



汽车行业 2024 年中期投资展望：混动化趋势持续，格局与公司治理能力为王

2024 年 7 月 29 日

看好/维持

汽车

行业报告

分析师

李金锦 电话：010-66554142 邮箱：lij-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521030003

投资摘要：

汽车混动化趋势持续。据乘联会，2024.1-6 月 BEV 销量占比为 59.2%，插电式混合动力乘用车占比 40.8%。但自 2021 年以来，PHEV 占比逐年提升，PHEV 销量增速大幅超过 BEV。2024 年 1-6 月，PHEV 销量同比增速为 83.7%，而 BEV 同比增速仅为 8.7%。我们在报告《汽车行业 2024 年投资展望：新能源的分化趋势与零部件发展的 2.0 时代》(20231208) 中详细论述了插电混动、增程和纯电动特征和更适用的应用场景。我们更看好混动（插电混动和增程）的发展前景，插电混动将是主流紧凑车型电动化的有效解决方案。插电混动在成本、综合续航里程、补能方式等较 BEV 和增程式更具有优势。在中型及中大型车市场（B 级及以上），插电混动同样具备这些优势，仍然具有占据更多市场份额的机会，同时，近年来，部分车企通过增程式 PHEV 介入到该细分市场，共同提升混动市场规模。

汽车零部件行业资产规模、营收持续增长与盈利能力的触底回升：我们以中信证券行业分类-汽车零部件板块为总体，汇总板块内所有零部件公司的主要会计科目数据，计算各财务指标以近似反映零部件行业近几年的经营情况。零部件企业的总资产规模不断增加：2021-2023 年维持约 10% 的增长。零部件企业资产负债率有所增加，资本开支增长明显。2017 年以来零部件企业资产负债率逐步攀升，2022-2023 年超过 50%。近年来，零部件企业投资规模加大，2023 年购建固定资产等长期资产现金额度为 724 亿元，增长 10.5%，2015 年为 270 亿元。零部件行业营收端同样维持较好增速。盈利能力触底回升。毛利率 2023 和 2024Q1 开始复苏，净利率于 2019 年触底回升。2023-2024Q1 零部件净利率分别为 4.9% 和 6.2%，仍低于 2015-2017 年 8% 以上的净利率。ROE 自 2019 年底部逐步回升至 2023 年的 7.5%，净利润率下行成为最大拖累项。

格局与治理能力为王。成熟行业进入低增长阶段后，行业竞争格局也将趋于稳定。头部公司经过长期的市场竞争逐渐建立一定的竞争优势，或在研发、成本、市场、效率上具备一定的领先优势，并获取高于行业平均水平的投资回报率。新兴行业处于高速增长阶段，广阔的市场前景吸引了更多资本和企业涌入，新的进入者众多，这将导致行业进入混战阶段。虽然有快速增长行业（营收）规模，但是参与者经营质量变差。这种混战格局并非一成不变的，随着行业增速下行，市场前景的吸引力下降，资本实力较弱的玩家逐步退出都将使得行业格局趋于稳定，真正在公司治理能力较强的公司将成为最终的胜利者。本文分别以内燃机、铝压铸行业为例详细说明上述观点。

投资策略：汽车零部件板块 2024 年跌幅较大，估值接近五年底部。零部件板块跌幅达到 18.2%，这与零部件中小市值企业居多有关。据中信汽车零部件指数，市值中位数为 34.7 亿元，其中 50 亿市值以下公司占比 66.1%，30 亿以下市值占比 39.4%。从估值指标看，PE (TTM) 中位数为 22.8 倍，PB 中位数为 1.8 倍，均接近五年底部。我们认为，汽车零部件行业的大幅下跌更多受资本市场风格影响，汽车行业中零部件板块更适合挖掘投资机会。寻找便宜的好公司始终是第一位的。我们更看重格局相对稳定的细分行业及具备较强公司治理能力的上市公司。

目前我们重点研究的细分行业包括但不限于以下领域：1) 内燃机产业链：汽车电动化并非完全取代内燃机，内燃机将以混动形式长期存在，我们更看好国内气缸套龙头公司中原内配 (002448)、气门传动组核心供应商新坐标(603040)。内燃机受益行业还包括涡轮增压系统产业链公司，如科华控股(603161)、华培动力(603121)等。2) 智能驾驶试验场：汽车试验场具备法规资质、土地场地、地理区位等较高的进入壁垒。我们看好国内专业第三方汽车试验场运营公司中汽股份(301215)。3) 汽车管路行业：尼龙管路更优的轻量化、集成化优势使得其更适合新能源汽车热管理系统。汽车电动化打开了尼龙管路的应用范围，同时也加剧了尼龙管路的市场竞争。我们重点覆盖的尼龙管路公司溯联股份(301397)仍然在核心部件快速接头具备技术领先优势，以及较强市场开拓能力和成本控制能力。另外，在新能源汽车热管理领域中，橡胶管路与尼龙管路并存的解决方案或将长期存在。橡胶管路在原材料配方、产能审批上具备壁垒。橡胶管路受益标的为川环科技(300547)。4) 铝压铸行业：如上述分析，该行业经历了激烈的行业竞争，相关公司毛利率仍在下行。我们看好爱柯迪(600933)的发展前景。

关于整车板块：虽然整车与零部件公司都面临较为激烈的市场竞争，我们认为，具备竞争力的零部件公司可以有更多缓解空间，通过开拓新定点、新客户及新市场（海外）来缓解国内的竞争压力。当前国内整车企业仍然需要面临更为激烈的国内竞

争。且从估值角度看，乘用车整车也不如零部件板块更具备估值优势。因此，我们短期对整车板块持保守态度。

风险提示：汽车行业景气度持续下行，汽车行业竞争持续加剧，主要原材料大幅上涨，相关产品新产品开拓不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
中原内配	0.53	0.61	0.71	0.82	10.74	9.24	7.93	6.88	0.94	推荐
新坐标	1.36	1.55	1.77	2.01	13.15	11.58	10.16	8.91	1.75	推荐
中汽股份	0.12	0.14	0.17	0.22	43.13	39.72	31.86	24.27	2.47	推荐
湖联股份	1.26	1.42	1.75	2.05	19.17	16.99	13.80	11.75	1.41	推荐
爱柯迪	0.93	1.17	1.45	1.83	14.45	11.51	9.31	7.37	14.45	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 混动化趋势持续	5
1.1 2024 年上半年乘用车稳定增长与新能源汽车渗透率提升	5
1.2 混动车型占比有望持续提升，增速大幅领先纯电动	7
2. 汽车零部件行业：格局与公司治理能力为王	9
2.1 2015-2024Q1 汽车零部件行业经营情况	9
2.2 格局与公司治理能力为王	12
3. 投资策略	15
4. 风险提示	17
相关报告汇总	18

插图目录

图 1： 乘用车年度销量及同比增速（%） 单位：万辆	5
图 2： 新能源乘用车渗透率历年数据	5
图 3： 新能源乘用车月度渗透率	5
图 4： 新能源乘用车历年同比增速（%） 单位：辆	6
图 5： 新能源乘用车月度及累计同比增速（%）	6
图 6： 不同级别车型市场优惠幅度 单位：元	6
图 7： 新能源乘用车历年价格结构	6
图 8： 新能源乘用车历年品牌结构	7
图 9： 新能源乘用车结构占比	7
图 10： PHEV 与 BEV 月度同比增速（%）	7
图 11： 纯电动汽车的销量结构	8
图 12： 插电式混合动力的销量结构	8
图 13： 增程式汽车的销量结构	9
图 14： 汽车零部件行业总资产规模与同比增速（%） 单位：万元	9
图 15： 2015-2024 年 Q1 汽车零部件企业负债率	10
图 16： 2015-2023 年零部件企业资本开支及同比增速（%） 单位：万元	10
图 17： 汽车零部件行业营收及同比增速（%） 单位：万元	10
图 18： 汽车零部件毛利率、净利率与扣非归母净利率	11
图 19： 汽车零部件企业期间费用率	11
图 20： 主要资产周转率变化	11
图 21： 汽车零部件行业的 ROE	11
图 22： 我国内燃机销量及同比增速（%） 单位：万台	12
图 23： 中原内配营收及同比增速（%） 单位：万元	13
图 24： 中原内配气缸套毛利率，出口毛利及零部件行业对比	13
图 25： 新坐标营收及同比增速（%） 单位：万元	13
图 26： 新坐标综合毛利率，气门传动组与行业对比	13

图 27：三个公司涡轮增压业务收入同比增速（%）	14
图 28：三个公司涡轮增压零件业务毛利率对比.....	14
图 29：A 股主要压铸企业的毛利率对比（%）	15
图 30：压铸类公司 2023 年 ROE 表现	15
图 31：压铸类公司资产周转天数 单位：天	15
图 32：中信汽车零部件行业 PE（TTM，中位数）	16
图 33：中信汽车零部件行业 PB（中位数）	16
图 34：A 股主要指数年初涨跌幅（%）	16
图 35：汽车零部件行业按市值分布 单位：个	16
图 36：中信汽车-乘用车 III 指数 PE（TTM）	17
图 37：中信汽车-乘用车 III 指数 PB.....	17

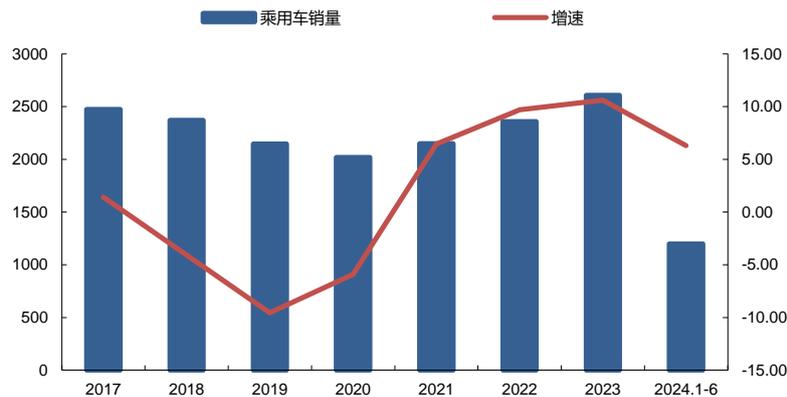
1. 混动化趋势持续

1.1 2024 年上半年乘用车稳定增长与新能源汽车渗透率提升

2024 年上半年我国新能源汽车产销量保持稳步增长。2024 年是“消费促进年”，国家大力推动家电、汽车等消费品的以旧换新。4 月，商务部等 7 部门发布《汽车以旧换新补贴实施细则》，明确符合条件的报废并新购置新能源车/燃油车分别补贴 10000 元/7000 元。受政策影响，2024 年 1-6 月我国乘用车累计销量为 1197.9 万辆，同比增长 6.3%。

7 月 25 日，国家发改委官网发布信息显示，国家发改委、财政部 7 月 24 日印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，提高汽车报废更新补贴标准。其中，对个人消费者报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日（含当日）前注册登记的新能源乘用车，并购买纳入《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车，补贴标准提高至 2 万元；购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车，补贴标准提高至 1.5 万元。得益于政策利好，我们预计下半年乘用车销量增速将会回升。

图1：乘用车年度销量及同比增速（%） 单位：万辆



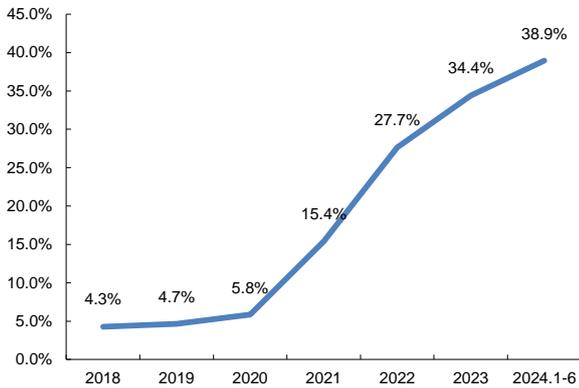
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

我们认为，2024 上半年汽车行业的增长得益于两个原因：一是新能源汽车市场的持续扩张，二是自主品牌崛起带来的销量结构优化。

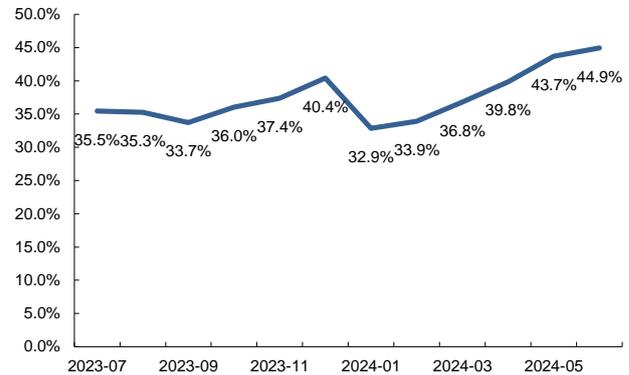
新能源乘用车渗透率持续提升。据乘联会发布的广义乘用车及新能源乘用车批发销量数据，2024.1-6 月新能源乘用车渗透率提升至 38.9%，较 2023 年提升 4.5pct。2024.6 月渗透率提升至 44.9%，创历史新高。

图2：新能源乘用车渗透率历年数据

图3：新能源乘用车月度渗透率



资料来源：同花顺，乘联会，东兴证券研究所 注：分母为广义乘用车批发

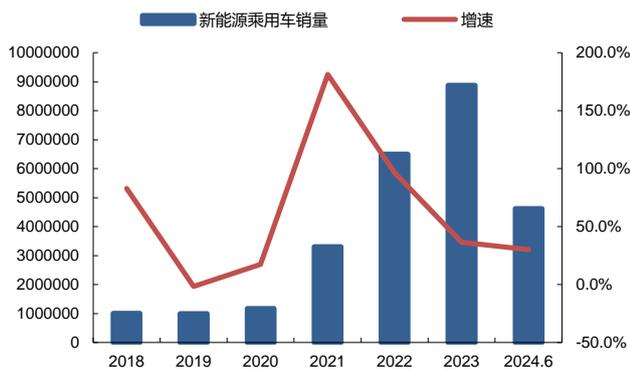


资料来源：同花顺，乘联会，东兴证券研究所

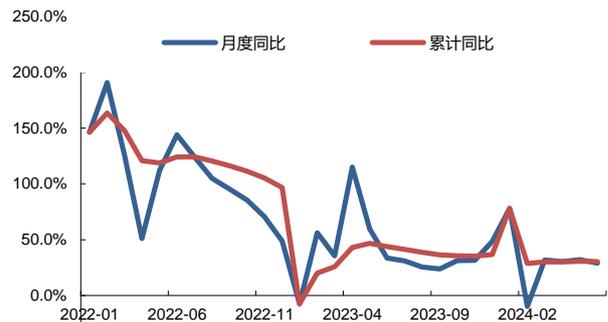
新能源乘用车销量增速仍明显高于行业，但有所放缓。据乘联会发布的新能源乘用车批发数据，2024年1-6月，新能源乘用车累计销售461.8万辆，同比增长30.3%，增速较2022-2023年略有放缓（分别为96.5%、36.7%）。

图4：新能源乘用车历年同比增速（%） 单位：辆

图5：新能源乘用车月度及累计同比增速（%）



资料来源：同花顺，乘联会，东兴证券研究所



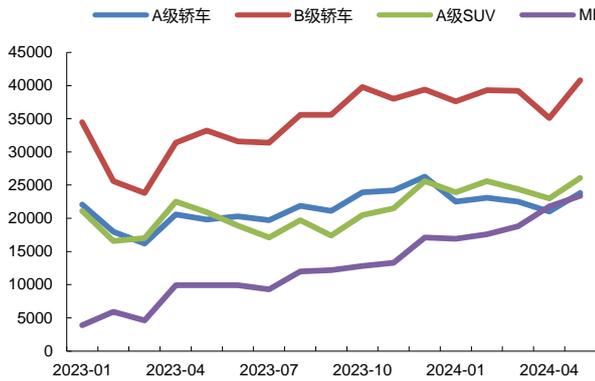
资料来源：同花顺，乘联会，东兴证券研究所

2024年上半年行业竞争持续加剧，终端优惠幅度提升，销售均价不降反增：据iFinD，2024年以来，各级别乘用车终端优惠幅度均较2023年继续提升，通过以价换量成为目前大部分车企的营销策略。

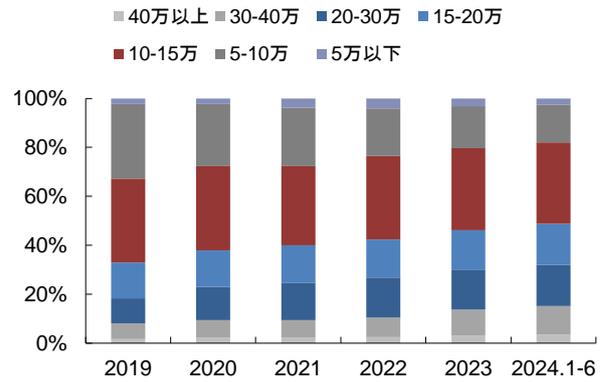
虽然新车销售的优惠幅度在持续扩大，但由于自主品牌崛起带来的销量结构优化，新车销售的均价整体上却逆势提升。15万以上车型市场份额持续上升。20-30万车型2023年国内零售占比16.3%，2024年1-6月提升至16.9%，且2024年6月为21.1%。30-40万车型零售占比2023年为10.6%，2024年1-6月为11.6%。40万以上车型2023年国内零售占比3.2%，2024年1-6月为3.6%。自主高端化突破体现乘用车新能源增长带来高端化发展趋势明显。

图6：不同级别车型市场优惠幅度 单位：元

图7：新能源乘用车历年价格结构

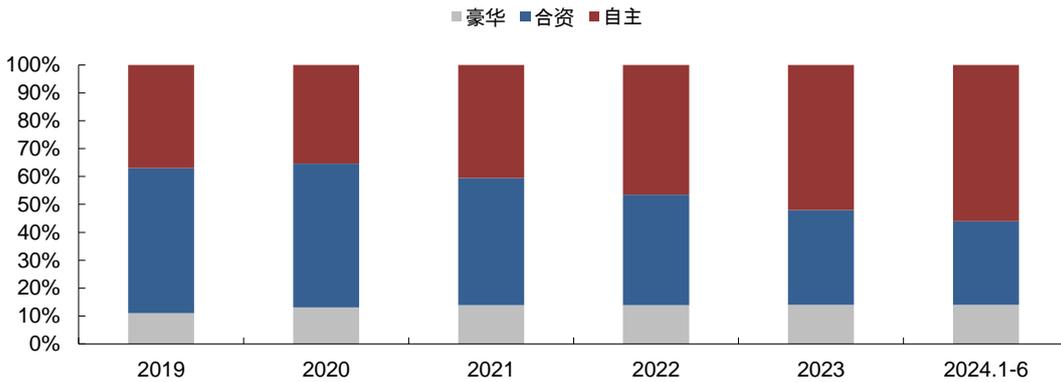


资料来源：同花顺，乘联会，东兴证券研究所



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图8：新能源乘用车历年品牌结构



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

1.2 混动车型占比有望持续提升，增速大幅领先纯电动

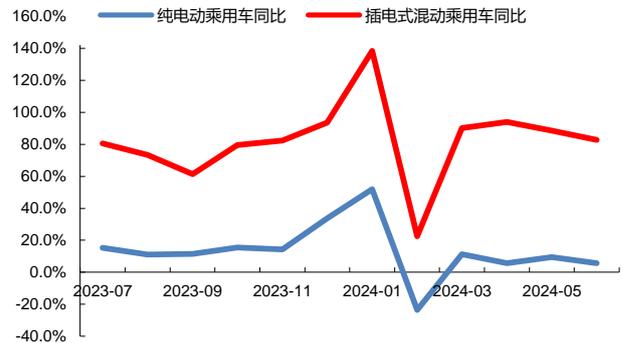
PHEV（含增程，下同）占比持续提升：据乘联会，2024.1-6月BEV销量占比为59.2%，插电式混合动力乘用车占比40.8%。但自2021年以来，PHEV占比逐年提升，PHEV销量增速大幅超过BEV。2024年1-6月，PHEV销量同比增速为83.7%，而BEV同比增速仅为8.7%。

图9：新能源乘用车结构占比

图10：PHEV与BEV月度同比增速（%）



资料来源：同花顺，乘联会，东兴证券研究所

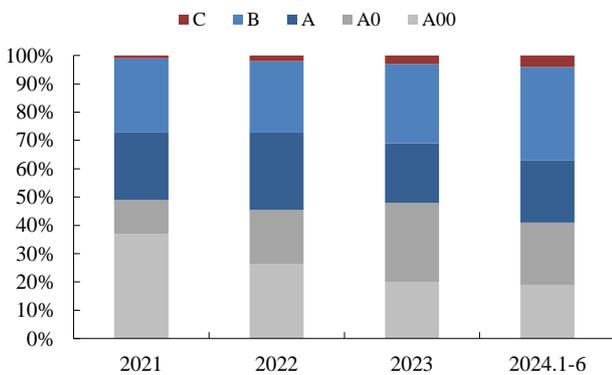


资料来源：同花顺，乘联会，东兴证券研究所

新能源汽车的级别结构特征：PHEV 和 BEV 在车型的级别结构上存在较大的差异，PHEV 更贴近行业结构。

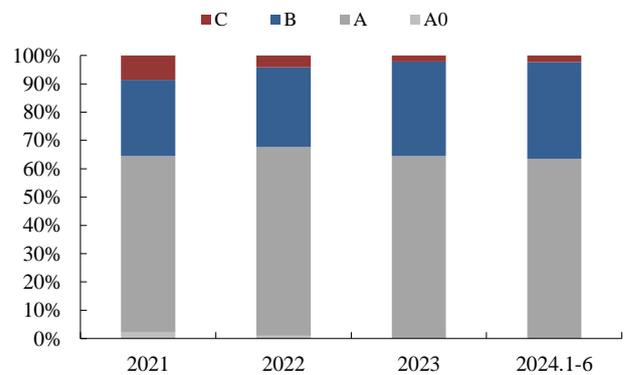
- 纯电动乘用车中，大尺寸车越来越受欢迎：2021 年以来，纯电动乘用车 A0 级及以下零售合计接近 5 成，纯电动乘用车中 B 级车占比为 26%。2024.1-6 月，B 级车占比为 33%。而 A0 级及以下零售占比持续降低，A00 级纯电动乘用车占比从 37% 降至 19%。纯电动车的购买倾向往大尺寸靠拢。
- 插电式混合动力乘用车中，则以 A、B 级车为主：据乘联会，2024.1-6 月，插电式混合动力乘用车中，A 级车占比超过 50%，B 级占 29%。
- 增程式乘用车中，A、C 级车占比逐渐提升：2021 年，增程式乘用车完全由 B 级车占领。在随后的时间里，A、C 级车占比逐渐提升。2024 年 1-6 月，A 级增程式乘用车占比提升至 14%，C 级增程式乘用车占比提升至 24%。

图11：纯电动汽车的销量结构



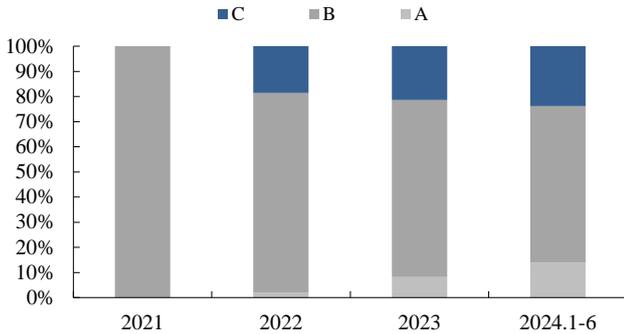
资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图12：插电式混合动力的销量结构



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图13：增程式汽车的销量结构



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

我们在报告《汽车行业 2024 年投资展望：新能源的分化趋势与零部件发展的 2.0 时代》(20231208) 中详细论述了插电混动、增程和纯电动特征和更适用的应用场景。我们更看好混动（插电混动和增程）的发展前景，插电混动将是主流紧凑车型电动化的有效解决方案。插电混动在成本、综合续航里程、补能方式等较 BEV 和增程式更具有优势。在中型及中大型车市场（B 级及以上），插电混动同样具备这些优势，仍然具有占据更多市场份额的机会，同时，近年来，部分车企通过增程式 PHEV 介入到该细分市场，共同提升混动市场规模。

2. 汽车零部件行业：格局与公司治理能力为王

本部分我们以中信证券行业分类-汽车零部件板块为总样本，汇总板块内所有零部件公司的主要会计科目数据，计算各财务指标以近似反映汽车零部件行业近几年的经营情况。

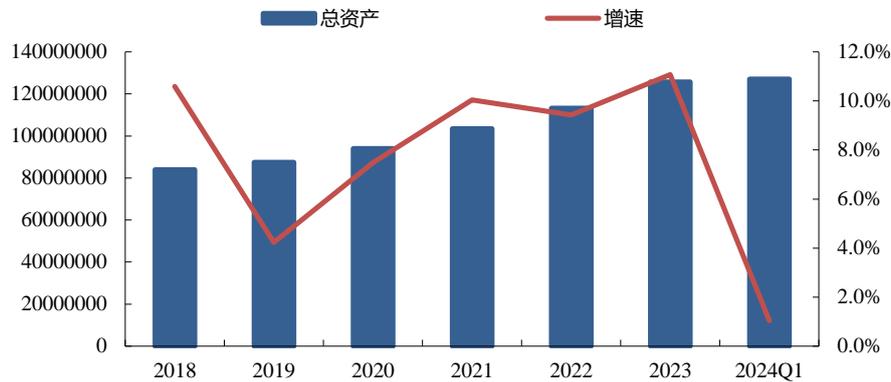
2.1 2015-2024Q1 汽车零部件行业经营情况

近年来，随着新能源汽车规模的快速增长、疫情后行业的复苏，汽车零部件企业在总资产、营收规模上都表现了较高增速。电动化既带来了新的产品赛道，同时也引入了新的竞争者。新进入者的加入使得细分行业竞争加剧，导致盈利能力的下降。

结合我们对汽车零部件板块财务数据分析，近年来，汽车零部件企业主要经营特征如下：

- **汽车零部件企业的总资产规模不断增加：**2021-2023 年维持约 10% 的增长，新能源汽车发展带动零部件行业总体资产规模提升，如新的资本开支增加、营收带来的经营资产的增加等。

图14：汽车零部件行业总资产规模与同比增速（%） 单位：万元

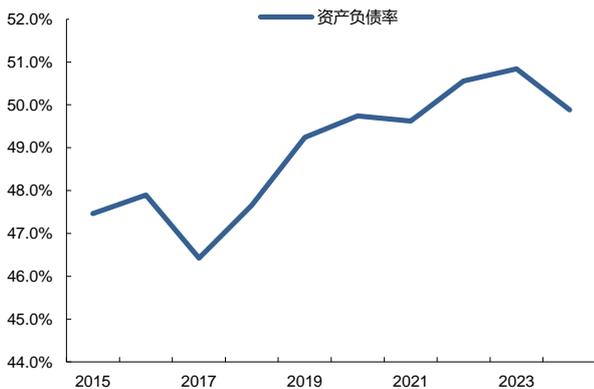


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

- **汽车零部件企业资产负债率有所增加，资本开支增长明显**：从资产负债率看，2017年以来，汽车零部件企业资产负债率逐步攀升，2022-2023年超过50%。从购建固定资产等长期资产的现金看，近年来，汽车零部件企业投资规模加大，2023年该数据为724亿元，增长10.5%，2015年为270亿元。

图15：2015-2024年Q1汽车零部件企业负债率

图16：2015-2023年零部件企业资本开支及同比增速(%) 单位：万元



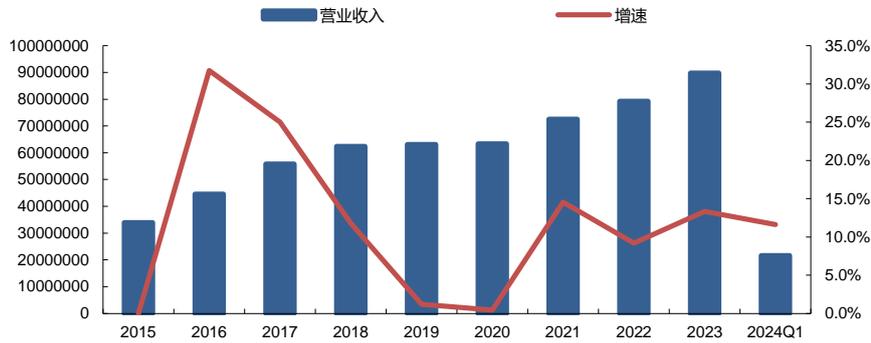
资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

- **受益行业复苏，新能源汽车行业高增长，零部件行业营收端维持较好增速**：2021-2024Q1，零部件板块营收增速分别为14.5%、9.2%、13.4%和11.6%，维持约两位数增长。

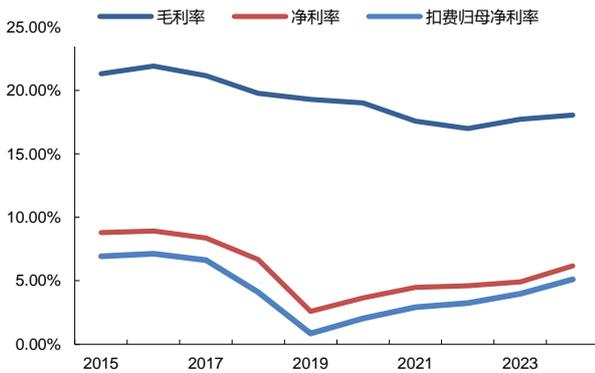
图17：汽车零部件行业营收及同比增速(%) 单位：万元



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

- **盈利能力触底回升：**毛利率2023和2024Q1开始复苏，净利率于2019年触底回升。2023-2024Q1零部件净利率分别为4.9%和6.2%，仍低于2015-2017年8%以上的净利率。净利率早于毛利率回升，主要原因在于费用率的持续下降。受行业竞争加剧，整车企业传导降本压力等，零部件行业毛利率不断下降，2023年毛利率略有企稳，为17.7%。我们认为，费用率的持续下降，一方面是企业持续降费的效果，一方面是营收增长带来费用率的规模效应显现。

图18：汽车零部件毛利率、净利率与扣非归母净利率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图19：汽车零部件企业期间费用率

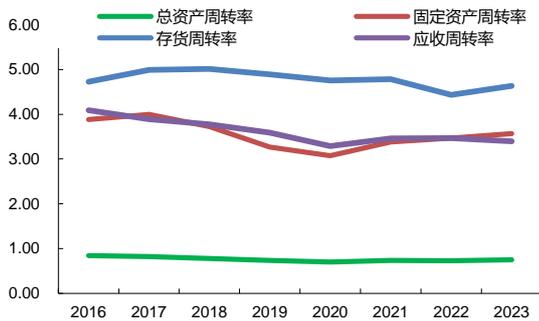


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

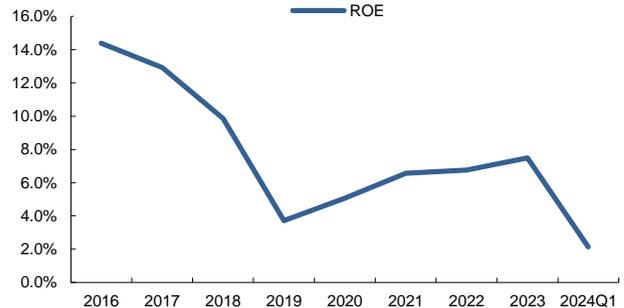
- **周转率指标：**零部件企业近年来总资产周转率略为下降，我们认为，虽然营收持续增长，但总资产规模也在提升。企业主要资产的周转率仍处于低位。
- **ROE**自2019年底逐步回升至2023年的7.5%，净利润率下行成为最大拖累项。

图20：主要资产周转率变化

图21：汽车零部件行业的 ROE



资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：同花顺，东兴证券研究所 注：2024Q1 的 ROE 仅一季度净利润数据，故较低

2.2 格局与公司治理能力为王

行业盈利能力受多方面因素影响，借鉴迈克尔·波特的五力模型，五力包括抵挡新进入的壁垒、替代品威胁、对上游的议价能力、对下游客户议价能力及行业内现有竞争者。《竞争优势：透视企业的护城河》（布鲁斯·格林沃尔德、贾德·卡恩）则认为，五种力量并不是同等重要的，其中，抵挡新进入者的壁垒是最重要的。我们认为，成熟的行业进入低增长阶段后，行业整体竞争格局也将趋于稳定。行业头部公司经过长期的市场竞争逐渐建立一定的竞争优势，或在研发、成本、市场、效率上具备一定的领先优势，并获取高于行业平均水平的投资回报率。新兴行业处于高增长阶段，广阔的市场前景吸引了更多资本和企业涌入，新的进入者众多，这将导致行业进入混战阶段。虽然有快速增长行业（营收）规模，但是参与者经营质量变差。这种混战格局并非一成不变的，随着行业增速下行，市场前景的吸引力下降，资本实力较弱的玩家逐步退出都将使得行业格局趋于稳定，真正在公司治理能力较强的公司将成为最终的胜利者。

汽车零部件行业既有传统零部件的成熟赛道，也有近年来因新能源汽车快速增长诞生的新兴赛道。这两个不同赛道的企业表现基本呈现了上述观点。我们以内燃机产业链代表传统成熟赛道，以压铸（一体化压铸等）代表新兴赛道来举例说明。

➤ **内燃机等传统产业链具备更好的竞争格局：**汽车电动化趋势使得内燃机行业似乎成为“夕阳产业”，更多资本、相关企业将新能源汽车及其产业链作为重点发展方向。再加上内燃机行业较高的技术壁垒，这一领域近年来新进入者稀少，同时很多原有玩家谋求转型。

从内燃机行业销量上，确实近年来受电动化，主要是纯电动汽车的影响，我国内燃机销量总规模有下行趋势，从 2015 年的 5707 万台到 2023 年的 4473 万台，2015-2023 年均下降 3%。但截止到 2024 年 6 月，内燃机销量有企稳趋势，其中 2023 年内燃机销量增速为 3.67%，2024 年 1-6 月，同比增长 4.36%。

图22：我国内燃机销量及同比增速（%） 单位：万台



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

内燃机产业链龙头公司呈现更好的盈利能力及收入增长。我们以内燃机气缸套、配气机构和涡轮增压零部件相关公司为例。我国气缸套龙头公司中原内配，其主业气缸套业务从2015年的10.82亿元到2023年的17.66亿元，年均复合增速6%。气缸套销量从2015年的4,002.9万只，到2023年的5660.12万只，复合增速为4.4%。高于行业表现。

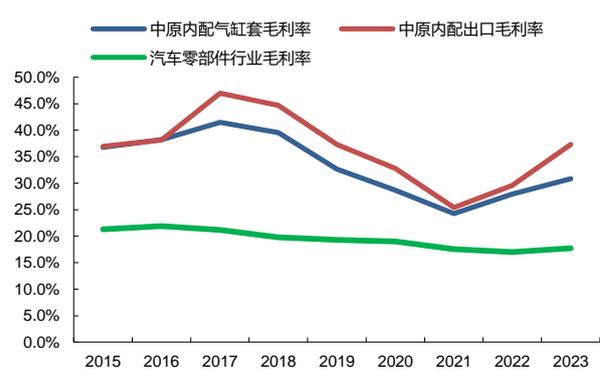
盈利能力上，中原内配气缸套业务毛利率明显高于汽车零部件行业平均水平。2019年及以前，公司气缸套毛利率均在30%以上。2023年再次回到30.85%，出口气缸套毛利率达到37.3%。而行业同期水平为17.7%。

图23：中原内配营收及同比增速（%） 单位：万元

图24：中原内配气缸套毛利率，出口毛利及零部件行业对比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，同花顺，东兴证券研究所

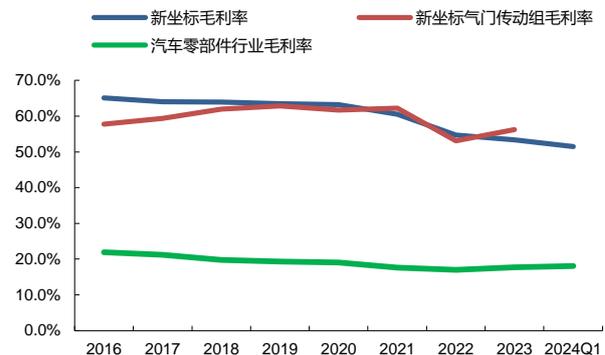
杭州新坐标科技股份有限公司（603040.SH）主要产品包括气门组精密冷锻件、气门传动组精密冷锻件以及其他精密冷锻件等，产品目前主要应用于汽车、摩托车发动机的配气机构。公司业务同样呈现收入稳步提升，盈利能力维持在高位。2016-2023年公司营收复合增速为20.5%。毛利率于2021年及以前维持在60%，2023年随着新能源相关业务增加毛利率有所下降，但仍维持在50%以上。

图25：新坐标营收及同比增速（%） 单位：万元

图26：新坐标综合毛利率，气门传动组与行业对比



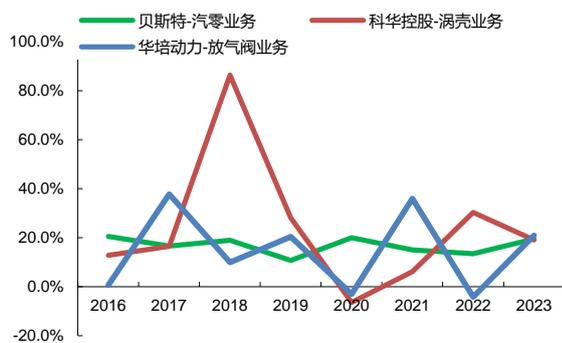
资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

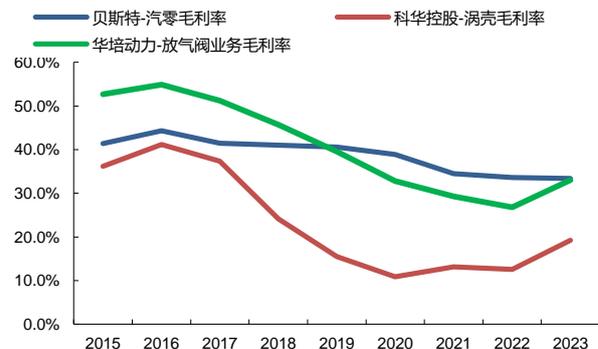
涡轮增压系统是一种利用内燃机运作所产生的废气驱动空气压缩机，进而提高发动机进气量，从而提高发动机的功率和扭矩的技术。全球涡轮增压系统市场规模有望维持稳定，且已呈现寡头竞争格局。我国不少零部件公司充当涡轮增压系统的二级供应商角色，凭借在压铸，机加工等工艺技术实力实现了在各自细分领域的规模和市场份的提升。如贝斯特（叶轮等）、科华控股（涡轮壳等）和华培动力（放气阀等）等。营收端，2015-2023 年营收复合增速贝斯特、科华控股和华培动力分别为 16.9%、21.9%和 13.8%。毛利率上，贝斯特毛利率比较稳定在 30.0%以上，华培动力与科华控股从 2015-2019 年的高位下滑到 30 以内，近年来逐步提升。华培动力 2023 年提升至 33.1%，科华控股至 19.25%。两个公司 2019 年以来毛利率的下滑与国内外疫情影响有关，其次，科华控股自上市以来做了较大规模的资本开支，于 2019 年后较多固定资产转固带来的固定成本增加有关。

图27：三个公司涡轮增压业务收入同比增速 (%)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图28：三个公司涡轮增压零件业务毛利率对比

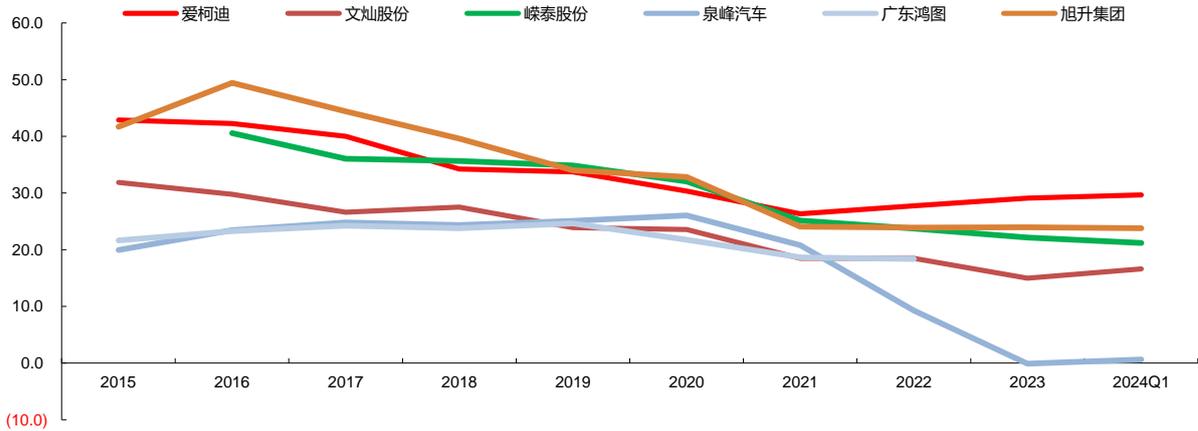


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

➤ 新能源汽车对轻量化的诉求高，并伴随一体化压铸的宏大前景，传统铝压铸行业成为新兴赛道。新能源汽车对轻量化的诉求高于传统燃油车，大量新的零部件采用铝合金压铸的方式。如三电壳体类、减震塔等结构件，较高的单车价值量（对应较大的市场空间）吸引力更多新进入者加入。同时，铝压铸行业需要高的资本投入，尤其是后地板、前机舱等大型结构件需要 6000 吨及以上的大型压铸机等。近年来，铝压铸企业进入高资本开支周期。新进入者的涌入和大的产能投入落地使得该领域企业盈利能力承压。

除了在传统零部件占比较高的爱柯迪及广东鸿图毛利率相对稳定外，A股主要压铸公司毛利率基本呈现从2015年一路下行的趋势。

图29：A股主要压铸企业的毛利率对比（%）

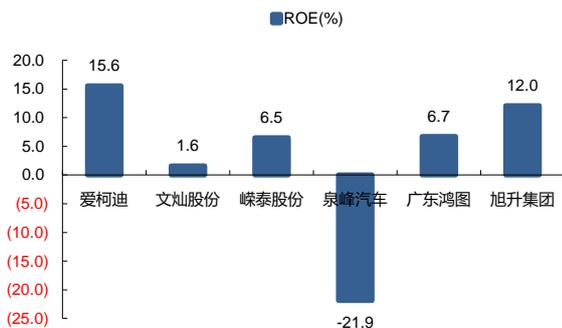


资料来源：同花顺，东兴证券研究所 注：广东鸿图为铝铸件-汽车业务毛利率，其他均为综合毛利率

公司治理能力将成为公司胜出的关键，公司治理能力是公司综合竞争力的体现，其与公司治理架构，企业文化及价值观等相关，并最终体现在财务指标上。公司治理能力强的公司通常具备稳定的股权控制结构、在盈利水平、营运效率、研发能力及效率、客户黏性及开拓等中长期领先于行业平均水平。我们认为，公司治理能力强的公司将成为最市场竞争的最终获胜者。

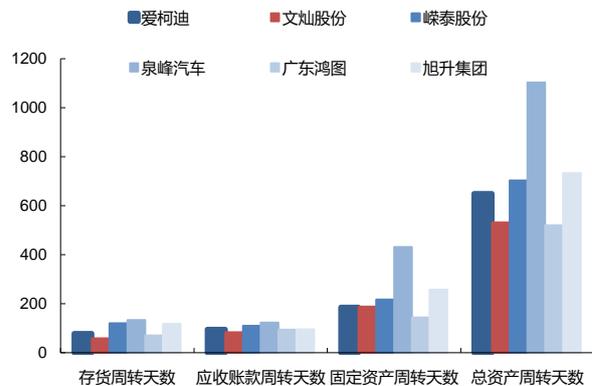
仍以压铸行业为例，随着新能源汽车行业增速放缓，压铸行业格局将逐步趋于稳定，治理能力强的企业将不断在良品率、企业运营效率、成本控制等指标上处于领先优势，中长期维度看，这类公司胜出的可能性更大。

图30：压铸类公司 2023 年 ROE 表现



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图31：压铸类公司资产周转天数 单位：天

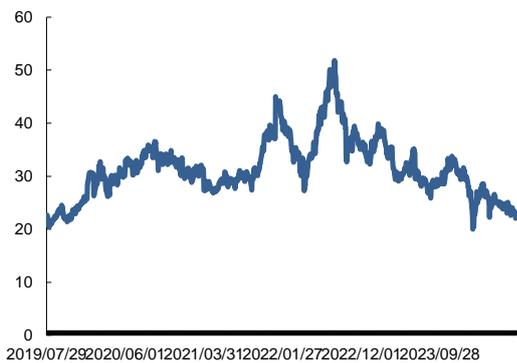


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3. 投资策略

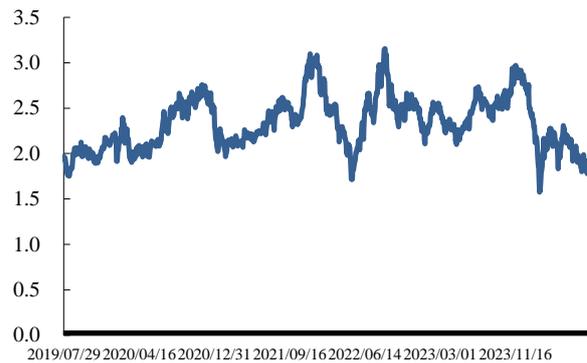
汽车零部件板块 2024 年跌幅较大，估值接近五年来底部。截止 2024 年 7 月 26 日，上证指数、沪深 300 和创业板指数分别下跌 2.8%、0.6% 和 12.3%。汽车行业中，零部件板块跌幅达到 18.2%。这与汽车零部件中小市值企业居多有关。据中信汽车零部件指数，汽车零部件板块共 180 家上市公司，市值中位数为 34.7 亿元，其中 50 亿市值以下公司占比 66.1%，30 亿以下市值占比 39.4%。从估值指标看，PE (TTM) 中位数为 22.8 倍，PB 中位数为 1.8 倍，均接近五年来底部。我们认为，汽车零部件行业的大幅下跌更多受资本市场风格影响，汽车行业中零部件板块更适合挖掘投资机会。

图32：中信汽车零部件行业 PE (TTM, 中位数)



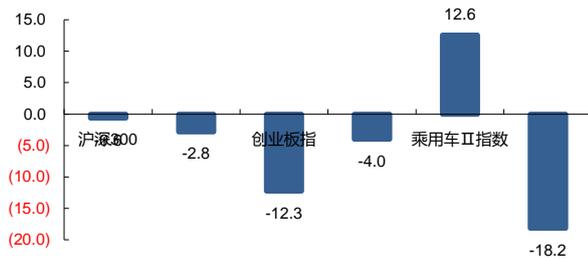
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图33：中信汽车零部件行业 PB (中位数)



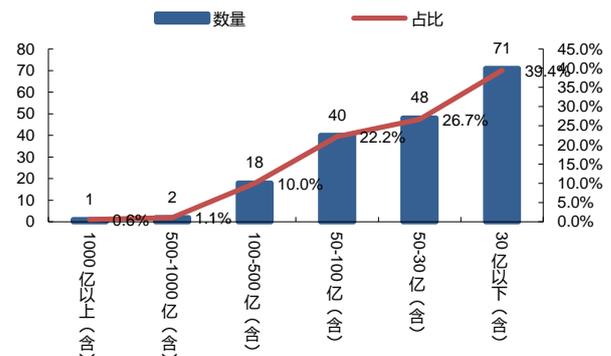
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图34：A 股主要指数年初涨跌幅 (%)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所 注：行业指数为中信行业分类

图35：汽车零部件行业按市值分布 单位：个



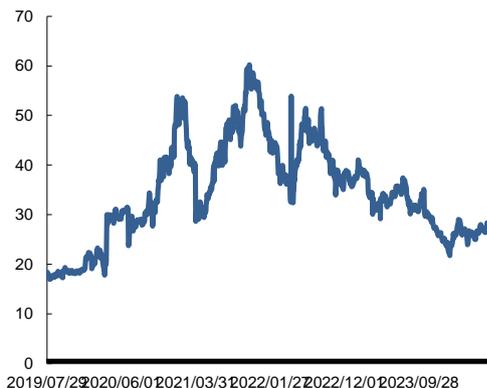
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

寻找便宜的好公司始终是第一位的。我们更看重格局相对稳定的细分行业及具备较强公司治理能力的上市公司。目前我们重点研究的细分行业包括但不限于以下领域：

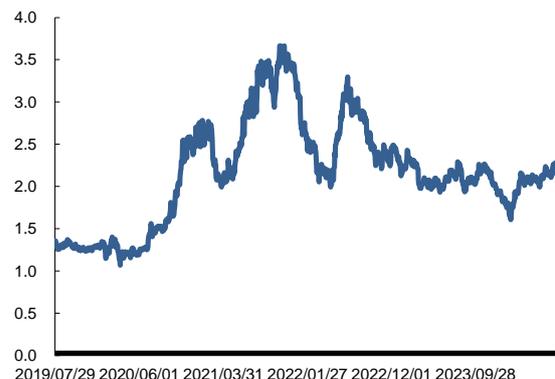
- 内燃机产业链：汽车电动化并非完全取代内燃机，内燃机将以混动形式长期存在。从当前的新能源汽车销量数据看，插电混动占比不断提升，增速明显快于纯电动。内燃机产业链全球竞争格局稳定，A 股主要相关公司具备稳定且较高的盈利水平。国内相关公司具备全球竞争力，通过不断提升国内及全球市场份额获得成长性。我们更看好国内气缸套龙头公司中原内配 (002448)、气门传动组核心供应商新坐标 (603040)。内燃机相关受益行业还包括涡轮增压系统产业链，如科华控股 (603161)、华培动力 (603121) 等。

- **智能驾驶试验场：**汽车试验场具备法规资质、土地场地、地理区位等较高的进入壁垒。随着智能电动化的加速，我国积极构建智能网联汽车的标准体系。部分辅助驾驶推荐性标准拟变更为强制性国家标准，这将有效促进封闭场地测试需求，进一步打开汽车试验场测试业务天花板。我们看好国内专业第三方汽车试验场运营公司中汽股份（301215）。
- **汽车管路行业：**尼龙和橡胶管路是汽车流体管路的主要材质，尼龙管路更优的轻量化、集成化优势使得其更适合新能源汽车热管理系统。汽车电动化打开了尼龙管路的应用范围，同时也加剧了尼龙管路的市场竞争。我们重点覆盖的尼龙管路公司溯联股份（301397）受客户降价影响，毛利率从2022年的32.72%降至2024Q1的27.28%。但溯联股份仍然在核心部件快速接头具备技术领先优势，以及较强市场开拓能力和成本控制能力。我们认为，溯联股份仍然具备持续提升市场份额的潜力。另外，与尼龙管路相比，橡胶管路具有性价比优势，在新能源汽车热管理领域中，橡胶管路与尼龙管路并存的解决方案或将长期存在。且橡胶管路较强的耐高温属性在传统发动机冷却系统、空气管路系统中具备应用优势，橡胶管路在原材料配方、产能审批上具备壁垒。橡胶管路受益标的为川环科技（300547）。
- **铝压铸行业：**如上述分析，该行业经历了激烈的行业竞争，相关公司毛利率仍在下行。我们看好爱柯迪（600933）的发展前景。公司传统铝压铸小件仍然持续提升市场份额，新能源中大件业务提升业务增量，爱柯迪具备较高的运营效率、成本控制能力，是A股铝压铸公司中毛利率较高且表现稳定，同时2023ROE行业领先。铝压铸行业将逐步进入格局稳定阶段，我们看好该公司的发展前景。

关于整车板块：虽然整车与零部件公司都面临较为激烈的市场竞争，我们认为，具备竞争力的零部件公司可以有更多选择空间，通过开拓新定点、新客户及新市场（海外）来缓解国内市场的竞争压力。当前国内整车企业仍然需要面临更为激烈的国内竞争（见图6）。且从估值角度看，乘用车整车也不如零部件板块更具估值优势。因此，我们短期对整车板块持保守态度。

图36：中信汽车-乘用车III指数 PE (TTM)


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图37：中信汽车-乘用车III指数 PB


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4. 风险提示

汽车行业景气度持续下行，汽车行业竞争持续加剧，主要原材料大幅上涨，相关公司新产品开拓不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	汽车行业 2024 年投资展望：新能源的分化趋势与零部件发展的 2.0 时代	2023-12-08
行业深度报告	汽车行业报告：混动化趋势方兴未艾，零部件企业进入成长机遇期	2023-07-07
公司普通报告	中汽股份 (301215.SZ)：智能网联汽车试验场正式运行，有望打开新的增长空间	2024-7-22
公司普通报告	爱柯迪(600933)小件规模持续提升，新能源类中大件产品稳步推进	2024-7-12
公司深度报告	中原内配(002448)传统业务贡献稳定收益，电控执行器、制动系统与氢能多点开花	2024-05-16
公司普通报告	新坐标(603040)经营稳健，新产品持续推进	2024-4-30
公司普通报告	溯联股份(301397)2024Q1 营收持续增长，毛利率环比改善	2024-5-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009年至2021曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526