



# 汽车行业 2025 年投资展望：混动化趋势持续，智能化有望加速落地

2024 年 12 月 20 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
研究助理	曹泽宇 电话：17512502830 邮箱：caozy-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480124040003

## 投资摘要：

**以旧换新政策助力需求，混动趋势持续。**2024 年 4 月、7 月我国相继出台以旧换新政策及升级版，针对 2024 年 4 月 24 日-2024 年 12 月 31 日通过报废旧车换购新能源汽车或 2.0L 以下燃油车给予不同额度的补贴。该政策的出台有效提升了国内汽车需求，2024 年 1-11 月汽车累计销量 2794 万辆，同比增长 3.7%。扣除出口，国内 1-11 月销量 2259 万辆，同比增长 0.3%，尤其是国庆旺季以来单月销量同比增长显著回升。我们认为，结合 12 月中央经济工作会议精神，2025 年汽车市场有望维持稳定。新能源汽车渗透率持续提升，2024.1-11 月新能源乘用车渗透率提升至 43.8%，较 2023 年提升 9.4pct。混动车型占比持续提升，增速明显快于纯电动汽车。2024.1-11 月混动车型批发销量 449.3 万辆，同比增速为 89.3%，占比提升至 42.2%。而纯电车型批发销量 615.6 万辆，同比增速 14.3%，占比 57.8%。混动车型当前在成本、综合续航里程、补能方式等较纯电车型具有优势，容易让更广大范围的消费者接受，我们更看好混动（插电混动和增程）的发展前景。

**智能化有望加速落地：**智能化是汽车电动化的下半场，智能驾驶能力将决定车企未来的市场竞争力。随着具备智能能力汽车保有量的提升带来的数据资源的提升，算力、大模型等 AI 技术的迭代升级，智能驾驶有望从量变到质变，推动高阶自动驾驶加速落地。头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。我们重点梳理了国内外头部公司特斯拉、华为在该领域的布局，以围绕头部智驾企业寻找投资机会。

**零部件行业盈利能力稳步回升，关注细分行业格局向好、公司治理能力较强的公司。**以中信证券行业分类-汽车零部件板块为总样本，分析上市汽车零部件近年来经营质量。上市零部件公司总资产规模持续增长，但增速放缓；资产负债率维持在高位，资本开支规模较大，但增速已经明显收窄；上市零部件企业盈利能力持续回升，2024 前三季度毛利率为 17.9%，去年同期为 17.6%。2024 前三季度净利率为 5.8%，持续回升；我们认为，零部件企业盈利能力的不断回升是多数上市企业不断提升运营效率，控制成本费用的效果体现。汽车零部件企业作为夹在整车企业与上游大宗原材料（塑料、橡胶、金属材料等）之间制造业企业，既依赖于下游整车企业的车型销量，又不具备对上游大宗原材料议价能力。所在细分行业的格局和公司治理能力是决定零部件企业行稳致远的核心，是零部件企业获取超额收益的关键。

**投资策略：**年初至 2024 年 12 月 17 日，上证指数、沪深 300 和创业板指数分别上涨 13.0%、14.3%和 16.4%。汽车行业中，乘用车指数涨幅 38.2%，零部件指数上涨 8.1%。乘用车整车指数涨幅好于零部件。从估值指标看，汽车零部件 PE（TTM）中位数为 27.3 倍，PB 中位数为 2.5 倍。乘用车整车 PE（TTM）中位数为 31 倍，PB 中位数 2.6 倍。

**整车板块，关注智能化：**汽车智能化进入加速发展期，头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。华为凭借在 ICT 领域技术积累，业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界。其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。受益标的如华为智选车模式下的赛力斯（601127）、江淮汽车（600418）、北汽蓝谷（600733），及 HI 模式下的长安汽车（000625）。

**零部件板块，自下而上的策略：**我们重点研究的细分行业包括但不限于以下领域：1) 汽车橡塑管路：我们看好川环科技（300547）和溯联股份（301397）。川环科技在管路类型多样、橡胶配方、工艺创新和成本费用控制等领域具备优势；溯联股份则在尼龙管路核心零部件快速接头等上处于国内领先地位。2) 内燃机产业链：国内混动趋势明显，内燃机将以混动形式长期存在。我们更看好国内涡轮增压壳体企业科华控股（603161）、气门传动组核心供应商新坐标（603040）、国内气缸套龙头公司中原内配（002448）等。3) 铝压铸行业：该行业经历了激烈的行业竞争，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。

**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		
川环科技	0.75	0.96	1.21	1.54	24.58	19.13	15.15	11.89	3.33	推荐
湖联股份	1.26	1.42	1.75	2.05	22.07	19.56	15.89	13.53	1.62	推荐
科华控股	0.64	0.78	0.91	1.06	16.98	13.79	11.84	10.16	1.38	推荐
新坐标	1.35	1.53	1.75	1.99	17.36	15.28	13.41	11.77	2.3	推荐
中原内配	0.53	0.61	0.71	0.82	12.14	10.44	8.97	7.78	1.06	推荐
爱柯迪	0.93	1.17	1.45	1.83	19.50	15.54	12.56	9.95	2.14	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，智能化有望加速落地.....	5
1.1 混动化趋势持续 .....	5
1.1.1 政策拉动行业需求，自主品牌份额持续提升 .....	5
1.1.2 混动车型销量占比持续提升 .....	7
1.2 智能化进程有望加速落地 .....	9
2. 汽车零部件行业：盈利能力持续回升，持续关注行业格局与公司治理能力.....	12
2.1 2015-2024Q3 汽车零部件行业经营情况 .....	12
2.2 持续关注细分行业格局与公司治理能力 .....	15
3. 投资策略.....	17
4. 风险提示 .....	19
相关报告汇总 .....	20

## 插图目录

图 1： 国内汽车销量及增速 单位：万辆 .....	5
图 2： 扣除出口后 2024 年 1 月-11 月汽车销量月度同比 .....	5
图 3： 新能源乘用车渗透率历年数据 .....	6
图 4： 新能源乘用车月度渗透率 .....	6
图 5： 新能源乘用车历年销量及同比增速（%） 单位：辆 .....	6
图 6： 自主品牌份额不断提升 .....	7
图 7： 乘用车历年价格结构 .....	7
图 8： 自主、主流合资及豪华品牌新能源渗透率对比 .....	7
图 9： 新能源乘用车结构占比 .....	8
图 10： 混动与纯电车型销量及同比增速（%） 单位：辆 .....	8
图 11： 纯电动汽车的销量结构 .....	8
图 12： 插电式混合动力汽车的销量结构 .....	8
图 13： 增程式汽车的销量结构 .....	9
图 14： FSD 和 V12 累计行驶里程 单位：十亿英里 .....	10
图 15： 特斯拉 AI 算力走势 .....	10
图 16： 华为乾崮智驾系统-ADS3.0 .....	11
图 17： 乾崮智驾 ADS3.0-融合多类型传感器 .....	11
图 18： 鸿蒙智行月度销量及均价 单位：万辆、万元 .....	12
图 19： 汽车零部件行业总资产规模与同比增速（%） 单位：万元 .....	13
图 20： 2015-2024 年 Q3 汽车零部件企业负债率 .....	13
图 21： 2015-2024Q3 年零部件企业资本开支及同比增速（%） 单位：万元 .....	13
图 22： 汽车零部件行业营收及同比增速（%） 单位：万元 .....	14
图 23： 汽车零部件毛利率、净利率与扣非归母净利率 .....	14
图 24： 汽车零部件企业期间费用率 .....	14

图 25: 主要资产周转率变化 .....	15
图 26: 汽车零部件行业的 ROE .....	15
图 27: 胶管生产工艺流程.....	16
图 28: 溯联股份尼龙管材生产工艺流程 .....	16
图 29: 主要管路公司综合毛利率 单位: %.....	17
图 30: 主要管路公司扣非销售净利率 单位: % .....	17
图 31: 主要管路公司期间费用率 单位: %.....	17
图 32: 主要管路公司加权 ROE 单位: %.....	17
图 33: 中信汽车零部件行业 PE (TTM, 中位数) .....	18
图 34: 中信汽车零部件行业 PB (中位数) .....	18
图 35: A 股主要指数年初涨跌幅 (%) .....	18
图 36: 中信汽车-乘用车 III 指数 PE (TTM) .....	18
图 37: 中信汽车-乘用车 III 指数 PB.....	18

## 1. 混动化趋势持续，智能化有望加速落地

### 1.1 混动化趋势持续

#### 1.1.1 政策拉动行业需求，自主品牌份额持续提升

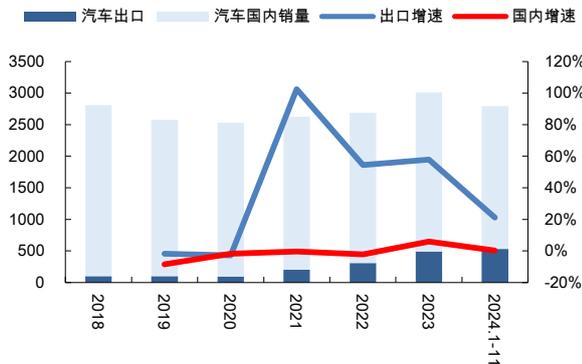
以旧换新政策加码，拉动行业需求。2024年是“消费促进年”，国家大力推动家电、汽车等消费品的以旧换新。4月24日，商务部等7部门发布《汽车以旧换新补贴实施细则》，细则提到自本细则印发之日起至2024年12月31日期间，明确符合条件的报废并新购置新能源车/燃油车分别补贴10000元/7000元。

7月24日，国家发改委、财政部印发《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。

12月的中央经济工作会议中，对做好明年“两新”“两重”工作提出了明确要求。其中“两新”则指的是推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。政府要在总结和延续今年好的经验做法基础上，进一步扩大超长期特别国债发行规模，加大政策支持力度。“两新”方面，明年支持“两新”的超长期特别国债资金将比今年大幅增加；研究将更多市场需求广、更新换代潜力大的产品和领域纳入政策支持范围；进一步优化政策实施机制，加强跟踪问效，提高资金使用效益。我们预计，明年“汽车以旧换新政策”有望延续，进一步促进国内汽车市场消费，稳定国内汽车销量。

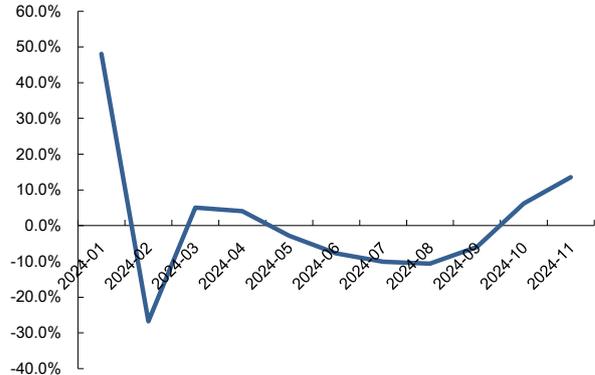
在以旧换新政策助力下，下半年消费者的观望情绪缓解，国庆旺季后国内市场汽车月度销量同比增速回正，11月单月同比增速为13.6%。2024年1-11月汽车累计销量2794万辆，同比增长3.7%，扣除出口，国内销量1-11月销量2259万辆，同比增长0.3%。我们认为，结合12月中央经济工作会议精神，2025年汽车市场有望维持稳定。

图1：国内汽车销量及增速 单位：万辆



资料来源：中汽协，同花顺，东兴证券研究所

图2：扣除出口后2024年1月-11月汽车销量月度同比

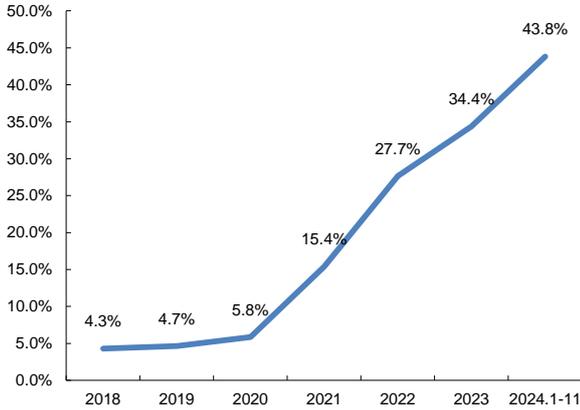


资料来源：中汽协，同花顺，东兴证券研究所

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，2024.1-11月新能源乘用车渗透率提升至43.8%，较2023年提升9.4pct。2024年10月单月渗透率提升至49.8%，创历史

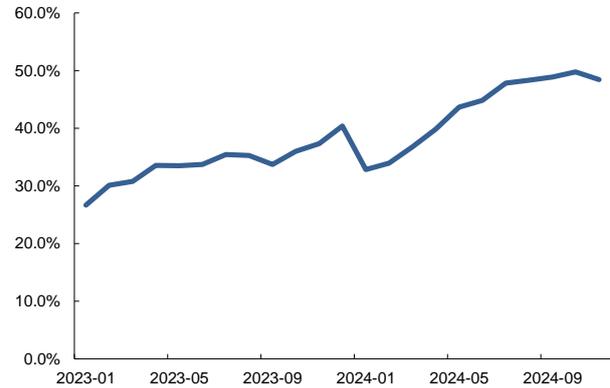
新高。据乘联会发布的新能源乘用车批发数据，2024年1-11月，新能源乘用车累计销售1065万辆，2023年同期销量为775.9万辆，同比增长37.3%，在基数扩大的情况下依旧保持快速增长。

图3：新能源乘用车渗透率历年数据



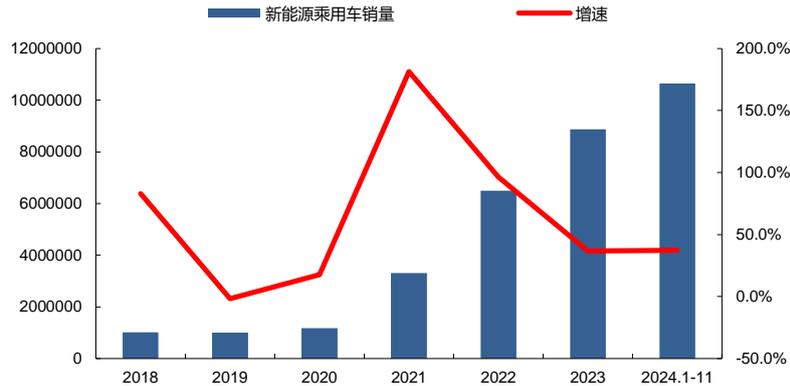
资料来源：同花顺，乘联会，东兴证券研究所 注：分母为广义乘用车批发

图4：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

图5：新能源乘用车历年销量及同比增速 (%) 单位：辆

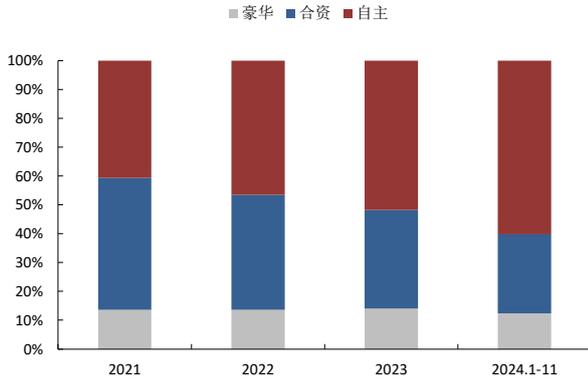


资料来源：同花顺，乘联会，东兴证券研究所

**自主品牌份额持续提升。**2024年1-11月，自主乘用车零售销量1219万辆，同比+38%，占乘用车零售总销量的60.17%，主流合资乘用车零售销量及豪华乘用车零售销量同比分别-7%、2%。

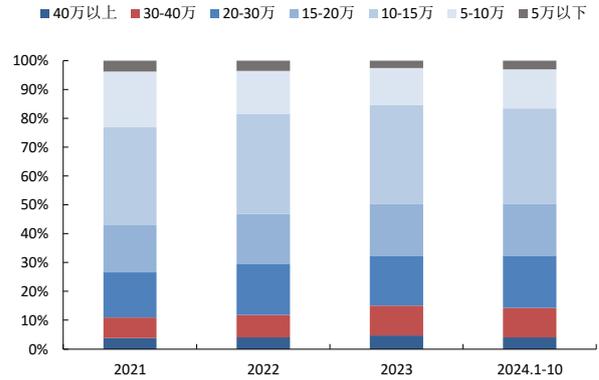
自主品牌的崛起来自于自主车企在新能源汽车上的积极转型。2018年以来，自主品牌新能源汽车渗透率提升明显快于合资和豪华品牌。据乘联会数据，2024年1-11月，自主品牌新能源渗透率达到69.7%，主流合资与豪华品牌仅为6.9%和28.2%。新能源化同时也带来了单车价格的提升，15万以上车型市场份额持续上升。20-30万车型2021年国内零售占比15.6%，2024年1-10月提升至18.1%。30-40万车型零售占比2021年为7.1%，2024年1-10月为10.3%。

图6：自主品牌份额不断提升



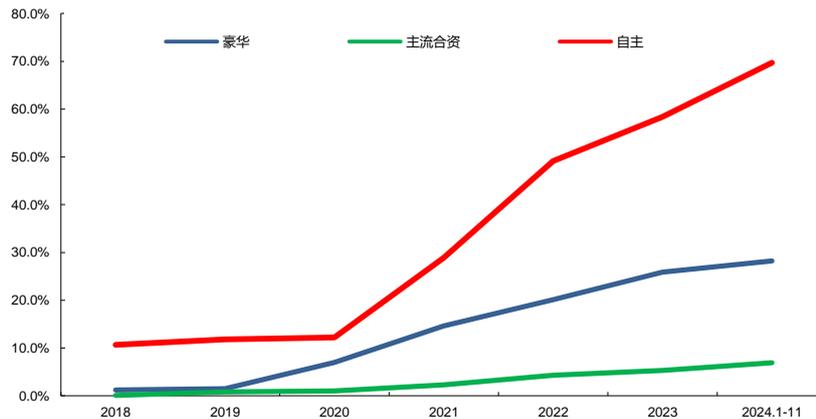
资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图7：乘用车历年价格结构



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图8：自主、主流合资及豪华品牌新能源渗透率对比

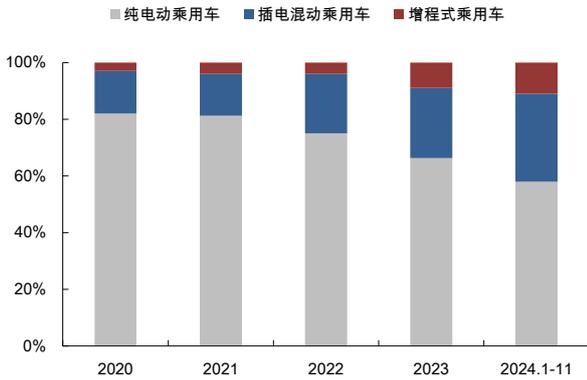


资料来源：乘联会，东兴证券研究所

### 1.1.2 混动车型销量占比持续提升

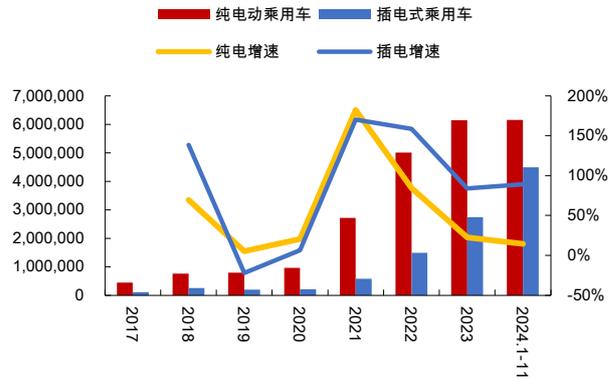
**混动车型占比持续提升。**自 2021 年以来，受益于比亚迪、问界、理想等车企混动车型销量的快速增长，混动车型（含增程，下同）占比逐年提升，销量增速大幅超过纯电车型。2024.1-11 月混动车型批发销量 449.3 万辆，同比增速为 89.3%，占比提升至 42.2%。纯电车型批发销量 615.6 万辆，同比增速 14.3%，占比 57.8%。

图9：新能源乘用车结构占比



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图10：混动与纯电车型销量及同比增速 (%) 单位：辆

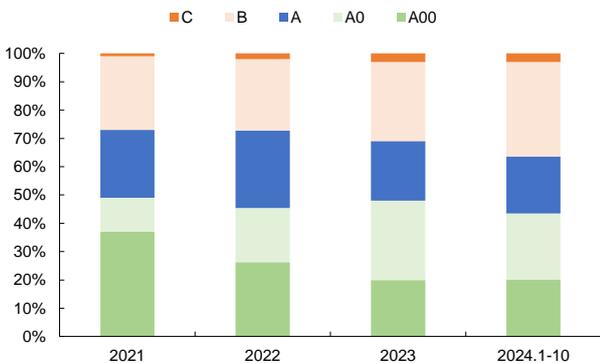


资料来源：乘联会，同花顺，东兴证券研究所

**A+B 级主流汽车电动化将更多采用混动方案：**混动和纯电车型的级别结构上存在较大差异，不同的动力形式适合不同级别车型，共同实现汽车的电动化。

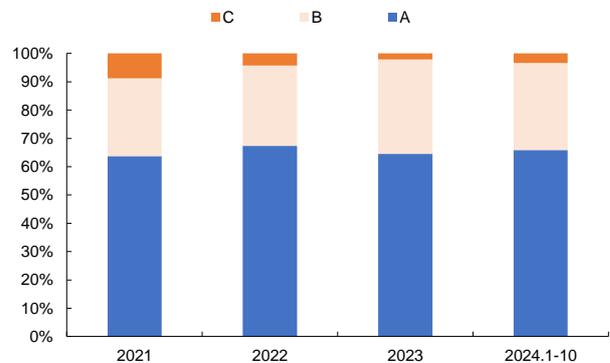
- **纯电动乘用车中 A0 及以下小型车仍然占比接近 50%：**2021 年以来，纯电动乘用车 A0 级及以下零售合计接近 5 成。其中 B 级纯电动占比持续提升，2024.1-10 月，B 级纯电动乘用车占比从 2021 年的 26% 提升至 33%。
- **插电式混合动力乘用车中，则以 A 级车为主：**2024.1-10 月，插电式混合动力乘用车中，A 级车占比最大，为 58%；B 级车占 27%，C 级车占 3%。整体上插混车型的销量结构变化不大。
- **增程式乘用车，以 B 级车为主：**2021 年，增程式乘用车以 B 级车为主。随着更多级别车型采用增程模式，A、C 级车的占比逐渐提升，但目前仍以 B 级车为主。2024 年 1-10 月，A 级增程式乘用车占比为 10%，C 级车占比为 23%，B 级为 68%。

图11：纯电动汽车的销量结构



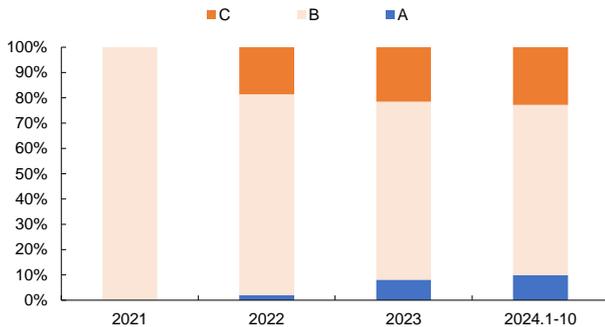
资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图12：插电式混合动力汽车的销量结构



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。近年来，随着比亚迪 DMi 系列的推出打开市场认知，以理想、问界为代表的车企通过增程式混动介入到该细分市场，共同提升了混动市场规模。混动车型当前在成本、综合续航里程、补能方式等较纯电车型具有优势，更容易让更广大范围的消费者接受，我们更看好混动（插电混动和增程）的发展前景。

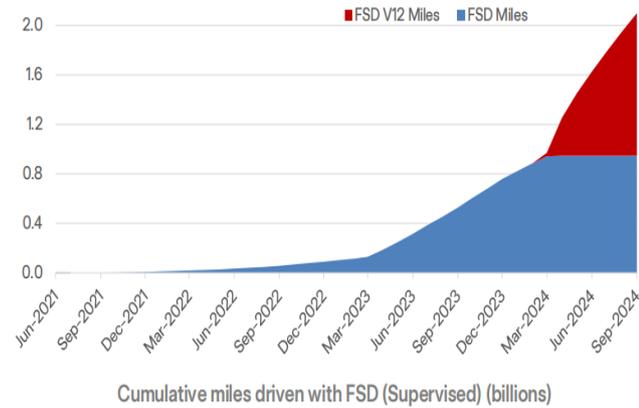
## 1.2 智能化进程有望加速落地

智能化是电动化的下半场，智能驾驶的能力将决定车企未来的市场竞争力。随着具备智能能力车型保有量的提升带来的数据资源提升，算力、大模型等 AI 技术的迭代升级，智能驾驶有望从量变到质变，高阶自动驾驶加速落地。头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。我们重点梳理了国内外头部公司特斯拉、华为在该领域的布局，以围绕头部智驾企业寻找投资机会。

**特斯拉智能驾驶的进展：**FSD (Full Self-Driving) 系统不断迭代更新，当前最新版本为 12 月 16 日发布的 V13.2.1，特斯拉在此版本上增加了各种新功能，包括 FSD 的驻车启动、倒车和目的地停车功能。目前 FSD 系统仅在美国和加拿大可用，特斯拉人工智能团队于社交平台发布消息称，预计在 2025 年第一季度于中国和欧洲推出 FSD 系统，不过仍需等待监管批准。

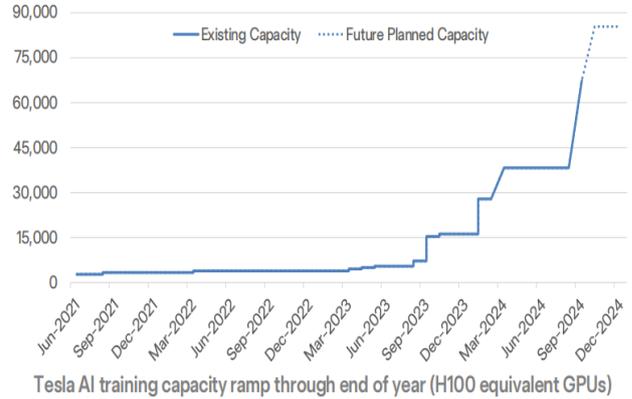
在特斯拉官方的 2024 年 Q3 报告中，特斯拉宣布其 FSD 技术助力下的汽车已经行驶了超过 20 亿英里，相当于 32.19 亿公里。基于“端到端”的 FSD 版本 V12 助力下的汽车已经行驶了超过 10 亿英里，相当于 16.09 亿公里。到 2024 年底，特斯拉训练 FSD 的 AI 训练能力也将大幅提高，公司计划将算力提升到约 90,000 个 H100 型号 GPU 所提供的等效算力。

图14：FSD 和 V12 累计行驶里程 单位：十亿英里



资料来源：特斯拉官网，东兴证券研究所

图15：特斯拉 AI 算力走势



资料来源：特斯拉官网，东兴证券研究所

受益于数据量、算力方面的领先，特斯拉 FSD 带来了优秀的表现。第三季度，根据特斯拉官方记录。在驾驶中使用 Autopilot 自动辅助驾驶功能的，平均每 708 万英里（约合 1139 万公里）行驶里程发生一起碰撞事故。驾驶中未使用 Autopilot 自动辅助驾驶功能的，平均每 129 万英里（约合 208 万公里）行驶里程发生一起碰撞事故。相比之下，据美国国家公路交通安全管理局（NHTSA）和联邦公路管理局（FHWA）公布的自 2022 年以来的数据显示，美国境内大约每 67 万英里（约合 108 万公里）行驶里程即发生一起车辆碰撞事故。

特斯拉 FSD 系统是一个持续进化、不断升级的智能驾驶系统。其在传感器、软件算法、算力硬件等领域不断升级、创新。我们在 2024 年 9 月 30 日发布《智能驾驶行业深度报告系列之一：汽车行业-特斯拉 FSD 进化之路》报告中详细梳理了特斯拉在主要环节上的发展历程。软件算法领域通过引入复杂神经网络模型实现感知、规划控制领域的端到端。特斯拉通过加大投入 dojo 超算中心提升数据训练效率，并构建了数据引擎的数据闭环。我们认为，随着该系统的不断进化，L3 级以上自动驾驶的落地指日可待，特斯拉当前的纯视觉方案，借助其大规模的推广应用有望成为一个可靠的经济型方案。

**华为在智能驾驶领域的布局：**华为创立于 1987 年，是全球领先的 ICT（信息与通信）基础设施和智能终端提供商。2019 年 5 月，华为成立了智能汽车解决方案 BU，将自身在 ICT 领域 30 年的技术积累及优势拓展至智能汽车产业。华为作为全球唯一拥有芯、硬、软、云等智能化核心技术的公司，致力于成为智能网联汽车增量部件供应商，帮助车企造好车。

大压强式投入，逐渐进入收获季。据华为 2023 年报，自智能汽车解决方案 BU 成立以来，华为在该领域累计研发投入超过 300 亿人民币，研发团队规模达到 7,000 人。2022 智能汽车类产品开始规模交付，2022 年该业务实现营收 20.77 亿元，2023 年营收为 47.37 亿元，增长 128.1%。

目前华为主要采用两种模式推广其智能驾驶技术，鸿蒙智行（智选车模式）和 HI 模式。其中智选车模式目前主要跟国内赛力斯、北汽蓝谷、奇瑞和江淮汽车分别合作推出问界、享界、智界和尊界品牌汽车。

HI 模式为华为全栈智能汽车解决方案（全栈方案）品牌，可授予使用全栈方案的车型使用。全栈方案包含智能驾驶、智能座舱、智能车载光、智能车控和智能车云等，涉及到激光雷达、车载智慧屏、车载音响、AR-HUD、车灯模组、光场屏、车身协同控制系统等智能化部件与服务。

**华为智能驾驶系统-乾崮智驾：**华为乾崮智驾系统，融合了激光雷达、摄像头、毫米波雷达等多传感器，搭载高性能计算平台和全栈自研拟人化算法，目前已经推出 ADS3.0 版本。乾崮 ADS 3.0 在融合感知 BEV（Bird Eye View 鸟瞰图）网络的基础上，全新升级 GOD（General Obstacle Detection 通用障碍物检测）网络。更强大的识别和处理能力，让异形障碍物识别率达到 99.9%，不仅能够精准识别人、车等白名单障碍物，还能识别成排锥桶、静止水马、土堆杂物、大石碎石等异形障碍物。在传感器上，ADS3.0 融合多类型传感器，采用 192 线激光雷达、高精度 4D 毫米波雷达和 8MP/2.5MP 高清摄像头等，提高对目标的检出率、准确性和鲁棒性，实现全场景、全工况和全天候的看护。

**图16：华为乾崮智驾系统-ADS3.0**


资料来源：华为官网，东兴证券研究所

**图17：乾崮智驾 ADS3.0-融合多类型传感器**


资料来源：华为官网，东兴证券研究所

**华为智能座舱-鸿蒙座舱：**华为鸿蒙座舱包括 HarmonyOS 车机操作系统、乾崮音响、乾崮车载智慧屏、高性能车机以及丰富鸿蒙座舱生态。华为凭借其在 ICT、消费电子领域多年积累，将手机生态与汽车座舱融合协同的无缝互联体验带给消费者，其鸿蒙座舱产品一经推出就取得了较好的市场口碑。2023 年升级了 HarmonyOS 4.0，不断为用户带来升级体验。

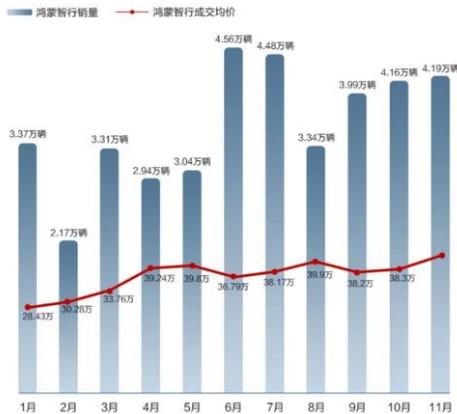
**乾崮车载光：**华为利用其在光领域的 30 年深厚技术积累，将激光光源、光学系统、显示算法等关键技术应用于汽车，打造智能车载光解决方案，提供 AR-HUD、智能车灯模组、光场屏三款产品。

**乾崮车控：**该部分包括乾崮 iDVP，其分层解耦+SOA 服务化架构，通过提供南北向标准化 API 接口，实现多车型软件复用和快速迭代开发。XMOTION 是基于 iDVP 平台的车控原生应用，通过对整车 XYZ 方向运动的协同控制，实现安全、舒适、节能的驾乘体验。乾崮热管理系统（TMS），降低能耗，为座舱提供舒适的体验。

**乾崮车云服务：**为汽车打造了智能、安全、可靠的云端服务，包括车联网连接服务（TSP 云服务）、车辆故障预警与远程诊断（VHR 云服务）、数字钥匙、OTA 云服务、车联网安全服务和丰富的应用服务。

随着装配华为智驾系统车型保有量的增加，智驾里程不断累积将提升其智驾系统能力。据鸿蒙智行公众号，截止到 2024 年 11 月 30 日，鸿蒙智行智驾总里程突破 10 亿公里，智能泊车辅助使用 7003 万次，环比增加 20%。2024 年 11 月，鸿蒙智行旗下各界合计销售 4.19 万辆，2024 年 1-11 月累计交付 39.55 万辆。

图18：鸿蒙智行月度销量及均价 单位：万辆、万元



资料来源：鸿蒙智行公众号，东兴证券研究所

华为凭借其在 ICT 领域技术积累，以 ICT 基础设施业务为根本，不断延伸至联结业务、计算业务等，致力于构建万物互联的智能世界。华为在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力，已经形成了基于鸿蒙和麒麟的端侧生态、基于欧拉和鲲鹏的通用算力生态、基于 CANN 和昇腾的 AI 算力生态，以及华为云作为统一入口的开发者生态。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，如源于通信技术的雷达、新型电子电器架构、大算力自动驾驶平台、智能座舱的人机交互、智能通讯模组等。我们认为，华为公司在 ICT 领域丰富技术积累，在全联结、算力领域的拓展，以及公司较高的运营效率、大压强式的研发投入（2023 年研发费用率为 23.4%）都将成为其在智能驾驶领域的核心竞争力，有望助力国内车企在智驾领域更快的发展。

## 2. 汽车零部件行业：盈利能力持续回升，持续关注行业格局与公司治理能力

我们延续 2024 年中期策略报告对零部件行业的分析，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。

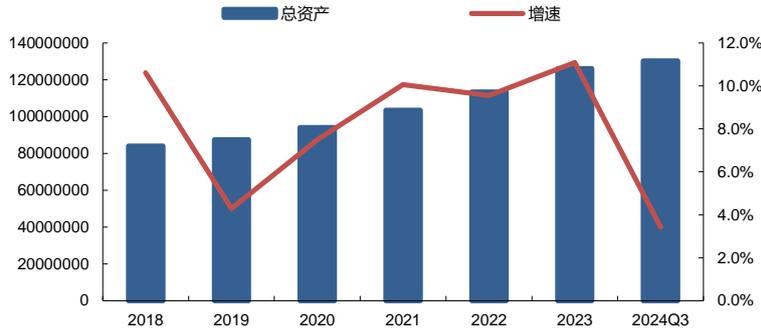
### 2.1 2015-2024Q3 汽车零部件行业经营情况

随着新能源汽车的快速增长、疫情后行业的复苏以及我国自主车企销量的崛起，我国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：

- **总资产规模持续增长，但增速放缓：**2021-2023 年维持约 10% 的增长，2024Q3 零部件行业总资产规模较 2023 年底增长 3.4%，增长速度放缓。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19：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

- **资产负债率维持在高位，资本开支规模较大，但增速不断放缓：**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，2022-2024Q3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。2024年前三季度，资本开支规模为472.4亿元，同比下降10.0%。

图20：2015-2024年Q3汽车零部件企业负债率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

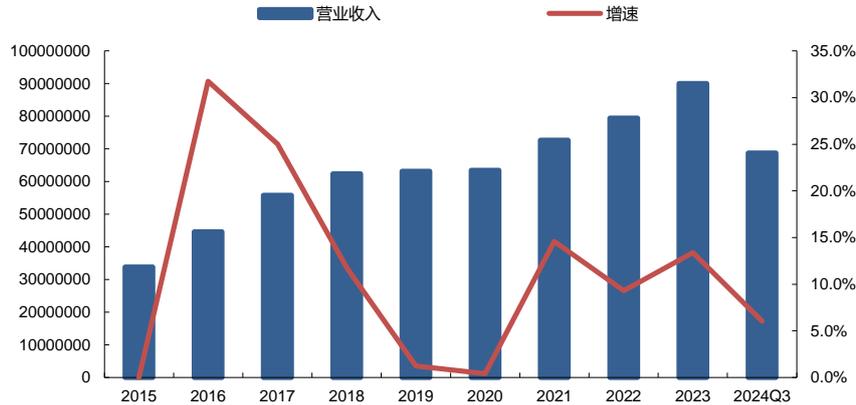
图21：2015-2024Q3年零部件企业资本开支及同比增速（%） 单位：万元



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

- **上市零部件企业营收端持续维持增长：**受益行业复苏，新能源汽车行业高增长以及自主车企市场份额的提升，2021-2023年，零部件板块营收增速分别为14.5%、9.2%、13.4%，维持约两位数增长。2024年前三季度营收增速为6.1%，增速有所放缓。

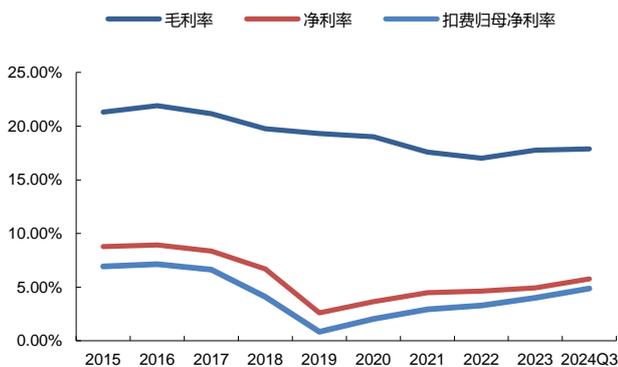
图22：汽车零部件行业营收及同比增速（%） 单位：万元



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

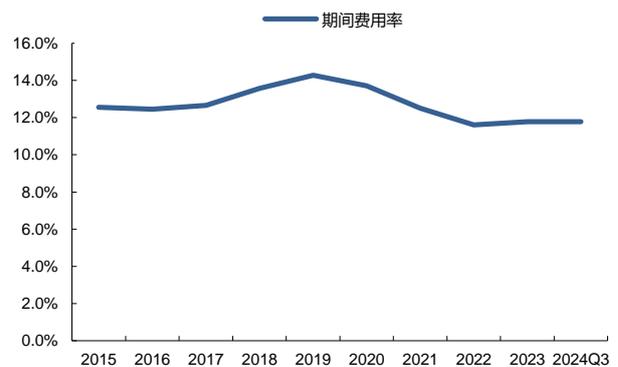
- 上市零部件企业盈利能力持续回升：2024 前三季度毛利率持续回升，毛利率为 17.9%，去年同期为 17.6%。净利率于 2019 年触底回升，2024 前三季度净利率为 5.8%，持续回升。但该数值仍低于 2015-2017 年零部件企业 8% 以上的净利率。除了毛利率逐步好转外，期间费用率稳中有降。2024 前三季度，零部件企业期间费用率为 11.8%，与 2023 年持平。我们认为，零部件企业盈利能力的不断回升是多数上市企业不断提升运营效率，控制成本费用的效果体现。

图23：汽车零部件毛利率、净利率与扣非归母净利润率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

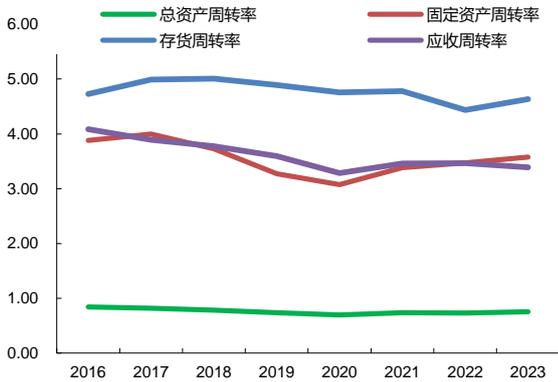
图24：汽车零部件企业期间费用率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

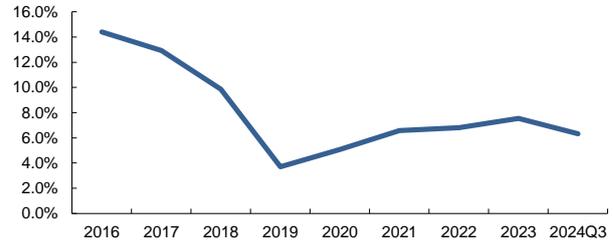
- 周转率指标：零部件企业近年来总资产周转率略为下降，我们认为，虽然营收持续增长，但总资产规模也在提升。企业主要资产的周转率仍处于低位。
- ROE 自 2019 年底逐步回升至 2023 年的 7.5%，净利润率下行成为最大拖累项。

图25：主要资产周转率变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图26：汽车零部件行业的 ROE



资料来源：同花顺，东兴证券研究所 注：2024Q3 的 ROE 仅三季度净利润数据，故较低

## 2.2 持续关注细分行业格局与公司治理能力

汽车零部件企业作为夹在整车企业与上游大宗原材料（塑料、橡胶、金属材料等）之间制造业企业，既依赖于下游整车企业的车型销量，又不具备对上游大宗原材料议价能力。且多数零部件需要企业先进行产能投入，包括厂房、设备及研发投入。因此规模效应、自身经营效率的提升成为汽车零部件公司立足的核心。正如我们在 2024 年中期策略报告所述，我们仍然认为，所在细分行业的格局和公司治理能力是决定零部件企业行稳致远的核心，是零部件企业获取超额收益的关键。

经历新能源汽车行业的高速增长，汽车零部件企业普遍通过增大资本开支扩大产能，尤其是新能源汽车带来新增部件领域，新进入者增多，竞争加剧。随着新能源汽车行业增速放缓。因此，我们更关注不断提升现有资产运营效率、控制成本，同时又要能不断获取订单实现规模效应的企业。我们以汽车管路行业为例，分析行业格局与公司间的差异。

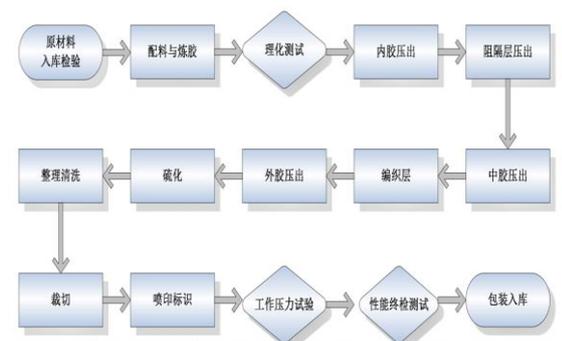
### ➤ 橡塑管路行业受益排放升级、电动化趋势：

传统燃油车时代，为了应对不断升级排放法规，汽车管路在材料和工艺不断更新升级，这客观上带来更高的进入门槛。在橡胶配方、工艺领域具备技术积淀的企业将更有竞争优势。据天普股份招股书，燃油管路传统的三层结构不断被新的材料替代，如对低渗透率要求较高的内层胶正从丁腈橡胶（NBR）逐步过渡到氟橡胶（FKM）、氟树脂（THV）等特种橡胶的复合胶层转变；具有耐臭氧、耐油性与耐磨性的外层胶，也由氯丁橡胶（CR）或氯磺化聚乙烯橡胶（CSM）转变为乙烯丙烯酸酯橡胶（AEM）、氯磺化聚乙烯（CSM）、氯醚橡胶（ECO）。多层复合胶管的创新，如 4 层、5 层乃至更多层结构的复合胶管的也不断涌现。

电动化进一步打开了汽车管路空间，新能源汽车明显增加了热管理管路的用量。传统燃油车热管理管路主要包括空调系统管路、变速箱冷却系统管路和发动机冷却管路。新能源汽车则在动力电池、电机和电控等三电系统对温度的控制要求较高。据川环科技公告，仅车用热管理管路系统的单车价值量来看，传统燃油车一般在 200~400 左右，纯电动车一般在 400~800 元左右，混动系统一般在 800~1,000 元左右，部分车型最大用量可达 1,000~1,200 左右。

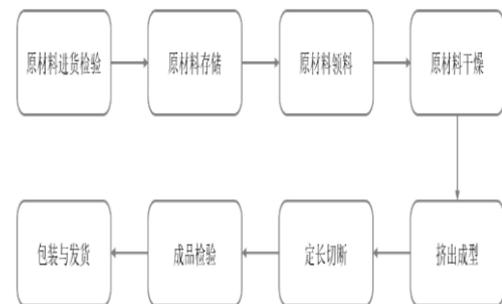
- **零部件模块化采购不断促进管路行业集中度提升：**模块化供货逐渐成为汽车零部件制造行业的一大发展趋势，整车制造商逐步由向多个汽车配件厂商采购转为向少数系统模块供应商采购。汽车管路材料类型多样，尼龙管路与橡胶管路生产工艺差别较大。汽车热管理系统管路更倾向于多种材料管路共存的模式，可以利用多类型管路的优势（尼龙管路的轻量化，橡胶管路性价比等）。因此，能同时提供多类型管路，且具备模块供应能力的管路企业在竞争中更具备优势。
- **尼龙与橡胶管路工艺差别明显，橡胶管路具备更高材料和工艺的技术壁垒。**胶管企业根据主机厂对产品的性能要求开发新产品配方，使用新材料及工艺调整，研制出符合主机厂要求的胶管样品，然后进入量产阶段。这意味着不同的胶管企业同时配套某主机厂时，会因为配方和工艺的不同导致各自成本、效率及产品性能的差异。而尼龙管路企业则不存在二次开发材料的环节，尼龙管路总成的核心技术更多在于管路连接件、阀、快速接头等领域。生产环节上，橡胶管路也更为复杂，涵盖配料、炼胶、理化测试、多层管材挤出、硫化等多个环节。这些环节均涉及大量专有技术和关键诀窍，尤其是在材料配方、管路结构设计、复合技术、先进工艺和试验检测等领域。因此，只有长期专注于该领域，并持续创新的企业才能不断积累在该领域的技术优势。

图27：胶管生产工艺流程



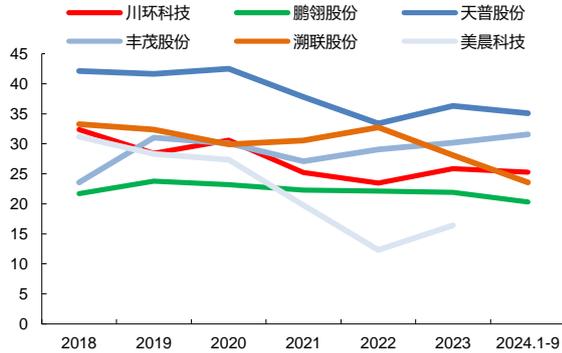
资料来源：川环科技招股说明书、东兴证券研究所

图28：溯联股份尼龙管材生产工艺流程

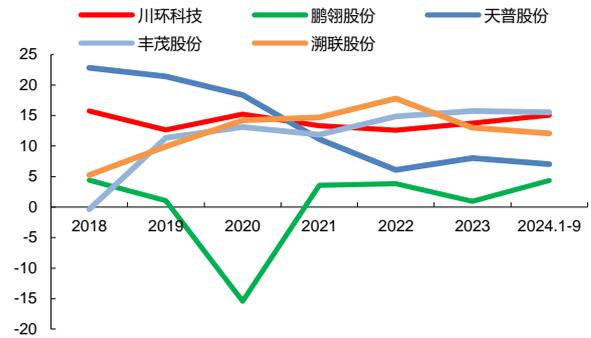


资料来源：溯联股份招股说明书、东兴证券研究所

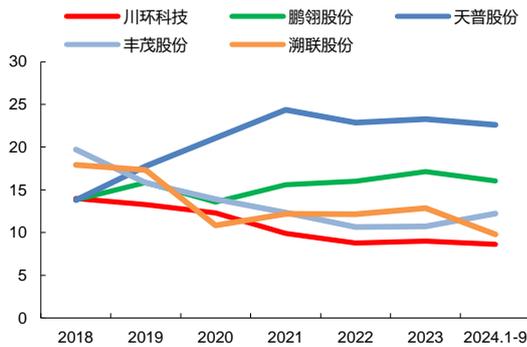
- **汽车管路企业盈利能力差异大，客观反映行业的格局及公司治理能力的差异：**主要上市管路企业毛利率表现基本符合行业，2018年以来受汽车行业调整期，会计政策调整（运输费计入营业成本）、疫情等因素导致毛利率下行，2021年左右开始企稳回升。部分企业加大费用控制力度，期间费用率也呈现下行趋势，如川环科技、溯联股份、丰茂股份等。期间费用率的下降对冲毛利率的下行，上述三家公司在扣非后销售净利率表现稳定，且好于可比公司。
- **叠加资产周转率类经营效率指标，优秀公司可以在行业竞争激烈，毛利率下行背景下仍然维持较高的ROE水平。**如川环科技从2018年以来，加权ROE表现稳定，且维持在较高的位置。2023年该公司ROE为15.5%，2024年前三季度ROE为13.03%，处于可比公司领先位置。

**图29：主要管路公司综合毛利率 单位：%**


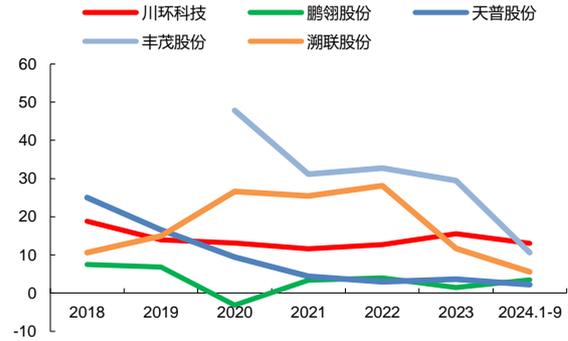
资料来源：同花顺、东兴证券研究所 注：美晨科技为橡塑制品业务毛利率，潮联股份为尼龙管路

**图30：主要管路公司扣非销售净利率 单位：%**


资料来源：同花顺、东兴证券研究所

**图31：主要管路公司期间费用率 单位：%**


资料来源：同花顺、东兴证券研究所 注：期间费用包括销量，管理，研发和财务费用

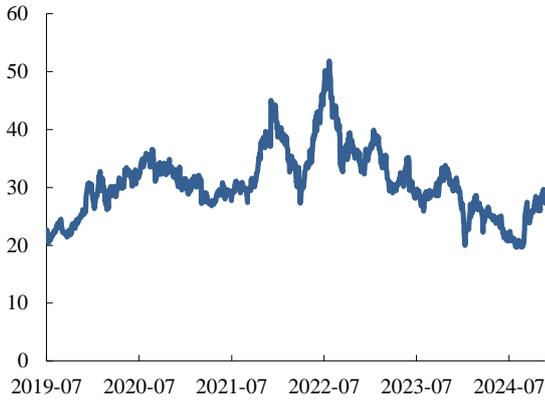
**图32：主要管路公司加权 ROE 单位：%**


资料来源：同花顺、东兴证券研究所

### 3. 投资策略

年初至 2024 年 12 月 17 日，上证指数、沪深 300 和创业板指数分别上涨 13.0%、14.3%和 16.4%。汽车行业中，乘用车指数涨幅 38.2%，零部件指数上涨 8.1%。乘用车整车指数涨幅好于零部件。从估值指标看，汽车零部件 PE (TTM) 中位数为 27.3 倍，PB 中位数为 2.5 倍。乘用车整车 PE (TTM) 中位数为 31 倍，PB 中位数 2.6 倍。受益于 A 股市场行情回暖，汽车整车、零部件指数估值均有所修复。

图33：中信汽车零部件行业 PE (TTM, 中位数)



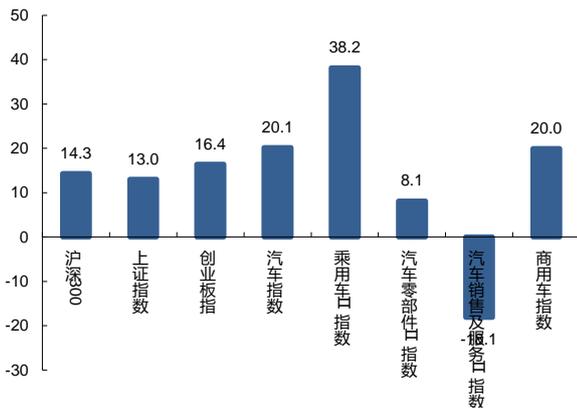
资料来源：同花顺，东兴证券研究所 注：截止日期2024/12/17，下同

图34：中信汽车零部件行业 PB (中位数)



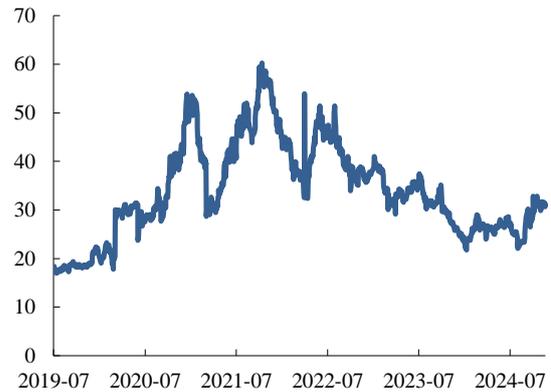
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图35：A 股主要指数年初涨跌幅 (%)



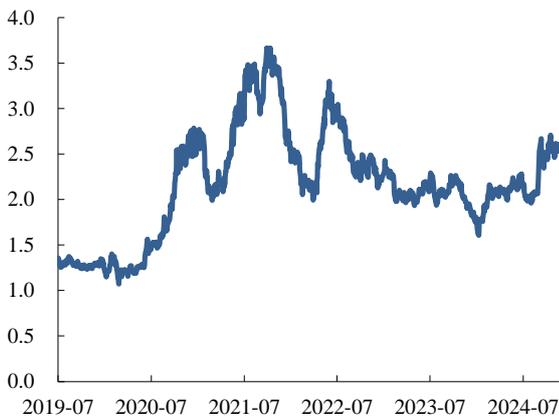
资料来源：同花顺，东兴证券研究所 注：行业指数为中信行业分类，乘用车II & III指数成分股为乘用车整车

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

**整车板块，关注智能化：**汽车智能化进入加速发展期，智能驾驶能力是决定车企在电动化下半场取胜的关键。头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。华为凭借在 ICT 领域技术积累，以 ICT 基础设施业务为根本，不断延伸至联结业务、计算业务等，致力于构建万物互联的智能世界。华为在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。受益标的如华为智选车模式下的赛力斯（601127）、江淮汽车（600418）、北汽蓝谷（600733），及 HI 模式下的长安汽车（000625）。

**零部件板块，自下而上策略：**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：

**汽车橡塑管路行业：**首先，受益汽车排放升级、电动化等趋势，汽车用管路市场空间进一步打开。其次，储能、数据中心将成为橡塑管路新的应用领域。我们在 2024 年 10 月 28 日外发《川环科技(300547)深度报告：液冷管路市场前景可期，公司强自研、成本控制力将获超额增长》报告中阐述两个领域发展前景。投资标的上，我们看好川环科技（300547）和溯联股份（301397）。川环科技在管路类型多样、橡胶配方、工艺创新和成本费用控制等领域具备优势；溯联股份则在尼龙管路核心零部件快速接头等上处于国内领先地位。

**内燃机产业链：**国内混动趋势明显，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。我们更看好国内涡轮增压壳体企业科华控股（603161）、气门传动组核心供应商新坐标(603040)、国内气缸套龙头公司中原内配（002448）等。

**铝压铸行业：**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。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。

## 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。

## 研究助理简介

### 曹泽宇

美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，马里兰大学帕克分校经济学学士，2024年4月加入东兴证券研究所，主要覆盖汽车及零部件行业。

## 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