

2024年03月10日

汽车零部件 II

SDIC

行业深度分析

证券研究报告

行业变革加速，看好两大成长主线

■ **零部件板块 2023 年营收增速表现稳健，盈利能力持续修复，不同细分赛道增速分化渐显。**2023 年 Q1-Q3 零部件板块单季度营收同比增速分别为 +4%/+26%/+11%，单季度毛利率分别为 17.7%/18.7%/19.3%，同比分别 +1.1/2.2/1.9pcts。毛利率逐季提升主因系原材料&海运费成本下降。分赛道来看，不同细分赛道增速表现逐渐开始分化，如汽车饰件、铝压铸件等偏成熟的板块整体营收增速有所放缓，汽车电子、汽车座椅、空气悬架等板块依旧维持较高营收增速。2023 年前三季度，市场所担心的年降压力、减值损失压力等并未体现，后续仍需持续跟踪。

■ **零部件板块来自海外营收近 3 年大幅增长，预计后续四类公司海外成长潜力较大。**2013-2017 年/2017-2020 年/2020-2022 年零部件板块海外营收 CAGR 分别为 16.2%/5.5%/18.7%，国内新能源产业链强竞争力赋能，近年来板块海外营收快速增长。复盘近年来海外营收占比较高或者海外营收快速增长的公司，海外业务的快速增长主要归因于三重因素：1) 存量替代，部分零部件厂商凭借优秀成本管控实力等进行海外市场替代；2) 增量先发，新能源增量产业链抓住海外新能源 β 机遇积极开拓客户；3) 大客户驱动，抓住海外大客户的放量机遇实现自身海外业务快速拓展。海外业务拓展过程中，零部件厂商的竞争力提升以及客户驱动是海外拓展的核心。展望未来，预计四类公司海外成长潜力较大：1) 新能源增量产业链龙头，全球范围来看已具备较强竞争力；2) 综合竞争力领先的自主龙头，已完成国内市场对于外资的替代；3) 绑定大客户出海的公司，有望受益下游自主品牌主机厂出海提速等；4) 海外市占率较低的自主龙头。

■ **格局持续优化，细分行业龙头有望加速崛起。**部分行业进入存量竞争阶段，细分龙头有望受益于产能出清、实现份额持续提升。2022 年铝加工/车灯/被动安全领域国内外龙头净利率相差大概为 12%/3%/7%，自主零部件龙头较海外龙头具备更强的成本管控优势，展望未来，零部件各细分行业自主龙头均有望实现较高的盈利水平。我们复盘福耀玻璃等零部件细分龙头成长历程发现：卓越的内部管理带来的成本管控优势、长期积累的技术优势是驱动零部件厂商成长为龙头的核心因素。展望未来，三大成长路径有望助力细分龙头加速崛起：1) 部分外资占比较高的行业，自主龙头有望凭借成本优势加速替代外资；2) 部分行业受到技术迭代、盈利承压等影响，格局加速优化，龙头份额有望持续提升；3) 通过品类拓展，细分龙头加速成长为平台型龙头。

■ **投资策略与重点关注标的：**产业生命周期角度看，伴随下游行业进入成长的中后期，零部件投资虽然已经过了百花齐放的阶段，但 α 依然存在。我们看好两条投资主线：1) 全球化发展提速，海外市场拓展潜力较大的厂商；2) 受益于格局优化的细分行业龙头。重点关注标的明新旭腾、松原股份、星宇股份、保隆科技、电连技术、威迈斯、继峰股份、伯特利、沪光股份、银轮股份、爱柯迪、瑞鹤模具、常熟汽饰、科博达等。

■ **风险提示：**地缘政治风险；原材料价格大幅波动；海运费大幅波动；汇率大幅波动。

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 (元) 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.1	-16.5	2.2
绝对收益	10.5	-12.3	-9.9

徐慧雄 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

支露静 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523070008

zhilj@essence.com.cn

相关报告

Sora 的诞生对智能驾驶行业的影响	2024-02-26
2024 年智能驾驶年度策略：自动驾驶开始由创造型行业转向工程型行业	2023-12-28
从特斯拉迭代历程看智能驾驶算法升级趋势	2023-08-06
AI 大模型在自动驾驶中的应用	2023-05-04
汽车轮胎行业系列报告之一：量价齐升叠加成本下降周期，看好中国胎企份额持续向上	2023-04-21

目 录

1. 复盘 2023 年：板块盈利持续修复，不同赛道增速分化	4
1.1. 总量：营收增速表现稳健，盈利能力持续修复	4
1.2. 结构：不同赛道增速分化，年降及减值压力尚未体现	6
1.2.1. 下游增长驱动减弱，独立 α 赛道依旧高增	6
1.2.2. 年降及减值压力尚未体现，仍需持续跟踪	7
2. 新能源增量及龙头公司，海外业务增长提速	8
2.1. 零部件板块海外营收增长提速	8
2.1.1. 板块海外营收近 3 年大幅增长	8
2.1.2. 三重因素驱动，海外营收高增	10
2.2. 海外拓展空间依然较大，四类公司最具潜力	12
2.2.1. 第一类：新能源增量产业链	12
2.2.2. 第二类：综合竞争力领先的自主龙头	13
2.2.3. 第三类：绑定大客户出海的公司	14
2.2.4. 第四类：海外市占率较低的自主龙头	14
3. 格局加速优化，细分行业龙头加速崛起	15
3.1. 自主龙头强者恒强，相较外资盈利占优	15
3.2. 成本&技术优势为矛，细分龙头攻城占地	15
3.3. 三大成长路径助力细分龙头加速崛起	16
3.3.1. 路径一：自主龙头加速替代外资	16
3.3.2. 路径二：细分龙头受益于格局优化	17
3.3.3. 路径三：通过品类拓展，成长为平台型龙头	17
4. 投资策略与重点关注标的	18
4.1. 投资策略：关注全球化+细分龙头两条投资主线	18
4.1.1. 全球化——关注海外拓展潜力较大的零部件厂商	18
4.1.2. 细分龙头——关注格局优化确定性强的自主龙头	20
4.2. 重点关注标的	21
5. 风险提示	21

目 录

图 1. SW 汽车零部件板块单季度营收	4
图 2. 国内乘用车单季度销量	4
图 3. SW 汽车零部件板块单季度毛利率	5
图 4. 出口集装箱运价指数	5
图 5. 铝等原材料季度均价同比增速	5
图 6. SW 汽车零部件板块单季度净利率 (%)	5
图 7. 人民币汇率走势	5
图 8. 零部件细分板块单季度营收增速变化	6
图 9. 零部件细分板块营收增速	6
图 10. 零部件细分板块单季度毛利率 (%)	7
图 11. 零部件细分板块毛利率	7
图 12. 零部件细分板块 Q1-Q3 减值损失/营收比例变化	8
图 13. 板块整体来自海外营收及占比 (亿元)	8
图 14. 板块整体来自海外营收 CAGR	9
图 15. 来自海外营收占比 10%以上样本公司国内及海外毛利率	9

图 16. 部分零部件公司来自海外收入占比及毛利额占比.....	10
图 17. 四类公司海外拓展潜力较大.....	12
图 18. 部分零部件公司海外市占率与来自海外营收增速的关系.....	15
图 19. 国内外零部件厂商毛利率对比.....	15
图 20. 国内外零部件厂商净利率对比.....	15
图 21. 部分零部件公司海外拓展潜力对比.....	20
表 1: 单季度乘用车销量与零部件板块营收增速.....	4
表 2: 部分零部件公司来自海外营收高速增长.....	10
表 3: 核心增长驱动一——海外替代.....	11
表 4: 核心增长驱动二——先发优势产品开拓海外市场.....	11
表 5: 核心增长驱动三——大客户驱动.....	11
表 6: 国内新能源增量赛道&相关公司.....	12
表 7: 国内部分细分赛道综合竞争力领先的零部件厂商.....	13
表 8: 绑定大客户出海的部分零部件公司.....	14
表 9: 细分行业龙头成长路径复盘.....	16
表 10: 细分领域自主龙头有望加速替代外资，实现份额提升.....	17
表 11: 部分行业集中度有望持续提升，龙头受益.....	17
表 12: 通过拓展品类&下游应用，细分龙头有望成长为平台型龙头.....	18
表 13: 部分零部件公司海外拓展空间及海外拓展能力梳理.....	19
表 14: 自主龙头有望替代外资，实现份额加速提升.....	20
表 15: 部分细分龙头有望受益于行业格局优化.....	20
表 16: 重点关注标的估值.....	21

1. 复盘 2023 年：板块盈利持续修复，不同赛道增速分化

1.1. 总量：营收增速表现稳健，盈利能力持续修复

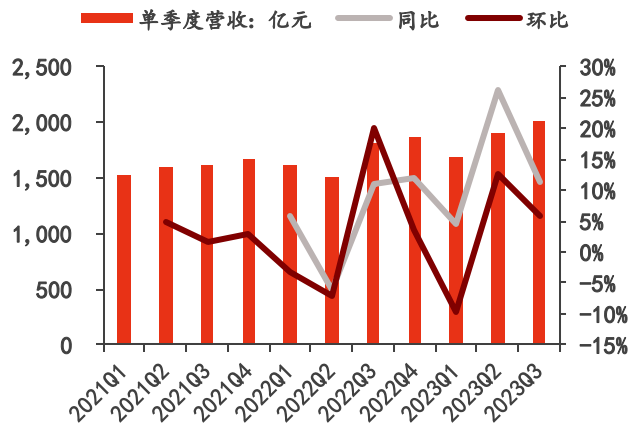
2023 年 Q1-Q3，零部件板块单季度营收同比增速表现均好于下游乘用车销量同比增速，板块营收增速表现稳健。SW 汽车零部件 2023Q3 整体收入 2008 亿元，同比+11%，环比+6%；国内乘用车 2023Q3 销量 571 万辆，同比+2%，环比+9%。23 年 Q1-Q3 乘用车销量同比增速分别为-13%/+21%/+2%，零部件板块营收同比增速分别为+4%/+26%/+11%。汽车零部件板块 Q3 收入同比增速好于行业销量，我们认为主要系上市零部件企业：①客户结构较好，以自主品牌主机厂客户为主；②有海外收入贡献，因而表现一般好于行业整体。板块 23Q3 单季度营收增速环比 Q2 有所下滑，主因是 22 年 Q2 受疫情影响基数偏低、而 22Q3 车企补库存带动零部件公司业绩基数较高。

表1：单季度乘用车销量与零部件板块营收增速

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
乘用车销量(万辆)	492	435	561	567	427	526	571
同比增速	-4%	-10%	24%	1%	-13%	21%	2%
环比增速	-13%	-12%	29%	1%	-25%	23%	9%
零部件收入(亿元)	1,615	1,503	1,805	1,868	1,686	1,898	2,008
同比增速	6%	-6%	11%	12%	4%	26%	11%
环比增速	-3%	-7%	20%	4%	-10%	13%	6%

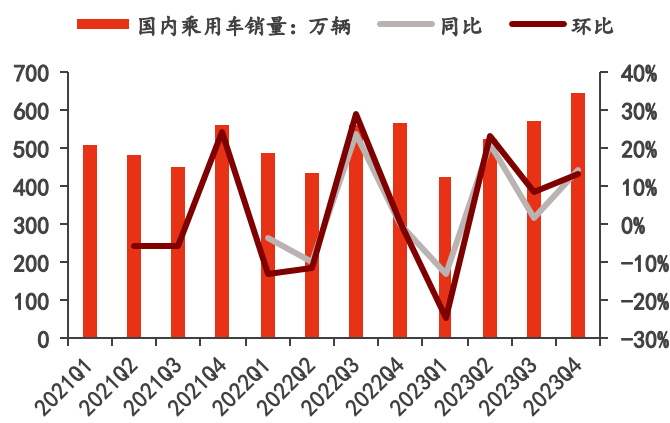
资料来源：wind，乘联会，国投证券研究中心

图1. SW 汽车零部件板块单季度营收



资料来源：wind，国投证券研究中心

图2. 国内乘用车单季度销量



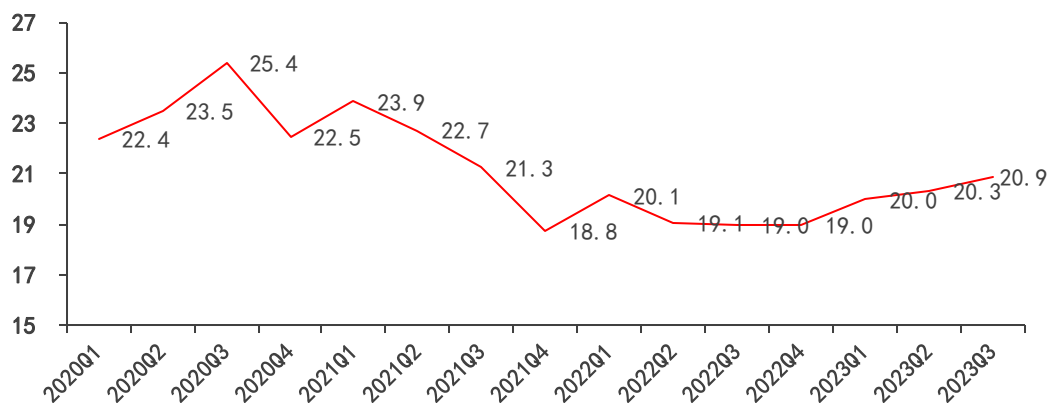
资料来源：wind，乘联会，国投证券研究中心

SW 汽车零部件板块 2023Q3 毛利率 20.9%，同比+1.9pcts、环比+0.6pcts，板块毛利率 2021Q4 见底后持续回升，盈利能力持续修复。我们认为主要原因是：

1) 原材料高位回落。零部件企业主要原材料包括铝材、钢材、塑料、橡胶等，相关原材料价格经历 2020Q3 至 2022Q1 的持续上涨周期后，2022Q2 进入下降周期，对应板块毛利率 2020H2 之后持续下行，并于 2021Q4 见底；此后原材料价格呈现明显回落趋势，带动毛利率回升。

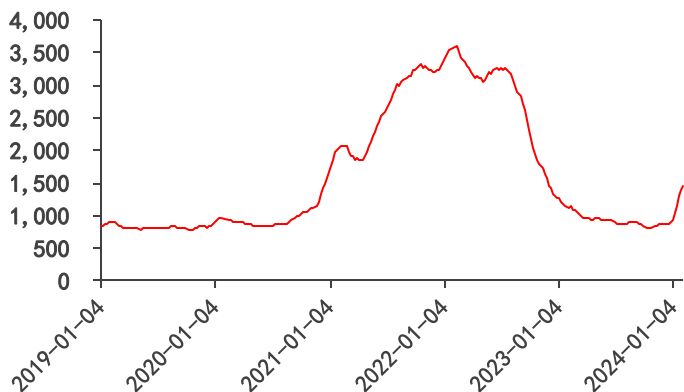
2) 海运费回落至正常水平。受全球疫情、海外罢工导致的港口堵塞影响，2020 年下半年以来海运费快速提升，并于 2021 年底、2022 年初触顶，对应板块毛利率一路下滑，并于 2021Q4 见底；2022 年下半年以来随美国港口堵塞问题解决、新船交付增加、集装箱运力增长、疫情影响减弱，海运费快速下降并于 2023Q1 基本回落至正常水平，带动毛利率水平逐渐恢复。

图3. SW 汽车零部件板块单季度毛利率



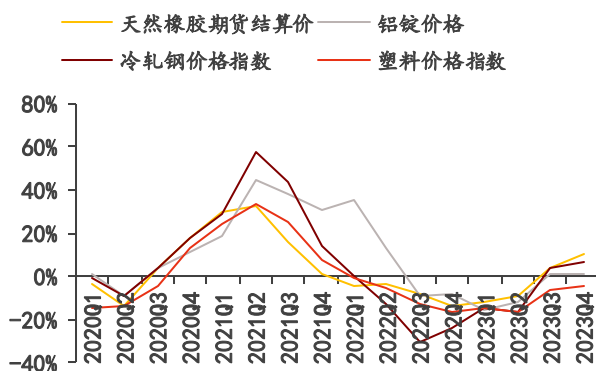
资料来源: wind, 国投证券研究中心

图4. 出口集装箱运价指数



资料来源: wind, 国投证券研究中心

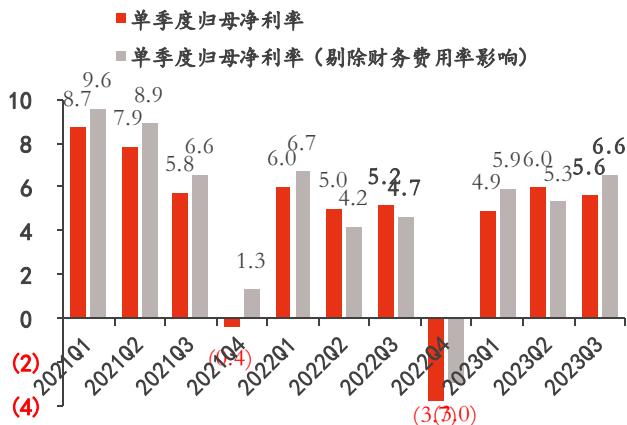
图5. 铝等原材料季度均价同比增速



资料来源: wind, 国家统计局, 兰格钢铁网, 中塑在线, 国投证券研究中心

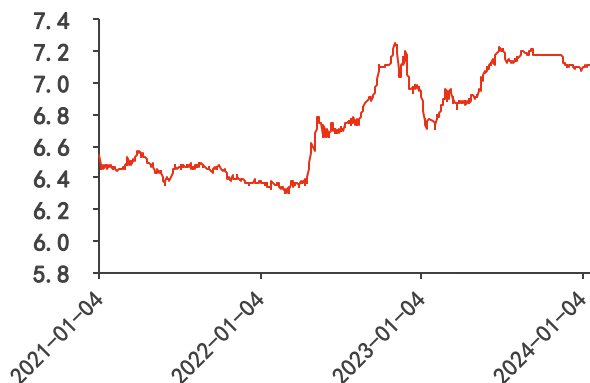
剔除汇兑影响后，2023Q3 零部件板块净利率同比+1.9pcts、环比+1.3pcts，同环比提升显著。2023Q3 SW 汽车零部件板块归母净利润合计 121.6 亿元，同比+22%，环比+4%，净利润环比增速低于营收，主要系汇兑影响。美元兑人民币汇率 Q2 从 6.9 跌至 7.2，带动零部件板块 Q2 汇兑收益大幅增加，而 Q3 汇率逐步企稳，部分企业汇兑为 0 或为负。因三季报不单独披露汇兑收益，我们通过剔除财务费用影响还原板块真实盈利情况，剔除后板块 Q3 利润同比+50%、环比+35%，显著高于营业收入的同比+11%、环比+6%。

图6. SW 汽车零部件板块单季度净利率 (%)



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图7. 人民币汇率走势



资料来源: wind, 国投证券研究中心

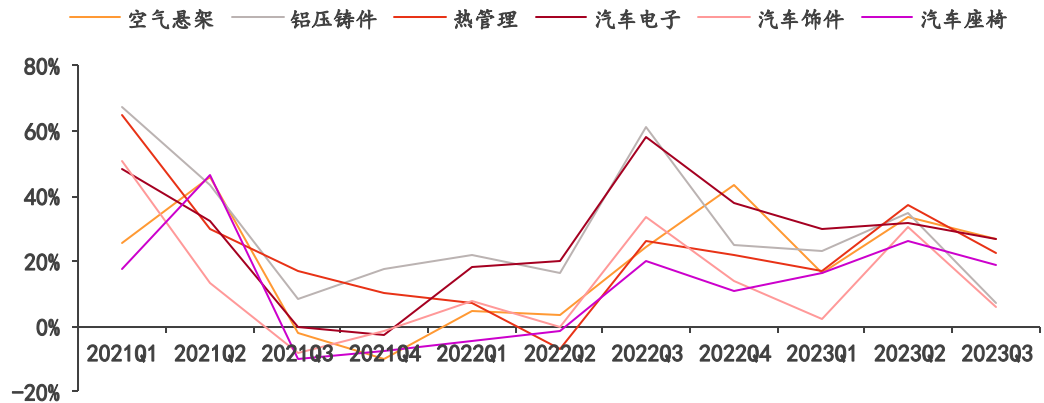
1.2. 结构：不同赛道增速分化，年降及减值压力尚未体现

我们分空气悬架、铝压铸件、热管理、轮胎、汽车座椅、汽车电子、汽车饰件等几条赛道进行分析，观察各个细分赛道营收增速及毛利率变化、减值损失等的指标，得到结论：1) 下游增长驱动放缓情况下，部分较为成熟的细分零部件赛道营收增速有所放缓，但具备独立 α 的赛道依旧维持较高增速；2) 各主要细分赛道受益于原材料、海运费等影响，毛利率有所提升，市场所担心的年降压力尚未对公司盈利能力造成较大影响，此外 23 年前三季度公司减值损失占营收比例维持在正常水平，考虑到 Q4 计提减值一般较多，而主机厂价格战影响仍存在，零部件公司减值损失跟年降压力后续仍需持续跟踪。

1.2.1. 下游增长驱动减弱，独立 α 赛道依旧高增

下游增长驱动减弱，部分细分板块或面临增速放缓，强 α 属性赛道依旧维持高增长。观察分析主要零部件细分赛道最近几个季度同比营收增速，铝压铸件板块 23 年 Q1-Q3 单季度营收同比增速分别为 23.2%/34.8%/7.1%，汽车饰件营收增速分别为 2.6%/30.3%/6.0%，汽车热管理板块营收增速为 17.3%/37.1%/22.7%，汽车电子板块营收增速分别为 29.7%/31.6%/26.8%，汽车座椅板块营收增速分别为 16.4%/26.2%/19.1%。分析发现，铝压铸板块以及汽车饰件板块等独立 α 属性较弱的赛道，板块营收增速较之前高点有所下降，23Q3 营收同比增速降至个位数水平，而强 α 属性赛道如汽车电子、汽车座椅、空气悬架等赛道，板块整体营收增速依旧维持在较高水平，23Q3 营收同比增速基本在 20% 及以上。

图8. 零部件细分板块单季度营收增速变化



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图9. 零部件细分板块营收增速

单季度营收增速	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
空气悬架	25.73%	46.07%	-2.22%	-9.89%	4.76%	3.78%	24.19%	43.28%	16.71%	33.52%	26.59%
铝压铸件	67.34%	43.55%	8.35%	17.67%	21.86%	16.20%	61.48%	25.04%	23.22%	34.76%	7.14%
热管理	64.80%	30.15%	16.82%	10.28%	7.47%	-7.07%	26.40%	22.08%	17.32%	37.07%	22.74%
轮胎	31.30%	13.72%	-3.72%	-1.19%	3.40%	6.99%	19.69%	7.08%	7.08%	14.50%	20.59%
汽车电子	48.35%	32.58%	-0.12%	-2.32%	18.32%	20.07%	58.10%	37.75%	29.72%	31.61%	26.80%
汽车饰件	50.94%	13.20%	-8.00%	-1.33%	7.67%	0.09%	33.92%	13.96%	2.57%	30.34%	5.96%
汽车座椅	17.93%	46.35%	-10.08%	-7.42%	-4.61%	-1.20%	20.31%	11.02%	16.36%	26.15%	19.12%

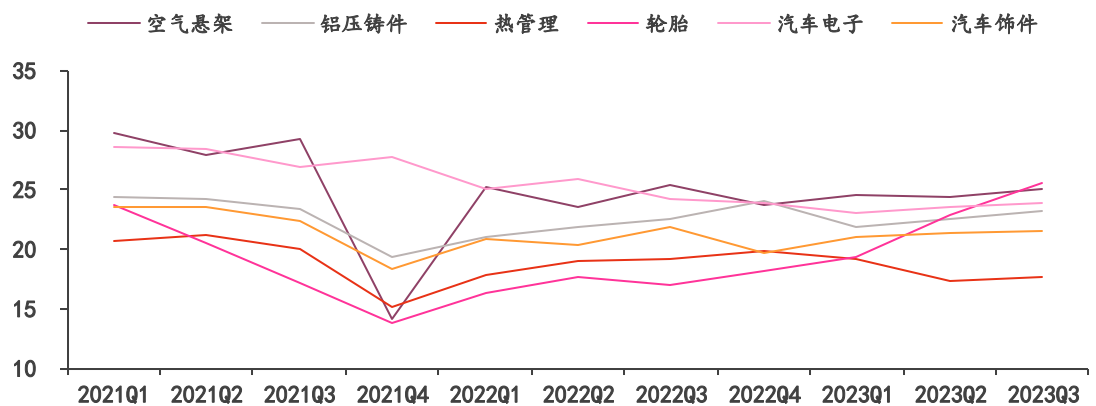
资料来源: wind, 国投证券研究中心

注: 空气悬架统计公司包括保隆科技、中鼎股份等; 铝压铸件板块包括爱柯迪、旭升集团、泉峰汽车、嵘泰股份、广东鸿图、天汽模、祥鑫科技、瑞鹤模具、威唐工业、博俊科技、文灿股份、合力科技等; 热管理板块包括银轮股份、腾龙股份、奥特佳、松芝股份等; 轮胎板块包括贵州轮胎、森麒麟、赛轮轮胎、玲珑轮胎等; 汽车电子板块包括伯特利、华阳集团、华安鑫创、光庭信息、科博达等; 汽车饰件板块包括宁波华翔、松原股份、福耀玻璃、华域汽车、一汽富维、星宇股份、常熟汽饰、岱美股份、新泉股份、拓普集团等; 汽车座椅板块包括继峰股份、天成自控、上海沿浦等。

1.2.2. 年降及减值压力尚未体现，仍需持续跟踪

各细分赛道毛利率基本稳定，零部件公司年降压力尚未体现。各细分板块来看，铝压铸件 23 年 Q1-Q3 毛利率分别为 21.9%/22.6%/23.3%，热管理板块毛利率分别为 19.5%/17.3%/17.7%，汽车饰件板块毛利率分别为 21.0%/21.4%/21.5%，轮胎板块毛利率分别为 19.3%/22.9%/25.5%，除轮胎板块、铝压铸板块外（毛利率受益于原材料、海运费等因素出现环比提升），其余细分板块毛利率基本保持稳定。市场担心下游价格战会导致成本压力传导至上游零部件，零部件公司可能承担额外年降，从 23 年 Q1-Q3 毛利率来看，主要细分板块毛利率同环比未出现恶化，铝压铸件板块由于原材料价格下跌毛利率反而有所提升（热管理板块 23 年来毛利率略有下降，主因是样本数量较少，松芝股份毛利率低的产品开始放量造成影响）。从目前毛利率情况来看，价格战对于零部件板块盈利能力尚未带来显著压力，不过根据我们中期策略报告分析，成本压力向上游传导存在时滞，后续各板块盈利能力变化仍需跟踪。

图10. 零部件细分板块单季度毛利率 (%)



资料来源: wind, 国投证券研究中心

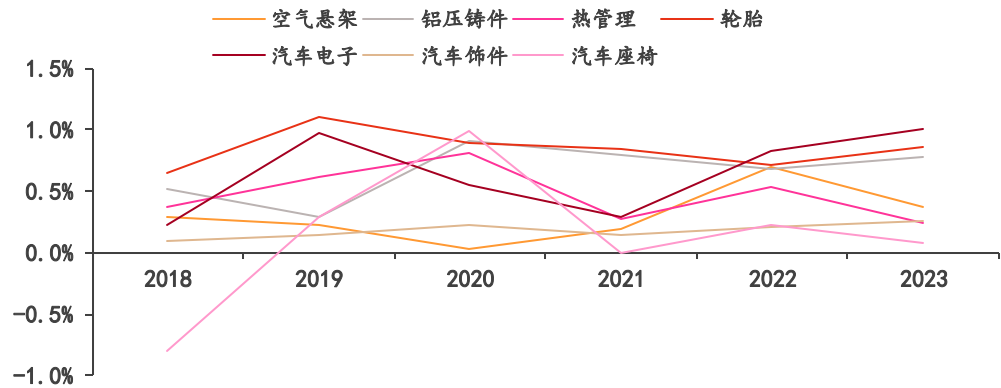
图11. 零部件细分板块毛利率

单季度毛利率% (平均值)	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
空气悬架	29.82	27.90	29.19	14.04	25.19	23.59	25.45	23.68	24.52	24.45	25.09
铝压铸件	24.39	24.14	23.36	19.32	20.97	21.80	22.44	24.02	21.89	22.58	23.27
热管理	20.66	21.20	19.92	15.18	17.79	18.99	19.10	19.82	19.47	17.28	17.69
轮胎	23.65	20.54	17.19	13.81	16.27	17.66	17.05	18.21	19.32	22.90	25.50
汽车电子	28.58	28.43	26.94	27.75	25.06	25.93	24.21	23.91	23.03	23.45	23.82
汽车饰件	23.50	23.51	22.36	18.24	20.78	20.29	21.79	19.59	21.00	21.38	21.49
汽车座椅	19.80	19.43	15.41	11.73	16.59	16.89	14.83	5.65	17.02	16.58	19.74

资料来源: wind, 国投证券研究中心

目前板块减值损失占营收比例正常，考虑到减值损失一般 Q4 计提较多，仍需重点关注 23 年 Q4 板块减值损失情况。据我们之前发布的中期策略报告分析，2017-2019 上一轮价格战期间，下游竞争加剧格局加速分化，零部件板块资产减值损失占营收比例自 17 年 0.7% 提升至 19 年 2.7%，且 Q4 计提较多，存在明显季节性。23 年前三季度相较于往年前三季度，减值损失占比未见明显提升，考虑到 Q4 一般计提减值较多，我们认为减值损失对各赛道影响具体还需跟踪零部件公司四季度以及年报情况。

图12. 零部件细分板块 Q1-Q3 减值损失/营收比例变化



资料来源: wind, 国投证券研究中心

2. 新能源增量及龙头公司，海外业务增长提速

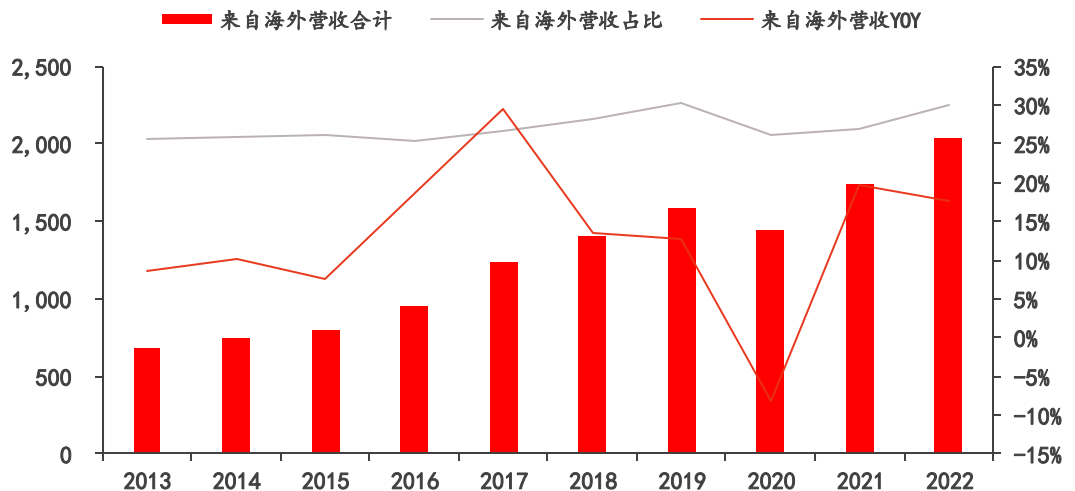
2.1. 零部件板块海外营收增长提速

2.1.1. 板块海外营收近 3 年大幅增长

■ 近年来板块海外营收大幅增长，海外盈利表现优于国内

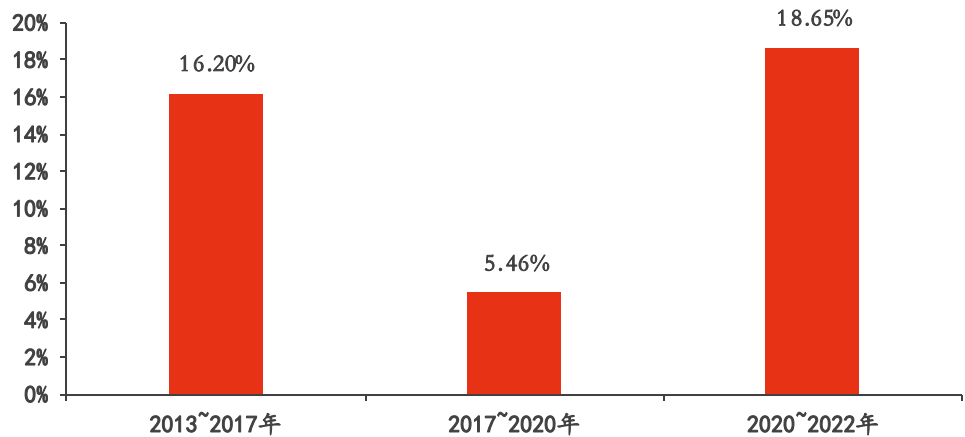
零部件板块海外营收近年来大幅增长，2020-2022 年 CAGR 为 18.7%。SW 零部件板块海外营来自 2013 年 678.4 亿元增长至 2022 年的 2042.3 亿元，CAGR 为 13.0%，2013-2017 年/2017-2020 年/2020-2022 年海外营收 CAGR 分别为 16.2%/5.5%/18.7%，下游全球汽车销量增速保持平稳情况下，汽零板块海外营收保持较高增速，且近年来增速进一步提高，我们预计主要原因国内新能源产业优势、叠加近年来海外零部件产业链因疫情受损给国内汽车零部件厂商带来机会。板块海外营收占比自 2013 年 25.6% 提升至 2022 年 30.1%，恢复至疫情前正常水平。

图13. 板块整体来自海外营收及占比 (亿元)



资料来源: wind, 国投证券研究中心

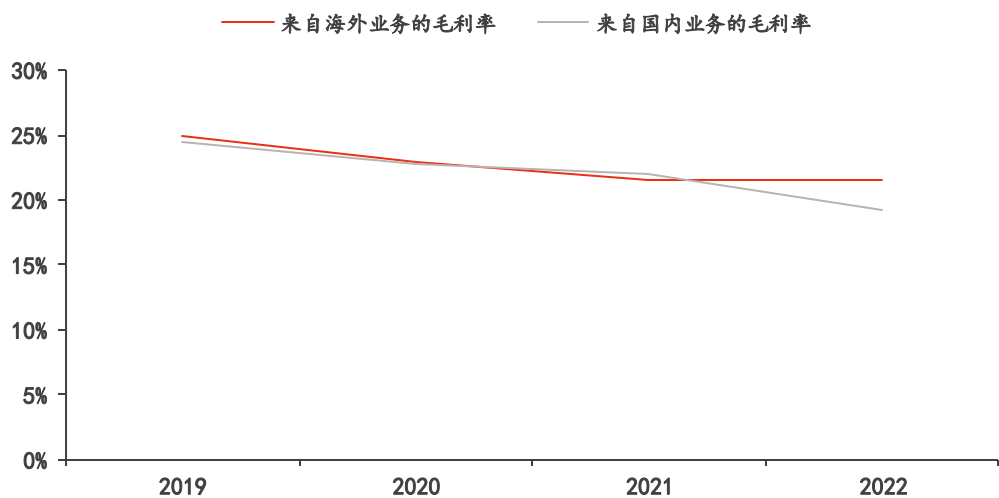
图14. 板块整体来自海外营收 CAGR



资料来源: wind, 国投证券研究中心

受益于有竞争力、有议价能力的新能源产业链零部件出口增加，后续零部件板块整体海外盈利有望高于国内。选取海外营收占比 10%以上样本公司，计算海外及国内毛利率，2019-2021 年海外与国内毛利率基本一致，2022 年海外毛利率高于国内，海外毛利率 21.5%，国内毛利率 19.2%。我们分析主要原因为 2022 年海外新能源车销量高增、新能源车渗透率持续提升，出海零部件中新能源产业链产品等增加，而国内新能源产业链零部件本身具备较强竞争力，相较于之前出海的产品如玻璃、内外饰件具备较强议价能力。据此分析，伴随后续新能源产业链零部件海外市场拓展提速，零部件板块海外盈利能力有望高于国内。

图15. 来自海外营收占比 10%以上样本公司国内及海外毛利率



资料来源: wind, 国投证券研究中心

■ 样本零部件公司来自海外营收占比及毛利额占比梳理

我们选取 2022 年来自海外营收占比 10%以上的 30 家零部件公司，对 2022 年来自海外营收占比、2022 年来自海外毛利额占比进行梳理。来自海外营收占比较高（高于 40%）的零部件公司，包括岱美股份、爱柯迪、保隆科技、万丰奥威、飞龙股份、中鼎股份、福耀玻璃、贝斯特、旭升集团等，海外业务拓展时间较早，其产品本身具备较强竞争力，或者借助国际知名 Tier 1 切入海外主机厂、或者借助对于海外公司的收购，海外业务拓展较为顺利。海外业务拓展时间较早的这些公司，其主营产品多为传统产品如汽车饰件、汽车密封件、气门嘴及 TPMS 等。来自海外营收占比较低（低于 40%）的公司，如瑞鹤模具、科博达、拓普集团、双环传动、精锻科技等，海外业务发展多受益于汽车电动化革命以及新能源车客户的崛起，海外市场拓展时间相对较晚。

图16. 部分零部件公司来自海外收入占比及毛利额占比

公司代码	公司简称	2022年总收入	2022年末自海外收入占比	2022年净利润	2022年末自海外毛利额占比	主营业务	公司代码	公司简称	2022年总收入	2022年末自海外收入占比	2022年净利润	2022年末自海外毛利额占比	主营业务
603730.SH	岱美股份	51.46	81.85%	5.70	78.75%	遮阳板、头枕等内饰件	601689.SH	拓普集团	159.93	27.84%	17.00	32.67%	汽车减震器、内饰功能件、底盘系统、汽车电子及热管理系统等
600933.SH	爱柯迪	42.65	58.98%	6.49	51.89%	汽车铝合金精密压铸件	603982.SH	泉峰汽车	17.45	25.41%	-1.54	31.47%	铝压铸件等
603197.SH	保隆科技	47.78	55.50%	2.14	58.97%	气门嘴、TPMS、空气悬架、传感器等	300428.SZ	立中集团	213.71	25.26%	4.92	72.98%	功能中间合金新材料、再生铸造铝合金材料、铝合金车轮等
002085.SZ	万丰奥威	163.82	54.23%	8.09	53.81%	汽车轻量化金属部件等	002126.SZ	银轮股份	84.80	24.00%	3.83	25.64%	热管理产品及尾气处理产品
002536.SZ	飞龙股份	32.58	53.47%	0.84	56.68%	水泵、网关热管理部件等	603158.SH	腾龙股份	26.70	23.12%	1.23	20.92%	空调管路等热管理系统产品
000887.SZ	中鼎股份	148.52	52.80%	9.64	41.02%	密封件、降噪减震部件、轻量化底盘件、冷却管路、空气悬架	000700.SZ	模塑科技	76.64	22.71%	4.97	26.85%	汽车保险杠等零部件、塑料制品、模具等
600660.SH	福耀玻璃	280.99	45.68%	47.56	35.27%	汽车玻璃、铝饰条等	002101.SZ	广东鸿图	66.72	19.44%	4.65	31.80%	精密铝合金零部件、汽车铸件
300580.SZ	贝斯特	10.97	42.90%	2.29	47.14%	精密零部件和智能装备及工装产品等	605005.SH	合兴股份	14.61	18.10%	1.90	22.60%	汽车电子
603305.SH	旭升集团	44.54	42.58%	7.01	52.29%	铝合金压铸、挤出、锻造等加工件	600480.SH	凌云股份	166.89	16.04%	3.39	2.93%	汽车轻量化零部件、塑料管道系统等
603013.SH	亚普股份	84.43	37.62%	5.01	30.36%	汽车油箱等	603596.SH	伯特利	55.39	14.79%	6.99	22.00%	汽车制动系统相关产品
002997.SZ	瑞鹄模具	11.68	36.82%	1.40	44.64%	冲压模具及检具、焊接自动化生产线及铝压铸件、冲压件等	002472.SZ	双环传动	68.38	13.81%	5.82	14.52%	机械传动齿轮及其相关零部件
605133.SH	嵘泰股份	15.45	34.09%	1.34	36.02%	铝压铸件等	002965.SZ	祥鑫科技	42.89	13.74%	2.57	15.34%	汽车零部件、通信设备结构件和其他精密金属结构件
300258.SZ	精锻科技	18.08	32.60%	2.47	41.28%	汽车差速器锥齿轮、汽车变速器结合齿齿轮、汽车变速器轴类等	300863.SZ	卡倍亿	29.48	10.73%	1.40	9.85%	汽车线缆
002976.SZ	瑞玛精密	12.06	32.57%	0.67	28.27%	精密结构件、精密模具等	301000.SZ	肇民科技	5.35	10.51%	0.94	13.22%	精密注塑件及配套精密注塑模具
603786.SH	科博达	33.84	31.83%	4.50	34.82%	涵盖汽车照明控制系统、电机控制系统、能源管理系统和车载电器与电子等	002708.SZ	光洋股份	14.88	10.10%	-2.34	-120.34%	各类新能源与燃油汽车精密零部件、高端工业装备等

资料来源: wind, 国投证券研究中心

2.1.2. 三重因素驱动，海外营收高增

我们选取 2020-2022 年来海外营收复合增速接近或大于 30%的零部件公司双环传动、精锻科技、拓普集团、卡倍亿、瑞鹄模具、威迈斯等，以及部分近 3 年海外营收增速不高但海外营收占比较高的公司福耀玻璃、岱美股份等，复盘其海外业务发展历程及增长核心驱动因素，总结核心增长驱动因素，主要可归纳为三点：存量替代、增量先发、大客户驱动。

表2: 部分零部件公司来自海外营收高速增长

单位: 亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2013~2017年 CAGR	2017~2020年 CAGR	2020~2022年 CAGR	2022年来自海外营收占比
SW 零部件板块整体	1236.8	1403.6	1581.6	1450.7	1736.5	2042.3	16.20%	5.46%	18.65%	30.07%
银轮股份	10.5	12.2	12.7	11.1	14.6	20.4	19.64%	1.81%	35.27%	24.00%
三花智控	46.7	49.5	56.9	62.5	79.1	99.3	21.61%	10.20%	26.05%	46.52%
双环传动	4.0	4.6	4.7	4.3	7.6	9.4	18.14%	2.17%	48.80%	13.81%
精锻科技	2.4	3.0	3.3	2.9	4.5	5.9	25.57%	6.12%	42.31%	32.60%
立中集团	3.8	34.4	35.2	28.9	33.8	54.0	25.49%	96.95%	36.75%	25.26%
拓普集团	9.3	10.0	11.3	16.6	27.6	44.5	7.43%	21.41%	63.91%	27.84%
腾龙股份	1.7	1.9	2.4	3.7	5.0	6.2	13.05%	29.33%	29.60%	23.12%
卡倍亿	0.0	0.0	0.3	1.3	2.9	3.2		269.44%	57.37%	10.73%
瑞鹄模具	1.3	1.7	2.9	1.3	2.8	4.3		0.09%	83.29%	36.82%
福耀玻璃	66.2	83.1	101.9	89.8	110.7	128.3	15.91%	10.71%	19.54%	45.68%
岱美股份	24.2	34.1	39.6	31.6	33.3	42.1	18.27%	9.24%	15.44%	81.85%
威迈斯				0.01	0.2	2.3				5.97%

资料来源: wind, 国投证券研究中心

- 1) **核心增长驱动一——海外替代**：部分新能源车与燃油车通用产品—存量赛道，国内龙头通过纵向一体化&规模效应等强化成本管控能力，凭借成本管控能力在完成国内替代基础上，逐步走向全球进行海外替代。比如福耀玻璃（国内汽玻市占率已达到 60%），岱美股份（全球汽车遮阳板市占率超过 30%），精锻科技（国内精锻齿轮市占率 40%+），腾龙股份（国内汽车空调管路市占率 20%+）等，产品综合竞争力显著，国内市占率领先，已实现国内市场外资厂商的替代，逐步在海外市场实现替代。

表3：核心增长驱动一——海外替代

	国内细分领域市占率	市场空间	来自海外营收增长驱动因素	近3年来自海外营收增长核心原因
福耀玻璃	汽车玻璃领域——60%+	存量产品	格局变化	国内外资替代→海外替代
岱美股份	汽车遮阳板领域——30%以上	存量产品	格局变化	国内外资替代→海外替代
精锻科技	差速器锥齿轮领域——30%左右	存量产品	格局变化+大客户	国内外资替代→海外替代；受益大客户项目放量；
卡倍亿	汽车线缆领域——10%~15%	NEV 带动扩容	海外市场β+格局变化	国内外资替代→海外替代
腾龙股份	汽车空调管路领域——20%+	NEV 带动扩容	海外市场β+格局变化	国内外资替代→海外替代
银轮股份	前端模块市占率 17%左右	存量产品	格局变化+大客户	海外工程基建需求复苏，卡特彼勒等大客户需求增加；海外替代
立中集团	铝合金车轮领域——不足 10%	存量产品	政策影响+格局变化	海外替代

资料来源：wind，公司官网，公司公告，公司投资者关系活动记录表等，国投证券研究中心

- 2) **核心增长驱动二——先发优势产品开拓海外市场**：新能源增量产品—增量赛道，国内具有先发优势的新能源产业链如三电产业链等，这些赛道的自主龙头，其产品在国内已经具备丰富的量产制造经验和成熟的上下游配套关系，相较于海外具备技术/规模方面先发优势，抓住海外新能源市场扩张机遇开拓海外客户，如新能源车减速器领域的双环传动（国内大功率新能源车齿轮市占率已超过 70%），车载电源领域的威迈斯（国内车载电源市占率超过 20%）。

表4：核心增长驱动二——先发优势产品开拓海外市场

	国内细分领域市占率	市场空间	来自海外营收增长驱动因素	近3年来自海外营收增长核心原因
威迈斯	车载电源领域——20%+	NEV 增量产品	海外市场β	先发优势产品开拓海外市场
双环传动	大功率新能源车齿轮领域——70%+	NEV 增量产品	海外市场β	先发优势产品开拓海外市场
三花智控	新能源车电子膨胀阀市占率超过 60%	NEV 带动扩容	海外市场β+大客户	先发优势产品开拓海外市场；受益于北美大客户项目放量

资料来源：wind，网易汽车，NE 时代新能源，昆山瑞格电子科技有限公司公众号等，国投证券研究中心

- 3) **核心增长驱动三——大客户驱动**：典型如拓普集团供货北美大客户，近3年来海外营收快速增长；瑞鹤模具受益于海外福特、大众等客户新能源转型，模具项目接到大量海外新订单，带动近3年海外营收放量。

表5：核心增长驱动三——大客户驱动

	国内细分领域市占率	市场空间	来自海外营收增长驱动因素	近3年来自海外营收增长核心原因
拓普集团	橡胶减震领域——30%+	NEV 带动扩容	海外市场β+大客户	受益大客户项目放量
瑞鹤模具	汽车侧围冲压模具领域——15%左右	NEV 带动扩容	海外市场β+大客户	车企新能源转型+新势力涌现带动模具需求增加，受益大客户项目放量
精锻科技	差速器锥齿轮领域——30%左右	存量产品	格局变化+大客户	国内外资替代→海外替代，受益大客户项目放量

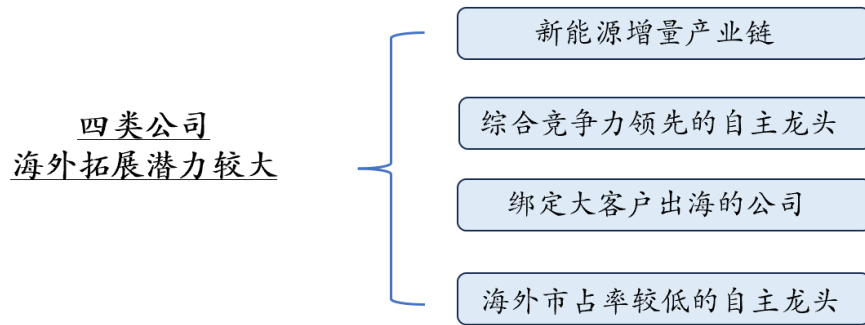
三花智控	新能源车电子膨胀阀市占率超过 60%	NEV 带动扩容	海外市场β+大客户	先发优势产品开拓海外市场；受益于北美大客户项目放量
------	--------------------	----------	-----------	---------------------------

资料来源：wind，公司公告，公司投资者关系活动记录表，昆山瑞格电子科技有限公司公众号等，国投证券研究中心测算

2.2. 海外拓展空间依然较大，四类公司最具潜力

根据上一节对于海外营收高增或者海外营收占比较高的公司复盘，海外营收高增驱动因素主要有三点——存量替代、增量先发、大客户驱动。展望未来，我们认为四类公司海外业务拓展潜力较大——新能源增量产业链、综合竞争力领先的自主龙头、绑定大客户出海的公司、海外市占率较低的自主龙头。

图17. 四类公司海外拓展潜力较大



资料来源：国投证券研究中心整理

2.2.1. 第一类：新能源增量产业链

新能源增量产业链厂商，后续海外拓展潜力较大。国内新能源产业链发展进度领先，欧美等地区新能源车相较国内仍处于发展早期，国内新能源增量赛道的自主零部件龙头厂商，有望凭借国内市场积累的经验+技术/规模方面先发优势+和博格华纳、采埃孚等国际电驱动系统 Tier 1 的合作基础，较早地切入海外市场。典型新能源增量产品如 BMS、减速器齿轮、车载 OBC、PDU 高压配电单元、高频高速连接器（受益于智能化）等，这些赛道相关供应商如威迈斯、双环传动等海外拓展潜力较大。

表6：国内新能源增量赛道&相关公司

	产品	对应公司	国内竞争格局	22 年来自海外营收占比	近 3 年来自海外营收增速
电池	BMS	均胜电子、力高新能等	电池厂商以及主机厂占据行业主导地位，独立 BMS 供应份额较小；最大的独立 BMS 供应商力高新能（2022 年 6.7%）	力高新能（海外占比 0%）	
电驱动	减速器齿轮	双环传动、精锻科技、蓝黛科技、豪能股份	双环传动占据龙头地位（2022 年大功率新能源车齿轮市占率超过 70%）	双环传动（海外营收占比 13.81%）	48.80%
	电机	方正电机	方正电机为国内独立第三方电机龙头（2022 年 7.5%）	方正电机（海外营收占比 14%）	-12.90%
	电机控制器	汇川技术、巨一科技、英搏尔等	汇川技术（2022 年 6.9%）；英搏尔（2022 年 5%）；巨一科技（2022 年 2.8%）	汇川技术（海外营收占比 3.8%）；英搏尔（海外营收占比接近 0%）；巨一科技（4.1%）	汇川技术（33.7%）；巨一科技（35.8%）
电控	PDU 高压配电单元	中航光电、瑞可达等		中航光电（海外营收占比 6.9%）；瑞可达（海外营收占比 10.3%）	中航光电（36.5%）；瑞可达（81.0%）

	车载 OBC	威迈斯、英搏尔等	威迈斯 (2022 年 20.4%)；英搏尔 (2022 年 8.6%)	威迈斯 (海外营收占比 6.0%)	威迈斯 (141.3%)
	车载 DC/DC 变换器	欣锐科技等		欣锐科技 (海外营收占比 1.3%)	欣锐科技 (123.6%)
	高压线束连接器	中航光电、瑞可达等		中航光电 (海外营收占比 6.9%)；瑞可达 (海外营收占比 10.3%)	中航光电 (36.5%)；瑞可达 (81.0%)
热管理	chiller	三花智控、银轮股份等		三花智控 (海外营收占比 46.5%)；银轮股份 (海外营收占比 24.0%)	三花智控 (26.1%)；银轮股份 (35.3%)
	液冷板	三花智控、银轮股份、科创新源等		科创新源 (海外营收占比 6.2%)	科创新源 (1.6%)
	热泵集成模块	三花智控、拓普集团、银轮股份等		拓普集团 (海外营收占比 27.8%)	拓普集团 (63.9%)
其他	高频高速连接器	电连技术等	高频高速连接器领域以外资为主，罗森博格、安费诺等占据主要地位，内资份额很低	电连技术 (16.5%)	电连技术 (13.4%)

资料来源：高工产研锂电研究所，各公司公告，NE 时代新能源等，国投证券研究中心

2.2.2. 第二类：综合竞争力领先的自主龙头

综合竞争力领先的自主龙头，后续海外拓展潜力较大。部分国内细分零部件赛道的自主龙头，凭借领先的综合竞争力已实现国内市场对于海外厂商的替代，比如星宇股份相较于外资车灯厂小系&海拉等产品性价比优势更强，国内市场市占率自 2018 年 10% 提升至 2021 年 14%，全球范围内也已具备充足竞争力。展望未来，国内已经完成外资厂商替代的自主龙头，后续海外市场进行替代胜率较高，海外市场拓展有望提速。

表7：国内部分细分赛道综合竞争力领先的零部件厂商

	公司	国内市占率	全球/海外市占率	22 年来自海外营收占比	近 3 年来自海外营收增速
汽车饰件	星宇股份	2021 年车灯市占率 14%		1.60%	10.2%
	新泉股份	2022 年中重卡仪表板市占率 20%+		8.7%	152.4%
	模塑科技		2017 年保险杠市占率 20%+	22.7%	19.6%
	明新旭腾	2020 年汽车真皮内饰材料市占率 10%+		0.87%	-
	常熟汽饰			2.21%	159.8%
汽车热管理	银轮股份	2022 年前端模块市占率 17%左右		24.00%	35.30%
	飞龙股份	2022 年机械水泵市占率 20%+		53.50%	23.30%
铝结构件	爱柯迪		2022 年雨刮器壳体市占率 30%+	59.00%	20.90%
	嵘泰股份	2022 年转向器壳体市占率 20%+		34.10%	33.30%
汽车电子&安全系统	松原股份	国内汽车安全带自主龙头 (2022 年市占率 12%左右)		8.70%	13.30%
	上声电子	2022 年前装车载扬声器市占率 20%+	2022 年前装车载扬声器市占率 13%左右	42.10%	/
	瑞可达	2022 年新能源车高压连接器市占率 10%+		10.30%	81%

卡倍亿	2022 年线缆市占率 10%~15%		10.7%	57.4%
科博达		2021 年灯控市占率 14%	31.80%	11.80%

资料来源: wind, 各公司公告, 公司投资者关系活动记录表, 高工智能汽车, 立鼎产业研究院, 盖世汽车, 中汽协, 国际汽车制造商协会等, 国投证券研究中心

2.2.3. 第三类：绑定大客户出海的公司

绑定主机厂出海的零部件厂商，后续受益于自主品牌出海&特斯拉海外建厂等，海外业务拓展潜力较大。

1) 长期有望受益于自主品牌主机厂客户出海提速：自主品牌主机厂凭借领先产品力出海提速，如长城、奇瑞等，海外建立多个 KD 组装工厂，零部件进口自国内供应链体系、在海外完成组装，相关供应链公司有望受益于主机厂海外份额提升&销量增长。

2) 未来 2-3 年有望受益于北美新建工厂的放量：贸易摩擦加剧背景下，美国政府通过 IRA 法案、北美自由贸易协议等政策限制国内零部件厂商出口，为规避关税同时抓住北美尤其是墨西哥市场需求，零部件厂商积极推动在墨西哥等地建厂，辐射北美福特、通用、特斯拉等客户，未来 2-3 年旭升集团、模塑科技、新泉股份等海外产能有望迎来释放。

表8：绑定大客户出海的部分零部件公司

	对应公司	供应产品	海外建厂地址	22 年来自海外 营收占比	近 3 年来自海外营收 增速
北美建厂	旭升集团	铝压铸件、铝挤出件等	墨西哥	42.6%	35.6%
	新泉股份	仪表板、门内护板、保险杠等内外饰件	墨西哥、马来西亚等	8.7%	152.4%
	银轮股份	热管理部件如空调箱总成、液冷板等	墨西哥、波兰等	24.0%	35.3%
	模塑科技	保险杠等外饰件	墨西哥	22.7%	19.6%
	嵘泰股份	转向器壳体等铝压铸件	墨西哥	34.1%	33.3%
奇瑞	星宇股份	车灯	主要受益于出口	1.6%	10.2%
	松原股份	安全带等		8.7%	13.3%
	瑞鹄模具	从模具等拓展至冲压件、铝压铸件等		36.8%	83.3%
	常青股份	冲压车身结构件		16.5%	7.8%
上汽集团	华域汽车	汽车内外饰件、座椅、座舱电子等等	美国、墨西哥、俄罗斯、加拿大、泰国、斯洛伐克等地均有工厂	18.1%	6.6%
	无锡振华	冲压焊接零部件	无海外工厂，主要出口	0.2%	73.2%
长城汽车	华阳集团	汽车精密电子部件以及 LED 照明等	受益于配套车型	27.4%	14.6%
长安汽车	川环科技	汽车管路系统等	出口	4.7%	19.4%

资料来源: wind, 国投证券研究中心

2.2.4. 第四类：海外市占率较低的自主龙头

目前海外市占率较低的自主龙头，后续海外业绩增长潜力依然较大。观察零部件公司海外市占率与海外营收增速的关系，我们认为目前海外市占率较低的公司，且处于海外市场拓展的初期，后续海外营收实现高增的潜力较大，尤其是自主龙头具备较强竞争力，后续海外业务拓展胜率较大，典型如精锻科技（海外市占率 10%+）、科博达（全球灯控市占率 14%）等。

图18. 部分零部件公司海外市占率与来自海外营收增速的关系

	主要产品	海外市占率分档	海外市占率	2013~2017年营收增速	2017~2020年营收增速	2020~2022年营收增速
模塑科技	保险杠等外饰件	2	保险杠全球市占率20%+		76.55%	19.55%
精锻科技	差速器齿轮&总成等	1	差速器齿轮海外市占率10%+	25.57%	6.12%	42.31%
天成自控	商用车座椅等	1	海外低于国内 (14%)	12.02%	6.85%	54.30%
科博达	灯控等	1	灯控全球市占率14%		6.37%	11.81%
瑞鹄模具	冲压模具等	1	侧围冲压模具海外市占率低于国内 (15%)		0.09%	83.29%
嵘泰股份	铝压铸件	2	转向器壳体海外市占率低于国内 (20%+)		58.06%	33.27%
福耀玻璃	汽车玻璃	3	汽玻全球市占率超30%	15.91%	10.71%	19.54%
岱美股份	遮阳板等	4	遮阳板全球市占率30%以上	18.27%	9.24%	15.44%

资料来源: wind, 各公司公告, 各公司官网, 各公司投资者关系活动记录表, 国投证券研究中心估算

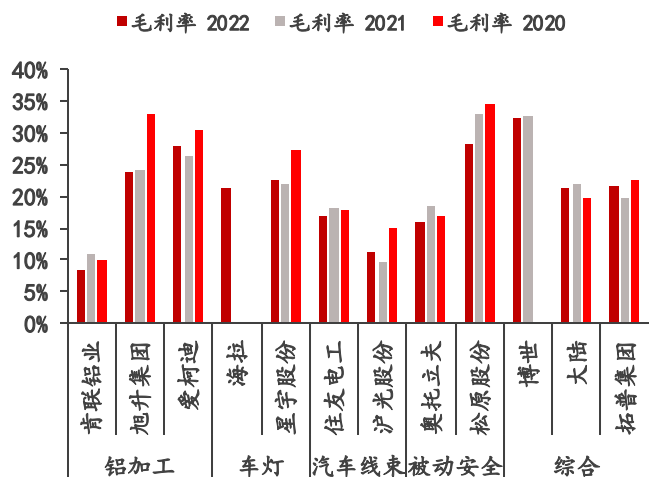
3. 格局加速优化, 细分行业龙头加速崛起

3.1. 自主龙头强者恒强, 相较外资盈利占优

细分龙头强者恒强, 有望受益于淘汰赛: 零部件板块类似于之前百花齐放的阶段已然过去, 伴随2023年底下游乘用车新能源渗透率达到40%, 后续板块整体增速放缓, 行业竞争加剧, 伴随下游主机厂的表现分化, 零部件企业表现也将加速分化, 这一过程中, 细分行业龙头将持续受益于淘汰赛: 份额、盈利水平均有望持续提升。

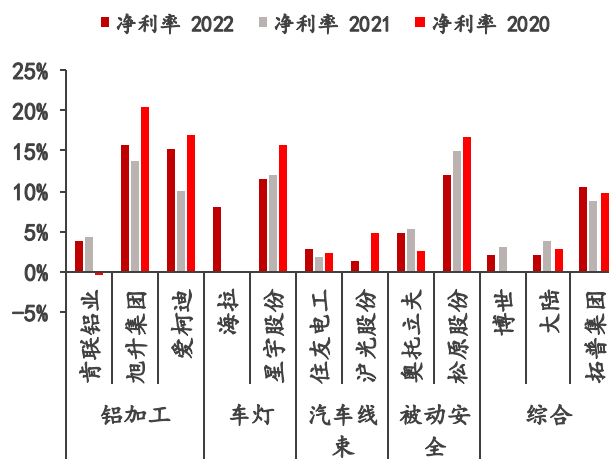
自主龙头相较外资龙头, 盈利能力更强。 我们列举铝加工、车灯、汽车线束、汽车被动安全领域国内外多家公司, 可以看到自主零部件龙头相较于同行业海外龙头盈利能力普遍更强, 2022年铝加工/车灯/被动安全/综合零部件领域龙头净利率相差约12%/3%/7%/9% (汽车线束领域自主厂商沪光股份盈利主要受到产能利用不足影响), 我们分析主要原因为自主厂商相较外资厂商成本管控能力更强、人力成本更低。参考铝加工、车灯、汽车被动安全等代表性领域自主龙头及外资龙头的盈利水平, 自主龙头相较于外资具备较明显优势, 预计后续零部件各个细分领域自主龙头盈利能力均有望优于外资龙头。

图19. 国内外零部件厂商毛利率对比



资料来源: wind, 公司公告, 公司官网等, 国投证券研究中心

图20. 国内外零部件厂商净利率对比



资料来源: wind, 公司公告, 公司官网等, 国投证券研究中心

3.2. 成本&技术优势为矛, 细分龙头攻城占地

复盘部分零部件细分龙头的成长历程, 零部件厂商主要通过成本优势+技术领先优势成长为细分龙头, 具体来看, 产业链纵向一体化、规模效应、技术迭代等通常为其背后的核心驱动因素。

1) 依靠成本优势&管理优势替代外资：如福耀玻璃（国内市占率 60%+）、岱美股份（全球市占率 30%以上）等，通过产业链纵向一体化、专注带来的规模效应等，凭借成本优势&管理优势替代外资，逐步成长为国内龙头。

2) 技术长期深耕迭代&前瞻性布局：什么样的公司可以凭借技术领先成为行业龙头&形成断层优势，复盘星宇股份（国内市占率 15%）、保隆科技（国内市占率 21%）、三花智控（全球市占率 60%+）、双环传动（国内市占率 70%+）等龙头发展史，发现龙头的断层优势来自于细分行业壁垒高+格局好，龙头之所以成为龙头、在格局好的细分赛道中占据领先优势，来自于技术领域的长期深耕迭代+前瞻性布局，一方面具备相应的技术积累作为基础，另一方面具备前瞻性战略眼光可以及时响应行业不断变化的需求，两者叠加强化了公司细分领域技术领先地位。

表9：细分行业龙头成长路径复盘

公司	市值：亿元	22年营收：亿元	22年归母净利润：亿元	国内市占率	细分龙头成长历程复盘
福耀玻璃	990.64	280.99	47.56	2022年汽玻市占率超过60%	产业链纵向一体化、规模效应带来成本优势，国内逐步替代外资厂商成为细分龙头
星宇股份	390.50	82.48	9.41	2021年车灯市占率14%	内资厂商中前瞻开发车灯技术，较外资具备性价比优势，逐步替代外资；内资厂商中具备技术先发优势，行业格局较好
岱美股份	173.03	51.46	5.70	2022年全球遮阳板市占率30%以上	产业链纵向一体化、规模效应带来成本优势，国内逐步替代外资厂商成为细分龙头
保隆科技	107.25	47.78	2.14	(2023年1-5月)空簧市占率20%+	在原有橡胶制品基础上前瞻性开发空气弹簧，具备技术先发优势，借助原有客户资源快速开拓市场
中鼎股份	141.79	148.52	9.64	(2023年1-5月)AMK空压机市占率10%~20%	前瞻性收购海外AMK，获取空压机先进技术，借助原有客户资源快速开拓市场
三花智控	899.93	213.48	25.73	2020年新能源车电子膨胀阀全球市占率超60%	家电电子膨胀阀迭代率先开发出汽车电子膨胀阀，具备规模效应及技术方面先发优势+平台化供货的优势
银轮股份	128.03	84.80	3.83	2022年前端模块市占率17%	长期专注深耕汽车热管理前端模块，具备规模效应&平台化供货优势
爱柯迪	169.22	42.65	6.49	2022年雨刮器壳体全球市占率30%+	早期深耕中小型铝压铸件，格局好+公司管理能力&成本管控能力优秀
双环传动	199.58	68.38	5.82	2022年大功率新能源车齿轮市占率70%+	长期深耕汽车变速箱齿轮，新能源车驱动齿轮技术壁垒提高+公司产品精密制造的优势

资料来源：各公司官网，各公司公告，网易汽车，盖世汽车，昆山瑞格电子科技有限公司公众号等，国投证券研究中心

3.3. 三大成长路径助力细分龙头加速崛起

3.3.1. 路径一：自主龙头加速替代外资

自主龙头加速替代外资，有望逐步成长为行业龙头。目前外资供应商占据主导地位的细分赛道，尤其是壁垒没那么高、更看重成本/响应速度的行业，国内自主零部件公司有望凭借成本优势/响应速度优势，加速实现对外资厂商的替代，逐步成长为细分行业龙头。

1) 核心驱动——凭借成本管控优势，加速替代外资厂商：比如安全带行业为人工密集型行业，自主厂商松原股份较外资龙头奥托立夫具备成本优势，后续有望加速替代外资；汽车密封条市场，浙江仙通凭借模具自制&人工成本低等优势，有望加速对于瀚德、库博等厂商的替代；高频高速连接器市场，目前外资厂商占比大概九成，电连技术有望凭借成本优势逐步替代罗森博格等外资龙头。

2) 催化因素——外资经营承压退出国内市场，自主龙头受益：比如汽车线束市场，外资厂商如矢崎、安波福等绑定合资主机厂，下游份额萎缩带来经营压力、外资线束厂或逐步退出，自主龙头沪光股份有望受益。

表10: 细分领域自主龙头有望加速替代外资, 实现份额提升

细分行业	竞争格局	自主龙头	自主厂商核心优势
汽车内饰真皮材料	国内: 主要合资份额 65%, 明新旭腾 10%+, 海宁森德 5%	明新旭腾 (10%+)	成本管控优势、响应速度优势
汽车被动安全	国内: 奥托立夫+采埃孚 57%, 均胜电子 27% (收购 KSS+高田), 松原股份 3%	松原股份 (3%)	成本管控优势、开发周期优势、客户先发优势
汽车密封条	国内: 主要合资/外资份额 63%, 浙江仙通 4%, 浙江兴宇 4%, 贵航股份 5%	浙江仙通 (4%)	人工成本优势、良品率优势、模具自制优势
汽车线束	全球: 矢崎+住友+安波福+莱尼四家份额超过 70%	沪光股份-国内市占率不足 10%	和自主新能源品牌主机厂绑定, 积极开拓新势力客户; 成本优势
汽车连接器	全球: 泰科+矢崎+安波福三家份额接近 70%	瑞可达、中航光电	成本优势、响应速度优势、定制化服务优势
汽车高频高速连接器	国内市场外资占比大概 90%, 主要玩家包括罗森博格、安费诺等	电连技术	成本优势、响应速度优势
汽车座椅	国内: 华域汽车、李尔、安道拓三家份额接近 60%	继峰股份	成本优势、响应速度优势

资料来源: 中汽协, 国际汽车制造商协会, 盖世汽车, 线束世界, 华经产业研究院, 同花顺网站公司答投资者提问等, 国投证券研究中心

3.3.2. 路径二: 细分龙头受益于格局优化

技术迭代/盈利承压等或加速行业集中度提升, 目前市占率较低的龙头, 后续有望实现份额持续提升。部分行业如新能源车驱动电机、新能源车热管理、轻量化铝压铸件行业等, 本身或处于技术持续迭代更新、行业盈利承压导致产能加速出清, 行业集中度提升的阶段, 轻量化铝压铸件行业平均净利率自 2016 年 13%+下降至目前 6-7%, 英搏尔等电控厂商净利率已降至 3-4%。行业集中度提升阶段, 成本管控实力强+资金规模实力强+可持续投入新技术迭代+平台化供货能力强的行业龙头, 有望受益于淘汰赛实现份额提升。

表11: 部分行业集中度有望持续提升, 龙头受益

细分行业	竞争格局	龙头厂商	后续格局展望
轻量化铝压铸件	国内: 竞争格局较分散, 参与厂商众多, 龙头市占率 5% 左右, 较海外龙头 10%+市占率有较大提升空间	旭升集团、文灿股份、爱柯迪等	行业毛利率近年来持续下降, 部分小厂盈利承压, 尾部产能出清&行业集中度有望提升
新能源车热管理	国内: 热管理各个部件如前端模块、液冷板等竞争格局较分散, 银轮前端模块市占率 17%	银轮股份、三花智控	新能源热管理技术持续迭代更新, 平台化厂商份额有望持续提升, 研发能力较弱的小厂商或被加速出清
汽车驱动电机	国内: 弗迪动力份额约 30%; 联合电子份额 5%; 方正电机 7%	汇川技术、方正电机	行业盈利承压, 尾部产能或加速出清
汽车电机控制器	国内: 弗迪动力份额约 30%; 汇川动力份额 7%; 英搏尔、联合电子份额在 4-6%	英搏尔、汇川技术	行业盈利承压, 尾部产能或加速出清
车载 OBC	国内: 弗迪动力份额约 30%; 威迈斯份额超过 20%; 欣锐科技、英搏尔、福特科技份额在 5-10%之间	威迈斯	行业技术持续迭代, 研发能力较弱的尾部厂商或被加速出清
汽车车灯	国内: 华域视觉份额 20%+, 星宇股份 14%左右, 其余主要为海拉、法雷奥等外资厂商	星宇股份 (14%)	行业集中度有望持续提升, 展望未来星宇市占率有望继续提升
汽车扬声器	国内: 上声电子 20%+, 其他合资厂商 ASK+哈曼+电装+BOSE+先锋+丰达份额超过 35%	上声电子 (20%+)	龙头上声电子有望凭借产品性价比优势实现份额的持续提升

资料来源: NE 时代新能源, 各公司公告, 高工智能汽车等, 国投证券研究中心测算

注: 括号内为市占率数据

3.3.3. 路径三: 通过品类拓展, 成长为平台型龙头

通过拓展品类&下游应用, 细分赛道龙头有望逐步成长为全赛道平台型龙头。展望未来, 部分细分赛道龙头仍有较大成长空间, 有望成长为平台型龙头:

1) 技术协同: 典型如热管理部件以及铝压铸件、齿轮供应商等, 依靠技术协同性可广泛拓展下游应用, 从汽车端延伸到机器人、储能等领域。

2) 客户协同: 典型如拓普集团、新泉股份、松原股份等, 围绕下游核心客户持续拓展供应产品品类, 单车 ASP 持续提升。

3) 技术+客户协同：典型如保隆科技等，通过 TPMS+气门嘴等积累了压力传感器+橡胶制品领域经验，在此基础上开发新产品，并借助原有客户进行推广。

表12: 通过拓展品类&下游应用，细分龙头有望成长为平台型龙头

	公司	主要产品	下游应用	协同效应	成长路径
同源技术	三花智控	电子膨胀阀、电子水泵等热管理部件+机电执行器等	家电→汽车→人形机器人+储能等领域	技术协同	1) 依靠电子膨胀阀等部件优势，围绕热管理部件同源技术下游应用拓展至汽车+储能； 2) 依靠电子膨胀阀微型电机优势，下游应用拓展至人形机器人机电执行器产品等
	银轮股份	换热器、液冷板等热管理部件	汽车→储能+数据中心+人形机器人等领域	技术协同	1) 依靠热管理部件同源技术优势，下游应用拓展至储能+数据中心等领域
	飞龙股份	电子水泵、阀类等热管理部件	汽车→储能+数据中心等领域	技术协同	1) 依靠热管理部件同源技术优势，下游应用拓展至储能+数据中心等领域
	旭升集团	铝压铸结构件等	汽车→储能+人形机器人+卫星通信等领域	技术协同	1) 依靠铝压铸同源技术，下游应用拓展至卫星通信+储能等领域
	双环传动	齿轮等	汽车→人形机器人	技术协同	1) 依靠齿轮精密制造技术，下游应用从汽车拓展至机器人领域
同客户群	拓普集团	降噪减震→轻量化底盘+热管理系统+空气悬架系统等	主要为汽车+机器人领域	客户协同	1) 围绕大客户持续拓展供应产品品类，ASP持续提升
	新泉股份	仪表板等内饰件→保险杠等外饰件+Tier 0.5 集成件	主要为汽车领域	客户协同	1) 围绕大客户持续拓展供应产品品类，ASP持续提升
	瑞鹄模具	模具+焊装产线→零部件	主要为汽车领域	客户协同	1) 围绕下游客户，从上游装备业务拓展至零部件业务
	松原股份	安全带→方向盘+气囊	主要为汽车领域	客户协同	1) 围绕下游客户，供应产品品类从安全带拓展至气囊+方向盘
	科博达	灯控→域控、ASB 等产品	主要为汽车领域	客户协同	1) 灯控产品从大灯控制器起步逐步拓展至主光源/辅助光源/尾灯控制器，并逐步拓展域控等新产品
同源技术+同客户群	保隆科技	气门嘴、TPMS 等→传感器+空气弹簧等	主要为汽车领域	技术协同+客户协同	1) 借助气门嘴等橡胶产品技术积累，产品拓展至同为橡胶产品的空气弹簧； 2) 借助 TPMS 在传感器领域技术积累，产品拓展至其他压力传感器等； 3) 气门嘴、TPMS 覆盖客户范围广泛，便于借助客户协同效应推广传感器、空气悬架产品
	中鼎股份	密封产品、降噪减震产品→热管理产品+空气悬架+轻量化底盘	主要为汽车领域	技术协同+客户协同	1) 借助密封产品等在橡胶领域技术积累，拓展空气弹簧产品； 2) 密封产品等覆盖客户范围广泛，便于借助客户协同效应推广空气悬架等产品

资料来源: wind, 各公司公告, 国投证券研究中心

4. 投资策略与重点关注标的

4.1. 投资策略：关注全球化+细分龙头两条投资主线

经历过百花齐放的 2020-2023 年，零部件板块整体β趋弱背景下，α是后续投资把握的核心，国内龙头公司的份额提升以及α公司出海，有望成为确定性较强的高成长方向。伴随国内新能源车渗透率接近 40%，预计后续销量增速放缓或带动零部件板块整体增速有所放缓，板块整体β趋弱。2020 年以来汽车电动化变革为自主零部件厂商带来破局机遇，多个行业格局发生颠覆性变化，目前大部分零部件行业竞争格局雏形已现，我们看好竞争力强的α公司业绩持续兑现、行情持续演绎，推荐关注全球化以及细分龙头的投资主线。

4.1.1. 全球化——关注海外拓展潜力较大的零部件厂商

类比家电行业发展路径，经过数十年竞争力追赶+本轮电动化变革机遇，自主零部件厂商已具备较强竞争力，看好后续海外拓展潜力大的零部件公司通过出海进一步打开成长空间。

我们构建一个海外拓展空间-海外拓展能力二维评价体系，用来衡量未来几年零部件公司的海外拓展潜力。

- 1) 建立二维坐标系，横坐标（1-5）用来衡量海外拓展空间；纵坐标（1-5）用来衡量海外拓展能力，横纵坐标综合来看，数值越大代表海外拓展潜力越大；
- 2) 横坐标赋值：按照公司海外市占率打分排序（1-5），海外市占率越低，分值越高，代表海外拓展空间越大；
- 3) 纵坐标赋值：按照公司竞争力打分排序（1-5），公司竞争力综合考虑公司在国内市占率、公司技术优势/成本管控优势等，公司竞争力越强，分值越高，代表海外拓展能力越强。

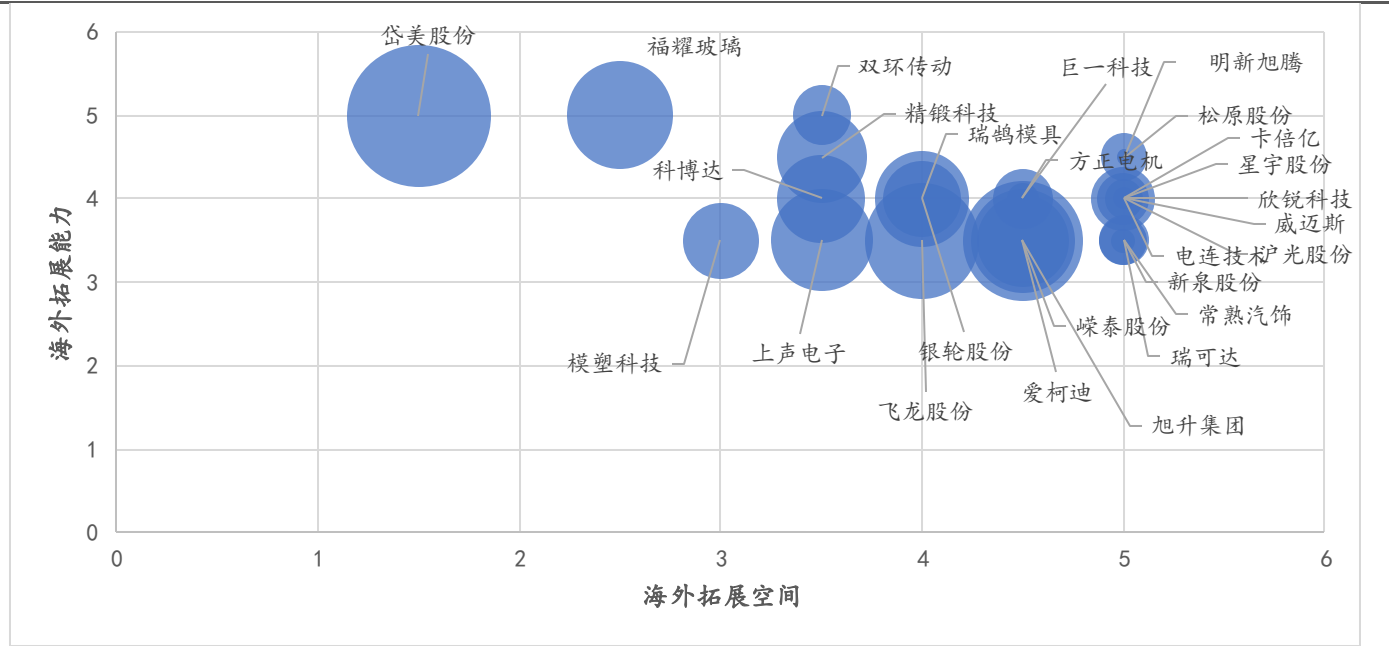
下表为我们选取的部分零部件公司按照所构建的打分体系进行打分：根据打分体系，星宇股份、瑞可达、电连技术、威迈斯、新泉股份等等预计海外拓展空间较大，岱美股份、福耀玻璃、双环传动、精锻科技、银轮股份、科博达等或有着更强的海外拓展能力。

表13：部分零部件公司海外拓展空间及海外拓展能力梳理

	海外市占率	海外拓展空间	公司竞争力	海外拓展能力	2022年海外营收占比
双环传动	1.5	3.5	5	5	14%
威迈斯	0	5	4	4	6%
精锻科技	1.5	3.5	4.5	4.5	33%
星宇股份	0	5	4	4	2%
新泉股份	0	5	3.5	3.5	9%
银轮股份	1	4	4	4	24%
嵘泰股份	1	4	3.5	3.5	34%
上声电子	1.5	3.5	3.5	3.5	42%
瑞可达	0	5	3.5	3.5	10%
电连技术	0	5	4	4	17%
卡倍亿	0	5	4	4	11%
旭升集团	0.5	4.5	3.5	3.5	43%
爱柯迪	0.5	4.5	3.5	3.5	59%
岱美股份	3.5	1.5	5	5	82%
福耀玻璃	2.5	2.5	5	5	46%
模塑科技	2	3	3.5	3.5	23%
飞龙股份	1	4	3.5	3.5	54%
松原股份	0	5	4.5	4.5	9%
明新旭腾	0	5	4.5	4.5	1%
常熟汽饰	0	5	3.5	3.5	2%
瑞鹤模具	1	4	4	4	37%
沪光股份	0	5	4	4	1%
方正电机	0.5	4.5	4	4	14%
巨一科技	0.5	4.5	4	4	4%
欣锐科技	0	5	4	4	1%
科博达	1.5	3.5	4	4	32%

资料来源：wind，国投证券研究中心测算

图21. 部分零部件公司海外拓展潜力对比



资料来源: wind, 国投证券研究中心测算
注: 气泡大小表示 2022 年各公司来自海外营收占比

4.1.2. 细分龙头——关注格局优化确定性强的自主龙头

当前时点，多数零部件行业格局雏形已现，部分细分行业格局优化确定性较强的自主龙头，后续有望受益于行业淘汰赛、实现份额的持续提升，我们看好以下三大方向：

1) **自主龙头替代外资，实现份额提升。**部分细分零部件行业壁垒较低，行业竞争要素为成本管控，这些行业的自主龙头在成本管控实力方面已经超过了国内绝大多数对手，充分证实了自己的竞争力，后续有望通过替代外资、实现份额的加速提升，看好部分竞争力强、当前市占率水平较外资龙头有一定差异的自主龙头，如明新旭腾、星宇股份、松原股份、沪光股份、电连技术等。

表14: 自主龙头有望替代外资，实现份额加速提升

格局优化驱动	公司	国内市占率	外资主要几家龙头合计市占率	外资龙头市占率
自主龙头凭借成本优势等持续替代外资	明新旭腾	10%+	65%	/
	松原股份	3%	84%	约 30%
	星宇股份	15%+	50%+ (含华域视觉)	20%+
	浙江仙通	4%	60%+	/
	沪光股份	不足 10%	70%+	约 30%
	继峰股份	较低	60%+	约 30%
	电连技术	较低	90%左右	/

资料来源: 各公司公告, 盖世汽车, 华经产业研究院, 中汽协, 国际汽车制造商协会, 同花顺网站公司答投资者提问等, 国投证券研究中心测算

2) **行业产能出清带来格局优化。**2021 年以来新能源车的快速发展带来部分零部件行业的无序扩张，在下游需求增速放缓的当下，部分行业进入存量竞争阶段或带来产能出清，典型如铝压铸、汽车驱动电机行业等，行业盈利承压，即便是行业龙头近几年盈利水平仍在下滑，部分成本管控较差、资金实力较差的厂商或加速淘汰带来格局优化。此外，部分行业技术迭代也会造成部分厂商落后产能的淘汰，如新能源车热管理行业等。看好爱柯迪、旭升集团、方正电机、银轮股份、三花智控等，受益于行业格局优化、实现份额持续提升。

表15: 部分细分龙头有望受益于行业格局优化

格局优化驱动	公司	国内市占率	龙头近 4 年毛利率	龙头近 4 年净利率
轻量化铝压铸件行业盈利承压 → 产能出清	爱柯迪	不足 5% (整体压铸市场)	爱柯迪—— 33.8%/30.3%/26.3%/27.8%	

	旭升集团	不足 5%		爱柯迪—— 17.2%/16.9%/10.1%/15.8% (2021 年 受到海运费&原材料等影响)
汽车驱动电机行业盈利承压 → 产能出清	方正电机	7.5%	方正电机—— 19.2%/10.6%/8.8%/11.7%	方正电机——1.1%/-58.7%/- 0.04%/-10.1%
汽车电机控制器行业盈利承压 → 产能出清	巨一科技	2.8%	巨一科技—— 27.6%/25.9%/23.5%/17.8%	巨一科技—— 10.5%/8.6%/6.2%/4.3%

资料来源: wind, NE 时代新能源, 国投证券研究中心测算

3) 细分龙头通过拓展品类&下游应用成为平台型龙头。看好已经成为细分赛道龙头的公司, 利用其产品/客户的协同性拓展产品品类以及下游应用, 逐步成长为平台型龙头, 比如新泉股份、松原股份、拓普集团等, 绑定核心客户实现品类扩张, 三花智控、银轮股份等热管理公司以及部分铝压铸公司如旭升集团等, 基于原有技术产品持续拓宽下游应用领域。

4.2. 重点关注标的

表16: 重点关注标的估值

单位: 亿元		市值: 亿元	归母净利润: 亿元				PE 估值			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
605068.SH	明新旭腾	27.58	1.00	0.70	1.80	3.30	27.58	39.40	15.32	8.36
300893.SZ	松原股份	67.93	1.18	2.00	3.00	4.50	57.57	33.96	22.64	15.10
601799.SH	星宇股份	426.98	9.41	11.70	15.00	17.90	45.37	36.49	28.47	23.85
603197.SH	保隆科技	99.62	2.14	4.50	5.60	7.20	46.55	22.14	17.79	13.84
688612.SH	威迈斯	144.14	2.95	4.90	6.92	8.96	48.86	29.43	20.83	16.08
300679.SZ	电连技术	158.73	4.43	3.49	5.16	6.60	35.83	45.44	30.78	24.06
002920.SZ	德赛西威	567.79	11.84	15.70	21.60	29.00	47.96	36.16	26.29	19.58
603596.SH	伯特利	240.41	6.99	8.90	11.89	14.40	34.39	27.01	20.22	16.70
600933.SH	爱柯迪	178.01	6.49	8.42	10.94	14.09	27.43	21.13	16.27	12.64
605333.SH	沪光股份	101.46	0.41	0.10	1.20	2.00	247.47	1014.63	84.55	50.73
002126.SZ	银轮股份	144.76	3.83	6.08	8.24	10.99	37.80	23.82	17.57	13.18
002997.SZ	瑞鹄模具	52.56	1.40	2.10	3.20	3.90	37.55	25.03	16.43	13.48
603997.SH	继峰股份	150.69	-14.20	3.10	7.10	10.70	/	48.61	21.22	14.08
603305.SH	常熟汽饰	136.25	5.12	5.50	7.00	9.00	26.61	24.77	19.46	15.14
603786.SH	科博达	256.12	4.50	6.44	8.55	10.99	56.88	39.77	29.97	23.30

资料来源: wind, 国投证券研究中心

注: 收盘价日期为 2024 年 3 月 8 日, 爱柯迪、威迈斯、电连技术、银轮股份、科博达等采用 wind 一致预期; 其他标的采用国投证券研究中心盈利预测

5. 风险提示

地缘政治风险

若贸易摩擦加剧、海外国家对华经贸关系恶化, 零部件出海或受到影响。

原材料价格大幅波动

若大宗商品价格波动较大, 存在影响公司盈利能力的风险。

海运费大幅波动

红海事件等或影响欧洲地区部分航线海运费, 零部件公司海运成本或受影响。

汇率大幅波动

对于部分出口占比较高的公司，若人民币汇率波动较大，存在影响公司盈利能力的风险。

目 行业评级体系

收益评级:

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上;

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034