

汽车

2024年05月15日

汽车行业景气度高，整车及零部件板块业绩亮眼

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

任浪（分析师）

徐剑峰（联系人）

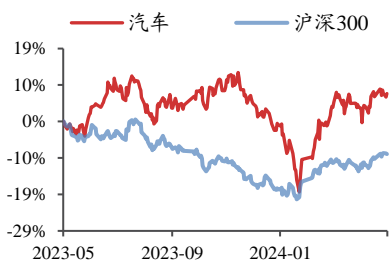
renlang@kysec.cn

xujianfeng@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790123070014

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《智能汽车系列（十四）——需求为基，自动驾驶踏浪而行——行业深度报告》-2024.5.10

《大模型上车，智驾真元年——开源中小盘 & 汽车行业 2024 年中期投资策略》-2024.5.9

《政策如期落地，以旧换新补贴有望推升行业销量——行业点评报告》-2024.4.29

● 乘用车：销量增长推动营收规模扩大，降价潮背景下利润率环比下滑

2023Q4，国家、地方、车企推出多种促销政策刺激终端消费，同时出口端需求强劲，推动乘用车销量创新高。进入2024年，1月行业迎来开门红，2月受春节假期短暂影响后，比亚迪等车企发起新一轮降价潮，尤其是3月冲击季度销量目标力度较大。同时，出口端在前2月环比下滑后，3月强势反弹创新高。因此，虽面临消费者一定的观望情绪的不利影响，但2024Q1乘用车销量还是实现同比增长。反映到车企端，比亚迪、长城2023Q4/2024Q1营收、扣非归母净利润均同比增长，赛力斯2024Q1成功实现扭亏为盈。此外，车企端利润率在规模效应带动下同比增长，但受降价潮影响，相比2023Q3有所下降。展望后续，以旧换新政策落地、车企新车型密集发布、终端购车优惠仍存在等驱动下，乘用车销量有望迎来明显增长，进而带动车企业绩。

● 商用车：销量增长推升重卡企业盈利能力，出口量高增提升宇通客车业绩

重卡方面，内外需共振下，2023年销量触底反弹，其中2023Q4销量同比增长37.3%，2024Q1销量同比增长12.9%。目前来看，以旧换新增量需求、天然气重卡加速渗透、海外需求增长仍为重卡销量的重要驱动力。车企方面，销量增长带动业绩增长，行业龙头中国重汽、潍柴动力营收、归母净利润同比增长。

客车方面，国内需求复苏、出口量高增，尤其是新能源客车凭借产品力助力客车企业逐步向欧洲等发达市场渗透。反映到车企端，海外业务营收占比提升明显且盈利能力相对国内业务更强。受益于此，行业龙头宇通客车、金龙汽车业绩高增。

● 零部件：业绩受下游需求增长推动，关注爆款车型供应链及智能化领域放量

受下游需求增长带来的规模效应推动，零部件企业普遍迎来业绩增长，尤其是部分切入爆款车型产业链的零部件企业受益相关车型的放量，比如沪光股份进入问界供应链，受益新能源车对高压线束的需求以及国产替代趋势，业绩快速增长。同时，汽车智能化加速推进，带动决策、执行端零部件企业业绩实现高速增长。

● 聚焦“以旧换新落地+智能化渗透+出海加速”，相关整车及零部件企业将受益

乘用车方面，以旧换新政策提振终端销量，电动智能化领域领先的企业将更加受益。推荐比亚迪、长安汽车、长城汽车，受益标的：赛力斯、北汽蓝谷、江淮汽车、理想汽车-W、小鹏汽车-W。商用车方面，关注重卡以旧换新、天然气重卡渗透及出口，推荐潍柴动力、中国重汽，客车领域出海成需求增长推动力，受益标的：宇通客车。零部件方面，智能化加速渗透确定性高，推荐域控制器领域德赛西威、均胜电子、华阳集团，线控底盘领域受益标的：中鼎股份、保隆科技、伯特利等。同时华为产业链值得期待，底盘和轻量化领域受益标的：博俊科技、瑞鹤模具，线束领域推荐沪光股份，座椅领域受益标的：上海沿浦。此外，关注特斯拉产业链出海，受益标的：拓普集团、旭升集团、银轮股份、新泉股份等。

● **风险提示：**汽车行业需求不及预期、电动智能化转型不及预期、出海进程不及预期、政策支持力度不及预期、行业竞争加剧、原材料价格大幅波动等。

目 录

| | |
|---|----|
| 1、 整车：乘用车需求增长推升盈利，客车/重卡表现同样突出..... | 5 |
| 1.1、 乘用车：销量增长扩大营收规模，降价潮背景下利润率环比下滑..... | 5 |
| 1.2、 重卡：受天然气重卡渗透及出口推动，营收规模同比增长..... | 13 |
| 1.3、 客车：受出口量高增推动，宇通客车业绩大幅增长..... | 17 |
| 2、 零部件：下游需求增长带来规模效应，多数公司业绩增长..... | 21 |
| 2.1、 轻量化：拓普集团业绩继续领跑，爱柯迪、博俊科技、瑞鹄模具等业绩提升..... | 21 |
| 2.2、 热管理：新能源车业务增长推动三花智控、银轮股份业绩同比高增..... | 23 |
| 2.3、 内外饰：新泉股份、上海沿浦业绩增长明显..... | 24 |
| 2.4、 线束线缆：“电动智能化+国产替代”推动沪光股份业绩高增..... | 26 |
| 2.5、 域控制器：德赛西威等公司业绩普遍增长，经纬恒润业绩有所承压..... | 27 |
| 2.6、 线控底盘：2024Q1 业绩普遍高增，保隆科技受新品爬坡等影响承压..... | 29 |
| 3、 估值及基金持仓：汽车板块估值处历史中低位，基金持仓比例处历史高位..... | 31 |
| 3.1、 估值：汽车板块估值目前处于历史中低位，后续有望迎来修复..... | 31 |
| 3.2、 基金持仓分析：汽车板块持仓比例处历史高位，商用车板块占比环比提升..... | 32 |
| 4、 投资建议..... | 33 |
| 5、 风险提示..... | 35 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1： 2023 年，我国乘用车销量同比增长 10.25% | 5 |
| 图 2： 2023Q4/2024Q1 我国乘用车批发销量同比分别增长 19.7%/10.7% | 5 |
| 图 3： 2023Q4/2024Q1 我国新能源乘用车销量同比分别增长 37.1%/29.1% | 6 |
| 图 4： 2023Q4/2024Q1 我国新能源乘用车渗透率分别为 38.2%/34.7%，同比分别增长 4.8pct/4.9pct..... | 6 |
| 图 5： 2023Q4 以来，新能源乘用车综合促销幅度呈持续扩大趋势..... | 6 |
| 图 6： 2023Q4/2024Q1 我国乘用车出口量同比分别增长 50.5%/34.2% | 7 |
| 图 7： 2023Q4/2024Q1 我国乘用车出口量占比分别为 16.2%/19.8%，同比分别增长 3.3pct/3.5pct..... | 7 |
| 图 8： 2023Q4，车企批发销量同比普遍增长；2024Q1，比亚迪、长安、长城、赛力斯销量同比增长，但北汽蓝谷、上汽、广汽销量同比下滑 | 7 |
| 图 9： 2023Q4/2024Q1 乘用车板块营收同比分别增长 12.7%/9.1% | 8 |
| 图 10： 比亚迪、长安、长城、赛力斯 2023Q4 及 2024Q1 营收均同比增长，上汽、广汽 2023Q4 营收同比增长..... | 8 |
| 图 11： 在规模效应作用下，乘用车板块 2023Q4/2024Q1 毛利率同比提升，但受降价潮影响，相比 2023Q3 下滑..... | 9 |
| 图 12： 受销量增长推动，比亚迪、长城 2023Q4/2024Q1 毛利率同比提升，赛力斯毛利率环比大幅提升 | 9 |
| 图 13： 车企加大促销力度，乘用车板块 2023Q4/2024Q1 销售费用率同比明显提升，环比持续提升 | 9 |
| 图 14： 比亚迪、长安、广汽 2023Q4/2024Q1 销售费用率同比提升，长城 2023Q4 销售费用率也同比提升..... | 9 |
| 图 15： 受规模效应等因素驱动，乘用车板块 2023Q4/2024Q1 管理费用率同比明显下降 | 10 |
| 图 16： 上汽、赛力斯、长城 2023Q4/2024Q1 管理费用率同比下降，比亚迪、长安 2023Q4 管理费用率同比下滑..... | 10 |
| 图 17： 为进一步提升产品力、赢得竞争优势，乘用车板块 2023Q4/2024Q1 研发费用率同环比持续提升 | 10 |
| 图 18： 比亚迪、长安、上汽 2023Q4/2024Q1 研发费用率同比提升，长城 2023Q4 研发费用率同比提升..... | 10 |
| 图 19： 2023Q4/2024Q1 乘用车板块扣非归母净利润同比分别增长 526.5%/20.9% | 11 |
| 图 20： 比亚迪、长城 2023Q4 及 2024Q1 扣非归母净利润均同比增长，赛力斯 2024Q1 扣非归母净利润实现扭亏为盈..... | 11 |
| 图 21： 乘用车板块 2023Q4/2024Q1 扣非归母净利率同比提升，但受降价潮等影响相比 2023Q3 明显下滑..... | 11 |
| 图 22： 比亚迪、长城 2023Q4/2024Q1 扣非归母净利率同比提升，但受降价潮影响相比 2023Q3 明显下滑..... | 11 |
| 图 23： 2023 年重卡销量触底反弹，同比增长 35.6% | 13 |

| | | |
|-------|--|----|
| 图 24: | 2024Q1, 重卡销量同比继续增长..... | 13 |
| 图 25: | 以旧换新政策要求加快淘汰国三及以下标准营运类柴油货车, 将安排财政资金支持柴油货车等更新..... | 14 |
| 图 26: | 2023 年及 2024Q1, 天然气重卡销量渗透率分别为 16.7%、16.6%..... | 14 |
| 图 27: | 天然气价格目前处于相对低位, 有望加速天然气重卡的渗透..... | 14 |
| 图 28: | 2020 年以来, 重卡出口量及占比持续提升..... | 15 |
| 图 29: | 2024Q1, 重卡出口量同比继续提升..... | 15 |
| 图 30: | 中国重汽、潍柴动力 2023Q4/2024Q1 重卡销量同比增长, 2024Q1 重卡销量环比提升..... | 16 |
| 图 31: | 中国重汽、潍柴动力、一汽解放 2023Q4/2024Q1 营收同比增长, 2024Q1 营收环比增长..... | 16 |
| 图 32: | 中国重汽、潍柴动力 2023Q4 毛利率同比提升, 潍柴动力、一汽解放 2024Q1 毛利率同比提升..... | 16 |
| 图 33: | 中国重汽、一汽解放 2023Q4 期间费用率同比下降, 潍柴动力、一汽解放 2024Q1 期间费用率环比下降..... | 16 |
| 图 34: | 中国重汽、潍柴动力 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比增长..... | 16 |
| 图 35: | 中国重汽、潍柴动力 2023Q4 归母净利率同比提升, 潍柴动力、一汽解放 2024Q1 归母净利率同比提升..... | 16 |
| 图 36: | 2023 年, 我国客车总销量同比增长 20.0%..... | 17 |
| 图 37: | 2023Q4/2024Q1, 我国客车销量同比分别增长 16.8%/26.0%..... | 17 |
| 图 38: | 2023Q4/2024Q1 我国新能源客车销量占比分别达 28.7%/19.2%..... | 17 |
| 图 39: | “十四五”期间, 我国大部分省份提出明确的新能源客车发展目标..... | 17 |
| 图 40: | 2023Q4/2024Q1 我国客车出口量占比分别达 20.4%/25.7%, 同比分别提升 4.1pct/1.6pct..... | 18 |
| 图 41: | 我国拥有相对完整的客车产业链, 带来一定的性价比优势..... | 18 |
| 图 42: | 2023Q4/2024Q1 我国 10 座及以上客车出口量中新能源客车出口量占比分别达 15.2%/10.3%..... | 18 |
| 图 43: | 2023 年, 宇通客车继续引领中国新能源客车进军欧洲市场..... | 18 |
| 图 44: | 2023Q4/2024Q1 宇通客车的客车总销量同比分别下降 8.9%/增长 74.2%..... | 19 |
| 图 45: | 2023Q4/2024Q1 金龙汽车的客车总销量同比分别下降 22.9%/增长 42.0%..... | 19 |
| 图 46: | 受销量推动, 宇通客车、金龙汽车 2024Q1 营收同比增长..... | 19 |
| 图 47: | 受规模效应、出口销量占比提升等因素驱动, 宇通客车、金龙汽车 2023Q4/2024Q1 毛利率同比提升..... | 19 |
| 图 48: | 受规模效应等影响, 宇通客车 2023Q4/2024Q1 期间费用率下降明显, 金龙汽车费用率仍有改善空间..... | 20 |
| 图 49: | 营收增长叠加毛利率提升, 宇通 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比提升明显..... | 20 |
| 图 50: | 2023Q4/2024Q1 宇通客车的客车出口量同比分别增长 78.9%/92.0%, 占比分别为 27.8%/33.6%..... | 20 |
| 图 51: | 2023Q4/2024Q1 金龙汽车的客车出口量同比分别增长 30.9%/26.3%, 占比分别为 16.5%/13.8%..... | 20 |
| 图 52: | 宇通客车 2023 年海外业务营收/毛利占比同比分别提升 14.5pct/14.0pct..... | 20 |
| 图 53: | 宇通客车 2023 年海外业务毛利率、单车均价、单车毛利均高于国内业务..... | 20 |
| 图 54: | 金龙汽车海外业务营收占比持续提升, 2023 年提升至 47.5%, 同比增长 16.4pct..... | 21 |
| 图 55: | 金龙汽车 2023 年海外业务毛利占比达 69.7%, 毛利率为 17.0%, 明显高于国内业务的 5.6%..... | 21 |
| 图 56: | 拓普集团、爱柯迪、博俊科技、瑞鹤模具 2023Q4/2024Q1 营收同比增长..... | 22 |
| 图 57: | 拓普集团 2023Q4/2024Q1 毛利率同比增长, 文灿股份、博俊科技、瑞鹤模具 2024Q1 毛利率同比增长..... | 22 |
| 图 58: | 2023Q4/2024Q1 文灿股份、博俊科技、瑞鹤模具等期间费用率同比下降, 拓普集团较 2023Q3 下降明显..... | 23 |
| 图 59: | 拓普集团、爱柯迪、博俊科技、瑞鹤模具等 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比增长..... | 23 |
| 图 60: | 三花智控 2024Q1 营收同环比明显增长, 银轮股份 2023Q4/2024Q1 营收同比增长..... | 24 |
| 图 61: | 三花智控、银轮股份 2023Q4/2024Q1 毛利率同比增长..... | 24 |
| 图 62: | 三花智控 2023Q4/2024Q1 期间费用率同比下降..... | 24 |
| 图 63: | 三花智控、银轮股份 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比增长..... | 24 |
| 图 64: | 新泉股份、常熟汽饰、继峰股份、上海沿浦 2023Q4/2024Q1 营收同比增长..... | 26 |
| 图 65: | 新泉股份、继峰股份、明新旭腾 2024Q1 毛利率同比提升..... | 26 |
| 图 66: | 常熟汽饰 2023Q4 期间费用率同比下降, 上海沿浦 2023Q4/2024Q1 期间费用率同比下降..... | 26 |
| 图 67: | 新泉股份、常熟汽饰、上海沿浦 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比增长, 继峰股份 2023Q4 同比扭亏..... | 26 |
| 图 68: | 沪光股份、卡倍亿 2023Q4/2024Q1 营收同比增长..... | 27 |

| | |
|--|----|
| 图 69: 沪光股份、卡倍亿 2023Q4/2024Q1 毛利率同比提升..... | 27 |
| 图 70: 沪光股份 2023Q4/2024Q1 期间费用率同比下降..... | 27 |
| 图 71: 沪光股份 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比高增..... | 27 |
| 图 72: 德赛西威、经纬恒润、均胜电子、华阳集团、科博达 2023Q4/2024Q1 营收同比增长..... | 29 |
| 图 73: 德赛西威、经纬恒润毛利率有所下滑, 均胜电子 2023Q4/2024Q1 毛利率同比增长..... | 29 |
| 图 74: 德赛西威、华阳集团、科博达 2023Q4/2024Q1 期间费用率同比下降..... | 29 |
| 图 75: 德赛西威、华阳集团、均胜电子、科博达 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比高增..... | 29 |
| 图 76: 保隆科技、伯特利、亚太股份 2023Q4/2024Q1 营收同比增长, 中鼎股份 2024Q1 营收同比高增..... | 31 |
| 图 77: 中鼎股份、亚太股份 2023Q4/2024Q1 毛利率同比提升, 保隆科技 2024Q1 毛利率同环比提升..... | 31 |
| 图 78: 伯特利 2023Q4/2024Q1 期间费用率同比下降, 中鼎股份、亚太股份期间费用率改善明显..... | 31 |
| 图 79: 中鼎股份、伯特利 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比高增, 保隆科技、亚太股份 2024Q1 业绩改善明显..... | 31 |
| 图 80: 汽车板块估值目前处于历史中低位, 2 月以来小幅反弹..... | 32 |
| 图 81: 2023Q4/2024Q1, 基金持仓汽车板块比例虽环比小幅下滑, 但仍处历史高位..... | 32 |
| 图 82: 2023Q4/2024Q1 汽车零部件板块约占基金汽车板块总持仓的一半, 商用车板块持仓比例环比提升明显..... | 33 |
| 表 1: 上汽、广汽部分品牌, 尤其是合资品牌, 2024Q1 销量同比下滑..... | 8 |
| 表 2: 2024Q1 汽车板块前十大重仓股持股比例及其变化..... | 33 |
| 表 3: 受益标的盈利预测及估值..... | 34 |

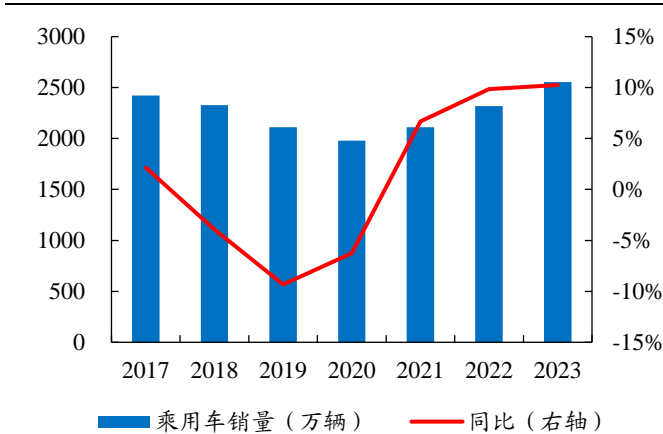
1、整车：乘用车需求增长推升盈利，客车/重卡表现同样突出

1.1、乘用车：销量增长扩大营收规模，降价潮背景下利润率环比下滑

2023Q4，为提振汽车行业消费，国家及地方政府推出消费券、补贴等多种形式的促销政策，并且大多为限时促销政策，短期提振作用显著。同时，车企为冲击全年销量目标，继续推出较大的优惠政策，汽车行业呈现以价换量的局面。同时，出口方面，受益我国燃油车产品的技术进步以及新能源车方面的技术领先性、成本优势，车企持续加大海外布局，2023Q4 出口量创新高。在内外需强劲的共同推动下，2023Q4 我国乘用车批发销量创新高，同比增长 19.7%。

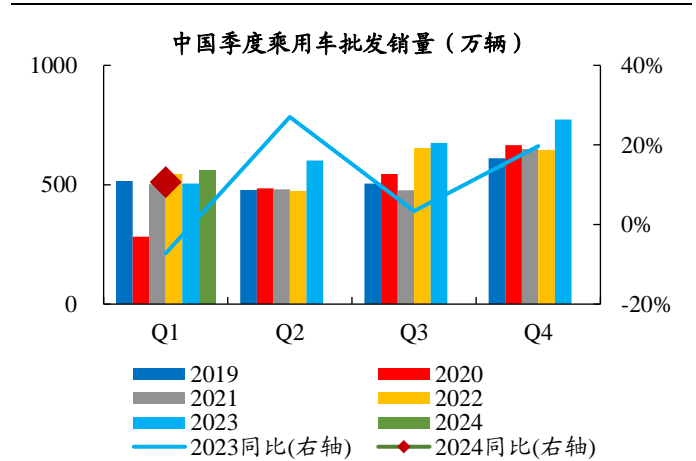
进入 2024 年，1 月受低基数及春节消费前置影响，乘用车行业迎来开门红，乘用车批发销量同比增长 44.8%。但 2 月受春节长假影响，乘用车批发销量明显承压。因此，长假后首日，比亚迪等车企就发起新一轮的降价潮，但受持续存在的降价潮引发消费者的观望情绪的影响，2 月的降价未能起到很好的效果。同时，出口端前 2 月环比下滑明显，也对乘用车销量起抑制作用。进入 3 月，车企为冲击季度销量目标，继续推出力度较大的限时优惠，尤其是新能源车促销力度环比继续扩大，春节长假的影响也基本已经消除，同时出口方面强势反弹，推动 3 月乘用车批发销量创近年来的新高。整体看，2024Q1 我国乘用车批发销量同比增长 10.7%，车企端频频推出的优惠等因素还是起到了效果。展望后续，以旧换新政策落地、车企新车型密集发布、车企购车优惠等多因素驱动下，乘用车销量有望迎来明显增长。

图1：2023 年，我国乘用车销量同比增长 10.25%



数据来源：Wind、开源证券研究所

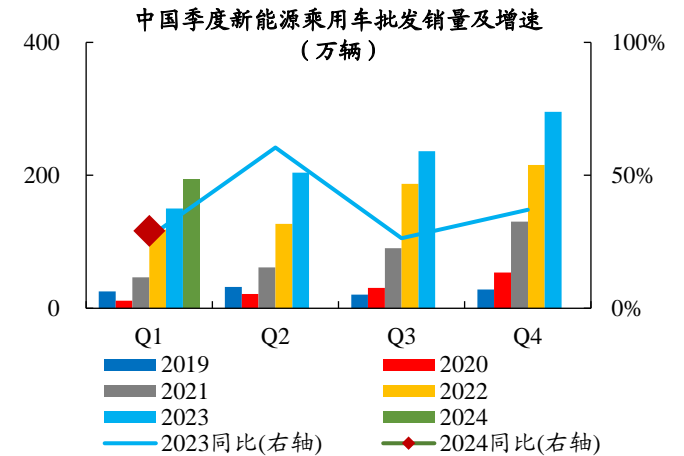
图2：2023Q4/2024Q1 我国乘用车批发销量同比分别增长 19.7%/10.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

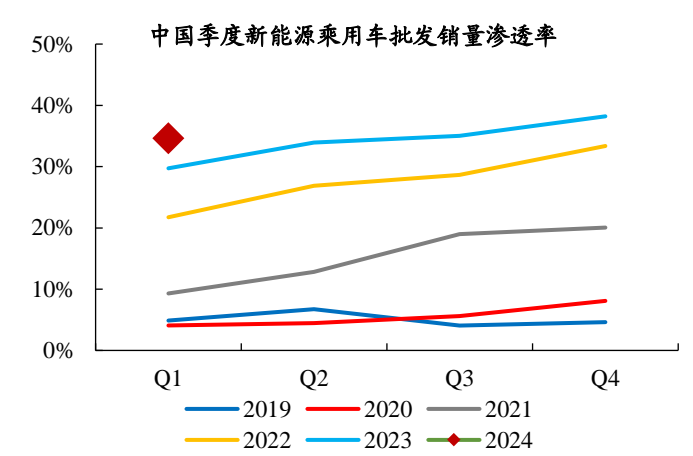
在自主新能源品牌主动引领降价潮等因素的推动下，我国新能源乘用车销量同比持续提升，2023Q4/2024Q1 渗透率均创对应季度近年来的新高。在新能源车续航能力及补能便捷性大幅提升，并且在智能化领域发力的大背景下，新能源车成为我国乘用车销量的重要驱动力。尤其是短期来看，为进一步抢占燃油车的市场份额，2023Q4 以来，自主新能源品牌主动引领降价潮，综合促销幅度持续扩大。在此影响下，2023Q4/2024Q1 我国新能源乘用车渗透率均创对应季度近年来的新高，同比分别增长 4.8pct/4.9pct，对乘用车销量的拉动作用明显。

图3: 2023Q4/2024Q1 我国新能源乘用车销量同比分别增长 37.1%/29.1%



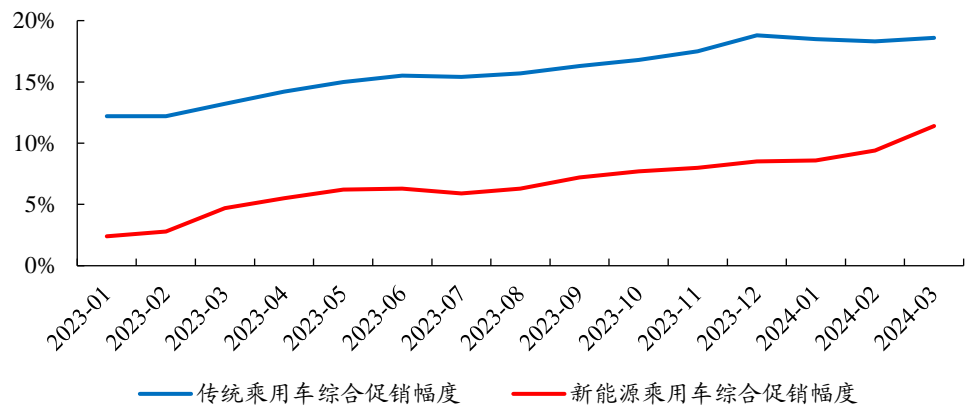
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2023Q4/2024Q1 我国新能源乘用车渗透率分别为 38.2%/34.7%，同比分别增长 4.8pct/4.9pct



数据来源: Wind、开源证券研究所

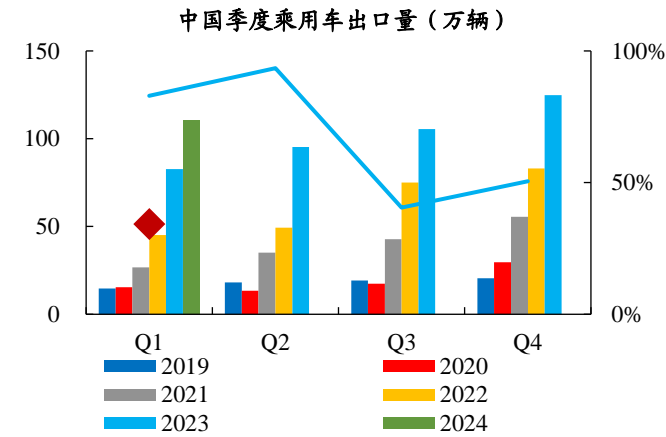
图5: 2023Q4 以来，新能源乘用车综合促销幅度呈持续扩大趋势



数据来源: 崔东树公众号、开源证券研究所

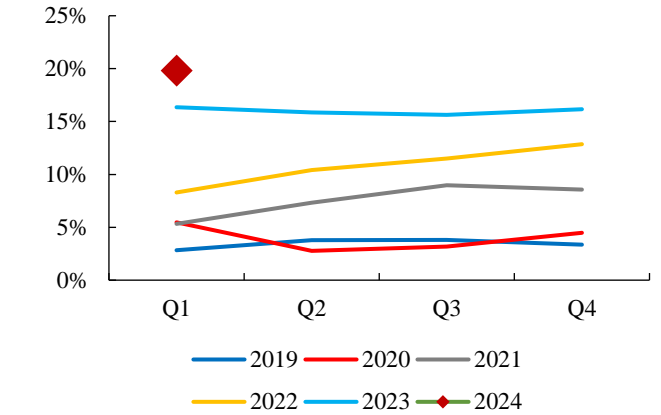
出口成为我国乘用车市场的另一大重要驱动力，2023Q4/2024Q1 我国乘用车出口量同比高增。我国有着较为完整的汽车产业链，带来汽车产品较强的供应稳定性及成本优势。同时，燃油车产品缩小技术差距、新能源车产品技术领先也给我国乘用车出口带来较大的优势。此外，外部环境的一些有利因素也为我国乘用车出口创造了条件，比如地缘政治背景下俄罗斯市场的供给缺口以及海外诸多国家坚定发展新能源车的目标。因此，我国车企纷纷加大出海布局，出口成为当前我国乘用车销量的重要驱动力。具体来看，在独联体国家等地区的传统燃油车、东南亚及欧洲等地区的新能源车出口量表现亮眼的情况下，2023Q4 乘用车出口量创新高，同比增长 50.5%。进入 2024 年，虽受春节长假、库存积累等因素影响，乘用车出口量环比持续下滑，但 3 月我国乘用车出口量触底反弹并创新高，推动 2024Q1 乘用车出口量同比增长 34.2%，其中出口至独联体国家的传统燃料车触底反弹，出口至欧洲、东南亚地区的纯电车数量环比恢复增长。

图6: 2023Q4/2024Q1 我国乘用车出口量同比分别增长 50.5%/34.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

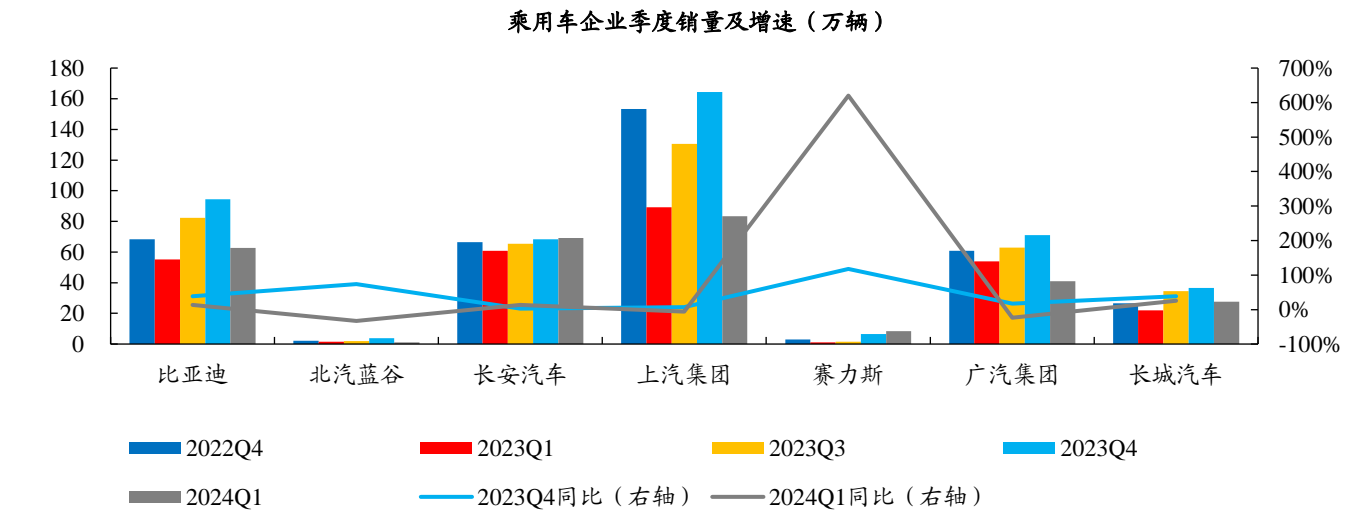
图7: 2023Q4/2024Q1 我国乘用车出口量占比分别为 16.2%/19.8%，同比分别增长 3.3pct/3.5pct



数据来源: Wind、开源证券研究所

车企端，2023Q4 车企乘用车批发销量同比普遍增长，2024Q1 车企乘用车销量有所分化。2023Q4，车企为完成全年销量目标，推出较大的促销力度，叠加政府层面出台各种促销费政策，因此车企乘用车批发销量同比普遍明显增长。而到 2024Q1，自主品牌主动引领降价潮，尤其是自主新能源品牌向合资品牌燃油车发起猛烈冲击，而政府层面的促销政策相比 2023Q4 有所减少，因此车企乘用车销量表现出现分化。比亚迪、长安、长城、赛力斯乘用车批发销量同比增长，但上汽、广汽乘用车批发销量同比有所减少，预计与合资品牌乘用车销量有所承压有关。

图8: 2023Q4，车企批发销量同比普遍增长；2024Q1，比亚迪、长安、长城、赛力斯销量同比增长，但北汽蓝谷、上汽、广汽销量同比下滑



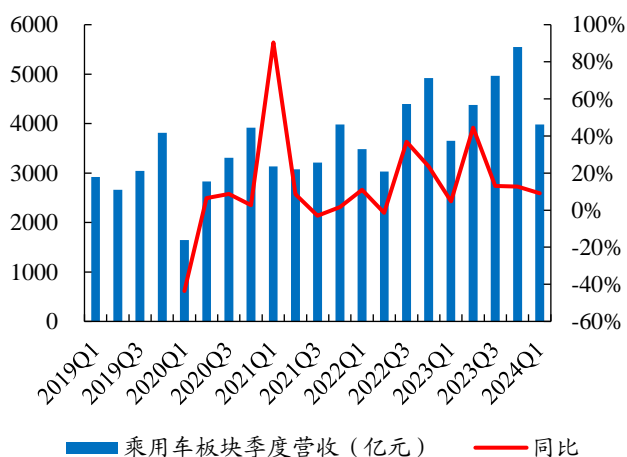
数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: 上汽、广汽部分品牌, 尤其是合资品牌, 2024Q1 销量同比下滑

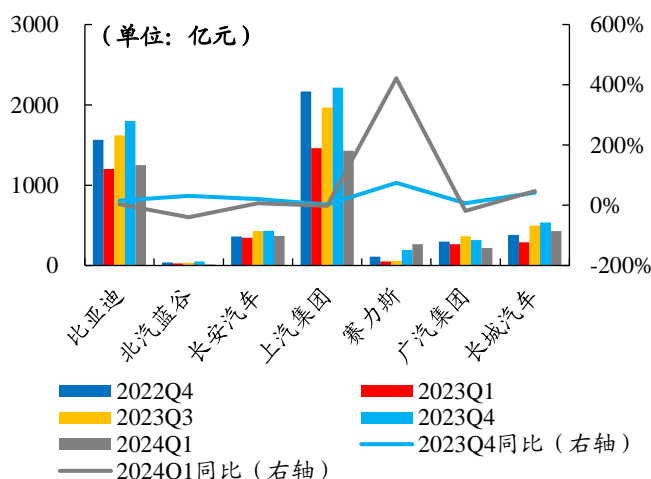
| 品牌 | 2024Q1 销量 (辆) | 同比变化 |
|-------|---------------|---------|
| 上汽通用 | 111500 | -40.04% |
| 上汽乘用车 | 162530 | -17.27% |
| 上汽大通 | 48243 | -7.02% |
| 广汽本田 | 156054 | -21.74% |
| 广汽丰田 | 85484 | -29.07% |
| 广汽埃安 | 116976 | -37.60% |

数据来源: 盖世汽车社区公众号、开源证券研究所

营收与销量高度相关, 2023Q4 车企营收同比普遍增长, 2024Q1 车企营收表现有所分化。2023Q4 乘用车行业销量创新高带动乘用车板块营收创新高。2024Q1, 行业销量同比继续增长, 但环比有所下滑, 带动乘用车板块营收同比增长、环比下滑。车企方面, 2023Q4 销量增长带动车企营收同比普遍增长。其中受销量影响, 2024Q1 比亚迪、长安、长城、赛力斯营收同比继续增长, 但上汽、广汽营收同比有所下滑。

图9: 2023Q4/2024Q1 乘用车板块营收同比分别增长 12.7%/9.1%


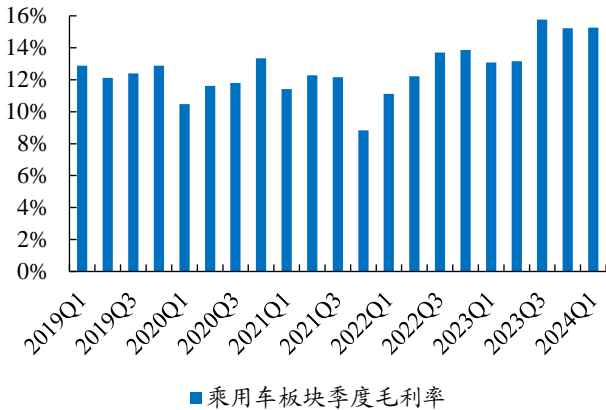
数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 乘用车板块选择的上市公司为比亚迪、北汽蓝谷、海马汽车、长安汽车、上汽集团、赛力斯、广汽集团、长城汽车, 下同)

图10: 比亚迪、长安、长城、赛力斯 2023Q4 及 2024Q1 营收均同比增长, 上汽、广汽 2023Q4 营收同比增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

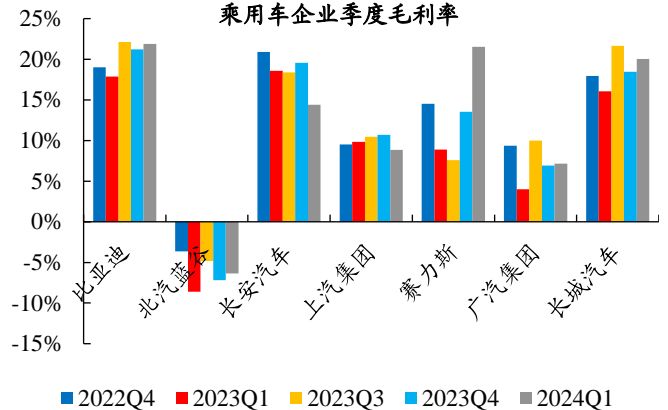
2023Q4 及 2024Q1, 乘用车板块毛利率同比提升明显, 但相比 2023Q3 有所下降。 2023Q4 及 2024Q1, 乘用车板块毛利率同比提升明显, 预计与销量增长带来的规模效应有关, 但相比 2023Q3 有所下降, 预计与车企方面促销力度加大有关。车企端, 比亚迪、上汽、长城 2023Q4 毛利率同比有所提升, 但比亚迪、长城毛利率环比下滑, 预计与促销加大有关。2024Q1, 比亚迪、长城毛利率同比继续提升, 并且环比也有所提升。赛力斯方面, 在规模效应的推动下, 2023Q4/2024Q1 毛利率环比持续大幅提升。长安、广汽方面, 毛利率有所承压, 预计与销量增长不大、从而规模效应有限有关。

图11: 在规模效应作用下, 乘用车板块 2023Q4/2024Q1 毛利率同比提升, 但受降价潮影响, 相比 2023Q3 下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 受销量增长推动, 比亚迪、长城 2023Q4/2024Q1 毛利率同比提升, 赛力斯毛利率环比大幅提升



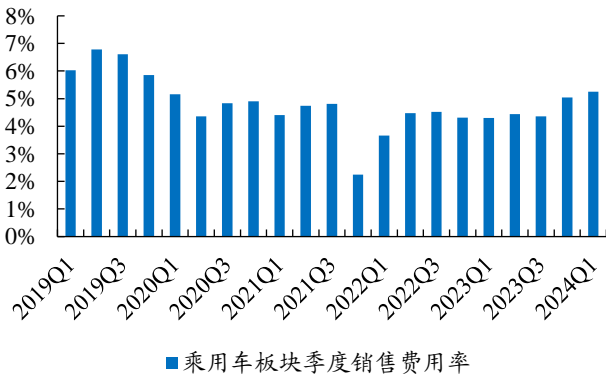
数据来源: Wind、开源证券研究所

期间费用率方面, (1) 促销力度加大使乘用车板块 2023Q4/2024Q1 销售费用率环比持续提升。2023Q4, 为完成全年销量目标, 车企加大促销力度。2024Q1, 自主新能源品牌主动引领降价潮, 合资燃油车品牌被动跟随, 竞争激烈也导致行业整体销售费用率同环比提升。车企方面, 比亚迪、长安、广汽 2023Q4/2024Q1 销售费用率同比明显提升, 比亚迪销售费用率更是环比持续提升。赛力斯方面, 受规模效应推动, 销售费用率同环比下滑明显。北汽蓝谷方面, 尽管 2023Q4/2024Q1 销售费用率环比持续提升, 但受 2024Q1 营收下滑明显影响, 销售费用率明显提升。

(2) 规模效应推动乘用车板块 2023Q4/2024Q1 管理费用率同比明显下降。受规模效应推动, 乘用车板块 2023Q4/2024Q1 管理费用率同比下降。车企方面, 上汽、赛力斯、长城 2023Q4/2024Q1 管理费用率同比下滑, 比亚迪 2023Q4 管理费用率下滑。

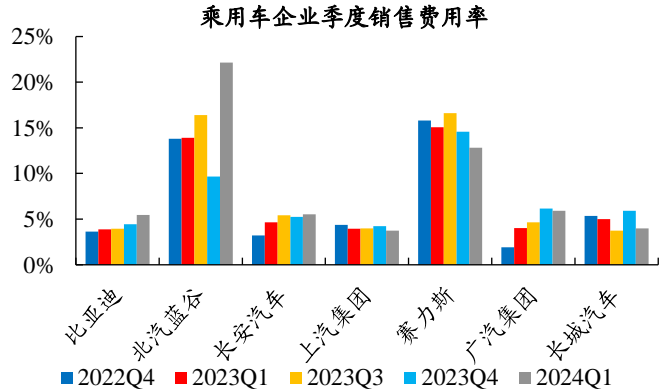
(3) 研发方面, 车企为提升产品力, 2023Q4/2024Q1 研发费用率同环比持续提升。电动智能化的时代, 为获取技术及产品力优势, 同时也为持续推出更多的新产品以应对行业竞争激烈的现状, 车企纷纷加大研发力度。乘用车板块 2023Q4/2024Q1 研发费用率同环比持续提升。车企方面, 比亚迪、长安 2023Q4/2024Q1 研发费用率明显提升。比亚迪计划未来在智能化领域投入超千亿, 第 5 代 DM-i 等电动化领域技术也在持续推进。长安方面积极投入“金钟罩”电池及 SDA 架构等领域的研发。

图13: 车企加大促销力度, 乘用车板块 2023Q4/2024Q1 销售费用率同比明显提升, 环比持续提升



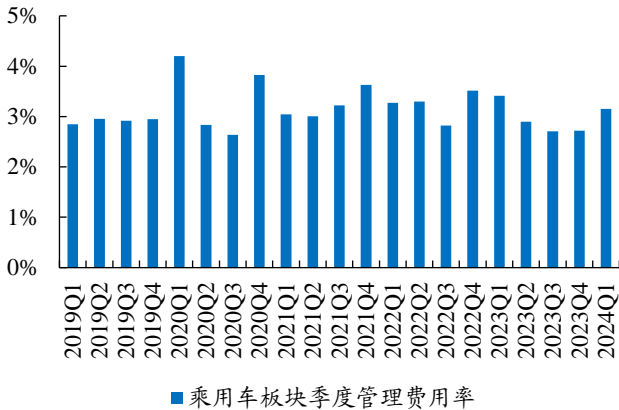
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 比亚迪、长安、广汽 2023Q4/2024Q1 销售费用率同比提升, 长城 2023Q4 销售费用率也同比提升



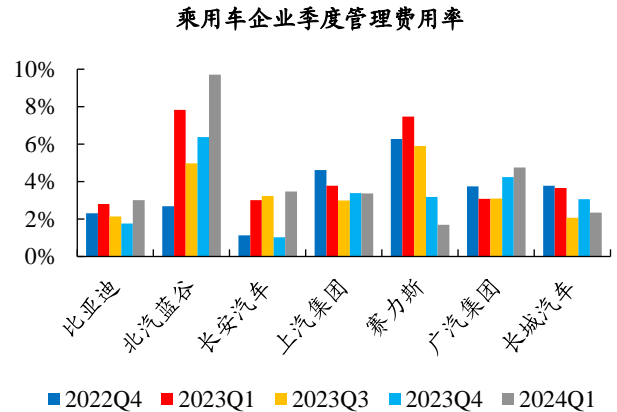
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 受规模效应等因素驱动, 乘用车板块 2023Q4/2024Q1 管理费用率同比明显下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 上汽、赛力斯、长城 2023Q4/2024Q1 管理费用率同比下降, 比亚迪、长安 2023Q4 管理费用率同比下滑



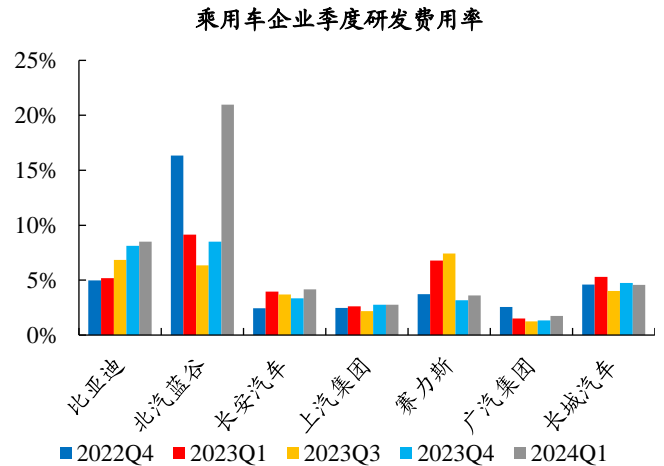
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 为进一步提升产品力、赢得竞争优势, 乘用车板块 2023Q4/2024Q1 研发费用率同环比持续提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

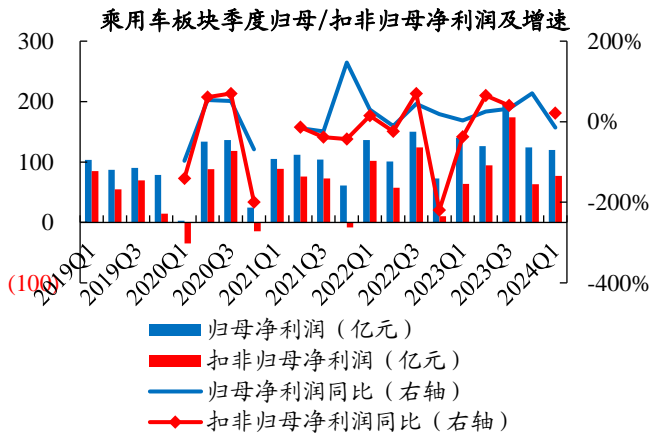
图18: 比亚迪、长安、上汽 2023Q4/2024Q1 研发费用率同比提升, 长城 2023Q4 研发费用率同比提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

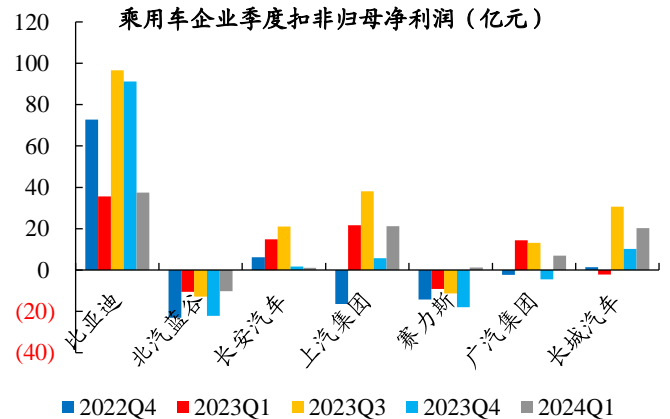
营收、毛利率同比提升带动乘用车板块 2023Q4/2024Q1 扣非归母净利润同比提升, 但受降价潮等因素影响盈利能力环比有所下滑。在营收、毛利率同比提升的推动下, 乘用车板块 2023Q4/2024Q1 扣非归母净利润同比提升。但受降价潮等因素影响, 相比 2023Q3, 乘用车板块扣非归母净利润下滑明显, 利润率有所承压。车企方面, 比亚迪、长城 2023Q4/2024Q1 扣非归母净利润同比均提升, 而赛力斯受规模效应推动, 2024Q1 成功实现扭亏为盈。利润率方面, 长安、广汽等促销力度较大, 扣非归母净利润率同比持续下滑, 像比亚迪以价换量趋势下利润率环比呈下滑趋势。

图19: 2023Q4/2024Q1 乘用车板块扣非归母净利润同比增长 526.5%/20.9%



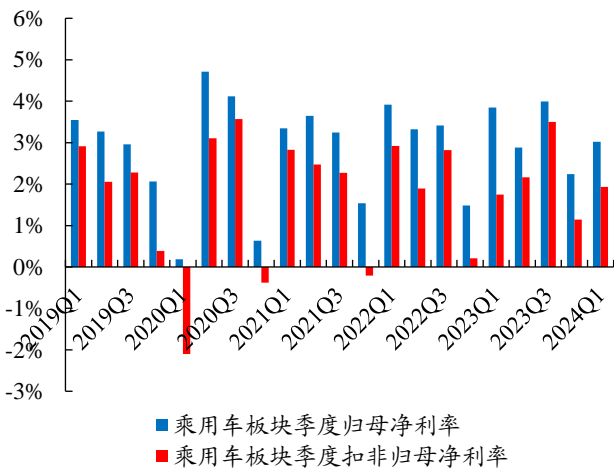
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 比亚迪、长城 2023Q4 及 2024Q1 扣非归母净利润均同比增长, 赛力斯 2024Q1 扣非归母净利润实现扭亏为盈



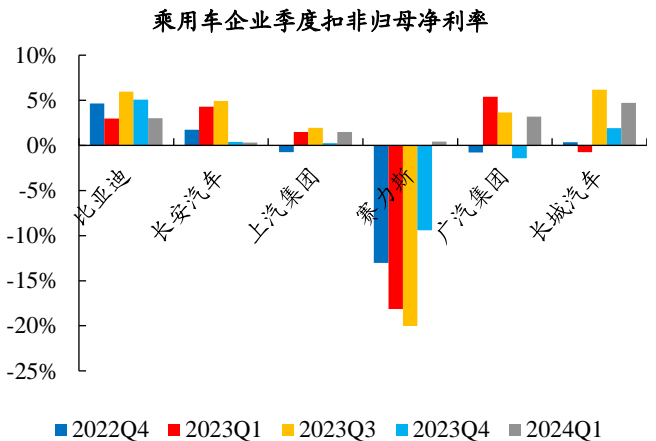
数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 乘用车板块 2023Q4/2024Q1 扣非归母净利率同比提升, 但受降价潮等影响相比 2023Q3 明显下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 比亚迪、长城 2023Q4/2024Q1 扣非归母净利率同比提升, 但受降价潮影响相比 2023Q3 明显下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

比亚迪: 公司 2023Q4 实现营收 1800.4 亿元, 同比+15.1%; 归母净利润 86.7 亿元, 同比+18.6%, 预计受销量增长推动明显。2024Q1 实现营收 1249.44 亿元, 同比+3.97%; 归母净利润 45.69 亿元, 同比+10.62%; 毛利率 21.9%, 同环比分别+4.0pct/0.7pct。

在降价促销冲刺年度总销量目标的推动下, 公司 2023Q4 新能源乘用车总销量达 94.3 万辆, 创历史新高, 同比+38.2%, 环比+14.7%。而受秦 PLUS 荣耀版、宋 PLUS 荣耀版等车型上市后大受欢迎推动, 公司 2024Q1 新能源乘用车总销量达 62.6 万辆, 同比增长 13.4%。同时, 出海业务成为公司销量增长的重要驱动力。2023Q4, 公司海外乘用车销量达 9.7 万辆, 同比+193.2%, 环比+36.5%; 占乘用车销量的比重提升至 10.3%, 同比+5.5pct, 环比+1.7pct。2024Q1, 公司海外乘用车销量达 9.8 万辆, 同比+152.8%, 延续 Q4 的强劲表现; 占乘用车销量的比重为 15.6%, 同比+8.6pct, 环比+5.3pct。

公司是 2023 年全球新能源车销量冠军。在巩固主品牌优势的基础上, 积极布局高端品牌仰望/腾势/方程豹, 其中腾势 D9 夺得 2023 年国内 MPV 销量冠军, 助力公司品

牌向上、提升盈利能力。并且，公司拟于5月推出第五代DM-i混动技术，馈电油耗降至2.9升/百公里，满油满电续航达2000公里，有望在秦L等车型上逐步搭载。同时，公司海外业务方面实现“产品直接出口+本土化建厂”双轮驱动，凭借领先的电动化技术在东南亚、澳新等市场大放异彩，并积极向欧洲等发达市场积极开拓。目前，公司首艘运输滚装船已完成首航，产品已进入日本、德国、澳大利亚、巴西、阿联酋等60多个国家和地区，同时积极推进泰国、巴西、匈牙利等海外产能建设。此外，公司积极投入智能化领域技术布局，发布“璇玑”整车智能架构，腾势N7/仰望U8 2024Q1/Q3分别有望实现城市NOA功能落地。展望未来，比亚迪在智能化领域将投入千亿元，实现20万以上/30万以上车型选装/标配高阶智驾功能，产品力有望迎来飞跃。

长安汽车：公司2023Q4实现营收430.9亿元，同/环比+20.0%/0.9%；归母净利14.5亿元，同比+60.8%。2024Q1实现营收370.23亿元，同比+7.14%；归母净利润11.58亿元，同比-83.39%，主要受当前市场竞争激烈、公司加大促销力度等因素影响。

新能源、出口业务贡献公司销量的重要增量。2023Q4公司自主乘用车销量41.8万辆，同环比-4.7%/+1.9%，其中(1)自主新能源车销量16.7万辆，同环比+45.7%/28.1%，渗透率为30.5%，同环比+9.7pct/5.8pct；(2)自主品牌海外销量为6.3万辆，同环比+105.9%/8.5%，占比11.4%，同环比+5.9pct/0.5pct。2024Q1公司自主乘用车销量43.7万辆，同环比+10.4%/+4.5%，其中海外业务销量为10.9万辆，同环比+80.1%/+74.2%；占自主品牌总销量的比重为18.5%，同环比+6.8pct/+7.1pct。

公司将严格执行国资委对央企新能源业务销量、技术等考核要求，积极推进新能源转型，“深蓝+启源+阿维塔”3大品牌逐步放量，并自研电池品牌“金钟罩”，与宁德时代合作的30GWh电池产能实现投产。智能化领域，公司SDA中央环网架构首款“数智新汽车”启源E07成功亮相北京车展，而拟与华为合作成立的智能汽车解决方案新公司正有序推进中，有望获得智能化领军企业的深度赋能。同时，公司积极推进“海纳百川”计划，目前正逐步向东南亚、欧美市场渗透，并积极推进海外本土化供应，泰国工厂首期10万辆的年产能预计将于2025年初投产，后续还有望推动欧洲、美洲等地的产能建设。此外，公司2024年将发布8款新能源产品，其中年轻态、智能化硬派SUV深蓝G318大受关注，阿维塔E15/E16预计将于2024Q3/Q4上市，阿维塔11/12增程版2024H2也有望发布，新车周期开启放大公司成长空间。

长城汽车：公司2023Q4实现营收537.09亿元，同比+41.86%；归母净利20.27亿元，同比+1818.21%，主要受低基数等因素影响。2024Q1，实现营收428.6亿元，同比+47.6%；归母净利32.3亿元，同比+1752.6%；扣非归母净利20.2亿元，成功实现扭亏为盈，主要受销售规模增长及结构优化推动；期间费用率11.1%，同比-2.9pct，主要受规模效应等推动。

高端新能源产品及海外业务放量推动汽车业务量价齐升。公司2023Q4销售新车36.6万辆，同/环比+38.2%/6.3%；单车均价14.7万元，同/环比+2.7%/2.0%，主要受益：(1)高端新能源品牌坦克销量同/环比+67.2%/25.5%，占比同环比+2.7pct/2.4pct；(2)新车出口10.4万辆，同/环比+69.8%/18.9%，占比为28.5%，同/环比+5.3pct/3.0pct。2024Q1销售新车27.5万辆，同比+25.2%；单车均价15.6万元，同比+17.9%，主要受益：(1)坦克品牌销量同比+103.2%，占比17.9%，同比+6.9pct；魏牌销量同比+182.3%，占比同比+1.9pct；(2)新车出口9.3万辆，同比+78.5%，占比33.7%，同比+10.1pct。

公司持续推动电动智能化转型，北京车展携魏牌蓝山智驾版、坦克700 Hi4-T、新一

代哈弗 H6/H9、长城山海炮 Hi4-T 等 20 余款重磅车型亮相，其中魏牌蓝山智驾版全场景 NOA 成功上线，新车周期开启有望持续贡献增长新动能。同时，公司坚持生态出海，在海外 170 多个国家拥有超 1000 家销售渠道，且泰国工厂成功下线，年产 10 万辆巴西工厂年内有望投产，计划 2030 年实现海外销售超百万辆、高端车型占比超 1/3。此外，公司近日推出“直营+经销商”并重的渠道网络。5 月 1 日起，计划在全国 17 个城市开设 33 家“长城智选”直营店，并培养 1 支超 600 人的高素质年轻产品专家团队，率先布局魏牌及坦克品牌新能源产品，以进一步提升消费者购车体验。

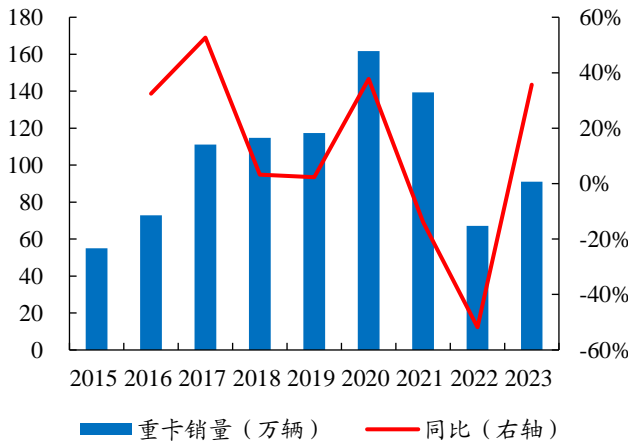
赛力斯：公司 2023Q4 实现营收 191.62 亿元，同比增长 74.49%；归母净利润-1.56 亿元，亏损同比大幅收窄（2022Q4 为-11.57 亿元）。2024Q1 公司实现营收 265.51 亿元，同比增长 421.76%；归母净利润 2.20 亿元，同比增长 135.12%，成功实现扭亏为盈（2023Q1 为-6.25 亿元），主要受销量增长带来规模效应等推动。

公司与华为就智选模式展开深度合作，受华为产品定义、智能化技术、品牌、渠道等的深度赋能。问界新 M7 2023 年 9 月上市后销售火爆，相比老款销量实现数倍的增长；问界 M9 搭载华为全栈智能化技术，在 45 万以上价格带月销量连破 5000 辆大关，展现较强的竞争力；全新上市的问界 M5 标配华为高阶智驾、售价低至 24.98 万元起，预售 12 小时累计订单突破 1 万辆，重新焕发生机；问界 M8 有望于下半年发布，也将搭载华为全栈技术，有望成为新的爆款，为公司贡献销量增量。

1.2、重卡：受天然气重卡渗透及出口推动，营收规模同比增长

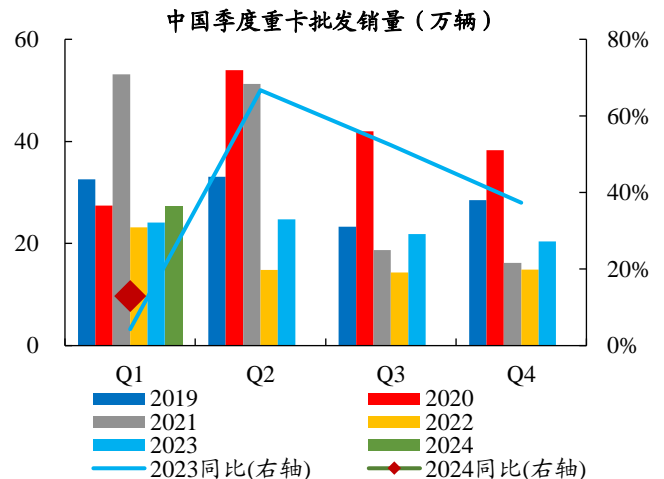
内外需共振下，2023 年重卡销量触底反弹，同比增长 35.6%，其中 2023Q4 重卡销量同比增长 37.3%。2024Q1，重卡销量同比继续增长，增速为 12.9%。

图 23：2023 年重卡销量触底反弹，同比增长 35.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 24：2024Q1，重卡销量同比继续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

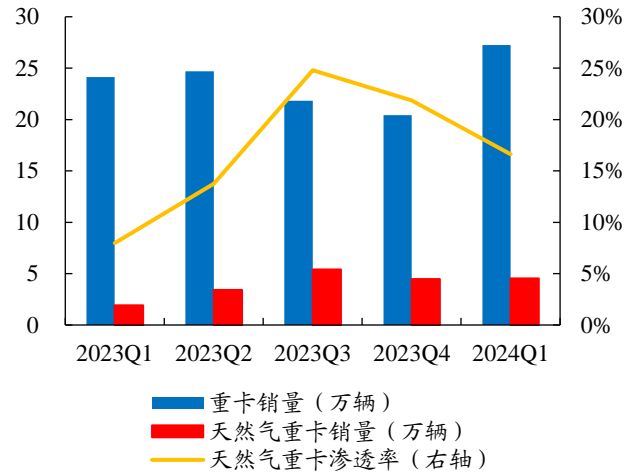
内需方面，以旧换新增量需求、天然气重卡渗透有望推动重卡销量继续增长。根据《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，将加快淘汰国三及以下排放标准营运类柴油货车，坚持中央财政和地方政府联动，持续实施好老旧营运车更新补贴，支持老旧柴油货车等更新。因此，报废更新需求预计将为重卡市场带来重要的增量。同时，天然气重卡由于能够节省燃料成本、相对更加环保，实现加速渗透。2023 年及 2024Q1，天然气重卡销量渗透率分别为 16.7%、16.6%。尤其是目前天然气成本相对较低、新品持续推出的背景下，天然气重卡销量有望继续增长，进而推动重卡销量增长。

图25: 以旧换新政策要求加快淘汰国三及以下标准营运类柴油货车, 将安排财政资金支持柴油货车等更新



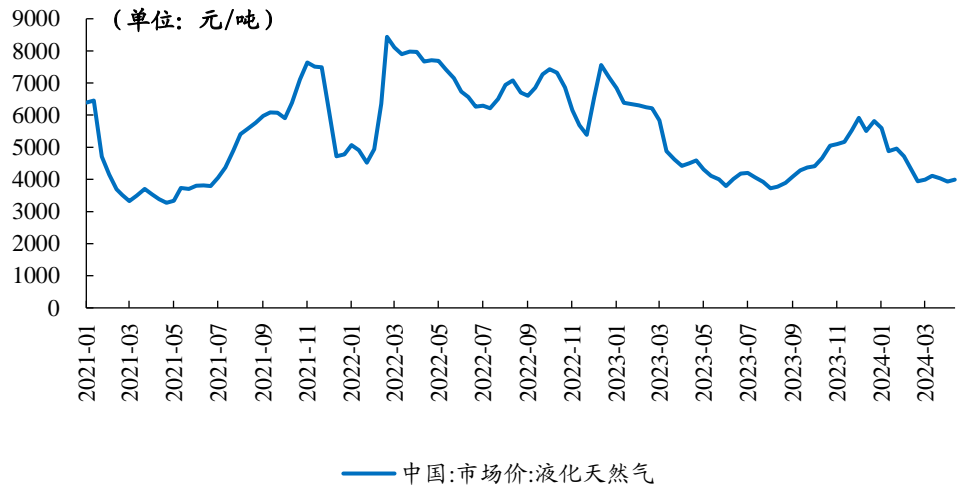
资料来源: 中国政府网

图26: 2023年及2024Q1, 天然气重卡销量渗透率分别为16.7%、16.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

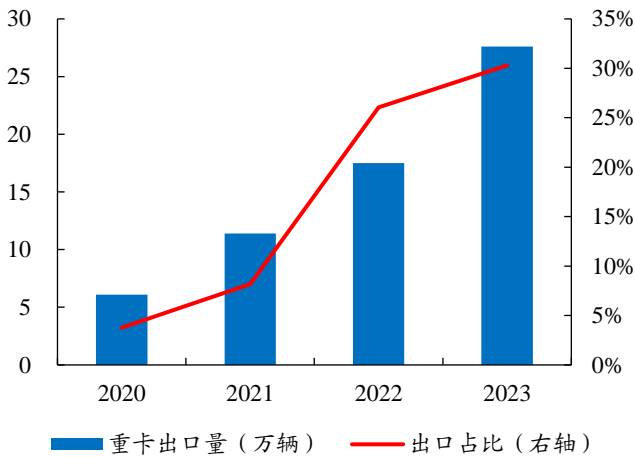
图27: 天然气价格目前处于相对低位, 有望加速天然气重卡的渗透



数据来源: Wind、开源证券研究所

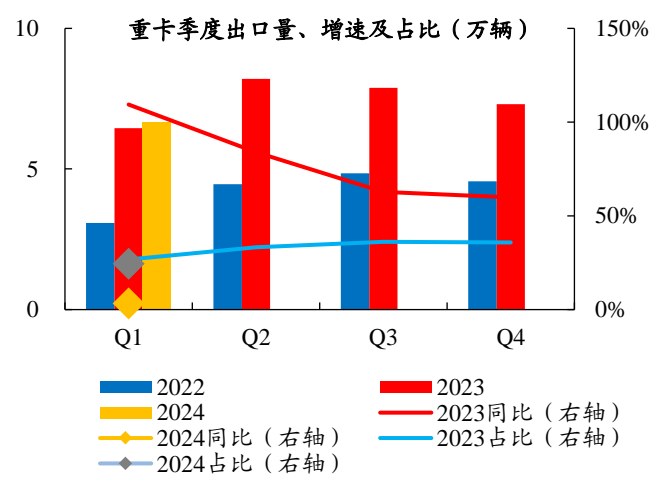
外需方面, 出口成为近年来重卡销量的重要驱动力, 占比持续提升。随着海外经济以及国际贸易的复苏, 出口成为近年来重卡销量的重要驱动力。2020年以来, 重卡出口量持续提升, 2020-2023年CAGR达65.4%, 2023年重卡出口量占比超30%。2024Q1, 重卡出口量同比继续提升, 重卡出口仍然值得重视。分地区看, 我国出口至俄罗斯等独联体国家, 越南、菲律宾、印尼等东南亚国家等地区的重卡量较多。

图28: 2020年以来,重卡出口量及占比持续提升



数据来源: 中汽协、方得网公众号、开源证券研究所

图29: 2024Q1,重卡出口量同比持续提升



数据来源: Wind、海关总署、开源证券研究所

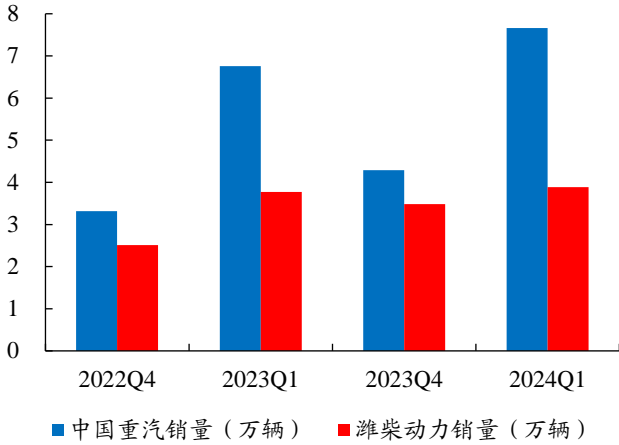
中国重汽: 公司 2023Q4 实现营收 113.06 亿元, 同比增长 77.57%; 归母净利润 4.25 亿元, 同比增长 396.60%; 毛利率 9.41%, 同比提升 5.91pct。2024Q1 公司实现营收 114.27 亿元, 同比增长 24.02%; 归母净利润 2.74 亿元, 同比增长 22.36%; 毛利率 7.87%, 环比下降 1.54pct。

在国内经济复苏带动重卡需求增长、重卡出口需求强劲的推动下, 2023Q4 公司实现重卡销量 4.29 万辆, 同比增长 29.2%, 从而推动 2023Q4 营收、归母净利润明显增长。2024Q1, 公司重卡销量 7.66 万辆, 同比增长 13.4%, 环比增长 78.8%, 市占率 28.1%, 表现亮眼。其中出口销量为 3.7 万辆, 同比增长 19.2%, 保持强劲势头。目前, 公司重卡产品已出口至上百个国家和地区, 连续 19 年获国内重卡企业出口量冠军。此外, 公司积极布局燃气重卡领域, 豪沃 TX7、豪沃 MAX、汕德卡 G7S、汕德卡 G7H 等多款燃气产品成为爆款, 凭借强动力、低气耗、更安全、更可靠等优势获得畅销。

潍柴动力: 公司 2023Q4 实现营收 535.75 亿元, 同比增长 20.03%; 归母净利润 25.13 亿元, 同比增长 57.75%; 毛利率 23.66%, 同比提升 3.33pct。2024Q1 公司实现营收 563.80 亿元, 同比增长 5.51%; 归母净利润 26.00 亿元, 同比增长 40.07%; 毛利率 22.11%, 同比增长 3.41pct。

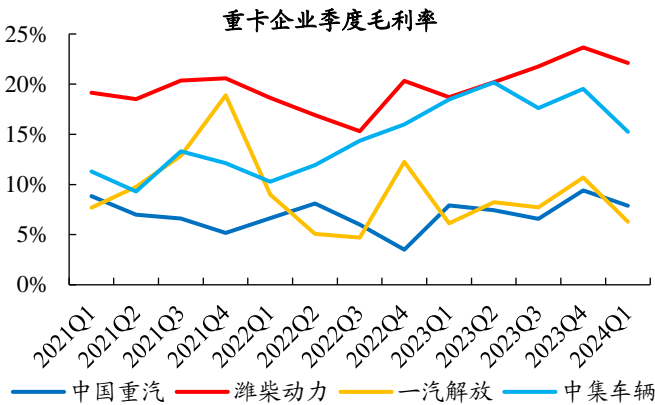
公司 2023Q4 重卡销量 3.49 万辆, 同比增长 38.8%, 其中出口销量达 1.47 万辆, 占比达 42.2%。2024Q1, 公司重卡销量 3.89 万辆, 同比增长 3.0%, 环比增长 11.5%; 其中出口销量 1.38 万辆, 同比增长 9.7%, 占比 35.6%, 同比提升 2.2pct。目前来看, 重卡出口市场 2024 年预计仍将保持高景气: (1) 一带一路、东南亚等地区的基建及物流需求带来较大的重卡需求; (2) 中国重卡产品的技术实力、产品质量、品牌力等方面持续提升, 在海外市场认可度大幅提升。因此, 出口将成为公司重卡销量增长的重要驱动力。同时, 在天然气重卡发动机领域, 公司占据行业领先地位, 约占全球大功率天然气发动机 70% 的市场份额、产销量稳居全球第一。2024Q1, 公司重卡发动机销量 4.64 万台, 同比下降 5.2%, 环比增长 8.0%; 其中天然气重卡发动机销量 3.06 万台, 同比增长 136.7%, 占比 66.0%, 同比提升 39.6pct, 发动机产品结构持续优化。目前来看, 天然气重卡产品在经济性方面表现突出, 并且国内的加气站等基础设施相对完善, 因此天然气重卡渗透率仍存在一定的增长空间。

图30: 中国重汽、潍柴动力 2023Q4/2024Q1 重卡销量同比增长, 2024Q1 重卡销量环比提升



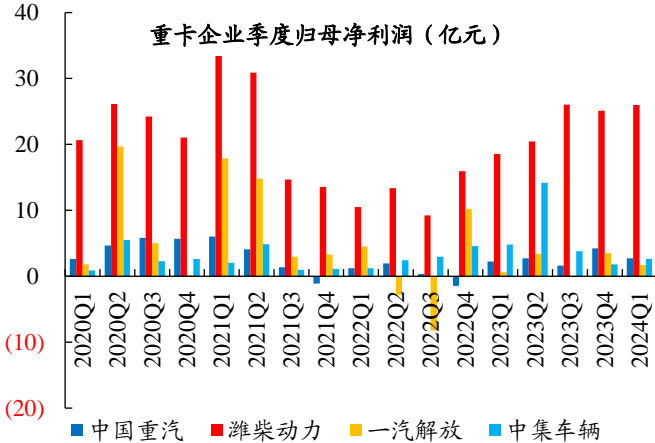
数据来源: 中汽协、开源证券研究所

图32: 中国重汽、潍柴动力 2023Q4 毛利率同比提升, 潍柴动力、一汽解放 2024Q1 毛利率同比提升



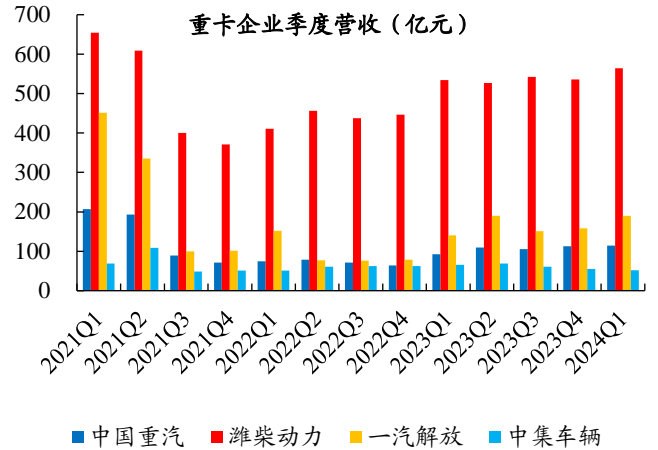
数据来源: Wind、开源证券研究所

图34: 中国重汽、潍柴动力 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比增长



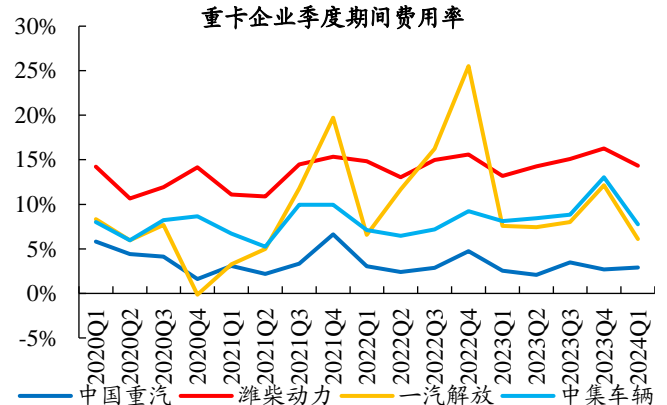
数据来源: Wind、开源证券研究所

图31: 中国重汽、潍柴动力、一汽解放 2023Q4/2024Q1 营收同比增长, 2024Q1 营收环比增长



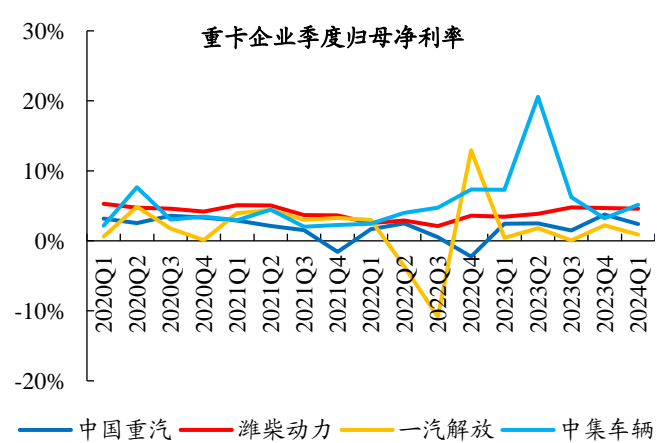
数据来源: Wind、开源证券研究所

图33: 中国重汽、一汽解放 2023Q4 期间费用率同比下降, 潍柴动力、一汽解放 2024Q1 期间费用率环比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 中国重汽、潍柴动力 2023Q4 归母净利率同比提升, 潍柴动力、一汽解放 2024Q1 归母净利率同比提升

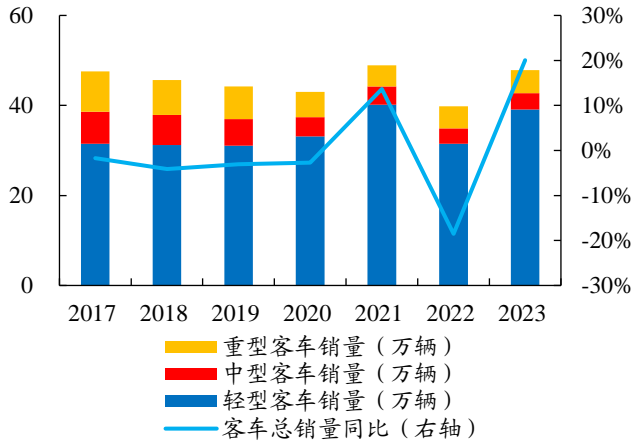


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、客车：受出口量高增推动，宇通客车业绩大幅增长

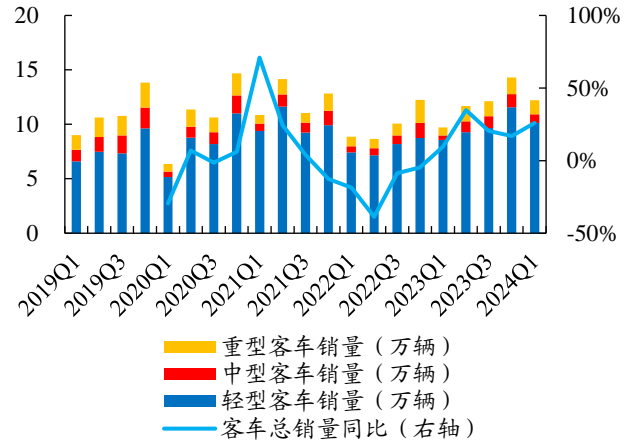
在国内需求复苏、出口量高增的背景下，2023年我国客车出口量强势反弹，同比增长20%。2024Q1，客车销量延续同比增长态势，较2023Q1增长26.0%。

图36：2023年，我国客车总销量同比增长20.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

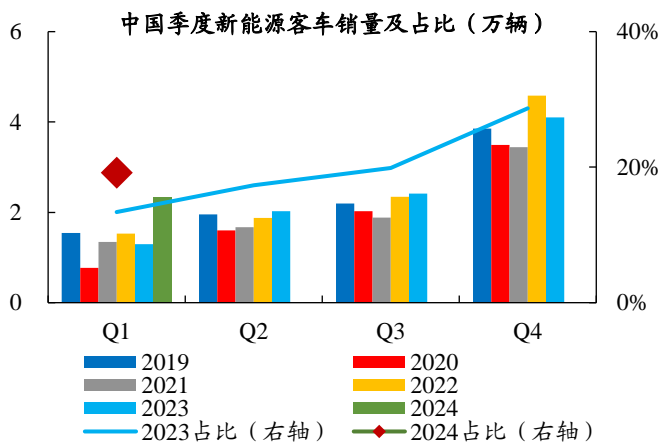
图37：2023Q4/2024Q1，我国客车销量同比分别增长16.8%/26.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

新能源客车的重要性凸显。2023年，新能源客车的销量占比逐季提升，从Q1的13.4%提升至Q4的28.7%，虽全年不及2022年的占比（2022年传统客车销量下滑较为明显导致）。2024Q1，新能源客车销量占比为19.2%，同比提升5.8pct，处需求快速增长期。其中出口端，新能源客车的重要性愈发凸显。同时，政策层面积极推动新能源客车发展。“十四五”期间，我国大部分省份提出明确的新能源客车发展目标。比如河南提出要巩固电动客车市场优势，到2025年全省公交车等基本使用新能源汽车。

图38：2023Q4/2024Q1我国新能源客车销量占比分别达28.7%/19.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：“十四五”期间，我国大部分省份提出明确的新能源客车发展目标

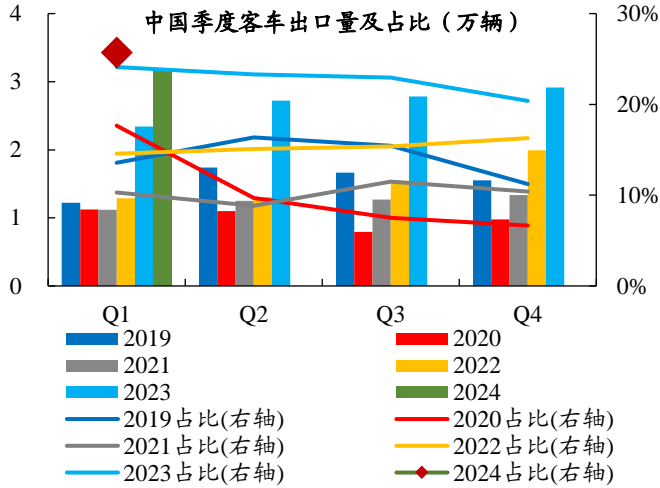


资料来源：各省市官网、前瞻产业研究院

出口是当前客车市场的重要驱动力，新能源客车助力车企向欧洲等发达市场渗透。2023Q4/2024Q1，我国客车出口量同比分别增长46.2%/34.3%，占总销量的比重同比分别增长4.1pct/1.6pct至20.4%/25.7%。其中传统客车方面，受益拥有较为完整的客车产业链、规模化降本等因素，我国传统客车具有一定的性价比，因此在南美、亚洲、独联体国家等海外地区较受欢迎。同时，受益我国新能源客车产品的技术优势以及海外新能源发展规划，我国新能源客车持续向亚洲、欧洲、南美等地区渗透。

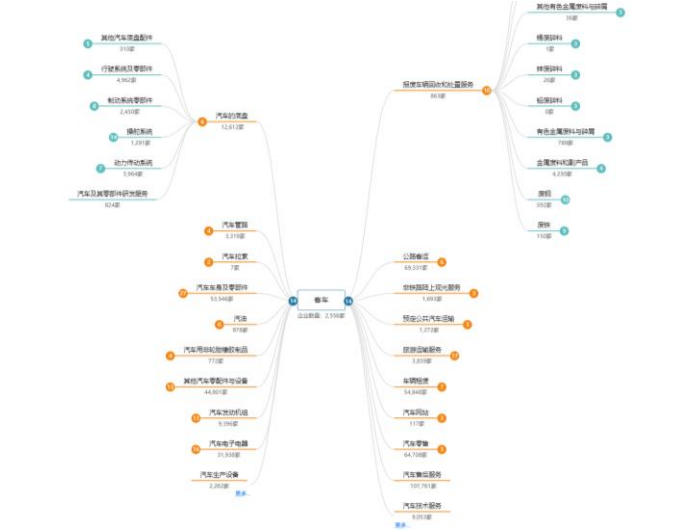
尽管 2023Q4/2024Q1，10 座及以上客车出口量中新能源客车出口量占比有所下降，但长期来看，新能源客车有望继续向欧洲、亚洲、美洲等的发达市场渗透。

图40: 2023Q4/2024Q1 我国客车出口量占比分别达 20.4%/25.7%，同比分别提升 4.1pct/1.6pct



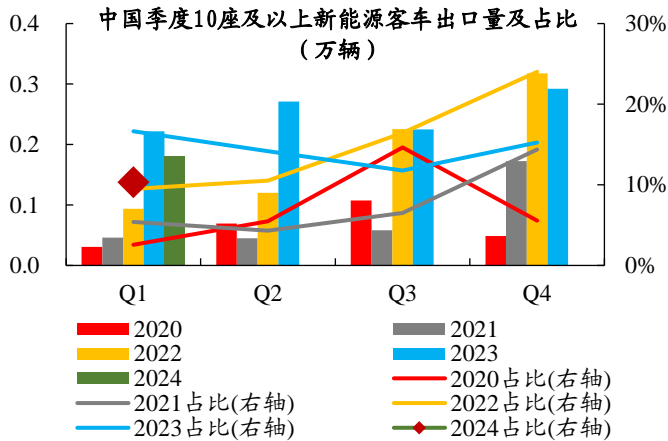
数据来源: Wind、开源证券研究所

图41: 我国拥有相对完整的客车产业链，带来一定的性价比优势



资料来源: Wind

图42: 2023Q4/2024Q1 我国 10 座及以上客车出口量中新能源客车出口量占比分别达 15.2%/10.3%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图43: 2023 年，宇通客车继续引领中国新能源客车进军欧洲市场



资料来源: 宇通客车公众号

宇通客车: 2023Q4，公司实现营收 80.92 亿元，同比下降 6.84%，主要受销量同比下滑影响；归母净利润 7.67 亿元，同比增长 22.00%，主要受营收增长、毛利率提升且费用率下降影响。2024Q1，公司实现营收 66.16 亿元，同比增长 85.01%；归母净利润 6.57 亿元，同比增长 445.09%。其中受益销量增长带来规模效应、海外业务销量占比提升等因素，公司 2023Q4/2024Q1 毛利率同比分别提升 5.87pct/3.36pct，期间费用率同比分别下降 4.86pct/7.28pct。

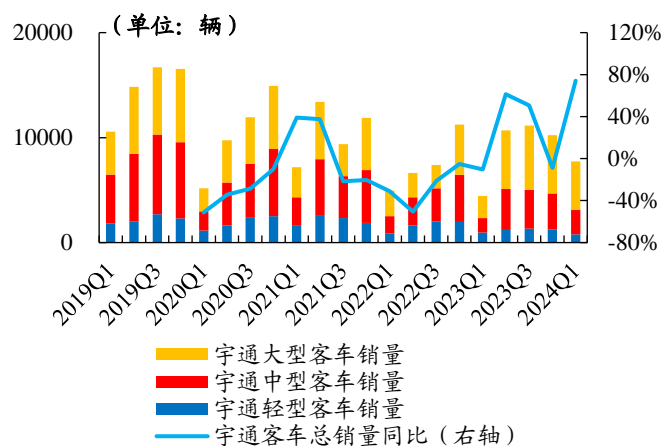
公司新能源客车产品技术领先、畅销海外，累计出口超 9 万辆，销售至全球 40 多个国家和地区，形成覆盖美洲、非洲、亚太、独联体、中东、欧洲等 6 大区域的发展布局，全球占有率超 10%，并在哈萨克斯坦、秘鲁、埃塞俄比亚、马来西亚、缅甸、巴基斯坦等 10 多个国家和地区进行本土化供应。出口销量推升公司整体销量。2023

年,公司海外客车销量占比同比提升 9.0pct 至 27.8%,2024Q1 占比继续提升至 33.6%。同时,海外业务盈利能力明显强于国内,推升公司整体利润率。2023 年海外单车均价比国内高 7.76 万元,毛利率比国内高 8.7pct。

金龙汽车: 公司 2023Q4 实现营收 53.15 亿元,同比下降 31.04%; 归母净利润 0.18 亿元,同比增长 113.30%。2024Q1 实现营收 39.79 亿元,同比增长 6.22%; 归母净利润 0.18 亿元,同比增长 65.46%。毛利率方面,公司 2023Q4/2024Q1 同比分别提升 5.47pct/1.70pct; 期间费用率方面,公司 2023Q4 同比提升 8.31pct,仍有较大改善空间,但 2024Q1 已有所下降。

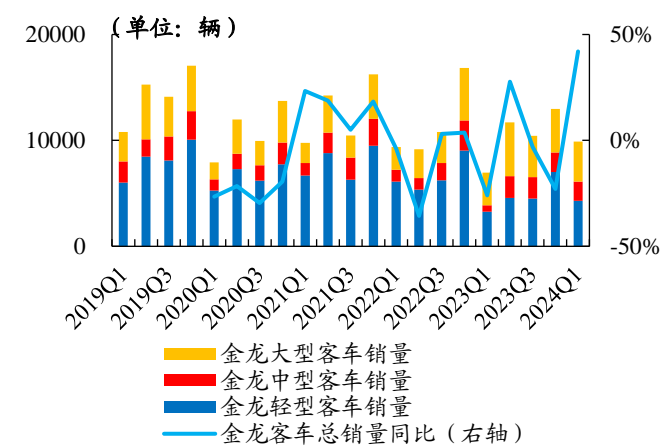
海外客车需求增长的背景下,公司海外业务营收占比明显提升。2023 年,公司海外销量占比同比提升 5.0pct,海外营收占比同比提升 16.4pct 至 47.5%。同时,海外业务利润率高于国内,贡献公司主要毛利。2023 年,公司海外业务毛利率较国内高 11.4pct,海外业务毛利占比同比提升 30.6pct 至 69.7%。

图44: 2023Q4/2024Q1 宇通客车的客车总销量同比分别下降 8.9%/增长 74.2%



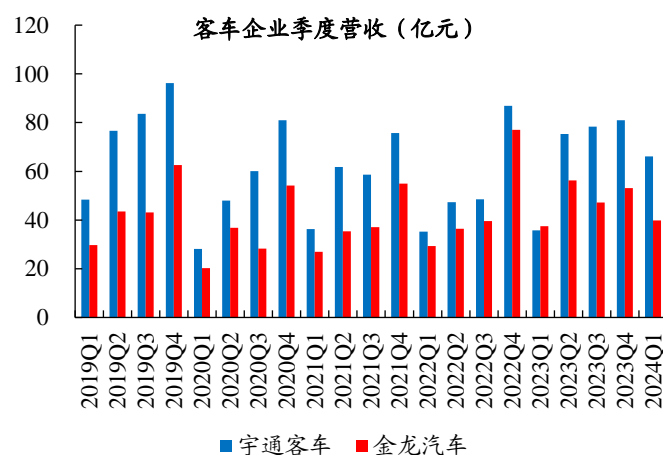
数据来源: Wind、开源证券研究所

图45: 2023Q4/2024Q1 金龙汽车的客车总销量同比分别下降 22.9%/增长 42.0%



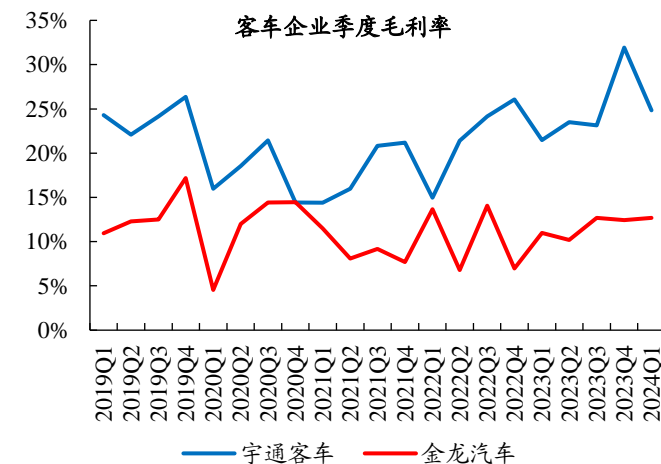
数据来源: Wind、开源证券研究所

图46: 受销量推动, 宇通客车、金龙汽车 2024Q1 营收同比增长



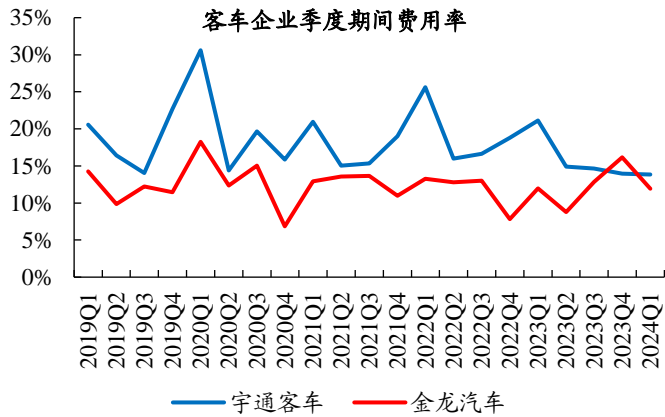
数据来源: Wind、开源证券研究所

图47: 受规模效应、出口销量占比提升等因素驱动, 宇通客车、金龙汽车 2023Q4/2024Q1 毛利率同比提升



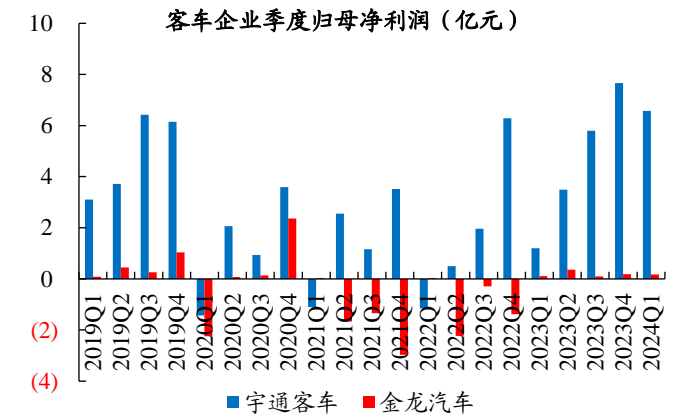
数据来源: Wind、开源证券研究所

图48: 受规模效应等影响, 宇通客车 2023Q4/2024Q1 期间费用率下降明显, 金龙汽车费用率仍有改善空间



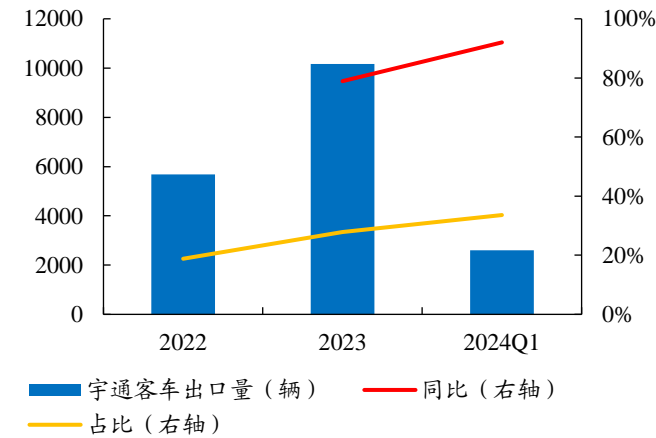
数据来源: Wind、开源证券研究所

图49: 营收增长叠加毛利率提升, 宇通 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比提升明显



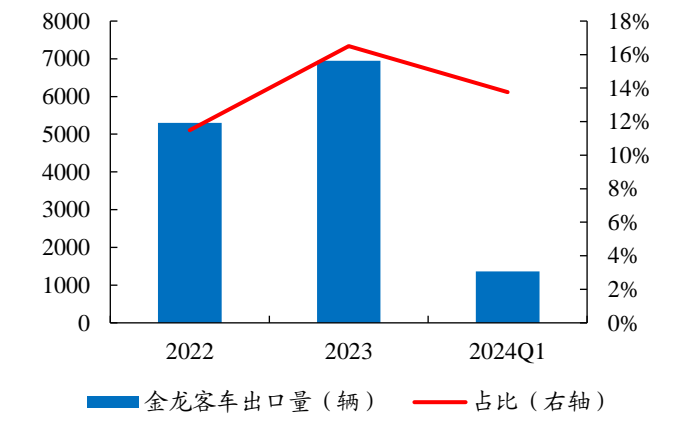
数据来源: Wind、开源证券研究所

图50: 2023Q4/2024Q1 宇通客车的客车出口量同比分别增长 78.9%/92.0%, 占比分别为 27.8%/33.6%



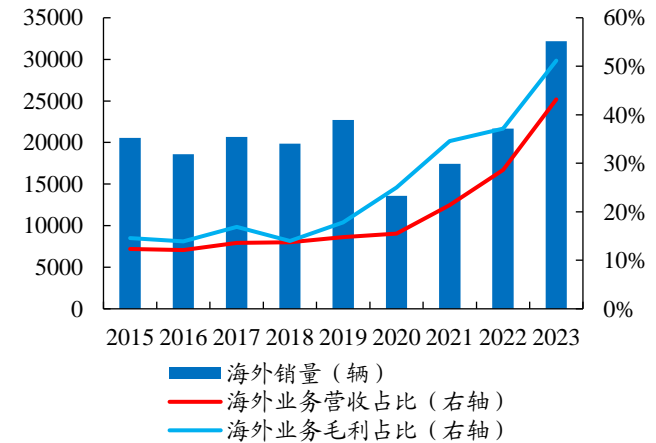
数据来源: 方得网公众号、第一商用车网公众号、开源证券研究所

图51: 2023Q4/2024Q1 金龙汽车的客车出口量同比分别增长 30.9%/26.3%, 占比分别为 16.5%/13.8%



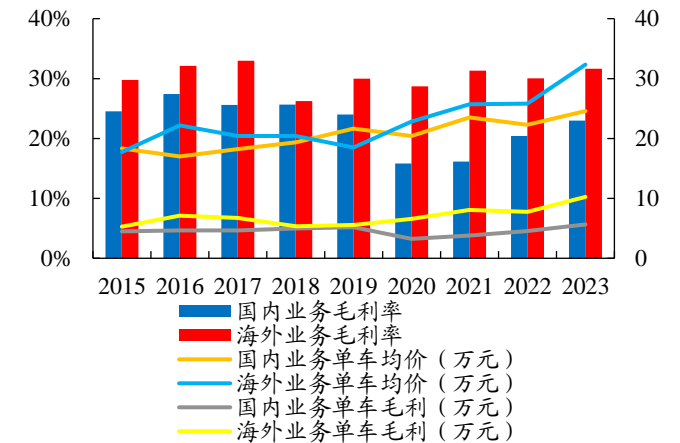
数据来源: 方得网公众号、第一商用车网公众号、开源证券研究所

图52: 宇通客车 2023 年海外业务营收/毛利占比同比分别提升 14.5pct/14.0pct



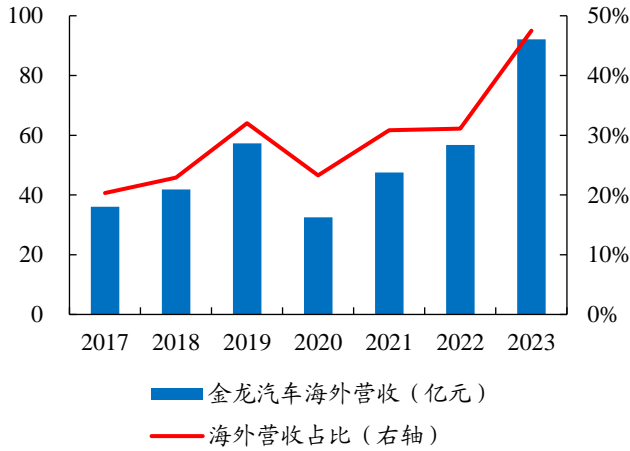
数据来源: Wind、开源证券研究所

图53: 宇通客车 2023 年海外业务毛利率、单车均价、单车毛利均高于国内业务



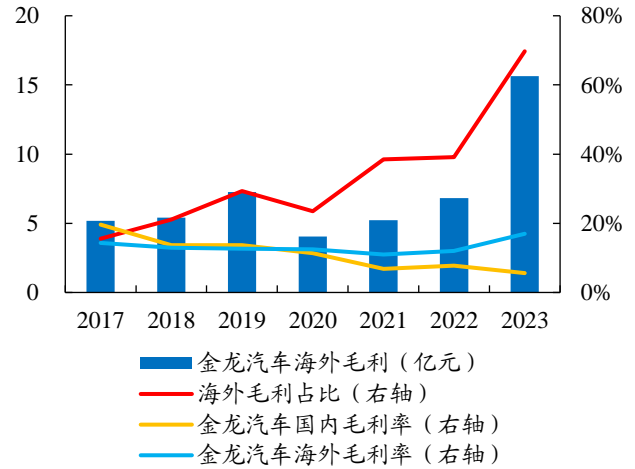
数据来源: Wind、开源证券研究所

图54: 金龙汽车海外业务营收占比持续提升, 2023年提升至47.5%, 同比增长16.4pct



数据来源: Wind、开源证券研究所

图55: 金龙汽车 2023 年海外业务毛利占比达 69.7%, 毛利率为 17.0%, 明显高于国内业务的 5.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、零部件：下游需求增长带来规模效应，多数公司业绩增长

2.1、轻量化：拓普集团业绩继续领跑，爱柯迪、博俊科技、瑞鹤模具等业绩提升

拓普集团：公司 2023Q4 实现营收 55.49 亿元，同比增长 13.49%；归母净利润 5.54 亿元，同比增长 12.62%。2024Q1 实现营收 56.88 亿元，同比增长 27.29%；归母净利润 6.45 亿元，同比增长 43.36%。毛利率方面，公司 2023Q4/2024Q1 同比增长明显。期间费用率方面，受研发费用同比增长明显（空悬、智能座舱执行器、IBS、EPS 等项目相继量产，且产品线仍在不断增加）影响，公司 2023Q4 期间费用率同比提升，但 2023Q4 以来期间费用率相较 2023Q3 环比下降明显。

公司持续开拓扩大客群范围。国内市场方面，公司与赛力斯、理想、奇瑞、长城、小米、比亚迪、吉利等车企的合作进展迅速，单车配套金额不断提升。国际市场方面，公司与 A 客户以及 FORD、GM、STELLANTIS 等传统车企在新能源汽车领域均展开全面合作。客群的开拓为公司持续带来新的订单。2023 年，公司 IBS、EPS、空悬、热管理、智能座舱项目分别获得一汽、吉利、赛力斯、理想、比亚迪、小米、上汽、东风等客户的订单。

爱柯迪：公司 2023Q4 实现营收 17.23 亿元，同比增长 39.05%；归母净利润 3.16 亿元，同比增长 30.94%。2024Q1 实现营收 16.42 亿元，同比增长 30.69%；归母净利润 2.32 亿元，同比增长 36.92%。

公司紧跟汽车电动智能化的发展趋势，基本实现新能源汽车三电系统、汽车结构件、热管理、智驾系统等用铝合金高压压铸件产品的全覆盖。同时，公司积极推进新产品开发业务，2023 年新产品开发项目创新高，且产品单价显著提升。此外，公司积极推进产能建设，墨西哥二期工厂项目计划 2025 年投产、马鞍山二期工厂正有序推进，进一步提升公司的产品供给能力。

博俊科技：公司 2023Q4 实现营收 9.00 亿元，同比增长 62.59%；归母净利润 1.27 亿元，同比增长 87.85%。2024Q1 实现营收 7.98 亿元，同比增长 93.31%；归母净利润 1.01 亿元，同比增长 193.03%。受来自新能源车客户等销量增长带来的规模效应推动，

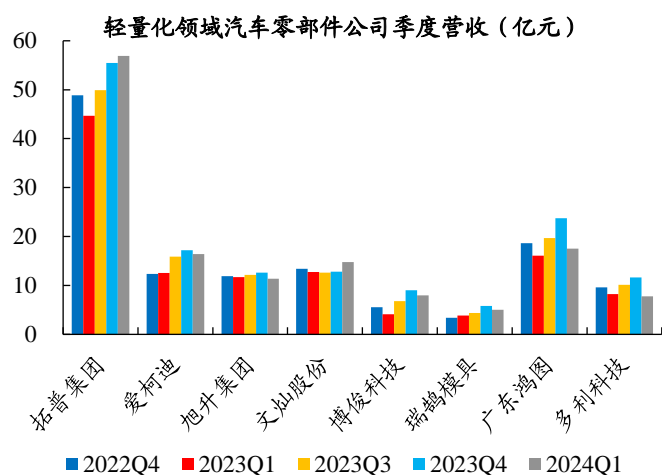
公司 2024Q1 毛利率同比提升明显，期间费用率同比下滑明显。

公司加速布局一体化压铸业务，目前在成都工厂投放 2500 吨、3500 吨和 4500 吨压铸设备，并计划在常州工厂二期项目投放 9000 吨压铸设备。公司常州博俊二期项目、河北博俊项目预计将于 2024Q4 投产，重庆沙坪坝项目预计将于 2025 年下半年投产。同时，公司积极拓展客户群体，除理想、吉利等主要客户外，2023 年开发了比亚迪、长城等客户。

瑞鹤模具：公司 2023Q4 实现营收 5.79 亿元，同比增长 70.91%；归母净利润 0.48 亿元，同比增长 42.73%。2024Q1 实现营收 5.06 亿元，同比增长 31.68%；归母净利润 0.76 亿元，同比增长 76.75%。

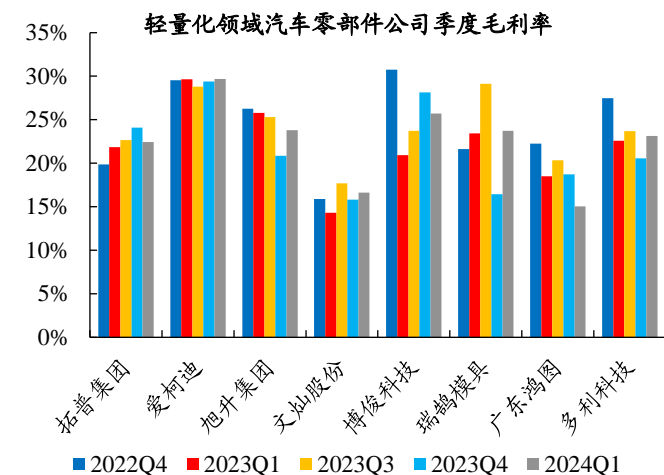
公司轻量化零部件业务陆续进入量产阶段，其中铝合金一体化压铸车身结构件产品于 2023Q4 量产，铝合金精密成形铸造动总零部件 2023 年全面量产（截至 2023 年末已进入稳产阶段），高强度板及铝合金板材冲焊件于 2023Q4 开始量产（截至 2023 年末已部分进入爬产阶段）。目前，公司一体化压铸产品已取得 4 款车型定点，其中已有 2 款车型正式量产，其余 2 款车型将于 2024Q2 及下半年陆续量产。客户方面，公司除深度绑定奇瑞外，还积极开拓北美某全球知名新能源品牌、奔驰、宝马、奥迪等海外知名品牌以及蔚来、理想、小鹏、上汽、广汽、比亚迪、长城、吉利等国

图56: 拓普集团、爱柯迪、博俊科技、瑞鹤模具 2023Q4/2024Q1 营收同比增长

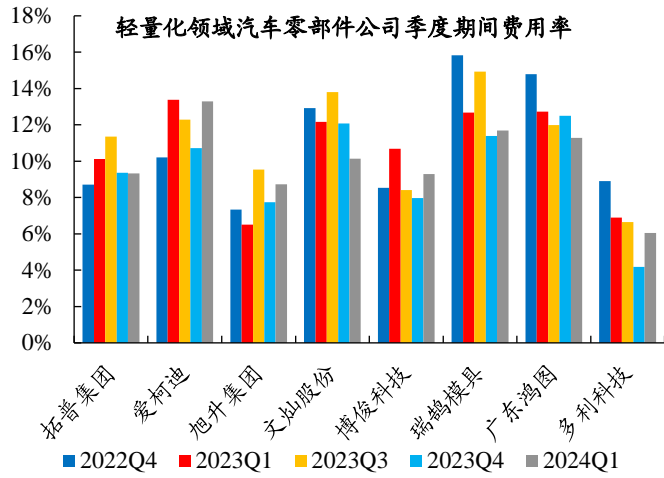


数据来源: Wind、开源证券研究所

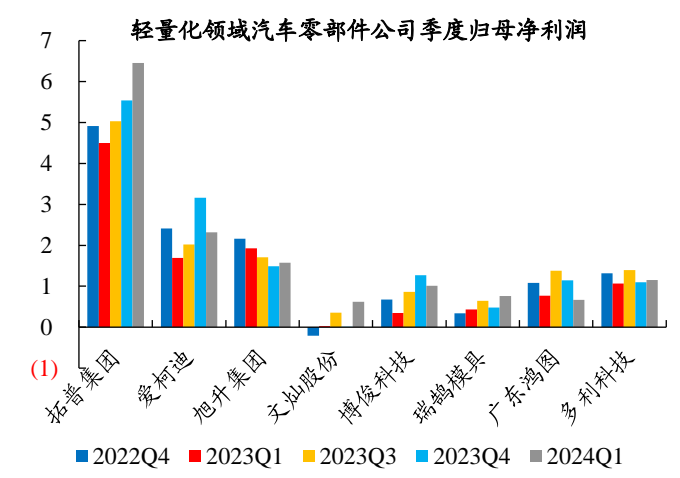
图57: 拓普集团 2023Q4/2024Q1 毛利率同比增长, 文灿股份、博俊科技、瑞鹤模具 2024Q1 毛利率同比增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

图58: 2023Q4/2024Q1 文灿股份、博俊科技、瑞鹤模具等期间费用率同比下降, 拓普集团较 2023Q3 下降明显


数据来源: Wind、开源证券研究所

图59: 拓普集团、爱柯迪、博俊科技、瑞鹤模具等 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、热管理: 新能源车业务增长推动三花智控、银轮股份业绩同比高增

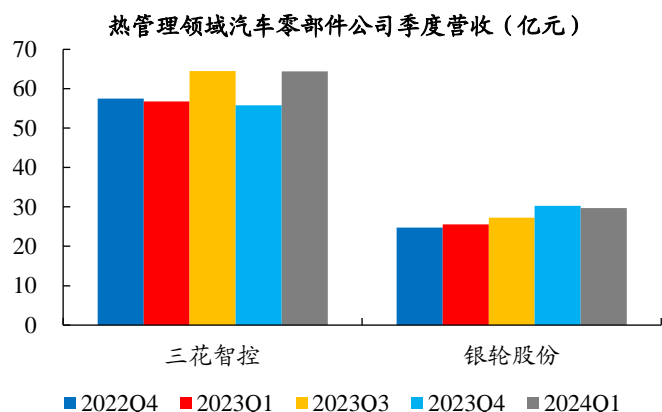
三花智控: 公司 2023Q4 实现营收 55.82 亿元, 同比下降 2.90%; 归母净利润 7.61 亿元, 同比下降 19.49%; 扣非归母净利润 6.94 亿元, 同比增长 28.74%。2024Q1 实现营收 64.40 亿元, 同比增长 13.40%; 归母净利润 6.48 亿元, 同比增长 7.73%; 扣非归母净利润 6.71 亿元, 同比增长 20.53%。

公司深耕汽车新能源车热管理系统部件的研发, 并积极布局热管理组件和子系统在汽车领域更深层次的应用, 成功进入比亚迪、沃尔沃、吉利、法雷奥、马勒、大众、奔驰、宝马、丰田、通用、理想、蔚来等客户的供应链体系。目前, 公司车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件等产品市占率全球第一, 并持续推进墨西哥、波兰工厂和国内中山、沈阳、绍兴滨海工厂的新产能布局, 有望进一步提升供给能力。同时, 公司充分发挥与原有业务的协同效应, 进军机器人零部件领域, 主要聚焦机电执行器产品。公司与杭州钱塘新区管理委员会签订《三花智控未来产业中心项目投资协议书》, 拟以不低于 38 亿元的投资在钱塘区建设机器人机电执行器和域控制器研发及生产基地, 同时以配合客户的量产为目标, 积极筹划机电执行器的海外产能布局。

银轮股份: 公司 2023Q4 实现营收 30.26 亿元, 同比增长 22.05%; 归母净利润 1.69 亿元, 同比增长 11.05%。2024Q1 实现营收 29.69 亿元, 同比增长 16.22%; 归母净利润 1.92 亿元, 同比增长 50.85%。

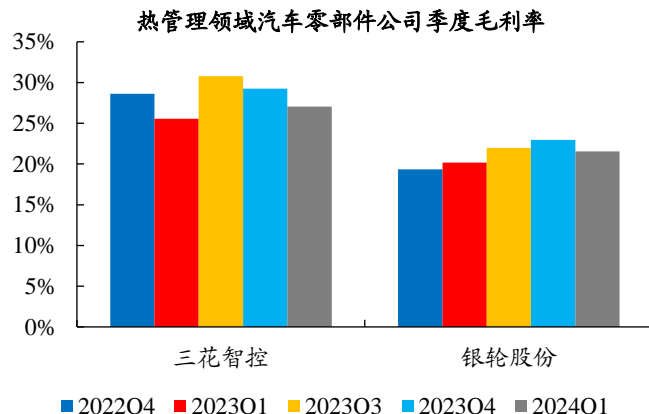
乘用车新能源领域, 公司深耕热管理业务。2023 年, 公司陆续获得北美客户芯片冷却系统及超充冷却模块、比亚迪电池冷却板及冷却模块、宁德时代水冷板、国内造车新势力芯片冷却及集成模块、欧洲客户空调箱等项目。同时, 为更好地服务海外客户, 公司积极推进海外本土化供应。目前, 公司墨西哥工厂及波兰工厂已投产, 其中墨西哥工厂主要生产供北美战略客户的电动车热管理模块和油冷器产品; 波兰工厂主要配套北美客户德国工厂以及捷豹路虎中批量车型, 后续将建成热泵板换、储能液冷机组、电池液冷板等产能, 配套更多的欧洲本土客户。2023Q4, 公司墨西哥工厂已实现盈亏平衡, 海外本地化发展加速。

图60: 三花智控 2024Q1 营收同环比明显增长, 银轮股份 2023Q4/2024Q1 营收同比增长



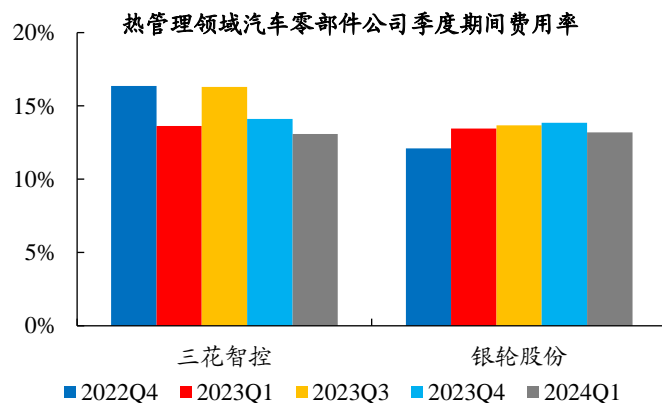
数据来源: Wind、开源证券研究所

图61: 三花智控、银轮股份 2023Q4/2024Q1 毛利率同比增长



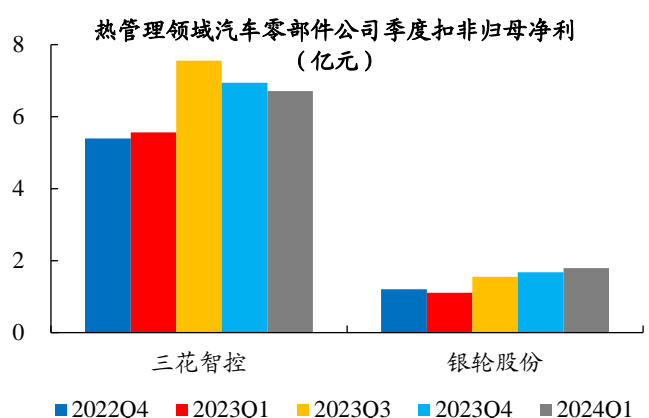
数据来源: Wind、开源证券研究所

图62: 三花智控 2023Q4/2024Q1 期间费用率同比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图63: 三花智控、银轮股份 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、内外饰: 新泉股份、上海沿浦业绩增长明显

新泉股份: 公司 2023Q4 实现营收 32.53 亿元, 同比增长 46.16%; 归母净利润 2.45 亿元, 同比增长 56.57%。2024Q1 实现营收 30.47 亿元, 同比增长 40.24%; 归母净利润 2.04 亿元, 同比增长 34.74%。

公司拥有较为完善的汽车饰件产品系列, 主要产品包括仪表盘总成、顶置文件柜总成、门内护板总成、立柱护板总成、流水槽盖板总成和保险杠总成等, 并已实现产品在商用车及乘用车应用领域的全覆盖。2023 年, 公司实现更多新能源汽车项目的配套, 包括理想、吉利、广汽新能源、比亚迪、蔚来、国际知名品牌电动车企业等的部分新能源车项目。同时, 公司积极推进产能建设以更好地满足客户需求。2023 年, 公司积极推进上海研发中心项目的建设, 并成立常州外饰公司、安庆公司以更好地满足国内客户需求。此外, 公司积极推进全球化布局, 墨西哥新泉项目量产工作有序推进, 并设立美国子公司, 以更好地服务于北美重要客户。公司还建有马来西亚生产基地, 并在斯洛伐克设立子公司, 以更好地服务于东南亚、欧洲等市场。

常熟汽饰：公司 2023Q4 实现营收 15.24 亿元，同比增长 40.45%；归母净利润 1.62 亿元，同比增长 13.92%。2024Q1 实现营收 10.59 亿元，同比增长 25.34%；归母净利润 1.04 亿元，同比增长 13.44%。虽受新项目影响毛利率有所下滑，但营收增长带来规模效应推升公司整体业绩。

公司是国内汽车内饰件行业主要供应商之一。2023 年，公司新能源客户持续增长，与比亚迪、特斯拉、大众、奔驰、宝马、蔚来、理想、小鹏、零跑、哪吒、北汽极狐、奇瑞新能源、小米、极越、英国捷豹路虎、北美 ZOOX 等保持稳定合作。公司在新能源车企先后获取门板、主副仪表板、立柱、衣帽架、模检具等业务，并首次获取国际豪华主机厂的外饰配件项目，单车价值量持续提升。同时，公司积极推进产能布局，新增肇庆、大连、合肥、安庆基地，并进一步扩大沈阳、天津等基地产能，提升公司产品供给能力。此外，公司积极进行全球化布局。2023 年 3 月、12 月，公司董事长带领团队至欧洲拜访德国奔驰、宝马、大众，进入德国主机厂体系。

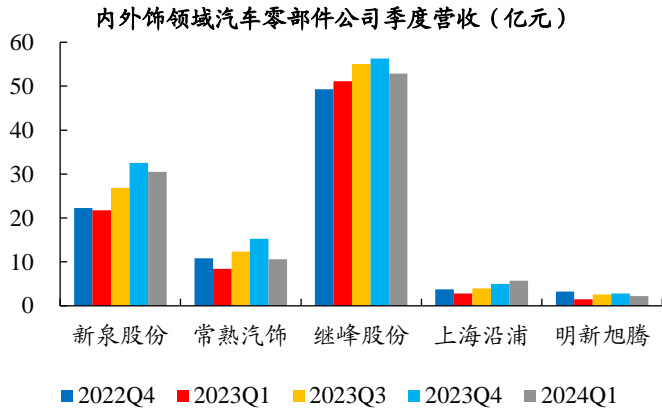
上海沿浦：公司 2023Q4 实现营收 4.99 亿元，同比增长 32.34%；归母净利润 0.28 亿元，同比增长 177.78%。2024Q1 实现营收 5.69 亿元，同比增长 103.44%；归母净利润 0.32 亿元，同比增长 187.11%。虽受毛利率有所下滑，但问界等客户放量推动公司营收增长，叠加规模效应导致期间费用率有所下降，推升公司整体业绩。

公司在汽车座椅部件领域核心竞争力突出，与东风李尔系、延锋系、麦格纳系、均胜系、佛吉亚系等多家国际知名汽车零部件厂商建立稳定的合作关系，为赛力斯、比亚迪等车企供货。同时，以现有产品为基础，公司计划研发电动腿托座椅、适用于多种座椅的锁止滑轨，力争在座椅骨架及零部件轻量化、小型化、自动化方面提升产品技术含量，提升单车配套价值。此外，公司计划在天津、柳州、郑州、襄阳现有厂区或者新租赁厂房的方式建设新产能，以更好地满足客户需求。

继峰股份：公司 2023Q4 实现营收 56.32 亿元，同比增长 14.20%；归母净利润 0.50 亿元，同比增长 103.71%。2024Q1 实现营收 52.87 亿元，同比增长 3.45%；归母净利润 0.19 亿元，同比下降 68.23%。

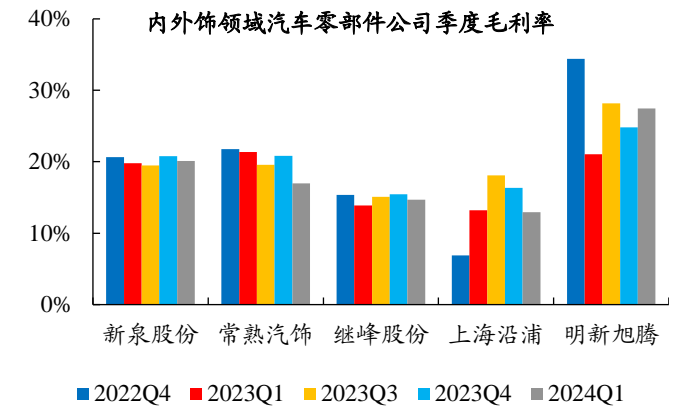
公司积极布局乘用车座椅业务。2023 年 5 月，公司合肥基地顺利完成首个定点项目的交付，2023 年累计向客户交付座椅产品 6.5 万套，全年实现营收 6.55 亿元。产能方面，随着 2024 年多个在手定点项目将陆续量产，公司常州基地、宁波基地、长春基地、天津基地、北京基地、福州基地、义乌基地、芜湖基地等都将完成布局，保障产品交付。同时，公司与格拉默携手积极探索座椅业务全球化布局。格拉默是商用车座椅系统的技术领导者。收购格拉默后，公司持续推进精细化运营，强化降本增效管理。未来，格拉默中国地区将持续扩大其在国内的市占率，同时海外地区将专注于提高盈利能力。乘用车座椅产品单车价值量大、国产替代空间广阔。

图64: 新泉股份、常熟汽饰、继峰股份、上海沿浦 2023Q4/2024Q1 营收同比增长



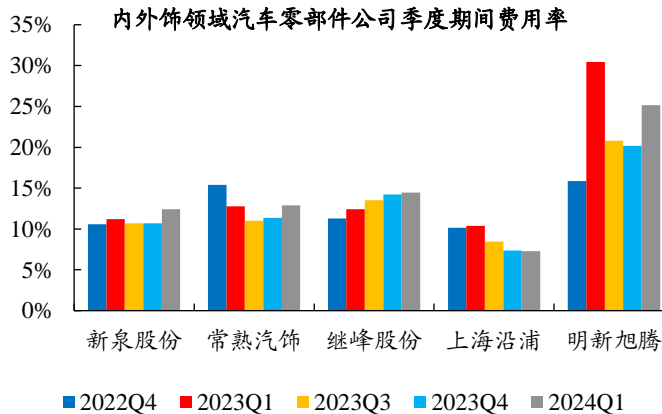
数据来源: Wind、开源证券研究所

图65: 新泉股份、继峰股份、明新旭腾 2024Q1 毛利率同比提升



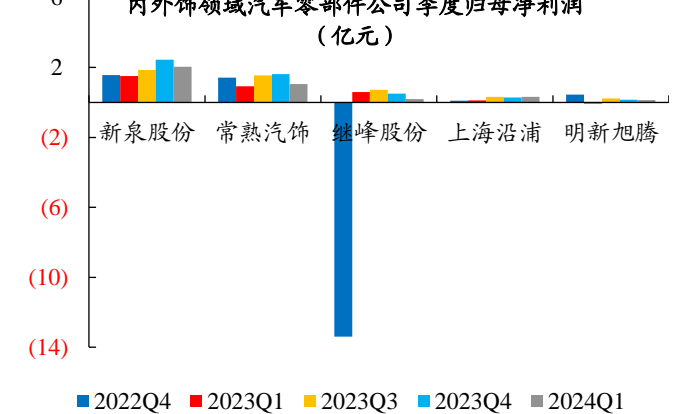
数据来源: Wind、开源证券研究所

图66: 常熟汽饰 2023Q4 期间费用率同比下降, 上海沿浦 2023Q4/2024Q1 期间费用率同比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图67: 新泉股份、常熟汽饰、上海沿浦 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比增长, 继峰股份 2023Q4 同比扭亏



数据来源: Wind、开源证券研究所

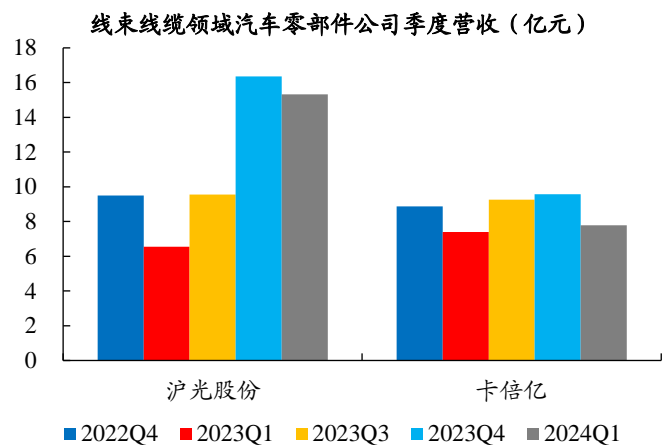
2.4、线束线缆：“电动智能化+国产替代”推动沪光股份业绩高增

沪光股份: 公司 2023Q4 实现营收 16.36 亿元, 同比增长 72.08%; 归母净利润 0.77 亿元, 同比增长 217.60%。2024Q1 实现营收 15.33 亿元, 同比增长 134.12%; 归母净利润为 1.01 亿元, 同比增长 504.60%, 业绩实现超预期增长; 毛利率同比增长 3.23pct, 且随着公司在手订单持续放量, 规模效应显现, 费用率同比明显下降。公司业绩兑现主要由于 (1) 新能源汽车渗透率提升对高压线束需求增加, 公司产品结构得到丰富; (2) 受益国产替代大势及优秀的行业 Know-how 积累, 公司进入问界、L 汽车等自主品牌供应链体系, 为问界 M5/M7/M9 等供货, 充分受益相关车型销量增长。

产品端, 公司通过高压线束+特种线束优化产品结构: (1) 随着汽车电动化持续渗透, 高压线束市场规模将继续增长, 同时公司自研全系高压连接器等产品, 助力降本增效; (2) 智能化发展趋势下, 达到智能化标准的特种线束成为公司新业务增长点, 目前相关数据线产品已通过整车搭载测试, 预计 2024 年达产量产条件。客户端, 公司加速拓展新能源客户, 目前已为大众、通用、L 汽车、赛力斯、美国 T 公司等车企

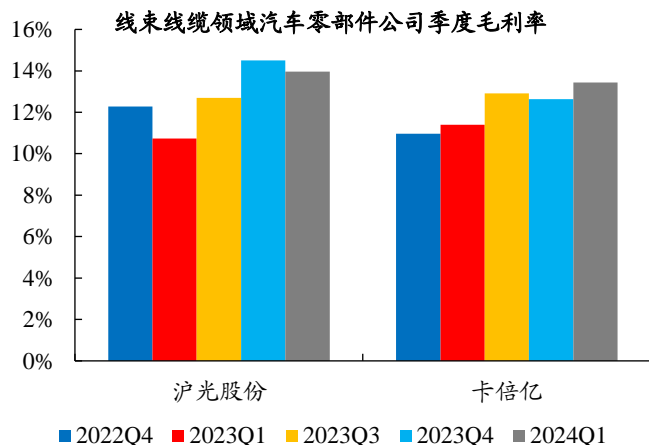
供货，同时已接受极氪、北汽、零跑等车企的潜在供应商资格审核。公司业绩有望随新客户开拓和新定点项目量产而进一步提升。

图68：沪光股份、卡倍亿 2023Q4/2024Q1 营收同比增长



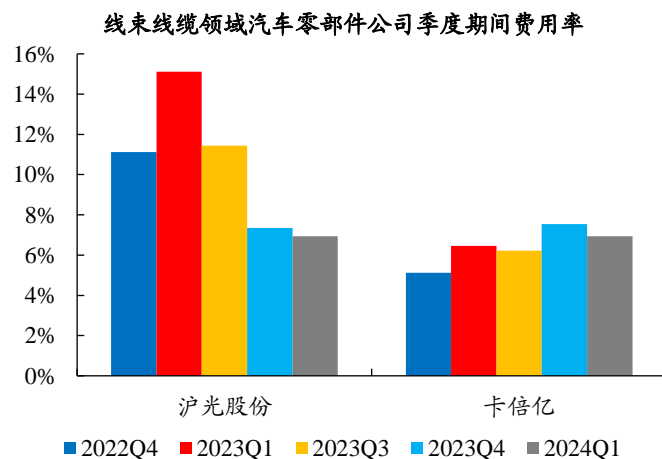
数据来源：Wind、开源证券研究所

图69：沪光股份、卡倍亿 2023Q4/2024Q1 毛利率同比提升



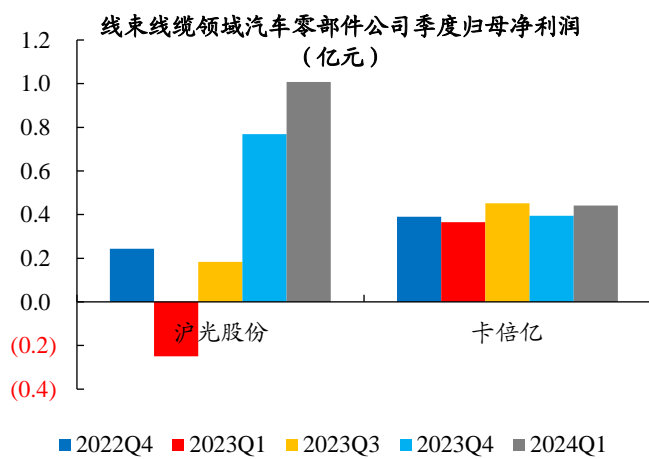
数据来源：Wind、开源证券研究所

图70：沪光股份 2023Q4/2024Q1 期间费用率同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图71：沪光股份 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.5、域控制器：德赛西威等公司业绩普遍增长，经纬恒润业绩有所承压

德赛西威：公司 2023Q4 实现营收 74.38 亿元，同比增长 54.24%；归母净利润 5.86 亿元，同比增长 19.13%。2024Q1 实现营收 56.48 亿元，同比增长 41.78%；归母净利润 3.85 亿元，同比增长 16.41%，预计受益公司下游市场加速开拓及客户结构优化。公司期间费用率同比下降，预计受规模效应推动。

公司在汽车智能化领域深耕多年，其中智能座舱、智能驾驶产品已在技术、质量、市场、规模等方面全面领先，并陆续步入放量区间。同时，公司与英伟达等头部芯片厂商合作经验丰富，有望配套相关芯片公司拓展到更多智能化前沿领域。研发端，公司保持高投入，2024Q1 研发费用 5.23 亿元，同比增长 30.10%，同时积极打造全球研发体系，保持产品竞争力。市场端，公司已进入欧洲、东南亚、日本和北美市

场，国际市场持续开拓打开成长空间。

均胜电子：公司 2023Q4 实现营收 144.18 亿元，同比增长 2.62%；归母净利润 3.04 亿元，同比增长 15.68%。2024Q1 实现营收 132.78 亿元，同比增长 0.42%；归母净利润 3.07 亿元，同比增长 53.11%。毛利率同比提升明显，预计与汽车安全业务在欧美持续改善、汽车电子业务在国内快速增长等因素有关。

公司紧握智能汽车新机遇，推进 AI 与智能化产品融合。座舱方面，公司新一代数字化座舱搭载车载多模态识别和 AI 数据融合技术，基于大算力座舱域控制器提供情感化服务；智驾方面，公司已推出能够覆盖 L2 到 L4 级的智能驾驶域控产品，可支持人机共驾 AI 算法。同时，公司订单结构持续优化。2024Q1，公司新获订单全生命周期金额约 298 亿元，其中新能源汽车相关订单金额约 229 亿元，占比约 77%，头部自主品牌/新势力的订单金额占比继续快速提升。

华阳集团：公司 2023Q4 实现营收 23.40 亿元，同比增长 43.60%；归母净利润 1.67 亿元，同比增长 47.58%。2024Q1 实现营收 19.91 亿元，同比增长 51.34%；归母净利润 1.42 亿元，同比增长 83.52%，预计受产品持续迭代、订单开拓成果明显推动。

公司深入布局汽车智能化，在软件、硬件、集成、光学等方面拥有较强的技术能力。2024 年北京车展上，公司首发亮相“高通骁龙 8255 域控解决方案”，推动舱泊一体融合落地；此外，公司正在同步开发基于高通骁龙 8775 芯片的域控产品，预计将于 2024 年下半年推出，构成从座舱、到舱泊、舱驾、再到中央计算全覆盖的产品矩阵。2023 年，我国智能座舱渗透率快速提升至 61.5%；L2 级及以上的智能驾驶系统渗透率提升至 40.8%，汽车智能化趋势下，公司有望全面受益。

科博达：公司 2023Q4 实现营收 14.31 亿元，同比增长 48.56%；归母净利润 1.54 亿元，同比增长 73.39%。2024Q1 实现营收 14.17 亿元，同比增长 55.22%；归母净利润 2.19 亿元，同比增长 66.24%，业绩高增预计受客户交付量增加、费用率下降推动。

公司在研新项目充足，2023 年共获得宝马、奥迪、大众、福特、捷豹路虎、康明斯、丰田、长安、广汽、通用、日产、吉利、极氪、理想、蔚来等国内外客户新定点项目 73 个，全生命周期销量 10000 多万只。同时，公司积极开拓新领域，逐步布局车身域控、底盘域控、玻璃变色、Efuse、新一代灯控技术、电驱控制等新赛道，分别获得理想、比亚迪、戴姆勒、大众集团等国内外知名客户的项目定点。此外，公司大力推进全球化战略，在戴姆勒、宝马、大众、福特等现有国外重点客户的基础上，继续拓展丰田、Stellantis、通用等国外大客户全球业务市场。2023 年，公司还完成首个境外生产基地日本工厂的设立，并在 2023 年底前正式投产，增强公司全球供给能力。

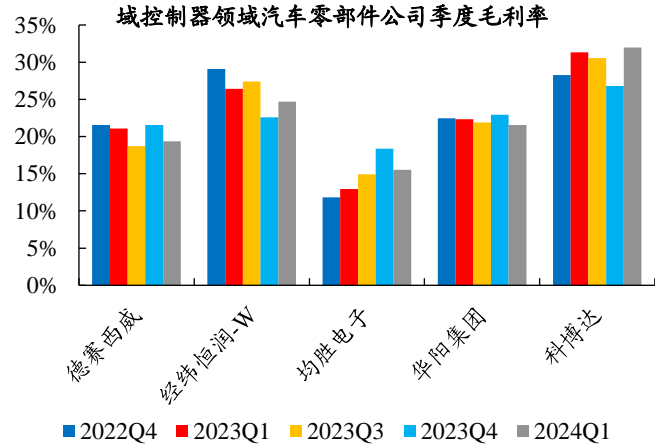
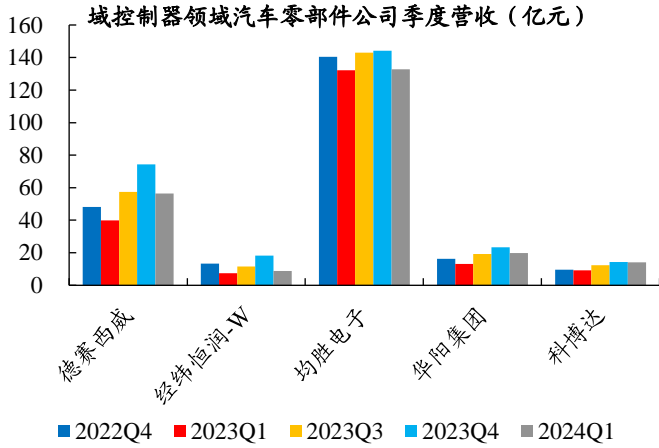
经纬恒润：公司 2023Q4 实现营收 18.19 亿元，同比增长 37.27%；2024Q1 实现营收 8.89 亿元，同比增长 20.35%。归母净利润方面，公司短期下滑，预计受毛利率下降期间费用率提升有关。

公司顺应汽车电动智能化及电子电气架构向中央集成式快速演变的趋势，积极布局国内外市场。其国内市场：（1）分布式域控单品方面，公司基于 DLP 方案的 AR-HUD 获吉利、上汽大通的定点，部分项目已实现量产出货；自研 4D 毫米波雷达已应用于高级别智驾整体解决方案；（2）域控产品，城市 NOA 功能开发顺利进展；国内底盘域控制器市场空间广阔，同时公司全栈自研的底盘域控制器适合下一代电子电气架构，已配套多款车型，可实现迎宾、主动预测魔毯悬架等功能，有望抢占国内市

场份额。海外市场：公司已获得 Stellantis、Scania 等多个 OEM/Tier1 产品定点，同时马来西亚全资子公司已建成投产，海外业务进展迅速。

图72：德赛西威、经纬恒润、均胜电子、华阳集团、科博达 2023Q4/2024Q1 营收同比增长

图73：德赛西威、经纬恒润毛利率有所下滑，均胜电子 2023Q4/2024Q1 毛利率同比增长

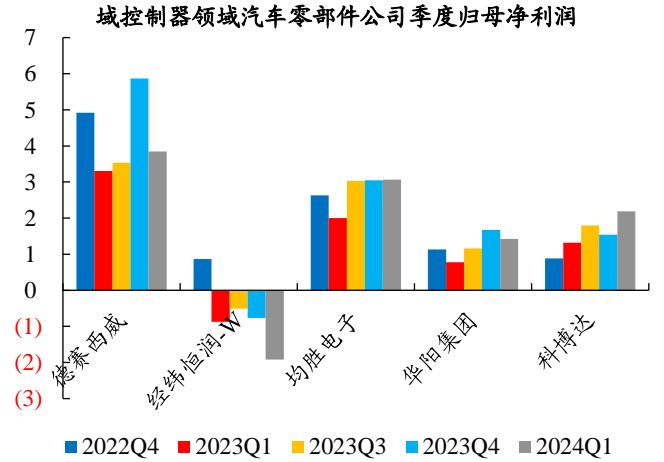
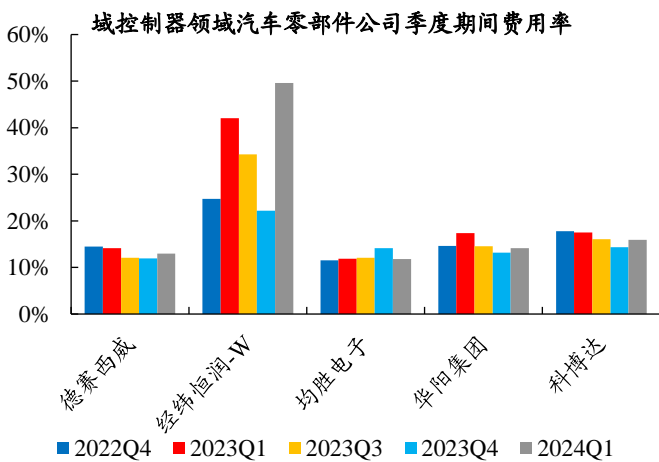


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图74：德赛西威、华阳集团、科博达 2023Q4/2024Q1 期间费用率同比下降

图75：德赛西威、华阳集团、均胜电子、科博达 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.6、线控底盘：2024Q1 业绩普遍高增，保隆科技受新品爬坡等影响承压

中鼎股份：公司 2023Q4 实现营收 44.70 亿元，同比下降 3.95%；归母净利润 2.56 亿元，同比增长 17.02%。2024Q1 实现营收 46.92 亿元，同比增长 21.58%；归母净利润 3.61 亿元，同比增长 37.56%。

公司空悬、轻量化底盘、热管理等增量业务增长势能强劲，其中（1）空气悬挂系统业务方面，公司旗下德国 AMK 作为空气悬挂系统的高端供应商，是行业前三的领导者，积极推进国产化，已取得国内多家造车新势力及传统自主品牌龙头企业的订单。同时，公司旗下子公司鼎瑜科技空气弹簧及储气罐产品已获得项目定点，同时也在加快布局磁流变减震器项目，目前项目产线建设正在加速推进。截至 2023 年底，公

司国内空悬业务已获订单总产值约为 121 亿元，其中总成产品订单总产值约为 17 亿元，未来有望拿到更多项目定点；（2）轻量化底盘系统方面，公司锻铝控制臂总成项目已取得突破性进展，同时旗下子公司四川望锦的球头铰链总成产品是底盘系统核心安全及性能部件，且拥有全球领先的技术。目前，公司轻量化产品已取得奔驰、长安、广汽、比亚迪等多个传统主机厂的订单，2023 年轻量化业务累计获得订单约 85 亿元。同时，公司积极推进斯洛伐克及墨西哥的轻量化工厂建设；（3）热管理业务方面，公司 2023 年累计获得订单约 120 亿元，其中旗下子公司德国 TFH 是发动机及新能源汽车电池热管理管路总成优秀供应商，在所处细分领域排名全球前二，目前给宝马、沃尔沃、奥迪、大众、吉利、小鹏和理想等新能源汽车平台配套。同时，子公司中鼎流体及中鼎智能热系统已推出系列化储能液冷机组、超算中心浸没式液冷机组、热管理控制器、温压一体传感器、冷媒流道板等产品。

保隆科技：公司 2023Q4 实现营收 17.42 亿元，同比增长 11.56%；归母净利润 0.40 亿元，同比下降 59.62%。2024Q1 实现营收 14.83 亿元，同比增长 24.94%；归母净利润 0.68 亿元，同比下降 27.16%。

公司新业务积极开拓：（1）空悬需求的快速增长将给公司空气弹簧、电控减振器、储气罐、车身高度传感器、车身加速度传感器、车轮加速度传感器、空气悬架系统控制单元、空气供给单元等零件，以及空悬系统集成业务带来非常大的发展机遇；（2）随着汽车电子化程度的不断提高，公司压力类传感器、光学类传感器、速度、位置类传感器、加速度/偏航率类传感器等车辆感知传感器将迎来高速发展期；（3）随着智能驾驶级别升级，单车对环境感知传感器的需求量在持续攀升，将给公司摄像头、毫米波雷达、超声波雷达、以及域控制器等智能驾驶产品带来很大的增量市场。同时，公司积极建设新产能以保障供给能力，其中（1）2024 年，公司合肥园区二期和上海松江新厂区的新建产能将陆续投入使用，提高空悬等产品的产能；（2）2024 年，匈牙利工厂将加速新建产能，进一步扩大传感器和空悬业务的规模。

伯特利：公司 2023Q4 实现营收 23.68 亿元，同比增长 27.68%；归母净利润 2.97 亿元，同比增长 34.41%。2024Q1 实现营收 18.60 亿元，同比增长 24.04%；归母净利润 2.10 亿元，同比增长 21.85%。虽毛利率受墨西哥产能爬坡等因素影响有所承压，但期间费用率同比下降叠加营收增长，公司业绩同比高增。

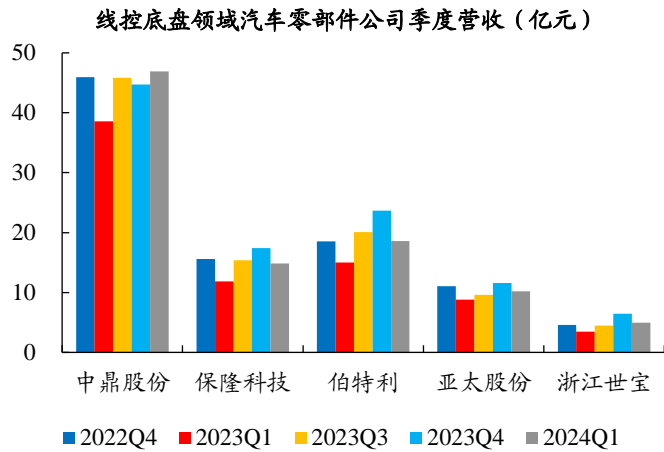
公司在规模化量产的线控制动 WCBS1.0 基础上，已完成具备制动冗余功能线控制动系统 WCBS2.0 的研发工作，2023 年 WCBS 新增定点项目 50 项，并同时开展对电子机械制动（EMB）的研发工作，EMBA 轮首样已于 2023 年 8 月完成制作，并已进行冬季试验验证。产能方面，2023 年，公司新增 35 万套/年 WCBS 阀体机加产能、36 万套/年 WCBS 总成组装产能，同时 1 月 5 日发行可转债募投 60 万套/年电子机械制动研发及产业化项目、100 万套/年线控底盘制动系统产业化项目。同时，公司积极推进海外业务布局，墨西哥 400 万件/年轻量化零部件的一期项目已于 2023Q3 末投产，1 月 5 日发行的可转债还将募投墨西哥 720 万件/年轻量化零部件及 200 万件制动钳项目。

亚太股份：公司 2023Q4 实现营收 11.58 亿元，同比增长 4.95%；利润端基本实现盈亏平衡，归母净利润同比下降 101.19%，主要受可转债到期赎回支付的票面及补偿利息增加导致财务费用大幅提升所致。2024Q1 实现营收 10.22 亿元，同比增长 16.16%；归母净利润 0.61 亿元，同比增长 58.61%，创近年新高。

公司是国内汽车制动系统龙头企业，拥有完整的汽车制动系统主导产品链。2023 年，

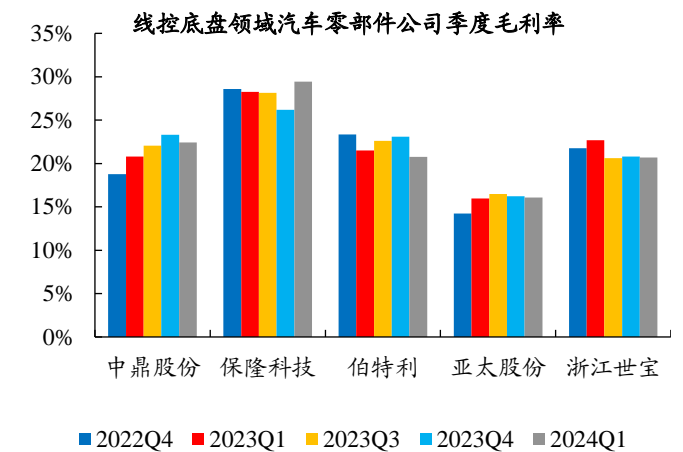
公司新启动 136 个项目，其中有 58 个项目涉及汽车电子控制系统产品；新量产 93 个项目，包括重庆长安、吉利、广汽、合创、一汽红旗、上汽通用五菱、上汽大通、奇瑞等多个项目。

图76: 保隆科技、伯特利、亚太股份 2023Q4/2024Q1 营收同比增长, 中鼎股份 2024Q1 营收同比高增



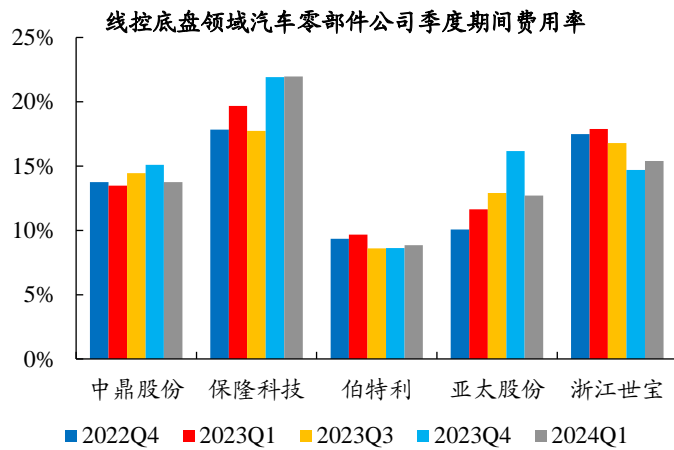
数据来源: Wind、开源证券研究所

图77: 中鼎股份、亚太股份 2023Q4/2024Q1 毛利率同比提升, 保隆科技 2024Q1 毛利率同环比提升



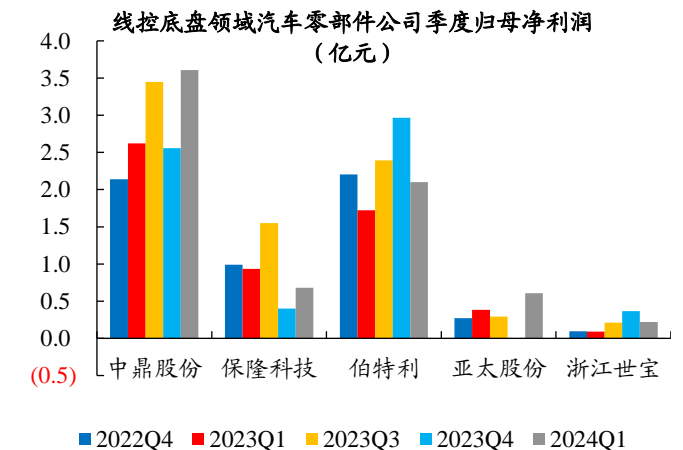
数据来源: Wind、开源证券研究所

图78: 伯特利 2023Q4/2024Q1 期间费用率同比下降, 中鼎股份、亚太股份期间费用率改善明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

图79: 中鼎股份、伯特利 2023Q4/2024Q1 归母净利润同比高增, 保隆科技、亚太股份 2024Q1 业绩改善明显

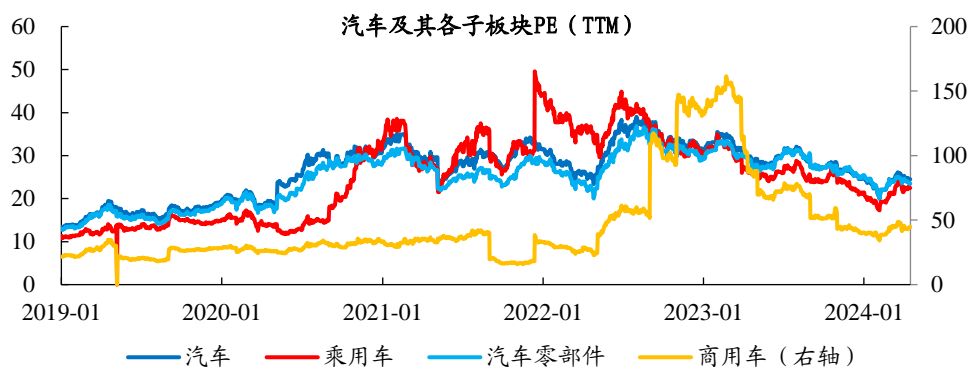


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、估值及基金持仓: 汽车板块估值处历史中低位, 基金持仓比例处历史高位

3.1、估值: 汽车板块估值目前处于历史中低位, 后续有望迎来修复

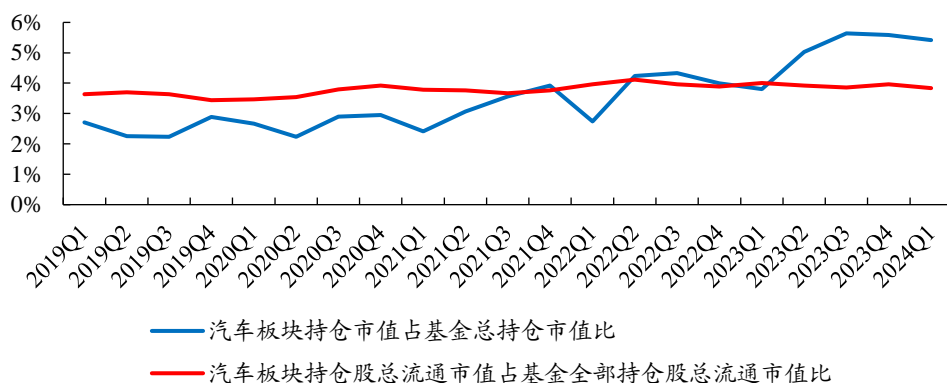
受行业需求相对放缓、竞争激烈等因素影响, 汽车板块估值目前处于历史中低位。展望后续, 在以旧换新政策落地、降价潮有望企稳、出海需求相对旺盛等因素推动下, 汽车行业有望迎来高景气, 进而带动板块估值的修复。

图80: 汽车板块估值目前处于历史中低位, 2月以来小幅反弹


数据来源: Wind、开源证券研究所

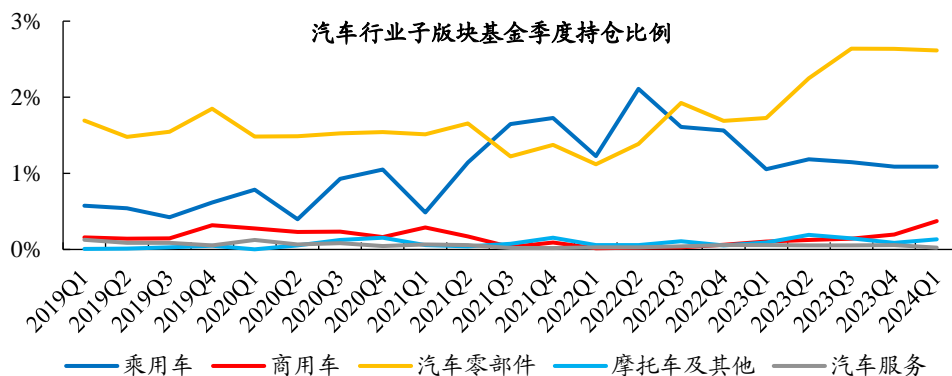
3.2、基金持仓分析: 汽车板块持仓比例处历史高位, 商用车板块占比环比提升

总体来看, 2023Q4/2024Q1, 汽车板块占基金总持仓的比例约为 5.59%/5.42%。虽环比小幅下滑, 但仍处历史高位。分板块来看, 汽车零部件板块持仓比例约为 2.6%, 约占基金汽车板块总持仓的一半。同时, 受出口需求增长、国内需求复苏等因素驱动, 商用车板块高景气, 也带动商用车板块持仓比例环比提升。

图81: 2023Q4/2024Q1, 基金持仓汽车板块比例虽环比小幅下滑, 但仍处历史高位


数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 所选汽车板块公司以 SW 汽车行业指数成分股为基础, 加入德赛西威等明显属于汽车板块的公司, 下同)

图82: 2023Q4/2024Q1 汽车零部件板块约占基金汽车板块总持仓的一半, 商用车板块持仓比例环比提升明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 2024Q1 汽车板块前十大重仓股持股比例及其变化

| 代码 | 名称 | 2023Q4 持仓市值占比 | 2024Q1 持仓市值占比 | 环比变化 |
|-----------|------|---------------|---------------|--------|
| 601058.SH | 赛轮轮胎 | 0.38% | 0.47% | 0.09% |
| 002050.SZ | 三花智控 | 0.64% | 0.36% | -0.28% |
| 002594.SZ | 比亚迪 | 0.27% | 0.32% | 0.05% |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 0.30% | 0.28% | -0.02% |
| 000338.SZ | 潍柴动力 | 0.13% | 0.26% | 0.13% |
| 601689.SH | 拓普集团 | 0.32% | 0.25% | -0.06% |
| 600660.SH | 福耀玻璃 | 0.16% | 0.25% | 0.09% |
| 002920.SZ | 德赛西威 | 0.25% | 0.25% | 0.00% |
| 601127.SH | 赛力斯 | 0.23% | 0.23% | 0.01% |
| 601799.SH | 星宇股份 | 0.15% | 0.18% | 0.03% |

数据来源: Wind、开源证券研究所

4、投资建议

乘用车方面, 以旧换新政策落地, 有望提振终端销量, 同时后续降价潮若企稳有望改善车企盈利能力。此外, 电动智能化领域技术相对领先的企业有望获得更大的市场份额。推荐比亚迪、长安汽车、长城汽车, 受益标的: 赛力斯、北汽蓝谷、江淮汽车、理想汽车-W、小鹏汽车-W、蔚来-SW。

商用车方面, 以旧换新增量需求、天然气重卡加速渗透、出口需求旺盛有望推动重卡销量增长, 推荐行业龙头潍柴动力、中国重汽。客车方面, 我国新能源客车产品力较强, 出海成客车需求增长的重要驱动力, 受益标的: 宇通客车。

零部件方面, 智能驾驶加速渗透确定性高, 推荐域控制器领域核心企业德赛西威、经纬恒润-W、均胜电子、华阳集团, 线控底盘领域受益标的: 中鼎股份、保隆科技、伯特利等。同时, 凭借在零部件、智能技术解决方案以及华为终端过去十多年消费者业务积累的质量管控、销售服务、品牌营销等优秀经验, 华为充分赋能多个合作主机厂, 相关车型销量表现亮眼, 国内深度配套华为汽车供应链公司有望充分受益, 底盘和轻量化领域受益标的: 拓普集团、文灿股份、博俊科技、瑞鹄模具; 线束领域推荐沪光股份; 座椅领域受益标的: 上海沿浦。此外, 零部件企业正积极拥抱全

球市场，尤其是深度配套特斯拉等行业领军企业进行海外产能布局，特斯拉产业链企业有望充分受益海外业务的广阔发展空间，受益标的：拓普集团、旭升集团、银轮股份、新泉股份等。

表3: 受益标的盈利预测及估值

| 所属板块 | 股票代码 | 公司简称 | 最新收盘价 | 总市值 | EPS (元) | | | P/E | | | 评级 |
|------|-----------|--------|--------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| | | | (元) | (亿元) | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 乘用车 | 002594.SZ | 比亚迪 | 225.70 | 6309.49 | 11.2 | 13.4 | 15.8 | 20.2 | 16.8 | 14.2 | 买入 |
| 乘用车 | 000625.SZ | 长安汽车 | 14.48 | 1257.10 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 18.1 | 14.3 | 11.9 | 买入 |
| 乘用车 | 601633.SH | 长城汽车 | 26.17 | 1908.13 | 1.2 | 1.6 | 1.8 | 23.4 | 18.3 | 15.8 | 买入 |
| 乘用车 | 601127.SH | 赛力斯 | 85.38 | 1289.05 | 2.1 | 4.0 | 6.4 | 41.4 | 21.3 | 13.3 | 未评级 |
| 乘用车 | 2015.HK | 理想汽车-W | 105.00 | 2228.12 | 8.4 | 11.9 | 14.6 | 12.5 | 8.8 | 7.2 | 增持 |
| 乘用车 | 9868.HK | 小鹏汽车-W | 30.75 | 581.04 | -4.9 | -1.9 | 0.3 | -6.3 | -16.2 | 102.5 | 增持 |
| 乘用车 | 9866.HK | 蔚来-SW | 40.35 | 836.67 | -10.2 | -6.8 | -6.6 | -4.0 | -5.9 | -6.1 | 增持 |
| 乘用车 | 9683.HK | 零跑汽车 | 29.20 | 390.39 | -2.4 | -0.8 | 0.7 | -12.2 | -36.5 | 41.7 | 买入 |
| 重卡 | 000951.SZ | 中国重汽 | 16.53 | 194.21 | 1.2 | 1.5 | 1.9 | 13.7 | 10.9 | 8.7 | 买入 |
| 重卡 | 000338.SZ | 潍柴动力 | 17.80 | 1500.27 | 1.3 | 1.5 | 1.7 | 13.5 | 11.5 | 10.1 | 买入 |
| 重卡 | 000800.SZ | 一汽解放 | 9.01 | 417.75 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 40.2 | 24.3 | 18.9 | 买入 |
| 客车 | 600066.SH | 宇通客车 | 28.74 | 636.29 | 1.2 | 1.5 | 1.9 | 24.2 | 19.7 | 15.9 | 未评级 |
| 客车 | 600686.SH | 金龙汽车 | 8.65 | 62.02 | 0.4 | 0.9 | 1.2 | 22.1 | 10.9 | 7.7 | 未评级 |
| 轻量化 | 601689.SH | 拓普集团 | 59.05 | 686.62 | 2.5 | 3.3 | 4.0 | 24.0 | 18.1 | 15.0 | 买入 |
| 轻量化 | 600933.SH | 爱柯迪 | 19.14 | 184.43 | 1.2 | 1.5 | 1.8 | 16.1 | 12.8 | 10.5 | 未评级 |
| 轻量化 | 603305.SH | 旭升集团 | 13.92 | 129.90 | 0.9 | 1.1 | 1.4 | 15.6 | 12.3 | 10.2 | 买入 |
| 轻量化 | 603348.SH | 文灿股份 | 31.72 | 83.76 | 1.5 | 2.2 | 2.7 | 20.8 | 14.3 | 11.7 | 买入 |
| 轻量化 | 300926.SZ | 博俊科技 | 21.66 | 87.57 | 1.1 | 1.6 | 2.1 | 19.3 | 14.0 | 10.4 | 未评级 |
| 轻量化 | 002997.SZ | 瑞鹤模具 | 27.39 | 57.33 | 1.5 | 2.0 | 2.4 | 18.5 | 14.0 | 11.5 | 未评级 |
| 轻量化 | 001311.SZ | 多利科技 | 39.22 | 72.06 | 3.4 | 4.1 | 4.8 | 11.7 | 9.6 | 8.3 | 未评级 |
| 热管理 | 002050.SZ | 三花智控 | 21.15 | 789.45 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 21.9 | 18.2 | 16.0 | 买入 |
| 热管理 | 002126.SZ | 银轮股份 | 18.70 | 153.79 | 1.0 | 1.4 | 1.7 | 17.8 | 13.4 | 10.9 | 买入 |
| 内外饰 | 603179.SH | 新泉股份 | 44.44 | 216.56 | 2.3 | 3.0 | 3.7 | 19.6 | 15.0 | 12.0 | 买入 |
| 内外饰 | 603035.SH | 常熟汽饰 | 15.54 | 59.06 | 1.8 | 2.1 | 2.6 | 8.9 | 7.4 | 6.1 | 买入 |
| 内外饰 | 603997.SH | 继峰股份 | 12.87 | 162.94 | 0.4 | 0.8 | 1.0 | 34.6 | 16.2 | 12.4 | 买入 |
| 内外饰 | 605128.SH | 上海沿浦 | 44.63 | 35.71 | 2.4 | 3.3 | 4.2 | 18.2 | 13.5 | 10.4 | 买入 |
| 内外饰 | 605068.SH | 明新旭腾 | 15.65 | 25.44 | 0.7 | 1.0 | 1.3 | 21.4 | 15.5 | 12.3 | 买入 |
| 线束线缆 | 605333.SH | 沪光股份 | 29.36 | 128.24 | 1.1 | 1.4 | 1.9 | 27.6 | 21.0 | 15.8 | 买入 |
| 域控制器 | 002920.SZ | 德赛西威 | 108.90 | 604.40 | 4.0 | 5.4 | 6.7 | 27.0 | 19.8 | 15.9 | 买入 |
| 域控制器 | 688326.SH | 经纬恒润-W | 58.70 | 70.44 | 2.1 | 3.1 | 4.3 | 28.5 | 19.4 | 13.8 | 买入 |
| 域控制器 | 600699.SH | 均胜电子 | 17.21 | 242.44 | 1.0 | 1.4 | 1.7 | 16.7 | 12.5 | 10.3 | 买入 |
| 域控制器 | 002906.SZ | 华阳集团 | 29.50 | 154.71 | 1.1 | 1.5 | 1.9 | 26.1 | 19.2 | 15.4 | 买入 |
| 域控制器 | 603786.SH | 科博达 | 74.36 | 300.34 | 2.2 | 2.8 | 3.5 | 33.6 | 26.1 | 21.2 | 买入 |
| 线控底盘 | 000887.SZ | 中鼎股份 | 13.57 | 178.65 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 12.6 | 10.5 | 9.1 | 买入 |
| 线控底盘 | 603197.SH | 保隆科技 | 39.95 | 84.71 | 2.4 | 3.2 | 4.0 | 17.0 | 12.8 | 10.3 | 买入 |
| 线控底盘 | 603596.SH | 伯特利 | 56.42 | 244.44 | 2.8 | 3.6 | 4.6 | 20.0 | 15.3 | 12.1 | 买入 |

| | | | | | | | | | | | |
|------|-----------|------|------|-------|-----|-----|-----|------|------|------|----|
| 线控底盘 | 002284.SZ | 亚太股份 | 7.53 | 55.65 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 26.5 | 19.2 | 17.1 | 增持 |
|------|-----------|------|------|-------|-----|-----|-----|------|------|------|----|

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：比亚迪、长安汽车、长城汽车、理想汽车、小鹏汽车、蔚来、零跑汽车、沪光股份、德赛西威、经纬恒润、均胜电子、华阳集团盈利预测来自开源证券研究所，其余来自 Wind 一致预期；收盘价为 2024 年 5 月 14 日）

5、风险提示

（1）汽车行业需求不及预期：汽车行业整体需求会影响车企的销量，对整车及零部件企业的业绩都会造成影响。

（2）电动智能化转型不及预期：续航能力及补能效率仍为消费者对新能源车的重要担忧，而自动驾驶技术难度大、投入资源大、研发周期长，短期内很难完全实现“可用、好用、爱用”，因此电动智能化转型不及预期可能不利于自主新能源品牌的进一步崛起。

（3）出海进程不及预期：出口是当前我国汽车产业销量增长的重要驱动力，但全球经济增长放缓等因素可能会影响消费者的购买力，抑制海外汽车消费需求，从而不利于我国汽车出口，影响整体销量。

（4）政策支持力度不及预期：若以旧换新政策、补能基础设施支持政策、L3 级智驾试点政策等支持力度不及预期，可能对汽车行业整体销量、电动智能化转型造成影响。

（5）行业竞争加剧：汽车行业需求增长相对放缓叠加产品端相似度提升的背景下，车企端通过降价潮应对竞争，销量表现、盈利能力恐面临一定的风险，并且可能将部分降价压力向零部件企业端传导。

（6）原材料价格大幅波动等：若原材料价格大幅上涨，将对车企成本端造成明显的冲击，影响企业的盈利能力。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|----------------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn