

2023Q4&2024Q1: 业绩整体向好 自主向上可期

2024年05月12日

► **乘用车: 高端+出口+规模效应支撑盈利。** 营收端, 2023年, 乘用车企营收整体增长, 样本企业收入达 20,640 亿元, 同比+21.1%, 主要系自主品牌高端化车型放量及销量增长; 2024Q1 营收同比分化, 赛力斯、长城表现较好, 主要受益高端化、出口量价增长。利润端, 2023年, 乘用车企业归母净利润增长, 样本企业净利合计 404.4 亿元, 同比+71.6%, 新势力大幅扭亏; 2024Q1 车企净利润分化加剧, 赛力斯、长城受益高端、出口, 比亚迪盈利韧性突显。

► **零部件: 规模效应驱动 盈利能力向上。** 受益于乘用车销量同比提升, 营收端, 2024Q1 零部件板块营收同环比高增, 合计营收 2,161.0 亿元, 同比+11.6%, 环比-14.3%, 其中轻量化、智能化、华为产业链、理想产业链、轮胎等细分领域优质公司营收增速高于行业平均; 利润端, 2024Q1 规模效应增强, 原材料价格整体保持稳定、汇率走势趋于平稳, 尽管面临下游价格战、海运费价格上升等压力, 零部件整体盈利能力改善明显, 2024Q1 零部件板块扣非净利同比+59.4%, 环比+33.8%; 单季度归母净利率 6.4%, 同比+1.3pct, 环比+2.1pct。

► **商用车: 业绩整体改善 出口带动增长。重卡: 周期底部向上 出口+天然气重卡带动销量增长。** 受益行业回暖和出口强势, 2024Q1 重卡批发量合计 27.2 万辆, 同比+12.9%, 环比+20.7%。营收端, 2024Q1 重点公司合计营收 1,048.1 亿元, 同比+6.7%, 环比+5.5%, 稳定增长, 2023 年重点公司合计营收 4,004.5 亿元, 同比+28.2%, 中国重汽、一汽解放受益出口, 潍柴动力受益天然气发动机维持增长; 利润端, 2024Q1 重点企业毛利率为 16.1%, 同比+1.4pct, 环比-1.8pct, 逐渐分化。2024 年天然气重卡渗透率不断提升, 出口维持高基数, 规模效应有望加强。**客车: 规模效应凸显 行业复苏向上。** 出口+国内客车行业强势复苏带动板块营收同比大幅提升, 2024Q1 客车重点公司营收 130.1 亿元, 同比+54.8%。利润端, 出口提升带动盈利, 宇通客车盈利能力显著提升。

► **摩托车: 旺季来临需求回暖 出口高增驱动盈利向上。** 受益出口高景气度, 2024Q1 250c+摩托车总销量 11.5 万辆, 同比+6.3%, 其中出口 5.6 万辆, 同比+41.9%, 其中春风动力等头部自主摩企贡献增量。营收端, 2024Q1 重点摩企合计 107.6 亿元, 同比+11.6%, 环比+0.9%; 2023 年重点摩企营收合计 412.7 亿元, 同比+2.9%。利润端, 受益于海运费下降、汇率等因素, 2024Q1 零部件板块归母净利润同比+36.3%, 盈利改善明显。

► **投资建议: 乘用车: 看好智能化领先、产品周期强的优质自主, 建议关注【长安汽车、比亚迪、理想汽车 H、赛力斯、吉利汽车 H、长城汽车】。**

零部件: 中期成长不断强化, 看好新势力产业链+智能电动增量: 1、新势力产业链: 建议关注 T 链-【拓普集团、新泉股份、爱柯迪、旭升集团、双环传动、岱美股份、银轮股份】; 华为产业链-【沪光股份、瑞鹄模具、文灿股份、光峰科技、星宇股份、上声电子、上海沿浦】; 小米产业链-【无锡振华、经纬恒润、继峰股份】。2、智能化核心主线: 建议关注智能驾驶-【伯特利、德赛西威、经纬恒润-W、科博达】+智能座舱-【上声电子、光峰科技、继峰股份】。

轮胎: 建议关注龙头【赛轮轮胎】及高成长【森麒麟】、【玲珑轮胎】。

重卡: 天然气重卡上量+需求向上, 建议关注【潍柴动力、中国重汽】。

摩托车: 建议关注中大排量龙头车企【春风动力】、【钱江摩托】。

► **风险提示: 汽车行业竞争加剧; 需求不及预期; 智能驾驶推进进度不及预期。**

推荐

维持评级



分析师 崔琰

执业证书: S0100523110002

邮箱: cuiyan@mszq.com

相关研究

1. 汽车和汽车零部件行业周报 20240505: 智驾奇点已至 特斯拉中国版 FSD 即将推出-2024/05/05
2. 汽车行业系列深度二: 风又起时——政策能否再次刺激汽车消费? -2024/05/04
3. 新势力系列点评六: 新势力销量稳健 智能驾驶加速落地-2024/05/02
4. 汽车和汽车零部件行业周报 20240428: 报废补贴政策发布 车展见证自主崛起-2024/04/28
5. 汽车行业系列深度一: 北京车展前瞻: 新时代新汽车 自主全面崛起-2024/04/25

目录

1 行业概况：2024Q1 板块持仓提升 整车表现优秀	3
1.1 样本选择	3
1.2 业绩总结：零部件利润高增 整车营收规模向上	3
1.3 基金持仓：2023Q1 板块持仓提升	5
2 乘用车：分化加剧 出口+高端支撑盈利	11
2.1 销量总结：出口+新能源驱动增长	11
2.2 业绩总结：分化加剧 出口+高端支撑盈利	15
3 零部件：规模效应驱动 盈利能力向上	25
3.1 营收同比增长 轻量化、智能化赛道表现亮眼	25
3.2 毛利率同比提升 规模效应增强释放盈利弹性	27
3.3 期间费用同环比改善明显	29
3.4 规模效应增强 零部件盈利改善明显	31
4 商用车：业绩整体改善 出口带动增长	35
4.1 重卡：业绩整体改善 出口+天然气带动增长	35
4.2 客车：规模效应凸显 行业复苏向上	41
5 摩托车：出口持续高增 驱动盈利向上	45
5.1 销量总结：出口延续高增 旺季来临驱动需求向上	45
5.2 营收总结：重点车企普遍增长 涛涛车业增幅居前	46
5.3 业绩总结：多重改善共振 驱动板块盈利向上	47
6 投资建议	50
7 风险提示	53
插图目录	54
表格目录	55

1 行业概况: 2024Q1 板块持仓提升 整车表现优秀

1.1 样本选择

我们以申万汽车行业分类（2021）的成分股加港股新势力整车、几家未分类在申万汽车行业但为重要汽车零部件企业的 A 股作为本篇报告分析的样本，共计 280 家上市公司，其中乘用车 10 家，商用车 11 家，汽车零部件 232 家，摩托车及其他 17 家，汽车服务 11 家。截至 2023 年 5 月 9 日收盘，287 家样本企业合计市值 40,060 亿元。

表1: 2024Q1 总结所选择的样本

子行业划分	样本数量	当前总市值 (亿元)	样本公司名称
乘用车	10	17,090	上汽集团、赛力斯、广汽集团、长城汽车、长安汽车、比亚迪、蔚来-SW、小鹏汽车-W、理想汽车-W、零跑汽车
商用车	11	2,416	东风汽车、宇通客车、福田汽车、江淮汽车、金龙汽车、江铃汽车、一汽解放、安凯客车、中国重汽、中通客车、中集车辆
汽车零部件	232	18,258	潍柴动力、福耀玻璃、拓普集团、赛轮轮胎、华域汽车、星宇股份、万丰奥威、玲珑轮胎、科博达、森麒麟、伯特利、均胜电子、新泉股份、双环传动、爱柯迪、中鼎股份、万向钱潮、旭升集团、文灿股份、德赛西威等 235 家
摩托车及其他	17	1,613	华洋赛车、林海股份、上海凤凰、中路股份、力帆科技、春风动力、爱玛科技、隆鑫通用、永安行、新日股份、九号公司、钱江摩托、信隆健康、征和工业、久祺股份、绿通科技、涛涛车业
汽车服务	11	682	德众汽车、广汇汽车、国机汽车、北巴传媒、申华控股、上海物贸、中国汽研、浩物股份、阿尔特、中汽股份

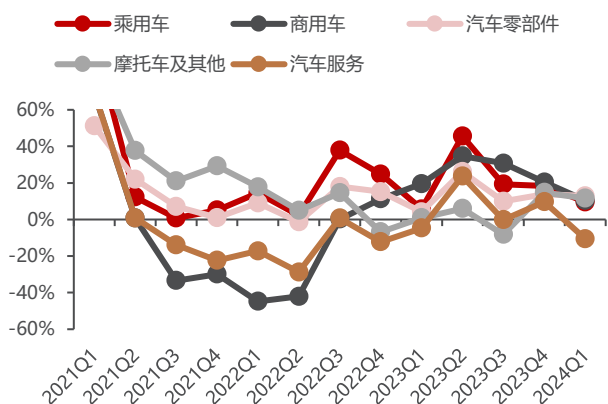
资料来源: iFind, 民生证券研究院

备注: 市值截至日期为 2024 年 5 月 9 日

1.2 业绩总结: 零部件利润高增 整车营收规模向上

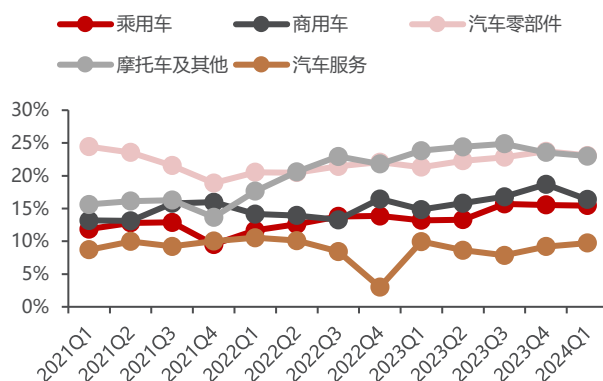
业绩兑现程度高，零部件优于整车: 2024Q1 乘用车整车、汽车零部件、商用车、摩托车及其他、汽车服务营收同比增速分别+9.6%、+10.5%、+12.9%、+11.6%、-10.6%；归母净利润同比增速分别为-12.4%、+42.3%、+42.7%、+36.3%、-60.9%。受益新能源渗透率提升及单车 ASP 向上，自主车企营收高增；零部件规模效应叠加原材料价格趋稳，零部件板块利润端表现显著好于收入端，且高于乘用车板块。摩托车受中大排行业高速增长带动，保持高速增长。

图1：汽车行业细分板块营收同比增速（%）



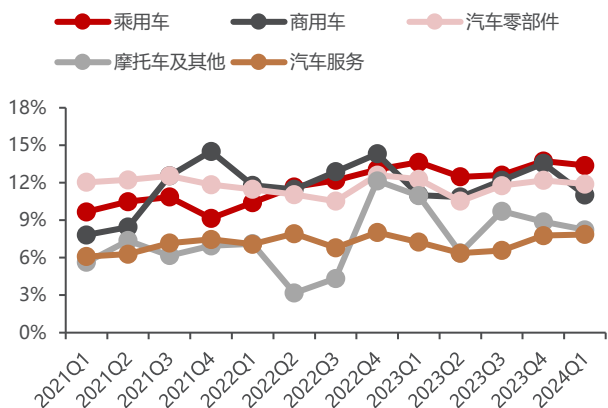
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：汽车行业细分板块毛利率（%）



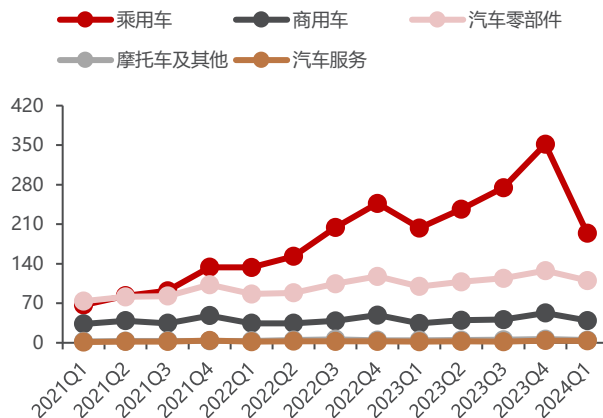
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：汽车行业细分板块期间费用率（%）



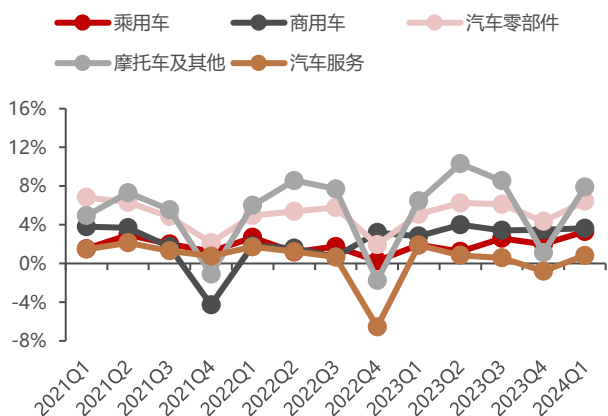
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：汽车行业细分板块研发费用总额（亿元）



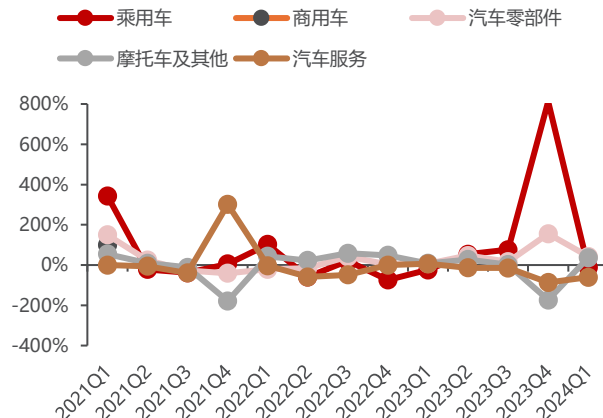
资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：汽车行业细分板块归母净利润率（%）



资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：汽车行业细分板块归母净利润率增速（%）

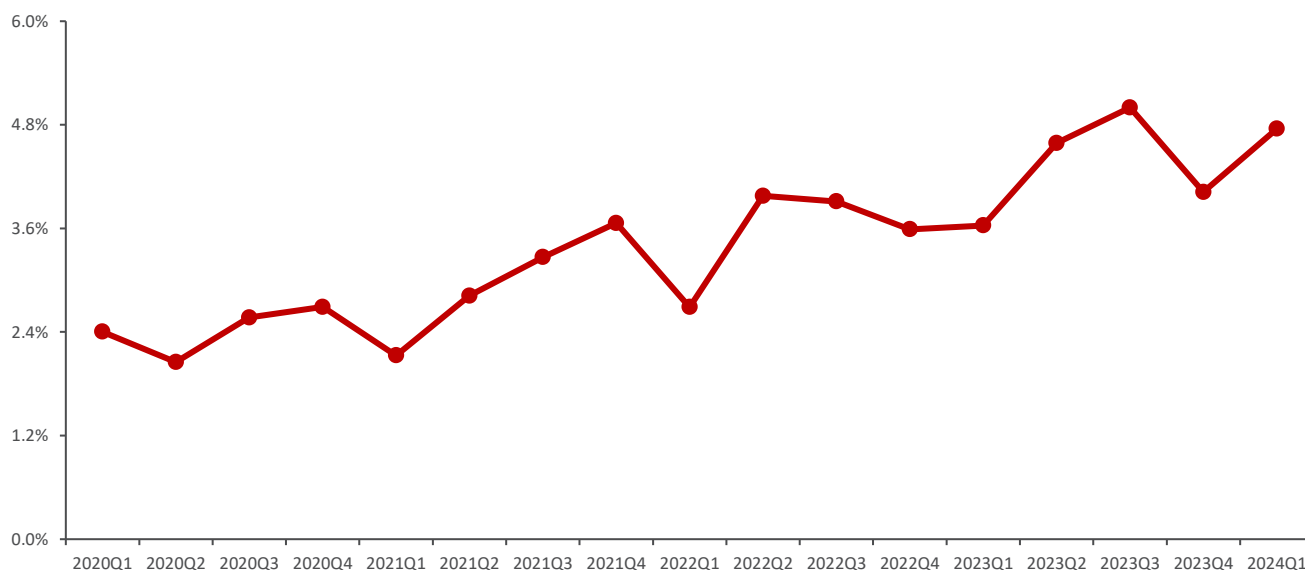


资料来源：iFind，民生证券研究院

1.3 基金持仓：2023Q1 板块持仓提升

2024Q1 基金汽车行业重仓持股占比为4.75%，同比与环比上升。2024Q1 基金汽车行业重仓持股占比为4.75%，同比+1.12pct，环比+0.73pct，2024Q1 板块新车周期向上，需求上行，叠加智能化催化，持仓稳步恢复。

图7：汽车行业重仓持股市值占比（%）（申万一级）

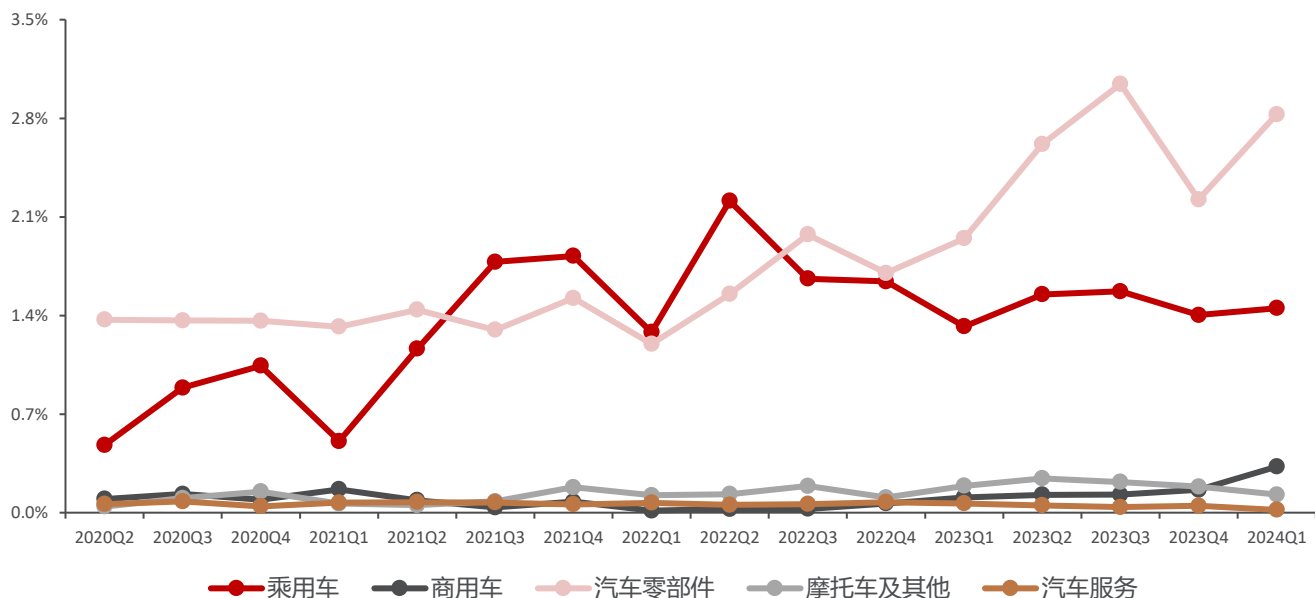


资料来源：iFind，民生证券研究院

注：德赛西威、三花智控在申万一级分类中不属于汽车行业，但为重要零部件标的，故纳入统计

汽车零部件、乘用车和商用车等板块持仓占比提升。重仓持股市值占比看，2024Q1零部件占比2.83%，同比+0.88pct，环比+0.60pct，持仓占比环比大增；乘用车占比1.45%，同比+0.13pct，环比+0.05pct，持仓占比小幅上升；商用车占比0.33%，同比+0.22pct，环比+0.16pct；摩托车及其他占比0.13%，同比-0.06pct，环比-0.06pct；汽车服务占比0.02%，同比-0.05%，环比-0.03pct。

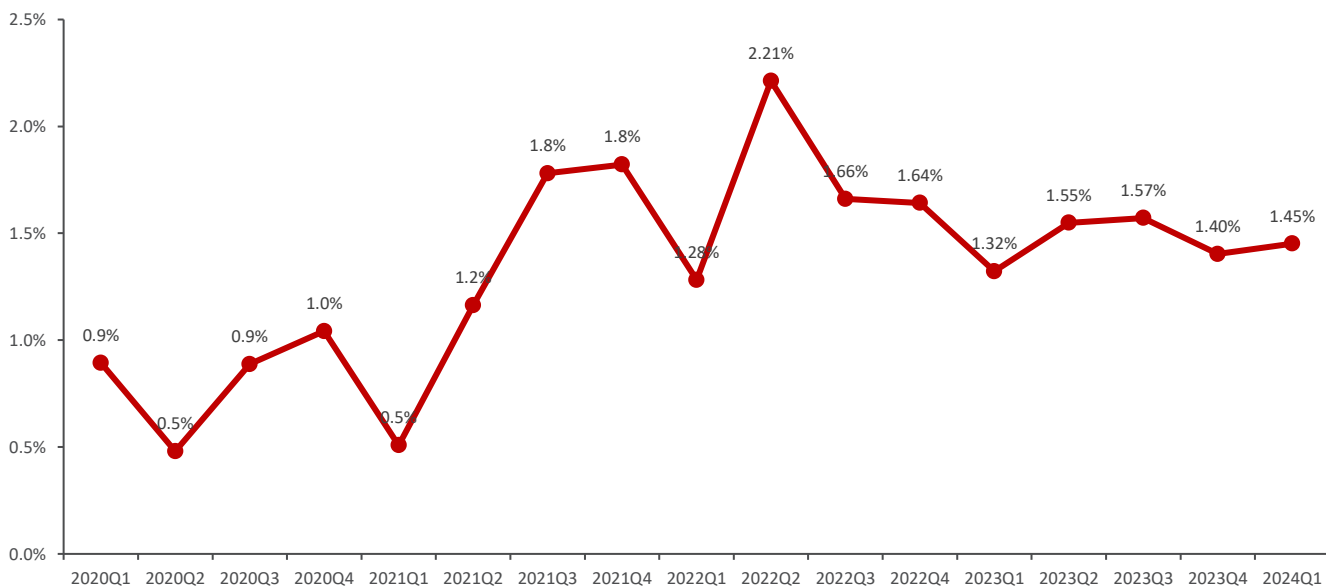
图8：汽车行业重仓持股市值占比 (%)



资料来源：iFind，民生证券研究院

乘用车 2024Q1重仓持股占比1.45%，环比+0.05pct。2024Q1乘用车行业（申万二级行业，含港股）重仓持股占比为1.45%，同比+0.13pct，环比上升0.05pct。个股持仓方面，北汽蓝谷持仓市值环比提升451.5%，提升明显。

图9：乘用车重仓持股市值占比 (%)



资料来源：iFind，民生证券研究院

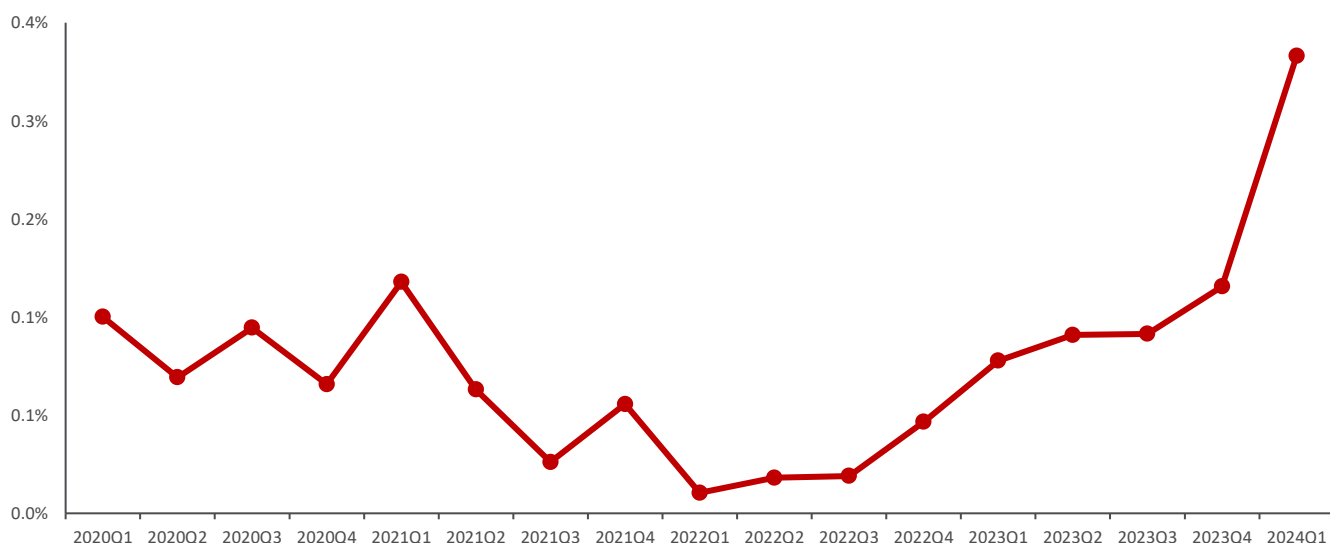
表2: 2024Q1 乘用车重仓股情况

代码	名称	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	季度持仓变动比例(%)	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)	季度持仓总市值变动比例(%)	持股市值占基金净值比(%)
002594.SZ	比亚迪	6,116.8	75.6	1.3%	2.7%	124.2	3.6%	5.2%
000625.SZ	长安汽车	40,165.1	-4,101.8	-9.3%	4.1%	67.5	-9.4%	3.5%
601127.SH	赛力斯	5,217.7	-805.3	-13.4%	3.5%	45.4	-1.1%	8.2%
2015.HK	理想汽车-W	2,649.9	412.1	18.4%	1.2%	29.1	-2.5%	5.3%
601633.SH	长城汽车	9,211.7	-1,074.1	-10.4%	1.1%	21.0	-21.1%	4.6%
2333.HK	长城汽车	24,817.5	-6,361.4	-20.4%	2.9%	19.6	-31.8%	4.9%
1211.HK	比亚迪股份	567.8	-173.8	-23.4%	0.3%	10.4	-28.0%	4.7%
600104.SH	上汽集团	6,765.9	-142.6	-2.1%	0.6%	10.2	9.1%	7.1%
600733.SH	北汽蓝谷	5,896.6	4,581.6	348.4%	1.3%	4.4	451.5%	4.7%
601238.SH	广汽集团	954.8	-245.2	-20.4%	0.1%	0.8	-20.0%	3.5%
2238.HK	广汽集团	814.0	201.6	32.9%	0.1%	0.2	17.6%	3.7%

资料来源: iFind, 民生证券研究院

商用车 2024Q1重仓持股占比0.33%，环比+0.16pct，中国重汽、东风集团股份持仓环比增长较大。2024Q1商用车行业（申万二级行业，含港股）重仓持股占比为0.33%，同比+0.22pct，环比+0.16pct。个股方面，中国重汽、东风集团股份持仓市值环比分别增长186.4%、157.7%，持仓环比提升明显。

图10: 商用车重仓持股市值占比 (%)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

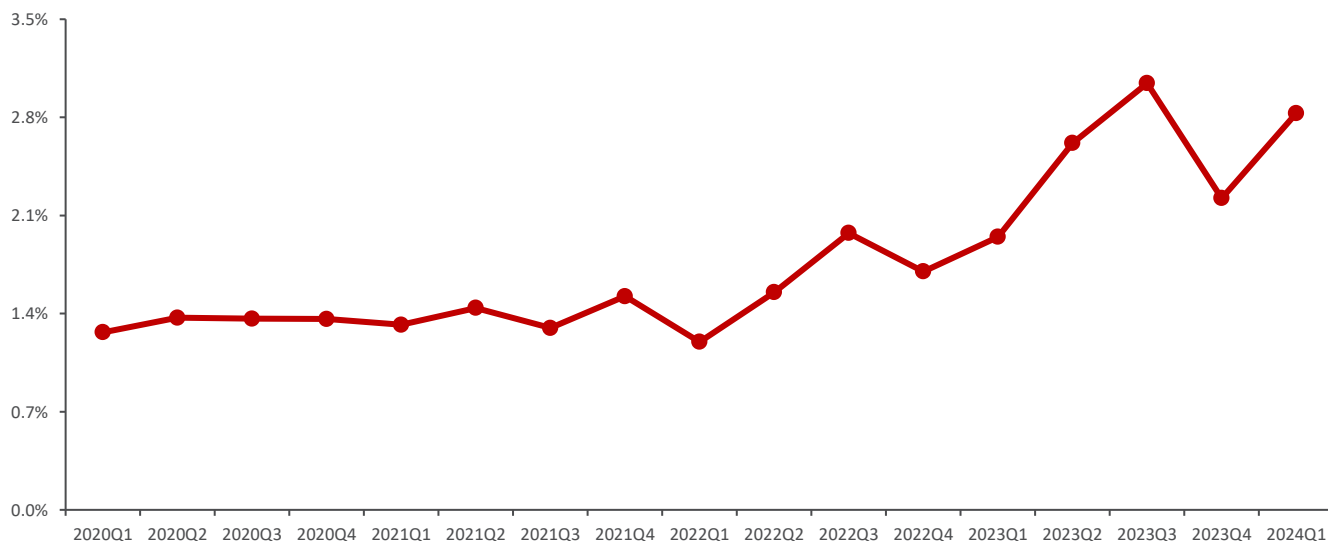
表3: 2024Q1 商用车重仓股情况

代码	名称	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	季度持仓变动比例(%)	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)	季度持仓总市值变动比例(%)	持股市值占基金净值比(%)
600066.SH	宇通客车	13,784.9	5,032.3	57.5%	6.2%	27.4	136.2%	3.1%
600418.SH	江淮汽车	13,885.9	-142.0	-1.0%	6.4%	22.9	1.1%	4.9%
000951.SZ	中国重汽	7,406.2	4,328.2	140.6%	6.3%	11.8	186.4%	3.4%
3808.HK	中国重汽	1,102.2	-715.1	-39.3%	0.4%	1.9	-23.9%	5.0%
600166.SH	福田汽车	5,683.5	-5,259.1	-48.1%	0.9%	1.6	-48.1%	3.2%
301039.SZ	中集车辆	489.1	311.8	175.9%	0.5%	0.5	152.1%	3.2%
0489.HK	东风集团股份	1,721.6	1,159.8	206.4%	0.6%	0.5	157.7%	2.5%

资料来源: iFind, 民生证券研究院

汽车零部件 2024Q1重仓持股占比2.83%，环比+0.60pct，福耀玻璃持仓环比增长较大。2024Q1零部件行业（申万二级行业，含港股）重仓持股占比为2.83%，同比+0.88%pct，环比+0.60pct。个股方面，2024Q1持仓环比提升较多的为福耀玻璃，持仓市值环比+41.4%。

图11: 零部件重仓持股市值占比 (%)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

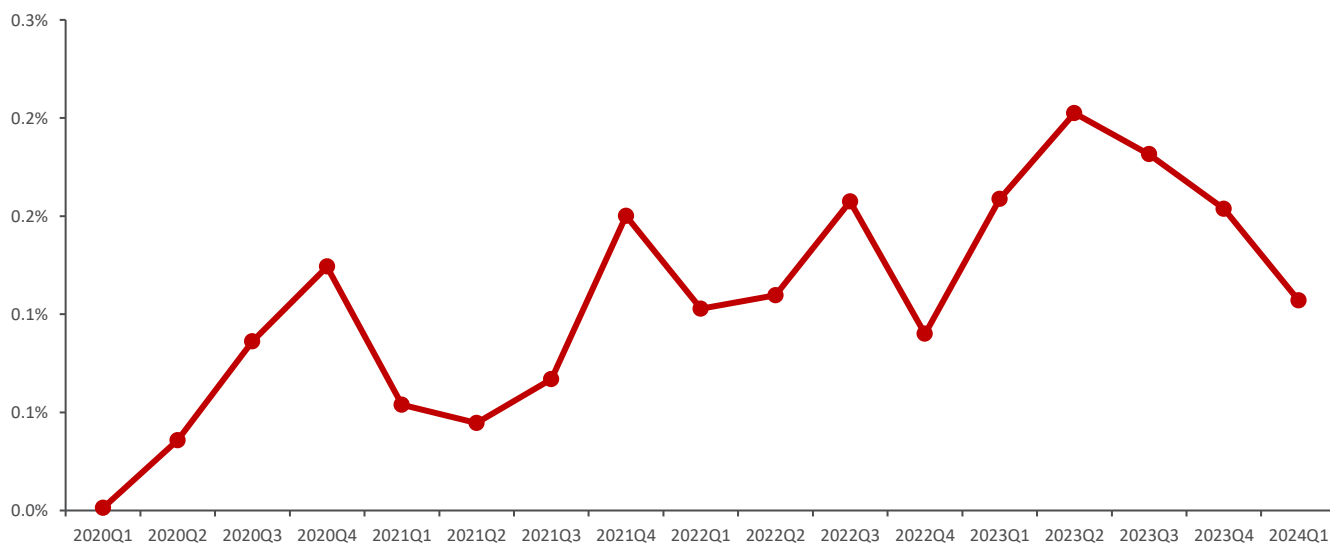
表4: 2024Q1 零部件重仓股情况

代码	名称	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	季度持仓变动比例(%)	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)	季度持仓总市值变动比例(%)	持股市值占基金净值比(%)
601058.SH	赛轮轮胎	73112.5	-3091.7	-4.1%	22.2%	107.3	19.9%	2.6%
600660.SH	福耀玻璃	12306.8	2338.9	23.5%	4.7%	53.2	41.4%	2.3%
002920.SZ	德赛西威	3962.7	-93.0	-2.3%	7.2%	49.3	-6.1%	3.5%
601689.SH	拓普集团	7691.3	-915.3	-10.6%	7.0%	48.5	-23.4%	4.1%
601799.SH	星宇股份	2750.6	-74.2	-2.6%	9.6%	38.5	4.0%	2.9%
603179.SH	新泉股份	7274.8	-1423.5	-16.4%	14.9%	31.2	-29.2%	5.2%
601966.SH	玲珑轮胎	8189.1	1035.1	14.5%	5.6%	16.9	23.1%	2.4%
002472.SZ	双环传动	6756.1	-2459.3	-26.7%	8.9%	15.6	-34.9%	1.7%
002984.SZ	森麒麟	4984.9	-73.5	-1.5%	9.9%	15.6	7.7%	3.2%
600741.SH	华域汽车	8768.1	-1870.1	-17.6%	2.8%	14.7	-15.4%	2.4%
603197.SH	保隆科技	1755.5	-1117.6	-38.9%	8.3%	8.0	-50.6%	2.9%
600933.SH	爱柯迪	4151.8	-2088.4	-33.5%	4.6%	8.0	-41.6%	2.1%
603305.SH	旭升集团	4595.9	140.3	3.1%	4.9%	6.4	-26.8%	5.2%

资料来源: iFind, 民生证券研究院

摩托车及其他 2024Q1重仓持股占比0.13%，环比-0.06pct。2024Q1摩托车及其他行业（申万二级行业，含港股）重仓持股占比为0.13%，同比-0.06pct，环比-0.06pct。个股方面，2024Q1持仓占比环比提升较多的为春风动力，持仓市值环比+55.6%。

图12: 摩托车及其他重仓持股市值占比 (%)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

表5: 2024Q1 摩托车重仓股情况

代码	名称	持股总量(万股)	季度持仓变动(万股)	季度持仓变动比例(%)	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)	季度持仓总市值变动比例(%)	持股市值占基金净值比(%)
603129.SH	春风动力	2,095.7	477.1	29.5%	13.9%	25.1	55.6%	3.2%
1585.HK	雅迪控股	3,314.6	-130.6	-3.8%	1.1%	3.8	-11.5%	3.1%
301345.SZ	涛涛车业	125.7	-16.1	-11.4%	4.3%	0.8	-10.7%	2.3%
000913.SZ	钱江摩托	26.6	26.6	—	0.1%	0.0	—	3.8%

资料来源: iFind, 民生证券研究院

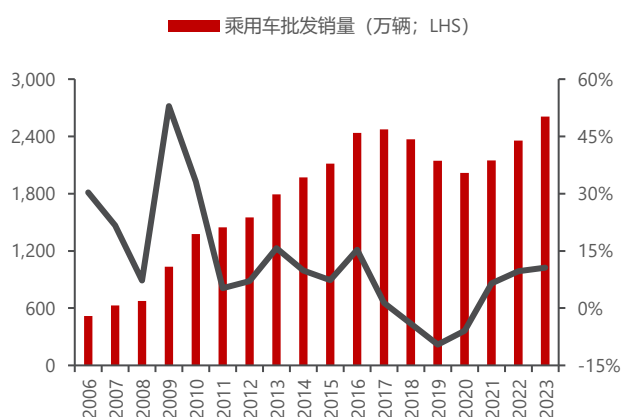
2 乘用车：分化加剧 出口+高端支撑盈利

2.1 销量总结：出口+新能源驱动增长

出口、新能源为主要增量，以旧换新政策有望驱动需求。2023年，受益出口、新能源增长，全年乘用车批发销量 2,593.4 万辆，同比+10.1%。2024Q1，受益去年低基数及出口强劲增长，乘用车批发销量合计 568.4 万辆，同比+10.7%，环比-27.9%；乘用车上险销量 463.2 万辆，同比+14.5%，环比-25.9%。进入4月，汽车消费刺激政策将落地导致消费者观望情绪较重，影响短期需求，4月下旬起需求已逐步好转。伴随优质供给加速推出、报废置换政策落地，预计 2024Q2 需求有望环比改善。

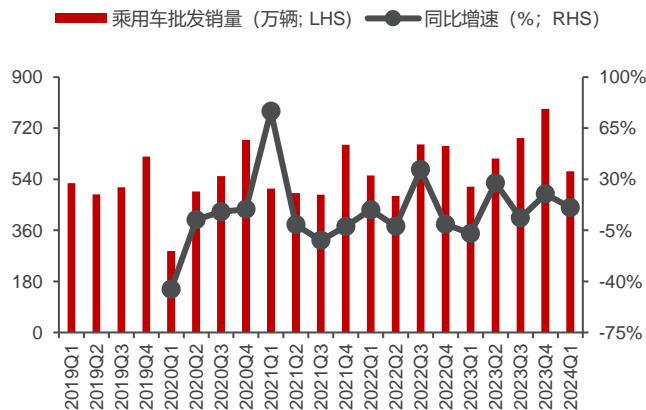
新能源渗透率站稳 30%，2024 年新能源渗透率有望加速突破。新能源产品力撬动需求，加速对燃油车的替代，2023 年新能源乘用车批发销量 898.1 万辆，同比+37.4%；新能源乘用车批发渗透率 34.6%，同比+6.8pct。2024Q1 新能源乘用车批发销量 198.0 万辆，同比+31.2%，增势强劲；新能源乘用车批发渗透率 34.8%，同比+5.4pct。伴随供给丰富度提升，2024 年新能源渗透率有望加速突破。

图13：乘用车年度批发销量及增速（万辆；%）



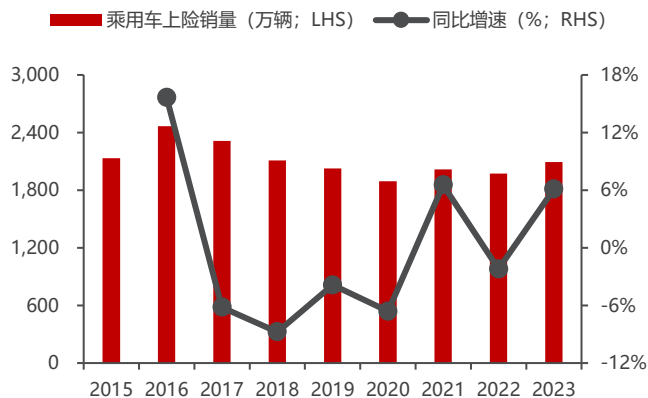
资料来源：中汽协，民生证券研究院

图14：乘用车季度批发销量及增速（万辆；%）



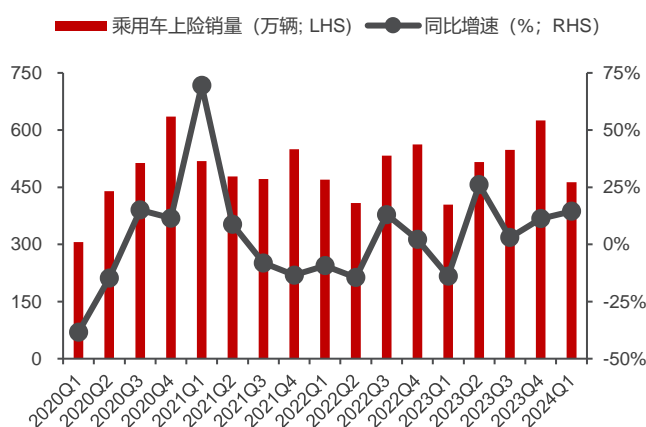
资料来源：中汽协，民生证券研究院

图15: 乘用车年度上险销量及增速 (万辆; %)



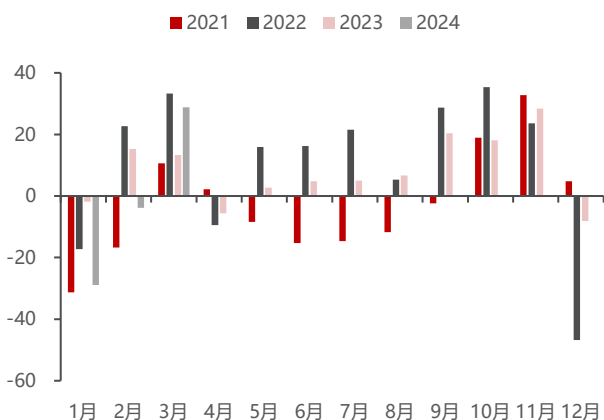
资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

图16: 乘用车季度上险销量及增速 (万辆; %)



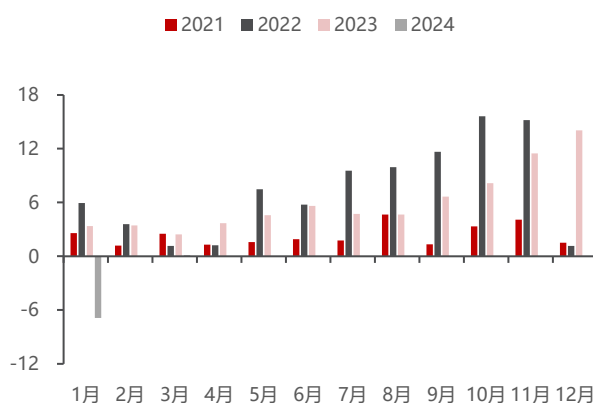
资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

图17: 渠道库存变化 (万辆)



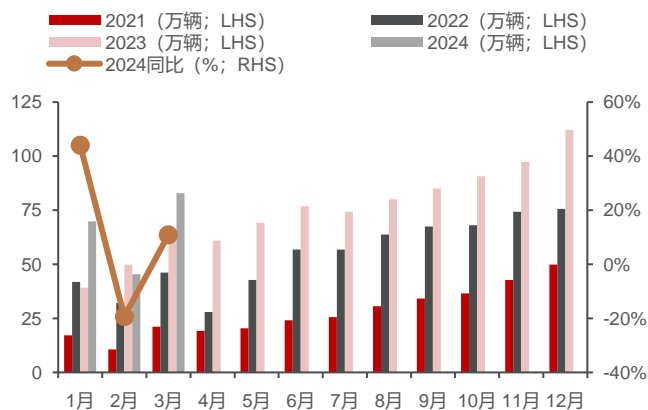
资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

图18: 新能源渠道库存变化 (万辆)



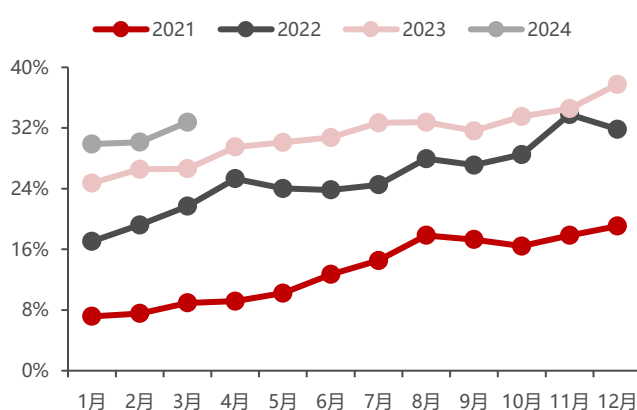
资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

图19: 新能源乘用车批发销量及增速 (辆, %)



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

图20: 新能源乘用车渗透率 (%)

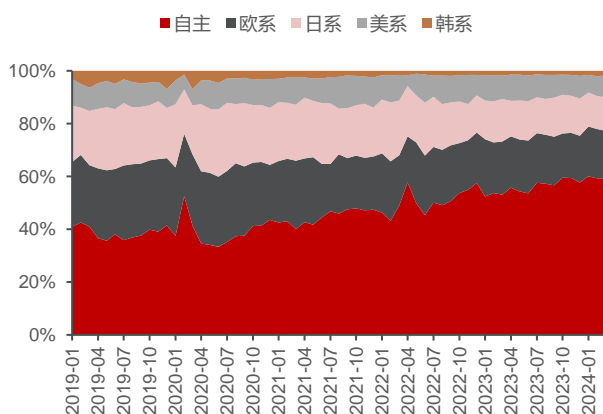


资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

尾部合资加速出清，自主替代优势凸显。2023 年自主品牌在各个价格带布局新能源产品进一步完善，持续抢夺燃油汽车份额，自主品牌乘用车销量同比+23.9%，市场份额为 56.2%，同比+5.7pct。美系、日系合资销量承压，市场份额逐渐下降，2023 年日系市场份额为 14.5%，同比-3.4 pct，欧系市场份额为 18.8%，同比-1.8pct，美系市场份额为 8.9%，同比-0.4pct。当前，合资折扣率处于历史高位，再降价的空间比 2023 年减少，政策支持+新能源产品力驱动下，预计将利好自主新能源渗透率提升。

自主品牌加速高端化，20 万元以上市场取得显著突破。电动智能化背景下，自主品牌打破原先中低端价格带的束缚，迈入高端市场的“新蓝海”。2019 年-2023 年，伴随新能源供给驱动需求，自主乘用车 5-10 万元车型销量占比从 48.1%下降至 17.2%；25 万元以上车型占比从 1.3%提升至 13.2%。2024Q1，由于华为系、理想销量表现相对坚挺，自主品牌在 25-30 万元、30-35 万元车型市场份额比 2023 年度提升 2.0pct。新能源市场中，自主品牌 20 万元以上价格占比从 2019 年的 7.8%提升至 2024Q1 的 24.3%，产品力驱动品牌向上和高端化。

图21：乘用车分车系销量占比 (%)



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图22：自主乘用车分价格带销量占比 (%)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
(0-5]	1%	3%	6%	6%	3%	2%
(5-10]	48%	41%	33%	23%	19%	18%
(10-15]	40%	41%	38%	34%	35%	38%
(15-20]	7%	8%	11%	20%	22%	18%
(20-25]	3%	4%	7%	9%	8%	8%
(25-30]	1%	1%	1%	2%	4%	4%
(30-35]	0%	1%	2%	2%	4%	6%
(35-40]	0%	0%	0%	1%	2%	3%
(40-50]	0%	1%	1%	2%	3%	2%
(50-100]	0%	0%	0%	0%	0%	1%
(100+]	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：交强险，民生证券研究院

注：(0-5]表示 0-5 万元车型市场，以此类推

表6：乘用车分车企批发销量市占率 (%)

	2019		2020		2021		2022		2023		2024Q1	
一汽大众	9.5%	一汽大众	10.3%	一汽大众	8.4%	比亚迪	7.9%	比亚迪	11.6%	比亚迪	10.3%	
上汽大众	9.3%	上汽大众	7.5%	上汽通用	6.2%	一汽大众	7.6%	一汽大众	7.1%	奇瑞汽车	9.0%	
上汽通用	7.5%	上汽通用	7.3%	吉利汽车	6.2%	吉利汽车	6.1%	奇瑞汽车	6.9%	吉利汽车	7.8%	
吉利汽车	6.3%	吉利汽车	6.5%	上汽通用 五菱	5.9%	长安汽车	6.0%	吉利汽车	6.4%	长安汽车	7.4%	
东风汽车	6.0%	东风汽车	5.9%	上汽大众	5.8%	上汽大众	5.6%	长安汽车	6.0%	一汽大众	7.1%	
上汽通用 五菱	5.8%	上汽通用 五菱	5.4%	长安汽车	5.7%	上汽通用 五菱	5.5%	上汽大众	4.7%	上汽大众	4.4%	
长城汽车	4.3%	长安汽车	4.9%	东风汽车	5.0%	上汽通用	5.0%	上汽通用	4.0%	长城汽车	4.1%	
长安汽车	3.8%	长城汽车	4.4%	长城汽车	4.9%	奇瑞汽车	4.9%	长城汽车	3.9%	特斯拉	3.9%	

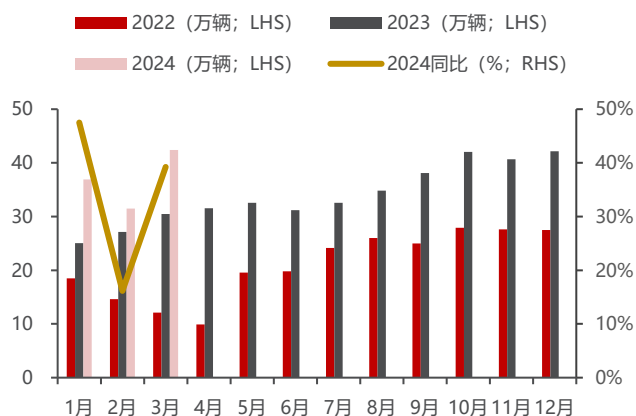
东风本田	3.7%	东风本田	4.2%	奇瑞汽车	4.0%	广汽丰田	4.3%	上汽乘用车	3.8%	东风日产	3.0%
广汽本田	3.6%	广汽本田	4.0%	一汽丰田	3.9%	东风汽车	3.9%	上汽通用五菱	3.7%	华晨宝马	3.0%
一汽丰田	3.4%	一汽丰田	3.9%	广汽丰田	3.9%	长城汽车	3.7%	广汽丰田	3.6%	上汽集团	2.9%
北京现代	3.3%	广汽丰田	3.8%	上汽乘用车	3.7%	一汽丰田	3.5%	特斯拉	3.6%	广汽丰田	2.8%
广汽丰田	3.2%	上汽乘用车	3.3%	广汽本田	3.6%	上汽乘用车	3.5%	一汽丰田	3.1%	上汽通用五菱	2.7%
上汽乘用车	3.1%	奇瑞汽车	3.1%	东风本田	3.5%	广汽本田	3.1%	华晨宝马	2.9%	北京奔驰	2.4%
奇瑞汽车	2.8%	北京奔驰	3.0%	比亚迪	3.4%	特斯拉	3.0%	东风日产	2.8%	东风本田	2.4%

资料来源：中汽协，民生证券研究院

2024Q1 乘用车出口增势强劲，新能源实现快速突破。2023 年自主乘用车在应对公共卫生事件和全球地缘冲突变化中展现出适应性和韧性，乘用车出口数量已达 414.0 万辆，同比+63.9%。2024Q1，乘用车出口延续去年末强势增长特征。随着红海危机对出口影响下降，3 月乘用车出口 42.4 万辆，同比+39.2%，环比+34.6%，创历史最高月度出口量。2024Q1 累计出口 110.8 万辆，同比+34.2%。结构端，2024Q1 新能源乘用车出口 28.7 万辆，同比+48.3%，占出口总销量的 25.9%，已占据重要份额。

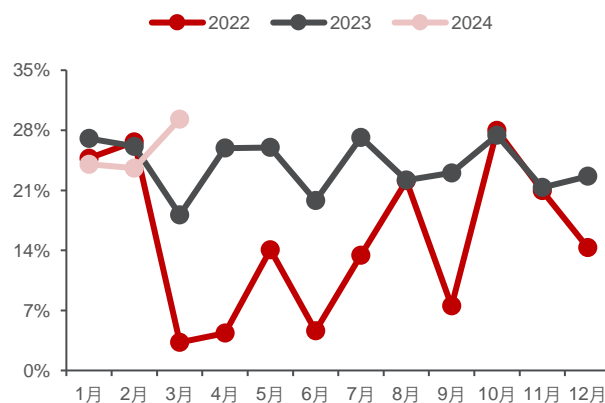
分品牌看，2024Q1 比亚迪、长安、长城出口销量高增，大幅跑赢行业。根据车企公告数据，2024Q1 比亚迪、长安汽车、长城汽车、吉利汽车、奇瑞汽车增量明显，分别出口 9.8、10.9、9.3、8.7、23.3 万辆，同比+152.8%、+80.1%、+78.5%、+65.0%、+35.6%，优质自主出口增速跑赢行业。由于国内整体价格竞争激烈，而海外竞争格局相对较好，随着海外渠道、生产基地的完善和品牌形象的逐步建立，中国优质自主品牌有望加速迎来全球份额提升。

图23：乘用车出口销量及同比增速（万辆；%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图24：新能源出口渗透率（%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

表7：分车企乘用车出口销量（辆）

车企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
上汽集团	257,053	276,371	304,478	370,340	226,675
奇瑞汽车	172,051	221,652	244,495	263,514	233,358
特斯拉	91,893	90,541	82,893	78,751	88,456
吉利汽车	52,752	68,433	72,769	80,147	87,040
比亚迪	38,723	35,566	71,231	97,245	97,899
长城汽车	51,975	71,955	87,766	104,322	92,778
长安汽车	60,494	55,724	57,623	62,539	108,951
其他	358,260	409,359	438,707	562,192	381,978
合计	826,148	953,230	1,055,484	1,248,710	1,108,460

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

表8：分车企乘用车出口同比增速（%）

车企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
上汽集团	49.6%	32.2%	-0.9%	12.5%	-11.8%
奇瑞汽车	149.8%	182.9%	50.7%	88.6%	35.6%
特斯拉	24.4%	288.5%	22.4%	-25.8%	-3.7%
吉利汽车	67.3%	22.0%	34.1%	42.3%	65.0%
比亚迪	1390.5%	978.7%	322.6%	193.2%	152.8%
长城汽车	77.3%	114.8%	79.4%	69.8%	78.5%
长安汽车	10.0%	19.4%	52.7%	105.9%	80.1%
其他	88.1%	62.8%	20.7%	39.6%	6.6%
合计	82.9%	93.5%	40.5%	50.5%	34.2%

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

2.2 业绩总结：分化加剧 出口+高端支撑盈利

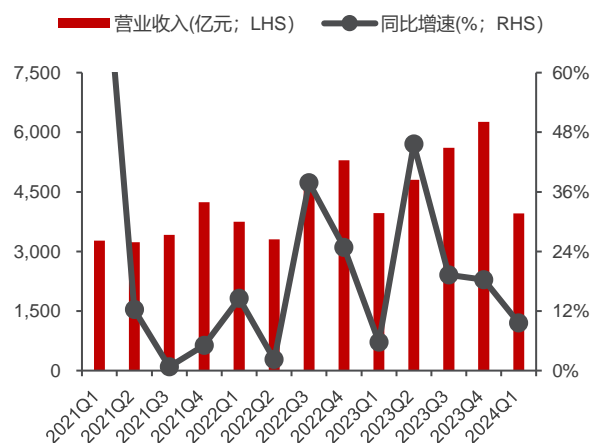
2023年，乘用车企业营业收入整体增长。2023年，乘用车样本企业营业收入达20,640亿元，同比+21.1%，主要系自主品牌高端化车型放量及销量增长（蔚来、小鹏、理想、零跑、上汽、广汽、比亚迪、长安、长城、赛力斯等8家自主样本企业2023年销量达1,277.1万辆，同比+18.0%）；其中2023Q4营业总收入达6,261亿元，同比+18.3%，环比+11.6%，乘用车企业营收整体同环比增长；2024Q1营业总收入达3,960亿元（蔚来、小鹏、理想及零跑财报数据未出，暂时未计入），同比+9.6%，环比-27.8%。

2023Q4乘用车企业营收整体同环比增长，赛力斯、理想表现亮眼。分企业来看，2023Q4整体乘用车企业营收呈同环比增长趋势，表现相对亮眼的为赛力斯、小鹏、理想、吉利，赛力斯受益高端车型问界M7上量，销量、ASP均升，2023Q4销量达11.6万辆，环比+161.0%；理想受益L系列车型同环比大增2023Q4销量13.2万辆，同比+136.4%；吉利受益销量环比提升及产品结构升级、

优化。

2024Q1 乘用车企业营收同比分化，环比整体下跌；赛力斯、长城表现较好，主要受益高端化、出口量价增长。2024Q1 乘用车整体营收环比下降约 15%~35% 不等，赛力斯受益问界 M7、M9 等高端车型上量，量价齐升，实现营收 265.6 亿元，同比+421.8%，环比+38.6%。长城受益出口、坦克高端车型量增及 ASP 环比提升 (2024Q1 ASP 15.57 万元，环比+2.9 万元)，2024Q1 营收 428.6 亿元，同比+47.6%。

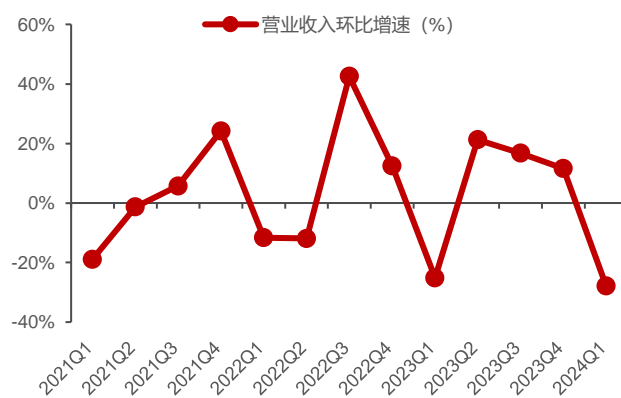
图25：乘用车企业营业收入及同比增速（亿元；%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

注：样本包括蔚来、小鹏、理想、零跑、上汽、广汽、比亚迪、长安、长城、赛力斯，2024Q1 蔚来、小鹏、理想及零跑财报数据未出，暂时未计入

图26：乘用车企业营业收入环比增速（%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

表9：乘用车企业分季度销量（万辆）及同环比增速（%）

车企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q4 同比	2023Q4 环比	2024Q1 同比	2024Q1 环比
新能源乘用车行业	151.0	206.7	239.4	300.3	198.0	37.8%	25.4%	31.2%	-34.1%
特斯拉	42.3	46.6	43.51	48.45	38.7	19.6%	11.4%	-8.6%	-20.2%
理想汽车	5.3	8.7	10.5	13.2	8.0	184.6%	25.4%	51.7%	-39.0%
蔚来汽车	3.1	2.4	5.5	5.0	3.0	25.1%	-9.7%	-3.1%	-39.9%
小鹏汽车	1.8	2.3	4.0	6.0	2.2	173.4%	50.4%	21.2%	-63.7%
零跑汽车	1.1	3.4	4.4	5.5	3.3	134.8%	24.8%	217.9%	-39.6%
上汽集团	89.1	118.0	128.0	161.1	81.3	5.1%	25.9%	-8.8%	-49.5%
比亚迪	54.8	70.0	82.4	94.5	62.6	38.6%	14.7%	14.3%	-33.8%
长城汽车	22.0	29.9	34.5	36.6	26.0	38.2%	6.3%	18.1%	-29.1%
广汽集团	16.2	23.5	25.0	24.2	13.6	31.3%	-3.4%	-16.3%	-43.9%
长安汽车	39.6	37.2	41.1	41.8	48.5	1.2%	1.9%	22.5%	15.9%

赛力斯	4.2	5.0	4.5	11.6	11.4	66.3%	161.0%	172.3%	-2.0%
吉利汽车	28.5	32.7	40.3	45.1	41.5	17.1%	12.4%	45.6%	-8.0%

资料来源：中汽协，各公司公告，民生证券研究院

注：标注红色为跑赢行业标的，广汽、长安仅包含自主品牌销量，吉利销量为不含领克销量（领克非并表）

表10：乘用车企业分季度营业收入（亿元）及同环比增速（%）

车企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q4	2023Q4	2024Q1	2024Q1
						同比	环比	同比	环比
赛力斯	50.9	59.4	56.5	191.6	265.6	74.5%	239.3%	421.8%	38.6%
长城汽车	290.4	409.3	495.3	537.1	428.6	41.9%	8.4%	47.6%	-20.2%
长安汽车	345.6	309.4	427.1	430.9	370.2	20.0%	0.9%	7.1%	-14.1%
比亚迪	1,201.7	1,399.5	1,621.5	1,800.4	1,249.4	15.1%	11.0%	4.0%	-30.6%
上汽集团	1,459.2	1,806.4	1,967.9	2,213.6	1,430.7	2.2%	12.5%	-1.9%	-35.4%
特斯拉	233.3	249.3	233.5	251.7	213	3.5%	7.8%	-8.7%	-15.4%
广汽集团	265.6	353.5	362.7	315.2	215.7	6.4%	-13.1%	-18.8%	-31.6%
理想汽车	187.9	286.5	346.8	417.3		136.4%	20.3%		
蔚来汽车	106.8	87.7	190.7	171		6.5%	-10.3%		
小鹏汽车	40.3	50.6	85.3	130.5		153.9%	53.0%		
零跑汽车	14.4	43.7	56.6	52.8		75.0%	-6.7%		
吉利汽车		731.8		1,060.2		18.1%	44.9%		

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：吉利为 2023 半年报、2023 年报收入（下同），iFind，特斯拉收入单位为亿美元

表11：乘用车企业分季度单车 ASP（万元）

车企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
特斯拉	32.2	31.5	30.7	30.5	30.6
理想汽车	34.6	32.3	32.0	30.6	
蔚来汽车	29.7	30.6	31.4	30.9	
小鹏汽车	19.3	19.1	19.6	20.3	
零跑汽车	13.7	12.9	12.8	9.5	
上汽集团	16.4	15.3	15.4	13.7	17.6
比亚迪	17.1	15.7	15.4	15.1	15.4
长城汽车	13.2	13.7	14.4	14.7	15.6
广汽集团	16.4	15.0	14.5	13.1	15.9
长安汽车	8.7	8.3	10.4	10.3	7.6
赛力斯	12.2	11.8	12.7	16.5	23.3
吉利汽车		10.1		10.7	

资料来源：Marklines，各公司公告，民生证券研究院

注：吉利为 2023 半年报、2023 年报计算得出的 ASP；特斯拉 ASP 单位为万美元，按照人民币-美元汇率 ¥7=\$1 计算

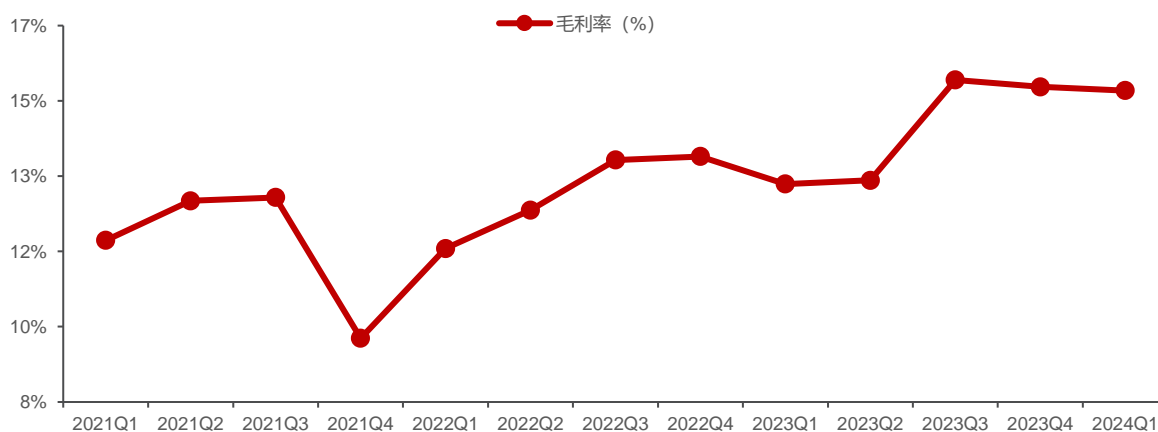
2023 年乘用车样本企业毛利率同比提升。2023 年乘用车样本企业毛利率为 14.6%，同比+1.5pct，主要原因是 10 家样本整体销量提升，规模效应加强。其中 2023Q4 乘用车样本企业毛利率为 15.5%，同比+1.7pct，环比-0.2 pct。2023Q1 乘用车样本企业毛利率为 15.4%，同比+2.2pct，环比-0.1pct，尽管行

业竞争加剧，但出口、高端拉动盈利。

2023Q4 毛利率表现分化，受益规模效应，新势力毛利改善显著。2023Q4 乘用车企整体毛利率表现分化，零跑、赛力斯、小鹏受益规模效应加强，毛利率环比改善显著，分别 6.7%、13.5%、6.2%，环比分别+5.6pct、6.0pct、8.9pct；吉利、理想、长安亦分别受益规模效应，毛利环比小幅改善，环比分别+1.5pct、1.4pct、1.2pct。

2024Q1 行业竞争加剧，赛力斯、比亚迪、长城表现较好，出口、高端拉动盈利。2024Q1 比亚迪以价换量，行业竞争加剧，乘用车企毛利率表现分化，出口、高端化、规模效应为盈利主要支撑。赛力斯受益问界高端车型上量，毛利率同环比分别提升 12.6pct、8.0pct，实现大增；比亚迪实现毛利率 21.9%，同比+5.2pct，环比+0.7pct，其汽车+电池毛利率 28.1%，同比-4.9pct，环比+3.0pct，受出口、高端车型拉动毛利率表现超出预期；长城受益出口、坦克销量增长，毛利率同环比分别提升 4.0pct、1.6pct。

图27：乘用车企业分季度毛利率 (%)



资料来源：iFind，民生证券研究院

注：样本包括蔚来、小鹏、理想、零跑、上汽、广汽、比亚迪、长安、长城、赛力斯，2024Q1 蔚来、小鹏、理想及零跑财报数据未出，暂时未计入

表12：乘用车企业分季度毛利率 (%) 及同环比变化 (pct)

车企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q4 同 比 (pct)	2023Q4 环 比 (pct)	2024Q1 同 比 (pct)	2024Q1 环 比 (pct)
赛力斯	8.9%	4.2%	7.6%	13.5%	21.5%	-1.0	6.0	12.6	8.0
比亚迪	17.9%	18.7%	22.1%	21.2%	21.9%	2.2	-0.9	4.0	0.7
长城汽车	16.1%	17.4%	21.7%	18.5%	20.0%	0.5	-3.2	4.0	1.6
广汽集团	4.0%	6.0%	10.0%	6.9%	7.1%	-2.4	-3.0	3.1	0.2
上汽集团	9.8%	9.5%	10.5%	10.7%	8.8%	1.2	0.3	-1.0	-1.9
特斯拉	19.3%	18.2%	17.9%	17.6%	17.4%	-6.1	-0.3	-2.0	-0.3
长安汽车	18.6%	16.4%	18.4%	19.6%	14.4%	-1.3	1.2	-4.1	-5.1

理想汽车	20.4%	21.8%	22.0%	23.5%	3.2	1.4
蔚来汽车	1.5%	1.0%	8.0%	7.5%	3.6	-0.5
小鹏汽车	1.7%	-3.9%	-2.7%	6.2%	-2.5	8.9
零跑汽车	-7.8%	-5.2%	1.1%	6.7%	13.6	5.6
吉利汽车		14.4%		15.9%	1.8	1.5

资料来源：各公司公告，iFind，民生证券研究院

注：吉利为 2023 半年报、2023 年报数据

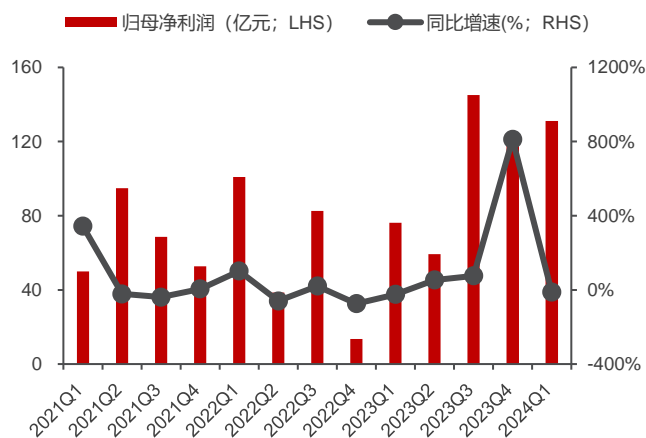
2023 年，乘用车企业归母净利增长，新势力大幅扭亏。2023 年，乘用车样本企业归母净利 404.4 亿元，同比+71.6%；归母净利率 2.0%，同比+0.6pct；主要系样本企业蔚来、小鹏、理想、零跑等大幅扭亏。2023Q4 归母净利 123.7 亿元，同比+812.1%，环比-14.8%（受比亚迪、长城 2023Q4 利润环比下降影响），归母净利率 2.0%；2024Q1 归母净利 131.1 亿元，同比-12.4%（受长安 2023Q1 非经收益导致高基数所致，剔除其影响同比增速为 31.1%），环比-10.3%；归母净利率 3.3%，同比+1.4pct，环比+1.3pct。

2023Q4 车企净利有所承压，表现分化，规模效应、出口为盈利提供支撑。

2023Q4 车企净利表现分化，规模效应、出口为盈利提供支撑。赛力斯、零跑、小鹏、理想等新势力受益规模效应，盈利普遍改善。长城坦克品牌、出口贡献较大盈利弹性。其中理想 2023Q4 单季归母净利润为 56.6 亿元，同比+2102.1%，环比+100.4%，主要受益上游电池等供应链降本以及规模效应加强提振毛利，以及质保金计提转回。

2024Q1 车企净利润分化加剧，赛力斯、长城受益高端、出口，比亚迪盈利韧性突显。2024Q1 车企净利润分化加剧，赛力斯受益规模效应、高端车型 M7、M9 上量盈利转正；长城受益坦克、出口销量提升，实现扣非归母净利润为 20.2 亿元，同比转正，环比+97.3%。比亚迪一季度王朝海洋重点车型推出荣耀版以价换量，但在出口、高端车型拉动下，实现归母净利为 45.7 亿元，同比+10.6%，龙头盈利韧性突显。

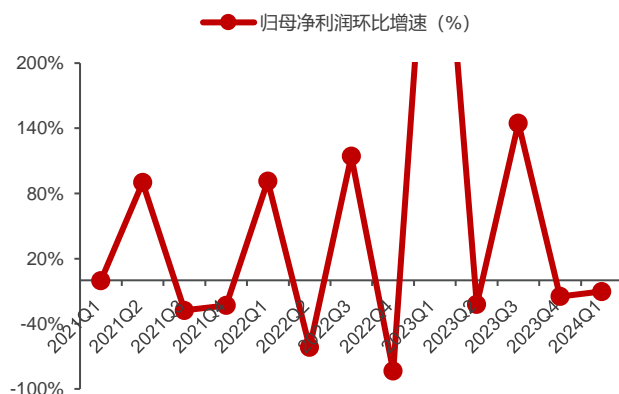
图28：乘用车企业归母净利润及同比增速（亿元；%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

注：样本包括蔚来、小鹏、理想、零跑、上汽、广汽、比亚迪、长安、长城、赛力斯，2024Q1 蔚来、小鹏、理想及零跑财报数据未出，暂时未计入

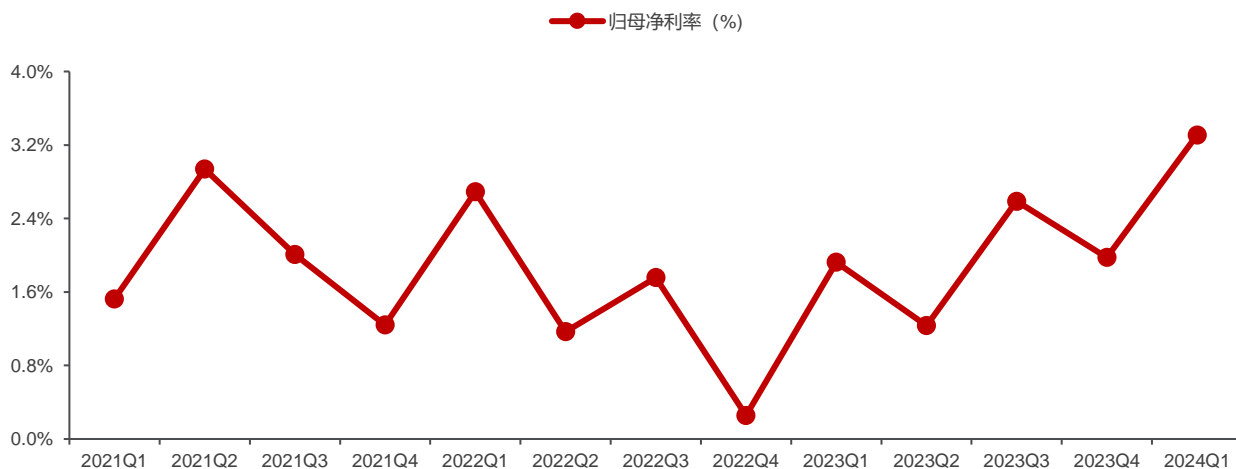
图29：乘用车企业归母净利润环比增速（%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

注：样本包括蔚来、小鹏、理想、零跑、上汽、广汽、比亚迪、长安、长城、赛力斯，2024Q1 蔚来、小鹏、理想及零跑财报数据未出，暂时未计入

图30：乘用车企业分季度归母净利率（%）



资料来源：iFind，民生证券研究院

注：样本包括蔚来、小鹏、理想、零跑、上汽、广汽、比亚迪、长安、长城、赛力斯，2024Q1 蔚来、小鹏、理想及零跑财报数据未出，暂时未计入

表13：乘用车企业归母净利润（亿元）及同环比增速（%）

车企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q4 同 比	2023Q4 环 比	2024Q1 同 比	2024Q1 环 比
长城汽车	1.7	11.9	36.3	20.3	32.3	1818.2%	-44.2%	1752.5%	59.3%
赛力斯	-6.3	-7.2	-9.5	-1.6	2.2	持续亏损	持续亏损	扭亏为盈	扭亏为盈
比亚迪	41.3	68.2	104.1	86.7	45.7	18.6%	-16.7%	10.6%	-47.3%
上汽集团	27.8	43.0	43.2	27.0	27.1	-22.2%	-37.6%	-2.5%	0.6%
广汽集团	15.4	14.3	15.5	-0.8	12.2	由盈转亏	由盈转亏	-20.6%	扭亏为盈

特斯拉	25.1	27.0	18.5	79.3	11.3	115.0%	327.8%	-55.1%	-85.8%
长安汽车	69.7	6.8	22.3	14.5	11.6	60.8%	-35.2%	-83.4%	-19.9%
理想汽车	9.3	22.9	28.2	56.6		扭亏为盈	100.4%		
蔚来汽车	-48.0	-61.2	-46.3	-55.9		持续亏损	持续亏损		
小鹏汽车	-23.4	-28.1	-38.9	-13.5		持续亏损	持续亏损		
零跑汽车	-11.3	-11.4	-9.9	-9.6		持续亏损	持续亏损		
吉利汽车		15.7		44.2		19.2%	181.4%		

资料来源：各公司公告，iFind，民生证券研究院

注：吉利为 2023 半年报、2023 年报数据；特斯拉归母净利润单位为亿美元

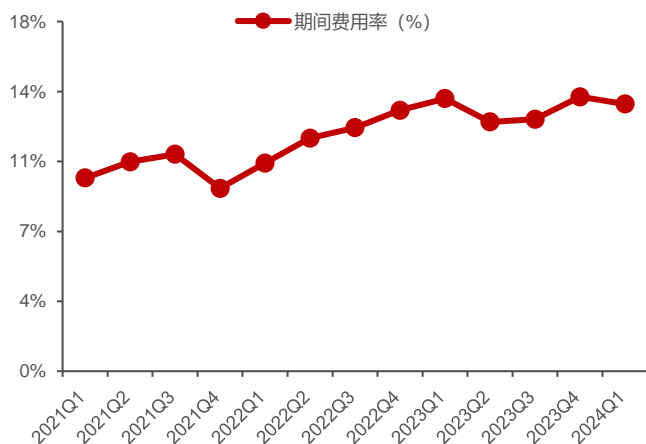
表14：乘用车整车企业归母净利率（%）及同环比变化（pct）

车企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q4 同 比 (pct)	2023Q4 环 比 (pct)	2024Q1 同 比 (pct)	2024Q1 环 比 (pct)
赛力斯	-12.3%	-12.1%	-16.8%	-0.8%	0.8%	9.7	16.0	13.1	1.6
长城汽车	0.6%	2.9%	7.3%	3.8%	7.5%	3.5	-3.6	6.9	3.8
比亚迪	3.4%	4.9%	6.4%	4.8%	3.7%	0.1	-1.6	0.2	-1.2
上汽集团	1.9%	2.4%	2.2%	1.2%	1.9%	-0.4	-1.0	0.0	0.7
广汽集团	5.8%	4.0%	4.3%	-0.3%	5.7%	-0.3	-4.5	-0.1	5.9
特斯拉	10.8%	10.8%	7.9%	31.5%	5.3%	16.3	23.6	-5.5	-26.2
长安汽车	20.2%	2.2%	5.2%	3.4%	3.1%	0.9	-1.9	-17.0	-0.2
理想汽车	4.9%	8.0%	8.1%	13.6%		12.1	5.4		
蔚来汽车	-45.0%	-69.8%	-24.3%	-32.7%		3.7	-8.4		
小鹏汽车	-57.9%	-55.4%	-45.6%	-10.3%		35.6	35.2		
零跑汽车	-78.5%	-26.2%	-17.4%	-18.1%		25.9	-0.7		
吉利汽车		2.1%		4.2%		0.0	2.0		

资料来源：各公司公告，iFind，民生证券研究院

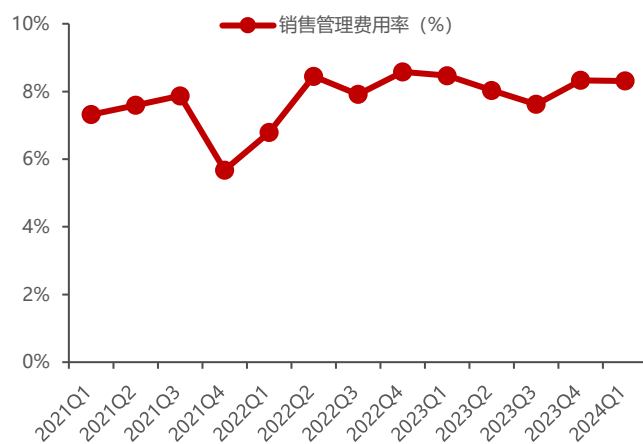
注：吉利为 2023 半年报、2023 年报数据

2023 年乘用车企费用率整体表现稳定，新势力受益规模效应，费用率改善显著。2023 年乘用车企费用率整体表现稳定，销售管理费用率为 8.1%，同比+0.2pct；研发费用率 5.2%，同比+0.8%；财务费用率-0.1%，同比+0.2pct。2023Q4~2024Q1，车企整体费用率保持稳定，赛力斯等新势力受益规模效应，期间费用率环比改善显著。

图31：乘用车企业期间费用率 (%)


资料来源：中汽协，民生证券研究院

注：样本包括蔚来、小鹏、理想、零跑、上汽、广汽、比亚迪、长安、长城、赛力斯，2024Q1 蔚来、小鹏、理想及零跑财报数据未出，暂时未计入

图32：乘用车企业销售管理费用率 (%)


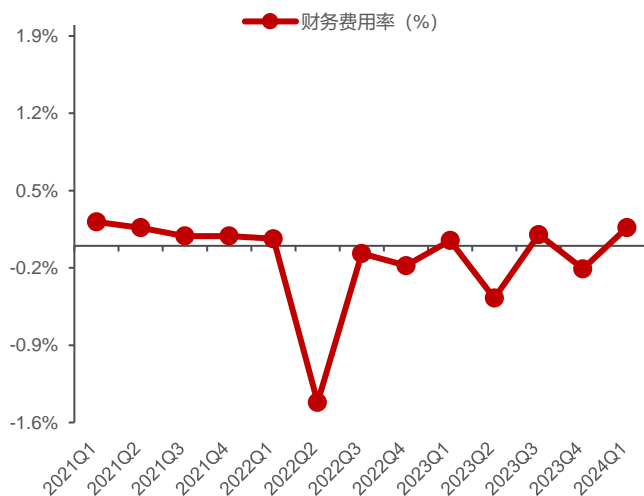
资料来源：中汽协，民生证券研究院

注：样本包括蔚来、小鹏、理想、零跑、上汽、广汽、比亚迪、长安、长城、赛力斯，2024Q1 蔚来、小鹏、理想及零跑财报数据未出，暂时未计入

图33：乘用车企业研发费用率 (%)


资料来源：中汽协，民生证券研究院

注：样本包括蔚来、小鹏、理想、零跑、上汽、广汽、比亚迪、长安、长城、赛力斯，2024Q1 蔚来、小鹏、理想及零跑财报数据未出，暂时未计入

图34：乘用车企业财务费用率 (%)


资料来源：中汽协，民生证券研究院

注：样本包括蔚来、小鹏、理想、零跑、上汽、广汽、比亚迪、长安、长城、赛力斯，2024Q1 蔚来、小鹏、理想及零跑财报数据未出，暂时未计入

表15: 乘用车整车企业期间费用率 (%) 及同环比变化 (pct)

车企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q4 同 比 (pct)	2023Q4 环 比 (pct)	2024Q1 同 比 (pct)	2024Q1 环 比 (pct)
比亚迪	11.9%	11.5%	12.8%	14.2%	16.8%	3.5	1.4	4.9	2.6
特斯拉	7.9%	8.6%	10.3%	9.4%	11.9%	1.9	-0.9	3.9	2.4
广汽集团	8.4%	8.1%	8.6%	11.6%	12.2%	3.8	3.0	3.7	0.5
长安汽车	11.0%	13.1%	12.1%	8.8%	12.5%	3.0	-3.3	1.5	3.7
上汽集团	10.6%	8.9%	9.3%	10.2%	10.5%	-1.0	0.9	0.0	0.3
长城汽车	14.0%	11.1%	10.8%	13.0%	11.1%	-1.4	2.1	-2.9	-1.9
赛力斯	29.5%	25.4%	30.8%	21.1%	18.1%	-5.9	-9.6	-11.4	-3.0
理想汽车	18.6%	16.5%	15.5%	16.2%		-4.8	0.7		
蔚来汽车	51.7%	70.7%	34.8%	46.4%		-0.4	11.6		
小鹏汽车	66.5%	57.5%	35.1%	24.9%		-33.2	-10.3		
零跑汽车	68.4%	24.1%	19.9%	26.7%		-10.4	6.8		
吉利汽车		12.9%		12.3%		0.7	-0.6		

资料来源: 各公司公告, iFind, 民生证券研究院

注: 吉利为 2023 半年报、2023 年报数据

表16: 乘用车整车企业销售费用率 (%) 及同环比变化 (pct)

车企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q4 同 比 (pct)	2023Q4 环 比 (pct)	2024Q1 同 比 (pct)	2024Q1 环 比 (pct)
赛力斯	15.1%	16.2%	16.6%	14.6%	12.8%	-1.2	-2.0	-2.3	-1.8
长城汽车	5.0%	4.4%	3.7%	5.9%	4.0%	0.6	2.2	-1.0	-1.9
上汽集团	4.0%	3.8%	4.0%	4.2%	3.7%	-0.1	0.2	-0.2	-0.5
长安汽车	4.6%	4.7%	5.4%	5.3%	5.5%	2.0	-0.2	0.9	0.3
比亚迪	3.9%	4.4%	3.9%	4.4%	5.4%	0.8	0.5	1.6	1.0
广汽集团	4.0%	4.3%	4.6%	6.2%	5.9%	4.2	1.5	1.9	-0.2
零跑汽车	27.3%	9.8%	7.8%	10.1%		-0.6	2.3		
吉利汽车		6.5%		6.7%		1.2	0.2		

资料来源: 各公司公告, iFind, 民生证券研究院

注: 吉利为 2023 半年报、2023 年报数据; 特斯拉、理想、小鹏、蔚来未单独披露销售费用, 披露项目为销售、行政及一般费用, 在下表管理费用中呈现

表17: 乘用车整车企业管理费用率 (%) 及同环比变化 (pct)

车企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q4 同 比 (pct)	2023Q4 环 比 (pct)	2024Q1 同 比 (pct)	2024Q1 环 比 (pct)
赛力斯	7.5%	5.5%	5.9%	3.2%	1.7%	-3.1	-2.7	-5.8	-1.5
长城汽车	3.7%	2.5%	2.1%	3.1%	2.3%	-0.7	1.0	-1.3	-0.7
上汽集团	3.8%	3.0%	3.0%	3.4%	3.4%	-1.2	0.4	-0.4	0.0
比亚迪	2.8%	2.5%	2.1%	1.8%	3.0%	-0.5	-0.4	0.2	1.2
长安汽车	3.0%	4.0%	3.2%	1.0%	3.5%	-0.1	-2.2	0.5	2.4
广汽集团	3.1%	2.9%	3.1%	4.2%	4.7%	0.5	1.1	1.7	0.5
特斯拉	4.6%	4.8%	5.4%	5.1%	6.5%	0.8	-0.3	1.8	1.4
理想汽车	8.8%	8.1%	7.3%	7.8%		-1.4	0.5		

蔚来汽车	22.9%	32.6%	18.9%	23.2%	1.2	4.3
小鹏汽车	34.4%	30.5%	19.8%	14.8%	-19.3	-5.0
零跑汽车	12.5%	4.9%	3.7%	4.8%	-5.7	1.1
吉利汽车		2.6%		1.6%	-0.8	-1.0

资料来源：各公司公告，iFind，民生证券研究院

注：吉利为 2023 半年报、2023 年报数据；特斯拉、理想、小鹏、蔚来未单独披露管理费用，披露项目为销售、行政及一般费用

表18：乘用车整车企业研发费用率（%）及同环比变化（pct）

车企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q4 同 比 (pct)	2023Q4 环 比 (pct)	2024Q1 同 比 (pct)	2024Q1 环 比 (pct)
赛力斯	6.8%	5.5%	7.4%	3.2%	3.6%	-0.6	-4.3	-3.2	0.4
长城汽车	5.3%	4.8%	4.0%	4.8%	4.6%	0.2	0.7	-0.7	-0.2
上汽集团	2.6%	2.3%	2.2%	2.8%	2.8%	0.3	0.6	0.1	0.0
广汽集团	1.5%	1.3%	1.2%	1.3%	1.7%	-1.2	0.1	0.2	0.4
长安汽车	3.9%	5.2%	3.7%	3.3%	4.2%	0.9	-0.4	0.2	0.8
特斯拉	3.3%	3.8%	5.0%	4.3%	5.4%	1.0	-0.6	2.1	1.1
比亚迪	5.2%	5.4%	6.8%	8.1%	8.5%	3.2	1.3	3.3	0.4
理想汽车	9.9%	8.5%	8.1%	8.4%		-3.4	0.2		
蔚来汽车	28.8%	38.1%	15.9%	23.2%		-1.6	7.3		
小鹏汽车	32.1%	27.0%	15.3%	10.0%		-13.9	-5.3		
零跑汽车	28.6%	9.4%	8.4%	11.8%		-4.1	3.4		
吉利汽车		4.1%		4.1%		0.2	0.0		

资料来源：各公司公告，iFind，民生证券研究院

表19：乘用车整车企业财务费用率（%）及同环比变化（pct）

车企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2023Q4 同 比 (pct)	2023Q4 环 比 (pct)	2024Q1 同 比 (pct)	2024Q1 环 比 (pct)
比亚迪	0.0%	-0.8%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	0.1	0.0	-0.2	0.0
赛力斯	0.2%	-1.9%	0.8%	0.2%	0.0%	-1.0	-0.6	-0.2	-0.2
广汽集团	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	0.3	0.3	-0.1	-0.1
长安汽车	-0.6%	-0.8%	-0.2%	-0.8%	-0.7%	0.2	-0.5	0.0	0.1
长城汽车	0.0%	-0.6%	1.0%	-0.7%	0.2%	-1.4	-1.8	0.2	1.0
上汽集团	0.2%	-0.2%	0.2%	-0.2%	0.7%	0.1	-0.3	0.5	0.8
吉利汽车		-0.2%		-0.1%		0.1	0.1		

资料来源：各公司公告，iFind，民生证券研究院

注：吉利为 2023 半年报、2023 年报数据；特斯拉、理想、小鹏、蔚来、零跑未单独披露财务费用

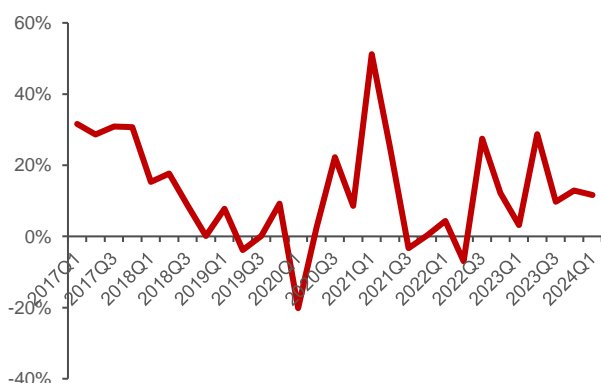
3 零部件：规模效应驱动 盈利能力向上

规模效应显现 业绩表现亮眼。2024Q1，乘用车批零数据同比上行（批发558.9万辆，同比+10.6%，环比-27.6%）；且规模效应显现、原材料价格整体稳定，零部件营收、利润同比表现亮眼。**营收端**，2024Q1 零部件板块营收同环比高增，合计营收 2,161.0 亿元，同比+11.6%，环比-14.3%，其中轻量化、智能化、华为产业链、理想产业链等细分领域优质公司营收增速高于行业平均；**利润端**，2024Q1 规模效应增强，原材料价格整体保持稳定、汇率走势趋于平稳，尽管面临下游价格战、海运费价格上升等压力，零部件整体盈利能力改善明显，2024Q1 零部件板块扣非净利同比增速+59.4%，环比+33.8%；单季度归母净利率 6.4%，同比+1.3pct，环比+2.1pct，盈利改善明显。

3.1 营收同比增长 轻量化、智能化赛道表现亮眼

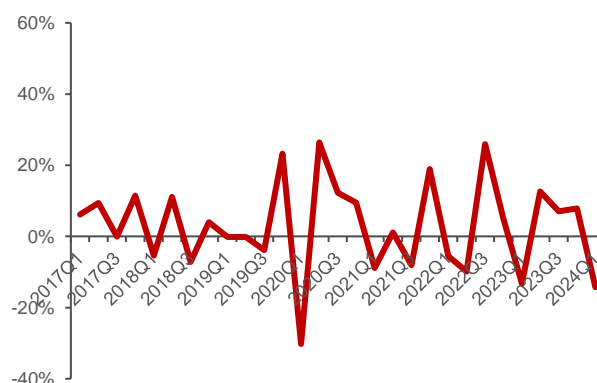
核心自主品牌、头部新势力强势表现驱动零部件板块营收同比增长。2023 年，零部件板块营收 8,975.7 亿元，同比+13.3%，2024Q1 零部件板块营收 2,161.0 亿元，同比+11.6%，环比-14.3%，同比增长主要受益于核心自主品牌、头部新势力强势表现，环比下降主要受下游乘用车产量季节性回落影响。其中轻量化、智能化、华为产业链、理想产业链、轮胎等细分领域优质公司营收增速高于行业平均，瑞鹄模具、爱柯迪、嵘泰股份等轻量化赛道公司，华阳集团、德赛西威、上声电子等智能化赛道公司，以及赛轮轮胎、森麒麟等轮胎企业营收实现同比高增长。

图35：汽车零部件单季度营收同比（%）



资料来源：iFind，民生证券研究院

图36：汽车零部件单季度营收环比（%）



资料来源：iFind，民生证券研究院

表20：汽车零部件重点公司营收（亿元）及同环比增速（%）

细分领域	公司	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
座椅骨架	上海沿浦	3.4	4.0	5.0	5.7	103.4%	14.0%
被动安全	松原股份	2.4	3.4	4.7	3.7	63.3%	-20.9%
汽车电子	科博达	10.5	12.3	14.3	14.2	55.2%	-1.0%
智能座舱	华阳集团	15.5	19.3	23.4	19.9	51.3%	-14.9%
动力传动	豪能股份	4.5	5.1	6.1	5.5	44.2%	-10.7%
智能驾驶	德赛西威	47.4	57.5	74.4	56.5	41.8%	-24.1%
内外饰	新泉股份	24.6	26.9	32.5	30.5	40.2%	-6.3%
轮胎	赛轮轮胎	62.6	73.8	69.7	73.0	35.8%	4.7%
智能座舱	上声电子	5.1	6.3	7.3	6.0	32.0%	-18.5%
轻量化	瑞鹄模具	4.8	4.4	5.8	5.1	31.7%	-12.7%
轻量化	爱柯迪	13.9	15.9	17.2	16.4	30.7%	-4.7%
轻量化	拓普集团	46.9	49.9	55.5	56.9	27.3%	2.5%
车灯	星宇股份	25.0	28.1	30.1	24.1	25.5%	-19.9%
内外饰	常熟汽饰	10.0	12.3	15.2	10.6	25.3%	-30.5%
玻璃	福耀玻璃	79.8	87.9	93.4	88.4	25.3%	-5.4%
智能驾驶	伯特利	15.9	20.1	23.7	18.6	24.0%	-21.5%
智能驾驶	经纬恒润	9.6	11.6	18.2	8.9	20.3%	-51.1%
轻量化	嵘泰股份	4.8	5.2	5.8	5.1	16.8%	-12.7%
轻量化	文灿股份	12.9	12.6	12.8	14.8	16.3%	15.5%
热管理	银轮股份	27.1	27.3	30.3	29.7	16.2%	-1.9%
内外饰	岱美股份	15.1	15.3	14.5	15.9	15.8%	9.4%
动力传动	双环传动	18.9	21.9	22.0	20.7	15.8%	-5.8%
动力传动	精锻科技	5.0	5.6	6.0	5.0	12.4%	-15.7%
座椅	继峰股份	53.3	55.0	56.3	52.9	3.5%	-6.1%
轻量化	旭升集团	11.9	12.1	12.6	11.4	-2.9%	-9.5%
智能化	光峰科技	6.1	5.8	5.6	4.5	-3.0%	-20.9%

资料来源：iFind，民生证券研究院

表21：汽车零部件板块中营收同比增速前 10 名的公司 营收（亿元）及同环比增速（%）

排序	公司	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
1	泰祥股份	0.7	1.1	1.0	1.0	248.8%	-4.7%
2	沪光股份	7.6	9.5	16.4	15.3	134.1%	-6.3%
3	金鸿顺	1.0	1.1	1.8	1.8	126.1%	0.9%
4	上海沿浦	3.4	4.0	5.0	5.7	103.4%	14.0%
5	博俊科技	6.1	6.8	9.0	8.0	93.3%	-11.3%
6	英搏尔	4.6	5.4	7.0	4.7	83.8%	-32.6%
7	隆盛科技	4.0	4.5	6.4	5.7	66.8%	-11.6%
8	松原股份	2.4	3.4	4.7	3.7	63.3%	-20.9%
9	光洋股份	4.4	5.0	5.2	5.7	61.3%	8.9%
10	超捷股份	1.2	1.4	1.6	1.4	60.1%	-13.1%

资料来源：iFind，民生证券研究院

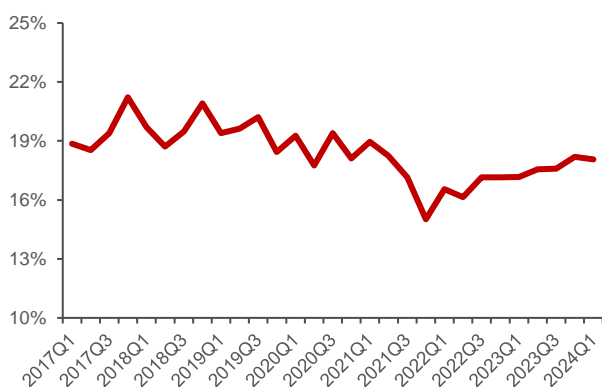
表22：汽车零部件板块中营收环比增速前 10 名的公司 营收（亿元）及同环比增速（%）

排序	公司	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
1	威帝股份	0.2	0.1	0.1	0.2	52.4%	156.0%
2	苏常柴 A	6.5	4.6	3.5	8.4	19.0%	141.3%
3	襄阳轴承	3.5	5.2	2.0	3.5	9.9%	77.1%
4	云内动力	13.7	12.5	10.0	17.4	3.1%	73.3%
5	欣锐科技	4.4	2.5	3.2	4.2	2.8%	29.3%
6	全柴动力	11.8	10.2	9.8	12.2	-25.2%	24.9%
7	华安鑫创	2.3	2.8	1.5	1.9	-38.7%	20.9%
8	飞龙股份	10.1	11.1	10.3	12.4	31.2%	20.5%
9	日盈电子	2.1	2.3	1.7	2.0	20.8%	18.8%
10	文灿股份	12.9	12.6	12.8	14.8	16.3%	15.5%

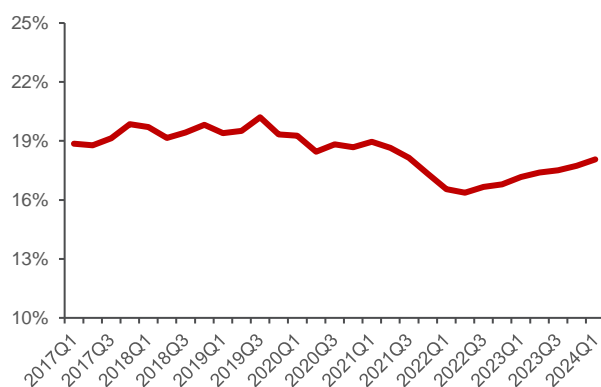
资料来源：iFind，民生证券研究院

3.2 毛利率同比提升 规模效应增强释放盈利弹性

零部件板块 2024Q1 毛利率同比提升，环比略微下降。2023 年零部件板块毛利率为 17.7%，较 2022 年上升 0.7pct，2024Q1 年零部件板块毛利率为 18.1%，较 2023Q1 上升 0.9pct，较 2023Q4 环比下降 0.1pct，预计同比提升主要受产能利用率提升，规模效应增强影响，环比下降主要受产能利用率季节性回落影响。重点公司中，瑞鹄模具、科博达、精锻科技、豪能股份、赛轮轮胎、森麒麟等公司毛利率环比改善幅度较大。

图37：汽车零部件板块单季毛利率（%）


资料来源：iFind，民生证券研究院

图38：汽车零部件板块累计毛利率（%）


资料来源：iFind，民生证券研究院

表23：汽车零部件重点公司毛利率（%）

细分领域	公司	2024Q1-	2024Q1-	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
		2023Q4	2023Q1					
		(pct)	(pct)					
轻量化	瑞鹄模具	7.3	0.3	23.7%	16.5%	29.1%	19.7%	23.4%
汽车电子	科博达	5.2	0.7	32.0%	26.8%	30.6%	30.6%	31.3%
动力传动	精锻科技	3.3	-0.7	27.4%	24.1%	26.1%	24.8%	28.0%
动力传动	豪能股份	3.2	4.1	36.0%	32.8%	29.7%	29.4%	31.9%
轻量化	嵘泰股份	3.0	-1.2	21.2%	18.2%	24.5%	24.2%	22.4%
轻量化	旭升集团	3.0	-2.0	23.8%	20.9%	25.3%	24.3%	25.8%
内外饰	岱美股份	2.7	0.3	27.8%	25.1%	28.2%	28.1%	27.5%
智能驾驶	经纬恒润	2.1	-1.7	24.7%	22.6%	27.4%	28.5%	26.4%
智能化	光峰科技	1.8	-2.9	32.4%	30.6%	38.9%	39.4%	35.4%
轻量化	文灿股份	0.8	2.3	16.6%	15.8%	17.7%	12.1%	14.3%
玻璃	福耀玻璃	0.3	3.6	36.8%	36.5%	36.3%	35.0%	33.2%
轻量化	爱柯迪	0.3	0.0	29.7%	29.4%	28.8%	28.5%	29.6%
被动安全	松原股份	-0.5	-1.3	30.7%	31.2%	32.6%	30.1%	31.9%
内外饰	新泉股份	-0.7	0.3	20.1%	20.8%	19.5%	19.9%	19.8%
座椅	继峰股份	-0.8	0.8	14.7%	15.4%	15.1%	14.5%	13.9%
车灯	星宇股份	-0.8	-1.9	19.6%	20.4%	21.1%	21.9%	21.5%
智能座舱	华阳集团	-1.4	-0.8	21.6%	22.9%	21.9%	22.1%	22.3%
热管理	银轮股份	-1.4	1.4	21.6%	22.9%	22.0%	20.9%	20.2%
轻量化	拓普集团	-1.7	0.6	22.4%	24.1%	22.7%	23.3%	21.9%
动力传动	双环传动	-1.9	1.9	22.7%	24.6%	21.7%	21.5%	20.8%
智能驾驶	德赛西威	-2.2	-1.7	19.3%	21.5%	18.7%	20.3%	21.1%
智能驾驶	伯特利	-2.3	-0.7	20.7%	23.1%	22.6%	22.8%	21.5%
智能座舱	上声电子	-3.2	1.3	24.7%	27.8%	24.8%	24.8%	23.4%
座椅骨架	上海沿浦	-3.4	-0.3	12.9%	16.3%	18.1%	15.9%	13.2%
内外饰	常熟汽饰	-3.8	-4.4	17.0%	20.8%	19.6%	20.2%	21.4%
轮胎	赛轮轮胎	-5.9	7.4	27.7%	33.6%	27.8%	27.1%	20.3%

资料来源：iFind，民生证券研究院

表24：汽车零部件板块中毛利率排名前 10 名的公司

序号	公司	2024Q1-	2024Q1-	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
		2023Q4	2023Q1					
		(pct)	(pct)					
1	新坐标	2.1	-8.0	51.5%	49.4%	51.3%	54.3%	59.5%
2	盛帮股份	-2.3	1.1	39.9%	42.1%	41.5%	40.6%	38.7%
3	雪龙集团	0.3	3.0	39.1%	38.7%	38.4%	38.8%	36.0%
4	光庭信息	1.7	5.7	37.6%	35.9%	37.4%	34.9%	31.9%
5	超达装备	3.8	6.4	37.4%	33.7%	36.7%	36.2%	31.0%
6	浙江黎明	2.5	10.1	37.0%	34.5%	29.6%	31.8%	26.9%
7	浙江荣泰	-1.0	0.4	36.9%	37.9%	37.8%	35.8%	36.5%

8	福耀玻璃	0.3	3.6	36.8%	36.5%	36.3%	35.0%	33.2%
9	恒帅股份	0.1	2.6	36.8%	36.7%	37.3%	36.2%	34.2%
10	凯众股份	-0.4	2.1	36.6%	37.0%	33.4%	34.1%	34.5%

资料来源: iFind, 民生证券研究院

表25: 汽车零部件板块中毛利率环比改善排名前 10 名的公司

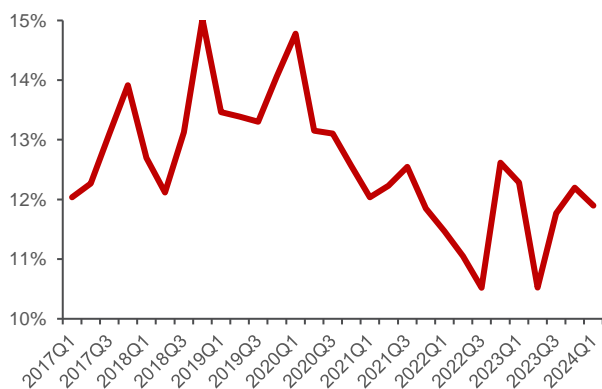
序号	公司	2024Q1-	2024Q1-	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
		2023Q4	2023Q1					
		(pct)	(pct)					
1	云内动力	57.0	4.9	11.8%	-45.2%	-1.0%	4.4%	6.9%
2	威帝股份	48.2	-0.8	34.6%	-13.6%	27.5%	29.4%	35.5%
3	精进电动	25.1	1.8	1.2%	-23.8%	12.3%	-4.6%	-0.5%
4	迪生力	15.1	16.3	18.6%	3.6%	7.6%	4.7%	2.3%
5	宏鑫科技	13.5	-2.6	13.5%	0.0%	0.0%	15.5%	16.1%
6	美晨生态	11.4	-7.0	5.5%	-5.9%	9.6%	9.7%	12.6%
7	欣锐科技	10.2	-11.3	12.1%	1.9%	-0.7%	19.2%	23.4%
8	亚通精工	9.5	1.7	29.6%	20.1%	21.9%	26.4%	27.9%
9	鑫湖股份	7.3	1.5	16.9%	9.5%	19.0%	19.3%	15.4%
10	瑞鹄模具	7.3	0.3	23.7%	16.5%	29.1%	19.7%	23.4%

资料来源: iFind, 民生证券研究院

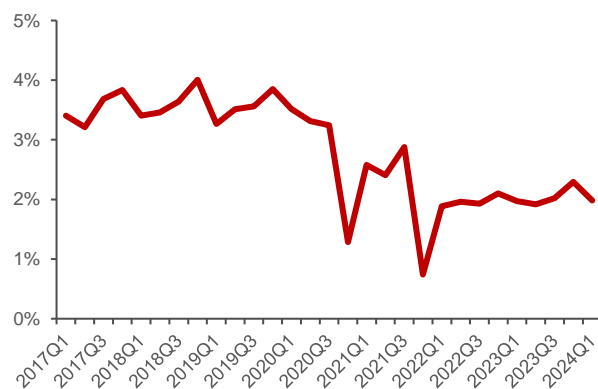
3.3 期间费用同环比改善明显

汽车零部件板块 2024Q1 期间费用率同环比有所改善。2024Q1 期间费用率为 11.9%，同比下降 0.4pct，环比下降 0.3pct，受益规模效应提升、原材料、海运费价格下降及美元升值，整体费用管控能力稳步提升。管研费用率同比下降 0.1pct，环比下降 0.1pct；销售费用率同比基本持平，环比下降 0.3pct；财务费用率同比下降 0.2pct，环比增长 0.1pct，整体波动较小。

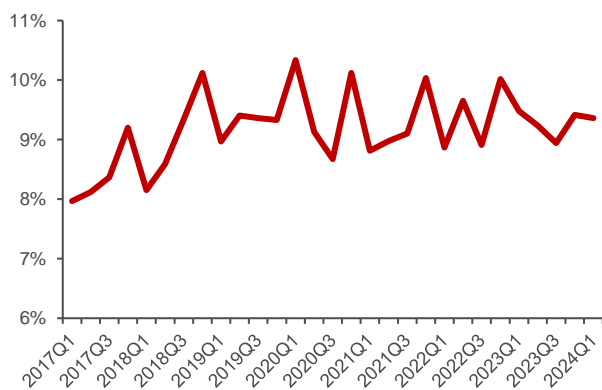
重点公司中，赛轮轮胎、森麒麟、文灿股份、双环传动、精锻科技等公司期间费用环比改善显著，主要受益美元升值，出口利润率提升；光峰科技、银轮股份等公司期间费用环比下降主要受规模效应增强，各项费用摊薄。

图39：汽车零部件板块单季期间费用率（%）


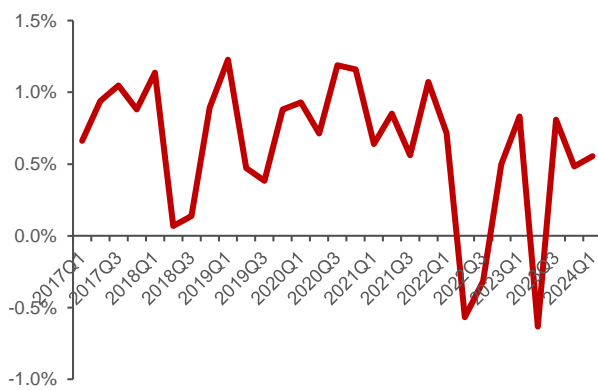
资料来源：iFind，民生证券研究院

图40：汽车零部件板块单季销售费用率（%）


资料来源：iFind，民生证券研究院

图41：汽车零部件板块单季管研费用率（%）


资料来源：iFind，民生证券研究院

图42：汽车零部件板块单季财务费用率（%）


资料来源：iFind，民生证券研究院

表26：汽车零部件板块重点公司期间费用率（%）

细分领域	公司	2024Q1-2023Q4 (pct)	2024Q1-2023Q1 (pct)	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
智能化	光峰科技	-6.1	-6.7	30.1%	36.2%	30.5%	27.8%	36.8%
轮胎	赛轮轮胎	-3.9	-1.4	11.3%	15.2%	12.3%	11.8%	12.7%
动力传动	双环传动	-2.2	-0.6	9.9%	12.1%	9.4%	9.0%	10.5%
轻量化	文灿股份	-1.9	-2.0	10.1%	12.1%	13.8%	10.0%	12.2%
动力传动	精锻科技	-0.8	-1.0	15.7%	16.5%	13.6%	5.4%	16.7%
热管理	银轮股份	-0.7	-0.3	13.2%	13.8%	13.7%	12.3%	13.5%
座椅骨架	上海沿浦	-0.1	-3.1	7.3%	7.3%	8.5%	9.2%	10.4%
轻量化	拓普集团	0.0	-0.8	9.3%	9.4%	11.4%	7.2%	10.1%
智能驾驶	伯特利	0.2	-0.8	8.8%	8.6%	8.6%	9.4%	9.7%
座椅	继峰股份	0.2	2.1	14.5%	14.2%	13.5%	13.5%	12.4%

玻璃	福耀玻璃	0.3	-1.4	15.9%	15.6%	17.8%	6.2%	17.3%
轻量化	瑞鹄模具	0.3	-1.0	11.7%	11.4%	14.9%	10.5%	12.7%
车灯	星宇股份	0.6	-0.4	10.2%	9.6%	9.3%	8.9%	10.7%
智能座舱	华阳集团	1.0	-3.2	14.1%	13.2%	14.5%	14.8%	17.4%
轻量化	旭升集团	1.0	2.2	8.7%	7.7%	9.5%	3.4%	6.5%
智能驾驶	德赛西威	1.0	-1.2	13.0%	11.9%	12.1%	14.4%	14.1%
内外饰	岱美股份	1.3	-2.2	12.6%	11.3%	12.6%	9.2%	14.8%
智能座舱	上声电子	1.4	1.2	16.9%	15.6%	16.9%	13.3%	15.8%
内外饰	常熟汽饰	1.5	0.1	12.9%	11.4%	11.0%	12.4%	12.8%
汽车电子	科博达	1.6	-1.6	15.9%	14.3%	16.1%	16.5%	17.5%
内外饰	新泉股份	1.7	1.2	12.4%	10.7%	10.7%	8.2%	11.2%
动力传动	豪能股份	2.0	1.0	18.2%	16.1%	14.3%	16.9%	17.1%
轻量化	爱柯迪	2.6	-0.1	13.3%	10.7%	12.3%	5.9%	13.4%
被动安全	松原股份	3.4	-5.3	12.1%	8.8%	11.8%	15.7%	17.4%
轻量化	嵘泰股份	3.6	1.5	15.1%	11.5%	16.4%	14.9%	13.6%
智能驾驶	经纬恒润-W	27.5	7.6	49.6%	22.2%	34.3%	31.5%	42.0%

资料来源: iFind, 民生证券研究院

表27: 汽车零部件板块中期间费用率排名前 10 名 (费用率最低) 的公司

序号	公司	2024Q1- 2023Q4 (pct)	2024Q1- 2023Q1 (pct)	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
1	全柴动力	-7.4	1.2	6.7%	14.1%	8.6%	8.0%	5.5%
2	斯菱股份	-4.6	-9.9	3.7%	8.3%	10.6%	-0.9%	13.7%
3	森麒麟	-3.2	-0.9	6.1%	9.2%	8.7%	1.5%	7.0%
4	新朋股份	-2.4	-0.1	3.4%	5.8%	4.0%	2.7%	3.5%
5	华达科技	-1.6	-0.8	7.0%	8.6%	7.2%	7.0%	7.8%
6	鑫宏业	-1.0	0.5	5.6%	6.5%	3.5%	5.3%	5.1%
7	隆基机械	-0.8	-1.0	4.5%	5.3%	8.5%	2.9%	5.5%
8	卡倍亿	-0.6	0.5	6.9%	7.5%	6.2%	5.2%	6.5%
9	沪光股份	-0.4	-8.2	6.9%	7.3%	11.4%	13.6%	15.1%
10	多利科技	1.9	-0.9	6.0%	4.2%	6.6%	6.5%	6.9%

资料来源: iFind, 民生证券研究院

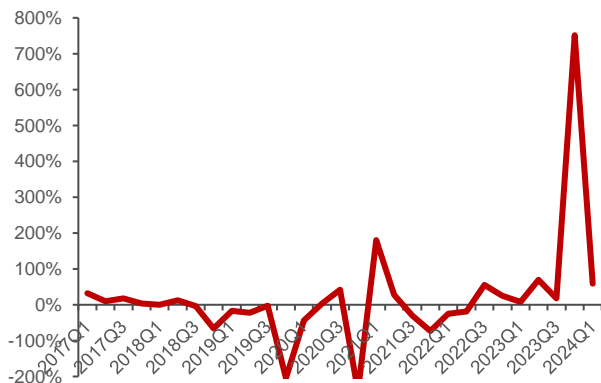
备注: 以上已按照环比变化排序

3.4 规模效应增强 零部件盈利改善明显

汽车零部件板块 2024Q1 扣非净利润同比+59.4%。2024Q1, 受益新能源乘用车渗透率同比高增, 规模效应增强, 以及原材料、海运费、汇兑受益等多重改善因素向好, 尽管面临价格战压力, 零部件整体盈利能力改善明显, 2024Q1 零部件板块扣非净利同比增速+59.4%, 环比+33.8%; 单季度归母净利率 6.4%, 同比

+1.3pct, 环比+2.1pct, 盈利改善明显。

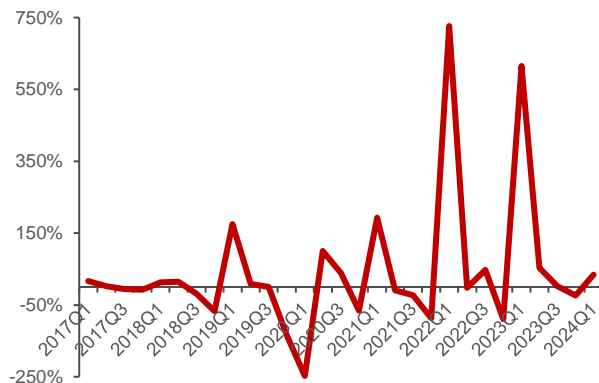
图43: 汽车零部件单季扣非净利同比 (%)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

注: 已剔除单季度个别亏损严重的个股的影响

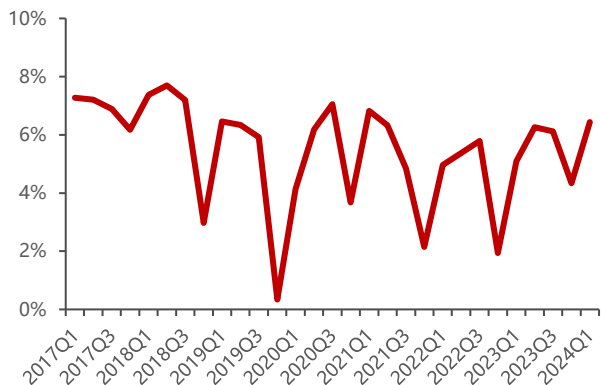
图44: 汽车零部件单季扣非净利环比 (%)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

注: 已剔除单季度个别亏损严重的个股的影响

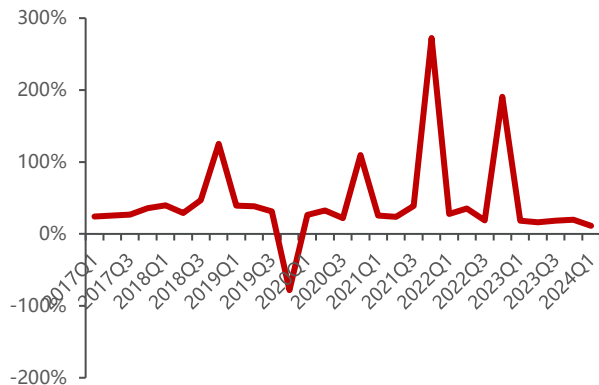
图45: 汽车零部件单季归母净利率 (%)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

注: 已剔除单季度个别亏损严重的个股的影响

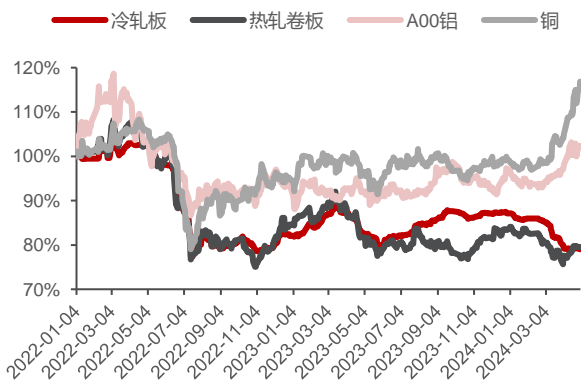
图46: 汽车零部件单季投资收益/扣非净利



资料来源: iFind, 民生证券研究院

注: 已剔除单季度个别亏损严重的个股的影响

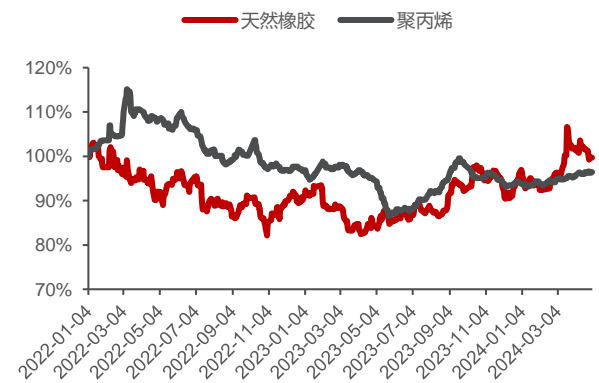
图47: 原材料价格涨跌幅



资料来源: iFind, 民生证券研究院

备注: 数据截至 2024 年 4 月 30 日

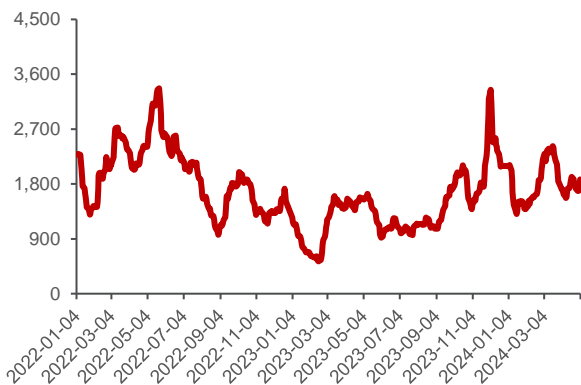
图48: 原材料价格涨跌幅



资料来源: iFind, 民生证券研究院

备注: 数据截至 2024 年 4 月 30 日

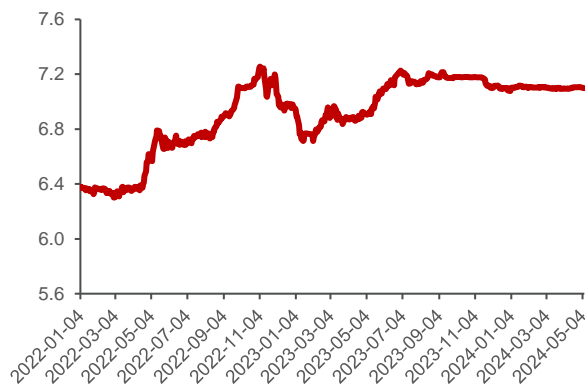
图49: 波罗的海干散货指数(BDI)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

备注: 数据截至 2024 年 5 月 3 日

图50: 汇率:美元兑人民币



资料来源: iFind, 民生证券研究院

备注: 数据截至 2024 年 5 月 6 日

表28: 汽车零部件重点公司扣非归母净利润 (亿元) 及同环比增速 (%)

细分领域	公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同 比	2024Q1 环 比
轻量化	文灿股份	0.02	0.08	0.30	0.05	0.61	2331.7%	1212.8%
轮胎	赛轮轮胎	3.67	7.67	9.65	10.48	10.15	176.5%	-3.1%
座椅骨架	上海沿浦	0.10	0.19	0.31	0.27	0.27	166.4%	-0.1%
智能驾驶	经纬恒润	-0.93	-0.17	-0.60	-1.14	-2.20	持续亏损	持续亏损
动力传动	豪能股份	0.39	0.39	0.53	0.37	0.78	102.4%	110.1%
被动安全	松原股份	0.29	0.27	0.54	0.82	0.58	97.1%	-29.3%
智能座舱	华阳集团	0.73	0.96	1.11	1.60	1.38	89.3%	-14.1%
轻量化	瑞鹄模具	0.39	0.39	0.56	0.50	0.70	81.3%	40.0%
玻璃	福耀玻璃	8.78	19.15	12.69	14.65	15.18	72.9%	3.6%
汽车电子	科博达	1.23	1.37	1.73	1.41	2.00	62.4%	41.8%
热管理	银轮股份	1.10	1.48	1.55	1.67	1.79	62.3%	7.0%
智能座舱	上声电子	0.28	0.45	0.34	0.49	0.42	51.0%	-14.7%
内外饰	岱美股份	1.38	2.30	1.99	1.12	2.05	48.6%	83.3%
轻量化	爱柯迪	1.53	2.37	1.99	2.87	2.21	44.9%	-22.8%
轻量化	拓普集团	4.20	6.07	4.73	5.20	5.96	41.8%	14.5%
内外饰	常熟汽饰	0.77	1.36	1.49	1.79	1.08	40.0%	-39.9%
内外饰	新泉股份	1.49	2.26	1.86	2.44	2.02	35.4%	-17.1%
动力传动	双环传动	1.55	1.86	2.09	2.53	2.10	34.9%	-17.2%
车灯	星宇股份	1.72	2.39	2.58	3.76	2.32	34.6%	-38.3%
智能驾驶	德赛西威	2.91	2.36	3.36	6.03	3.71	27.2%	-38.6%
智能驾驶	伯特利	1.58	1.68	2.16	3.13	1.92	21.3%	-38.8%
轻量化	嵘泰股份	0.31	0.32	0.38	0.25	0.36	16.5%	43.7%
动力传动	精锻科技	0.43	0.72	0.53	0.39	0.44	2.8%	13.4%
轻量化	旭升集团	1.84	1.90	1.63	1.36	1.42	-23.1%	4.6%
座椅	继峰股份	0.65	0.40	0.67	0.50	0.16	-75.6%	-67.8%
智能化	光峰科技	-0.11	0.46	0.42	-0.35	0.01	扭亏为盈	扭亏为盈

资料来源: iFind, 民生证券研究院

表29：汽车零部件板块中扣非净利润同比增速前 10 名的公司 扣非归母净利润（亿元）及同环比增速（%）

排名	公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同 比	2024Q1 环 比
1	通用股份	0.01	0.44	0.94	0.57	1.49	14373.7%	162.5%
2	苏常柴 A	0.01	0.05	-0.16	-0.37	0.39	3452.1%	持续亏损
3	中自科技	0.00	0.07	0.04	-0.01	0.01	2847.4%	由盈转亏
4	文灿股份	0.02	0.08	0.30	0.05	0.61	2331.7%	1212.8%
5	华培动力	0.02	0.17	0.24	0.04	0.35	1451.7%	789.0%
6	艾可蓝	0.01	-0.01	-0.12	-0.06	0.07	1160.5%	扭亏为盈
7	凯龙高科	-0.02	0.05	-0.20	0.13	-0.28	持续亏损	由盈转亏
8	渤海汽车	-0.06	-0.55	-0.59	-0.94	-0.53	持续亏损	持续亏损
9	湖南天雁	0.00	-0.02	-0.03	-0.07	-0.02	463.2%	持续亏损
10	天成自控	0.02	0.11	0.03	-0.08	0.10	459.5%	扭亏为盈

资料来源：iFind，民生证券研究院

表30：汽车零部件板块中扣非净利润环比增速前 10 名的公司 扣非归母净利润（亿元）及同环比增速（%）

排名	公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同 比	2024Q1 环 比
1	威唐工业	-0.05	0.11	0.04	0.00	0.22	扭亏为盈	12945.4%
2	双林股份	0.22	0.16	0.35	0.05	0.73	223.6%	1430.7%
3	日盈电子	0.02	0.02	0.01	0.00	0.05	128.1%	1428.4%
4	文灿股份	0.02	0.08	0.30	0.05	0.61	2331.7%	1212.8%
5	隆基机械	0.12	0.11	0.07	0.01	0.13	6.6%	965.0%
6	华培动力	0.02	0.17	0.24	0.04	0.35	1451.7%	789.0%
7	亚太股份	0.26	0.15	0.20	0.08	0.52	99.3%	548.6%
8	新朋股份	0.31	0.51	0.48	0.07	0.34	8.1%	412.9%
9	保隆科技	0.71	0.75	1.31	0.17	0.65	-7.8%	292.4%
10	华达科技	0.94	0.30	0.47	0.40	1.43	52.8%	258.0%

资料来源：iFind，民生证券研究院

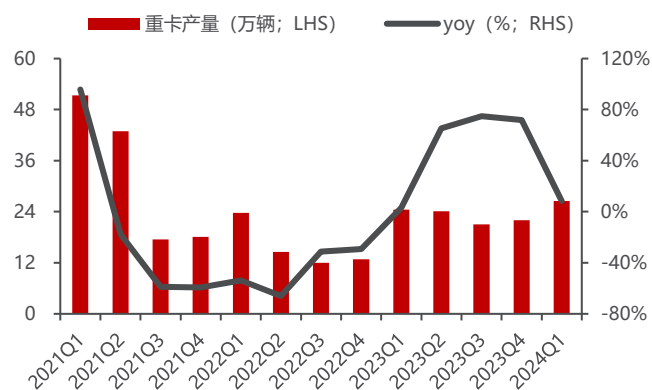
4 商用车：业绩整体改善 出口带动增长

4.1 重卡：业绩整体改善 出口+天然气带动增长

4.1.1 重卡产批零符合预期 2024Q1 天然气渗透率超预期

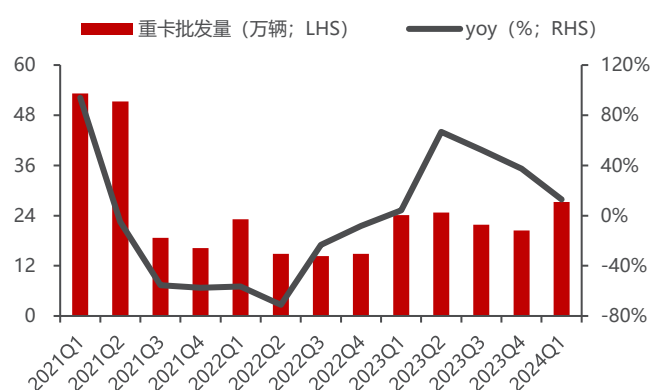
随内需市场复苏、出口持续发力和以旧换新政策催化，重卡行业周期底部向上。2023 年我国重卡累计产量为 91.6 万辆，同比+45.1%；累计批发量为 91.1 万辆，同比+35.6%。分季度看，2023Q1-4 我国重卡市场销量分别为 24.1/24.7/21.8/20.4 万辆，销量同比分别+4.3%/+66.7%/+52.4%/+37.3%，实现同比持续正增长。随行业复苏，2023 年重卡产批增量明显，但尚未恢复到 2020-2021 年水平。2024Q1 我国重卡产量为 26.5 万辆，同比+8.3%，环比+20.7%；批发量为 27.2 万辆，同比+12.9%，环比+33.3%，表现符合预期，超过 2022、2023 年同期水平，接近 2020 年同期水平。我们认为，2024 年商务部以旧换新政策的落地有望进一步推动重卡淘汰置换，为行业持续复苏提供上行力量。

图51：重卡季度产量及同比增速（万辆；%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

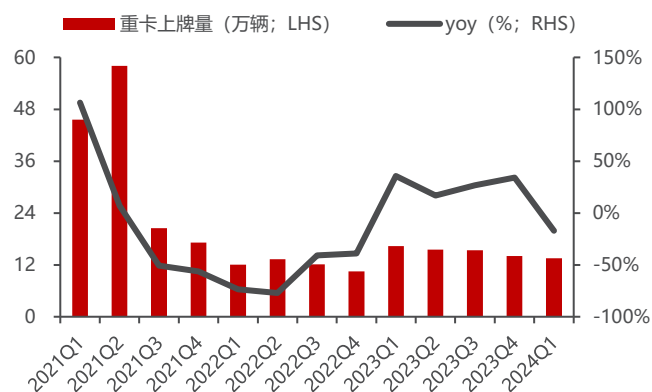
图52：重卡季度批发量及同比增速（万辆；%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

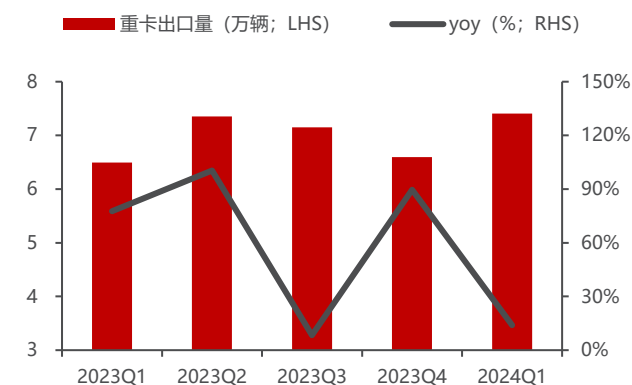
出口维持高基数，2024Q1 交强险受季节性扰动。2023 年我国重卡累计上牌量为 61.3 万辆，同比+27.8%；2024Q1 上牌量为 13.6 万辆，同比-17.1%，环比-3.5%，受高基数和季节性扰动，有所下滑。重卡出口维持高基数，市场主要集中在亚太、拉美等区域，2023 年我国重卡整车累计出口 27.6 万辆，同比+58.6%。分季度看，2023Q1-2024Q1 重卡出口量分别为 6.5/7.4/7.1/6.6/7.4 万辆，同比分别+77.6%/+100.4%/+8.4%/+89.7%/+14.0%，出口量连续五个季度维持在 6.5 万辆以上，为重卡行业增长提供稳定支撑。其中，中国重汽出口量连续五个季度维持在 3 万辆以上，除 2023Q2 出口市占率为 32.2%外，其余五个季度市占率均在 45%以上，是我国重卡出口的龙头企业。

图53: 重卡季度上牌量及同比增速 (万辆; %)



资料来源: 交强险, 民生证券研究院

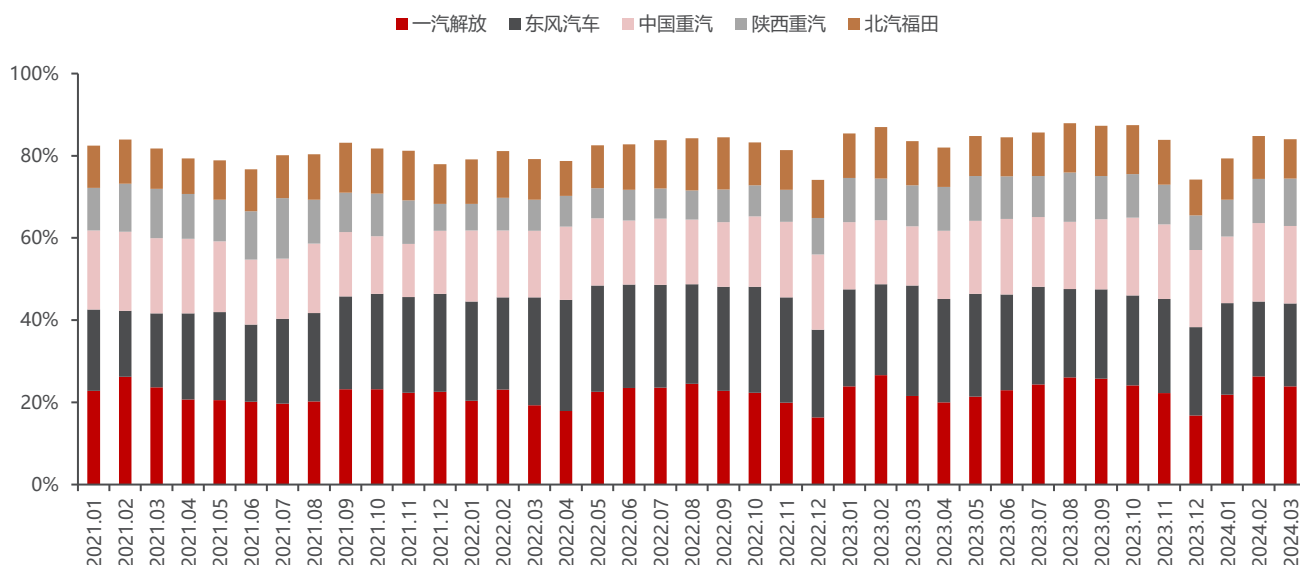
图54: 重卡季度出口量及同比增速 (万辆; %)



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

行业集中度保持高位, 细分市场竞争激烈。随着重卡行业竞争加剧, 尾部出清, 近5年CR5分别为82.6%/84.0%/85.2%/87.3%/87.9%, 行业集中度较高, 呈现稳步上升态势。2024Q1重卡行业CR5为90.5%, 行业集中度进一步提升。中国重汽、一汽集团、陕西重汽、东风汽车的市占率分别为28.1%/21.7%/14.3%/18.7%, 整体呈寡占格局。2020-2021年一汽解放市占率居于首位, 2023年中国重汽得益于半挂牵引、整车和底盘市场销售的增长, 以及持续开拓的海外出口市场, 超越一汽解放, 2024Q1中国重汽市占率为28.1%, 在重卡整车市场实现了55.9%的市占率。

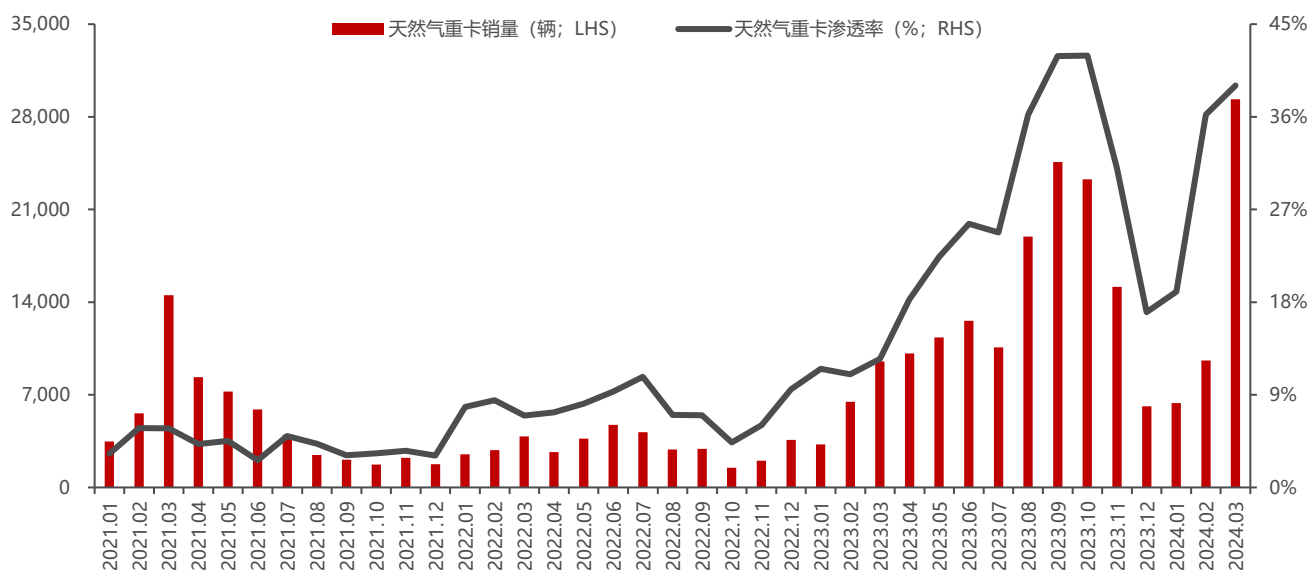
图55: 重卡行业市占率 (%)



资料来源: 中汽协, 民生证券研究院

2023Q4 受季节性扰动，2024Q1 天然气重卡加速渗透。2023Q4 天然气重卡销量为 4.5 万辆，同比-17.6%，受到供暖等季节性因素影响，销量承压。2024Q1 天然气重卡销量 4.5 万辆，同比+135.4%，渗透率为 33.4%，同比+21.7pct，符合预期。2024 年 3 月我国天然气重卡批发销量为 2.9 万辆，同比+207.8%，环比+205.8%，销量创历史新高，月度渗透率 39.0%，同比+26.6pct，环比+2.8pct。

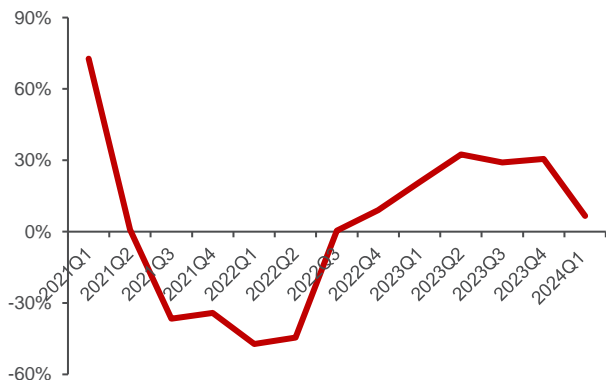
图56：天然气重卡销量及渗透率（辆；%）



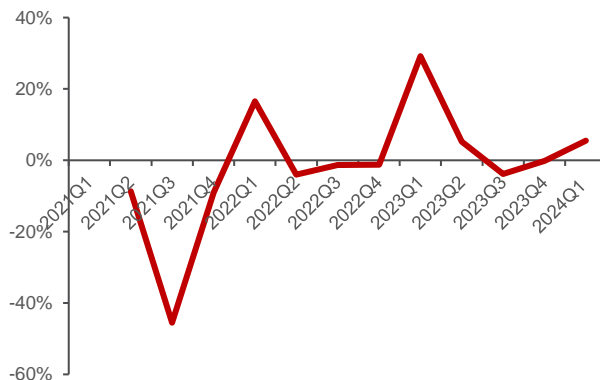
资料来源：中汽协，民生证券研究院

4.1.2 业绩总结：2023Q4 业绩整体表现亮眼 2024Q1 开始分化

2024Q1 重卡营收开始分化。受益下游需求改善与前一年低基数，2023Q4 重点公司营收同比高增，环比有所下滑。2024Q1 重卡重点公司营收 1,048.1 亿元，同比+6.7%，环比+5.5%，表现开始分化，中国重汽、一汽解放营收增速高于行业平均，潍柴动力营收同环比实现稳健增长。

图57: 重卡单季度营收同比 (%)


资料来源: iFind, 民生证券研究院

图58: 重卡单季度营收环比 (%)


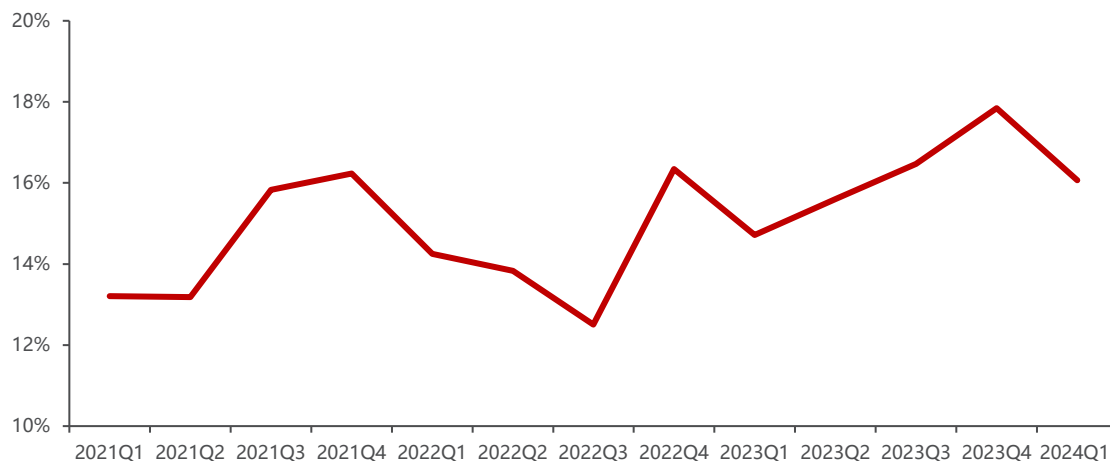
资料来源: iFind, 民生证券研究院

表31: 重点企业营收及同环比增速 (亿元; %)

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
一汽解放	140.4	189.8	151.1	157.8	189.8	35.2%	20.3%
中国重汽	92.1	109.7	105.8	113.1	114.3	24.0%	1.1%
潍柴动力	534.3	527	542.5	535.8	563.8	5.5%	5.2%
福田汽车	149.7	138.7	141	131.6	128.7	-14.1%	-2.2%
中集车辆	65.8	68.9	61	55.2	51.5	-21.7%	-6.6%

资料来源: iFind, 民生证券研究院

重卡行业 2024Q1 毛利率同比提升, 环比整体下滑。2023Q4 重卡毛利率同环比提升, 受益于行业销量提升, 规模效应带动毛利率增长。2024Q1 重卡重点公司毛利率为 16.1%, 同比+1.4pct, 环比-1.8pct, 系 2023 年高基数及折扣缩窄影响。重点公司中, 福田汽车毛利率同环比均改善, 同比+0.6pct, 环比+2.3pct。

图59: 重卡重点公司单季度毛利率 (%)


资料来源: iFind, 民生证券研究院

表32：重点企业毛利率及同环比变化（%；pct）

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
潍柴动力	18.7%	20.2%	21.8%	23.7%	22.1%	+3.4pct	-1.6pct
福田汽车	11.1%	11.7%	12.6%	9.3%	11.6%	+0.6pct	+2.3pct
一汽解放	6.1%	8.2%	7.7%	10.7%	6.3%	+0.2pct	-4.4pct
中国重汽	7.9%	7.4%	6.6%	9.4%	7.9%	-0.0pct	-1.5pct
中集车辆	18.5%	20.2%	17.6%	19.5%	15.3%	-3.2pct	-4.3pct

资料来源：iFind，民生证券研究院

重卡行业 2024Q1 期间费用率环比下降明显。2023Q4 期间费用率同比下滑，但受到年终奖计提等因素影响，环比提升。2024Q1 重点公司期间费用率为 10.8%，同比+0.4pct，环比-2.3pct，整体费用管控能力稳步提升。管研费用率同比+0.3pct，环比-1.5pct；销售费用率同比基本持平，环比-0.9pct；财务费用率同比-0.03pct，环比+0.1pct，整体波动较小。

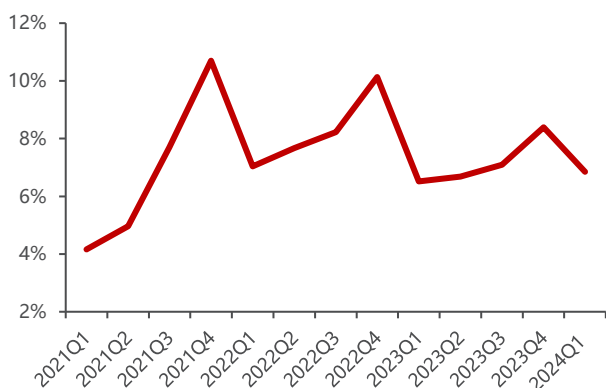
重点公司中，2024Q1 一汽解放、中集车辆期间费用率环比改善显著，福田汽车期间费用率环比基本持平。

图60：重卡单季期间费用率（%）

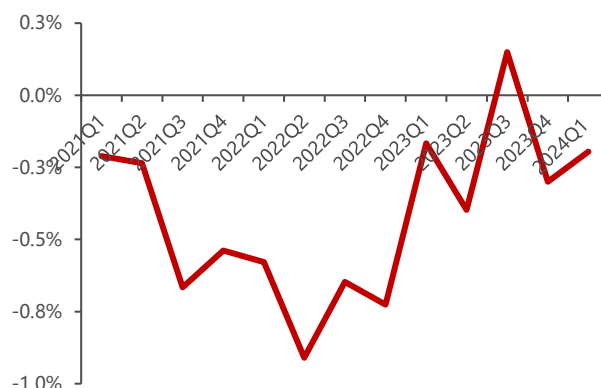

资料来源：iFind，民生证券研究院

图61：重卡单季销售费用率（%）


资料来源：iFind，民生证券研究院

图62：重卡单季管研费用率（%）


资料来源：iFind，民生证券研究院

图63：重卡单季财务费用率（%）


资料来源：iFind，民生证券研究院

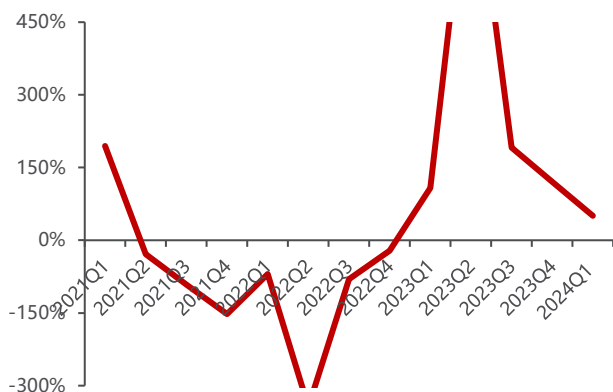
表33：重点企业期间费用率及同环比变化（%；pct）

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
一汽解放	7.60%	7.50%	8.00%	12.10%	6.10%	-1.5pct	-6.0pct
中集车辆	8.10%	8.40%	8.90%	13.00%	7.80%	-0.4pct	-5.3pct
中国重汽	2.50%	2.20%	3.60%	2.90%	3.10%	+0.7pct	+0.3pct
福田汽车	9.50%	9.20%	11.40%	10.70%	10.60%	+1.1pct	-0.1pct
潍柴动力	13.20%	14.30%	15.10%	16.30%	14.30%	+1.1pct	-1.9pct

资料来源：iFind，民生证券研究院

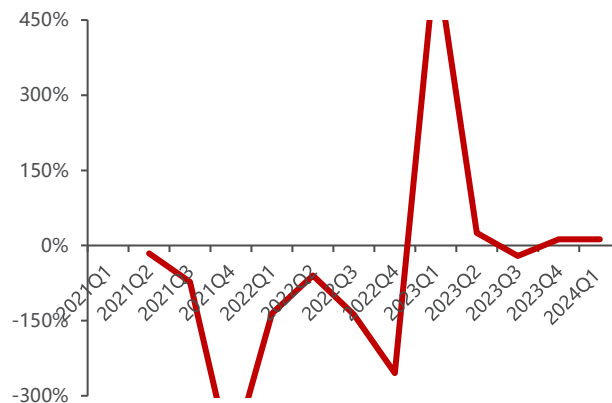
2023Q4-2024Q1 各公司整体盈利向好，盈利能力整体改善。2024Q1 重卡行业净利率微升，潍柴动力盈利能力稳定，福田汽车和中集车辆开始回升。

图64：重卡单季扣非归母净利同比（%）



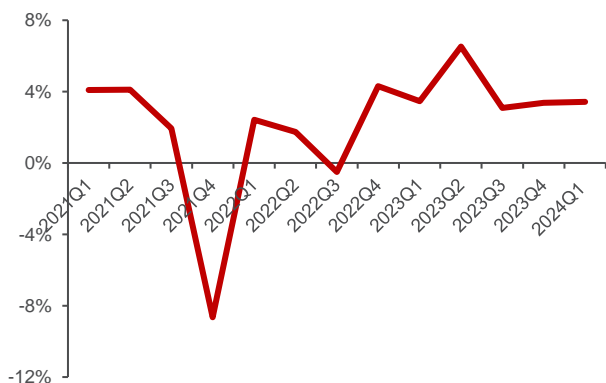
资料来源：iFind，民生证券研究院

图65：重卡单季扣非归母净利环比（%）



资料来源：iFind，民生证券研究院

图66：重卡单季度净利率（%）



资料来源：iFind，民生证券研究院

表34：重点企业扣非归母净利润及同环比增速（亿元；%）

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
一汽解放	-0.8	2.3	-0.7	-1.7	1	扭亏为盈	扭亏为盈
潍柴动力	17.4	18.7	20.3	24.4	23.4	34.6%	-4.0%
中国重汽	2.2	2.7	1.5	4	2.6	19.0%	-34.9%
福田汽车	1.7	2.4	0.4	0.01	2.1	19.0%	20800.0%
中集车辆	4.8	5.6	3.7	1.5	2.6	-45.3%	74.7%

资料来源：iFind，民生证券研究院

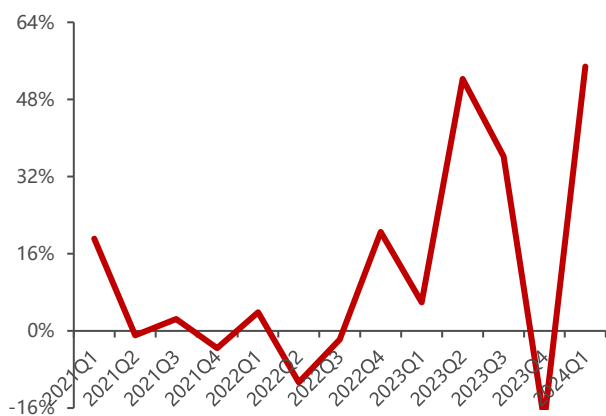
表35：重点企业净利率及同环比变化（%；pct）

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
潍柴动力	4.20%	4.80%	5.90%	6.00%	5.90%	+1.7pct	-0.1pct
一汽解放	0.40%	1.80%	0.10%	2.20%	0.90%	+0.5pct	-1.3pct
福田汽车	2.00%	2.10%	1.10%	0.80%	1.90%	-0.1pct	+1.1pct
中国重汽	3.50%	3.30%	2.10%	4.70%	3.20%	-0.3pct	-1.5pct
中集车辆	7.20%	20.60%	6.20%	3.20%	5.20%	-2.0pct	+2.0pct

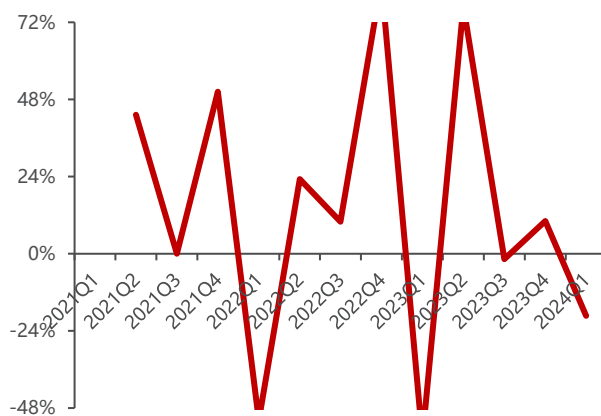
资料来源：iFind，民生证券研究院

4.2 客车：规模效应凸显 行业复苏向上

营收趋势向上，龙头率先复苏。受益于行业复苏和出口增量稳定，2023 年重点公司营收 540.4 亿元，同比+11.9%，宇通、金龙、安凯收入同比提升，分别+24.1%/+6.4%/+44.3%，其中安凯增幅较大系上年基数较低。2024Q1 客车重点公司营收 130.1 亿元，同比+54.8%，环比-19.3%，各车企收入均同比高增，环比下滑系季节性波动。

图67：客车单季度营收同比（%）


资料来源：iFind，民生证券研究院

图68：客车单季度营收环比（%）


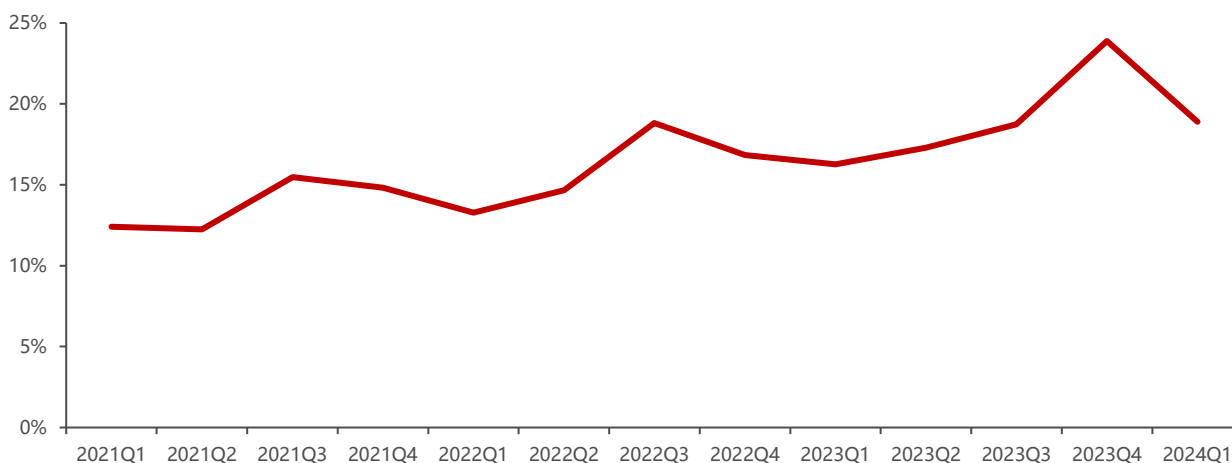
资料来源：iFind，民生证券研究院

表36：重点企业营收及同环比增速（亿元；%）

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
亚星客车	1.5	2.4	2.9	5.2	5.6	262.6%	6.9%
安凯客车	2.3	5.1	6.7	7.4	5.7	147.5%	-22.1%
宇通客车	35.8	75.4	78.4	80.9	66.2	85.0%	-18.2%
中通客车	6.9	9.6	11.3	14.6	12.8	84.7%	-12.0%
金龙汽车	37.5	56.2	47.1	53.2	39.8	6.2%	-25.1%

资料来源：iFind，民生证券研究院

毛利率整体改善，宇通、中通盈利能力领衔行业。2023 年客车行业整体毛利率改善，宇通、中通毛利率分别为 25.7%/23.9%，同比分别+2.8pct/+2.0pct，领先行业。2024Q1 客车重点公司毛利率为 18.9%，同比+2.6pct，环比-5.0pct，系 2023Q4 高基数影响。重点公司中，除中通外其他公司毛利均同比提升。

图69：客车单季度毛利率（%）


资料来源：iFind，民生证券研究院

表37：重点企业毛利率及同环比变化（%；pct）

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
亚星客车	4.9%	3.0%	13.7%	20.4%	11.7%	6.8%	-8.7%
宇通客车	21.5%	23.5%	23.2%	31.9%	24.8%	3.4%	-7.1%
金龙汽车	11.0%	10.2%	12.7%	12.5%	12.7%	1.7%	0.2%
安凯客车	7.7%	3.9%	12.2%	8.1%	8.9%	1.1%	0.8%
中通客车	23.4%	21.0%	18.6%	30.3%	15.3%	-8.1%	-15.0%

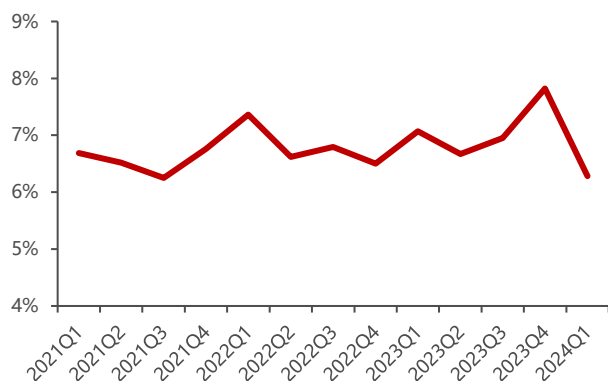
资料来源：iFind，民生证券研究院

行业规模效应凸显，整体费用率下降明显。2023Q4 期间费用率同环比均上升，受年终奖计提等因素影响。客车行业规模效应凸显并扩散至全行业，管研费用和资本开支有望逐步下降。2024Q1 重点公司期间费用率为 12.5%，同比-4.5pct，

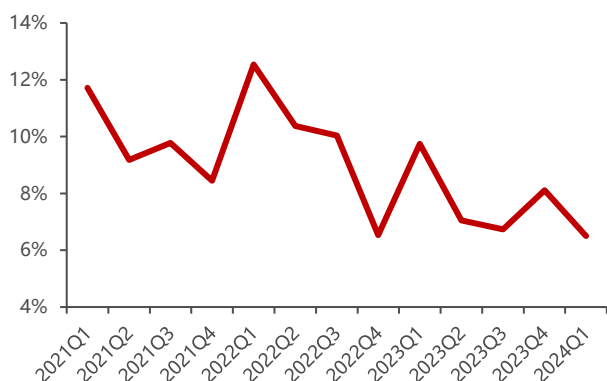
环比-3.1pct，销售费用率、管研费用率同比分别-0.8pct/-3.2pct，环比分别-1.5pct/-1.6pct，同环比下降明显，中通、亚星期间费用率改善明显。

图70：客车单季期间费用率 (%)

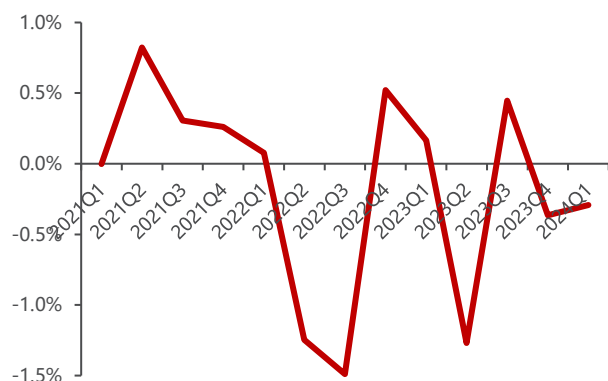

资料来源：iFind，民生证券研究院

图71：客车单季销售费用率 (%)


资料来源：iFind，民生证券研究院

图72：客车单季管研费用率 (%)


资料来源：iFind，民生证券研究院

图73：客车单季财务费用率 (%)


资料来源：iFind，民生证券研究院

表38：重点企业期间费用率及同环比变化 (%; pct)

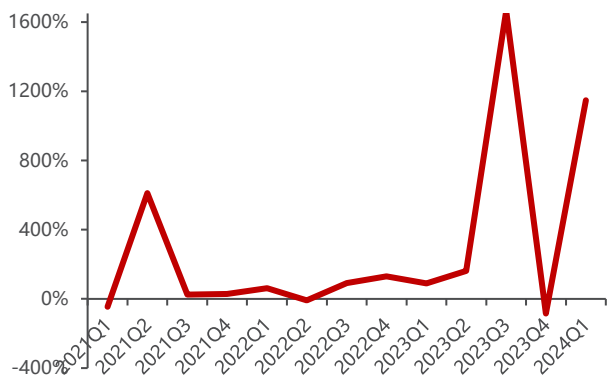
公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
安凯客车	31.4%	15.5%	15.5%	14.7%	12.6%	-18.8pct	-2.1pct
亚星客车	26.5%	11.4%	23.3%	32.9%	8.6%	-17.9pct	-24.3pct
中通客车	19.6%	12.3%	14.7%	21.9%	11.5%	-8.1pct	-10.4pct
宇通客车	21.1%	14.9%	14.7%	13.9%	13.8%	-7.3pct	-0.1pct
金龙汽车	11.3%	9.0%	12.3%	14.7%	11.1%	-0.2pct	-3.6pct

资料来源：iFind，民生证券研究院

行业明显复苏，盈利能力整体改善。2023Q4-2024Q1 各公司整体盈利向好，扣非归母净利润均同比大增。其中，宇通盈利能力显著提升，中通盈利能力向好，亚星实现扭亏为盈，金龙和安凯亏损收窄，随行业复苏和规模效应凸显，行业盈利

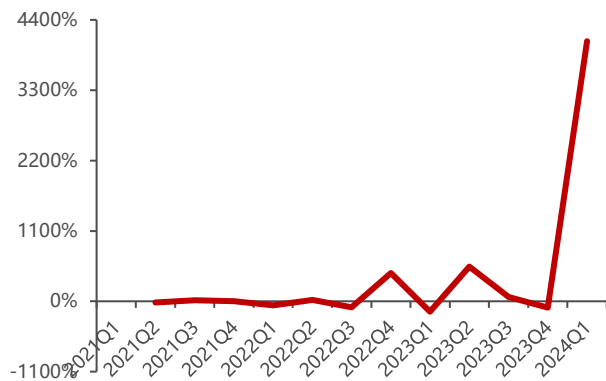
能力改善趋势显著。

图74：客车单季扣非归母净利同比 (%)



资料来源：iFind，民生证券研究院

图75：客车单季扣非归母净利环比 (%)



资料来源：iFind，民生证券研究院

表39：重点企业扣非归母净利润及同环比增速 (亿元; %)

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
宇通客车	0.5	2.8	4.5	6.3	5.7	1094.7%	-9.4%
亚星客车	-0.3	-0.2	-0.4	-2.2	0.1	123.0%	103.4%
中通客车	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	100.5%	10.4%
安凯客车	-0.4	-0.4	-0.2	-1.3	-0.1	75.2%	92.8%
金龙汽车	-0.4	0	-0.2	-2.9	-0.3	26.7%	88.6%

资料来源：iFind，民生证券研究院

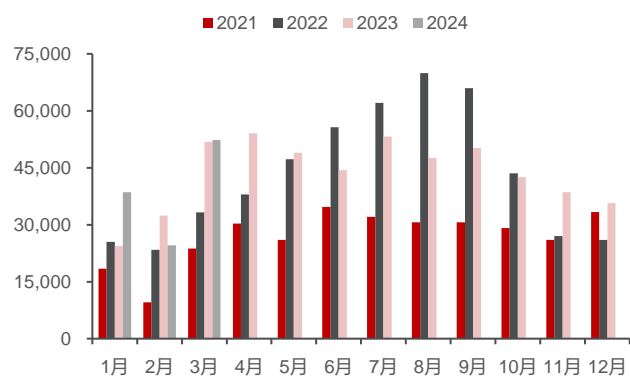
5 摩托车：出口持续高增 驱动盈利向上

5.1 销量总结：出口延续高增 旺季来临驱动需求向上

据中国摩托车商会数据，2024Q1 125cc+摩托车销量 139.8 万辆，同比+29.5%；250cc+摩托车销量 11.5 万辆，同比+6.3%。

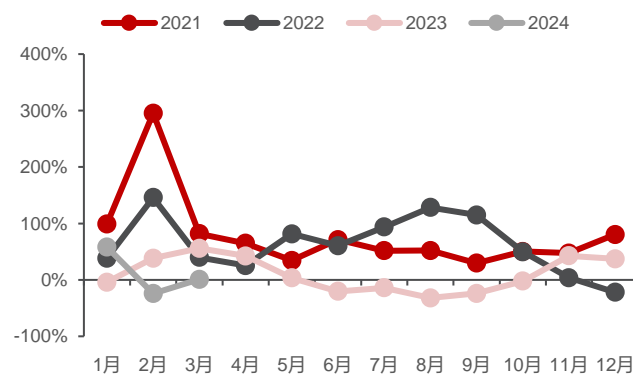
出口超预期：行业 125cc+摩托车 Q1 出口 106.0 万辆，同比+71.4%；主要增量来源于钱江的高端小排量及春风的 250/450cc 系列。250c+摩托车出口 5.6 万辆，同比+41.9%，其中春风动力等头部自主摩企贡献增量。

图76：行业二轮燃油摩托车销量（排量>250cc；辆）



资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

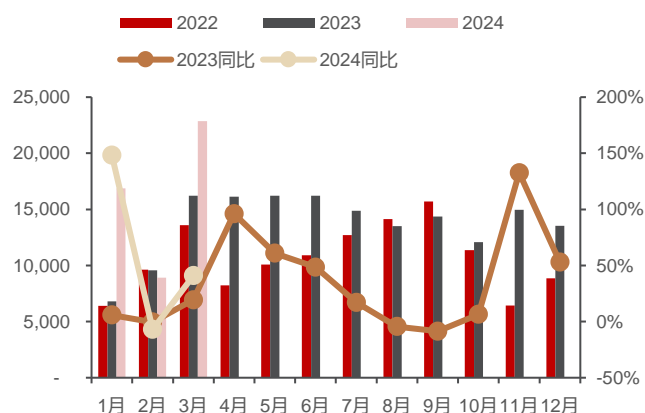
图77：行业二轮燃油摩托车同比（排量>250cc；%）



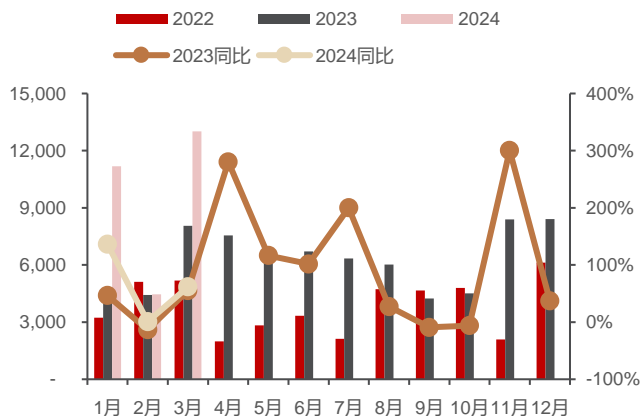
资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

春风动力：3月二轮总销量 2.3 万辆，同比+40.9%，环比+156.5%（其中 250cc+摩托车销量 1.3 万辆，首破万辆大关），Q1 累计销量 4.9 万辆，同比+49.2%，优于行业；Q1 累计出口 2.9 万辆，同比+66.5%。

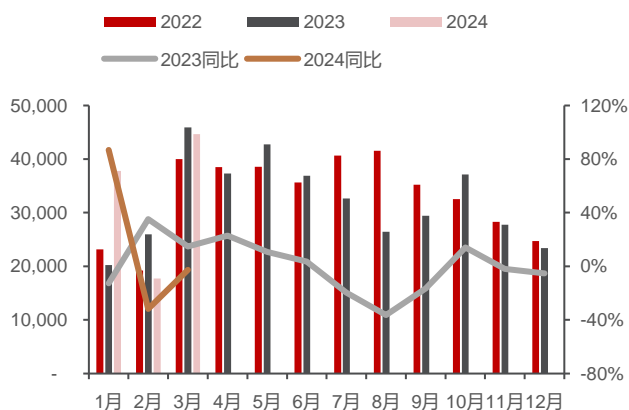
钱江摩托：3月二轮总销量 4.5 万辆，同比-2.7%，环比+152.1%。Q1 累计销量 10.0 万辆，同比+8.7%；Q1 累计出口 6.2 万辆，同比+100.9%。

图78：春风动力二轮车总销量及增速（辆；%）


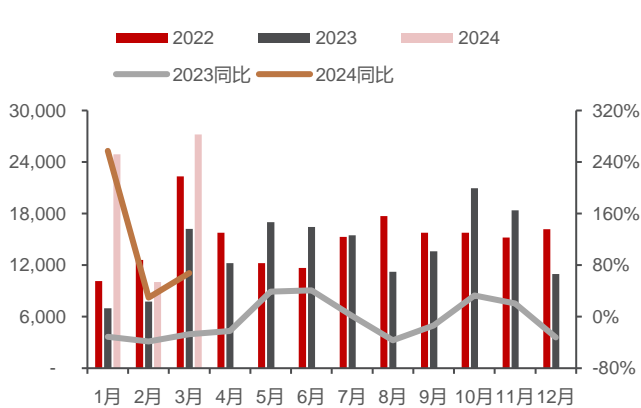
资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

图79：春风动力二轮车出口销量及增速（辆；%）


资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

图80：钱江摩托二轮车总销量及增速（辆；%）


资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

图81：钱江摩托二轮车出口销量及增速（辆；%）


资料来源：中国摩托车商会，民生证券研究院

5.2 营收总结：重点车企普遍增长 涛涛车业增幅居前

收入增长涛涛、隆鑫相对居前，春风、钱江同比微增。从6家重点摩托车&全地形车企业（春风动力、钱江摩托、隆鑫通用、宗申动力、林海股份、涛涛车业）营收表现来看，涛涛车业相对居前，2024Q1 营收同比增近五成，其中：

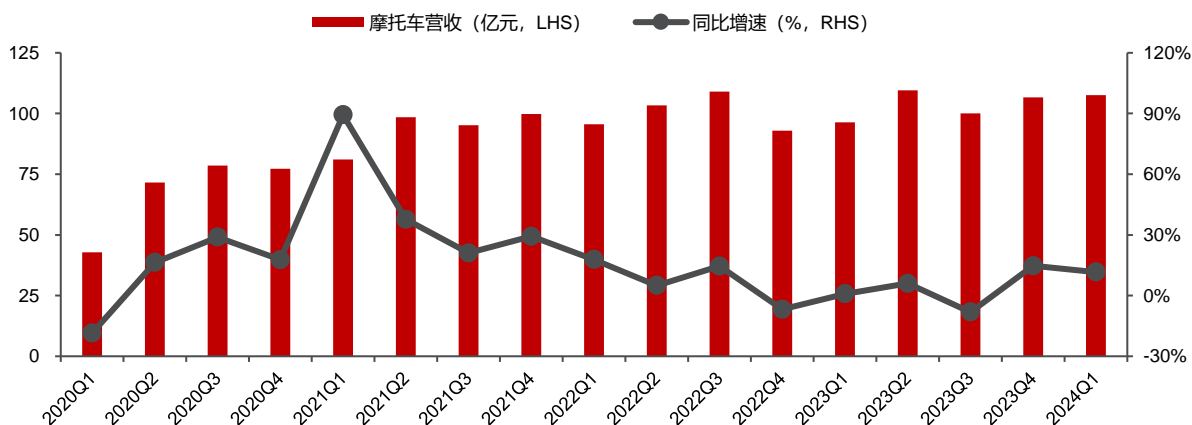
1) **涛涛车业**：公司2023年营收21.4亿元，同比+21.4%；2024Q1营业收入为5.20亿元，同比+49.06%。主要增量来自全地形车和高尔夫球车的销量增长：公司2024Q1全地形车累计出口2.6万辆，同比+66.3%。

2) **春风动力**：公司2023年营收121.1亿元，同比+6.4%；2024Q1营收30.6

亿元, 同比+6.3%, 环比+12.4%; 2023 年公司两轮摩托车内外销全面开花, 销量分别 9.9/9.8 万辆, 同比分别+8.6%/+70.2%, 我们测算 ASP 分别 2.2/2.3 万元; 四轮车结构持续优化, 2023 年 ASP 提升至 4.4 万元, 同比+8.3%, 我们预计主要源于 U/Z 系列占比提升 (单价约 ATV 两倍)。2024Q1 公司营收同环比均实现增长, 我们认为是公司两轮出口高速增长+四轮去库存收尾所致。

3) **钱江摩托**: 公司 2023 年营收 51.0 亿元, 同比-9.8%, 2024Q1 营收 13.5 亿元, 同比+0.82%。据中国摩托车商会数据, 公司 2024Q1 内销/外销分别 3.8/6.2 万辆, 同比分别-37.8%/+100.9%, 环比分别+0.3%/+23.5%。内外销合计 10.0 万辆, 其中 250cc+销量 2.6 万辆, 大排量市场份额稳居国内头名。

图82: 重点摩托车企业营收及同比增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

表40: 重点摩托车企业营收及同比增速 (亿元; %)

公司	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
涛涛车业	4.4	5.6	8.0	5.2	49.0%	-34.8%
隆鑫通用	32.4	33.9	37.0	33.0	20.4%	-11.0%
宗申动力	19.3	18.1	22.7	23.3	9.0%	2.5%
春风动力	36.3	28.8	27.2	30.6	6.3%	12.4%
钱江摩托	15.6	12.0	10.0	13.5	0.8%	34.6%
林海股份	1.7	1.6	1.7	2.0	0.5%	21.0%

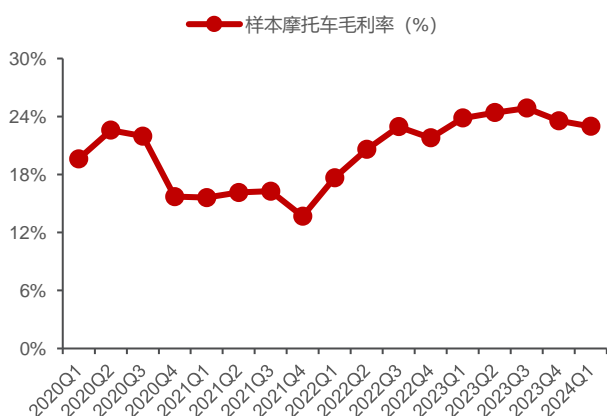
资料来源: Wind, 民生证券研究院

5.3 业绩总结: 多重改善共振 驱动板块盈利向上

原材料、海运价格下降+美元汇率提升, 2023 年毛利率同比提升。2020Q2-

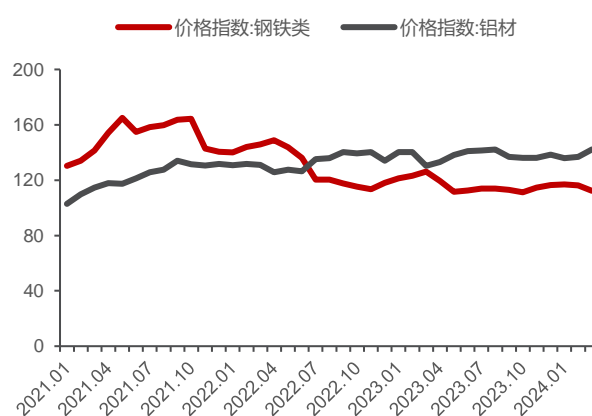
2020Q3 重点摩托车企业毛利率提升至约 22%，主因产品结构改善，利润水平更高的中大排量摩托车占比提升。2020Q4 整体毛利率大幅下降主因会计准则调整，春风动力、钱江摩托等将运输费用及关税重分类至营业成本。2021Q1-2022Q1 整体毛利率虽略有提升，但仍显著低于往年同期，除上述重分类影响外，主要受原材料、海运价格上涨及汇率波动影响。但自 2022Q2-2023Q4 起，在原材料、海运价格下降+美元汇率提升的多重促进下，重点摩托车企业总体毛利率水平提升；2024Q1 重点摩托车企业毛利率同环比略有下降，主要为小排量出口比例提升导致的结构性变化，但盈利水平依然维持高位。

图83：重点摩托车企业毛利率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图84：摩托车主要原材料价格指数走势



资料来源：wind，民生证券研究院

表41：重点摩托车企业毛利率及变化趋势（%）

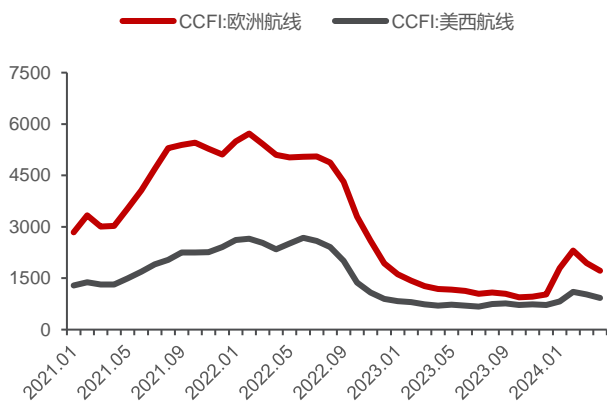
公司	2024Q1-2023Q4 (pct)	2024Q1-2023Q1 (pct)	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
林海股份	6.3	-0.8	14.2%	7.9%	13.8%	18.9%	15.1%
涛涛车业	5.9	-3.9	37.5%	31.6%	41.0%	41.2%	41.4%
宗申动力	0.9	-0.6	13.5%	12.6%	16.5%	15.6%	14.1%
隆鑫通用	-1.0	-0.6	17.7%	18.7%	18.6%	18.5%	18.3%
春风动力	-3.0	-1.6	32.5%	35.5%	33.7%	31.3%	34.2%
钱江摩托	-3.8	1.1	26.4%	30.1%	28.0%	27.4%	25.3%

资料来源：Wind，民生证券研究院

2024Q1 汇率表现相对平稳，海运价格略有波动，净利呈现较强回升。 净利方面，样本企业 2023Q2 起均呈现较强回升趋势，除受前述毛利率提升促进外，同比口径亦受益美元兑人民币升值，而上述企业海外营收占比均占较大比例（据上

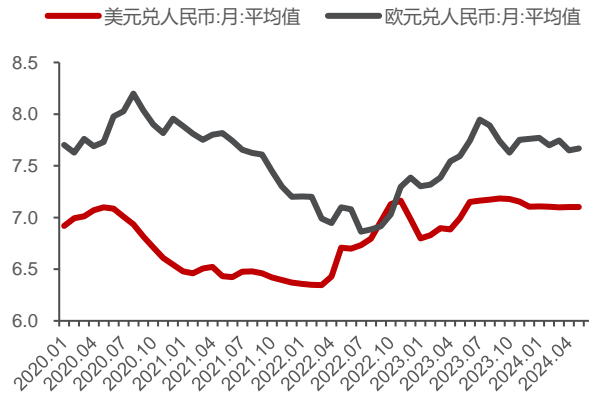
市公司年报数据，春风动力、钱江摩托、隆鑫通用、宗申动力、林海股份、涛涛车业 2023 海外营收占比分别 78.7%、40.5%、64.9%、44.4%、50.3%、98.9%)。

图85：海运 CCFI 价格指数



资料来源：wind，民生证券研究院

图86：人民币兑美元/欧元汇率走势



资料来源：wind，民生证券研究院

表42：重点摩托车企业净利率及变化趋势 (%)

公司	2024Q1-2023Q4	2024Q1-2023Q1	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
隆鑫通用	15.3	1.1	7.7%	-7.6%	7.9%	9.4%	6.6%
宗申动力	6.5	0.1	5.6%	-0.9%	6.7%	8.4%	5.5%
钱江摩托	5.1	5.0	10.4%	5.4%	10.7%	12.8%	5.4%
春风动力	1.5	2.0	9.5%	8.0%	9.1%	9.9%	7.5%
涛涛车业	0.3	-0.2	9.8%	9.5%	12.5%	22.8%	10.0%
林海股份	0.0	-0.2	1.0%	1.0%	1.2%	4.4%	1.2%

资料来源：Wind，民生证券研究院

6 投资建议

乘用车：高端+出口+规模效应支撑盈利，龙头韧性突显。销量端，受益去年低基数及出口强劲增长，2024Q1 乘用车批发销量合计 568.4 万辆，同比+10.7%，环比-27.9%。营收端，2023 年，乘用车企营收整体增长，样本企业收入达 20,640 亿元，同比+21.1%，主要系自主品牌高端化车型放量及销量增长。其中 2023Q4 乘用车企营收同环比增长，赛力斯、理想表现亮眼。2024Q1 营收同比分化，环比下降，赛力斯、长城表现较好，主要受益高端化、出口量价增长。利润端，2023 年，乘用车企业归母净利润增长，样本企业净利合计 404.4 亿元，同比+71.6%，新势力大幅扭亏。2023Q4 毛利率、净利润表现分化，受益规模效应，零跑、赛力斯、小鹏等新势力毛利改善显著，理想净利超预期；2024Q1 竞争加剧，车企净利润分化加剧，赛力斯、长城受益高端、出口，比亚迪盈利韧性突显。

展望后续，政策落地驱动需求，叠加重点新车上市，前期观望需求有望得到释放，乘用车基本面向上；同时，FSD 若入华落地，有望形成鲶鱼效应，促进国内智能驾驶行业产业化加速，**建议关注【长安汽车、比亚迪、理想汽车 H、赛力斯、吉利汽车 H、长城汽车】。**

零部件：规模效应驱动 盈利能力向上。2024Q1，乘用车批零数据同比上行（批发 558.9 万辆，同比+10.6%，环比-27.6%）；且规模效应显现、原材料价格整体稳定，零部件营收、利润同比表现亮眼。营收端，2024Q1 零部件板块营收同环比高增，合计营收 2,161.0 亿元，同比+11.6%，环比-14.3%，其中轻量化、智能化、华为产业链、理想产业链等细分领域优质公司营收增速高于行业平均；利润端，2024Q1 规模效应增强，原材料价格整体保持稳定、汇率走势趋于平稳，尽管面临下游价格战、海运费价格上升等压力，零部件整体盈利能力改善明显，2024Q1 零部件板块扣非净利同比增速+59.4%，环比+33.8%；单季度归母净利率 6.4%，同比+1.3pct，环比+2.1pct，盈利改善明显。

零部件中期成长不断强化，看好新势力产业链+智能电动增量。建议关注：

1、新势力产业链：建议关注 T 链-【拓普集团、新泉股份、爱柯迪、旭升集团、双环传动、岱美股份、银轮股份】；华为产业链-【沪光股份、瑞鹄模具、文灿股份、光峰科技、星宇股份、上声电子、上海沿浦】；小米产业链-【无锡振华、经纬恒润、继峰股份】。

2、智能化核心主线：建议关注智能驾驶-【伯特利、德赛西威、经纬恒润-W、科博达】+智能座舱-【上声电子、光峰科技、继峰股份】。

重卡：重卡周期底部向上，出口+天然气重卡带动销量增长。天然气价格有望

随季节性回落，气柴比也将季节性走低，我们认为天然气重卡渗透率将持续提升；以旧换新政策有望带动旧排放标准重卡淘汰，重卡市场有望迎来新一轮换购热潮；随内需复苏及出口强劲增长，我们看好重卡板块底部向上，各环节内资头部供应商有望受益，**建议关注【潍柴动力、中国重汽、一汽解放、福田汽车】**。

客车：规模效应凸显，行业复苏向上。出口+国内客车行业强势复苏带动板块业绩大幅提升，我们认为龙头企业有望首先受益于行业 beta，**建议关注【宇通客车、金龙汽车】**。

摩托车：销量角度看，2024Q1 125cc+摩托车2024Q1总销量39.8万辆，同比+29.5%，其中出口106.0万辆，同比+71.4%，超预期，主要增量来源于钱江的高端小排量及春风的250/450cc系列。受益于出口高景气度，摩托车板块重点企业2024Q1营收普遍实现增长，其中涛涛车业同比增幅居前，此外受益于海运费下降、汇率等因素，盈利水平维持高位，2024Q1零部件板块归母净利润同比增速+36.3%，盈利改善明显。

中大排量摩托车市场快速扩容，供给端头部车企新车型、新品牌投放加速提供行业发展的核心驱动力，同步助长摩托车文化逐步形成，持续推荐中大排摩托车赛道。参考国内汽车发展历史及海外摩托车市场竞争格局，自主品牌有望成为中大排量摩托车需求崛起最大受益者，**推荐【春风动力】、【钱江摩托】**。

表43：汽车行业重点关注个股

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
000625.SZ	长安汽车	15.05	1.14	0.81	1.06	1.36	13	19	14	11	推荐
2015.HK	理想汽车	107.20	5.52	8.87	13.02	17.62	19	12	8	6	推荐
9868.HK	小鹏汽车	32.00	-5.53	-3.07	-0.58	2.67	--	--	--	12	推荐
002594.SZ	比亚迪	228.15	10.32	13.68	17.58	21.85	22	17	13	10	推荐
0175.HK	吉利汽车	9.87	0.53	0.74	1.15	1.49	19	13	9	7	推荐
601633.SH	长城汽车	26.25	0.82	1.27	1.59	1.70	32	21	17	15	推荐
601689.SH	拓普集团	61.36	1.85	2.45	3.33	4.22	33	25	18	15	推荐
603596.SH	伯特利	57.71	2.06	2.7	3.62	4.78	28	21	16	12	推荐
603179.SH	新泉股份	43.69	1.65	2.35	3.31	4.39	26	19	13	10	推荐
605333.SH	沪光股份	29.74	0.12	1.16	1.63	2.09	248	26	18	14	推荐
002997.SZ	瑞鹄模具	29.41	0.97	1.57	2	2.48	30	19	15	12	推荐
603197.SH	保隆科技	43.63	1.79	2.38	3.27	4.47	24	18	13	10	推荐
603997.SH	继峰股份	13.55	0.16	0.3	0.69	0.93	85	45	20	15	推荐
600933.SH	爱柯迪	19.17	0.95	1.19	1.54	1.88	20	16	12	10	推荐
603348.SH	文灿股份	33.20	0.19	1.58	2.26	2.87	175	21	15	12	推荐
603129.SH	春风动力	153.56	6.7	8.43	10.65	13.12	23	18	14	12	推荐
002472.SZ	双环传动	24.36	0.96	1.23	1.57	1.95	25	20	16	12	推荐
000913.SZ	钱江摩托	21.90	0.88	1.14	1.39	1.66	25	19	16	13	推荐
688533.SH	上声电子	29.81	0.99	1.61	2.28	2.7	30	19	13	11	推荐
605128.SH	上海沿浦	45.83	1.14	2.16	2.96	4.11	40	21	15	11	推荐
002984.SZ	森麒麟	27.76	1.32	2.14	2.41	2.75	21	13	12	10	推荐

资料来源：iFind，民生证券研究院预测

注：所有标的为 2024 年 5 月 9 日收盘价，汇率=1HK\$=0.92RMB

7 风险提示

- 1、汽车行业竞争加剧。**新能源汽车处于加速渗透时期，如出现“价格战”，可能影响消费者消费意愿，同时对行业盈利能力造成影响；
- 2、汽车行业终端需求不及预期。**汽车行业具有一定周期属性，可能出现终端需求不及预期情况。
- 3、智能驾驶推进进度不及预期。**智能驾驶产业化推进需要政策、技术、数据等多方积累和支持，如上述环节出现问题，可能导致智能驾驶推进进度不及预期。

插图目录

图 1: 汽车行业细分板块营收同比增速 (%)	4
图 2: 汽车行业细分板块毛利率 (%)	4
图 3: 汽车行业细分板块期间费用率 (%)	4
图 4: 汽车行业细分板块研发费用总额 (亿元)	4
图 5: 汽车行业细分板块归母净利率 (%)	4
图 6: 汽车行业细分板块归母净利率增速 (%)	4
图 7: 汽车行业重仓持股市值占比 (%) (申万一级)	5
图 8: 汽车行业重仓持股市值占比 (%)	6
图 9: 乘用车重仓持股市值占比 (%)	6
图 10: 商用车重仓持股市值占比 (%)	7
图 11: 零部件重仓持股市值占比 (%)	8
图 12: 摩托车及其他重仓持股市值占比 (%)	9
图 13: 乘用车年度批发销量及增速 (万辆; %)	11
图 14: 乘用车季度批发销量及增速 (万辆; %)	11
图 15: 乘用车年度上险销量及增速 (万辆; %)	12
图 16: 乘用车季度上险销量及增速 (万辆; %)	12
图 17: 渠道库存变化 (万辆)	12
图 18: 新能源渠道库存变化 (万辆)	12
图 19: 新能源乘用车批发销量及增速 (辆, %)	12
图 20: 新能源乘用车渗透率 (%)	12
图 21: 乘用车分车系销量占比 (%)	13
图 22: 自主乘用车分价格带销量占比 (%)	13
图 23: 乘用出口销量及同比增速 (万辆; %)	14
图 24: 新能源出口渗透率 (%)	14
图 25: 乘用企业营业收入及同比增速 (亿元; %)	16
图 26: 乘用企业营业收入环比增速 (%)	16
图 27: 乘用车企业分季度毛利率 (%)	18
图 28: 乘用企业归母净利润及同比增速 (亿元; %)	20
图 29: 乘用企业归母净利润环比增速 (%)	20
图 30: 乘用车企业分季度归母净利率 (%)	20
图 31: 乘用车企业期间费用率 (%)	22
图 32: 乘用车企业销售管理费用率 (%)	22
图 33: 乘用车企业研发费用率 (%)	22
图 34: 乘用车企业财务费用率 (%)	22
图 35: 汽车零部件单季度营收同比 (%)	25
图 36: 汽车零部件单季度营收环比 (%)	25
图 37: 汽车零部件板块单季毛利率 (%)	27
图 38: 汽车零部件板块累计毛利率 (%)	27
图 39: 汽车零部件板块单季期间费用率 (%)	30
图 40: 汽车零部件板块单季销售费用率 (%)	30
图 41: 汽车零部件板块单季管研费用率 (%)	30
图 42: 汽车零部件板块单季财务费用率 (%)	30
图 43: 汽车零部件单季扣非净利同比 (%)	32
图 44: 汽车零部件单季扣非净利环比 (%)	32
图 45: 汽车零部件单季归母净利率 (%)	32
图 46: 汽车零部件单季投资收益/扣非净利	32
图 47: 原材料价格涨跌幅	32
图 48: 原材料价格涨跌幅	32
图 49: 波罗的海干散货指数(BDI)	33
图 50: 汇率:美元兑人民币	33
图 51: 重卡季度产量及同比增速 (万辆; %)	35
图 52: 重卡季度批发量及同比增速 (万辆; %)	35
图 53: 重卡季度上牌量及同比增速 (万辆; %)	36
图 54: 重卡季度出口量及同比增速 (万辆; %)	36

图 55: 重卡行业市占率 (%)	36
图 56: 天然气重卡销量及渗透率 (辆; %)	37
图 57: 重卡单季度营收同比 (%)	38
图 58: 重卡单季度营收环比 (%)	38
图 59: 重卡重点公司单季度毛利率 (%)	38
图 60: 重卡单季期间费用率 (%)	39
图 61: 重卡单季销售费用率 (%)	39
图 62: 重卡单季管研费用率 (%)	39
图 63: 重卡单季财务费用率 (%)	39
图 64: 重卡单季扣非归母净利同比 (%)	40
图 65: 重卡单季扣非归母净利环比 (%)	40
图 66: 重卡单季度净利率 (%)	40
图 67: 客车单季度营收同比 (%)	41
图 68: 客车单季度营收环比 (%)	41
图 69: 客车单季度毛利率 (%)	42
图 70: 客车单季期间费用率 (%)	43
图 71: 客车单季销售费用率 (%)	43
图 72: 客车单季管研费用率 (%)	43
图 73: 客车单季财务费用率 (%)	43
图 74: 客车单季扣非归母净利同比 (%)	44
图 75: 客车单季扣非归母净利环比 (%)	44
图 76: 行业二轮燃油摩托车销量 (排量>250cc; 辆)	45
图 77: 行业二轮燃油摩托车同比 (排量>250cc; %)	45
图 78: 春风动力二轮车总销量及增速 (辆; %)	46
图 79: 春风动力二轮车出口销量及增速 (辆; %)	46
图 80: 钱江摩托二轮车总销量及增速 (辆; %)	46
图 81: 钱江摩托二轮车出口销量及增速 (辆; %)	46
图 82: 重点摩托车企业营收及同比增速 (亿元, %)	47
图 83: 重点摩托车企业毛利率 (%)	48
图 84: 摩托车主要原材料价格指数走势	48
图 85: 海运 CCFI 价格指数	49
图 86: 人民币兑美元/欧元汇率走势	49

表格目录

表 1: 2024Q1 总结所选择的样本	3
表 2: 2024Q1 乘用车重仓股情况	7
表 3: 2024Q1 商用车重仓股情况	8
表 4: 2024Q1 零部件重仓股情况	9
表 5: 2024Q1 摩托车重仓股情况	10
表 6: 乘用车分车企批发销量市占率 (%)	13
表 7: 分车企乘用车出口销量 (辆)	15
表 8: 分车企乘用车出口同比增速 (%)	15
表 9: 乘用车企业分季度销量 (万辆) 及同环比增速 (%)	16
表 10: 乘用车企业分季度营业收入 (亿元) 及同环比增速 (%)	17
表 11: 乘用车企业分季度单车 ASP (万元)	17
表 12: 乘用车企业分季度毛利率 (%) 及同环比变化 (pct)	18
表 13: 乘用车企业归母净利润 (亿元) 及同环比增速 (%)	20
表 14: 乘用车整车企业归母净利率 (%) 及同环比变化 (pct)	21
表 15: 乘用车整车企业期间费用率 (%) 及同环比变化 (pct)	23
表 16: 乘用车整车企业销售费用率 (%) 及同环比变化 (pct)	23
表 17: 乘用车整车企业管理费用率 (%) 及同环比变化 (pct)	23
表 18: 乘用车整车企业研发费用率 (%) 及同环比变化 (pct)	24

表 19: 乘用车整车企业财务费用率 (%) 及同环比变化 (pct)	24
表 20: 汽车零部件重点公司营收 (亿元) 及同环比增速 (%)	26
表 21: 汽车零部件板块中营收同比增速前 10 名的公司 营收 (亿元) 及同环比增速 (%)	26
表 22: 汽车零部件板块中营收环比增速前 10 名的公司 营收 (亿元) 及同环比增速 (%)	27
表 23: 汽车零部件重点公司毛利率 (%)	28
表 24: 汽车零部件板块中毛利率排名前 10 名的公司	28
表 25: 汽车零部件板块中毛利率环比改善排名前 10 名的公司	29
表 26: 汽车零部件板块重点公司期间费用率 (%)	30
表 27: 汽车零部件板块中期间费用率排名前 10 名 (费用率最低) 的公司	31
表 28: 汽车零部件重点公司扣非归母净利润 (亿元) 及同环比增速 (%)	33
表 29: 汽车零部件板块中扣非净利润同比增速前 10 名的公司 扣非归母净利润 (亿元) 及同环比增速 (%)	34
表 30: 汽车零部件板块中扣非净利润环比增速前 10 名的公司 扣非归母净利润 (亿元) 及同环比增速 (%)	34
表 31: 重点企业营收及同环比增速 (亿元; %)	38
表 32: 重点企业毛利率及同环比变化 (%; pct)	39
表 33: 重点企业期间费用率及同环比变化 (%; pct)	40
公司	40
表 34: 重点企业扣非归母净利润及同环比增速 (亿元; %)	41
公司	41
表 35: 重点企业净利率及同环比变化 (%; pct)	41
公司	41
表 36: 重点企业营收及同环比增速 (亿元; %)	42
表 37: 重点企业毛利率及同环比变化 (%; pct)	42
表 38: 重点企业期间费用率及同环比变化 (%; pct)	43
公司	43
表 39: 重点企业扣非归母净利润及同环比增速 (亿元; %)	44
公司	44
表 40: 重点摩托车企业营收及同比增速 (亿元; %)	47
表 41: 重点摩托车企业毛利率及变化趋势 (%)	48
表 42: 重点摩托车企业净利率及变化趋势 (%)	49
表 43: 汽车行业重点关注个股	52

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026