

中信证券研究部

核心观点



陈俊斌
首席制造产业
分析师
S1010512070001



宋韶灵
首席新能源汽车
分析师
S1010518090002



尹欣驰
汽车分析师
S1010519040002



联系人：董雨钟

大众汽车产业链

评级 **强于大市（首次）**
景气趋势 汽车↑

中国是全球汽车销售最大单一市场，国内汽车零部件供应链是全球最成熟的汽车产业集群。随着大众集团等全球主流整车厂的生产、销售进一步全球化，中国汽车零部件供应链迎来二次渗透的长期成长机会。我们估计大众产业链全球规模在 1660 亿欧元以上，国内规模在 600 亿欧元以上；且大众集团电动化转型坚定，产业链“中国制造”份额不断提升。我们综合梳理了两条投资主线：一、受益大众电动化、智能化转型，三电系统具有增量投资机会；二、受益于大众平台化战略，中国供应商市场份额不断提升，重点推荐德赛西威、华域汽车、福耀玻璃和宁德时代等。

为什么关注大众供应链？首先，大众集团是全球最大的汽车集团之一，全球乘用车市场份额稳定在 10% 以上，国内份额稳定在 15% 以上，是零部件供应链最重要的下游客户之一；大众集团汽车零部件供应体系开放程度高，管理层变革意愿强烈。其次，大众集团等头部车企引领着电动化、智能化升级的行业趋势，相关零部件系统单车价值量全面提升，是行业的全新增量；新技术升级的研发投入压力下，配套性价比高的中国零部件供应商全球份额有望进一步提升，这一趋势在疫情冲击下还将加速。

大众汽车产业链规模超过 1660 亿欧元，中国供应商份额提升空间大。大众汽车产业链规模巨大，我们预计 2019 年超过 1660 亿欧元，2012-2019 年 7 年 CAGR 约为 3.3%，且未来还将保持稳步增长。2016 年 6 月大众汽车集团布“TOGETHER Strategy 2025”，计划 2023 年前投资 300 亿欧元用于汽车电动化，2028 年前推出 70 款纯电动车，生产电动车 2,200 万辆。我们预计，在电动化和智能化升级研发投入的压力下，大众集团需要在全全球范围寻找更具性价比的供应商伙伴，中国供应商的份额有望进一步提升。

大众汽车产业链竞争格局差异较大，中国供应商地位不断提升。由于汽车零部件种类繁多，每一细分领域的市场竞争格局均有所不同，因此我们根据中国零部件供应商所处不同的市场地位，分类说明不同零部件的竞争格局差异：1) 外资供应商主导，国内供应商几无参与：发动机总成、变速器总成等；2) 外资供应商主导，国内供应商开始突破大众合资品牌：内饰件、非轮橡胶等；3) 国内供应商国内大众市场份额稳定，开始渗透大众全球：车灯及车灯控制器等；4) 国内供应商深度绑定大众全球，格局稳定：汽车玻璃、遮阳板等。

大众汽车产业链两条投资主线：平台化升级和电动、智能化升级。我们从大众集团供应链两大发展趋势梳理了投资主线：1) 受益于大众平台化战略，中国供应商市场份额持续提升，包括配套大众国内市场的供应商德赛西威、宁波华翔、新泉股份、松芝股份、宁波高发、文灿股份，关注一汽富维；稳定配套大众国内市场，开始渗透大众全球的供应商华域汽车、星宇股份、继峰股份、精锻科技、豪能股份、中鼎股份、新坐标；大众全球核心供应商，能力开始往外复制，如福耀玻璃、科博达、岱美股份、均胜电子。2) 受益大众汽车电动化、智能化升级，核心是三电系统，包括宁德时代、华域汽车、三花智控、恩捷股份、璞泰来、科达利、敏实集团，关注国轩高科、富奥股份。

- **风险因素：**全球宏观经济恢复不及预期；全球汽车行业景气度不及预期；大众汽车集团电动化进展不及预期。
- **投资策略：**大众汽车产业链规模巨大，标的众多，我们综合梳理两条投资主线一、受益大众电动化、智能化转型，三电系统具有增量投资机会；二、受益于大众平台化战略，中国供应商市场份额不断提升，重点推荐德赛西威、华域汽车、福耀玻璃和宁德时代等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
德赛西威	73.34	0.53	0.73	0.96	138	100	76	买入
宁波华翔	16.84	1.57	1.44	1.79	11	12	9	买入
华域汽车	33.65	2.05	1.53	2.21	16	22	15	买入
星宇股份	188.5	2.86	3.75	4.69	66	50	40	增持
宁波高发	16.16	0.80	0.87	1.03	20	19	16	买入
松芝股份	6.78	0.28	0.31	0.42	24	22	16	买入
继峰股份	8.14	0.35	-0.28	0.65	23	-29	13	买入
新泉股份	33.33	0.8	1.13	1.46	42	30	23	买入
中鼎股份	12.09	0.49	0.48	0.61	25	25	20	买入
豪能股份	24.24	0.58	0.9	1.23	42	27	20	买入
精锻科技	17.46	0.43	0.42	0.54	41	42	32	买入
新坐标	33.6	1.65	1.45	1.98	20	23	17	买入
福耀玻璃	40.87	1.16	1.1	1.46	35	37	28	买入
科博达	69.82	1.3	1.2	1.55	54	58	45	增持
均胜电子	24.94	0.77	0.02	0.86	32	1247	29	买入
岱美股份	25.47	1.54	0.86	1.13	17	30	23	买入
宁德时代	255.55	2.05	2.69		125	95		买入
敏实集团	33.55	1.46	0.97	1.37	20	30	21	买入
三花智控	26.25	0.41	0.4	0.49	64	66	54	买入
恩捷股份	97.39	1.06	1.52	2.17	92	64	45	买入
璞泰来	109.5	1.5	1.64	2.42	73	67	45	买入
文灿股份	29.18	0.29	0.40	1.82	100	72	16	
科达利	74.17	1.13	1.09	1.82	66	68	41	
一汽富维	12.2	0.80	0.94	1.41	15	13	9	
国轩高科	29.66	0.7	0.81	0.98	42	37	30	买入
富奥股份	7.81	0.49	0.52	0.69	16	15	11	

资料来源：Wind，中信证券研究部预测
 一汽富维、富奥股份预测为 wind 一致预期

注：股价为 2020 年 11 月 4 日收盘价，其中文灿股份、科达利、

目录

投资聚焦	1
投资逻辑.....	1
投资策略.....	2
风险因素.....	2
为什么要关注大众汽车产业链.....	3
中国汽车零部件供应链迎来长期成长机会	3
大众汽车产业链是中国供应商最重要的阵地	7
大众汽车产业链开放程度高，集团变革意愿强烈	9
大众汽车产业链行业规模：全球销量最高，产业链规模巨大	10
大众汽车产业链竞争格局：“中国制造”地位不断提升.....	15
外资供应商主导，国内供应商几无参与	15
外资供应商主导，国内供应商开始突破大众国内合资品牌	18
国内供应商大众国内市场份额稳定，开始渗透大众全球	20
国内供应商深度绑定大众全球，格局稳定	21
大众汽车产业链发展趋势：电动化转型坚定，平台化优势延续，“中国制造”占比不断提升	23
发布 Together Strategy 2025，提升电动化竞争力.....	23
在新能源领域延续平台化优势	25
中国供应商的份额持续提升.....	28
大众汽车产业链中国供应商的投资机会	30
受益于大众平台化战略，中国供应商市场份额持续提升	30
受益大众电动化、智能化的积极转型，三电系统带来增量投资机会	32
风险因素	34
投资建议	34

插图目录

图 1: 报告逻辑框架	1
图 2: 中国汽车零部件产业链上市公司市值与消费电子产业链上市公司市值对比	3
图 3: 国内新能源汽车销量及预测	4
图 4: 不同等级自动驾驶系统的单车价值量	4
图 5: 特斯拉、大众、丰田市占率情况	5
图 6: 特斯拉和 BBA 的车系对比	5
图 7: 特斯拉 2019 年销量组成	6
图 8: 宝马 2019 年销量组成	6
图 9: 奔驰 2019 年销量组成	6
图 10: 2015 年至 2018 年全球 14 家主流汽车集团的销量和研发费用情况	7
图 11: 2005-2019 年全球主要汽车制造商销量	7
图 12: 2005-2019 年汽车制造商在华销量	8
图 13: 2005-2019 年大众汽车集团分地区交付量	8
图 14: 丰田汽车集团供应商	9
图 15: 大众汽车集团供应商	9
图 16: 大众汽车集团旗下品牌	11
图 17: 2007~2019 年大众汽车集团汽车交付量	12
图 18: 2007~2019 年大众汽车集团乘用车品牌交付量	12
图 19: 2012-2019 年大众汽车产业链分地区规模	13
图 20: 2019 年大众汽车产业链分地区规模结构	13
图 21: 传统汽车与电动汽车 BOM 成本构成	14
图 22: 大众汽车集团产业链零部件价值拆分	14
图 23: 大众汽车产业链国内供应商成长路径	15
图 24: 大众变速器 DQ250, 6DCT	17
图 25: 各国变速器配比具有明显的地域性特征	18
图 26: 汽车内饰件种类	19
图 27: 大众全球内饰件产业链市场格局	19
图 28: 公司汽车橡胶产品及应用	20
图 29: 2018 年与非轮胎橡胶制品有关的销售收入前 15 强	20
图 30: 2014-2018 年大众非轮胎橡胶制品行业集中度	20
图 31: 汽车车灯示意图	21
图 32: 2019 年大众全球车灯市场格局	21
图 33: 2019 年大众国内车灯市场格局	21
图 34: 大众玻璃产业链竞争格局	22
图 35: 大众新能源汽车规划发展历程	23
图 36: 大众 MEB 车型上市时间轴	23
图 37: 大众汽车集团的电动汽车平台规划	24
图 38: 大众 MQB 模块化平台	25
图 39: 2009-2020 年一汽大众和上汽大众历年车型换代及新车型情况	26
图 40: 模块化平台示意图	27
图 41: MQB 和 MEB 平台电池成本趋势	28
图 42: 2012-2019 大众汽车集团营业收入及增速	29
图 43: 2012-2019 大众汽车集团净利润及增速	29

图 44: 2012-2019 上汽大众营业收入及增速..... 29
图 45: 2012-2019 上汽大众归母净利润及增速..... 29
图 46: 特斯拉上海工厂 30
图 47: 大众汽车在国内（含一汽大众和上汽大众）推出车型总数及 MQB 平台推出车型数量 30

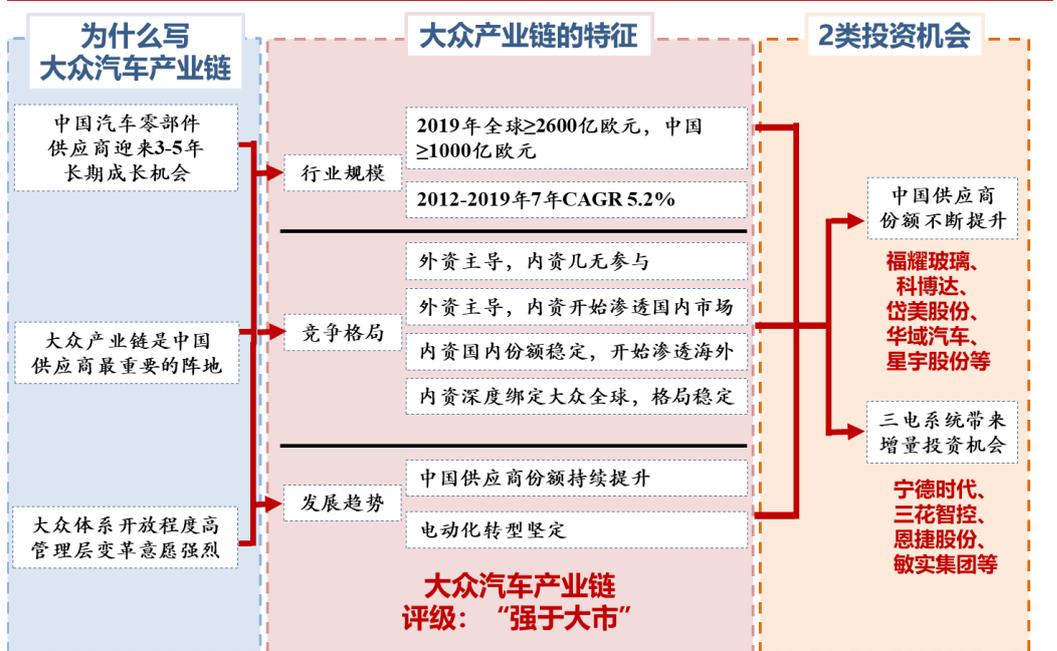
表格目录

表 1: 全球各大车企新能源纯电车型及销量规划..... 10
表 2: 大众汽车产业链规模测算..... 11
表 3: 汽车零部件品类划分 13
表 4: 2017-2019 年全球十佳发动机排名 15
表 5: 全球各大汽车厂商的核心发动机技术及优点 16
表 6: 全球整车厂商变速箱配套情况..... 17
表 7: 汽车玻璃与普通玻璃 22
表 8: 全球汽车玻璃主要供应商..... 22
表 9: 大众汽车集团在新能源动力电池业务领域布局 24
表 10: MQB 与 MEB 平台属性对比..... 28
表 11: 三电系统带来的汽车零部件变化 33
表 12: 大众电动车三电系统未来市场规模测算 33
表 14: 大众汽车产业链重点跟踪公司盈利预测 35

投资聚焦

投资逻辑

图 1：报告逻辑框架



资料来源：中信证券研究部

为什么选择大众汽车产业链？首先，我们认为中国汽车零部件供应商迎来长期成长机会，主要因为汽车行业电动化和智能化趋势带来单车价值量的全面提升，同时叠加新能源转型带来的行业集中度提升，车型数量持续下降，这些均有利于汽车零部件公司不断做大、做精、做强。同时在疫情冲击下，全球整车厂面临销量下滑和研发转型的双重压力，需要更具性价比的供应商伙伴。其次，大众汽车产业链是中国供应商最重要的阵地，大众汽车集团全球销量超千万，2019年其市占率为11.7%，位居全球车企第一。大众汽车集团是最早进入中国市场的汽车公司之一，销量增速迅猛，10年复合增速高达20.4%，稳占国内销量冠军位置，具有绝对性优势。最后，大众汽车供应体系开放程度高，管理层变革意愿强烈。

大众汽车产业链规模大且增长稳定。大众汽车产业链规模巨大，2019年达1662亿欧元，且增长稳定，2012-2019年7年CAGR为3.3%，在产业链规模已经十分巨大的情形下，较长时间维度中实现稳定增长实属不易。从地域分布的角度来看，中国、欧洲和北美是大众汽车集团的核心销售市场，因此其产业链价值集中也分布于这三个地区。据测算，2019年中国/欧洲/北美地区大众汽车产业链的规模分别为686.2亿/645.5亿/152.0亿欧元，合计占比为89.3%，其中中国市场占比为41%。分产品来看，动力系统产业链价值最高，2019年为581.6亿欧元，占比为35%。

大众汽车产业链竞争格局差异较大，中国供应商地位不断提升。由于汽车零部件种类繁多，每一细分领域的市场竞争格局均有所不同，因此我们根据中国零部件供应商所处不

同的市场地位，分类说明不同零部件的竞争格局差异：1) 外资供应商主导，国内供应商几无参与：发动机总成、变速器总成等；2) 外资供应商主导，国内供应商开始突破大众合资品牌：内饰件、非轮橡胶等；3) 国内供应商国内大众市场份额稳定，开始渗透大众全球：车灯及车灯控制器等；4) 国内供应商深度绑定大众全球，格局稳定：汽车玻璃、遮阳板等。

大众汽车产业链发展趋势：中国供应商份额持续提升，电动化转型坚定。大众汽车集团产业链未来将继续延续其一贯的车型平台化优势，坚定向电动化方向转型，且由于成本敏感度的不断提升，“中国制造”的份额将不断提升。大众汽车电动化目标宏伟，决心坚定，从2016年6月大众发布“TOGETHER Strategy 2025”开始，新能源战略不断加速升级，计划2023年前投资300亿欧元用于汽车电动化，2028年前推出70款纯电动车，生产电动车2,200万辆等。受新冠疫情持续影响，大众汽车集团全球和中国区营收和利润增长承压，集团亟需在成本端发力，寻找更具性价比的供应商伙伴以提升利润空间，中国供应商的份额有望持续提升。

投资策略

大众汽车产业链规模巨大，标的众多，我们综合梳理两条投资主线：一、受益于大众平台化战略，中国供应商市场份额持续提升。这里分为3个层次：1) 配套大众国内市场的供应商：重点推荐**德赛西威、宁波华翔、新泉股份、松芝股份、宁波高发、文灿股份，关注一汽富维**。2) 稳定配套大众国内市场，开始渗透大众全球的供应商：**重点推荐华域汽车、星宇股份、继峰股份、精锻科技、豪能股份、中鼎股份、新坐标**。3) 大众全球核心供应商，能力开始往外复制：**重点推荐福耀玻璃、科博达、岱美股份、均胜电子**。二、受益大众汽车电动化、智能化转型，三电系统带来增量投资机会。我们详细梳理了大众MEB平台车型三电系统国内供应商，动力电池和原材料方面，由宁德时代供应电池模组，璞泰来供应负极材料，恩捷股份供应隔膜，科达利供应结构件。电池包方面，敏实集团供应铝电池盒。电机方面，华域汽车供应前电机。热管理方面，三花智控供应电子阀、分离器等部件，富奥股份电子阀、空调压缩机、空调冷凝器等部件。我们看好MEB平台催生的国内零部件相关投资机会。**重点推荐宁德时代、华域汽车、三花智控、恩捷股份、璞泰来、敏实集团，关注科达利、国轩高科、富奥股份**。

风险因素

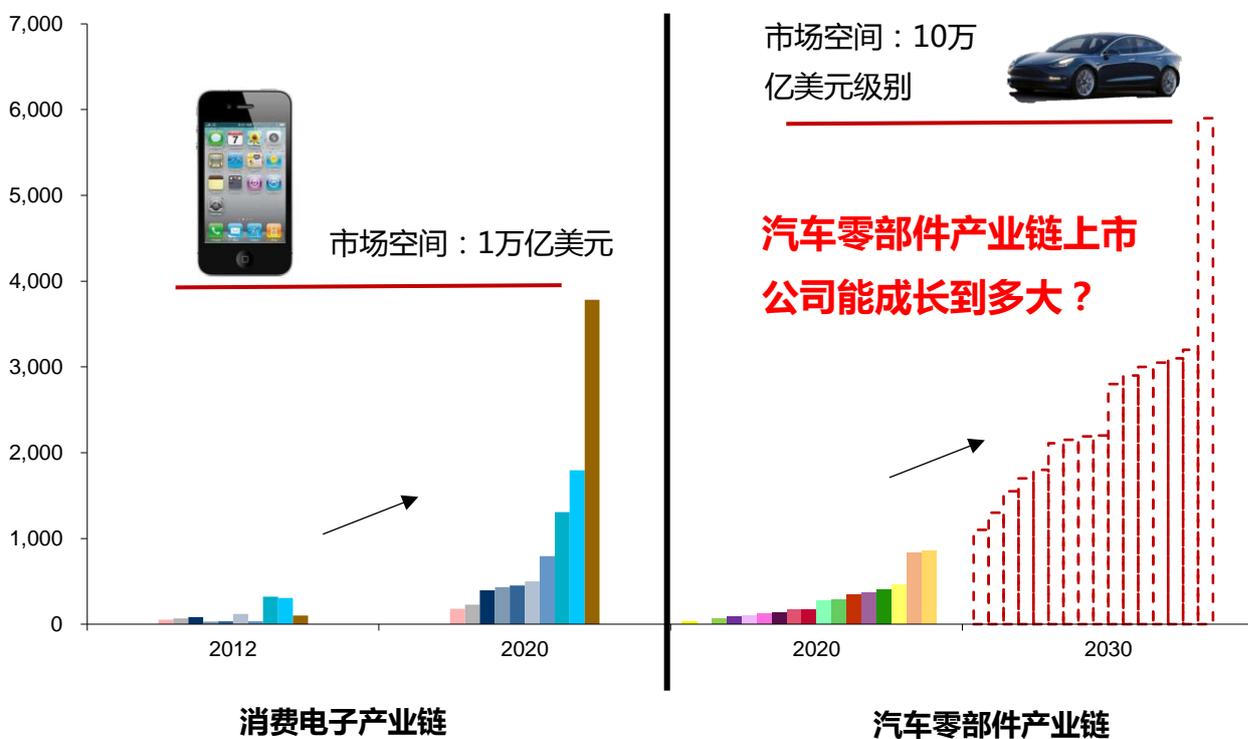
全球宏观经济恢复不及预期；全球汽车行业景气度不及预期；大众汽车集团电动化进展不及预期。

为什么要关注大众汽车产业链

中国汽车零部件供应链迎来长期成长机会

汽车零部件企业拥有巨大的成长空间。从市场空间来看，根据 Statista 数据，2019 年全球消费电子行业市场规模约为 1 万亿美元，而汽车行业市场规模处于十万亿的量级，远高于消费电子产业链。从行业供应商市值角度来看，国内消费电子产业链出现了许多千亿市值的公司，如立讯精密、歌尔股份等，而汽车零部件产业链（除去宁德时代）目前市值最大的公司是华域汽车（858 亿元）和福耀玻璃（835 亿元）。我们认为，在巨大的市场空间下，未来中国汽车零部件行业拥有巨大的潜力出现多个千亿市值的企业，目前仅仅处于开始阶段。

图 2：中国汽车零部件产业链上市公司市值与消费电子产业链上市公司市值对比（单位：亿元）



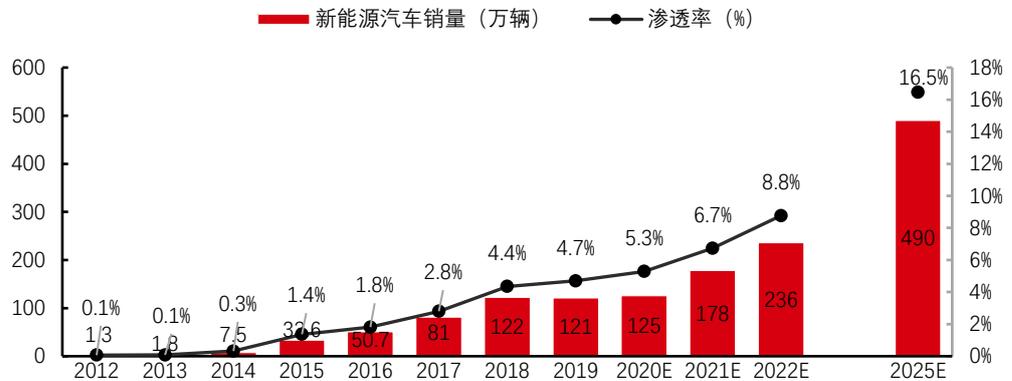
资料来源：Wind，汽车之家，中信证券研究部预测

国内汽车零部件企业长期成长的主要原因有以下 3 点：

1. 新能源汽车是全球各国战略方向，电动化带来单车价值的提升。我国新能源汽车长期政策导向明确，产业政策从直接补贴向间接扶持过渡，“双积分”、限购限行、基础设施建设、安全核查、电池后处理等促进措施有望推动产业健康发展。从海外看，欧美各国/地区均从政策上大力支持新能源汽车产业发展，对新能源汽车消费给予补贴。尤其欧盟，2020 年将开始全面进入 CO2 考核期（对企业供给端），且部分国家（如德国）进一步加大补贴消费者购置新能源车的力度。同时随着汽车的普及，消费者对汽车的需求不再只是

交通工具，而是私人空间和智能终端的结合。同时，自主品牌为了在驾乘体验上实现与合资品牌车型的差异化竞争，更有动力增配智能座舱和自动驾驶等智能化配置，汽车智能化升级将显著推升汽车电子系统的单车价值量。

图 3：国内新能源汽车销量及预测（万辆）



资料来源：中汽协，中信证券研究部预测

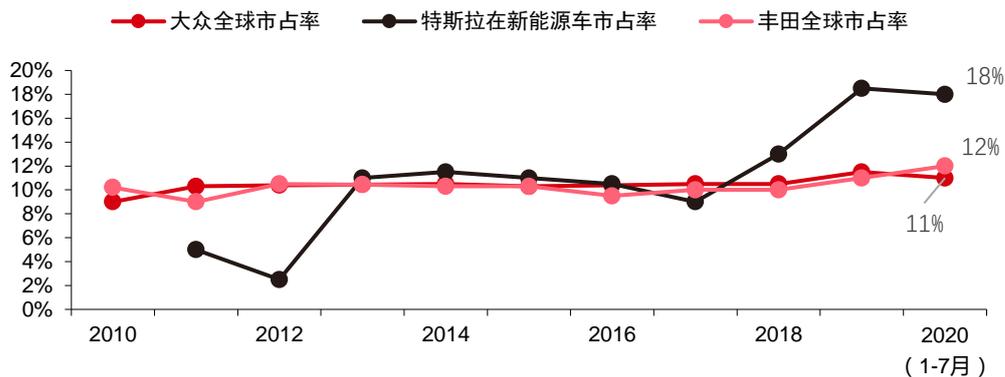
图 4：不同等级自动驾驶系统的单车价值量



资料来源：安波福官网

2. 下游行业集中度不断提升，车型数量减少。 特斯拉引领的电动智能风暴使得汽车行业处于巨变的前夕。从销量上来看，2020 年 1-7 月，特斯拉在新能源汽车中的占比为 18%，远高于大众汽车（11%）和丰田汽车（12%）在汽车中的销量占比，在未来汽车电动化的趋势下，下游集中度有望提升。同时，我们可以看到，特斯拉的车型数量，相较于同级别的 BBA（奔驰、宝马、奥迪）也有大幅减少。下游行业集中度的提升叠加车型数量的减少，有利于汽车零部件企业做大、做精、做强。

图 5: 特斯拉、大众、丰田市占率情况



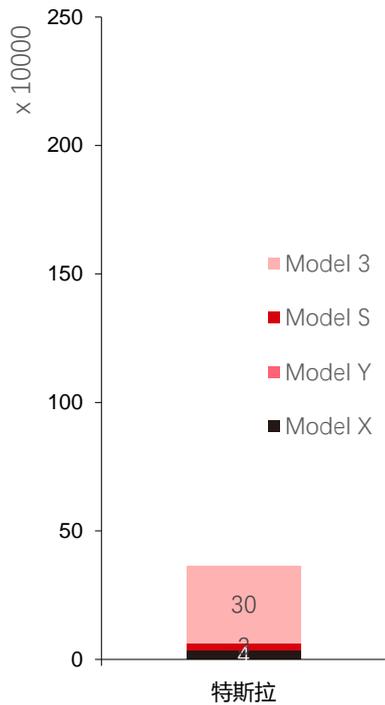
资料来源: Marklines, 各公司公告, 中信证券研究部

图 6: 特斯拉和 BBA 的车系对比



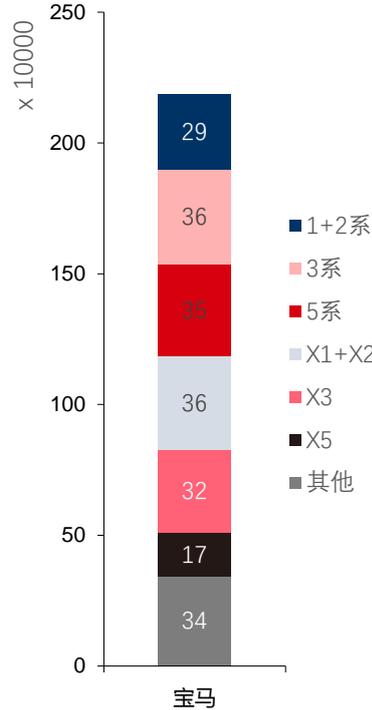
资料来源: 各公司官网, 中信证券研究部

图 7: 特斯拉 2019 年销量组成 (单位: 万辆)



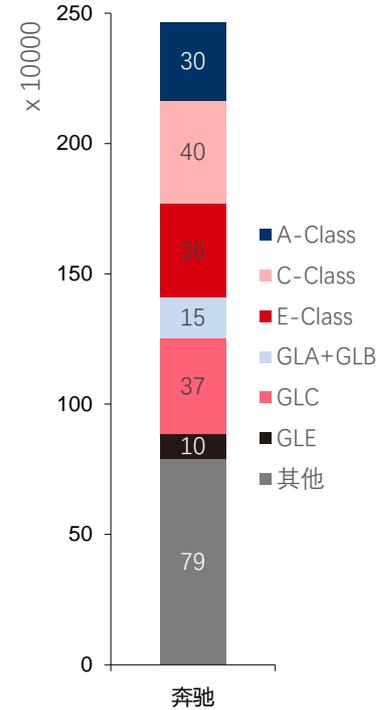
资料来源: Marklines, 中信证券研究部

图 8: 宝马 2019 年销量组成 (单位: 万辆)



资料来源: Marklines, 中信证券研究部

图 9: 奔驰 2019 年销量组成 (单位: 万辆)

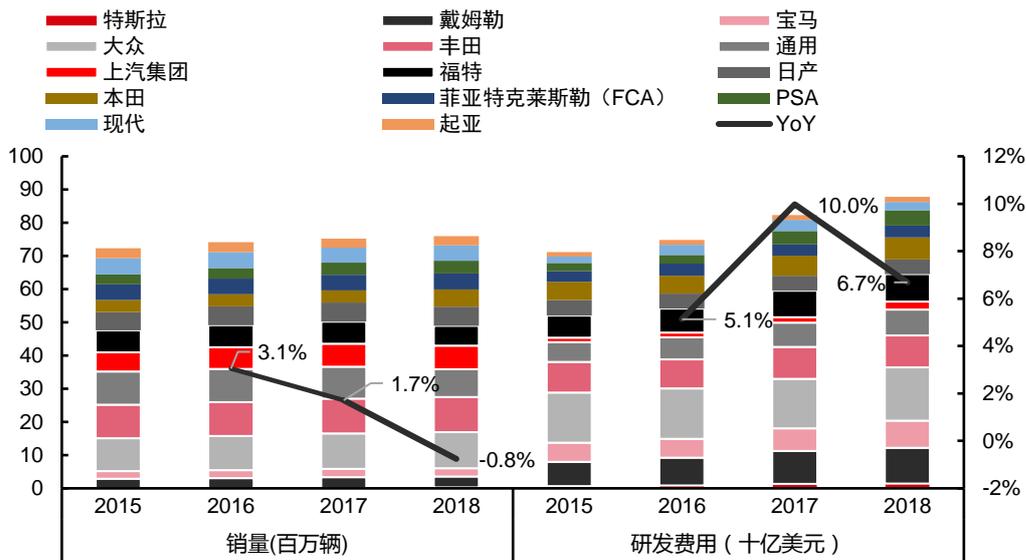


资料来源: Marklines, 中信证券研究部

3. 全球整车厂在销量下滑和研发转型的双重压力下, 需要更具性价比的供应商伙伴。

我们统计了全球 14 家主流整车厂近几年的销量和研发费用情况, 一方面, 14 家整车企业的合计销量增速放缓, 且 2018 年出现了下滑趋势; 另一方面, 在电动化、智能化技术升级的背景下, 14 家主流整车厂研发投入逐年攀升。在下游增长趋缓和新技术投入的双重压力下, 全球整车厂亟需调整自身的采购战略, 寻求更具性价比的供应商伙伴。在这一背景下, 优质的中国零部件供应商料将突破国内汽车消费的天花板, 有望在全球范围内进一步提升市场份额。

图 10：2015 年至 2018 年全球 14 家主流汽车集团的销量和研发费用情况

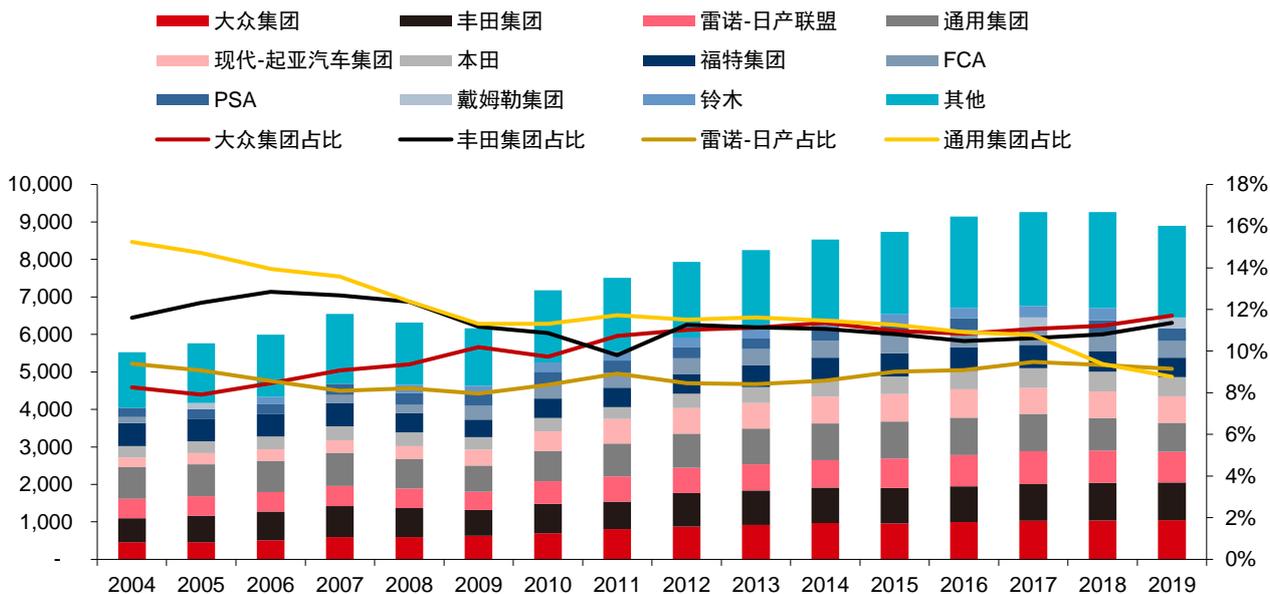


资料来源：相关公司公告，Bloomberg，中信证券研究部

大众汽车产业链是中国供应商最重要的阵地

大众汽车集团全球销量超千万，连续三年位列行业榜首。2008 年，大众汽车集团汽车销量首次超过福特，成为世界第三大汽车制造商。2017 年，大众汽车集团成为全球第一家销量超千万的汽车制造商，位列行业榜首。2017 至 2019 年，大众汽车集团全球汽车销量分别为 1025.0/1040.0/1041.6 万台，连续三年保持增长，2019 年其市占率为 11.7%，高于丰田、雷诺-日产、通用汽车等其他大型汽车集团。

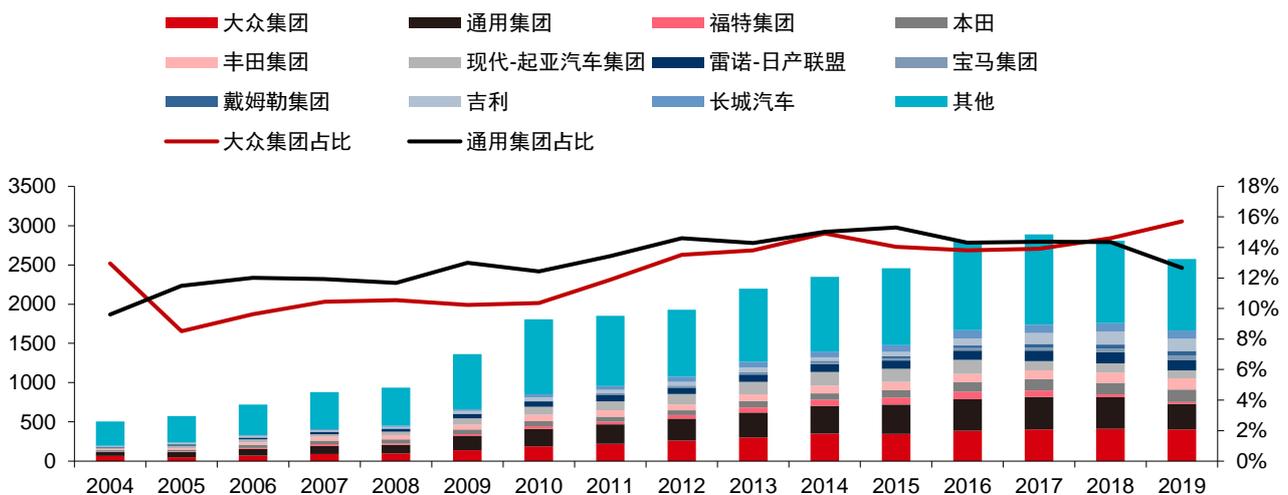
图 11：2005-2019 年全球主要汽车制造商销量（单位：万辆）



资料来源：Marklines，中信证券研究部

本土化策略卓有成效，大众汽车集团在华销量稳居前列。大众汽车集团是最先进入中国市场的汽车公司之一，1985 年上汽大众正式成立，桑塔纳、帕萨特的热销使其迅速成为国内最大的汽车制造商。2005 年至 2014 年，在中国经济高速发展的背景之下，大众汽车集团依托于上汽大众和一汽大众的本土化策略卓有成效，产品质量与设计受到消费者认可，销量增速迅猛，10 年内汽车销量复合增速高达 20.4%。同时，大众汽车集团与通用汽车稳占国内销量冠亚军位置，历年市场份额达第三名车企的 2-3 倍，具有绝对性优势。2019 年大众汽车集团在华销量（410 万台），再次超过通用汽车，位列第一。

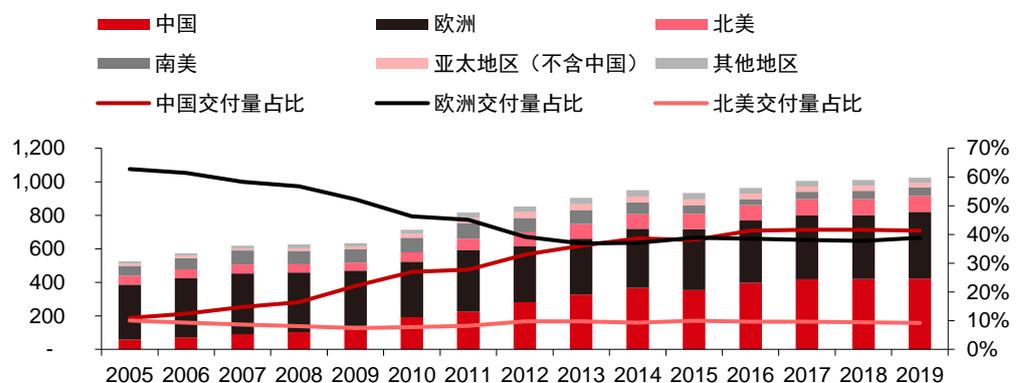
图 12：2005-2019 年汽车制造商在华销量（单位：万辆）



资料来源：Marklines，中信证券研究部

从大众汽车集团分地区交付量来看，2016 年大众在中国共交付乘用车 397.5 万辆，首次超过欧洲地区，成为大众汽车集团全球最大市场。2019 年大众汽车集团在中国、欧洲、北美的乘用车交付量分别为 422.9/397.8/93.7 万辆，占比分别为 41.3%/38.8%/9.1%。

图 13：2005-2019 年大众汽车集团分地区交付量（单位：万辆）

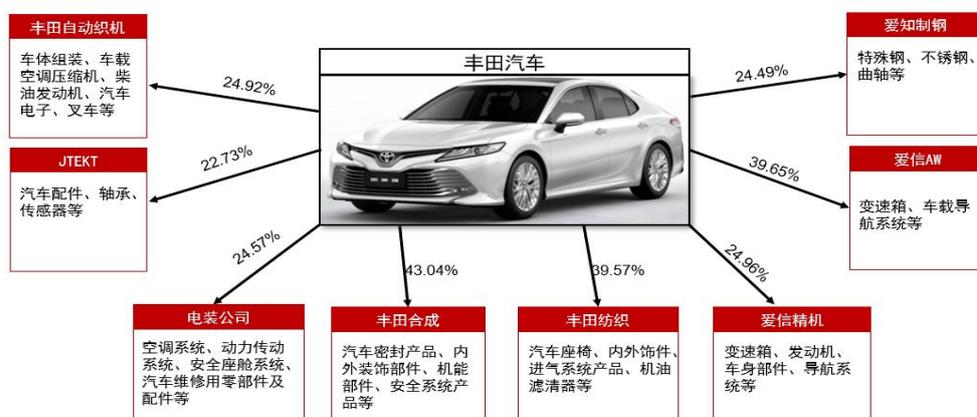


资料来源：公司年报，中信证券研究部

大众汽车产业链开放程度高，集团变革意愿强烈

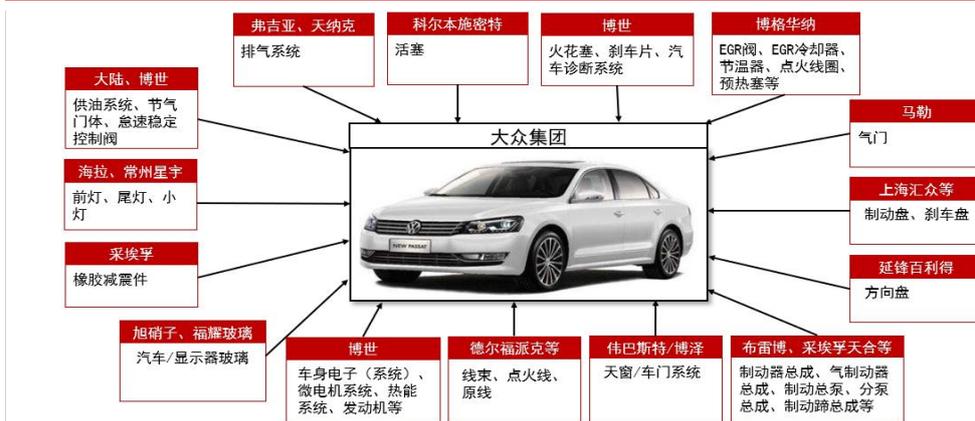
作为全球 TOP2 车企，大众汽车供应链相对于丰田更加开放。大众和丰田作为全球传统车企龙头，采用的供应链策略却大相径庭。丰田建立了近乎覆盖全产业链的生产体系，一级供应商基本均由丰田汽车直接控股，包括电装公司、爱信精机、丰田纺织、爱知制钢等，覆盖动力总成、底盘控制、座椅、钢材、轴承、光电等上下游领域。丰田相对封闭的供应链体系为其贡献了较大的利润空间，但留给外部供应商的机会相对较少。而大众汽车集团在全球范围内与各国供应商建立了更紧密的合作关系，包括德国大陆集团、博世集团、博格华纳、德尔福派克、福耀集团、常州星宇等。随着大众 MEB 产业链的发展，宁德时代、国轩高科、三花智控、华域汽车、精锻科技等国内供应商凭借制造优势或技术优势，将迎来新的成长机遇。

图 14：丰田汽车集团供应商



资料来源：公司年报，wind，中信证券研究部

图 15：大众汽车集团供应商



资料来源：盖世汽车研究院，中信证券研究部

大众汽车集团积极布局新能源汽车产业链，变革意愿强烈。传统汽车企业正处于转型之际。一方面，以特斯拉为代表的造车新势力销量和产能爬坡，正在抢占传统车企的市场份额，另一方面，中国、欧洲、美国等国家及地区通过严格的环保政策和力度较大的补贴措施推动新能源汽车产业的发展。

大众汽车集团早在 2016 年发布的“2025 战略”中就已提出要成为电动汽车领域的领先企业，并将从集团层面协调品牌、地区及各大功能模块以实现此目标。大众将打造三个全新的纯电动车专属平台，分别为 MEB、PPE 以及 SPE。其中，1) MEB 为紧凑型纯电动平台，适用于大众/斯柯达/SEAT/奥迪等品牌的小型车；2) PPE 为豪华型纯电动平台，适用于保时捷、奥迪、宾利等品牌的中大型车；3) SPE 为高性能纯电动平台，适用于保时捷/兰博基尼等品牌，完成跑车的电气化转型。MEB 平台旨在提供高性价比的电动车，将成为大众新能源汽车销量增长的主要驱动力。2019 年底首款 MEB 平台电动汽车 ID.3 已在德国 Zwickau 工厂实现量产，PPE/SPE 平台预计将于 2022 年及 2025 年投入应用。

大众汽车集团计划未来五年内在混合动力、电动出行和数字化领域投入近 600 亿欧元。其电动汽车产销量目标如下：1) 车型方面，2029E 前大众规划推出 75 款纯电动车、以及 60 款混合动力车；2) 销量方面，2029E 前大众规划累计销售 2,600 万辆纯电动车，其中，约 2,000 万辆纯电动车将在 MEB 平台生产。

表 1：全球各大车企新能源纯电车型及销量规划

全球十大车企	2025E 全球纯电动车型数量	2025E 全球纯电动车销量目标
大众	50+款	200 万辆-300 万辆
丰田	10+款	50 万辆
雷诺日产三菱	12+款	420 万辆 (2022E)
通用汽车	11 款	100 万辆 (仅包括中国/美国市场)
现代起亚	50+款	<67 万辆 (现代汽车)
福特集团	8 款	NA
本田汽车	NA	约 300 万辆 (2030E)
FCA	NA	NA
PSA	4 款 (2021E)	NA
戴姆勒集团	10 款 (2022E)	约 50-65 万辆

资料来源：Marklines，中信证券研究部

■ 大众汽车产业链行业规模：全球销量最高，产业链规模巨大

大众汽车产业链规模稳定增长，2019 年达 1662 亿欧元。根据大众汽车集团年报数据，我们估算了大众汽车零部件产业链规模，并作出如下假设：①选取大众汽车集团旗下具有代表性的 4 个品牌：大众乘用车、奥迪、斯柯达、保时捷，通过其营收和销量数据，计算出加权平均后的单车价值；②暂不考虑成本结转过程中非直接材料成本的分摊分配，假设单车 BOM 成本率=1-毛利率-折旧摊销占比-人工费用占比，计算可得单车 BOM 成本；单车 BOM 成本与产量之积即为大众供应链的市场规模。据此测算得到，大众汽车产业链规模呈上升趋势，2019 年达 1661.8 亿欧元，2012-2019 年 7 年 CAGR 为 3.3%，在产业链规模已经十分巨大的情形下，较长时间维度中实现稳定增长实属不易。

表 2: 大众汽车产业链规模测算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
单车价格(万欧元)	2.4	2.5	2.6	2.8	2.9	2.8	2.9	3.0
毛利率	17.7%	17.4%	17.6%	15.4%	18.9%	18.4%	19.8%	19.8%
折旧摊销占比	6.5%	7.0%	7.8%	8.9%	9.3%	9.3%	9.3%	9.6%
人工费用占比	17.1%	18.1%	19.1%	19.7%	19.9%	19.8%	20.5%	20.2%
单车 BOM 成本(万欧元)	1.4	1.4	1.4	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
产量(万辆)	925.5	972.8	1,021.3	1,001.8	1,040.5	1,087.5	1,101.8	1,082.3
大众产业链规模(亿欧元)	1,323.6	1,403.4	1,478.1	1,596.9	1,554.3	1,618.8	1,606.6	1,661.8

资料来源: 公司年报, 中信证券研究部测算

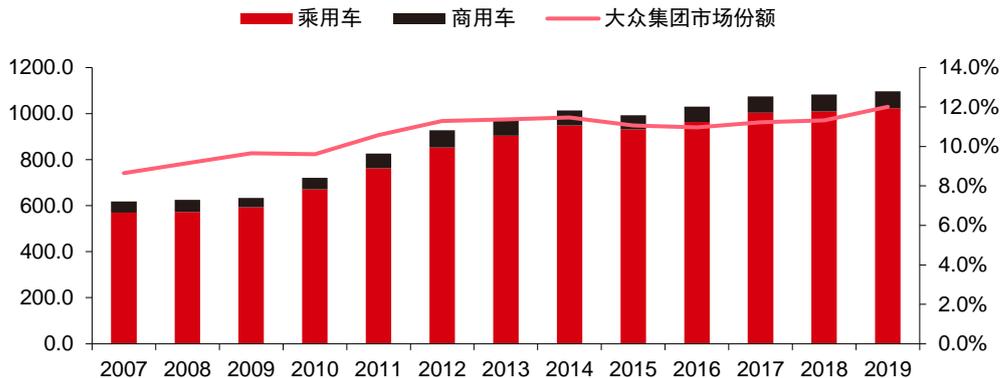
大众汽车集团是全球领先的汽车制造商, 汽车交付量连续 3 年位居全球第一。大众汽车集团成立于 1938 年, 是欧洲最大的汽车制造商, 在全球各地设有 125 个生产工厂, 产品销往 153 个国家和地区。大众汽车集团旗下共有 12 个汽车品牌, 包括大众、奥迪、宾利、保时捷等乘用车品牌与大众商用车、斯堪尼亚、MAN 等商用车品牌, 覆盖中高端/豪华乘用车及商用车领域。2017-2019 年, 大众汽车集团汽车交付量分别为 1074.2/1083.4/1097.5 万辆, 连续三年保持增长并占据全球销量榜首。由 OICA 统计数据可得, 2019 年大众汽车集团的全球市场份额为 12.0%, 高于丰田、雷诺-日产、通用等其他大型汽车集团。就乘用车而言, 大众(含大众中国)、奥迪、斯柯达品牌的汽车交付量常年位居前列, 2012 年以后, 随着西亚特、保时捷、兰博基尼等品牌销量增速提升, 销量 TOP3 品牌占比整体呈下降趋势。2019 年大众、奥迪、斯柯达交付量分别为 627.8/184.6/124.3 万辆, 占集团乘用车总交付量的比例分别为 61.3%/18.0%/12.1%, 合计为 91.5%。

图 16: 大众汽车集团旗下品牌



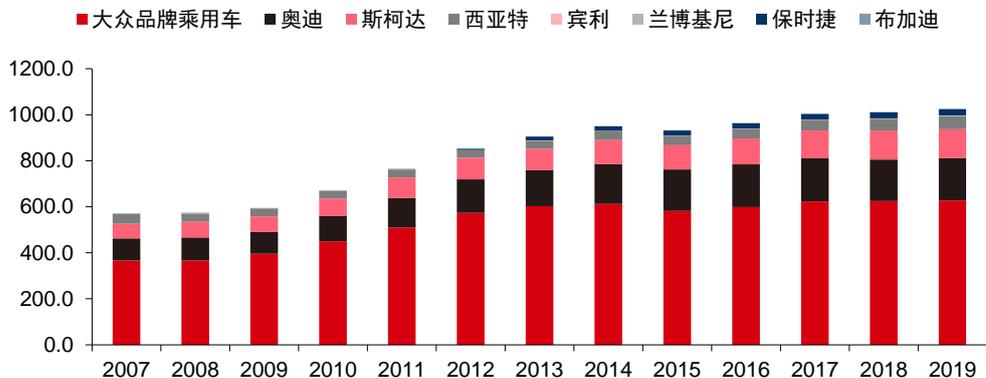
资料来源: 公司年报

图 17：2007~2019 年大众汽车集团汽车交付量（万辆）



资料来源：公司年报，中信证券研究部

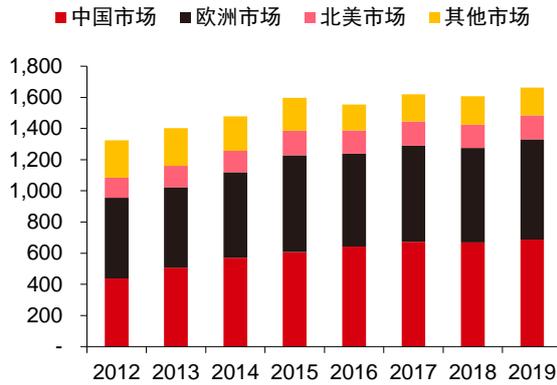
图 18：2007~2019 年大众汽车集团乘用车品牌交付量（万辆）



资料来源：公司年报，中信证券研究部

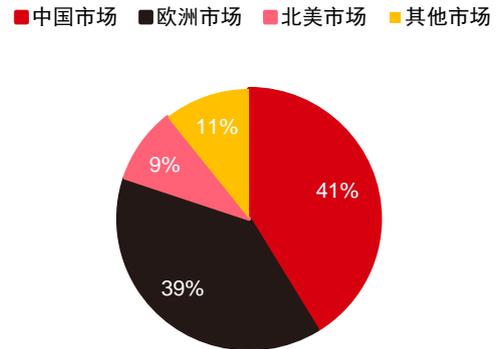
大众汽车产业链集中分布于三大核心市场，“中国制造”占据半壁江山。从地域分布的角度来看，中国、欧洲和北美是大众汽车集团的核心销售市场，因此其产业链价值集中也分布于这三个地区。据测算，2019 年中国/欧洲/北美地区大众汽车产业链的规模分别为 686.2 亿/645.5 亿/152.0 亿欧元，合计占比为 89.3%。随着大众电动化战略全面铺开，中国供应商将有机会进入大众汽车产业链，并实现全球替代。但由于中美贸易摩擦，中国供应商进入北美市场可能存在较大阻力，我们认为拥有成本或技术优势的国内制造商有望进入大众欧洲供应链，迎来新的成长机遇。

图 19: 2012-2019 年大众汽车产业链分地区规模 (单位: 亿欧元)



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部测算

图 20: 2019 年大众汽车产业链分地区规模结构



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部测算

汽车零部件模块产业链价值巨大, 动力系统占比最高。传统汽车零部件及总成可划分为动力系统、内外饰、底盘、车身及其他五大部分, 动力系统占比最高 (27%-35%) ; 电动汽车在此基础上增加电池组, 与动力系统合计占单车成本比例高达 43%-70%。传统汽车与电动汽车的动力系统构成截然不同, 前者由引擎、辅助动力装置、变速器、排气系统等组成, 而后者则由电池、电机、电控系统组成。根据世界汽车组织 (OICA) 对汽车成本结构的拆分, 我们对大众汽车产业链进行了价值拆分。据测算可得, 动力系统 (发动机等/三电系统) 产业链价值最高, 2019 年为 581.6 亿欧元, 内外饰/车身/传动装置/底盘/其他分别为 382.2/249.3/149.6/132.9/166.2 亿欧元

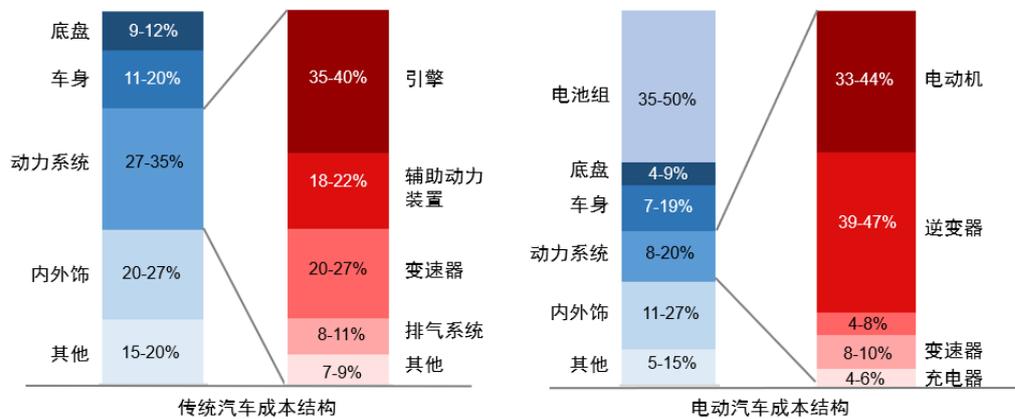
表 3: 汽车零部件品类划分

车身	白车身+4 门 2 盖骨架	电子电器	液晶仪表盘
	前玻璃		中控大屏-硬件
	后玻璃		中控大屏-软件
	升降玻璃系统		线束 (含保险丝+低压继电器)
	门锁		车身件、控制器
	雨刮器系统		音响
	后视镜		小开关 (不含方向盘)
	其它		方向盘开关/控制柄
外饰	前后保险杠	燃油动力总成	空调开关
	车灯		车载通讯 T-BOX
	密封件		前视摄像头
	天窗系统		环视摄像头
	饰条		毫米波雷达
	其它		前后超声波雷达
内饰	座椅	燃油动力总成	低压蓄电池 12V
	板件		胎压监测
	方向盘		其它
	安全气囊		发动机
	安全带		变速箱
	换挡器(方向盘后)		油箱
	脚踏板		传动
	空调		其它

其它		电池电芯
车桥		电池模组
大梁		电池 PACK
悬架（含减震器+弹簧）		BMS 硬件
摆臂+2 个稳定杆		BMS 软件
电动转向系统	三电	电机
刹车（基础制动管路、刹车盘）		电动变速箱
刹车磨损件		电控
卡钳		电控中的逆变器
刹车用电子稳定程序		电控中的其余部分
iBooster		热管理
轮胎		其它

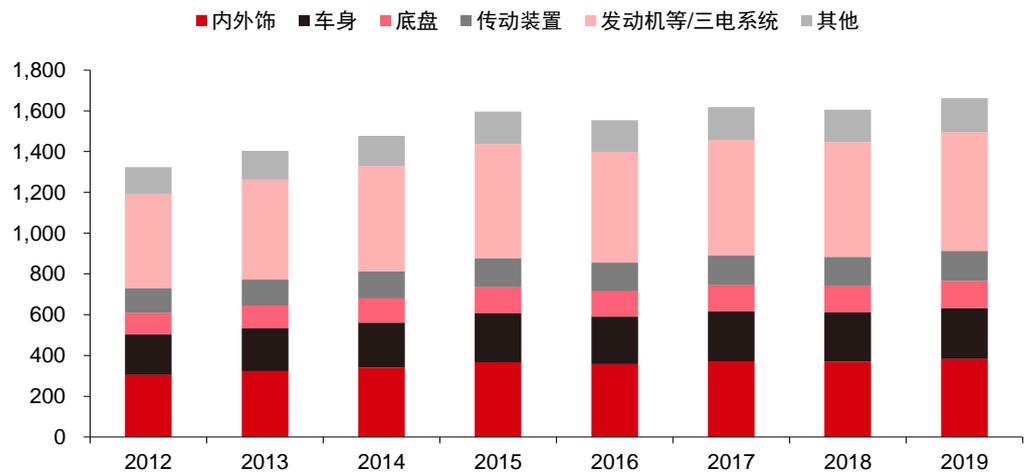
资料来源：MArklines，各公司官网，汽车之家，车主之家，中信证券研究部

图 21：传统汽车与电动汽车 BOM 成本构成



资料来源：世界汽车组织（OICA），中信证券研究部

图 22：大众汽车集团产业链零部件价值拆分（单位：亿欧元）

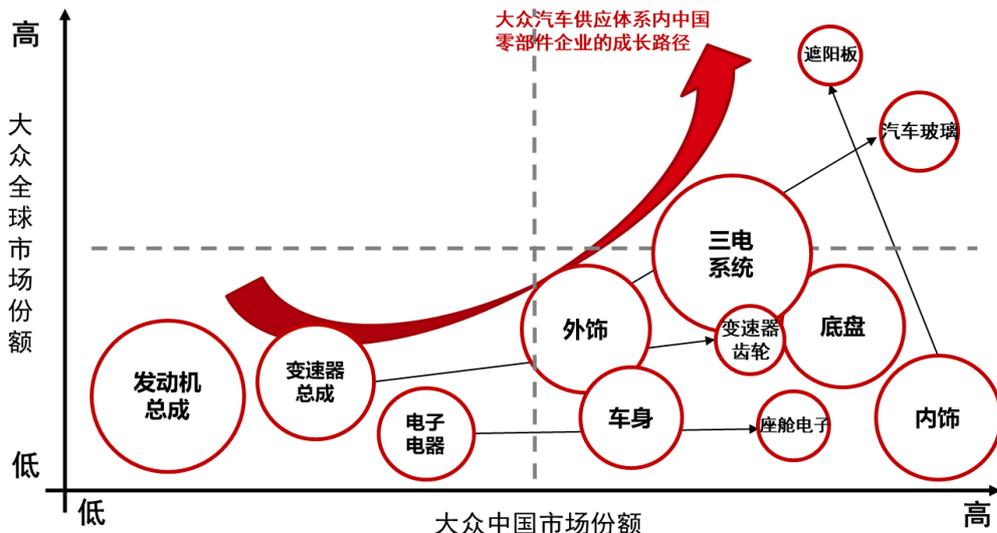


资料来源：公司年报，中信证券研究部测算

大众汽车产业链竞争格局：“中国制造”地位不断提升

由于零部件种类繁多，每一细分领域的市场竞争格局均有所不同，因此我们根据中国零部件供应商所处不同的市场地位，分类说明不同零部件的竞争格局差异。

图 23：大众汽车产业链国内供应商成长路径



资料来源：中信证券研究部

外资供应商主导，国内供应商几无参与

发动机总成：汽车发动机是为汽车提供动力的装置，决定着汽车的动力性、经济性、稳定性和环保性。伴随着工业革命的深入开展，欧洲工程师不断取得发动机技术、燃料及设计上的重大突破，如往复式活塞式四冲程汽油机（1876, Nicolaus A.Otto）、压燃式发动机（1892, Rudolf Diesel）、废气涡轮增压理论（1926, A.Buchi）等。1965年，德国博世公司第一次推出由电子计算机控制的汽油喷射系统，开启了电控技术在汽车发动机上应用的历史。此后，美国和日本等国的汽车公司相继研发成功。经过数年发展，以电子计算机为核心的发动机管理系统已逐渐成为汽车发动机的标准配置，欧美日等汽车强国积累了深厚的技术基础。而中国汽车发动机行业起步较晚，目前技术研发和制造水准与国外厂商相比仍有较大差距。

表 4：2017-2019 年全球十佳发动机排名

2019 年	2018 年	2017 年
宝马 3.0T(B58)涡轮增压直列 6 缸发动机	雪佛兰 Bolt EV150kW 电动系统	宝马 3.0T 直列 6 缸发动机
福特 5.0L V8 发动机	克莱斯勒 Pacifica 混动 3.6L 插电混动	雪佛兰 1.5L 发动机/串联式混合动力系统
日产 2.0T VC-Turbo 可变压缩比发动机	福特 F-1502.7T 双涡轮增压	克莱斯勒 3.6L V6 发动机/双电机插电式混合动力系统
雪佛兰 6.2L OHV V8 发动机	福特野马 GT5.0L 自然吸气	福特 2.3T 直列 4 缸发动机
福特 3.0T DOHC 涡轮增压柴油发动机	本田 Clarity130kW 燃料电池	本田 2.0L 直列 4 缸发动机/双电机混合动力系统
菲亚特-克莱斯勒 3.6 升 DOHC PentastarV6	本田思域 TYPE-R2.0T 涡轮增压	现代 1.4T 直列 4 缸发动机

2019 年	2018 年	2017 年
直喷汽油发动机		
现代 120 千瓦燃料电池/电力动力系统	英菲尼迪 Q503.0T 涡轮增压	英菲尼迪 3.0T V6 发动机
本田 2.0L 阿特金森循环 i-VTEC 发动机	捷豹 XF2.0T 涡轮增压	马自达 2.5T 直列 4 缸发动机
现代 150 千瓦纯电动动力系统	起亚斯汀格 3.3T 涡轮增压	奔驰 2.0T 直列 4 缸发动机
丰田 2.0L 阿特金森循环发动机+双电机混合动力系统	凯美瑞混动 2.5L 混合动力	沃尔沃 2.0T 双增压直列 4 缸发动机

资料来源：美国权威杂志社《Ward's Auto World》，中信证券研究部

各大整车厂商以自产发动机为主、外购为辅，大众全球市场由外资完全主导。汽车发动机是汽车的核心配套资源，是决定汽车主机厂市场地位的重要因素之一。由于研发发动机的技术难度大、周期长、成本高，具有较高的竞争壁垒，同时发动机与整车的匹配性十分重要，因此各大汽车主机厂均拓展发动机业务，提高自身竞争力，逐步摆脱对外购发动机的依赖。大众汽车集团采取同样的策略，以自研自产发动机为主，在中国、巴西、墨西哥等国家均设有发动机生产工厂。

表 5：全球各大汽车厂商的核心发动机技术及优点

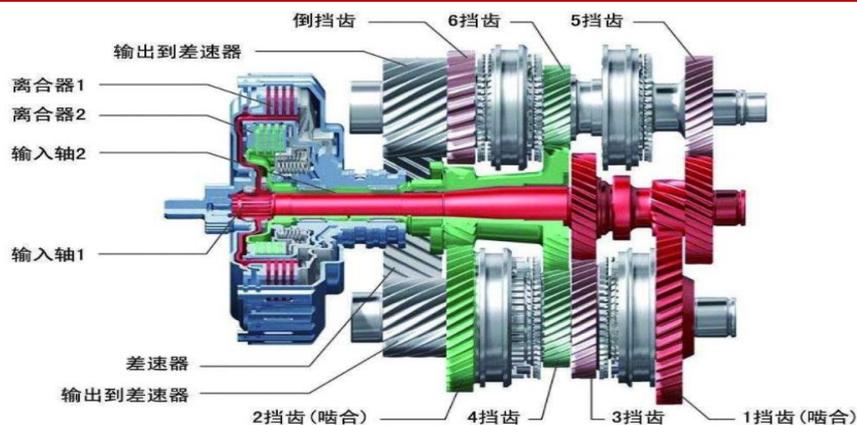
厂商	发动机技术	优点
本田	VTEC（可变气门配气相位和气门升程电子控制系统）	世界上第一款能同时控制气门开闭时间及升程两种不同情况的气门控制系统
	i-VTEC（智能可变气门正时和升程系统）	可连续调节气门正时，且能调节气门升程。
	VCM（可变汽缸管理系统）	能够在三缸、四缸和全六缸工作模式间切换，提高性能、降低油耗
丰田	VVT-i（智能可变配气正时系统）	可根据发动机的状态控制进气凸轮轴，通过调整凸轮轴转角对配气时机进行优化，以获得最佳的配气正时
	双 VVT-i（双智能可变气门正时发动机）	分别控制发动机的进气系统和排气系统，使得汽油的燃烧更加完全
	FSI（缸内直喷分层燃烧引擎）	燃油分层喷射，比同级引擎相比动力性能显著提高，油耗却可降低 15%左右
奥迪/大众/兰博基尼	TFSI（涡轮增压燃油分层喷射发动机）	利用排气的高温高压推动废气涡轮高速转动，电脑控制增大喷油量，在排量不变的条件下提高发动机工作效率。
	TSI（机械涡轮增压与燃油直喷发动机）	增加机械增压装置，弥补高速时的动力空缺，达到从低到高速的全段优异动力表现。
	连续可变气门相位发动机	可根据需要进行无级调控，实现了连续可变气门相位
	AVS（可变气门升程系统）	省油节能，同时加大马力
	VIM（可变进排气歧管技术发动机）	提高发动机在中低转速时的扭力输出，改善发动机的适应性
	VAD（可变进气道系统）	最大程度地保证发动机空气量的需求，充分发挥发动机的动力性能
马自达	VTCS（可变涡流控制系统）	在不同的水温和转速下将进气歧管的开度打开不同的开度，以满足发动机各个工况空气的需求。
	ETC（电子节气门系统）	利用直流电机通过减速机构控制进气总管
	S-VT（可变配气正时控制）	不同工况下通过 PCM 自动调节进气门的开启和关闭时刻，以保证发动机的最大进气量。
	TSCV（可变涡流控制系统）	通过控制燃烧室的涡流来确保发动机在过冷或过轻负载时的稳定燃烧
三菱	MIVEC（智能可变气门正时与升程控制系统）	通过 ECU 发出精确指令控制进气凸轮轴相位
	GDI（汽油直喷发动机）	通过稀薄燃烧技术降低燃料消耗和二氧化碳排放，并提升输出功率
	IDE（直喷发动机）	采用了空气和燃油稀薄混合，同时加大了 EGR 阀废气循环量。可以减小燃油消耗量，并且有效地降低燃烧温度
宝马	Double-VANOS/Valvetronic（双凸轮轴可变气门正时发动机）	根据发动机运行状态，通过凸轮轴精确的角度控制对进气门和排气门的气门正时进行无级调节
	单涡轮双涡管增压技术	有效降低各缸的排气干涉，使气缸的排气进气更为充分，同时推动涡轮的废气

厂商	发动机技术	优点
		推力也更加平均
	气门升程调节装置(Valvetronic)	根据发动机的负载而改变气门开度而非节气门开度，更为灵活地调整进气

资料来源：盖世汽车网，汽车之家，公司官网，中信证券研究部

变速器总成：变速器是用来改变来自发动机的转速和转矩的机构，使汽车在不同车速下可以获得不同的牵引力，以提高引擎的传动效率。与发动机的发展历程相似，欧美日等汽车强国的汽车制造商主导了变速器的技术变革。手动变速箱与自动变速箱分别由标志公司和福特汽车公司在 19 世纪末、20 世纪初研制，1969 年法国雷诺汽车 R16TA 率先使用了电子控制变速箱，开启了汽车自动变速箱电控的历史。德国采埃孚(ZF)集团、日本爱信精机和日本捷特科是全球三大自动变速箱供应商，为全球诸多知名整车厂提供变速器。与欧美日等汽车变速器发达国家与地区相比，我国变速器行业技术创新能力薄弱、竞争能力不强，主要体现为企业规模较小、工艺技术落后和研发能力不足。

图 24：大众变速器 DQ250，6DCT



资料来源：搜狐汽车，中信证券研究部

变速器市场具有明显的地域性特征，整车厂具备自主研发与生产能力，外资主导大众体系。由于技术方案特性以及传统合作机制，汽车变速器的配套市场非常稳定。从全球范围来看，全球主流大型汽车集团，如丰田、大众、雷诺等，既从爱信、采埃夫等变速器独立厂商处购买变速器，但其本身也具备研发与生产能力。从各国 TOP20 车型的变速器配比情况来看，日本车企 CVT 车型的占比远远高于其他国家，达到 59.09%。美国市场则受到日系车的影响，CVT 占据了较大的市场份额，达到 33%。虽然最早将 CVT 运用在汽车上的是德国公司，但是德系车对动力性能的追求造成其更加偏好使用 AT 和 DCT 等传动性能更强、扭矩范围更大的变速器；而近年来愈加严苛的有害气体排放标准，也使得德系车在 DCT 上的配比逐渐提升。大众变速箱主要由大众变速器、采埃孚和麦格纳供应，占据绝对主导地位。

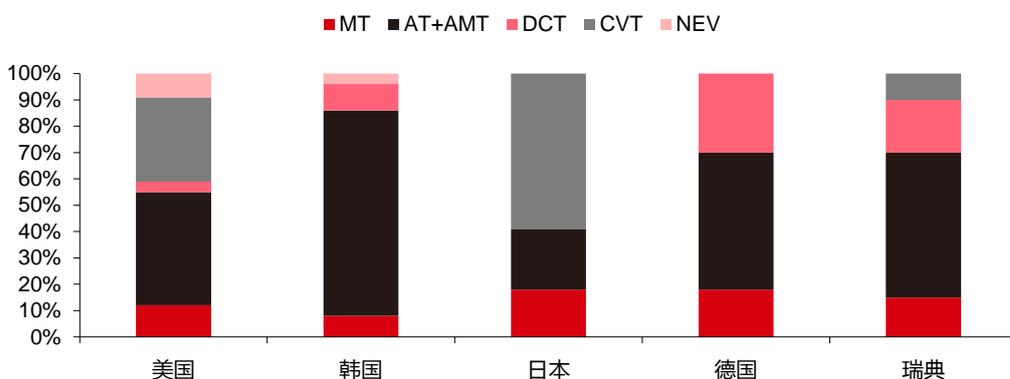
表 6：全球整车厂商变速箱配套情况

车企	AT	DCT	CVT
通用	自产、爱信、采埃孚	自产	自产、JATCO
福特	自产、爱信	自产	
FCA	爱信、采埃孚	自产	JATCO
大众	爱信、采埃孚	自产	自产

车企	AT	DCT	CVT
奔驰	自产		自产
宝马	采埃孚、爱信	格特拉克	
PSA	爱信		
雷诺	JATCO	格特拉克	JATCO
丰田	自产		自产
本田	自产、采埃孚		自产
日产	JATCO		JATCO
现代	自产、采埃孚	自产	自产

资料来源：乘联会，wind，中信证券研究部

图 25：各国变速器配比具有明显的地域性特征



资料来源：乘联会，wind，中信证券研究部

“三电系统”取代传统动力系统，中国厂商在该领域的短板或将不复存在。新能源汽车的传动装置与传统燃油车有所不同，纯电动新能源汽车的电机可以在较为宽泛的速度范围内高效运行，使得其并不必须配备复杂的传统变速装置来增大扭矩。因此，在汽车电动化的浪潮之下，即使国内厂商目前在发动机和变速器等传统零部件领域处于落后地位，但未来随着电动汽车产业的发展与扩张，这一“劣势”可能将不再是短板。

外资供应商主导，国内供应商开始突破大众国内合资品牌

中国供应商开始渗透一汽大众、上汽大众供应体系，但行业竞争格局较为混乱，胜负未分。

内饰：汽车内饰件主要指车身室内起装饰作用、保护作用和具有独立功能的部件，主要包括：仪表板、顶棚、门内护板、地毯等。从造型设计角度来看，内饰设计工作超过整车造型设计的 60% 以上，涉及部件繁多，工艺复杂，并结合结构力学、材料学、美学等综合应用，是车身最重要的部分之一。

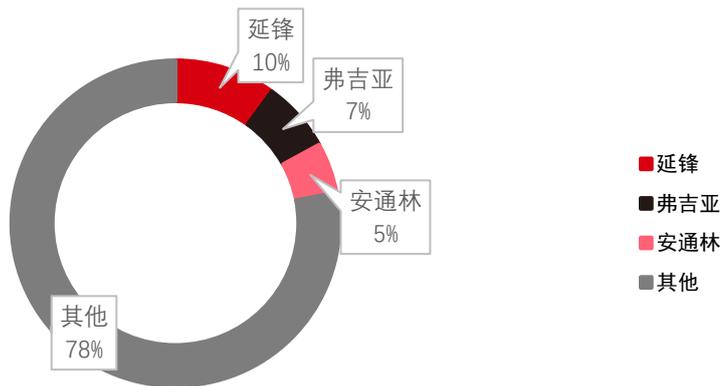
图 26：汽车内饰件种类



资料来源：盖世汽车网

大众内饰产业链稳定的竞争格局尚未形成，行业集中度不高。内外饰件由于涉及部件品种多、制造工艺复杂、技术要求多样，导致不同内外饰件涉及的制造工艺差异较大，技术通用性较弱，使得内外饰行业较为分散，集中度不高。大众内饰件国内供应商有华域汽车（延锋）、一汽富维、富奥股份、新泉股份、继峰股份、岱美股份等，全球供应商主要有延锋、弗吉亚、安通林、李尔、麦格纳等。从全球视角来看，汽车内饰系统产品种类繁多，彼此间差异较大，因此大众内饰件产业链格局分散，最大的延锋占比约 10%，其次是弗吉亚、安通林，分别为 7%、5%，前三企业合计占比仅为 22%。

图 27：大众全球内饰件产业链市场格局



资料来源：中国产业信息网，中信证券研究部

非轮橡胶：橡胶即具有可逆性变的高弹性聚合物，在室温下富有弹性，因此广泛用于汽车零部件系统制造。常见的汽车橡胶分为轮胎和非轮胎橡胶。其中，非轮胎橡胶零部件包括密封制品(油封、密封条、O型圈等)、传动制品、减震制品、胶管和安全制品等产品，主要用于汽车转向系统、动力系统、底盘系统、空调系统、车身系统等系统的连接、密封、减震。

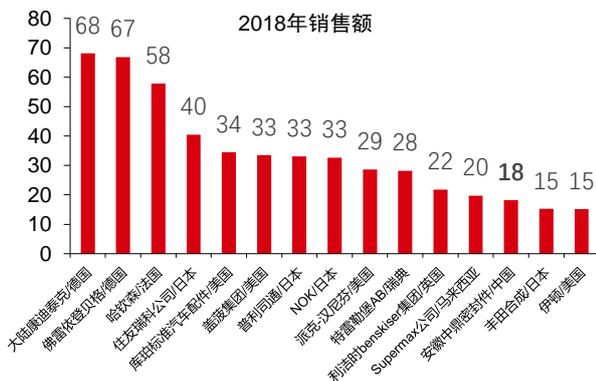
图 28：公司汽车橡胶产品及应用



资料来源：中鼎股份官网

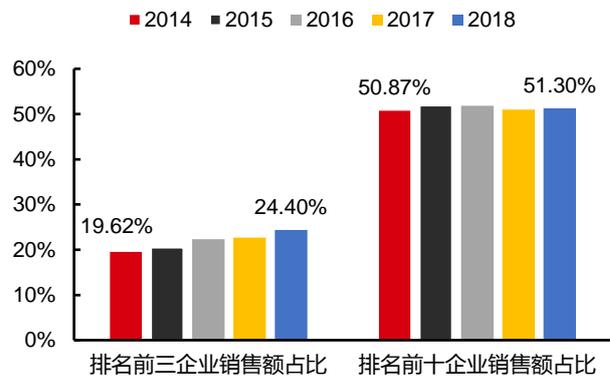
行业格局欧美日占据主导，国内供应商开始向上突破。根据美国《橡胶与塑料新闻》周刊资料，自 2011 年以来，汽车非轮胎橡胶行业全球 50 强中，欧美日企数量均在 44 家以上。从行业集中度来看，2014-2018 年，排名前三企业的销售额占比从 19.62% 上升至 24.40%；排名前十企业的销售额占比从 50.87% 增加至 51.30%。其中中鼎股份排名不断提升，2019 年位居榜单第 13 位，2016-2018 年度排名依次为第 19 名、第 18 名和第 13 名。

图 29：2018 年与非轮胎橡胶制品有关的销售收入前 15 强
(单位：美元)



资料来源：美国《橡胶与塑料新闻》周刊，中信证券研究部

图 30：2014-2018 年大众非轮胎橡胶制品行业集中度

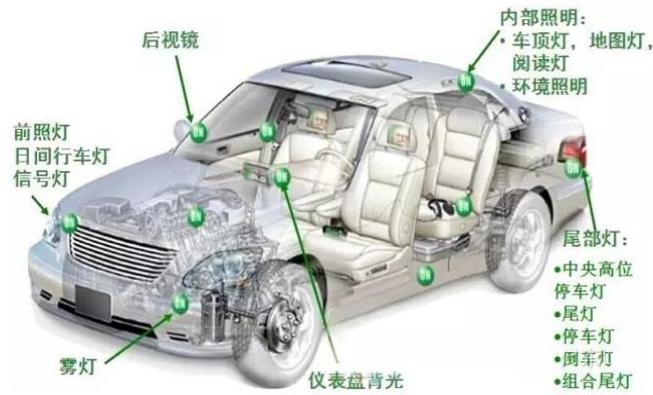


资料来源：美国《橡胶与塑料新闻》周刊，中信证券研究部

国内供应商大众国内市场份额稳定，开始渗透大众全球

车灯：汽车车灯从功能上可划分为照明灯具和汽车信号灯具。汽车照明灯具包括前照灯、尾灯、雾灯和其他小灯等；汽车信号灯具包括转向灯、报警灯、示廓灯。尾灯、制动灯和倒车灯等。从车灯位置上划分，汽车车灯又可以分为车外灯具和车内灯具。

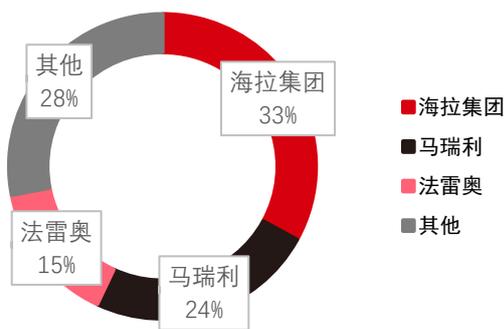
图 31：汽车车灯示意图



资料来源：半导体照明网

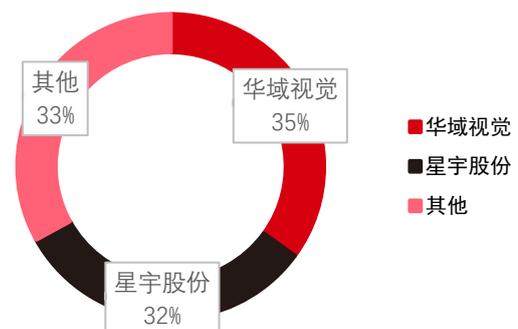
海拉集团和马涅利马瑞利是大众全球车灯产业链核心供应商，星宇股份和华域汽车（华域视觉）是大众国内车灯核心供应商。大众全球车灯的主要供应商是国际车灯巨头海拉集团和马涅利马瑞利，二者合计大众体系内市占率超过 50%，其中海拉集团是奥迪品牌车灯供应商，引领行业技术发展。在中国，国内供应商牢牢占领了大众车灯供应链，其中一汽大众车灯约 32%由星宇股份提供，上汽大众车灯约 35%由华域汽车（华域视觉）提供。2018 年，华域汽车完成对上海小系车灯剩余股份的收购，成为上海小系车灯的 100% 控股母公司。在可预见的将来，已经在国内大众汽车产业链站稳脚跟的星宇股份和华域汽车等优质的国产供应商，有望加速渗透大众海外供应体系。

图 32：2019 年大众全球车灯市场格局



资料来源：Bloomberg，智研咨询，中信证券研究部

图 33：2019 年大众国内车灯市场格局



资料来源：Wind，智研咨询，中信证券研究部

国内供应商深度绑定大众全球，格局稳定

汽车玻璃：汽车玻璃的制作是通过在加热炉内将玻璃加热到接近软化温度，然后将玻璃迅速送入不同冷却强度的风栅中，对玻璃进行不均匀冷却，使玻璃主视区与周边区产生不同的应力。相较于普通玻璃，汽车玻璃具有厚度低、曲面、夹层等特点。浮法玻璃是使用浮法工艺生产的玻璃。上游材料主要有石英砂、纯碱、石灰石、助剂和燃料等，下游行业主要有整车制造、售后市场和玻璃用品等。

表 7：汽车玻璃与普通玻璃

	汽车玻璃	普通玻璃
形状	曲面	平板
厚度	薄	厚
淬火	有	无
破裂碎片形状	钝边	锐边
特殊工艺	夹层、钢化等	无

资料来源：中信证券研究部整理

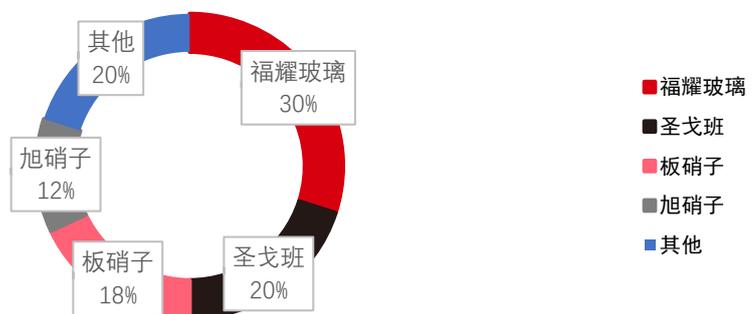
大众玻璃产业链全球竞争格局稳定且集中，福耀玻璃占据多数份额。大众玻璃供应体系多年来保持稳定且集中度高，福耀玻璃、圣戈班、板硝子（NSG）、旭硝子（AGC）占据主要份额。2019 年，福耀玻璃大众全球供应体系内占比约为 30%，圣戈班排名第二，占比约为 20%，板硝子（18%）和旭硝子（12%）分列第三、四位，CR4 占比约达 80%，多寡头格局明确。

表 8：全球汽车玻璃主要供应商

公司	成立时间	国家	产品业务	客户
福耀玻璃	1992	中国	夹层玻璃、钢化玻璃、包边产品、HUD 抬头显示玻璃、隔音玻璃、憎水玻璃、SPD 调光玻璃、镀膜玻璃、超紫外隔绝玻璃等	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
AGC	1907	日本	夹层玻璃、钢化玻璃、集成玻璃天线、隐私玻璃和模块化玻璃	奥迪、宝马、梅赛德斯奔驰、克莱斯勒、雪铁龙、福特、通用、保时捷、特斯拉、本田、丰田、日产、马自达、铃木、五十铃等
NSG	1918	日本	太阳能控制玻璃、合成玻璃、强化玻璃、轻量化玻璃等	宝马、克莱斯勒、福特、通用、梅赛德斯奔驰、大众、本田、马自达、铃木、丰田等
圣戈班	1665	法国	建筑玻璃、热玻璃、热反射玻璃、隔音强化玻璃、轻量化强化玻璃、模块化玻璃等	宾利、保时捷、法拉利、玛莎拉蒂、奥迪、宝马、梅赛德斯奔驰、雷诺、日产、大众、通用等
信义	1988	中国	前风挡夹层玻璃、夹丝夹层玻璃、加发热丝天线钢化玻璃、钢化玻璃、SOLAR-X 热反射汽车玻璃等	江淮、金杯、一汽、日产、宇通、奇瑞、金龙、福田、凯瑞等

资料来源：公司公告，Bloomberg，中信证券研究部

图 34：大众玻璃产业链竞争格局



资料来源：公司公告，Bloomberg，各公司官网，中信证券研究部

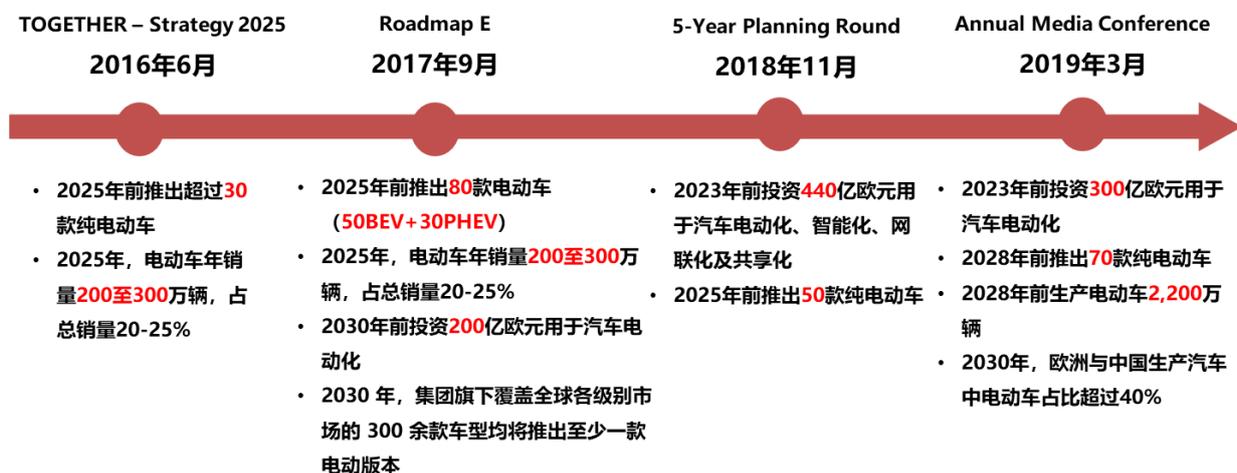
遮阳板：遮阳板属于汽车内饰件，岱美股份在大众遮阳板产业链一家独大，收购 Motus 之后，其约占大众遮阳板约 60%的份额，处于寡头地位。

大众汽车产业链发展趋势：电动化转型坚定，平台化优势延续，“中国制造”占比不断提升

发布 Together Strategy 2025，提升电动化竞争力

大众电动化目标宏伟，预计 2028 年前生产电动车 2200 万辆。从 2016 年 6 月大众发布“TOGETHER Strategy 2025”开始，新能源战略不断加速升级，计划 2023 年前投资 300 亿欧元用于汽车电动化，2028 年前推出 70 款纯电动车，2028 年前生产电动车 2,200 万辆等，电动化目标宏伟。大众电动化（MEB）平台目前已经投产，预计 2025 年全球电动车销量 200-300 万辆，中国区占比 1/3-1/2，分别又上汽大众安亭 MEB 工厂和一汽大众佛山 MEB 工厂生产，目标年产能均将达到 30 万辆。

图 35：大众新能源汽车规划发展历程



资料来源：大众官网，公司公告，中信证券研究部

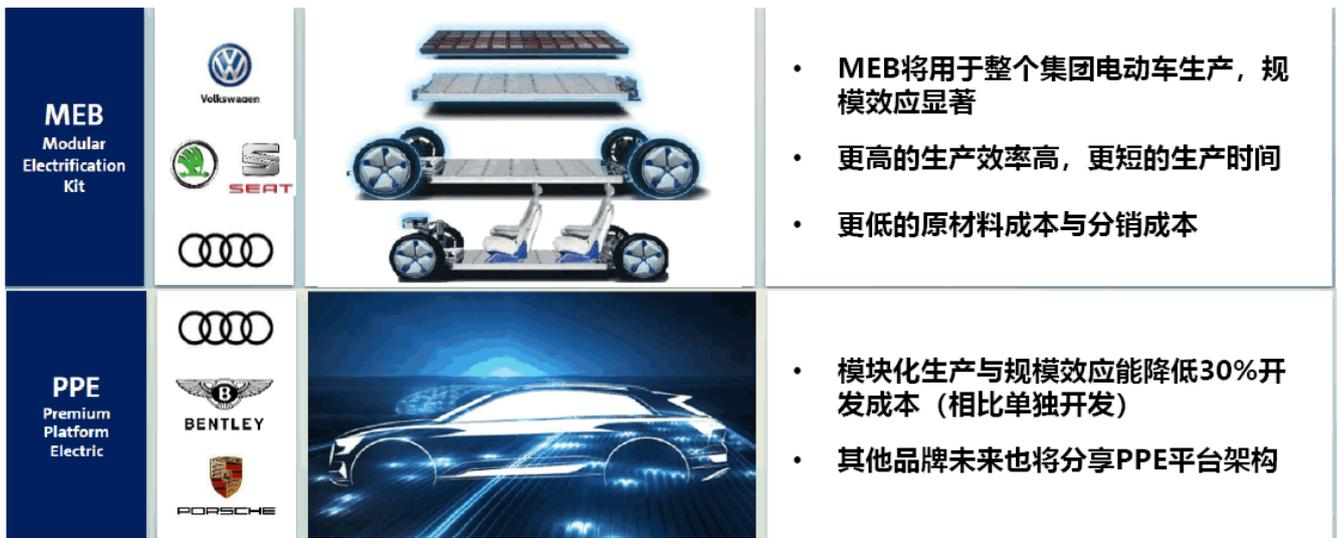
图 36：大众 MEB 车型上市时间轴



资料来源：汽车之家，搜狐网，太平洋汽车网

电动车型平台规划领先。为了更好地应对电动车的独特设计以及研发迭代，大众汽车集团推出了 MEB 和 PPE 电动车平台。其中，MEB 平台主要对应大众、斯柯达、西雅特和奥迪等中低端品牌，PPE 平台主要对应奥迪、保时捷和宾利等中高端品牌。平台化的车型设计和制造，将有利于大众汽车集团提升电动车生产效率，降低原材料与分销成本，发挥电动车的规模生产效应。

图 37：大众汽车集团的电动汽车平台规划



资料来源：大众汽车集团官网，中信证券研究部

大众布局产业链，为电动化保驾护航。大众在中国已经和宁德时代签订了供应协议，但由于动力电池需求巨大，仅依靠单一供应商存在风险，因此，大众通过入股国轩高科，进一步实现对动力电池环节的供应保障和掌控能力。目前除国轩高科外，大众分别在海外布局了诸多电池和材料类公司，例如 Northvolt Zwei GmbH & Co. KG，主要从事电动汽车用动力电池生产和研发。

表 9：大众汽车集团在新能源动力电池业务领域布局

公司名称	注册地点	大众汽车集团 持股比例	大众汽车集团 投票权比例	主营业务
QuantumScape Corporation	Delaware, US	Volkswagen Group of America Investments LLC 1 18.32% (完全稀释后)	Volkswagen Group of America Investments LLC 11.81% (完全稀释后)	研究和开发创新材料和工艺，以实现更轻便、更便宜、性能更优越的储能设备
QSV Operations, LLC	Delaware, US	Volkswagen Group of America Investments LLC 50.00%	Volkswagen Group of America Investments LLC 50.00%	基于 QuantumScape 技术，试点生产电动车行业使用的固态电池
Northvolt AB	Stockholm, Sweden	Volkswagen Finance Luxemburg S.A. 2 16.3% Scania CV AB 3 1.2%	Volkswagen Finance Luxemburg S.A. 16.3% Scania CV AB 1.2%	工业用锂电池的生产，可用于运输、储能、工业及消费产品行业
Northvolt Zwei GmbH & Co. KG	Salzgitter, Germany	Porsche Siebte Vermögensverwaltung GmbH 4 50%	Porsche Siebte Vermögensverwaltung GmbH 50%	电动汽车使用的锂电池的生产
国轩高科	中国	24.67%	13.02%	动力电池与原材料的生产和研发

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：大众中国收购国轩高科股权事项尚存在不确定性

在新能源领域延续平台化优势

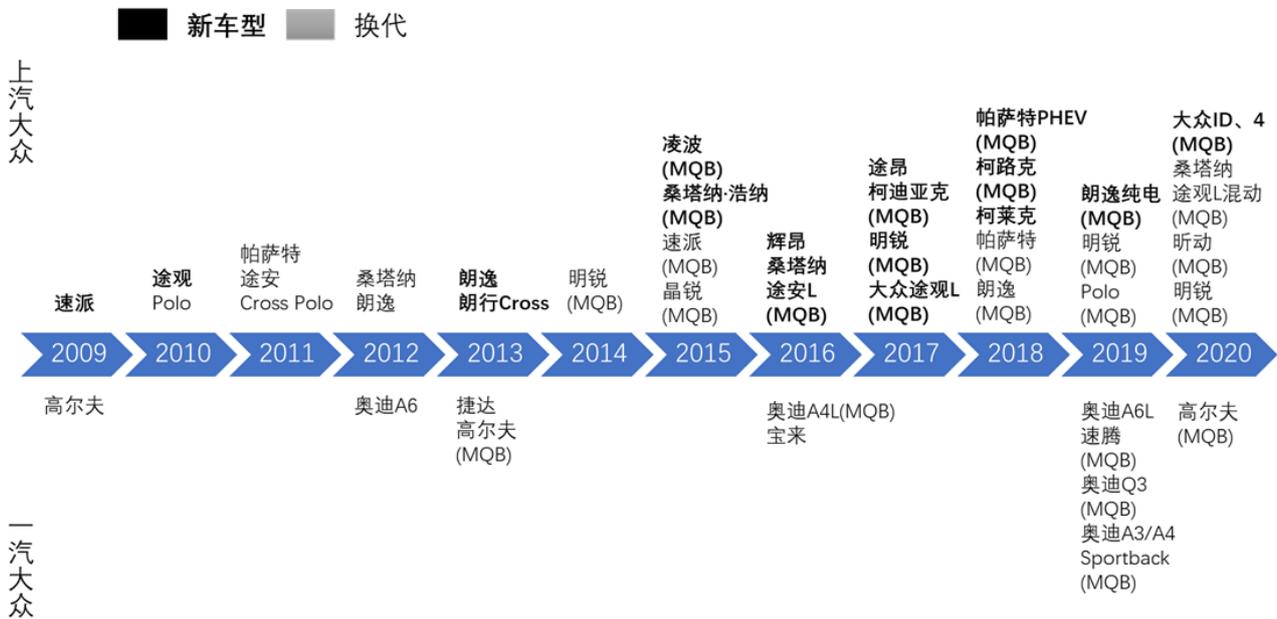
大众是最早推出模块化平台并实行平台化战略的车企。模块化平台是指以模块的方式设计组装汽车的各部分子系统，将汽车的各部分总成，例如发动机总成、变速箱总成、悬架总成、车身各部分总成及电气系统等，以模块的形式进行标准化设计和生产，最后再根据不同车型的定位进行“组装”。大众的平台建设始于 20 世纪 80 年代，从 PQ 系统平台技术升级为 MQB，MLB 等模块化平台，模块化平台使得平台的延展性大幅度提升，能够实现不同级别，不同类型，不同品牌的同平台研发和生产。大众在推出 MQB 后，推新车型的速度大幅度提升，车型换代周期也明显缩短。车型推出节奏上，在引入 MQB 平台进行模块化生产后，车型换代及新车型推出的速度明显加快，从 2012 年的 1 款车型上升至 2019 年的 11 款车型，占当年大众全部改款与新品推出量的 73%，成为产品输出的绝对主力。

图 38：大众 MQB 模块化平台



资料来源：汽车之家，中信证券研究部

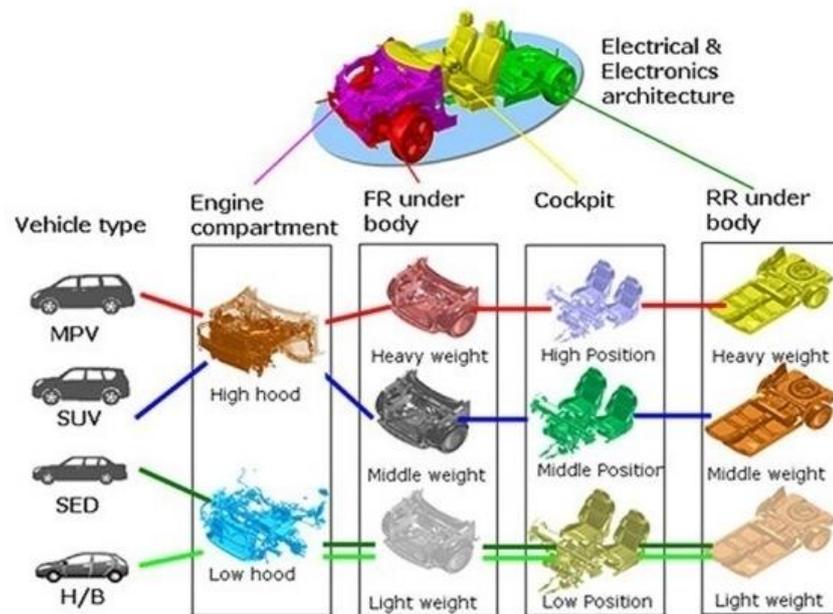
图 39：2009-2020 年一汽大众和上汽大众历年车型换代及新车型情况



资料来源：Marklines，汽车之家，中信证券研究部

车型平台的推出使得零部件的通用化率大大提升，有利于供应商不断生长。“模块化”平台打破了传统汽车平台只针对一个级别车型的限制，通过不同的模块组合，可覆盖多级别（A0级，A级，B级，C级，D级等），多类型（如轿车，SUV，MPV等）的不同车型，使得零部件以及系统的通用性能提升，很多互不兼容的零件可以在同一个平台上实现系列化共用。如发动机、变速箱的家族化、通用化、部分车架零件、ECU、线束、车身附件、其它电子元件等都可以实现共用。零部件通用化不仅为车企节约换装时间和人力，提高生产效率，同时也有利于零部件企业扩大规模，配套更多的车型，形成规模效应。

图 40：模块化平台示意图



资料来源：汽车之家，中信证券研究部

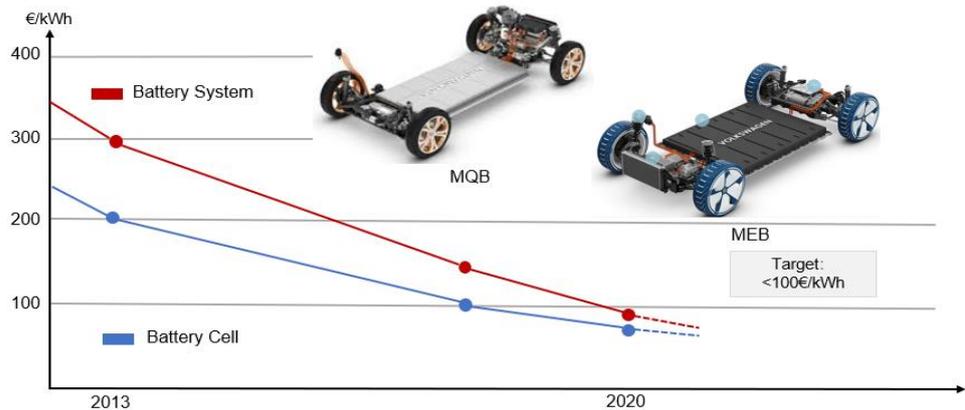
MEB 平台有望在新能源领域延续大众在车型平台的相对优势。作为一款专为电动汽车设计的平台，MEB 平台延续了大众 MQB 平台的模块化理念，具有极强的扩展性，可根据需求和定位为车辆配备差异化的车身轴距、电池模组及性能调教。同时，模块化平台可以有效缩短电动车的开发、生产和上市周期，并通过通用零部件降低制造成本。具备此优势，大众将延续 MQB 的产品战略，利用 MEB 平台覆盖多级别的电动车型，为消费者提供高性价比和多样化的选择。大众汽车集团计划 2025 年纯电动车型销量达到总销量的 20%—25%（超 300 万台），拥有超 80 款电动车型，其中包括 50 款纯电动汽车。

表 10: MQB 与 MEB 平台属性对比

	MQB	MEB
适用范围	横向发动机/中小型汽车	电动汽车
可变模块	轴距、悬架轮车身尺寸	
固定模块	发动机模块的位置不变（即油门踏板距离前轮中心离固定、发动机安装倾角固定） 共享比例大约达到整车零部件的 60%	电池组、机等核心件均设定固定的位置和模式 仅采用一款通用的动力电子系统，且所有车型仅配备一款永磁同步电机
优点	MQB 平台的大众发动机和变速箱的种类减少了 88%，节约了 20%的生产成本	空间层面：实现车内的大幅度提升空间层面：MEB 平台短前后悬、无中央地台，驾驶席和后排乘坐空间更大 成本层面：ID.3 相比 e-Golf 降低了 30-40%，主要来源于电池 性能层面：MEB 平台车型百公里加速度可在 6 秒以内，同时由于电池包嵌入车底中央，可实现接近 50:50 的重量分配，从而使得车辆的动态性能提升
开发车型	大众：Arteon、Bora(China)、Golf Sportsvan、Lamando(China)、Lavida(China)、Passat Mk8、Polo、T-Cross(x)、T-Roc(x)、Tayron(China)、Tiguan 等 奥迪：A1、A3Mk3、A3Mk4、TTMk3、Q2、Q3 捷达：VS5(China)、VS7(China) 西雅特：Ibiza、León、Arona、Ateca、Tarraco 等 斯柯达：Octavia、Octavia、Scala、Superb B8	奥迪：Q4e-tron（预计于 2020 年末生产） 斯柯达：Enyaq（2020） 西雅特：el-Born（预计于 2020 年生产） 大众：ID.3（于 2019 年 11 月开始生产）、ID Crozz（预计 2020 年生产）、ID Buzz（预计 2022 年生产）、ID Vizzion（预计 2022 年生产）、ID Roomzz、ID Space Vizzion

资料来源：大众官网，太平洋汽车网，中信证券研究部

图 41: MQB 和 MEB 平台电池成本趋势

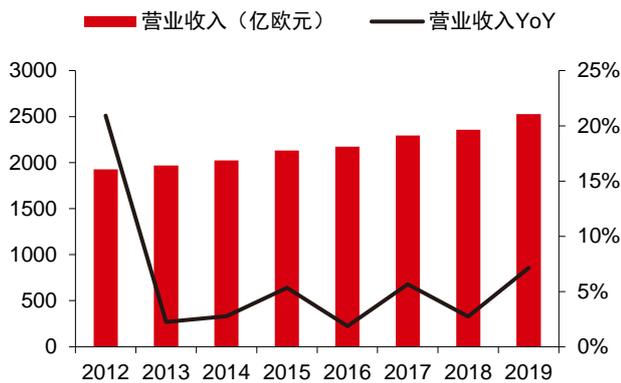


资料来源：公司官网

中国供应商的份额持续提升

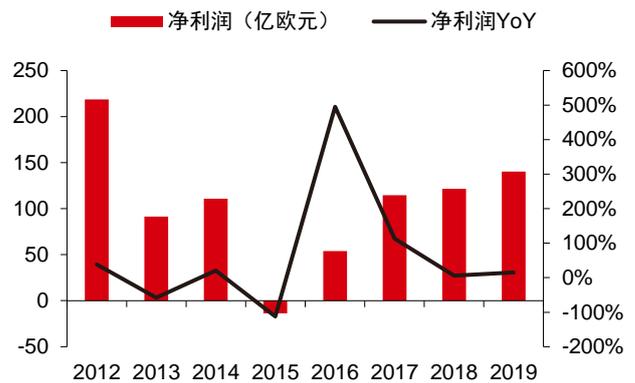
大众汽车集团全球和中国区营收和利润增长承压。受新冠疫情持续影响，2020H1 全球汽车产销量大幅下滑，各大车企面临着前所未有的增长压力，大众汽车集团同样需要外部环境恶化和行业环境变革带来的挑战。大众汽车集团营收增速自 2012 年起显著下降，2012 年其营收同比增长 25.6%，2013-2019 年复合增速仅为 4.2%；同时，“尾气门”事件导致大众汽车集团净利润波动较大，总体来说利润率处于低位。中国区同样如此，由于国内经济下行压力加大、政府环保及补贴政策进入转换期、汽车产品变革等内外部因素，大众中国合资企业也正在经历业绩下滑的危机。2012 年至 2019 年，上汽大众营收及归母净利润增速波动下滑，2019 年二者均为负增长（营收 YoY-9.0%，归母净利润 YoY-28.5%），同时，净利率从 2012 年的 19.1% 下降至 2019 年的 8.5%。

图 42: 2012-2019 大众汽车集团营业收入及增速



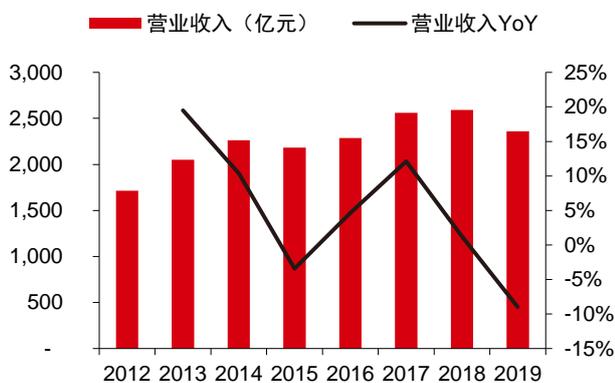
资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 43: 2012-2019 大众汽车集团净利润及增速



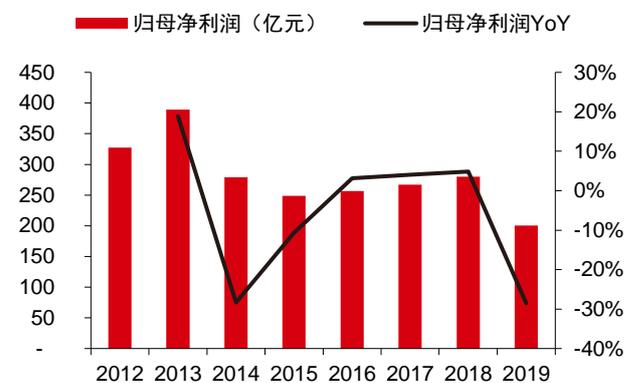
资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 44: 2012-2019 上汽大众营业收入及增速



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 45: 2012-2019 上汽大众归母净利润及增速



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

整车厂商亟需在成本端发力，寻找更具性价比的供应商伙伴以提升利润空间，中国供应商的份额有望持续提升。经过多年积累，国内的零部件企业与外资/合资零部件厂商的技术差距逐渐缩小，并具有性价比高、反应速度快、配套能力强的突出优势。据《科创板日报》报道，特斯拉上海工厂 2019 年底下线车辆的零部件国产化率为 30%，2020 年底有望实现 100%国产化，为特斯拉预留出更大的利润空间。国产零部件供应商也有望借此机遇实现全球替代，提升在大众供应链中的占比份额。

图 46：特斯拉上海工厂



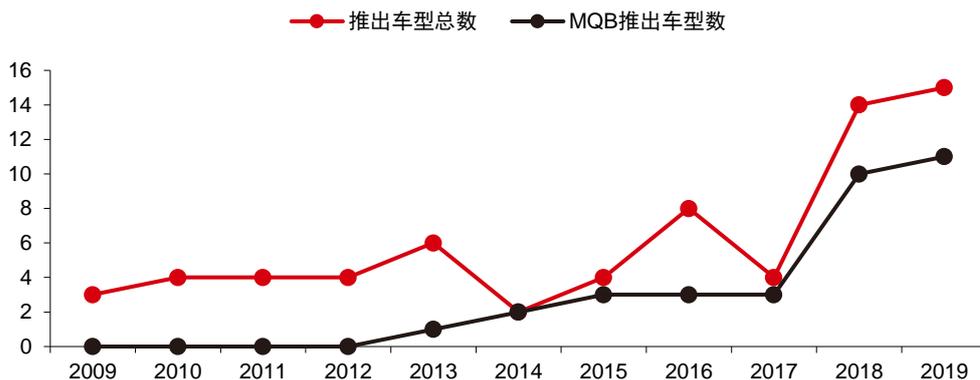
资料来源：特斯拉公司官网，中信证券研究部

大众汽车产业链中国供应商的投资机会

受益于大众平台化战略，中国供应商市场份额持续提升

汽车研发生产经历手工作坊、流水线、平台、模块化平台四个阶段。汽车模块化平台有利于节约成本、管控质量、提升效率，是未来车企竞争的核心能力之一。目前大众、通用、丰田以及沃尔沃等国际主流整车厂均推出其核心模块化平台加速新车型研发周期以及降低研发制造成本。我们认为车企的产品周期是其基于平台能力所做的中长期车型规划的阶段性外化，从这个视角来看，大众汽车无疑是最为出色的车企。基于此，我们认为大众汽车供应链未来有望持续分享平台化战略的红利。

图 47：大众汽车在国内（含一汽大众和上汽大众）推出车型总数及 MQB 平台推出车型数量（单位：个）



资料来源：Marklines，中信证券研究部

我们认为，中国供应商市场份额的提升，分为如下 3 个层面：

配套大众中国市场

一汽大众、上汽大众始终是国内乘用车市场第一梯队车企，品牌认可度高。把握国内南北大众汽车产业链红利，精选深度配套一汽大众、上汽大众的标的。我们筛选了一汽大

众和上汽大众汽车产业链的零部件企业，重点推荐：德赛西威、宁波华翔、新泉股份、松芝股份、宁波高发、文灿股份，关注一汽富维。

德赛西威：来自国内大众的收入占比达 20.4%；主要为国内大众配套车载娱乐系统，单车价值量约 1000 元，另外还配套少部分车载空调控制器；为国内大众主流车型迈腾、速腾、高尔夫、新宝莱、捷达等配套，对国内大众配套车型的供货量占比近 70%。

宁波华翔：来自国内大众的收入占比约 25%；为国内大众配套内饰件、后视镜、顶棚等零部件产品；预计未来公司来自国内大众的收入占比将显著提升：已进入一汽大众全系车型热成型件配套，单车价值量 1500-2000 元，现有 8 条产线，预计到 2021 年达到 10-11 条产线。

新泉股份：公司是国内汽车内饰件领先供应商，是上汽大众、一汽大众的一级配套商，受益于下游乘用车销量恢复，经营拐点已至。

一汽富维：来自一汽大众的收入占比达 66%；一汽大众主要供应商，为其配套车灯、保险杠、座椅、内外饰等零部件产品；作为一汽大众汽车产业链最纯标的，一汽大众强产品周期对公司的业绩弹性贡献巨大。

稳定配套大众国内市场，开始渗透大众全球供应链

全球汽车行业进入存量竞争阶段，导致其成本敏感度提升，越来越多国内优质供应商，开始渗透大众全球供应链，配套大众海外市场。

华域汽车：华域汽车深耕汽车零部件业务 30 余年、覆盖 40 余项业务，是国内规模最大的综合性汽车零部件企业，具有超强的集成化模块化能力。公司早期为上汽集团旗下的零部件资产控股集团，主要职能为控股和融资运作平台。随着集团在汽车零部件领域的战略方向逐渐清晰，公司逐渐成为了旗下不同子公司之间的业务协同中枢。公司上汽大众业务占比稳定在 30%左右。

星宇股份：来自一汽大众的收入占比约为 37%：已进入一汽大众首款 SUV-T-Roc 前后大灯配套；当前在国内车灯市场占有率约 10%，长期有望提升至 20%。

继峰股份：来自国内大众的收入占比达 35.0%；为国内大众供应座椅头枕，公司头枕占国内大众配套车型的供货量占比近 50%；近年来，德国继峰开始逐步配套大众海外头枕，收购格拉默之后，公司在大众海外配套量有望持续提升。

精锻科技：公司是国内乘用车精锻齿轮行业绝对龙头，深度配套国内南北大众，主要配套产品为变速器锥齿轮、主动轴和从动轴等。同时，公司近年来逐步开始配套大众海外，海外营收不断增加。

豪能股份：公司主要从事同步器齿环、同步器、结合齿、以及双离合器主转毂、支撑等汽车零件的生产、销售，是大众汽车(中国)的 A 级供应商。

中鼎股份：公司主营业务为密封件、特种橡胶制品，是国内领先的非轮胎汽车橡胶供应商，通过内生成长和一系列外延并购成长为全球龙头，逐步吸收了领先的技术和优质的客户，成为大众集团供应商。在汽车电动化、智能化趋势下，公司产品不断升级，业务落地顺利。

新坐标：国内南北大众的收入约占公司营收的 52%，主要配套气门组和气门传动组冷锻件同时，公司 2018 年开始配套大众海外，2019 年大众海外贡献的营收占比为 21%，较 2018 年同比+17.6pcts，未来大众贡献营收的占比有望持续提高。

大众全球核心供应商，产品品类不断扩张，客户不断拓展

少数国内优质零部件企业已经成为大众全球核心供应商，在某一细分领域占据大众全球主要市场份额。同时，这些企业通过深度绑定大众全球获得的产品配套能力和客户信用背书，开始逐步进行其他主流品牌客户拓展和产品品类扩张。

福耀玻璃：公司是全球汽车玻璃行业龙头，全球市占率达 23%，在大众全球玻璃产业链中占比高达 30%，且未来有望显著受益全玻璃车顶等新产品带来的行业扩容，打开新的成长空间。

科博达：公司是全球车灯控制器龙头，深耕汽车照明电子，主要产品为汽车照明控制系统、电机控制系统、能源管理系统及车载电器与电子等，2019 年分别占公司营收的 52.3%、23.0%、20.1%、0.6%。深度绑定大众汽车集团，大众单一客户历年营收占比超 6 成，此外公司不断拓展客户，开始配套全球主流品牌如奔驰和宝马等，2019 年海外销售收入占比接近 35%。

均胜电子：公司通过收购德国普瑞（Preh）、德国群英（Quin）、德国道恩（TS）、美国百利得（KSS）和日本高田（Takata）等一系列全球优质汽车零部件资产，发展为全球第二大汽车安全系统供应商，进入大众供应体系。公司发展模式逐渐从外延并购向内生整合切换，全力推动汽车安全业务产能和人员整合，经营效率提升可期。

岱美股份：公司是全球最大的汽车遮阳板供应商，收购 Motus 后龙头地位进一步巩固，全球市占率约为 37%，并开始全球深度整合。公司通过深度配套大众和通用成长为遮阳板龙头，其遮阳板业务在大众的渗透率达 60%，同样的模式有望在座椅头枕、顶棚中央控制器等新产品上复制。

受益大众电动化、智能化的积极转型，三电系统带来增量投资机会

汽车电动化技术升级，三电系统催生新的需求。随着电动化升级趋势明确，整车的零部件系统产生了巨大变化，尤其是传统的发动机和变速箱系统被三电系统替代。根据德勤咨询的预测，到 2025 年，汽车 19 个零部件组中将有 15 个面临市场需求降低。其中传统内燃机相关部件组（如变速器、内燃机引擎或燃料系统）最高市场降幅将达到 36%；而和电动车、智能车相关的电力驱动、混合动力电池、高级辅助驾驶系统的销量相比当前规模预计出现高达 15 倍的增长。其中，新能源汽车三电系统在电池 PACK 和电机的密封、热

管理管路等方面的技术要求上与传统汽车有较大差异，甚至要求更高的性能，因此这些零部件系统的单价也比传统车更高。

表 11：三电系统带来的汽车零部件变化

细分行业	零部件模块	变化种类
驱动系统	充电接口	新增
	充电控制单元	新增
	高压蓄电池	新增
	冷却回路	重大改变
	功率电子控制单元	新增
	换挡杆	局部调整
	变速器	重大改变：单挡变速器
	驱动电机	新增
底盘系统	制动助力器	重大改变：电子机械制动
电子电气系统	LED 大灯	重大改变
	功率电子控制单元	新增
空调系统	电动空调压缩机	新增
车身及内外饰	底部护板	重大改变
	车身骨架	重大改变：高强度热成型

资料来源：搜狐汽车，中信证券研究部

大众电动车三电系统市场规模在 2028 年预计达到 19772.7 亿元。大众预计在 2025 年推出 70+款新能源汽车，销量约为 200-300 万，占集团总销量的 20-25%，并预计在 2028 年销售 1500 万辆基于 MEB 平台打造的电动车。比对近期广汽蔚来 HYCAN 007 公布的市场 BOM 价格，可以预测出大众电动车三电系统市场规模在 2025 年预计达到 3295.5 亿元，在 2028 年预计达到 19772.7 亿元。

表 12：大众电动车三电系统未来市场规模测算

三电系统部件	价格（单位：元）	2025E(单位：亿元)	2028E（单位：亿元）
电池组箱总成	111,545	2,788.6	16,731.8
集成电力驱动系统	9,559	239.0	1,433.9
双向集成电源系统	3,577	89.4	536.6
电机控制器高压线束	3,554	88.9	533.1
三电附件	1,482	37.1	222.3
电机散热及电子风扇总成	936	23.4	140.4
PTC 水加热器	598	15.0	89.7
整车控制器	347	8.7	52.1
电动水泵总成	220	5.5	33.0
合计		3,295.5	19,772.7

资料来源：汽车之家，中信证券研究部测算

我们详细梳理了大众 MEB 平台车型三电系统国内供应商，动力电池和原材料方面，由宁德时代供应电池模组，璞泰来供应负极材料，恩捷股份供应隔膜，科达利供应结构件。电池包方面，敏实集团供应铝电池盒。电机方面，华域汽车供应前电机。热管理方面，三花智控供应电子阀、分离器等部件，富奥股份电子阀、空调压缩机、空调冷凝器等部件。

我们看好 MEB 平台催生的国内零部件相关投资机会。推荐宁德时代、华域汽车、三花智控、恩捷股份、璞泰来、敏实集团，关注科达利、国轩高科、富奥股份。

■ 风险因素

全球宏观经济恢复不及预期；全球汽车行业景气度不及预期；大众汽车集团电动化进展不及预期。

■ 投资建议

为什么选择大众汽车产业链？首先，我们认为中国汽车零部件供应商迎来长期成长机会，主要因为汽车行业电动化和智能化趋势带来单车价值量的全面提升，同时叠加新能源转型带来的行业集中度提升，车型数量持续下降，这些均有利于汽车零部件公司不断做大、做精、做强。同时在疫情冲击下，全球整车厂面临销量下滑和研发转型的双重压力，需要更具性价比的供应商伙伴。其次，大众汽车产业链是中国供应商最重要的阵地，大众汽车集团全球销量超千万，2019 年其市占率为 11.7%，位居全球车企第一。大众汽车集团是最早进入中国市场的汽车公司之一，销量增速迅猛，10 年复合增速高达 20.4%，稳占国内销量冠军位置，具有绝对性优势。最后，大众汽车供应体系开放程度高，管理层变革意愿强烈。

大众汽车产业链规模大且增长稳定。大众汽车产业链规模巨大，2019 年达 1662 亿欧元，且增长稳定，2012-2019 年 7 年 CAGR 为 3.3%，在产业链规模已经十分巨大的情形下，较长时间维度中实现稳定增长实属不易。从地域分布的角度来看，中国、欧洲和北美是大众汽车集团的核心销售市场，因此其产业链价值集中也分布于这三个地区。据测算，2019 年中国/欧洲/北美地区大众汽车产业链的规模分别为 686.2 亿/645.5 亿/152.0 亿欧元，合计占比为 89.3%，其中中国市场占比为 41%。分产品来看，动力系统产业链价值最高，2019 年为 581.6 亿欧元，占比为 35%。

大众汽车产业链竞争格局差异较大，中国供应商地位不断提升。由于汽车零部件种类繁多，每一细分领域的市场竞争格局均有所不同，因此我们根据中国零部件供应商所处的市场地位，分类说明不同零部件的竞争格局差异：1) 外资供应商主导，国内供应商几无参与：发动机总成、变速器总成等；2) 外资供应商主导，国内供应商开始突破大众合资品牌：内饰件、非轮橡胶等；3) 国内供应商国内大众市场份额稳定，开始渗透大众全球：车灯及车灯控制器等；4) 国内供应商深度绑定大众全球，格局稳定：汽车玻璃、遮阳板等。

大众汽车产业链发展趋势：中国供应商份额持续提升，电动化转型坚定。大众汽车集团产业链未来将继续延续其一贯的车型平台化优势，坚定向电动化方向转型，且由于成本敏感度的不断提升，“中国制造”的份额将不断提升。大众汽车电动化目标宏伟，决心坚定，从 2016 年 6 月大众发布“TOGETHER Strategy 2025”开始，新能源战略不断加速升级，计划 2023 年前投资 300 亿欧元用于汽车电动化，2028 年前推出 70 款纯电动车，

生产电动车 2,200 万辆等。受新冠疫情持续影响，大众汽车集团全球和中国区营收和利润增长承压，集团亟需在成本端发力，寻找更具性价比的供应商伙伴以提升利润空间，中国供应商的份额有望持续提升。

大众汽车产业链规模巨大，标的众多，我们综合梳理两条投资主线：一、受益于大众平台化战略，中国供应商市场份额持续提升。这里分为 3 个层次：1) 配套大众国内市场的供应商：重点推荐**德赛西威、宁波华翔、新泉股份、松芝股份、宁波高发、文灿股份，关注一汽富维**。2) 稳定配套大众国内市场，开始渗透大众全球的供应商：**重点推荐华域汽车、星宇股份、继峰股份、精锻科技、豪能股份、中鼎股份、新坐标**。3) 大众全球核心供应商，能力开始往外复制：**重点推荐福耀玻璃、科博达、岱美股份、均胜电子**。二、受益大众汽车电动化、智能化转型，三电系统带来增量投资机会。我们详细梳理了大众 MEB 平台车型三电系统国内供应商，动力电池和原材料方面，由宁德时代供应电池模组，璞泰来供应负极材料，恩捷股份供应隔膜，科达利供应结构件。电池包方面，敏实集团供应铝电池盒。电机方面，华域汽车供应前电机。热管理方面，三花智控供应电子阀、分离器等部件，富奥股份电子阀、空调压缩机、空调冷凝器等部件。我们看好 MEB 平台催生的国内零部件相关投资机会。**重点推荐宁德时代、华域汽车、三花智控、恩捷股份、璞泰来、敏实集团，关注科达利、国轩高科、富奥股份**。

表 13：大众汽车产业链重点跟踪公司盈利预测

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
德赛西威	73.34	0.53	0.73	0.96	138	100	76	买入
宁波华翔	16.84	1.57	1.44	1.79	11	12	9	买入
华域汽车	33.65	2.05	1.53	2.21	16	22	15	买入
星宇股份	188.5	2.86	3.75	4.69	66	50	40	增持
宁波高发	16.16	0.80	0.87	1.03	20	19	16	买入
松芝股份	6.78	0.28	0.31	0.42	24	22	16	买入
继峰股份	8.14	0.35	-0.28	0.65	23	-29	13	买入
新泉股份	33.33	0.8	1.13	1.46	42	30	23	买入
中鼎股份	12.09	0.49	0.48	0.61	25	25	20	买入
豪能股份	24.24	0.58	0.9	1.23	42	27	20	买入
精锻科技	17.46	0.43	0.42	0.54	41	42	32	买入
新坐标	33.6	1.65	1.45	1.98	20	23	17	买入
福耀玻璃	40.87	1.16	1.1	1.46	35	37	28	买入
科博达	69.82	1.3	1.2	1.55	54	58	45	增持
均胜电子	24.94	0.77	0.02	0.86	32	1247	29	买入
岱美股份	25.47	1.54	0.86	1.13	17	30	23	买入
宁德时代	255.55	2.05	2.69		125	95		买入
敏实集团	33.55	1.46	0.97	1.37	20	30	21	买入
三花智控	26.25	0.41	0.4	0.49	64	66	54	买入
恩捷股份	97.39	1.06	1.52	2.17	92	64	45	买入
璞泰来	109.5	1.5	1.64	2.42	73	67	45	买入
文灿股份	29.18	0.29	0.40	1.82	100	72	16	
科达利	74.17	1.13	1.09	1.82	66	68	41	
一汽富维	12.2	0.80	0.94	1.41	15	13	9	

国轩高科	29.66	0.7	0.81	0.98	42	37	30	买入
富奥股份	7.81	0.49	0.52	0.69	16	15	11	

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2020 年 11 月 4 日收盘价, 其中文灿股份、科达利、
一汽富维、富奥股份预测为 wind 一致预期

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

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；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。