

# 格局好+客户好 $\approx$ 业绩穿越周期

——2024年汽车零部件的思考（二）

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

证券分析师：刘力宇

执业证书编号：S0600522050001

二零二四年二月五日

- **复盘【星宇股份】的发展历程，可以看到“好赛道+好格局+好客户”是优质零部件企业的成长公式。**（1）车灯是可持续升级的优质赛道，2016年至2020年车灯LED渗透率超预期兑现，带动车灯单车价值量持续提升；（2）车灯行业**竞争格局较好**，集中度较高，主要竞争对手为外资企业，但并没有形成垄断格局，且内资车灯企业数量较少并与星宇均有较大差距；（3）在SUV行业红利下行周期中，公司绑定合资大客户（主要是迎来强车型周期的一汽大众），**充分享受了客户的发展红利**。星宇股份在上一轮行业承压周期中兼具“好赛道、好格局、好客户”，顺利穿越了行业周期。
- **2023年新能源渗透率已经来到35%的水平，电动化的红利呈现边际递减的状态，因此需要对各零部件赛道适时重新评估，包括“天时”（赛道空间）和“地利”（竞争格局）两大维度。**
  - ✓ **天时：**市场空间=单车ASP×销量×渗透率。好的赛道需要具备几个指标，（1）高ASP，对应更大的市场空间，更容易孕育出大公司，**最好赛道还能有持续升级，ASP提升的潜力**；（2）成长型赛道则需要具备**渗透率确定性快速提升的能力**。
  - ✓ **地利：**本轮电动化带来的自主整车份额提升打开了零部件企业国产替代空间，而且电动化和智能化本身就创造出了许多的全新增量赛道，但与此同时也不可避免的在各个赛道引入了新玩家，在一定程度上加剧了细分市场的竞争。好的格局应该具备以下几个条件，（1）**行业集中度高，无新进入者或较少新进入者**；（2）最好为外资占据主要份额，**国产替代空间大**，同时内资玩家数量少，内资之间竞争温和。

- **整车竞争格局继续演绎淘汰赛，客户结构决定短期业绩确定性和长期发展前景。**目前，在整车行业“以价换量”的趋势下，合资油车下行明显，新能源整车格局判断继续向“多强”方向演绎，尾部淘汰加快。绑定下游优势车企客户的零部件企业有望在整车格局收敛的过程中享受大客户的发展红利，进而提升自身的市场份额。
- **投资建议：**优选具备“天时”和“地利”的赛道中，存量和增量客户结构好，具备业绩确定性的优质零部件企业。
- ✓ **成熟型赛道中**，大内饰：推荐【新泉股份】、【岱美股份】、【华域汽车】；车灯：推荐【星宇股份】；座椅：推荐【继峰股份】，关注【天成自控】、【上海沿浦】；玻璃：推荐【福耀玻璃】；被动安全：推荐【松原股份】【均胜电子】。
- ✓ **成长型赛道中**，Tier 0.5供应商：推荐【拓普集团】；智驾及座舱域控：推荐【德赛西威】；线控制动：推荐【伯特利】；线控转向：推荐【耐世特】；HUD：推荐【华阳集团】；空悬：推荐【保隆科技】；轻量化：推荐【爱柯迪】、【旭升集团】，【瑞鹄模具】；热管理：推荐【银轮股份】。
- **风险提示：**乘用车价格战超预期；新能源渗透率低于预期；原材料价格波动超预期。



■ 星宇股份穿越周期的启示

■ 优质汽车零部件赛道有哪些特征

■ 整车淘汰赛加速，客户结构重要性提升

■ 投资建议及风险提示

## 一、星宇股份穿越周期的启示

- 2018年，SUV周期接近尾声，SUV渗透率见顶，价格竞争加剧。此外，此前实施的购置税减免政策也在SUV周期的后半段扮演了重要的外在变量，在一定程度上透支了2018年及之后的需求。
- 乘用车行业销量表现：2018-2020年乘用车行业销量同比增速分别为-3.84%/-9.28%/-6.39%。
- 汽零行业盈利变化：下游整车竞争加剧，汽零行业面临价格压力传导和产能利用率下滑的双重影响，板块的毛利率和销售净利率均呈现下行趋势。

图1：2018-2020年国内狭义乘用车销量出现下滑

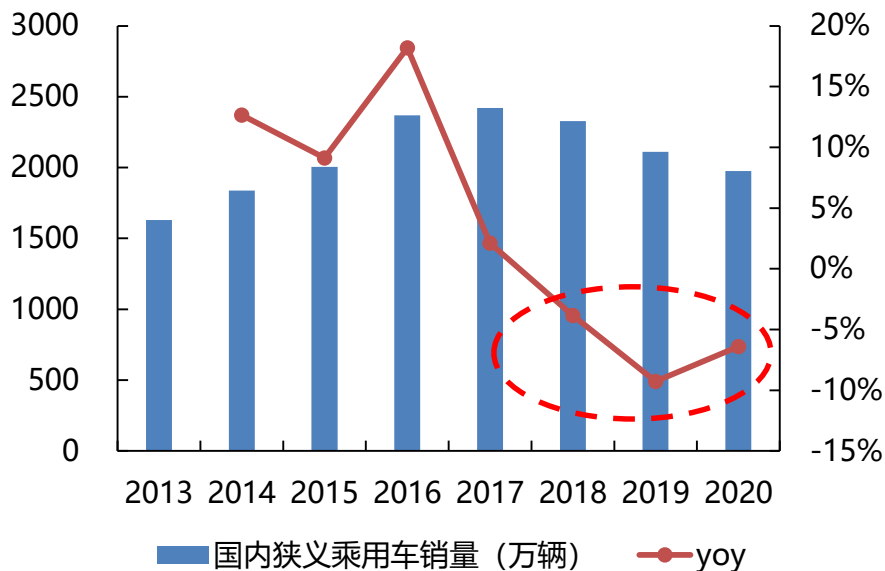
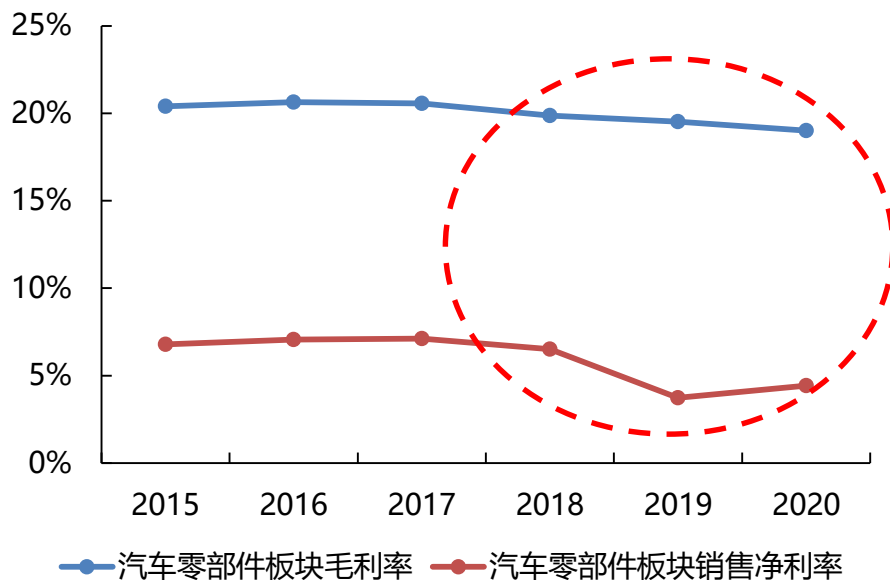


图2：2018-2020年汽零板块盈利能力下滑



■与汽零整体行业表现不同，星宇在2018-2020年持续兑现业绩，走出强 $\alpha$ 的个股行情。

- ✓**营收：**星宇收入从2017年的42.55亿元持续增长至2020年的73.23亿元，复合增速为20%；
- ✓**净利润：**星宇净利润规模从2017年的4.70亿元持续增长至2020年的11.60亿元，复合增速为35%。
- ✓**盈利能力：**星宇毛利率和净利率在2017-2020年间持续提升。

图3：星宇股份营业收入及YOY

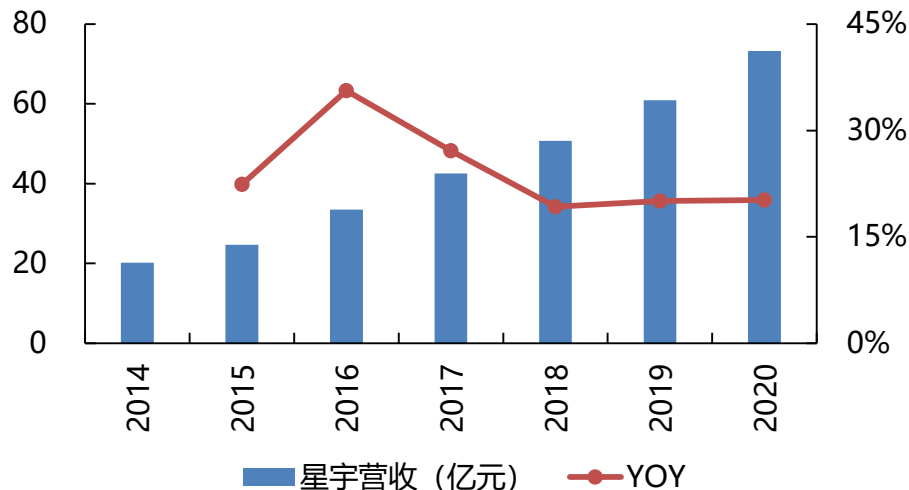


图4：星宇股份归母净利润及YOY

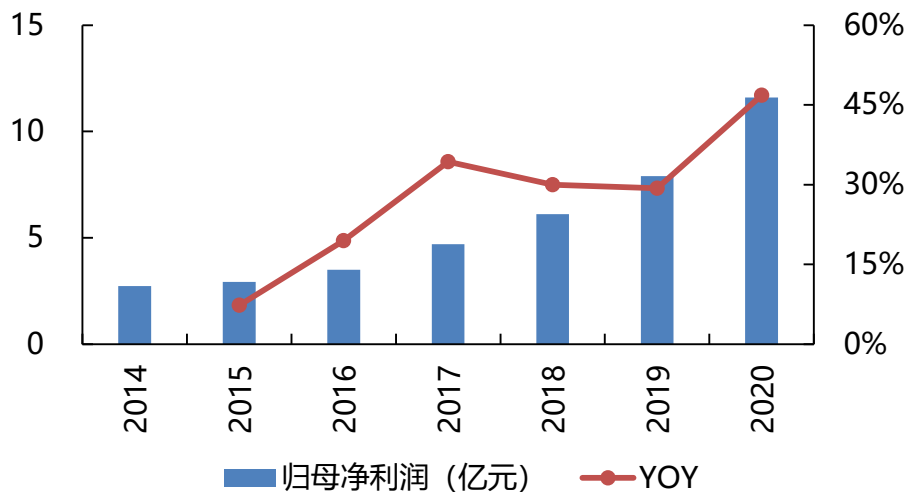
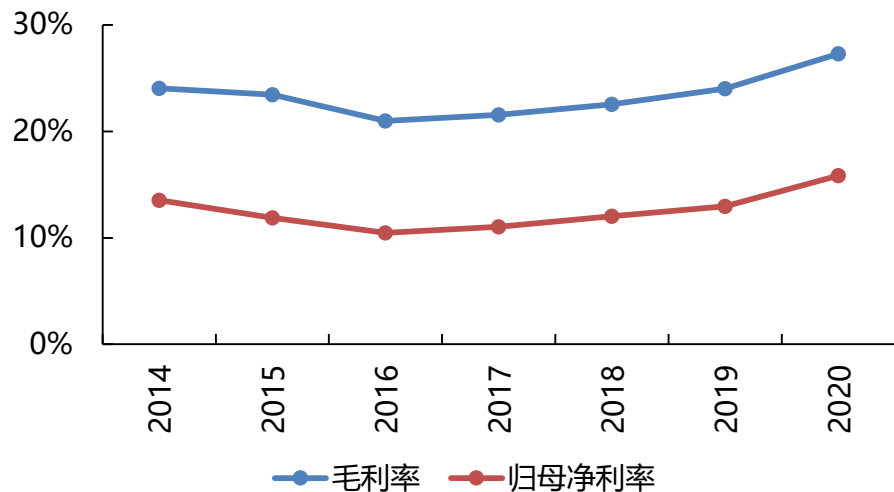


图5：星宇股份盈利能力



- **车灯是可持续升级的优质赛道。**2016年至2020年车灯LED渗透率超预期兑现，带动车灯的单车价值量持续提升。
- **车灯行业竞争格局较好。**车灯行业市场集中度较高，主要竞争对手为外资企业，但并没有形成垄断格局，且内资车灯企业数量较少并与星宇均有较大差距。

图6：2016-2020年车灯LED渗透率快速提升

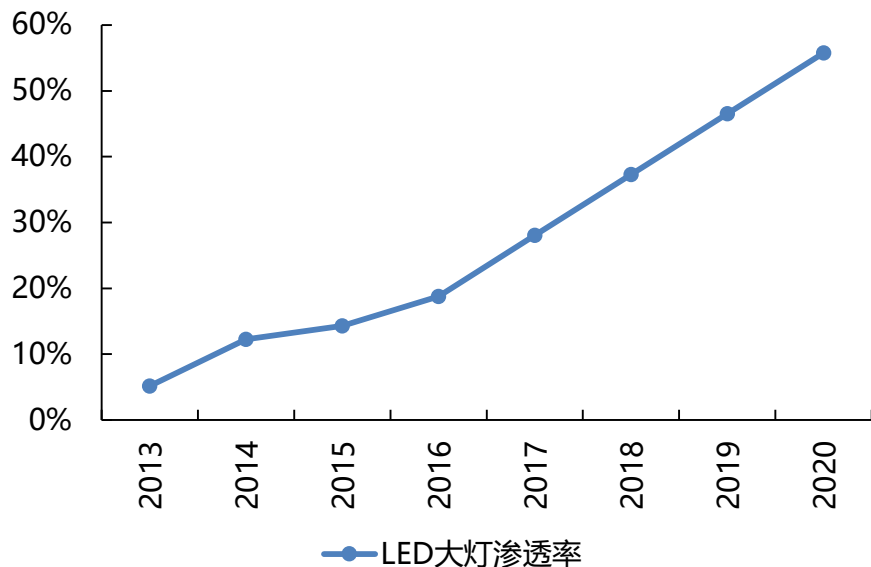
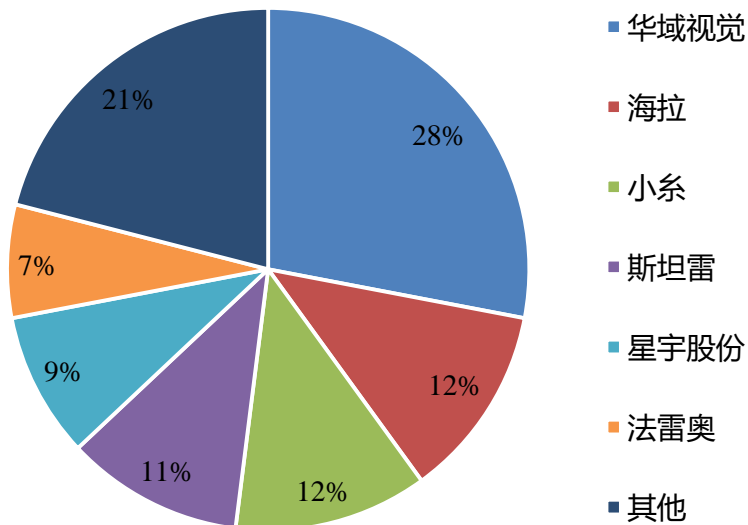


图7：2019年中国车灯市场格局





- 星宇当时拥有油车时代最好的客户结构，紧密绑定优质合资车企。在SUV行业红利下行周期中，公司绑定合资大客户（主要是迎来强车型周期的一汽大众），充分享受了客户的发展红利。
- ✓ 客户结构：2018年星宇主要客户包括一汽大众、一汽丰田、上汽大众和广汽丰田等优质合资车企，收入占比分别为34.4%、11.6%、7.0%和6.0%。
- ✓ 2018-2020年贡献收入增量的主要客户：1) 一汽大众，星宇对一汽大众收入从2017年的12.86亿元持续增长至2020年的27.15亿元，对应的收入占比从30.21%提升至37.07%；2) 一汽红旗，2018年一汽红旗发布全新品牌战略，并在2018-2020年期间实现了销量从3.3万辆至19.7万辆的增长，进入星宇的前五大客户。

图8：星宇股份2018年客户结构

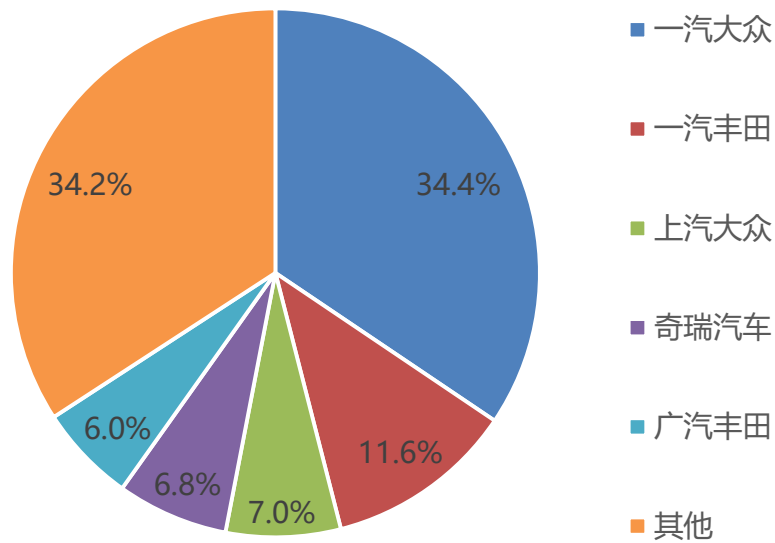
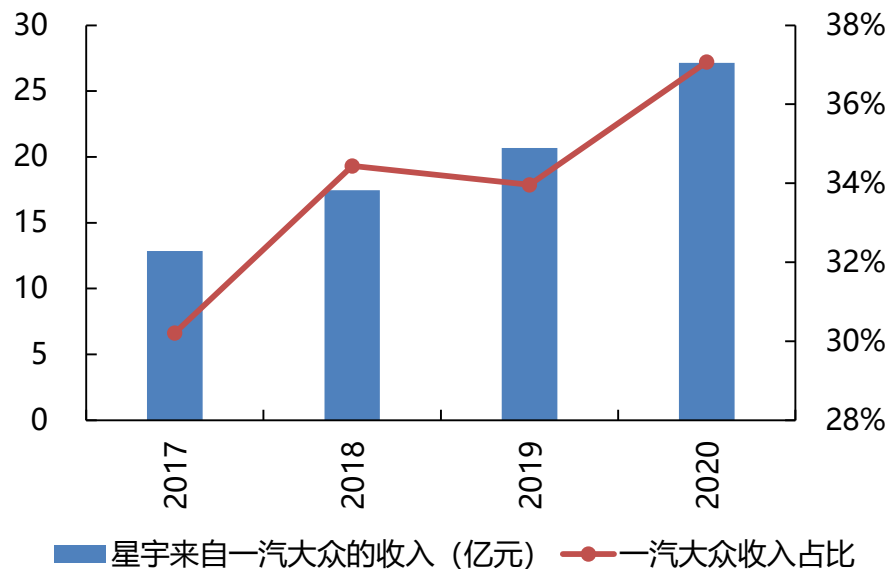


图9：一汽大众驱动星宇2018-2020年快速成长



## 二、优质汽车零部件赛道有哪些特征

■ 我们对各零部件赛道从“天时”（赛道空间）和“地利”（竞争格局）两大维度进行了对比。

表1：主要零部件赛道空间及格局情况梳理(统计时间截至2023年)

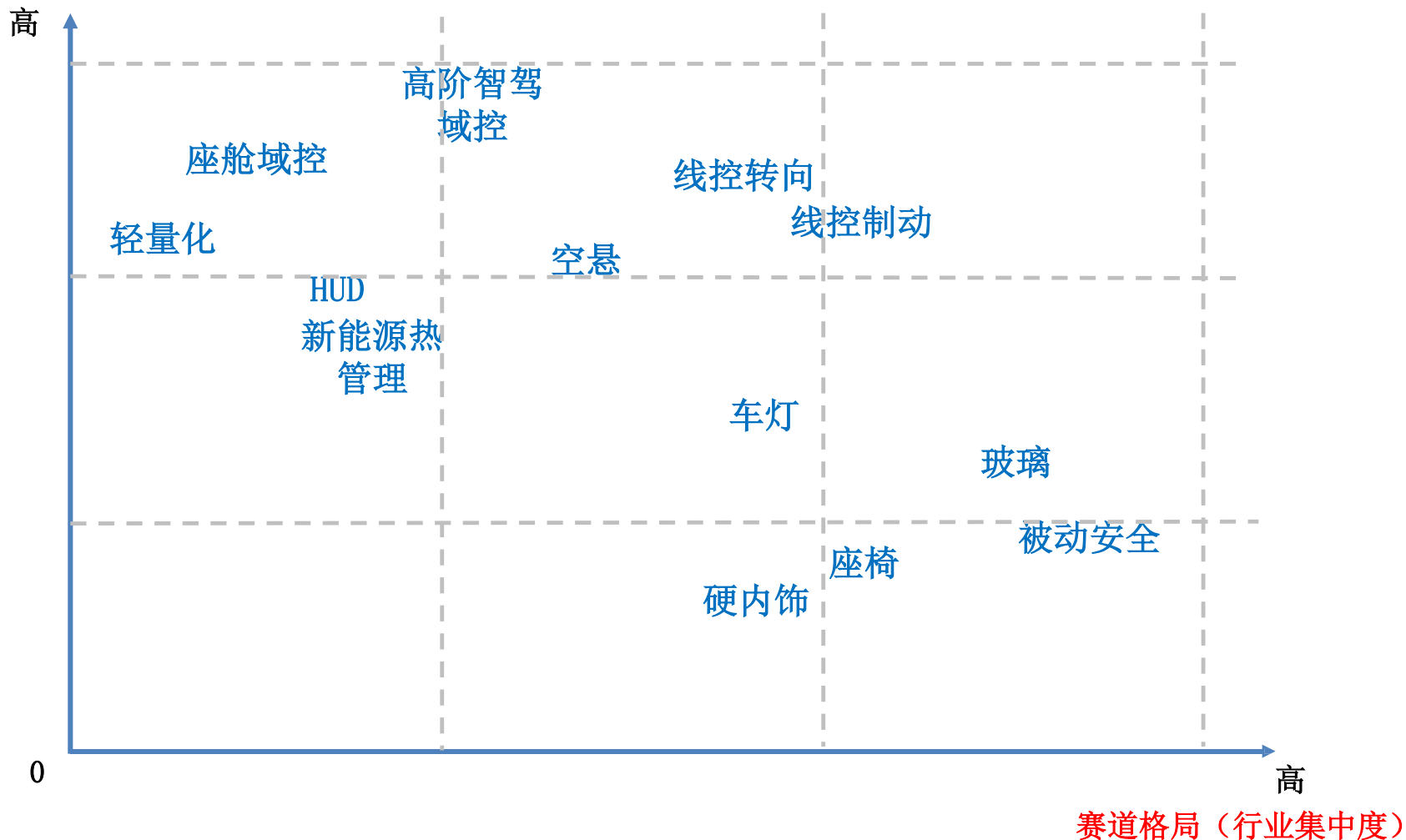
赛道分类	零部件赛道	天时				地利					
		ASP (元)	ASP 提升潜力	渗透率	渗透率 提升速度	行业 集中度	外资 目前份额	自主龙头 份额	内资竞争 激烈程度	新进入者 数量	格局 中期展望
成熟型 赛道	车灯	3000-4000	大	100%	/	较高	40%-50%	10%-15%	低	少	集中度提升+ 国产替代
	座椅	3000-5000	中	100%	/	高	80%-90%	<3%	中	中	国产替代 加速
	内外饰	>5000	小	100%	/	较高	较高	8%-10%	低	少	集中度提升+ 国产替代
	玻璃	1500-2000	中	100%	/	极高	较低	60%-70%	低	无	集中度提升
	被动安全	600-1500	中	100%	/	极高	非常高	4%-5%	低	少	国产替代 加速
成长型 赛道	轻量化	5000-8000	中	30%	中	低	低	较低	高	多	行业集中度 提升
	新能源热管理	7000	中	35%	中	中	中	/	高	多	行业集中度 提升
	高阶智驾域控	15000	大	3%	快	目前较高	低	30%~40%	高	多	趋于激烈
	座舱域控	2000-3000	大	15%	快	低	较高	~20% (2022年)	高	多	趋于激烈
	HUD	700-3000	大	15%	快	较高	>30%	~25%	较高	多	趋于激烈
	线控制动	1600	大	35%	快	高	>60%	~10%	中	多	格局持续
	线控转向	5000	小	0%	快	高	/	/	低	少	格局稳定
	空气悬挂	6000-8000	小	3%	快	较高	低	~30%	高	中	趋于激烈

注：1、华域在此表中视为外资（合资）；2、表中内外饰赛道主要针对硬内饰产品，ASP只统计主副仪表盘+门板+座椅背板+立柱、侧围等产品；3、均胜安全此处视为外资。

■ 我们对各零部件赛道从“天时”（赛道空间）和“地利”（竞争格局）两大维度进行了对比。

图10：主要零部件赛道的成长性和竞争格局对比

赛道成长性（渗透率提升+ASP提升潜力）



# 车灯：具备升级能力且行业集中度高的优质赛道

■ 车灯单车价值量较高，大灯（LED）+尾灯（LED）+小灯的单车价值量在3000-4000元左右，对应2023年国内932亿元的市场空间，且后续随着车灯产品的持续升级还有较大提升空间。

■ 行业核心跟踪：ADB等智能大灯渗透率情况。

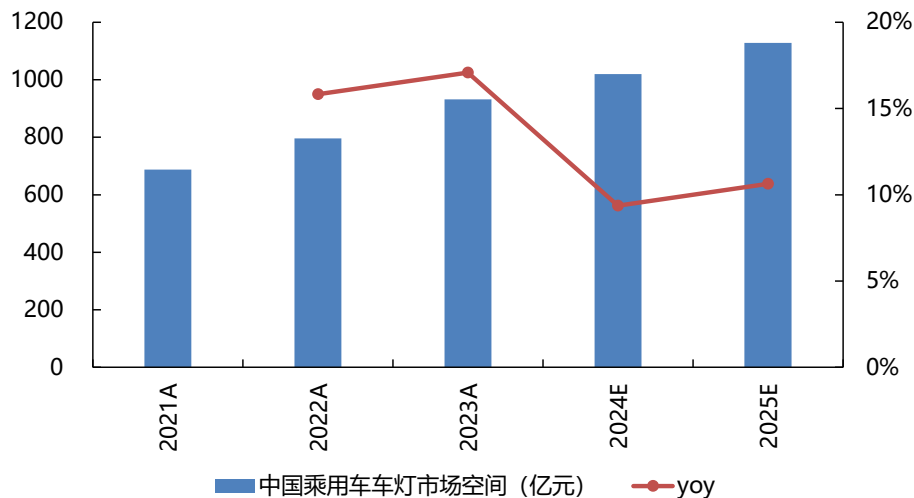
表2：车灯产品的升级路径梳理

	光源技术升级	智能化升级	结构造型升级
前照灯	卤素大灯→氙气大灯→LED大灯→激光大灯	普通前照灯→AFS→ADB→DLP	已经出现了由分离式前照灯向贯穿式前照灯的演变
后组合灯	卤素尾灯→LED尾灯→OLED尾灯	/	后组合灯也开始由分离式向贯穿式发展，进度比前照灯更快
其他车灯	/	/	小灯的升级更多的体现在品类的增加，如室内氛围灯、发光格栅、LOGO灯、迎宾灯

表3：车灯升级推动产品价值量持续提升

车灯分类	产品价值量		
	卤素	氙气	LED
前照灯	200-250 元/只	400-500 元/只	800-1000 元/只
	ADB	DLP	/
	1300-3000 元/只	8000-10000 元/只	/
后组合灯	卤素	LED	OLED
	400-500 元/套	800-1200 元/套	2500-3000 元/套
小灯	传统小灯配置	氛围灯	/
	400-800 元/单车	视配置约500-1000 元/套	/

图11：国内乘用车车灯市场规模持续增长



- 车灯行业格局较好，集中度较高，主要外资厂商包括欧美系的海拉、法雷奥、马瑞利以及日系的小系、斯坦雷等，内资玩家包括华域视觉、星宇、瞭望等。
- 智能水平在车灯领域的提升将进一步使市场份额向头部企业集中。ADB、DLP等技术对车灯企业的技术研发和资金实力提出了更高的要求，中小型车灯企业将在行业变革中逐渐落后，市场份额将进一步向头部企业集中。
- **行业核心跟踪：头部主机厂重点车型车灯定点情况。**

图12：2020年全球车灯市场格局

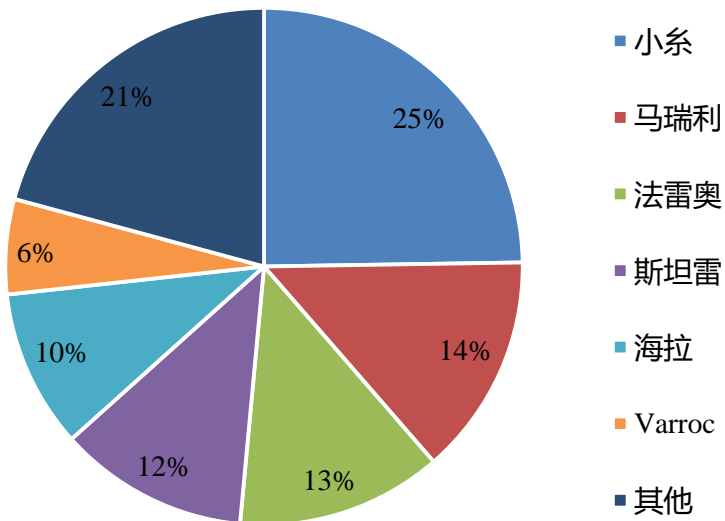
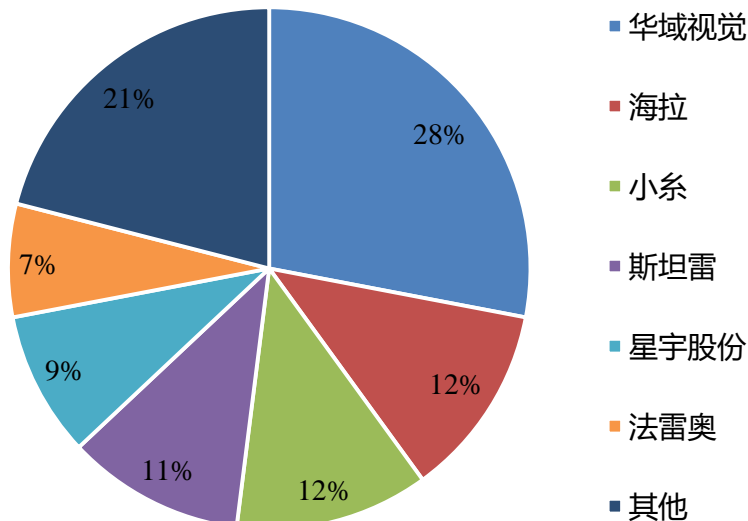


图13：2019年中国车灯市场格局



- 乘用车座椅ASP较高，2023年单车价值量平均在4000元左右，对应国内约1000亿元的市场空间，且后续随着消费升级仍有提升空间。
- **行业核心跟踪：**典型车型的高端座椅配置升级情况。

图14：乘用车座椅消费升级潜力巨大

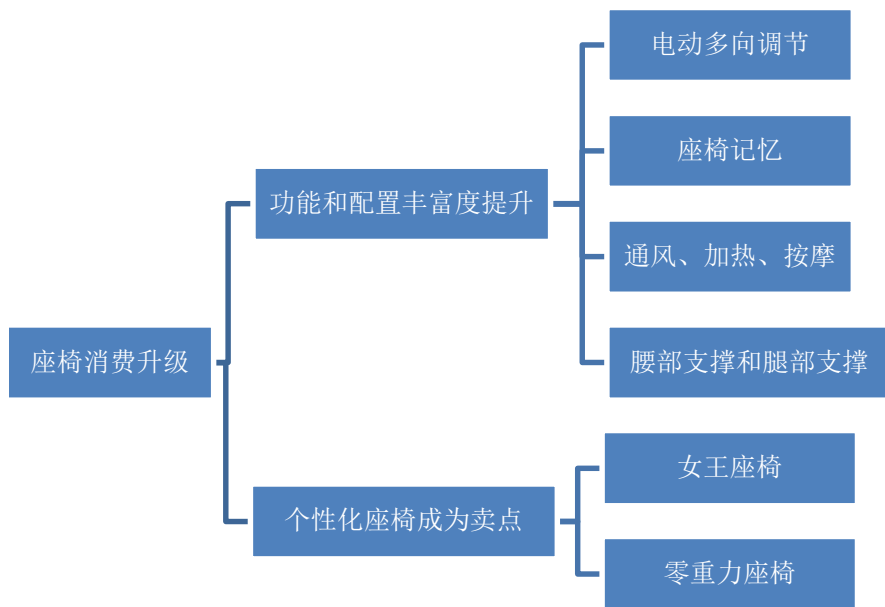
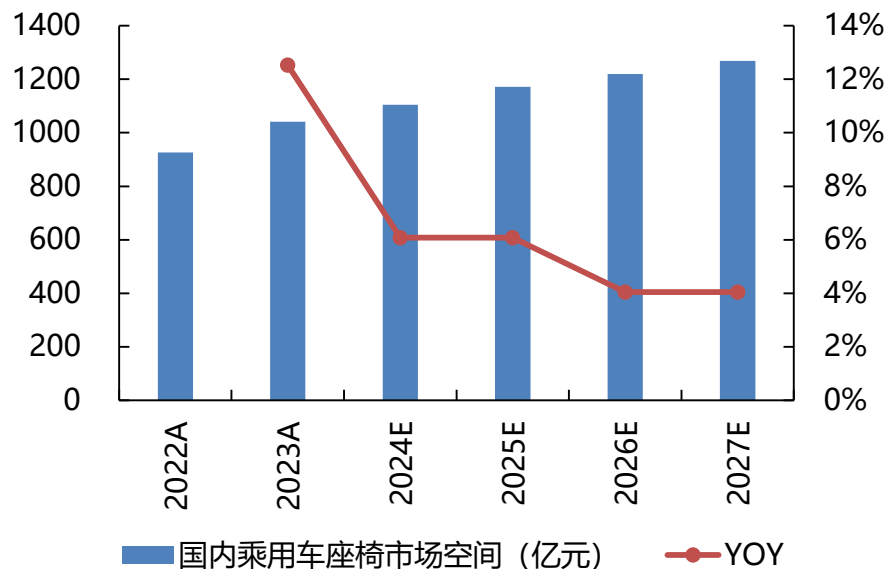


图15：国内乘用车座椅市场空间预测



- 整体行业格局好，市场集中度高，但目前主要被外资（合资）厂商垄断，主要玩家包括延锋、安道拓、李尔、佛吉亚、麦格纳、丰田纺织、泰极爱思、提爱思等。
- 国产替代处于刚刚起步阶段，未来空间大，但目前自主厂商与外资仍存在一定差距。
- **行业核心跟踪：**头部主机厂重点车型座椅定点情况。

图16：2020年全球汽车座椅市场竞争格局

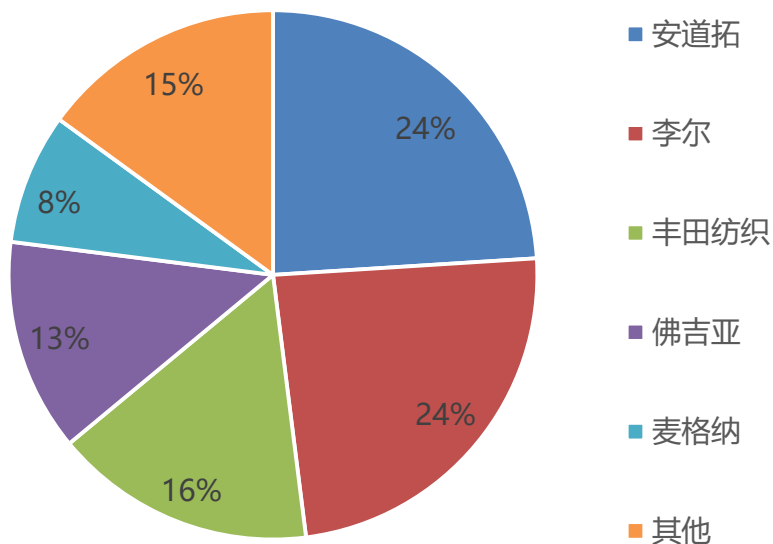
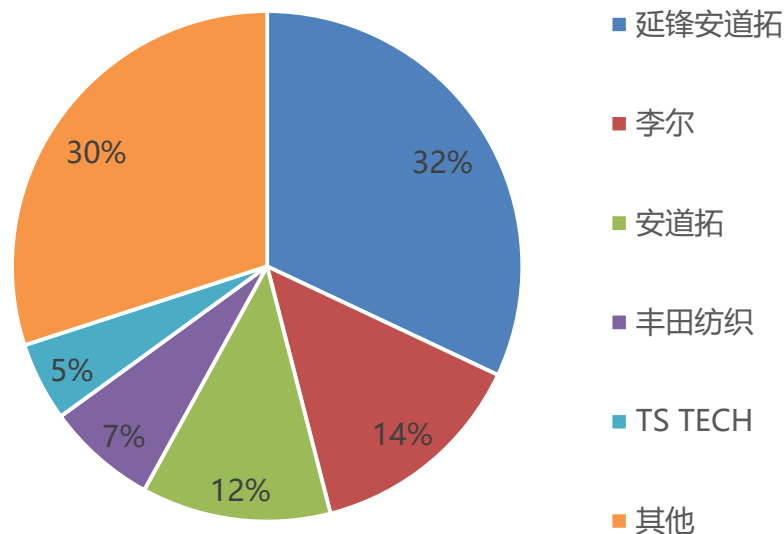


图17：2020年中国汽车座椅市场竞争格局





- **内外饰件ASP高。**以硬内饰为例，主副仪表板+门板+座椅背板+立柱、侧围等产品，2023年单车价值量可达5000元以上，对应1200亿至1300亿的国内市场空间。
- **内饰件材料从硬质塑料向软质材料发展。**随着消费者对于汽车内饰舒适度的要求不断提高，汽车仪表板等主要内饰件的表层材料也在从最原始的硬质塑料开始不断向“软质”发展。

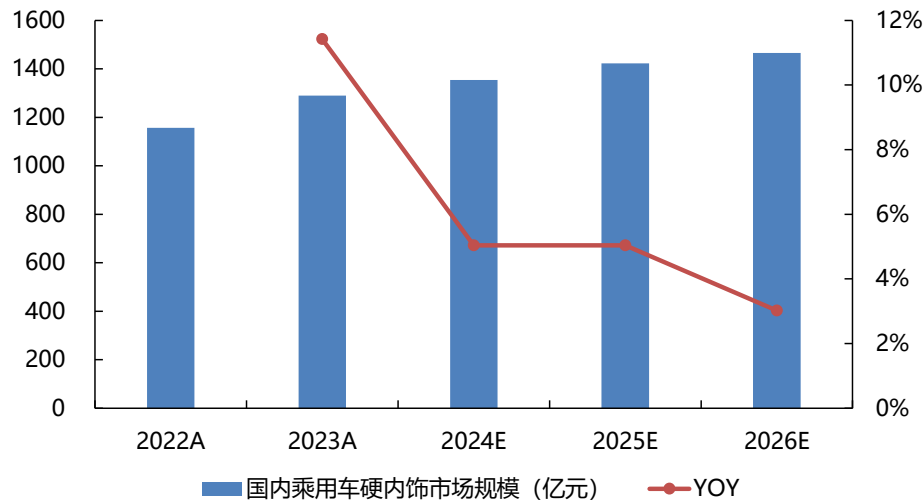
表4：汽车主要硬内饰产品梳理

产品	主要功能	单车价值(元)
主仪表板	主仪表板总成是汽车全车操控和显示的集中部分，是汽车上重要的功能件，是汽车内部较为复杂的内饰件总成	800-1000
副仪表板	副仪表板（又名中央通道）是用来操控挂换档放置茶杯等物件的一个机构，位于驾驶室正中位置	1000-1500
门内护板	是车门内侧集功能、安全为一体的重要饰件，集成扶手地图袋、喇叭罩等功能件，在遭遇侧撞时能够对驾乘人员形成安全保护	800-1500
立柱护板	立柱护板总成成为覆盖于车身侧围立柱的装饰物，用于美化整车内部造型及保护驾乘人员	400-500
座椅背板	背板是汽车座椅靠背后侧的装饰板，起到美观及置物等功能	400-500

表5：不同类型仪表板对比

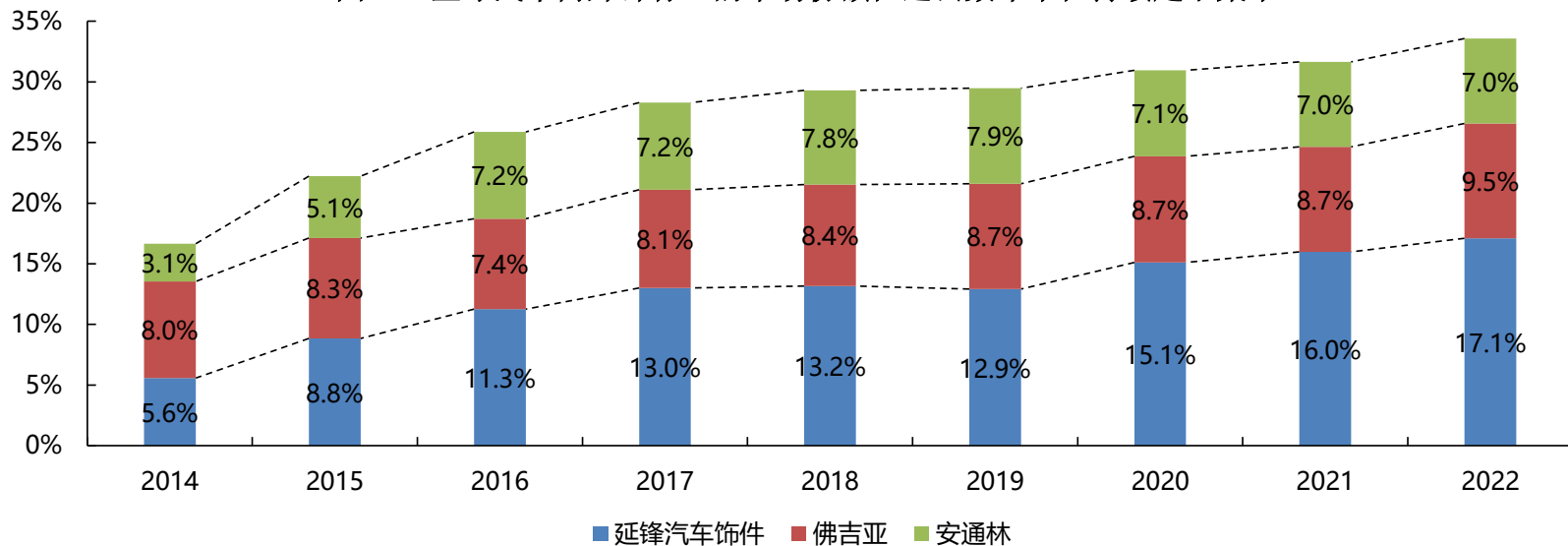
	传统硬质仪表板	搪塑仪表板	真皮包覆仪表板
材料结构	表面带花纹或哑光处理的塑料	塑料骨架+发泡层+搪塑表皮	塑料骨架+发泡层+真皮包覆
制造工艺	注塑等	骨架：注塑 中间层：发泡 表皮层：搪塑	骨架：注塑 中间层：发泡 表皮层：真皮包覆
产品质感	差	中	好
成本	低	中	高

图18：国内乘用车硬内饰市场规模



- **整个内外饰产品品类较多，所以格局相对分散。但具体到主副仪表板+门板等核心硬内饰产品上，格局其实较好。**硬内饰主要行业参与者为外资巨头及其在国内的合资公司，如佛吉亚、安通林、安道拓、丰田合成等，内资玩家包括延锋、新泉、常熟汽饰等。此外，在以成本和效率为主要竞争要素的内外饰赛道上，目前内资相比外资已有较大竞争优势，且赛道相对成熟，基本没有新进入者。
- **内饰件行业格局中长期展望。**以新泉为代表的优质独立第三方内饰件企业将持续推动行业的国产替代以及行业集中度持续提升。
- **行业核心跟踪：头部主机厂重点车型的内外饰产品定点情况。**

图19：全球汽车内外饰行业的市场份额在过去数年中在持续趋于集中



注：1、市场份额为营收口径；2、全球内外饰市场规模按全球乘用车产量×内外饰单车价值量估算；3、延锋收入已剔除座椅部分；4、佛吉亚只统计内饰部分收入；5、安通林收入包含车顶系统+车门+座舱业务。

## ■ 2023年汽车玻璃单车价值量约1000~1500元，未来迭代方向：功能附加+面积提升。

- ✓ **功能附加**：氛围灯、调光、隔音、隔热、电加热、憎水、HUD、玻璃天线，应用于车身不同部位，主要通过镀膜或者添加夹层等方式实现，带来汽车玻璃单平米价格持续提升；
- ✓ **面积提升**：普通天窗向全景天幕再向全玻璃车顶方向发展，面积由0.5平米增加至2.0平米以上，带动全车玻璃用量持续提升。

图20：汽车玻璃向高附加值功能的多点集成发展

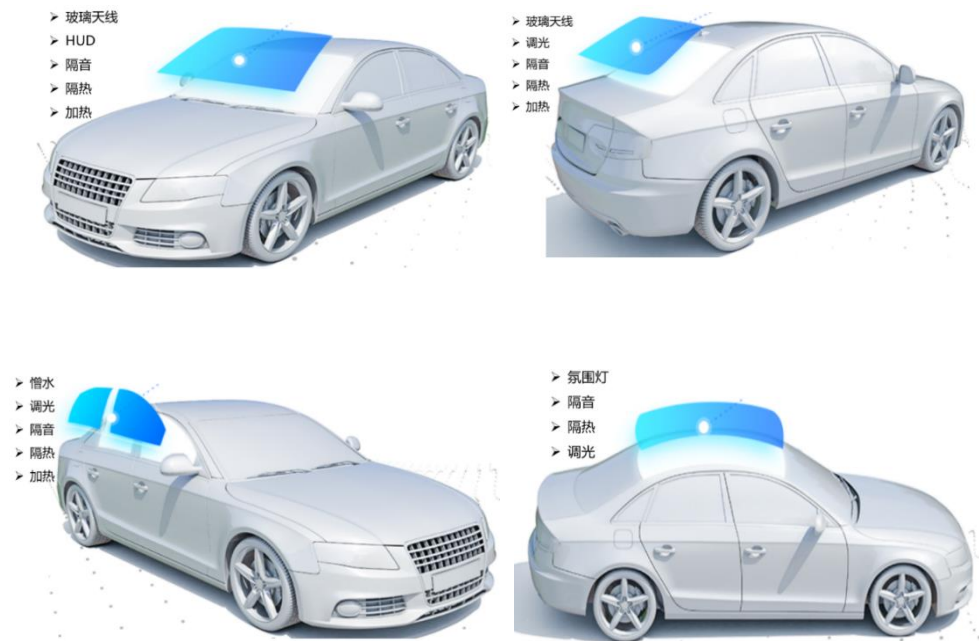
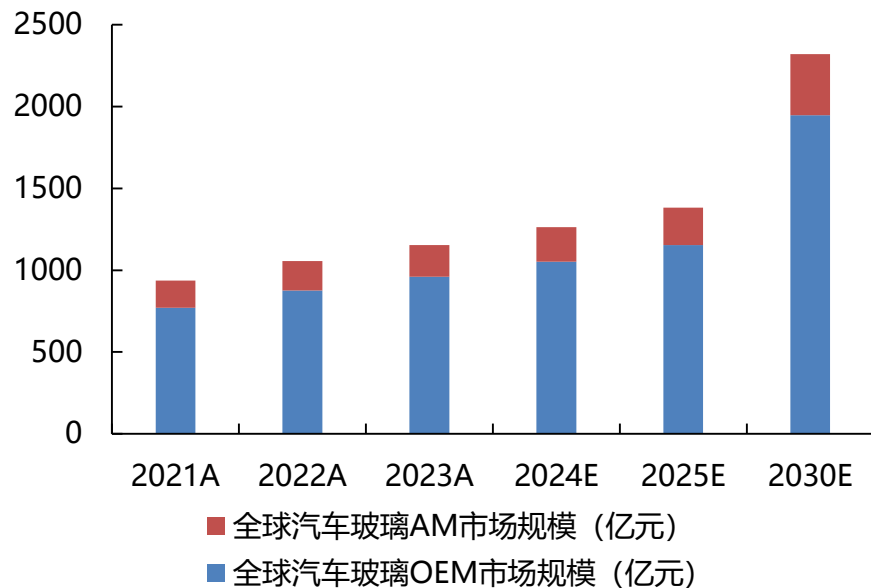


图21：全球汽车玻璃市场规模测算



## ■ 汽车玻璃竞争格局较好，市场集中度较高。

✓ 全球来看，福耀/旭硝子/板硝子/圣戈班等头部企业2019年份额超7成，集中度高且竞争相对缓和。

✓ 国内市场，2019年福耀市占率超60%，竞争力明确领先。

图22：全球汽车玻璃竞争格局（2019年）

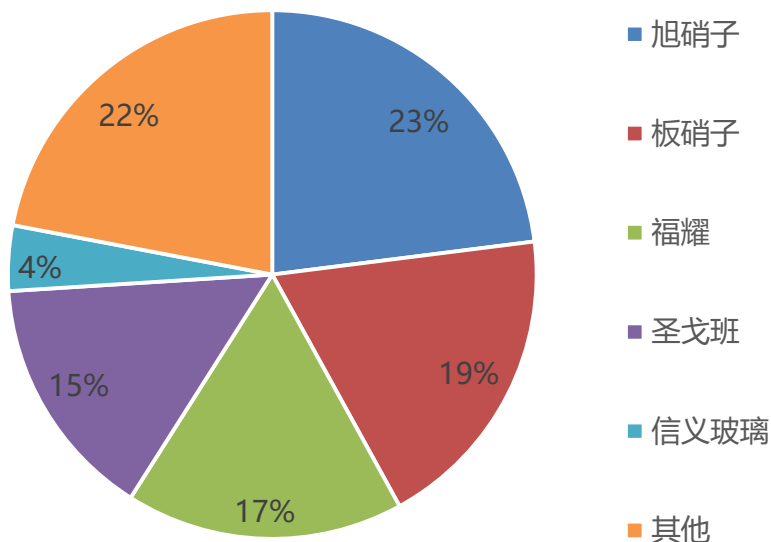
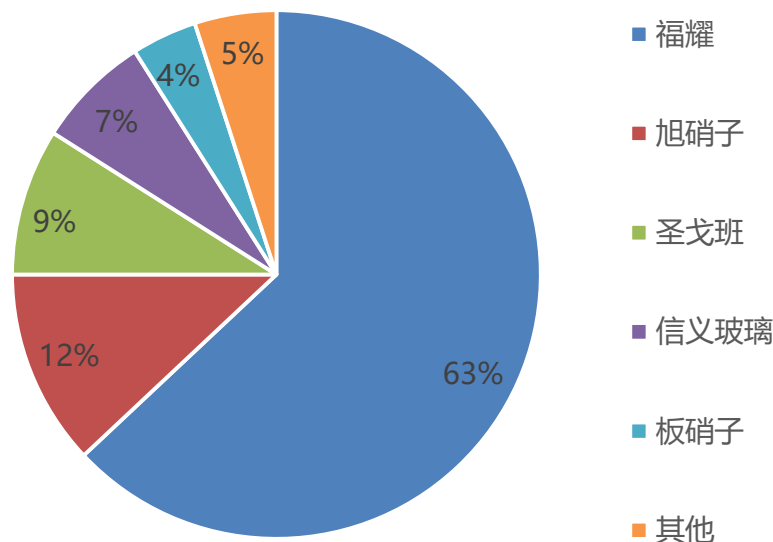


图23：中国汽车玻璃竞争格局（2019年）



- 2023年安全带单车价值量在300至400元左右，安全气囊单车价值量视数量在300至1000元左右，被动安全整体对应300亿上下的市场规模。
- 后续随着被动安全系统持续升级，如电机式安全带、气囊数量继续提升等，被动安全系统的单车价值量仍有提升空间。
- **行业核心跟踪：电动安全带渗透率及多气囊方案使用情况。**

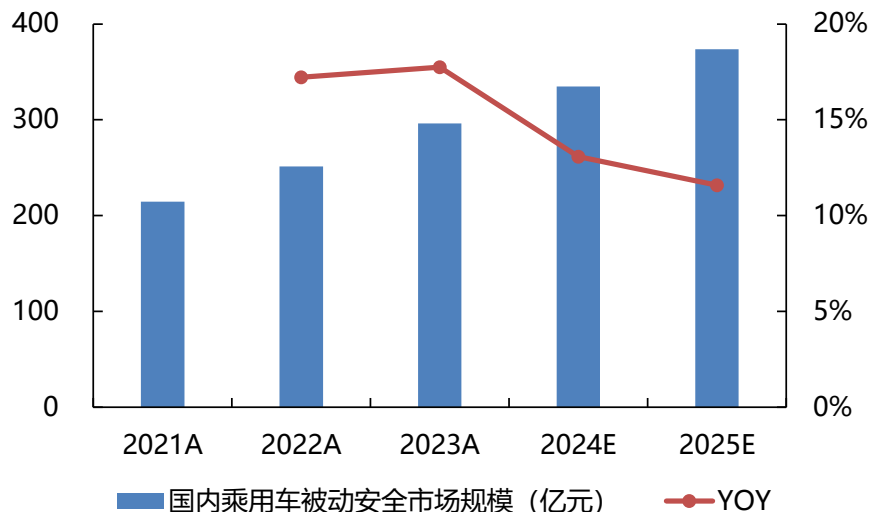
表6：安全带功能持续升级

类型	功能	优点	价值量 (元/条)
普通紧急锁止式	汽车在非正常情况时，感应并锁止织带的运动，从而约束乘员身躯位移	结构简单，技术成熟，成本较低	30-40
紧急锁止限力式	在普通紧急锁止式安全带功能的基础上，新增了限力功能，以降低车辆碰撞过程中人体肋骨和肩部的压力	可以避免安全带力量过大造成对驾乘者的伤害	50-60
预张紧限力式	在紧急锁止限力式安全的基础上，增加了预张紧功能，即在车辆发生碰撞的一瞬间，安全带自动收紧，将驾乘人员紧紧束缚在组以上	可在车辆发生碰撞时最短时间内为驾乘者消除安全带和人体之间的间隙，减少人体位移	90-100
电机预紧式	可以在事故发生前就进行安全带预紧，并且其预紧是可逆的，此外还具有提醒驾驶员谨慎驾驶的功能	可以预判危险，在出现危险前就将安全带预紧且功能可重复，也有利于主被动安全一体化发展	300-400

表7：乘用车气囊种类持续增加

气囊种类	充气后体积 (L)	充气后厚度 (mm)	说明
主驾驶气囊 (DAB)	50	230	保护驾驶员的安全气囊
副驾驶气囊 (PAB)	90-120	/	对冲击角度有要求，且折叠最为复杂。放置位置离乘客较远，所以气囊体积较大
侧气囊 (SAB)	12	/	用于车辆侧面碰撞中保护乘员，体积一般较小，安装于前排座椅外侧靠背骨架上
侧气帘 (CAB)	/	/	为保证压力，是唯一没有排气孔的气囊，侧气帘采用前后贯穿布置
膝部气囊 (KAB)	/	/	保护驾乘人员膝部，高档车上应用较多
行人安全气囊	/	/	如车辆与行人发生碰撞后发动机舱盖尾部自动翘起，隐藏在内部的安全气囊同时释放，并且会包裹部分前挡风玻璃与A柱
安全带气囊	/	/	在安全带中预留一个空气袋以及类似于安全气囊的感知装置。碰撞中安全带收紧时，此气囊也会同时充气，产生弹性空间

图24：国内汽车被动安全市场规模测算



## ■ 被动安全赛道格局较好，市场集中度较高。

✓ 行业玩家以外资为主，奥托立夫、采埃孚天合和均胜安全三家2021年占据全球84%的市场份额，国产替代空间较大。

✓ 自主玩家主要包括松原股份、重庆光大和金杯锦恒，松原在内资中的领先优势较大。此外，被动安全赛道相对稳定，基本没有新进入者。

## ■ 行业核心跟踪：头部主机厂重点车型的被动安全系统定点情况。

图25：2021年全球被动安全市场竞争格局

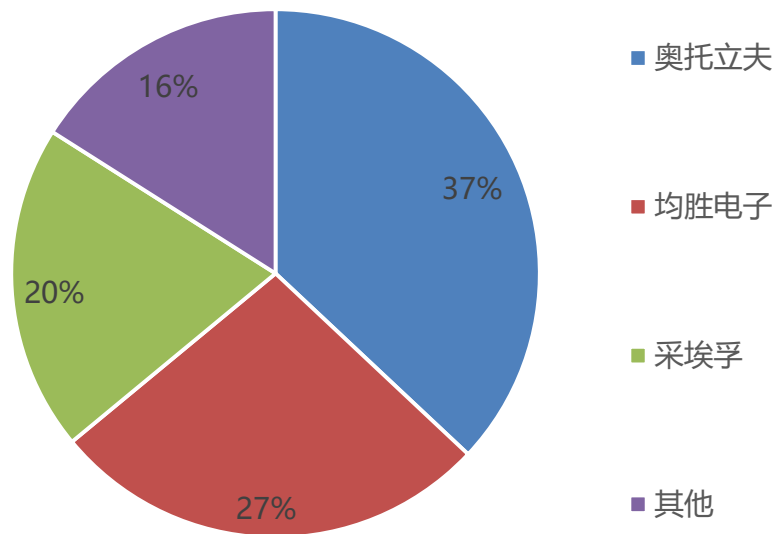
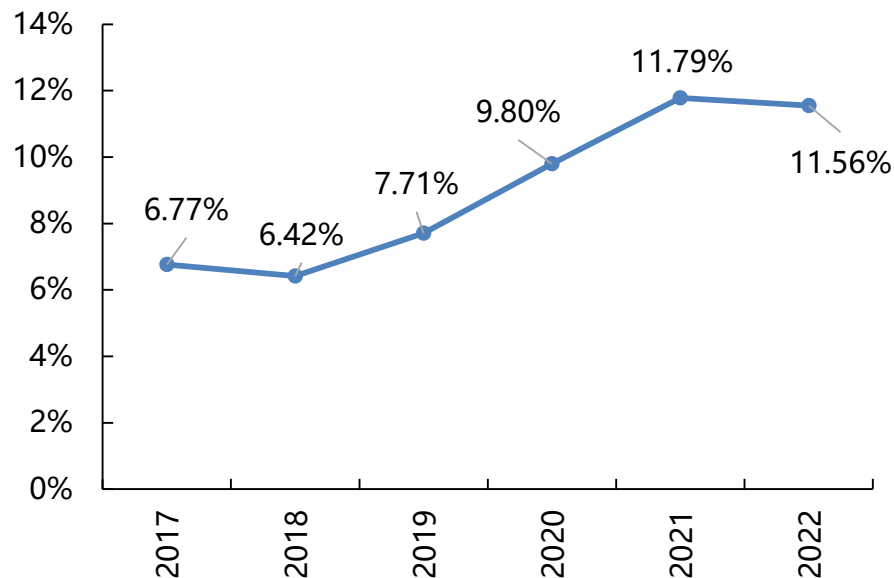


图26：松原安全带总成产品市场份额情况



- 铝合金轻量化产品单车价值量高。三电壳体+轻量化底盘+中小铝合金件单车ASP 2023年可达7000-8000元，考虑到渗透率，测算下来国内市场空间约在1000亿左右。
- 后续车身结构件铝合金渗透率持续提升，单车ASP仍有较大提升空间。
- 行业核心跟踪：汽车单车用铝量持续提升（新能源汽车渗透率，铝合金在底盘、车身结构件上的渗透率）。

图27：国内汽车铝合金轻量化市场规模测算

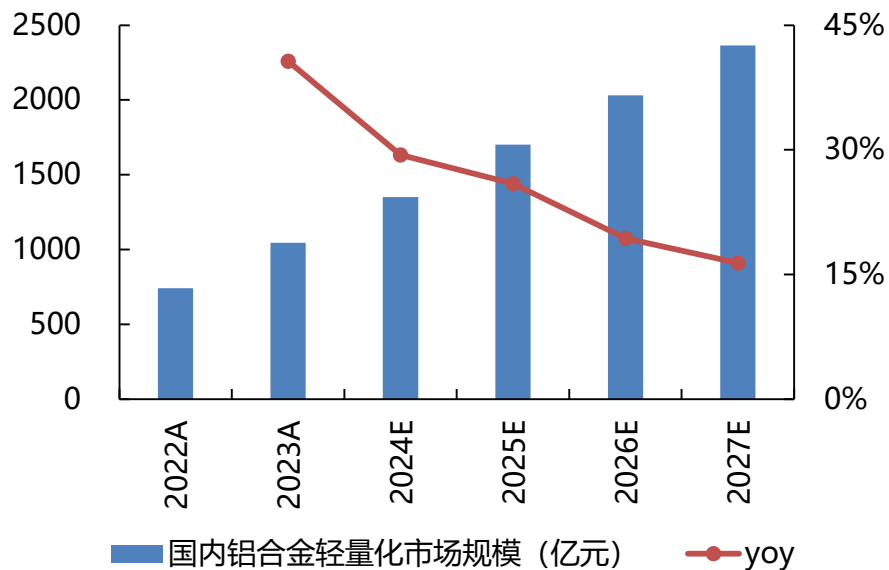
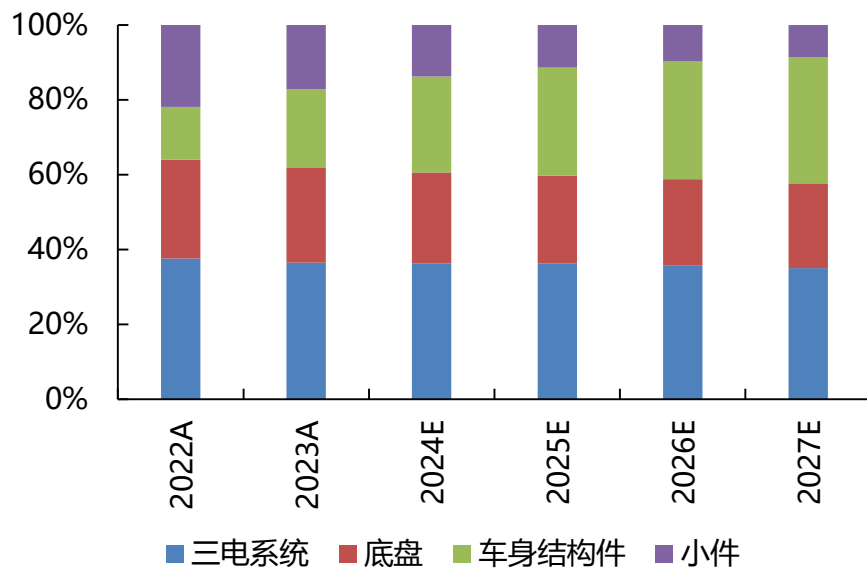


图28：汽车铝合金轻量化各细分市场占比



- 轻量化目前竞争格局较为分散。铝合金轻量化行业内资企业数量众多，目前市场集中度还处于较低水平，头部企业的市场份额仍然较低。
- **行业核心跟踪：头部主机厂重点车型的铝合金轻量化产品定点情况。**

表8：A股主要铝合金轻量化企业梳理

公司	工艺布局	布局产品	轻量化主要客户	2022年公司营收（亿元）
旭升股份	压铸、锻造、挤压	三电壳体、挤压件、锻造件	特斯拉、长城、法雷奥、采埃孚、北极星等	44.54
文灿股份	高压铸造、低压铸造和重力铸造等	车身结构件、三电壳体、轻量化底盘等	蔚来、赛力斯、理想、大众等	52.30
广东鸿图	高压铸造、低压铸造、差压铸造	车身结构件、轻量化底盘、三电系统壳体等	本田、日产、丰田、小鹏、比亚迪、吉利	47.73 (汽车铸件)
爱柯迪	高压铸造	铝合金中小压铸件、车身结构件、三电壳体	法雷奥、博世、麦格纳、电产、耐世特、蔚来、理想等	42.65
美利信	高压铸造	车身结构件、三电壳体等	蔚来、小鹏、智己、采埃孚、爱信等	14.35 (汽零业务)
泉峰汽车	高压铸造	三电壳体等	特斯拉、弗迪动力、蜂巢传动、宁德时代	16.93 (汽零业务)
嵘泰股份	高压铸造	转向系统壳体、三电壳体、车身结构件	博世、采埃孚、蒂森克努伯、长城、世界知名头部新能源整车厂、国内头部新能源整车厂	15.45
拓普集团	压铸、锻造	轻量化底盘、车身结构件	特斯拉、赛力斯、理想、比亚迪、吉利等	44.45 (底盘系统)



- 天时：高阶智驾落地方兴未艾，L3级别及以上车型渗透率快速提升
- L3级别渗透率从2.5%（2023年）提升至40%（2027年）
- 高阶智能驾驶域控制器市场空间从63亿（2023年）提升至731亿（2027年）
- 行业核心跟踪：高阶智能驾驶渗透率

图29：L3智能驾驶渗透率（除特斯拉）

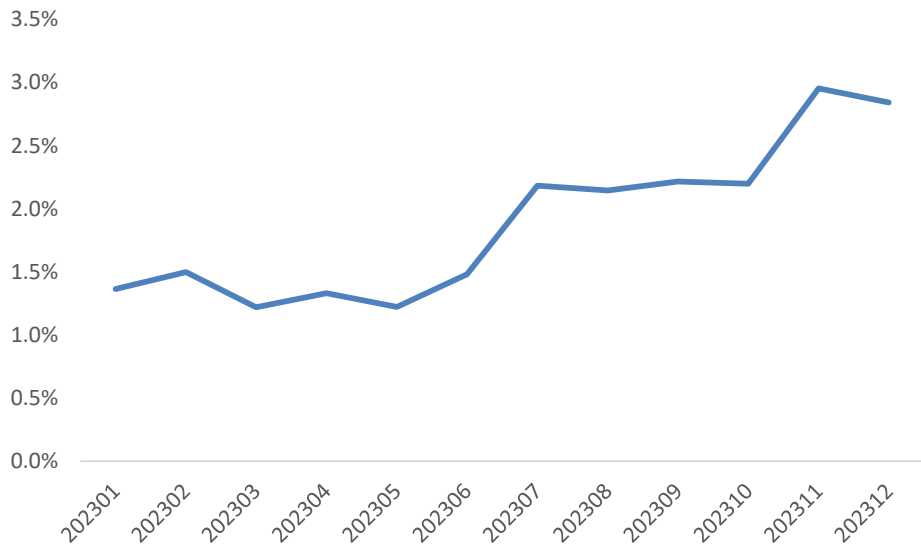
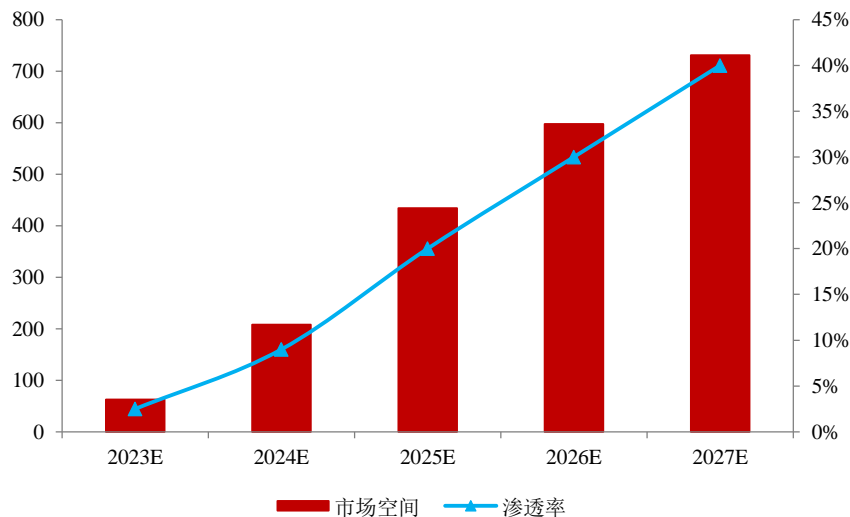


图30：高阶智能驾驶域控制器市场空间/亿元



- **地利：高阶智驾格局尚未收敛，竞争格局或从线性（传统供应关系）向网状（智能化时代扁平供应关系）迁移，但长期仍认为具备核心竞争力的供应商将占据相当的产业价值量**
- 智能化时代，域控供应商核心壁垒来自【和芯片厂/主机厂的绑定关系】
- 传统汽车时代所要求供应商具备的量产能力、保供能力、迭代能力同样关键
- **行业核心跟踪：高阶智驾车型定点**

图31：2022年智驾域控制器市场格局

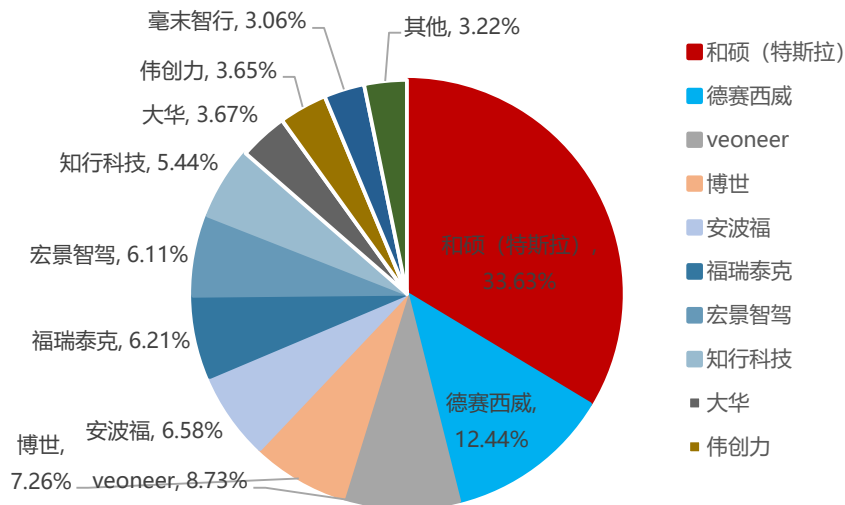
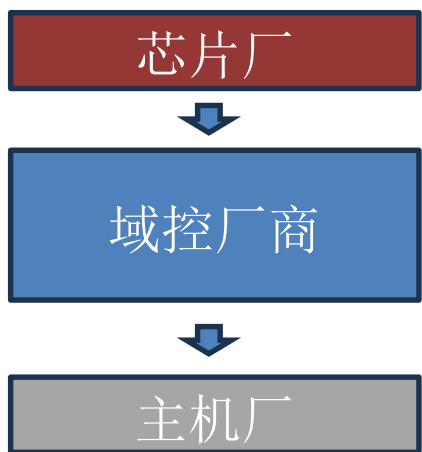
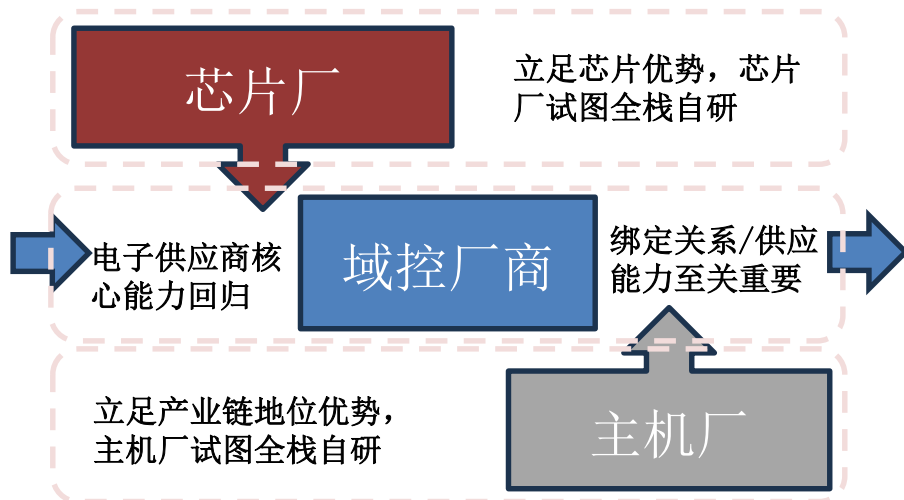


图32：智能驾驶域控制器市场格局图

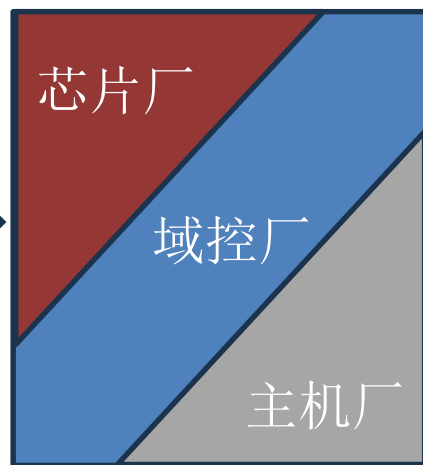
产业初期，线性供应链格局清晰



产业变革，供应链相互渗透



终局推演：产业链线性→网状



- 天时：智能座舱赛道持续扩容，当前智能座舱域控制器渗透率仅为20%
  - 1) 需求角度出发，座舱娱乐只会一直做加法（即屏幕越来越多，功能越来越复杂）；
  - 2) 供给角度，座舱是消费者最能感知的部分，也是主机厂追求个性化的“必争之地”；
  - 3) 技术迭代角度，座舱域控将会集成越来越多座舱功能，对座舱域控功能性提出更高需求。
- 地利：格局趋于混乱，外部供应商入局（如消费电子厂商），核心竞争力来自于能不能为主机厂做大规模、高性价比的量产落地
- 行业核心跟踪：供应链与主机厂的定点获取

图33：智能座舱域控制器渗透率

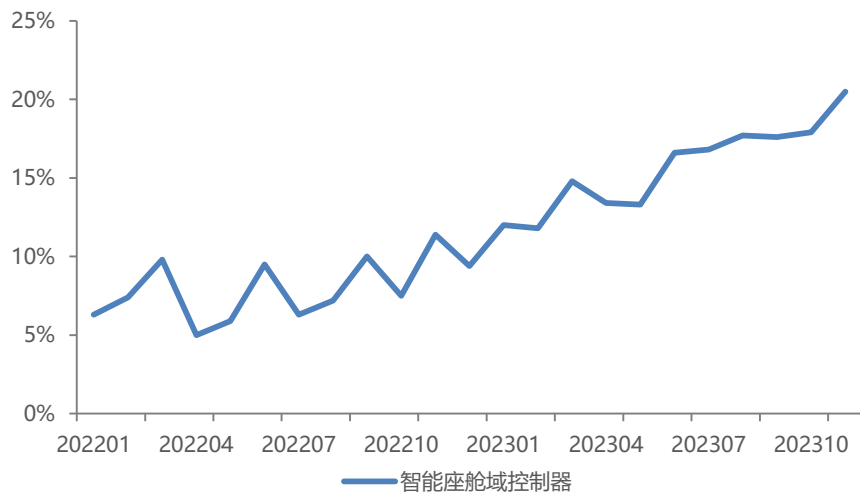
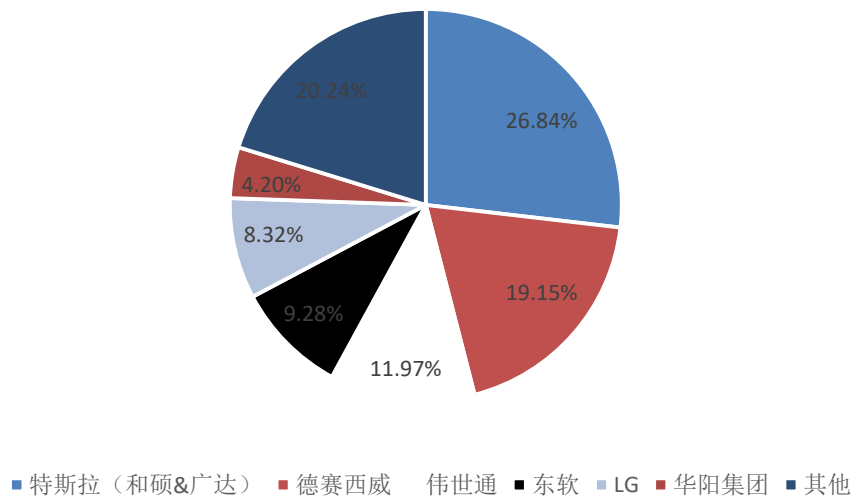


图34：2022年国内智能座舱域控制器市场格局



- 天时：HUD赛道处于持续升级通道，2023年底渗透率为17%，具备ASP提升及渗透率提升的双重驱动
- 技术升级：WHUD→ARHUD，单车ASP从700元→3000元，不同路径的ARHUD单车价值也有不同（华为M9上车LCOS方案的ARHUD，印证了HUD的技术升级趋势）
- 目前HUD渗透率较低，主机厂上车意愿加强
- 行业核心跟踪：HUD渗透率、技术迭代路径

图35：HUD渗透率

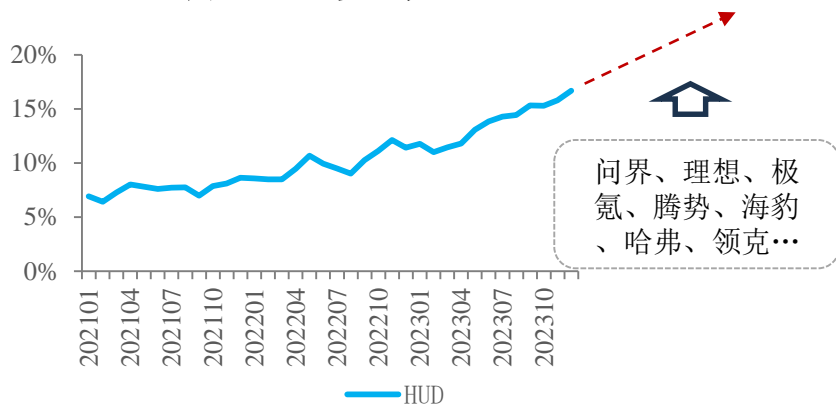


表9：HUD技术迭代路径

	TFT-LCD	DLP	LCOS	激光扫描MEMS
成本	低	较高	高	低
分辨率	一般	高	高	一般
亮度	低	高	高	高
对比度	一般	高	一般	高
耐高温性	一般	高	低	低
成熟度	高	一般	低	一般
优势	技术成熟，价格低廉	亮度高，分辨率高，成像逼真	光学效率高，亮度、分辨率、对比度等性能优越	色域广，亮度高，聚焦效果好
局限	光线衰减，分辨率不高	核心部件DMD易出现坏点，使用寿命待提升	硅基液晶难以实现量产，体积较大，成本较高	激光二极管对温度敏感，不能达到车规级要求，成本较高
普及情况	主流W-HUD方案，大陆、华阳集团、水晶光电	主流AR-HUD方案，华阳、大陆、泽景电子、日本精机、行视科技、未来黑科技等	华为、一数科技等，用于AR-HUD	先锋、松下、锐思华创等
技术原理				

- **地利:** HUD市场格局目前较为清晰, 电装(海外供应商)+华阳(自主供应商)占据近半份额, 但是赛道新进入者较多, 核心关注车企与供应商的配套关系, 自主品牌华阳合作范围最广, 目前占据先发
- **行业核心跟踪: 供应商的新车定点取得**

图36: 2022中国W/AR HUD市场格局

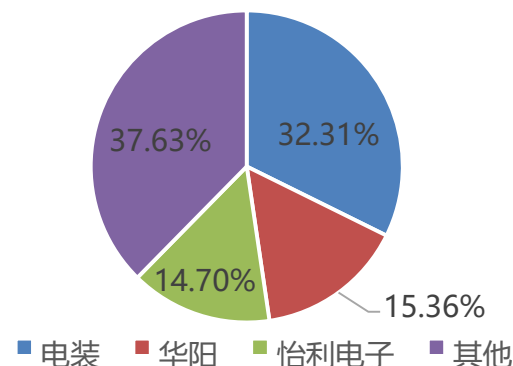


表10: 供应商和主机厂配套关系 (自下而上统计, 时间截至2023年底)

	理想	蔚来	上汽	广汽	东风本田	丰田	长城	吉利	长安	比亚迪	赛力斯	东风岚图
电装												
怡利电子												
华阳												
弗迪												
未来黑科技												
延锋伟世通												
智云谷												
华域视觉												
上海浦创												
经纬恒润												
水晶光电												
华为												

注: 1、表中车型为合作配套车型; 2、表中颜色深浅代表双方合作紧密程度, 颜色越深代表合作程度越深。

- 天时：智能化趋势下单车ASP仍具备提升空间，渗透率随电动车渗透率持续提升
- 渗透率维度，核心跟踪新能源车渗透率（目前新能源车中几乎都采用线控制动方案，其中One-Box方案占比三分之二以上）
- ASP维度，线控制动产品需兼具使用成本和性能之间的平衡，2023年平均ASP处于1600元左右，高阶智能化要求制动方案集成冗余方案，ASP仍具备提升空间。
- 行业核心跟踪：新能源渗透率+高阶智能化落地进度

图37：线控制动产品升级趋势

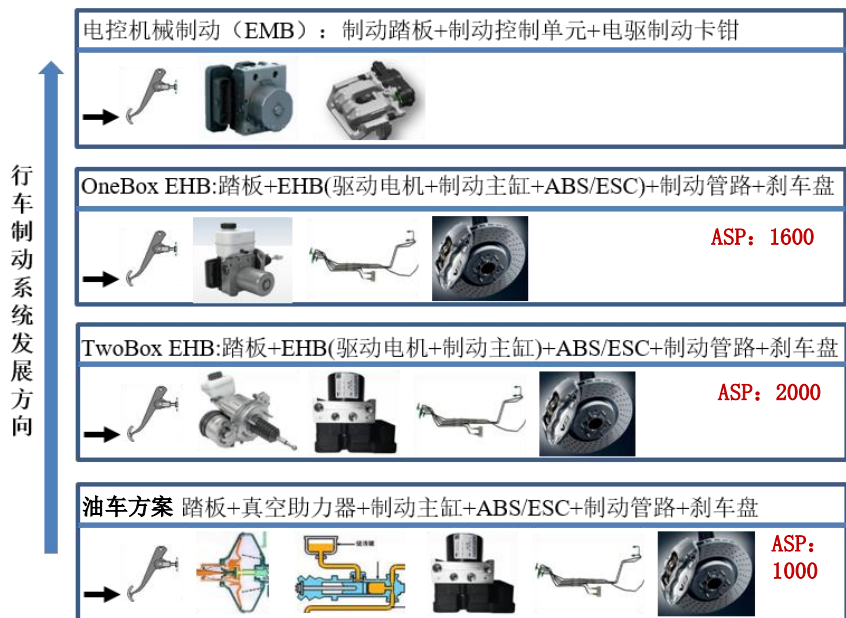
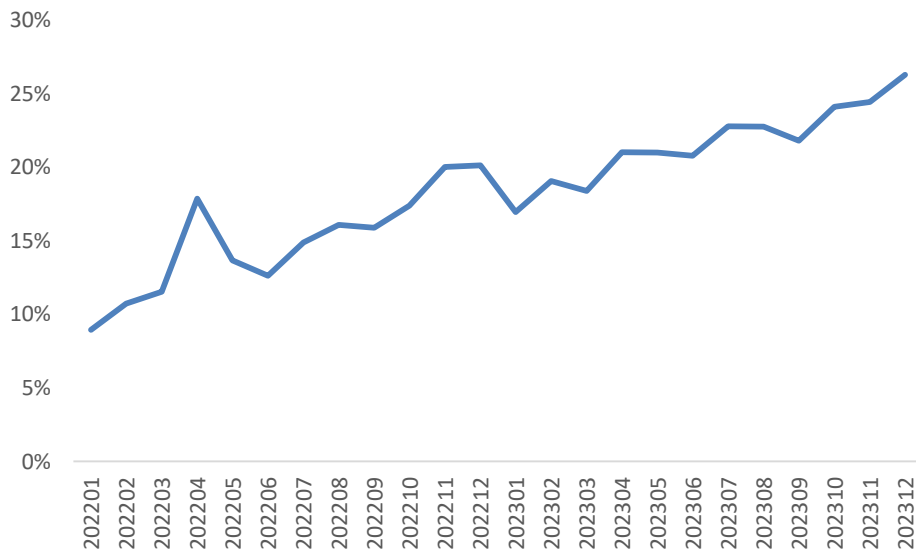


图38：线控制动one-box渗透率



- 地利：行业格局区域收敛，呈现一超（博世）+多强（伯特利/弗迪+其他国际供应商）的格局
- 博世在底盘领域的统治地位仍旧延续，但由于自主车型放量（尤其是新势力车型），国内供应商市占率持续提升
- 不必过于忧虑“格局变差”，从工信部项目获取数目来看“博世+伯特利”的两强格局延续甚至增强
- 行业核心跟踪：线控制动核心定点车型放量情况

图39：线控制动自主龙头1box市占率（自下而上测算）

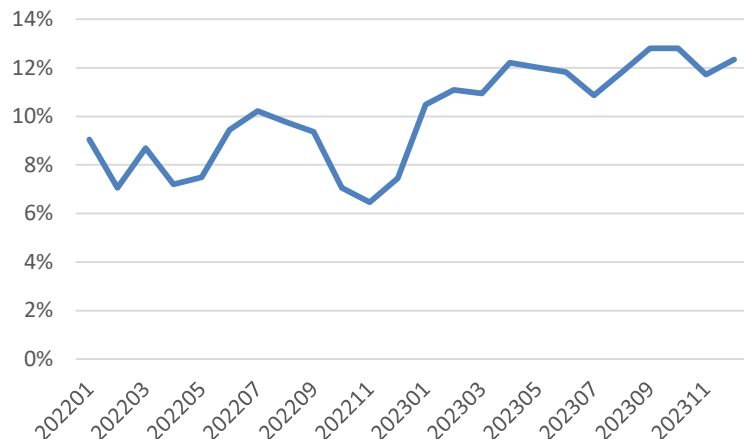
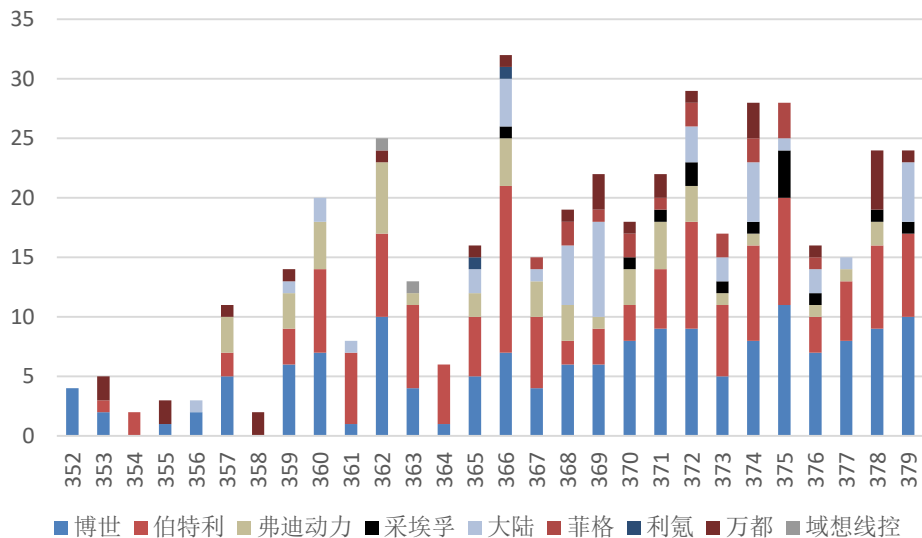
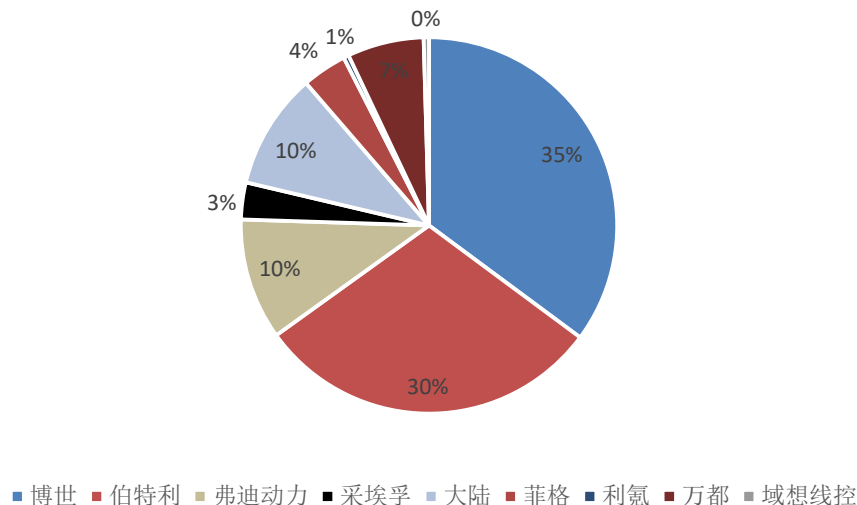


图40：工信部各批次1box搭载情况（个）



注：左轴代表各批次中的项目个数。

图41：工信部352-379批次线控制动市场格局（项目获取数目口径）



- 天时：从零到一环节（2023年12月渗透率不到3%），单车ASP高
- 自主车企配套意愿明显增强，30万以上新车普遍配套空悬产品，新一轮行业“内卷”推动渗透率提升（30万以上车型空悬渗透率超过15%且呈现提升趋势）
- 单车价值量超过6000元，且产品处于升级通道（如从单腔弹簧升级至双腔弹簧）
- 行业核心跟踪：配套车型放量对行业渗透率的带动

图42：空气悬挂行业渗透率

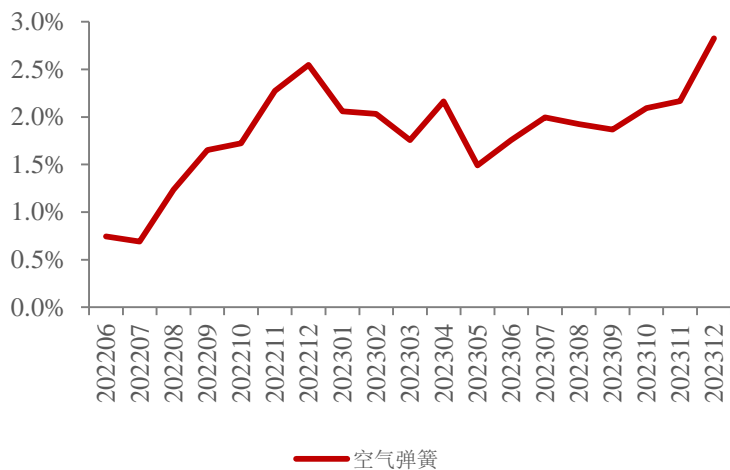
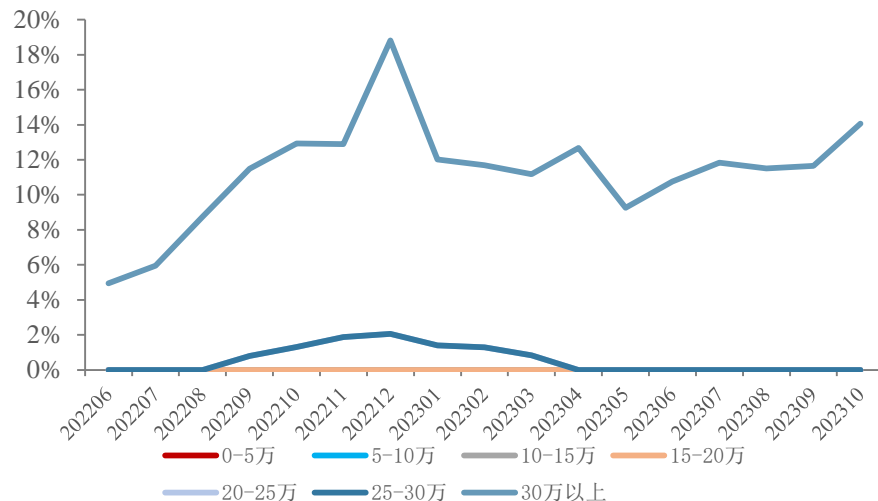


图43：空气悬挂分价格带渗透率





- **地利：国产供应商配套价值提升，绑定新势力车企快速上量**
- 主机厂分拆发包趋势给予国内供应商机会，目前来看保隆、孔辉等供应商通过弹簧切入空悬赛道占据市场先机，并逐步拓展至空悬赛道更多环节，具备国产替代率提升+配套ASP提升逻辑
- 空悬赛道处于从零到一渗透加速过程中，格局尚未收敛，核心关注产业技术变化趋势以及各供应商核心配套车型销量来对赛道格局做到展望，目前来看保隆、孔辉具备量产先发优势
- **行业核心跟踪：空悬产品与主机厂的定点项目**

表11：空气悬架赛道配套格局

供应商		空气压缩机	空气弹簧	主动减振器	分配阀	储气罐	ECU硬件	传感器	总价
价格/元		1200	1200	3000	600	400	400	300	7100
产品									客户
海外	威伯科	√	√		√	√	√	√	特斯拉、中国重汽
	威巴克	√	√		√	√	√	√	极氪、奔驰等商用车
	凡士通	√	√		√	√	√	√	致力于商用车
	大陆集团	√	√		√	√	√	√	蔚来
	采埃孚萨克斯			√					多家客户
自主	中鼎(AMK)	√			√	√	√		奥迪、沃尔沃、蔚来
	保隆科技	√	√	待量产		√	√	√	蔚来、理想、比亚迪
	孔辉汽车	√	√	√	√	√	√	√	东风岚图、红旗、长城
	天润工业		√		√				致力于商用车
	拓普集团		√						/

- **天时：**线控转向行业尚处起步阶段，行业核心变量在于搭载线控转向爆款车型对行业渗透率提升的刺激，预计2025为行业放量元年
- **地利：**转向市场较为成熟，主要被博世、耐世特、捷太格特、采埃孚等国际供应商（耐世特也可看作国际供应商）占据，预计线控转向的产业变革不会对格局上产生太多影响，更多关注线控转向对tier2供应商的产业意义
- **行业核心跟踪：线控转向产品落地节奏**

图44：2021年中国EPS市场格局

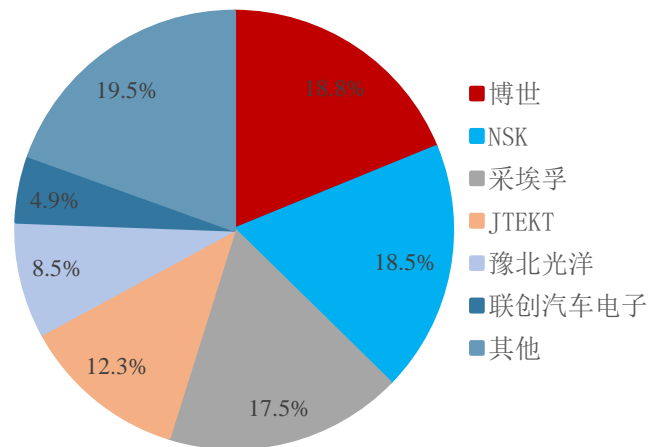


图45：线控转向渗透率预测

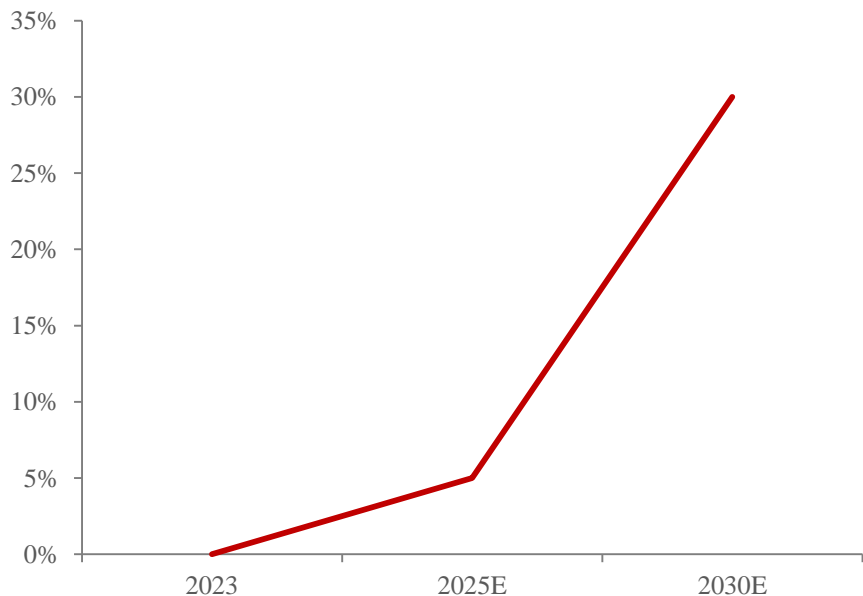
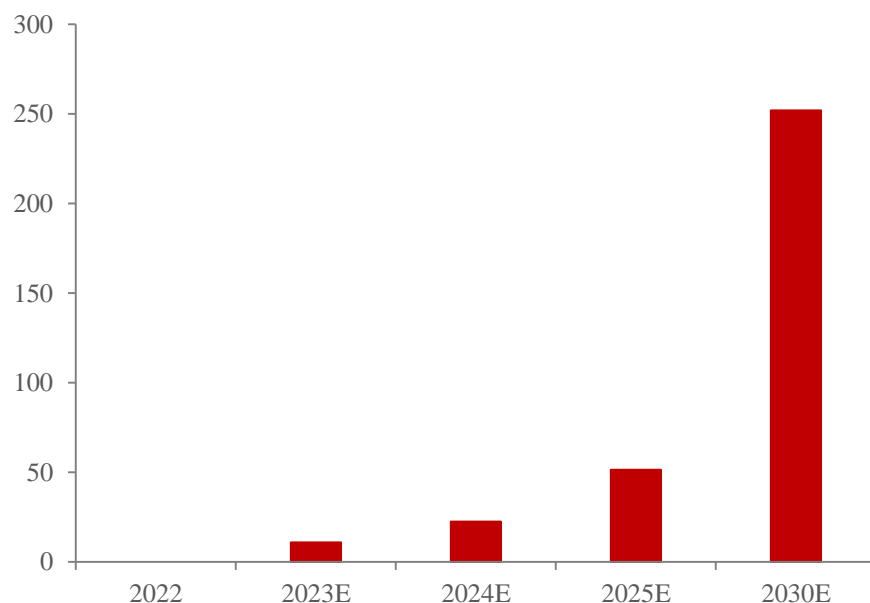


图46：线控转向市场空间/亿元



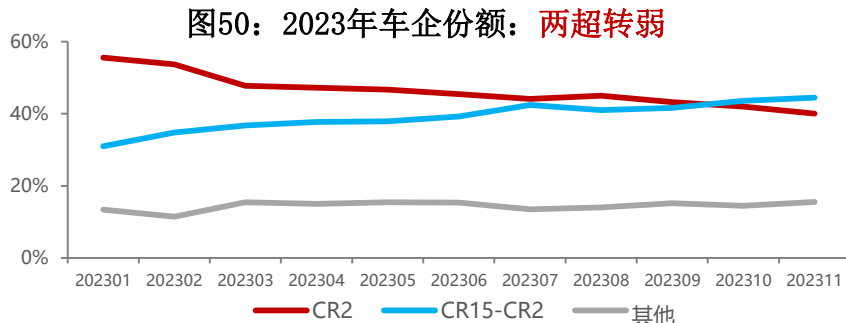
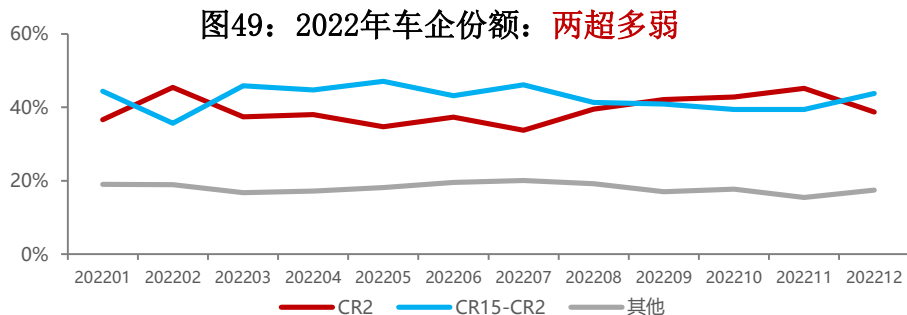
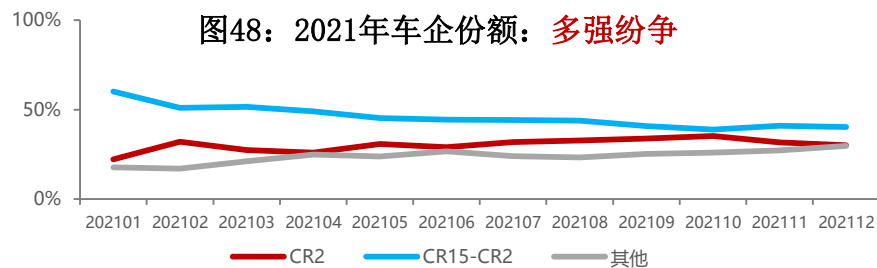
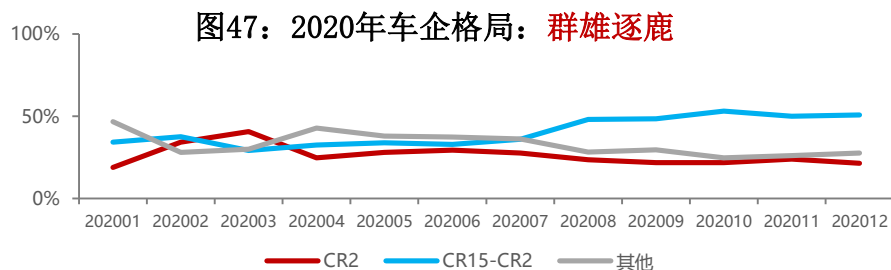
### 三、整车淘汰赛加速，客户结构重要性提升

## 2020-2023年行业集中度变化：逐步回归多强格局。

- ✓ 2020年：格局分散，群雄逐鹿。比亚迪+特斯拉两超格局维稳，3~15多强份额快速提升。
- ✓ 2021年：一超初现，多强纷争。特斯拉两超份额缓慢上升，多强份额逐步被侵蚀转多弱。
- ✓ 2022年：两超形成，多强转弱。比亚迪+特斯拉份额继续提升，多强份额下滑转多弱，尾部稳定。
- ✓ 2023年：两超转弱，多强渐起。年度层面看2023年比亚迪市占率+5.8pct至34.4%，特斯拉市占率+0.1pct至11%，但从月度变化来看，比亚迪+特斯拉份额逐月下滑，理想/埃安/长安等车企市占率提升。
- ✓ 2024年我们预计格局层面将延续两超多弱转向两超多强趋势。

表12：新能源车企市占率变化情况

标准厂家	2022市占率	2023市占率	市占率变化(个百分点)
比亚迪	28.6%	34.4%	5.8
特斯拉中国	10.9%	11.0%	0.1
广汽埃安	4.2%	5.6%	1.4
吉利汽车	5.0%	5.5%	0.5
长安汽车	3.7%	4.9%	1.1
理想汽车	2.1%	4.2%	2.1
上汽通用五菱	9.4%	4.2%	-5.2
上汽乘用车	3.6%	3.6%	0.1
长城汽车	2.0%	3.0%	1.0
蔚来汽车	1.9%	1.8%	-0.1
零跑汽车	1.7%	1.6%	-0.1
小鹏汽车	1.9%	1.6%	-0.3
哪吒汽车	2.3%	1.6%	-0.8
上汽大众	1.5%	1.4%	-0.1
奇瑞汽车	3.4%	1.3%	-2.1



# 重点零部件公司客户结构梳理

■我们对各重点零部件企业2023年的存量客户结构进行了梳理。目前，在整车行业“以价换量”的趋势下，合资油车下行明显，新能源整车格局判断继续向“多强”方向演绎，尾部淘汰加快。因此，需要评估各零部件企业基盘业务的下滑风险。

表13：主要汽车零部件企业存量客户结构情况（2023年）

	客户结构							客户结构								
	有合作	0-5%	5-15%	15-25%	25-40%	40%+	有合作	0-5%	5-15%	15-25%	25-40%	40%+				
	√	★	★★	★★★	★★★★	★★★★★	√	★	★★	★★★	★★★★	★★★★★				
特斯拉	华为智选	理想	蔚来	小鹏	小米	比亚迪	奇瑞	吉利(极氪)	长城	长安	广汽	上汽	国内合资	海外OEM	商用车	Tier 1
拓普集团	★★★★★	★	★	★		★		★★★					★	★		
新泉股份	★★★		★★	★		★	★★★★	★★★★	★		★	★	★		★★	
星宇股份	√	√	★★	★★	★		★★★★	√					★★★★★	★		
爱柯迪	★		★★													★★★★★
旭升集团	★★★★★		★			★			★					★		★★
岱美股份	★★													★★★★★		
银轮股份	★★	★	★	★	★	★		★			★			★	★★★★★	★
松原股份							★★★★	★★★★	★★				★★		★	
华域汽车	★★					★	★	★			★	★★★★				
德赛西威			★★★★		★		★★	★★	★★	★	★★	★				
华阳集团		★	★			★	★	★	★★	★★	★★					★★
伯特利		★	★				★★★★	★★		★★	★★			★★		
保隆科技		★	★★	★	★	★	★	√	√	√	√	★★	★	★★★★★	★	★★
均胜电子		★				★	√	√	√	√	√	√	√	★★★★★		
上声电子	★	★★	★★	★★		★							★★	★★		
瑞鹄模具				★★			★★★★		★★		★		★★			

# 重点零部件公司主要增量客户梳理

- 我们对各重点零部件企业2024年收入增量按客户贡献占比进行了梳理。各零部件企业的订单兑现度直接决定2024年业绩增量。
- 整体上看，绑定电动化变革周期中领先车企的零部件公司2024年业绩确定性要更强。

表14：主要汽车零部件企业2024年收入增量分客户贡献占比情况

	有合作	0-5%	5-15%	15-25%	25-40%	40%+											
客户结构	√	★	★★	★★★	★★★★	★★★★★											
	特斯拉	华为智选	理想	蔚来	小鹏	小米	比亚迪	奇瑞	吉利(极氪)	长城	长安	广汽	上汽	国内合资	海外OEM	商用车	Tier 1
拓普集团	★★★	★★★★★	★★	★		★★	★★		★★						★		
新泉股份	★★★	★	★★★★	★		★	★★	★★★★	★★					★			
星宇股份		★★★★★	★★★★	★★				★★	★								
爱柯迪	★★		★★														★★★★★
旭升集团	★★★		★★★★				★★★★								★		★★★
岱美股份	★★★★														★★★★		
银轮股份	★★★★	★	★	★	★	★	★		★			★			★	★★★★	★
松原股份			★★★★				★★	★★★★★	★★					★			
华域汽车	★★★						★★★★	★★★★	★★			★★					
德赛西威			★★★★			★★		★★	★	★★	★	★	★				
华阳集团			★★				★★		★★	★★	★★	★★					★
伯特利		★★★	★★					★★★★	★★		★★					★★	
保隆科技		★	★★★★	★	★★		★	★									★★
均胜电子		★					★								★★★★★		
上声电子	★★	★★★★	★	★★★★													
瑞鹄模具								★★★★★									

## 四、投资建议及风险提示

■ **投资建议：** 优选具备“天时”和“地利”的赛道中，存量和增量客户结构好，具备业绩确定性的优质零部件企业。

✓ **成熟型赛道中，** 大内饰：推荐【新泉股份】、【岱美股份】、【华域汽车】；车灯：推荐【星宇股份】；座椅：推荐【继峰股份】，关注【天成自控】、【上海沿浦】；玻璃：推荐【福耀玻璃】；被动安全：推荐【松原股份】【均胜电子】。

✓ **成长型赛道中，** Tier 0.5供应商：推荐【拓普集团】；智驾及座舱域控：推荐【德赛西威】；线控制动：推荐【伯特利】；线控转向：推荐【耐世特】；HUD：推荐【华阳集团】；空悬：推荐【保隆科技】；轻量化：推荐【爱柯迪】、【旭升集团】，【瑞鹄模具】；热管理：推荐【银轮股份】。

表15：盈利预测及估值评级

公司	证券代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
拓普集团	601689.SH	47.19	548.71	17.00	21.74	30.04	32.28	25.24	18.27	买入
新泉股份	603179.SH	40.76	198.62	4.71	8.20	11.22	42.17	24.22	17.70	买入
德赛西威	002920.SZ	82.95	460.39	11.84	14.48	22.90	38.88	31.80	20.10	买入
星宇股份	601799.SH	123.21	351.99	9.41	11.40	15.93	37.41	30.88	22.10	买入
福耀玻璃	600660.SH	39.15	1021.71	47.56	58.10	61.11	21.48	17.59	16.72	买入
华域汽车	600741.SH	16.05	506.01	72.03	76.02	86.44	7.03	6.66	5.85	买入
伯特利	603596.SH	51.10	221.39	6.99	9.19	12.10	31.67	24.09	18.30	买入
继峰股份	603997.SH	10.33	119.92	-14.17	3.01	7.13	-	39.84	16.82	买入
华阳集团	002906.SZ	20.80	109.04	3.80	4.94	6.82	28.69	22.07	15.99	买入
保隆科技	603197.SH	40.08	84.95	2.14	3.94	5.70	39.70	21.56	14.90	买入
均胜电子	600699.SH	13.75	193.70	3.94	10.89	15.13	49.16	17.79	12.80	买入
旭升集团	603305.SH	12.89	120.29	7.01	8.00	10.63	17.16	15.04	11.32	买入
岱美股份	603730.SH	12.05	153.20	5.70	7.36	9.44	26.88	20.81	16.23	买入
爱柯迪	600933.SH	18.47	165.72	6.49	9.15	11.58	25.53	18.11	14.31	买入
银轮股份	002126.SZ	14.74	118.54	3.83	6.03	8.33	30.95	19.66	14.23	买入
松原股份	300893.SZ	24.01	54.17	1.18	2.01	2.70	45.90	26.95	20.06	买入
瑞鹄模具	002997.SZ	20.88	41.43	1.40	2.09	3.15	29.59	19.82	13.15	买入

注：时间截至2024年2月2日，盈利预测来自东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所



- **乘用车价格战超预期。**若下游整车价格战超预期，则将影响产业链整体盈利能力，对供应链企业的利润率水平造成不利影响。
- **乘用车行业销量不及预期。**若下游乘用车行业销量不及预期，则将直接影汽车零部件企业的营业收入。
- **原材料价格波动超预期。**若上游原材料价格产生较大波动，则将对供应链企业的盈利水平造成不利影响。

# 免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

# 东吴证券 财富家园