



# 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

汽车组

分析师：陈传红（执业 S1130522030001） 分析师：苏晨（执业 S1130522010001）

chenchuanhong@gjzq.com.cn

suchen@gjzq.com.cn

## 向海而生，格局为王

### ——汽车行业 23 年年报及 24Q1 季报总结

#### 核心观点：

##### ■ 终端：

■ **（1）总量符合预期，结构上看电动化和出海超预期，分车企看龙头公司经营稳健度超市场预期。** 24Q1 国内乘用车销售 558.8 万辆，同比+10.4%，环比-27.5%，总量符合市场预期。结构上看：1）电动化渗透率超预期。Q1 电车批售 194.6 万辆，同/环比+29.6%/-34.2%，渗透率 34.8%，同比+5.1pct。3 月开始国内市场电车渗透率逐步提升，国内渗透率超过 40%；2）汽车出海超预期。Q1 汽车出口 106.3 万辆，同比+36.7%，环比-7.7%，此前市场预期 24 年全年出海同比+20%；3）龙头车企经营仍然稳健。比亚迪 Q1 毛利 273.4 亿元，同/环比+27.4%/-28.4%，毛利率 21.9%，超市场预期。批发口径份额 11.2%，份额稳定。

■ **（2）展望：1）总量：“以旧换新”政策落地是板块预期的拐点。** 此前市场担忧今年汽车销量的持续性和价格战问题，在政策的护航下，今年国内汽车景气度有望再超预期。2）**国际化：**上修 24 年出海销量至 520 万，上修幅度 8%，上修原因是比亚迪、奇瑞、长城等出海持续超预期。3）**智能化：**特斯拉 FSD 持续迭代，随着 ROBOTAXI 的发布和落地，智能驾驶 L3-L4 时代有望加速到来，关注特斯拉带来的行业新一轮创新周期。

■ **汽零：向海而生，格局为王。** 对于汽零来说，兑现度高低核心看供需和竞争格局。目前最大的产业势能是国际化，国际化有更好的供需和竞争格局。

■ **（1）好的供需和竞争格局：国际化经营绩效闪耀。** 国际市场是国内汽零的蓝海市场，2023 年我们统计范围内 52% 的公司海外营收占比在提升，汽车零部件公司海外业务正逐步成为业绩主要驱动力。中国汽零出海经历了资本出海、产品出海到产能出海三阶段，产能出海阶段，我们认为兑现度远高于资本出海，壁垒高于产品出海，对于国际化经营管理优秀的公司来说，出海是一个坡长雪厚的赛道。

■ **（2）好的竞争格局：国产替代加速兑现。** 我们持续推荐的座椅、被动安全和微电机三大赛道表现亮眼，被动安全的松原股份和微电机赛道的恒帅股份 24Q1 业绩继续超预期，座椅赛道的继峰和天成乘用车业务大幅增长，受制于海外资产经营波动，预计海外因素减弱后，业绩兑现度将会大幅增强。国产替代最早完成的车灯、玻璃营收仍然大幅增长，其中玻璃赛道福耀玻璃的业绩再超预期。

■ **机器人：静待特链兑现，优选主业稳健的标的。** 机器人作为汽零赛道的第二增长曲线，我们预计最晚 25 年将会成为机器人元年。财报期内，相关公司研发和送样迭代加速，随着特斯拉等定点落地和量产放量，机器人赛道将会迎来波澜壮阔的行情。

#### 投资建议

■ **投资建议：向海而生，格局为王。** 我们持续看好国际化和好格局两大方向。（1）**整车：**国际化方向继续推荐比亚迪，智能车长期看好比亚迪、理想等主机厂。（2）**汽零：**好格局方向继续推荐玻璃、车灯、三大国产替代赛道，出海方向建议关注特链反转机会，长期看好新泉股份等。（3）**机器人：**静待特链兑现，长期看好三花智控、拓普集团等。

#### 风险提示

行业竞争加剧，汽车与电动车产销量不及预期。



## 内容目录

一、整车：车企经营分化，出海和电动车超预期.....	4
1、车企横向对比：龙头车企经营更加稳健，出海超预期.....	4
2、展望：出海和华为智选迎来大周期.....	12
二、汽零：格局成为兑现度的核心因素，国际化经营绩效闪耀，国产替代加速兑现，格局好的龙头经营增长稳健.....	14
1、国际化：国际化经营绩效闪耀，海外业务助力公司量利齐升.....	14
2、国产替代持续兑现，核心环节业绩持续向好.....	15
3、好格局龙头：福耀和星宇规模效应持续释放，业绩稳健增长.....	17
4、机器人：静待特链兑现，优选主业稳健的标的.....	18
5、产能利用率：多数企业 2023 年、24Q1 产能利用率持续下滑，盾安、德赛等产能利用率较优.....	20
三、投资建议.....	23
四、风险提示.....	23

## 图表目录

图表 1：23 年及 24Q1 主流车企营收（亿元）.....	4
图表 2：23 年及 24Q1 主流车企毛利率.....	5
图表 3：23 年及 24Q1 主流车企净利润（亿元）.....	5
图表 4：23 年及 24Q1 主流车企净利率.....	5
图表 5：23 年及 24Q1 主流车企单车净利（万元）.....	6
图表 6：国内乘用车季度销量（万辆）.....	6
图表 7：24Q1 主流车企销量梳理（辆）.....	7
图表 8：24Q1 主流车企市占率情况.....	7
图表 9：22-24 年国内乘用车季度出口量（辆）.....	8
图表 10：22-24 年国内电车季度出口量（辆）.....	8
图表 11：自主车企海外零售口径渗透率.....	8
图表 12：自主车企海外零售口径渗透率（亚非拉地区）.....	8
图表 13：24Q1 主流车企出口量梳理（辆）.....	9
图表 14：特斯拉在车企出口中的份额持续下降.....	9
图表 15：自主车企海外出口销量分布（零售口径，辆）.....	9
图表 16：自主车企海外出口占比（零售口径）.....	10
图表 17：22-24 年国内电车销量（辆）.....	10
图表 18：22-24 年国内电车渗透率.....	10
图表 19：24Q1/23Q4 车型销量环比增长前十名（辆）.....	10
图表 20：24Q1 主流车企电车销量梳理.....	11
图表 21：24Q1 主流车企电车市占率情况.....	12
图表 22：去除本土及较难进入的市场，自主车企出海仍有较大空间（万辆）.....	13



图表 23: 自主车企加快在海外新建产能 (不完全统计) .....	13
图表 24: 问界汽车月销量 (辆) .....	14
图表 25: 华为智选车型矩阵分布 .....	14
图表 26: 多数公司海外业务毛利率大于国内 .....	15
图表 27: 过半公司 2023 年海外营收占比提升 .....	15
图表 28: 被动安全、座椅和微电机个股收入 .....	15
图表 29: 被动安全、座椅和微电机个股收入增速 .....	15
图表 30: 被动安全、座椅和微电机个股扣非净利润 .....	16
图表 31: 被动安全、座椅和微电机个股扣非净利润增速 .....	16
图表 32: 被动安全、座椅和微电机个股毛利率 .....	16
图表 33: 毛利率同比变动上, 23 年整体盈利能力均提升 .....	16
图表 34: 被动安全、座椅和微电机个股净利率 .....	17
图表 35: 被动安全、座椅和微电机个股净利率同比变动 .....	17
图表 36: 福耀和星宇的营业收入 .....	17
图表 37: 福耀和星宇的扣非净利润 .....	17
图表 38: 福耀和星宇的毛利率及同比变动 .....	18
图表 39: 福耀和星宇的净利率及同比变动 .....	18
图表 40: 机器人标的收入及收入增速 .....	19
图表 41: 机器人标的扣非净利润及其增速 .....	19
图表 42: 机器人标的毛利率及其变动幅度 .....	20
图表 43: 机器人标的净利率及其变动幅度 .....	20
图表 44: 热管理、域控制器、内饰固定资产周转率 .....	21
图表 45: 热管理、域控制器、内饰固定资产周转率变动 .....	21
图表 46: 轻量化、智能化底盘个股固定资产周转率 .....	22
图表 47: 轻量化、智能化底盘固定资产周转率变动 .....	22
图表 48: 被动安全、座椅、微电机、好格局龙头固定资产周转率 .....	23
图表 49: 被动安全、座椅、微电机、好格局龙头固定资产周转率变动 .....	23



## 一、整车：车企经营分化，出海和电动车超预期

### 1、车企横向对比：龙头车企经营更加稳健，出海超预期

#### 1.1 公司财务对比：龙头车企表现稳健

**车企经营稳健业绩多超预期：**23年及Q1车企经营状况稳健，其中比亚迪、长城、赛力斯等表现超预期。新势力中理想年报表现强势，小鹏、蔚来亟待回暖。

**营业收入上：**24Q1看，目前已出24Q1业绩的4家核心车企中，1)赛力斯24Q1营收265.61亿元，同/环比+421.76%/+38.61%，系问界系列交付量大涨带来，表现符合预期；2)长城营收428.6亿元，同/环比+47.6%/-20.2%，系车型换代后规模效应提升、车型结构性改善带来营收大涨。3)长安营收379.2亿元，同/环比+7.1%/-14.1%。4)比亚迪24Q1营收1249.4亿元，同/环比+4%/-30.6%；其中汽车及电池业务营收884.6亿元，同/环比-5.7%/-37.8%。公司在价格战背景下表现稳健。

23年看，理想大超预期。1)吉利营收1798亿元，同比+21%；2)蔚来营收556.2亿元，同比+12.9%；系6月降价3万销售拉低ASP。3)小鹏全年营收306.8亿元，同比+14.2%；4)理想全年营收1238.5亿元，同比+173.5%。理想受益于23Q4交付大涨，营收表现大超预期。5)比亚迪2023年营收6023.15亿元，同比+42.04%。

图表1：23年及24Q1主流车企营收（亿元）

车企	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	24Q1同比	24Q1环比
赛力斯	51.31	72.85	107.07	109.82	50.91	59.42	56.48	191.62	265.61	421.7%	38.6%
长城	336.19	285.15	373.46	378.6	290.39	409.33	495.32	537.09	428.6	47.6%	-20.2%
长安	345.76	219.98	287.78	359.01	345.56	309.36	427.14	430.91	370.23	7.1%	-14.1%
比亚迪	668.25	837.82	1170.81	1563.73	1201.74	1399.51	1621.51	1800.41	1249.44	4.0%	-30.6%
吉利*	-	583.73	-	1485.65	-	736.67	-	1798.46	-		
蔚来**	99.11	102.92	130.02	160.64	106.76	87.72	190.67	171.03	-		
小鹏**	74.55	74.36	68.23	51.4	40.33	50.63	85.3	130.5	-		
理想**	95.62	87.33	93.42	176.5	187.87	286.53	346.79	417.32	-		

来源：各公司财报，wind，国金证券研究所

\*吉利仅披露年报、半年报，故采用累计值；\*\*港股公司尚未披露财报；后续不再重复标注

**毛利润上，24Q1 比亚迪/赛力斯毛利超预期：**1)赛力斯24Q1公司毛利57.1亿，同比增长11.6倍；毛利率21.5%，同比+12.6pct。公司官方称系公司降本增效带来，毛利率超预期；2)长城24Q1毛利85.9亿元，同/环比+104.0%/-13.4%，毛利率20.0%，同/环比+21.2pct/+1.6pct。；3)比亚迪24Q1毛利273.4亿元，同/环比+27.4%/-28.4%，毛利率21.9%，同/环比+4pct/0.7pct；其中汽车及动力电池业务毛利248.3亿元，同/环比+27.8%/-30.4%，毛利率28.1%，同/环比+7.4pct/3pct。公司降本效果明显，成本大幅下降，带动毛利水平大超预期。

23年看，新势力盈利复苏。23年蔚来、小鹏、理想均为销量调整后增长的大年，因而呈现盈利复苏的迹象，其中理想毛利水平最高，23Q4达23.5%，全年亦超20%，长期维持强势；蔚来受车型换代影响毛利率在Q2触底，随后促销政策下反弹至8%水平；小鹏则受制于车型老化原因，销量于Q4开始放量，毛利亦在Q4转正。



图表2: 23 年及 24Q1 主流车企毛利率

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
赛力斯	6.68	7.69	12.72	14.53	8.88	4.17	7.58	13.54	21.51
长城	17.18	19.79	22.47	17.93	16.07	17.41	21.66	18.47	20.04
长安	18.21	22.36	21.30	20.89	18.56	16.41	18.40	19.55	14.41
比亚迪	12.4	14.4	19.0	19.0	17.9	18.7	22.1	21.2	21.9
吉利	-	-	-	14.1	-	-	-	15.3	
蔚来	14.6	13.0	13.3	3.9	1.5	1.0	8.0	7.5	
小鹏	12.2	10.9	13.5	8.7	1.7	-3.9	-2.7	6.2	
理想	22.6	21.5	12.7	20.2	20.4	21.8	22.0	23.5	

来源: 各公司财报, wind, 国金证券研究所

净利率水平上: 长城净利超预期, 赛力斯净利转正。1) 赛力斯 Q1 归母净利 2.2 亿, 较上年同期增加 8.45 亿元; 扣除非经常性损益后 1.14 亿元, 较上年同期增加 10.38 亿元。2) 长城汽车: 24Q1 归母净利 32.3 亿元, 同/环比+1752.5%/+59.3%, 净利率 7.5%。其中包含非经常性损益 12 亿元, 主要系中国增值税抵减及海外工厂落户后获得的税收优惠和返还。去除后净利 20.2 亿元, 净利率 4.7%。表现超预期。3) 长安扣非后归母净利润 1.12 亿元, 同比-92.4%。4) 比亚迪 Q1 归母净利 45.7 亿元, 同/环比+10.6%/-47.3%, 净利率 3.7%, 在价格战背景下公司让利明显, 净利下滑系费用支出所致, 总体符合我们预期。

图表3: 23 年及 24Q1 主流车企净利润 (亿元)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	24Q1 同比	24Q1 环比
赛力斯	-7.57	-9.57	-11.51	-14.31	-9.24	-9.61	-11.3	-18.02	1.14	/	/
长城	13.03	7.56	22.81	1.36	-2.17	9.66	30.58	10.26	20.24	-1032.7%	97.3%
长安	22.7	8.3	7.39	6.19	14.81	0.28	21.03	1.69	1.12	-92.4%	-33.7%
比亚迪	8.08	27.87	57.16	73.11	41.30	68.24	104.13	86.74	45.69	10.6%	-47.3%
吉利		17.36		43.65		16.78		51.05			
蔚来	-18.25	-27.45	-41.42	-58.47	-48.04	-61.22	-46.29	-55.93	-		
小鹏	-17.01	-27.01	-23.76	-23.61	-23.37	-28.05	-38.87	-13.48	-		
理想	-0.11	-6.18	-16.4	2.57	9.3	22.93	28.23	56.58	-		

来源: 各公司财报, wind, 国金证券研究所

23 年看, 1) 吉利净利 51.1 亿元, 同比+17%, 净利率 2.8%, 维持稳定, 公司表示领克&极氪将在 24 年净利转正, 后续或将迎来盈利拐点; 2) 蔚来亏损 211.48 亿, 其中 Q4 亏损 56.7 亿, 同/环比-7.2%/+17.8%。3) 小鹏亏损 103.8 亿, 其中 Q4 净亏损 13.5 亿, 同/环比-42.9%/-65.3%。4) 理想净利依旧大超预期, Q4 净利润 57.5 亿元, 同/环比+2068.2%/+104.5%, 净利率 13.8%。23 年净利润 118.1 亿元, 扭亏为盈。

图表4: 23 年及 24Q1 主流车企净利率

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
赛力斯	-14.8%	-13.1%	-10.7%	-13.0%	-18.1%	-16.2%	-20.0%	-9.4%	0.4%
长城	3.9%	2.7%	6.1%	0.4%	-0.7%	2.4%	6.2%	1.9%	4.7%
长安	6.6%	3.8%	2.6%	1.7%	4.3%	0.1%	4.9%	0.4%	0.3%
比亚迪	1.2%	3.3%	4.9%	4.7%	3.4%	4.9%	6.4%	4.8%	3.7%
吉利	-	3.0%	-	2.9%	-	2.3%	-	2.8%	
蔚来	-18.4%	-26.7%	-31.9%	-36.4%	-45.0%	-69.8%	-24.3%	-32.7%	
小鹏	-22.8%	-36.3%	-34.8%	-45.9%	-57.9%	-55.4%	-45.6%	-10.3%	
理想	-0.1%	-7.1%	-17.6%	1.5%	5.0%	8.0%	8.1%	13.6%	

来源: 各公司财报, wind, 国金证券研究所

单车指标上: 1) 赛力斯: 公司 24Q1 单车 ASP 28 万元, 单车毛利 6.0 万元, 扣非后单车净利 0.1 万。2) 长城: 24 年 Q1 单车 ASP15.57 万元, 同/环比+17.9%/+59.3%; Q1 单车净利 1.17 万元, 同/环比+1380.0%/+112.1%; 扣非后单车净利 0.74 万元, 同比为负。3)



比亚迪：剔除比亚迪电子后，我们计算 24Q1 单车 ASP 为 14.2 万元，同/环比-17.2%/-6.1%。单车毛利 3.98 万元，同/环比+12.1%/+5.1%；单车净利 0.67 万元，同/环比-4.5%/-21.5%。

23 年看，与净利润状态保持一致：1) 吉利单车净利 0.96 万元，维持稳定；2) 理想单车净利超 4 万元；

图表5：23 年及 24Q1 主流车企单车净利（万元）

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
赛力斯	-1.3	-1.5	-1.6	-2.0	-2.2	-1.9	-2.5	-1.5	0.1
长城	0.5	0.3	0.8	0.1	-0.1	0.3	0.9	0.3	0.7
长安	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.0	0.3	0.0	0.0
比亚迪	0.2	0.7	1.0	1.0	0.7	0.9	1.1	0.9	0.7
吉利	-	-	-	0.98	-	-	-	0.96	-
蔚来	-6.6	-10.2	-12.0	-13.4	-13.4	-21.3	-7.6	-10.1	-
小鹏	-4.6	-7.3	-7.3	-9.6	-11.2	-10.6	-8.9	-2.1	-
理想	0.0	-2.1	-6.0	0.5	1.7	2.6	2.6	4.2	-

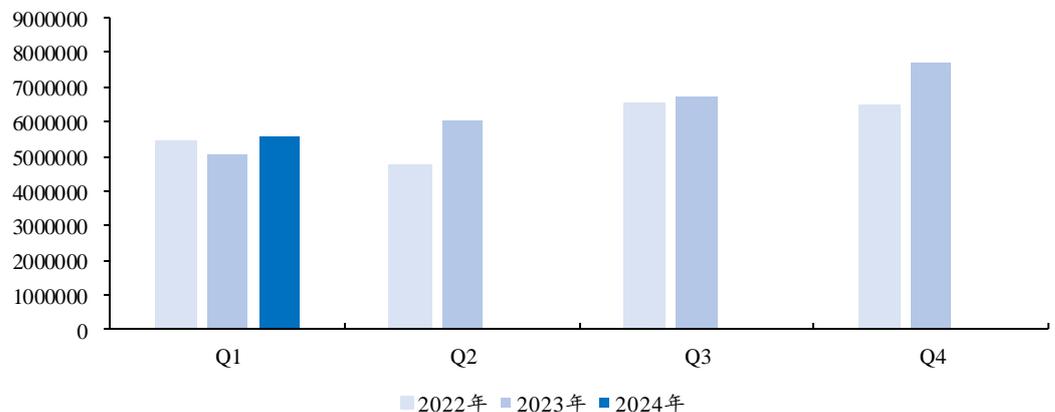
来源：各公司财报，wind，国金证券研究所

总体看：比亚迪经营依然稳健，在价格战背景下凸显其成本控制能力和产品销售能力，态势稳固，预计后续将维持强势。其他车企伴随结构性转型，如长城、赛力斯等盈利均出现改善，盈利态势有望维持。

### 1.2 销量对比：龙头车企强势，自主品牌崛起

乘用车表现符合预期：乘联会口径，24Q1 国内乘用车销售 558.8 万辆，同比+10.4%，环比-27.5%。年前油车促销趋势延续，带动市场强势；节后由于“以旧换新”政策尚未落地，叠加电车价格战影响，市场观望情绪浓重，导致销量出现波动，并延伸至 4 月。伴随 4 月底“以旧换新”政策正式落地、补贴幅度超预期，市场积累的观望情绪将得到释放，Q2 乘用车终端消费有望从疲软中恢复。

图表6：国内乘用车季度销量（万辆）



来源：乘联会，国金证券研究所；

龙头车企经营强势，自主品牌加速崛起。Q1 比亚迪销售 624398 辆，同比+14%，环比-33.8%，市占率 11.2%；去除出口后，比亚迪市占率为 11.6%。1-2 月比亚迪处于去库状态，公司销量偏低；2 月下旬开始公司大范围降价，带动销量陡增，单月销售突破 30 万辆。Q2 公司中高端新车批量上市，价格战凸显公司产品优势、成本优势，“以旧换新”政策下公司获益将放大，预计 Q2 经营持续向好。

其他传统自主车企亦表现强势，多半符合预期：1) 奇瑞 Q1 销售 51 万辆，同比+66%，环比-15.4%，超预期；公司电动化转型带来明显增量，出口亦表现强势。Q2 公司电动化转型持续、出口市场开拓，预计经营将持续强势；2) 长安 Q1 销售 42.2 万辆，同比+10.1%，环比+4.8%，市占率 7.7%，表现符合我们的预期；3) 吉利 Q1 销售 47.6 万辆，同比+47.5%，环比-10.5%，市占率 8.5%，表现亦符合预期；4) 长城 Q1 销售 23.2 万辆，同比+35.4%，环比-26.9%，市占率 4.1%，公司 23 年同期正处产品切换时期，同期基数较低，销量表现整体符合预期。



合资已是强弩之末。Q1 合资车企虽在 1-2 月进行促销冲量，但 3 月在价格战影响下销售乏力，同环比均有大幅下滑，预计 Q2 销售持续疲软。1) 一汽大众 Q1 销售 40 万辆，同比+4.6%，环比-24.9%，市占率 7.2%；2) 广汽丰田 Q1 销售 15.6 万辆，同比-29.1%，环比-40.9%，市占率 2.8%；3) 奔驰 Q1 销售 13.8 万辆，同比-8.1%，环比+7.9%，市占率 2.5%；4) 东风日产 Q1 销售 16.9 万辆，同比-3.2%，环比-22.2%，市占率 3.0%；

图表7：24Q1 主流车企销量梳理（辆）

销量	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q1 同比	24Q1 环比
比亚迪	289961	353420	537164	682058	547917	700244	822094	942651	624398	14.0%	-33.8%
奇瑞汽车	209317	229076	393581	316455	307465	387123	484199	603250	510324	66.0%	-15.4%
一汽大众	434050	421962	521069	424564	382524	464347	468380	532479	400053	4.6%	-24.9%
长安汽车	360730	263702	318255	436239	392307	369696	411752	412090	432059	10.1%	4.8%
吉利汽车	326024	287818	375796	443350	322453	371592	461233	531238	475720	47.5%	-10.5%
上汽大众	331229	243448	387529	358627	226330	276959	329039	382675	248059	9.6%	-35.2%
长城汽车	240548	183560	234806	221894	171151	245268	294635	316793	231710	35.4%	-26.9%
广汽丰田	247006	253194	264608	240192	220000	232800	233000	264208	156054	-29.1%	-40.9%
上汽通用	274536	232186	347183	316202	185958	265000	273301	276758	111500	-40.0%	-59.7%
北京奔驰	142246	124657	181200	143613	150006	151206	161601	127777	137828	-8.1%	7.9%
东风日产	273283	190763	258537	198297	174982	174423	171436	217667	169367	-3.2%	-22.2%
一汽丰田	197327	191440	244668	201182	153209	205782	220056	221052	134727	-12.1%	-39.1%
华晨宝马	158368	156459	180236	169987	172766	161335	184954	190945	161111	-6.7%	-15.6%

来源：乘联会，国金证券研究所

图表8：24Q1 主流车企市占率情况

市占率	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
比亚迪	5.3%	7.5%	8.2%	10.6%	10.8%	11.6%	12.2%	12.2%	11.2%
奇瑞汽车	3.8%	4.8%	6.0%	4.9%	6.1%	6.4%	7.2%	7.8%	9.1%
一汽大众	8.0%	8.9%	8.0%	6.6%	7.6%	7.7%	6.9%	6.9%	7.2%
长安汽车	6.6%	5.6%	4.9%	6.8%	7.8%	6.1%	6.1%	5.3%	7.7%
吉利汽车	6.0%	6.1%	5.8%	6.9%	6.4%	6.2%	6.8%	6.9%	8.5%
上汽大众	6.1%	5.1%	5.9%	5.6%	4.5%	4.6%	4.9%	5.0%	4.4%
特斯拉中国	3.3%	2.4%	2.9%	3.5%	4.5%	4.1%	3.3%	3.2%	4.0%
长城汽车	4.4%	3.9%	3.6%	3.4%	3.4%	4.1%	4.4%	4.1%	4.1%
上汽乘用车	3.5%	3.6%	3.7%	3.5%	3.9%	3.4%	3.5%	4.3%	2.9%
上汽通用五菱	3.7%	4.5%	4.8%	5.8%	1.9%	2.8%	3.3%	4.5%	2.6%
广汽丰田	4.5%	5.4%	4.1%	3.7%	4.3%	3.9%	3.5%	3.4%	2.8%
上汽通用	5.0%	4.9%	5.3%	4.9%	3.7%	4.4%	4.0%	3.6%	2.0%
北京奔驰	2.6%	2.6%	2.8%	2.2%	3.0%	2.5%	2.4%	1.7%	2.5%
东风日产	5.0%	4.0%	4.0%	3.1%	3.5%	2.9%	2.5%	2.8%	3.0%
一汽丰田	3.6%	4.0%	3.7%	3.1%	3.0%	3.4%	3.3%	2.9%	2.4%
华晨宝马	2.9%	3.3%	2.8%	2.6%	3.4%	2.7%	2.7%	2.5%	2.9%

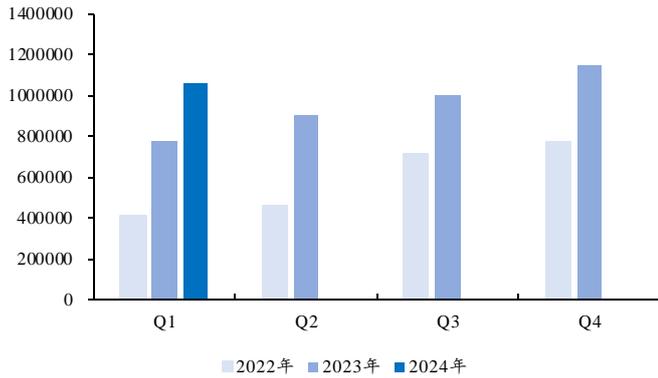
来源：乘联会，国金证券研究所

### 1.3 国车出海：汽车出口超预期

**竞争力凸显，Q1 国车出海再超预期：Q1 汽车出口 106.3 万辆，同比+36.7%，环比-7.7%。**Q1 由于国内春节等因素影响，环比小幅下滑属正常现象。Q1 出口表现再超预期，主要来源于自主汽车海外渠道布局的完善，以及自主汽车产品在海外竞争力、接受程度超预期。伴随自主车企 24 年海外部分 KD 工厂投产，布局深入下自主车企出海仍将维持强势，我们预计全年出口量存在超预期的可能。

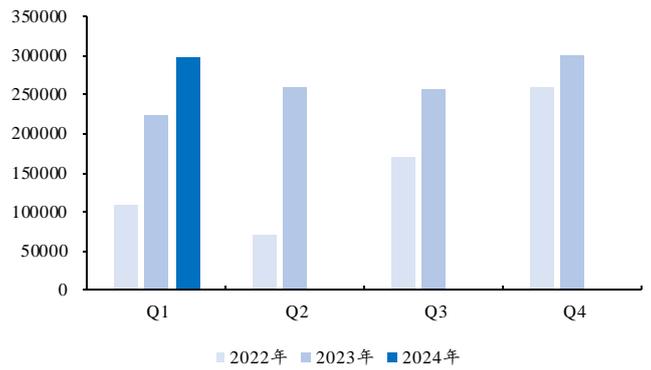


图表9: 22-24年国内乘用车季度出口量(辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

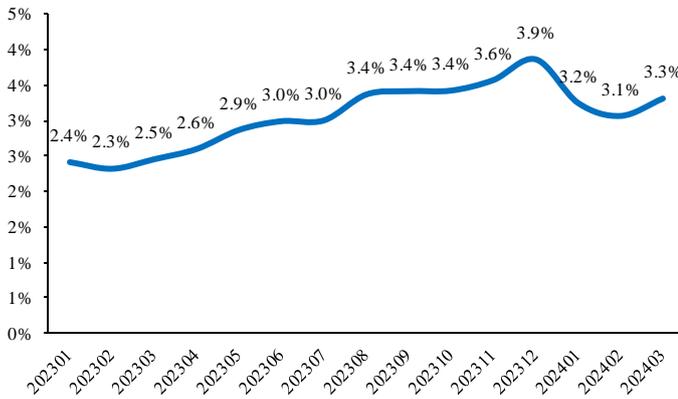
图表10: 22-24年国内电车季度出口量(辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

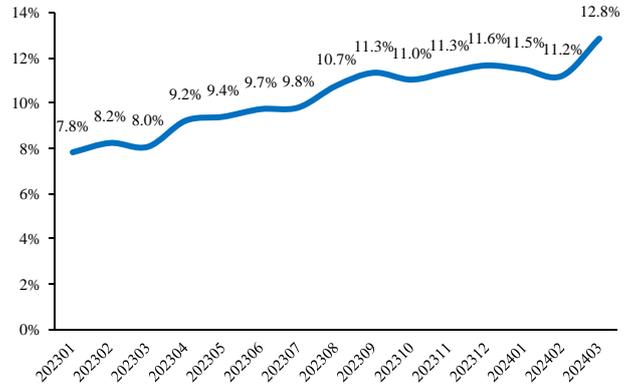
其中, Q1 电车出口 29.7 万辆, 同比+33%, 环比-0.1%, 电车占总量的比重为 28%, 维持 23 年水平。

图表11: 自主车企海外零售口径渗透率



来源: Marklines, 国金证券研究所

图表12: 自主车企海外零售口径渗透率(亚非拉地区)



来源: Marklines, 国金证券研究所

事实上, 此前市场对自主车企海外出口较为悲观, 提供了超预期演绎的机会。此前市场主要担忧 1) 海外市场空间小、2) 海外政策影响及 3) 对自主电车接受程度的问题。我们测算自主车企在海外出海空间依旧广阔。Marklines 口径, 截止 24Q1 末自主车企在海外市场的市占率只有 3.3%; 去除美欧日韩印等较难进入的大市场后, 自主车企在海外市场的市占率为 12.8%, 仍远低于日系、韩系竞争对手, 且该市场年销量可达 1500-2000 万辆, 自主车企市占率低、市场空间大, 依旧具有成长空间。

同时, 自主车企面对海外政策不确定性, 采用生产本地化的方式规避风险, 短期内政策风险具备可规避性; 最后, 虽海外基础设施建设落后, 但相对国内更适配家充电桩的使用, 且自主车企会采用赠送家充电桩的战略, 在亚非拉国家高额补贴的情形下, 电车性价比凸显, 接受程度是超预期的。

分车企上看, 多家车企超预期: 1) 奇瑞 Q1 出口 25.3 万辆, 同比+47%, 环比-8.5%, 公司继续维持强势, 销量来自俄罗斯, 并新开拓欧洲、东南亚市场, 预计在海外布局加深下公司出口将继续维持强势; 2) 上汽 Q1 出口 12.4 万辆, 同比-14.1%, 环比-45.5%, 上汽主要出口在欧洲, 受法国剔出补贴名单&欧洲反补贴调查影响, Q1 上汽出口受影响, 符合我们的预期。3) 吉利/长安/长城分别出口 8.7/8.7/8.2 万辆, 同比+65%/+77.9%/+90.5%, 均表现强势。



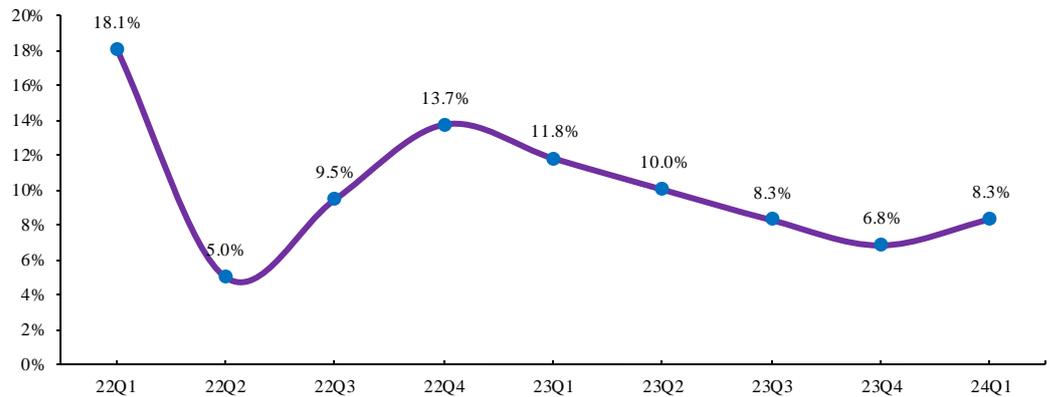
图表13: 24Q1 主流车企出口量梳理 (辆)

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q1 同比	24Q1 环比
奇瑞汽车	68767	77841	162011	140199	171751	221364	253648	276067	252556	47.0%	-8.5%
上汽乘用车	68596	98928	138564	172665	144986	146870	164952	228210	124483	-14.1%	-45.5%
比亚迪	2598	3297	16854	33167	38723	35566	71231	97245	97899	152.8%	0.7%
特斯拉中国	73874	23308	67741	106172	91893	90541	82893	78751	88456	-3.7%	12.3%
吉利汽车	31529	56099	54279	56335	52752	68433	72769	80147	87040	65.0%	8.6%
长安汽车	36055	32064	24504	20625	48760	44540	45243	53374	86723	77.9%	62.5%
长城汽车	21070	22145	34223	44679	43236	58144	76112	90264	82364	90.5%	-8.8%
上汽五菱	21279	35111	58026	48650	31265	47414	57023	49233	43257	38.4%	-12.1%
江淮汽车	9500	7188	16001	17988	28259	22760	16414	17992	31450	11.3%	74.8%
广汽乘用车	5736	9799	7983	9450	12156	9563	14430	18649	20263	66.7%	8.7%
哪吒汽车		24	1382	2006	3727	3243	1473	7470	8704	133.5%	16.5%
小鹏汽车			0			0	1064	2197	2017		-8.2%
总计	409207	464091	715914	772745	777606	901987	998864	1150915	1062725	36.7%	-7.7%

来源: 乘联会, 国金证券研究所;

电车上, 比亚迪兑现潜能, 出海维持强势。1) 比亚迪 Q1 出口 9.8 万辆, 同比+152.8%, 环比+0.7%, 公司在泰国、巴西市场持续发力, 出口表现维持强势。后续比亚迪还将进入墨西哥、印尼等海外市场, 并将针对拉美地区推出电动皮卡比亚迪鲨鱼, 出海前景依旧可观; 2) 哪吒出口 8704 辆, 依旧集中于东南亚地区, 表现稳健; 3) 小鹏 Q1 出口 2017 辆, 公司仍处出海起步期, 伴随出海策略推进有望迎来较大增长。4) 特斯拉 Q1 出口 8.8 万辆, 同比-3.7%, 环比+12.3%, 受制于上海工厂产能问题, 特斯拉贡献的出口维持稳定, 但总体上看占出口总量的比例仍在不断减少, 已从 2022 年的 18% 下降到 2024 年的 8%, 后续仍将持续下降。

图表14: 特斯拉在车企出口中的份额持续下降



来源: 乘联会, 国金证券研究所;

而在地域分布上, Marklines 口径, 俄罗斯依旧是自主车企零售口径中最大的出口目的地和出口的主要增量来源, 我们统计 Q1 自主车企在俄罗斯销量 13.3 万辆, 同比+106.8%, 俄罗斯市场供给匮乏, 同时又处高速修复时期, 预计 24-25 年自主车企仍将持续受益; 其他地区上, 拉美、欧洲仍稳居第 2-3 大市场。拉美自主车企出口量仍处快速增长期, 占比从 14.4% 上升至 18.5%, 欧洲则维持稳定。最后, 东南亚市场是自主车企又一大重点, Q1 总计销售 4.4 万辆, 同比+42.1%, 东南亚与中国地缘接近, 政策支持力度高, 竞品日韩系车辆竞争力薄弱, 后续有望成为自主车企出海新爆点。

图表15: 自主车企海外出口销量分布 (零售口径, 辆)

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q1 同比	24Q1 环比
俄罗斯	64483	105320	139315	149271	133374	106.8%	-10.6%
拉美	63710	59893	72423	90044	82952	30.2%	-7.9%
中东	58848	62494	68700	69408	40313	-31.5%	-41.9%
澳新	25668	33283	30755	36587	30928	20.5%	-15.5%
东南亚	31224	34133	36280	49403	44379	42.1%	-10.2%
欧洲	57642	76908	79000	86535	72854	26.4%	-15.8%
其他	39591	43334	50186	53763	42781	8.1%	-20.4%
总计	341166	415365	476659	535011	447581	31.2%	-16.3%

来源: Marklines, 国金证券研究所;



图表16: 自主车企海外出口占比 (零售口径)

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
俄罗斯	18.9%	25.4%	29.2%	27.9%	29.8%
拉美	18.7%	14.4%	15.2%	16.8%	18.5%
中东	17.2%	15.0%	14.4%	13.0%	9.0%
澳新	7.5%	8.0%	6.5%	6.8%	6.9%
东南亚	9.2%	8.2%	7.6%	9.2%	9.9%
欧洲	16.9%	18.5%	16.6%	16.2%	16.3%
其他	11.6%	10.4%	10.5%	10.0%	9.6%

来源: Marklines, 国金证券研究所;

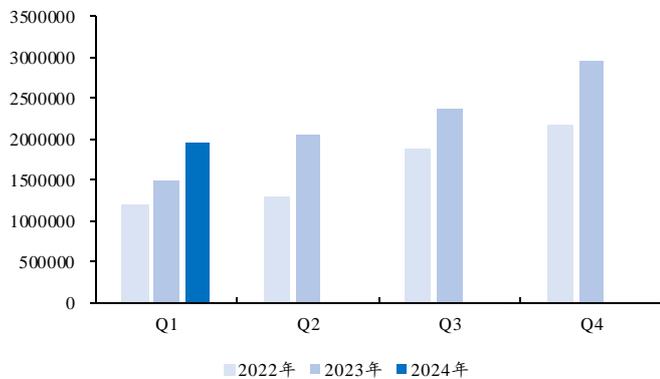
### 1.4 电车: 销量与渗透率超预期

**电车销量与渗透率超预期:** Q1 电车批售 194.6 万辆, 同比+29.6%, 环比-34.2%, 渗透率 34.8%, 同比+5.1pct; 零售 177.4 万辆, 同比+34.7%, 零售渗透率 41.6%。1-2 月节前燃油车销售旺季, 合资车企大幅让利带动燃油车冲量, 1-2 月渗透率仅 30%+; 自 3 月起, 电车周度渗透率便稳定在 45% 附近, 当季渗透率 41.6%, 带动电车销量超预期。

电车渗透率走高来自电车自身大幅度降价, 比亚迪 2 月中旬掀起价格战, 海洋/王朝系列全系降价 2-3 万元, 价格已低于油车竞品, 而油车自身已作出大幅让利, 厂商不愿跟进降价, 加之“以旧换新”政策拉高市场观望情绪, 油车销量惨淡, 此消彼长下电车渗透率走高; 预计 Q2 渗透率将维持强势, 有望提升至 40% 附近。

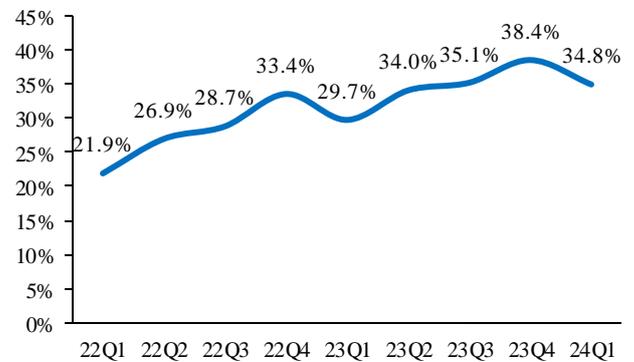
同时, 新车上市亦是电车增量的重要来源, Q1 问界 M9/元 UP/极氪 007/零跑 C10/阿维塔 12 等新车上市, 环比共计贡献 11.7 万的销量增量, 与之相对应的电车 Q1 环比下降。其中问界 M9/元 UP/极氪 007 三款车贡献增量破万, 问界 M9、元 UP 后续有维持销量破万的潜力。4 月末北京车展盛大启幕, 理想 L6 等新车上市, 预计在 Q2-Q3 转化为销量增量, 电车车型供给增加下表现将愈发强势。

图表17: 22-24 年国内电车销量 (辆)



来源: 乘联会, 国金证券研究所

图表18: 22-24 年国内电车渗透率



来源: 乘联会, 国金证券研究所

图表19: 24Q1/23Q4 车型销量环比增长前十名 (辆)

车型	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	Q1 环比增量
驱逐舰 05	1476	14062	25374	21250	13847	26059	32036	20066	39524	19458
问界 M7			8514	12712	4293	1886	7005	55281	69688	14407
五菱星光								16864	31039	14175
极氪 007								857	14713	13856
元 UP									11810	11810
问界 M9									10697	10697
启源 Q05									8655	8655
阿维塔 12									8056	8056
小鹏 X9									7873	7873
零跑 C10									7857	7857

来源: 乘联会, 国金证券研究所

分车企上: 销售龙头稳步增长, 新势力增势迅猛。Q1 比亚迪电车销量 62.4 万辆, 同比



+14.0%，环比-33.8%，市占率 32.1%，稳居中国电车龙头地位。2024 随海外市场布局深入以及腾势、方程豹、仰望高端品牌车型上市，电车销量有望进一步获得增幅。

其他传统自主品牌表现强势。1) 吉利汽车 Q1 电车销量 14.4 万辆，同比+130.9%，环比-23.1%，电车正成为吉利汽车的重要增长引擎。随银河系列、领克、极氪新车型推出，销量增长后劲十足。2) 长安汽车 Q1 电车销量 11.7 万辆，同比+49.8%，环比-18.7%，已成为传统品牌转型新能源最成功车企之一，电车销量明显超过蔚来、小鹏、理想等一众新势力车企，2024 年长安汽车继续推进启源、深蓝、阿维塔三个新能源品牌的带动作用，有望持续实现电车销量增长。3) 长城汽车 Q1 电车销量 5.9 万辆，同比+112.4%，环比-35.4%，长城汽车电车势头强劲，新能源车型占比持续提升，预计实现电车销量增长。4) 奇瑞汽车 Q1 电车销量 5.0 万辆，同比+186.7%，环比+4.9%，ICAR 03、智界 S7 等电车有望成为爆款，再加上已有的海外市场优势，将持续推动奇瑞电车销量继续提升。

**新势力品牌增势迅猛。**1) 赛力斯汽车 Q1 电车销量 9.4 万辆，同比+700.1%，环比 25.0%，问界系列已成爆款，带动规模效应显现，预计 24 年经营情况将持续向好。2) 理想汽车 Q1 电车销量 8.0 万辆，同比+52.9%，环比-39.0%，L 系列全线降价带来的销量增加明显，理想 L7 成为爆款 24Q1 销量同比增幅高达 322.9%，预计 L6 发布带动销量进一步增长。3) 小鹏汽车 Q1 电车销量 2.4 万辆，同比+30.8%，环比-61.3%，MONA 品牌下探至 10-15 万元市场，有望带来小鹏销量增长新引擎。

图表20: 24Q1 主流车企电车销量梳理

销量	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q1同 比	24Q1环 比
比亚迪	284912	353420	537164	682058	547917	700244	822094	942651	624398	14.0%	-33.8%
特斯拉中国	182174	112583	188317	227791	229322	247217	222517	248686	220876	-3.7%	-11.2%
吉利汽车	45487	63059	108757	110262	62407	95476	142005	187367	144125	130.9%	-23.1%
长安汽车	30700	37079	67478	106261	77826	83995	119846	143419	116618	49.8%	-18.7%
赛力斯				18458	11769	14054	15553	75309	94158	700.1%	25.0%
上汽通用五菱	117210	116783	164264	213883	31339	78980	99272	233302	85091	171.5%	-63.5%
理想汽车	31716	28687	26524	46319	52584	86533	105108	131805	80400	52.9%	-39.0%
长城汽车	34851	28187	33326	34918	27808	65261	77030	91447	59054	112.4%	-35.4%
奇瑞汽车	50683	59244	71819	41436	17339	27645	32794	47382	49712	186.7%	4.9%
广汽埃安	44874	55377	82070	88835	80308	131028	141650	129017	48867	-39.2%	-62.1%
上汽乘用车	34448	42397	70241	83634	72621	82853	77432	83776	41465	-42.9%	-50.5%
零跑汽车	21579	30415	35608	23566	10509	33993	44325	55328	33410	217.9%	-39.6%
蔚来汽车	25768	25059	31606	40052	31041	23520	55432	50045	30053	-3.2%	-39.9%
上汽大众	20968	20777	30767	26160	10575	22593	41395	55850	28691	171.3%	-48.6%
华晨宝马	11629	10346	13546	27010	23055	20636	25025	31355	28116	22.0%	-10.3%
上汽通用	8926	10385	14156	15545	10959	17214	28063	43764	25262	130.5%	-42.3%
哪吒汽车	30152	32979	48059	40883	26176	36241	35353	29726	24434	-6.7%	-17.8%
小鹏汽车	34561	34422	30850	22204	18230	23205	41072	61654	23838	30.8%	-61.3%
一汽大众	17318	24868	35965	25626	14381	25078	24562	27817	20211	40.5%	-27.3%
总计	1189724	1272263	1874236	2155790	1501044	2042189	2368370	2955955	1945587	29.6%	-34.2%
电车渗透率	21.9%	26.9%	28.7%	33.4%	29.7%	34.0%	35.1%	38.4%	34.8%		

来源：乘联会，国金证券研究所


**图表21：24Q1 主流车企电车市占率情况**

市占率	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
比亚迪	23.9%	27.8%	28.7%	31.6%	36.5%	34.3%	34.7%	31.9%	32.1%
特斯拉中国	15.3%	8.8%	10.0%	10.6%	15.3%	12.1%	9.4%	8.4%	11.4%
吉利汽车	3.8%	5.0%	5.8%	5.1%	4.2%	4.7%	6.0%	6.3%	7.4%
长安汽车	2.6%	2.9%	3.6%	4.9%	5.2%	4.1%	5.1%	4.9%	6.0%
赛力斯	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	2.5%	4.8%
上汽通用五菱	9.9%	9.2%	8.8%	9.9%	2.1%	3.9%	4.2%	7.9%	4.4%
理想汽车	2.7%	2.3%	1.4%	2.1%	3.5%	4.2%	4.4%	4.5%	4.1%
长城汽车	2.9%	2.2%	1.8%	1.6%	1.9%	3.2%	3.3%	3.1%	3.0%
奇瑞汽车	4.3%	4.7%	3.8%	1.9%	1.2%	1.4%	1.4%	1.6%	2.6%
广汽埃安	3.8%	4.4%	4.4%	4.1%	5.4%	6.4%	6.0%	4.4%	2.5%
上汽乘用车	2.9%	3.3%	3.7%	3.9%	4.8%	4.1%	3.3%	2.8%	2.1%
零跑汽车	1.8%	2.4%	1.9%	1.1%	0.7%	1.7%	1.9%	1.9%	1.7%
蔚来汽车	2.2%	2.0%	1.7%	1.9%	2.1%	1.2%	2.3%	1.7%	1.5%
上汽大众	1.8%	1.6%	1.6%	1.2%	0.7%	1.1%	1.7%	1.9%	1.5%
华晨宝马	1.0%	0.8%	0.7%	1.3%	1.5%	1.0%	1.1%	1.1%	1.4%
上汽通用	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	1.2%	1.5%	1.3%
哪吒汽车	2.5%	2.6%	2.6%	1.9%	1.7%	1.8%	1.5%	1.0%	1.3%
小鹏汽车	2.9%	2.7%	1.6%	1.0%	1.2%	1.1%	1.7%	2.1%	1.2%
一汽大众	1.5%	2.0%	1.9%	1.2%	1.0%	1.2%	1.0%	0.9%	1.0%

来源：乘联会，国金证券研究所

## 2、展望：出海和华为智选迎来大周期

### 2.1 总量：“以旧换新”政策催化，Q2 销量迎拐点

4月26日，商务部等7部门联合发布《汽车以旧换新补贴实施细则》。汽车以旧换新政策终于落地，我们认为：

1、政策超预期，且在单车补贴额、财政安排和潜在刺激的盘子等方面均超预期。

(1) 此前3-4月汽车终端销量走向不佳，消费者由于预期到后续有政策落地，会选择在政策落地后购车，导致市场长期处于观望状态。因此，政策落地就是行业终端和市场预期的拐点。

(2) 总盘子+单车补贴额问题：单车补贴额决定市场行为。此次文件未明确说明总盘子大小，之前市场存在较大分歧。更重要的是，决定消费者行为的单车补贴额超过预期。

(3) 央地资金匹配问题。此次文件解决了市场担忧的地方政府出不起钱的问题。

(4) 普惠还是支持新能源？此次文件，明显更加倾向于新能源。

2、政策落地是板块预期的拐点。此前市场担忧今年汽车销量的持续性和价格战问题，在政策的护航下，今年国内汽车景气度有望再超预期。整车方向看好比亚迪、吉利汽车、理想汽车、长安汽车等，尤其是比亚迪，今年具备销量超预期的潜力。

### 2.2 出海有望继续超预期

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，中国汽车仍有较大的市场空间。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、拉美等大市场空间仍广阔，亦为未来国产电车出口的重要目的地。

目前看，自主车企在拉美、东南亚布局正持续加速，Q1 长城正式进入巴西市场，巴西工厂亦将投产；比亚迪推出海鸥、宋 PLUS 等新车持续放量。而在东南亚市场，长安、广汽、奇瑞、吉利、长城等车企布局正持续加速，在新市场开拓下出海仍将维持强势，尤其在亚非拉地区自主电车缺乏竞品，产品力相对欧系两厢车/日韩系紧凑型车大幅增强，将成为亚非拉地区电动化的主导力量。



图表22: 去除本土及较难进入的市场, 自主车企出海仍有较大空间 (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	2887.9	2808.1	2576.9	2531.1	2627.5	2686.4
总计	7452.2	7437.8	7132.1	6281.9	6486.8	6427.9
全球总计	9265.6	9265.4	8901.3	7705.4	8037.7	7947.4
占比	80.4%	80.3%	80.1%	81.5%	80.7%	80.9%

来源: Marklines, 国金证券研究所

2) 车企本土化正在加速。虽然面对欧洲反补贴调查, 但自主车企已开启产能本地化进程, 预计影响有限: 比亚迪已开启匈牙利的建设; 奇瑞则与埃布罗电动汽车 (EBRO EV-Motors) 签约落户巴塞罗那, 长城亦将在匈牙利建厂; 此外, 零跑和斯特兰迪斯合资, T03/C10 将在波兰/意大利投产, 开创国车合资出海的新模式。自主车企未来在欧洲产能充沛, 本地化加速。

总体看, 至 26 年自主车企将有 100 万产能在海外投产, 产能本地化促进自主车企出海加速。

图表23: 自主车企加快在海外新建产能 (不完全统计)

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	
	匈牙利	2024年1月	2026年	预计15-20万	欧洲	
	乌兹别克斯坦	/	2024年2月	15万	中亚	驱逐舰、宋
	墨西哥	2024年3月	2026年(预计)	预计15万	墨西哥本土	
	巴西	2023年10月19日	2024年H2	15万	拉美	海豚、宋等; 配套电池材料的加工工厂、电动客车和卡车底盘的生产工厂
长安	泰国	2023年10月26日	2024年H2	一期10万辆	供给全球右舵市场	深蓝、启源、阿维塔
埃安	泰国	/	2024年h2	一期5万辆	东南亚	AION Y Plus
长城	泰国	2019年11月	2020H2	初期8万辆, 计划扩容12万辆	60%泰国本地, 40%海外	哈弗H6、哈弗JOLION、欧拉好猫
	巴西	2022年7月	2024年H2	10万	拉美	Puer皮卡、混合动力汽车
哪吒	泰国	2023年3月	2024年1月	3万辆	东盟	哪吒VII、哪吒X
奇瑞	西班牙	2024年4月	/	20万	欧洲	瑞虎及电动艾瑞泽/欧萌达, 为原日产西班牙工厂

来源: 各公司官网, 国金证券研究所

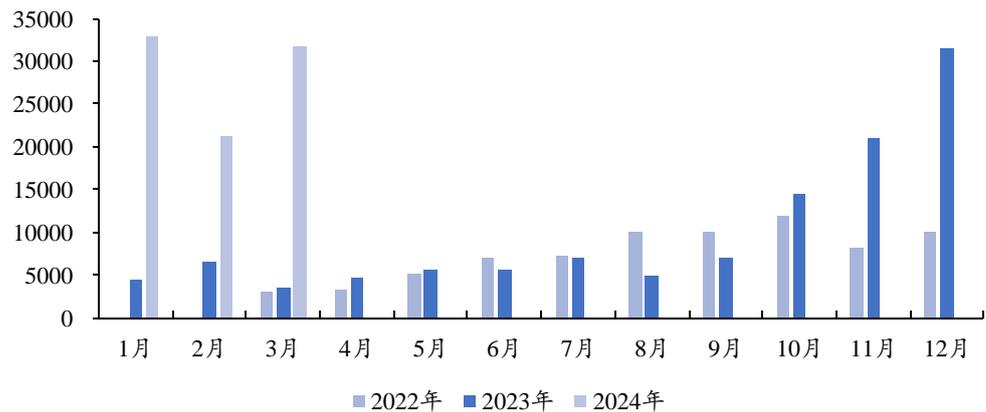
我们认为, 24 年自主车企出海布局明显加速, 24 年乘用车出口量有望超预期, 建议持续关注汽车国际化动态。

### 2.3 华为智选新车周期, 成长性、爆发性均确定

Q1 华为系表现强势, 连续 3 月占据新势力销量冠军。Q1 问界总交付 8.6 万辆, 同比 +92.3%。其中 3 月问界交付 31727 辆, 同/环比 +805.2%/+50.1%, 连续三个月蝉联新势力销量冠军。其中 M7/M9 分别交付 24598/6243 辆, 爆款效应显现。



图表24: 问界汽车月销量(辆)



来源: 问界官网, 赛力斯官网, 国金证券研究所;

Q2 看, 新车周期+产能提升, 提振品牌销量。1) 4 月华为重新发布智界 S7, 并于北京车展发布新问界 M5, 两款新车此前销量不佳, 重新发布后销量有望回转, 预计月销量 5000-10000 辆, 为华为智选提供近万辆的销量增量。2) 产能逐渐缓解。此前智界 S7、问界 M9 均受限于华为芯片产能, 导致交付延缓。目前华为产能已得到提升, 帮助 S7/M5/M9 三款新车交付放量。我们预计 Q2 华为智选月销有望达到 4-4.5 万辆, 其中问界 M7 2 万辆; 问界 M9 1.5 万辆; 问界 M5/智界 S7 各 0.5 万辆。

图表25: 华为智选车型矩阵分布

车型	动力	合作伙伴	售价(万元)	上市时间
问界 M5	纯电/增程	赛力斯	24.98-27.98	23Q3
问界 M7	增程	赛力斯	24.98-32.98	24Q2
问界 M8	纯电/增程	赛力斯	预计 30-40	24Q4
问界 M9	纯电/增程	赛力斯	46.98-54.98	23Q4
智界 S7	纯电	奇瑞	24.98-35.98	24Q2
智界 S9	纯电/增程	奇瑞	预计 20-30	24Q3
享界 S9	纯电/增程	北汽	预计 30-50	24Q3
傲界	纯电	江淮	预计 80-100	24Q4

来源: Marklines, 国金证券研究所;

24 年看, 车型周期大年, 成长性高度确定。Q3 起公司将上市与北汽合作的享界 S9 将上市, 并将于年底推出增程版, 目前电动行政级轿车相对稀缺, 市场仍为宝马 5 系、奥迪 A6、奔驰 E 级牢牢控制, 新车市场空间广阔。Q4 与江淮合作超高端轿车将上市, 预计售价百万级, 华为自身品牌力、技术力加持, 新车有望复刻仰望 U8 成功。同时, 与赛力斯合作的问界 M8、与奇瑞合作的智界 S9 亦有望年内上市。华为智选全年销量有望达 50-55 万辆。至 25 年年初, 保守看华为将形成 8 款车型的车型矩阵, 月销有望达到 5.5-6 万辆。

我们认为, 24 年开始是汽车板块的结构化大年, 从确定性和成长性建议配置: 国际化和智能化两大方向。华为系是我们智能化整车板块的核心推荐方向。24 年在技术+品牌加持下, 华为将开启新一轮新车周期。建议持续关注华为智选及相关车企, 首推江淮汽车, 其次赛力斯、北汽蓝谷等。

## 二、汽零: 格局成为兑现度的核心因素, 国际化经营绩效闪耀, 国产替代加速兑现, 格局好的龙头经营增长稳健。

### 1、国际化: 国际化经营绩效闪耀, 海外业务助力公司量利齐升

多数汽零公司海外营收毛利率大于公司整体毛利率, 海外营收占比稳步提升。我们测算各公司的“海外毛利率/整体毛利率”指标, 发现多数公司所得数值大于 1, 受益于海外避税能力和海外客户价格偿付意愿更高(主因各公司相比海外具备更高性价比), 大部分公司的国际化经营绩效较优。

海外营收占比持续提升。因避税驱动、海外客户邀约和国际化运营能力提升等, 52%的公司 2023 年海外营收占比提升, 23%公司 2023 年海外营收占比相比 2022 年微减 1PCT-5PCT。可见汽车零部件公司海外业务正逐步成为业绩主要驱动力。



图表26: 多数公司海外业务毛利率大于国内

图表27: 过半公司 2023 年海外营收占比提升

板块	公司简称	1H21	2021	1H22	2022	1H23	2023
热管理	三花智控	96%	106%	101%	109%	104%	107%
	盾安环境	119%	98%	131%	135%	159%	155%
域控制器	银轮股份	109%	98%	97%	107%	111%	108%
	德赛西威	95%	87%	92%	78%	86%	107%
	经纬恒润-w	88%	78%		119%		135%
	华阳集团	84%	77%	89%	103%	107%	104%
内饰	科博达		62%		61%		80%
	新泉股份		139%		130%		75%
	岱美股份		125%		115%		99%
轻量化	常熟汽饰		65%		69%		32%
	爱柯迪	94%	106%		109%		88%
	旭升集团		125%		123%		135%
	瑞鹄模具	101%	119%	157%	121%	130%	154%
	美利信				144%		171%
	文灿股份		89%		80%		86%
	多利科技				139%	132%	141%
智能化底盘	嵘泰股份		113%		106%		70%
	中鼎股份	70%	72%	70%	70%	75%	87%
	保隆科技		107%		106%		122%
	拓普集团		120%		117%		102%
	伯特利		140%		149%		161%
被动安全	亚太股份	79%	77%	89%	97%	129%	133%
	松原股份	134%	132%	141%	138%	141%	144%
	华懋科技		79%		69%		91%
座椅	均胜电子	89%	81%	82%	90%	95%	93%
	继峰股份		230%		222%		193%
	天成自控	131%	111%	128%	162%	170%	129%
微电机	上海沿浦		162%		220%		226%
	恒帅股份	92%	92%	102%	106%	107%	109%
	兆威机电	124%	128%	149%	145%	128%	129%
	东箭科技	82%	79%	89%	100%	118%	121%
	德昌股份		92%		91%		99%
	好格局龙头		75%		77%		91%
	星宇股份	90%	90%		71%		125%

来源: Wind, 国金证券研究所

注: 图表数值=海外毛利率/国内毛利率

板块	公司简称	1H21	2021	1H22	2022	1H23	2023
热管理	三花智控	49%	52%	49%	51%	48%	48%
	盾安环境	20%	17%	27%	26%	29%	27%
域控制器	银轮股份	20%	18%	21%	26%	27%	24%
	德赛西威	9%	7%	7%	6%	7%	8%
	经纬恒润-w	7%	5%		10%		12%
	华阳集团	23%	23%	27%	28%	30%	24%
内饰	科博达		20%		19%		25%
	新泉股份		7%		11%		5%
	岱美股份		99%		94%		83%
轻量化	常熟汽饰		0%		2%		1%
	爱柯迪	62%	69%		64%		48%
	旭升集团		53%		52%		57%
	瑞鹄模具	25%	32%	37%	45%	21%	22%
	美利信				51%		61%
	文灿股份		47%		41%		47%
	多利科技				9%	12%	11%
智能化底盘	嵘泰股份		39%		36%		24%
	中鼎股份	41%	40%	39%	37%	41%	46%
	保隆科技		67%		59%		62%
	拓普集团		29%		33%		30%
	伯特利		23%		22%		19%
被动安全	亚太股份	2%	1%	1%	2%	4%	4%
	松原股份	18%	16%	14%	12%	16%	12%
	华懋科技		5%		5%		8%
座椅	均胜电子	69%	61%	63%	68%	74%	71%
	继峰股份		169%		168%		132%
	天成自控	18%	28%	22%	42%	39%	28%
微电机	上海沿浦		2%		2%		3%
	恒帅股份	44%	41%	45%	43%	42%	40%
	兆威机电	17%	14%	14%	18%	15%	17%
	东箭科技	57%	54%	48%	47%	52%	52%
	德昌股份		87%		87%		77%
	好格局龙头		35%		35%		40%
	星宇股份	1%	1%		1%		4%

来源: Wind, 国金证券研究所

## 2、国产替代持续兑现，核心环节业绩持续向好

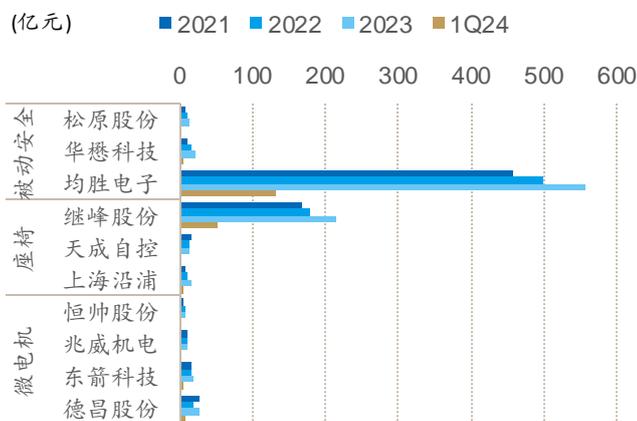
### 1) 收入及增速方面:

收入体量上，被动安全板块的均胜电子、座椅板块的继峰股份和微电机板块的德昌股份有较大增长，保持最高水平。

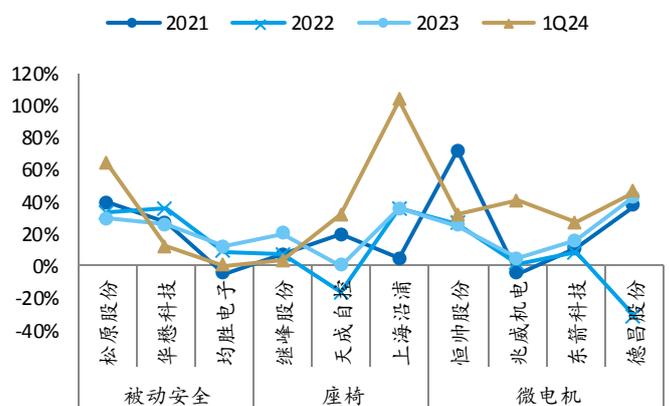
收入增速上，松原股份、上海沿浦、德昌股份收入增速最高。2023 年，松原股份>华懋股份>均胜电子，上海沿浦>继峰股份>天成自控，德昌股份>恒帅股份>东箭科技>兆威机电。24Q1，松原股份>华懋股份>均胜电子，上海沿浦>天成自控>继峰股份，德昌股份>兆威机电>恒帅股份>东箭科技。其中，松原股份增速较快系公司的气囊总成、方向盘总成产品作为主营业务第二增长点，定点项目陆续量产，尤其是三四季度放量对业绩产生积极影响所致，具体来看，松原股份汽车安全气囊实现营业收入 1.89 亿元，同比+103.28%；继峰股份乘用车座椅、电动出风口等新兴业务合计贡献收入 9.4 亿元，去年同期仅 0.9 亿元，使得其收入增幅明显；上海沿浦 24Q1 落地量产的新项目增多，市场订单量充足，公司产能增加，业绩相应递增；德昌股份 1Q24 业绩超预期，主要由于海外小家电去库影响基本结束，新客户订单快速放量。

图表28: 被动安全、座椅和微电机个股收入

图表29: 被动安全、座椅和微电机个股收入增速



来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

### 2) 扣非净利润方面:

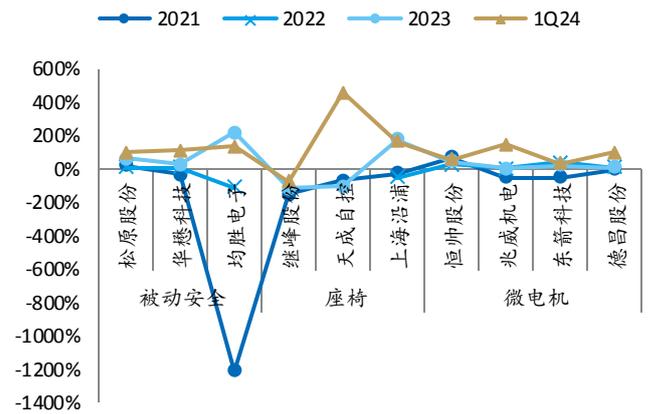
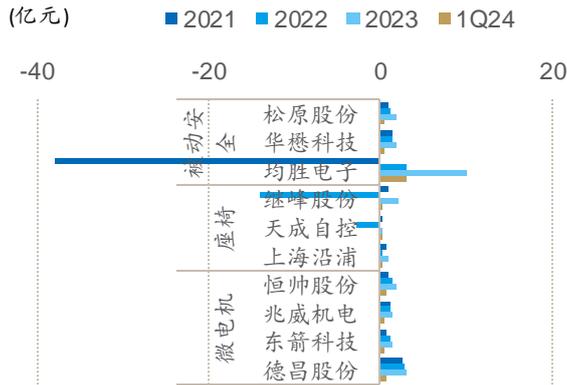


利润规模上均胜电子、继峰股份和德昌股份最大。2023 年，均胜电子>松原股份≈华懋股份，继峰股份>上海沿浦>天成自控，德昌股份>恒帅股份>东箭科技>兆威机电。24Q1，均胜电子>松原股份>华懋股份，上海沿浦>继峰股份>天成自控，德昌股份>恒帅股份>兆威机电>东箭科技。

2023 年扣非净利润增速上，均胜电子、上海沿浦、恒帅股份最高。2023 年，均胜电子>华懋股份>松原股份，上海沿浦>天成自控>继峰股份，恒帅股份>东箭科技>德昌股份>兆威机电。24Q1，均胜电子>华懋科技>松原股份，天成自控>上海沿浦>继峰股份，兆威机电>德昌股份>恒帅股份>东箭科技，天成自控扣非净利润同比大幅提升。其中，德昌股份利润较高，与新客户订单毛利率较高、汽零业务规模效应开始体现有关。

图表30: 被动安全、座椅和微电机个股扣非净利润

图表31: 被动安全、座椅和微电机个股扣非净利润增速



来源: Wind, 国金证券研究所

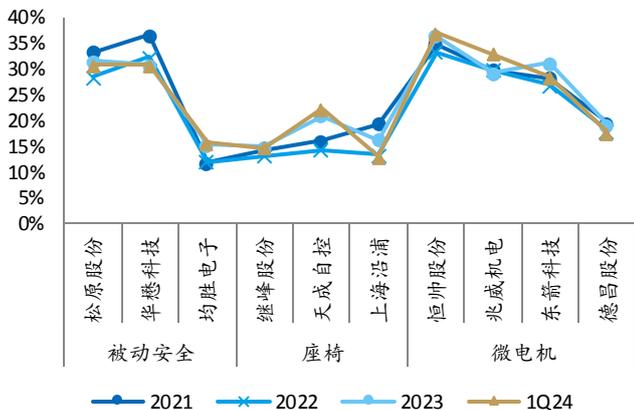
来源: Wind, 国金证券研究所

3) 利润率方面:

2023 年和 24Q1 三板块大部分公司的毛利率和净利率均有提升。2023 年，松原股份>华懋科技>均胜电子，天成自控>上海沿浦>继峰股份，恒帅股份>东箭科技>兆威机电>德昌股份。24Q1，松原股份>华懋科技>均胜电子，天成自控>继峰股份>上海沿浦，恒帅股份>兆威机电>东箭科技>德昌股份，相比 2023 年排序，兆威一季度毛利率排名提升，恒帅维持不变，德昌有所下滑。2023 年毛利率上，多数公司同比提升 1-7PCT，华懋科技和兆威机电同比下降。24Q1，华懋科技、均胜电子、天成自控、恒帅股份、兆威机电的盈利能力都在持续提升。其中，随着规模效应、大宗物料价格下降，以及公司总成产品保持较高的自制率，松原股份毛利率持续提升；恒帅股份持续推进生产纵向一体化，实现了对注塑、冲压工艺部件自制，对上游磁性材料端延伸，大幅降低生产制造成本，拉动公司 24Q1 毛利率提升至 36.8%，叠加公司对销售、管理费用的良好管控及汇兑收益的正向贡献；兆威机电毛利率提升主要原因为：1) 23Q1 基数偏低；2) 汽车 XR 等高毛利业务占比提升，不赚钱的智能家居类业务收缩；3) 债券收益率上行理财收益增加；4) 费用控制合理增厚利润；德昌股份毛利率提升主要与新客户订单毛利率较高、汽零业务规模效应开始体现相关。

图表32: 被动安全、座椅和微电机个股毛利率

图表33: 毛利率同比变动上, 23年整体盈利能力均提升



板块	公司简称	2021	2022	2023	1Q24
被动安全	松原股份	-1PCT	-5PCT	3PCT	-1PCT
	华懋科技	1PCT	-4PCT	-2PCT	0PCT
	均胜电子	-2PCT	0PCT	3PCT	0PCT
座椅	继峰股份	1PCT	-1PCT	2PCT	0PCT
	天成自控	-5PCT	-2PCT	7PCT	1PCT
	上海沿浦	-5PCT	-6PCT	3PCT	-3PCT
微电机	恒帅股份	-4PCT	-2PCT	3PCT	1PCT
	兆威机电	-4PCT	0PCT	-1PCT	4PCT
	东箭科技	-9PCT	-1PCT	4PCT	-3PCT
	德昌股份	-8PCT	-2PCT	1PCT	-2PCT

来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



净利率体现的盈利能力排序没有变动。2023 年松原股份>华懋科技>均胜电子，上海沿浦>天成自控>继峰股份，恒帅股份>兆威机电>德昌股份>东箭科技。24Q1，松原股份>华懋科技>均胜电子，上海沿浦>天成自控>继峰股份，恒帅股份>兆威机电>德昌股份>东箭科技。从净利率同比变动看，23 年整体盈利能力均有提升，德昌股份、华懋科技有所承压。24Q1 整体盈利能力提升，继峰股份、德昌股份略有承压。

图表34：被动安全、座椅和微电机个股净利率

板块	公司简称	2020	2021	2022	2023	1Q24
被动安全	松原股份	16.8%	14.9%	11.9%	15%	17%
	华懋科技	21.2%	14.5%	11.9%	11%	11%
	均胜电子	0.4%	-9.9%	0.5%	2%	3%
座椅	继峰股份	-2.2%	0.7%	-8.1%	0.96%	0%
	天成自控	3.5%	1.7%	-19.2%	0.99%	3%
	上海沿浦	10.3%	8.5%	4.1%	6%	6%
微电机	恒帅股份	19.5%	19.8%	19.7%	22%	27%
	兆威机电	20.5%	12.9%	13.1%	15%	18%
	东箭科技	13.0%	7.1%	4.4%	7%	9%
	德昌股份	14.7%	10.6%	15.4%	12%	10%

图表35：被动安全、座椅和微电机个股净利率同比变动

板块	公司简称	2021	2022	2023	1Q24
被动安全	松原股份	-2PCT	-3PCT	4PCT	1PCT
	华懋科技	-7PCT	-3PCT	-1PCT	0PCT
	均胜电子	-10PCT	10PCT	2PCT	1PCT
座椅	继峰股份	3PCT	-9PCT	9PCT	-1PCT
	天成自控	-2PCT	-21PCT	20PCT	2PCT
	上海沿浦	-2PCT	-4PCT	2PCT	0PCT
微电机	恒帅股份	0PCT	0PCT	2PCT	5PCT
	兆威机电	-8PCT	0PCT	2PCT	3PCT
	东箭科技	-6PCT	-3PCT	2PCT	2PCT
	德昌股份	-4PCT	5PCT	-4PCT	-1PCT

来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

### 3、好格局龙头：福耀和星宇规模效应持续释放，业绩稳健增长

#### 1) 收入及增速方面：

星宇股份、福耀玻璃营收均逐年上升，星宇股份 2023 年及 24Q1 增幅上升明显，福耀玻璃年均增长超 18%。具体来看，星宇股份 21/22/23/24Q1 收入分别为 79/82/102/24 亿元，同比+8%/+4%/+24%/+25%，2023 年公司合资客户一汽大众、一汽丰田、东风日产、广汽丰田、广汽本田销量有所下滑，而自主及新势力客户奇瑞汽车、吉利汽车、一汽红旗、理想汽车、蔚来汽车、小鹏汽车销量均表现亮眼，有效对冲合资品牌销量下滑的影响，带动公司车灯产品放量，实现营业收入的高速增长。24Q1 自主及新势力客户销量延续高速增长态势，营收增速持续提升。

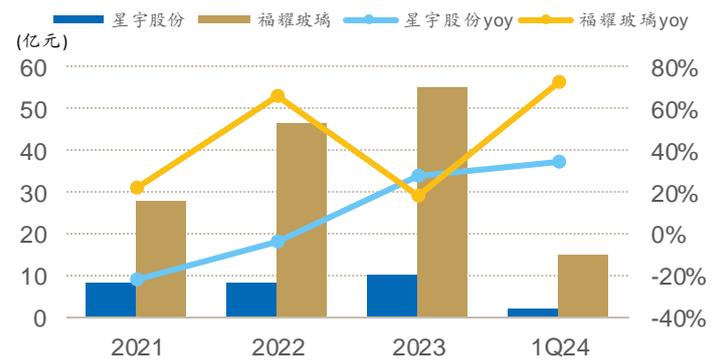
福耀玻璃 21/22/23/24Q1 收入分别为 236/281/332/88 亿元，同比+19%/+19%/+18%/+25%，24Q1 营收同比增速提升，全球市场量利双升，国内市场汽车产量 660.6 万台，同环比分别 +6.38%/-27.29%，北美市场汽车产量 283.86 万台，同环比分别 +5.62%/+13.47%，公司国内以及北美市场同比表现均向好，叠加自身领先产品竞争力，全景天窗、带摄像头的 ADAS、HUD 和镀膜隔热等高附加值产品带动公司市场份额/单车 ASP 持续提升，产能布局迎接新一轮成长期。

图表36：福耀和星宇的营业收入



来源：Wind，国金证券研究所

图表37：福耀和星宇的扣非净利润



来源：Wind，国金证券研究所

#### 2) 扣非净利润方面：

星宇股份每年扣非净利润加速提升，福耀玻璃不同年份间波动较大。星宇股份 21/22/23/24Q1 扣非净利润分别为 8/8/10/2 亿元，同比-22%/-4%/+28%/+35%，利润增长与费用率改善有关，公司收入的高速增长摊薄销售、管理和研发费用，多项费用率改善带动公司持续上行的期间费用率在 2023 年出现下行拐点。未来随着营收的持续高增，各项费用有望被进一步摊薄，公司盈利能力将得到改善；福耀玻璃 21/22/23/24Q1 扣非净利润分别为 28/47/55/15 亿元，同比+22%/+66%/+18%/+73%，24Q1 扣非净利润主要受汇率影响，同比大幅增长，同时公司在全面预算管理、研发投入、产品技术投放、采购、生产运营效率提升等方面持续优化，设立奖项和激励措施来鼓励员工提出合理化建议和创新，



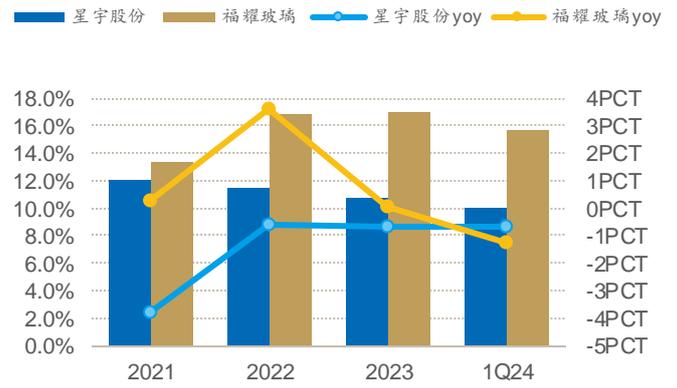
以进一步提升运营效率和盈利能力。

### 3) 毛利率方面:

星宇股份的毛利率水平 2023 年、24Q1 都呈现向下水平，福耀玻璃毛利率 24Q1 提升 1PCT，总体近 3 年毛利率维持平稳。其中，星宇股份 21/22/23/24Q1 毛利率分别为 22%/23%/21%/20%，同比-5PCT/+0PCT/-1PCT/-2PCT，近两年毛利率下降主要是因为部分新项目投产初期规模效应尚未显现而承压，24Q1 毛利率受到模具业务影响，毛利率较低，预计短期内压力持续；福耀玻璃 21/22/23/24Q1 毛利率分别为 36%/34%/35%/37%，同比-4PCT/-2PCT/+1PCT/+1PCT，24Q1 提升主要系经营杠杆的改善、高附加值产品占比的提升、上游原材料+天然气能源成本以及海运费等下降，叠加公司整体产能利用率进一步提升，规模效应提振所致。

图表38: 福耀和星宇的毛利率及同比变动

图表39: 福耀和星宇的净利率及同比变动



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

### 4) 净利率方面:

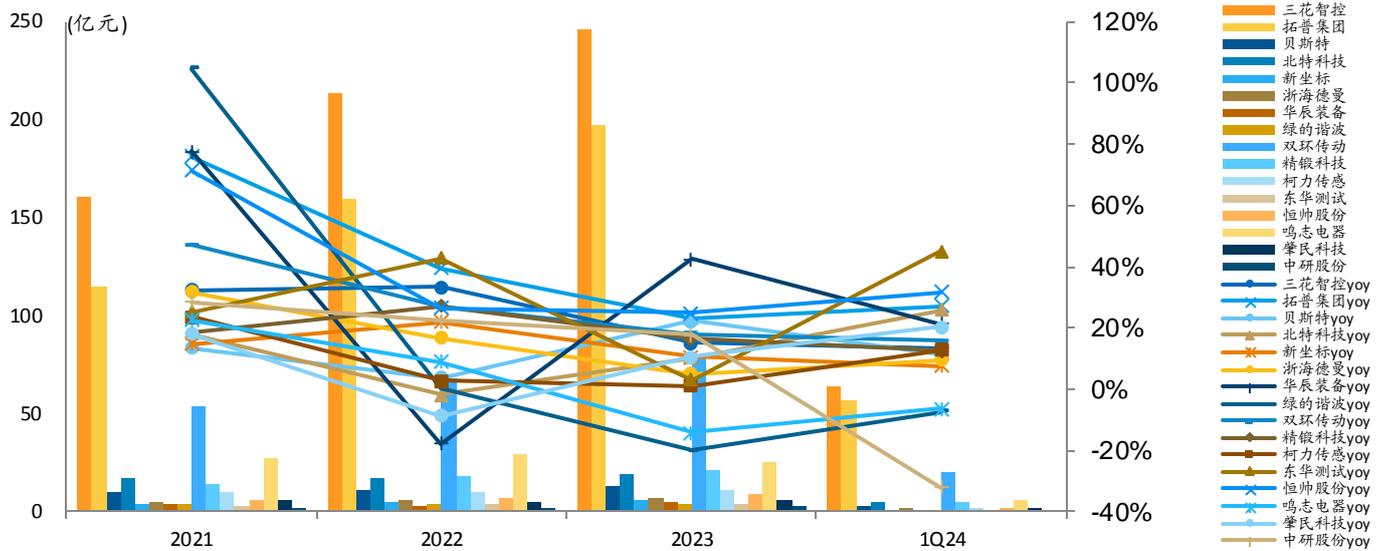
2023 年福耀玻璃净利率提升，24Q1 净利率同比略下滑 1PCT。近三年星宇净利率总体呈下滑趋势。星宇股份 21/22/23/24Q1 净利率分别为 12.0%/11.4%/10.8%/10.1%，同比-4PCT/-1PCT/-1PCT/-1PCT；福耀玻璃 21/22/23/24Q1 净利率分别为 13.3%/16.9%/17.0%/15.7%，同比+0PCT/+4PCT/+0PCT/-1PCT，净利率稳定在 15%以上主要得益于北美市场的产能爬坡和盈利能力改善。

### 4、机器人：静待特链兑现，优选主业稳健的标的

华辰、恒帅和拓普收入增速持续领先。收入增速上，2023 年前五分别为华辰装备>恒帅股份>拓普集团>贝斯特>42%双环传动>18%；24Q1 前五为东华测试>恒帅股份>拓普集团>北特科技>华辰装备>21%，其中华辰装备、恒帅股份、拓普集团两次排名均居前五。华辰快速增长，主要系国内外形势趋于稳定，相关设备的交付、安装、调试和验收等工作趋于正常；电动化、智能化行业趋势带来车用微电机需求增量，恒帅的传统业务（带动清洗系统/清洗泵业务分别同比+25.9%/+11.5%）和新增业务（电机业务录得同比+37.6%）增速均较高。拓普主要系内饰和底盘产品快速放量。



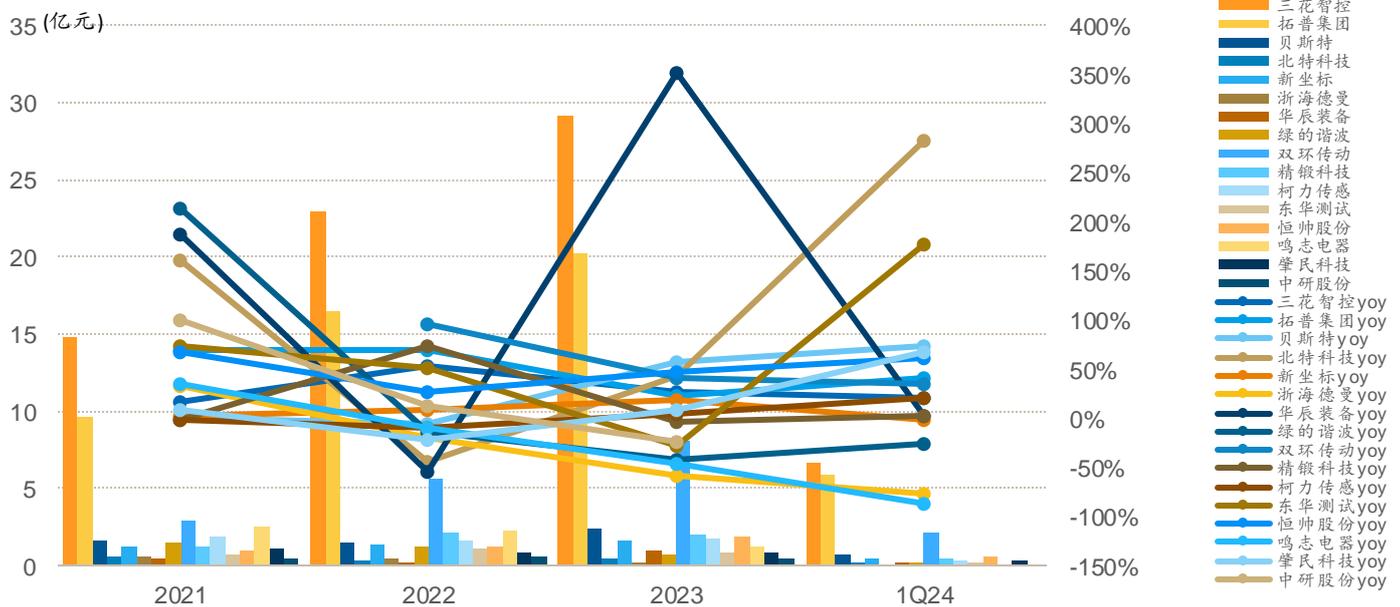
图表40: 机器人标的收入及收入增速



来源: Wind, 国金证券研究所

扣非净利润增速上, 2023 年前五名分别为华辰装备>贝斯特>恒帅股份>北特科技>双环传动>42%; 24Q1 前五名分别为北特科技>东华测试>贝斯特>肇民科技>恒帅股份>61%。华辰装备因主营大型轧辊磨床产品单机价值量较大, 收入确定波动性较大, 且公司体量较小, 因此季节波动性较大。贝斯特主要受益于压铸件新产能释放, 且高毛利率延续, 费用率下降, 政府补助等非经损益大幅减, 使扣非净利润大幅增加。北特科技基数较低, 且轻量化业务快速放量, 因此 2023 年和 24Q1 扣非净利润持续高增。

图表41: 机器人标的扣非净利润及其增速

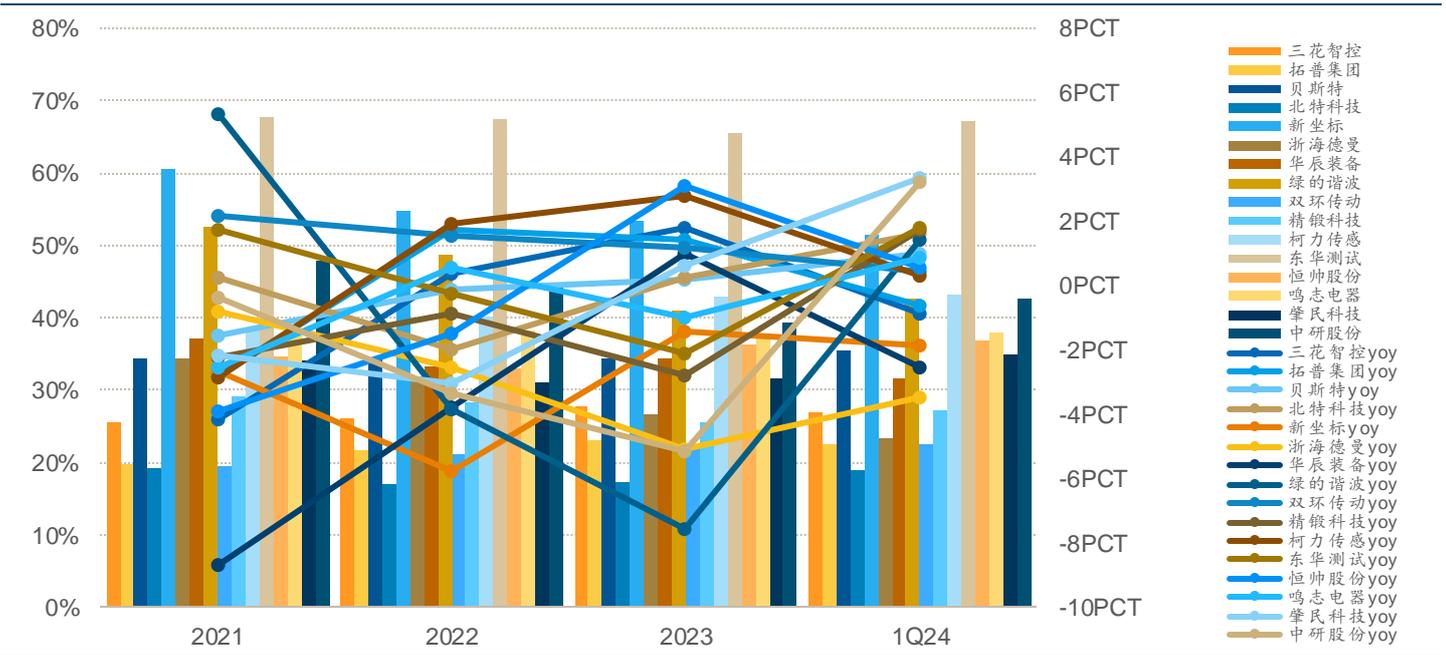


来源: Wind, 国金证券研究所

毛利率上, 2023 年和 24Q1 前五名保持一致, 均为恒帅股份>新坐标>柯力传感>绿的谐波、中研股份>39%。毛利率变动上, 2023 年提升幅度前五为恒帅股份>柯力传感>三花智控>拓普集团>双环传动>1PCT。24Q1 提升幅度前五为肇民科技>中研股份>东华测试>精锻科技>北特科技>2PCT。恒帅股份毛利率增长驱动力是结构(新项目释放+产品结构)+产能利用率提升等; 柯力传感主要受益于制造费用大幅降低; 三花主要受益于规模效应释放、运费下降等。



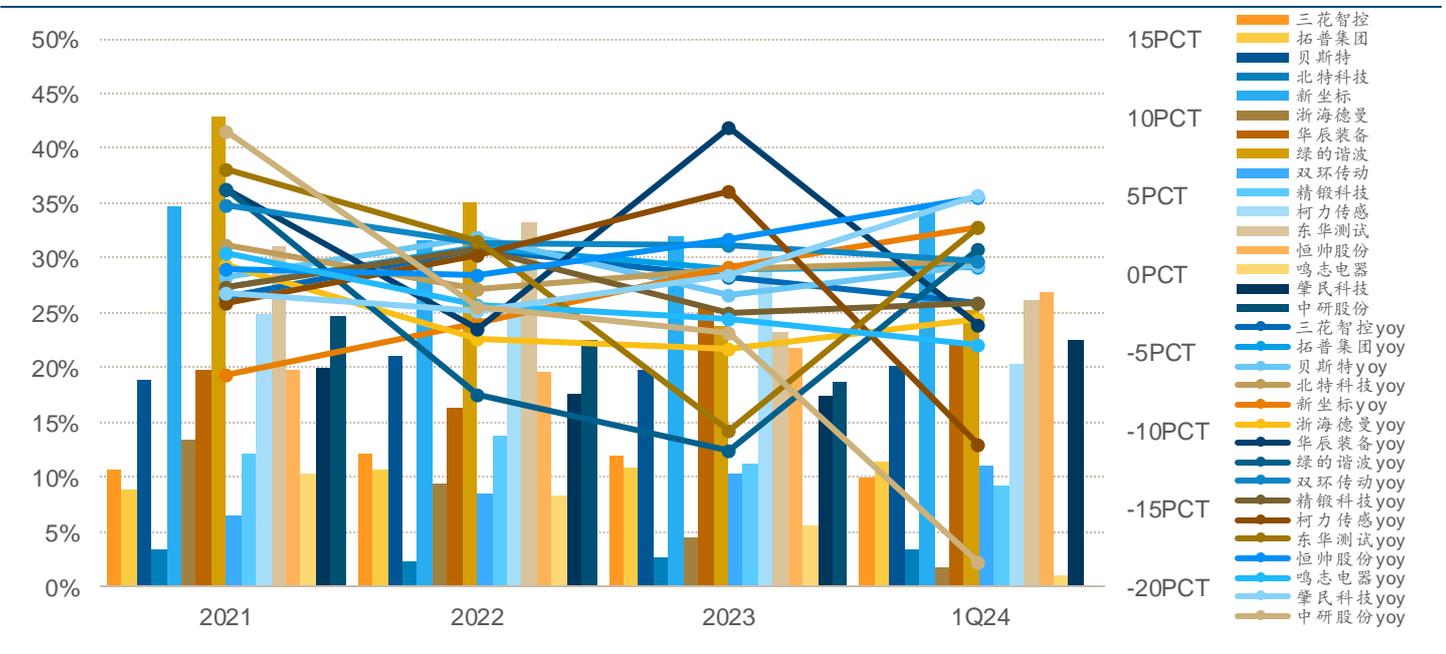
图表42: 机器人标的毛利率及其变动幅度



来源: Wind, 国金证券研究所

新坐标盈利能力和提升速度维持领先地位。净利率上, 2023 年前五名分别为新坐标>柯力传感>华辰装备>绿的谐波>东华测试>23.2%, 24Q1 前五名为新坐标>恒帅股份>东华测试>绿的谐波>肇民科技>22.4%; 2023 年提升幅度前五名为华辰装备>柯力传感>恒帅股份>双环传动>新坐标>0PCT, 24Q1 提升幅度前五名为肇民科技>恒帅股份>东华测试>新坐标>绿的谐波>2PCT。综合净利率水平和提升幅度均处于前五名的为新坐标, 主要受益于捷克工厂产能利用率和经营效率提升。

图表43: 机器人标的净利率及其变动幅度



来源: Wind, 国金证券研究所

5、产能利用率: 多数企业 2023 年、24Q1 产能利用率持续下滑, 盾安、德赛等产能利用率较优

1) 热管理、域控制器、内饰: 盾安和科博达处于产能利用率高位, 经纬恒润处于低位

盾安和科博达固定资产周转率处历史较高水平, 经纬恒润持续下滑。从固定资产周转率来看, 热管理板块的盾安环境不断提升其固定资产周转率, 域控制器板块的经纬恒润则

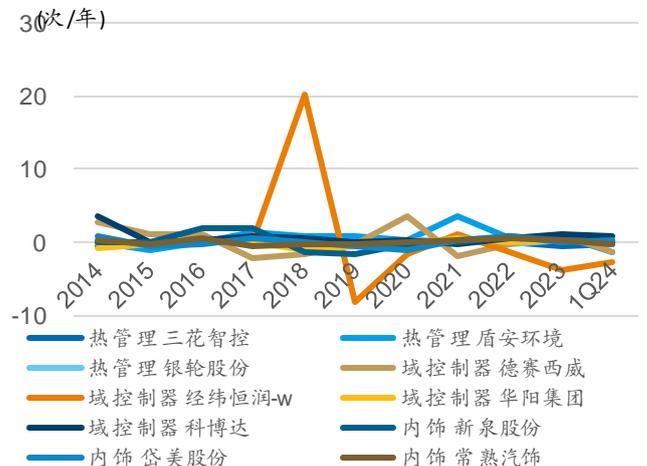
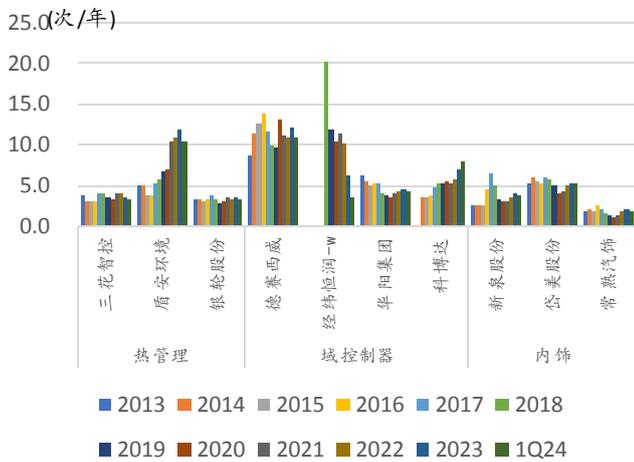


由 2013 的历史高位一路下滑，内饰板块的三家公司的固定资产周转率变动不大，较为稳定。具体来看，热管理板块的三花智控与银轮股份固定资产周转率的历史变动不大，且大致相等，盾安环境的固定资产周转率始终位列第一且呈上升趋势，2021 年增幅明显，首次超过 10 次/年；域控制器板块的德赛西威的固定资产周转率波动不大，维持在 10 次/年左右，当前位列板块第一，华阳集团变动较小，经纬恒润则由 2013 年的 20.2 次/年降低至 24Q1 的 3.5 次/年，排名跌至第四；科博达则一路向上，逆势而行，固定资产周转率由 3.6 次/年上升至 7.9 次/年；内饰板块的三家公司固定资产周转率排序维持不变，新泉股份在 2016 年达到 4.4 次/年，相较前一年增幅较大，2017 年到达峰值 6.4 次/年，后续下滑直至稳定，岱美股份历史水平基本维持不变，于 5 次/年附近浮动，常熟汽饰固定资产周转率常年较低，位于几家公司末尾，增减幅不明显。

从固定资产周转率的变动来看，热管理板块的盾安环境的固定资产周转率在 2021 年增幅较大，域控制器板块的经纬恒润波动幅度明显高于其他公司，内饰板块增减幅度均较小。具体看来，热管理中盾安环境在 2021 年的变动为 3.52 次/年，其余年份变动则相对较小，三花智控和银轮股份近 10 年来的固定资产周转率变动均未超过 1 次/年，始终保持稳定；域控制器板块的德赛西威、华阳集团和科博达的变动相较于经纬恒润-w 均较小，后者在经历了 2018 年的巨大增长 (20.19 次/年) 后，迅速于 2019 年降低 8.23 次/年；内饰板块的三家公司的变动基本在正负 1 次/年以内，相对较小。

图表44：热管理、域控制器、内饰固定资产周转率

图表45：热管理、域控制器、内饰固定资产周转率变动



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

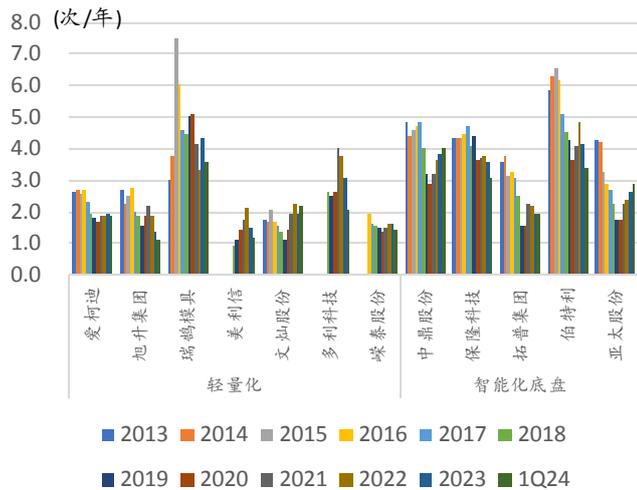
## 2) 轻量化、智能化底盘：产能利用率整体处较低位置，2023 年、24Q1 产能利用率持续下滑

从固定资产周转率来看，轻量化板块的爱柯迪和旭升集团呈现下降趋势，其余公司则不断在均值附近波动，智能化底盘板块行业趋势明显，呈先降后增的趋势。其中，爱柯迪在 2013 年以后，固定资产周转率一路由 2.4 次/年下降至 1.9 次/年，后续稳定在 2 次/年附近，旭升集团呈波动式下降模式，分别在 2016 年 (2.8 次/年) 和 2021 年 (2.2 次/年) 到达峰值，最后降至 24Q1 的 1.2 次/年，位列行业末端，瑞鹤模具与多利科技的固定资产周转率分列第一、第二，均呈现先上升再下降的历史走势，其中瑞鹤模具在 2015 年最高 (7.5 次/年)，多利科技在 2021 年最高 (4.0 次/年)，美利信与文灿股份的固定资产周转率排名靠后，前者先增后减，后者的趋势则相反，峰值与低点分别为 2.1 次/年、1.1 次/年，嵘泰股份基本维持不变。智能化底盘板块的中鼎股份、拓普集团、伯特利和亚太股份总体历史趋势为先下降后上升，低点位于 2019 年和 2020 年的疫情特殊时段，保隆科技则一路下降至 24Q1 的 3.1 次/年。

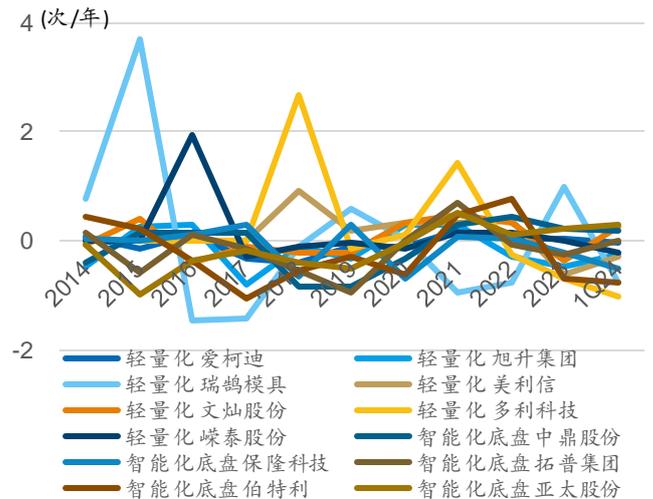
从固定资产周转率变动来看，轻量化板块的瑞鹤模具、多利科技变动较大，智能化底盘板块增减幅度较小。具体来看，轻量化板块的瑞鹤模具在 2015 年变动为 3.70 次/年，而后 2016-2017 则连续两年下降超 1.40 次/年，整体波动较大，多利科技在 2018 年与 2021 年均有正向较大变动，分别为 2.66 次/年、1.42 次/年，24Q1 则反向变动 1.05 次/年，其余公司以及智能化底盘板块的公司的历史变动基本未超过 1 次/年。



图表46: 轻量化、智能化底盘个股固定资产周转率



图表47: 轻量化、智能化底盘固定资产周转率变动



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

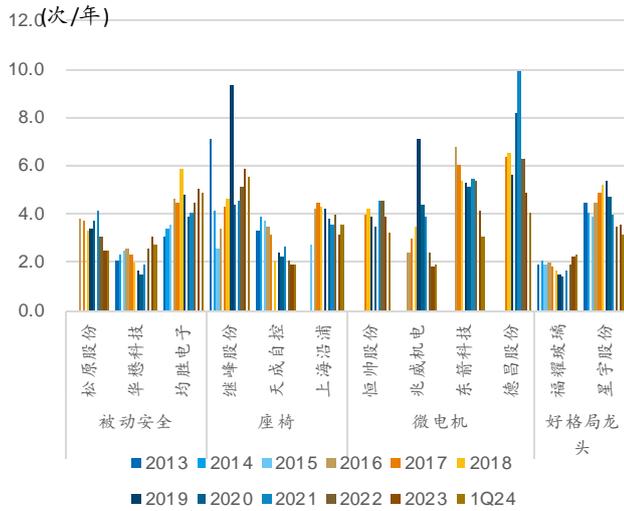
### 3) 被动安全、座椅、微电机、好格局龙头: 2023年、24Q1产能利用率持续下滑

从固定资产周转率来看, 被动安全板块的均胜电子增长势头良好, 座椅板块的继峰股份波动幅度较大, 微电机板块整体在 2019 年后的行业下降趋势明显, 好格局龙头板块福耀玻璃和星宇股份趋势相反。具体来看, 被动安全板块的松原股份由 2016 年的 3.8 次/年下降至 2018 年的 3.3 次/年, 而后又上升至高点即 2021 年的 4.1 次/年, 华懋科技虽有波动但幅度较小, 2023 年固定资产周转率达到新高 3.1 次/年, 均胜电子排名始终靠前, 波动式上升, 其中在 2018 年到达峰值 5.9 次/年; 座椅板块的继峰股份在 2013-2015 年迅速降至 2.6 次/年的历史低点以后, 经历四年后回弹至 2019 年的 9.3 次/年, 后续虽有下降但延续了上升的势头, 天成自控与上海沿浦在经历了较短时间的小幅上升后, 不断下滑直至 24Q1; 微电机板块的恒帅股份的固定资产周转率基本维持在 4 次/年附近, 较为稳定, 兆威机电与德昌股份先增后减, 分别于 2019 年 (7.1 次/年) 和 2021 年 (9.9 次/年) 到达峰值, 东箭科技则由 2016 年的 6.8 次/年一路下降至 24Q1 的 3.1 次/年, 减幅过半; 好格局龙头板块的福耀玻璃为先降后增的趋势, 幅度不明显, 星宇股份则相反, 24Q1 为其历史低点。

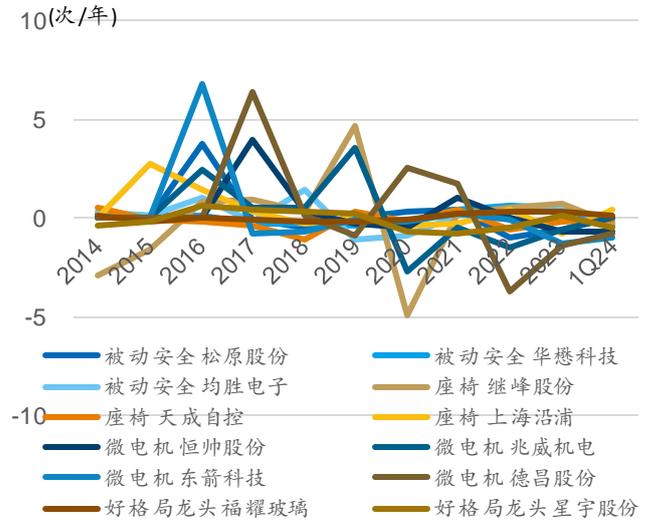
从固定资产周转率的变动来看, 总体四个板块在 2016-2017, 2019-2020 这两个时段的变动较大。其中, 被动安全板块的松原股份在 2016 年的变动幅度较大 (3.80 次/年), 后续则较为稳定; 座椅板块的上海沿浦在 2015 年的变动幅度为 2.78 次/年, 为历史最大变动, 继峰股份在 2019-2020 年经历了超 9 次/年的变动幅度, 降幅明显; 微电机板块的兆威机电、东箭科技、德昌股份、恒帅股份在历史走势中均有较大增幅, 分别在 2019 年、2016 年、2017 年、2017 年, 其中德昌股份近几年变动均为负值; 好格局龙头板块的上声电子在 2017 年变动较大 (5.05 次/年), 其他年份变动较小, 基本维持稳定。



图表48：被动安全、座椅、微电机、好格局龙头固定资产周转率



图表49：被动安全、座椅、微电机、好格局龙头固定资产周转率变动



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

### 三、投资建议

投资建议：向海而生，格局为王。我们持续看好国际化和好格局两大方向。(1) 整车：国际化方向继续推荐比亚迪，智能车推荐华为汽车（首推江淮汽车），长期看好华为、比亚迪、理想、吉利、小米等主机厂。(2) 汽零：好格局方向继续推荐玻璃、车灯、三大国产替代赛道，出海方向建议关注特链反转机会，长期看好新泉股份、岱美股份等。(3) 机器人：静待特链兑现，长期看好三花智控、拓普集团、五洲新春等。

### 四、风险提示

行业竞争加剧：目前新能源新车型频出，电车市场竞争加剧。同时油车促销力度加大，存在行业竞争加剧风险。

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。

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】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究