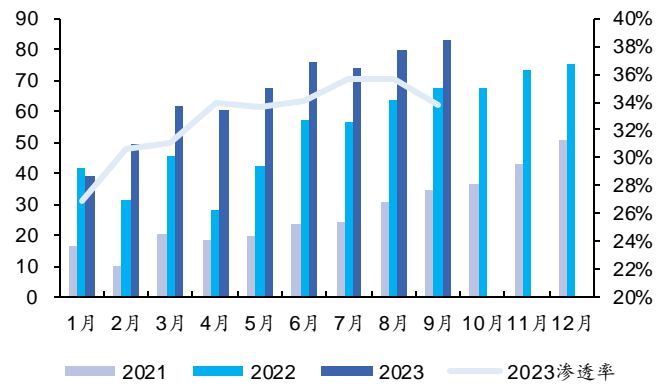


图表18: 21-23年国内乘用车月度销量(万辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

图表19: 21-23年国内电车月度销量及渗透率(万辆)

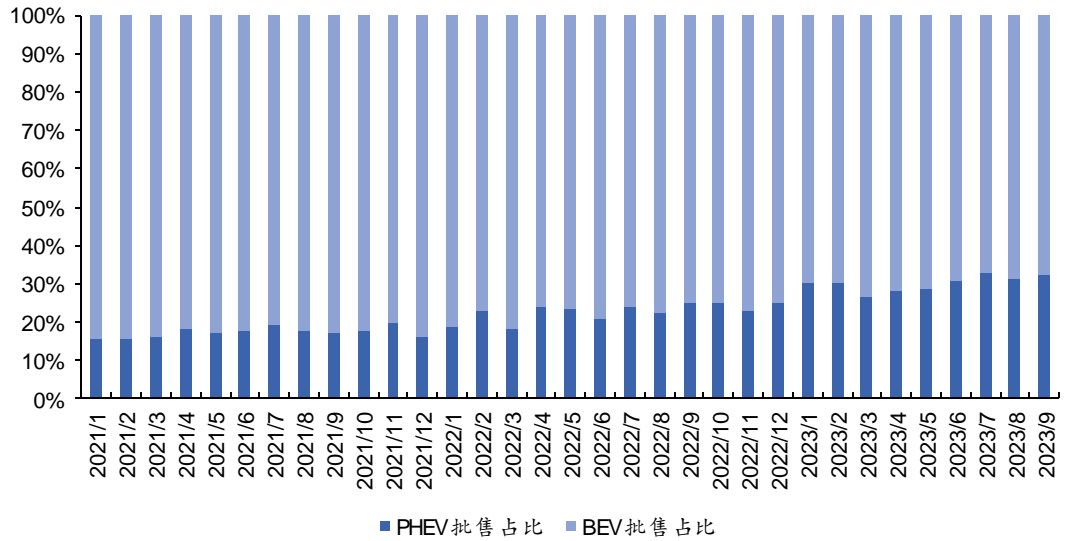


来源: 乘联会, 国金证券研究所

(1) PHEV 贡献了电车主要增量。23年以来, 电车插混化趋势表现明显。9月 BEV/PHEV 批售 56.3/26.6 万辆, 同比+11.3%/+58.3%, 环比+2.2%/+7.3%, PHEV 销量占比 32.1%, 较上年+7.8pct。整个 Q3, PHEV 批售占比+1.5pct, 同比+7.2pct。插混比重稳步提升体现电车插混化的发展趋势。

23年插混新车较多且多为爆款。理想 L7/8/9、吉利银河 L6、长安深蓝 S7、问界新款 M7 均有稳态月销过万能力。

图表20: 21-23年分类别电车销量占比



来源: 乘联会, 国金证券研究所

(2) 新车型是增量的核心驱动力: Q3 环比增长的驱动力主要来自于新车型。

图表21: 部分 Q2-Q3 上市新车月销量(辆)

| 车型 | 交付时间 | 售价(万元) | 动力总成 | 车身形式 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 |
|--------------|-------|-------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 银河 L7 | 6月13日 | 13.87-18.57 | 插混 | SUV | 9673 | 10058 | 11117 | 10007 |
| 深蓝 S7 | 6月30日 | 14.99-20.29 | 增程/纯电 | SUV | 2026 | 6912 | 10037 | 10449 |
| 小鹏 G6 | 7月初 | 20.99-27.69 | 纯电 | SUV | 244 | 3937 | 7068 | 8132 |
| 问界 M7 | 9月12日 | 24.98-33.98 | 增程/纯电 | SUV | 432 | 769 | 988 | 5248 |
| 蔚来 ES6 | 5月25日 | 33.8-39.6 | 纯电 | SUV | 4677 | 11118 | 8601 | 7896 |
| 蔚来 ET5T | 6月15日 | 29.8-35.6 | 纯电 | 轿车 | 1339 | 3662 | 4083 | 2593 |
| 哪吒 aya | 8月3日 | 7.38-8.88 | 纯电 | SUV | 0 | 0 | 5609 | 5225 |
| 坦克 500 Hi4-T | 6月26日 | 33.5 | 插混 | SUV | 0 | 2023 | 3036 | 4269 |
| 总计 | / | / | / | / | 18391 | 38479 | 50539 | 53819 |

来源: 乘联会, 汽车之家, 各公司官网, 国金证券研究所

上海车展新车于 5-6 月集中上市, 并于 Q3 放量, 其中如深蓝 S7/银河 L7/小鹏 G6 等均具



备月销过万能力。

销量环比前 10 名中，海鸥、MG4、深蓝 S7、长安 UNIV、蔚来 ES6、银河 L7 等 6 款为 Q2 上市新车，其余均为紧凑型车。根据我们统计，Q3 新车型贡献增量超过 35 万，占据了 Q3 环比增量的 50%以上。

图表22: Q3/Q2 车型销量环比增长前十名(辆)

| 厂家 | 车身类别 | 车型 | Q2 销量 | Q3 销量 | Q3 环比增量 |
|-------|------|---------|--------|--------|---------|
| 比亚迪 | CAR | 海鸥 | 38805 | 102934 | 64129 |
| 比亚迪 | SUV | 比亚迪宋 | 116054 | 172038 | 55984 |
| 东风本田 | CAR | 思域 | 27831 | 60606 | 32775 |
| 上汽乘用车 | CAR | 名爵 4 系 | 0 | 25537 | 25537 |
| 一汽大众 | CAR | 速腾 | 56275 | 81354 | 25079 |
| 长安汽车 | SUV | 深蓝 S7 | 4692 | 28596 | 23904 |
| 长安汽车 | CAR | 长安 UNIV | 6370 | 28327 | 21957 |
| 蔚来汽车 | SUV | 蔚来 ES6 | 5867 | 27615 | 21748 |
| 吉利汽车 | SUV | 银河 L7 | 9673 | 31182 | 21509 |
| 上汽大众 | CAR | 大众 ID3 | 7688 | 28852 | 21164 |

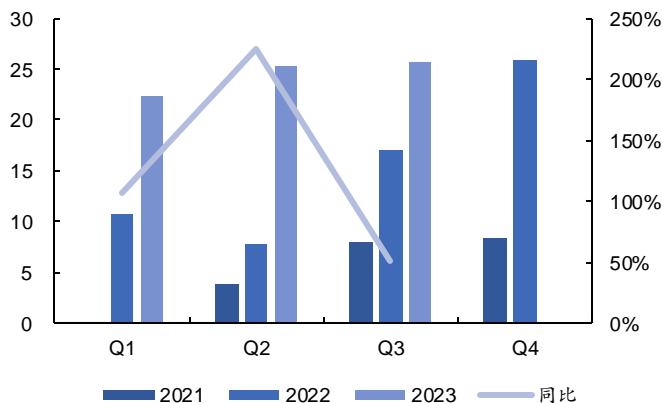
来源：乘联会，国金证券研究所

1.1.3 出口：俄罗斯等贡献核心增量，市场空间广阔未来仍可期

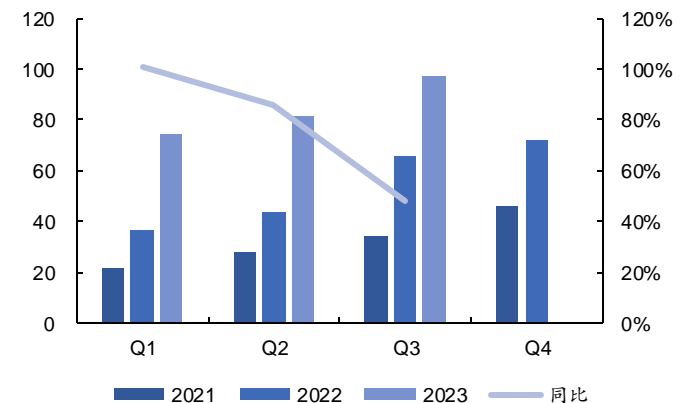
23 年来，伴随自主品牌在海外的布局深入，尤其上汽在欧洲、奇瑞在俄罗斯、长城/吉利（宝腾）在俄罗斯/东南亚、长安在中东持续放量，国车在海外出口维持 22 年强势状态，Q3 亦持续表现强势。

总量：乘联会口径，Q3 乘用车出口 91.5 万辆（仅整车，不含 CKD），同比+39%，环比+11.9%；维持上半年强势状态。Q1-Q3 累计出口 247.6 万辆（不含 CKD），同比+68.9%。其中 9 月乘用车出口 35.7 万辆（含整车及 CKD），同/环比+50%/+8%。其中 Q3 电车出口 25.7 万辆，同比+51%，环比+2%。Q1-Q3 累计出口 73.3 万辆，同比+105.5%。电车出口占比 28.1%。

图表23: 22-23 年国内电车季度出口量(万辆)



图表24: 22-23 年国内乘用车季度出口量(万辆)



来源：乘联会，国金证券研究所

来源：乘联会，国金证券研究所

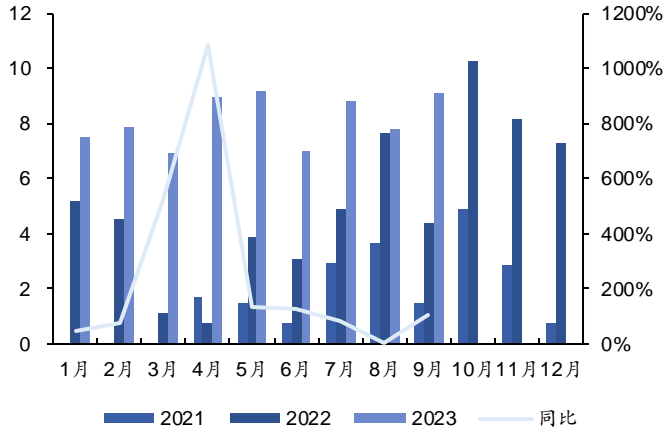
9 月单月看，电车出口 9.1 万辆，同/环比+106.8%/+16.7%；其中纯电动占比新能源出口的 94.7%，A0+A00 级电动车出口占新能源出口的 48%。厂商方面，特斯拉中国 30,566 辆、比亚迪汽车 28,039 辆、上汽乘用车 12,678 辆、吉利汽车 5,026 辆、东风乘用车 4,028 辆、智马达汽车 2,146 辆、哪吒汽车 1,473 辆、创维汽车 1,420 辆。

23 年国车出口保持强势符合我们的预期：国产新能源车在海外认可度持续提升，销售服务网络持续完善，新能源出口市场仍持续向好。上汽等自主品牌在欧洲表现较强，比亚迪在东南亚市场崛起。除了传统出口车企的靓丽表现，近期新势力出口也逐步启动，海外市场也有数据开始显现。

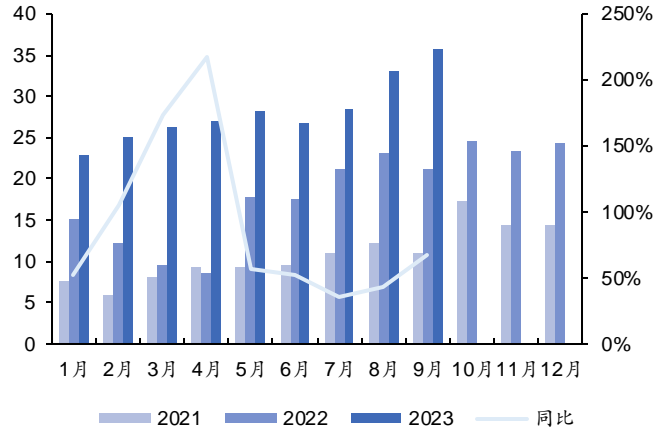


出口大幅增长的原因：1) 国外车市价格“通胀”，自主车企出口存在价格优势；2) 中国电动化进程领先，自主车企产品已得到国内市场充分检验，技术优势明显。3) 自主车企市场出海布局日趋完善，海外认可度提升。23 年国内汽车出口持续高景气，自主车企出海潜能兑现。

图表25: 22-23 年国内电车月出口量 (万辆)



图表26: 22-23 年国内乘用车月出口量 (万辆)



来源：乘联会，国金证券研究所

来源：乘联会，国金证券研究所

分地区上看：23 年国车出口核心增量来自于俄罗斯市场、欧洲、亚洲（中东/东南亚）市场。乘联会口径，Q1-Q3 累计出口增量约 100 万辆，其中来自：

1) 俄罗斯：AEB PCC 口径（消费者零售），Q1-Q3 中国车企在俄罗斯出口约 31.8 万，22 年同期约 7 万，贡献增量 25 万辆，目前中国车占据俄罗斯市场超过 50% 份额；2) 西欧：核心为上汽名爵持续放量，Marklines 统计，Q1-Q3 自主车企在西欧市场累计销售 26 万辆，其中名爵约 21 万辆，其余为吉利领克（约 3 万辆）、比亚迪（1 万辆）等，西欧 23 年贡献增量约 15 万辆；3) 澳新、墨西哥，Q1-Q3 出口约各 9 万辆，同比增速均为 60%，计算贡献增量约 7 万辆；4) 乘联会口径，Q1-Q3 特斯拉出口 29 万辆，去年同期 16.5 万辆，增加 12.5 万辆。

5) 其余增量主要来自亚洲市场，中东（沙特/阿联酋/以色列/土耳其）；东南亚（马来西亚/泰国）；中亚（哈萨克/乌孜别克等）。其中根据 Marklines 的统计数据，Q1-Q3 国车在中东沙特市占率已达 13.5%，出口 8.5 万；在中亚哈萨克渗透率 23.1%，出口 3.2 万辆；反而在印尼、越南、菲律宾等东南亚国家渗透率仍较低，渗透率不足 1%。

图表27: 去除中国本土、美欧印日韩市场后，全球仍有近 2200 万辆市场空间，且在不断扩容 (万辆)

| 国家 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 美国 | 1765.5 | 1782.5 | 1757.6 | 1499.2 | 1554.6 | 1440.3 |
| 西欧 | 1695.1 | 1699.6 | 1718.7 | 1310.9 | 1313.5 | 1238.0 |
| 日本 | 522.6 | 526.4 | 519.1 | 459.5 | 444.5 | 419.8 |
| 韩国 | 179.3 | 181.3 | 178.1 | 187.4 | 170.8 | 167.0 |
| 印度 | 401.9 | 440.0 | 381.7 | 293.8 | 376.0 | 476.4 |
| 中国 | 2372.1 | 2235.1 | 2068.8 | 1928.8 | 2007.3 | 2053.2 |
| 总计 | 6936.5 | 6864.9 | 6624 | 5679.6 | 5866.7 | 5794.7 |
| 全球总计 | 9265.6 | 9265.4 | 8901.3 | 7705.4 | 8037.7 | 7947.4 |
| 剩余市场总量 | 2329.1 | 2400.5 | 2277.3 | 2025.8 | 2171 | 2152.7 |
| 剩余市场占比 | 25.14% | 25.91% | 25.58% | 26.29% | 27.01% | 27.09% |

来源：marklines，乘联会，国金证券研究所

1.2 车企：传统自主稳健增长，智能化大潮新势力势头强劲

Q3 市场连续超预期，其中自主车企表现延续 6 月强势，销量/市占率齐升，预计 Q4 强势将持续。其中比亚迪、长安、理想分别增 76.2%/25.1%/181%，表现强势。



图表28: 23Q3 自主车企表现强势 (辆)

| 集团 | 22Q3 | 23Q2 | 23Q3 | 同比 | 环比 | Q2市场份额 | Q3市场份额 | 22Q1-Q3 | 23Q1-Q3 | 累计同比 |
|-----|-----------|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|------------|------------|--------|
| 比亚迪 | 537,992 | 702,733 | 822,945 | 53.0% | 17.1% | 11.7% | 12.1% | 1,176,884 | 2,073,595 | 76.2% |
| 长城 | 283,788 | 299,084 | 344,819 | 21.5% | 15.3% | 5.0% | 5.1% | 802,313 | 863,871 | 7.7% |
| 长安 | 318,255 | 369,696 | 415,427 | 30.5% | 12.4% | 6.1% | 6.1% | 942,215 | 1,178,620 | 25.1% |
| 吉利 | 375,796 | 371,592 | 423,804 | 12.8% | 14.1% | 6.2% | 6.3% | 989,638 | 1,117,849 | 13.0% |
| 蔚来 | 31,607 | 23,520 | 55,432 | 75.4% | 135.7% | 0.4% | 0.8% | 82,434 | 109,993 | 33.4% |
| 小鹏 | 29,570 | 23,205 | 40,008 | 35.3% | 72.4% | 0.4% | 0.6% | 98,553 | 81,443 | -17.4% |
| 理想 | 26,524 | 86,533 | 105,108 | 296.3% | 21.5% | 1.4% | 1.6% | 86,927 | 244,225 | 181.0% |
| 埃安 | 82,070 | 131,028 | 148,678 | 81.2% | 13.5% | 2.2% | 2.2% | 182,321 | 360,014 | 97.5% |
| 哪吒 | 48,059 | 36,241 | 35,353 | -26.4% | -2.5% | 0.6% | 0.5% | 111,190 | 97,770 | -12.1% |
| 零跑 | 35,608 | 33,993 | 44,325 | 24.5% | 30.4% | 0.6% | 0.7% | 87,602 | 88,827 | 1.4% |
| 问界 | 15,882 | 27,415 | 19,077 | 20.1% | -30.4% | 0.5% | 0.3% | 35,617 | 49,516 | 39.0% |
| 总量 | 6,528,000 | 6,021,000 | 6,778,000 | 3.8% | 12.6% | 100.0% | 100.0% | 16,695,000 | 20,323,000 | 21.7% |

来源: 各公司官网, 乘联会, 国金证券研究所

财务上, 受益销量超预期, Q3 车企经营情况稳健。其中比亚迪受益边际效应, 营收/毛利表现领先, 长城、长安利润亦保持强势:

图表29: Q3 自主车企财务表现对比

| 公司 | 代码 | 经营性现金流净额 (亿元) | 营业收入 (亿元) | 存货 (亿元) | 应付账款 (亿元) | 毛利率 (%) |
|------|-----------|---------------|-----------|---------|-----------|---------|
| 比亚迪 | 002594.SZ | 978.6 | 4222.75 | 927.12 | 1815.9 | 19.79 |
| 长城汽车 | 601633.SH | -18.71 | 1195.04 | 943.22 | 380.99 | 18.84 |
| 长安汽车 | 000625.SZ | 174.79 | 1082.06 | 96.94 | 365.05 | 17.88 |
| 赛力斯 | 601127.SH | -8.6 | 166.8 | 28.6 | 72.75 | 6.76 |
| 上汽集团 | 600104.SH | 210.98 | 5233.42 | 249.18 | 1815.8 | 9.97 |
| 广汽集团 | 601238.SH | 40.22 | 981.82 | 129.56 | 205.83 | 6.94 |

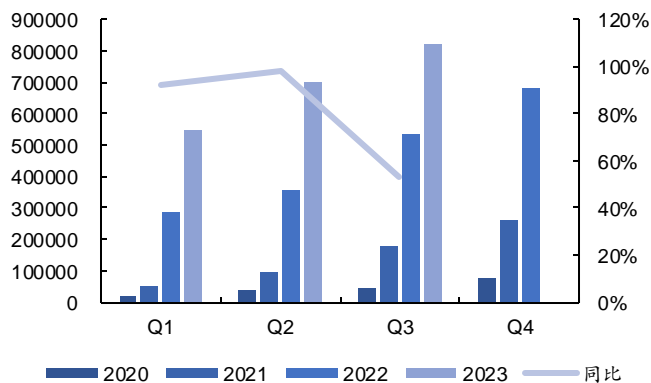
来源: 各公司官网, iFind, 国金证券研究所

传统自主车企技术积淀下厚积薄发, 销量企稳增势稳健:

(1) 比亚迪: 公司 Q3 依旧保持强势, 我们统计官方宣布数据, Q3 公司销售 82.3 万辆, 同比+53%, 环比+17.1%; Q1-Q3 累计 207.4 万辆, 同比+76.2%。公司作为全国电车行业领军者持续表现强势。凭借刀片电池、云辇系统、易四方电机等六大优势技术, 比亚迪在行业确立了领先的技术地位。王朝和海洋两大子品牌遍布 10-30 万价格区间, 主打方向豪华与运动兼备, 完善的产品矩阵最大化地丰富了公司的潜在受众。

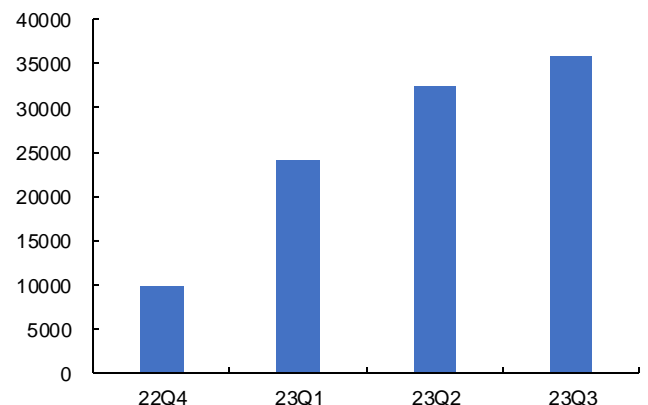
子品牌冲击高端化, 集团品牌向上品牌矩阵将确立。9 月比亚迪旗下高端品牌腾势销量 13156 台, 环比+14.3%。Q3 总计 3.6 万辆, 环比+10%。Q1-Q3 累计 9.3 万辆。持续十二个月销量保持增长, 其中 D9 销售均价超 42 万元, 公司冲击 30-60 万市场初见成功, 呈现比亚迪强有力的品牌号召力。Q4 公司将推出方程豹品牌, 产品结构持续优化下单车 ASP、销量及盈利有望持续创新高。

图表30: 21-23 年比亚迪电车季度销量 (辆)



来源: 比亚迪官网, 国金证券研究所

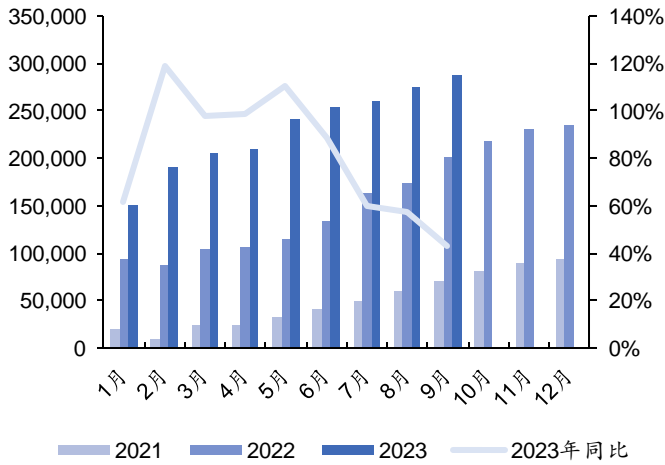
图表31: 22-23 年腾势品牌季度销量 (辆)



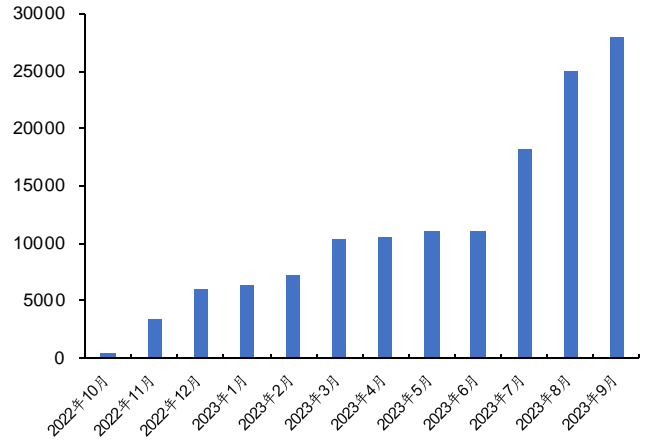
来源: 比亚迪官网, 国金证券研究所



图表32: 21-23年比亚迪电车月销量(万辆)



图表33: 22-23年腾势品牌月销量(辆)



来源: 比亚迪官网, 国金证券研究所

来源: 比亚迪官网, 国金证券研究所

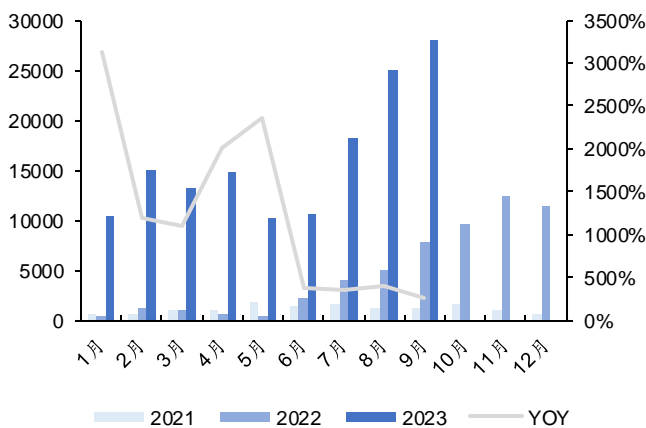
其中, Q3 比亚迪出口 7.1 万辆, 同比+322.6%, 环比+100.3%。Q1-Q3 累计 14.6 万辆已超去年全年, 同比+540%。9 月比亚迪乘用车出口 28039 辆, 环比+12.1%, 势头强劲, 深耕海外市场潜能兑现, 出海提供新边际。

7 月以来, 比亚迪海豚开启在海外上市, 紧凑型小车更适宜欧洲、东南亚、日本等地区, 且价格低廉放低购入门槛, 迅速成为爆款, 促进公司 Q3 出海快速提升。此外, 海豹亦开启在部分国家的交付, 为公司出口锦上添花。

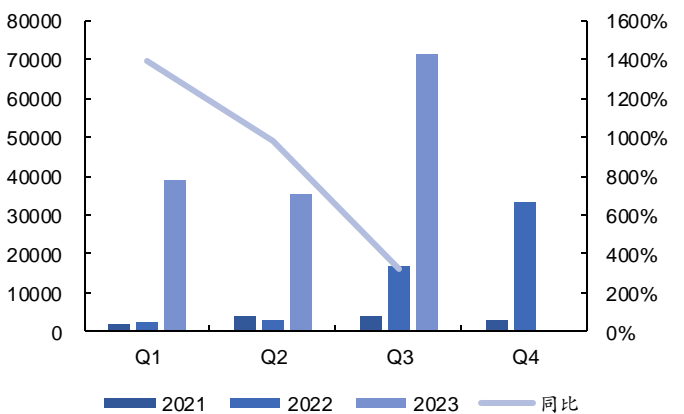
9 月 4 日, 比亚迪携海豹、宋 PLUS EV 冠军版、元 PLUS (海外命名为 BYD ATTO 3)、海豚、汉以及腾势 D9 亮相德国慕尼黑车展 (IAA MOBILITY 2023), 宣布海豹正式在欧洲上市, 并提供两个版本, 售价分别为 50990 欧元 (约合人民币 40 万元) 和 44900 欧元 (约合人民币 35 万元); 宋 PLUS EV 冠军版首次与欧洲消费者见面, 将于不久后在欧洲上市, 助力比亚迪出海战略再上一层楼。

虽然公司面临欧盟汽车反补贴调查, 但我们统计到比亚迪电车出口核心在泰国、以色列、巴西市场, 且 23 年 11 月, 比亚迪已流出将于匈牙利建厂的消息, 未来海外产能足以支撑比亚迪对欧出口, 预计出口仍将维持强势。

图表34: 21-23年比亚迪月度出口量(辆)



图表35: 21-23年比亚迪季度出口量(辆)



来源: 比亚迪官网, 国金证券研究所

来源: 比亚迪官网, 国金证券研究所

出海+高端化带动公司业绩向上。23Q1-Q3 营收 4222.75 亿元, 同比+57.7%; 23Q3 营收 1621.51 亿元, 同/环比+38.5%/+15.9%。23Q1-Q3 归母净利润 213.67 亿元, 同比+129.5%; 23Q3 归母净利润 104.13 亿元, 同/环比+82.2%/+52.6%。其中 Q3 汽车业务营收 1261.9 亿元, 同/环比+23.6%/+14.6%, 单车净利 1.14 万, 环比+2.7k; 利润 94.05 亿, 单车 ASP 15.31 万元, 环比-3k。主要系规模效应、高端化布局及出口加速。Q4 营业成本环比-3.4pcts, 55 亿。

我们预计 23-25 年公司销量 300/370/450 万辆, 同比增速+60%/+24%/+21%。其中乘用车



出口 20w/50w/80w, 同比增速+347.2%/+100.0%/+60%。

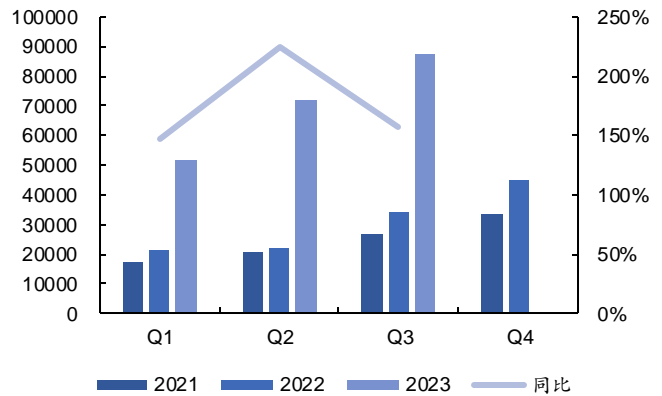
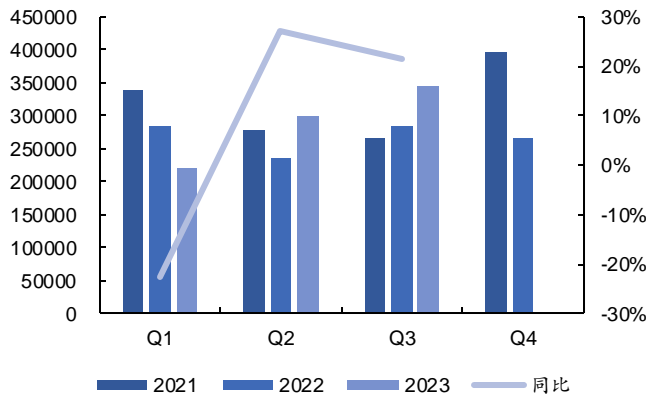
(2) 长城汽车: Q3 长城销售 34.5 万辆, 同比+21.5, 环比+15.3%。Q1-Q3 累计 86.4 万辆, 同比+7.6%。其中电车 7.7 万辆, 同比+131.3%, 环比+18.1%。Q1-Q3 累计 17 万辆, 同比+75.6%。

公司坦克品牌表现持续强势, 坦克 300/400/500 占据硬派越野市场&促进公司高端化持续。电车上 4 月公司战略转型混动, Hi4 混动技术下公司全面转向新能源, 电车新车频出, 魏牌蓝山/高山, 坦克 PHEV, 哈弗猛龙/枭龙等丰富公司电车产品矩阵, 促进公司电动化。

出口带来新增量, 预计公司 Q4 持续向好。Q3 公司出口 8.8 万辆, 同比+156.5%, 环比+22%。Q1-Q3 累计 21.2 万辆同比+117%。公司在俄罗斯之外, 在东南亚泰国、越南等地亦表现强势。预计公司 Q4 将维持 Q3 强势状态。

图表36: 21-23 年长城乘用车季度销量 (辆)

图表37: 21-23 年长城电车季度销量 (万辆)

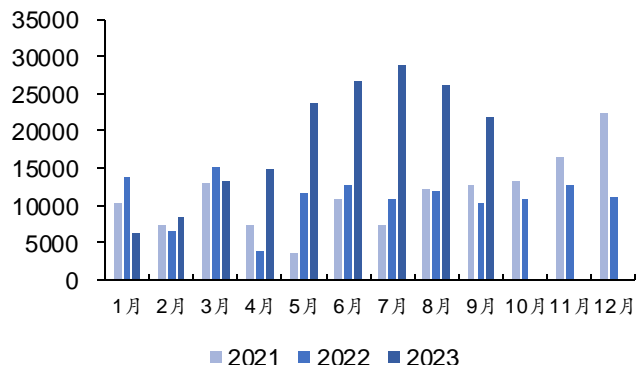
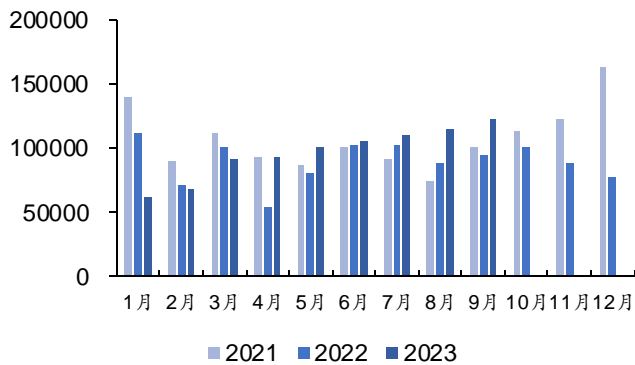


来源: 长城汽车官网, 国金证券研究所

来源: 长城汽车官网, 国金证券研究所

图表38: 21-23 年长城乘用车月销量 (辆)

图表39: 21-23 年长城电车月销量 (万辆)



来源: 长城汽车官网, 国金证券研究所

来源: 长城汽车官网, 国金证券研究所

此外, 公司三季报盈利表现强势。行业竞争加剧背景下, 得益于规模化效应、销售结构改善、产品出海顺利等优势因素, 公司销量创新高, 净利润增长超预期。1) 23Q3 单季度归母净利润 36.35 亿元, 同/环比+41.94%/+206.10%; 23Q1-Q3 归母净利润 49.95 亿元, 同比-38.79%。2) 23Q3 单车 ASP14.36 万元, 同/环比+0.69/1.20 万元; 单车净利润 1.05 万元, 同/环比+0.15/0.66 万元。3) 三费优化显著, 销售/管理/研发费用率分别为 3.74%/2.07%/4.02%, 同/环比-0.64/-1.28/-0.08pct; 环比-0.66/-0.40/-0.81pct。

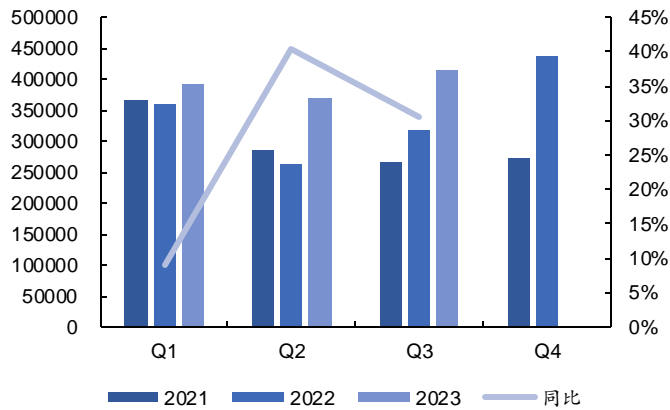
(3) 长安汽车: Q3 长安汽车自主品牌销售 41.5 万辆, 同比+30.5%, 环比+12.4%; Q1-Q3 累计 117.9 万辆, 同比+25.1%。其中自主电车销售 13.1 万辆, 同比+93.4%, 环比+55.5%; Q1-Q3 累计 29.2 万辆, 同比+116%。

公司 Q3 上市爆款新车深蓝 S7, 月销破万; 同时 8 月推出启源 A07, 启源品牌新车开启密集投放, 带动公司新能源销量从 3 万+提升至 5 万辆; 同时 Q3 公司宣布深蓝品牌已加入华为 HI 模式, 预计首款新车明年下线。

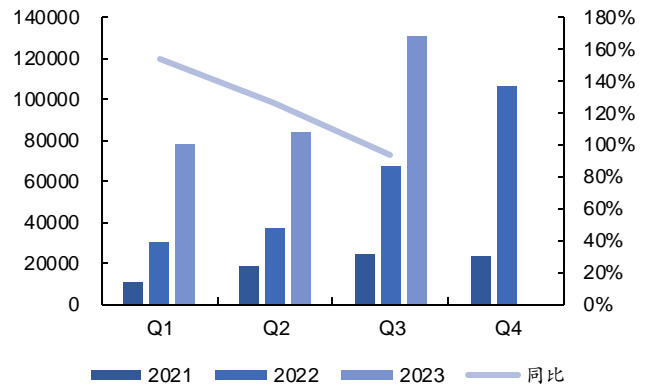
Q4 看, 公司启源还有两款紧凑型新车上市, 将持续带动公司冲击紧凑型市场。阿维塔 12 亦将上市。公司智能化、电动化并进, 且有华为 HI 加持, 未来市场空间广阔。



图表40: 21-23年长安乘用车自主品牌季度销量(辆)



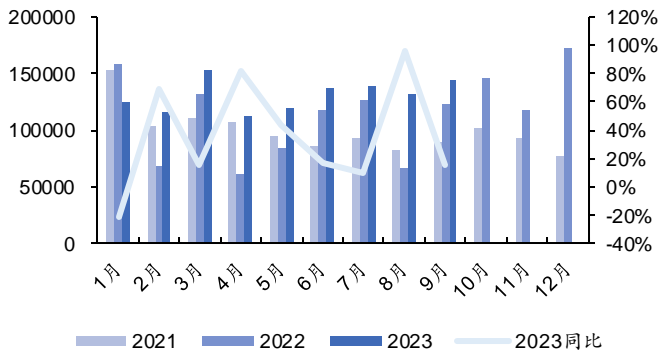
图表41: 长安电车品牌季度销量(辆)



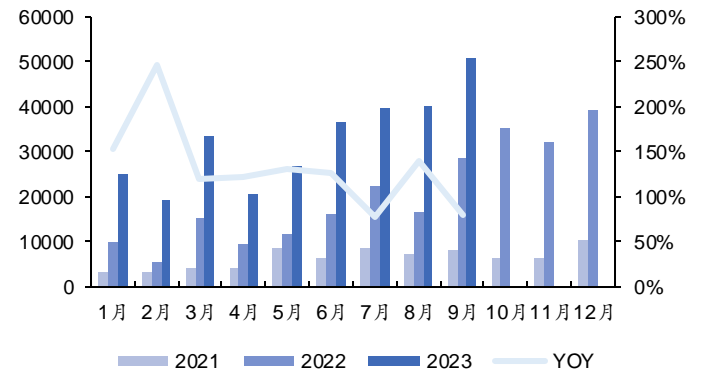
来源: 乘联会, 国金证券研究所

来源: 深蓝汽车官网, 国金证券研究所

图表42: 21-23年长安乘用车月销量(辆)



图表43: 长安电车品牌月度销量(辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

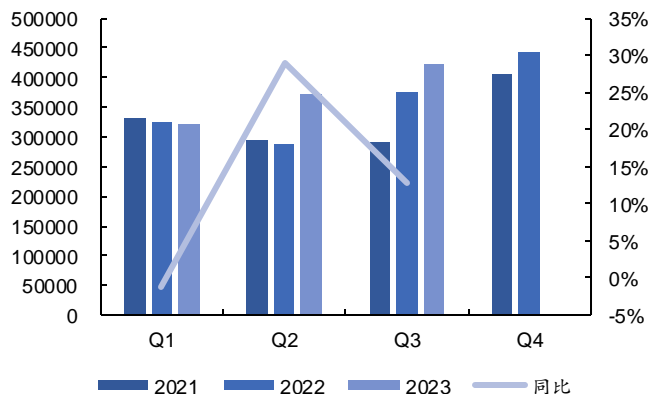
来源: 深蓝汽车官网, 国金证券研究所

(4) 吉利汽车: Q3 公司累计销售 42.4 万辆, 同比+12.8%, 环比+14.1%。Q1-Q3 累计 111.8 万辆, 同比+13%。其中电车销售 14.2 万辆, 同比+30.6%, 环比+48.7%, Q1-Q3 累计 30 万辆, 同比+37.3%。

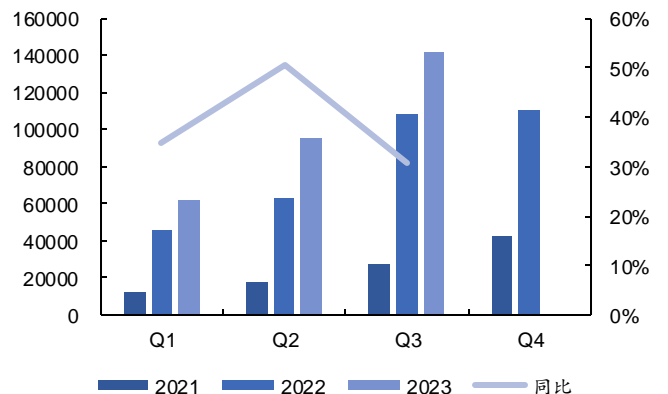
Q3 公司上市银河 L7 与领克 08 两款新车, 均具备爆款能力, 其中银河品牌月销过万, 10 月已达 1.3 万辆; 领克品牌领克 08 月销 8k+, 带动公司电车月销突破 6 万辆。公司电动化+高端化转型顺利, SEA/CMA 架构的可拓展性是公司在新车出新速度、造爆款能力均有大幅提升。多品牌序列使公司产品遍布各个价格带及细分市场, 极大增强覆盖面积和公司竞争力。

Q4 看极氪 007, 银河 E8 上市, 届时吉利自研智驾系统有望上线, 并在座舱上全面采用 8295 芯片。公司在智能化时代奋起直追, 自研+供应商两种路线实现追赶。新车供给下 24 年 Q1 公司电车月销有望突破至 7 万-8 万, 总量月销有望突破 20 万, 建议持续关注。

图表44: 21-23年吉利品牌季度销量(辆)



图表45: 21-23年吉利电车季度销量(辆)

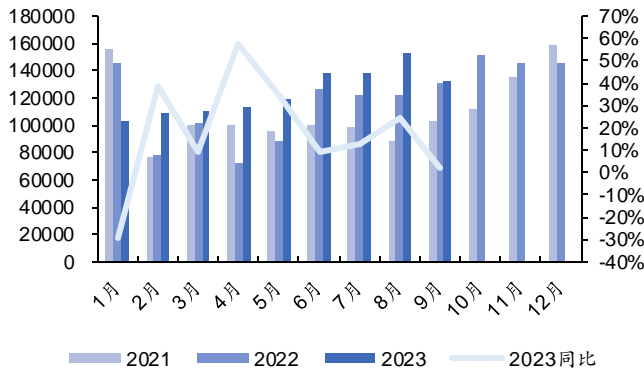




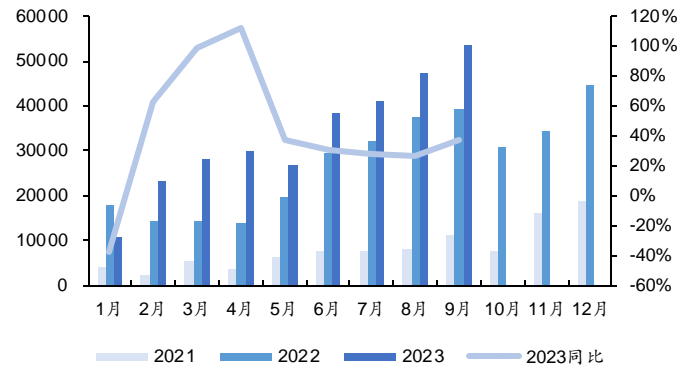
来源：吉利汽车官网，国金证券研究所

来源：吉利汽车官网，国金证券研究所

图表46：21-23年吉利品牌月销量（辆）



图表47：21-23年吉利电车月销量（辆）



来源：吉利汽车官网，国金证券研究所

来源：吉利汽车官网，国金证券研究所

智能化潮流+新车供给驱动新势力 Q3 表现优异，Q4 及 24 年向上趋势有望延续

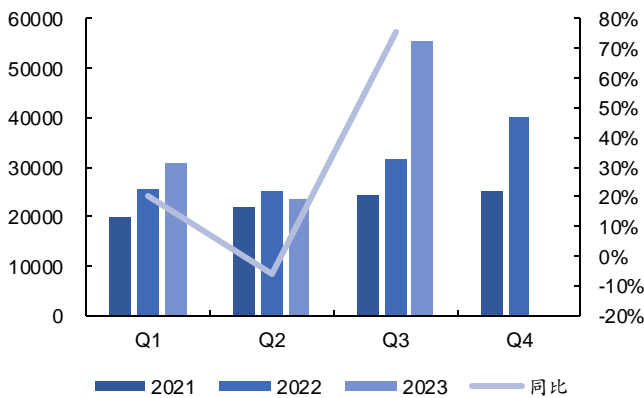
(1) 蔚来：Q3 交付 55432 辆，历史新高，同比+75.4%，环比+135.7%。Q1-Q3 累计 11 万辆，同比+33.4%。之前 4 月蔚来涉及车型平台切换，无供给且消费者保持观望态势造成销量下降。6 月起蔚来降价 3 万元，带动公司销量猛增。Q3 销量符合预期。预计 Q4 维持 9 月销量势头保持不变。

蔚来品牌立足高端市场下沉扩展，换电&智能化护城河加持，产品高举高打，公司立足高端市场布局，高端纯电市场有 59% 的份额。我们预计蔚来全年销售 16 万辆，同比+30.6%。

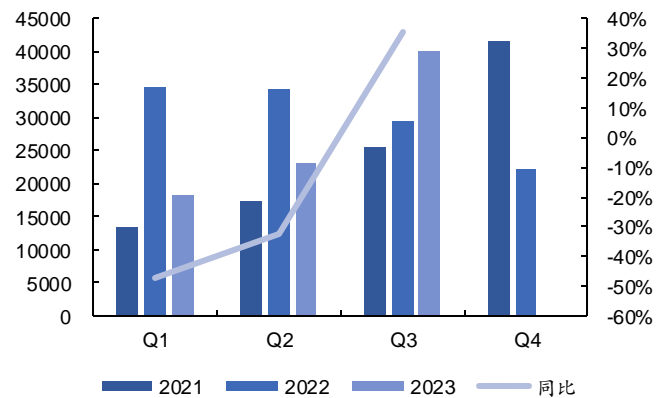
(2) 小鹏：Q3 交付 40008 辆，同比+35.3%，环比+72.4%。Q1-Q3 累计 8.1 万辆，同比-17.4%。Q3 公司 G6 正式开启交付，G9、P5 改款上市，其中 G6、G9 爆款效应让公司增速转正，Q3 销量强势爆发。

智能驾驶浪潮中，小鹏汽车在国内新能源汽车企业中优势显著，与华为、特斯拉同属智驾第一梯队，且目前仅小鹏、华为大规模推广城市 NGP。10 月看公司月销已经突破 2 万，Q4 将维持强势。我们预计小鹏全年销售 14.5 万辆，同比+20%。

图表48：21-23年蔚来季度销量（辆）



图表49：21-23年小鹏季度销量（辆）



来源：蔚来官网，国金证券研究所

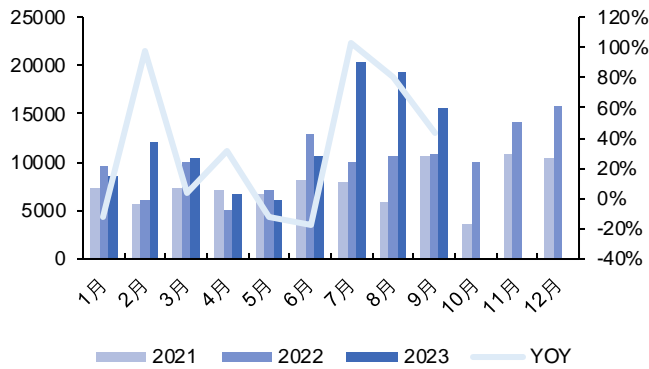
来源：小鹏官网，国金证券研究所

(3) 理想：Q3 交付 10.5 万，同比+296.3%，环比+21.5%。Q1-Q3 累计 24.4 万辆，同比+181%。公司 10 月交付量已破 4 万，产能提升后销量持续提升态势。同时 Q3-Q4 面对问界 M7 这一竞争对手，公司推出 2.1-2.7 万购车优惠，促进公司订单与交付量齐飞，Q4 理想 MEGA 上市将进一步刺激公司市场关注度。

10 月品牌单月交付量再创新高，L 系列三款车均已连续三个月单车交付突破万辆。同时，理想补能网取得新进展，常州工厂在国庆假期期间升级改造，以支撑扩产，预计 Q4 单月交付量可达 4 万+。我们预计理想全年销量 37 万辆，同比+178%。

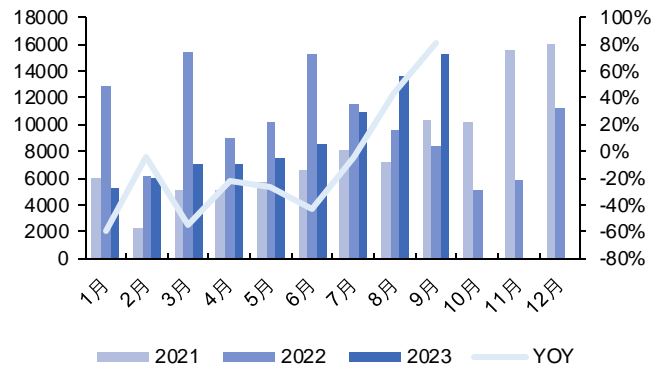


图表50: 21-23年蔚来月销量(辆)



来源: 蔚来官网, 国金证券研究所

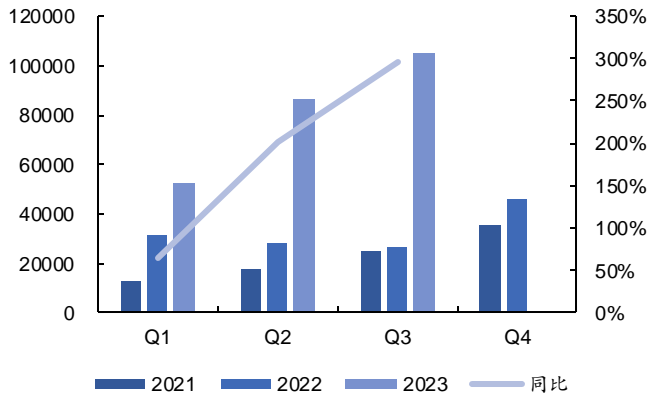
图表51: 21-23年小鹏月销量(辆)



来源: 小鹏官网, 国金证券研究所

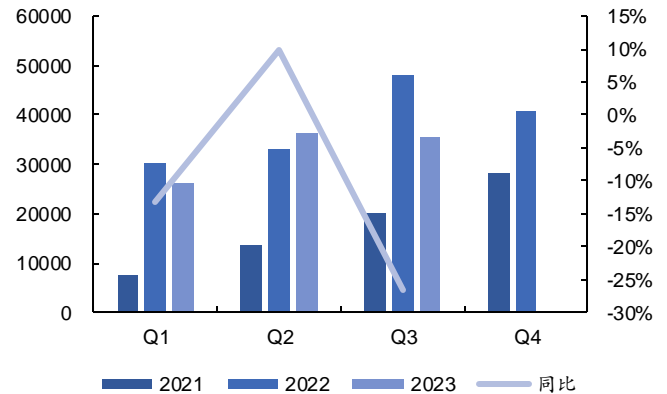
(4) 哪吒: Q3 交付 3.53 万辆, 同比-26.4%, 环比-2.5%。Q1-Q3 累计 9 万辆, 同比-12%。公司以出口为新战场, Q3 全球化新车哪吒 X 上市。此外 Q3 上市车型哪吒 AYA、哪吒 GT 均在智能化上取得提升, 并将 L2 级别辅助驾驶下放到 10 万元以下车型上, 契合智能化潮流, 具备一定竞争力。预计公司 23 年全年预计交付 14 万台, 同比-8%。

图表52: 21-23年理想季度销量(辆)



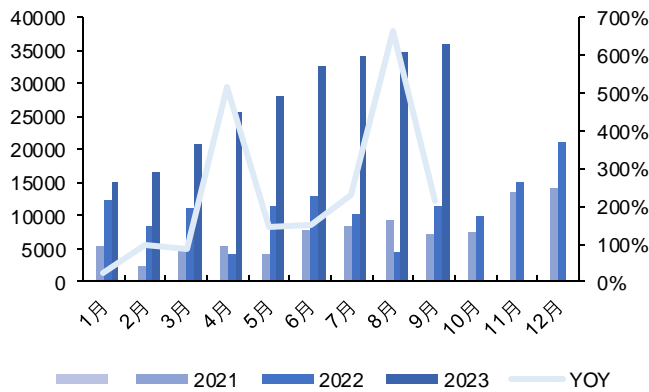
来源: 理想汽车官网, 国金证券研究所

图表53: 21-23年哪吒季度销量(辆)



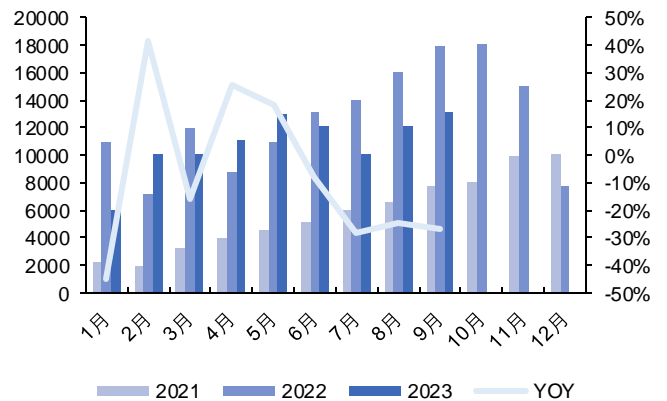
来源: 哪吒官网, 国金证券研究所

图表54: 21-23年理想月销量(辆)



来源: 理想汽车官网, 国金证券研究所

图表55: 21-23年哪吒月销量(辆)

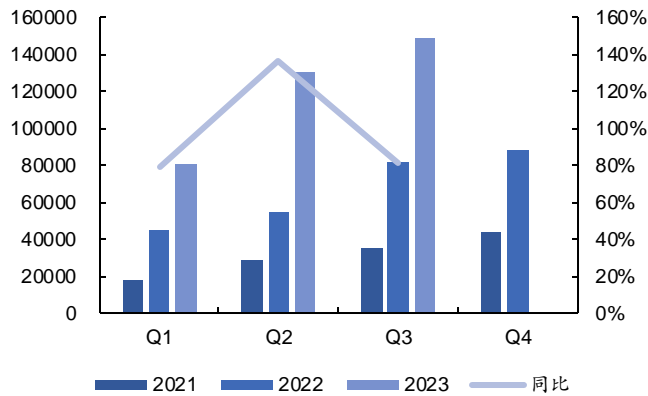


来源: 哪吒官网, 国金证券研究所

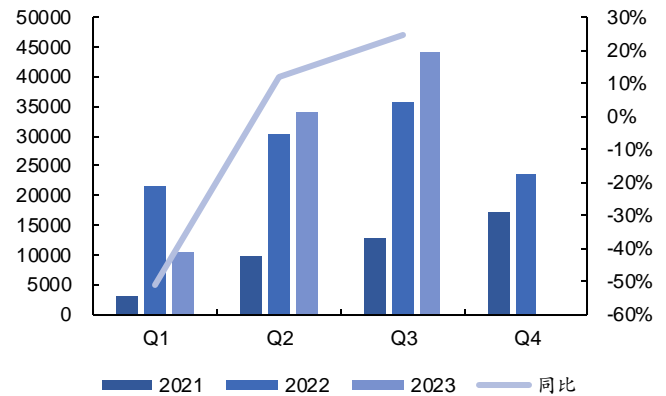
(5) 埃安: Q3 交付 14.9 万辆同比+81.2%, 环比+13.5%; Q1-Q3 累计 36 万辆同比+97.5%; Q3 公司维持强势。埃安已经形成了以 AION S、AION S Plus、AION Y、AION LX Plus、AION V Plus 五款车型为主销车型的产品体系, 其中销量最好的 AION S 系列成为了首个累计销量突破 40 万辆的 A 级纯电轿车。预计公司全年销售 51 万辆, 同比+88%。



图表56: 21-23年埃安季度销量(辆)



图表57: 21-23年零跑季度销量(辆)



来源: 埃安官网, 国金证券研究所

来源: 零跑官网, 国金证券研究所

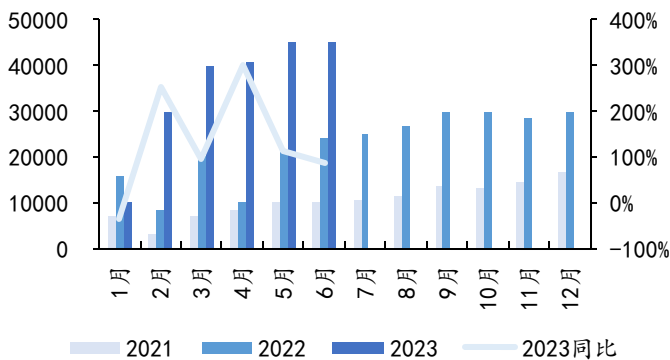
(6) 零跑: Q3 交付 4.43 万辆同比+24.5%, 环比+30.4%; Q1-Q3 累计 8.9 万辆同比+1.4%; 公司 10 月与 Stellantis 达成合作, Q3 登陆慕尼黑车展, 开启全球化道路, 同时零跑 C10 亮相, 预计 23 年 4 月上市。

新车推出+11 月降价+年底冲量下公司 Q4 将维持强势。23 年全年预计交付 15 万台, 同比+35%。

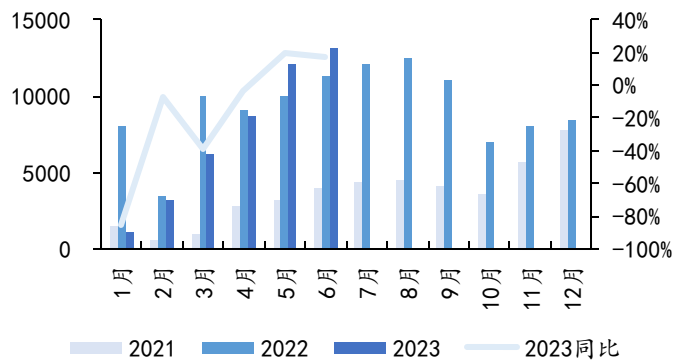
(7) 赛力斯: Q3 交付 1.91 万辆, 同比-30%, 环比+20%; Q1-Q3 累计 5 万辆同比+39%; 公司 Q3 与华为合作推出全新 M7, 凭借华为强大品牌力, 及产品大空间+智驾+优良定价特征迅速成为爆款, 至 11 月大定破 8 万, 10 月单月交付破万, 将极大提振公司销量。

其中 Q4 华为联合赛力斯将推出新问界 M9, 目前市场热度极高。11 月底公司第三工厂投产, 公司 M7 交付将进一步提速, 月销有望提升至 2 万甚至 3 万以上, 我们预计 23 年公司销售 11 万辆, 同比+45%。

图表58: 21-23年埃安月销量(辆)



图表59: 21-23年零跑月销量(辆)



来源: 埃安官网, 国金证券研究所

来源: 零跑官网, 国金证券研究所

1.3 展望: Q4 乘用车高景气度将持续, Q4 新车支撑电车渗透率继续攀升

(1) 乘用车: 低价和旺季支撑下, Q4 乘用车高景气度将持续。

(2) 电车: 广州车展新车密集上市+城市 NOA 等新技术, 渗透率将继续攀升。轿车中的海豹 DM-i、阿维塔 12、吉利银河 E8、极氪 007 和 SUV 中的方程豹豹 5、问界 M9 等新车的表现均值得期待。目前市场智能化趋势显著, 城市 NOA、800V 快充、8295 芯片快速普及, 其中华为将开通全国通用无图 NCA, 智驾进度大超预期。智能化+供给提升+新车定价持续低于预期, 将带动 Q4 电车渗透率继续提升。



图表60：23Q4年市场主流车企销量预测（万辆）

| 车企 | 2022 销量 | 23Q3 销量 | 23Q4 预计 | 2023 预计 | 23Q4 环比 | 2023 同比 |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 比亚迪 | 185.9 | 82.3 | 92.6 | 300 | 13% | 61% |
| 吉利汽车 | 32.9 | 14.2 | 20 | 50 | 41% | 52% |
| 长安汽车 | 24.2 | 13.1 | 20.8 | 50 | 59% | 107% |
| 长城汽车 | 13.2 | 7.7 | 8 | 25 | 4% | 89% |
| 广汽埃安 | 27.1 | 14.9 | 15 | 51 | 1% | 88% |
| 理想汽车 | 13.3 | 10.5 | 12.5 | 37 | 19% | 178% |
| 蔚来汽车 | 12.2 | 5.5 | 5.2 | 16 | -5% | 31% |
| 哪吒汽车 | 15.2 | 3.5 | 5 | 14 | 43% | -8% |
| 小鹏汽车 | 12.1 | 4 | 6.4 | 14.5 | 60% | 20% |
| 零跑汽车 | 11.1 | 4.4 | 6.1 | 15 | 39% | 35% |
| 赛力斯 | 7.6 | 1.9 | 6 | 11 | 216% | 45% |

来源：乘联会，各公司官网，国金证券研究所

(3) 出口：东南亚拉美尚有空间+车企本土化加速，海外增长有望持续。

1) 海外仍有较大空间：去除中国本土，及美欧日韩印等较难进入市场，中国汽车仍有约2000 万市场可开拓，空间巨大。虽然目前中国车企在俄罗斯、中亚、中东已有较高市占率，但在东南亚、拉美等大市场渗透率低于 5%，空间广阔，亦为未来国产电车出口的重要目的地。

2) 车企本土化正在加速。比亚迪已开展位于匈牙利的工厂调研；24 年自主车企将有 50 万产能在泰国/15 万产能在巴西投产，上汽、吉利在欧洲拥有或有在建产能；零跑和斯特兰迪斯合资，开创国车合资出海的新模式。

图表61：自主车企加快在拉美/东南亚新建产能

| 车企 | 国家 | 宣布/开工日期 | 建成日期 | 设计年产能 | 供给地区 | 生产车型 |
|-----|----|------------------|-------------|---------------------|---------------|------------------------|
| 比亚迪 | 泰国 | 2023 年 3 月 10 日 | 2024 年 6 月 | 15 万 | 泰国等东盟；欧洲 | 海豚 |
| | 巴西 | 2023 年 10 月 19 日 | 2024 年 H2 | 15 万 | 拉美 | 海豚等；及比亚迪巴士、轻卡；配套幼电池厂 |
| 长安 | 泰国 | 2023 年 10 月 13 日 | 2024 年 H2 | 一期 10 万辆 | 供给全球右舵市场 | BEV+REEV+PHEV 车型（或为启源） |
| 埃安 | 泰国 | / | / | / | / | / |
| 长城 | 泰国 | 2019 年 11 月 | 2020 年 11 月 | 初期 8 万辆，计划扩容至 12 万辆 | 60%泰国本地，40%海外 | 哈弗 H6、枭龙 PHEV；欧拉好猫 |
| 哪吒 | 泰国 | 2023 年 3 月 | 2024 年 1 月 | 2 万辆 | 东盟 | 哪吒 X |

来源：各公司官网，巴西、泰国政府官网，国金证券研究所

2、海外：发达/发展中国家强弱分化，补库和需求修复是核心驱动力

2.1 欧洲：Q3 车市符合预期，德国补贴退坡引起 EV 冲量超预期

2.1.1 供给：产量因季节性因素产生波动

产量：Q3 夏季生产常规淡季，导致欧洲汽车产量环比均下滑。其中 1) 德国：Q3 汽车产量 90.8 万辆，同比+8.4%，环比-16.8%。7-8 月环比下滑明显，9 月季度末产量有所恢复。9 月，德国乘用车产量 34.1 万辆，同比-7%，环比+28%，Q1-Q3 累计 315.2 万辆，同比+25%。2) 英法：英国 Q3 生产 22.9 万辆，同比+17%，环比-7.6%；法国 Q3 生产 30.6 万辆，同比+16%，环比-19%。

出口：Q3 海外销量常规淡季，环比下滑系季节性波动。符合往年出口规律。德国 Q3 出口 70 万辆，同比+7.9%，环比-16.5%。9 月出口 26.6 万辆，同比-4%，环比+38%，Q1-Q3

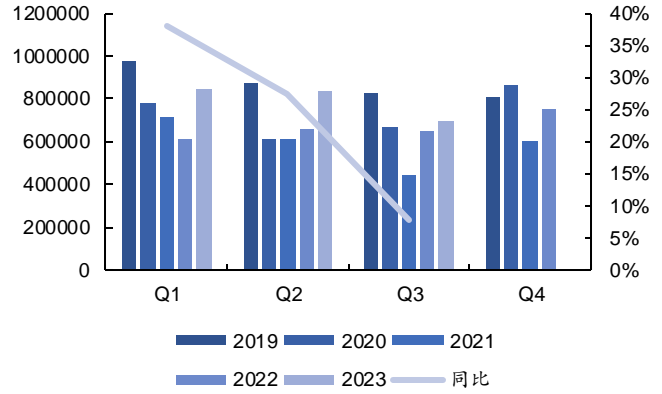
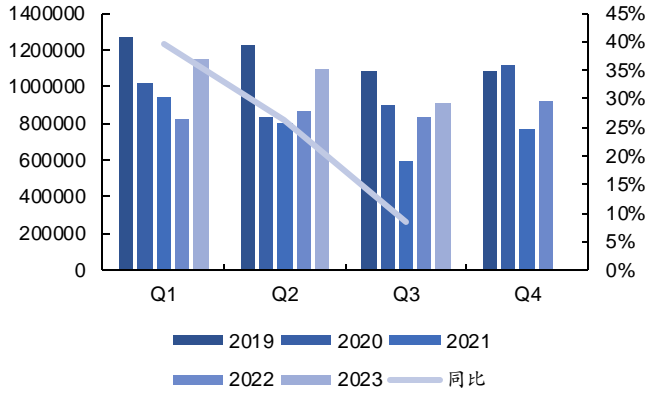


累计 238.3 万辆，同比+24%。

Q3 欧洲常规淡季，生产/出口环比下滑符合我们的预期。Q4 看，市场进入年底冲量季，生产淡季已过，我们预计欧洲产量/出口量环比将有所增长。

图表62: 德国乘用车季度产量 (辆)

图表63: 德国乘用车季度出口量 (辆)

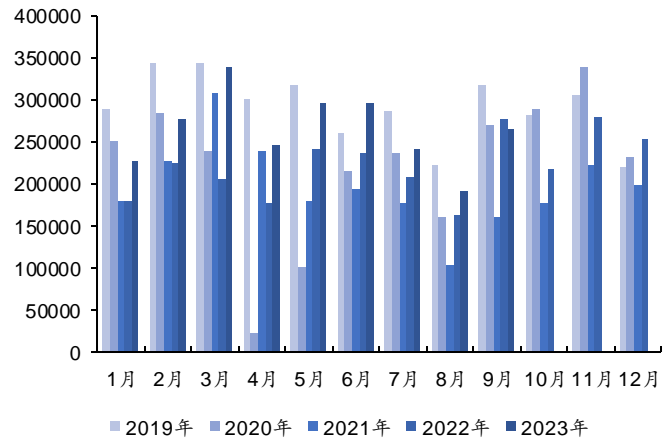
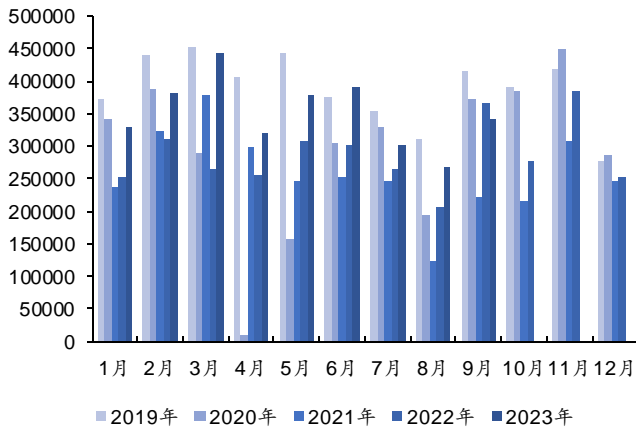


来源: VDA, 国金证券研究所

来源: VDA, 国金证券研究所

图表64: 德国乘用车月度产量 (辆)

图表65: 德国乘用车月度出口量 (辆)



来源: VDA, 国金证券研究所

来源: VDA, 国金证券研究所

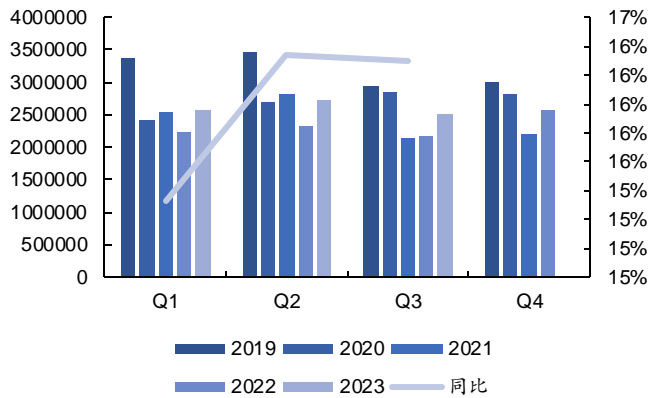
2.1.2 销量: 季度冲量市场恢复良好, 插混转正纯电稳健增长

销量: 环比下降系常规季节波动, 同比维持 H1 强势。欧洲九国 Q3 销量 251.9 万辆, 同比+16.3%, 环比-7.5%。环比下降系 7-8 月为传统淡季, 属常规季节性波动, 环比下滑符合预期。同比上因德国 8 月 TOB 端电车补贴退坡, 引发车企抢装, 导致 Q3 销量同比提升。Q1-Q3 累计 782.0 万, 同比+16%, 维持上半年强势增长。

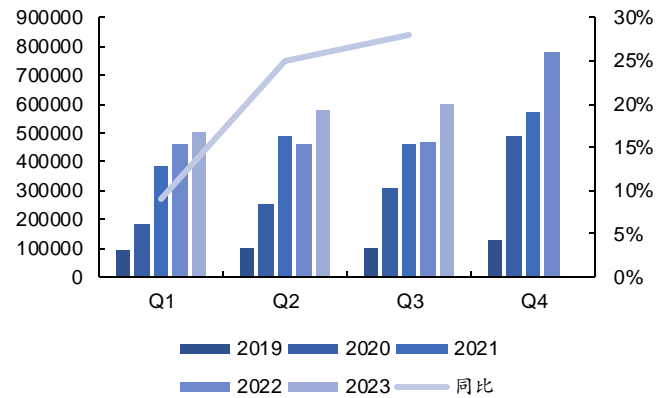
展望 Q4 及 24 年: 1) Q4 看, 欧洲车市将年底冲量, 同环比均有望呈现较高增长, 冲量带来的需求透支有望在 11-12 月得到修复; 2) 2) 24 年看, 区别于美国市场的持续旺盛, 伴随基数升高及库存恢复, 欧洲汽车增速或将放缓, 我们预测 24 年将保持平稳态势, 未来海外市场分化将是主旋律。



图表66: 欧洲九国季度销量 (辆)



图表67: 欧洲九国季度电车销量 (辆)



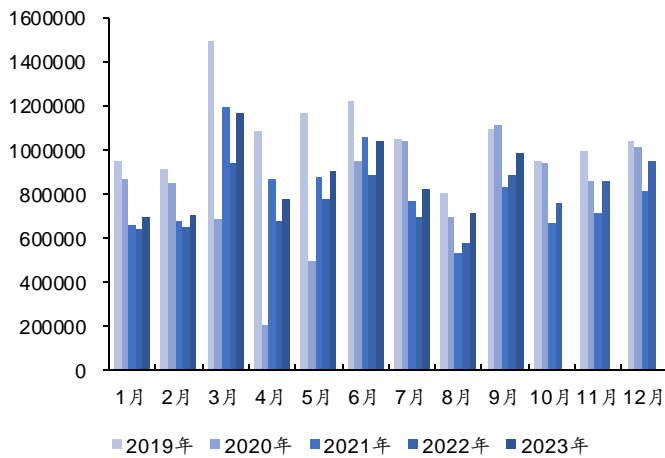
来源: SMMT, KBA, CCFA 等, 国金证券研究所

来源: SMMT, KBA, CCFA 等, 国金证券研究所

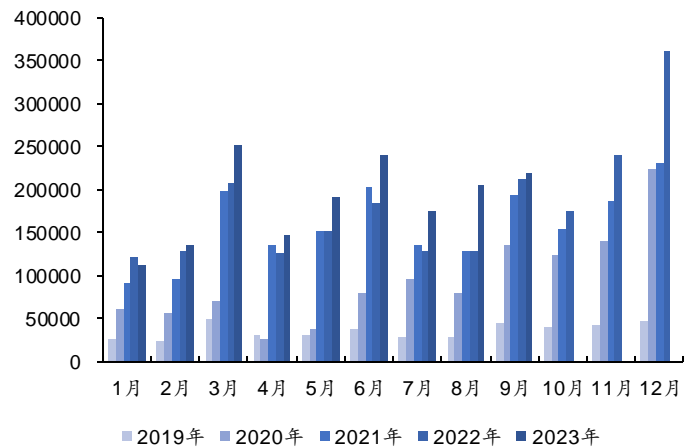
电车: 德国补贴退坡引发冲量效应, Q3超预期。 Q3欧洲九国电车销量60万辆, 同比+28%, 环比+3.7%, 实现环比增长; Q1-Q3月累计168万辆, 累计同比+21%, 渗透率21.5%, 较1月+5.4pct。主要系8月德国ToB端补贴退坡, 丧失3000-4500欧补贴, 引发车队对纯电抢装冲量: 8月德国纯电销售8.7万辆同比+171%, 环比+78%; 欧洲九国纯电销售16.1万辆同比+104%, 环比+37%; 冲量效应下Q3销量实现超预期增长。

9月单月看, 欧洲九国电车销售22.0万, 同比+4%, 环比+6%, 渗透率22.3%; 1-9月累计168万, 同比+21%, 累计渗透率21.5%; 其中, 9月纯电销售15.0万, 同比+7%, 环比-6%; 插混7.0万, 同比-2%, 环比+52%。

图表68: 欧洲九国汽车月度销量 (辆)



图表69: 欧洲九国电动车月度销量 (辆)



来源: SMMT, KBA, CCFA 等, 国金证券研究所

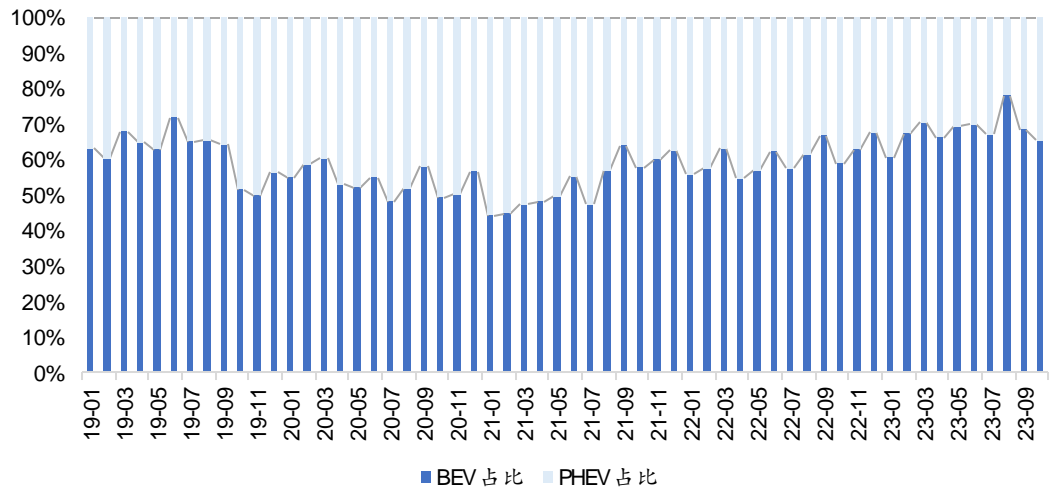
来源: SMMT, KBA, CCFA 等, 国金证券研究所

结构: 欧洲增量主要由BEV贡献。 Q3欧洲市场依旧呈现明显的纯电化趋势。1月起欧洲诸国插混补贴基本退坡, 叠加插混车型多为传统油改电, 竞争力薄弱, 插混销量大幅下跌。Q3欧洲九国BEV销售42.8万辆, 同比+45.6%, 环比+7.7%。BEV占比71.3%, 同比+8.6pct; 环比+3.6pct。而PHEV销售17.2万辆, 同比-1.7%, 环比-4.9%。Q1-Q3 PHEV累计销售58.3万辆, 同比-7%, 已从年初-17%的下滑中逐渐恢复。

截止至9月BEV占比68.4%, 同比+2.1pct, 较Q2末-1.5pct。其中8月单月BEV占比77.9%。总体上受德国补贴退坡影响, 对车队插混与纯电车型经济性相差不大, 同时BEV需求量被透支, 导致市场插混比例于Q3提升。长期看, 我们预计欧洲市场仍将以纯电为主。



图表70: 欧洲 BEV 与 PHEV 月度占比



来源: Autoscout24, 国金证券研究所

当前欧洲市场渗透率约 20%，处于强政策强供给的周期。政策支持与车型供给成影响欧洲电车发展的关键：

1) 政策上：禁燃令保障下限，长期看欧洲电动化进程不可逆转。禁燃令为欧洲电车中长期增长提供动力。未来随着车型供给增多，欧洲乃至整个海外电动化进程有望加速。

2) 供给上：24-25 年优质新车频出。目前欧洲市场正处政策周期向供给周期转型，慕尼黑车展上各大品牌均有新车型供给，并将在 23Q4-24Q1 逐渐落地。目前改款 Model 3 已上市交付，我们预计月销有望达到 1w+ (改款前约 7k)，促进特斯拉欧洲放量&欧洲电车渗透率提升，此外，大众 ID.7、宝马 i5/MINI countryman，起亚 EV9 等电动新车也将落地，

25 年或将为欧洲电动化的核心节点，届时宝马次世代平台，奔驰 CMA 平台，大众 SSP 平台将接连量产，替换当前市场油改电车型，车型供给提升下渗透率有望呈现爆发式增长。

图表71: 奥迪 Q6 e-tron



来源: 奥迪官网, 国金证券研究所

图表72: 宝马新世代新车概念车



来源: 宝马官网, 国金证券研究所

展望 Q4 及 24 年：电车将维持稳健。1) Q4 看，受 23 年 1 月德法多国补贴退坡影响，22 年 12 月单月欧洲冲量效应严重，单月销售 36.2 万辆至今仍为历史最高，预计 23 年 Q4 同比持平或下降，环比降大幅增长。2) 24 年：欧洲大众宝马等新车频出，加之 25 年将近面临碳排放要求，欧洲电车仍将保持稳健增长。

我们预计乐观情形下 23 年全欧电动销量约 300 万，同比+20%。24 年全欧电车销量约 370 万辆，同比+23%。

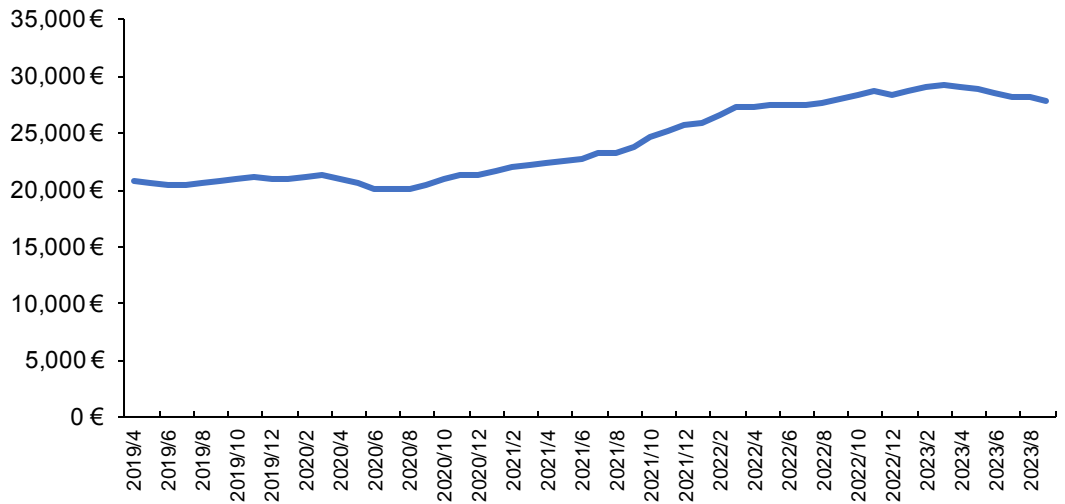
2.1.3 价格：Q3 欧洲二手车市场价格持续回落

整个 Q3 德国二手车市场维持下跌态势，其中 9 月已降低至 27,884 欧元，同比-0.3%，环比-0.9%。二手车交易量 58.4 万辆，同比+5%，环比-7%。整个 Q3 降低 630 欧元，较 3 月最高点下降 1296 欧元，处匀速下降状态。



德国二手车车价仍处于历史高位平台期，但连续 6 月环比降低，反馈欧洲补库进度较快。我们判断欧洲市场恢复速度快于美国，将率先完成补库。

图表73：德国二手车均价（欧元）



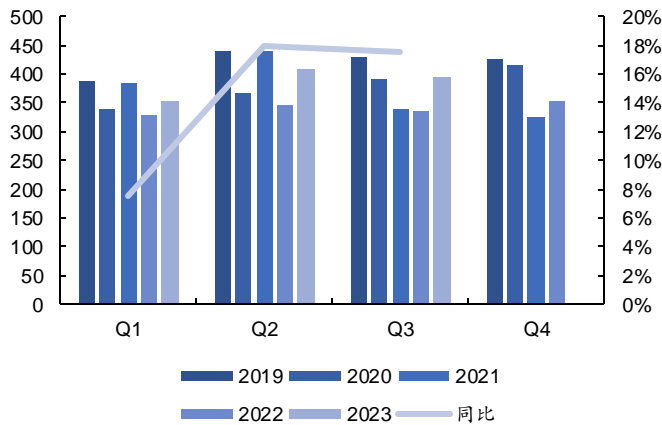
来源：Autoscout24，国金证券研究所

2.2、美国：Q3 电车表现强势，产能解决+新车节点将至 24-25 年或迎爆发式增长

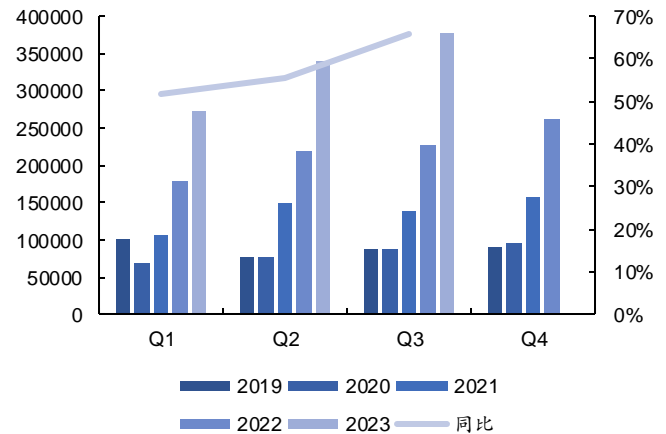
2.2.1 销量：电车需求强劲维持市场增长，市场纯电化&大型车空间可期

总量：传统淡季叠加 UAW 罢工，美国市场环比下滑符合预期。Q3 美国轻型车销售 396 万辆，同比+17.5%，环比-3.6%。其中美国 9 月汽车总销 133.2 万辆，同比+20%，环比+0%，Q1-Q3 累计 1157.5 万辆，累计同比+14%。随着美国市场持续补库，叠加本土市场及供应链恢复，23 年美国市场同比维持高景气。而 Q3 与欧洲类似，7-8 月系传统淡季，因而美国市场同样呈现环比微跌，同比提升的态势，符合我们的预期。

图表74：美国汽车季度销量（万辆）



图表75：美国电动车季度销量（辆）



来源：Autosinnovate，国金证券研究所

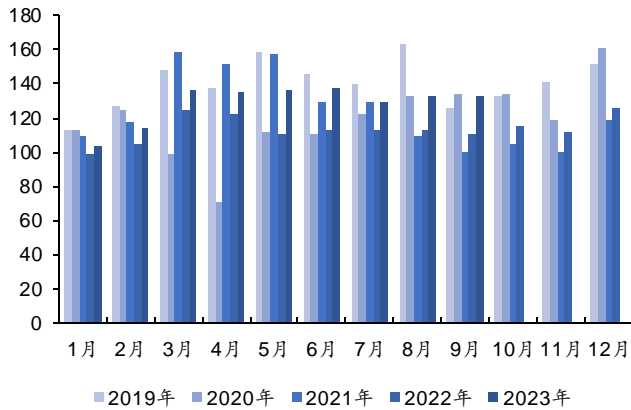
来源：Autosinnovate，国金证券研究所

展望：预计美国汽车销量强势延续。1) Q4 旺季平息 UAW 罢工消极影响，市场仍将维持增长。Q4 看美国市场进入年底冲量，虽然 9 月中-10 月底的 UAW 全国大罢工将对美国车市造成冲击，但目前的统计数据来看，10 月美国车市损失产量约 13.9 万辆，整体-10%，并有望在 11-12 月旺季中得到修复。我们预计美国 Q4 汽车销量同环比预计均有增长。

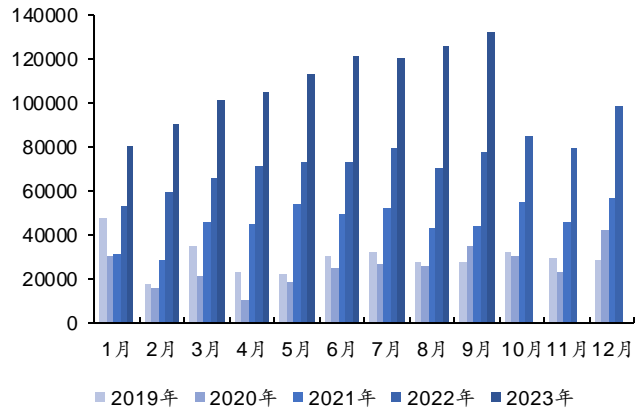
2) 24 年看，目前美国库存仍处低位，10 月最新也只有 19 年同期的 60%，补库动力强劲。证明美国仍处供需不平衡的周期。我们预计 24 年美国市场仍将维持强势补库，强势表现或将持续。



图表76: 美国汽车月度销量 (万辆)



图表77: 美国电动车月度销量 (辆)



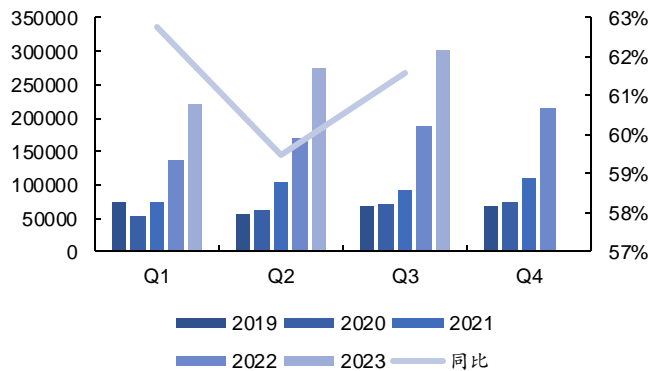
来源: Autosinnovate, 国金证券研究所

来源: Autosinnovate, 国金证券研究所

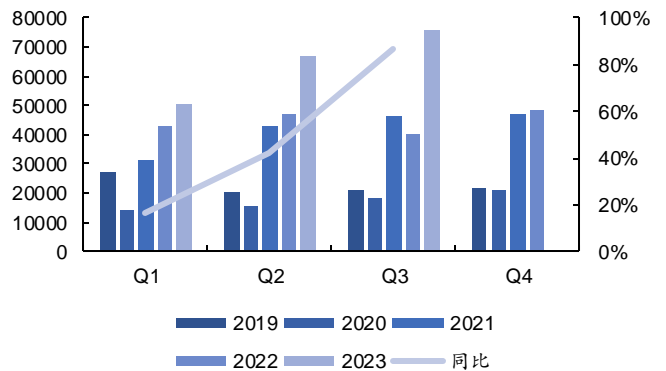
电车上: 美国市场电车持续增长。Q3 美国电车从 IRA 法案的退坡中逐渐恢复, 加之通用等集团新车上市, 表现强势。Q3 美国销售电车 37.9 万辆, 同比+66%, 环比+11%; 9 月单月销售电车 13.2 万, 同比+70%, 环比+5%, 渗透率 9.9%; Q1-Q3 累计 91.0 万, 同比+45%, 累计渗透率 7.9%。

市场结构偏好纯电。Q3 纯电销售 30.3 万辆, 同比+62%, 环比+11%; 插混销售 7.7 万辆, 同比+87%, 环比+14%; 纯电占比 80%, 同比-2.2pct。混动增速及占比提升主要受自身基数较低、混动车型供给提升影响, 但整体看, 市场依旧偏好纯电, 24 年爆款新车仍将以纯电为主, 混动提升空间不大。

图表78: 美国 BEV 季度销量 (辆)



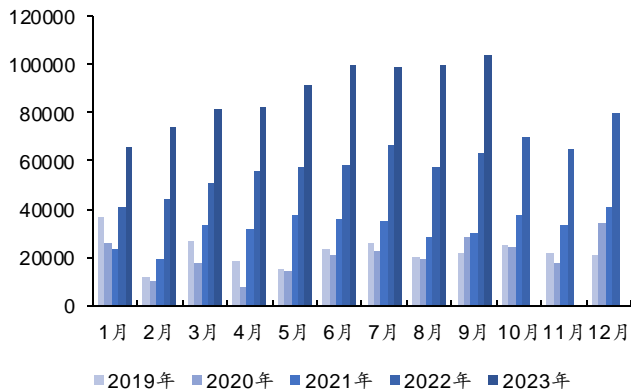
图表79: 美国 PHEV 季度销量 (辆)



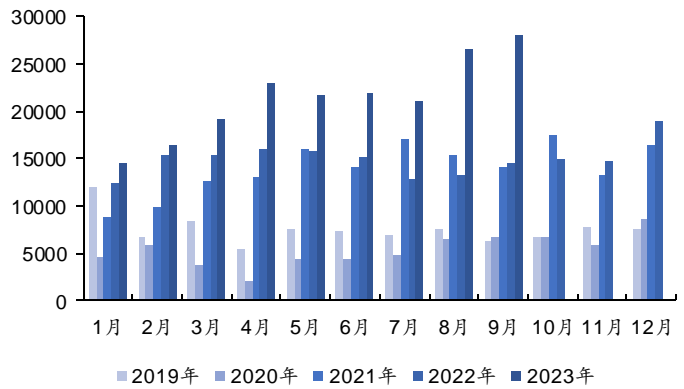
来源: Autosinnovate, 国金证券研究所

来源: Autosinnovate, 国金证券研究所

图表80: 美国 BEV 月度销量 (辆)



图表81: 美国 PHEV 月度销量 (辆)



来源: Autosinnovate, 国金证券研究所

来源: Autosinnovate, 国金证券研究所

目前美国市场政策支持确定, 供给成电动化关键因素。目前美国电动化受产能供给及新



车供给两方面同时制约。1) 电池产能不足影响电车生产, 按 23 年 160 万辆电车销量计算, 美国需 126GWh 电池产能; 而截止 23Q2, LG/SKI/松下 23 年税收抵免对应电池产能预计为 15-20/10-15/36GWh, 无法满足生产需求; 2) 美国电车车型供给严重落后, 根据 ICCT 数据统计, 2022 年美国市场在售新能源车型为 112 款, 而同期中国、欧洲供给车型分别为 480 和 254 款, 23 年根据 marklines 统计新上市车型仅 10 款+, 出新频率低遏制市场需求。

23-24 年看: 预计美国市场维持高增。 1) 24 年美国本土 LGES、松下、SKI 电池产能大批投产, 预计将投入 90GWh 电池产能, 缓解北美电池供应不足的问题; 2) 特斯拉、通用、本田等车企的新车推出, 产能供给提升+车型供给提升下, 北美市场有望延续高景气增长, 我们预计 23 年美国市场电车销量 160 万, 同比+60%; 24 年美国市场电车总销量 240-245 万辆, 同比+50%以上。

图表82: 雷克萨斯 LF-ZC 概念车



来源: 雷克萨斯官网, 国金证券研究所

图表83: 索尼-本田 AFEELA



来源: 索尼官网, 国金证券研究所

关注 25-26 年美国电车需求节点。美国电车未来增长可期:

政策上: 美政府曾提出 30 年渗透率达 50% 的目标, 欧洲车型在调整生产布局后亦有望在未来重获全额补贴, 政策支撑下美国电车中长期增长获保障。

车型供给上: 25 年起, 伴随 1) 特斯拉墨西哥工厂投产, M2/Q 进入市场+Cybertruck 产能放量; 2) Rivian R2 平台下线, 公司对标 M3/Y 的中低端款型上市冲量; 3) 福特、通用产能瓶颈解决, 电动化大幅提速; 4) 本田、丰田等日系车企新车投放, 尤其东京车展雷克萨斯多款概念车、索尼-本田合作车在北美上市; 5) 欧洲车企 25 年全面上新, 其中大众将专门推出基于 SSP 平台针对北美的子品牌 Scout。车型供给提升将带动北美市场爆发式增长。

电池产能上: 北美已成电池厂争夺地, 25 年产能密集投放, 我们统计 25-26 年, 北美将启动电池产能 475-500GWh, 若按照单车带电量 60KWh 计算, 则将足够至少 790 万辆电车新车, 足以满足美加墨三国市场总量, 届时福特/通用等厂商产能问题将得以解决, 有望快速放量。

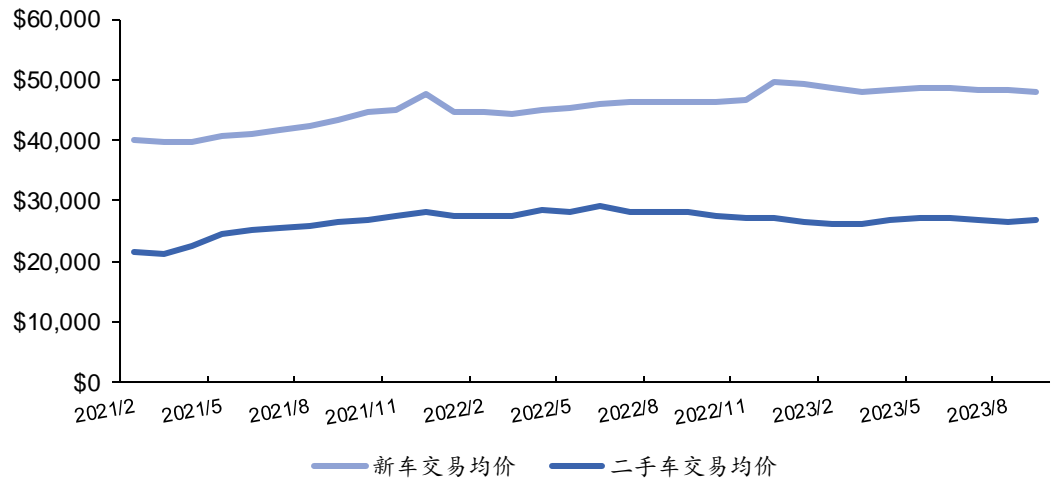
2.2.2 价格: 二手车/新车交易均价高位微降

Q3 美国二手车/新车价格在高位保持平稳。9 月二手车交易均价 2.67 万美元, 同比-5.4%, 环比-0.2%; 新车交易均价 4.79 万美元, 同比+3.7%, 环比-1.1%, 保持高位上涨。整个 Q3 二手车价格-775 美元; 新车价格-909 美元, 但 Q3 看仍维持高位运行。按往年规律将在 11-12 月再次增长。

本质上美国市场仍处于补库状态, 市场自疫情后长期供不应求, 且有较大补库空间, 造成价格处于高位。由于目前补库仍有较大空间, 我们预期美国汽车价格将继续处于高位。



图表84: 美国二手车/新车交易均价 (美元)



来源: coxautoinc, 国金证券研究所

2.2.3 库存: 轻型乘用车库存持续恢复, Q3 无惧 UAW 罢工强势补库

Q3 美国库存仍呈现强势复苏状态。9 月美国轻型乘用车库存 206 万辆, 较去年同期+63 万, 较 1 月+35 万, 相当于 2019 年同期的 57%; 库存天数 40 天, 较同期+8 天, 较 1 月-0 天。库存略有上升, 但远低于疫情前 300-400 万水平, 依然高于去年, 库存总体仍保持恢复态势。整个 Q3 库存+15 万辆, 库存天数+4 天。

补库的持续说明美国市场仍处于供需不平衡的周期, 目前美国库存仍处低位, 补库动力强劲, 且在 9-10 月的 UAW 罢工的影响下, 库存仍强势增长 (汽车创新联盟统计 10 月北美损失库存 13.9 万辆, 否则至 10 月库存可达 229 万辆)。

图表85: 美国轻型乘用车库存和库存天数 (万辆&天)



来源: Autosinnovate, 国金证券研究所

我们预计 24 年美国市场库存仍将保持补库状态, 在生产提升的状态下补库进程有望加速, 并带动 24 年美国汽车销量维持平稳增长态势。

2.4、非中美欧: Q3 发展中/发达国家两极分化, 东南亚电车表现亮眼

2.4.1 供给: 墨西哥、日本维持上半年强势, 海运恢复出口国获益

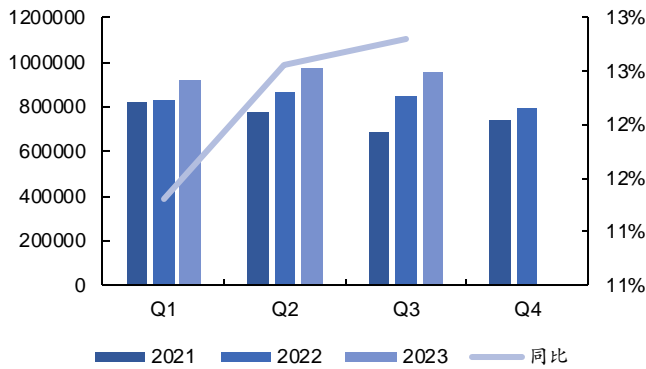
伴随疫情后海运需求恢复, 出口国日本、墨西哥 Q3 供给持续表现强劲, 其中:

1) 墨西哥 Q3 产量 95.9 万辆, 同比+12.8%, 环比-1.2%; Q3 出口量 86.5 万辆, 同比+20.4%, 环比+5.6%。维持上半年强势, 符合我们的预期。其中 9 月产量 33.9 万辆, 同比+24%, 环比+4%; 出口 30.1 万辆, 同比+16%, 环比+5%。

2) 日本 Q3 产量 208.4 万辆, 同比+8.4%, 环比+2.6%。9 月单月产量 70 万, 同比-2%, 环比+13%, 累计 630 万, 累计同比+18%; 9 月初, 丰田受事故影响, 本土 14 家工厂短暂停产, 导致产量波动, 但无碍整体产量&日系车在海外的火热态势。

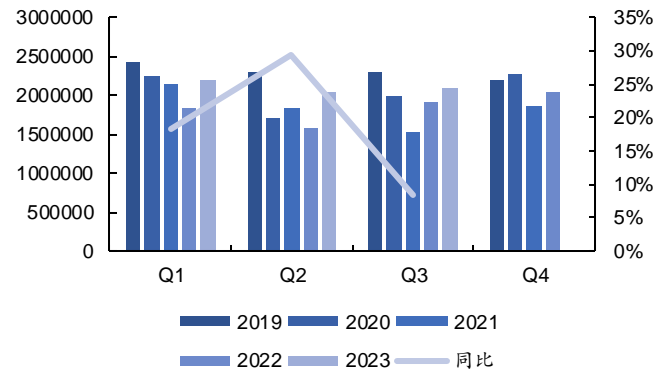


图表86: 墨西哥汽车季度产量 (辆)



来源: INEGI, 国金证券研究所

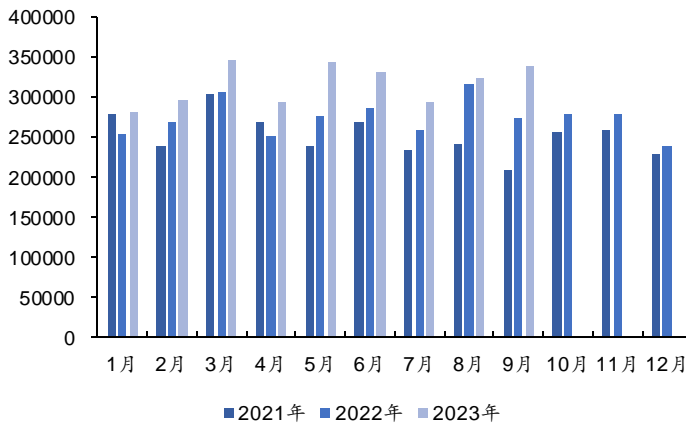
图表87: 日本汽车季度产量 (辆)



来源: JAMA, 国金证券研究所

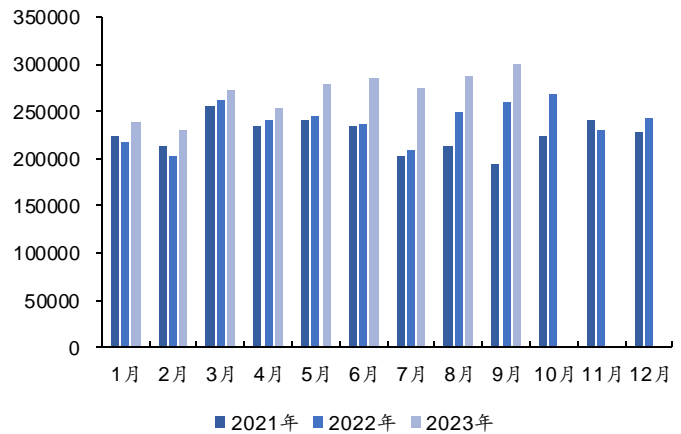
受日元贬值影响+海外市场恢复, 日系扎根印度、东南亚及美国市场, 市场需求表现强劲。带动 Q3 日本产量环比仍增, 日系车企如丰田等表现靓丽, 丰田销售 251 万辆破历史记录。目前看日元疲软仍将持续, 预计 Q4 日本产量&出口将保持强势。

图表88: 墨西哥汽车月度产量 (辆)



来源: INEGI, 国金证券研究所

图表89: 墨西哥汽车月度出口量 (辆)

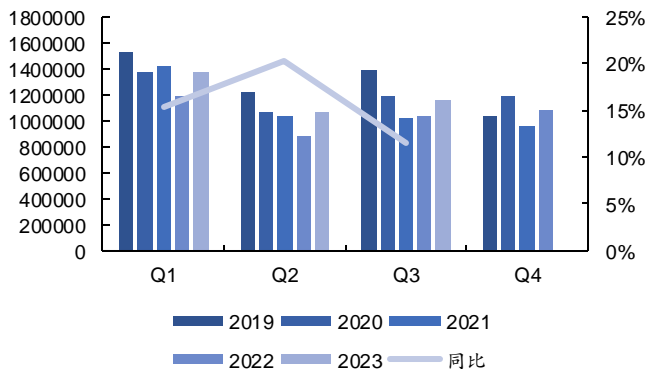


来源: INEGI, 国金证券研究所

2.4.2 销量: 发达国家&出口国表现强势东南亚疲软

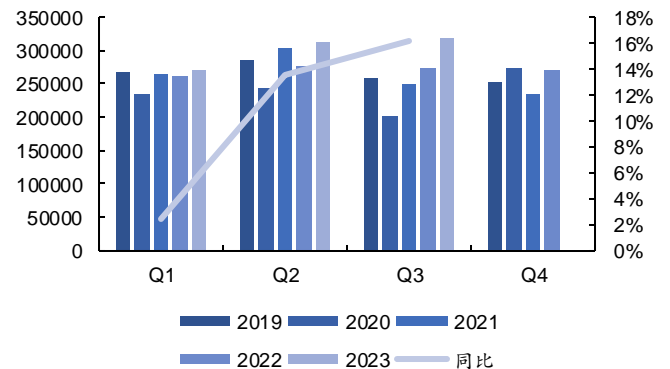
发达国家表现强势, 购买力较强且受益于全球出口恢复, 疫情结束后市场率先复苏: 1) 日本 Q3 销售 115.6 万辆, 同比+11.5%, 环比+8.3%, 市场表现维持上半年强势; 9 月单月销售 43.7 万辆, 同比+11%, 环比+28%; 累计 360.5 万, 同比+16%; 9 月季度末冲量, 销量符合历史规律。

图表90: 日本汽车季度销量 (辆)



来源: Marklines, 国金证券研究所

图表91: 澳大利亚汽车季度销量 (辆)

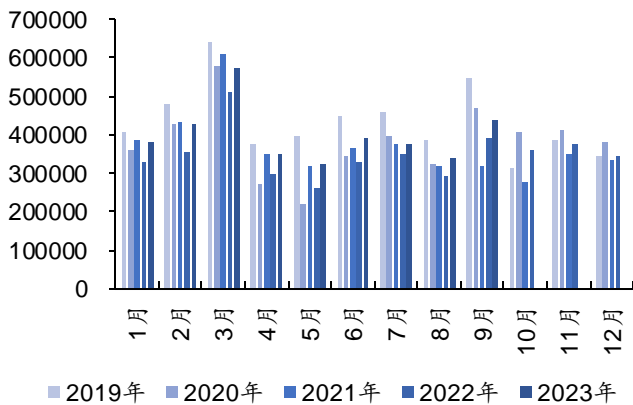


来源: Marklines, 国金证券研究所

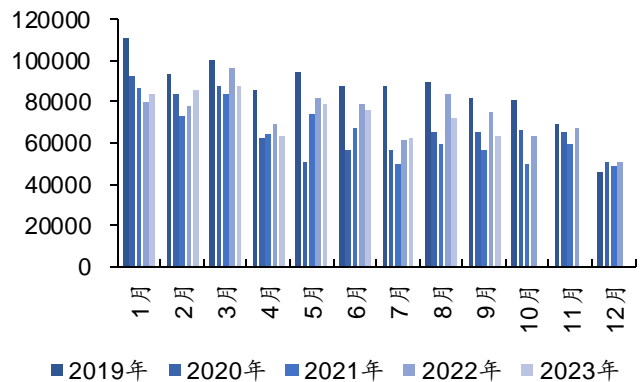
2) 澳大利亚 Q3 销售 31.8 万, 同比+15.2%, 环比+1.5%。澳大利亚 9 月销售 11.1 万, 同比+16%, 环比+1%, 累计 89.9 万辆, 同比+11%。澳洲自身依赖汽车进口, 受供给恢复受益明显。



图表92: 日本汽车月度销量 (辆)



图表93: 澳大利亚汽车月度销量 (辆)



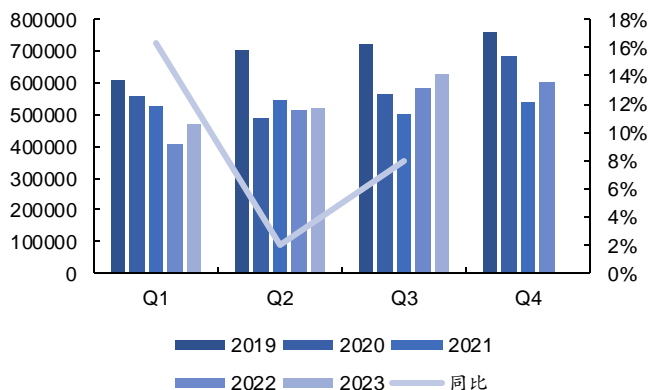
来源: Marklines, 国金证券研究所

来源: Marklines, 国金证券研究所

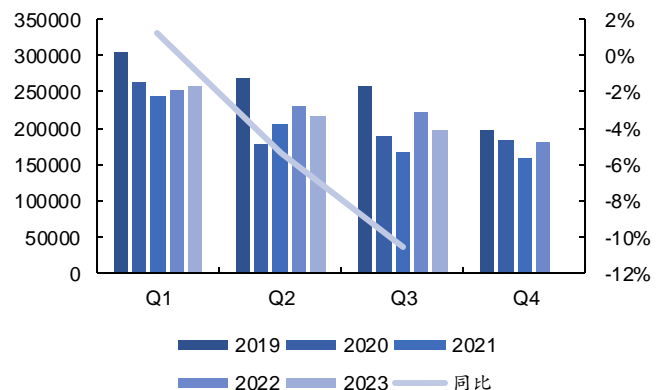
Q3 发展中国家延续年初强势态势, 拉美国家在供给提升下销量同环比均呈现显著增长, 东南亚国家受制于经济下行压力, 美元加息下本地信贷普遍收紧, 挤压本土需求, 加之大宗商品价格高企、全球经济增长放缓, 需求下滑。

- 1) 墨西哥市场 Q3 销售 34.3 万辆, 同比+31.8%, 环比+7.8%; 9 月单月销售 11.8 万辆, 同比+38%, 环比+4%; Q1-Q3 累计 97.6 万辆, 同比+25%。作为汽车出口国。墨西哥生产汽车供应中美、美国市场, 受经济形势影响幅度小。
- 2) 巴西市场 Q3 销售 63.1 万辆, 同比+8%, 环比+20.6%。但 9 月销售 19.8 万, 同/环比-5%/-5%。Q1-Q3 累计 162.5 万辆, 同比+8%。

图表94: 巴西汽车季度销量 (辆)



图表95: 泰国汽车季度销量 (辆)



来源: Marklines, 国金证券研究所

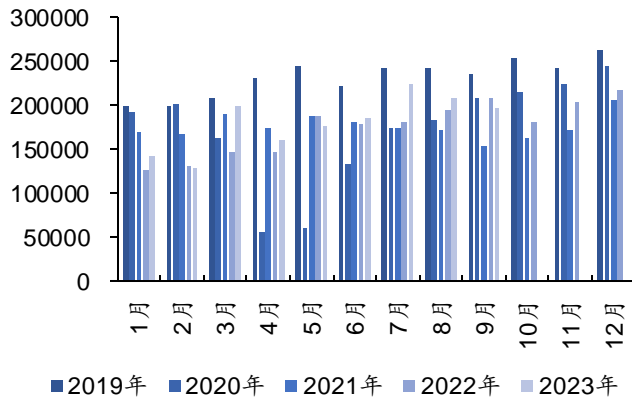
来源: Marklines, 国金证券研究所

3) 泰国市场 Q3 销售 19.8 万辆, 同比-10.6%, 环比-9.1%。9 月单月销售 6.4 万, 同/环比-16%/-11%。Q1-Q3 累计 67.3 万辆, 累计同比-5%。年初泰国市场表现强势, 但 3 月起泰国先后面临经济增速放缓、家庭负债增加的问题, 叠加政府对皮卡审查限制政策收紧, 导致泰国 23 年销量下降。

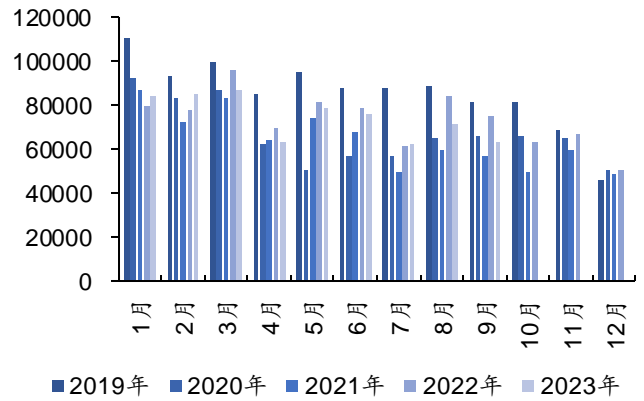
展望 Q4 及 24 年, 预计市场将维持 Q3 势头保持不变, 其中日本、墨西哥市场持续增长趋势确定, 日本二手车价格仍处高位, 凸显市场仍处供需不平衡周期。墨西哥市场受益于美国消费恢复及供给持续修复, 预计亦将快速增长。



图表96: 巴西汽车月度销量 (辆)



图表97: 泰国汽车月度销量 (辆)



来源: Marklines, 国金证券研究所

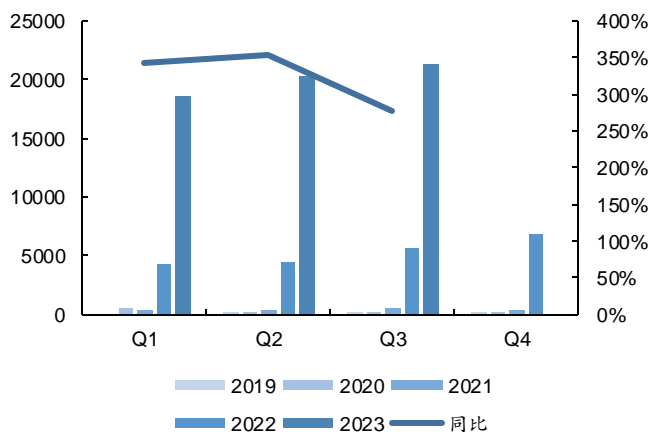
来源: Marklines, 国金证券研究所

非中美欧国家电车多处强政策周期的起步状态, 同比爆发式增长, 其中中国车企在巴西、泰国等地为其电动化贡献了重要力量。根据我们的统计:

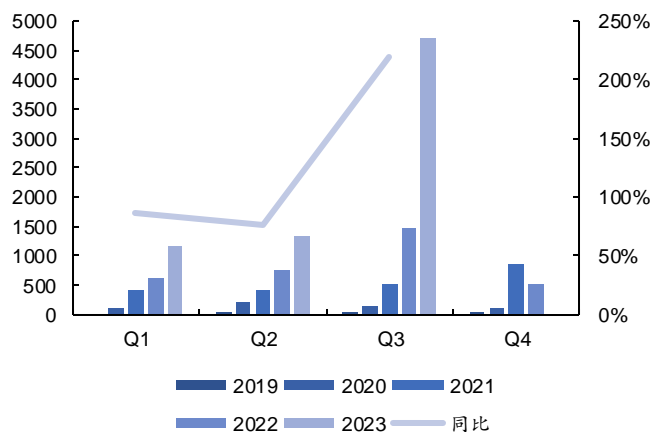
- 1) 发达国家中, 澳大利亚 Q3 销售电车 2.1 万辆, 同比+79.3%, 环比-10.2%, 其中 9 月电车销售 8187 辆, 同比+19%, 环比+31%。Q1-Q3 累计 5.9 万辆同比+190%, 渗透率 6.6%。
- 2) 拉美国家方面, 巴西 Q3 销售电车 4719 辆, 同比+219%, 环比+254%。9 月销量 2405 辆, 同/环比+186%/61%。Q1-Q3 累计 7215 辆, 累计同比+152%, 渗透率 0.4%。巴西市场电动化主要由比亚迪驱动, 9 月公司销售 2137 辆, 市占率 89%。其中 9 月海豚在巴西的开售引发比亚迪销量暴涨, 伴随 24 年工厂的落地 (年产能约 10 万辆), 比亚迪在拉美前景广阔。
- 3) 东南亚方面, 泰国 Q3 销售 21324 辆, 同比+276.2%, 环比+5.4%。9 月单月销售 7674 辆, 同/环比+244%/-1%。Q1-Q3 累计 33823 辆, 同比+136%。9 月单月渗透率已上升至 12%, 累计渗透率 5%。

国产自主品牌如比亚迪、哪吒等在泰国表现强势, 哪吒在泰国累计销量破万; 9 月比亚迪海豹上市引发购买热潮, 国车已成为泰国市场电动化的核心催动力。伴随 24 年比亚迪, 长安, 埃安, 哪吒, 长城等自主品牌在泰国产能落地, 及泰国政府补助政策和电车生产支持政策的延续, 国车在泰国产能将达到 50 万辆/年, 得以辐射整个东南亚的电车销售, 东南亚电动化将持续提速。

图表98: 泰国电车季度销量 (辆)



图表99: 巴西电车季度销量 (辆)

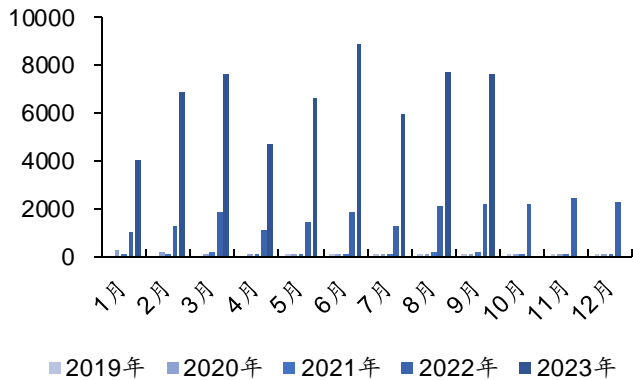


来源: Marklines, 国金证券研究所

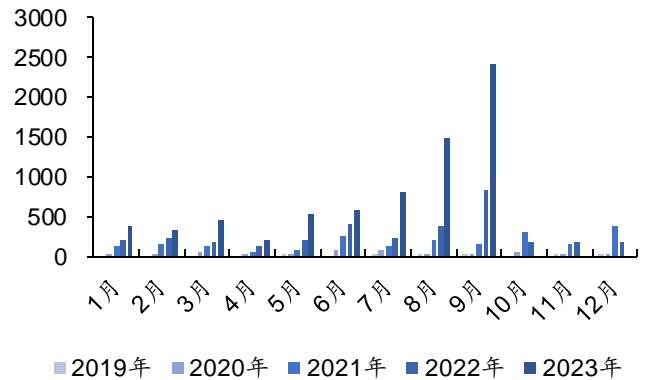
来源: Marklines, 国金证券研究所



图表100: 泰国电车月度销量 (辆)



图表101: 巴西电车月度销量 (辆)



来源: Marklines, 国金证券研究所

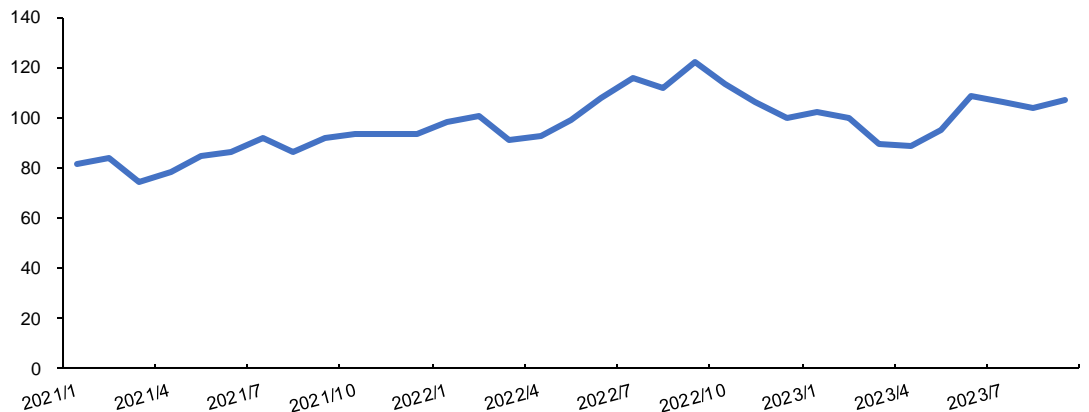
来源: Marklines, 国金证券研究所

展望 Q4 及 24 年, ROW 国家电动化将持续加速, 比亚迪海豚在海外大规模上市成为 ROW 国家增量的重要来源, 此外, 23Q4-24Q1, 海豹也将 ROW 国家大规模上市, 比亚迪车型供给提升将有效提振公司出口量及 ROW 国家电动化进程; 此外国产电车在海外的工厂将在 24 年大规模建成, 不再受制于滚装船运力且关税降低, 24 年起 ROW 地区, 尤其东南亚和拉美国家的电动化在自主车企出海催化下将迎来爆发式增长。

2.4.3 价格: Q3 日本二手车价格高位震荡

9 月日本二手车成交均价为 107.4 万日元, 同比-12%, 环比+3.5%。整个 Q3 日本二手车价格一直处于波动趋势, 但持续居于高位。且相对于 Q2 有明显提升, 反映市场事实上仍处供需不平衡的周期。

图表102: 日本二手车成交均价 (万日元)



来源: ussnet, 国金证券研究所

3、摩托车: 受下游需求影响, 行业短期承压

3.1 国内主流消费群体需求受抑制影响内销, 出口大幅增长

部分头部企业大排量摩托销量同比下滑, 行业库存水平高, 部分车型毛利承压, 龙头企业小排量销量增长迅速。摩托车出口增长迅速。

23 年 1-9 月大排量摩托车销量同比有所下降。23 年前三季度行业总销量约 1296 万辆, 同比下降 13.97%, 其中大排量 (不含 250CC) 销量约 40.86 万辆, 同比下降 23.9%。

现金流受损导致大排量摩托车销量下滑。高失业率、疫情导致摩托车主流消费群体现金流受损。摩托车主流消费群体为 18-35 岁, 其中 16-24 岁就业人口失业率 1-6 月份持续上涨 (后续未公布), 由 2022 年 12 月的 16.7% 提升至 2023 年 6 月的 21.3%。大排量摩托车的消费群体由于年龄较小, 存款较少, 受失业影响较大, 导致对大排量摩托车的销量下滑幅度较高, 预期等消费者好转时, 大排量摩托车消费将修复。



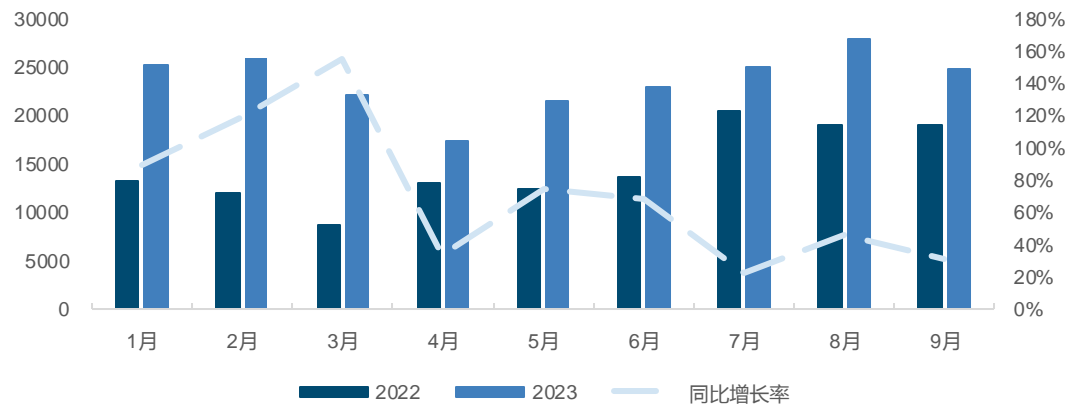
图表103: 摩托车主流消费群体失业率1-6月持续上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

行业库存处于较高水平，短期补库需求较弱。大排量摩托车行业 23Q3 平均库存量为 2.6 万辆/月，同比提升 32.76%，短期补库需求较少。

图表104: 大排量摩托车库存情况



来源: 汽车工业协会摩托车分会, 国金证券研究所

三季度价格战持续，降价车型毛利有所承压，但龙头公司通过结构改善等成功对冲。具体看公司受销售模式影响，预计直营型的主机厂的促销车型毛利下滑；预计经销型的主机厂毛利受影响较小，但其经销商的促销车型毛利率有所承压。钱江摩托 22Q4 至 23Q3 毛利率持续提升，由 25.09% 提升至 27.99%，拆分看竞争加剧导致促销，使 23Q3 销售费用率环比提升 1.2pct，研发和管理费用率环比+2.4/-0.2 pct，可见公司主要通过经销商分担和产品结构改善的方式对冲了价格战的影响。

春风动力毛利率也保持上涨趋势，由 22Q4 的 30.92% 提升至 23Q3 的 33.67%。拆分看 23Q3 销售/研发/管理费用率分别环比+0.3/+0.9/+2.8pct，海运费呈上涨趋势，钢价维持低位，经测算，公司四轮车 UZ 占比已由 22 年的 3 成提升至今年的 4 成以上。公司主要通过锁定较低海运费、低价原材料和改善销售结构提升了毛利率并对冲了价格战的影响。



图表105: 23Q3 海运费呈上涨趋势, 钢价处于低位



来源: Wind, 国金证券研究所

摩托车出口同比大幅增长, 海外 23Q1-Q3 大排量销量 11.5 万辆, 同比提升 40.54%; 主要增长来自宗申、光宇、春风动力、大冶摩托等, 250-400ml/400-500ml/500ml-800ml/>800ml 排量段同比增长 85%/31%/-10%/140%, 增量分别为 29527/6336/-2671/35 台, 其中广东大冶摩托增量 1.6 万辆, 主要受益于一带一路驱动。春风出口增量 6686 台, 同比+28.14%, 主要受益于海外两轮车的渠道拓展, 以及公司推出的 NK 系列车型受海外接受程度较高。钱江出口下滑 6699 台, 同比-23.87%, 主要由于海外渠道更换产生摩擦, 大排量三季度出口降幅已经收窄至 15%, 9 月份同比+57%, 可见钱江海外渠道已经理顺。

图表106: 23Q1-Q3 大排量摩托车销量 (辆)

| 250 以上销量分析 | | 销量 | 市占率 | 国内 | 市占率 | 国外 | 市占率 |
|------------|------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 春风 | 2022 | 43,142 | 9.44% | 19,379 | 5.17% | 23,763 | 26.15% |
| | 2023 | 61,103 | 14.96% | 30,654 | 10.45% | 30,449 | 23.60% |
| | 同比 | 41.63% | 5.51% | 58.18% | 5.28% | 28.14% | -2.55% |
| 钱江 | 2022 | 121,966 | 26.70% | 93,900 | 25.05% | 28,066 | 27.59% |
| | 2023 | 86,276 | 21.12% | 64,909 | 22.12% | 21,367 | 14.92% |
| | 同比 | -29.26% | -5.58% | -30.87% | -2.92% | -23.87% | -12.67% |
| 行业 | 2022 | 456,843 | | 374,881 | | 81,962 | |
| | 2023 | 408,579 | | 293,390 | | 115,189 | |
| | 同比 | -10.56% | | -21.74% | | 40.54% | |

来源: 中国汽车工业协会摩托车分会, 国金证券研究所

3.2 行业经营数据短暂承压, 关注明年需求好转情况

受行业需求缩减影响, 23Q3 摩托车数据承压, 同比下滑 12%。23 年 1-9 月, 板块实现营业收入 228.49 亿元, 同比+1.05%, 其中春风 (8.77%) >隆鑫 (-1.46%) >钱江 (-8.52%); 23Q3 实现营业收入 74.68 亿元, 同比-12.39%, 其中隆鑫 (16.69%) >春风 (-22.68%) >钱江 (-36.66%)。其中国内燃油摩托车需求走弱, 经销商提货积极性下降, 钱江和春风均受此影响。另外海外利率升高, 景气回落导致春风库存增加, 全地形车出口下滑。隆鑫主要受益于出口业务、无极 VOGE 车型低基数增长。

图表107: 摩托车公司营收情况 (亿元)

| 营收 | 23Q1-Q3 | 22Q1-Q3 | 同比 | 23Q3 | 3Q22 | 同比 | 23Q2 | 环比 |
|------|---------|---------|--------|-------|-------|---------|-------|---------|
| 钱江摩托 | 40.98 | 44.80 | -8.52% | 12.02 | 18.97 | -36.66% | 16 | -23.12% |
| 春风动力 | 93.86 | 86.29 | 8.77% | 28.81 | 37.26 | -22.68% | 36 | -20.56% |
| 隆鑫通用 | 93.64 | 95.03 | -1.46% | 33.86 | 29.02 | 16.69% | 32 | 4.47% |
| 合计 | 228.49 | 226.12 | 1.05% | 74.68 | 85.25 | -12.39% | 84.31 | -11.41% |

来源: Wind, 国金证券研究所



受需求、库存和价格战等多重因素影响，头部摩托车企业净利润承压。23年1-9月，板块实现归母净利20.02亿元，同比+12.85%，其中春风(40.58%)>钱江(-0.03%)>隆鑫(-0.41%)。23Q3板块实现归母净利6.69亿元，同比-5%，其中隆鑫(25.77%)>春风(-5.45%)>钱江(-38.10%)。

图表108：摩托车公司归母净利润情况（亿元）

| 归母净利润 | 23Q1-03 | 22Q1-03 | 同比 | 23Q3 | 3Q22 | 同比 | 23Q2 | 环比 |
|-------|---------|---------|--------|------|------|---------|------|---------|
| 钱江摩托 | 4.10 | 4.10 | -0.03% | 1.30 | 2.10 | -38.10% | 2.06 | -36.90% |
| 春风动力 | 8.02 | 5.70 | 40.58% | 2.50 | 2.65 | -5.45% | 3.41 | -26.73% |
| 隆鑫通用 | 7.91 | 7.94 | -0.41% | 2.89 | 2.30 | 25.77% | 3.17 | -8.73% |
| 合计 | 20.02 | 17.74 | 12.85% | 6.69 | 7.04 | -5.00% | 8.64 | -22.56% |

来源：Wind，国金证券研究所

23Q3龙头销售结构改善，带动行业净利率持续提升。23年1-9月，行业净利高增长，实现销售净利率8.94%，同比提升0.94pct。其中钱江(9.81%)>春风(8.94%)>隆鑫(8.06%)，分别提升1.13/2.01/-0.31pct。23Q3单季度，板块实现销售净利率9.25%，同比提升0.67pct，其中春风(1.66pct)>钱江(0.24pct)>隆鑫(0.1pct)。春风和钱江主要靠销售结构改善和锁定较低原材料价格来实现同比净利率的增长。

图表109：摩托车公司销售净利率情况

| 销售净利率 | 23Q1-03 | 22Q1-03 | 同比 | 23Q3 | 3Q22 | 同比 | 23Q2 | 环比 |
|-------|---------|---------|----------|--------|--------|---------|--------|----------|
| 钱江摩托 | 9.81% | 8.68% | 1.13PCT | 10.72% | 10.48% | 0.24PCT | 12.84% | -2.12PCT |
| 春风动力 | 8.94% | 6.93% | 2.01PCT | 9.10% | 7.45% | 1.66PCT | 9.92% | -0.81PCT |
| 隆鑫通用 | 8.06% | 8.37% | -0.31PCT | 7.93% | 7.83% | 0.10PCT | 9.40% | -1.48PCT |
| 平均 | 8.94% | 7.99% | 0.94PCT | 9.25% | 8.58% | 0.67PCT | 10.72% | -1.47PCT |

来源：Wind，国金证券研究所

重点关注未来消费需求反弹和价格战情况，明年预期市场迎来好转。受消费需求、价格战和库存影响，三季度头部公司业绩短暂承压，四季度进入淡季，新车型释放潜能被压缩，因此四季度需求回暖概率较小。但长期消费升级的潜能仍在，国内摩托产业长期被中国特色的限摩政策延迟了消费升级，若明年需求回暖，国内摩托车企有望借爆款新车周期继续开拓市场。海外重点关注受失业率、利率等影响的宏观消费需求情况。具体到个股，我们认为可以重点关注春风动力明年上半年三缸和四缸新车型的销售情况以及公司总体的库存变动。钱江摩托重点关注价格战缓和、渠道库存和四轮车业务开拓情况。

二、汽零：终端促销拉动量增，年降压力消化能力超预期

1、零部件整体：终端促销增长+份额提升带动量升，年降影响较小

(1) 营业收入分析：

从营业收入同比增速看，受益于下游终端促销，1-3Q23汽零各板块营收同比高增：内饰(+29%)>智能化(+27%)>轻量化(+25%)>热管理(+23%)>域控制器(+21%)>主/被动安全(+17%)；

单Q3环比增速看，受益于Q3终端销量进入旺季，1-3Q23汽零各板块营收环比高增，其中热管理企业受到家电行业进入淡季，环比有所下滑；域控行业受益于智能配置渗透率提升环比增长最快：域控制器(10%)>轻量化(+8%)>智能化(+7%)、主/被动安全(+7%)>内饰(+5%)>热管理(-5%)。

图表110：汽车零部件主要企业营收（亿元）

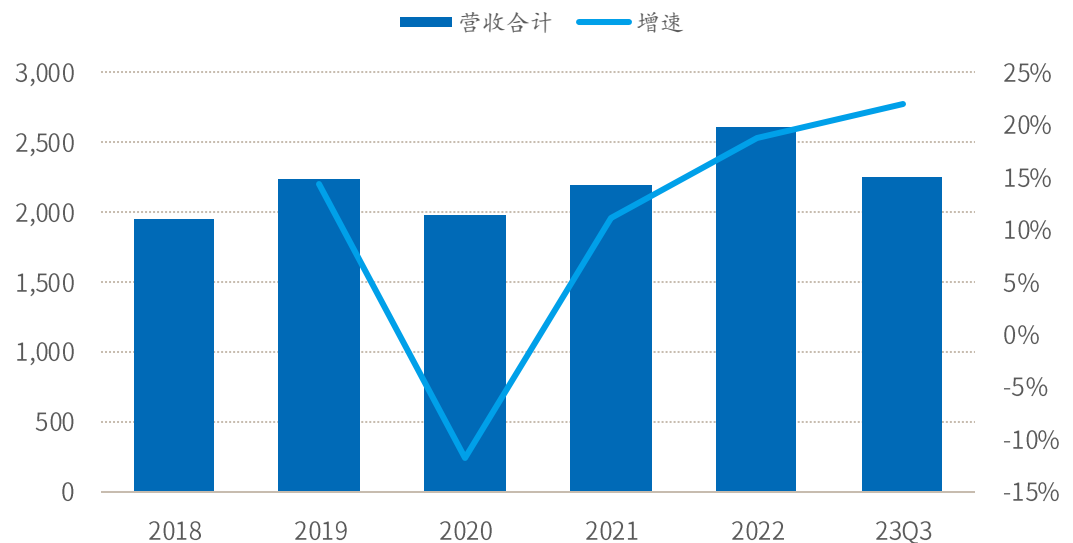
| | | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/9/30 |
|-----|------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 热管理 | 三花智控 | 112.9 | 121.1 | 160.2 | 213.5 | 189.8 |
| | 盾安环境 | 91.0 | 73.8 | 98.4 | 101.4 | 84.5 |
| | 银轮股份 | 55.2 | 63.2 | 78.2 | 84.8 | 79.9 |
| 内饰 | 新泉股份 | 30.4 | 36.8 | 46.1 | 69.5 | 73.2 |
| | 岱美股份 | 48.2 | 39.5 | 42.1 | 51.5 | 44.1 |
| | 继峰股份 | 180.0 | 157.3 | 168.3 | 179.7 | 159.4 |



| | | | | | | |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 智能化 | 中鼎股份 | 117.1 | 115.5 | 125.8 | 148.5 | 127.7 |
| | 保隆科技 | 33.2 | 33.3 | 39.0 | 47.8 | 41.6 |
| | 恒帅股份 | 3.3 | 3.4 | 5.8 | 7.4 | 6.6 |
| | 拓普集团 | 53.6 | 65.1 | 114.6 | 159.9 | 141.5 |
| 被动安全 | 松原股份 | 4.7 | 5.4 | 7.5 | 9.9 | 8.1 |
| | 均胜电子 | 617.0 | 478.9 | 456.7 | 497.9 | 413.1 |
| 主动安全 | 伯特利 | 31.6 | 30.4 | 34.9 | 55.4 | 51.1 |
| | 亚太股份 | 31.8 | 29.2 | 36.3 | 37.5 | 27.2 |
| 轻量化 | 爱柯迪 | 26.3 | 25.9 | 32.1 | 42.7 | 42.3 |
| | 旭升集团 | 11.0 | 16.3 | 30.2 | 44.5 | 35.8 |
| | 瑞鹤模具 | 10.5 | 9.5 | 10.4 | 11.7 | 13.0 |
| | 美利信 | 13.8 | 18.3 | 22.8 | 31.7 | 23.6 |
| | 多利科技 | 16.1 | 16.8 | 27.7 | 33.6 | 27.5 |
| 域控制器 | 德赛西威 | 53.4 | 68.0 | 95.7 | 149.3 | 144.7 |
| | 经纬恒润-w | 18.5 | 24.8 | 32.6 | 40.2 | 28.6 |
| | 华阳集团 | 33.8 | 33.7 | 44.9 | 56.4 | 48.0 |
| | 科博达 | 29.2 | 29.1 | 28.1 | 33.8 | 31.9 |
| | 均胜电子 | 617.0 | 478.9 | 456.7 | 497.9 | 413.1 |

来源：Wind，国金证券研究所

图表111：汽车零部件企业营收及同比增速（左轴：亿元；右轴：%）



来源：wind，国金证券研究所

注：以图表 1 中的公司营业收入为营收合计

(2) 归母净利润分析：

从归母净利润同比增速看，1-3Q23，汽零各环节均实现同比高增长，其中主/被动安全、内饰行业受益于份额提升，同比增速更高：主/被动安全 (+118%) > 内饰 (+73%) > 域控制器 (+47%) > 智能化 (+36%) > 轻量化 (+30%) > 热管理 (+23%)。

单 Q3 环比增速看，由于 Q23 汇兑收益较高，汽零各环节环比增速较低，其中主/被动安全受益于在手订单释放+各企业海外收入占比较低，实现了较高的环比增长；轻量化企业海外收入占比较高，Q2 汇兑收益提高基数+竞争格局愈发激烈，环比负增长：主/被动安全 (+21%) > 域控制器 (+13%) > 内饰 (+6%) > 热管理 (+1%) > 智能化 (+0.7%) > 轻量化 (-7%)。

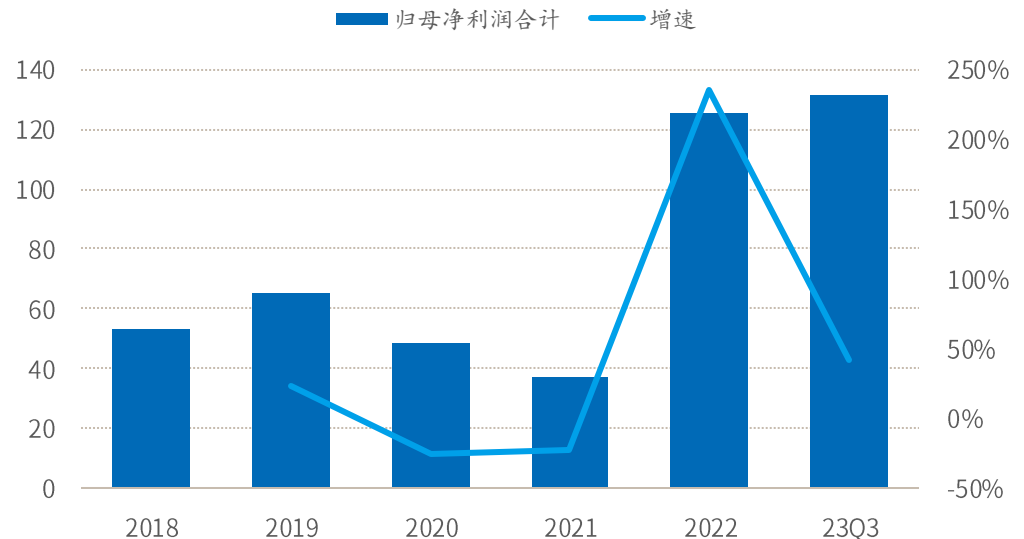


图表112: 汽车零部件主要企业归母净利润(亿元)

| | | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/9/30 |
|------|------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 热管理 | 三花智控 | 12.9 | 14.2 | 14.6 | 16.8 | 25.7 | 21.6 |
| | 盾安环境 | -21.7 | 1.3 | -10.0 | 4.1 | 8.4 | 5.4 |
| | 银轮股份 | 3.5 | 3.2 | 3.2 | 2.2 | 3.8 | 4.4 |
| 内饰 | 新泉股份 | 2.8 | 1.8 | 2.6 | 2.8 | 4.7 | 5.6 |
| | 岱美股份 | 5.6 | 6.3 | 3.9 | 4.2 | 5.7 | 5.4 |
| | 继峰股份 | 3.0 | 3.0 | -2.6 | 1.3 | -14.2 | 1.5 |
| 智能化 | 中鼎股份 | 11.2 | 6.0 | 4.9 | 9.7 | 9.6 | 8.8 |
| | 保隆科技 | 1.5 | 1.7 | 1.8 | 2.7 | 2.1 | 3.4 |
| | 恒帅股份 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 1.2 | 1.5 | 1.5 |
| | 拓普集团 | 7.5 | 4.6 | 6.3 | 10.2 | 17.0 | 16.0 |
| 被动安全 | 松原股份 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 1.1 | 1.2 | 1.2 |
| | 均胜电子 | 13.2 | 9.4 | 6.2 | -37.5 | 3.9 | 7.8 |
| 主动安全 | 伯特利 | 2.4 | 4.0 | 4.6 | 5.0 | 7.0 | 5.9 |
| | 亚太股份 | 0.1 | -1.0 | 0.2 | 0.4 | 0.7 | 1.0 |
| 轻量化 | 爱柯迪 | 4.7 | 4.4 | 4.3 | 3.1 | 6.5 | 6.0 |
| | 旭升集团 | 2.9 | 2.1 | 3.3 | 4.1 | 7.0 | 5.6 |
| | 瑞鹄模具 | 0.9 | 1.4 | 1.0 | 1.2 | 1.4 | 1.5 |
| | 美利信 | -0.3 | -0.3 | 0.9 | 1.0 | 2.2 | 1.4 |
| | 多利科技 | 1.7 | 2.0 | 1.6 | 3.9 | 4.5 | 3.9 |
| 域控制器 | 德赛西威 | 4.2 | 2.9 | 5.2 | 8.3 | 11.8 | 9.6 |
| | 经纬恒润 | 0.2 | -0.6 | 0.7 | 1.5 | 2.3 | -1.4 |
| | 华阳集团 | 0.2 | 0.7 | 1.8 | 3.0 | 3.8 | 3.0 |
| | 科博达 | 4.8 | 4.7 | 5.1 | 3.9 | 4.5 | 4.6 |
| | 均胜电子 | 13.2 | 9.4 | 6.2 | -37.5 | 3.9 | 7.8 |

来源: wind, 国金证券研究所

图表113: 汽车零部件企业归母净利润及同比增速(左轴: 亿元; 右轴: %)



来源: wind, 国金证券研究所

注: 以图表 1 中的公司归母净利润为归母净利润合计

(3) 毛利率分析:

从毛利率水平看, 1-3Q23, 轻量化、热管理、智能化环节毛利率水平较高: 轻量化 (26%) >热管理 (24%) >智能化 (23%) >内饰 (18%) >域控制器 (17%) >主/被动安全 (15%)。



从毛利率同比变动看，1-3Q23，除域控制器和智能化外，其他环节毛利率水平均提升 1-2pct，主要系原材料价格、运费等已逐步回归到正常水平：热管理 (+2pct)、主/被动安全 (+2pct) > 内饰 (+1.7pct)、轻量化 (+1.7pct) > 域控制器 (+0.5pct) > 智能化 (+0.1pct)。

单 3Q23 毛利率环比变动看，热管理、主/被动安全环节毛利率提升较为明显，主要系热管理个股具备降本控费等改善措施、主/被动安全处于份额提升阶段，规模效应明显：热管理 (+2.9pct) > 主/被动安全 (+1.1pct) > 轻量化 (+0.9pct) > 域控制器 (+0.5pct) > 内饰 (+0.2pct) > 智能化 (+0.1pct)。

原材料：价格持续走低，助力零部件企业毛利率提升。23 年开始，铝等原材料价格持续下降。铝为零部件的主要原材料之一，铝价的下降有利于各零部件企业提升利润率。23Q3，铝价基本已经达到 2200 美元/吨，2019 年基本为 1900 美元/吨，已经基本回归到疫情前水平，但仍有下降空间。

图表 114：期货官方价:LME3 个月铝 (美元/吨)



来源：wind，国金证券研究所

(4) 净利率分析：

从净利率水平看，1-3Q23，轻量化净利率水平较高：轻量化 (14%) > 智能化 (9%) > 热管理 (8.9%) > 域控制器 (6%) > 内饰 (5%) > 主/被动安全 (3%)。

从净利率同比变动看，1-3Q23，域控制器、主/被动安全、内饰环节净利率提升较为明显，主要系份额提升后，在手订单释放，规模效应明显：域控制器 (+2.7pct) > 主/被动安全 (+1.5pct) > 内饰 (+1.2pct) > 智能化 (+0.6pct)、轻量化 (+0.6pct) > 热管理 (0pct)。

单 3Q23 净利率环比变动看，汽零各环节净利率承压，主要系 2Q23 汇兑收益较高，同时部分主机厂谈季度年降：热管理 (+0.6pct) > 主/被动安全 (+0.4pct) > 域控制器 (+0.1pct)、内饰 (+0.1pct) > 智能化 (-0.6pct) > 轻量化 (-2pct)。


图表115: 汽车零部件主要企业销售毛利率 (%)

| | | 2018/12/31 | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/9/30 |
|------|------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 热管理 | 三花智控 | 29 | 30 | 30 | 26 | 26 | 27 |
| | 盾安环境 | 12 | 18 | 17 | 16 | 17 | 19 |
| | 银轮股份 | 26 | 24 | 24 | 20 | 20 | 21 |
| 内饰 | 新泉股份 | 22 | 21 | 23 | 21 | 20 | 20 |
| | 岱美股份 | 29 | 30 | 26 | 25 | 23 | 28 |
| | 继峰股份 | 33 | 16 | 14 | 14 | 13 | 15 |
| 智能化 | 中鼎股份 | 27 | 25 | 23 | 23 | 21 | 21 |
| | 保隆科技 | 33 | 31 | 32 | 27 | 28 | 28 |
| | 恒帅股份 | 40 | 39 | 39 | 35 | 33 | 36 |
| | 拓普集团 | 27 | 26 | 23 | 20 | 22 | 23 |
| 被动安全 | 松原股份 | 34 | 37 | 34 | 33 | 28 | 32 |
| | 均胜电子 | 17 | 16 | 13 | 12 | 12 | 14 |
| 主动安全 | 伯特利 | 25 | 26 | 26 | 24 | 22 | 22 |
| | 亚太股份 | 13 | 13 | 13 | 13 | 14 | 17 |
| 轻量化 | 爱柯迪 | 34 | 34 | 30 | 26 | 28 | 29 |
| | 旭升集团 | 40 | 34 | 33 | 24 | 24 | 25 |
| | 瑞鹄模具 | 23 | 25 | 26 | 24 | 23 | 24 |
| | 美利信 | 18 | 16 | 22 | 16 | 17 | 18 |
| | 多利科技 | 24 | 28 | 23 | 25 | 25 | 24 |
| 域控制器 | 德赛西威 | 24 | 23 | 23 | 25 | 23 | 20 |
| | 经纬恒润 | 39 | 34 | 33 | 31 | 29 | 28 |
| | 华阳集团 | 20 | 22 | 24 | 22 | 22 | 22 |
| | 科博达 | 35 | 34 | 36 | 35 | 33 | 31 |
| | 均胜电子 | 17 | 16 | 13 | 12 | 12 | 14 |

来源: wind, 国金证券研究所



图表116: 汽车零部件主要企业销售净利率 (%)

| | | 2019/12/31 | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/9/30 |
|------|--------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 热管理 | 三花智控 | 12.70 | 12.17 | 10.64 | 12.22 | 11.58 |
| | 盾安环境 | 0.25 | -14.00 | 4.02 | 8.24 | 6.35 |
| | 银轮股份 | 6.33 | 5.79 | 3.38 | 5.29 | 6.38 |
| 内饰 | 新泉股份 | 5.94 | 6.98 | 6.20 | 6.81 | 7.67 |
| | 岱美股份 | 13.01 | 9.95 | 9.89 | 11.07 | 12.23 |
| | 继峰股份 | 2.01 | -2.16 | 0.75 | -8.14 | 1.01 |
| 智能化 | 中鼎股份 | 5.06 | 4.30 | 7.66 | 6.37 | 6.76 |
| | 保隆科技 | 4.82 | 3.97 | 7.48 | 4.76 | 8.16 |
| | 恒帅股份 | 19.71 | 19.45 | 19.78 | 19.70 | 22.66 |
| 拓普集团 | 拓普集团 | 8.58 | 9.68 | 8.88 | 10.62 | 11.33 |
| | 松原股份 | 17.33 | 16.80 | 14.93 | 11.90 | 14.37 |
| | 均胜电子 | 2.35 | 0.43 | -9.93 | 0.47 | 2.11 |
| 主动安全 | 伯特利 | 14.44 | 16.19 | 15.10 | 12.65 | 11.91 |
| | 亚太股份 | -3.01 | 0.59 | 1.27 | 1.84 | 3.59 |
| 轻量化 | 爱柯迪 | 17.21 | 16.89 | 10.07 | 15.80 | 14.48 |
| | 旭升集团 | 18.83 | 20.45 | 13.65 | 15.72 | 15.75 |
| | 瑞鹤模具 | 13.61 | 11.38 | 11.89 | 12.43 | 12.90 |
| | 美利信 | -1.83 | 5.15 | 4.37 | 7.08 | 5.93 |
| | 多利科技 | 16.06 | 11.40 | 13.91 | 13.30 | 14.08 |
| 域控制器 | 德赛西威 | 5.48 | 7.62 | 8.69 | 7.84 | 6.62 |
| | 经纬恒润-w | -3.23 | 2.97 | 4.48 | 5.83 | -4.91 |
| | 华阳集团 | 2.19 | 5.34 | 6.63 | 6.82 | 6.28 |
| | 科博达 | 18.41 | 19.70 | 15.24 | 14.82 | 15.19 |
| | 均胜电子 | 2.35 | 0.43 | -9.93 | 0.47 | 2.11 |

来源: wind, 国金证券研究所

汇兑收益: Q3 贡献较小。2023/6/30, 美元兑人民币的即期汇率为 7.3; 2023/9/28, 美元兑人民币的即期汇率为 7.3, 人民币汇率变化较小。零部件企业均有出口或者海外业务, 因此 Q2 受益于人民币贬值, 汇兑收益较多, 但是 Q3 汇兑收益较少, 因此 Q3 净利润环比增速较低。

图表117: 即期汇率: 美元兑人民币



来源: wind, 国金证券研究所

(5) 存货:

从存货周转率看, 截至 3Q23, 主/被动安全、热管理、内饰环节较高: 热管理 (3.9 次)、主/被动安全 (3.9 次) > 内饰 (3.7 次) > 域控制器 (3.2 次) > 智能化 (3.1 次) > 轻量化 (2.2 次)。

从存货周转率变动看, 相较于截至 2Q23 的存货周转率, 汽零各环节存货周转率在 3Q23 均有所提升: 主/被动安全 (+0.9 次) > 热管理 (+0.7 次)、域控制器 (0.7 次) > 内饰



(+0.5 次)、智能化 (+0.5 次) > 轻量化 (+0.4 次)。

(6) 在建工程&固定资产：

从在建工程&固定资产合计指标来看，截至 3Q23，汽零各环节在建工程&固定资产数据以此为：智能化 (211 亿元) > 域控制器 (192 亿元) > 主/被动安全 (177 亿元) > 热管理 (139 亿元) > 轻量化 (98 亿元) > 内饰 (88 亿元)。

从变化上看，相较截至 2Q23 的资产数据，智能化、轻量化环节的截至 3Q23 的在建工程&固定资产指标提升明显：智能化 (+6.4 亿元) > 轻量化 (+5.8 亿元) > 热管理 (+3.0 亿元) > 内饰 (+2.5 亿元) > 域控制器 (0.1 亿元) > 主/被动安全 (-0.5 亿元)。

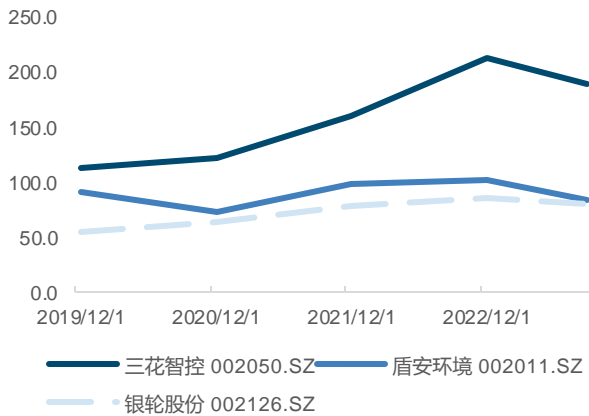
2、热管理：竞争格局稳固，材料价格下降+内部降本控费带动盈利能力提升

以三花智控、银轮股份、盾安环境三家为例分析热管理赛道。

营收：终端销量增长加速银轮业绩提升，家电行业 Q3 遇冷短期压制三花、盾安业绩增长。23 年前三季度，三花实现营收 190 亿元 > 盾安营收 85 亿元 > 银轮营收 80 亿元；从同比增速看，23 年前三季度，银轮 (+33%) > 三花 (+22%) > 盾安环境 (+15%)；从环比增速看，23Q3，营收环比增速分别为银轮股份 (+0.9%) > 三花智控 (-6%) > 盾安环境 (-8%)。其中银轮增速较高，主要系 Q3 商用车及乘用车需求提振，三花、盾安增速较低，主要系 Q3 是家电行业的淡季，下游需求减少。

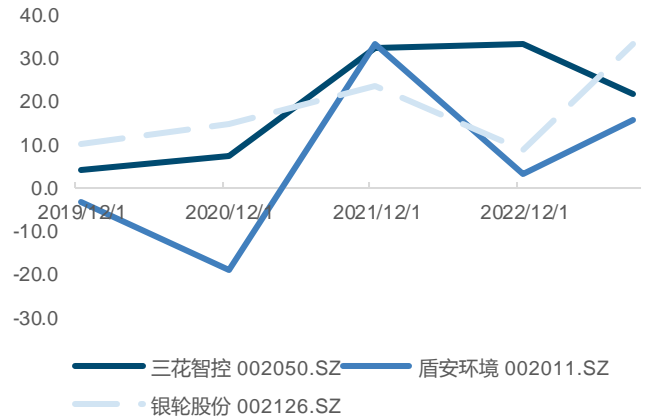
归母净利润：23 年前三季度，三花实现归母净利润 22 亿元 > 盾安 5.4 亿元 > 银轮 4.4 亿元；从同比增速看，23 年前三季度，盾安 (+107%) > 银轮 (+74%) > 三花智控 (+53%)；从环比增速看，23Q3，归母净利润环比增速分别为盾安环境 (+27%) > 银轮股份 (-0.3%) > 三花智控 (-4%)，其中盾安环境增速高，主要系 22 年公司处于业务整合期，基数较低。

图表118：热管理公司营业收入持续增长（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

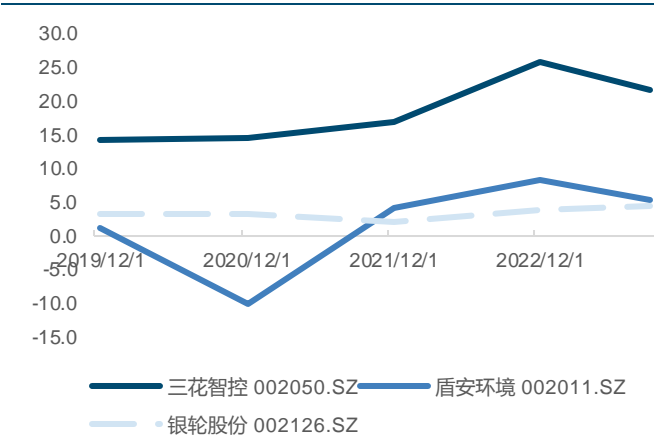
图表119：热管理公司 23Q3 营收同比增速 20%+



来源：wind，国金证券研究所

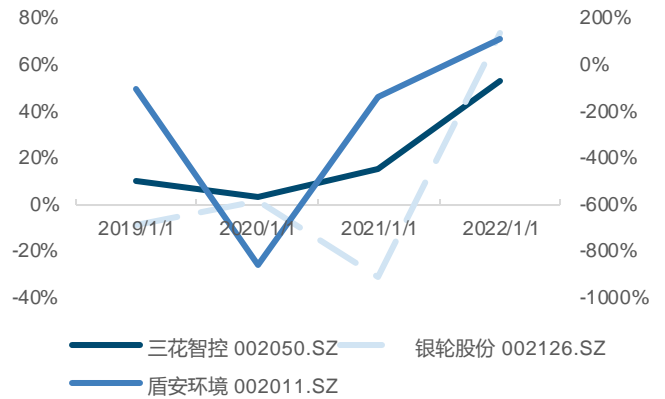


图表120: 热管理公司归母净利润持续增长 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表121: 热管理公司 23Q1-3 归母净利润均实现同比高增速 (右轴: 盾安环境; 左轴: 三花智控、银轮股份)



来源: wind, 国金证券研究所

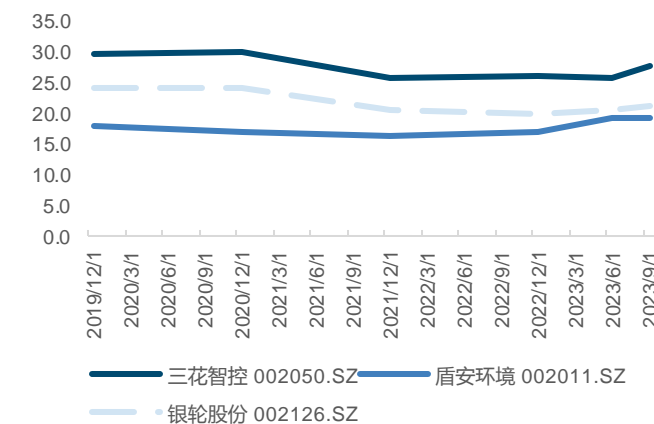
销售毛利率: 原材料、运费价格下降, 公司毛利率均有所提升。23 年前三季度, 三花销售 (27.5%) > 银轮股份 (21.0%) > 盾安环境 (19.3%), 三家公司毛利率差异主要系产品结构不同, 其中三花、盾安的产品以电子膨胀阀为主, 银轮产品以前端换热、空调箱等为主。从同比增长看, 23 年前三季度, 三花 (+2.4pct) > 盾安 (+2.2pct) > 银轮 (+1.0pct), 主要系 22 年上半年受疫情影响, 生产销售受阻+23 年原材料、运费价格等下降。

单看 Q3, 销售毛利率依次为三花智控 (31%) > 银轮股份 (22%) > 盾安环境 (19%), 环比变化依次为三花智控 (+5pct) > 银轮股份 (+1pct) > 盾安环境 (+0.5pct), 主要系三花 Q2 业务有一次性费用。

销售净利率: 23 年前三季度, 三花销售净利率 11.6%, 其次是银轮股份、盾安环境, 均为 6.4%; 从同比增长看, 银轮股份 (+1.8pct) > 三花智控 (+1pct) > 盾安环境 (-3.3pct), 主要系 1) 银轮股份持续聚焦于内部降本控费, 效果明显; 2) 盾安环境 22 年前三季度有非经影响销售净利率基数。其中年降消化方式: 银轮股份主要靠降本控费, 三花智控主要靠产品成本端下降, 如运费下降等, 盾安环境两者都有。

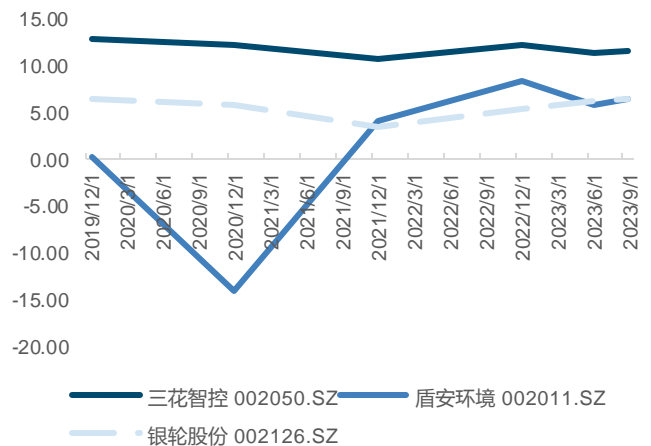
单看 Q3, 销售净利率依次为三花智控 (12%) > 盾安环境 (7.3%) > 银轮股份 (6.8%), 环比变化依次为盾安环境 (+2pct) > 三花智控 (+0.4pct) > 银轮股份 (+0.04pct)。

图表122: 热管理公司销售毛利率保持稳定 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表123: 银轮股份销售净利率改善明显 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

存货: 从存货看, 截至 23Q3, 三花智控存货 42 亿元 > 银轮股份存货 20 亿元 > 盾安环境存货 13 亿元, 单 23Q3, 三花、银轮、盾安的存货分别增加 2、1、-1 亿元; 从存货周转率看, 截至 23Q3, 盾安环境存货周转率 4.3 次 > 三花智控 3.2 次 > 银轮股份 3.1 次, 较 23 年上半年, 分别均提升 1 次左右, 说明 Q3 终端销量旺季来临, 加速企业存货周转, 公司经营情况向上。

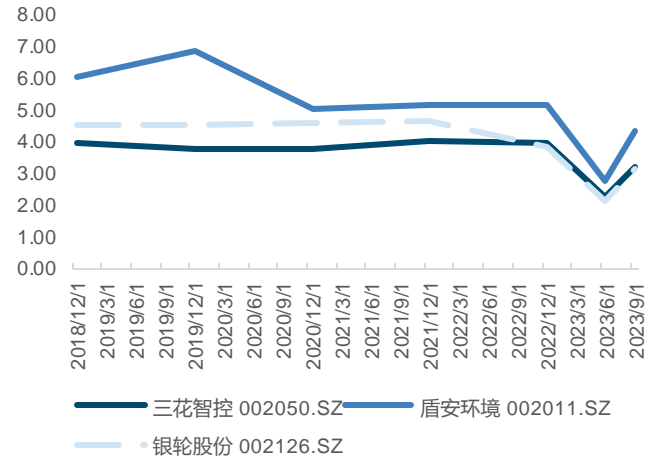
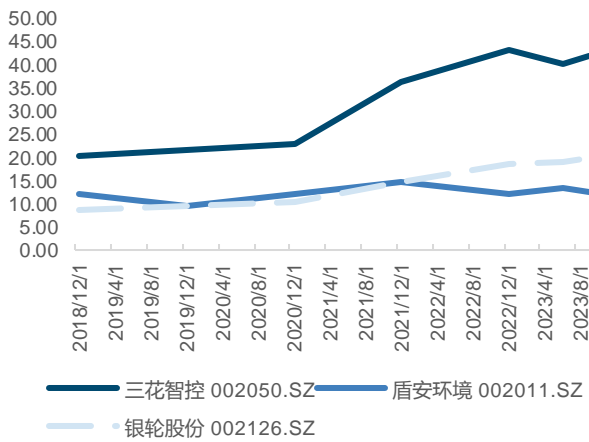
资产周转率: 从总资产周转率看, 截至 23Q3, 盾安环境总资产周转率 0.9 次 > 三花智控



0.7次>银轮股份0.5次，较截至23年6月30日数据，盾安环境总资产周转率增加0.3次，三花、银轮均增加0.2次左右。

图表124: 23年Q3热管理公司存货有所增加(亿元)

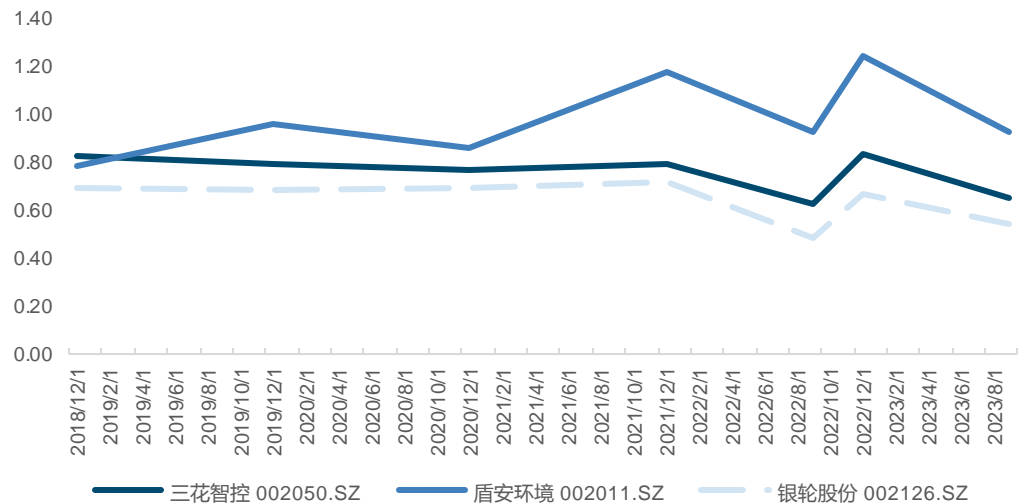
图表125: Q3终端销量旺季来临,热管理公司存货周转率提升(次)



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表126: Q3终端销量旺季来临,热管理公司总资产周转率提升(次)

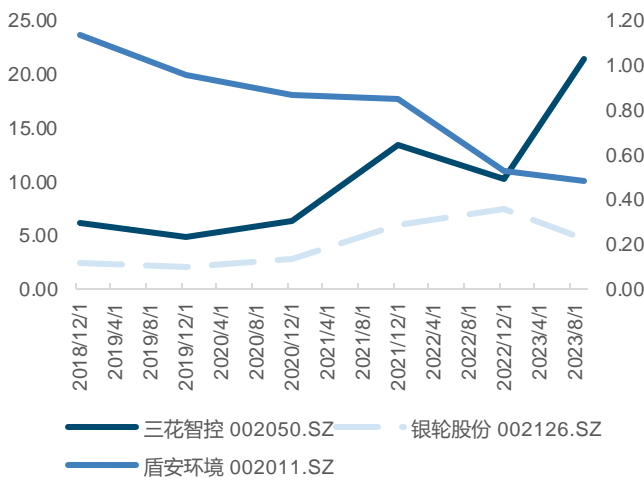


来源: wind, 国金证券研究所

下游需求向好,企业投资意愿强。从在建工程看,截至23Q3,三花智控在建工程21亿元,其次是银轮股份5亿元、盾安环境0.5亿元,其中23Q3,三花增加在建工程1亿元,盾安减少1亿元,银轮减少3亿元,主要系在建工程完工,转入固定资产;从固定资产看,截至23Q3,三花固定资产合计68亿元,其次是银轮34亿元、盾安10亿元,其中23Q3,银轮增加固定资产4亿元,其次盾安增加1亿元,三花增加0.6亿元。

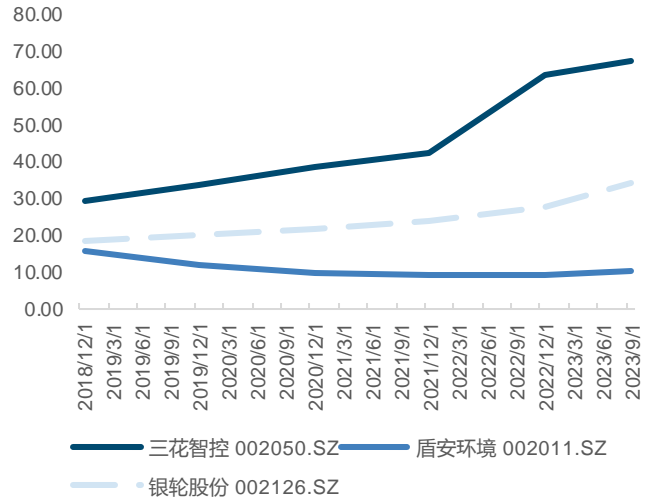


图表127: 23年Q1-3热管理企业在建工程增加(单位:亿元;右轴:盾安环境,左轴:三花智控、银轮股份)



来源: wind, 国金证券研究所

图表128: 23年Q1-3热管理企业固定资产增加(亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

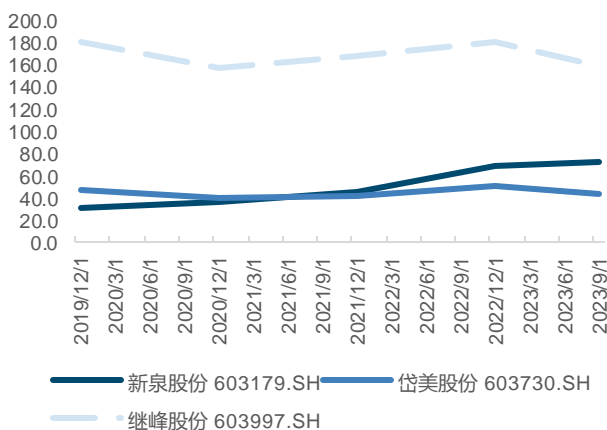
3、内饰: 海外业务逐步减亏, 有望逐步开始贡献业绩

以新泉股份、岱美股份、继峰股份三家为例分析内饰赛道。

营收: 23年前三季度, 继峰实现营收159亿元>新泉营收73亿元>岱美营收44亿元; 从同比增速看, 23年前三季度, 新泉(+55%)>继峰(+22%)>岱美(+21%); 从环比增速看, 23Q3, 新泉股份(+9%)>继峰股份(+3%)>岱美股份(+1%), 其中新泉股份增速较高, 主要系前期在手订单较多, Q3 迎来释放; 岱美、继峰营收同比增速略低, 主要系受到海外罢工影响。

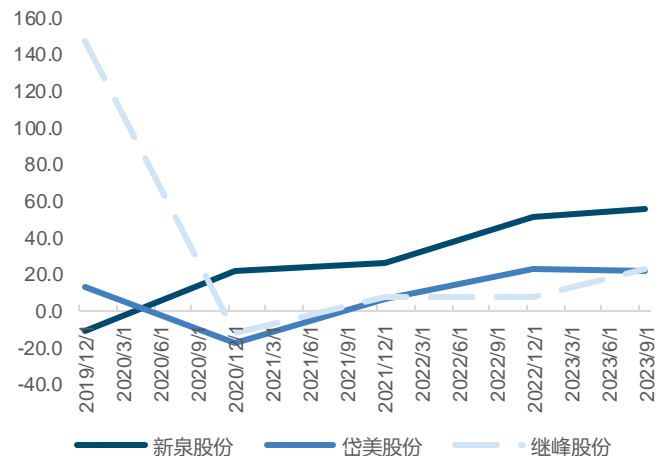
归母净利润: 23年前三季度, 新泉实现归母净利润5.6亿元>岱美5.4亿元>继峰1.5亿元; 从同比增速看, 23年前三季度, 新泉(+78%)>岱美(+11%), 继峰扭亏为盈; 从环比增速看, 继峰股份(+220%)>岱美股份(+8%)>新泉股份(-17%), 其中新泉同比增速高, 主要系公司销售规模增长的同时, 规模效应带动利润率提升; 继峰股份环比增速高, 主要系海外格拉默整合逐步顺利推进。

图表129: 内饰公司营业收入持续增长(亿元)



来源: iFind, 国金证券研究所

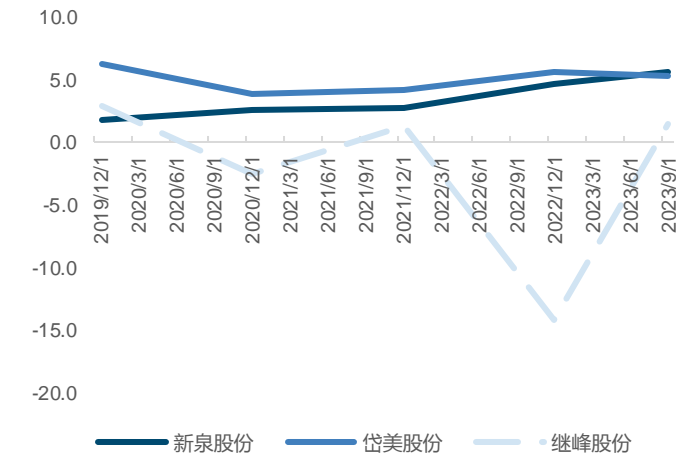
图表130: 23Q3内饰公司营收同比增速均实现较快增长(%)



来源: 公司官网, 国金证券研究所

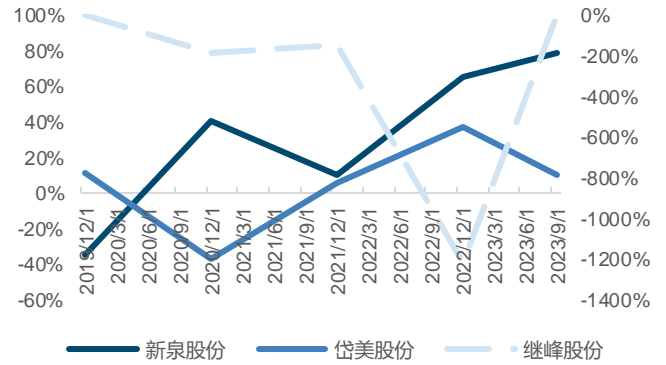


图表131: 内饰公司归母净利润持续增长 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表132: 23Q3 内饰公司归母净利润同比增速较高 (右轴: 继峰股份)



来源: wind, 国金证券研究所

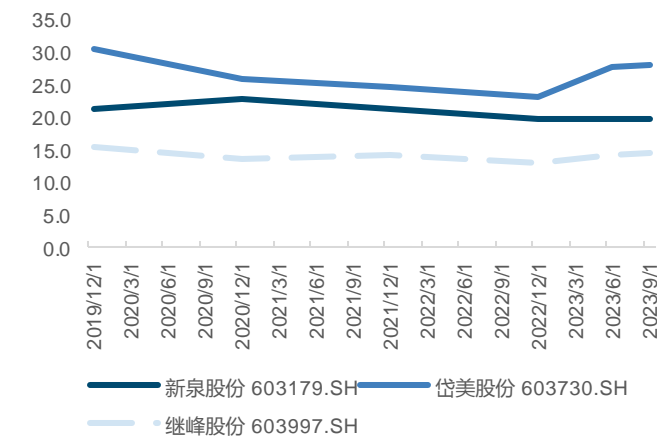
销售毛利率: 23 年前三季度, 岱美(28%)>新泉股份(20%)>继峰股份(15%); 从同比增长看, 23 年前三季度, 继峰股份(+2.3pct)>岱美(+0.8pct)>新泉(+0.4pct), 主要系岱美客户优质; 继峰股份海外业务整合顺利。

单看 23Q3, 公司销售毛利率依次为岱美股份(28%)>新泉股份(19%)>继峰股份(15%), 环比变化依次为继峰股份(+0.6pct)>岱美股份(+0.02pct)>新泉股份(-0.4pct)。

销售净利率: 23 年前三季度, 岱美股份(12%)>新泉股份(9%)>继峰股份(1%); 从同比增长看, 继峰(+1.6pct)>新泉股份(+1pct)>岱美股份(-1.1pct), 主要系 1) 继峰股份海外整合顺利, 提升整体盈利能力; 2) 新泉股份规模效应进一步凸显。其中年降消化方式: 岱美股份主要靠运费、原材料下降, 新泉股份主要靠降本控费。

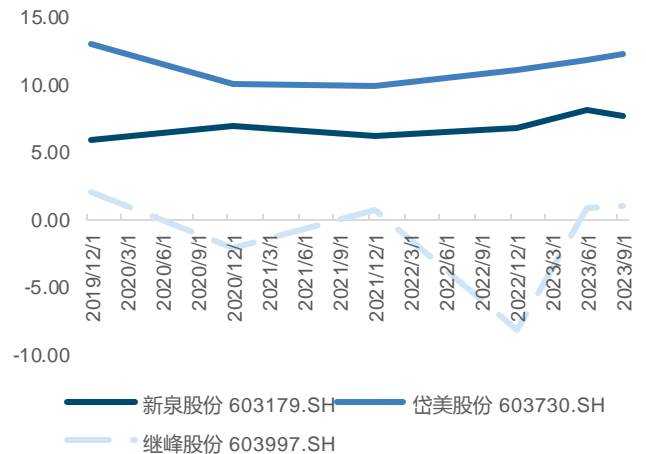
单看 23Q3, 公司销售净利率依次为岱美股份(13%)>新泉股份(7%)>继峰股份(1%), 环比变化依次为继峰股份(+0.9pct)>岱美股份(+0.8pct)>新泉股份(-2pct), 主要系新泉 Q2 汇兑收益较多。

图表133: 内饰公司销售毛利率进一步提升 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表134: 内饰公司销售净利率进一步提升 (%)



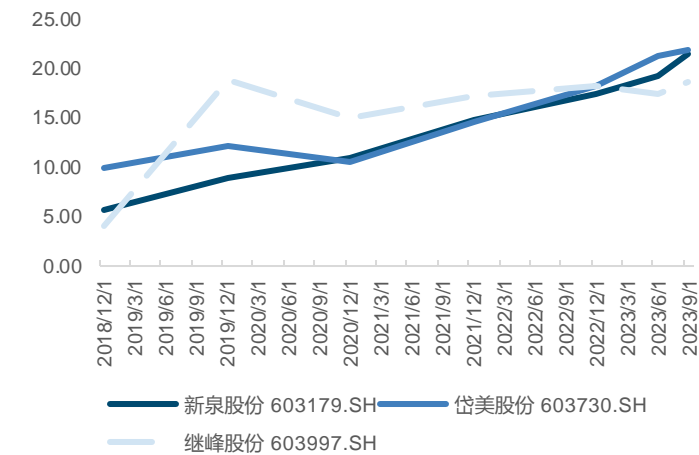
来源: wind, 国金证券研究所

存货: 从存货看, 截至 23Q3, 岱美股份存货 21.8 亿元>新泉股份存货 21.5 亿元>继峰股份存货 18.6 亿元, 单 23Q3, 岱美、新泉、继峰的存货分别增加 0.6、2.3、1.2 亿元; 从存货周转率看, 截至 23Q3, 继峰股份存货周转率 6 次>新泉股份 3 次>岱美股份 1.6 次, 较 23 年上半年, 分别提升 2、1、0.5 次左右, 说明 Q3 终端销量旺季来临, 加速企业存货周转, 公司经营情况向上。

资产周转率: 从总资产周转率看, 截至 23Q3, 继峰股份总资产周转率 1 次>新泉股份 0.68 次>岱美股份 0.67 次, 较截至 23 年 6 月 30 日数据, 继峰股份总资产周转率增加 0.3 次, 新泉、岱美均增加 0.21 次左右。

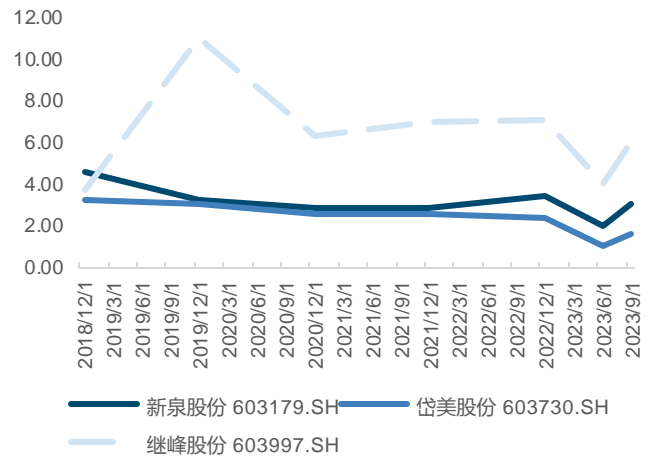


图表135: 23Q3 内饰企业存货有所增加 (亿元)



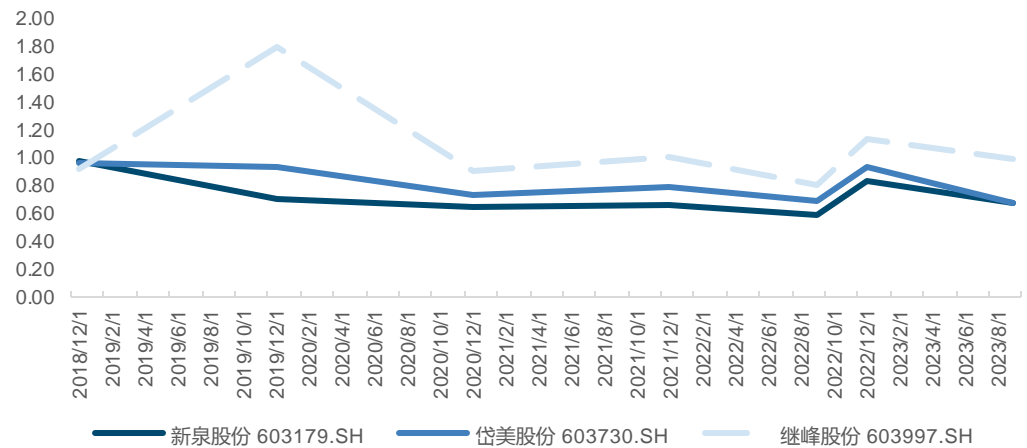
来源: wind, 国金证券研究所

图表136: Q3 终端销量旺季来临, 内饰公司存货周转率提升 (次)



来源: wind, 国金证券研究所

图表137: Q3 终端销量旺季来临, 内饰公司总资产周转率提升 (次)

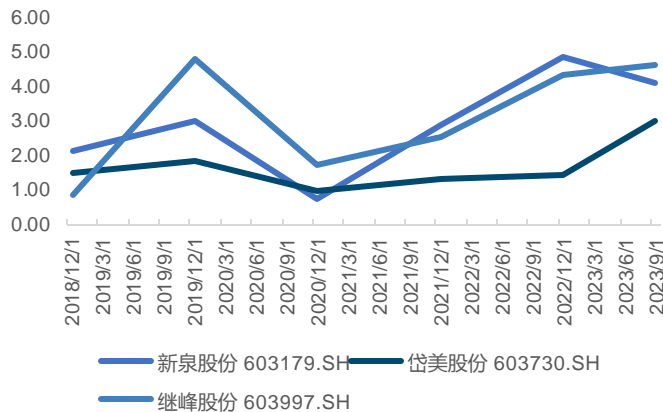


来源: wind, 国金证券研究所

23Q3, 内饰企业在建工厂增加较多, 固定资产变化较小。从在建工程看, 截至 23Q3, 继峰股份在建工程 4.6 亿元, 其次是新泉股份 4 亿元、岱美股份 3 亿元, 其中 23Q3, 继峰股份、新泉股份、岱美股份在建工厂分别增加 0.9、1、8、0.6 亿元; 从固定资产看, 截至 23Q3, 继峰股份固定资产合计 37 亿元, 其次是新泉股份 29 亿元、岱美股份 11 亿元, 其中 23Q3, 继峰、新泉、岱美分别增加-1、0.7、-0.5 亿元。

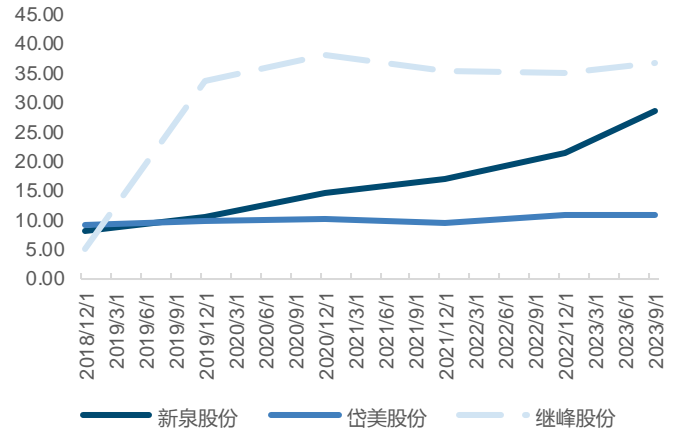


图表138: 23年Q3 内饰企业在建工程增加(亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表139: 23年Q3 内饰企业固定资产变化较小(亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

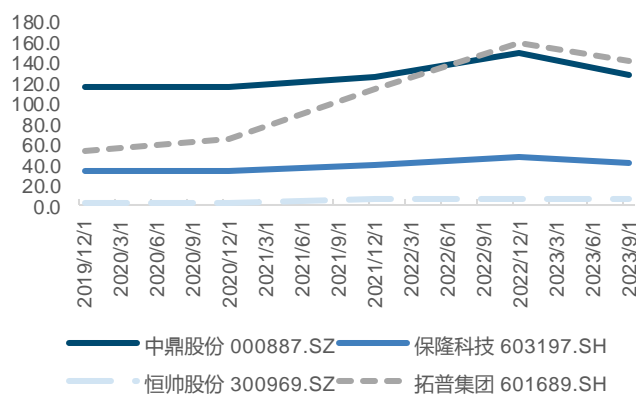
4、智能化: 智能化渗透率加速, 公司在手订单充足

以中鼎股份、保隆科技、恒帅股份、拓普集团四家为例分析内饰赛道。

营收: 23年前三季度, 拓普集团实现营收142亿元>中鼎股份营收128亿元>保隆科技营收42亿元>恒帅股份7亿元; 从同比增速看, 23年前三季度, 保隆科技(+29%)>拓普集团(+28%)>恒帅股份(+26%)>中鼎股份(+25%); 从环比增速看, 23Q3, 恒帅股份(+23%)>保隆科技(+8%)>拓普集团(+6%)、中鼎股份(+6%), 其中恒帅股份环比增速较高, 主要系电机下游需求旺盛; 保隆科技同比增速较高, 主要系胎压、空悬、传感器等业务放量。

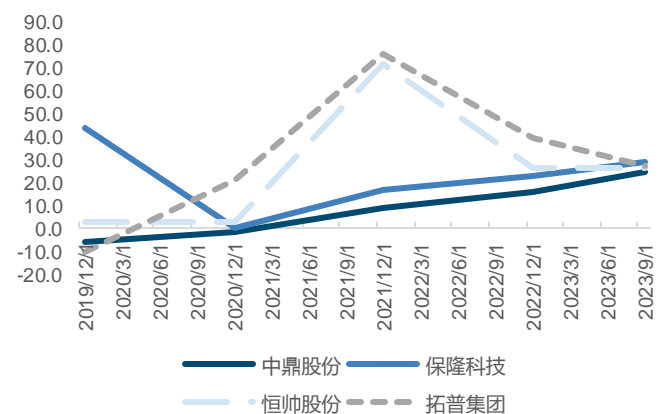
归母净利润: 23年前三季度, 拓普集团实现归母净利润16亿元>中鼎9亿元>保隆3亿元>恒帅1.5亿元; 从同比增速看, 23年前三季度, 保隆科技(+195%)>恒帅(+39%)>拓普(+32%)>中鼎(+17%); 从环比增速看, 23Q3, 保隆科技(+70%)>中鼎股份(+28%)>恒帅股份(+16%)>拓普集团(-22%); 其中保隆科技增速较高, 主要系1) 22年同期受到工厂停产影响, 业绩基数低; 2) 各业务量凸显规模效应, 同时叠加海运费等外部因素向好。

图表140: 智能化营业收入持续增长(亿元)



来源: iFind, 国金证券研究所

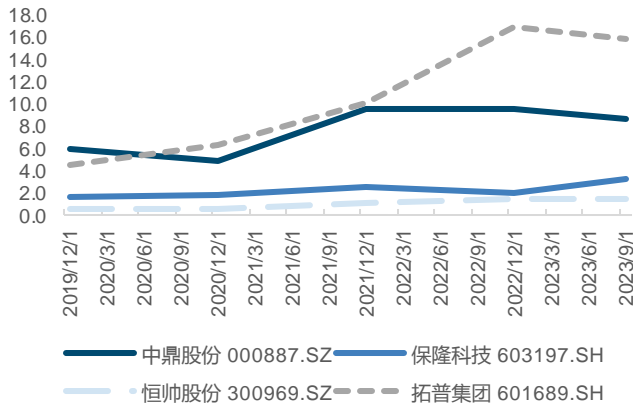
图表141: 23Q3 智能化公司营收同比增速均实现较快增长(%)



来源: 公司官网, 国金证券研究所

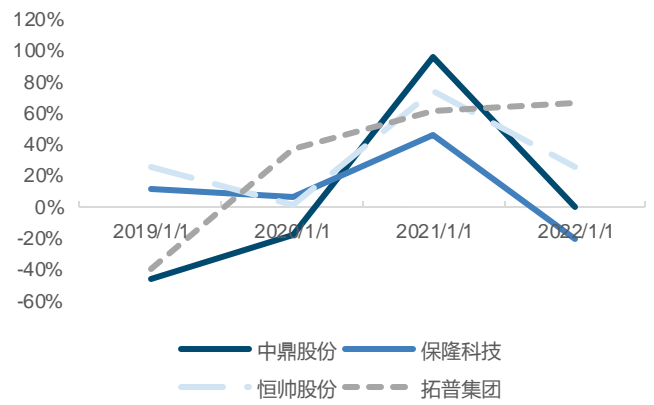


图表142: 智能化公司归母净利润持续增长 (亿元)



来源: iFind, 国金证券研究所

图表143: 23Q3 智能化公司归母净利润同比增速较高



来源: 公司官网, 国金证券研究所

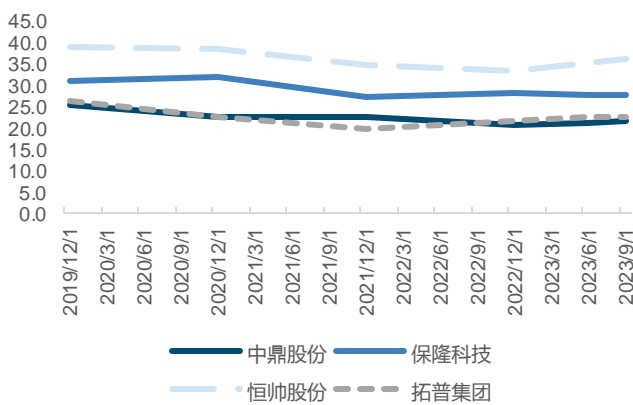
销售毛利率: 23 年前三季度, 恒帅股份 (36%) > 保隆科技 (28%) > 拓普集团 (23%) > 中鼎股份 (22%); 从同比增长看, 23 年前三季度, 恒帅股份 (+3.6pct) > 保隆科技 (+0.2pct)、拓普集团 (+0.2pct) > 中鼎股份 (-0.3pct), 主要系 1) 恒帅受益于原材料、运费价格下降, 同时年降幅度较小; 2) 中鼎海外业务有所波动。

单看 23Q3, 销售毛利率依次为恒帅股份 (37%) > 保隆科技 (28%) > 拓普集团 (23%) > 中鼎股份 (22%); 环比变化看, 恒帅股份 (+1.0pct) > 保隆科技 (+0.8pct) > 中鼎股份 (+0.5pct) > 拓普集团 (-0.6pct)。

销售净利率: 23 年前三季度, 恒帅股份 (23%) > 拓普集团 (11%) > 保隆科技 (8%) > 中鼎股份 (7%); 从同比增长看, 保隆科技 (+4pct) > 恒帅股份 (+2pct) > 拓普集团 (+0.4pct) > 中鼎股份 (-0.5pct), 主要系保隆前三季度芯片赔付等非经常收益较多。其中年降消化方式: 恒帅股份、保隆科技、拓普集团主要靠原材料、运费价格下降。

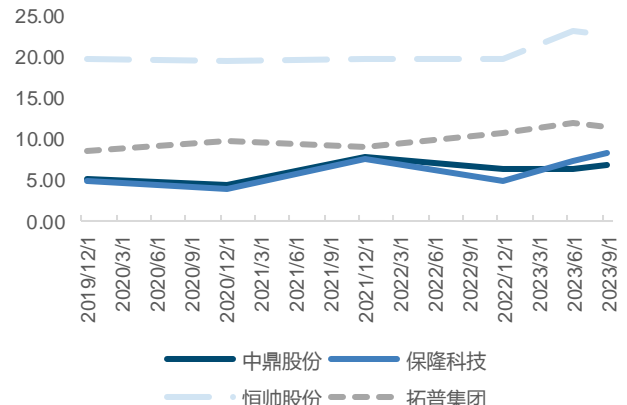
单看 23Q3, 销售净利率依次为恒帅股份 (22%) > 拓普集团 (10%) > 保隆科技 (9.7%) > 中鼎股份 (7.4%), 环比变化依次为保隆科技 (+3pct) > 中鼎股份 (+1pct) > 恒帅股份 (-1pct) > 拓普集团 (-4pct), 其中保隆科技主要系受益于芯片赔付, 拓普集团主要系 Q2/3 两个季度之间汇兑收益差异较大。

图表144: 智能化公司销售毛利率进一步提升 (%)



来源: iFind, 国金证券研究所

图表145: 恒帅股份销售净利率大幅提升 (%)



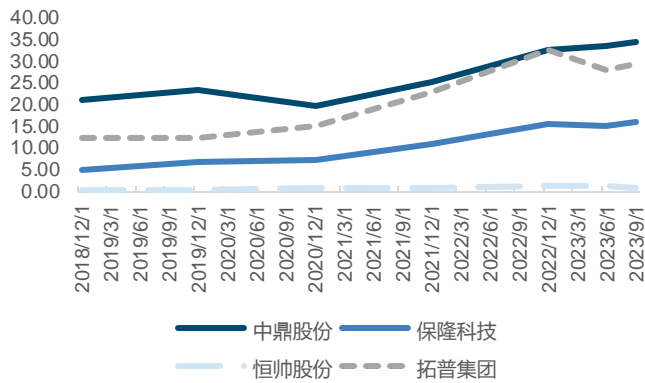
来源: 公司官网, 国金证券研究所

存货: 从存货看, 截至 23Q3, 中鼎股份存货 34 亿元 > 拓普集团存货 29 亿元 > 保隆科技存货 16 亿元 > 恒帅股份 1 亿元, 单 23Q3, 中鼎、拓普、保隆、恒帅的存货分别增加 0.6、1.2、0.9、-0.1 亿元; 从存货周转率看, 截至 23Q3, 恒帅股份存货周转率 4.1 次 > 拓普集团 3.6 次 > 中鼎股份 2.8 次 > 保隆科技 1.9 次, 较 23 年上半年, 分别提升 1.7、1.2、1、0.7 次左右, 经营情况均向上。

资产周转率: 从总资产周转率看, 截至 23Q3, 中鼎股份、保隆科技总资产周转率 0.6 次 > 恒帅股份、拓普集团 0.5 次, 较截至 23 年 6 月 30 日数据, 四家公司总资产周转率均增加 0.2 次左右。

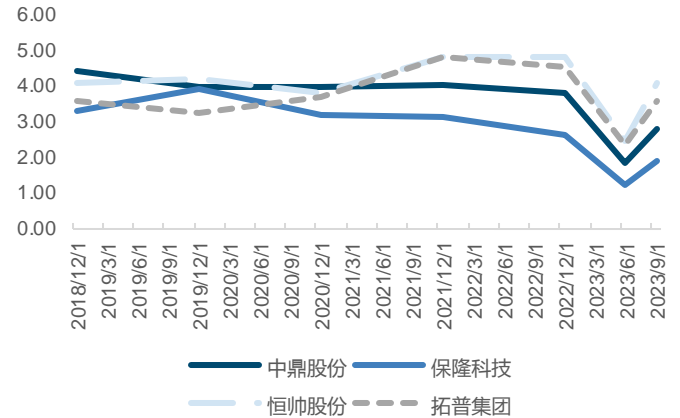


图表146: 23Q3 智能化企业存货有所增加 (亿元)



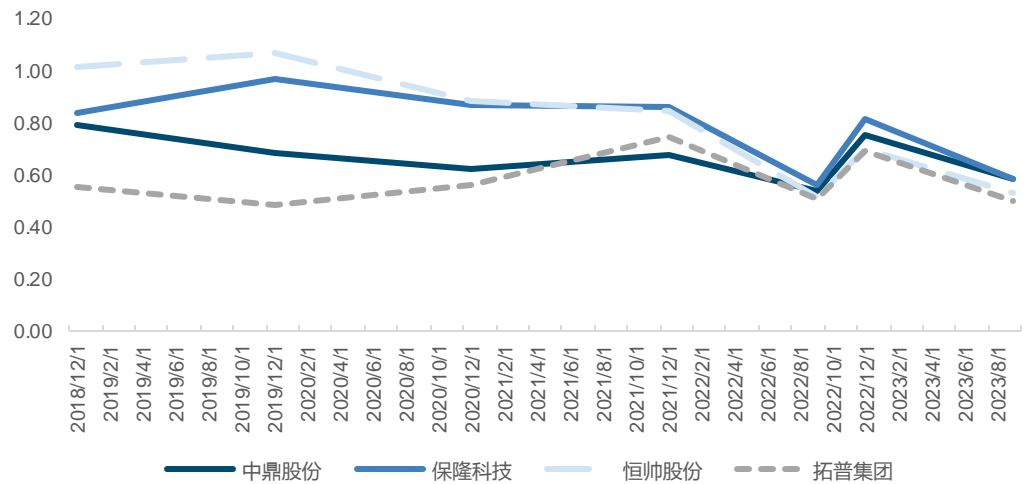
来源: iFind, 国金证券研究所

图表147: Q3 终端销量旺季来临, 智能化公司存货周转率提升 (次)



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表148: Q3 终端销量旺季来临, 智能化公司总资产周转率提升 0.2 次左右 (次)

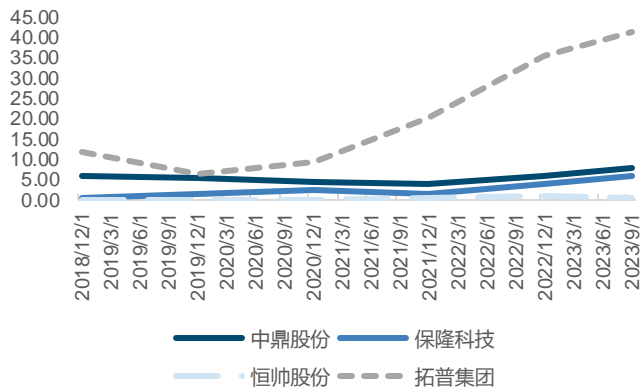


来源: wind, 国金证券研究所

23Q3 拓普、保隆在建&固定资产增加较多。从在建工程看, 截至 23Q3, 拓普集团在建工程 41 亿元, 其次是中鼎股份 7.7 亿元、保隆科技 5.9 亿元、恒帅股份 0.4 亿元, 其中 23Q3, 拓普、中鼎、保隆、恒帅分别增加 1.9、0.2、-0.2、0.2 亿元; 从固定资产看, 截至 23Q3, 拓普集团固定资产合计 93 亿元, 其次是中鼎 44 亿元、保隆 16 亿元、恒帅 3 亿元, 其中 23Q3, 拓普、中鼎、保隆、恒帅分别增加 2.8、-0.2、1.7、0.1 亿元。

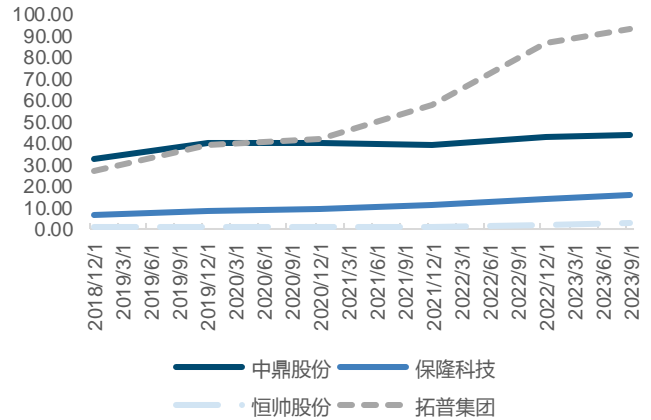


图表149: 23年Q3拓普集团在建工程增加(亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表150: 23年Q3拓普集团、保隆科技固定资产增加(亿元)



来源: 公司官网, 国金证券研究所

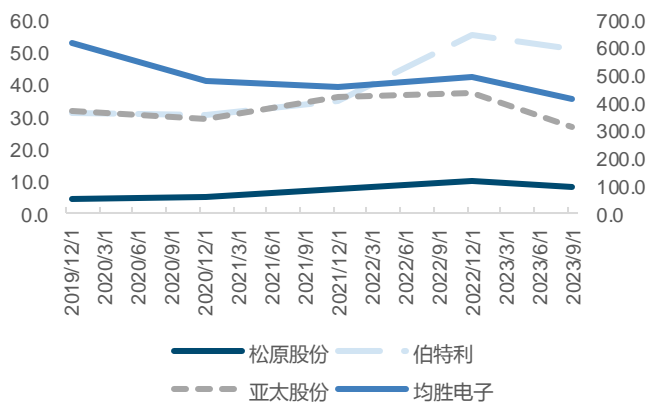
5、主/被动安全: 终端价格战加速国产替代, 公司顺利提升市占率

以松原股份、均胜电子、伯特利、亚太股份为例分析主/被动安全赛道。

营收: 23年前三季度, 均胜电子实现营收413亿元>伯特利营收51亿元>亚太股份营收27亿元>松原股份8亿元; 从同比增速看, 23年前三季度, 伯特利(+39%)>松原股份(+16%)、均胜电子(+16%)>亚太股份(+3%); 从环比增速看, 23Q3, 松原股份(+41%)>伯特利(+26%)>亚太股份(+10%)>均胜电子(+4%); 其中1)伯特利: 前期受益于芯片短缺, onebox在手订单充足, 23年逐步开始释放; 2)松原股份: 受益于终端价格战, 公司凭借成本低的竞争优势, 不断切入头部车企, 有望提升市占率。

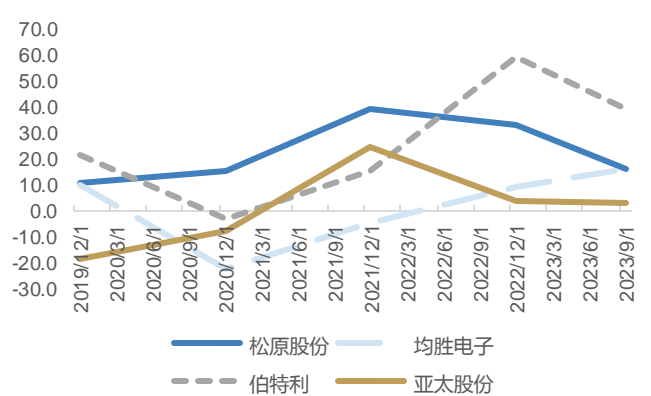
归母净利润: 23年前三季度, 均胜电子实现归母净利润7.8亿元>伯特利5.9亿元>松原股份1.2亿元>亚太股份1.0亿元; 从同比增速看, 23年前三季度, 亚太股份(+139%)>均胜电子(+64%)>松原股份(+49%)>伯特利(+24%); 从环比增速看, 23Q3, 松原股份(+77%)>伯特利(+31%)>均胜电子(+10%)>亚太股份(-1%); 其中1)均胜电子主要系海外整合顺利; 2)松原股份主要系在手订单释放。

图表151: 主/被动安全公司营业收入持续增长(单位: 亿元; 右轴: 均胜电子, 左轴: 松原股份、亚太股份、伯特利)



来源: wind, 国金证券研究所

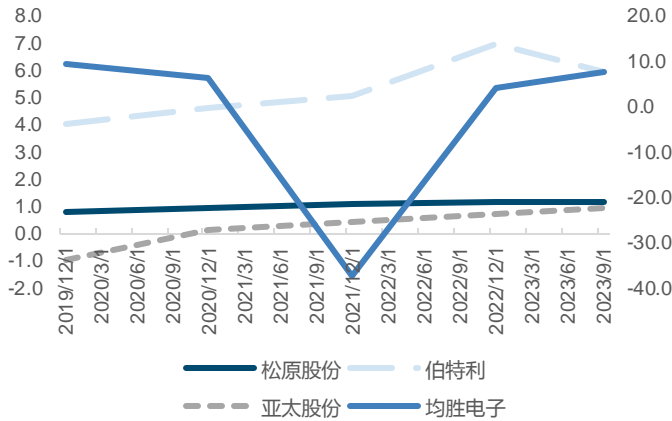
图表152: 23Q3主/被动安全公司营收同比增速均实现较快增长(%)



来源: wind, 国金证券研究所

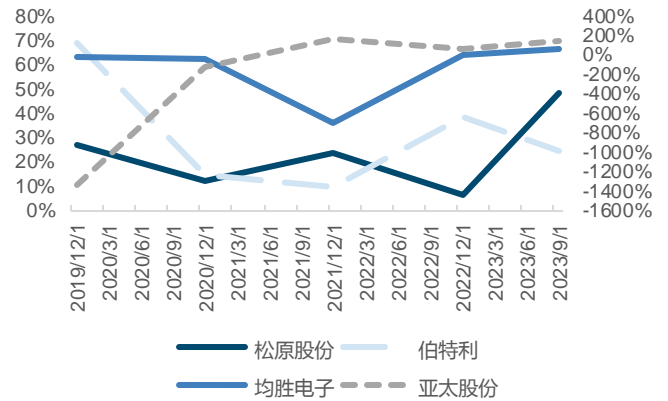


图表153: 主/被动安全公司归母净利润持续增长(单位:亿元;右轴:均胜电子,左轴:松原股份、亚太股份、伯特利)



来源: wind, 国金证券研究所

图表154: 23Q3 主/被动安全公司归母净利润同比增速较高(右轴:均胜电子、亚太股份,左轴:松原股份、伯特利)



来源: wind, 国金证券研究所

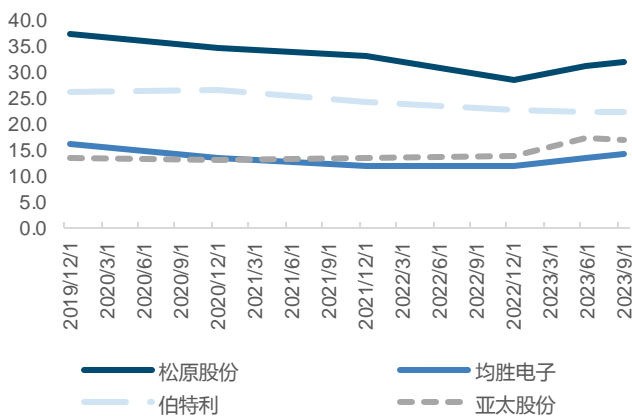
销售毛利率: 23 年前三季度, 松原股份销售毛利率 32%>伯特利 22%>亚太股份 17%>均胜电子 14%; 从同比增长看, 23 年前三季度, 松原股份 (+3.7pct) >亚太股份 (+3.4pct) >均胜电子 (+1.9pct) >伯特利 (+0.3pct), 主要系松原股份的新业务工艺逐步成熟, 良率提升。

单看 23Q3, 销售毛利率依次为松原股份 (32%) >伯特利 (22%) >亚太股份 (16%) >均胜电子 (15%), 环比变化分别为松原股份 (+2.5pct) >均胜电子 (+1.1pct) >伯特利 (-0.1pct) >亚太股份 (-1.7pct)。

销售净利率: 23 年前三季度, 松原股份 (14%) >伯特利 (12%) >亚太股份 (4%) >均胜电子 (2%); 从同比增长看, 松原股份 (+3pct) >均胜电子 (+2pct)、亚太股份 (+2pct) >伯特利 (-1.1pct), 其中伯特利净利率下滑, 主要系计提信用减值。其中主/被动安全环节的年降幅度较小。

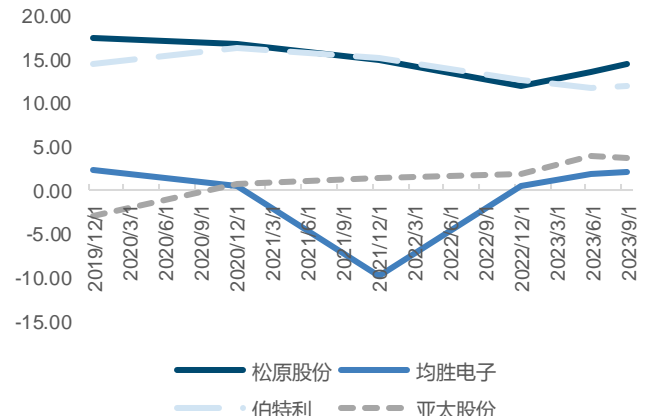
单看 23Q3, 销售净利率依次为松原股份 (16%) >伯特利 (12%) >亚太股份 (3.1%) >均胜电子 (2.6%), 环比变化依次为松原股份 (+3pct) >均胜电子 (+0.4pct)、伯特利 (+0.4pct) >亚太股份 (-0.3pct), 主要系松原股份下游放量+良率提升。

图表155: 主/被动安全公司销售毛利率进一步提升 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表156: 23Q3 松原股份销售净利率大幅提升 (%)



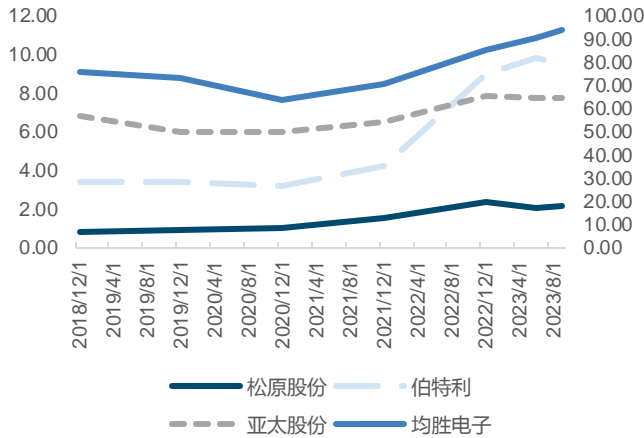
来源: wind, 国金证券研究所

存货: 从存货看, 截至 23Q3, 均胜电子存货 94 亿元>伯特利 10 亿元>亚太股份 8 亿元>松原股份 2 亿元, 单 23Q3, 均胜、伯特利、亚太、松原的存货分别增加 4、-0.3、0.01、0.08 亿元; 从存货周转率看, 截至 23Q3, 伯特利、均胜电子存货周转率 4 次>亚太股份 3 次>松原股份 2.5 次, 较 23 年上半年, 分别提升 1.7、1.3、1、1 左右, 经营情况均向上。

资产周转率: 从总资产周转率看, 截至 23Q3, 均胜电子总资产周转率 0.8 次>伯特利 0.6 次>松原股份 0.5 次>亚太股份 0.4 次, 较截至 23 年 6 月 30 日数据, 均胜、伯特利、松原、亚太的总资产周转率分别增加 0.3、0.2、0.2、0.1 次。

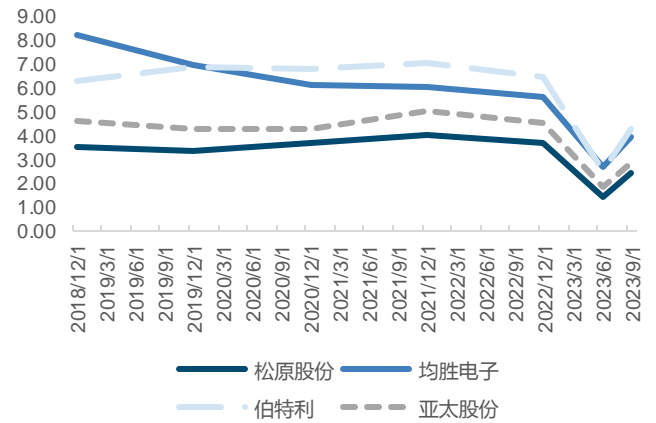


图表157: 23Q3 多数主/被动安全企业存货变化较小 (单位: 亿元; 右轴: 均胜电子, 左轴: 松原股份、亚太股份、伯特利)



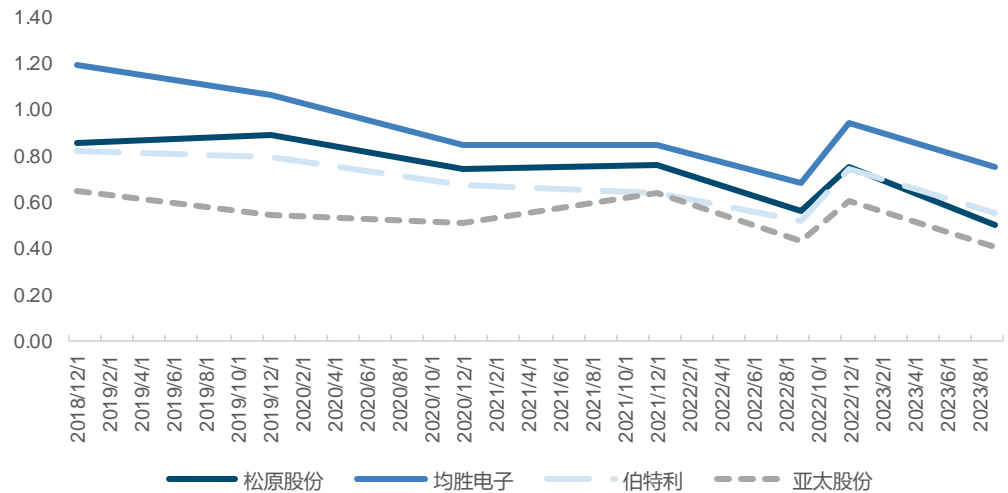
来源: wind, 国金证券研究所

图表158: Q3 终端销量旺季来临, 主/被动安全企业存货周转率提升 (次)



来源: wind, 国金证券研究所

图表159: Q3 终端销量旺季来临, 主/被动安全企业总资产周转率提升 0.2 次左右 (次)

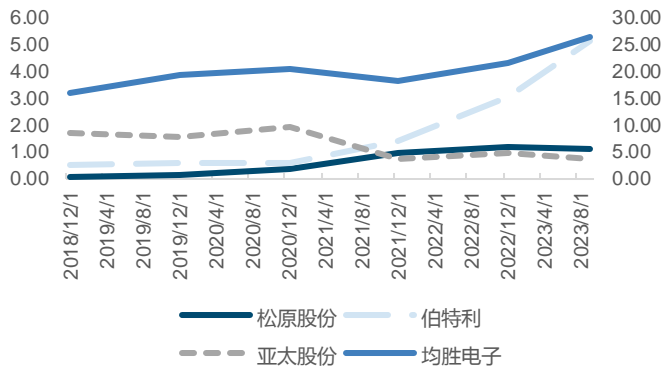


来源: wind, 国金证券研究所

23Q3 主/被动安全企业在建&固定资产变化较小。从在建工程看, 截至 23Q3, 均胜电子在建工程 27 亿元, 其次是伯特利 5 亿元、松原股份 1 亿元、亚太股份 0.7 亿元, 其中 23Q3, 均胜、伯特利、松原、亚太分别增加 0.7、0.6、-0.3、0.1 亿元; 从固定资产看, 截至 23Q3, 均胜电子固定资产合计 108 亿元, 其次是伯特利 16 亿元、亚太股份 15 亿元、松原 5 亿元, 其中 23Q3, 均胜、伯特利、亚太、松原分别增加-2.7、1.1、-0.6、0.5 亿元。

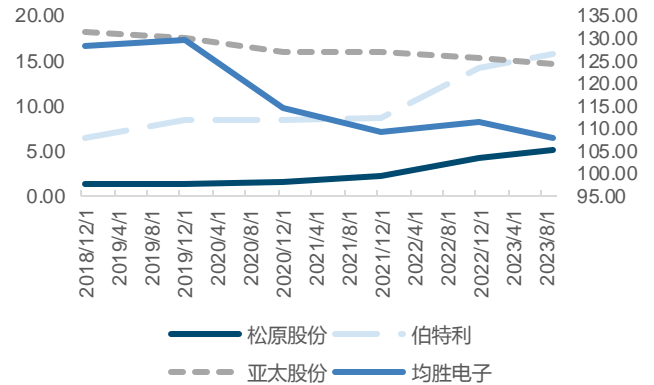


图表160: 23年Q3均胜电子、伯特利在建工程增加(单位:亿元;右轴:均胜电子,左轴:松原股份、亚太股份、伯特利)



来源: wind, 国金证券研究所

图表161: 23年Q3伯特利、松原股份固定资产增加(单位:亿元;右轴:均胜电子,左轴:松原股份、亚太股份、伯特利)



来源: wind, 国金证券研究所

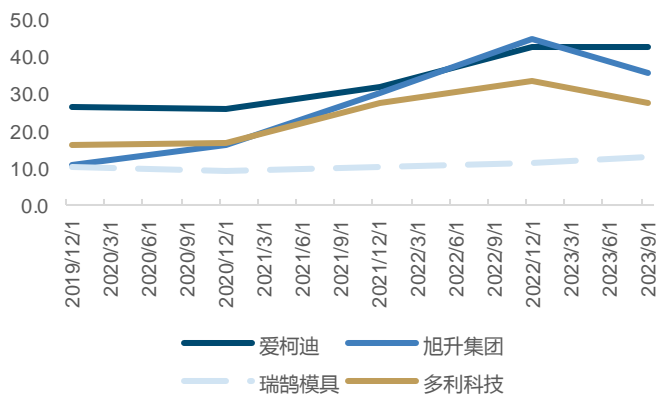
6、轻量化: 增速出现差异化, 客户及业务结构成为关键影响因素

以爱柯迪、旭升集团、瑞鹄模具、多利科技为例分析轻量化赛道。

营收: 23年前三季度, 爱柯迪实现营收42亿元>旭升集团营收35亿元>多利科技营收28亿元>瑞鹄模具13亿元; 从同比增速看, 23年前三季度, 瑞鹄模具(+57%)>爱柯迪(+40%)>多利科技(+15%)>旭升集团(+10%); 从环比增速看, 23Q3, 爱柯迪(+15%)>多利科技(+11%)>旭升集团(+2%)>瑞鹄模具(-8%); 其中 1) 瑞鹄模具轻量化产线开始投放, 新业务带动同比增长; 2) 爱柯迪切入大件领域, 新业务贡献弹性大。

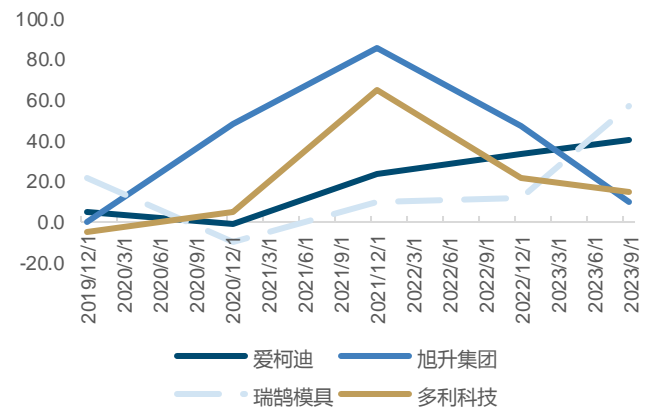
归母净利润: 23年前三季度, 爱柯迪实现归母净利润6亿元>旭升集团5.6亿元>多利科技3.9亿元>瑞鹄模具1.5亿元; 从同比增速看, 23年前三季度, 爱柯迪(+47%)>瑞鹄模具(+45%)>多利科技(+23%)>旭升集团(+16%); 从环比增速看, 23Q3, 瑞鹄模具(+36%)>多利科技(-1%)>爱柯迪(-11%)>旭升集团(-15%), 主要系瑞鹄模具装备业务的优质订单在Q3开始交付; 后三者环比下滑主要系受到特斯拉上海工厂产量下滑影响。

图表162: 轻量化公司营业收入持续增长(亿元)



来源: iFind, 国金证券研究所

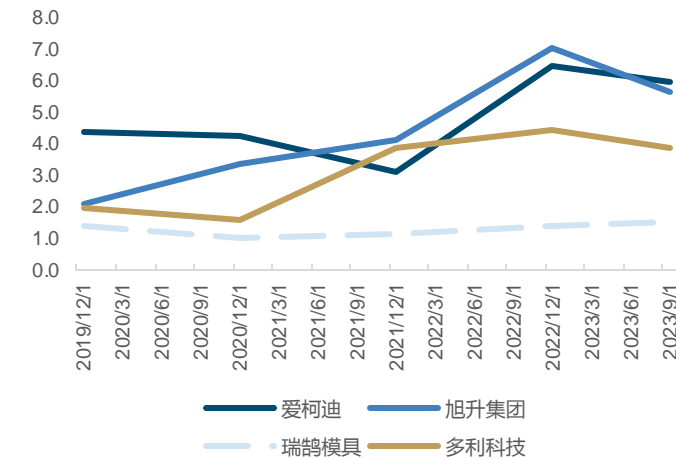
图表163: 23Q3瑞鹄模具、爱柯迪营收同比增速均实现较快增长(%)



来源: 公司官网, 国金证券研究所

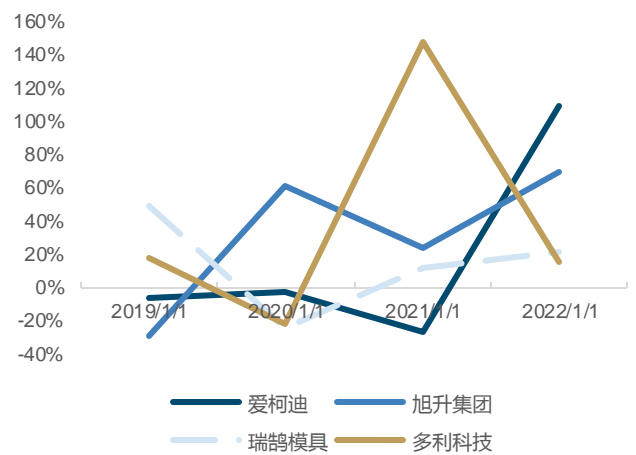


图表164: 轻量化公司归母净利润增长 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表165: 23Q3 瑞鹤模具、爱柯迪归母净利润同比增速均实现较快增长 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

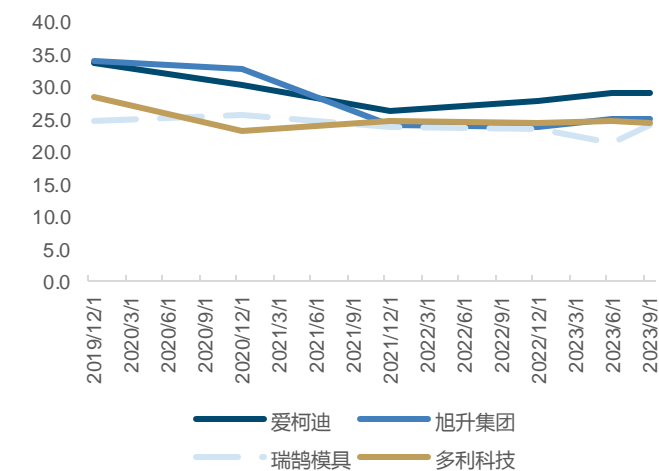
销售毛利率: 23 年前三季度, 爱柯迪销售毛利率 29%>旭升 25%>瑞鹤模具、多利科技 24%; 从同比增长看, 23 年前三季度, 爱柯迪 (+2pct)、旭升集团 (+2pct) >多利科技 (+1pct) >瑞鹤模具 (-0.2pct), 主要系运费等外部因素向好, 其中瑞鹤模具毛利率同比下滑, 主要系新切入轻量化领域, 前期需要爬坡过程。

单看 23Q3, 销售毛利率依次为瑞鹤模具 (29.1%) >爱柯迪 (28.8%)>旭升集团 (25.3%) >多利科技 (23.7%), 环比变化分别为瑞鹤模具 (+9.5pct) >旭升集团 (+1.0pct) >爱柯迪 (+0.3pct) >多利科技 (-3pct), 主要系瑞鹤模具 Q3 爬坡向上, 同时优质的装备订单交付, 利润率较高。

销售净利率: 23 年前三季度, 旭升集团 (16%) >爱柯迪 (14%)>多利科技 (14%)>瑞鹤模具 (13%); 从同比增长看, 旭升 (+1pct)、多利 (+1pct) >爱柯迪 (+0.4pct) >瑞鹤模具 (同比持平)。其中年降消化方式: 爱柯迪、旭升主要靠原材料价格、运费等下降, 瑞鹤模具的轻量化为新切入业务, 受年降影响较小。

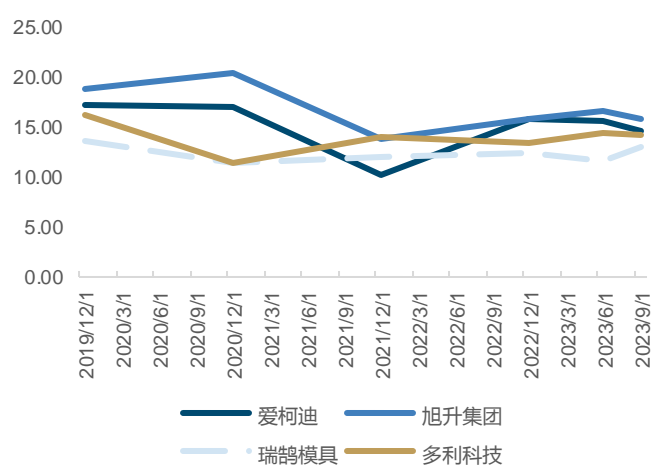
单看 23Q3, 销售净利率依次为瑞鹤模具 (15.6%) >旭升集团 (14.0%) >多利科技 (13.7%) >爱柯迪 (12.8%); 环比变化依次为瑞鹤模具 (+4pct) >多利科技 (-1.8pct) >旭升集团 (-3pct) >爱柯迪 (-4pct)。除瑞鹤模具外, 后三家公司销售净利率环比下滑主要系 Q2 汇兑收益较高, 同时竞争激烈, 主机厂向上传导价格压力。

图表166: 多数轻量化公司销售毛利率进一步提升 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表167: 轻量化公司销售净利率进一步提升 (%)



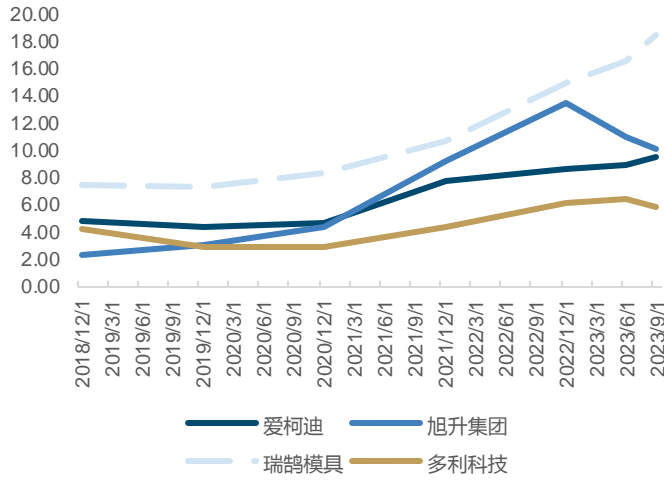
来源: wind, 国金证券研究所

存货: 从存货看, 截至 23Q3, 瑞鹤模具存货 18 亿元>旭升集团 10 亿元>爱柯迪 9 亿元>多利科技 6 亿元, 单 23Q3, 瑞鹤、旭升、爱柯迪、多利的存货分别增加 2、-1、0.6、-0.6 亿元; 从存货周转率看, 截至 23Q3, 多利科技存货周转率 3.5 次>爱柯迪 3.3 次>旭升集团 2.3 次>瑞鹤模具 0.6 次, 较 23 年上半年, 分别提升 1.4、1.2、0.8、0.2 左右, 经营情况均向上。



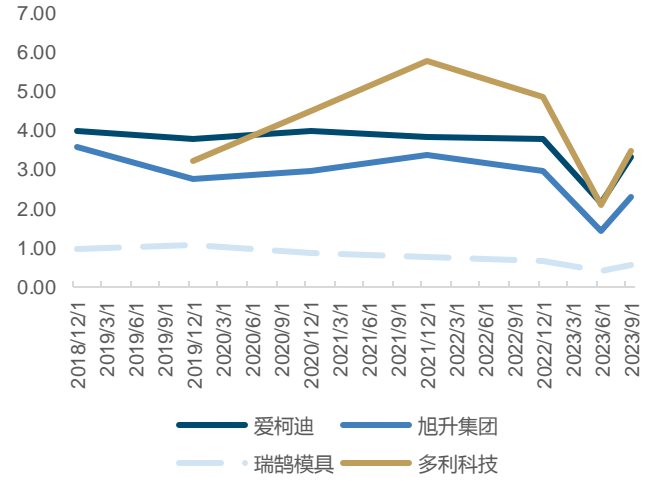
资产周转率：从总资产周转率看，截至 23Q3，多利科技总资产周转率 0.6 次>爱柯迪 0.4 次>旭升集团 0.36 次>瑞鹤模具 0.3 次，较截至 23 年 6 月 30 日数据，多利科技、爱柯迪、旭升集团、瑞鹤模具的总资产周转率分别增加 0.2、0.1、0.1、0.1 次。

图表168：23Q3 轻量化企业存货变化较小（亿元）



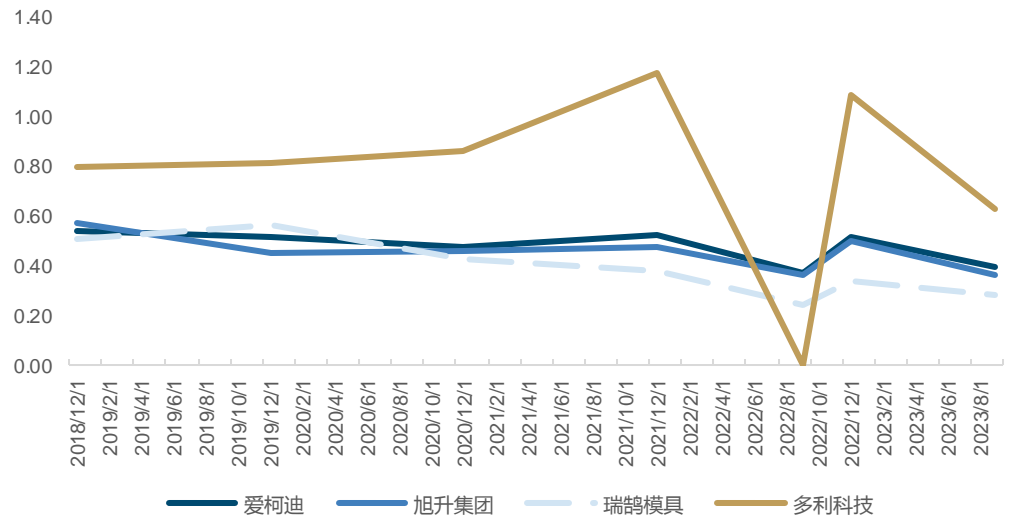
来源：wind，国金证券研究所

图表169：轻量化企业存货周转率提升（次数）



来源：wind，国金证券研究所

图表170：轻量化企业总资产周转率提升 0.1 次左右（次）

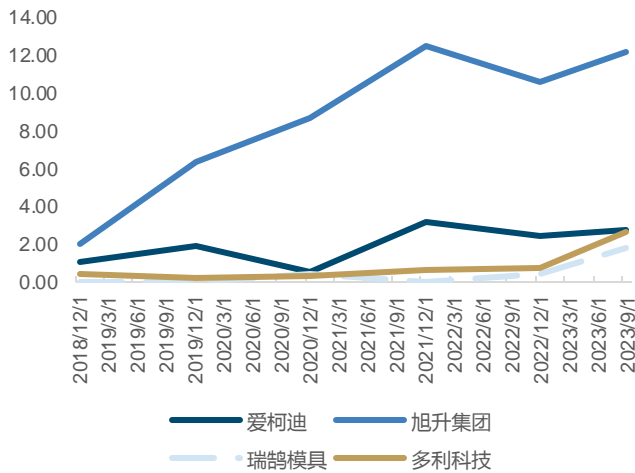


来源：wind，国金证券研究所

从在建工程看，截至 23Q3，旭升集团在建工程 12 亿元，其次是爱柯迪、多利科技均为 2.7 亿元，瑞鹤模具 1.8 亿元，其中 23Q3，旭升集团、爱柯迪、多利科技、瑞鹤模具分别增加 0、0.8、0.6、1 亿元；从固定资产看，截至 23Q3，爱柯迪固定资产合计 32 亿元，其次是旭升集团 31 亿元、多利科技 12 亿元、瑞鹤模具 4 亿元，其中 23Q3，爱柯迪、旭升、多利科技、瑞鹤模具分别增加 1.2、0.7、1.2、0.4 亿元。

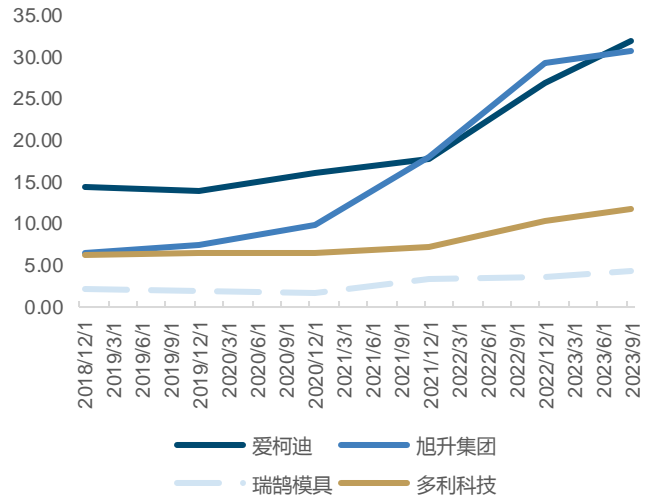


图表171: 23Q3 轻量化企业在建工程增加 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表172: 23Q3 轻量化企业固定资产增加 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

7、智驾域控：智能化渗透率持续提升，带动行业增长

7.1 营收&归母净利润：智能驾驶加速渗透，板块收入及净利稳健增长

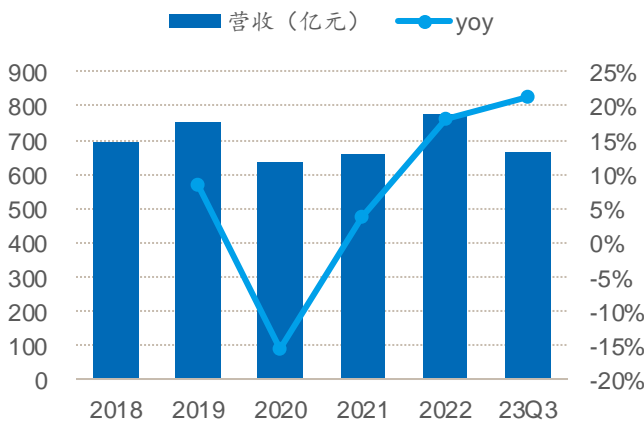
分析范围：座舱等智能化板块选取德赛西威、科博达、经纬恒润、华阳集团、均胜电子。行业数据与后续呈现的智能化行业配置数据密切关联。

智能化渗透率三季度环比提升，相关智能化标的受益。德赛受益于域控渗透率提升，星宇受益于 ADB 大灯和新势力的高级大灯渗透率提升；华阳主要得益于 HUD 渗透率提升；科博达得益于理想和特斯拉电子类业务放量。

营业收入：23 年 Q1-Q3 板块收入 666.30 亿元，同比增长 21.19%。其中部分公司 23 年 Q1-Q3 收入及同比增速分别为（按增速排序）：德赛西威（144.70 亿元，+43.12%）>科博达（31.94 亿元，+31.95%）>华阳集团（47.97 亿元，+19.67%）>均胜电子（413.10 亿元，+15.57%）>经纬恒润（28.59 亿元，+6.00%）。

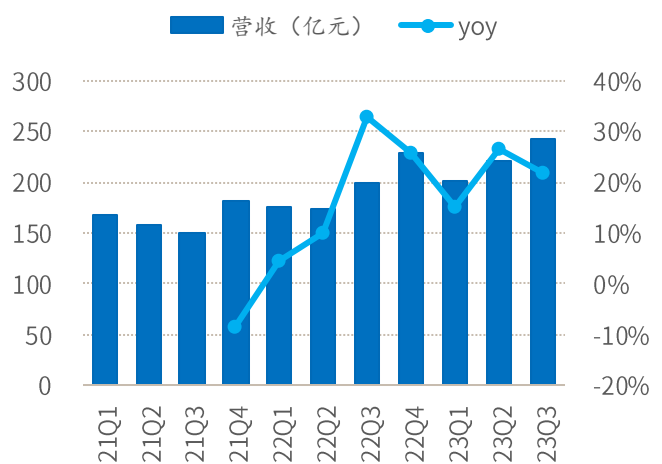
23Q3 板块收入 243.65 亿元，同比增长 21.75%，环比增长 10.29%。其中部分公司一季度收入及同比增速分别为：德赛西威（57.46 亿元，+55.15%）>科博达（12.33 亿元，+31.72%）>华阳集团（19.29 亿元，+26.66%）>经纬恒润（11.61 亿元，+13.15%）>均胜电子（142.96 亿元，11.48%）。其中德赛、科博达和华阳集团增速较高：1)德赛西威增长主要来自于智能座舱、IPU04 放量；2)科博达系大众全球销量企稳使灯控出货较好，新增宝马、福特和雷诺等订单释放；3)华阳主要系长城长安等核心客户销量向好和新项目量产。

图表173: 智驾域控板块年度收入 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表174: 智驾域控板块季度收入 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

归母净利润：23 年 Q1-Q3 板块归母净利润 23.52 亿元，同比增长 46.95%。其中部分公司 23 年 Q1-Q3 归母净利润及同比增速分别为（按增速排序）：均胜电子（7.79 亿元，

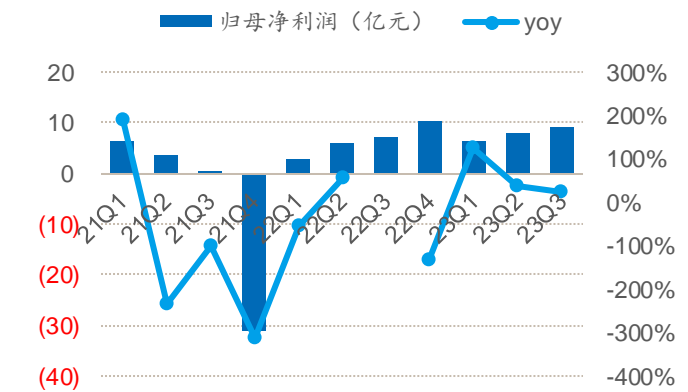
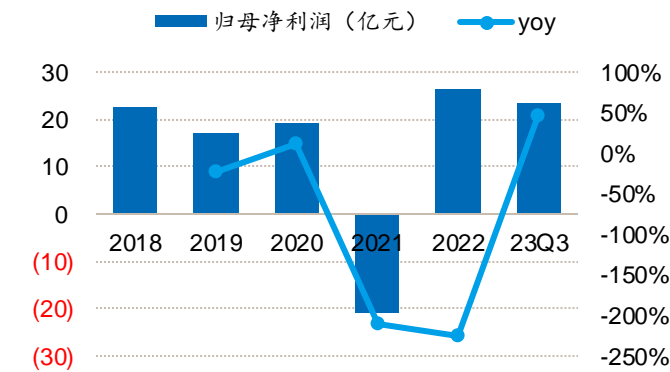


+494.54%) > 德赛西威 (9.60 亿元, +38.72%) > 科博达 (4.55 亿元, +25.91%) > 华阳集团 (2.97 亿元, +11.39%) > 经纬恒润 (-1.40 亿元, -194.49%)。

23Q3 板块归母净利润 9.01 亿元, 同比增长 24.67%, 环比增长 12.85%。其中部分公司一季度归母净利润及同比增速分别为: 德赛西威 (3.53 亿元, +106.33%) > 均胜电子 (3.03 亿元, +28.22%) > 华阳集团 (1.16 亿元, +10.98%) > 科博达 (1.80 亿元, +10.73%) > 经纬恒润 (-0.51 亿元, -206.07%)。其中德赛净利高增主要系营收高增且研发费用率控费效果明显, 主要途径是研发人员控制人数等; 经纬恒润主要系研发费用率的快速增长。

图表175: 智驾域控板块 2023Q1-Q3 归母净利润 (亿元)

图表176: 智驾域控板块 2023Q3 季度归母净利润 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

注: 均胜电子 21Q4 净利润-37.71 亿元, 导致数据异常波动, 因此删除节点。

毛利率和净利率: 23 年 Q1-Q3 板块毛利率为 22.84%, 同比下降 1.43pct; 净利率为 5.06%, 同比下降 2.03pct。其中, 部分公司 23 年 Q1-Q3 毛利率及同比变动分别为: 均胜电子 (13.94%, +1.93pct) > 华阳集团 (22.09%, +0.13pct) > 经纬恒润 (27.52%, -1.41pct) > 德赛西威 (19.88%, -3.85pct) > 科博达 (30.79%, -3.95pct)。

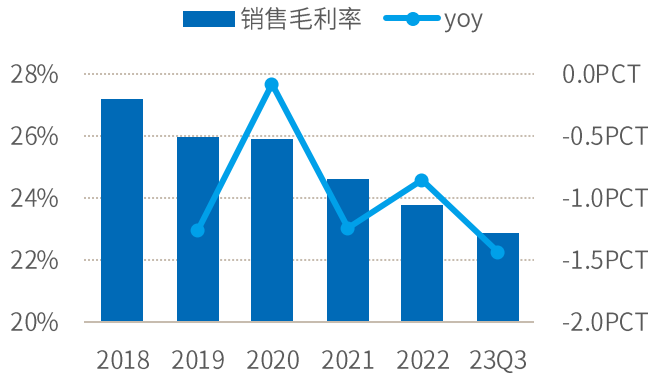
23Q3 板块毛利率为 22.69%, 同比下降 1.97pct, 环比下降 0.38pct; 净利率为 5.19%, 同比下降 2.23pct, 环比下降 0.64pct。其中, 部分公司 23Q3 毛利率及同比变动分别为: 均胜电子 (14.93%, +1.00pct) > 华阳集团 (21.88%, -0.80pct) > 经纬恒润 (27.39%, -0.99pct) > 科博达 (30.56%, -4.47pct) > 德赛西威 (18.71%, -4.60pct)。其中德赛西威三季度毛利率下滑最多, 主要系: 1) 汇率在 Q2-Q3 持续由 6.8 提升至 7.3, 提高了芯片的采购成本; 2) 增量客户理想的产品座舱域控和智驾域控都是代工, IPU04 毛利率较低, 因此对整体毛利率造成负向影响。

23 年 Q1-Q3 净利率及同比变动分别为: 均胜电子 (2.11%、+2.13pct) > 德赛西威 (6.62%, -0.16pct) > 华阳集团 (6.28%, -0.45pct) > 科博达 (15.19%、-1.25pct) > 经纬恒润 (-4.91%, -10.41pct)。

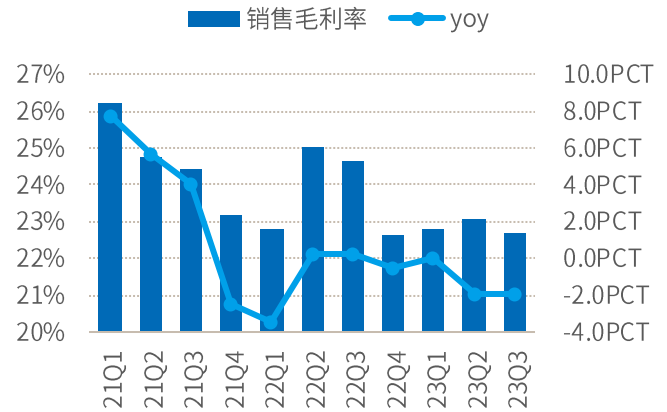
23Q3 净利率及同比变动分别为: 德赛西威 (6.13%, +1.52pct) > 均胜电子 (2.61%、+0.62pct) > 华阳集团 (6.07%, -0.85pct) > 科博达 (15.55%、-3.32pct) > 经纬恒润 (-4.41%, -9.10pct)。其中经纬恒润主要系研发费用率大幅增长, 德赛主要系研发费用率管控环比二季度-1.6pct。



图表177: 2023Q1-Q3 智驾域控板块毛利率



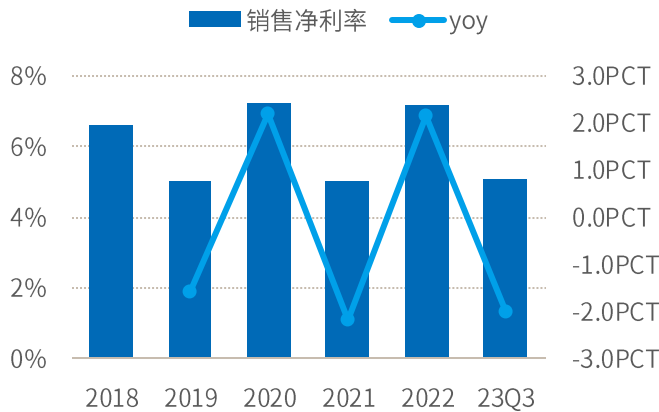
图表178: 23Q3 智驾域控板块毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表179: 2023Q1-Q3 智驾域控板块销售净利率



图表180: 23Q3 智驾域控板块销售净利率

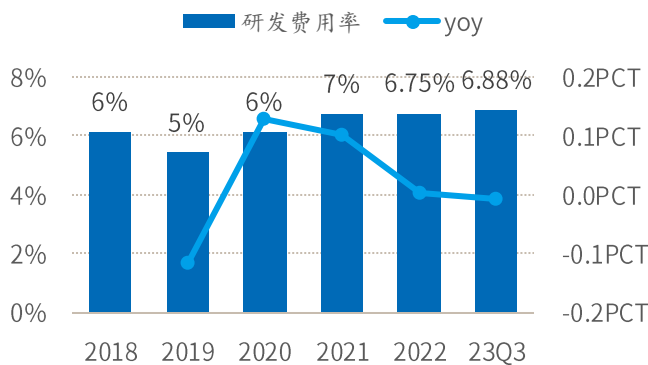


来源: Wind, 国金证券研究所

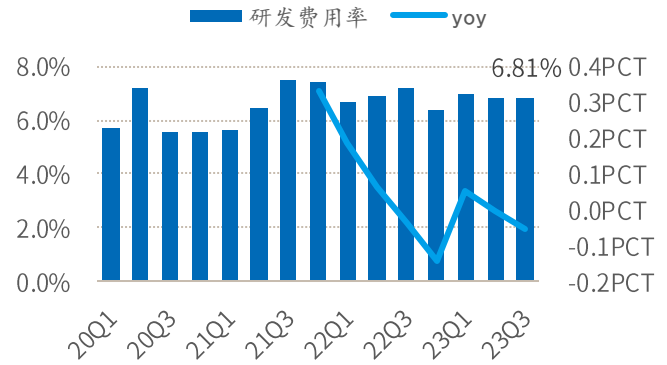
来源: Wind, 国金证券研究所

研发费用: 板块 23 年 Q1-Q3 研发费用 45.82 亿元, 同比增长 20.40%。板块 23Q3 研发费用 16.60 亿元, 同比增长 15.32%。在汽车智能化、在手新项目增长的情况, 板块研发费用维持高增长。板块 23 年 Q1-Q3 研发费用率 6.88%, 同比-0.65 pct。板块 23Q3 研发费用率 6.81%亿元, 同比-5.35pct, 主要系德赛、科博达、均胜和华阳研发费用率都同比下滑。

图表181: 2023Q1-Q3 智驾域控板块年度研发费用 (亿元)



图表182: 23Q3 智驾域控板块季度研发费用率 (亿元)



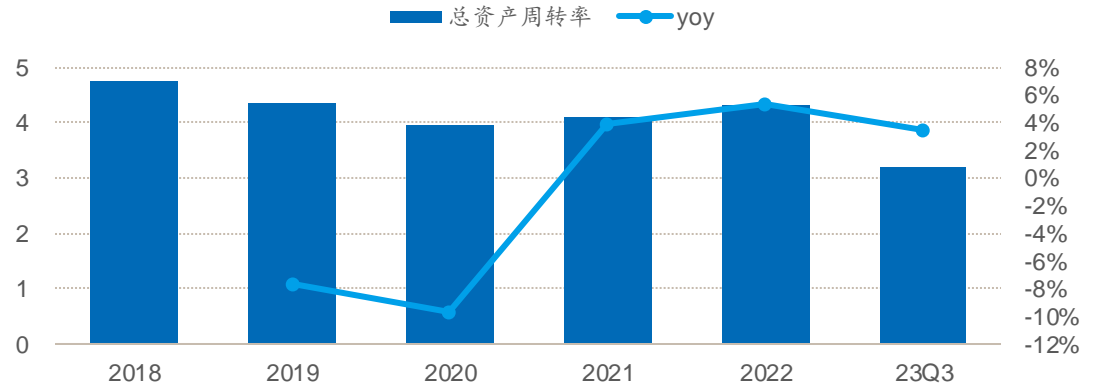
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



总资产周转率：板块 23 年 Q1-Q3 总资产周转率为 3.19 次，同比增长 3.50%。其中，部分公司 23Q1-Q3 资产周转率及同比变动分别为：科博达 (0.56, +16.93%) > 均胜电子 (0.75, +9.15%) > 德赛西威 (0.96, +8.32%) > 华阳集团 (0.60, -2.27%) > 经纬恒润 (0.32, -23.22%)。

图表183: 2018-2023Q3 智驾域控板块总资产周转率

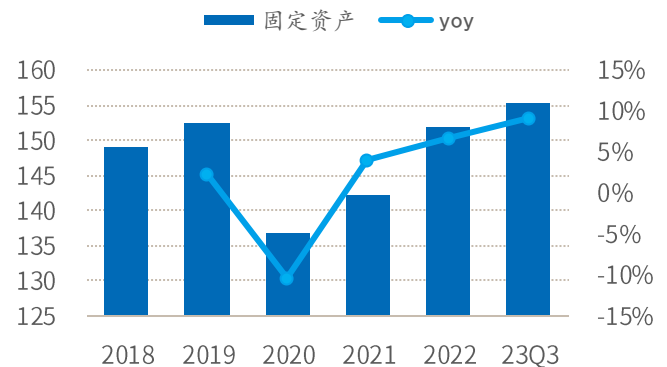
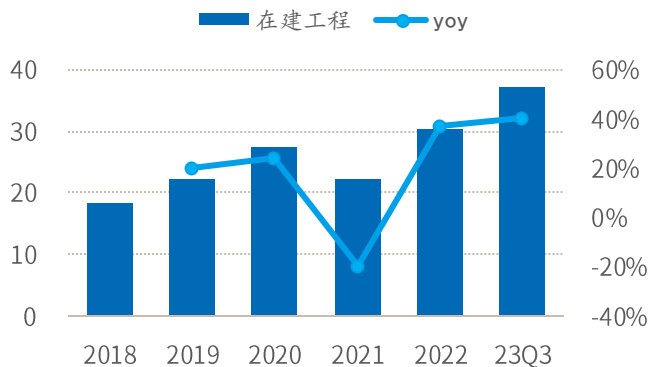


来源：Wind, 国金证券研究所

在建工程+固定资产：板块 23Q3 在建工程 37.25 亿元，同比增长 40.05%。板块 23Q3 固定资产 155.4 亿元，同比增长 9.04%。智能化板块在建工程和固定资产稳定维持高增长，各公司积极扩产适配行业高增长趋势。

图表184: 2018-2023Q3 智驾域控板块在建工程 (亿元)

图表185: 2018-2023Q3 智驾域控板块固定资产 (亿元)



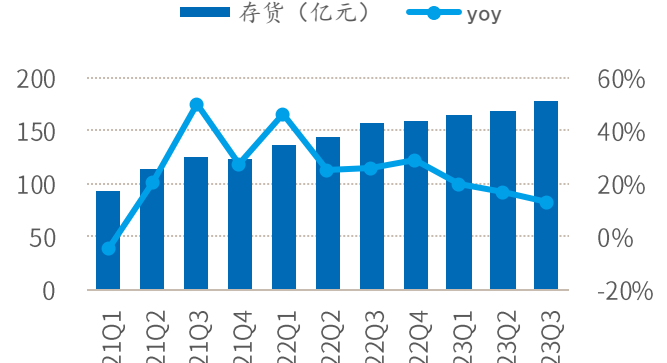
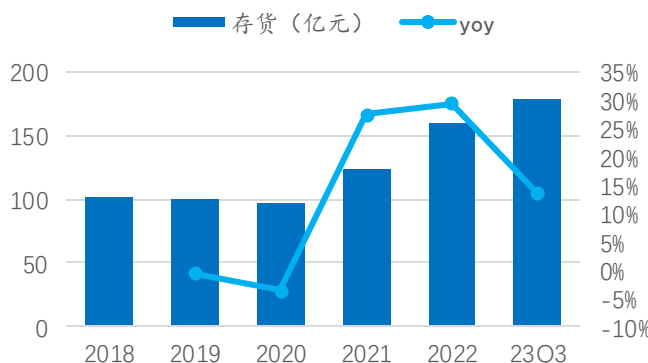
来源：Wind, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

存货：板块 23Q3 平均存货 179.02 亿元，同比增长 13.48%。其中，部分公司 23Q3 存货 (亿元) 及同比变动分别为：经纬恒润 (19.71, 19.25%) > 均胜电子 (94.28, +14.65%) > 德赛西威 (38.35, +11.52%) > 华阳集团 (13.47, +8.16%) > 科博达 (13.21, +8.71%)。其中德赛西威存货增加，部分为公司规模提升，外采芯片所致。

图表186: 2018-2023Q3 智驾域控板块存货 (亿元)

图表187: 2023Q3 智驾域控板块季度存货 (亿元)



来源：Wind, 国金证券研究所

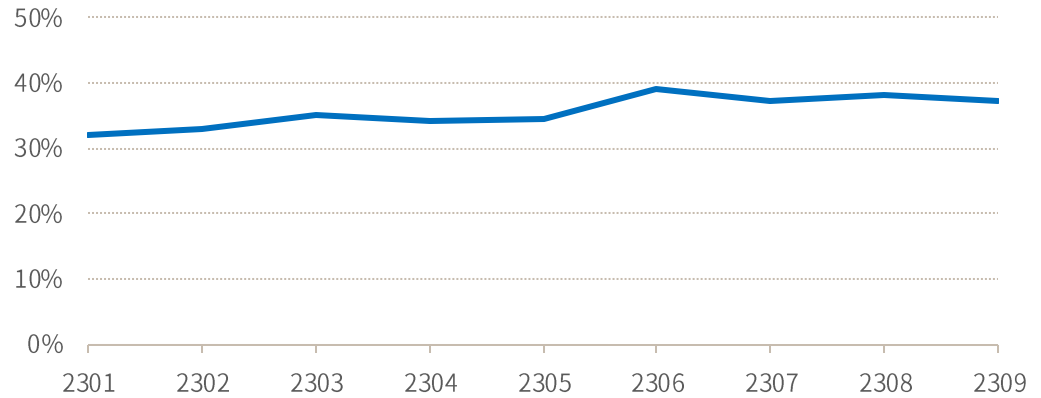
来源：Wind, 国金证券研究所



7.2 智能化持续升级，渗透率稳健提升

23 年 Q1-Q3 智能驾驶加速渗透，车载摄像头、激光雷达、HUD 出货量快速攀升。三季度智能驾驶与车身电子渗透率持续提升。1) 智能化渗透率：2023 年 7/8/9 月，L2 级及以上乘用车渗透率分别为 37.32%/38.10%/37.14%。另外，23Q3 智能化渗透率为 39.7%。随智能化新车型放量，该渗透率有望进一步提升。

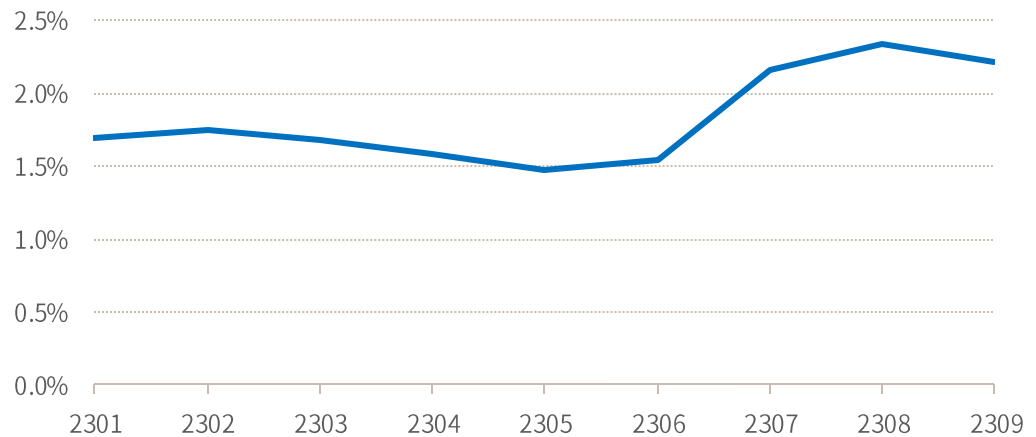
图表188: L2 级以上乘用车渗透率



来源：GGAI，国金证券研究所

2) 智能驾驶核心零部件：2023 年 7/8/9 月，激光雷达渗透率分别为 2.17%/2.33%/2.21%。另外，激光雷达 23Q3 渗透率为 2.24%。

图表189: 搭载激光雷达乘用车渗透率

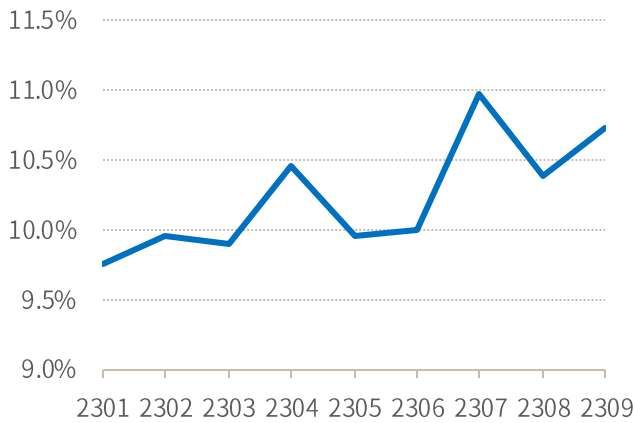


来源：GGAI，国金证券研究所

3) 智能座舱：2023 年 7/8/9 月，标配 HUD 渗透率分别为 10.98%/10.39%/10.73%，搭载座舱域控制器渗透率分别为 16.76%/17.69%/17.55%。另外，HUD（标配）、座舱域控制器 23Q3 渗透率分别为 10.69%/17.35%。

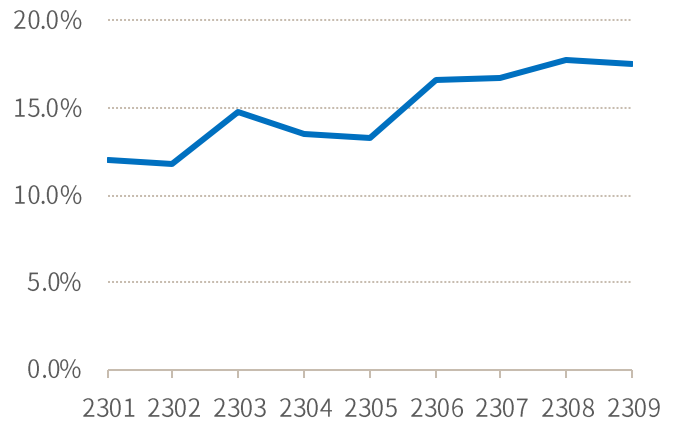


图表190: 标配 HUD 乘用车渗透率



来源: GGA1, 国金证券研究所

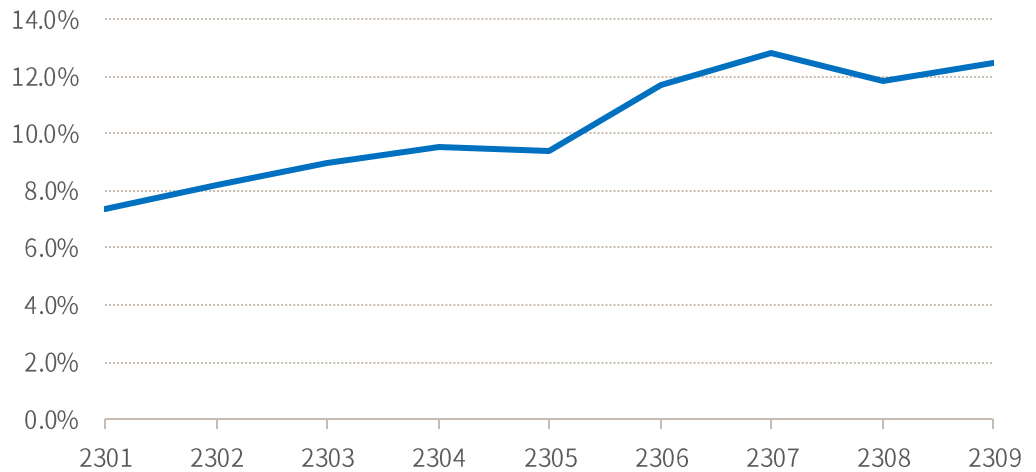
图表191: 搭载智能座舱域控制器乘用车渗透率



来源: GGA1, 国金证券研究所

4) 车身电子: 2023年7/8/9月, 搭载车身域控制器渗透率分别为12.86%/11.88%/12.46%。23Q3 渗透率为 12.39%。

图表192: 搭载车身域控制器乘用车渗透率



来源: GGA1, 国金证券研究所

三、电池: 各环节底部盈利层次清晰, 产能利用率或迎触底反弹

我们针对锂电板块 2023 年 Q3 的财报进行总结分析, 分析对象选择锂电板块的 30 家上市公司。为了更好地剖析锂电各细分环节的经营情况, 我们根据公司主营业务划分为 9 个细分行业: 电池、隔膜、正极-三元、正极-三元前驱体、正极-LFP、负极、电解液、结构件、辅材。



图表193: 锂电产业链标的选择

| 细分板块 | 股票代码 | 公司名称 | 细分板块 | 股票代码 | 公司名称 |
|--------|------------|------|----------|------------|------|
| 电池 | 300750. SZ | 宁德时代 | 正极-三元前驱体 | 603799. SH | 华友钴业 |
| | 300014. SZ | 亿纬锂能 | | 300919. SZ | 中伟股份 |
| | 002074. SZ | 国轩高科 | | 002340. SZ | 格林美 |
| | 300207. SZ | 欣旺达 | 负极 | 835185. BJ | 贝特瑞 |
| | 688567. SH | 孚能科技 | | 603659. SH | 璞泰来 |
| | 300438. SZ | 鹏辉能源 | | 300035. SZ | 中科电气 |
| 隔膜 | 002812. SZ | 恩捷股份 | 电解液 | 001301. SZ | 尚太科技 |
| | 300568. SZ | 星源材质 | | 002709. SZ | 天赐材料 |
| | 002108. SZ | 沧州明珠 | | 300037. SZ | 新宙邦 |
| 正极-三元 | 300073. SZ | 当升科技 | 结构件 | 002407. SZ | 多氟多 |
| | 688005. SH | 容百科技 | | 002850. SZ | 科达利 |
| | 688707. SH | 振华新材 | | 300953. SZ | 震裕科技 |
| 正极-LFP | 688779. SH | 长远锂科 | 辅材 | 688733. SH | 壹石通 |
| | 300769. SZ | 德方纳米 | | 688116. SH | 天奈科技 |
| | 301358. SZ | 湖南裕能 | | 002068. SZ | 黑猫股份 |

来源: 国金证券研究所

图表194: 23Q1-Q3 锂电细分子板块业绩对比 (亿元)

| 细分板块 | 营业收入 | 同比 (%) | 归母净利润 | 同比 (%) | 毛利率 | 同比 pct | 净利率 | 同比 pct | 期间费用率 | 同比 pct | 研发费率 | 同比 pct | 存货周转天数 | 同比 (天) | 应收账款周转天数 | 同比 (天) | 经营性现金流/收入 | 同比 pct |
|----------|-------|--------|-------|--------|-----|--------|-----|--------|-------|--------|------|--------|--------|--------|----------|--------|-----------|--------|
| 电池 | 4,033 | 34% | 344 | 62% | 20% | 2% | 9% | 1% | 8% | 1% | 5% | 0% | 34 | -7 | 37 | 11 | 15% | 5% |
| 隔膜 | 133 | -1% | 31 | -25% | 38% | -6% | 24% | -8% | 10% | 3% | 6% | 2% | 57 | 19 | 95 | 37 | 31% | 17% |
| 正极-三元 | 448 | -20% | 22 | -51% | 11% | -3% | 5% | -3% | 2% | 1% | 2% | -1% | 21 | 2 | 37 | 10 | 0% | -1% |
| 正极-三元前驱体 | 975 | 6% | 49 | -3% | 14% | -1% | 6% | -1% | 7% | 2% | 3% | 0% | 54 | 20 | 26 | 8 | 5% | 15% |
| 正极-LFP | 486 | 19% | 5 | -86% | 7% | -10% | 1% | -9% | 3% | 0% | 2% | 0% | 13 | -11 | 21 | 0 | 7% | 22% |
| 负极 | 387 | 7% | 35 | -31% | 22% | -4% | 10% | -4% | 6% | 1% | 4% | -1% | 83 | 22 | 47 | 17 | 11% | 19% |
| 电解液 | 265 | -20% | 30 | -60% | 25% | -11% | 12% | -11% | 8% | 3% | 5% | 0% | 29 | 9 | 49 | 28 | 17% | 2% |
| 结构件 | 120 | 21% | 8 | 17% | 20% | 0% | 7% | -1% | 7% | 1% | 5% | 0% | 27 | 3 | 58 | 22 | -2% | 1% |
| 辅材 | 82 | -11% | -1 | -118% | 6% | -4% | -1% | -6% | 7% | 2% | 2% | 1% | 24 | 8 | 43 | 13 | 3% | 5% |

来源: 图表 37 中锂电产业链标的公司公告, 国金证券研究所

注: 以图表 37 中的锂电产业链标的细分板块为基础进行业绩汇总

图表195: 23Q3 锂电细分子板块业绩对比

| 23Q3 | 营收(亿元) | 环比 | 归母净利润(亿元) | 环比 | 毛利率 | 环比 | 净利率 | 环比 | 存货周转天数(天) | 环比 | 经营性现金流/收入 | 环比 |
|----------|--------|-----|-----------|-------|-----|-----|-----|-----|-----------|-----|-----------|------|
| 电池 | 1,422 | 4% | 114 | -7% | 21% | 1% | 8% | -1% | 65 | -8 | 14% | 0% |
| 隔膜 | 51 | 15% | 11 | 8% | 35% | -4% | 23% | -2% | 95 | -23 | 48% | 27% |
| 正极-三元 | 153 | 23% | 9 | 70% | 12% | 3% | 6% | 2% | 45 | -16 | 8% | -12% |
| 正极-三元前驱体 | 340 | 12% | 17 | -3% | 16% | 3% | 6% | -2% | 105 | -8 | 5% | -6% |
| 正极-LFP | 166 | 19% | 4 | -44% | 7% | -1% | 2% | -1% | 29 | -6 | 21% | 6% |
| 负极 | 133 | 2% | 11 | -20% | 24% | 4% | 9% | -2% | 167 | -2 | 9% | -8% |
| 电解液 | 98 | 19% | 9 | -8% | 23% | -3% | 10% | -2% | 49 | -9 | 11% | -27% |
| 结构件 | 47 | 21% | 3 | 7% | 19% | -1% | 7% | 0% | 45 | -14 | -10% | -19% |
| 辅材 | 29 | 9% | 0 | -158% | 9% | 5% | 2% | 5% | 47 | -13 | -2% | -29% |

来源: 图表 37 中锂电产业链标的公司公告, 国金证券研究所



注：以图表 37 中的锂电产业链标的的细分板块为基础进行业绩汇总

1、细分子板块比较：电池、结构件环节利润同比逆势增长

(1) 营业收入分析：

从营业收入同比增速看，1-3Q23 锂电细分子行业营收同比增长整体放缓，板块间分化明显，电池和 LFP 正极同比维持高增。1-3Q23 电池板块细分子行业营收同比增速由高至低依次为：电池 (+34%) > 结构件 (+21%) > 正极-LFP (+19%) > 负极 (+7%) > 正极-三元前驱体 (+6%) > 隔膜 (-1%) > 辅材 (-11%) > 电解液 (-20%) > 正极-三元 (-20%)。

单 Q3 环比增速看，锂电细分子行业均较上一季度表现有所提升。3Q23 电池板块细分子行业营收环比增速由高至低依次为：正极-三元 (+23%) > 结构件 (+21%) > 电解液 (+19%) > LFP-正极 (+19%) > 隔膜 (+15%) > 正极-三元前驱体 (+12%) > 辅材 (+9%) > 电池 (+4%) > 负极 (+2%)。

(2) 归母净利润分析：

从归母净利润同比增速看，1-3Q23 仅电池和结构件维持同比正增长。细分子行业归母净利润增速由高至低依次为：电池 (+62%) > 结构件 (+17%) > 隔膜 (-3%) > 正极-三元前驱体 (-25%) > 负极 (-31%) > 正极-三元 (-51%) > 电解液 (-60%) > 正极-LFP (-86%) > 辅材 (-118%)。

单 Q3 环比增速看，隔膜、结构件和正极-三元环比正增。3Q23 归母净利润环比增速由高到低依次为：正极-三元 (+70%) > 隔膜 (+8%) > 结构件 (+7%) > 正极-三元前驱体 (-3%) > 电池 (-7%) > 电解液 (-8%) > 负极 (-20%) > LFP 正极 (-44%) > 辅材 (-158%)。

(3) 毛利率分析：

从毛利率水平看，1-3Q23 隔膜、电解液环节毛利率较高。各个细分子行业毛利率由高至低依次为：隔膜 (38%) > 电解液 (25%) > 负极 (22%) > 结构件 (20%) > 电池 (20%) > 正极-三元前驱体 (14%) > 正极-三元 (11%) > 正极-LFP (7%) > 辅材 (6%)。

从毛利率同比变动看，1-3Q23 仅电池环节毛利率同比上升，其他环节毛利率同比下降，其中电解液和正极-LFP 下滑最明显。具体看，毛利率同比变动方面，电池 (+2pct) > 结构件 (-0pct) > 正极-三元前驱体 (-1pct) > 正极-三元 (-3pct) > 负极 (-4pct) > 辅材 (-4pct) > 隔膜 (-6pct) > 正极-LFP (-10pct) > 电解液 (-11pct)。

单 Q3 环比变动看，辅材等略有改善。3Q23 毛利率环比变动由高到低依次为：辅材 (+5pct) > 负极 (+4pct) > 正极-三元 (+3pct) > 正极-三元前驱体 (+3pct) > 电池 (+1pct) > 结构件 (-1pct) > LFP 正极 (-1pct) > 电解液 (-3pct) > 隔膜 (-4pct)。

(4) 净利率分析：

从净利率水平看，1-3Q23 隔膜环节净利率较高。各个细分子行业净利率由高至低依次为：隔膜 (24%) > 电解液 (12%) > 负极 (10%) > 电池 (9%) > 结构件 (7%) > 正极-三元前驱体 (6%) > 正极-三元 (5%) > 正极-LFP (1%) > 辅材 (-1%)。

从净利率同比变动看，1-3Q23 电池环节净利率呈下降趋势。具体看，净利率同比变动方面，电池 (+1pct) > 结构件 (-1pct) > 正极-三元前驱体 (-1pct) > 正极-三元 (-3pct) > 负极 (-4pct) > 辅材 (-6pct) > 隔膜 (-8pct) > 正极-LFP (-9pct) > 电解液 (-11pct)。

单 Q3 环比变动看，辅材环节改善显著。3Q23 由高到低排序为：辅材 (+5pct) > 正极-三元 (+2pct) > 结构件 (-0.2pct) > 电池 (-1.1pct) > LFP 正极 (-1.4pct) > 电解液 (-1.7pct) > 正极-三元前驱体 (-1.8pct) > 负极 (-1.9pct) > 隔膜 (-1.9pct)。

(5) 期间费用率分析：

从期间费用率水平看，正极环节期间费用率较低。各个细分子行业期间费用率由高至低依次为：隔膜 (10%) > 电解液 (8%) > 电池 (7%) > 辅材 (7%) > 正极-三元前驱体 (7%) > 结构件 (7%) > 负极 (6%) > 正极-LFP (3%) > 正极-三元 (2%)。

从期间费用率同比变动看，1-3Q23 各环节期间费用率均同比上升。具体看，期间费用率同比变动方面，隔膜 (+2.67pct) > 电解液 (+2.57pct) > 辅材 (+2.03pct) > 正极-三元前驱体 (+1.65pct) > 电池 (+1.26pct) > 结构件 (+1.22pct) > 正极-三元 (+0.62pct) > 负极 (+0.52pct) > LFP 正极 (+0.40pct)。

(6) 研发费率分析：

从研发费率水平看，1-3Q23 正极和辅材环节研发费率较低。各个细分子行业研发费率由



高至低依次为：隔膜 (5.80%) > 结构件 (5.25%) > 电池 (5.19%) > 电解液 (4.82%) > 负极 (4.14%) > 正极-三元前驱体 (2.73%) > 正极-三元 (2.23%) > 辅材 (1.62%) > LFP 正极 (1.52%)。

从研发费率同比变动看，1-3Q23 隔膜环节研发费率同比基本持平，其他环节研发费率均下滑或维持稳定。具体看，研发费率同比变动方面，隔膜(1.53pct)>辅材(0.78pct)>电解液(0.44pct)>电池(-0.04pct)>LFP 正极(-0.05pct)>正极-三元前驱体(-0.17pct)>结构件(-0.41pct)>负极(-0.63pct)>正极-三元(-0.97pct)。

7) 应收账款周转分析：

从应收账款周转天数指标看，1-3Q23 隔膜环节较高。由低到高依次为：正极-LFP (21 天) < 正极-三元前驱体 (26 天) < 电池 (37 天) < 正极-三元 (37 天) < 辅材 (43 天) < 负极 (47 天) < 电解液 (49 天) < 结构件 (58 天) < 隔膜 (95 天)。

从应收账款周转天数同比变动看，1-3Q23 各板块均同比上升。由低到高依次为：LFP 正极 (0.2 天) < 正极-三元前驱体 (8 天) < 正极-三元 (10 天) < 电池 (11 天) < 辅材 (13 天) < 负极 (17 天) < 结构件 (22 天) < 电解液 (28 天) < 隔膜 (37 天)。

单 Q3 环比变动看，3Q23 正极-三元应收账款周转天数环比缩短较多。3Q23 环比变动由低到高排序依次为：正极-三元 (-15.47 天) < 电解液 (-10.18 天) < LFP 正极 (-10.02 天) < 隔膜 (-8.58 天) < 正极-三元前驱体 (-8.01 天) < 结构件 (-5.41 天) < 电池 (5.69 天) < 负极 (6.74 天)。

(8) 经营性现金流分析：

从“经营性现金流/营收”指标看，1-3Q23 结构件环节为负，其余环节均为正。从高到低排序为：隔膜 (31%) > 电解液 (17%) > 电池 (15%) > 负极 (11%) > 正极-LFP (7%) > 正极-三元前驱体 (5%) > 辅材 (3%) > 结构件 (-2%) > 正极-三元 (0%)。

从“经营性现金流/营收”同比变动情况来看，1-3Q23 正极-三元环节同比下降，其他上升。从高到低排序为：正极-LFP (+22pct) > 负极 (+19pct) > 隔膜 (+17pct) > 正极-三元前驱体 (+15pct) > 电池 (+5pct) > 辅材 (+5pct) > 电解液 (+2pct) > 结构件 (+1pct) > 正极-三元 (-1pct)。

单 Q3 环比变动看，3Q23 基本所有细分环节环比改善。3Q23 环比变动由高到低排序依次为：隔膜 (27pct) > LFP 正极 (6pct) > 电池 (0pct) > 正极-三元前驱体 (-6pct) > 负极 (-8pct) > 正极-三元 (-12pct) > 结构件 (-19pct) > 电解液 (-27pct) > 辅材 (-29pct)。

(9) 存货分析：

从存货周转天数上看，1-3Q23 负极、隔膜环节较高。从低到高排序为：正极-LFP (13 天) < 正极-三元 (21 天) < 辅材 (24 天) < 结构件 (27 天) < 电解液 (29 天) < 电池 (34 天) < 三元正极前驱体 (54 天) < 隔膜 (57 天) < 负极 (83 天)。

从存货周转天数的同比变动来看，1-3Q23 电池环节明显降低，负极、正极-三元前驱体等环节显著升高。同比变动从低到高排序为：正极-LFP (-11 天) < 电池 (-7 天) < 正极-三元 (2 天) < 结构件 (3 天) < 辅材 (8 天) < 电解液 (9 天) < 隔膜 (19 天) < 正极-三元前驱体 (20 天) < 负极 (22 天)。

单 Q3 环比变动看，多数环节存货周转天数环比下降。3Q23 由低到高排序为：隔膜 (-23 天) < 正极-三元 (-16 天) < 结构件 (-14 天) < 辅材 (-13 天) < 电解液 (-9 天) < 正极-三元前驱体 (-8 天) < 电池 (-8 天) < LFP 正极 (-6 天) < 负极 (-2 天)。

从平均存货/营业收入这一指标来看，多数环节存货环比下降。3Q23 环比变动由高到低排序依次为：LFP 正极 (-5.16pct) > 电解液 (-8pct) > 正极-三元 (-11.12pct) > 结构件 (-12.03pct) > 电池 (-13.77pct) > 辅材 (-15.73pct) > 隔膜 (-16.04pct) > 正极-三元前驱体 (-18.28pct) > 负极 (-27.97pct)。电池和 LFP 正极存货同比下降显著，少数环节略有上升。3Q23 同比变动由高到低排序依次为：正极-三元前驱体 (3.6pct) > 电解液 (2.45pct) > 隔膜 (1.85pct) > 负极 (1.29pct) > 辅材 (0.23pct) > 正极-三元 (-2.29pct) > 结构件 (-4.99pct) > LFP 正极 (-10.52pct) > 电池 (-16.23pct)。

(10) 产能分析：

从资产周转率看，LFP 正极资产周转率较高。细分子行业资产周转率由高至低依次为：LFP-正极 (1.06) > 辅材 (0.73) > 正极-三元 (0.64) > 负极 (0.50) > 结构件 (0.49) > 电池 (0.44) > 电解液 (0.43) > 正极-三元前驱体 (+0.43) > 隔膜 (0.21)。

从资产周转率同比来看，所有环节均下降，其中正极-三元下降幅度最大。3Q23 同比变



动由高到低排序依次为：电池（-6.17pct）>隔膜（-8.3pct）>辅材（-9.27pct）>负极（-12.42pct）>正极-三元前驱体（-16.38pct）>结构件（-17.29pct）> LFP 正极（-27.64pct）>电解液（-29.88pct）>正极-三元（-36.36pct）。

从资产周转率环比来看，相对二季度，各环节经营效率均有提升。3Q23 环比变动由高到低排序依次为：LFP 正极（35.01pct）>辅材（25.82pct）>正极-三元（19.79pct）>负极（16.64pct）>电池（15.05pct）>结构件（15.01pct）>电解液（14.71pct）>正极-三元前驱体（14.09pct）>隔膜（7.71pct）。

从在建工程和固定资产总和这一指标来看，相较上一年，各细分行业规模均有提升。细分子行业在建工程和固定资产绝对增长量（同比）由高至低依次为：电池（604.91 亿元）>正极-三元前驱体（322.19 亿元）>隔膜（94.95 亿元）>负极（73.45 亿元）>电解液（65.59 亿元）>LFP 正极（63.36 亿元）>正极-三元（51.57 亿元）>结构件（34.09 亿元）>辅材（12.11 亿元）。从在建工程和固定资产总和同比增长率来看，各细分行业产能规模显著扩大。细分子行业在建工程和固定资产同比增长率由高至低依次为：结构件（49.69%）>正极-三元前驱体（49.54%）>正极-LFP（48.97%）>隔膜（42.58%）>电解液（41.83%）>负极（38.94%）>正极-三元（37.72%）>电池（34.12%）>辅材（24%）。

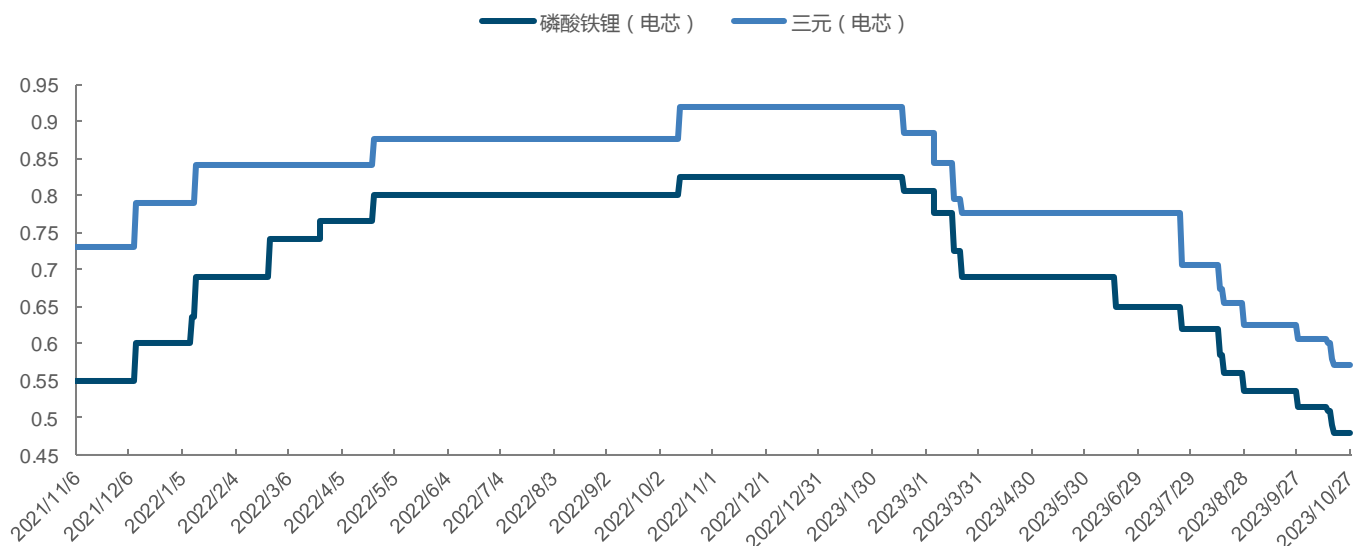
从在建工程和固定资产总和这一指标来看，相较二季度，正极-三元前驱体产能扩大显著。细分子行业在建工程和固定资产绝对增长量（环比）由高至低依次为：正极-三元前驱体（65.82 亿元）>电池（50.35 亿元）>隔膜（24.91 亿元）>负极（14.21 亿元）> LFP 正极（10.7 亿元）>电解液（9.02 亿元）>结构件（7.54 亿元）>正极-三元（6.35 亿元）>辅材（3.05 亿元）。从在建工程和固定资产总和环比增长率来看，隔膜产能规模扩大幅度最大。细分子行业在建工程和固定资产同比增长率由高至低依次为：隔膜（8.5%）>结构件（7.92%）>正极-三元前驱体（7.62%）>正极-LFP（5.88%）>负极（5.73%）>辅材（5.13%）>电解液（4.23%）>正极-三元（3.56%）>电池（2.16%）。

2、电池：龙头企业盈利强韧性，行业盈利结构层次清晰

量：宁德时代、比亚迪市占率领先。1-8 月，动力电池装机量从高到底排序为：宁德时代（158GWh）>比亚迪（68GWh）>中创新航（20GWh）>亿纬锂能（9GWh）>国轩高科（9GWh）>欣旺达（6GWh），各自份额分别为 36.9%/15.9%/4.7%/2.1%/2.1%/1.4%，同比 +1.4%/+3.2%/+0.7%/+0.8 以上/-0.8/-0.3pct。

价：Q3 电芯均价环比下降。H1 三元方形动力电芯均价 0.63 元/Wh，环比下降 10.66%，LFP 动力电芯均价 0.59 元/Wh，环比下降 14.2%。

图表196：电池价格（元/Wh）



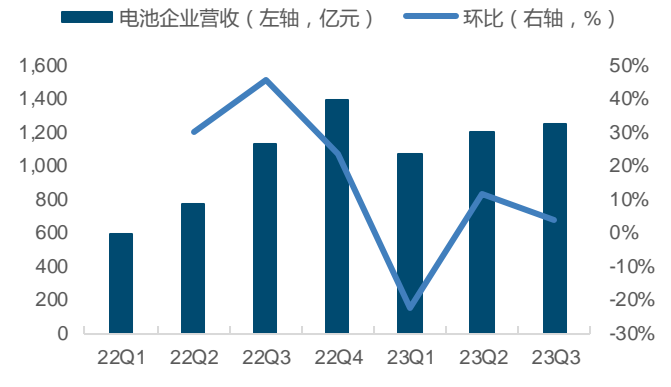
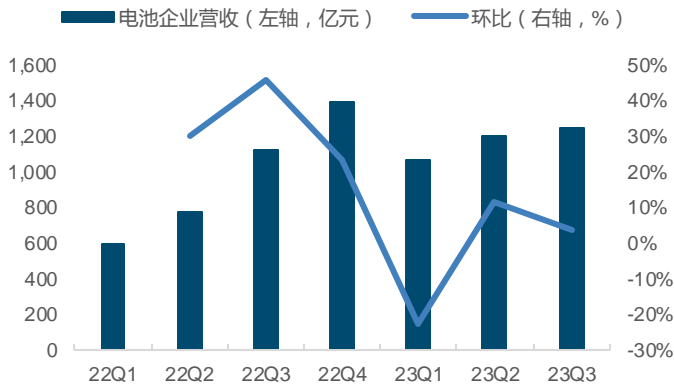
来源：鑫椽锂电，国金证券研究所

1-3Q23，电池企业（宁德时代、国轩高科、亿纬锂能、欣旺达、孚能科技、鹏辉能源）营收同比+34.08%，归母净利润同比+61.70%，毛利率 20.0%，同比+2.29pct，净利率 8.86%，同比+0.89pct。



图表197: 电池企业营收 (亿元, %)

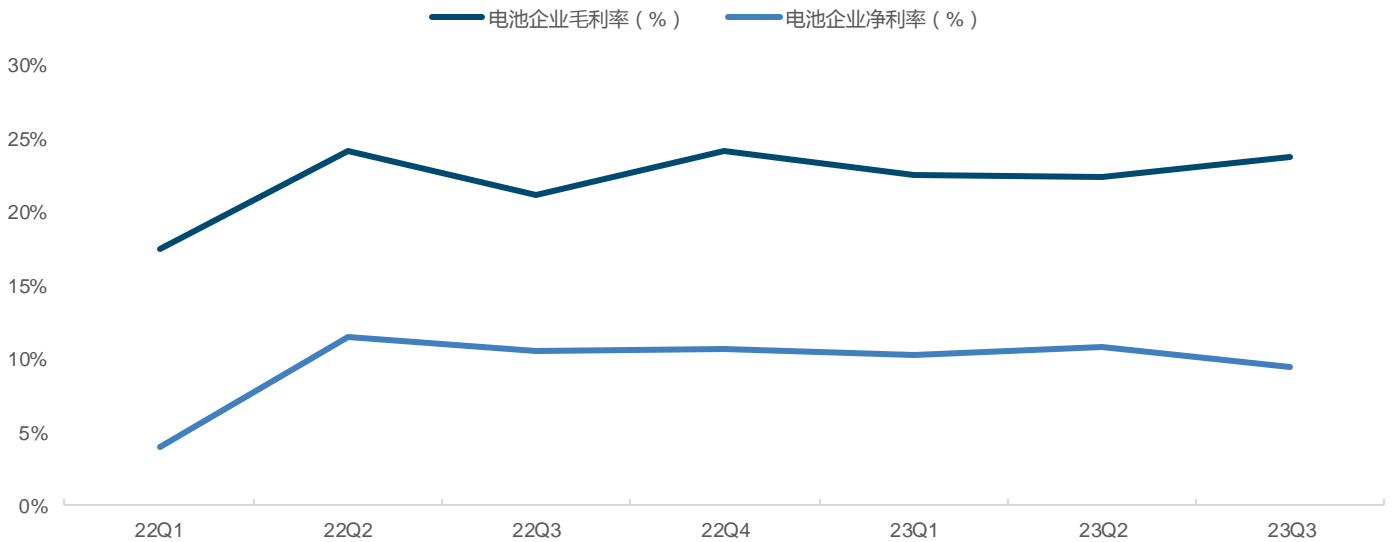
图表198: 电池企业扣非归母净利润 (亿元, %)



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

图表199: 电池企业毛利率、净利率 (%)



来源: iFind, 国金证券研究所

分企业看, 1-3Q23 宁德时代、亿纬锂能等头部动力企业盈利强劲, 二三线企业以微利或亏损为主。

营业收入: 宁德时代 (2,946.77 亿元) > 亿纬锂能 (355.29 亿元) > 欣旺达 (343.19 亿元) > 国轩高科 (217.78 亿元) > 孚能科技 (112.32 亿元) > 鹏辉能源 (57.39 亿元)。

归母净利润: 宁德时代 (311.45 亿元) > 亿纬锂能 (34.24 亿元) > 欣旺达 (8.04 亿元) > 国轩高科 (2.92 亿元) > 鹏辉能源 (2.75 亿元) > 孚能科技 (-15.63 亿元)。

销售毛利率: 宁德时代 (21.9%) > 鹏辉能源 (18.6%) > 国轩高科 (17.0%) > 亿纬锂能 (16.8%) > 欣旺达 (14.4%) > 孚能科技 (3.4%)。

销售净利率: 宁德时代 (11.0%) > 亿纬锂能 (10.9%) > 鹏辉能源 (5.0%) > 国轩高科 (1.7%) > 欣旺达 (0.7%) > 孚能科技 (-13.9%)。



图表200: 电池企业业绩对比 (亿元, %)

| 股票名称 | 营收 | 归母净利润 | 毛利率 | 研发费率 | 净利率 | 经营性现金流/营业收入 | 应收账款周转天数 | 存货周转天数 |
|------|----------|--------|-------|------|--------|-------------|----------|--------|
| 宁德时代 | 2,946.77 | 311.45 | 21.9% | 5.0% | 11.0% | 17.9% | 31.92 | 29.08 |
| 亿纬锂能 | 355.29 | 34.24 | 16.8% | 5.5% | 10.9% | 15.1% | 42.41 | 40.69 |
| 国轩高科 | 217.78 | 2.92 | 17.0% | 6.3% | 1.7% | 1.0% | 80.72 | 58.80 |
| 欣旺达 | 343.19 | 8.04 | 14.4% | 5.8% | 0.7% | 6.7% | 44.88 | 39.05 |
| 孚能科技 | 112.32 | -15.63 | 3.4% | 4.1% | -13.9% | 3.0% | 34.22 | 57.67 |
| 鹏辉能源 | 57.39 | 2.75 | 18.6% | 5.0% | 5.0% | 7.2% | 40.80 | 85.80 |

来源: wind, 国金证券研究所

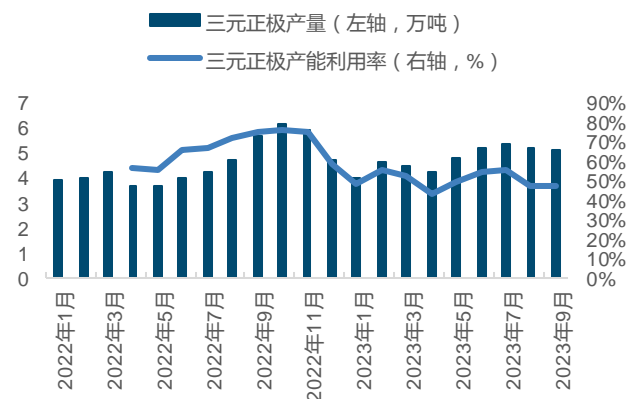
3、正极: 原材料价格波动影响利润表现, 当升科技盈利领先

量: 1-3Q23 三元正极材料国内产量 42.9 万吨, 同比+13%, 3Q23 产量 15.6 万吨, 环比+10%, Q3 行业产能利用率有所下降, H1 维持在 50%-70% 区间, Q3 在 46%-55%; 1-3Q23 LFP 正极材料国内产量 105.1 万吨, 同比+65%, 3Q23 产量 46.1 万吨, 环比+29%, Q3 行业产能利用率有所下降, H1 维持在 30%-65% 区间, Q3 在 50%-60%。

出货: 3Q23, 当升科技/容百科技/长远锂科/振华新材三元出货分别 1.9/2.6/2/0.95 万吨, 预计份额分别为 12.2%/16.7%/12.8%/6.1%。

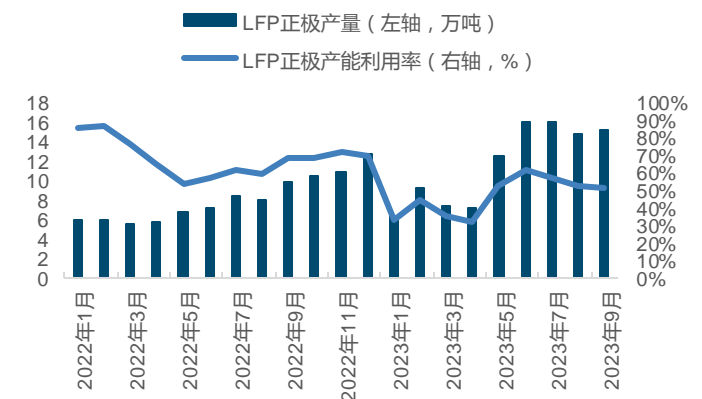
价: 正极材料 Q3 价格随碳酸锂价格回落而回落。Q3 三元材料 523 (含税) 单位平均价格 20.08 万元/吨, 环比下降 5.1%; 三元材料 622 (含税) 单位平均价格 21.04 万元/吨, 环比下降 4.6%; 三元材料 811 (含税) 单位平均价格 25.04 万元/吨, 环比下降 9.5%; 磷酸铁锂平均价格 8.29 万元/吨, 环比下降 5.6%。

图表201: 三元正极产量 (万吨) 及产能利用率



来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

图表202: LFP 正极产量 (万吨) 及产能利用率

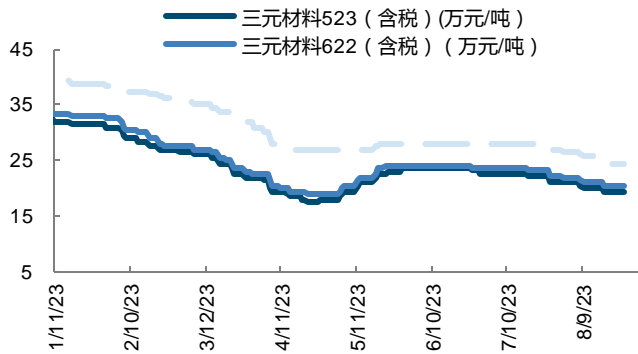


来源: 隆众资讯, 国金证券研究所

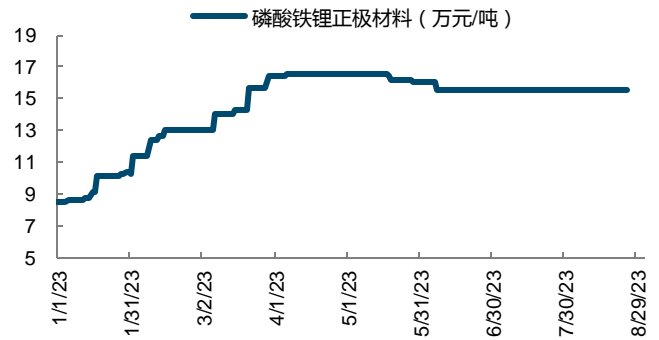
价格: 正极材料 H1 价格随碳酸锂价格回落而回落。H1 三元材料 523 (含税) 单位平均价格 24.75 万元/吨, 环比下降 26.2%; 三元材料 622 (含税) 单位平均价格 25.81 万元/吨, 环比下降 25.7%; 三元材料 811 (含税) 单位平均价格 32.18 万元/吨, 环比下降 18.4%; 磷酸铁锂平均价格 11.33 万元/吨, 环比下降 30.7%。



图表203: 三元材料价格 (万元/吨)



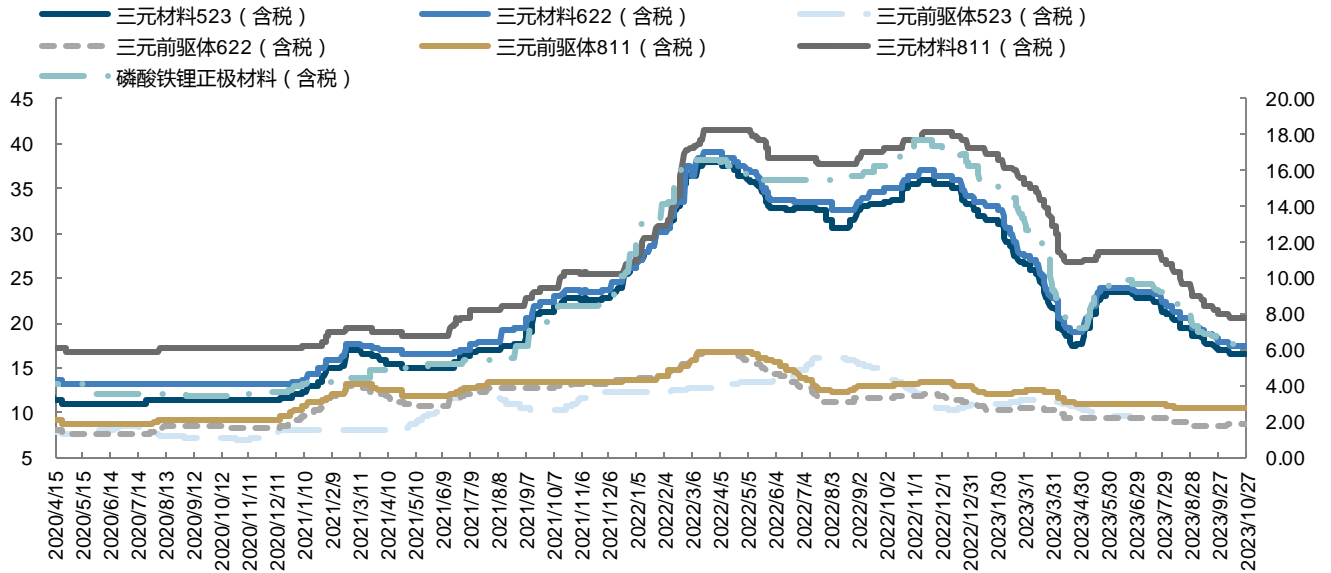
图表204: 磷酸铁锂价格 (万元/吨)



来源: 中华商务网, 国金证券研究所

来源: 中华商务网, 国金证券研究所

图表205: 三元正极、LFP 正极材料价格 (万元/吨)

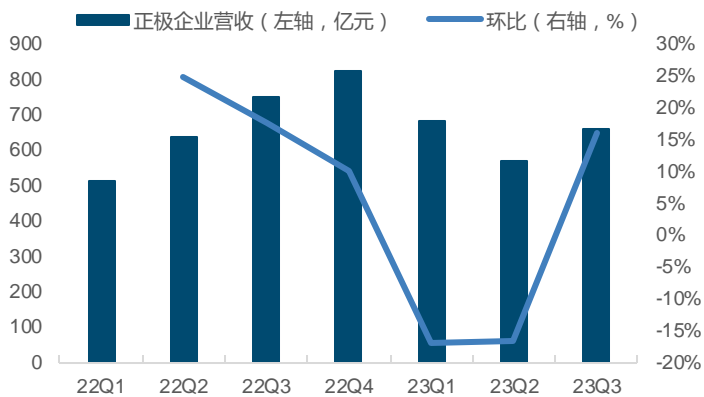


来源: 中华商务网, 国金证券研究所

1-3Q23, 三元正极企业 (容百科技、当升科技、长远锂科、振华新材) 营收同比-20%, 归母净利润同比-51%, 毛利率 10.5%, 同比-3.35pct, 净利率 5.02%, 同比-2.74pct; 三元前驱体企业 (华友钴业、中伟股份、格林美) 营收同比+5.56%, 归母净利润同比-2.96%, 毛利率 14.2%, 同比-1.11pct, 净利率 6.49%, 同比-0.92pct; LFP 正极企业 (湖南裕能、德方纳米) 营收同比+18.81%, 归母净利润同比-86.17%, 毛利率 6.7%, 同比-9.6pct, 净利率 0.66%, 同比-8.73pct。

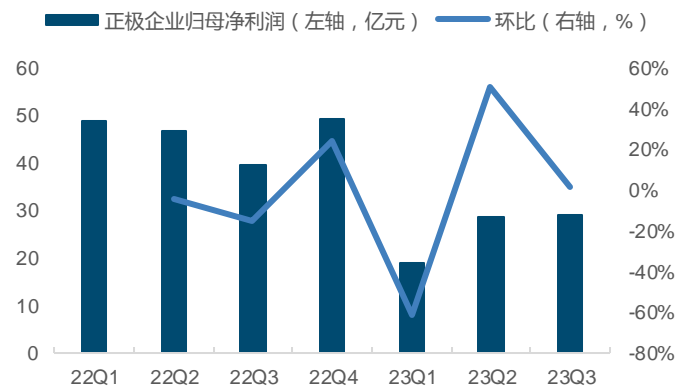


图表206: 正极企业营收 (亿元, %)



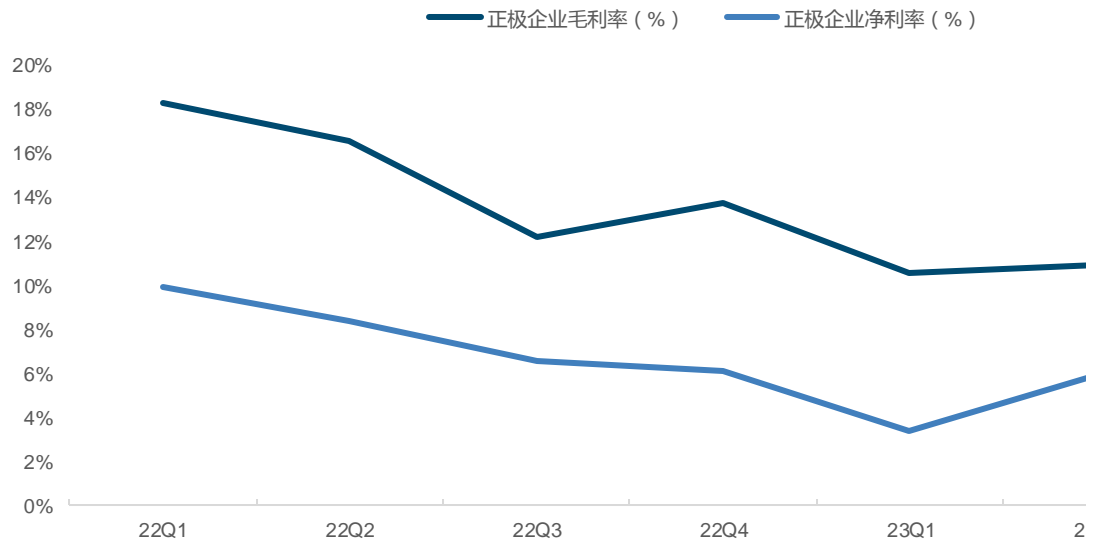
来源: iFind, 国金证券研究所

图表207: 正极企业归母净利润 (亿元, %)



来源: iFind, 国金证券研究所

图表208: 正极企业毛利率、净利率 (%)



来源: iFind, 国金证券研究所

分企业看, 受客户结构&产品结构影响, 当升科技盈利能力显著领先。

营业收入: 华友钴业 (510.91 亿元) > 湖南裕能 (343.28 亿元) > 中伟股份 (261.91 亿元) > 格林美 (202.28 亿元) > 容百科技 (185.74 亿元) > 德方纳米 (143.07 亿元) > 当升科技 (125.44 亿元) > 长远锂科 (83.65 亿元) > 振华新材 (52.81 亿元)。

归母净利润: 华友钴业 (30.13 亿元) > 湖南裕能 (15.42 亿元) > 当升科技 (14.92 亿元) > 中伟股份 (13.87 亿元) > 容百科技 (6.16 亿元) > 格林美 (5.48 亿元) > 长远锂科 (0.72 亿元) > 振华新材 (0.38 亿元) > 德方纳米 (-9.96 亿元)。

销售毛利率: 当升科技 (18.3%) > 华友钴业 (14.9%) > 格林美 (13.6%) > 中伟股份 (13.2%) > 容百科技 (8.7%) > 湖南裕能 (8.5%) > 长远锂科 (5.7%) > 振华新材 (6.1%) > 德方纳米 (2.2%)。

销售净利率: 当升科技 (11.9%) > 华友钴业 (7.9%) > 中伟股份 (5.8%) > 湖南裕能 (5.4%) > 格林美 (3.7%) > 容百科技 (3.5%) > 长远锂科 (0.9%) > 振华新材 (0.7%) > 德方纳米 (-8.5%)。



图表209：正极企业业绩对比（亿元，%）

| 股票名称 | 营收 | 归母净利润 | 毛利率 | 研发费率 | 净利率 | 经营性现金流/营业收入 | 应收账款周转天数 | 存货周转天数 |
|------|--------|-------|-------|------|-------|-------------|----------|--------|
| 当升科技 | 125.44 | 14.92 | 18.3% | 3.4% | 11.9% | 14.4% | 47.82 | 16.08 |
| 容百科技 | 185.74 | 6.16 | 8.7% | 1.2% | 3.5% | 4.8% | 21.83 | 16.96 |
| 振华新材 | 52.81 | 0.38 | 6.1% | 1.4% | 0.7% | 3.7% | 31.28 | 41.89 |
| 长远锂科 | 83.65 | 0.72 | 5.7% | 3.3% | 0.9% | -32.8% | 59.32 | 22.38 |
| 华友钴业 | 510.91 | 30.13 | 14.9% | 2.2% | 7.9% | 4.9% | 21.47 | 50.23 |
| 中伟股份 | 261.91 | 13.87 | 13.2% | 2.9% | 5.8% | 8.3% | 26.33 | 50.03 |
| 格林美 | 202.28 | 5.48 | 13.6% | 3.8% | 3.7% | 2.7% | 39.39 | 67.07 |
| 德方纳米 | 143.07 | -9.96 | 2.2% | 3.1% | -8.5% | 17.9% | 26.96 | 16.12 |
| 湖南裕能 | 343.28 | 15.42 | 8.5% | 0.9% | 4.5% | 2.9% | 18.82 | 10.90 |

来源：iFind，国金证券研究所

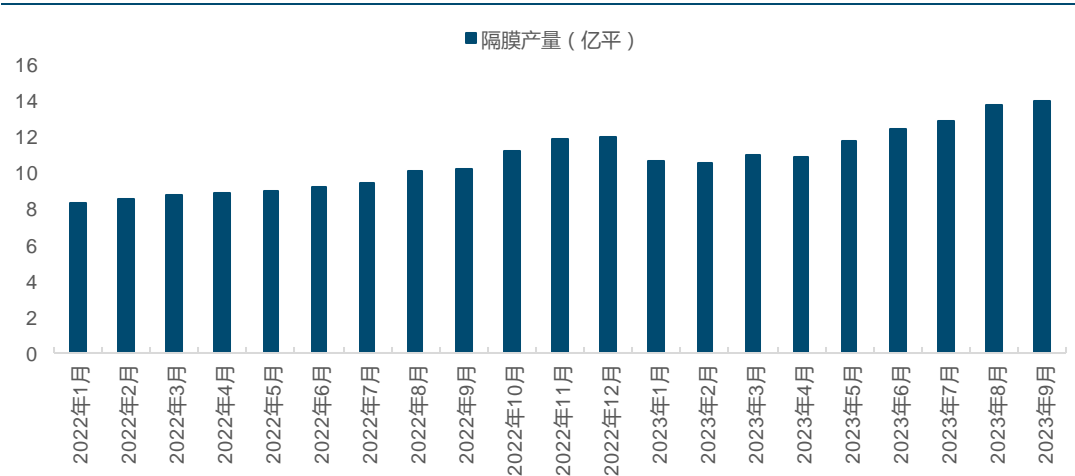
4、隔膜：行业利润率略降，龙二盈利亮眼

量：1-3Q23 国内隔膜产量 107.6 亿平，同比+30.5%，3Q23 产量 40.6 亿平，同比+16.0%。

出货（干法&湿法隔膜整体）：3Q23，恩捷股份/星源材质/中材科技出货分别 15/7.8/3 亿平，预计份额分别为 36.9%/19.2%/7.4%。

价：隔膜部分价格持续下滑。Q3，7+2um 湿法涂覆膜平均价格为 1.34 元/平米，环比下降 0.8%；9+3um 湿法涂覆膜平均价格 1.89 元/平米，环比下降 3.44%；国产 9um 湿法膜平均单价为 1.74 元/平，环比下降 2.2%。

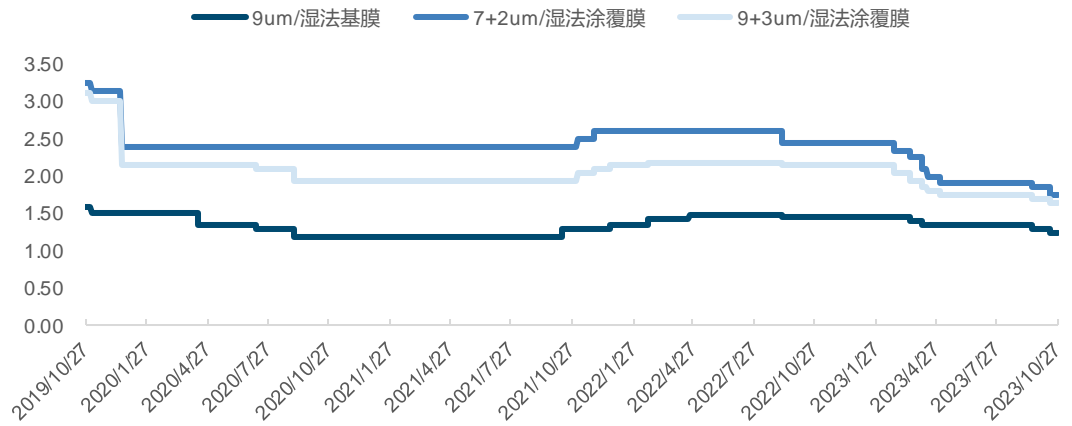
图表210：隔膜产量（亿平）



来源：隆众资讯，国金证券研究所



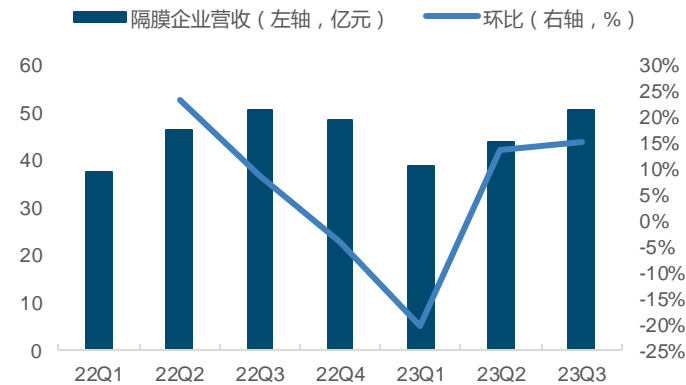
图表211: 隔膜价格 (元/平米)



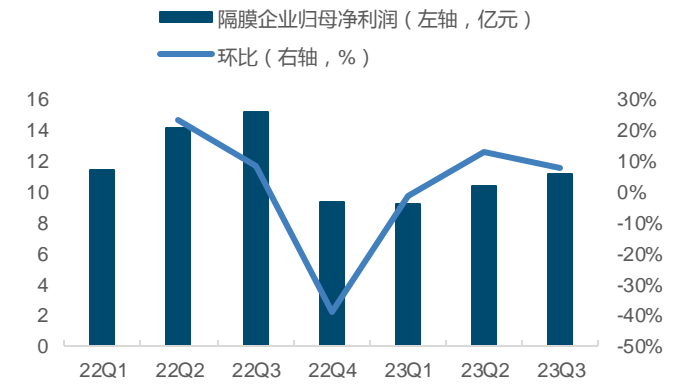
来源: 鑫椏锂电, 国金证券研究所

1-3Q23, 隔膜企业 (恩捷股份、星源材质、沧州明珠) 营收同比-1.27%, 归母净利润同比-24.76%, 毛利率 37.7%, 同比-6.3pct, 净利率 24.16%, 同比-7.73pct。

图表212: 隔膜企业营收 (亿元, %)



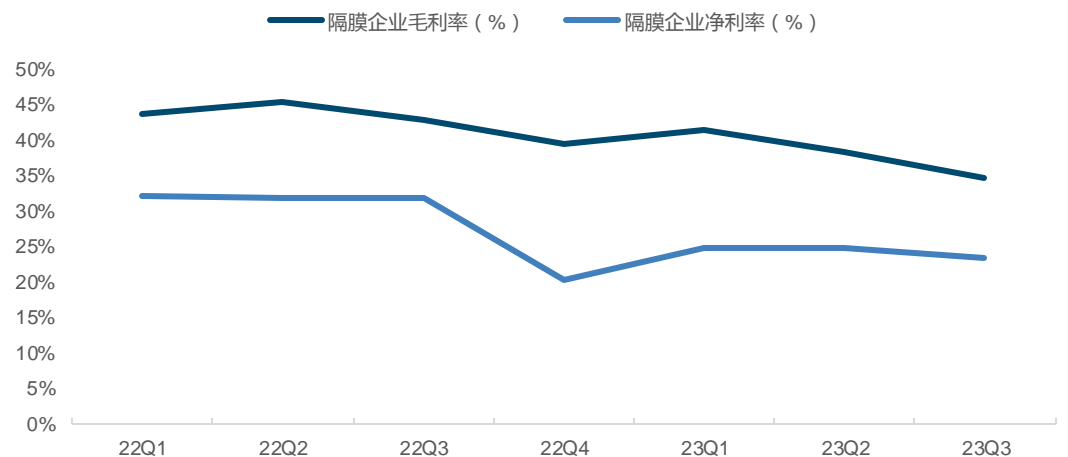
图表213: 隔膜企业归母净利润 (亿元, %)



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

图表214: 隔膜企业毛利率、净利率 (%)



来源: iFind, 国金证券研究所

分企业看, 1-3Q23, 星源材质盈利能力逐步攀升。

营业收入: 恩捷股份 (90.93 亿元) > 星源材质 (22.11 亿元) > 沧州明珠 (19.93 亿元)。

归母净利润: 恩捷股份 (21.54 亿元) > 星源材质 (6.68 亿元) > 沧州明珠 (2.43 亿元)。

销售毛利率: 星源材质 (46.6%) > 恩捷股份 (40.3%) > 沧州明珠 (15.8%)。

销售净利率: 星源材质 (31.1%) > 恩捷股份 (25.1%) > 沧州明珠 (12.4%)。



图表215: 隔膜企业业绩对比 (亿元, %)

| 股票名称 | 营收 | 归母净利润 | 毛利率 | 研发费率 | 净利率 | 经营性现金流/营业收入 | 应收账款周转天数 | 存货周转天数 |
|------|-------|-------|-------|------|-------|-------------|----------|--------|
| 恩捷股份 | 90.93 | 21.54 | 40.3% | 6.3% | 25.1% | 33.6% | 104.81 | 70.54 |
| 星源材质 | 22.11 | 6.68 | 46.6% | 8.0% | 31.1% | 41.4% | 75.06 | 34.20 |
| 沧州明珠 | 19.93 | 2.43 | 15.8% | 1.3% | 12.4% | 10.1% | 69.03 | 30.90 |

来源: iFind, 国金证券研究所

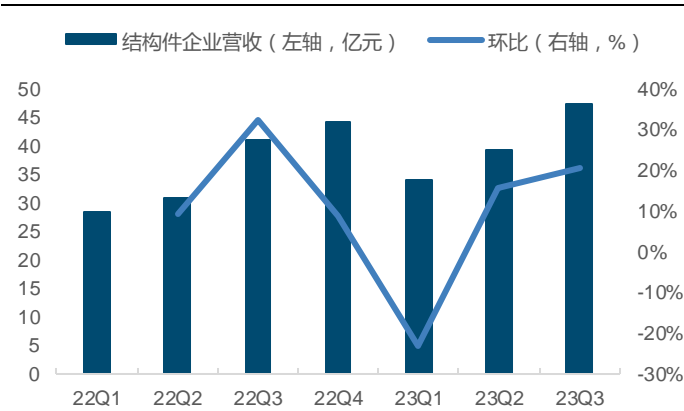
5、结构件：龙头企业盈利一枝独秀，扩大与二线差距

结构件环节：1-3Q23，行业 2 科达利净利率维持 10%+，行业处于龙一赚钱，二线基本亏损的状态。我们预计行业盈利整体见底，价格下降&利润压缩空间已不大，行业或将持续出清，预计盈利趋势相对稳定。

1-3Q23，结构件企业（科达利、震裕科技）营收同比+20.67%，归母净利润同比+16.72%，毛利率 19.7%，同比-0.4pct，净利率 7.14%，同比-0.54pct。

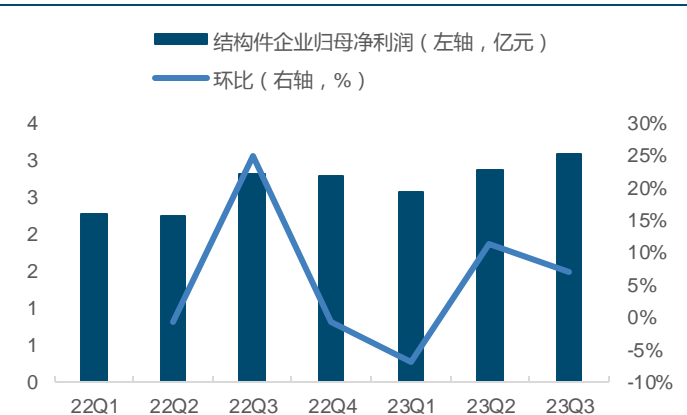
份额（根据电池产量&对应结构件产值估算）：3Q23，科达利、震裕科技收入分别 28.5/18.8 亿元，预计份额分别为 42.7%/28.1%。

图表216: 结构件企业营收 (亿元, %)



来源: iFind, 国金证券研究所

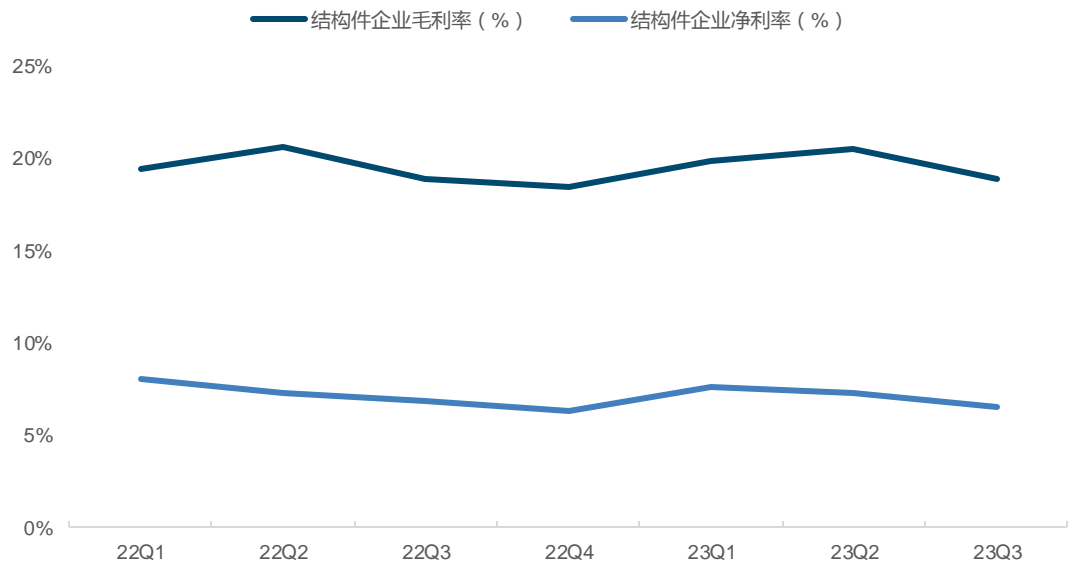
图表217: 结构件企业归母净利润 (亿元, %)



来源: iFind, 国金证券研究所



图表218: 结构件企业毛利率、净利率 (%)



来源: iFind, 国金证券研究所

分企业看, 科达利毛利率、净利率优势明显。
 营业收入: 科达利 (77.68 亿元) > 震裕科技 (42.85 亿元)。
 归母净利润: 科达利 (7.95 亿元) > 震裕科技 (0.55 亿元)。
 销售毛利率: 科达利 (23.3%) > 震裕科技 (13.0%)。
 销售净利率: 科达利 (10.4%) > 震裕科技 (1.3%)。

图表219: 结构件企业业绩对比 (亿元, %)

| 股票名称 | 营收 | 归母净利润 | 毛利率 | 研发费率 | 净利率 | 经营性现金流/营业收入 | 应收账款周转天数 | 存货周转天数 |
|------|-------|-------|-------|------|-------|-------------|----------|--------|
| 科达利 | 77.68 | 7.95 | 23.3% | 5.6% | 10.4% | 0.5% | 50.25 | 21.11 |
| 震裕科技 | 42.75 | 0.55 | 13.0% | 4.6% | 1.3% | -7.8% | 71.86 | 35.24 |

来源: iFind, 国金证券研究所

6、负极: 整体盈利中枢下行, 盈利走势有分化

Q3 整体盈利环比 Q2 进一步下降, 同比 Q3 下降。22 年, 由负极石墨化紧缺, 石墨化价格上涨, 行业利润从负极端转向石墨化端, 具有石墨化自供率水平较高的厂商盈利水平较高。23 年 Q1 行业因高价库存盈利水平显著下降, Q3 负极石墨化价格进一步下跌。

出货: 3Q23, 江西紫宸/尚太科技/杉杉股份/贝特瑞预计出货 5.3/4.7/6.7/10.0 万吨, 份额预计分别为 15.7%/13.7%/19.7%/29.5%。

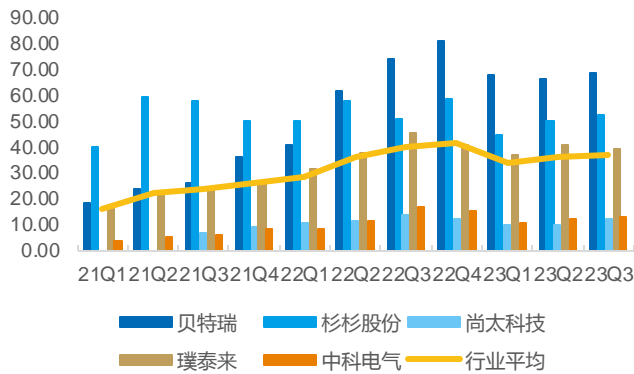
图表220: 负极环节分季度业绩表现 (亿元, %)

| | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 行业营收 (亿元) | 15.8 | 22.0 | 24.1 | 26.1 | 28.3 | 35.8 | 40.0 | 41.6 | 33.8 | 36.0 | 37.0 |
| 行业毛利率 (%) | 32.3% | 30.2% | 31.0% | 27.7% | 31.6% | 28.9% | 26.9% | 23.8% | 21.6% | 20.4% | 21.9% |
| 行业毛利 (亿元) | 5.1 | 6.6 | 7.5 | 7.2 | 9.0 | 10.4 | 10.8 | 9.9 | 7.3 | 7.3 | 8.1 |
| 行业扣非净利 (亿元) | 9.0 | 12.2 | 16.1 | 16.6 | 18.0 | 21.2 | 23.1 | 17.4 | 12.0 | 16.3 | 12.0 |
| 行业扣非净率 | 14.4% | 14.1% | 20.1% | 18.4% | 14.7% | 13.2% | 17.9% | 12.3% | 9.1% | 11.9% | 9.3% |

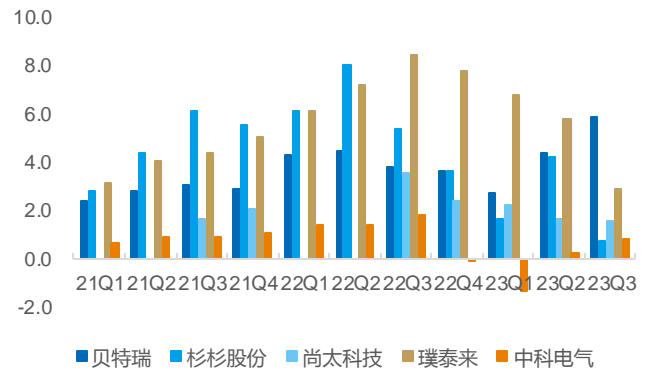
来源: iFind, 国金证券研究所



图表221: 负极企业营业收入 (亿元, %)



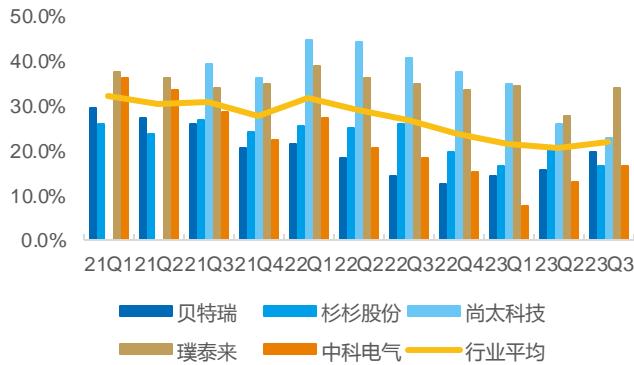
图表222: 负极企业扣非归母净利润 (亿元, %)



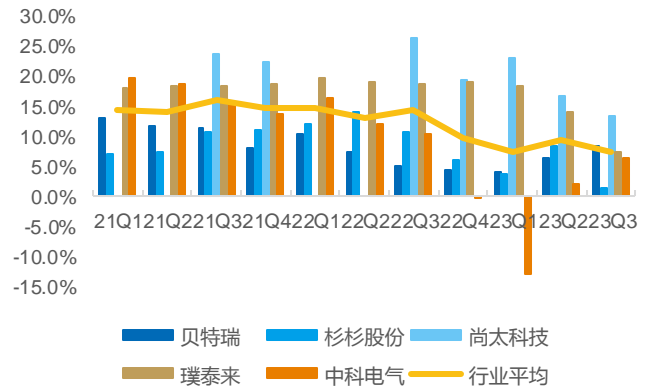
来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

图表223: 负极企业毛利率



图表224: 负极企业净利率



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

分企业看, 低石墨化自供率盈利修复。

营业收入: 23年Q3, 贝特瑞(68.88亿) > 杉杉股份(52.42亿) > 璞泰来(38.82亿) > 中科电气(12.88亿) > 尚太科技(12.04亿);

扣非归母净利润: 23年Q3, 贝特瑞(5.9亿) > 璞泰来(2.9亿) > 尚太科技(1.6亿) > 中科电气(0.8亿) > 杉杉股份(0.7亿)。

销售毛利率: 23年Q3, 璞泰来(33.9%) > 尚太科技(22.6%) > 贝特瑞(19.7%) > 中科电气(16.7%) > 杉杉股份(16.6%)

销售净利率: 23年Q3, 尚太科技(13.4%) > 璞泰来(7.6%) > 贝特瑞(8.5%) > 中科电气(6.5%) > 杉杉股份(1.4%)。


图表225: 负极企业分季度业绩表现 (亿元, %)

| 毛利率 | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 贝特瑞 | 29.5% | 27.1% | 26.0% | 20.7% | 21.7% | 18.2% | 14.3% | 12.6% | 14.3% | 15.6% | 19.7% |
| 杉杉股份 | 25.8% | 23.6% | 26.7% | 24.1% | 25.5% | 25.2% | 26.2% | 19.7% | 16.4% | 20.0% | 16.6% |
| 尚太科技 | | | 39.4% | 36.3% | 44.9% | 44.1% | 40.9% | 37.5% | 35.0% | 25.8% | 22.6% |
| 璞泰来 | 37.8% | 36.4% | 34.1% | 35.0% | 38.7% | 36.4% | 34.7% | 33.6% | 34.3% | 27.7% | 33.9% |
| 中科电气 | 36.2% | 33.8% | 28.8% | 22.3% | 27.2% | 20.6% | 18.4% | 15.5% | 7.8% | 13.0% | 16.7% |
| 行业平均 | 32.3% | 30.2% | 31.0% | 27.7% | 31.6% | 28.9% | 26.9% | 23.8% | 21.6% | 20.4% | 21.9% |
| 营业收入 (亿元) | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
| 贝特瑞 | 18.53 | 23.54 | 26.44 | 36.40 | 40.79 | 61.22 | 73.67 | 81.11 | 67.65 | 66.58 | 68.88 |
| 杉杉股份 | 39.99 | 59.47 | 57.65 | 49.88 | 50.30 | 57.42 | 50.69 | 58.61 | 44.49 | 50.18 | 52.42 |
| 尚太科技 | | | 6.84 | 9.16 | 10.77 | 11.21 | 13.39 | 12.46 | 9.52 | 10.14 | 12.04 |
| 璞泰来 | 17.39 | 21.84 | 23.72 | 27.01 | 31.31 | 37.64 | 45.19 | 40.50 | 36.99 | 41.07 | 38.82 |
| 中科电气 | 3.28 | 4.95 | 5.65 | 8.06 | 8.58 | 11.75 | 17.12 | 15.12 | 10.41 | 11.93 | 12.88 |
| 行业平均 | 15.84 | 21.96 | 24.06 | 26.10 | 28.35 | 35.85 | 40.01 | 41.56 | 33.81 | 35.98 | 37.01 |
| 归母净利润 (亿元) | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
| 贝特瑞 | 2.4 | 2.8 | 3.1 | 2.9 | 4.3 | 4.5 | 3.8 | 3.6 | 2.7 | 4.4 | 5.9 |
| 杉杉股份 | 2.8 | 4.4 | 6.1 | 5.5 | 6.2 | 8.1 | 5.4 | 3.7 | 1.7 | 4.2 | 0.7 |
| 尚太科技 | | | 1.6 | 2.0 | | | 3.5 | 2.4 | 2.2 | 1.7 | 1.6 |
| 璞泰来 | 3.1 | 4.0 | 4.4 | 5.0 | 6.1 | 7.2 | 8.5 | 7.8 | 6.8 | 5.8 | 2.9 |
| 中科电气 | 0.6 | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 1.4 | 1.4 | 1.8 | -0.1 | -1.3 | 0.2 | 0.8 |
| 净利率 | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
| 贝特瑞 | 13.0% | 11.9% | 11.6% | 8.1% | 10.5% | 7.3% | 5.2% | 4.4% | 4.0% | 6.6% | 8.5% |
| 杉杉股份 | 7.0% | 7.4% | 10.6% | 11.0% | 12.2% | 14.0% | 10.7% | 6.2% | 3.7% | 8.4% | 1.4% |
| 尚太科技 | | | 23.8% | 22.2% | | | 26.4% | 19.5% | 23.2% | 16.7% | 13.4% |
| 璞泰来 | 18.0% | 18.5% | 18.6% | 18.6% | 19.6% | 19.1% | 18.8% | 19.2% | 18.3% | 14.0% | 7.6% |
| 中科电气 | 19.7% | 18.6% | 15.7% | 13.6% | 16.3% | 12.2% | 10.5% | -0.3% | -12.9% | 1.9% | 6.5% |
| 行业平均 | 14.4% | 14.1% | 16.0% | 14.7% | 14.7% | 13.2% | 14.3% | 9.8% | 7.3% | 9.5% | 7.5% |

来源: 负极企业公司公告, 国金证券研究所

7、电解液: 行业盈利接近触底, 龙头显现超额利润

23Q3 整体盈利环比 23Q2 下降, 同比 22Q2 下降。21-22 年, 由于六氟磷酸锂紧缺, 电解液价格上涨, 行业整体利润上行, 六氟自供率水平较高的厂商盈利水平较高。23 年 Q1 行业因六氟供需过剩, 行业整体盈利水平下降。23Q3 随碳酸锂价格下行、竞争进一步激烈, 行业盈利中枢进一步下行。

出货: 3Q23, 天赐材料出货预计为 11-12 万吨, 份额预计为 38%; 新宙邦出货预计为 4-4.5 万吨, 份额预计为 14%。

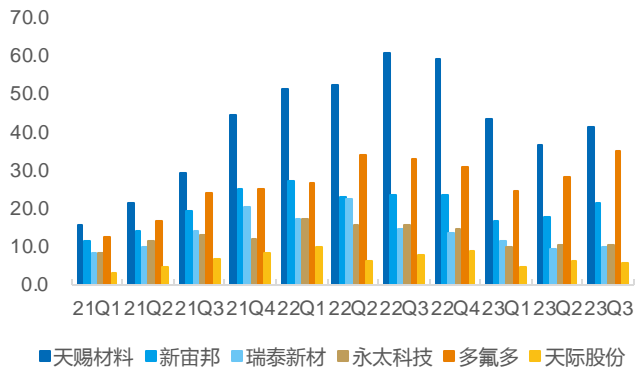
图表226: 电解液环节分季度业绩表现 (亿元, %)

| | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 行业营收 (亿元) | 58.9 | 77.8 | 106.0 | 134.9 | 149.5 | 153.0 | 154.6 | 149.5 | 110.1 | 108.7 | 124.5 |
| 行业毛利率 (%) | 29.9% | 34.9% | 36.5% | 37.0% | 39.8% | 31.3% | 25.0% | 24.5% | 23.3% | 21.1% | 18.6% |
| 行业毛利 (亿元) | 17.6 | 27.1 | 38.7 | 49.9 | 59.6 | 47.9 | 38.7 | 36.6 | 25.7 | 23.0 | 23.1 |
| 行业扣非净利 (亿元) | 7.2 | 12.8 | 22.6 | 21.4 | 37.1 | 29.7 | 22.7 | 19.5 | 11.5 | 10.7 | 8.7 |
| 行业扣非净率 | 12.4% | 17.1% | 22.1% | 17.0% | 24.8% | 16.7% | 11.2% | 8.7% | 8.0% | 7.7% | 4.6% |

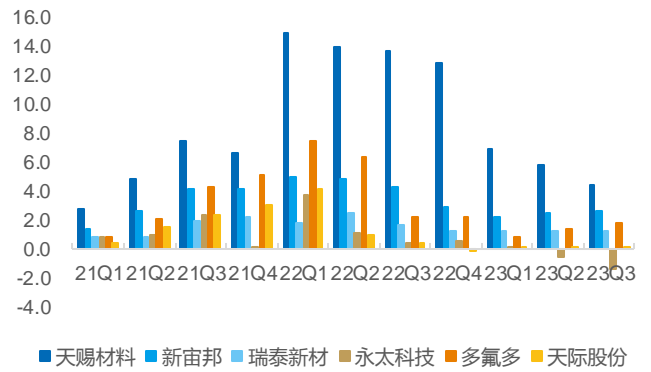
来源: iFind, 国金证券研究所



图表227: 电解液企业营业收入 (亿元, %)



图表228: 电解液扣非归母净利润 (亿元, %)



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

分企业看, 龙头展现超额利润。

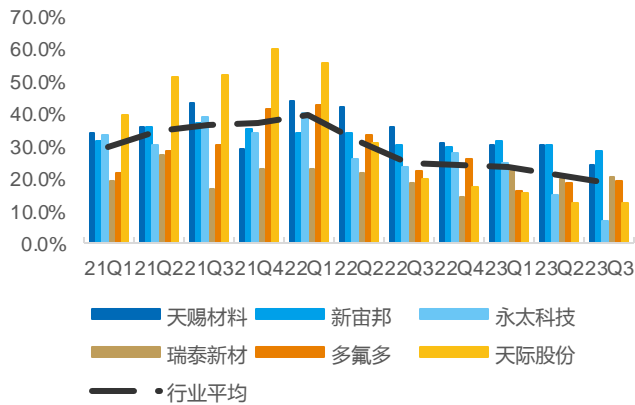
营业收入: 23年Q3, 天赐材料(41.4亿) > 多氟多(35.2亿) > 新宙邦(21.5亿) > 永太科技(10.7亿) > 瑞泰新材(10.1亿) > 天际股份(5.8亿)

扣非归母净利润: 23年Q3, 天赐材料(4.4亿) > 新宙邦(2.7亿) > 多氟多(1.8亿) > 瑞泰新材(1.2亿) > 天际股份(0.0亿) > 永太科技(-1.4亿)。

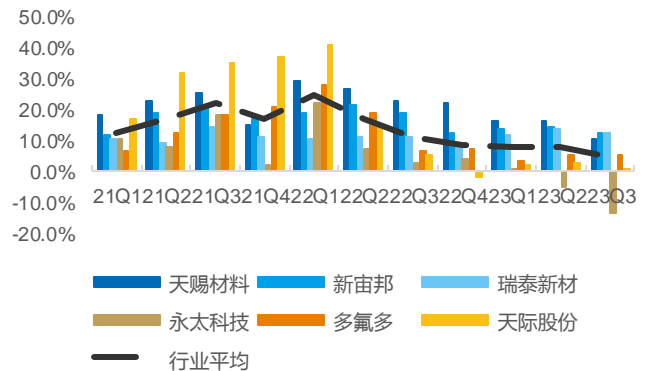
销售毛利率: 23年Q3, 新宙邦(28.3%) > 天赐材料(24.3%) > 瑞泰新材(20.4%) > 多氟多(19.1%) > 天际股份(12.4%) > 永太科技(6.9%)

销售净利率: 23年Q3, 新宙邦(12.4%) > 瑞泰新材(12.3%) > 天赐材料(10.6%) > 多氟多(5.2%) > 天际股份(0.8%) > 永太科技(-13.5%)。

图表229: 电解液企业毛利率



图表230: 电解液企业净利率



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所


图表231：电解液企业分季度业绩表现（亿元，%）

| 毛利率 | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 天赐材料 | 34.3% | 36.2% | 43.5% | 29.1% | 44.0% | 42.1% | 36.2% | 30.9% | 30.5% | 30.3% | 24.3% |
| 新宙邦 | 31.3% | 36.1% | 37.4% | 35.6% | 33.8% | 34.1% | 30.2% | 29.9% | 31.5% | 30.4% | 28.3% |
| 永太科技 | 33.5% | 30.2% | 39.0% | 33.7% | 40.3% | 26.0% | 23.5% | 28.1% | 24.8% | 14.7% | 6.9% |
| 瑞泰新材 | 19.3% | 27.0% | 17.0% | 22.7% | 22.6% | 21.7% | 18.4% | 14.5% | 22.1% | 20.0% | 20.4% |
| 多氟多 | 21.6% | 28.7% | 30.3% | 41.2% | 42.6% | 33.1% | 22.1% | 26.2% | 15.9% | 18.8% | 19.1% |
| 天际股份 | 39.3% | 51.1% | 52.2% | 59.9% | 55.7% | 30.9% | 19.9% | 17.4% | 15.3% | 12.7% | 12.4% |
| 行业平均 | 29.9% | 34.9% | 36.5% | 37.0% | 39.8% | 31.3% | 25.0% | 24.5% | 23.3% | 21.1% | 18.6% |
| 营业收入（亿元） | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
| 天赐材料 | 15.6 | 21.4 | 29.2 | 44.7 | 51.5 | 52.1 | 60.7 | 58.9 | 43.1 | 36.7 | 41.4 |
| 新宙邦 | 11.4 | 14.2 | 19.1 | 24.8 | 27.1 | 22.8 | 23.4 | 23.3 | 16.5 | 17.9 | 21.5 |
| 瑞泰新材 | 8.2 | 9.6 | 13.8 | 20.4 | 17.0 | 22.3 | 14.5 | 13.3 | 11.2 | 9.5 | 10.1 |
| 永太科技 | 8.5 | 11.2 | 13.0 | 12.0 | 17.4 | 15.8 | 15.6 | 14.5 | 10.1 | 10.5 | 10.6 |
| 多氟多 | 12.4 | 16.7 | 24.0 | 24.9 | 26.5 | 33.7 | 32.7 | 30.6 | 24.7 | 27.9 | 35.2 |
| 天际股份 | 2.8 | 4.7 | 6.9 | 8.1 | 10.0 | 6.2 | 7.7 | 8.7 | 4.4 | 6.2 | 5.8 |
| 扣非归母净利润（亿元） | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
| 天赐材料 | 2.8 | 4.8 | 7.4 | 6.6 | 14.9 | 13.9 | 13.7 | 12.8 | 6.9 | 5.9 | 4.4 |
| 新宙邦 | 1.4 | 2.6 | 4.1 | 4.2 | 5.0 | 4.9 | 4.3 | 2.9 | 2.3 | 2.5 | 2.7 |
| 瑞泰新材 | 0.9 | 0.9 | 2.0 | 2.2 | 1.8 | 2.5 | 1.6 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| 永太科技 | 0.9 | 0.9 | 2.3 | 0.2 | 3.8 | 1.1 | 0.4 | 0.5 | 0.1 | -0.5 | -1.4 |
| 多氟多 | 0.8 | 2.1 | 4.3 | 5.2 | 7.4 | 6.4 | 2.2 | 2.2 | 0.8 | 1.4 | 1.8 |
| 天际股份 | 0.5 | 1.5 | 2.4 | 3.0 | 4.1 | 0.9 | 0.4 | -0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.0 |
| 扣非归母净利率 | 21Q1 | 21Q2 | 21Q3 | 21Q4 | 22Q1 | 22Q2 | 22Q3 | 22Q4 | 23Q1 | 23Q2 | 23Q3 |
| 天赐材料 | 18.2% | 22.6% | 25.5% | 14.7% | 29.0% | 26.7% | 22.6% | 21.8% | 15.9% | 15.9% | 10.6% |
| 新宙邦 | 12.0% | 18.5% | 21.6% | 16.9% | 18.5% | 21.4% | 18.5% | 12.4% | 13.9% | 14.0% | 12.4% |
| 瑞泰新材 | 10.6% | 9.3% | 14.5% | 10.8% | 10.6% | 11.2% | 11.2% | 8.9% | 11.6% | 13.8% | 12.3% |
| 永太科技 | 10.1% | 8.1% | 18.0% | 1.7% | 21.9% | 6.9% | 2.8% | 3.7% | 0.9% | -4.9% | -13.5% |
| 多氟多 | 6.6% | 12.4% | 17.9% | 20.8% | 27.9% | 19.1% | 6.8% | 7.1% | 3.4% | 5.1% | 5.2% |
| 天际股份 | 17.1% | 31.7% | 35.1% | 37.1% | 41.0% | 14.7% | 5.2% | -1.7% | 2.1% | 2.4% | 0.8% |
| 行业平均 | 12.4% | 17.1% | 22.1% | 17.0% | 24.8% | 16.7% | 11.2% | 8.7% | 8.0% | 7.7% | 4.6% |

来源：iFind，国金证券研究所

四、投资建议

终端竞争激烈大背景下，产业链分化是行业主旋律，持续推荐创新和国产替代两大产业趋势。（1）智能汽车：基于创新维度，长期看好华为汽车、特斯拉供应链以及代表性技术。基于成本维度，看好被动安全、座舱座椅、微电机、智能化底盘等国产替代加速；（2）新能源车：创新维度看好复合集流体、芳纶等，成本维度看好龙头是宁德时代、科达利、天赐材料等；（3）机器人：0-1 爆发在即，看好特斯拉引领板块“机器人含量”的提升，核心标的是跟特斯拉研发协同的供应商：三花智控和拓普集团等。关注丝杠、



高维传感器等赛道。

五、风险提示

电动车补贴政策不及预期：电动车补贴政策有提前退坡的可能性，补贴退坡的幅度存在不确定性，或者降低补贴幅度 超出预期的风险。
汽车与电动车产销量不及预期：汽车与电动车产销量受到宏观经济环境、行业支持政策、消费者购买意愿等因素的影响，存在不确定性。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金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。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806



【小程序】
国金证券研究服



【公众号】
国金证券研究