

行业研究/深度研究

2021年01月14日

行业评级:

汽车 增持 (维持)
汽车零部件 增持 (维持)

林志轩 SAC No. S0570519060005
研究员 SFC No. AVU633
021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

王涛 SAC No. S0570519110001
研究员 021-28972053
wangtao011711@htsc.com

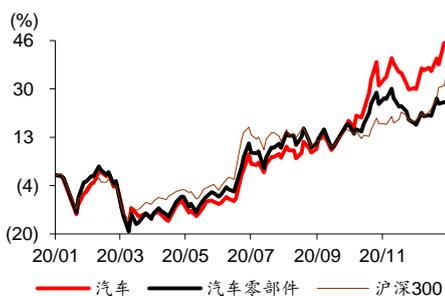
邢重阳 SAC No. S0570520070003
研究员 SFC No. BNN388
021-38476205
xingchongyang@htsc.com

刘千琳 SAC No. S0570518060004
研究员 SFC No. BQB847
021-28972076
liuqianlin@htsc.com

相关研究

- 1《汽车: 12月销量点评: 春节前需求旺盛》2021.01
- 2《汽车: 本土汽配企业将受益国产 Model Y 上市》2021.01
- 3《科博达(603786 SH, 增持): 主动进气格栅渗透率有望快速提升》2020.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

岱美&继峰: 走向全球化的优秀代表

中国汽车零配件企业成长路径总结与分析

中国汽配企业逐步壮大, 海外市场是新的增长点

伴随中国整车市场发展, 国内市场诞生一批优质的汽车零部件公司, 逐步发展壮大并形成了较强的国际竞争力。本文通过对比分析岱美股份和继峰股份, 二者是汽车内饰零配件领域的典型代表, 他们的发展历程是中国优质汽配企业的发展缩影。我们认为, 中国汽配企业正逐步从“成本优势”为核心转向“研发、创新”等高质量发展道路, 将凭借成本优势、先进制造、快速反应能力、同步研发能力获得跨国整车厂的全球配套机会, 实现市场份额提升和销售收入增长。我们继续重点推荐岱美股份和继峰股份。

岱美与继峰概览: 聚集核心产品, 细分市场全球领先

岱美与继峰均位于长三角的快速成长的优质民营企业, 聚焦于部分汽车内饰产品, 2019年海外销售占比约八成, 实现了客户的全球覆盖。营收和归母净利润均增长稳定, 海外并购前, 2011-2017年岱美和继峰营业收入复合增速分别达到 17.2%、26.3%, 归母净利润复合增速分别达 22.1%、13.3%。二者销售均在海外市场实现了明显的突破, 在其所在的细分市场形成了全球范围内较强的竞争力。

精耕产业链, 增长较快, 盈利能力强

岱美和继峰的盈利能力高于汽车内饰行业平均水平, 主要原因包括 1) 全产业链垂直一体化, 关键原材料自制带来的生产成本低; 2) 核心产品产销量大, 规模效应明显; 3) 优质客户, 即支付能力和支付意愿强的国际大型汽车集团占比高; 4) 中国制造的綜合成本优势, 中国本土的工程师红利(包括研发能力、客户响应速度、低成本等)。总体而言, 我们认为岱美和继峰未来有望继续保持稳健的增长和较强的盈利能力, 为股东创造稳定的回报。

走向全球的中国本土汽车零部件企业; 继续推荐岱美股份和继峰股份

借助于中国汽车市场规模大的优势, 以及与国内的合资汽车企业的合作基础, 我们认为中国本土汽车零部件企业走向海外、进入国际汽车集团全球供应链的趋势会加速, 未来国内有望涌现出更多类似于岱美股份和继峰股份这样的全球化企业。这些企业有望凭借其持续的研发投入、优秀的成本控制能力、快速的客户需求响应能力等方面的优势, 在全球范围内持续扩大市场份额。我们继续重点推荐汽车遮阳板领域的全球市场龙头、经营稳健和归母净利润稳定增长的岱美股份, 以及持续整合德国子公司格拉默、盈利处于拐点和未来改善空间较大的继峰股份。

风险提示: 经济增长不达预期影响汽车需求; 疫情反复影响汽车销量; 汽车产销量不达预期; 公司利润率低于预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	目标价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
603730 CH	岱美股份	27.65	增持	43.25	1.56	1.32	1.73	2.06	17.72	20.95	15.98	13.42
603997 CH	继峰股份	7.37	增持	11.73	0.29	-0.21	0.51	0.66	25.41	-35.10	14.45	11.17

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

内容提要与核心观点	4
主要内容	4
岱美与继峰：相似与差异对比分析	4
中国零配件企业核心成功因素以及发展路径	4
岱美与继峰概览：聚集核心产品，细分市场全球领先	5
从浙江舟山的民营企业成长壮大为全球性汽车零部件公司	5
聚焦汽车内饰细分市场，通过并购实现跨越式发展	5
内生增长能力强，受益于国产替代的大趋势	8
岱美 VS 继峰：细分行业龙头，并购走向海外	8
盈利能力超过全球水平，并购走向海外	8
展望：全球市场大有可为，企业逐步走向海外	13
汽车零部件行业分工明确，呈现规模化、集团化特征	13
中国汽零企业与国际龙头差距逐步缩窄，发挥后发优势	13
汽车零部件企业成长路径分析	14
中国汽车零部件企业竞争优势归纳	15
汽车内饰市场：中国企业成长空间巨大	16
汽车内饰件市场概览	16
全球市场大有可为，部分中国汽零企业具备国际竞争力	16
继峰股份、岱美股份产品市场规模测算	18
总结与推荐	20
以继峰股份与岱美股份为例，中国汽零企业成功因素归纳	20
岱美股份（603730 CH，增持，目标价 43.25 元）	20
继峰股份（603997 CH，增持，目标价 11.73 元）	21
风险提示	22

图表目录

图表 1: 岱美与继峰基本情况对比	5
图表 2: 继峰股份和岱美股份均为汽车内饰产品供应商	6
图表 3: 继峰股份与岱美股份的发展历程	7
图表 4: 营业收入对比: 2011 至 1-3Q2020	7
图表 5: 归母净利润对比: 2011 - 1-3Q2020	7
图表 6: 内生增长能力 (2011-2017 年数据, 扣除收购 Motus、格拉默的影响)	8
图表 7: 国内外业务占比 (2019 年营业收入)	8
图表 8: 毛利率对比 (2011-2017 年, 扣除收购 Motus、格拉默影响)	9
图表 9: 净利率对比 (2011-2017 年, 扣除收购 Motus、格拉默影响)	9
图表 10: 同行业毛利率对比: 继峰与岱美毛利率高于同业	9
图表 11: ROE 对比: 岱美总体相对稳定	10
图表 12: 权益乘数对比	10
图表 13: 资产周转率对比	10
图表 14: 期间费用对比	10
图表 15: 研发费用率对比	10
图表 16: 应收账款周转率对比	11
图表 17: 存货周转率对比	11
图表 18: 被收购前, Grammer 收入、归母净利润超过继峰 (2018 年)	11
图表 19: 被收购前, Motus 收入、归母净利润小于岱美 (2017 年)	11
图表 20: 收购后营业收入对比 (2018-2022 年)	12
图表 21: 收购后归母净利润对比 (2018-2022 年)	12
图表 22: 收购后净利率对比: 2021-2022 年净利率将逐步提升 (2018-2022 年)	12
图表 23: 汽车零部件供应商多层级分工	13
图表 24: 2017、2018 年全球前十大零部件供应商未发生变化	14
图表 25: 2017、2018 年中国分别有 5、7 家进入全球汽车零部件百强	14
图表 26: 中国汽车零部件发展模式及现状	14
图表 27: 中国汽车零部件成长路径分三步走	15
图表 28: 中国汽车零部件企业逐步形成自己的核心竞争力	15
图表 29: 全球内饰件主要厂商	16
图表 30: 中国内饰件主要厂商	16
图表 31: 国内汽车销量预测: 2021-2022 年汽车需求有望重回增长轨道	17
图表 32: 2017-2022 年中国汽车销量占全球销量比例为 30-35%	17
图表 33: 部分中国汽车零配件企业海外销售收入占比	18
图表 34: 中国汽零企业走出去需要提升全球配套等方面能力	18
图表 35: 2022 年全球头枕和座椅扶手总成市场规模达 252、367 亿元	19
图表 36: 岱美股份盈利预测及估值 (截至 2021 年 1 月 13 日)	20
图表 37: 继峰股份盈利预测及估值 (截至 2021 年 1 月 13 日)	21
图表 38: 报告提及公司	22

内容提要与核心观点

主要内容

在过去二十多年中，随着国内汽车产销规模的扩大，国内市场诞生一批优质的汽车零部件公司并逐步的发展壮大，走向全球。岱美和继峰是其中的优秀代表。两者过去 20 多年实现了收入和利润的快速增长，并在海外市场销售实现了明显的突破，在其所在的细分市场形成了全球范围内较强的竞争力。

两个企业都是发源于浙江舟山的民营企业，专注于汽车内饰领域少数几个产品品类，产品的材料、加工工艺等较为类似。本文主要分析和对比了两家公司在产品、客户、市场等方面相似以及不同的地方，并就二者的财务表现进行了对比。通过对比分析，我们总结了两家公司成长壮大的主要原因，以及未来的成长路径。

岱美与继峰：相似与差异对比分析

岱美和继峰相似的地方主要包括：

- 1) 起源于浙江舟山，且都是民营企业；虽然已经上市成为公众企业，但是创始人家族依然是企业的大股东以及实际控制人，并直接参与企业的运营管理；
- 2) 专注于汽车内饰领域少数几个核心产品，在产品研发、质量、成本控制、创新等领域有领先优势，在销售收入快速增长的同时实现了较高的利润率；
- 3) 在国内市场发展壮大的同时，凭借产品、质量、价格等方面的优势，在海外市场实现了较大的突破，海外销售占比高于国内市场，实现了客户的全球覆盖；
- 4) 通过并购实现了在海外市场的跨越式发展，在收购竞争对手的同时，获取了新的生产工厂、客户资源等。

二者差异化的地方体现在：

- 1) 产品方面，岱美侧重于汽车遮阳板和头枕，继峰侧重于头枕、座椅扶手、中央控制台以及商用车座椅；二者仅在头枕产品上有所重叠；
- 2) 岱美收购其在欧洲的较小的竞争对手，“以大并小”；继峰收购了体量比其自身大很多的竞争对手，“以小并大”，财务方面短期受到较大的影响，2020 上半年出现企业历史上的第一次亏损；
- 3) 岱美的利润率更加稳定；继峰 2011 年以来，利润率有所下滑。

岱美财务表现更加稳定，继峰改善空间大

- 1) 岱美股份财务表现更加稳健。2011-2019 年毛利率基本保持稳定，处于 28%-37%之间，营业收入和归母净利润复合增速分别为 18.3%、17.2%；
- 2) 继峰股份通过收购格拉默，在营业收入、海外市场等方面实现了跨越式增长。但受欧洲疫情以及格拉默本身利润率较低的影响，继峰股份 2020 年前三季度实现了亏损，短期的盈利能力出现了显著的滑坡；
- 3) 我们认为，继峰股份海外业务 3Q20 的经营已经得到了显著改善，财务数据证实了整合措施已经发生了作用。展望未来，格拉默将通过优化供应链、优化组织架构、增加中国采购、减少欧洲非生产员工等方式，提升盈利能力，实现归母净利润的快速改善。

中国零配件企业核心成功因素以及发展路径

此外，我们还分析了两家企业逐步发展壮大并逐步建立起国际竞争力的路径。我们认为，岱美和继峰的发展历程，是中国优质零配件企业逐步发展壮大的一个缩影。我们总结了中国零配件企业核心的成功因素，包括：

- 1) 专注打造有竞争力的核心产品，不断提升在其细分市场的竞争力，而不是扩大产品领域和增加新产品品类；
- 2) 能够做到产品研发、工艺流程、生产质量、成本的等方面形成明显的竞争优势，从而在实现在中国国内的国产替代，并逐步走向海外；
- 3) 通过与国际大型汽车集团合作，进入到国际汽车集团的全球供应链；
- 4) 坚持较高的研发投入，确保产品与技术能够引领市场，并满足客户不断升级的需求；
- 5) 大股东对企业有绝对的控制权，并参与日常经营；管理层有股权激励。

岱美与继峰概览：聚集核心产品，细分市场全球领先 从浙江舟山的民营企业成长壮大为全球性汽车配件公司

岱美与继峰均聚焦于部分汽车内饰产品，2019年海外销售占比约八成。继峰股份与岱美股份均成立于90年代，前身为浙江岱山继峰汽车内饰厂（成立于1993年）、浙江舟山岱美聚氨酯厂（成立于1996年），二者均随着国内汽车需求快速增长、外资汽车公司进入中国而逐步发展壮大。两家公司均从事于汽车内饰产品销售，2019年营业收入中，岱美股份核心业务为遮阳板和头枕，继峰股份主营业务为汽车内饰、头枕、商用车座椅，这些产品材料和加工工艺较为类似。

二者皆为位于长三角的快速成长的优质民营企业。两家公司均成立于浙江省舟山市，皆为民营企业。两个企业的创始人家族仍是公司第一大股东和实际控制人。岱美股份2019年营业收入48.2亿元，营业收入2011-2019复合增速为18.3%；如果剔除2018年收购海外公司Motus的影响，2011-2017年营业收入复合增速为17.2%；继峰股份2019年营业收入180.0亿元，2011-2019年营业收入复合增速为57.8%。如果剔除2019年收购德国格拉默的影响，2011-2017年营业收入复合增速为26.3%。2011-2017年国内汽车市场总销量年复合增速为9.3%。由此可见，二者均实现了超越行业的增长。

二者均实现了全球化的销售。通过产品出口，以及收购海外公司，岱美和继峰目前已经成功的走向了海外市场。2019年，岱美和继峰海外销售收入占比分别为82.1%和78.7%。岱美在2018年收购了欧洲大型汽车遮阳板制造商也是其竞争对手Motus，继峰股份2019年完成了德国汽车内饰公司格拉默的并购，其海外销售收入占比从2018年的16.1%上升到2019年的78.7%。经过二十多年的努力，岱美和继峰实现了从国内汽车零部件小厂到全球汽车内饰零配件细分市场龙头企业的跨越。

图表1：岱美与继峰基本情况对比

	岱美股份	继峰股份
公司（或公司前身）成立时间及地点	1993年，前身浙江舟山岱美聚氨酯，浙江舟山	1996年，前身岱山继峰汽车内饰厂，浙江舟山
公司总部或主要生产基地	上海	宁波
核心产品（2019年营业收入占比）	遮阳板（70.7%） 头枕（18.3%） 顶棚中央控制系统（5.8%） 其他（5.2%）	汽车内饰（32.5%） 头枕（26.4%） 商用车座椅（26.4%） 座椅扶手（12.9%） 其他（1.8%）
营业收入规模（2019年，亿元）	48.2	180.0
海外销售占比（2019年）	82.1%	78.7%
收入复合增速（2011-2019）	18.3%	57.8%
收入复合增速（2011-2017）1)	17.2%	26.3%
归母净利润（2019年，亿元）	6.3	3.0
净利润复合增速（2011-2019）	17.2%	10.1%
净利润复合增速（2011-2017）2)	22.1%	13.3%
所有权属性	民营	民营
实际控制人或家族（持股比例，2020Q3）	姜银台家族（68.2%）	王义平家族（46.8%）
是否有管理层股权激励	是	是
收购海外公司	Motus	格拉默

注：1) 剔除岱美2018年收购Motus、继峰2019年收购格拉默对营收增速影响；2) 剔除岱美2018年收购Motus、继峰2019年收购格拉默对归母净利润增速影响；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

聚焦汽车内饰细分市场，通过并购实现跨越式发展

岱美股份是全球汽车遮阳板龙头，服务全球主要整车厂商。岱美股份生产的汽车零部件产品包括遮阳板、座椅头枕、扶手、顶棚中央控制器和内饰灯等产品，客户包括奔驰、宝马、奥迪、通用、福特、克莱斯勒、大众、特斯拉、丰田、本田、日产、上汽、一汽、东风、蔚来、小鹏等国内外主流整车厂商。

继峰股份是自主汽车座椅头枕龙头企业，2019 年收购德国格拉默成为全球汽车内饰、商用车座椅龙头之一。公司成立于 1996 年，是一家专业从事汽车内饰部件、座椅开发和生产的全球性汽车零部件供应商。乘用车主要产品是座椅头枕、座椅扶手、中控系统、内饰部件、操作系统及创新性的热塑解决方案等；商用车（主要由子公司格拉默销售）主要产品为卡车座椅、非道路车辆座椅部件（牵引机、建设机械和叉车）以及火车、公共汽车座椅等。公司业务覆盖全球，客户涵盖中高级、顶级汽车制造商和汽车零部件供应商，比如乘用车领域奥迪、宝马、戴姆勒、丰田等，商用车领域卡特彼勒、AGCO、戴姆勒、福特卡车等等行业内大部分企业。

图表2： 继峰股份和岱美股份均为汽车内饰产品供应商



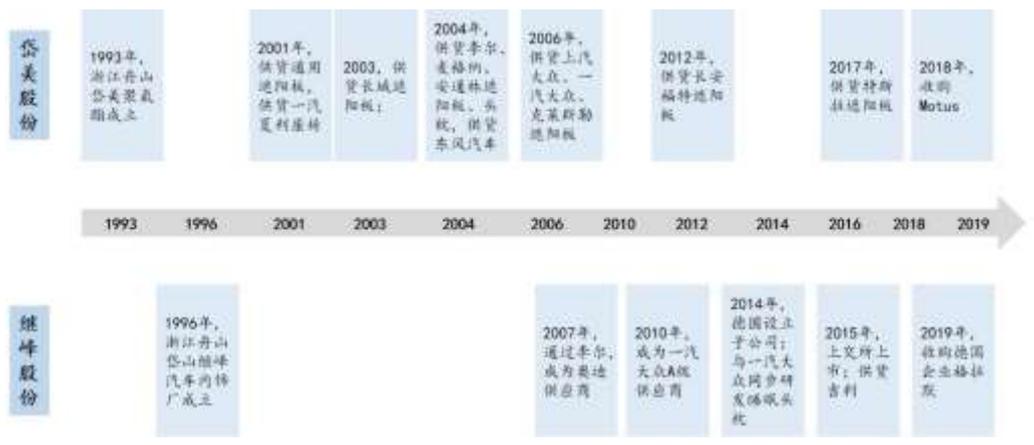
资料来源：继峰股份官网，岱美股份官网，华泰证券研究所

继峰股份 2015 年上交所上市，2019 年收购德国格拉默完成全球化布局。继峰股份 2007 年通过李尔供货奥迪，标志公司进入世界知名企业供应链，2010 年顺利成为一汽-大众 A 级供应商，并与大众集团保持紧密合作。2015 年继峰股份上交所上市，并开始供货吉利汽车。2014 年开始走出中国，布局全球，在德国设立子公司，2019 年收购德国格拉默完成全球化布局。

岱美股份通过不断拓展新客户提升产品份额。岱美股份是汽车遮阳板的全球龙头，通过一级、二级供应商的方式逐步进入全球主流整车厂的供应链。2018 年收购 Motus 遮阳板业务，在提升市场份额的同时，实现了工厂和产能的全球化布局，贴近下游客户的同时，一定程度上规避了贸易摩擦的风险。

海外并购后，未来的继峰股份与岱美股份发展重点不同。继峰股份是汽车座椅头枕龙头，通过收购格拉默进军海外市场，未来的发展重点在于积极提升格拉默的盈利能力，提升格拉默商用车座椅在中国市场的份额。岱美股份是汽车遮阳板全球龙头，通过收购同行业竞争对手 Motus 提升市场份额，并通过墨西哥工厂出口美国规避中美贸易摩擦的风险，未来的发展重点是保持遮阳板领域的份额，发挥优质客户资源优势，拓展头枕、顶棚灯控制盒等产品。

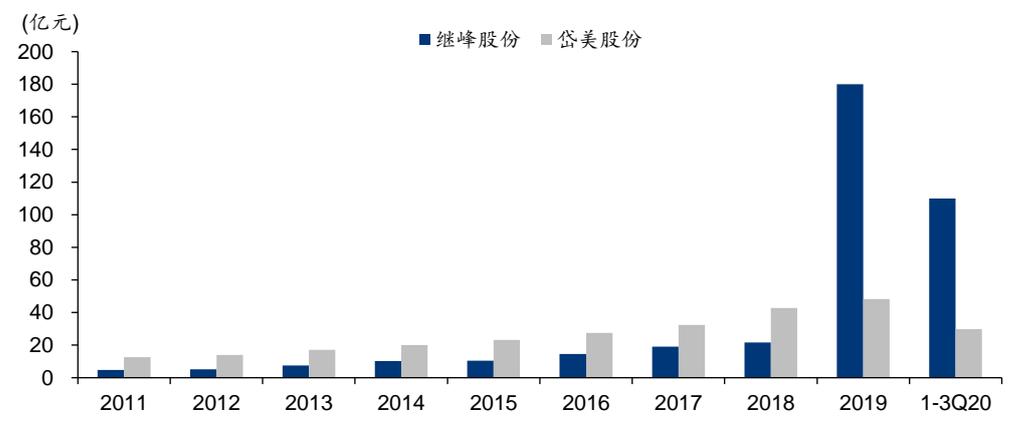
图表3： 继峰股份与岱美股份的发展历程



资料来源：继峰股份、岱美股份招股说明书，Wind，华泰证券研究所

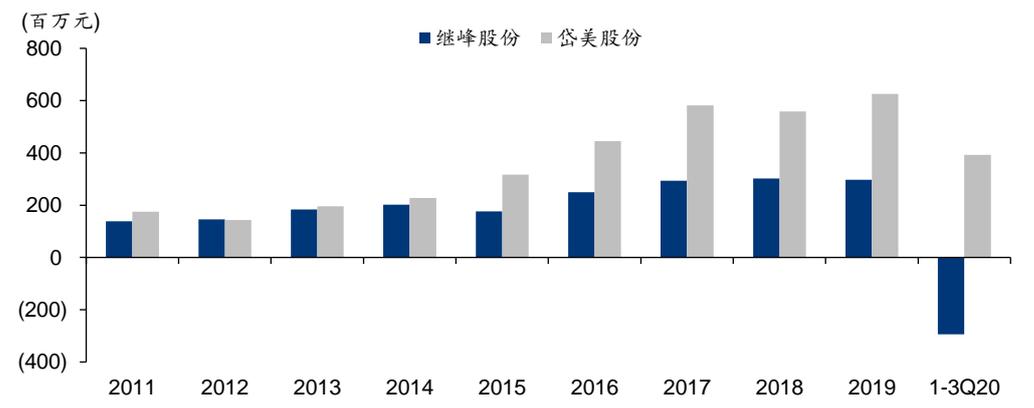
从发展路径来看，继峰股份和岱美股份均是做到了单一品类行业龙头，并且逐步全球化。从营收规模来看，2011-2018年岱美股份高于继峰股份，2019年继峰股份并表格拉默后营收规模超过岱美股份。从归母净利润规模来看，2011-2020Q1-3岱美股份归母净利润规模均超过继峰股份。总体而言，岱美股份的营业收入和归母净利润的发展较为稳定，继峰股份由于并购格拉默，其营业收入2019年实现了跳跃式增长，但2020Q1-3归母净利润为亏损，主要是德国子公司格拉默受疫情影响较大，以及优化欧洲人力资源、工厂关停并转等带来的额外成本的影响。

图表4： 营业收入对比：2011至1-3Q2020



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 归母净利润对比：2011 - 1-3Q2020



资料来源：Wind，华泰证券研究所

内生增长能力强，受益于国产替代的大趋势

岱美 VS 继峰：细分行业龙头，并购走向海外

岱美股份与继峰股份是中国典型的汽车零部件供应商，受益于中国汽车市场的高速发展和零部件国产替代。根据中汽协，中国乘用车销量从 2011 年 1450 万台增长到 2017 年的 2474 万辆，复合增速 9.3%。继峰股份与岱美股份均受益于中国汽车市场的快速发展，凭借劳动力红利和规模效应带来的成本优势，实现国产替代和市占率提升，并逐步出口供货海外。从内生增长角度对比继峰股份与岱美股份，我们对比了 2011-2017 年收购海外子公司之前的历史数据（扣除收购 Motus、格拉默的影响），从营业收入复合增速来看，继峰股份 2011-2017 年复合增速 26.3%，高于岱美股份同期的 17.2%，我们认为主要是由于继峰股份 2011 年营业收入基数低的原因；从归母净利润复合增速来看，岱美股份 2011-2017 年复合增速 22.1%，高于继峰股份同时期的 13.3%，我们认为主要与继峰股份净利率逐年下降、岱美股份净利率逐年提升有关。

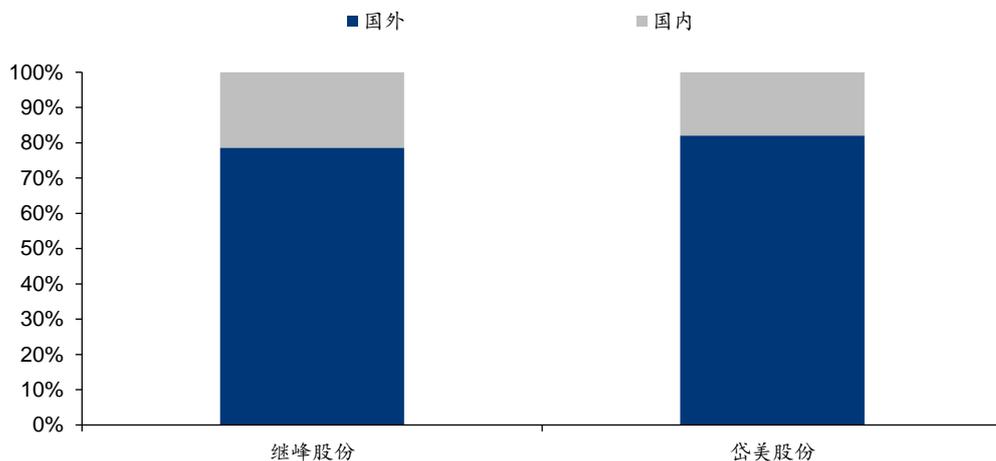
图表6：内生增长能力（2011-2017 年数据，扣除收购 Motus、格拉默的影响）

2011-2017 年 CAGR	继峰股份	岱美股份
营业收入	26.3%	17.2%
归母净利润	13.3%	22.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

得益于海外并购，继峰股份与岱美股份 2019 年国外收入占比分别为 79%、82%。继峰股份在 2019 年收购的格拉默，主要业务在欧洲和北美洲，2018 年营业收入是继峰股份 7.6 倍（2018 年格拉默营业收入 164.1 亿元，继峰股份 21.5 亿元），属于小体量公司收购大体量公司。岱美股份 2018 年收购的 Motus，主要业务在国外，2017 年 Motus 的营业收入是同期岱美股份的 41%（2017 年 Motus 营业收入 13.5 亿元，岱美股份 32.5 亿元）。得益于海外并购，继峰股份与岱美股份 2019 年业务均以海外市场为主，国外占比分别达到 79%和 82%。

图表7：国内外业务占比（2019 年营业收入）

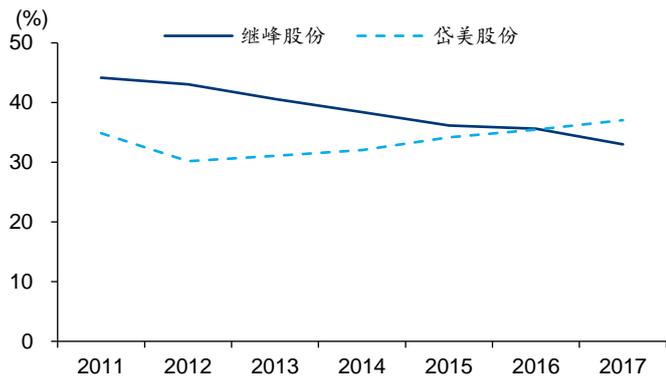


资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利能力超过全球水平，并购走向海外

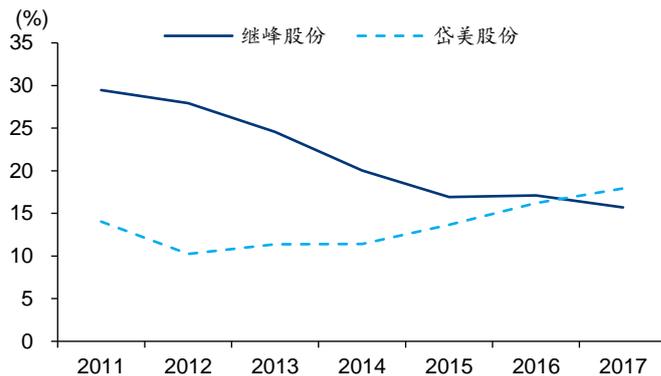
2011-2017 年内生盈利能力比较：继峰股份盈利能力趋势向下，岱美股份盈利能力趋势向上。继峰股份 2011-2017 年毛利率和净利率呈下降趋势，主要是主营的座椅头枕和扶手毛利率均呈下降趋势。岱美股份毛利率和净利率从 2012 年开始触底反弹，2012-2017 年毛利率和净利率呈上升趋势，主要得益于遮阳板业务和座椅头枕业务，两个业务占比呈上升趋势，并且毛利率逐年提升。

图表8：毛利率对比（2011-2017年，扣除收购 Motus、格拉默影响）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

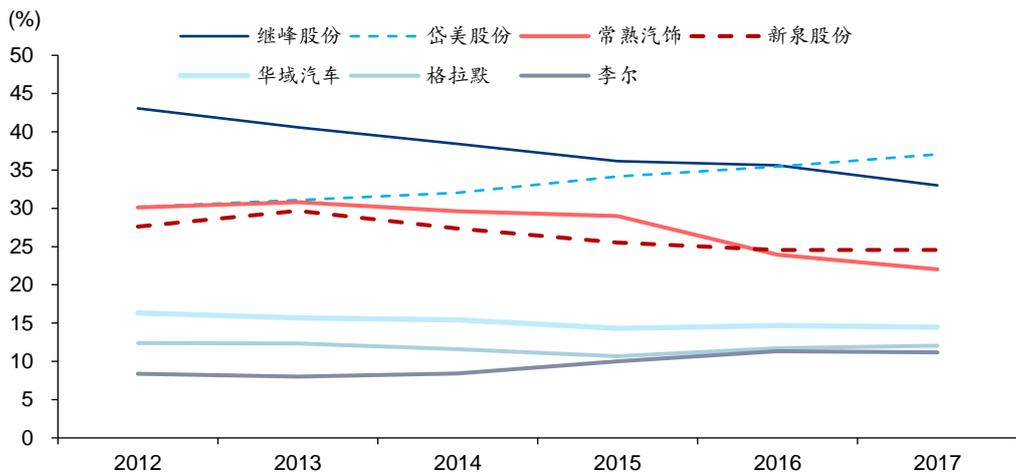
图表9：净利率对比（2011-2017年，扣除收购 Motus、格拉默影响）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

继峰股份与岱美股份毛利率处于汽车内饰件行业内较高水平，得益于全产业链垂直一体化，生产成本低。相比于国内其他汽车内饰企业，继峰股份、岱美股份分别是头枕、遮阳板龙头，毛利率较高；继峰与岱美的毛利率也高于国外内饰企业，原因主要为：（1）全产业链垂直一体化，关键原材料自制带来的生产成本低；（2）核心产品产销量大，规模效应明显；（3）龙头企业产品的溢价能力；（4）优质客户，即支付能力和支付意愿强的国际大型汽车集团占比高；（5）中国制造的综合成本优势，中国本土的工程师红利（包括研发能力、客户响应速度、低成本等）。

图表10：同行业毛利率对比：继峰与岱美毛利率高于同业

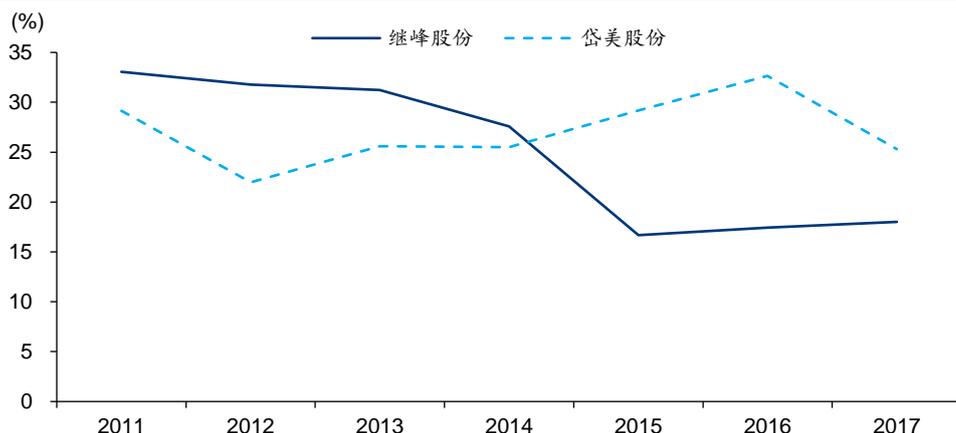


备注：对比 2012-2017 年数据，为了扣除岱美和继峰 2018 和 2019 并购带来的影响

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们用杜邦分析比较收购前（2011-2017年）内生盈利能力，可以看出继峰股份与岱美股份 ROE 主要是销售净利率和资产周转率影响。从继峰股份的杜邦分析中看出，ROE 与资产周转率趋势一致，并且叠加净利率下降趋势。从岱美股份的杜邦分析中看出，2011-2016 年 ROE 与资产周转率和净利率趋势相关，发挥作用的时间点不同，2017 年 ROE 下降主要受权益乘数下降和资产周转率下降影响。

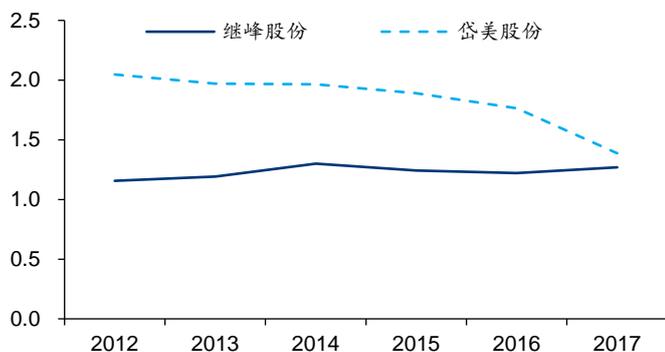
图表11: ROE对比: 岱美总体相对稳定



备注: 对比 2011-2017 年数据, 为了扣除岱美和继峰 2018 和 2019 并购带来的影响

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 权益乘数对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

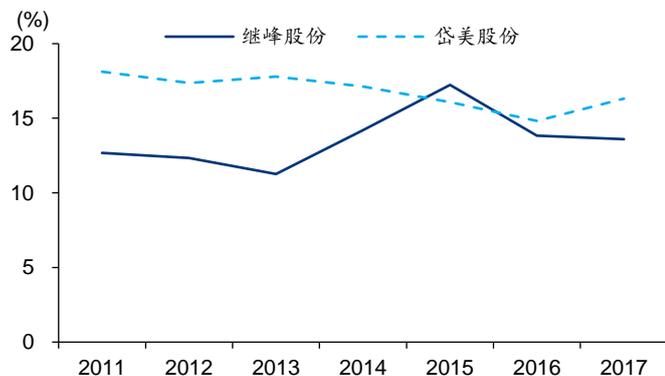
图表13: 资产周转率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

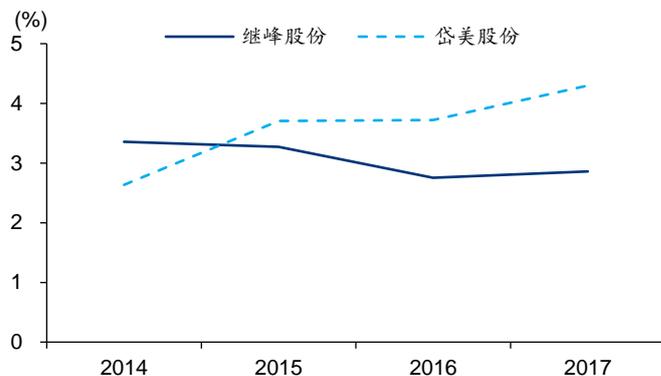
费用控制能力强, 岱美股份更注重研发投入。通过对并购前 2011-2017 年期间费用率数据分析, 继峰股份与岱美股份均属于费用控制能力强的公司, 继峰股份的费用控制能力强于岱美股份 (2015 年高点是由于 2015 年上交所上市导致费用增加), 岱美股份期间费用率 2011-2016 年处于下降通道。从研发费用率角度, 岱美股份比继峰股份更加重视研发投入, 2014-2017 年岱美股份研发费用率处于上升通道, 继峰股份处于下降通道。

图表14: 期间费用对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

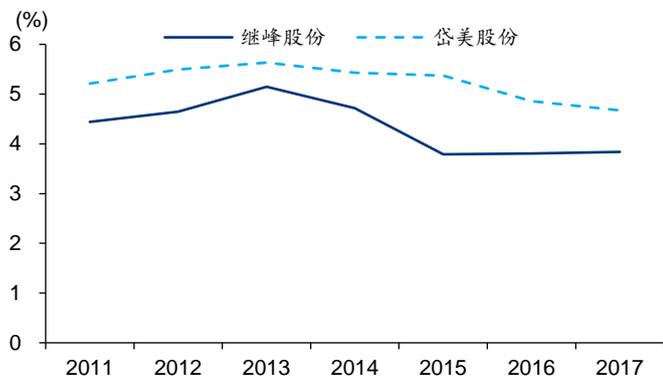
图表15: 研发费用率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (缺少 2011-2013 年研发费用数据)

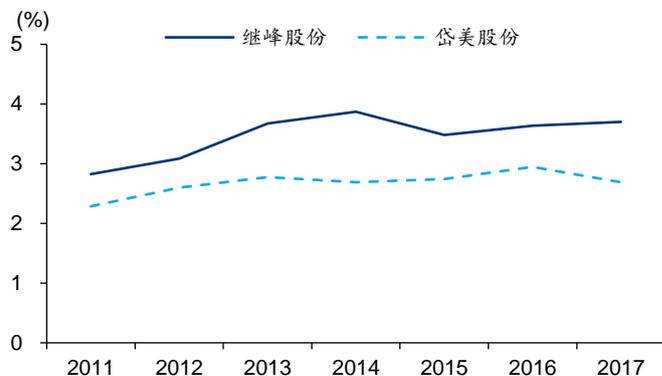
2011-2017年，岱美股份应收账款周转率高于继峰股份，存货周转率低于继峰股份。从2011-2017年的应收账款周转率来看，两家公司应收账款周转率均处于下降趋势，而岱美股份应收账款周转率一直高于继峰股份，岱美股份回款能力更强。从2011-2017年的存货周转率来看，两家公司均处于稳步向上趋势，存货管理能力有所提升，而继峰股份存货周转率一直高于岱美股份，继峰股份存货管理能力更强。

图表16: 应收账款周转率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

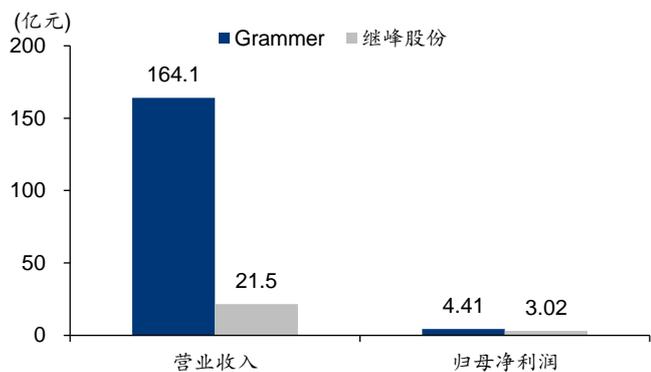
图表17: 存货周转率对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

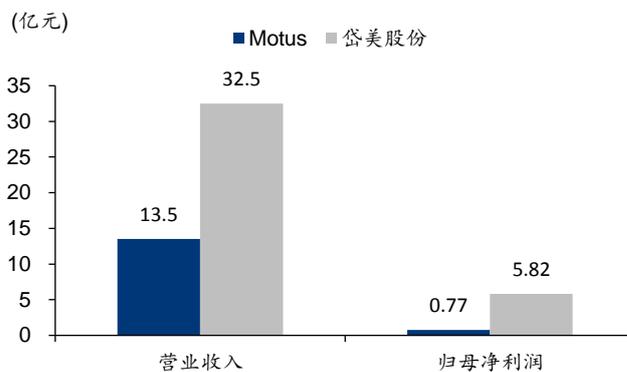
并购模式: 继峰股份“以小并大”，岱美股份“以大并小”。继峰股份并购的格拉默，并购前一年2018年营业收入为继峰股份的7.6倍，而归母净利润为继峰股份的1.5倍，属于小公司并购大公司。岱美股份并购的Motus，并购前一年2017年营业收入为岱美股份的41%，而归母净利润是岱美股份的13%。继峰股份与岱美股份并购的标的均属于同行业内饰企业，以海外市场为主，但盈利能力与营业收入不匹配，格拉默2018年净利率2.7%（继峰股份同期14.0%），Motus 2017年净利率5.7%（岱美股份同期17.9%），存在改善空间。

图表18: 被收购前，Grammer收入、归母净利润超过继峰（2018年）



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

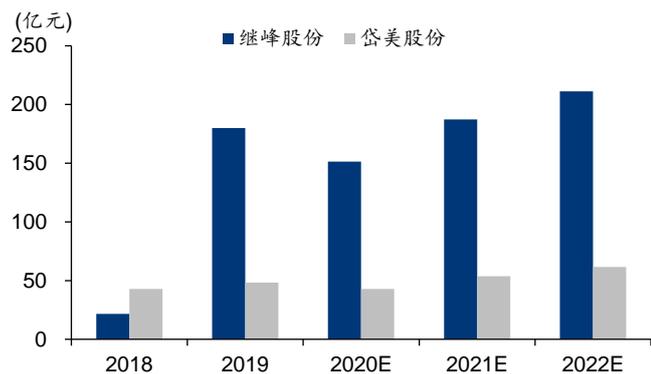
图表19: 被收购前，Motus收入、归母净利润小于岱美（2017年）



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

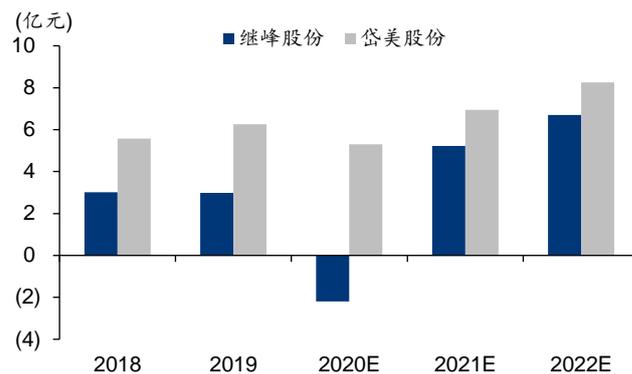
并购的目的是扩大市场份额，通过规模效应降低成本。并购的目的主要是提升产品规模，发挥规模效应，并且扩大客户基础以及丰富产品品类。继峰股份通过并购格拉默，顺利开拓欧洲、北美市场，共享格拉默的优质客户，扩张品类至商用车座椅，而继峰股份发挥优秀的成本控制能力，有望提升格拉默整体盈利能力，我们预计2021-2022年继峰股份的归母净利润将伴随格拉默净利率提升而增长。岱美股份并购Motus，顺利扩大遮阳板市场份额和Motus的南美工厂，有助于发挥规模优势和规避中美贸易风险，随着岱美股份发挥优秀的成本控制能力，Motus的净利率水平也将不断提升，我们预计岱美股份2021-2022年的归母净利润也将伴随Motus净利率提升而重新进入正增长通道。

图表20: 收购后营业收入对比 (2018-2022年)



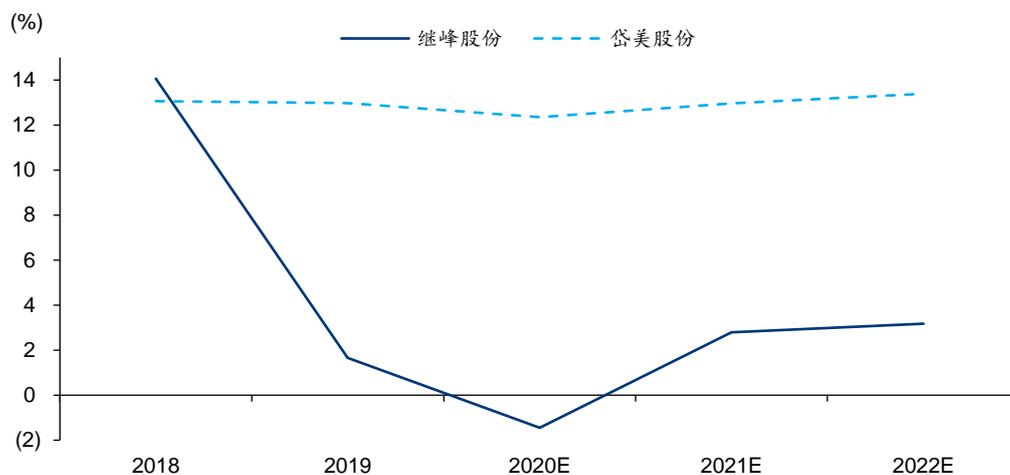
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (注: 2020-2022年来自华泰预测)

图表21: 收购后归母净利润对比 (2018-2022年)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (注: 2020-2022年来自华泰预测)

图表22: 收购后净利率对比: 2021-2022年净利率将逐步提升 (2018-2022年)



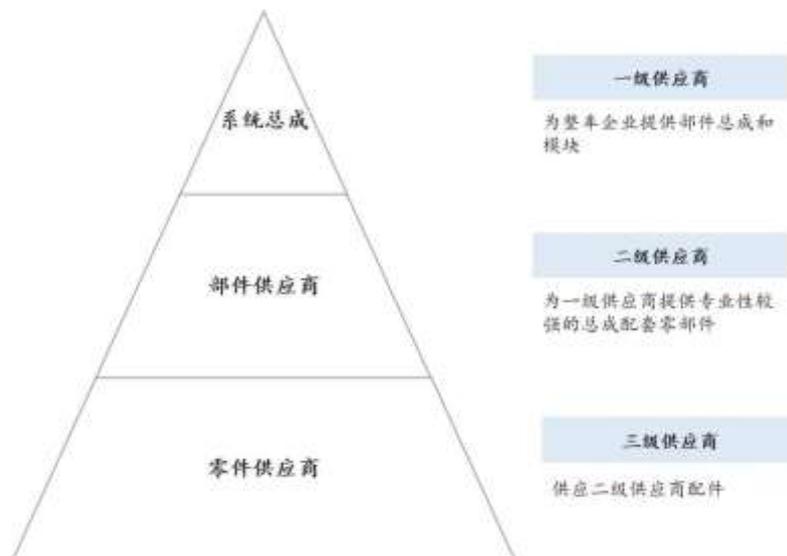
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (注: 2020-2022年来自华泰预测)

展望：全球市场大有可为，企业逐步走向海外

汽车零部件行业分工明确，呈现规模化、集团化特征

汽车零部件行业特点：多层次分工，底层供应商同质化竞争激烈。汽车零部件供应链主要按照“零件、部件、系统总成”的金字塔式架构，具体来说划分为三级，一、二、三级供应商。一级供应商具备参与整车厂联合研发的能力，具备较强的综合竞争力，二、三级供应商一般专注于材料、生产工艺和降低成本等方面，二、三级供应商竞争激烈，需要通过加大研发提升产品附加值、优化产品等方式摆脱同质化竞争。比如我国座椅零部件制造商主要集中在二、三级供应商领域，通过江森、李尔、佛吉亚等一级供应商配套给整车厂。

图表23：汽车零部件供应商多层次分工



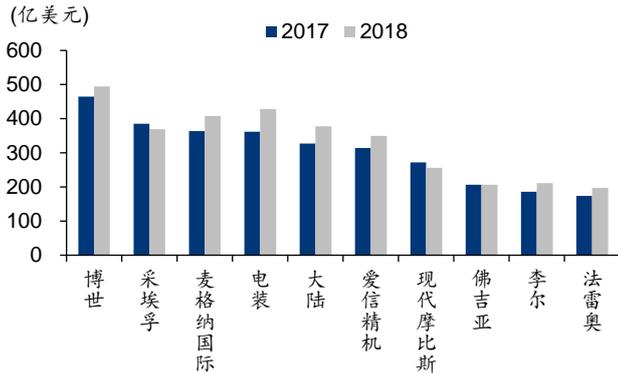
资料来源：华泰证券研究所

汽车零部件以OEM为主，行业逐步呈现规模化、集团化。目前主要趋势是整车制造商角色的改变，从大而全的一体化生产、装配模式逐步转变为专注整车项目研发设计。相对应的，汽车零部件厂商角色逐步从单纯制造商延伸至与整车厂商联合开发，根据整车厂的要求开发生产，在专业化分工背景下，逐步形成专业化、规模化、集团化的汽车零部件集团。

中国汽零企业与国际龙头差距逐步缩窄，发挥后发优势

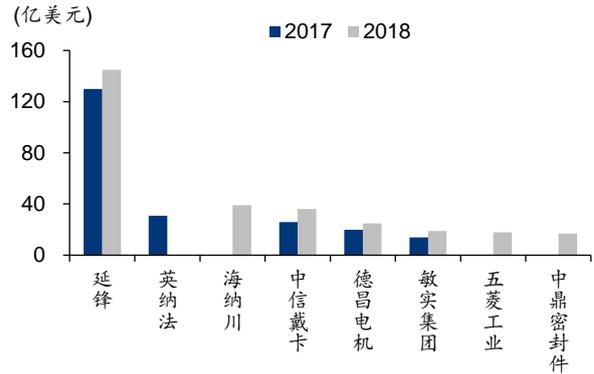
汽车零部件厂商呈现专业性、独立性、经营全球化的特点，主要分布在美国、日本、德国。根据Automotive News公布的2018年和2019年汽车零部件配套供应商百强榜数据，全球汽车零部件前十的公司均在发达国家，百强企业中日本、德国、美国零部件企业最多。相比较而言，中国零部件企业起步晚，但处于不断进步中，2017、2018年中国分别有5、7家进入全球汽车零部件百强。我们认为，未来中国汽车零部件细分领域龙头凭借优秀的成本控制能力，通过并购、海外建厂等方式不断拓展海外市场，替代传统供应商，成功的案例有岱美股份、继峰股份、福耀玻璃等等优秀企业。

图表24： 2017、2018年全球前十大零部件供应商未发生变化



资料来源：Automotive News，华泰证券研究所

图表25： 2017、2018年中国分别有5、7家进入全球汽车零部件百强



资料来源：Automotive News，华泰证券研究所

汽车零部件企业成长路径分析

中国汽车零部件企业的发展伴随着海外整车厂及零部件企业进入中国市场，是“市场换技术”的产物。汽车零部件经历了初级国产化、基础零部件国产化和核心零部件国产化，目前处于核心零部件和系统集成国产化的过程中。伴随着汽车产销量的增长，中国汽车零部件企业正逐步从“成本优势”为核心转向“技术开发、产品研发、创新”等高质量发展道路，越来越多的实现关键零部件国产替代、并走向海外市场。汽车市场进入存量博弈阶段，正朝着新能源化、智能化的方向发展，中国零部件企业有望凭借成本优势、先进制造能力、快速反应能力、同步研发能力获得长期合作机会，特斯拉投资上海超级工厂、大众集团加速中国产能布局主要看中中国市场发展空间及供应链配套能力。

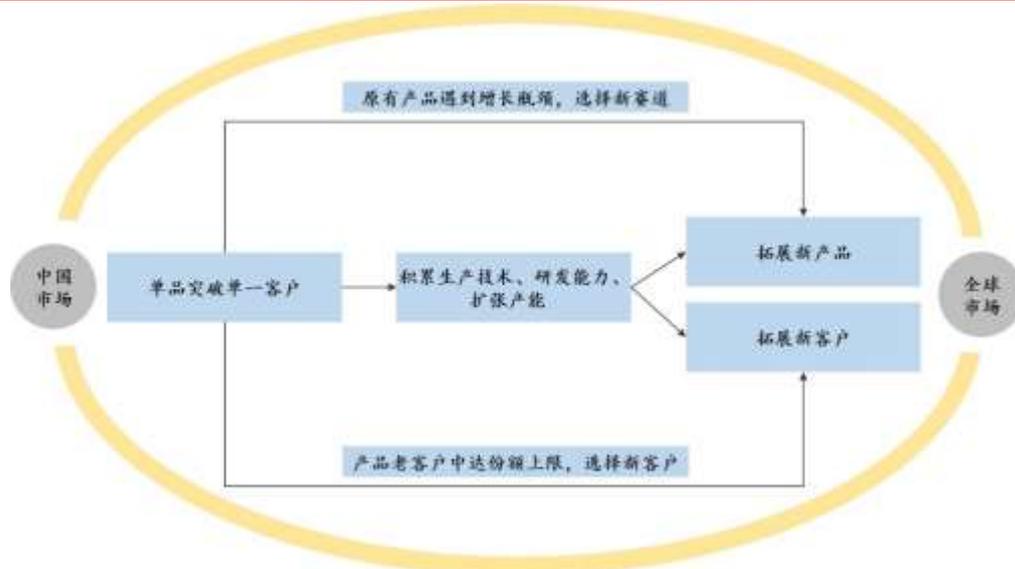
图表26： 中国汽车零部件发展模式及现状



资料来源：华泰证券研究所

中国汽车零部件企业成长为世界性零部件厂商主要分三步走。具体为：单品突破单一客户、积累生产技术和研发能力、拓展新客户或新产品。大多数汽车零部件企业发展的第一阶段是单一产品或者单一品类产品服务单一大客户；第二阶段是随着大客户销量增长而逐步放量，并迅速积累生产技术、研发能力、资金和扩张产能；第三阶段是将成熟产品导入新客户或者拓展新产品，寻找新的增长点，最终从国产替代拓展供货全球。目前上市公司中，大多数公司是第二步、第三步同时走的，主要是“老客户导入新产品”、“新客户导入旧产品”的方式，获得新、老产品的持续增长。

图表27： 中国汽车零部件成长路径分三步走



资料来源：华泰证券研究所

中国汽车零部件企业竞争优势归纳

目前我国汽车零部件企业的核心竞争力主要分为**成本领先、技术领先和资本优势**。具体来说，成本领先主要表现在凭借成本管理能力和就近配套、全产业链覆盖达到淘汰国外竞争对手的能力，主要存在于毛利率和科技含量较低的头枕、遮阳板、汽车玻璃等基础内外饰件产品上，代表企业有岱美股份、新泉股份、福耀玻璃等；技术领先主要体现在凭借工程师红利、快速响应的同步研发能力达到细分领域国际水平，主要存在于科技含量较高的汽车电子、车灯、控制器、发动机、变速器等领域，代表企业有科博达、星宇股份、德赛西威等；资本优势主要表现在上市公司凭借融资便利外延并购达到收购核心技术、打通上下游和快速拓展新市场、新业务的目的，代表企业有继峰股份、均胜电子等。

图表28： 中国汽车零部件企业逐步形成自己的核心竞争力

核心竞争力	核心竞争力领域	主要产品领域	代表公司
成本领先	1) 全产业链覆盖，零部件自制率高 2) 人工成本低，成本控制力强 3) 就近配套，运输费用低	科技含量低，产品与技术成熟的零配件，比如内饰件、头枕、座椅扶手、汽车玻璃等	岱美股份 福耀玻璃 新泉股份 ...
技术领先	1) 依托中国的工程师红利，具备较强的同步研发能力 2) 专注于特定细分市场 3) 能够快速响应下游客户技术要求	科技含量高，毛利率较高的有壁垒产品，比如汽车电子、车灯、控制器、发动机、变速器等	科博达 星宇股份 德赛西威 ...
资本优势	1) 产线规模大，财务资源较强 2) 上市公司，有较强的融资能力和渠道 3) 有较好的客户基础，产品、市场扩展空间大	外延并购收购核心技术，延伸上下游，拓展渠道和市场，新业务	继峰股份 均胜电子 宁波华翔 ...

资料来源：华泰证券研究所

汽车内饰市场：中国企业成长空间巨大

汽车内饰件市场概览

汽车饰件行业以外企为主，中国饰件龙头是华域汽车。全球汽车饰件企业以外企为主，主要是伴随国外优质整车厂发展企业。中国汽车工业发展较晚，配套的自主汽车饰件公司也起步晚，经过多年发展，以华域汽车为主的零部件厂商迅速成长。根据 Automotive News 评出的全球汽车零部件百强榜，从 2019 年营收规模来看，华域汽车已跻身前十大零部件厂商。通过对比全球前 9 大饰件公司与国内已上市的 9 个饰件公司，我们得到以下几个结论：1) 国产自主品牌与全球龙头差距较大，营收规模相差几十倍；2) 有个别企业做到了细分领域全球龙头，比如宁波华翔的桃木内饰和岱美股份的遮阳板；3) 国内公司主要做单一品类或单一功能零部件，全球零部件龙头主要做系统总成和多品类产品。

图表29：全球内饰件主要厂商

公司	主要产品	全球市场地位	2019 年营收 (亿美元)	2018 年营收 (亿美元)
弗吉亚	座椅、排气系统、汽车面板、中央控制台、车门面板	内饰第一、排气第二、座椅第四	199	207
安通林	车顶内饰系统、车门、座椅及照明设备、顶置系统	内饰第一	58	64
李尔	全套座椅系统、内饰件、电气管理系统	座椅第二	198	211
麦格纳	底盘系统、内外饰系统、座椅系统、动力总成、车顶系统、车辆结构与组件第一、外饰第二 汽车电子		394	408
安道拓	汽车座椅	座椅第一	163	174
丰田纺织	座椅、顶蓬、仪表板、中央储物箱、门板、地毯、遮物帘、座椅第三 消音垫		126	125
丰田合成	密封件、安全系统产品、车身内外饰件、机舱部件	内饰第二	75	76
华域汽车	座椅系统、内外饰、安全系统	中国第一	209	238

资料来源：Automotive News，华泰证券研究所

图表30：中国内饰件主要厂商

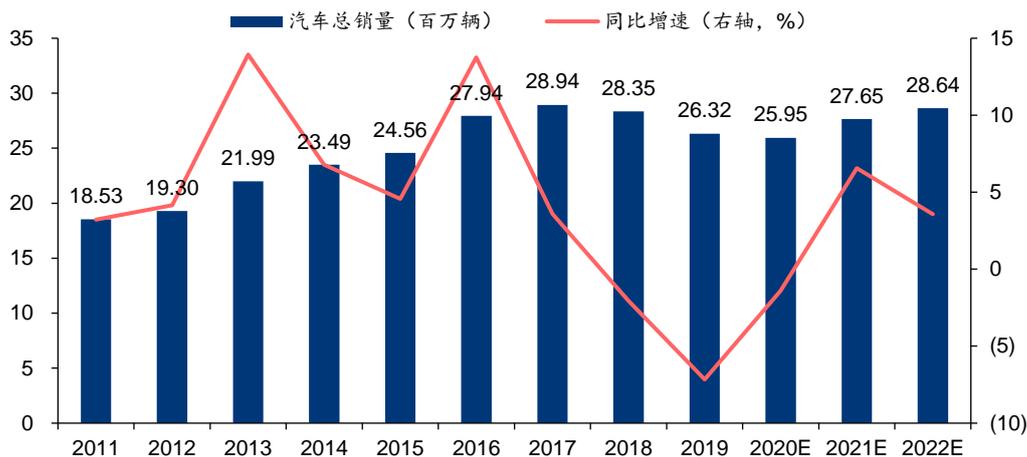
公司	主要产品	全球市场地位	2019 年营收 (亿元)	2018 年营收 (亿元)
华域汽车	座椅系统、内外饰、安全系统	中国第一	1,440	1,572
宁波华翔	仪表板、门板、立柱等内外饰件	桃木内饰第二	171	149
一汽富维	座椅、仪表板、门板		178	136
京威股份	内外饰件		36	54
双林股份	座椅、变速器、内外饰件		43	56
岱美股份	遮阳板、头枕	遮阳板全球第一	48	43
新泉股份	仪表板、门内护板、顶柜		30	34
常熟汽饰	门内护板、仪表板、立柱、衣帽架等内外饰件		18	15

资料来源：Wind，华泰证券研究所

全球市场大有可为，部分中国汽零企业具备国际竞争力

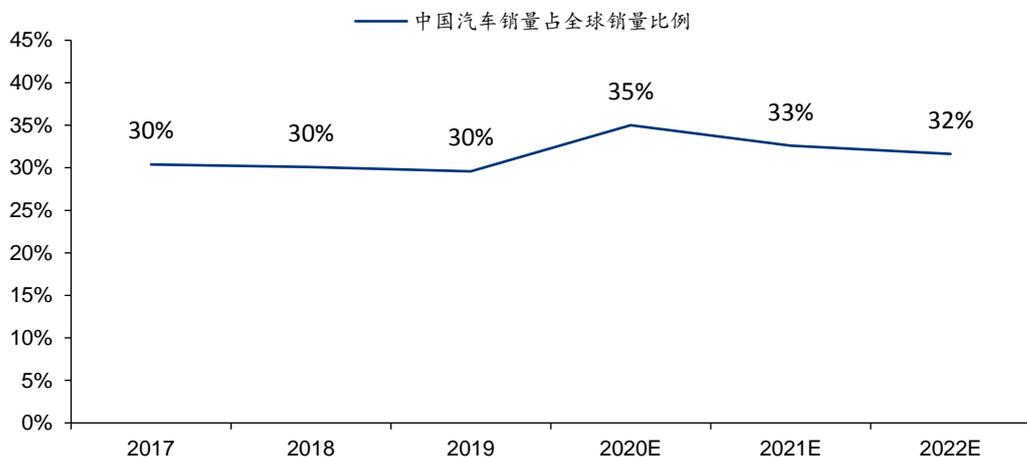
中国汽车市场增长达到瓶颈，海外市场更加广阔。汽车销量增长是汽车零部件行业增长的驱动力，中国汽车市场销量自 2017 年开始销量稳定在 2600-2900 万辆区间，对汽车零部件需求没有持续增长。从中国汽车销量占全球销量比例来看，2017-2022 年（2020-2022 年中国汽车销量为华泰汽车团队预测）占比处于 30-35% 区间，海外汽车销量约为中国汽车销量的 2 倍，对汽车零部件企业来说，海外市场大有可为。

图表31：国内汽车销量预测：2021-2022年汽车需求有望重回增长轨道



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表32：2017-2022年中国汽车销量占全球销量比例为30-35%



资料来源：中汽协，LMC，华泰证券研究所

部分具备国际竞争力的中国汽零企业已经率先进入海外市场，并且发展良好。我们把部分汽车零部件企业 2017-2019 年的海外销售收入占比的数据做了列表，发现 2017-2019 年海外销售收入占比持续提升的有：岱美股份、继峰股份、均胜电子、爱柯迪、福耀玻璃、精锻科技、新坐标。海外市场成为汽车零部件公司的主要增长来源之一，逐步实现了国产替代到走向海外的过程，我们认为未来部分企业将成为与整车厂同步研发、引领行业的龙头企业。

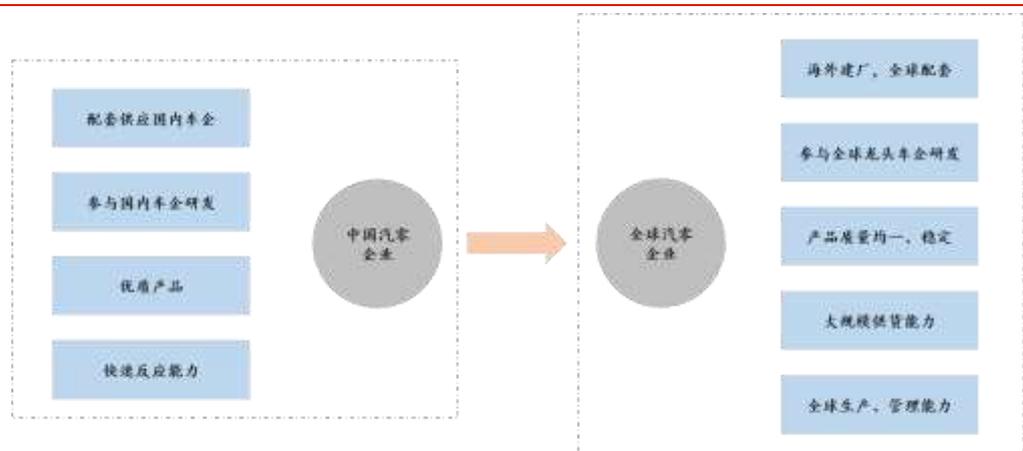
图表33： 部分中国汽车零配件企业海外销售收入占比

股票简称	2017年海外收入占比	2018年海外收入占比	2019年海外收入占比
岱美股份	75%	80%	82%
继峰股份	12%	16%	79%
均胜电子	64%	76%	77%
旭升股份	76%	79%	76%
爱柯迪	63%	66%	70%
中鼎股份	65%	67%	67%
三花智控	49%	46%	50%
福耀玻璃	35%	41%	48%
潍柴动力	43%	40%	41%
科博达	36%	36%	33%
精锻科技	22%	24%	27%
银轮股份	24%	24%	23%
拓普集团	18%	17%	21%
华域汽车	22%	20%	21%
新坐标	1%	3%	18%
伯特利	12%	12%	15%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

汽车零部件研发与整车同步，全球款车型需要多地就近配套。全球主要车企总部、研发部门在海外，并且大的整车厂在全球拥有多个工厂，这需要配套汽零企业不仅需要有研发能力、快速响应能力，也需要拥有全球配套能力。从汽车生产平台化的趋势来看，整车厂的众多车型将共用零部件，拥有成本优势的中国汽零企业将有效降低采购成本，随着中国企业走出国门、海外建厂，凭借成本优势、高效的管理，中国汽零企业市场份额将大幅提升。

图表34： 中国汽零企业走出去需要提升全球配套等方面能力



资料来源：华泰证券研究所

继峰股份、岱美股份产品市场规模测算

通过我们的计算，我们预计2022年全球轻型车头枕、座椅扶手、遮阳板和顶棚中央控制器总成市场规模达249、362、129和82亿元。

测算如下：

全球轻型车销量：我们使用的是LMC Automotive最新数据，是综合疫情和全球各大整车品牌的销量计划、新车等数据做出的预测，LMC预计2020-2022年全球轻型车销量分别为7,411、8,480、9,054万辆，分别同比-16.7%、+14.4%和+6.8%。

全球轻型车头枕与座椅扶手市场规模测算：我们根据继峰股份 2015 年招股说明书，头枕 2011-2014Q1-3 均价为 42、41、41、42 元/件，座椅扶手总成均价为 136、138、164、153 元/件。考虑到继峰股份产品客户以自主、合资中低端汽车为主，进口汽车产品单价由于复杂和豪华而更高，我们假设头枕和座椅扶手总成的均价为 50 元/件、200 元/件。由于六、七座汽车占比越来越多，我们假设 2018-2022 年全球轻型车车均头枕个数分别为 5.1、5.2、5.3、5.4、5.5 个，单车座椅扶手包括前中控和后座椅扶手。通过计算，我们得到 2022 年全球轻型车头枕和座椅扶手总成市场规模达 249、362 亿元。

全球轻型车遮阳板与顶棚中央控制器市场规模测算：根据岱美股份 2017-2019 年年报，遮阳板销售收入分别为 17.94、26.52、34.05 亿元，销售量 3275.62、4020.76、5062.90 万件，得到遮阳板均价分别为 54.76、65.96、67.25 元；2017-2019 年顶棚中央控制器销售收入 4.02、5.86、2.81 亿元，销售量 562.37、665.67、337.44 万件，得到顶棚中央控制器均价分别为 71.48、88.03、83.27 元。从岱美股份 2017-2019 年遮阳板、顶棚中央控制器均价趋势来看，遮阳板均价逐步提升，我们假设 2020-2022 年遮阳板单价均价为 69、70、71 元/件；顶棚中央控制器以往均价在 71-88 元之间，顶棚中央控制器价格主要跟设计、内部电子元器件相关，随着豪华车占比提升，我们假设全市场顶棚中央控制器产品均价呈上升趋势，假设 2020-2022 年顶棚中央控制器均价为 85、88、90 元/件。通过计算，我们得到 2022 年全球轻型车遮阳板和顶棚中央控制器市场规模达 129、82 亿元。

图表35： 2022 年全球头枕和座椅扶手总成市场规模达 252、367 亿元

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
全球轻型车销量（万辆）	9,423	8,895	7,411	8,480	9,054
全球轻型车销量增速	-1.0%	-5.6%	-16.7%	14.4%	6.8%
头枕单车平均个数	5.1	5.2	5.3	5.4	5.5
头枕单价（元）	50	50	50	50	50
扶手总成单车个数	2	2	2	2	2
扶手总成单价（元）	200	200	200	200	200
遮阳板单车个数	2	2	2	2	2
遮阳板单价（元）	66.0	67.3	69	70	71
顶棚中央控制器单车个数	1	1	1	1	1
顶棚中央控制器单价（元）	88.0	83.3	85	88	90
全球轻型车头枕市场空间（亿元）	240.3	231.3	196.4	229.0	249.0
全球轻型车座椅扶手市场空间（亿元）	376.9	355.8	296.4	339.2	362.2
全球轻型车遮阳板市场空间（亿元）	124.3	119.6	102.3	118.7	128.6
全球轻型车顶棚中央控制器市场空间（亿元）	83.0	74.1	63.0	74.6	81.5

备注：数据为轻型车（乘用车+车全重 6t 及以下轻型商用车）的数据；头枕单车平均个数无实际历史数据，仅为估算

资料来源：LMC Automotive “Global Automotive Sales Forecast Quarter 3 2020”，中国汽车工程协会，继峰股份、岱美股份招股说明书，Wind，华泰证券研究所

总结与推荐

以继峰股份与岱美股份为例，中国汽零企业成功因素归纳

中国汽零企业走向全球，盈利能力高于全球水平。通过分析两个典型的汽车内饰零配件供应商，我们分析了国内汽车零配件企业成长壮大并逐步建立国际竞争力的路径，其核心的成功因素在于：

- 1) 产品：专注打造有竞争力的核心产品，产品规模做大后，凭借客户优势，拓展新品类；
- 2) 核心竞争力方面：细分市场优势明显，主要在成本、质量、研发、盈利能力等；
- 3) 客户方面：率先突破单一国际大型汽车集团，规模做大后拓展其他主流品牌客户；
- 4) 技术领先：坚持较高的研发投入，确保产品与技术能够引领市场，并满足客户不断升级的需求；
- 5) 高效管理：大股东对企业有绝对的控制权，并参与日常经营；管理层有股权激励。
- 6) 服务领先：快速响应客户需求，从服务国内合资企业中建立良好的关系，逐步走向国门供应客户的全球工厂。

我们认为越来越多的中国企业将走出国门。中国汽车零部件企业凭借优质的产品、较低的成本和快速响应能力，将逐步走出国门，供应全球优质汽车企业。在走出国门的过程中，有的企业将选择并购同类型企业，输出管理模式、成本控制模式，帮助并购标的走出困境，有的企业将选择自建工厂，服务当地主机厂。展望未来十年，我们认为中国将有越来越多的汽车零部件厂商进入全球汽车零部件百强榜。

岱美股份 (603730 CH, 增持, 目标价 43.25 元)

岱美股份是领先的汽车内饰件制造商，主要产品包括汽车遮阳板、座椅头枕及扶手、顶棚中央控制器和内饰灯等，公司已与全球主要整车厂商建立了产品开发和配套供应关系，也是特斯拉在美国以及中国国内的汽车遮阳板供应商。

图表36：岱美股份盈利预测及估值（截至2021年1月13日）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,273	4,818	4,288	5,360	6,164
+/-%	31.61	12.74	(11.00)	25.00	15.00
归属母公司净利润 (百万元)	558.13	625.54	529.70	694.40	825.26
+/-%	(4.06)	12.08	(15.32)	31.09	18.85
EPS (元, 最新摊薄)	1.36	1.56	1.32	1.73	2.06
PE (倍)	37.60	17.72	20.95	15.98	13.42

资料来源：Wind，华泰证券研究所（备注：盈利预测来自华泰最新研究报告）

我们认为公司目前正进一步拓展日系客户，营业收入和市占率有望进一步提升。我们预计公司2020-2022年分别实现归母净利润5.30/6.94/8.25亿元，EPS分别为1.32/1.73/2.06元。我们基于2021年25x PE估值（2020年8月28日可比公司Wind一致预期PE均值为30x），给予公司目标价43.25元，维持“增持”评级。

风险提示：汽车需求不及预期；中美贸易摩擦加大影响岱美海外业务；公司海外拓展不及预期。

继峰股份 (603997 CH, 增持, 目标价 11.73 元)

继峰股份是国内最大的汽车头枕和座椅扶手制造商, 2019 年完成格拉默并购之后, 成为全球汽车头枕、座椅扶手和商用车座椅领域龙头企业之一。我们认为公司未来利润的增长主要来源于开源和节流。

图表37: 继峰股份盈利预测及估值 (截至 2021 年 1 月 13 日)

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,151	18,001	15,150	18,719	21,126
+/-%	13.11	736.74	(15.84)	23.56	12.86
归属母公司净利润 (百万元)	302.39	297.70	(219.40)	522.39	670.08
+/-%	3.26	(1.55)	(173.70)	(338.10)	28.27
EPS (元, 最新摊薄)	0.30	0.29	(0.21)	0.51	0.66
PE (倍)	24.57	25.41	-35.10	14.45	11.17

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (备注: 盈利预测来自华泰最新研究报告)

2021 年可比公司 Wind 一致预期 PE 均值 26 倍 (2020 年 12 月 1 日), 鉴于整合效果存在不确定性, 给予估值折价, 我们基于 2021 年 23 倍 PE 估值, 给予公司目标价 11.73 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 主要原材料价格波动对生产成本的影响; 技术更迭加快和市场竞争激烈的风险; 海外业务占比较高, 汇率波动的风险; 由于文化、体制差异, 整合不达目标的风险。

图表38: 报告提及公司

公司名称	股票代码
岱美股份	603730 CH
继峰股份	603997 CH
均胜电子	600699 CH
旭升股份	603305 CH
爱柯迪	600933 CH
中鼎股份	000887 CH
三花智控	002050 CH
福耀玻璃	600660 CH
潍柴动力	000338 CH
科博达	603786 CH
精锻科技	300258 CH
银轮股份	002126 CH
拓普集团	601689 CH
华域汽车	600741 CH
新坐标	603040 CH
伯特利	603596 CH
吉利汽车	175 HK
一汽集团	未上市
东风集团股份	0489 HK
丰田汽车	7203 JP
本田汽车	7267 JP
大众集团	VOW GR
日产汽车	7201 JP
特斯拉汽车	TSLA US
长城汽车	601633 CH
福特汽车	F US
戴姆勒	DAI GR
宝马	BMW GR
通用汽车	GM US
蔚来汽车	NIO US
小鹏汽车	XPEV US
广汽集团	601238 CH
上汽集团	600104 CH
格拉默	GMM GR
Motus	未上市

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

风险提示

经济增长不达预期: 受疫情影响, 全球经济复苏不达预期, 经济增长放缓, 影响汽车需求。

疫情反复影响汽车销量: 新冠疫情可能反复, 造成汽车消费下滑。

贸易摩擦加剧: 中美贸易摩擦存在不确定因素, 影响国内零部件出口。

汽车产销量不达预期: 实际的汽车产销量可能低于我们预测, 导致企业收入和利润不及我们预期。

免责声明

分析师声明

本人，林志轩、王涛、邢重阳、刘千琳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/或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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林志轩、王涛、邢重阳、刘千琳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：** 预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com