

2023 年 09 月 14 日

看好

需求回暖带动产销业绩高增，成本/汇兑明显改善对抗年降压力

——汽车行业 23 年中报总结

相关研究

"精锻科技，冠盛股份，恒帅股份，方正电机，继峰股份，特斯拉一周一刻钟，大事快评（W024）" 2023 年 9 月 11 日

"Q2 成本/汇兑明显改善对抗年降压力-《2023/9/4-2023/9/8》汽车周报" 2023 年 9 月 10 日

证券分析师

戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com

联系人

朱傅哲
(8621)23297818x
zhufz@swsresearch.com

本期投资提示：

- **2023Q2 汽车整车产/销同比提升 24.8%/29.2%，环比提升 13.1%/17.9%，乘用车/商用车均出现较大增幅。**23 年上半年先后经历政策退坡透支部分需求、3 月异常促销价格战、部分消费者观望国六 B 的促销走势、车展大量新品和低价新款推出、六月主机厂冲量等，Q1 到 Q2 终端销量持续向好，2023Q2 行业营收/净利润分别同比上涨 34.5%/46.7%。**政策刺激叠加需求的回暖修复了悲观预期，是本轮上涨的主要因素。**
- **乘用车板块：整体销量逐渐恢复，价格战影响下盈利能力有一定承压。**二季度起降价潮逐渐消退，经销商恐慌心态逐步稳定，消费者恢复理性消费，观望情绪得以缓解，同时各项政策出台进一步释放前期压抑的需求，5/6 月销量分别为 205/227 万辆，环比 +13.3%/10.6%，销量呈现出逐步回暖态势。而盈利能力方面，23Q2 乘用车板块毛利率为 12.84%，同环比 +1.07pct/+0.09pct；净利率 2.94%，同环比 -0.25pct/-0.91pct。而剔除体量最大且以新能源为主的比亚迪之后，**23Q2 板块毛利率环比下降约 0.13pct，而净利率仅 2%左右，环比下降接近 2pct，可见除比亚迪外的其他企业经营压力较大。**
- **零部件板块：原材料成本下降+汇兑损益带来高业绩弹性。**2023Q2 国内汽车产量为 703 万辆，同环比 +24.8%/+13.1%。带动 23Q2 零部件板块营收同比上升 26.5%，归母净利润同比上升 45.5%。同时，本季度板块盈利能力有所改善，毛利率为 17.92%，同环比 +1.64pct/+0.51pct；净利率为 6.08%，同环比 +0.87pct/+1.15pct。**我们认为 23Q2 盈利能力提升主要来源于原材料价格的下降以及人民币贬值带来的汇兑收益。23Q2 营业利润率为 7.0%，而通过情境假设，将上述两项影响因素剔除后，调整后营业利润率为 2.8%，环比 -3.0pct，显示出板块实际经营压力。下半年若外部情况收紧，零部件企业的盈利能力则有可能边际恶化，需要继续观察。**
- **新能源板块：Q2 销量持续高增，业绩增势不减。**2023Q2 新能源汽车销量 215.9 万辆，同环比 +60.8%/+36.2%。截至 2023 年 6 月，新能源车单月销量为 80.6 万辆，渗透率达 30.7%。比亚迪作为新能源板块“领头羊”，其业绩的爆发带动了板块的业绩快速增长。2023Q2 新能源整车收入为 1578.62 亿元，同环比 +66.1%/+20.6%；归母净利润增长显著，实现 61.18 亿元，环比增加 27.59 亿元。**新能源车加速内卷的大背景下，持续打磨产品性价比及生产制造端的降本度过内卷期的核心因素，比亚迪带动下板块有望继续向好。**
- **商用车板块：关注宏观环境改善以及出口带来的机会。**国内客车在海外产品竞争力不断提升及企业海外发展模式从原来的贸易模式、部分 KD 模式为主发展成为直接投资模式，推动了海外销量的快速增长；俄罗斯及众多出口国长年依赖能够满足大规模、长途运输要求的卡车，从而产生了大量的卡车需求。2023Q2 客车销量 11.96 万辆，同环比 +35.0%/+19.7%，营收同比上升 51.3%；归母净利润同比上升 199.6%。2023Q2 货车销量 91.30 万辆，同环比 +41.1%/+8.9%，营收同比上升 23.5%；归母净利润同比上升 271.6%。**国内需求已逐步走出周期底部，海外市场高速增长，板块在双重驱动力下迅速实现业绩增长。**
- **投资分析意见：整车方面，短期建议首先关注各家主机厂销量边际变化，而长期来看全球化与智能化将成为行业竞争的下半场，推荐吉利、比亚迪，关注小鹏、理想、长安等。零部件方面，关注强α三条主线：①舒适性及智能化等高感知价值的普及，推荐保隆科技、继峰股份、科博达、德赛西威（TMT 覆盖），关注明新旭腾、松原股份等；②特斯拉、华为等产业链配套机会，推荐爱柯迪、保隆科技、新泉股份、星宇股份，关注瑞鹄模具、川环科技、明新旭腾、岱美股份、嵘泰股份等。③机器人产业的能力外溢，推荐双环传动、精锻科技、三花智控（家电覆盖），建议关注拓普集团、贝斯特等。**
- **核心风险：部分环节供应链安全风险、终端需求复苏不及预期、原材料涨价超预期。**



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资分析意见

整车方面，短期建议首先关注各家主机厂销量边际变化，而长期来看全球化与智能化将成为行业竞争的下半场，推荐**吉利、比亚迪**，关注**小鹏、理想、长安**等。**零部件方面**，关注强 α 三条主线：①舒适性及智能化等高感知价值的普及，推荐**保隆科技、继峰股份、科博达、德赛西威（TMT覆盖）**，关注**明新旭腾、松原股份**等；②特斯拉、华为等产业链配套机会，推荐**爱柯迪、保隆科技、新泉股份、星宇股份**，关注**瑞鹄模具、川环科技、明新旭腾、岱美股份、嵘泰股份**等；③机器人产业的能力外溢，推荐**双环传动、精锻科技、三花智控（家电覆盖）**，建议关注**拓普集团、贝斯特**等。

原因及逻辑

整车方面，从半年报情况看行业整体在价格战影响下盈利空间受到挤压，在此背景下，短期建议首先关注各家主机厂销量边际变化；而长期来看，**全球化与智能化将成为行业竞争的下半场**，其中全球化将从地域上打开收入成长的天花板，而智能化则将从业务模型上打开传统制造业盈利的天花板。

零部件方面，关注强 α 公司的逆势成长能力。后续零部件公司 α 主要来源于三条主线：①**舒适性及智能化等高感知价值的普及**。购置税减免政策延续，主机厂更倾向于提升高感知价值的配置来打造自身产品竞争力，如空悬、座椅、内饰皮料、智能驾驶等。②**特斯拉、华为等产业链配套机会**。目前特斯拉和华为在智能化方面已经具有较为明显优势，因此他们的供应链也将具有超越行业成长的 α 属性。③**机器人产业的能力外溢**。机器人产业链将会是一场全新的革命，而汽配企业可以凭借结构件、关节件、轻量化、智能化等领域的丰富底层研发、制造能力赋能客户，在传统汽车产业链以外打开另一片蓝海市场。

有别于大众的认识

市场认为 23Q2 零部件板块盈利能力环比有所改善，未看到供应链经营压力。而我们认为，**23Q2 盈利能力提升主要来源于原材料价格的下降以及人民币贬值带来的汇兑收益**。23Q2 营业利润率为 7.0%，而通过情境假设，汇兑损益的影响约为 1.0pct，原材料降价带来的影响约为 3.2pct。将上述两项影响因素剔除后，**调整后营业利润率为 2.8%，环比-3.0pct，显示出板块实际经营压力**。下半年若外部情况收紧，零部件企业的盈利能力则有可能边际恶化，需要继续观察。

目录

1 . 23Q2 行业景气度恢复，业绩增长符合预期.....	6
2 . 基本面：持币观望心态缓解，终端需求回升.....	7
2.1 乘用车：价格战影响下业绩有一定承压.....	8
2.2 零部件：原材料成本下降+汇兑损益带来高业绩弹性.....	10
2.3 新能源：Q2 销量持续高增，业绩增势不减	13
2.4 客车：出口增势迅猛，业绩快速增长.....	14
2.5 货车：触底反弹，景气度回暖.....	16
3 . 投资分析意见	17
4 . 风险提示.....	18

图表目录

图 1：50 亿市值公司中报次日上涨占 54%	6
图 2：50 亿市值公司中报次日相对上涨占 44%	6
图 3：2023Q2 汽车行业销量同比+ 29.2%	7
图 4：2023Q2 行业营收/净利润同比提升	7
图 5：乘用车销量及同比增速（单位：万辆，%）	8
图 6：乘用车分月度销量及同比增速（单位：万辆，%）	8
图 7：乘用车板块营收及同比增速（单位：亿元，%）	8
图 8：乘用车板块净利润及同比增速（单位：亿元，%）	8
图 9：乘用车板块盈利能力情况（单位：%）	9
图 10：乘用车板块费用率情况（单位：%）	9
图 11：乘用车板块经营性现金流情况（单位：亿元）	9
图 12：乘用车板块投资性现金流情况（单位：亿元）	9
图 13：汽车产量及同比增速（单位：万辆，%）	10
图 14：汽车分月度产量及同比增速（单位：万辆，%）	10
图 15：零部件板块营收及同比增速（单位：亿元，%）	10
图 16：零部件板块净利润及同比增速（单位：亿元，%）	10
图 17：零部件板块盈利能力情况（单位：%）	10
图 18：零部件板块费用率情况（单位：%）	10
图 19：零部件板块经营性现金流情况（单位：亿元）	11
图 20：零部件板块投资性现金流情况（单位：亿元）	11
图 21：剔除影响因素后，23Q2 零部件板块营业利润率环比-3.0pct	12
图 22：新能源车销量及同比增速（单位：万辆，%）	13
图 23：新能源车分月度销量及渗透率（单位：万辆，%）	13
图 24：新能源车营收及同比增速（单位：亿元，%）	13
图 25：新能源车净利润及同比增速（单位：亿元，%）	13
图 26：客车批发销量及同比增速（单位：万辆，%）	14
图 27：客车分月度销量及同比增速（单位：万辆，%）	14
图 28：客车板块营收及同比增速（单位：亿元，%）	14

图 29：客车板块净利润及同比增速（单位：亿元，%）	14
图 30：客车板块盈利能力情况（单位：%）	15
图 31：客车板块费用率情况（单位：%）	15
图 32：客车板块经营性现金流情况（单位：亿元）	15
图 33：客车板块投资性现金流情况（单位：亿元）	15
图 34：货车批发销量及同比增速（单位：万辆，%）	16
图 35：货车分月度销量及同比增速（单位：万辆，%）	16
图 36：货车板块营收及同比增速（单位：亿元，%）	16
图 37：货车板块净利润及同比增速（单位：亿元，%）	16
图 38：货车板块盈利能力情况（单位：%）	17
图 39：货车板块费用率情况（单位：%）	17
图 40：货车板块经营性现金流情况（单位：亿元）	17
图 41：货车板块投资性现金流情况（单位：亿元）	17
表 1：50 亿以上市值公司中报次日绝对涨幅前列	6
表 2：汽车行业子版块 2023Q2 营收及净利润情况	7
表 3：2023H1 原材料及外汇价格变化.....	11
表 4：汽车行业重点公司估值表	19

1. 23Q2 行业景气度恢复，业绩增长符合预期

50 亿市值汽车公司中，中报发布次日上涨占比为 54%，相对行业上涨占比为 44%。

截至 8 月 31 日，行业内所有公司均已公布 2023 年半年度财务报告，为此我们以汽车（申万）指数成分股为样本，筛选 50 亿市值以上公司 114 家，分析中报业绩发布次日公司股价表现。从绝对涨跌幅方面，次日上涨公司有 62 家，占比为 54%，其中有 10 家公司涨幅超过 5%；从相对涨跌幅方面，次日相对汽车（申万）指数上涨的有 50 家，占比为 44%，其中有 7 家相对涨幅超过 5%。自 20Q3 以来，新能源与智能化趋势下的需求复苏是行业最确定与根本的特征。进入 2023 年，Q1 乘用车销量同/环比-7.2%/-21.8%，但是商用车领域，疫情新阶段后国家经济加速向好，货车销量环比大幅提升 21%，整个 23Q1 汽车销量同比-6.5%；23Q2 乘用车销量同/环比 27.5%/19.3%，价格战步入后段，同时受去年同期疫情下低基数影响，同环比均表现亮眼，行业景气度回升，悲观情绪逐步消弭。

图 1：50 亿市值公司中报次日上涨占 54%

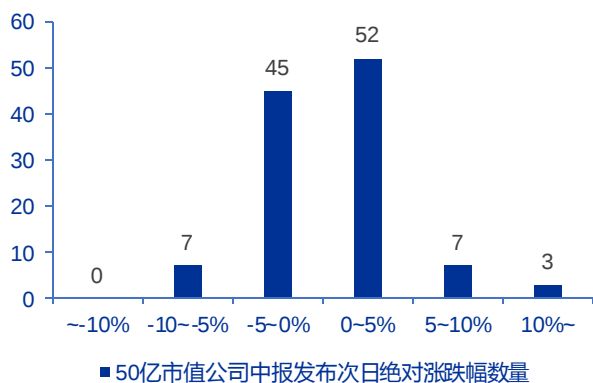
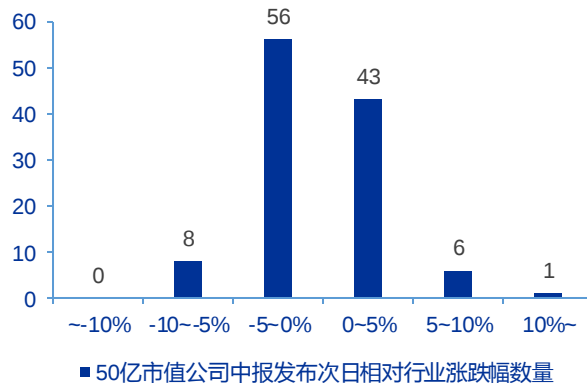


图 2：50 亿市值公司中报次日相对上涨占 44%



资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 1：50 亿以上市值公司中报次日绝对涨幅前列

证券代码	证券简称	子行业	中报次日涨跌幅	Q2 营业收入 (亿元)	Q2 营业收入同比 (%)	Q2 归母净利润 (亿元)	Q2 归母净利润同比 (%)
300258.SZ	精锻科技	零部件	17.72%	4.99	40%	0.82	26%
002048.SZ	宁波华翔	零部件	10.02%	55.73	41%	3.13	85%
601689.SH	拓普集团	零部件	10.00%	46.92	54%	6.44	100%
605333.SH	沪光股份	零部件	6.52%	7.57	20%	-0.16	63%
605005.SH	合兴股份	零部件	6.38%	4.19	40%	0.54	37%
600742.SH	一汽富维	零部件	6.27%	51.06	9%	1.81	44%
601799.SH	星宇股份	零部件	6.13%	25.02	58%	2.63	40%
002472.SZ	双环传动	零部件	5.52%	18.95	31%	1.98	49%
300428.SZ	立中集团	零部件	5.31%	57.65	28%	1.31	-8%

资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 基本面：持币观望心态缓解，终端需求回升

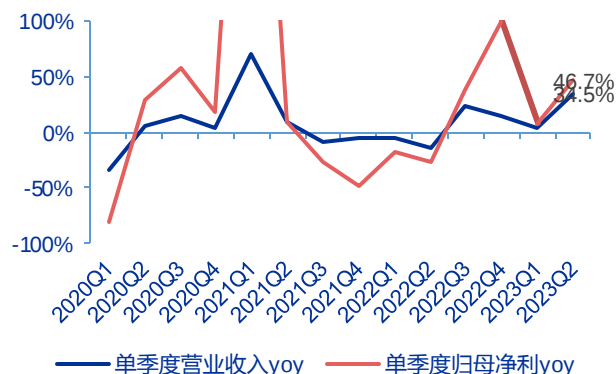
2023Q2 汽车整车产/销同比提升 24.8%/29.2%，环比提升 13.1%/17.9%，乘用车/商用均出现较大增幅。2023Q2 汽车销量 716 万辆，同环比+29.2%/+17.9%，其中乘用车销量 613 万辆，同环比+27.5%/+19.3%，商用车销量 103 万辆，同环比+40.4%/+10.1%。23 年上半年先后经历政策退坡透支部分需求、3 月异常促销价格战、部分消费者观望国六 B 的促销走势、车展大量新品和低价新款推出、六月主机厂冲量等，Q1 到 Q2 终端销量持续向好，2023Q2 行业营收/净利润分别同比上涨 34.5%/46.7%。

图 3：2023Q2 汽车行业销量同比+29.2%



资料来源：中汽协，申万宏源研究

图 4：2023Q2 行业营收/净利润同比提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

分板块看，23Q2 各板块均表现亮眼，其中商用车弹性明显，新能源作为大趋势增长势头不减。2023Q2 乘用车/零部件/新能源/客车/货车板块单季度营业收入增速分别为 +43.4%/+26.5%/+66.1%/+51.3%/+23.5%，单季度归母净利润增速分别为 +36.1%/+45.5%/339.5%/+199.6%/+271.6%。全行业整体+34.5%的营收增速与+46.7%的净利润增速相当亮眼。其中，新能源、客车板块更是全面跑赢行业，乘用车板块营收增速高于行业但价格战导致盈利增速低于行业；货车板块业绩弹性同样显著；零部件板块则在智能电动以及自主替代趋势下继续维持优秀表现。

表 2：汽车行业子版块 2023Q2 营收及净利润情况

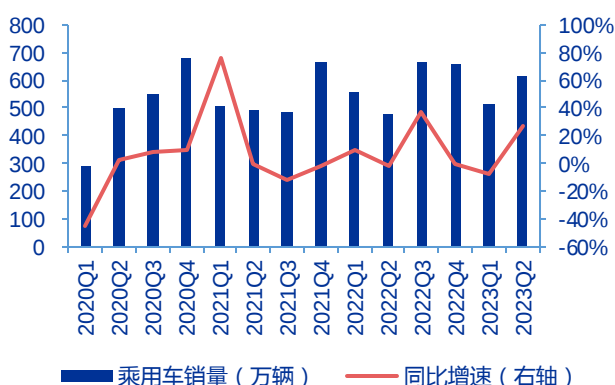
板块	单季度营业收入（亿元）	同比增速	单季度归母净利（亿元）	同比增速
乘用车	4820	43.4%	131.48	36.1%
零部件	2820	26.5%	158.28	45.5%
新能源	1579	66.1%	61.18	339.5%
客车	152	51.3%	2.70	199.6%
货车	432	23.5%	25.03	271.6%

资料来源：Wind，申万宏源研究

2.1 乘用车：价格战影响下业绩有一定承压

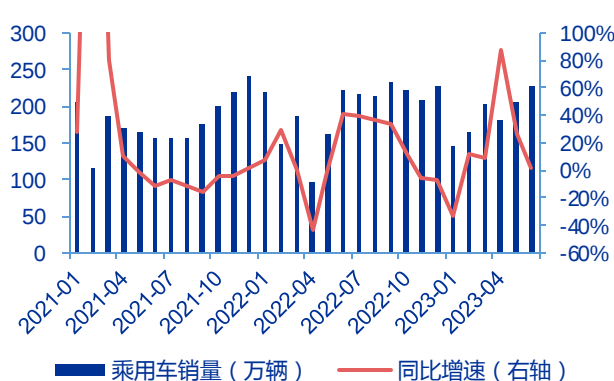
2023Q2 乘用车销量 613 万辆，同环比+27.5%/+19.3%。从单月数据来看，4月起价格战热度逐渐消退，经销商恐慌心态逐步稳定，消费者恢复理性消费，观望情绪得以缓解，前期压抑的需求有所释放；5月上海车展及6月国家层面针对汽车行业的政策指引频出，工信部、商务部推动新能源车下乡，启动“百城联动”汽车节和“千县万镇”新能源汽车消费季等活动效果较好，5/6月销量分别为205/227万辆，环比+13.3%/10.6%，稳步向好。整体而言，二季度乘用车销量呈现出逐步回暖态势，而在去年同期受缺芯影响低基数的情况下，销量增速明显。

图 5：乘用车销量及同比增速（单位：万辆，%）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

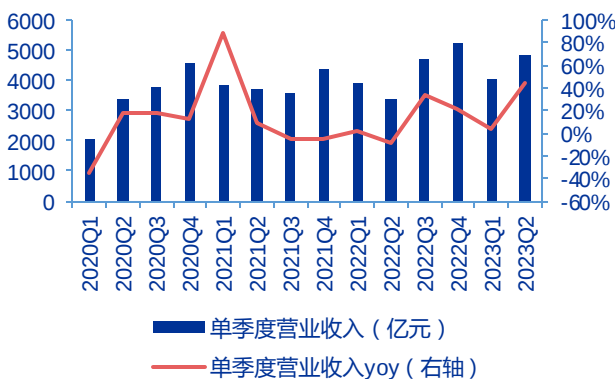
图 6：乘用车分月度销量及同比增速（单位：万辆，%）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

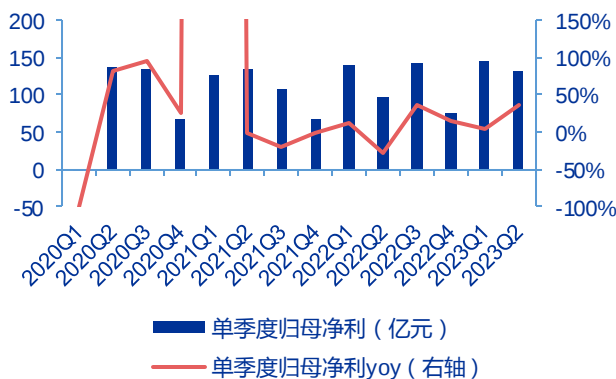
2023Q2 乘用车板块营收同/环比+43.4%/+20.1%；归母净利润同环比+36.1%/-9.0%。上半年国六 A 向国六 B 切换过程中多车企及经销商让利清库存，同时以特斯拉为首开始了一轮新能源车的价格战，促销推动乘用车销量的提升，带动了整体收入的增长，2023Q2 乘用车板块单季度营业收入 4820 亿元，同/环比+43.4%/+20.1%；上半年众多车企降价及促销力度高，特斯拉国内车型降幅最高达 4.8 万，整体盈利能力受到一定冲击，Q2 归母净利润为 131 亿元，同环比+36.1%/-9.0%。

图 7：乘用车板块营收及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：乘用车板块净利润及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

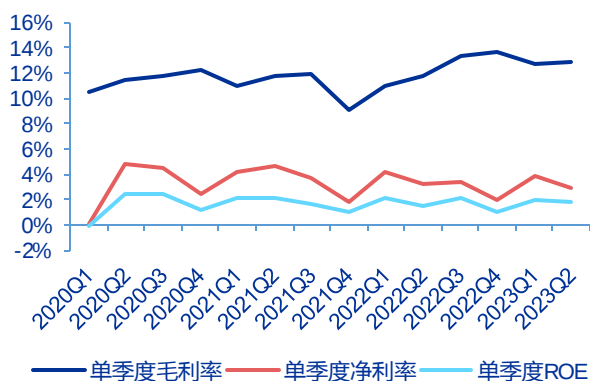
2023Q2 乘用车板块整体毛利率同环比+1.07/+0.09pct，净利率/ROE 同比-0.25/+0.41pct，环比-0.91/-0.20pct。2023Q2 乘用车板块毛利率为 12.84%，同

环比+1.07pct/+0.09pct ;净利率为 2.94% ,同环比-0.25pct/-0.91pct ;ROE 为 1.81% ,同环比+0.41pct/-0.20pct。

而剔除体量最大且以新能源为主的比亚迪之后，**2023Q2 板块毛利率环比下降约 0.13pct，而净利率仅 2%左右，环比下降接近 2pct。**其中，赛力斯和长安受到价格战的影响显著，毛利率分别环比下滑 4.71pct/2.15pct；广汽集团投资收益也有明显下滑。

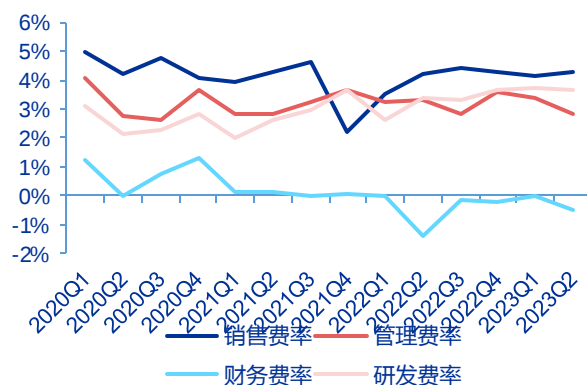
2023Q2 单季度期间费用率为 10.30% 同环比+0.78/-0.90pct。2023Q2 销售、管理、财务、研发费用率分别为 4.26%/2.86%/-0.49%/3.68%，同比+0.02/-0.42/+0.92/+0.26pct，环比+0.13/-0.49/-0.51/-0.03pct。**价格战持续，2023Q2 销售费用率环比微增，其他各项费用率随规模上升均略有缩减。**

图 9：乘用车板块盈利能力情况（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：乘用车板块费用率情况（单位：%）

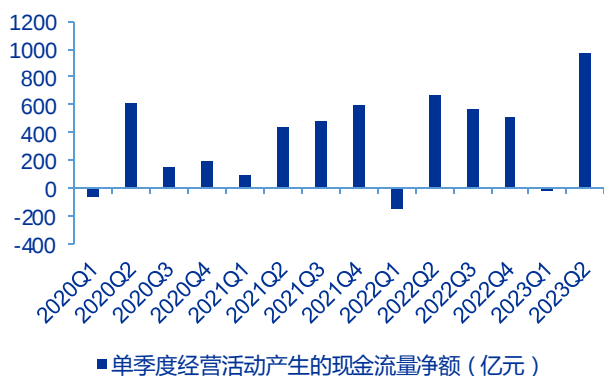


资料来源：Wind，申万宏源研究

2023Q2 乘用车板块经营性现金流同比改善，加大资本支出把握行业潜在机遇。

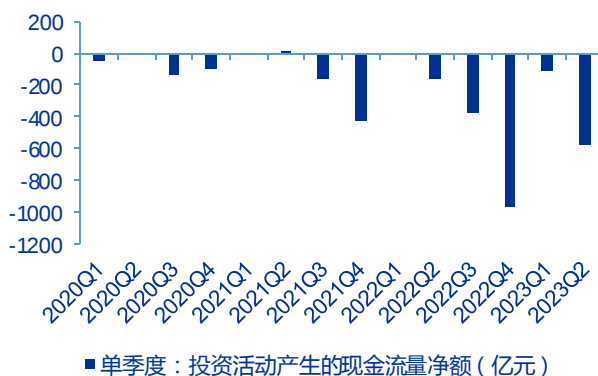
2023Q2，行业经营性现金净流入 974 亿元，同比增加流入 301 亿元，环比增加流入 982 亿元。投资性现金流净流出 582 亿元，同比增加流出 414 亿元，环比增加流出 472 亿元。二季度车企加大了固定资产等资本支出，加快新产品推出节奏以更好应对内卷加剧的乘用车市场。

图 11：乘用车板块经营性现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：乘用车板块投资性现金流情况（单位：亿元）

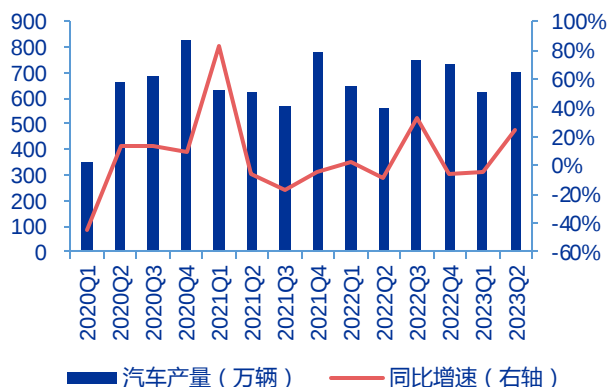


资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 零部件：原材料成本下降+汇兑损益带来高业绩弹性

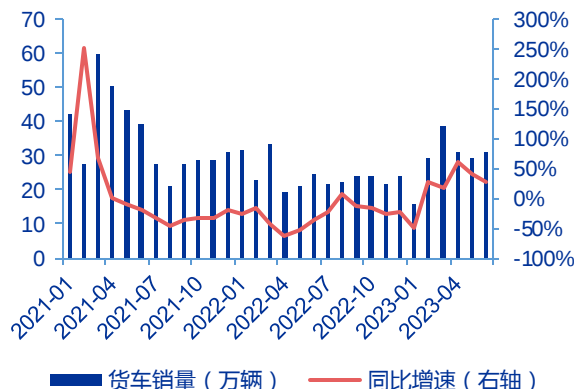
2023Q2 国内汽车产量为 703 万辆，同环比+24.8%/+13.1%。

图 13：汽车产量及同比增速（单位：万辆，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

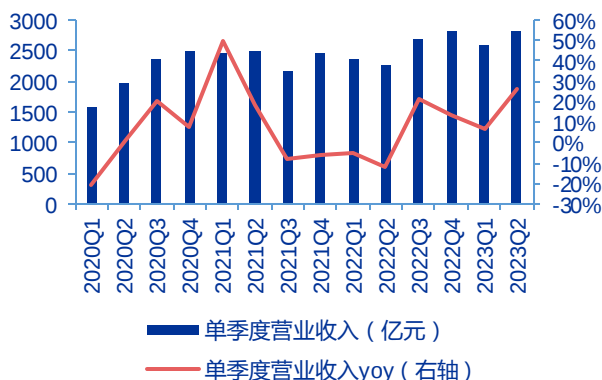
图 14：汽车分月度产量及同比增速（单位：万辆，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

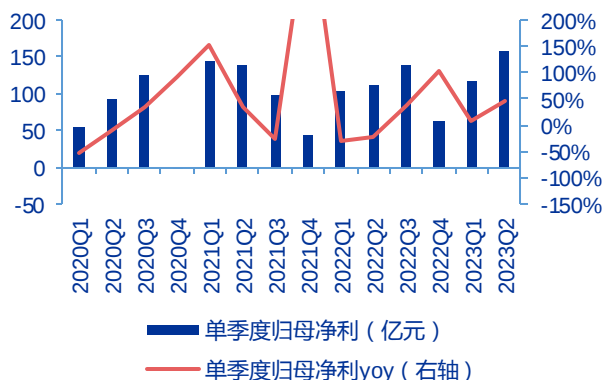
2023Q2 零部件板块营收同环比 +26.5%/+8.9%，归母净利润同环比 +45.5%/+35.0%。在汽车生产端高增的情况下，2023Q2 零部件板块实现营收 2820 亿元，同比上升 26.5%；归母净利润 158 亿元，同比上升 45.5%。

图 15：零部件板块营收及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：零部件板块净利润及同比增速（单位：亿元，%）



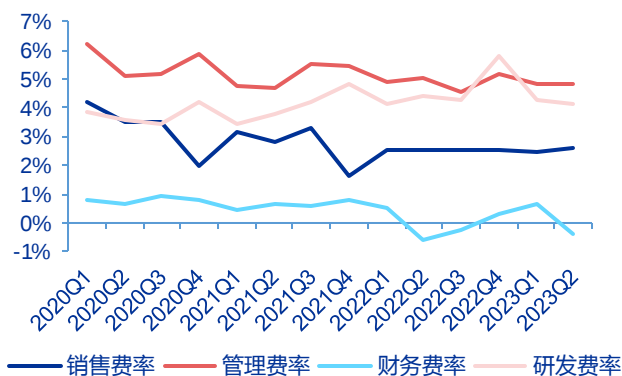
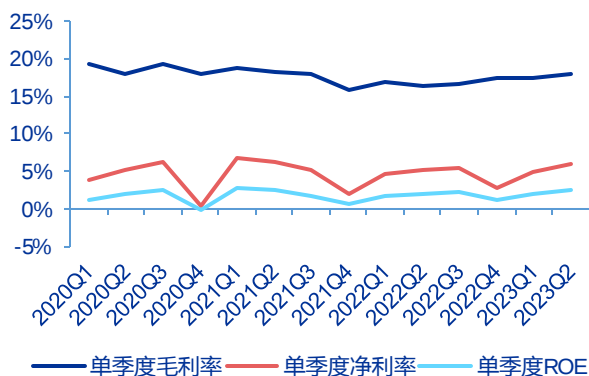
资料来源：Wind，申万宏源研究

2023Q2 零部件板块盈利能力环比有所改善。23Q2 零部件板块毛利率为 17.92%，同环比+1.64pct/+0.51pct；净利率为 6.08%，同环比+0.87pct/+1.15pct；ROE 为 2.47%，同环比+0.61pct/+0.62pct。盈利能力尤其是净利率环比改善明显，主要系期间费用率下降。

2023Q2 单季度期间费用率环比-1.09pct至 11.21% 其中财务费用率环比-1.04pct。2023Q2 零部件板块销售、管理、财务、研发费用率分别为 2.61%、4.83%、-0.36%、4.13%，合计 11.21%。其中财务费用率环比下降 1.04pct，带动整体费用率环比下降 1.09pct。

图 17：零部件板块盈利能力情况（单位：%）

图 18：零部件板块费用率情况（单位：%）

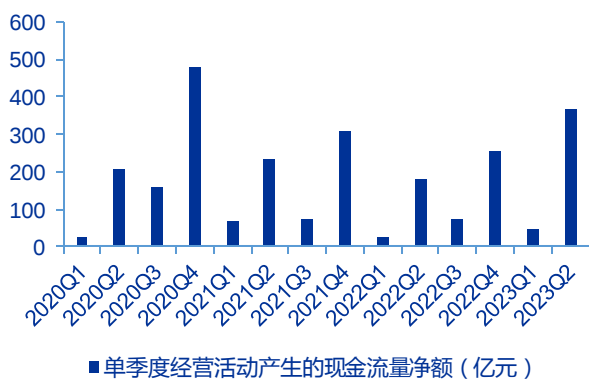


资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

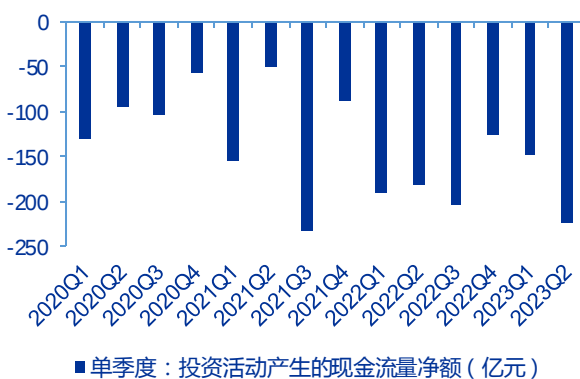
2022Q3 零部件板块经营活动净现金流入 364.6 亿元。Q2 零部件板块经营性现金流净流入 364.6 亿元，净流入环比增加 182 亿元，存在季节性特征变化；投资性现金流净流出 222.9 亿元，继续维持高资本投入。

图 19：零部件板块经营性现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 20：零部件板块投资性现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

我们认为 23Q2 盈利能力提升主要来源于原材料价格的下降以及人民币贬值带来的汇兑收益。根据我们自建跟踪的原材料价格指数模型（以钢材、铝材、塑料、天然橡胶、玻璃商品价格加权）显示，23Q2 原材料价格环比 Q1 下降 6.1%，明显缓解了零部件企业的 BOM 压力。而美元和欧元相对于人民币分别升值 2.5%/4.0%，为部分企业带来了额外的汇兑收益，从而降低了财务费用。

表 3：2023H1 原材料及外汇价格变化

	钢材 (元/吨)	铝材 (元/吨)	塑料 (元/吨)	橡胶 (元/吨)	玻璃 (元/吨)	原材料指数	中间价:美元 兑人民币	中间价:欧元 兑人民币
Q1	4221	18559	8201	12539	1612	1211	6.8476	7.3401
Q2	3812	18275	7894	12081	1604	1137	7.0162	7.6346
变化幅度	-9.7%	-1.5%	-3.7%	-3.6%	-0.5%	-6.1%	2.5%	4.0%

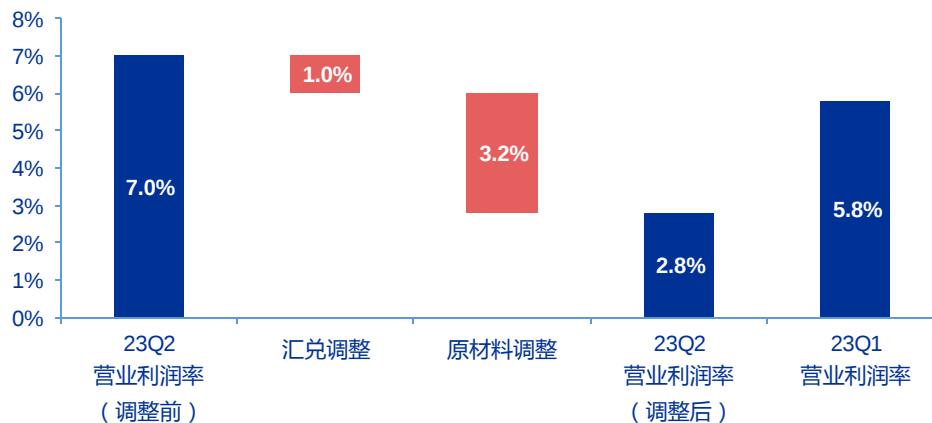
资料来源：Wind，申万宏源研究

注：数据均采用季度平均值；原材料指数为无量纲指数，假设 2018 年末为 1000 点作为对照起点；

通过情境假设，将上述两项影响因素剔除后，23Q2 营业利润率（调整后）为 2.8%，环比下降 3.0pct，显示出板块实际经营压力。我们采用板块营业利润率为参考对象，以此避免所得税影响。考虑到一季报中企业通常不会拆分财务费用中汇兑损益情况，因此我们

假设 23Q2 与 23Q1 板块公司财务费用率相同，以此剔除汇兑损益的影响约 1.0pct；而在原材料方面，我们假设零部件企业原材料成本占总成本比重 60%，以此剔除原材料降价带来的影响约 3.2pct。以此测算，23Q2 调整前营业利润率为 7.0%，调整后营业利润率为 2.8%，环比-3.0pct。综上，原材料价格低位以及人民币贬值的宽松外部环境掩盖了零部件企业部分经营压力，下半年若外部情况收紧，零部件企业的盈利能力则有可能边际恶化，需要继续观察。

图 21：剔除影响因素后，23Q2 零部件板块营业利润率环比-3.0pct

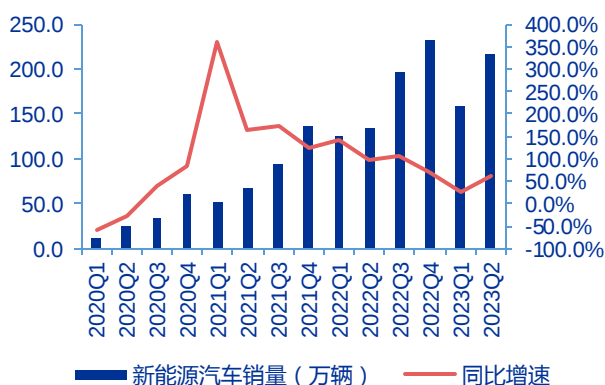


资料来源：Wind，申万宏源研究

2.3 新能源：Q2 销量持续高增，业绩增势不减

2023Q2 新能源汽车销量 215.9 万辆，同环比+60.8%/+36.2%。新能源是当前汽车行业的绝对发展趋势，自 2021 年初至今新能源汽车销量呈现爆发式增长，随着下游需求的恢复，新能源汽车增长再加速，实现销量 215.9 万辆，同环比+60.8%/+36%，同环比仍在持续提升。截至 2023 年 6 月，新能源车单月销量为 80.6 万辆，渗透率达 30.7%。

图 22：新能源车销量及同比增速（单位：万辆，%）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

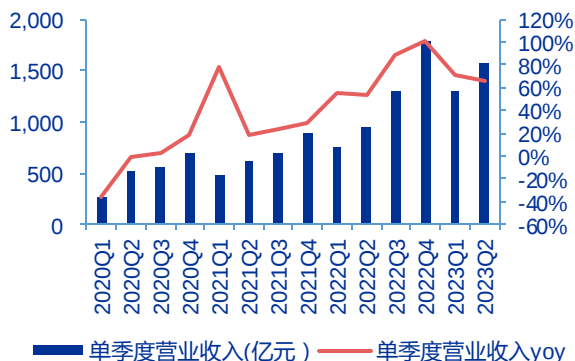
图 23：新能源车分月度销量及渗透率（单位：万辆，%）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

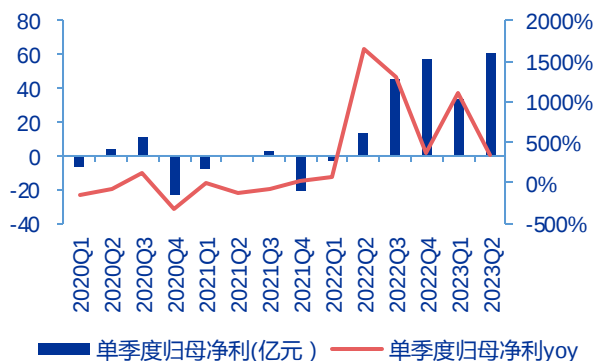
2023Q2 新能源车营收同环比+66.1%/+20.6%，归母净利润同环比+339.5%/+82.1%。我们选取比亚迪，中通客车，宇通客车，*ST 安凯等作为新能源整车板块标的。新能源销量的持续火爆直观反映在板块营收中，而比亚迪作为新能源板块“领头羊”，其业绩的爆发带动了板块的业绩快速增长。2023Q2 新能源整车收入为 1578.62 亿元，同环比+66.1%/+20.6%；归母净利润增长显著，实现 61.18 亿元，环比增加 27.59 亿元。

图 24：新能源车营收及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25：新能源车净利润及同比增速（单位：亿元，%）

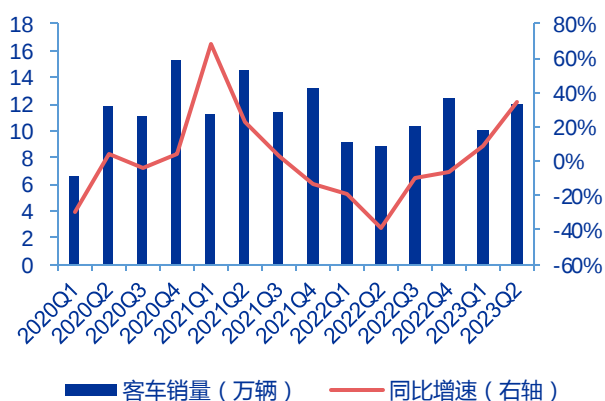


资料来源：Wind，申万宏源研究

2.4 客车：出口增势迅猛，业绩快速增长

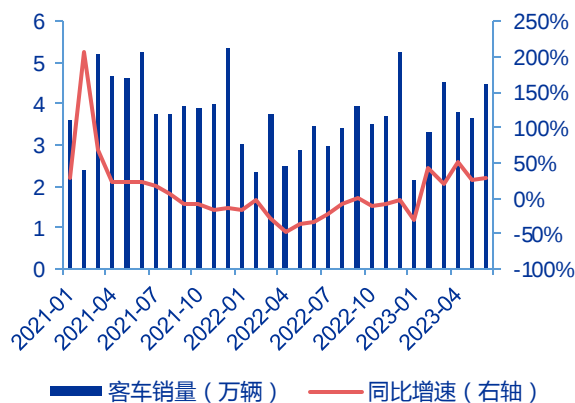
2023Q2 客车销量 11.96 万辆，同环比+35.0%/+19.7%。疫情结束，导致公众对于使用公共交通工具出行意愿上升；同时，国内客车在海外产品竞争力不断提升，并且企业海外发展模式从原来的贸易模式、部分 KD 模式为主发展成为直接投资模式，推动了海外销量的快速增长，带动客车销量持续上升。分月度看，4 月至 6 月客车销量分别为 3.8/3.7/4.5 万辆，同比+51.9%/+26.6%/+29.9%。

图 26：客车批发销量及同比增速（单位：万辆，%）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

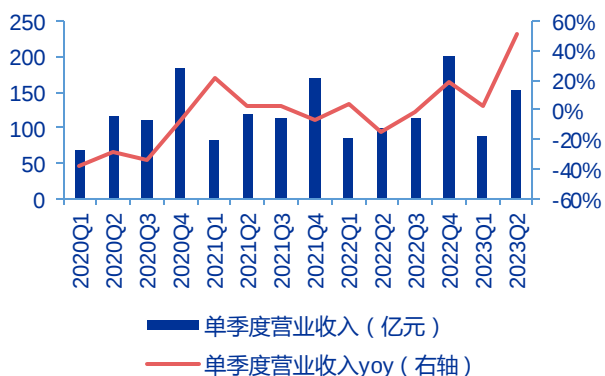
图 27：客车分月度销量及同比增速（单位：万辆，%）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

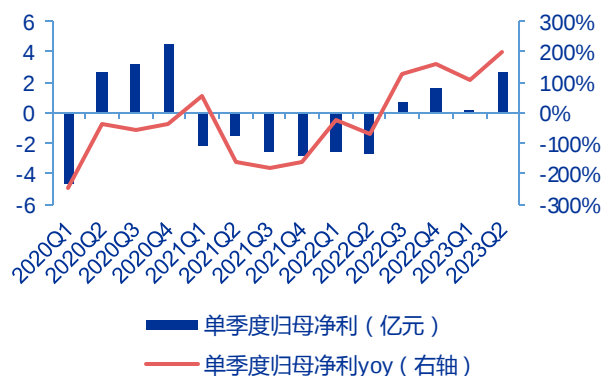
2023Q2 客车板块营收同环比 +51.3%/+75.1%；归母净利润同环比 +199.6%/1454.7%。2023Q1 新能源客车国补退坡，对营收及净利润均有不同程度的负面影响，2023Q2 随出口上升及国内需求进一步复苏，客车板块单季度营业收入 152.4 亿元，同环比 +51.3%/+75.1%。归母净利润为 2.7 亿元，同环比 +199.6%/1454.7%。

图 28：客车板块营收及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

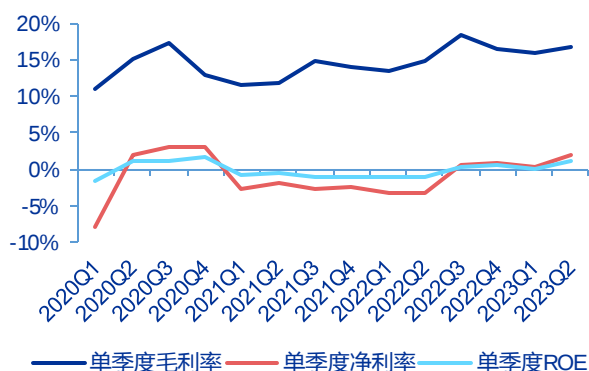
图 29：客车板块净利润及同比增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

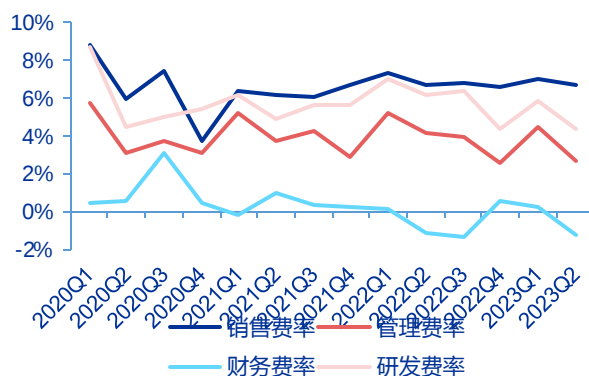
2023Q2 客车板块毛利率、净利率、费用率均有改善。2023Q2 客车板块毛利率为 16.83%，同环比+2.14pct/+0.98pct。费用率方面，期间费用率合计为 12.51%，同环比-3.34pct/-5.01pct。经营结果方面，毛利率的提升和费用率的改善带动净利率和 ROE 显著提升，分别为 1.93%、1.25%。

图 30：客车板块盈利能力情况（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 31：客车板块费用率情况（单位：%）

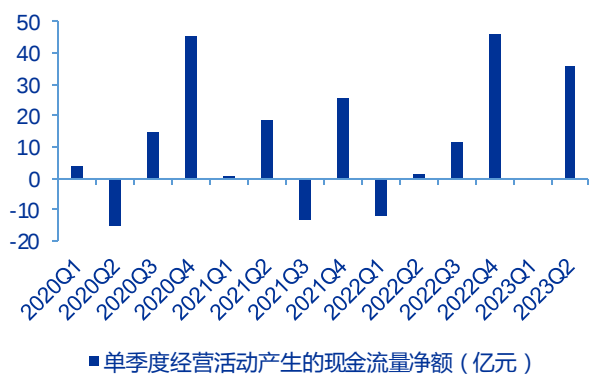


资料来源：Wind，申万宏源研究

2023Q2 客车板块经营性现金流净流入 35.9 亿元 投资性现金流净流入 0.9 亿元。

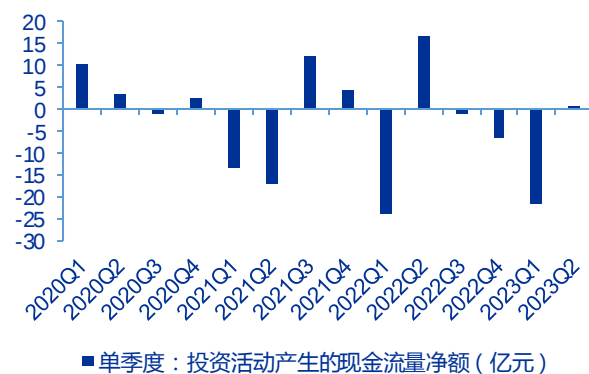
2023Q2 客车板块经营性现金流净流入 35.9 亿元，净额同/环比分别变动+34.6 亿元/+36.5 亿元，同环比均有所改善；投资性现金流净流入 0.9 亿元，净额同/环比分别变动-16.0 亿元/+22.6 亿元。

图 32：客车板块经营性现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 33：客车板块投资性现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.5 货车：触底反弹，景气度回暖

2023Q2 货车销量 91.30 万辆，同环比+41.1%/+8.9%。受 2021 年 7 月 1 日卡车排放标准“国五”切换“国六”影响，我国货车销量在 2021 年上半年集中释放，提前透支了后续的行业需求。由于卡车更换周期通常在三年左右，因此自 2021Q3 出现断崖式下跌后，货车销量持续萎靡。2023Q1 货车销量 83.80 万辆，同环比-3.9%/+21.0%，同比降幅已有所收窄，销量开始明显环比复苏；**2023Q2 货车销量 91.30 万辆，同环比+41.1%/+8.9%，政策透支影响逐渐降低，叠加海外尤其是俄罗斯出口需求，带动整体销量持续回暖。**

图 34：货车批发销量及同比增速（单位：万辆，%）

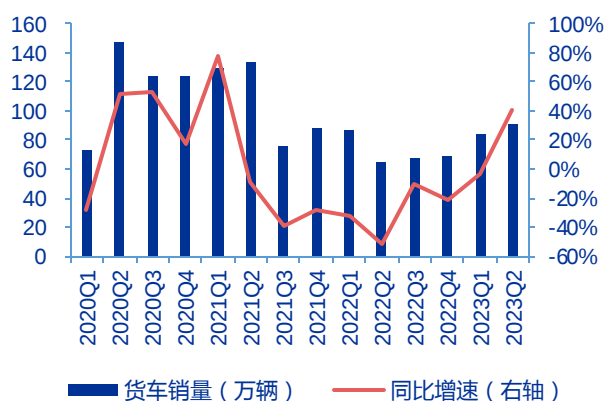
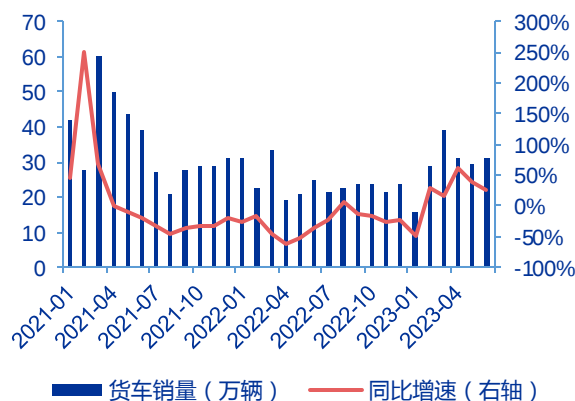


图 35：货车分月度销量及同比增速（单位：万辆，%）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

资料来源：中汽协，申万宏源研究

2023Q2 货车板块营收同环比 +23.5%/+3.7%；归母净利润同环比 +271.6%/+95.9%。2023Q2 货车板块持续复苏，单季度营业收入 432.02 亿元，同环比+23.5%/+3.7%。归母净利润为 25.03 亿元，同环比+271.6%/+95.9%。

图 36：货车板块营收及同比增速（单位：亿元，%）

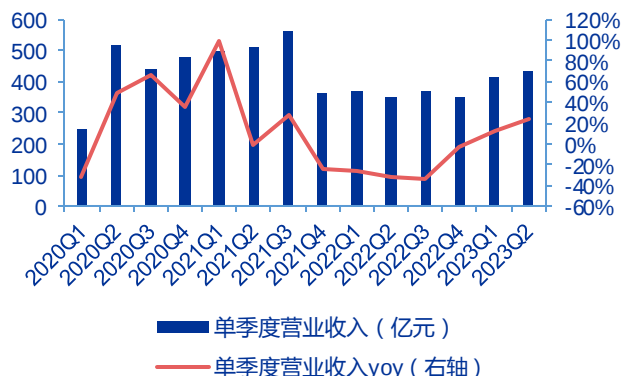
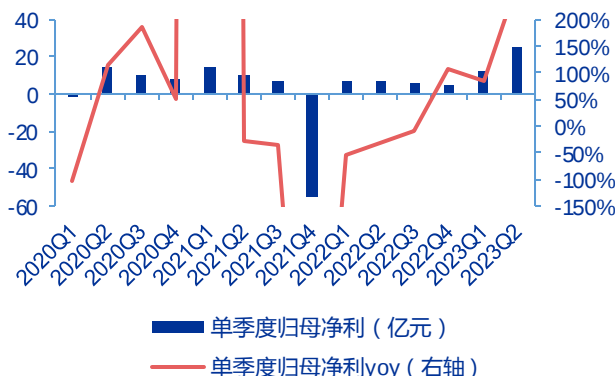


图 37：货车板块净利润及同比增速（单位：亿元，%）



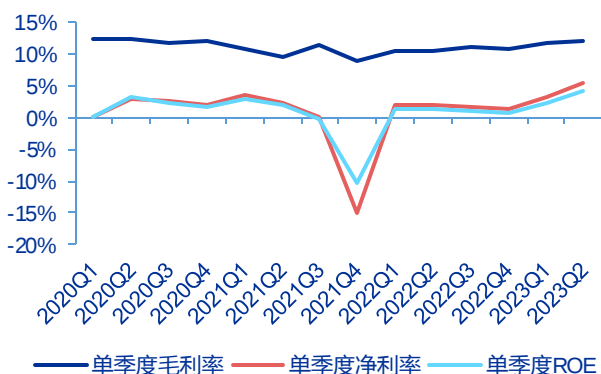
资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

2023Q2 毛利率、费用率有所改善，货车板块盈利能力提升明显。2023Q2 货车板块毛利率、净利率、ROE 分别为 12.12%/5.37%/4.14%，同比 +1.49%/+3.27%/+2.88%，环比+0.44%/+2.13%/+1.96%。费用率方面，销售、

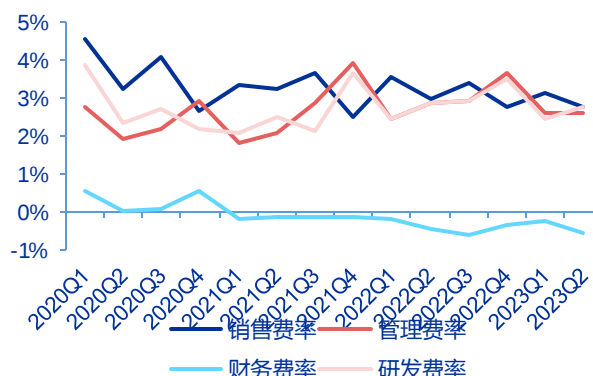
管理、财务、研发费用率分别为 2.75%、2.63%、-0.53%、2.78%，销售、财务费用显著下降，拉动综合费用率下降至 7.63%，同环比-0.63pct/-0.35pct。

图 38：货车板块盈利能力情况（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

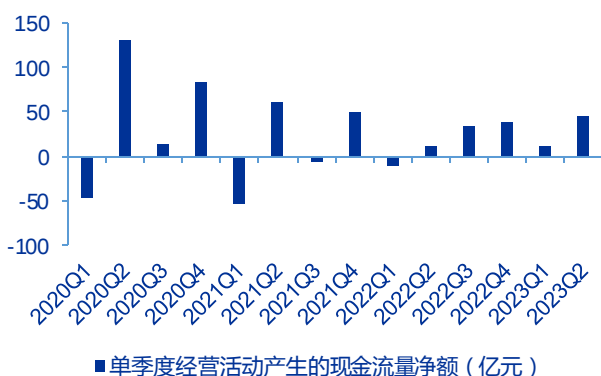
图 39：货车板块费用率情况（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

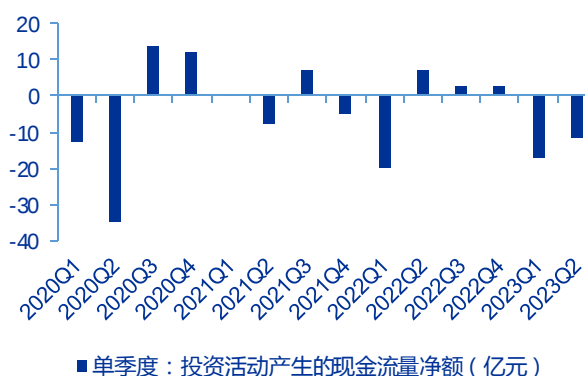
2023Q2 货车板块经营性现金流净流入 45.8 亿元，投资性现金流净流出 11.9 亿元，现金流逐步改善。2023Q2 货车板块经营性现金流净流入 45.8 亿元，净额同/环比分别变动+34.5 亿元/+34.0 亿元，现金回流速度加快，投资性现金流净流出 11.9 亿元，同比 22 年同期多流出 19.0 亿元。

图 40：货车板块经营性现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 41：货车板块投资性现金流情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 投资分析意见

整车方面，从半年报情况看行业整体在价格战影响下盈利空间受到挤压，在此背景下，短期建议首先关注各家主机厂销量边际变化；而长期来看，**全球化与智能化将成为行业竞争的下半场**，其中全球化将从地域上打开收入成长的天花板，而智能化则将从业务模型上打开传统制造业盈利的天花板。推荐**吉利、比亚迪**，关注**小鹏、理想、长安**。

零部件方面，关注强 α 公司的逆势成长能力。后续零部件公司 α 主要来源于三条主线：
①**舒适性及智能化等高感知价值的普及**。购置税减免政策延续，主机厂更倾向于提升高感知价值的配置来打造自身产品竞争力，如空悬、座椅、内饰皮料、智能驾驶等，推荐**保隆科技、继峰股份、科博达、德赛西威（TMT 覆盖）**，关注**明新旭腾、松原股份**等。
②**特斯**

拉、华为等产业链配套机会。目前特斯拉和华为在智能化方面已经具有较为明显优势，因此他们的供应链也将具有超越行业成长的 α 属性，推荐**爱柯迪、保隆科技、新泉股份、星宇股份**，关注**瑞鹄模具、川环科技、明新旭腾、岱美股份、嵘泰股份**等。③**机器人产业的能力外溢。**机器人产业链将会是一场全新的革命，而汽配企业可以凭借结构件、关节件、轻量化、智能化等领域的丰富底层研发、制造能力赋能客户，推荐**双环传动、精锻科技、三花智控（家电覆盖）**，建议关注**拓普集团、贝斯特**等。

4 . 风险提示

部分环节供应链安全风险：过去疫情所造成的影响已经大幅缓解，但是部分供应链环节仍然较为脆弱。

终端需求复苏不及预期：若乘用车终端需求持续低迷，可能导致价格战进一步演绎，进而压制整个产业链盈利空间。

原材料涨价超预期：原材料价格波动将直接关系到制造业的盈利水平。当前行业原材料整体处于低位，但若后续大幅涨价，将对行业盈利能力造成明显边际影响。

表 4：汽车行业重点公司估值表

		2023/9/13			PB	归母净利润（亿元）			归母净利润增速			PE		
	证券代码	证券简称	收盘价 （元）	总市值 （亿元）	LF	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
整 车	600104.SH	上汽集团*	14.88	1738	0.6	161.2	142.6	177.7	-34%	-12%	25%	11	12	10
	000625.SZ	长安汽车	13.21	1310	2.0	78.0	92.4	90.8	120%	19%	-2%	17	14	14
	002594.SZ	比亚迪*	251.55	7323	6.2	166.2	249.6	298.1	446%	50%	19%	44	29	25
	601633.SH	长城汽车*	27.27	2317	3.8	82.7	51.2	67.8	23%	-38%	32%	28	45	34
	601238.SH	广汽集团	10.24	1074	0.9	78.0	82.8	96.6	120%	6%	17%	14	13	11
	0175.HK	吉利汽车*	8.91	897	1.2	46.5	40.5	68.6	6%	-13%	69%	19	22	13
	9866.HK	蔚来-SW	73.90	1245	8.6	-145.6	-171.7	-107.7	-38%	-18%	37%	-	-	-
	9868.HK	小鹏汽车-SW	65.22	1158	3.6	-91.4	-88.9	-51.5	-88%	3%	42%	-	-	-
零 部 件	600741.SH	华域汽车	18.93	597	1.2	72.0	75.4	84.8	11%	5%	13%	8	8	7
	002126.SZ	银轮股份*	18.07	145	3.0	3.8	6.0	8.1	74%	57%	34%	38	24	18
	601799.SH	星宇股份	150.98	431	5.1	9.4	12.1	16.1	-1%	29%	33%	46	36	27
	600660.SH	福耀玻璃*	38.41	1002	3.5	47.6	56.2	57.2	51%	18%	2%	21	18	18
	603179.SH	新泉股份	49.93	243	5.6	4.7	7.8	10.8	66%	66%	38%	52	31	23
	603786.SH	科博达*	76.00	307	7.2	4.5	6.1	8.2	16%	35%	34%	68	50	38
	002906.SZ	华阳集团*	30.81	161	2.8	3.8	4.7	7.0	27%	24%	50%	42	34	23
	300681.SZ	英搏尔*	17.52	44	2.6	0.2	0.1	1.1	-48%	-69%	1284%	180	579	42
	688162.SH	巨一科技*	34.92	48	1.9	1.5	2.5	3.8	14%	68%	52%	32	19	13
	300745.SZ	欣锐科技	36.00	59	1.5	-0.3	1.9	3.0	-210%	762%	64%	-	32	20
	002920.SZ	德赛西威*	142.25	790	11.5	11.8	16.1	22.1	42%	36%	38%	67	49	36
	600933.SH	爱柯迪*	24.22	217	3.8	6.5	7.9	10.5	109%	21%	33%	33	28	21
	300258.SZ	精锻科技*	13.93	67	2.0	2.5	2.5	3.1	44%	3%	20%	27	26	22
	603997.SH	继峰股份*	14.22	164	4.3	-14.2	2.5	6.8	-	-	168%	-	65	24
	601689.SH	拓普集团	73.80	813	6.7	17.0	23.7	32.6	67%	39%	38%	48	34	25
	603305.SH	旭升集团	22.69	212	3.6	7.0	9.1	12.2	70%	30%	35%	30	23	17
	688326.SH	经纬恒润	145.00	174	3.4	2.3	2.6	3.8	23%	12%	46%	74	66	45
	603197.SH	保隆科技*	58.72	123	4.7	1.7	3.9	5.2	-11%	130%	33%	72	31	24
	600699.SH	均胜电子	18.49	260	2.0	3.9	9.2	12.7	111%	134%	38%	66	28	20
	002472.SZ	双环传动*	32.68	279	3.8	5.8	8.2	10.6	78%	40%	30%	48	34	26
605088.SH	冠盛股份	21.47	36	2.0	2.4	2.9	3.7	103%	23%	28%	15	12	10	

资料来源：iFind，申万宏源研究

注：吉利汽车、蔚来-SW、小鹏汽车-SW 以 0.9186 元/港币折算收盘价与市值；*为申万预测，其余为 iFind 一致预期

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华东 B 组	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。