

2021&2022Q1业绩综述： 道路曲折，前途光明

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

二零二二年五月六日

- ◆ **整车板块景气复盘及财务表现：**1) **景气复盘：**2021Q4以来乘用车整车板块表现持续下行，主要受芯片短缺影响持续+原材料尤其是电池上游材料价格上涨+国内疫情反复+能源价格上涨等多因素影响，生产供应以及消费需求双方面均有较大不确定性，产批量在低基数下同比转正，零售持续为负。2) **行业结构来看，**新能源汽车渗透率持续提升，2022Q1产批零口径新能源占比分别提升至22.33%/21.76%/21.45%，供给端驱动下行业结构迅速变革。3) **重点车企财务方面，**行业结构变革下，特斯拉+理想/蔚来/小鹏+比亚迪/埃安等车企深度受益，销量以及营收同环比表现靓丽；但受上游成本压力未能及时有效传导以及规模效应降低的影响，2022Q1毛利率整体环比小幅下滑。行业变革因素下，各主流车企均持续加码电动智能领域研发投入，以上汽+特斯拉为最。盈利来看，特斯拉发展最为成熟，盈利能力最强，长城/长安等车企产品结构不断优化，2022Q1单车盈利能力环比提升。
- ◆ **零部件板块行业指标及财务表现：**1) **行业指标：**2021年Q4全国乘用车实现产量665.5万辆，同比+0.7%，2022年Q1实现产量537.4万辆，同比+11.9%，环比-19.3%。2021年Q4板块实现营收2977.3亿元，同比+18.2%，环比+37.5%；2022年Q1板块实现营收2489.4亿元，同比+1.4%，环比-16.4%，板块营收环比增速与行业基本保持一致。金属原材料价格/海运运费上涨、人民币升值等因素影响，使得板块毛利率承压下降；2) **财务表现：**德赛西威/拓普集团/旭升股份/爱柯迪2022年Q1营业收入环比分别为-3.83%/+2.89%/+1.94%/+5.76%，增速优于全行业。核心驱动力为国产替代加速/新产品持续拓展/新能源业务放量；3) **业绩展望：**2021年Q4毛利率为行业低谷。2022年Q1开始，旭升股份/爱柯迪/拓普集团等企业毛利率企稳回升，德赛西威/华阳集团等企业高毛利新产品持续落地量产，中国汽研业务结构持续优化，净利润率有望持续提升。
- ◆ **投资建议：复工复产有序展开，2022Q2是配置汽车板块重要时间窗口。**2022年8大金股：整车【比亚迪+理想汽车+小鹏汽车+长城汽车】，零部件【德赛西威+拓普集团+伯特利+华阳集团】。其次，整车【广汽集团+吉利汽车+长安汽车+蔚来+上汽集团+小康股份+江淮汽车】等，零部件【爱柯迪+旭升股份+炬光科技+福耀玻璃+中国汽研+华域汽车】，关注【星宇股份+继峰股份+均胜电子】。
- ◆ **风险提示：**疫情控制低于预期；新能源汽车渗透率低于预期。



■ 总量-新能源-出口景气度跟踪

■ 整车板块业绩综述

■ 零部件板块业绩综述

■ 盈利预测-投资建议-风险提示

总量-新能源-出口景气度跟踪

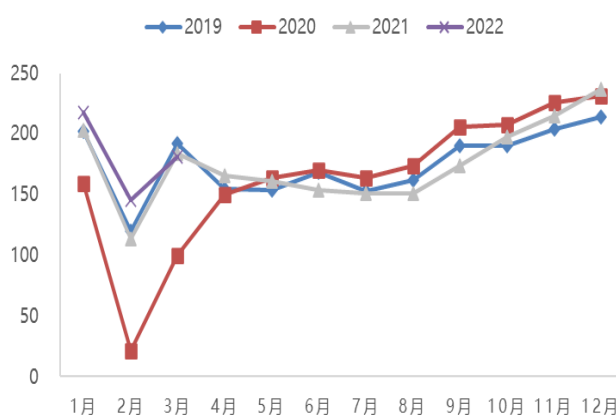
总量层面：产批同比转正，零售同环比持续为负

- ◆ **长期趋势：疫情冲击不改2020年景气复苏趋势，2021年扰动较多。** 2016-2019年因新一轮购置税补贴导致2016-2017年严重透支2018-2019年需求，叠加2016年以来行业整体处于周期下行阶段，2018-2019年汽车行业整体景气下行态势明显；2020年疫情冲击不改下半年景气复苏态势，2020H2产批零表现均同比回升。2021年全年受芯片短缺+原材料价格上涨影响较大，2021年产批同比2019年分别+0.35%/-0.02%，全年交强险销量同比2019年-1.46%。
- ◆ **2022年3月批发同比-1.6%。乘联会口径：**2022年3月狭义乘用车产量实现182.3万辆（同比-0.3%，环比+22.0%），批发销量实现181.4万辆（同比-1.6%，环比+23.6%）；其中新能源汽车产量43.7万辆（同比+124.2%，环比+24.9%），批发销量实现45.5万辆（同比+122.4%，环比+43.6%）。由于芯片供应较2月有所恢复，因此3月产销恢复有较好的基础，但疫情因素影响下产批同比小幅下降。**交强险口径：**2022年3月行业交强险141.07万辆，同环比分别为-15.6%/+26.46%。

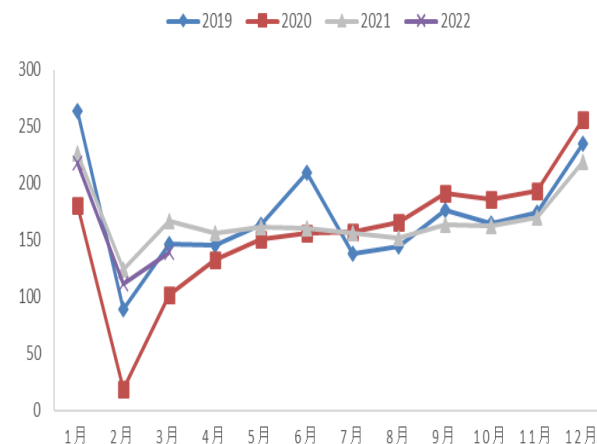
图：乘联会口径乘用车产量/万辆
产量/万辆



图：乘联会口径乘用车批发量/万辆
批发量/万辆



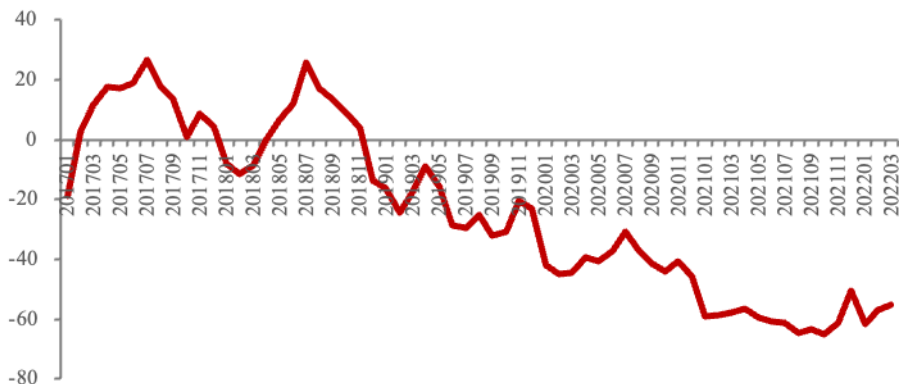
图：交强险口径乘用车销量/万辆
交强险/万辆



总量层面：2021Q4/2022Q1渠道整体补库

- ◆ **库存历史低位，2022年亟需补充安全库存。**
- ◆ 2021年以来受芯片短缺影响，主流车企渠道库存处于历史低位。交强险口径，2022年2月&3月补库较多，乘用车行业渠道分别补库19/23万辆。安全库存补充需要2022年完成。

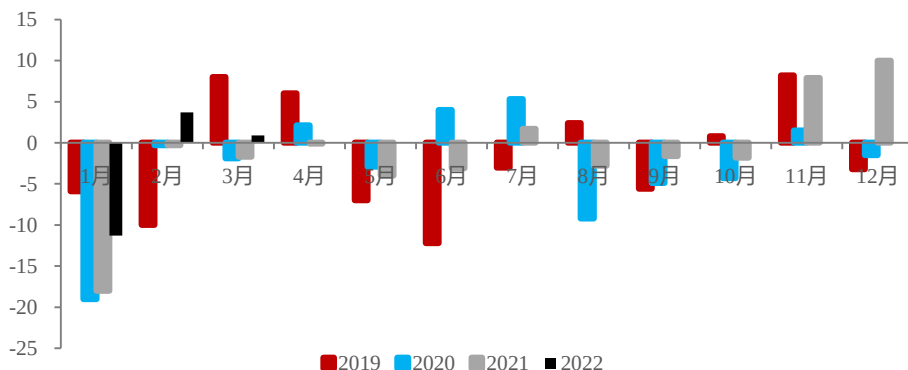
图：企业库存累计/万辆



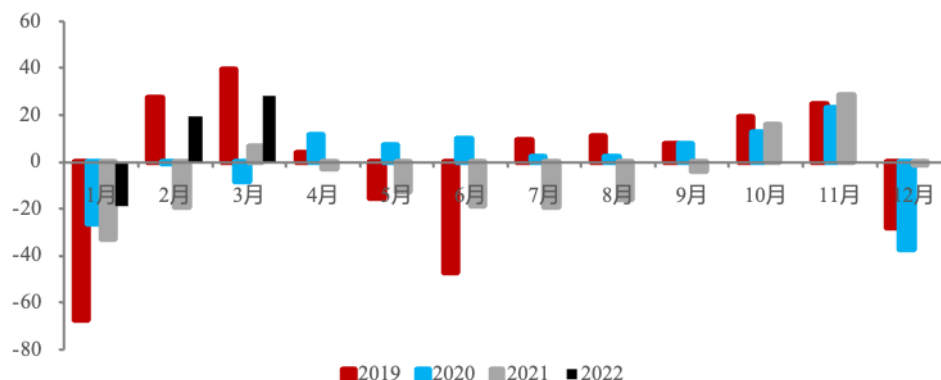
图：渠道库存累计/万辆



图：企业库存当月/万辆



图：渠道库存当月/万辆

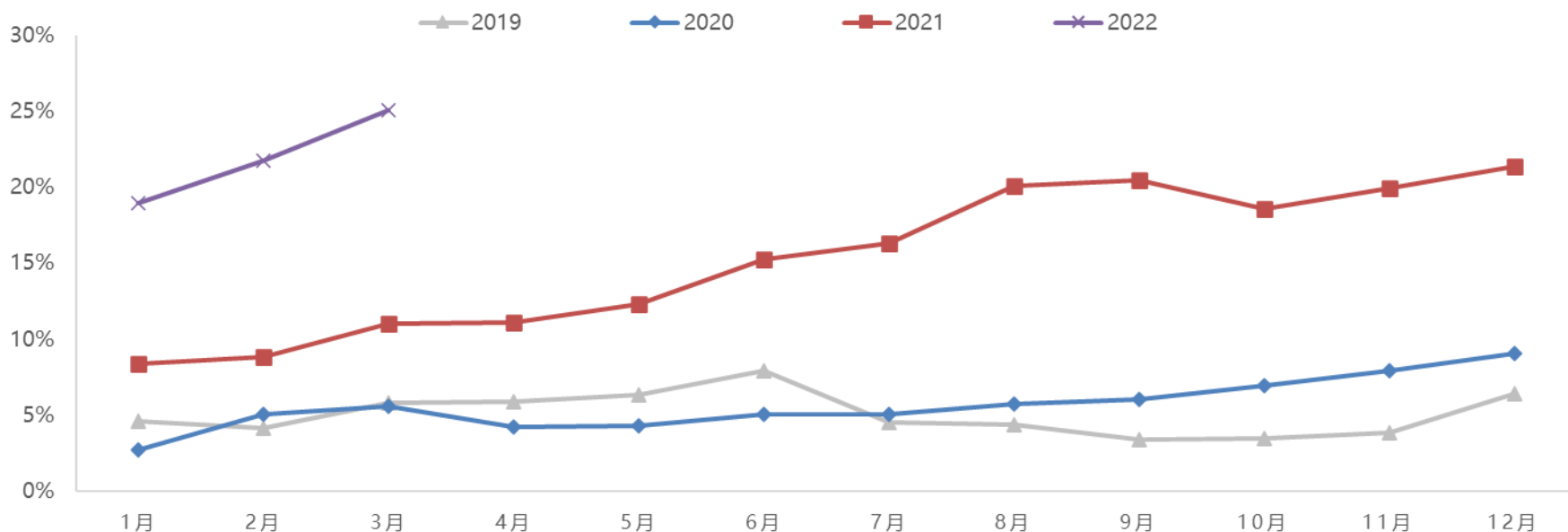


注：渠道库存为测算理论数据，建议参考趋势为准

◆新能源汽车渗透率数据跟踪：

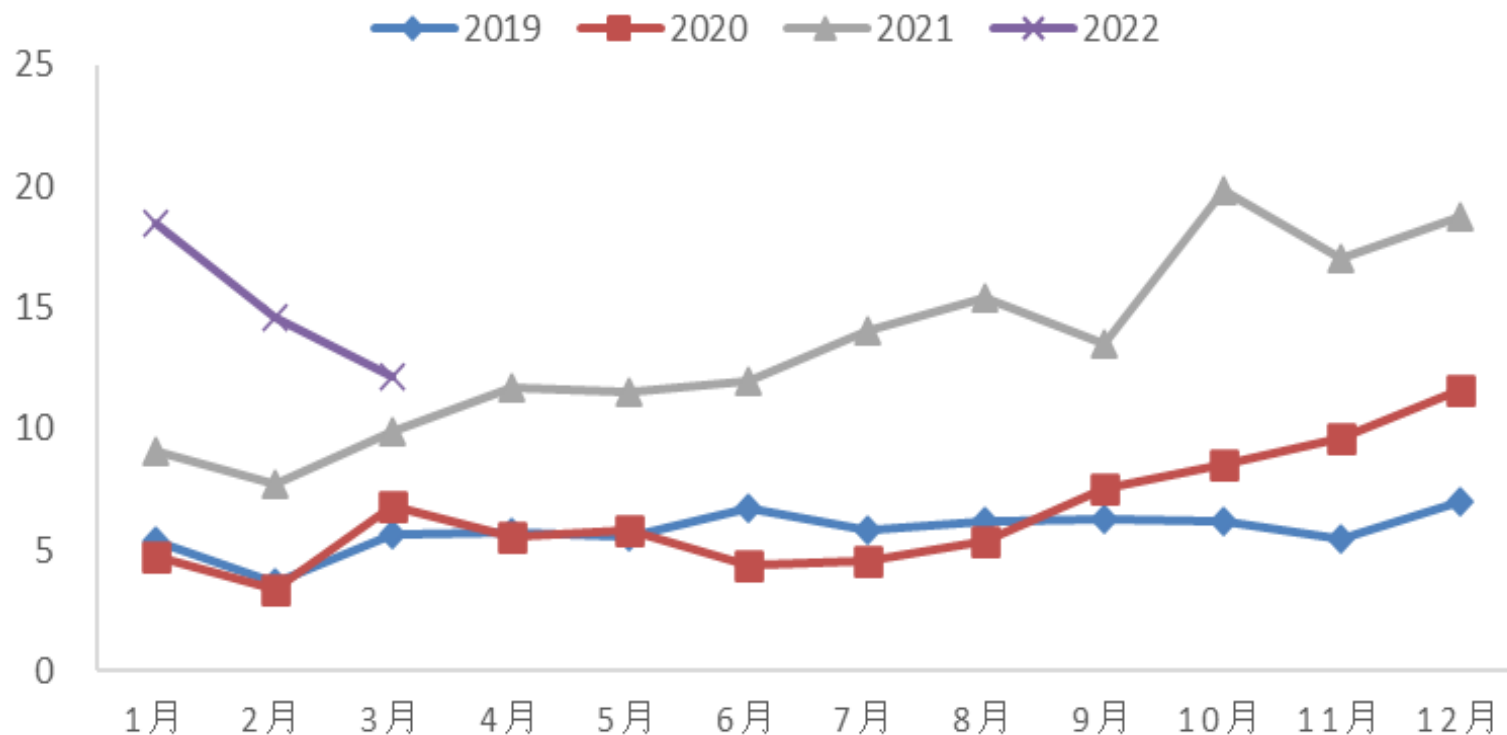
◆2022年3月新能源汽车批发渗透率25.08%，环比2021年3月提升2.82pct。乘用车批发口径，2022年3月新能源汽车产量43.7万辆（同比+124.2%，环比+24.9%），批发销量实现45.5万辆（同比+122.4%，环比+43.6%）。新能源汽车批发渗透率25.08%，环比+2.82pct，上行状态持续。自主品牌/豪华品牌/主流合资品牌新能源渗透率分别为41%/34%/3%，分别环比+3.0pct/+4.6pct/-0.3pct。

图：2022年3月新能源汽车批发渗透率变化【乘联会口径】



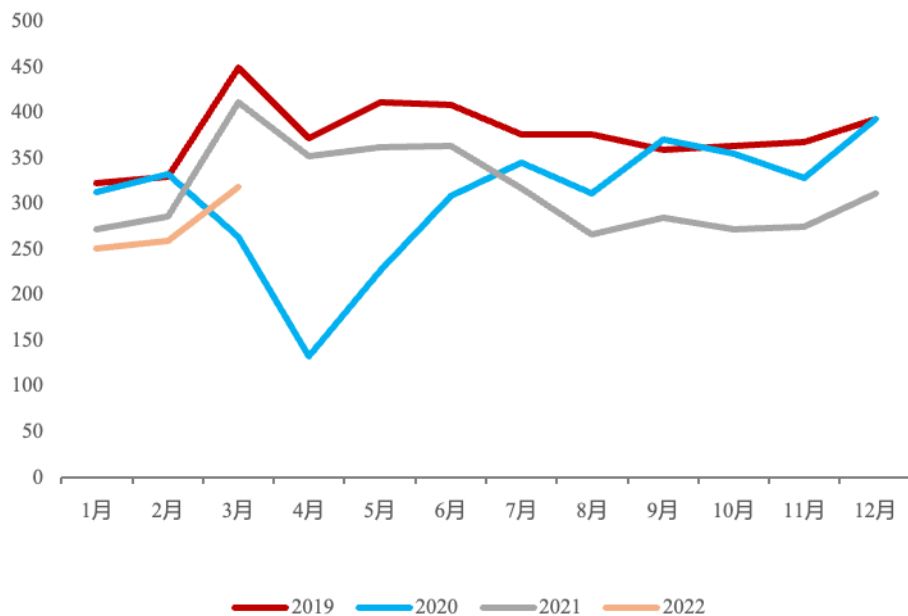
- **出口方面：**2022年3月中汽协口径乘用车出口12.1万辆，同环比分别为+21.8%/-17.1%。其中新能源乘用车2022年3月出口1.5万辆，同环比分别为+85.7%/-68.5%，同比来看仍然保持高增长，环比下滑主要原因为3月特斯拉中国出口仅60辆，环比2月出口3.3万辆下滑较多。

图：2022年3月乘用车出口量 / 万辆【中汽协口径】

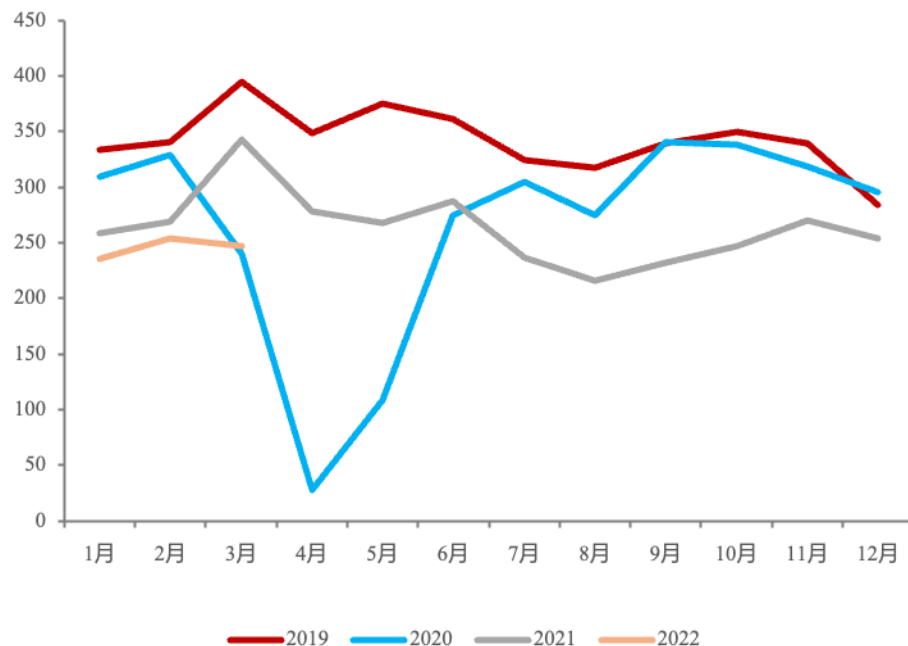


- 受芯片短缺及疫情影响，欧美市场月度汽车产量自2021年下半年以来持续为近三年同期最低水平，2022年Q1欧美市场汽车产量为736.0万辆，同环比分别-15.50%/-4.62%。需求端表现略好于生产端，2022年Q1欧美市场汽车销量为829.8万辆，同环比分别-14.55%/-3.48%。随着欧美多国放宽新冠防疫限制，我们预计欧美市场需求将进一步复苏。

图：欧美市场月度销量情况 / 万辆



图：欧美市场月度产量情况 / 万辆



2022年全年产批零售销量分季度预期

◆ 我们预计2022年Q2受疫情影响乘用车产批零数据波动，预计2022Q2产批零分别为461/461/393万辆，分别同比-2.6%/-4.0%/-18%。上海疫情影响整体行业生产以及物料供应，全年来看产批仍保持向上态势，零售下行，2022年全年产批零预计为2190/2200/1960万辆，同比分别为+4.7%/+4.5%/-3.0%。

表：2022年产批零售全年和季度预测【产批零及出口量单位：万辆】

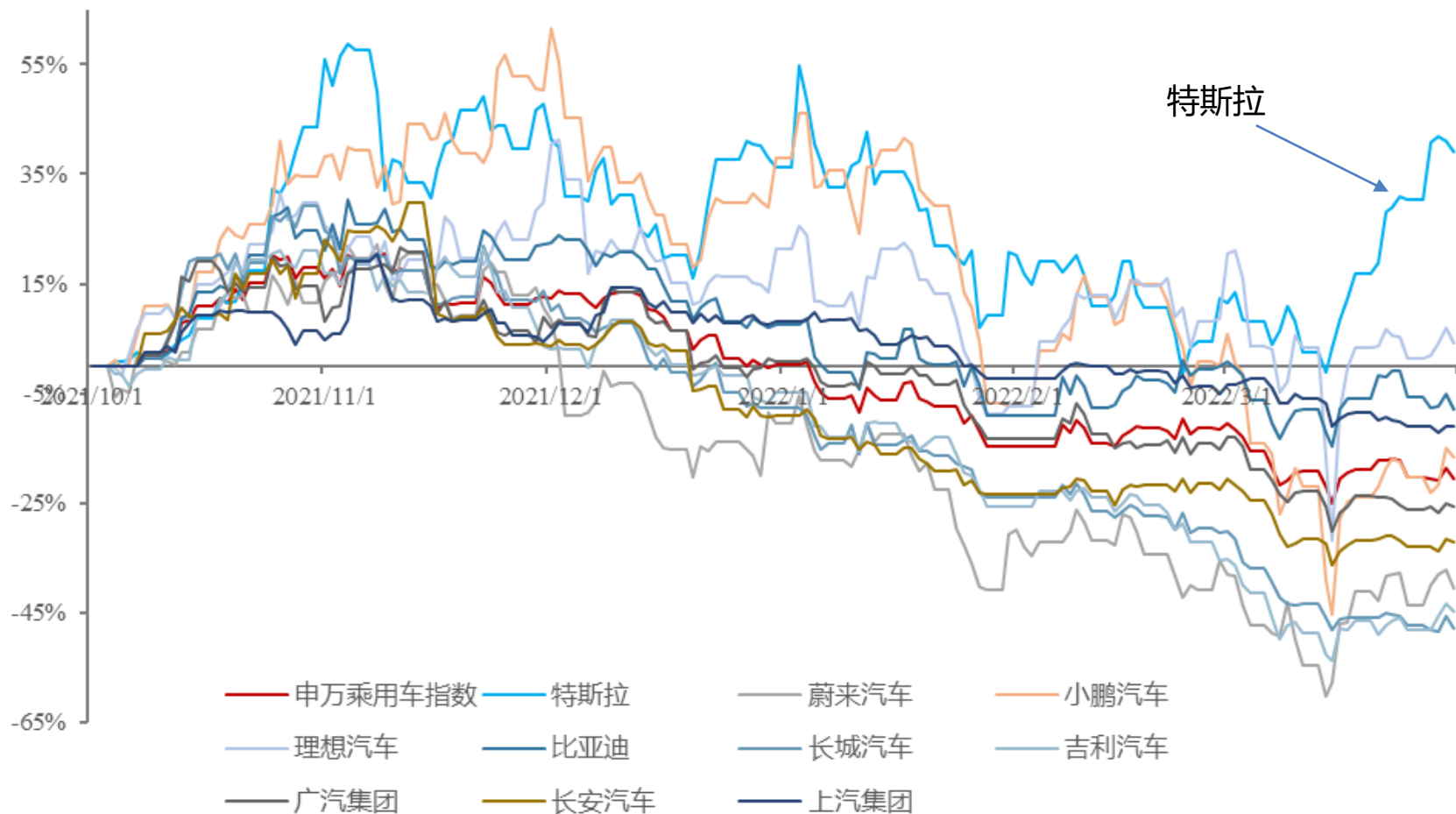
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2E	2022Q3E	2022Q4E	2020	2021E	2022E
1. 产量-乘联会	480	473	473	666	537	461	532	660	1942	2092	2190
YOY	85.0%	-2.9%	-11.5%	0.7%	11.9%	-2.6%	12.4%	-0.8%	-6.8%	7.7%	4.7%
2. 批发-乘联会	500	480	476	649	544	461	532	663	1973	2106	2200
YOY	78.2%	-0.8%	-12.4%	-2.3%	8.8%	-4.0%	11.7%	2.2%	-6.3%	6.7%	4.5%
2.1 新能源批发	47.2	61.6	90.5	130.2	118	136	146	151	117.1	330	551
YOY	7.7%	181.3%	193.8%	143.8%	150.8%	121.0%	61.0%	15.9%	5.8%	181.4%	67.3%
新能源渗透率	9.4%	12.8%	19.0%	20.0%	21.8%	29.5%	27.4%	22.8%	5.9%	15.6%	25.1%
2.2 燃油车批发	453	418	385	519	426	325	386	513	1856	1776	1649
YOY	29.0%	-9.5%	-24.8%	-15.1%	-6.0%	-22.4%	0.2%	-1.3%	0.0%	-4.3%	-7.2%
2.3 自主品牌	208	203	222	322	256	221	260	326	750	955	1064
市占率	41.5%	42.3%	46.8%	49.5%	47.0%	48.0%	49.0%	49.2%	38.0%	45.4%	48.3%
3. 交强险零售	519	479	472	551	469	393	468	631	1880	2020	1960
YOY	67.0%	8.9%	-8.2%	-13.4%	-9.7%	-18.0%	-0.9%	14.5%	-8.3%	7.5%	-3.0%
3.1 新能源零售	43	57	77	113	100	111	126	167	114	289	505
YOY	308.8%	182.2%	156.7%	110.8%	132.4%	96.4%	64.4%	48.5%	23.4%	153.8%	74.6%
4. 出口	27	35	43	45	44	38	52	56	78	150	190
YOY	79.1%	124.2%	146.6%	52.2%	64.0%	8.0%	21.2%	24.3%	12.0%	93.0%	26.7%

整车板块业绩综述

样本量为10家主流车企：4新势力+3民营+3国营

- 针对乘用车整车板块，我们选取10家代表性车企集中分析，包括4家新势力：特斯拉+蔚来+理想汽车+小鹏汽车以及3家主流民营车企：比亚迪+长城汽车+吉利汽车和3家主流国营车企：广汽集团+长安汽车+上汽集团。从始末股价走势来看，特斯拉/小鹏/理想/比亚迪/上汽集团好于行业，长城/吉利/广汽/长安/蔚来差于行业。

图：2021Q4/2022Q1乘用车指数及重点车企收盘价涨跌幅（相比2021年10月1日）



产批零比较：新能源结构增量显著，渠道整体补库

- ◆ 2021Q4~2022Q1，新能源增量显著，结构改善；渠道库存整体保持增加趋势。1) 总量维度，行业端2021Q1~2022Q1行业整体月度产批表现持续向上，扣除Q1季节性因素后，芯片短缺影响减弱；交强险零售来看，2022年Q1消费终端受季节性因素以及新能源汽车涨价/传统燃油车折扣低位/燃油价格上涨等多方面因素影响，同环比继续下行，终端渠道库存增加。2) 结构维度：新能源贡献重要增量，行业渗透率提升至21%~22%，受益新能源汽车销量快速提升的行业红利，特斯拉等新势力车企以及比亚迪/广汽埃安等车企产批同比大幅领先行业；2022Q1交强险零售除蔚来/广汽传祺外其余重点车企均下滑，主要系季节性消费淡季所致。

表：乘用车行业及重点车企产批零售数据 / 万辆

		产量					批发销量					交强险零售				
		2021全年	2021Q4	2022Q1	Q1同比	Q1环比	2021全年	2021Q4	2022Q1	Q1同比	Q1环比	2021全年	2021Q4	2022Q1	Q1同比	Q1环比
行业	乘用车行业/万辆	2091.8	665.5	537.4	11.89%	19.25%	1973.0	649.4	544.1	8.75%	16.21%	2020.2	550.8	470.2	9.36%	14.64%
	燃油车/万辆	1761.3	534.4	417.4	3.33%	21.89%	1643.5	519.2	425.7	6.05%	18.01%	1729.5	436.6	369.3	22.34%	15.41%
	新能源/万辆	330.5	131.1	120.0	147.42%	8.47%	329.5	130.2	118.4	150.85%	9.06%	290.8	114.2	100.86	133.56%	11.69%
	渗透率	15.80%	19.70%	22.33%	12.10%	2.63%	16.70%	20.05%	21.76%	12.10%	1.71%	14.39%	20.74%	21.45%	13.01%	0.72%
新势力	特斯拉	48.58	17.93	17.06	115.31%	4.83%	47.31	17.81	18.22	162.86%	2.29%	31.23	11.62	10.89	56.39%	6.31%
	蔚来	9.14	2.50	2.58	28.45%	2.93%	9.14	2.50	2.58	28.45%	2.93%	9.09	2.48	2.57	29.36%	3.46%
	小鹏	9.85	3.99	3.72	152.95%	6.73%	9.82	4.18	3.46	159.08%	17.22%	9.66	4.16	3.46	173.61%	16.65%
	理想	8.87	3.47	3.18	125.00%	8.37%	9.05	3.52	3.17	152.13%	9.95%	9.13	3.53	3.19	158.69%	9.58%
自主	比亚迪	74.75	28.61	29.22	170.06%	2.14%	74.01	28.74	29.14	179.78%	1.39%	71.99	28.46	26.25	140.03%	7.78%
	长城汽车	126.34	39.89	28.59	13.18%	28.32%	128.10	39.69	28.35	16.32%	28.58%	100.02	27.40	21.83	19.58%	20.34%
	吉利汽车	132.10	40.58	33.15	0.30%	18.31%	132.80	40.62	32.60	2.26%	19.74%	128.80	35.74	28.89	13.25%	19.15%
	广汽传祺	32.32	11.51	8.52	5.92%	26.00%	32.42	10.30	9.04	21.80%	12.22%	30.06	7.17	7.55	3.58%	5.26%
	广汽埃安	12.15	4.34	4.39	150.92%	1.17%	12.03	4.16	4.49	154.58%	7.82%	12.27	4.35	3.71	175.45%	14.83%
	长安汽车	115.59	30.19	33.17	1.54%	9.84%	117.67	26.74	35.26	2.95%	31.88%	116.64	30.09	26.19	18.96%	12.98%
	上汽通用五菱	167.16	62.39	37.56	5.56%	39.80%	166.02	60.87	32.61	5.65%	46.44%	101.28	27.60	22.67	20.89%	17.87%
	上汽乘用车	80.23	30.15	19.51	31.19%	35.29%	80.08	30.54	19.42	33.68%	36.42%	54.58	14.83	12.86	14.34%	13.28%
合资	上汽大众	124.66	39.20	33.11	30.89%	15.52%	124.20	39.16	33.12	32.97%	15.41%	147.44	37.48	29.32	27.57%	21.76%
	上汽通用	133.15	42.10	27.39	19.83%	34.94%	133.16	42.97	27.45	18.24%	36.10%	128.42	30.40	25.12	29.76%	17.38%
	广汽丰田	82.33	24.93	24.55	28.10%	1.54%	82.80	24.45	24.70	23.44%	1.02%	80.70	22.48	21.28	14.38%	5.33%
	广汽本田	78.71	25.61	20.95	19.19%	18.20%	78.03	23.15	21.24	16.75%	8.25%	76.68	23.01	17.68	1.27%	23.17%
	长安福特	31.43	10.29	5.91	1.04%	42.61%	30.47	9.54	6.03	16.39%	36.82%	23.53	6.90	4.18	37.65%	39.44%

注：本表中的Q1同环比指，22Q1同比21Q1/环比21Q4

ASP比较：龙头产品结构优化，单车均价持续提升

- ◆ **营收整体来看**，2022Q1营业收入表现与销量基本同频，以特斯拉+比亚迪+广汽表现最好，营收同比涨幅+81%/+63%/45%，主要系新能源汽车销量表现靓丽+受芯片短缺影响较小；长城汽车及上汽集团收入同比表现较差，环比下滑幅度超20%，同比分别+8%/-4%，主要系芯片短缺/上海地区疫情影响所致。
- ◆ **单车售价来看**，2021Q1~2022Q1车企整体单车售价呈现持续提升趋势。1) 以特斯拉+理想+蔚来+长城+吉利表现最为明显，前三者单车售价维持高位状态，终端认可度较高；长城/吉利主要系产品结构持续优化，车企内领克/中国星以及坦克等高价车型销量占比提升。2) 上汽+长安+广汽均价呈现波动性提升，上汽大众/通用品牌凯迪拉克等高价车型占比提升，长安Uni系列/广汽传祺M6/埃安等车型占比波动提升。3) 小鹏+比亚迪由于热销车型变换原因均价出现阶段性下滑。小鹏主要系P5上市，P7销量占比下滑；比亚迪主要系2021Q1以来DM-i车型销量占比持续提升所致，展望2022年，随小鹏G9/比亚迪汉DM-i/海豹等车型上市，对应单车均价有较大上升空间。

表：重点车企收入（亿元）及单车均价（万元）

代码	车企	营业收入/亿元							单车售价/万元						
		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	Q1同比	Q1环比	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	Q1同比	Q1环比
TESLA.O	特斯拉	685.7	789.23	907.96	1169.5	1237.9	81%	6%	33.53	34.91	34.25	34.58	35.90	7.09%	3.82%
NIO.N	蔚来汽车	79.8	84.5	98.1	99.0	-	-	-	36.92	36.13	35.34	36.81	-	-	-
9868.HK	小鹏汽车	29.5	37.6	57.2	85.6	-	-	-	21.94	20.60	21.27	19.61	-	-	-
2015.HK	理想汽车	35.8	50.4	77.8	106.2	-	-	-	27.54	27.90	29.42	29.40	-	-	-
002594.SZ	比亚迪	409.9	498.9	543.1	709.5	668.3	63%	-6%	20.26	17.72	15.97	16.64	15.75	-22.27%	-5.36%
601633.SH	长城汽车	311.2	308.1	288.7	456.1	336.2	8%	26%	9.18	11.03	10.86	11.46	11.86	29.12%	3.20%
0175.HK	吉利汽车	450.3		565.8		-	-	-	7.53		8.27		-	-	-
601238.SH	广汽集团	160.2	185.5	209.4	201.6	232.7	45%	15%	17.44	18.17	19.77	13.96	17.19	-1.42%	23.18%
000625.SZ	长安汽车	320.3	247.6	224.1	259.4	345.8	8%	33%	8.18	7.95	7.95	9.05	8.64	5.66%	-4.55%
600104.SH	上汽集团	1844.1	1770.0	1866.2	2215.4	1767.8	-4%	20%	16.55	15.33	14.12	12.31	14.95	-9.68%	21.40%

注：本表中的Q1同环比指，22Q1同比21Q1/环比21Q4

另注：广汽集团/长安汽车表内单车售价均指自主品牌；吉利销量去除领克品牌销量；长安汽车销量为重庆+河北+合肥销量之和；比亚迪季度整车业务营收为去除了比亚迪电子单季度收入后的近似营收值；标黄表示整车业务收入未单独披露，采取数据可得范围内的近似值。

毛利比较：整体改善，单车盈利能力不断提升

- ◆ 2021Q1~2022Q1车企毛利率整体呈现不断改善上行趋势，2021Q4毛利率整体小幅下滑，2022Q1继续上升，特斯拉+长城汽车+长安汽车表现较好，比亚迪/广汽表现较差。分别来看，1) 特斯拉规模效应提升&涨价有效传导上游成本压力等因素保证2021Q4/2022Q1盈利能力提升；2) 蔚来/小鹏/理想销量提升的规模效应作用更加明显，2021Q4/2022Q1单车毛利持续提升。3) 长城+吉利+长安2021Q4/2022Q1毛利率环比均改善（剔除长城汽车会计准则变更影响），主要系产品结构优化，长城坦克/长安Uni系列等高价车型占自身销量比例进一步提升，作用明显；4) 广汽+上汽整体呈现提升趋势，但2021Q4/2022Q1季节性作用下单车毛利下行。5) 比亚迪受低价车型销量占比提升/公司电子业务盈利拖累/2022Q1涨价幅度较小等多方面因素影响，整体盈利能力下滑；展望2022年，随公司Q2逐步开启车型涨价及汉DM-i/海豹等高价车型上市销售，公司整体毛利率和单车盈利能力有望迎来拐点。

表：重点车企毛利率及单车毛利（万元）

代码	车企	毛利率							单车毛利						
		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	Q1同比	Q1环比	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	Q1同比	Q1环比
TSLA.O	特斯拉	21.3%	24.1%	26.6%	27.4%	29.1%	↑8.8%	↑1.8%	7.91	9.46	10.01	10.36	11.62	46.98%	↑12.14%
NIO.N	蔚来汽车	19.5%	18.6%	20.3%	17.2%	-	-	-	7.81	7.33	6.38	7.69	-	-	-
9868.HK	小鹏汽车	11.2%	11.9%	14.4%	12.0%	-	-	-	2.22	2.27	2.89	2.14	-	-	-
2015.HK	理想汽车	17.3%	18.9%	23.3%	22.4%	-	-	-	4.65	5.22	6.21	6.57	-	-	-
002594.SZ	比亚迪	12.6%	12.9%	13.3%	13.1%	12.4%	-0.2%	-0.7%	4.96	4.52	3.51	3.24	2.84	-42.63%	-12.17%
601633.SH	长城汽车	15.1%	17.4%	17.3%	15.3%	17.2%	↑2.1%	↑1.9%	1.39	1.92	1.88	1.76	2.04	46.66%	↑15.87%
0175.HK	吉利汽车	17.2%		17.1%		-	-	-	1.49		1.65		-	-	-
601238.SH	广汽集团	5.5%	7.4%	7.9%	10.3%	6.1%	0.6%	↓4.2%	0.97	1.35	1.56	1.43	1.05	↓8.72%	↓26.60%
000625.SZ	长安汽车	14.1%	16.9%	17.4%	18.9%	18.2%	↓4.1%	-0.7%	1.15	1.34	1.38	1.71	1.57	36.03%	↓8.16%
600104.SH	上汽集团	11.1%	11.8%	11.6%	5.1%	9.4%	↓1.7%	↓4.2%	1.84	1.81	1.63	0.63	1.40	↓23.69%	↓121.34%

注：本表中的Q1同环比指，22Q1同比21Q1/环比21Q4

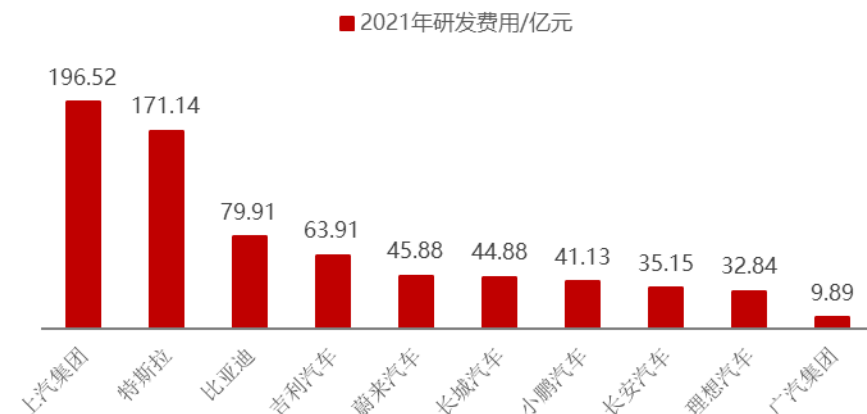
广汽集团/长安汽车表内单车售价均指自主品牌；吉利销量去除领克品牌销量；长安汽车销量为重庆+河北+合肥销量之和。

（注：车企分析聚焦自主品牌，并且上汽以及比亚迪因业务线复杂，整车业务毛利拆分数据有一定失真）

费用率比较：研发费用增加，销售/管理费用稳定

- ◆ **销售及管理费用率整体呈现稳定状态。**重点车企销售/管理费用率整体保持稳定，除特斯拉/蔚来/小鹏/理想规模效应增加费用率下滑外，其余正常经营企业销售/管理费用率整体保持稳定状态。
- ◆ **研发费用率整体保持提升趋势，2021年上汽集团/特斯拉研发投入最高。**2022Q1来看，重点车企研发费用率同比大部分上升，长城汽车上升幅度最大，特斯拉由于规模效应摊销，研发费用率下降明显。2021年研发费用绝对值比较来看，上汽集团接近200亿元，特斯拉超170亿元，比亚迪再次；广汽研发投入最低，不足10亿元。

表：重点车企2021年研发费用（亿元）



表：重点车企期间费用率比较

代码	车企	销售费用率					管理费用率					研发费用率				
		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
TSLA.O	特斯拉	-	-	-	-	-	10.16%	8.14%	7.23%	8.43%	5.29%	6.41%	4.82%	4.44%	4.18%	4.61%
NIO.N	蔚来汽车	-	-	-	-	-	16.16%	18.93%	21.13%	23.82%	-	8.61%	10.46%	12.17%	18.47%	-
9868.HK	小鹏汽车	-	-	-	-	-	24.43%	27.41%	26.89%	23.54%	-	18.13%	22.97%	22.10%	16.95%	-
2015.HK	理想汽车	-	-	-	-	-	14.27%	16.57%	13.11%	10.64%	-	14.38%	12.96%	11.43%	11.58%	-
002594.SZ	比亚迪	3.04%	2.82%	2.96%	2.57%	2.96%	2.84%	2.49%	2.53%	2.72%	2.55%	2.97%	3.56%	4.12%	3.89%	3.53%
601633.SH	长城汽车	3.68%	4.22%	5.07%	2.82%	3.13%	2.13%	2.20%	3.72%	3.57%	3.50%	2.92%	3.08%	3.46%	3.58%	3.94%
0175.HK	吉利汽车	5.67%		6.66%		-	2.09%		1.60%		-	5.12%		6.64%		-
601238.SH	广汽集团	5.20%	5.98%	5.85%	5.81%	4.96%	4.27%	5.64%	4.58%	6.18%	4.11%	1.62%	1.42%	1.13%	1.13%	1.03%
000625.SZ	长安汽车	3.15%	4.59%	4.44%	5.80%	3.50%	3.89%	3.93%	3.22%	2.16%	2.35%	2.22%	3.17%	2.63%	5.51%	2.78%
600104.SH	上汽集团	4.87%	5.09%	5.00%	0.86%	3.57%	2.80%	2.72%	3.01%	3.69%	3.34%	1.81%	2.46%	2.59%	3.11%	2.09%

注：特斯拉以及蔚来/小鹏/理想不分别披露销售及管理费用，统一记作管理费用

净利润比较：单车盈利单季环比持续提升

- ◆ 2022Q1车企单车盈利情况同环比改善趋势较为明显，2021Q4车企年末集中计提减值以及费用支出影响导致净利润较低。1) 横向比较来看，特斯拉/理想汽车盈利能力最强。2022Q1单车盈利超1万美元；理想汽车随交付提升规模效应作用下，2021Q4单车盈利转正突破0.8万元；其余自主品牌以长城+长安单车盈利表现最高，广汽+上汽自主品牌单车盈利依然为负。2) 纵向比较来看，2021Q1~2022Q1单车盈利行业整体表现为提升趋势。特斯拉/理想随规模效应显现，整体单车盈利提升趋势较为明确，长城/吉利/比亚迪/长安呈现波动性上升趋势，上汽及广汽自主品牌依然亏损，上汽大众及通用品牌2021H2盈利能力明显改善。

表：重点车企归母净利润（亿元）及单车净利（万元）

代码	车企	归母净利润/亿元							单车净利/万元						
		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	Q1同比	Q1环比	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	Q1同比	Q1环比
TSLA.O	特斯拉	28.91	75.37	106.79	153.19	218.99	657.53%	42.96%	1.56	3.74	4.42	4.96	7.06	351.71%	42.31%
NIO.N	蔚来汽车	(48.75)	(6.59)	(28.59)	(21.79)	-	-	-	(24.30)	(3.01)	(11.70)	(8.71)	-	-	-
9868.HK	小鹏汽车	(7.87)	(11.95)	(15.95)	(12.87)	-	-	-	(6.14)	(6.87)	(6.21)	(3.08)	-	-	-
2015.HK	理想汽车	(3.60)	(2.35)	(0.22)	2.96	-	-	-	(2.86)	(1.34)	(0.09)	0.84	-	-	-
002594.SZ	比亚迪	2.37	9.36	12.70	6.02	8.08	240.59%	34.27%	(0.28)	0.27	0.45	0.17	0.24	-183.89%	35.71%
601633.SH	长城汽车	16.39	18.89	14.16	17.81	16.34	-0.34%	-8.27%	0.48	0.68	0.53	0.45	0.58	19.10%	28.43%
0175.HK	吉利汽车	23.81		24.66		-	-	-	0.32		0.34		-	-	-
601238.SH	广汽集团	23.66	19.71	9.47	20.51	30.09	-	46.67%	(1.17)	(1.07)	(0.79)	(1.02)	(0.90)	-	-12.07%
000625.SZ	长安汽车	8.54	8.76	12.63	5.60	45.36	431.45%	709.75%	0.15	0.27	0.32	0.08	0.57	295.04%	606.77%
600104.SH	上汽集团	68.47	64.67	70.36	41.83	55.16	-19.44%	31.85%	0.03	1.85	(0.58)	(1.44)	(0.16)	-684.37%	-89.16%
	上汽大众	28.85		73.01		-	-	-	0.54		1.03		-	-	-
	上汽通用	23.48		49.13		-	-	-	0.40		0.66		-	-	-

注：本表中的Q1同环比指，22Q1同比21Q1/环比21Q4

1) 吉利汽车单车净利润计算时扣除应占联营/合营公司损益，销量扣除领克品牌，对应吉利+几何+极氪三大品牌。2) 比亚迪单车盈利计算时扣除持股65.76%的比亚迪电子盈利，广汽集团/长安汽车单车净利计算均扣除投资收益，表示自主品牌盈利情况；上汽集团对应位自主品牌单车盈利（归母净利润-投资收益），大众及通用分别阐述。因此上述车企单车盈均利为近似值。

长城汽车：产品结构持续优化带来盈利能力提升

- ◆ 2021Q4公司实现归母净利润17.81亿元，同环比-35.82%/+25.76%，同比下滑较大主要系上游成本承压&员工薪酬支出增加&股权激励费用计提等所致。2021Q4毛利率15.30%，同环比分别-2.96/-2.00pct，主要系会计准则变更以及上游成本同比增加影响；销售费用受会计准则影响下滑，管理/研发费用率同比上升明显，主要系股权激励费用计提&员工薪酬支出增加所致。
- ◆ 2022Q1实现归母净利润16.34亿元，同环比分别-0.34%/-8.27%，2022Q1长城汽车毛利率17.18%，同环比分别+2.05/+1.88pct,毛利率表现靓丽，同比大幅提升主要系销售结构优化，环比提升主要系Q1奖金计提环比Q4较少所致；2022Q1销售/管理/研发/财务费用率分别3.13%/3.50%/3.94%/0.87%，财务费用同环比大幅提升主要系Q1汇兑损失增加所致，销售/管理费用率提升主要系股权激励费用计提影响。单车盈利明显改善。长城汽车2022Q1扣非前单车毛利/单车净利分别2.04/0.58万元，分别同比+46.66%/+19.10%。

表：长城汽车核心财务指标拆分（营收/成本/费用/归母净利润单位均为：亿元）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2021	2020	全年同比	Q1环比	Q1同比
营业收入/亿元	311.17	308.11	288.69	456.07	336.19	1364.05	1033.08	32.04%	-26.29%	8.04%
营业成本	264.10	254.54	238.74	386.29	278.43	1143.67	855.31	33.71%	-27.92%	5.43%
毛利率	15.13%	17.39%	17.30%	15.30%	17.18%	16.16%	17.21%	-1.05%	1.88%	2.06%
销售费用	11.44	13.01	14.63	12.85	10.51	51.92	41.03	26.53%	-18.20%	-8.09%
管理费用	6.64	6.78	10.74	16.28	11.78	40.43	25.53	58.39%	-27.65%	77.51%
研发费用	9.08	9.50	9.99	16.33	13.24	44.90	30.67	46.36%	-18.96%	45.77%
财务费用	-0.98	-2.08	-0.93	-0.49	2.91	-4.48	3.97	-212.94%	-	-
其中：汇兑损失（+）	-1.93		0.46		-	-1.47	7.16	-120.54%	-	-
销售费用率	3.68%	4.22%	5.07%	2.82%	3.13%	3.81%	3.97%	-0.17%	0.31%	-0.55%
管理费用率	2.13%	2.20%	3.72%	3.57%	3.50%	2.96%	2.47%	0.49%	-0.07%	1.37%
研发费用率	2.92%	3.08%	3.46%	3.58%	3.94%	3.29%	2.97%	0.32%	0.36%	1.02%
财务费用率	-0.31%	-0.68%	-0.32%	-0.11%	0.87%	-0.33%	0.38%	-0.71%	0.97%	1.18%
归母净利润/亿元	16.39	18.89	14.16	17.81	16.34	67.26	53.62	25.43%	-8.27%	-0.34%
扣非后归母净利润/亿元	13.35	15.07	8.11	5.50	13.03	42.03	38.36	9.56%	137.01%	-2.41%
批发销量/万辆	33.88	27.94	26.58	39.69	28.35	128.09	111.08	15.31%	-28.57%	-16.32%
单车收入/万元	9.18	11.03	10.86	11.49	11.86	10.65	9.30	14.50%	3.20%	29.12%
单车毛利	1.39	1.92	1.88	1.76	2.04	1.72	1.60	7.50%	15.87%	46.66%
单车净利（扣非前）/万元	0.48	0.68	0.53	0.45	0.58	0.53	0.48	8.77%	28.43%	19.10%
单车净利（扣非后）/万元	0.39	0.54	0.31	0.14	0.46	0.33	0.35	-4.99%	231.82%	16.62%

注：本表中全年同比指2021同比2020；Q1同环比指，22Q1同比21Q1/环比21Q4

吉利汽车：品牌高端化/收入多元化进程提速

◆ 2021H2业绩低于我们预期，主要系行业不利因素拖累；吉利品牌高端化&收入多元化进程加速，进一步开拓长期发展空间。1) 分业务来看，吉利2021H2实现汽车销售收入483.85亿元，同环比-3.41%/+23.08%，单车售价8.27万元，同环比分别+11%/+10%；交强险口径，2021年10~15万元/15万元以上产品占比分别同比提升19pct/11pct 至44%/22%，品牌高端化不断突破。2021H2知识产权收入6.38亿元，同环比分别+351%/+0%；研发及相关技术支援收入28.04亿元，同环比+276%/+528%；2021H2新增销售电池包以及相关零件收入5.89亿元。2021H2汽车销售收入占总收入比重为85.5%，同环比分别-5.1pct/-1.8pct，收入迅速多元化，前期SEA浩瀚架构开发成果落地，协同效应进一步加强。2) 2021H2业绩低于我们预期，主要系销售/研发费用率上升，对应分别为6.66%/6.64%，同比分别+1.48pct/+2.61pct，主要系渠道开拓以及智能/电动化等技术开发费用支出。

表：吉利汽车核心财务指标拆分

	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2020	2021	全年同比	H2同比	H2环比
营业收入/亿元	368.20	552.94	450.32	565.79	921.14	1,016.11	10.31%	2.32%	25.64%
汽车销售/亿元	337.20	500.94	393.12	483.85	838.14	876.97	4.63%	-3.41%	23.08%
其他/亿元	31.00	52.00	57.20	81.94	83.00	139.14	67.64%	57.57%	43.25%
知识产权许可	4.24	1.42	6.37	6.38	5.66	12.75	125.37%	350.57%	0.23%
研发及相关技术支援服务	0.00	7.45	4.47	28.04	7.45	32.51	336.35%	276.38%	527.61%
营业成本/亿元	305.18	468.59	372.73	469.26	773.77	841.99	8.82%	0.14%	25.90%
毛利率	17.12%	15.25%	17.23%	17.06%	16.00%	17.14%	1.14%	1.81%	-0.17%
分销及销售费用/亿元	21.9	28.63	25.54	37.69	50.53	63.23	25.13%	31.64%	47.56%
行政费用/亿元	26.75	30.70	32.46	46.62	57.45	79.08	37.64%	51.84%	43.61%
研发费用/亿元	17.21	20.17	23.05	32.13	37.38	55.18	47.62%	59.30%	39.39%
销售费用率	5.95%	5.18%	5.67%	6.66%	5.49%	6.22%	0.74%	1.48%	0.99%
行政费用率	7.27%	5.55%	7.21%	8.24%	6.24%	7.78%	1.55%	2.69%	1.03%
研发费用率	4.67%	4.03%	5.12%	6.64%	4.46%	6.29%	1.83%	2.61%	1.52%
应占联营公司损益/亿元	0.22	0.29	0.20	0.38	0.51	0.58	14.58%	31.72%	33.85%
应占合营公司损益/亿元	4.24	4.02	6.86	4.61	8.26	11.47	38.89%	14.70%	-32.72%
归母净利润/亿元	22.97	31.00	23.81	24.66	53.97	48.47	-10.18%	-20.44%	3.59%
总销量/万辆	53.04	78.98	63.02	69.90	132.02	132.92	0.68%	-11.50%	10.92%
吉利品牌单车收入(除领克)/万元	7.09	7.49	7.53	8.27	7.32	7.92	8.15%	10.45%	9.86%
吉利品牌单车净利(除领克)/万元	0.39	0.40	0.32	0.34	0.39	0.33	-16.71%	-15.71%	4.86%
领克品牌单车收入/亿元	14.67	13.04	13.27	13.87	13.55	13.58	0.19%	6.32%	4.49%
领克品牌单车净利/万元	0.34	0.27	0.43	0.21	0.29	0.32	8.35%	-21.61%	-51.04%

注：本表中全年同比指2021同比2020；H2同环比指，21H2同比20H2/环比21H1

比亚迪：强势电动产品持续放量，盈利表现亮眼

◆ 2022年Q1归母净利润8.08亿元，同环比大增241%/34%，处于业绩预告中值，符合市场预期。2022年Q1比亚迪新能源乘用车批发销量为28.47万辆，同比增长433%，环比增长8%，主要是DM-i系列产品以及海豚等纯电车型贡献增量。**二次提价传导成本压力，销量高增对冲部分成本上涨，单车盈利大幅增强。**2022Q1电池、芯片、汽车原材料等价格上涨，公司1月全系列车型价格调整3000-5000转移部分成本压力，更多通过规模化降本，整体盈利水平超预期。3月中旬开启二次提价，涨幅在0.4-1.1万元，我们预计2022Q2公司盈利水平有望进一步改善。**电池出货同比大增，随着外供开启及储能释放爆发，全年出货预计翻番增长。**2022年Q1动力电池和及储能装机14.74GWh，同比增长280%，随外供开启及储能释放爆发，我们预计比亚迪2022年电池产量为70-80GWh。**2022年Q1期间费用环比略降，费用控制良好。**2022Q1期间费用59.6亿元，同环比41%/-14%，期间费用率8.92%，同环比-1.38/-0.84pct。

表：比亚迪核心财务指标拆分（营收/成本/费用/归母净利润单位均为：亿元）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	Q1 环比	Q1 同比
营业收入/亿元	409.92	498.94	543.07	709.50	668.25	-5.81%	63.02%
比亚迪电子营业收入/亿元	198.90	246.41	214.04	231.22	209.33	-9.47%	5.24%
扣除电子业务营业收入/亿元	211.02	252.53	329.03	478.28	458.92	-4.05%	117.48%
营业成本	358.29	434.56	470.69	616.44	585.38	-5.04%	63.38%
毛利率	12.59%	12.90%	13.33%	13.12%	12.40%	-0.71%	-0.19%
销售费用	12.47	14.05	16.06	18.23	19.78	8.51%	58.58%
管理费用	11.63	12.44	13.76	19.27	17.02	-11.67%	46.38%
研发费用	12.17	17.78	22.38	27.57	23.61	-14.38%	93.94%
财务费用	5.95	3.61	4.16	4.15	-0.81	-	-
销售费用率	3.04%	2.82%	2.96%	2.57%	2.96%	0.39%	-0.08%
管理费用率	2.84%	2.49%	2.53%	2.72%	2.55%	-0.17%	-0.29%
研发费用率	2.97%	3.56%	4.12%	3.89%	3.53%	-0.35%	0.56%
财务费用率	1.45%	0.72%	0.77%	0.58%	-0.12%	-0.71%	-1.57%
归母净利润/亿元	2.37	9.36	12.70	6.02	8.08	34.27%	240.59%
扣非后归母净利润/亿元	-0.82	4.50	5.18	3.68	5.14	39.58%	-
比亚迪电子归母净利润/亿元	8.08	8.35	5.14	1.53	1.80	17.65%	-77.72%
扣除电子业务净利润/亿元	-2.94	3.87	9.32	5.01	6.90	37.61%	-
批发销量/辆	104145	142544	206055	287387	291378	1.39%	179.78%
新能源乘用车批发销量/辆	53380	96831	180587	262947	284737	8.29%	433.42%

注：Q1同比环比指2022Q1同比21Q1/环比21Q4

长安汽车：Q1业绩超预期，2022电动化进程加速

◆ 长安2021Q4归母净利润5.60亿元，环比-55.64%，业绩略低于我们预期，主要系费用以及减值计提等支出增加。2021Q4毛利率18.88%，同环比-1.45/+1.49pct，产品结构不断优化。2021Q4公司研发费用率5.51%，同环比+2.53/+2.88pct，主要系公司智能电动领域技术和员工薪酬投入增加。2022Q1归母净利润45.36亿元，同环比大幅增长，业绩表现超我们预期，主要系毛利率提升&费用管控成效显著&Q1一次性投资受益较多。2022Q1毛利率18.21%，同环比分别+4.10pct/-0.67pct，主要系产品结构不断优化；2022Q1费用率整体处于低位；2022Q1投资收益22.38亿元，同环比分别+687%/+584%，公司丧失对阿维塔科技控制权带来的一次性收益21.28亿元表：长安汽车核心财务指标拆分（营收/成本/费用/投资收益/归母净利润单位均为：亿元）

	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	Q1 环比	Q1 同比
营业收入/亿元	230.60	287.24	320.27	247.57	224.15	259.42	345.76	33.28%	7.96%
营业成本	198.55	228.84	275.08	205.78	185.18	210.44	282.81	34.39%	2.81%
毛利率	13.90%	20.33%	14.11%	16.88%	17.39%	18.88%	18.21%	-0.67%	4.10%
销售费用	7.77	13.66	10.10	11.36	9.95	15.05	12.10	-19.61%	19.73%
管理费用	11.96	19.13	12.45	9.73	7.22	5.60	8.11	44.85%	-34.82%
研发费用	8.32	8.57	7.10	7.85	5.89	14.30	9.62	-32.77%	35.35%
财务费用	-0.57	-0.55	-1.05	-1.28	-2.22	-3.25	-2.10	-35.43%	98.80%
销售费用率	3.37%	4.75%	3.15%	4.59%	4.44%	5.80%	3.50%	-2.30%	0.34%
管理费用率	5.19%	6.66%	3.89%	3.93%	3.22%	2.16%	2.35%	0.19%	-1.54%
研发费用率	3.61%	2.98%	2.22%	3.17%	2.63%	5.51%	2.78%	-2.73%	0.56%
财务费用率	-0.25%	-0.19%	-0.33%	-0.52%	-0.99%	-1.25%	-0.61%	0.65%	-0.28%
投资收益	5.24	(3.71)	2.84	0.44	3.58	3.27	22.38	583.75%	687.43%
对联营合营企业投资收益	3.09	(3.48)	2.80	(0.30)	3.47	3.27	1.10	-66.44%	-60.81%
归母净利润/亿元	8.84	-1.62	8.54	8.76	12.63	5.60	45.36	709.75%	431.45%
扣非后归母净利润/亿元	5.19	-11.52	7.20	0.20	10.00	-0.87	22.70	-	215.24%
非经常性损益/亿元	3.65	9.90	1.34	8.56	2.63	6.47	22.66	250.16%	-
归母净利润-投资收益	3.60	2.10	5.69	8.32	9.05	2.33	22.98	886.85%	303.65%
长安福特单车收入/万元	21.01		21.58		19.96		-	-	-
长安福特单车净利/万元	0.74		0.60		0.87		-	-	-
长安汽车并表销量/辆	28.6	33.0	39.2	31.1	28.2	28.7	40.0	39.63%	2.18%

注：Q1同比环比指2022Q1同比21Q1/环比21Q4

广汽集团：自主/合资双轮驱动，业绩表现靓丽

◆ 2021Q4归母净利润20.51亿元，同环比分别为+112.81%/+116.58%，主要系毛利率提升以及合资投资收益贡献较大。2021Q4投资收益35.30亿元，同环比分别为+57.10%/+98.20%，芯片短缺改善下丰田/本田产销两旺，单车盈利提升；2021Q4毛利率10.27%，同环比分别+0.83/+2.38pct，主要系规模效应+产品结构改善；费用率同比下滑，管控成效显著，2021Q4销售/管理/研发费用率同比分别-0.57/-0.83/-0.56pct。2022Q1广汽归母净利润30.09亿元，同环比分别+27.17%/+46.67%，主要系费用率改善明显叠加合资贡献投资收益同环比提升。2022Q1费用整体管控良好，销售/管理/研发费用率分别为4.96%/4.11%/1.03%，同比分别-0.25/-0.16/-0.59pct，环比分别-0.85/-2.07/-0.10pct；日系合资企业Q1销量及单车盈利能力改善，投资收益42.27亿元，同环比分别+22.78%/+19.74%，威飒/锋兰达/型格等新车上市，日系品牌单车净利持续提升，未来有望助力集团业绩高增长。

表：广汽集团核心财务指标拆分（营收/费用/投资收益/归母净利润单位均为：亿元）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	Q1环比	Q1同比
营业收入	160.24	185.48	209.41	201.63	232.68	15.40%	45.21%
毛利率	5.55%	7.43%	7.89%	10.27%	6.12%	-4.15%	0.57%
销售费用	8.34	11.09	12.26	11.71	11.53	-1.54%	38.34%
管理费用	6.84	10.46	9.59	12.45	9.57	-23.19%	39.88%
研发费用	2.60	2.63	2.37	2.28	2.41	5.60%	-7.52%
财务费用	0.55	0.17	0.39	0.62	0.03	-94.81%	-94.12%
销售费用率	5.20%	5.98%	5.85%	5.81%	4.96%	-0.85%	-0.25%
管理费用率	4.27%	5.64%	4.58%	6.18%	4.11%	-2.07%	-0.16%
研发费用率	1.62%	1.42%	1.13%	1.13%	1.03%	-0.10%	-0.59%
财务费用率	0.34%	0.09%	0.19%	0.31%	0.01%	-0.29%	-0.33%
投资收益	34.43	30.60	17.81	35.30	42.27	19.74%	22.78%
扣非归母净利润-投资收益	-12.16	-12.42	-12.50	-21.29	-13.29	-37.60%	9.23%
归母净利润	23.66	19.71	9.47	20.51	30.09	46.67%	27.17%
扣非后归母净利润	22.26	18.18	5.32	14.01	28.98	106.89%	30.18%
广汽乘用车批发销量/万辆（传祺+埃安）	9.19	10.21	10.59	14.44	13.53	-6.32%	47.30%
广汽自主单车收入/万元	17.44	18.17	19.77	13.96	17.19	23.18%	-1.42%
广汽自主单车净利/万元	-1.32	-1.22	-1.18	-1.47	-0.98	-33.40%	-25.85%
广本&广丰单车净利/万元	0.90	0.75	0.52	0.74	0.92	24.07%	2.10%

注：Q1同比环比指2022Q1同比21Q1/环比21Q4

上汽集团：业绩符合预期，发展高端智能电动

◆ 2021Q4实现归母净利润41.83亿元，同环比分别+10.57%/-40.54%。芯片短缺影响下上汽销量波动影响整体营收，会计准则变更拉低毛利率，2021Q4为5.14%，同环比分别-7.28/-6.41pct；投资收益同环比稳定增长，2021Q4公司投资净收益同比增幅较大主要系公司确认处置子公司环球车享股权26亿元，环比增长主要系大众/通用销量增长+单车盈利改善。2022Q1归母净利润55.16亿元，同环比分别-19.44%/+31.85%；2022Q1毛利率为9.37%，同环比分别-1.72/+4.23pct；2022Q1合资板块表现较好，投资收益同环比变化与合资公司销量变化基本一致，上汽大众销量33.12万辆，同环比分别+32.97%/-15.41%；上汽通用销量27.45万辆，同环比分别-18.24%/-36.10%。

表：上汽集团核心财务指标拆分（营收/费用/投资收益/归母净利润单位均为：亿元）

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	Q4同比	Q4环比	2020	2021	2021全年同比	2022Q1	Q1同比	Q1环比
营业总收入	1,890.95	1,770.01	1,866.16	2,271.33	-6.71%	21.71%	7,421.32	7,798.46	5.08%	1,824.72	-3.50%	-19.66%
毛利率	11.09%	11.82%	11.55%	5.14%	-7.28%	-6.41%	12.96%	11.82%	-1.14%	9.37%	-1.72%	4.23%
销售费用	92.09	90.17	93.29	19.50	-84.78%	-79.09%	380.67	295.05	-22.49%	65.11	-29.29%	233.83%
管理费用	52.99	48.11	56.11	83.83	-2.28%	49.41%	218.18	241.04	10.47%	60.94	15.01%	-27.30%
研发费用	34.18	43.46	48.36	70.69	57.31%	46.18%	133.95	196.68	46.83%	38.23	11.84%	-45.92%
财务费用	0.06	3.66	-0.48	2.41	——	——	5.17	5.64	9.14%	0.03	-47.19%	-98.75%
销售费用率	4.87%	5.09%	5.00%	0.86%	-4.41%	-4.14%	5.13%	3.78%	-1.35%	3.57%	-1.30%	2.71%
管理费用率	2.80%	2.72%	3.01%	3.69%	0.17%	0.68%	2.94%	3.09%	0.15%	3.34%	0.54%	-0.35%
研发费用率	1.81%	2.46%	2.59%	3.11%	1.27%	0.52%	1.80%	2.52%	0.72%	2.09%	0.29%	-1.02%
财务费用率	0.00%	0.21%	-0.03%	0.11%	0.17%	0.13%	0.07%	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.10%
投资收益	68.08	36.10	81.66	85.81	77.14%	5.08%	210.10	271.64	29.29%	58.19	-14.53%	-32.19%
归母净利润	68.47	64.67	70.36	41.83	10.57%	-40.54%	204.31	245.33	20.08%	55.16	-19.44%	31.85%
上汽大众批发销量/万辆	24.91	28.33	31.80	39.16	-17.41%	23.13%	150.55	124.20	-17.50%	33.12	32.97%	-15.41%
上汽通用批发销量/万辆	33.58	24.61	32.01	42.97	-16.72%	34.24%	146.75	133.16	-9.26%	27.45	-18.24%	-36.10%
上汽乘用车批发销量/万辆	14.53	15.41	19.60	30.54	19.96%	55.81%	65.79	80.08	21.72%	19.42	33.68%	-36.42%
上汽通用五菱批发销量/万辆	30.86	35.28	39.01	60.87	-1.02%	56.06%	160.01	166.02	3.76%	32.61	5.65%	-46.44%
上汽整车合计批发销量/万辆	114.24	115.49	132.18	184.45	-7.19%	39.55%	560.05	546.35	-2.45%	122.06	6.84%	-33.83%
单车收入/万元	16.55	15.33	14.12	12.31	0.51%	-12.78%	13.25	14.27	7.72%	14.95	-9.68%	21.40%
单车净利/万元	0.54	0.49	0.47	0.03	-76.51%	-93.51%	0.32	0.34	7.31%	0.41	-25.46%	1241.70%
	2020H1		2020H2		2021H1		2021H2		2021H2同比		2021H2环比	
上汽大众单车售价/万元	12.78		10.85		12.38		13.15		21.20%		6.20%	
上汽通用单车售价/万元	11.81		12.25		13.63		13.73		12.12%		0.78%	
上汽通用五菱单车售价/万元	4.80		4.44		4.88		4.67		5.38%		-4.19%	
上汽大众单车净利/万元	1.20		0.92		0.54		1.03		11.26%		89.87%	
上汽通用单车净利/万元	0.32		0.25		0.40		0.66		157.62%		62.39%	
上汽通用五菱单车净利/万元	(0.12)		0.07		0.06		0.07		-2.27%		15.80%	

注：上方表格中的Q4同比环比指2021Q4同比20Q4/环比21Q3，Q1同比环比指2022Q1同比21Q1/环比21Q4。

特斯拉：Q1单车净利超1万美元，盈利提升加速

◆ 2021Q4特斯拉全球实现汽车销售总额159.67亿美元，归母净利润23.21亿美元，毛利率27.35%，同环比持续增长。2022Q1特斯拉实现营业收入总收入187.56亿美元，其中汽车销售总额168.81亿美元，同环比分别为+87.30%/+5.60%；利润方面，2022Q1公司实现归母净利润33.18亿美元，同环比分别+657.53%/+42.96%，归母净利率17.69%。**2022Q1业绩超市场预期，单车净利突破1万美元。**2022Q1公司整体毛利率29.11%，其中汽车销售毛利率为32.60%，同环比分别为+6.78/+2.29pct，毛利率持续提升主要系：1) 上海工厂低成本出货量占比提升；2) 特斯拉4680电池规模化应用降本效果显著；3) 一季度涨价有效向下游传导成本压力。**规模效应作用下，特斯拉单车毛利持续增长；费用不断摊销降低，单车净利突破1万美元。**2022Q1特斯拉单车收入5.44万美元，单车毛利1.76万美元，同环比均持续增长，造血能力旺盛。

表：特斯拉核心财务指标拆分（营收/成本/毛利/费用/净利润单位均为：亿美元）

	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	同比	环比
交付/万辆	139,593	180,667	184,877	201,304	241,391	308,650	310,048	67.71%	0.45%
Model 3/Y	124,318	161,701	182,847	199,409	232,102	296,884	295,324	61.51%	-0.53%
Model S/X	15,275	18,966	2,030	1,895	9,289	11,766	14,724	625.32%	25.14%
总收入/亿美元	87.71	107.44	103.89	119.58	137.57	177.19	187.56	80.54%	5.85%
汽车销售总额/亿美元	76.11	93.14	90.02	102.06	120.57	159.67	168.81	87.30%	5.60%
营业成本	67.08	86.78	81.74	90.74	100.97	128.72	132.96	62.66%	3.29%
毛利	20.63	20.66	22.15	28.84	36.60	48.47	54.60	146.50%	12.65%
研发费用	3.66	5.22	6.66	5.76	6.11	7.40	8.65	29.88%	16.89%
销售、行政及一般费用	8.88	9.69	10.56	9.73	9.94	14.94	9.92	-6.06%	-33.60%
归属普通股净利润	3.31	2.70	4.38	11.42	16.18	23.21	33.18	657.53%	42.96%
毛利率	23.52%	19.23%	21.32%	24.12%	26.60%	27.35%	29.11%	7.79%	1.76%
汽车销售毛利率	27.02%	23.38%	25.82%	27.90%	30.17%	30.31%	32.60%	6.78%	2.29%
研发费用率	4.17%	4.86%	6.41%	4.82%	4.44%	4.18%	4.61%	-1.80%	0.44%
销售、行政及一般费用率	10.12%	9.02%	10.16%	8.14%	7.23%	8.43%	5.29%	-4.88%	-3.14%
归母净利率	3.77%	2.51%	4.22%	9.55%	11.76%	13.10%	17.69%	13.47%	4.59%
单车销售收入/万美元	5.67	5.41	5.08	5.29	5.19	5.24	5.44	6.96%	3.66%
单车毛利/万美元	1.48	1.14	1.20	1.43	1.52	1.57	1.76	46.98%	12.14%
单车净利/万美元	0.24	0.15	0.24	0.57	0.67	0.75	1.07	351.71%	42.31%

注：本表中同比指2022Q1同比21Q1，环比指22Q1环比21Q4

理想汽车：Q4业绩转正，毛利率表现持续靓丽

- ◆ 2021Q4理想汽车实现营业收入106.2亿元，同比+156.1%，环比+36.5%；其中车辆销售收入103.8亿元，2021Q4毛利率22.4%，同比+4.93pct，环比-0.85pct；其中车辆业务毛利率22.3%，同比+5.15pct，环比+1.20pct。2021Q4实现净利润2.96亿元，同比+174.07%，环比提升3.18亿元。2021Q4毛利率表现靓丽，超我们预期，单季度业绩转正。2021Q4理想单车均价29.4万元，与2021Q3基本持平。车辆业务毛利率环比上行主要系交付量增加带来规模效应明显，2021Q4整体毛利率环比小幅下滑主要系2021Q3其他销售和服务收入包括部分新能源汽车积分销售导致毛利率偏高。2021年全年毛利率21.3%，同比+4.9pct，其中车辆业务毛利率20.6%，同比+4.2pct，主要系规模效应提升所致。费用来看，2021Q4研发费用支出12.3亿元，销售、一般及管理费用支出11.3亿元，对应费用率分别11.58%/10.64%，同比分别+2.56/+0.30pct，环比分别+0.16/-2.47pct；2021全年研发支出32.9亿元，同比+198.8pct；销售、一般及管理费用支出34.9亿元，同比+212.1pct。研发投入、雇员以及渠道网络等方面布局加速，截至2022年4月30日，理想汽车在全国已有225家零售中心，覆盖106个城市；售后维修中心及授权钣喷中心292家，覆盖221个城市。

表：理想汽车核心财务指标拆分（营收/成本/毛利/费用/归母净利润单位均为：亿元）

	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	同比	环比
合计销量/辆	8660	14464	12579	17575	25116	35221	143.51%	40.23%
单车平均售价/万元	28.46	28.06	27.54	27.90	29.42	29.40	4.79%	-0.08%
车辆销售收入	24.65	40.58	34.64	49.03	73.90	103.80	155.79%	40.46%
产品销售及服务收入	0.46	0.89	1.12	1.36	3.90	2.40	169.66%	38.46%
营业收入	25.11	41.47	35.75	50.39	77.80	106.20	156.09%	36.50%
营业成本	-20.14	-34.22	-29.58	-40.86	-59.70	-82.40	140.79%	38.02%
毛利	4.97	7.25	6.17	9.53	18.10	23.80	228.28%	31.49%
汽车销售毛利率	19.84%	17.15%	16.89%	18.70%	21.10%	22.30%	5.15%	1.20%
产品销售及服务毛利率	17.39%	32.58%	29.46%	26.47%	64.28%	27.19%	-5.39%	37.09%
毛利率	19.79%	17.48%	17.26%	18.91%	23.26%	22.41%	4.93%	-0.85%
研发费用	-3.35	-3.74	-5.14	-6.53	-8.89	-12.30	228.88%	38.36%
销售、行政及一般费用	-3.42	-4.29	-5.10	-8.35	-10.20	-11.30	163.40%	10.78%
研发费用率	13.34%	9.02%	14.38%	12.96%	11.43%	11.58%	2.56%	0.16%
销售、行政及一般费用率	13.62%	10.34%	14.27%	16.57%	13.11%	10.64%	0.30%	-2.47%
归属普通股股东净利润	-3.21	1.08	-3.60	-2.35	(0.22)	2.96	174.07%	
单车毛利/万元	5.65	4.81	4.65	5.22	6.21	6.57	36.58%	5.86%
单车净利/万元	(3.71)	0.75	(2.86)	(1.34)	(0.09)	0.84	12.55%	

注：本表中同比指2021Q4同比20Q4，环比指21Q4环比21Q3

小鹏汽车：产品周期强势，长期趋势向好

◆ 2021Q4小鹏汽车实现营业总收入85.60亿元，同比+200.1%，环比+49.7%；其中汽车销售收入为81.87亿元，同比+199.29%，环比+49.95%。Q4净亏损为12.87亿元，2021Q3为15.95亿元。2021Q4毛利率表现低于我们预期。

◆ Q4新车周期强势，毛利率波动不改单车净利向好趋势：1) 产品结构变化影响整体毛利率水平。2021Q4小鹏汽车交付41751辆，同环比分别+221%/+63%，其中主力车型P7交付21342辆。2021Q4季度毛利率12.0%，其中汽车毛利率为10.9%，同环比+4.1/-2.7pct，环比下降主要系低售价车型P5上市交付，平均单车售价降低。2) 研发开支持续增长保证技术领先，随销量规模提升，费用率保持稳定下降。2021Q4季度研发费用率为16.95%，同环比分别+0.82/-5.15pct；3) 单车亏损逐季收窄。2021Q4归母净利润亏损12.87亿元（2020Q4亏损7.87亿元，2021Q3亏损15.95亿元）。2021Q4单车亏损3.08万元，相比2021Q3（单车亏损6.21万元）缩小近半，销量提升带来的规模效应显著。

表：小鹏汽车核心财务指标拆分（营收/费用/归母净利润单位均为：亿元。单车收入/单车毛利/单车净利单位均为：万元）

	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	同比	环比
合计销量/辆	8666	13001	12808	17398	25666	41751	221.14%	62.67%
小鹏G3	2328	4483	4834	5876	5935	12788	185.26%	115.47%
小鹏P7	6338	8518	7974	11522	19731	21342	150.55%	8.16%
P5						7621	-	-
单车收入/万元	21.90	21.04	21.94	20.60	21.27	19.61	-6.80%	-7.82%
营业收入	19.90	28.51	29.51	37.61	57.20	85.60	200.21%	49.65%
汽车销售	18.98	27.35	28.10	35.84	54.60	81.87	199.29%	49.95%
服务及其他	0.92	1.16	1.41	1.77	2.60	3.67	216.63%	41.15%
毛利率	4.60%	7.38%	11.18%	11.90%	14.40%	12.00%	4.62%	-2.40%
整车销售	3.23%	6.76%	10.12%	11.00%	13.60%	10.90%	4.14%	-2.70%
服务及其他	32.86%	22.18%	32.23%	30.12%	31.20%	36.73%	14.56%	5.53%
研发费用	6.35	4.60	5.35	8.64	12.64	14.51	215.47%	14.79%
销售、行政及一般费用（亿元）	12.04	9.18	7.21	10.31	15.38	20.15	119.53%	31.01%
研发费用率	31.93%	16.13%	18.13%	22.97%	22.10%	16.95%	0.82%	-5.15%
销售、行政及一般费用率	60.49%	32.19%	24.43%	27.41%	26.89%	23.54%	-8.65%	-3.35%
归母净利润	(20.26)	(7.87)	(7.87)	(11.95)	(15.95)	(12.87)	-	-
净利率	-101.79%	-27.62%	-26.65%	-31.77%	-27.88%	-15.04%	12.58%	12.85%
单车毛利	0.71	1.42	2.22	2.27	2.89	2.14	50.32%	-26.12%
单车净利	(23.38)	(6.06)	(6.14)	(6.87)	(6.21)	(3.08)	-	-

注：本表中同比指2021Q4同比20Q4，环比指21Q4环比21Q3

蔚来汽车：2.0平台ET7/ET7/ES7有望再创佳绩

- ◆ **销量维度**：2021年蔚来汽车共交付车型91429辆，同比增长109.1%，2021Q4公司共销售25,034辆，环比+2.0%，同比+44.3%。
- ◆ **财务维度**：蔚来2021年全年实现营业收入为361.4亿元，同比+122%；2021Q4为99亿元，同环比+49%/+1%。2021Q4归母净利润亏损为21.79亿元，环比-24%；调整后归母净利润亏损为17.16亿元。蔚来2021年全年实现汽车销售331.7亿元，汽车业务毛利率20.1%，同比+7.4pct；其中2021Q4汽车业务毛利率为20.9%，同环比+3.65/+2.85pct，**主要受益于销售规模扩大及75度三元铁锂电池的应用。**
- ◆ **产能维度**：目前江淮工厂正在进行产能升级，升级完成后将实现60辆/小时的产能，工厂将承载ES8、ES6、EC6、ET7、ES7的生产；NeoPark新工厂预计2022Q3投产，设计产能60辆/小时。
- ◆ **充换电以及渠道维度**：截至2022年4月30日，蔚来于全国建成915座换电站，累计提供1万+次电池灵活升级服务；2022年目标建成1300+座换电站。门店方面，蔚来布局46家蔚来中心+360家蔚来空间+63家服务中心+179家授权服务中心+783座超充站。

表：蔚来汽车核心财务指标拆分（营业成本/毛利/归母净利润单位均为：亿元）

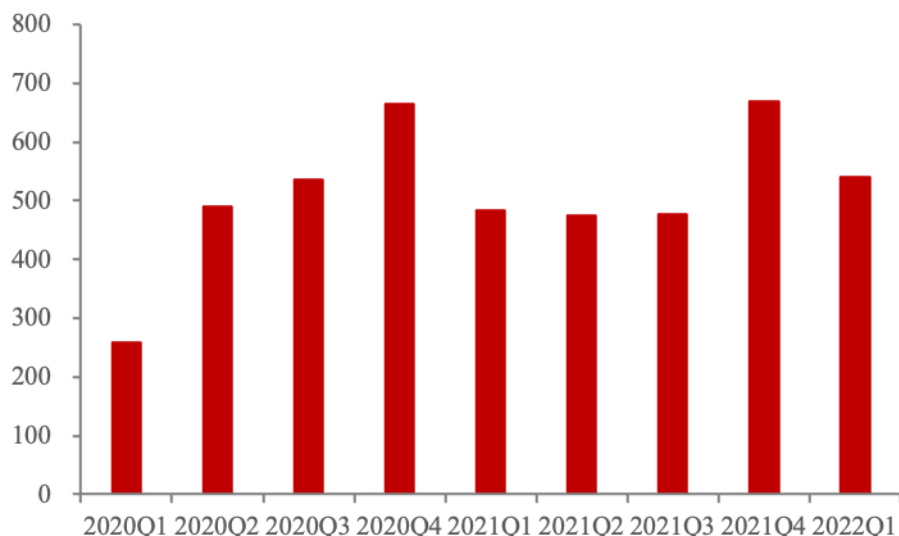
	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	同比	环比
营业收入/亿元	45.26	66.41	79.82	84.48	98.05	99.01	49.09%	0.98%
车辆销售收入/亿元	42.67	61.74	74.06	79.12	86.37	92.15	49.26%	6.70%
销量合计/辆	12,206	17,353	20,060	21,896	24,439	25,034	44.26%	2.43%
ES8	3,530	4,873	4,516	4,433	5,418	5,683	6.62%	4.89%
ES6	8,676	7,574	8,088	9,935	11,271	12,180	60.81%	8.06%
EC6		4,906	7,456	7,528	7,750	7,171	46.17%	-7.47%
单车收入 / 万元	34.96	35.58	36.92	36.13	35.34	36.81	3.46%	4.16%
营业成本	39.40	54.99	64.28	68.74	78.12	82.01	49.4%	4.98%
整体毛利率	12.95%	17.20%	19.47%	18.63%	20.33%	17.17%	-0.03%	-3.16%
整车销售毛利率	14.48%	17.25%	21.16%	20.27%	18.05%	20.90%	3.65%	2.85%
毛利	5.86	11.42	15.55	15.74	19.93	15.80	38.34%	-20.73%
研发费用率	13.06%	12.48%	8.61%	10.46%	12.17%	18.47%	5.99%	6.30%
销售、行政及一般费用率	22.03%	19.55%	16.16%	18.93%	21.13%	23.82%	4.27%	2.69%
研发费用（亿元）	5.91	8.29	6.87	8.84	11.93	18.29	120.57%	53.27%
销售、行政及一般费用（亿元）	9.40	12.07	11.97	14.98	18.25	23.58	95.38%	29.22%
归属普通股股东净利润	-11.88	-14.92	-48.75	-6.59	-28.59	-21.79	-	-
单车毛利/万元	5.06	6.14	7.81	7.33	6.38	7.69	25.36%	20.61%
单车净利/万元	(9.73)	(8.60)	(24.30)	(3.01)	(11.70)	(8.71)	-	-

注：本表中同比指2021Q4同比20Q4，环比指21Q4环比21Q3

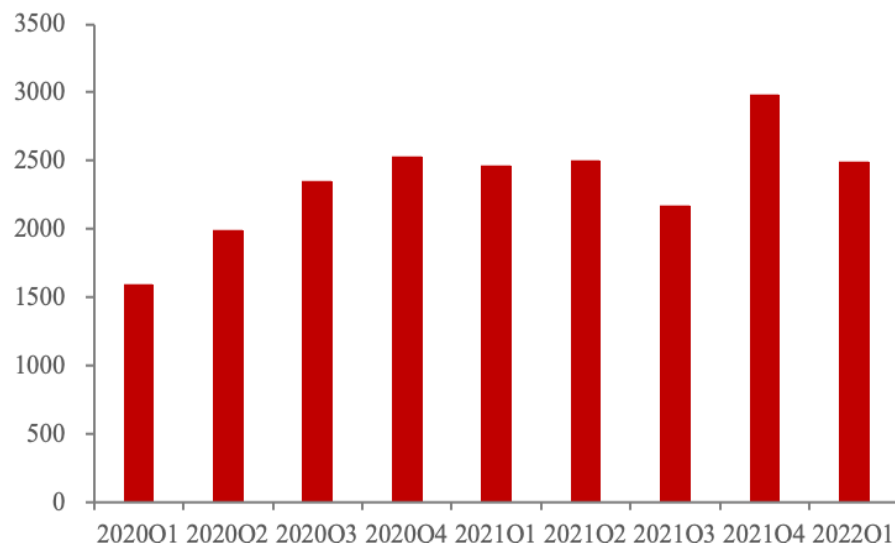
零部件板块业绩综述

- ◆ **全国乘用车产量2021年Q4环比高增长，2022年Q1同比增长，环比下降。**2021年Q4，全国乘用车实现产量665.5万辆，同比+0.7%；2022年Q1实现产量537.4万辆，同比+11.9%，环比-19.3%。
- ◆ **板块营收2021年Q4实现同/环比增长，2022年Q1环比增速与全市场基本保持一致。**2021年Q4板块实现营收2977.3亿元，同比+18.2pct，环比+37.5pct；2022年Q1实现营收2489.4亿元，同比+1.4%，环比-16.4%，环比增速与全市场基本保持一致。

图：全国乘用车产量/万辆【乘联会口径】



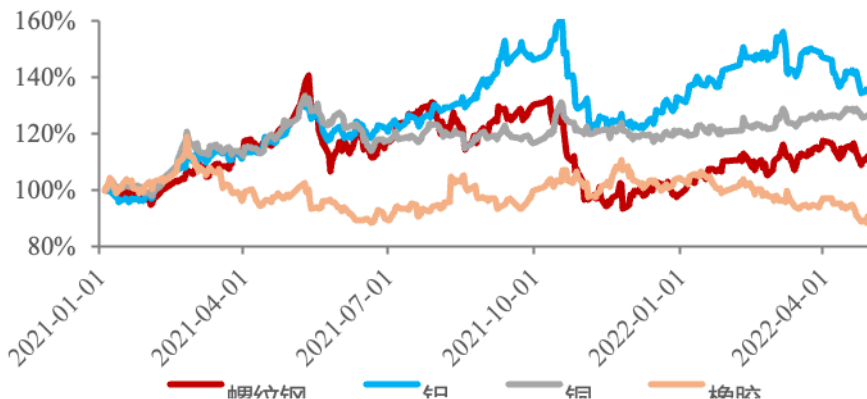
图：申万零部件板块营收汇总/亿元



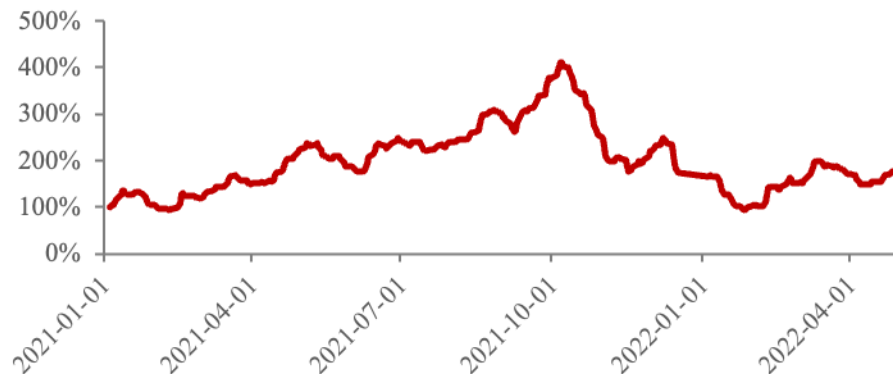
行业指标分析：原材料/运费/汇兑带来成本压力

- ◆ **大宗金属材料价格上涨幅度较大，海运运费快速上涨。**根据上海期货交易所指数，2021.01-2022.04，铝合金/螺纹钢/铜最高涨幅分别为+158.4%/+140.8%/+132.5%，最终涨幅分别为+135.7%/+112.0%/+126.5%。据波罗的海干散货指数，2021.01-2022.04最高涨幅为+399%，最终涨幅为175%，给出口型零部件企业带来较大运输成本压力。
- ◆ **人民币汇率持续升值，2022Q1美元汇率上升。**根据CFETS人民币汇率指数显示，2021.01-2022.04人民币汇率持续上升，最终为104.3元，2022年Q1美元汇率上升，人民币兑美元汇率有所下降。

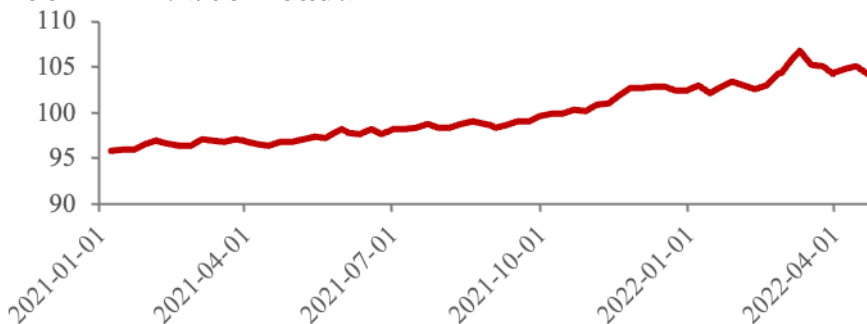
图：原材料价格指数



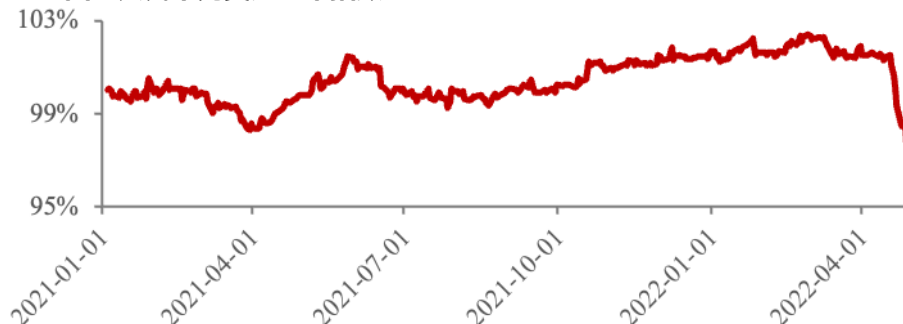
图：波罗的海干散货指数



图：CFETS人民币汇率指数



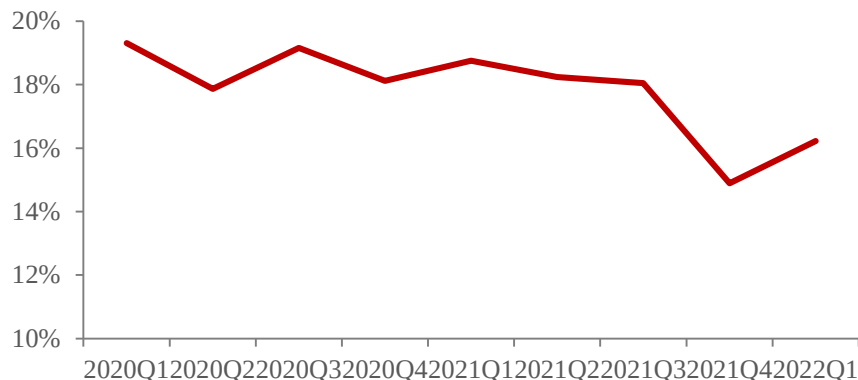
图：人民币兑美元汇率指数



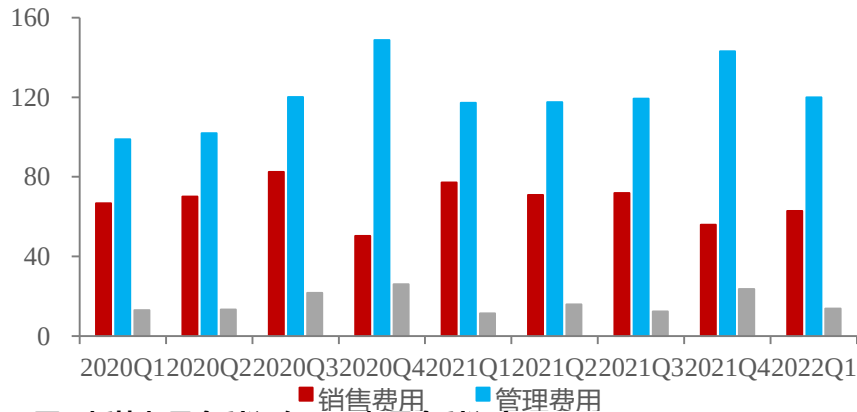
板块财务指标分析：毛利率/费用率下降

- ◆ **2021年Q4毛利率受会计准则影响，2022年Q1企稳回升。** 2021年Q4受到会计准则变化影响，全板块实现毛利率14.9%，环比-3.15pct。2022年Q1全板块实现毛利率16.2%，环比+1.33pct。
- ◆ **费用率稳中有降，2022年Q1利润率环比提升。** 2021年Q4/2022年Q1板块费用率分别为7.5%/7.9%，同比-1.46/-0.48pct。2022Q1实现归母净利润101.7亿元，同比-29.8%，环比+115.5%，实现归母净利润率4.09%，环比+2.5pct。

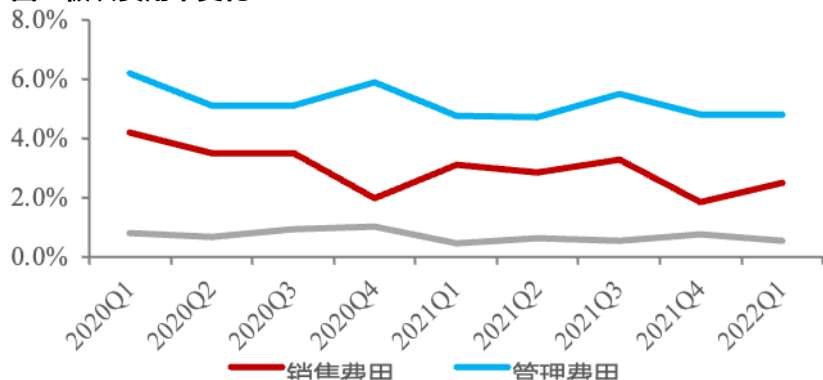
图：板块毛利率变化



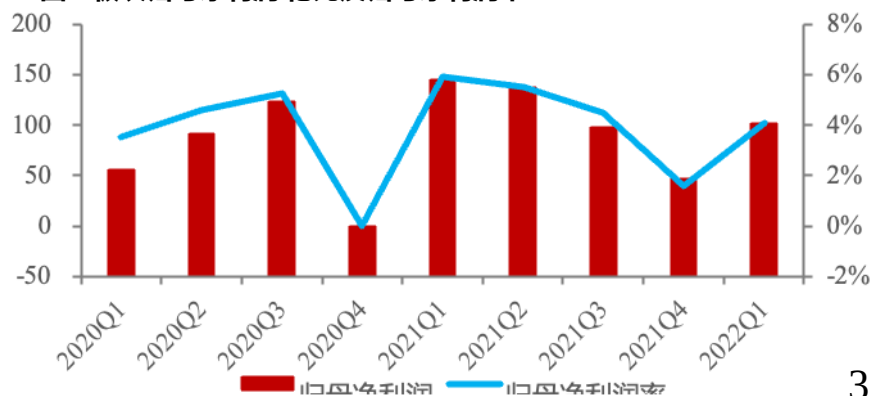
图：板块期间费用/亿元



图：板块费用率变化



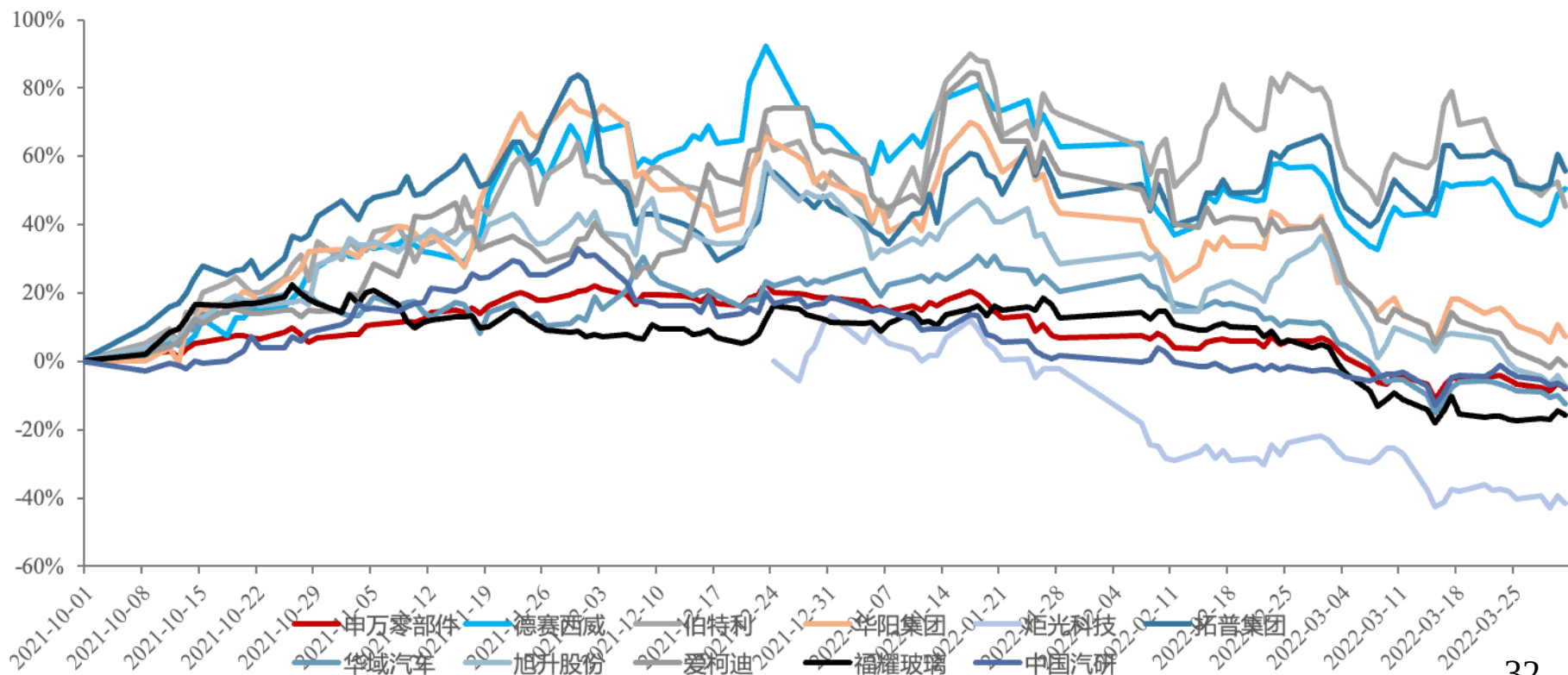
图：板块归母净利润/亿元及归母净利润率



样本量为10家零部件企业：4智能化+2综合+3重资产+1服务

- ◆ 针对汽车零部件板块，我们选取10家零部件企业进行重点集中分析，包括4家智能化企业：德赛西威、伯特利、华阳集团、炬光科技，2家综合型企业：拓普集团、华域汽车，3家重资产型企业：旭升股份、爱柯迪、福耀玻璃，以及一家服务类型企业：中国汽研。
- ◆ 以始末股价来看，德赛西威、伯特利、华阳集团、拓普集团、爱柯迪显著好于行业表现，旭升股份、中国汽研基本与行业保持一致，炬光科技、华域汽车、福耀玻璃差于行业。

图：2021Q4/2022Q1 申万汽车零部件指数以及重点企业收盘价涨跌幅（相较于2021年10月1日）



覆盖标的营收/客户产量分析

- ◆ 国产替代加速/新产品拓展/新能源客户放量助推营收高增长，超越行业平均。
- ✓ 德赛西威：1) 座舱业务国产替代加速，大屏化/液晶化产品拓展；2) 智能驾驶新品落地放量（IPU03）。
- ✓ 华阳集团：1) 座舱业务国产替代加速，大屏化/液晶化产品拓展；2) HUD/无线充电产品落地放量。
- ✓ 拓普集团：1) 新能源客户持续放量（T客户）；2) 单车配套价值量持续增长（3000元->3万元）
- ✓ 旭升股份：1) 新能源客户持续放量（特斯拉、长城等）；
- ✓ 爱柯迪：1) 新能源营收占比持续提升，推动营收增长

表：标的营收指标及核心客户产量变化 注：Q4同环比指2021Q4同比20Q4/环比21Q3，Q1同环比指2022Q1同比21Q1/环比21Q4

营收/亿元&产量/万辆	2020Q4	2020全年	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021全年	2022Q1	Q4同比	Q4环比	Q1同比	Q1环比
德赛西威	25.01	67.99	20.42	20.41	22.20	32.67	95.69	31.42	30.61%	47.14%	53.86%	-3.83%
一汽大众(除奥迪)	26.49	119.45	30.58	30.08	35.72	31.16	127.53	32.90	17.62%	-12.77%	7.59%	5.58%
长城汽车	42.75	109.91	33.31	27.16	26.17	39.89	126.53	28.59	-6.70%	52.39%	-14.16%	-28.32%
吉利汽车	45.37	133.24	33.25	29.76	28.50	40.58	132.10	33.15	-10.55%	42.41%	-0.30%	-18.31%
伯特利	10.17	30.42	7.86	7.55	7.87	11.64	34.92	10.14	14.48%	47.85%	29.02%	-12.87%
奇瑞汽车	27.39	58.47	17.16	19.86	20.25	27.68	84.96	23.35	1.09%	36.70%	36.07%	-15.64%
吉利汽车	45.37	133.24	33.25	29.76	28.50	40.58	132.10	33.15	-10.55%	42.41%	-0.30%	-18.31%
华阳集团	12.56	33.74	9.58	10.92	10.80	13.57	44.88	12.00	8.09%	25.66%	25.23%	-11.61%
长城汽车	45.37	133.24	33.25	29.76	28.50	40.58	132.10	33.15	-10.55%	42.41%	-0.30%	-18.31%
炬光科技	0.95	3.60	0.92	1.26	1.25	1.33	4.76	1.11	40.27%	6.12%	20.77%	-16.84%
华域汽车	418.52	1,335.78	348.78	317.33	337.24	396.10	1,399.44	373.70	-5.36%	17.45%	7.15%	-5.65%
上汽集团	148.63	436.15	122.23	116.69	123.55	157.24	519.70	135.88	5.79%	27.27%	11.18%	-13.58%
拓普集团	21.92	65.11	24.26	24.90	29.06	36.40	114.63	37.45	66.01%	25.24%	54.34%	2.89%
特斯拉全球	18.07	49.96	18.49	20.13	24.14	30.87	93.62	31.00	70.84%	27.86%	67.71%	0.45%
旭升股份	5.23	16.28	5.05	7.06	8.01	10.11	30.23	9.92	93.52%	26.33%	96.34%	-1.94%
特斯拉全球	18.07	49.96	18.49	20.13	24.14	30.87	93.62	31.00	70.84%	27.86%	67.71%	0.45%
爱柯迪	8.47	25.91	8.01	7.70	7.80	8.54	32.06	9.03	0.76%	9.40%	12.67%	5.76%
全球汽车	496.17	1,372.49	394.49	376.84	394.25	526.06	1,691.64	444.59	6.02%	33.43%	12.70%	-15.49%
福耀玻璃	61.30	199.07	57.06	58.37	56.10	64.50	236.03	65.48	5.22%	14.98%	14.75%	1.51%
全球汽车	496.17	1,372.49	394.49	376.84	394.25	526.06	1,691.64	444.59	6.02%	33.43%	12.70%	-15.49%
中国汽研	10.27	34.18	8.40	9.61	7.90	12.44	38.35	5.61	21.10%	57.33%	-33.18%	-54.88%

毛利率下降：原材料/芯片供应短缺/运费上涨影响

- ◆ 受原材料/芯片供应短缺/运费上涨等多因素影响，整体毛利率呈下降趋势。
- ✓ 原材料上涨对毛利率带来直接影响。受大宗材料价格上涨影响，重资产行业企业（爱柯迪、旭升股份、福耀玻璃），毛利率下降趋势较为明显，2021Q4及2022Q1，旭升股份毛利率同比分别为-9.95%/-8.93pct，福耀玻璃毛利率同比分别为-19.21%/-4.84pct。
- ✓ 会计准则变化，运费归属科目改变。根据2021年11月财政部会计司要求，将运输费用从销售费用并入营业成本，带来2021年Q4毛利率下降。
- ✓ 海运运费持续上涨，运输成本增加。根据波罗的海干散货指数，全年运费最高涨幅为+399%，最终涨幅为175%。运费上涨+科目改变，为出口业务较多的企业的毛利率带来很大的压力。
- ✓ 产品/业务结构优化，毛利率企稳回升。2021年Q4德赛西威和拓普集团分别受到产品结构优化及下游成本补偿到位影响，毛利率同比增长；2022年Q1华阳集团、炬光科技、拓普集团、福耀玻璃、中国汽研、旭升股份等企业因为产品结构优化，下游调价机制生效，客户结构优化等多方面因素影响，毛利率企稳回升。

表：标的毛利率变化 注：Q4同环比指2021Q4同比20Q4/环比21Q3，Q1同环比指2022Q1同比21Q1/环比21Q4

毛利率	2020Q4	2020全年	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021全年	2022Q1	Q4同比	Q4环比	Q1同比	Q1环比
德赛西威	24.09%	23.39%	25.04%	24.72%	23.87%	24.76%	24.60%	23.96%	0.68%	0.90%	-1.08%	-0.80%
伯特利	24.92%	26.43%	25.66%	25.47%	24.53%	22.13%	24.19%	22.50%	-2.79%	-2.40%	-3.16%	0.38%
华阳集团	24.27%	23.62%	23.01%	22.40%	23.47%	18.37%	21.57%	21.98%	-5.89%	-5.10%	-1.03%	3.61%
炬光科技	51.09%	51.01%	54.64%	54.22%	60.17%	48.47%	54.26%	54.55%	-2.63%	-11.71%	-0.09%	6.09%
华域汽车	17.74%	15.23%	14.90%	14.26%	16.02%	12.61%	14.38%	13.85%	-5.13%	-3.42%	-1.04%	1.24%
拓普集团	16.09%	22.69%	21.93%	19.83%	21.12%	17.55%	19.88%	20.77%	1.46%	-3.57%	-1.16%	3.22%
旭升股份	28.25%	32.87%	29.22%	29.57%	23.23%	18.30%	24.06%	20.28%	-9.95%	-4.93%	-8.93%	1.98%
爱柯迪	25.87%	30.34%	29.41%	28.00%	24.80%	23.28%	26.32%	23.35%	-2.60%	-1.53%	-6.05%	0.08%
福耀玻璃	42.79%	39.51%	40.60%	40.63%	40.38%	23.58%	35.90%	35.75%	-19.21%	-16.81%	-4.84%	12.18%
中国汽研	38.86%	30.72%	28.21%	29.68%	39.71%	35.87%	33.43%	45.18%	-2.99%	-3.83%	16.97%	9.31%

期间费用率：研发费用率同比增长，汇兑损失减少

- ◆ 期间费用率整体下降，2022年Q1智能化企业研发费用率同比增长，汇兑损失减少推动财务费用率下降。
- ✓ 2021年Q4除了德赛西威/华阳集团/华域汽车外，其它标的费用率环比提升；2022年Q1除华阳集团/华域汽车/福耀玻璃外，其它标的费用率环比2021Q4下降，智能化企业中，德赛西威/伯特利/华阳集团研发费用率同比分别+0.82pct/+1.48pct/+1.63pct。
- ✓ 2022年Q1美元汇率提升，海外营收占比较高企业，如爱柯迪/炬光科技/福耀玻璃汇兑损失减少，财务费用率环比分别-4.13pct/-4.01pct/-2.79pct。

注：以下表格中，Q4同环比均指2021Q4同比20Q4/环比21Q3，Q1同环比均指2022Q1同比21Q1/环比21Q4

表：标的期间费用率

费用率	2021Q4	2022Q1	Q4同比	Q4环比	Q1同比	Q1环比
德赛西威	14.97%	12.77%	1.81%	-1.57%	-0.66%	-2.20%
伯特利	11.17%	9.59%	2.92%	0.96%	2.43%	-1.58%
华阳集团	12.19%	16.57%	-2.23%	-5.12%	-1.06%	4.38%
炬光科技	39.43%	37.36%	-13.23%	3.04%	-13.30%	-2.07%
华域汽车	8.98%	10.11%	-3.72%	-2.65%	-0.82%	1.13%
拓普集团	8.53%	7.94%	3.68%	0.25%	-1.17%	-0.59%
旭升股份	8.48%	7.76%	0.46%	1.12%	-0.64%	-0.72%
爱柯迪	19.23%	14.07%	10.97%	3.34%	-2.64%	-5.16%
福耀玻璃	12.56%	19.00%	-13.05%	-11.44%	-3.34%	6.44%
中国汽研	17.08%	17.04%	-2.27%	0.35%	6.43%	-0.04%

表：标的管理费用率

管理费用率	2021Q4	2022Q1	Q4同比	Q4环比	Q1同比	Q1环比
德赛西威	2.90%	2.30%	0.32%	-0.11%	0.08%	-0.60%
伯特利	2.30%	2.08%	0.37%	0.00%	-0.24%	-0.22%
华阳集团	3.48%	3.50%	0.63%	0.08%	-0.83%	0.02%
炬光科技	15.09%	15.13%	-2.95%	-0.10%	-3.22%	0.05%
华域汽车	5.36%	5.25%	-1.25%	-0.47%	-0.44%	-0.12%
拓普集团	2.14%	2.46%	-1.51%	-0.58%	-0.45%	0.32%
旭升股份	2.08%	1.51%	-2.11%	-0.52%	-1.76%	-0.58%
爱柯迪	6.67%	6.69%	-0.90%	-1.13%	-1.00%	0.02%
福耀玻璃	5.96%	7.61%	-3.03%	-3.43%	-1.27%	1.65%
中国汽研	9.00%	8.83%	0.49%	1.53%	2.95%	-0.17%

表：标的研发费用率

研发费用率	2021Q4	2022Q1	Q4同比	Q4环比	Q1同比	Q1环比
德赛西威	10.77%	8.84%	2.15%	0.24%	0.82%	-1.92%
伯特利	8.10%	6.83%	1.39%	1.05%	1.48%	-1.26%
华阳集团	7.64%	8.79%	1.56%	-0.67%	1.63%	1.14%
炬光科技	13.05%	13.74%	-12.77%	0.91%	-6.64%	0.69%
华域汽车	4.92%	4.19%	0.20%	0.58%	0.30%	-0.73%
拓普集团	4.02%	4.06%	-0.38%	-0.18%	-0.51%	0.04%
旭升股份	3.78%	3.81%	0.89%	-0.79%	-0.45%	0.03%
爱柯迪	6.17%	5.18%	2.23%	0.12%	0.01%	-0.99%
福耀玻璃	4.30%	4.14%	0.12%	-0.11%	0.01%	-0.16%
中国汽研	4.75%	5.59%	-4.17%	-1.99%	1.66%	0.84%

表：标的财务费用率

财务费用率	2021Q4	2022Q1	Q4同比	Q4环比	Q1同比	Q1环比
德赛西威	-0.27%	-0.15%	0.72%	-0.27%	-0.52%	0.12%
伯特利	-0.14%	-0.30%	1.16%	-0.34%	0.85%	-0.16%
华阳集团	0.47%	0.13%	0.21%	0.25%	-0.01%	-0.34%
炬光科技	4.04%	0.03%	3.91%	2.35%	-4.36%	-4.01%
华域汽车	-0.03%	-0.05%	0.07%	0.16%	0.05%	-0.02%
拓普集团	0.77%	0.06%	0.29%	0.49%	0.01%	-0.71%
旭升股份	1.74%	1.95%	0.54%	2.23%	1.88%	0.20%
爱柯迪	5.03%	0.90%	3.93%	4.15%	-1.50%	-4.13%
福耀玻璃	5.53%	2.74%	0.81%	4.09%	0.70%	-2.79%
中国汽研	-0.30%	-0.76%	0.37%	0.25%	-0.11%	-0.47%

净利润率：2022Q1企稳迹象明显

- ◆ **德赛西威**：2021年Q4业绩符合预期，2022年Q1业绩略超预期，自动驾驶产品落地对冲下游客户产销下滑。
- ◆ **伯特利**：2021年Q4/2022年Q1业绩符合预期，万达系统收购后协助自制控制器，推动净利润率进一步提升。
- ◆ **华阳集团**：2021年Q4/2022年Q1业绩符合预期，高毛利汽车电子产品放量（HUD+无线充电），净利润率持续提升。
- ◆ **炬光科技**：2021年Q4业绩符合预期，2022年Q1业绩略超预期，获得第二个激光雷达发射模组项目书面定点通知，预计2022年三季度进入量产，激光雷达产品放量，费用率持续下降，净利润率有望继续改善。
- ◆ **华域汽车**：2021年Q4/2022年Q1业绩符合预期，内饰全球业务整合，收购安道拓座椅增厚利润，坚持中性化”战略，上汽集团外客户占比达到49.2%，连续四年提升，有效提高抗风险能力，净利润率有望持续提升。
- ◆ **拓普集团**：2021年Q4业绩低于预期，2022年Q1业绩符合预期，下游客户调价机制生效，产能利用率逐步提升，净利润率有望持续提升。
- ◆ **旭升股份**：2021年Q4业绩低于预期，2022年Q1业绩略超预期，原材料上涨导致毛利率下降，2021年Q4毛利率处于低点，随着下游客户调价机制逐渐生效，毛利率有望回升。
- ◆ **爱柯迪**：2021年Q4业绩低于预期，2022年Q1业绩略超预期，原材料上涨导致毛利率下降，2021年Q4毛利率处于低点，随着下游客户调价机制逐渐生效以及库存产品周转完成，毛利率有望回升。
- ◆ **福耀玻璃**：2021Q4业绩低于预期，2022Q1业绩超预期，核心受汇兑损失+海运费+纯碱价格波动三方面因素影响；2022年，随纯碱价格回归正常中枢，汇兑损失/海运费得到有效控制，业绩有望持续上行。
- ◆ **中国汽研**：2021年Q4&2022Q1业绩符合预期，业务结构持续改善，主动控制装备制造份额，提升高毛利技术服务业务，净利润率有望继续提升。

表：标的净利润率 注：Q4同环比均指2021Q4同比20Q4/环比21Q3，Q1同环比均指2022Q1同比21Q1/环比21Q4

净利润率	2020Q4	2020全年	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021全年	2022Q1	Q4同比	Q4环比	Q1同比	Q1环比
德赛西威	8.00%	7.62%	11.18%	6.89%	5.44%	10.47%	8.69%	10.03%	2.48%	5.03%	-1.15%	-0.44%
伯特利	15.06%	16.19%	18.99%	15.18%	16.22%	11.68%	15.10%	13.64%	-3.38%	-4.55%	-5.35%	1.95%
华阳集团	7.30%	5.34%	5.69%	7.45%	6.59%	6.67%	6.63%	5.82%	-0.62%	0.09%	0.13%	-0.85%
炬光科技	8.89%	9.33%	9.12%	18.64%	18.00%	7.89%	13.64%	17.16%	-1.00%	-10.11%	8.05%	9.27%
华域汽车	7.09%	5.22%	4.70%	5.63%	7.60%	5.06%	5.71%	5.14%	-2.04%	-2.55%	0.44%	0.08%
拓普集团	11.00%	9.68%	10.24%	8.63%	10.25%	7.05%	8.88%	10.67%	-3.95%	-3.20%	0.43%	3.62%
旭升股份	19.49%	20.45%	17.74%	17.13%	15.08%	8.03%	13.65%	12.08%	-11.46%	-7.04%	-5.66%	4.04%
爱柯迪	20.67%	16.89%	13.61%	12.41%	10.71%	4.05%	10.07%	9.89%	-16.62%	-6.65%	-3.73%	5.84%
福耀玻璃	14.31%	13.05%	14.97%	15.64%	14.72%	8.53%	13.32%	13.29%	-5.78%	-6.19%	-1.68%	4.75%
中国汽研	23.31%	17.10%	13.62%	16.51%	29.31%	18.06%	19.02%	23.68%	-5.25%	-11.25%	10.06%	5.62%

表：覆盖标的核心点评总结

注：同比分别指21Q4同比20Q4 / 22Q1同比21Q1

分类	标的	证券代码	核心点评内容
智能化	德赛西威	002920.SZ	2021年Q4及2022年Q1实现归母净利润分别为3.42/3.18亿元，同比+70.9%/+39.2%。 2021年全年获得新项目订单年化销售额超过120亿元，同比+80%以上。1)智能座舱：显示模组及系统业务营收规模维持超100%的增长速度，突破多个白点客户；2)智能驾驶2021年获得年化40亿元订单，IPU04即将落地量产。
	伯特利	603596.SH	2021年Q4及2022年Q1实现归母净利润分别为1.36/1.38亿元，同比-15.8%/+8.3%。 One-Box线控制动方案2021年正式量产，出资2亿元收购万达转向系统45%股权并获得控股权，将分步开展线控制动/转向、分布式驱动和悬架等集成控制的开发。2022年公司预计营收45.4亿元，净利润6.08亿元（不含万达转向系统）
	华阳集团	002906.SZ	2021年Q4及2022年Q1实现归母净利润分别为0.90/0.69亿元，同比-1.4%/+25.6%。 汽车电子业务在深耕已有优质客户的同时，加快拓展新能源和海外车企，2021年实现营收29.5亿元，同比+39.88%，其中，W-HUD产品技术大幅升级，已搭载多个车型量产上市。精密压铸业务2021年实现营收9.4亿元，同比+47.55%
	炬光科技	688167.SH	2021年Q4及2022年Q1实现归母净利润分别为0.11/0.20亿元，同比+18.0%/+120.9%。 2021年公司半导体激光业务实现营收1.99亿元，同比+42.53%，预制金锡陶瓷热沉预计于2022年实现数百万只的量产交付。激光雷达业务实现营收0.52亿元，同比+77.56%，获得第二个激光雷达发射模组项目书面定点通知，预计2022年三季度进入量产
综合类	华域汽车	600741.SH	2021年Q4及2022年Q1实现归母净利润分别为17.67/17.07亿元，同比-23.2%/+32.1%。 公司坚持“中性化”战略，积极寻求新客户合作，2021年公司为豪华品牌/新能源高端品牌/自主品牌国内外汇总销售收入分别为300/120/90亿元，主营业务中49.2%来自上汽集团外整车客户，环比+3.2pct。完成安道拓座椅49.9%股权收购，实现座椅业务的全面自主掌握，增厚公司业绩。
	拓普集团	601689.SH	2021年Q4及2022年Q1实现归母净利润分别为2.64/3.86亿元，同比+9.6%/+56.8%。 截至2021年底，公司已经完成了空气悬挂/电调管柱等新产品的开发，拥有8大系列产品，单车配套价值量约3万元。2022年公司计划重点推广汽车电子业务，力争实现业务大幅提升，并完成前湾新区及重庆工厂约1500亩土地建设。
重资产	旭升股份	603305.SH	2021年Q4及2022年Q1实现归母净利润分别为0.81/1.20亿元，同比-20.1%/+33.7%。 核心客户特斯拉产量稳定，2021年Q4及2022年Q1分别实现交付30.9/31.0万辆，同比+70.8%/67.7%。锻造工厂产能持续释放，公司锻造产品营收规模将出现快速爬坡，铝挤压产品市场开拓力度不断加大，有望成为公司新的增长点。
	爱柯迪	600933.SH	2021年Q4及2022年Q1实现归母净利润分别为0.31/0.85亿元，同比-82.1%/-21.1%。 原材料/运费上涨+汇兑损益导致2021年Q4业绩同比下滑。公司加快新能源产业布局，智能制造科技产业园、墨西哥北美生产基地、马鞍山生产基地等抓紧建设。调价机制生效+汇兑损益减少，利润率有望持续回升。
	福耀玻璃	600660.SH	2021年Q4及2022年Q1实现归母净利润分别为5.50/8.71亿元，同比-37.3%/+1.86%。 单车配套价值量稳步提升，2022Q1毛利率同比下滑主要是受人民币升值及纯碱涨价以及海运费上涨所致，加回上述因素后Q1毛利率38.39%，同比+1.13pct，规模效应提升叠加高价值量产品配套占比提升作用明显，进军铝亮饰条行业，拓展业务边界，进一步集成化汽车玻璃产品，增强规模化优势，打开全新增量空间。
服务类	中国汽研	601965.SH	2021年Q4及2022年Q1实现归母净利润分别为1.96/1.30亿元，同比-10.1%/+9.9%。 2021年公司汽车技术服务实现营收23.8亿元，同比+32.3%，专用汽车改造与销售业务实现营收11.7亿元，同比-15.5%，业务结构持续优化。新签合同45.53亿元，同比+26.07%，完成全年预算的114.6%，营收及利润总额分别完成2021年预算的100.92%/118.73%。公司2022年营收目标为43亿元，利润总额目标为8.1亿元

盈利预测-投资建议-风险提示

- ◆ **投资建议：复工复产有序展开，2022年Q2是配置汽车板块重要时间窗口。** 2022年8大金股：整车【比亚迪+理想汽车+小鹏汽车+长城汽车】，零部件【德赛西威+拓普集团+伯特利+华阳集团】。其次，整车【广汽集团+吉利汽车+长安汽车+蔚来+上汽集团+小康股份+江淮汽车】等，零部件【爱柯迪+旭升股份+炬光科技+福耀玻璃+中国汽研+华域汽车】，关注【星宇股份+继峰股份+均胜电子】。

表：整车覆盖标的盈利预测及投资评级

分类	证券代码	公司简称	股价/元	当前市值/亿	归母净利润/亿元				对应PS				对应PE				投资评级
					2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
整车	TSLA.O	特斯拉	870.76	9021	55.2	115.3	192.7	266.2	16.8	10.5	7.3	5.7	163.5	78.3	46.8	33.9	暂无评级
	9868.HK	小鹏	85.49	1466	(49.0)	(74.0)	(32.0)	31.0	7.0	3.7	1.6	0.7	-29.9	-19.8	-45.8	47.3	买入
	NIO.N	蔚来	110.22	1865	(105.7)	(49.0)	(10.6)	9.5	5.2	2.9	1.7	1.2	-17.6	-38.1	-176.3	197.0	暂无评级
	2015.HK	理想	80.30	1659	(3.2)	3.6	33.7	99.0	6.1	2.9	1.3	0.7	(516.77)	459.5	49.2	16.8	买入
	601633	长城汽车	24.82	2292	67.3	83.0	135.3	182.0	1.7	1.3	1.0	0.7	34.1	27.6	16.9	12.6	买入
	002594	比亚迪	243.00	7074	30.5	63.8	111.5	185.1	3.3	2.1	1.7	1.4	232.3	110.8	63.5	38.2	买入
	0175.HK	吉利汽车	19.19	1755	47.2	65.8	92.4	129.0	1.7	1.3	1.0	0.9	37.2	26.7	19.0	13.6	买入
	000625	长安汽车	10.47	799	35.5	76.3	79.3	90.5	0.8	0.6	0.5	0.4	22.5	10.5	10.1	8.8	买入
	601238	广汽集团	12.24	1281	73.4	99.6	118.4	149.9	1.7	1.2	1.0	0.7	17.5	12.9	10.8	8.5	买入
	600104	上汽集团	15.95	1864	245.3	255.3	268.0	289.2	0.2	0.2	0.2	0.2	7.6	7.3	7.0	6.4	买入
	600418	江淮汽车	7.94	173	2.0	2.4	3.9	5.7	0.4	0.4	0.3	0.3	86.7	71.1	44.2	30.4	买入

注：特斯拉相关数据单位均为美元，行情数据采用2022.04.30收盘价，表中未覆盖公司盈利预测来源于wind，全文港币汇率为1港币=0.83元人民币，美元汇率为1美元=6.60元人民币（采用2022/04/30汇率）

- ◆ **投资建议：复工复产有序展开，2022年Q2是配置汽车板块重要时间窗口。** 2022年8大金股：整车【比亚迪+理想汽车+小鹏汽车+长城汽车】，零部件【德赛西威+拓普集团+伯特利+华阳集团】。其次，整车【广汽集团+吉利汽车+长安汽车+蔚来+上汽集团+小康股份+江淮汽车】等，零部件【爱柯迪+旭升股份+炬光科技+福耀玻璃+中国汽研+华域汽车】，关注【星宇股份+继峰股份+均胜电子】。

表：零部件覆盖标的盈利预测及投资评级

分类	证券代码	公司简称	股价/元	股本/亿	当前市值/亿	归母净利润/亿元				对应PE				投资评级
						2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
零部件	002920	德赛西威	119.53	5.55	664	8.3	12.0	17.0	24.3	79.7	55.3	39.0	27.3	买入
	002906	华阳集团	31.84	4.75	151	3.0	4.1	6.2	8.5	50.6	37.1	24.3	17.8	买入
	601689	拓普集团	52.57	11.02	579	10.2	17.0	23.6	33.6	57.0	34.2	24.5	17.2	买入
	603596	伯特利	57.55	4.08	235	5.0	6.7	9.3	13.3	46.6	35.3	25.3	17.7	买入
	600933	爱柯迪	10.67	8.62	92	3.1	4.5	5.5	6.8	29.7	20.6	16.7	13.6	买入
	603305	旭升股份	19.62	6.26	123	4.1	6.0	8.1	11.1	29.7	20.6	15.1	11.0	买入
	688167	炬光科技	94.48	0.90	85	0.7	1.1	1.9	3.3	125.4	75.2	45.0	26.1	买入
	1316.HK	耐世特	29.63	25.10	744	7.8	8.6	11.4	14.3	95.1	86.7	65.1	52.2	买入
	601965	中国汽研	12.51	9.89	124	6.9	7.7	8.6	9.8	17.9	16.0	14.5	12.6	买入
	600741	华域汽车	19.60	31.53	618	64.7	76.7	85.3	95.5	9.6	8.1	7.2	6.5	买入
	600660	福耀玻璃	35.55	26.10	928	31.5	39.6	48.8	58.8	29.5	23.5	19.0	15.8	买入

注：特斯拉相关数据单位均为美元，行情数据采用2022.04.30收盘价，表中未覆盖公司盈利预测来源于wind，全文港币汇率为1港币=0.83元人民币，美元汇率为1美元=6.60元人民币（采用2022/04/30汇率）

- ◆ **疫情控制低于预期。**若疫情反复影响供应链稳定，车企生产端可能受限造成供应不足。
- ◆ **新能源汽车渗透率低于预期。**因充电/电池续航等多原因，国内市场新能源汽车销量增长幅度可能低于市场预期。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园