



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

零部件如何穿越周期？

国联证券汽车研究团队

2024年9月1日

证券研究报告

报告评级：强于大市 | 维持

请务必阅读报告末页的重要声明

目 录

第一部分

从涨跌幅看，优质汽零具备穿越周期的能力

第二部分

以星宇和福耀为例，零部件依靠什么穿越周期？

第三部分

投资建议：产业升级+出海，零部件长期成长性犹在

第四部分

风险提示





1、从涨跌幅看零部件穿越周期的特征

2016年以来零部件经历两轮大周期

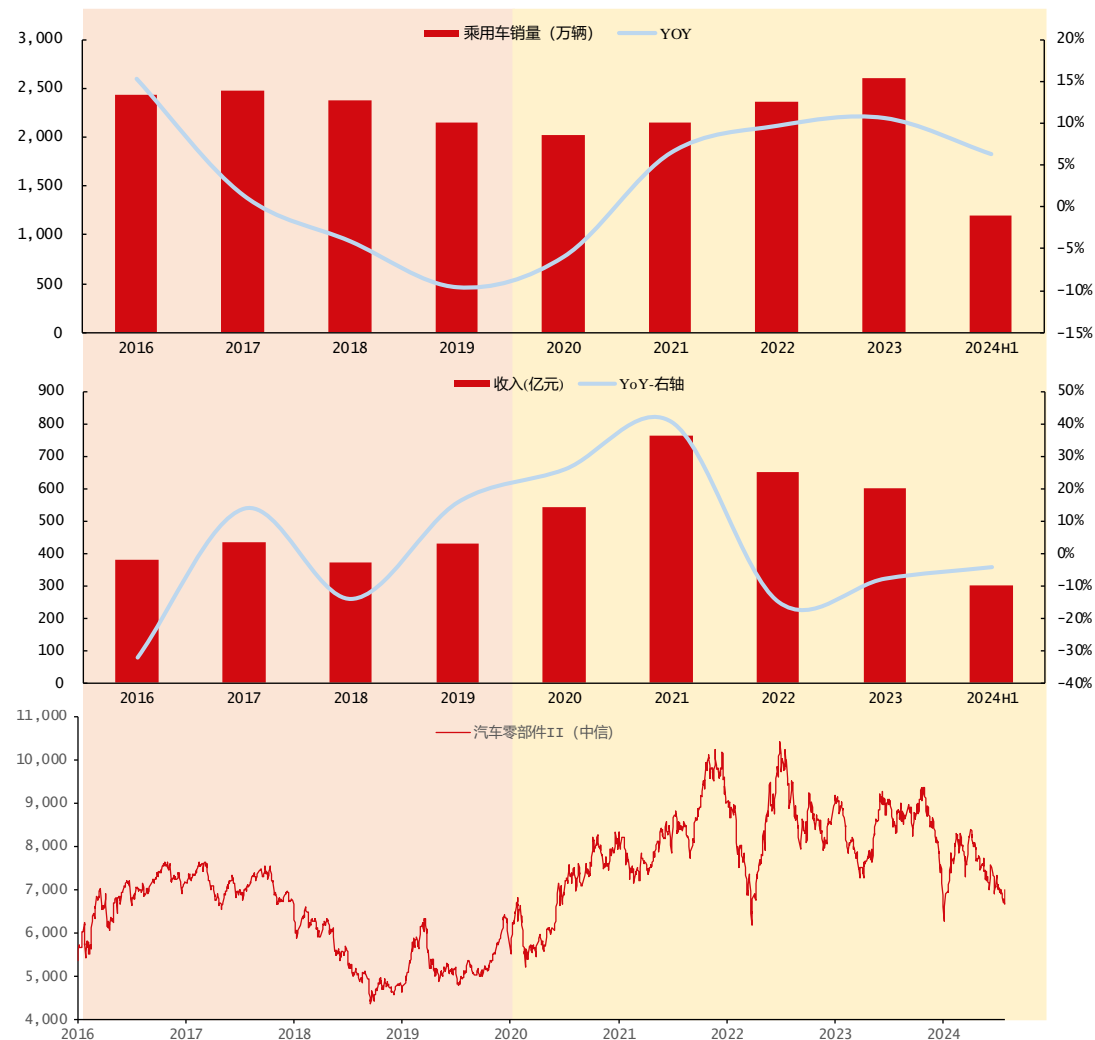
从产业周期看，2016年至今可以分成两个周期：

阶段一为2016-2019年：汽车行业销量经历了从增长到下滑，零部件逐渐开始自主替代，虽然整体销量负增长，但板块公司的收入呈上升趋势。

阶段二为2019-年至今：汽车销量进入复苏，电动化进入加速阶段，特斯拉供应链引领近三年的板块增长。

我们的问题是：零部件依靠什么实现穿越周期？

2016-2024H1年乘用车销量、板块收入及板块指数情况



两轮周期涨跌幅排名前十的个股情况

2016/02-2019/11涨跌幅前十的股票

201602-201911涨幅前十					201602-201911跌幅前十				
排序	股票简称	涨跌幅	最大回撤	市值(亿)	排序	股票简称	涨跌幅	最大回撤	市值(亿)
1	星宇股份	285%	-33%	240	1	万丰奥威	-22%	-67%	152
2	华域汽车	120%	-40%	797	2	继峰股份	-27%	-59%	52
3	福耀玻璃	97%	-28%	541	3	成飞集成	-28%	-69%	77
4	一汽富维	38%	-57%	58	4	动力新科	-30%	-62%	61
5	贵航股份	31%	-56%	53	5	均胜电子	-34%	-55%	193
6	威孚高科	22%	-37%	176	6	中鼎股份	-46%	-68%	104
7	银轮股份	13%	-40%	55	7	万向钱潮	-51%	-67%	142
8	拓普集团	11%	-61%	132	8	众泰汽车	-53%	-84%	59
9	富奥股份	3%	-49%	83	9	奥特佳	-53%	-73%	53
10	宁波华翔	-17%	-67%	87	10	航天科技	-69%	-76%	67

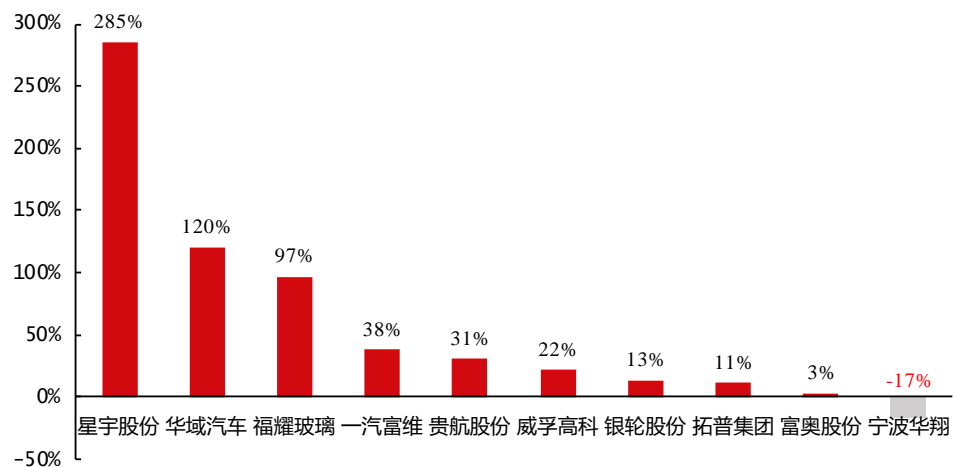
2019/11至今涨跌幅前十的股票

201911-至今涨幅前十					201911-至今跌幅前十				
排序	股票简称	涨跌幅	最大回撤	市值(亿)	排序	股票简称	涨跌幅	最大回撤	市值(亿)
1	新泉股份	395%	-47%	185	1	万向钱潮	5%	-39%	148
2	拓普集团	303%	-51%	568	2	亚普股份	4%	-46%	66
3	德赛西威	273%	-59%	506	3	均胜电子	1%	-67%	202
4	华达科技	246%	-41%	128	4	一汽富维	0%	-58%	56
5	伯特利	213%	-57%	226	5	金固股份	-10%	-61%	69
6	北特科技	164%	-46%	57	6	华域汽车	-27%	-55%	465
7	福耀玻璃	157%	-52%	1,250	7	万里扬	-37%	-73%	64
8	浙江世宝	142%	-54%	88	8	旭升集团	-41%	-73%	84
9	华阳集团	142%	-70%	125	9	动力新科	-46%	-77%	51
10	银轮股份	141%	-50%	133	10	众泰汽车	-47%	-86%	77

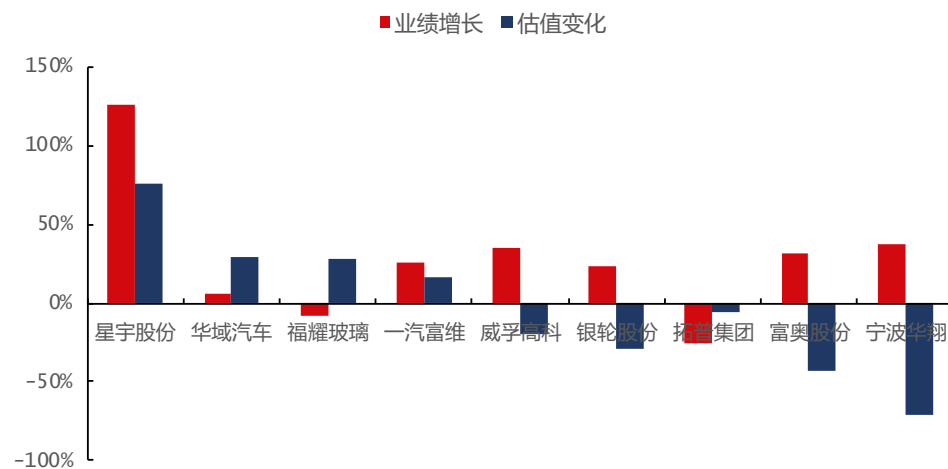
第一轮周期：股价上涨由什么主导？

- 阶段一为2016年2月至2019年11月，汽车行业销量经历了从增长到下滑，零部件自主替代的趋势逐渐凸显，板块估值较低。
- 从贡献度拆分来看，涨幅居前的个股，业绩增长贡献较多，部分个股受益估值拉动明显。其中，星宇股份的股价在本轮周期实现285%的涨幅，归母净利润由2016年的3.5亿元提升至2019年的7.9亿元，涨幅达125.8%；估值同步扩张76.1%，PE TTM由2016年2月的19.4倍提升至2019年11月的34.1倍。一汽富维、威孚高科、银轮股份、富奥股份、宁波华翔等，均由业绩增长为主导。部分个股如华域汽车、福耀玻璃等，因其业绩较为稳定，估值扩张为主要贡献因素。

2016/02-2019/11涨幅前十的股票



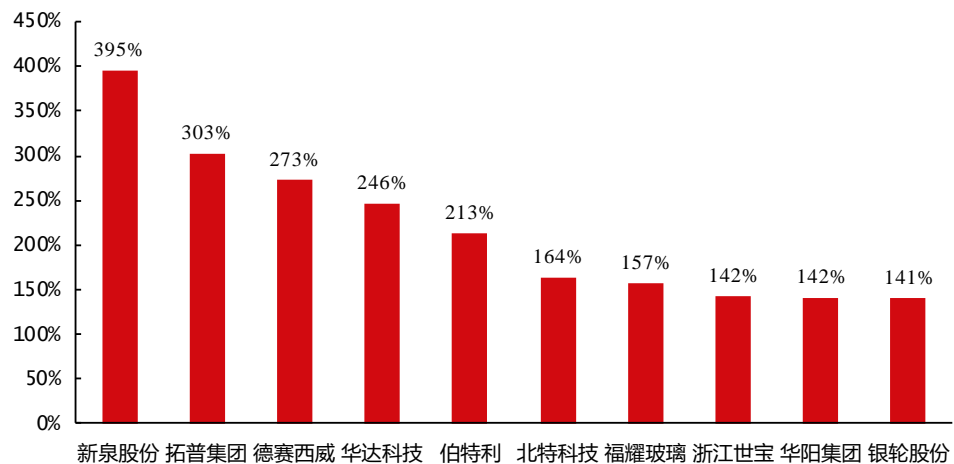
2016/02-2019/11 涨幅靠前个股业绩及估值涨跌幅情况



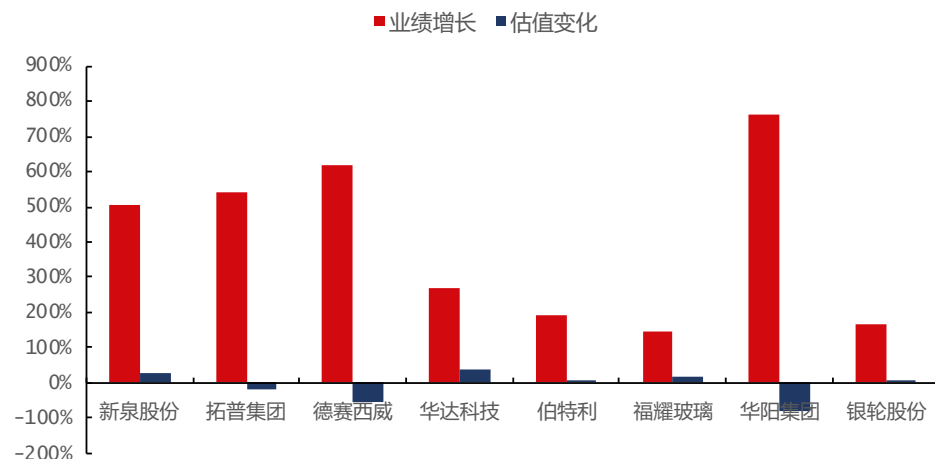
第二轮周期：股价受业绩增长驱动愈加显著

- 阶段二为2019年至今：汽车销量进入复苏，电动化进入加速阶段，特斯拉供应链引领近三年的板块增长。
- 本轮周期涨幅居前的个股，业绩增长贡献绝大部分增长动力。从涨幅前十的个股来看，业绩增长均为主要驱动因素，新泉股份、拓普集团等实现业绩增长144.8%-764.2%，驱动股价在本轮周期实现141%-395%上涨。

2019/11-至今 涨幅前十的股票



2019/11-至今 涨幅靠前个股业绩及估值涨跌幅情况



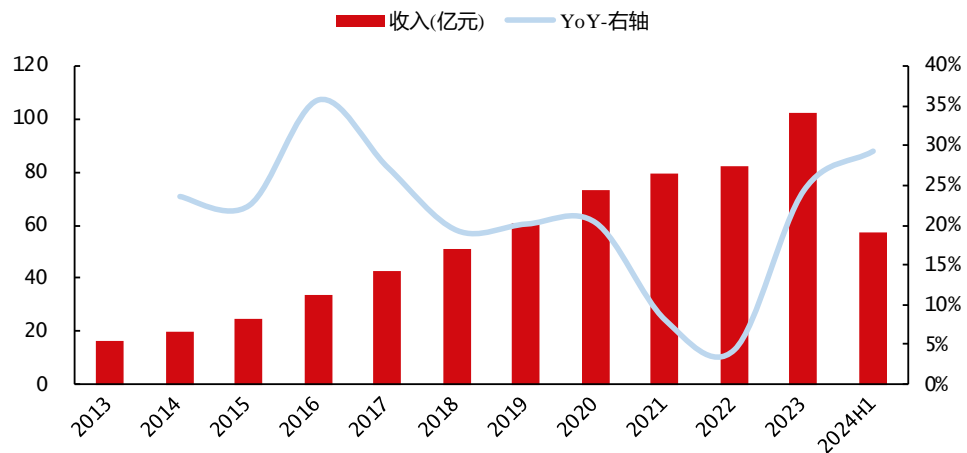


2、以星宇和福耀为例，零部件依靠什么
穿越周期？

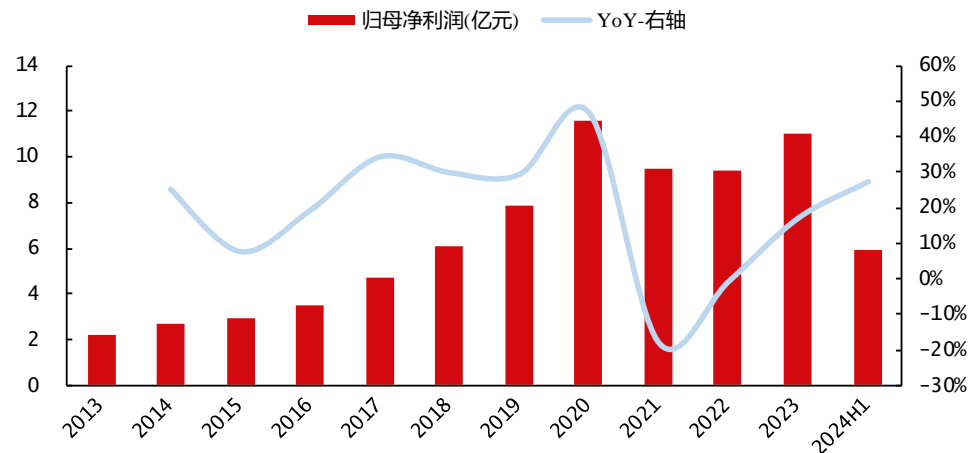
客户拓展+产品升级，助力星宇股份穿越周期

- 星宇长期保持业绩稳定高速增长，2011-2023年收入复合速达到20.2%，净利润复合增速达到17.6%。2021年归母净利润下滑主要是受到原材料上涨、下游产量不及预期导致人工、制造费用占比上升导致；2022年公司售后服务费与研发材料增加带动期间费用率提升；2023年公司费用率控制得当，叠加产品放量带动营收快速增长，归母净利润高速提升。

2013-2024H1星宇股份收入情况



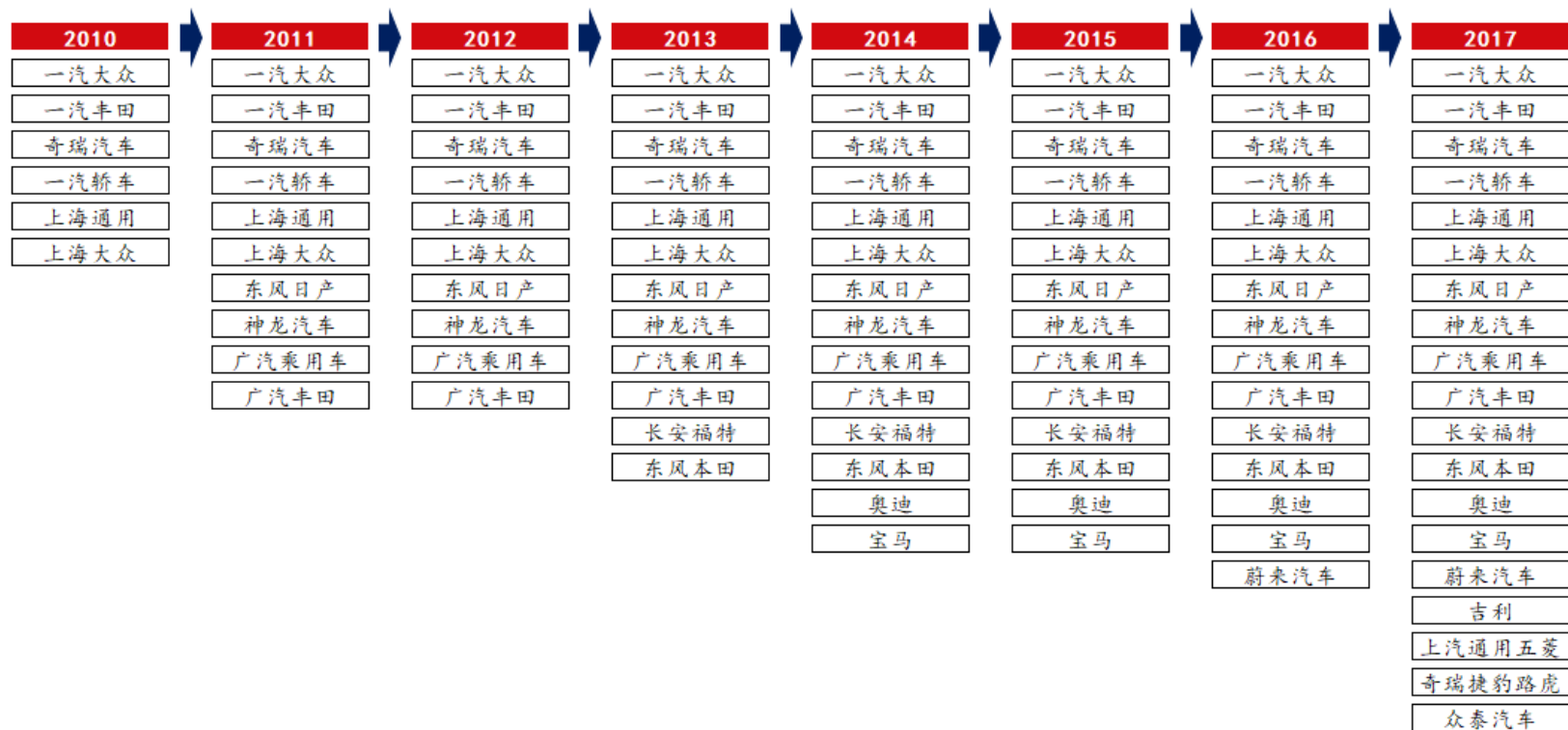
2013-2024H1星宇股份业绩情况



持续拓展客户

公司初期以低毛利率的小灯拓展客户，导致公司毛利率持续下行。公司在2011年拓展包括东风日产、神龙汽车、广汽乘用车、广汽丰田在内的多个客户，2013年客户新增长安福特和东风本田，2014年客户新增奥迪和宝马，整体上一一直处于客户开拓阶段。公司开拓客户的方式主要是以较为低价的雾灯和其他灯类进入新的主机厂配套体系，之后对客户进行进一步挖掘，配套后组合灯和前照灯等价值更高毛利率更高的灯款。

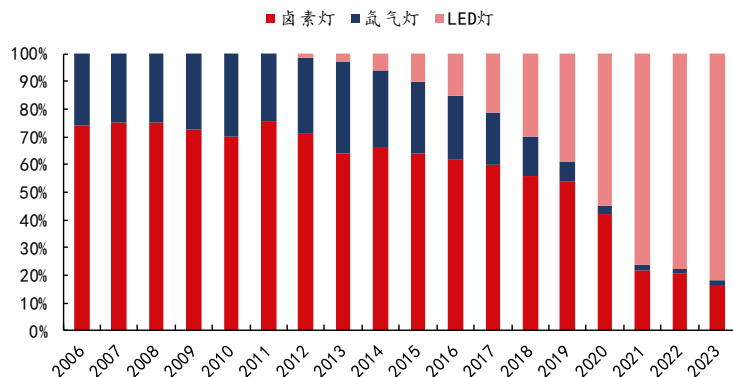
公司客户持续拓展



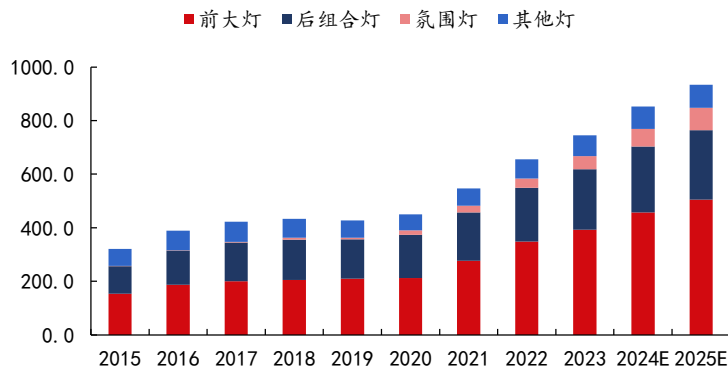
LED渗透率提升，产品升级驱动业绩增长

- 产品升级驱动业绩增长：全球范围LED车灯渗透增比国内更早，全球龙头小系车灯最为受益。2017年起，国内LED渗透加速，助力星宇异军突起。车灯行业开启价值升级“二次曲线”，2025年总体市场空间超过934亿元，2020-2025年复合增速达到16%，其中矩阵大灯成为最重要增量。
- 1) 矩阵式LED占比持续提升，带动行业产品升级，预计2025年前大灯行业空间为506亿元，其中矩阵式大灯/DLP大灯分别为54/121亿元；
- 2) 2015-2020年LED渗透率提升带动行业空间提升，2021年开始LED渗透率趋缓，矩阵大灯+DLP大灯渗透率的提升开启行业二次增长曲线。

2006-2023年LED车灯渗透率情况



车灯市场总体空间预测



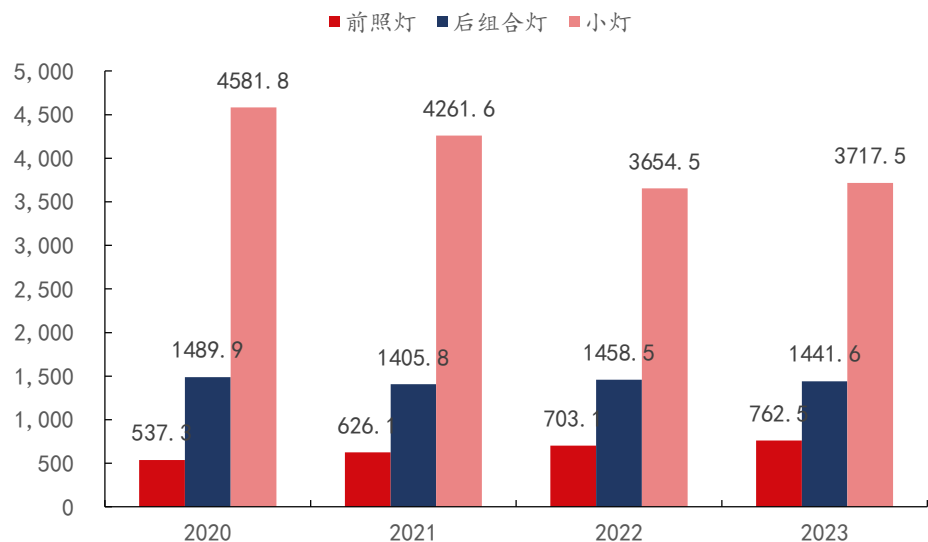
2017-2020H1星宇前五大客户收入占比

前五大客户	2017	2018	2019	2020H1
一汽大众	30.2%	34.4%	34.0%	39.0%
一汽丰田	13.6%	11.6%	10.3%	11.1%
上汽大众	8.2%	7.0%	9.1%	
奇瑞汽车	7.1%	6.8%	6.6%	7.3%
广汽丰田	6.4%	6.0%		
东风日产			5.1%	6.0%
一汽红旗				6.2%
合计	65.5%	65.8%	65.0%	69.6%

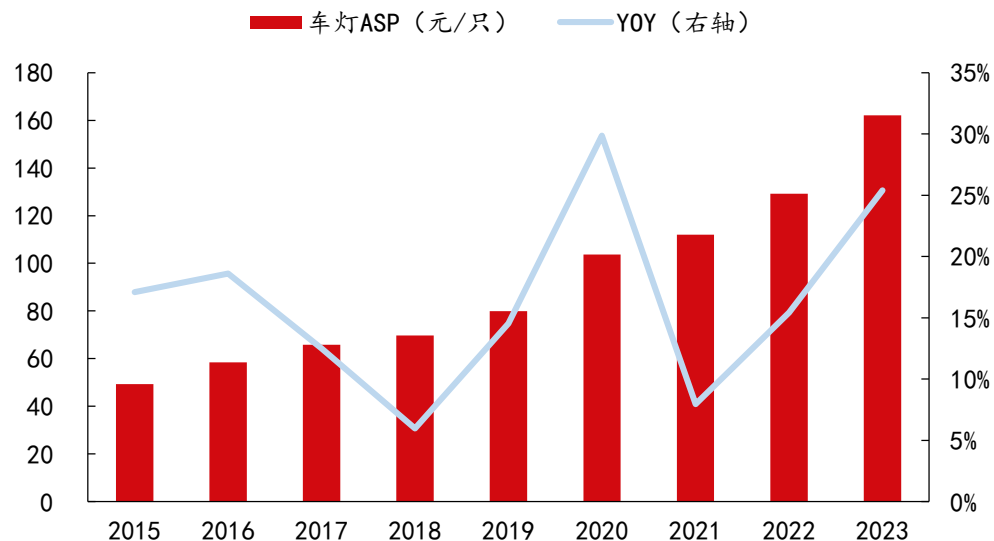
产品升级助推公司车灯ASP持续提升

2023年公司前照灯/后组合灯/小灯分别实现销量762.5/1441.6/3717.5万只，同比分别+8.5%/-1.2%/+1.7%，总销量为5921.6万只，同比+1.8%。2023年公司车灯产品ASP为162.1元/只，较2022年的129.3元/只显著提升32.8元/只，同比+25.4%。公司积极切入自主和新势力客户供应链，充分享受车灯行业产品升级红利，带动公司车灯ASP持续提升。

公司历年车灯产品销量情况（万只）



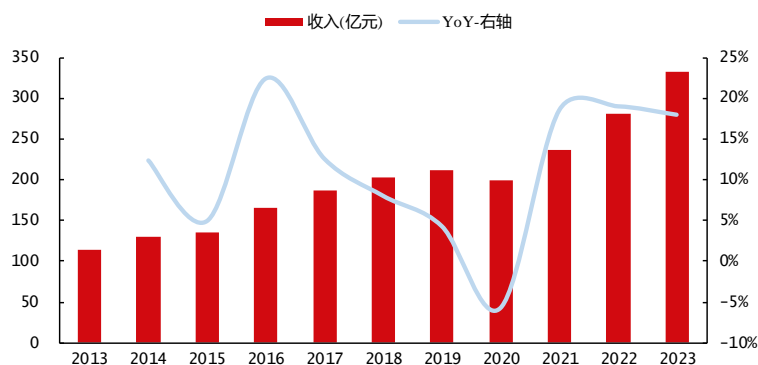
公司车灯产品ASP持续提升



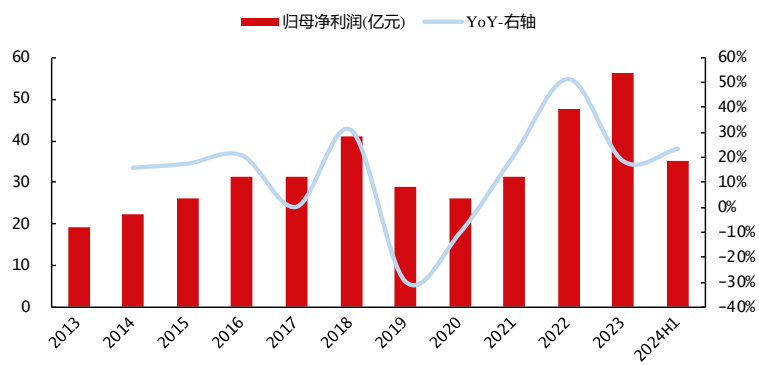
福耀玻璃：全球化经营的典范

- 福耀的一路走来，主要归功于三点：1) 先发优势：1987年成立时以国内汽玻AM业务为主，之后陆续突破国内OEM市场、海外AM市场、海外OEM市场。2) 产能布局：受汽车玻璃运输半径限制，福耀围绕主机厂建设大量基地（国内共11个），构筑强大壁垒。3) 成本优势：采取上下游一体化策略，浮法玻璃自给率逐步提升，并自制关键设备满足柔性化生产以降低成本。
- 过去10年福耀玻璃收入和利润均取得持续成长，由2013年收入115亿、归母净利润19.2亿增长到2023年的收入331.6亿、归母净利润56.3亿，收入与利润复合增速各自约11.2%、11.4%。ROE常年保持在10%以上，2021年ROE触底以来持续改善，预计24年ROE可达22%以上。

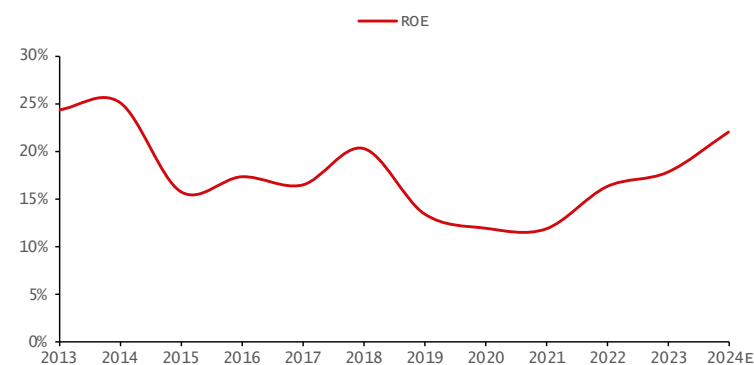
2013-2023福耀玻璃收入情况



2013-2024H1福耀玻璃业绩情况



2013-2024年福耀玻璃ROE情况及预测



福耀玻璃：全球化经营的典范

全面布局国内外OEM和AM市场，发挥先发优势。福耀从30年前的一个乡镇小厂成长到今天的全球汽车玻璃生产制造商龙头，与其在国内外的全面布局和先发优势是分不开的。福耀1987年成立，刚开始主要以国内汽车玻璃AM业务为主，1989-2002年，公司先后突破国内汽车玻璃OEM市场、海外汽车玻璃AM市场、海外汽车玻璃OEM市场。经过十多年的发展，2002年公司在国内OEM市场、国内AM市场的份额分别达到31%和33%。2003年起，公司在国内加快布局生产基地，自建浮法玻璃生产线，在稳步扩大国内市场占有率的同时，同时积极开拓海外OEM市场。2013年，公司俄罗斯汽车玻璃生产基地一期建成，拉开了海外建厂扩张的序幕。2015年，公司美国俄亥俄州汽车玻璃生产基地一期开始量产。2018年，公司欧洲新工厂在德国海尔布隆正式竣工投产。

日期	重大事件
1987年6月	于中国福清市成立为一家中外合资企业
1989年5月	向香港配件市场出口汽车玻璃
1989年7月	向广州标致出售汽车玻璃，开始拓展国内OEM业务
1991年9月	向加拿大出口汽车玻璃，开始拓展发达国家AM业务
1992年6月	改制为股份有限公司
1993年6月	公司A股在上交所上市
1994年7月	在福清市注册成立万达汽车玻璃工业有限公司
1994年12月	公司开始海外扩张，在美国成立美国绿榕玻璃工业有限公司
2000年9月	注册成立福耀集团长春有限公司，开始建立全国性跨省区生产网络
2002年10月	与现代签订供应协议，业务拓展至国外OEM业务
2003年	收购和自建浮法玻璃生产线，拓展浮法玻璃项目
2005年5月	与德国奥迪签订汽车玻璃配套供货协议
2006-2008	在德国、韩国、日本及美国成立子公司，服务于相应市场的配套客户
2013年9月	公司俄罗斯汽车玻璃生产基地一期建成
2014年7月	收购PPG位于美国伊利诺伊州的浮法玻璃生产基地
2015年3月	福耀玻璃H股成功发售
2015年8月	美国俄亥俄州汽车玻璃生产基地一期开始量产
2017年9月	集汽车玻璃研发、生产、销售为一体的“超级工厂”在苏州动工
2018年9月	福耀欧洲新工厂投产
2019年1月	获批收购德国SAM资产

福耀玻璃：全球化经营的典范

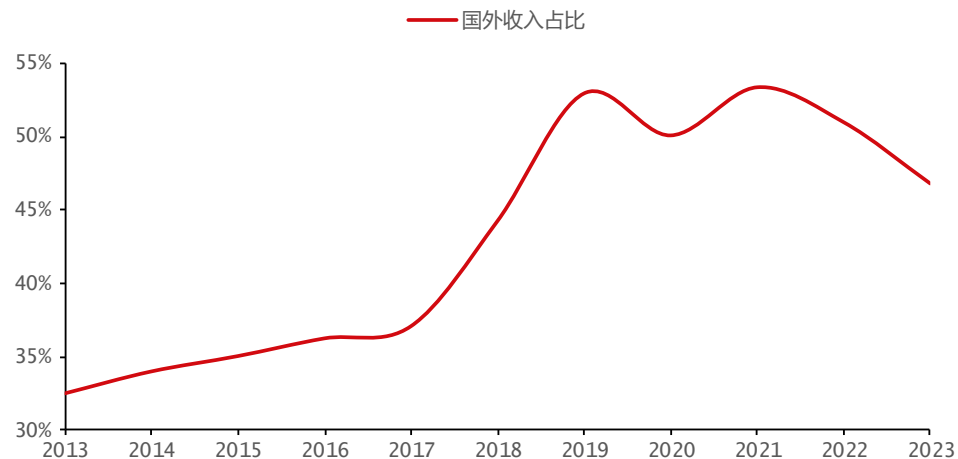
福耀以全产业链协同发展模式、全球化生产研发布局，满足全球客户的全面需求。生产中心和研发等机构遍布中国、日本、韩国、俄罗斯、英国、德国、斯洛伐克、匈牙利、意大利、西班牙、美国、墨西哥等地。客户有宾利、奔驰、宝马、奥迪、通用、丰田、大众、福特、克莱斯勒、日产、本田、现代、菲亚特、沃尔沃、路虎等世界知名品牌，以及中国各汽车厂商提供全球OEM配套服务。全球市场占有率约34%，中国市场占有率约68%。在阶段一2016-2019年的周期中，福耀正是凭借全球化布局的持续扩张，对冲了国内车市不景气带来的下行压力，这一时期国外收入占比由36.3%，迅速增长2019年的53%。

福耀全球布局情况

GLOBAL 全球



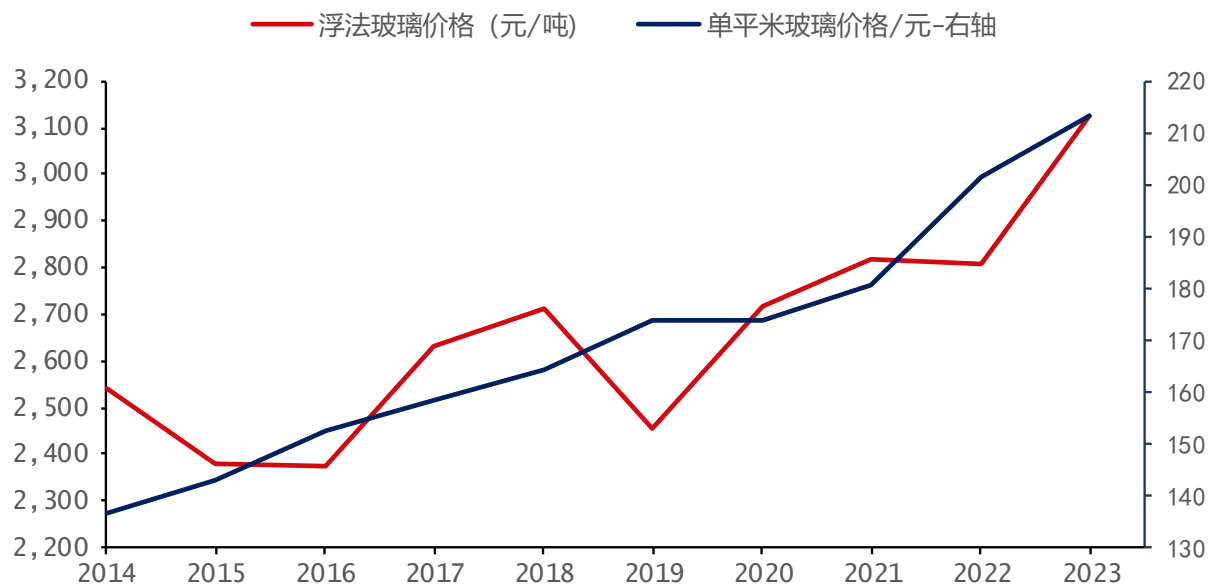
2013-2023年福耀海外收入占比变化情况



受益国内电动化大趋势下，福耀受益汽车玻璃产品的量价双升

2020年开始，国内乘用车的电动化加速，天幕玻璃、抬头显示、光感玻璃等在车端使用率的快速提升。受益国内电动化浪潮，智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃、超隔绝玻璃等高附加值产品占比在不断地提升，汽车玻璃朝着“安全舒适、节能环保、美观时尚、智能集成”方向发展，持续提高公司产品ASP。根据公司年报测算，2014年至今，浮法玻璃的ASP由2543元/吨增长至2023年的3123元/吨，增幅达122.8%。汽车玻璃的每平方米单价由2014年的137元增长至2023年的213元，增幅达155.8%。

公司产品ASP持续提升

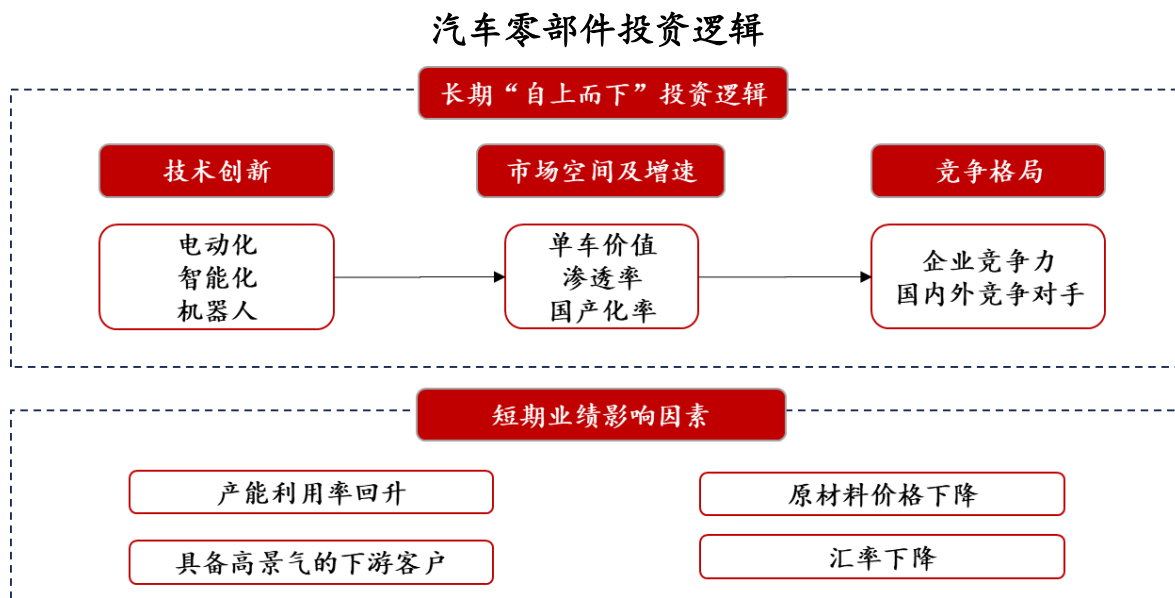




3、投资建议：产业升级+出海，零部件
长期成长性犹在

汽车零部件：客户拓展/产业升级/出海共筑长期成长

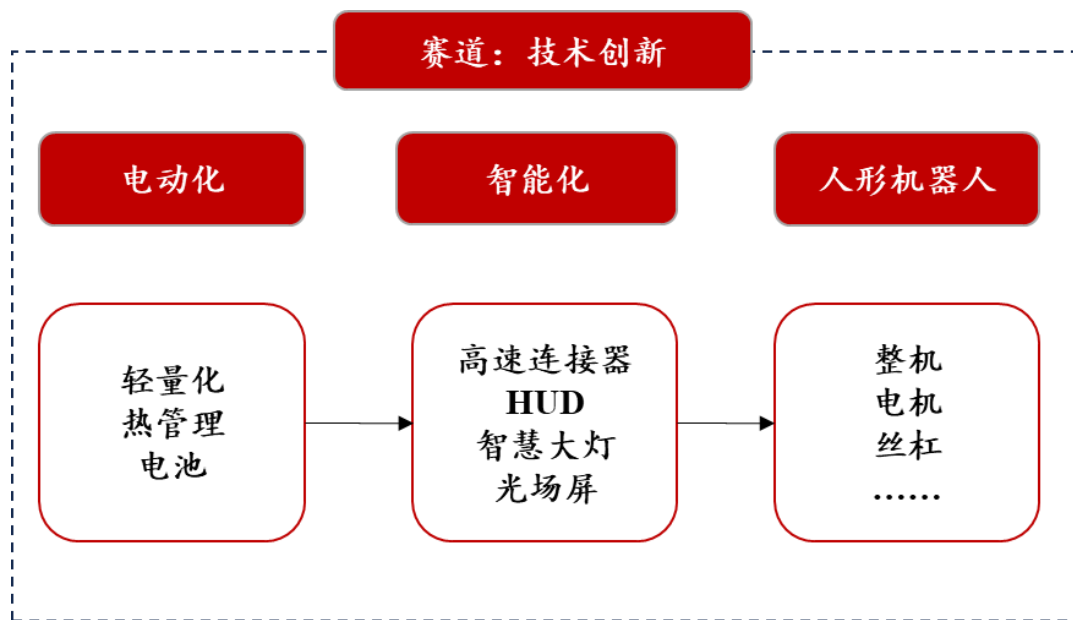
- 我们认为，市场的关注点会对汽零板块估值造成短期压力，但汽零的长期投资逻辑在于把握产业链技术变革趋势，在优质赛道中挖掘优质公司。
- 具备成长属性的优质汽零公司具备穿越周期的能力。我们认为，应对市场阶段性对于下游客户景气度和公司盈利能力的短期担忧，应寻找具备优质成长性的汽零公司，这类公司一般处于高景气创新赛道，下游需求高增；同时优质客户及赛道格局决定了公司盈利能力的持续性。
- 零部件的成长性核心在于创新，创新带来新增零部件渗透率提升和价值量提升，以此寻找下一个具备成长性的细分赛道。再根据竞争格局好坏和企业竞争力强弱，筛选出有竞争力的公司。



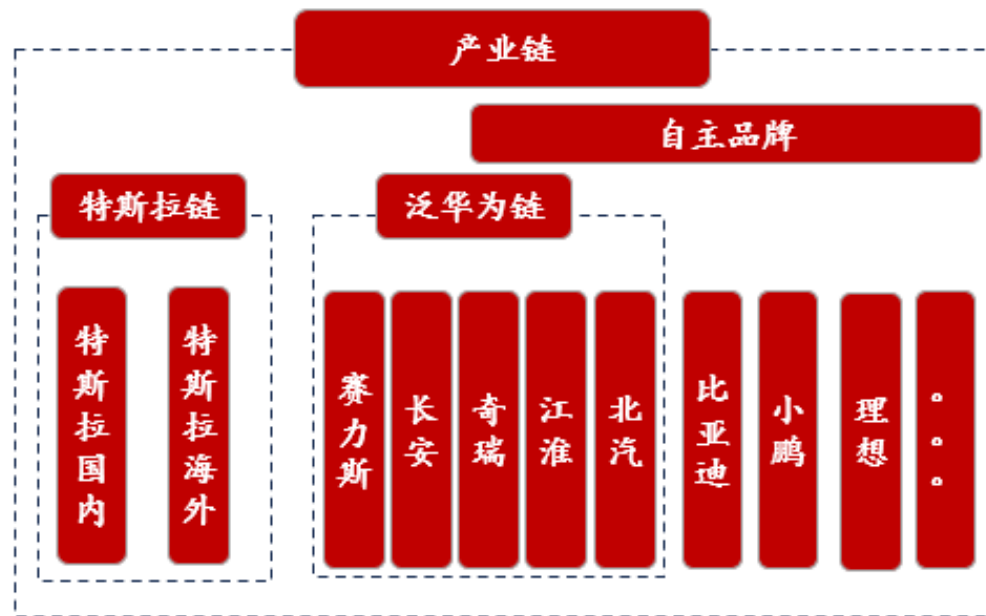
客户拓展：关注优质整车供给，新客户扩展有望带来增长

- ▼ 特斯拉产业链随着未来新车型的推出和海外产能扩张，仍然有较强的增长空间。同时重视国内自主品牌崛起带来的产业链机遇，尤其是由华为技术创新驱动的泛华为链主机厂、及已有先发优势的比亚迪和理想、小鹏等产业链。

汽车零部件主要赛道



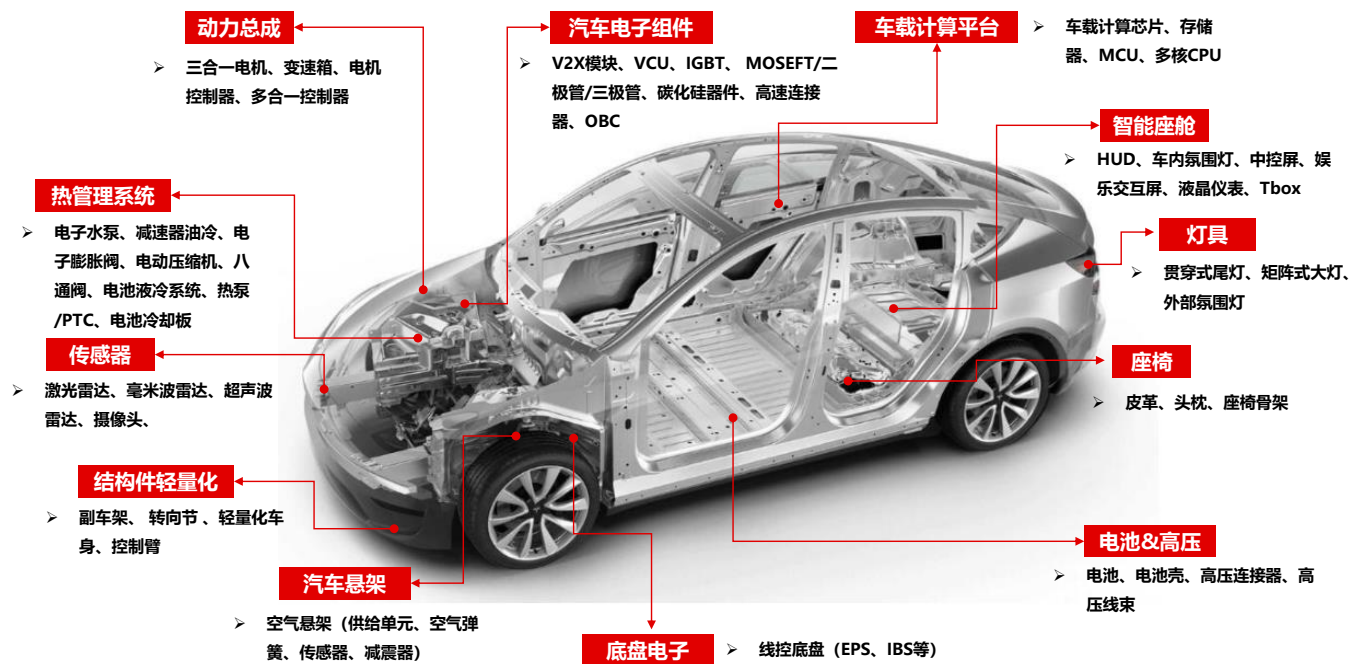
汽车零部件主要产业链



产业升级：零部件持续成长，电动化、智能化、科技化加速推进

- 智能电动汽车相较于传统汽车，内部零部件发生变化较大，带动增量市场。1) 电动化：动力总成的改变创造了电池、电机电控等产品的出现，同时续航里程的提升要求轻量化、热管理等配套零部件的支持；2) 智能化：智能驾驶从感知、决策到执行的闭环，带动传感器、控制计算平台和底盘电子的渗透率的提升；3) 科技化：更舒适更便捷的体验使得新技术不断在智能电动车中应用，智能座舱、多功能座椅、智能车灯、空气悬架等差异化科技应用配置率不断提升。

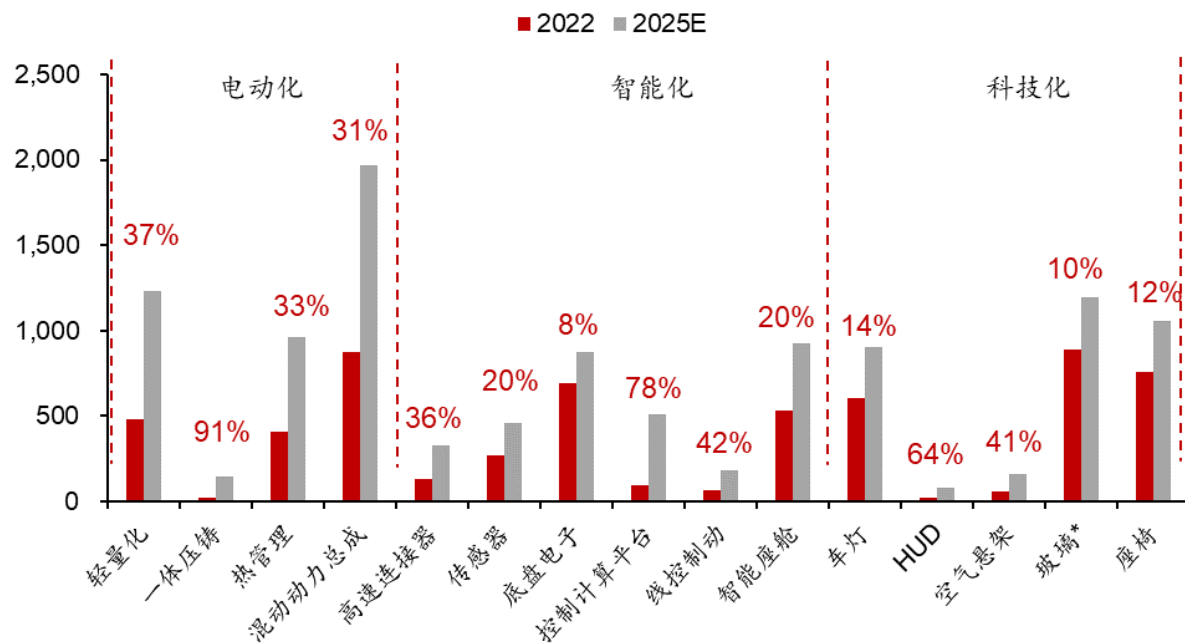
智能电动汽车重点零部件分解



产业升级：零部件持续成长，电动化、智能化、科技化加速推进

- 展望未来，我们认为首先还是选择技术创新驱动的成长赛道，建议重点关注电动化、智能化、科技化及新质生产力等赛道。其中电动化赛道主要包含轻量化、一体化压铸、热管理、混合动力总成等；智能化赛道主要包含高频高速连接器、传感器、底盘电子、控制计算平台、线控制动、智能座舱等；科技化赛道主要包含车灯、HUD、空气悬架、玻璃和座椅等；这些赛道的3年复合增速在10%-91%不等。

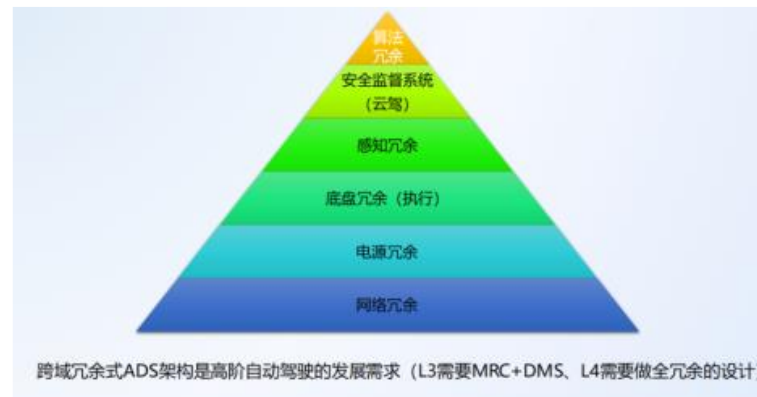
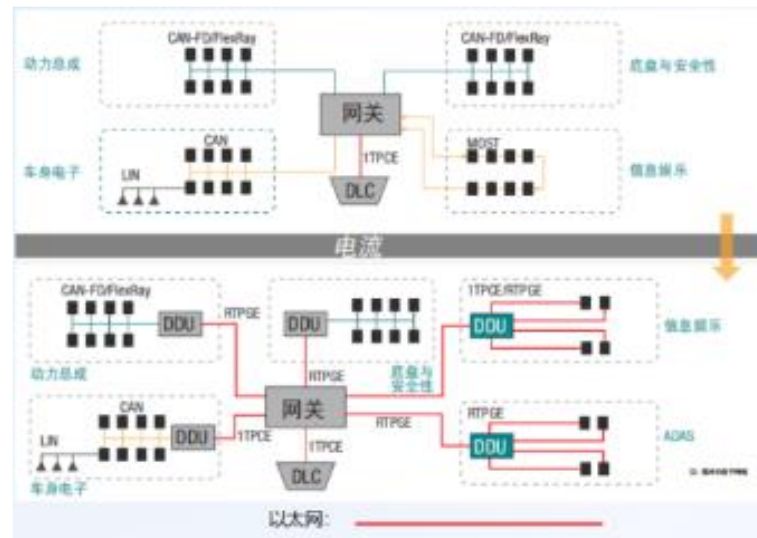
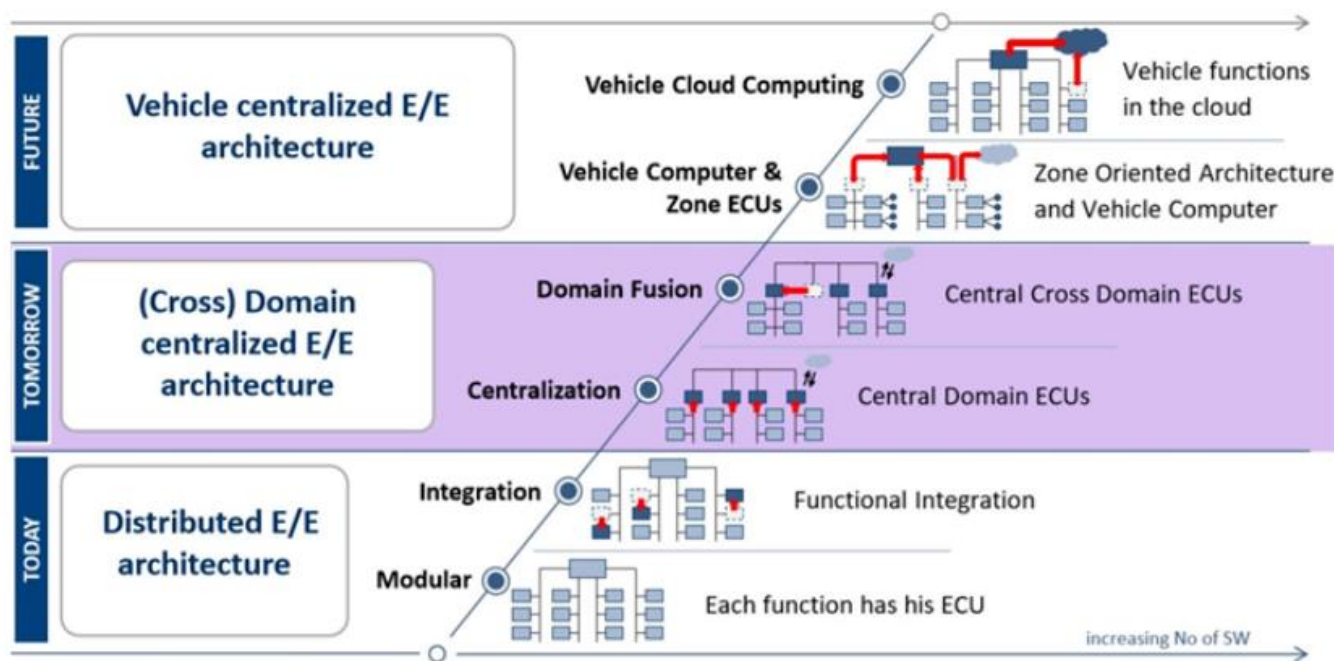
汽车零部件电动化、智能化、科技化细分赛道行业空间（亿元）及CAGR-3



产业升级：智能化加速驱动，车端数据能力全面升级

智能化加速应用，车型架构升级带来零部件的新增长。一方面，E/E架构逐步向集中化方向发展，具备车辆行为轨迹数据集中式生成。另一方面，受高级别智能驾驶功能的影响，系统安全性设计要求提升，L3/L4需要针对网络、电源、底盘、感知等各层级架构均完成冗余设计，从而保证高阶功能的安全性。

汽车E/E架构升级路线



产业升级：智能化加速驱动，车端数据能力全面升级

▼ 线控底盘、连接器、区域控制器大灯等均有望带来单车ASP的提升

▼ 国内汽车高速连接器行业规模保持较快速增长。整体来看，预计2027年国内汽车高速连接器市场规模为390.56亿元，较2022年增长202%，2022-2027年复合增速为24.8%，国内汽车高速连接器市场规模有望快速增长。

▼ 线控底盘：线控制动EMB方案、空气悬架、线控转向有望加速落地。冗余需求和响应速度要求升级，底盘域全面升级。

▼ 智慧光源未来三年有望保持快速增长。预计2027年HUD/前大灯/光场屏市场规模有望分别达到125.56/617.45/64.70亿元，2022-2027年复合增速分别为47%/17%/195%。细分环节来看，2027年国内AR-HUD、矩阵LED+ADB+DLP前大灯市场规模有望分别达到87.08/509.57亿元，2022-2027年复合增速分别为112%/38%，市场规模复合增速远超行业整体，为细分环节优质零部件企业打开新成长空间。

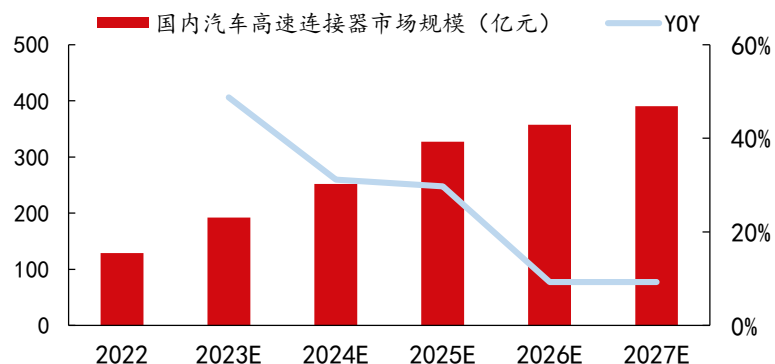
主要供应商方案产品进度及产能布局

产品	2021	2022	2023E	2027E	22-27年 CAGR
光场屏				64.70	195.40%
HUD	14.16	18.28	26.25	125.56	47.02%
其中：AR-HUD	0.94	2.02	4.53	87.08	112.28%
前大灯	221.35	279.26	322.63	617.45	17.20%
其中：矩阵LED+ADB+DLP	51.40	101.06	145.65	509.57	38.21%

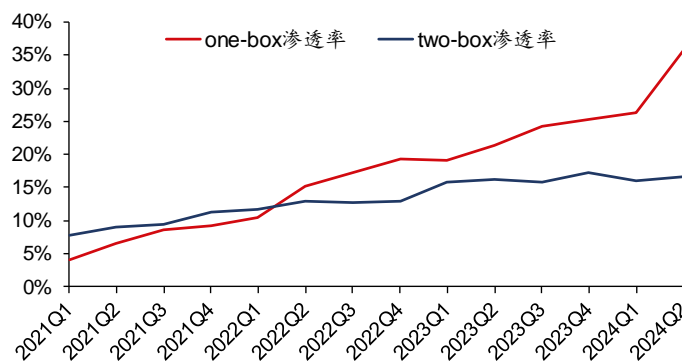
主要供应商方案产品进度及产能布局

	布雷博	大陆集团	伯特利	拿森科技	利氩科技	比博斯特
产品进展	21年发布	正在研发	首轮EMB功能样件完成	正在研发	正在研发	正在研发
产线规划	25年量产	25年量产	25年量产，年产60万套	—	—	—

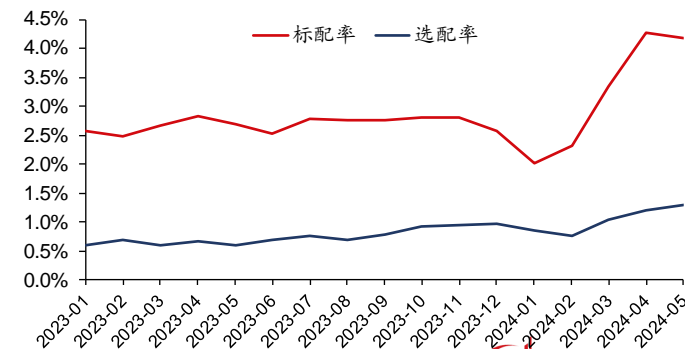
高速连接器市场空间



one-box/two-box渗透率



空气悬架装配率



资料来源：MarkLines，高工智能汽车，佐思汽研，国联证券研究所预测
注：光场屏预计2024年实现产业化，最后一列表示2024-2027年复合增速

产业升级：机器人、低空经济等新方向成为零部件又一增长动力

人形机器人核心零部件包括芯片&系统、旋转/直线执行器、灵巧手、电池组等。特斯拉Optimus体重73kg，全身超200个自由度，其中全身28个“关节”、手部各11个自由度，用电功率静坐时100W，行走时500W。

1) 旋转执行器：核心零部件包括谐波减速器、无框力矩电机、传感器等；

2) 直线执行器：核心零部件包括行星滚柱丝杠、无框力矩电机、传感器等；

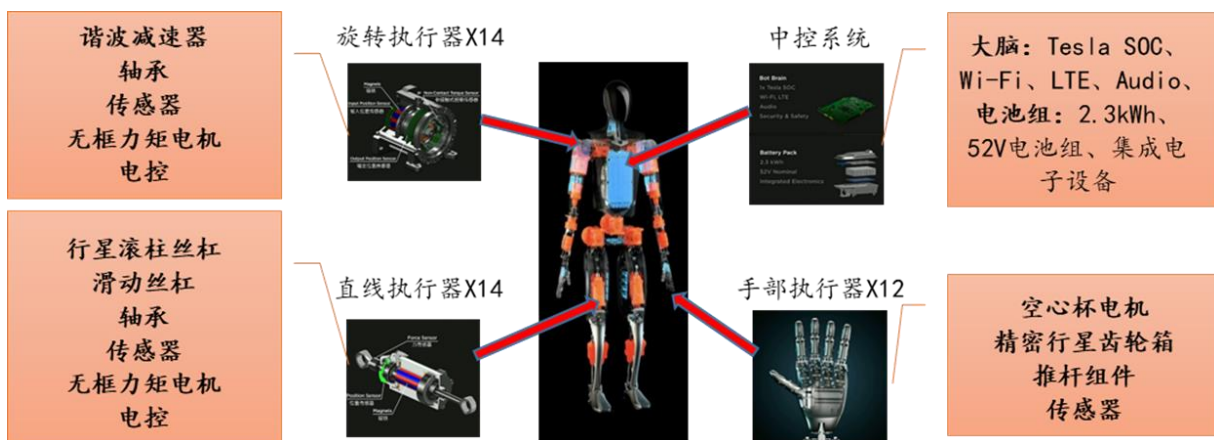
3) 灵巧手：每只手5个手指、6个执行器、11个自由度，核心零部件包含空心杯电机、精密行星齿轮箱等；

4) 芯片&系统：特斯拉SOC芯片、FSD系统等。

人形机器人零部件各环节相关汽车零部件企业梳理

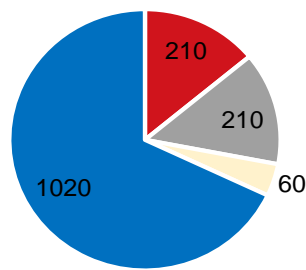
环节	与汽车行业类似零部件	共通能力	汽车零部件相关企业
执行机构	汽车驱动、线控制动、热管理	系统集成能力	拓普集团
行星滚柱丝杠	滚珠丝杠	精密制造能力	拓普集团、贝斯特
谐波减速器	减速器、变速箱	精密制造能力 齿形设计能力	双环传动、蓝赛科技、精锻科技
无框力矩电机	汽车微电机	电控能力	德昌电机、拓普集团、恒帅股份
传感器	车用传感器、IMU 模块	MEMES 传感器、总成	华测导航、华依科技

特斯拉Optimus核心零部件拆分



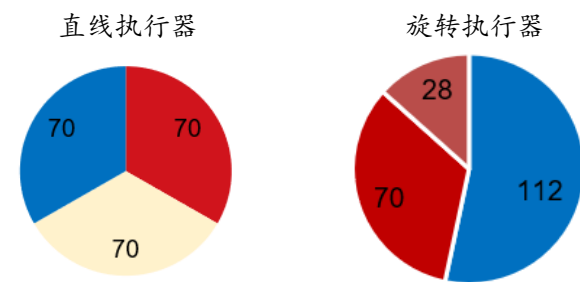
人形机器人未来市场空间测算（亿元）

■ 直线执行器 ■ 旋转执行器 ■ IMU ■ 其他



执行器各部件未来市场空间测算（亿元）

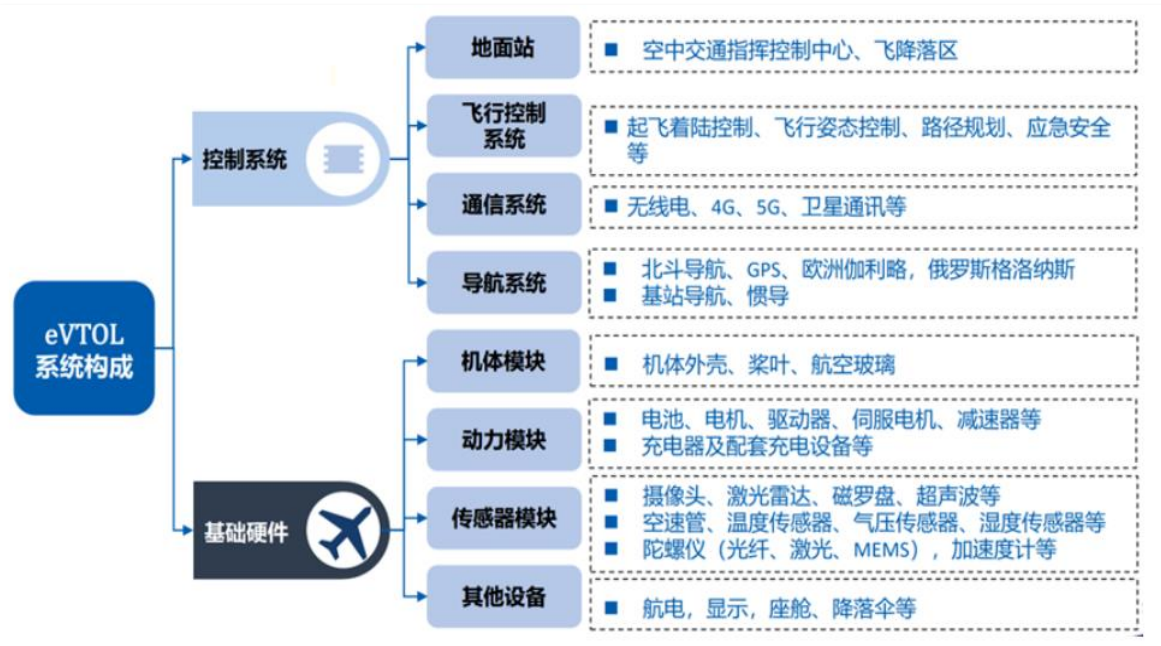
■ 行星滚珠丝杠 ■ 减速器 ■ 无框力矩电机 ■ 其他



资料来源：Wind，公司年报，Tesla AI日，Goldman Sachs Research，国联证券研究所

产业升级：机器人、低空经济等新方向成为零部件又一增长动力

- 以德国Lilium的eVTOL为例，为了满足欧盟适航认证的安全标准，75%以上的零部件、配件和复材来自全球一级航空航天供应商，包括美国霍尼韦尔、德国代傲、日本东丽、法国Expliseat。所以中短期内eVTOL供应链仍将以传统航空航天供应商为主。
- 国内汽车部分零部件公司具备eVTOL相关产品的生产能力，未来有望适配低空经济的快速发展和后续迭代，有望加速产品落地。



公司名称	eVTOL 相关
万丰奥威	万丰奥威已经与全球主流新能源车企建立了战略合作关系。并且在eVTOL领域与合作方展开了战略合作；子公司万丰飞机与合作方签署《关于成立合资公司的谅解备忘录》，双方通过战略合作拟共同成立合资公司，将在电动垂直起降飞行器（eVTOL）领域开展深度合作。
星源卓镁	星源卓镁的镁合金产品成功应用于特斯拉、克莱斯勒、福特、奥迪等高端品牌，已经在新能源汽车动力系统零部件的设计开发方面取得了进展。目前研发团队与小鹏汇天的智能电动飞行汽车项目处于前期技术论证阶段。
铂力特	铂力特参与了小鹏汇天部分部件的结构优化、外观设计及金属3D打印制造，开展了该汽车卡钳与卡钳支架部分的结构优化与打印工作。铂力特在金属3D打印上有技术优势，应用于航空结构件，技术满足 eVTOL 结构件轻量化的需求。
光洋股份	光洋股份已经获得了小鹏飞行汽车X3项目的定点，并完成A样交样。
森麒麟	公司通用航空轮胎已在持续供货，在民用航空轮胎领域，可生产适配波音、空客等各类大飞机、支线客机机型的多规格航空轮胎产品，已进入相关飞机制造企业供应商名录，并已签署合作研发协议，开展航空轮胎合作。已顺利获得国内唯一飞行汽车轮胎项目—小鹏飞行汽车轮胎项目的配套资格，目前处于测试验证阶段。
长源东谷	公司在2023年初已经开始在新能源汽车领域取得成效，投建的新能源混动乘用车缸体、缸盖产品已经实现批量供货；公告称，公司近日收到国内某知名飞行汽车公司的定点开发通知书，该客户决定选择公司为其某车型飞行电驱壳体的定子主壳体、外转子壳体、三相接线盖板、控制器安装壳体和支撑架的供应商，要求公司与其技术、质量部门对接，进行图纸、数据的确认并签订合同。
万安科技	公告称，公司收到国内某知名飞行汽车公司出具的《定点开发通知书》，安徽万安被客户选定为某车型前副车架总成产品的供应商；在投资者互动平台表示，公司目前主要给飞行汽车提供副车架产品。
金博股份	公司在互动平台回复，已与飞行汽车厂家开展碳/陶制动盘的研发和试制工作

零部件出海：新能源优势领先，产业链加速出海

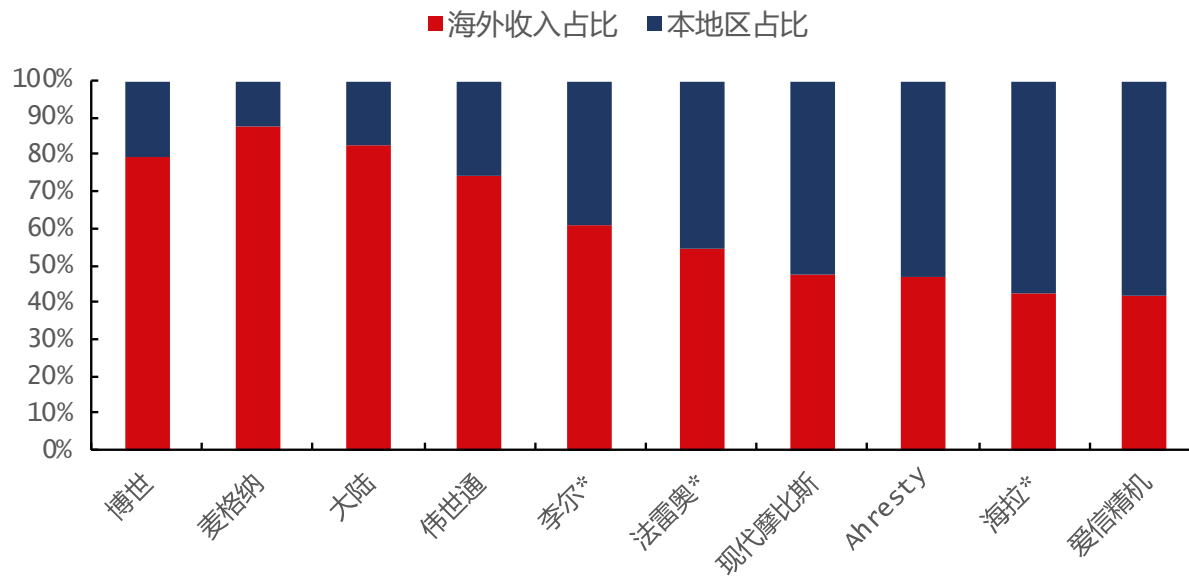
随着我国汽车零部件把握北美出海黄金窗口期，国内多家零部件企业在墨西哥实现产能布局与扩张，有望持续受益于就近配套北美广阔市场，打开新的增长空间。

公司	地址	墨西哥建厂情况	(预计)投资额
拓普集团	墨西哥新莱昂州	2022年9月公告，为了获取更多订单，向战略客户提供更有力支持，公司拟在墨西哥新设全资子公司“拓普集团墨西哥有限公司”并投资建厂，主要生产轻量化底盘、内饰系统、热管理系统及机器人执行器等产品。	总投资额不超过2亿美元
新泉股份	墨西哥阿瓜斯卡连特斯州	2021年1月公告以自有资金通过新泉香港出资600万美元设立墨西哥子公司，2021年5月增加投资3000万美元，2023年2月增加投资5000万美元。根据2022年年报，墨西哥新泉生产基地项目顺利建成并已进入试生产阶段。	8600万美元
伯特利	墨西哥科阿韦拉州	2022年2月设立墨西哥子公司，2022年7月发行可转债用于墨西哥年产400万件轻量化零部件建设项目。根据2022年半年报，设项目产线正在调试中，2022年底做好生产准备，2023年将投产使用。	3.5亿人民币
旭升集团	墨西哥科阿韦拉州	2023年3月拟通过分别成立子公司、孙公司最终投资建设墨西哥生产基地。	不超过2.76亿美元
爱柯迪	墨西哥瓜纳华托州	2014年9月通过全资子公司爱柯迪香港在墨西哥投资设立首个海外生产基地IKDFAEZA，注册资本180万墨西哥比索，2016年投产。 2020年公司在墨西哥获得土地建设新工厂，2022年墨西哥北美生产基地现已完成主体厂房竣工交付，将于2023年第一季度完成所有设备搬迁，第二季度正常投入使用。 同时，公司计划启动墨西哥二期工厂建设，主打3000T~5000T压铸机生产的新能源汽车用铝合金产品。	-
文灿股份	墨西哥	2020年收购百炼集团，根据2022半年报，公司已开始在法国百炼集团的墨西哥工厂导入高压铸造产线，利用双方优势加快北美客户订单落地。	-
敏实集团	墨西哥	公司于2009年建立首个墨西哥生产基地。	-
凌云股份	墨西哥	2019年凌云股份德国瓦达沙夫公司墨西哥工厂投产，主要生产铝型材保险杠、吸能盒等产品。	-
银轮股份	墨西哥新莱昂州蒙特雷市	2021年10月公司公告，以自有资金向上海银轮增资2.7亿人民币用于墨西哥生产基地建设。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，投资建设期2年，计划2023年投产，预计2025年达产，达产后预计年均销售收入约4.22亿人民币，达产后三年平均净利润率（税后）约为9.30%。	2.7亿人民币
延锋座椅	墨西哥新莱昂州蒙特雷市	2021年1月投产，主要生产车门装饰板零部件、仪表板总成、扶手箱、手套箱、扶手、内饰配件等。	-
赛科利	墨西哥	成立了赛科利（墨西哥）公司。	-
三花智控	墨西哥科阿韦拉州	2015年公司IPO募资在墨西哥建设微通道换热器生产线项目，实际投资总额1.0亿元。新建三条生产线，2015年至2017年陆续建成投产，建成后每年新增150万套微通道换热器产能。 2016年公司设立三花汽车零部件墨西哥有限公司，该孙公司定位于膨胀阀产品的组装，预计将于2017年4月开始逐步形成产能，2017年12月达产，设计产能能为年产150万只，投资876.35万元。主要满足美洲当地一级汽车供应商马勒集团、法雷奥集团、空调国际集团以及汽车整车厂商通用集团的供货需求。 2022年10月三花墨西哥工业园第二期正式开幕。	-
祥鑫科技	墨西哥新莱昂州蒙特雷市	2021年8月公司公告拟与全资子公司东莞市骏鑫金属制品有限公司在墨西哥投资设立子公司。2022年12月增资至2000万美元。 公司墨西哥工厂为延锋配套，未来的目标战略客户有T客户、奔驰、宝马、佛吉亚、博泽等。	2000万美元
岱美股份	墨西哥新莱昂州蒙特雷市；科阿韦拉州	2019年8月变更“汽车内饰件产业基地建设项目”部分募集资金2.0亿人民币折合约2,857万美元投入至公司全资子公司墨西哥岱美。2022年8月公司拟发行可转债用于墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目，项目总投资金额8.2亿元，项目建成后可年产汽车顶棚系统集成产品30万套、汽车顶棚产品60万套。	约10.2亿人民币
均胜电子	墨西哥索诺拉州；圣路易斯波托西；新莱昂州；塔毛利帕斯州；科阿韦拉州；尤卡坦州等	均胜电子在墨西哥有多个子公司；2022年5月，公司发文称旗下公司普瑞公司（PREH）将在尤卡坦州新建汽车电子工程开发中心。	-
立中集团	墨西哥新莱昂州蒙特雷市	2020年在墨西哥投资成立全资子公司，专业研发、制造高端铝合金车轮，规划铝合金车轮年产能600万只。 2022年9月，公司计划在墨西哥蒙特雷Interpuerto（海关）工业园区新建年产360万只超轻量化铝合金车轮产能。	约2.6亿美元+11.6亿元
嵘泰股份	墨西哥瓜纳华托州莱昂市	2016年成立莱昂嵘泰，2021年IPO募资用于墨西哥汽车轻量化铝合金零件扩产项目，总投资为2.2亿元，建成达产后将新增181万件铝合金壳体的生产能力； 2022年9月发行可转债募资用于墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目，项目总投资2.7亿元，建成后将新增约86万件铝合金壳体的生产能力。	约4.9亿人民币

零部件出海：新能源优势领先，产业链加速出海

- ▼ 全球化：从海外零部件巨头收入表现来看，海外业务都是公司整体收入的重要组成部分。
- ▼ 从全球零部件的收入分布来看，2021年全球零部件龙头海外收入占比基本在50%左右甚至以上，如博世、麦格纳、大陆等，其海外收入占比甚至在80%以上。

海外零部件巨头海外收入占比较高（2021年）



投资建议：产业升级+出海，零部件长期成长性犹在

- 2024年初以来，汽车零部件子行业走弱并跑输汽车行业，市场主要担忧四点：年降、大客户销量低预期、原材料涨价、汇率波动，但是估值已处于过去3年低位。
- 长期来看，技术创新带来新的细分市场成长，出海打开长期空间。赛道方面，除电动和科技化之外，智能化赛道重点推荐高速连接器和智慧光源，远期看好机器人产业链。出口方面，当前国内优质零部件公司纷纷在海外建厂，2025年之后有望随大客户放量，打开海外空间。
- 推荐电连技术、伯特利、保隆科技、星宇股份、华阳集团、经纬恒润、德赛西威、继峰股份、拓普集团、新泉股份、银轮股份、凌云股份、华域汽车、福耀玻璃、森麒麟。

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速 (%)				PE			
			2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
603596.SH	伯特利	225.6	8.9	11.7	15.2	19.4	27.6%	31.4%	30.0%	27.2%	25.3	19.3	14.8	11.7
601799.SH	星宇股份	333.4	11.0	14.9	19.1	23.8	17.1%	35.1%	28.4%	24.3%	30.2	22.4	17.4	14.0
603179.SH	新泉股份	185.1	8.1	11.0	14.5	18.2	71.2%	37.1%	31.1%	25.4%	23.0	16.8	12.8	10.2
300679.SZ	电连技术	136.4	3.6	6.5	8.5	10.8	-19.6%	82.3%	31.4%	26.8%	38.3	21.0	16.0	12.6
601689.SH	拓普集团	567.5	21.5	29.2	38.0	46.5	26.5%	35.6%	30.2%	22.5%	26.4	19.5	14.9	12.2
002906.SZ	华阳集团	125.3	4.6	6.4	8.6	10.9	22.2%	38.5%	33.0%	27.9%	27.0	19.5	14.6	11.4
600660.SH	福耀玻璃	1,249.8	56.3	71.0	83.4	97.0	18.4%	26.0%	17.6%	16.3%	22.2	17.6	15.0	12.9
002984.SZ	森麒麟	238.8	13.7	21.7	25.6	29.8	70.9%	58.6%	18.1%	16.2%	17.4	11.0	9.3	8.0
603786.SH	科博达	180.7	6.1	8.5	11.0	13.7	35.3%	39.1%	29.6%	24.7%	29.7	21.3	16.5	13.2
600741.SH	华域汽车	465.0	72.1	73.3	79.8	87.0	0.2%	1.5%	9.0%	9.0%	6.4	6.3	5.8	
603197.SH	保隆科技	63.2	3.8	4.6	6.3	8.1	76.9%	21.7%	37.1%	28.0%	16.7	13.7	10.0	7.8
002920.SZ	德赛西威	506.1	15.5	21.0	27.3	34.4	30.7%	35.8%	29.9%	26.2%	32.7	24.1	18.5	14.7
688326.SH	经纬恒润	74.6	-2.2	-0.5	2.3	4.1	-	-	-	76.4%	-	-	32.1	18.2
002126.SZ	银轮股份	133.0	6.1	8.5	11.2	14.0	59.7%	38.8%	32.2%	24.5%	21.7	15.7	11.8	9.5
600480.SH	凌云股份	74.4	6.3	7.6	8.8	10.1	86.4%	20.3%	16.3%	14.5%	11.8	9.8	8.4	7.4
603997.SH	继峰股份	142.8	2.0	3.6	9.0	12.2	-	74.9%	152.5%	35.4%	70.0	40.0	15.9	11.7
688629.SH	华丰科技	114.7	0.7	1.1	1.9	2.6	-26.7%	49.3%	78.0%	33.3%	158.5	106.1	59.6	44.7
600933.SH	爱柯迪	120.2	9.1	11.4	14.3	17.6	40.8%	24.6%	25.9%	22.8%	13.2	10.6	8.4	6.8
300680.SZ	隆盛科技	38.0	1.5	2.3	3.1	3.9	94.3%	59.0%	31.4%	26.7%	25.9	16.3	12.4	9.8
603348.SH	文灿股份	65.5	0.5	2.9	4.9	6.5	-78.8%	466.6%	72.0%	31.7%	129.8	22.9	13.3	10.1
603305.SH	旭升集团	83.8	7.1	7.8	9.7	11.9	1.8%	9.2%	24.5%	23.0%	11.7	10.7	8.6	7.0
300580.SZ	贝斯特	68.8	2.6	3.3	4.2	5.2	15.1%	25.9%	28.1%	22.4%	26.1	20.8	16.2	13.2
300258.SZ	精锻科技	35.0	2.4	2.8	3.5	4.2	-3.9%	17.8%	24.0%	19.7%	14.7	12.5	10.1	8.4
000887.SZ	中鼎股份	148.4	11.3	14.1	16.8	19.6	17.3%	24.8%	18.9%	16.4%	13.1	10.5	8.8	7.6



4、风险提示

风险提示

- **汽车销量不及预期：**如果经济恢复不及预期，消费者消费能力下降，可能导致国内汽车销量下滑，最终导致汽车零部件企业业绩下滑；
- **原材料价格上行风险：**汽车零部件企业处在行业中上游位置，如果原材料价格处于高位，将会压缩零部件企业的利润空间；
- **行业空间测算偏差风险：**市场空间测算是基于一些前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致市场空间测算结果偏差。

分析师和联系人

分析师 高登
SAC:S0590523110004

分析师 陈斯竹
SAC:S0590523100009

办公地址

上海

虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

北京

东城区安定门外大街208号中邮政安广场A座4层

深圳

福田区益田路4068号卓越时代广场13层

无锡

江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16层

评级说明和声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

致 谢！