

特斯拉供应链标的出海 ——墨西哥的机遇

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

2023年4月16日

■ 一、北美汽车产业历史复盘

■ 二、墨西哥汽车工业基础

■ 三、墨西哥汽车供应链空间广阔

■ 四、墨西哥产业链标的梳理

■ 风险提示



- **美国是全球最大的汽车消费市场之一，日系车企美国建厂历史值得借鉴。**美国作为全球最大的汽车消费市场之一，每年产销量均稳定在千万级。日系品牌借助70年代的石油危机成功切入美国市场，后续因为贸易保护的原因，通过北美+全球其它地方扩张建厂的方式成功实现了汽车行业的二次增长曲线，值得国内汽车产业借鉴。
- **墨西哥是美国重要的汽车出口国，政策+成本优势成为未来重要增长点。**2022年，墨西哥乘用车产量达到330万辆，位居世界第六位，汽车零部件产值达到1105亿美元，位居世界第四。美国是其最主要的出口国家（2022年乘用车向美出口222万辆，2021年汽车零部件向美出口601亿美元），汽车制造业主要面向传统燃油车布局。《美墨加协议》和《反通胀削减法案》有望进一步提升其在北美新能源汽车制造业中的地位。
- **特斯拉规划墨西哥超级工厂，有望成为全球核心生产基地。**特斯拉作为全球新能源车企，宣布建设墨西哥超级工厂。根据墨西哥官方披露，特斯拉预计初步投资50亿美元，新工厂占地4200英亩。墨西哥工厂第一期产能规划预计100万台/年（上海工厂占地212英亩，100万台产能），在政策和产业趋势的推动下，后期产能有望持续扩张，成为特斯拉全球核心生产基地。
- **国内零部件企业开启墨西哥布局，具备各项要素零部件企业有望率先突破。**结合墨西哥汽车零部件现有格局（产业链布局较为完善+主要面向燃油车企），以及海外整体投资带来的国情和文化相关的差异，我们认为国内零部件企业以下特点将具备优势：1) 所涉业务面向新能源（轻量化+热管理+电池）/智能化方向；2) 在墨西哥有一定的经营管理经验，熟悉当地的营商环境和文化氛围；3) 现有业务在墨西哥具备一定的盈利能力；4) 客户结构向新能源客户转型，进入T客户供应链。

■ 核心受益标的：

✓ 1) 业务面向新能源+具备墨西哥经营经验+T品牌供应链：【爱柯迪】 【岱美股份】
【三花智控】

建议关注：【嵘泰股份】 【香山股份】

✓ 2) 业务面向新能源+T品牌供应链：【拓普集团】 【旭升集团】 【新泉股份】 【伯特利】 【银轮股份】

✓ 3) 具备长期全球化经营基因：【继峰股份】 【文灿股份】 【中鼎股份】 【华域汽车】

建议关注：【均胜电子】 【宁波华翔】 【凌云股份】 【万丰奥威】 【模塑科技】 【瑞玛精密】 【奥特佳】

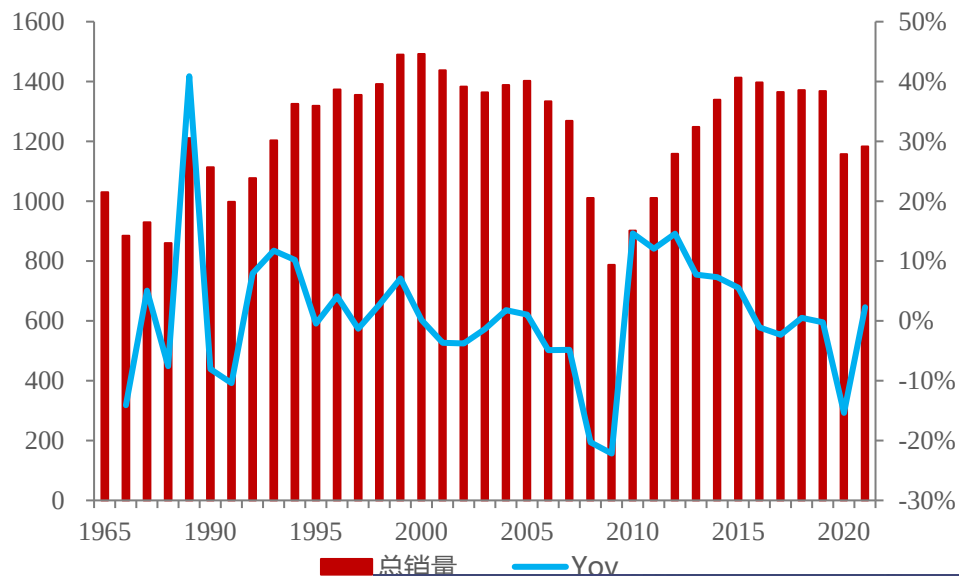
■ 风险提示：中美贸易战超出预期，乘用车价格战超预期，需求复苏低于预期。

一、北美汽车产业历史复盘

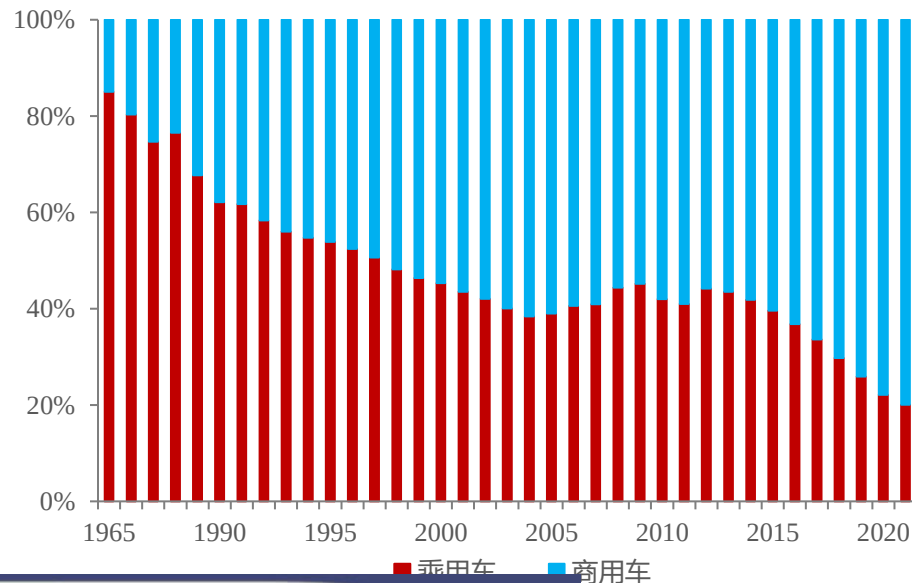
- **全球最大汽车市场之一，本土汽车工业历史悠久。**美国作为全球最大的汽车消费市场之一，每年产销量均稳定在1000万台以上。本土的汽车工业非常发达，福特/通用/克莱斯勒三大品牌均有百年以上的历史，并且在全球有很高的市占率。
- **消费市场具备独特需求，日系企业借助能源契机切入。**独特的地理环境和发达的经济水平，使得美国消费者对于汽车的结构有自身的偏好，轿车消费占比逐年下降，更加青睐SUV+皮卡车型。但是日系品牌借助70年代的石油危机成功切入美国市场，并且逐步将市占率提升到了较高的水准。
- **汽车产业链具备战略支柱地位，国家保护主义迫使日系北美建厂。**因为汽车工业在整个国家经济中所具备的重要地位，美国对日系车企开启了贸易保护机制，迫使日系厂商限制对美出口，转为选择在美建厂，将更多的就业机会和税收留在当地。
- **制造业收缩导致产能逐步外移，墨西哥北美汽车制造业地位加强。**2008年金融危机之后，美国制造业逐步开始收缩，整车销量和本土产量的差值持续增长，汽车零部件进口产值也不断增加，墨西哥凭借地理+成本优势，有望成为北美地区最重要的汽车制造基地，市场规模持续增长。
- **海外战略开启日系第二增长曲线，中国汽车供应链有望复制。**在美国建厂的同时，日系品牌凭借汇率升值的优势，开启亚洲的产能扩张，海外战略扩张为日系车企开启了第二条增长曲线。在当前新能源变革+中美贸易战的大背景下，日系品牌海外扩张战略对目前的国内汽车零部件供应链具备较高的参考借鉴意义。

- **全球最大汽车消费市场之一，汽车需求维持高位。**美国是全球最大的汽车消费市场之一，1965年国内销量已经超过1000万辆，此后销量持续攀升，年销量峰值达到1400万辆以上，在2009年之前是全球第一大汽车消费国。经历2008年金融危机的短暂下行后，快速回到1200-1400万辆/年的区间。
- **偏爱皮卡+SUV，轿车占比持续下降。**受到能源价格、地理环境、居住习惯等多方面的影响，美国消费市场更加青睐皮卡/SUV这类具备越野能力+装载能力的车型，轿车需求占比逐年下降，2021年轿车需求仅为20.1%。

图：美国汽车年销量/万辆

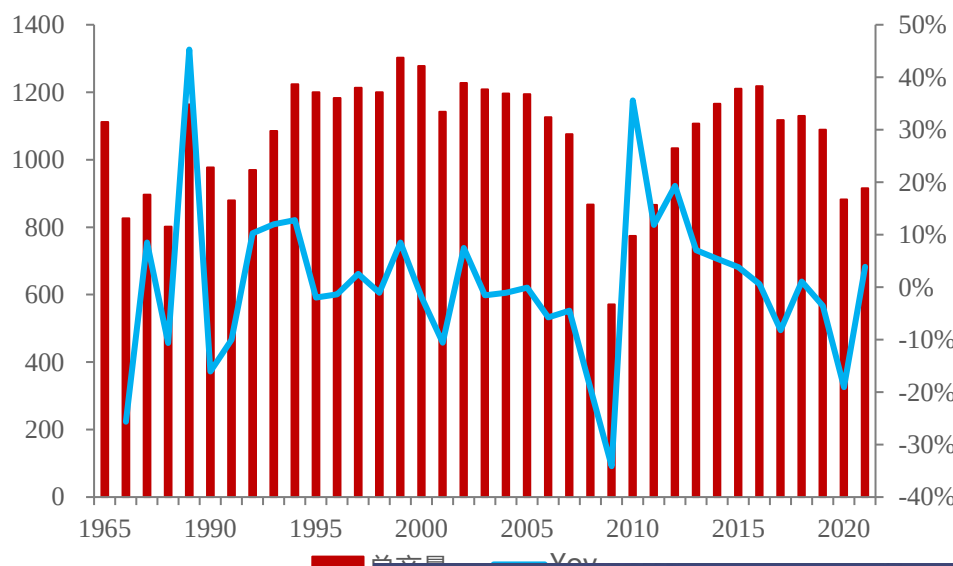


图：美国汽车消费结构（商用车包括皮卡/SUV/微客等车型）

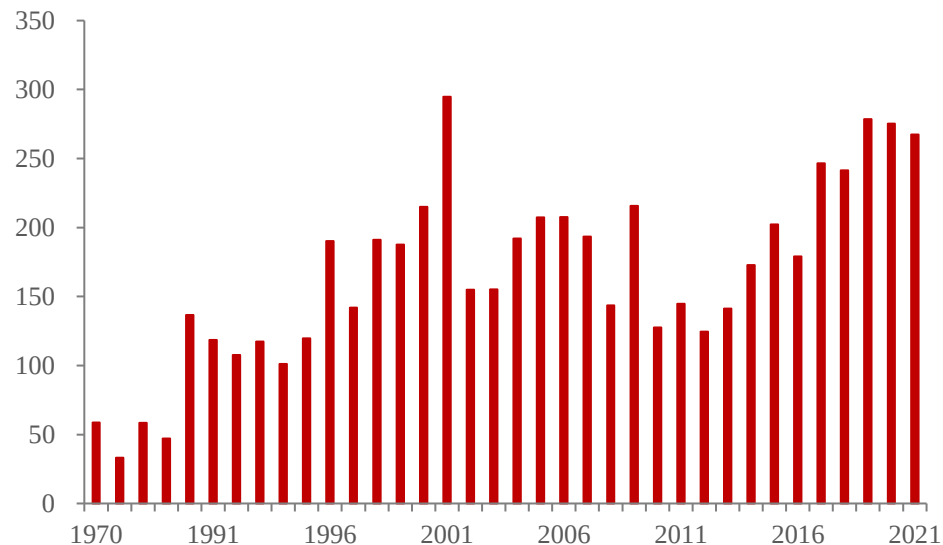


- **汽车工业发达，全年产量超千万。**充足的消费需求驱动美国国内汽车工业的高速发展，1965年国内乘用车产量超过1000万台/年。石油危机阶段，美国汽车工业整体产量有一定的下滑，但是随后快速恢复，1999年达到峰值1300万辆。
- **销量与产量差值逐步增加，金融危机后进口依赖度提升。**2008年金融危机导致美国汽车市场需求大幅下降，通用汽车破产重组，2009年整体汽车产量同比-34%，仅有867万辆。金融危机之后，虽然市场需求逐步恢复，但是受到不断提升的成本压力，汽车工业产能开始逐步外迁，进口需求逐步增加，美国汽车产量与销量的差值不断增长。

图：美国汽车年产量/万辆

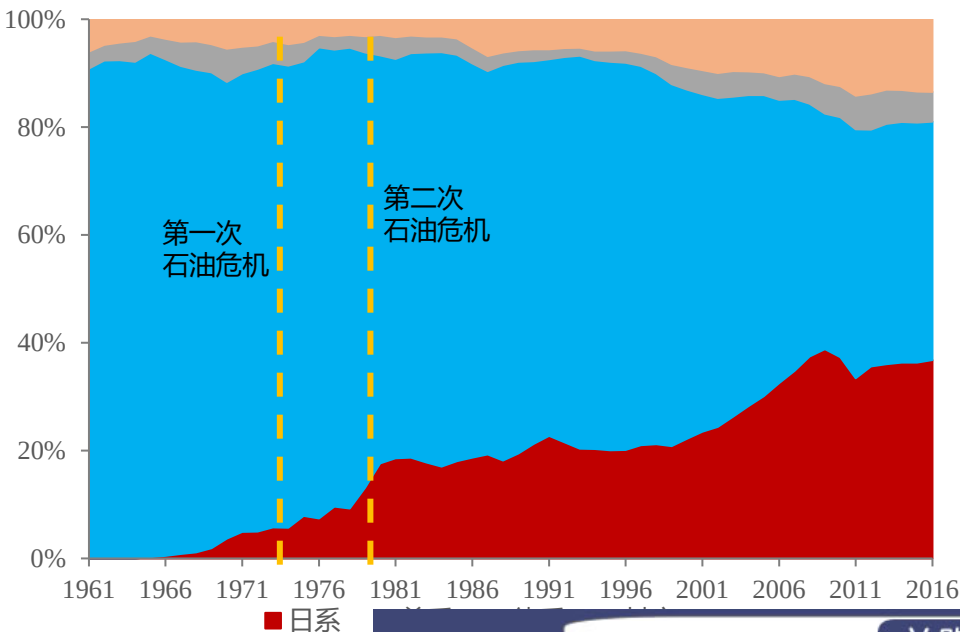


图：美国汽车年销量与产量的差值/万辆

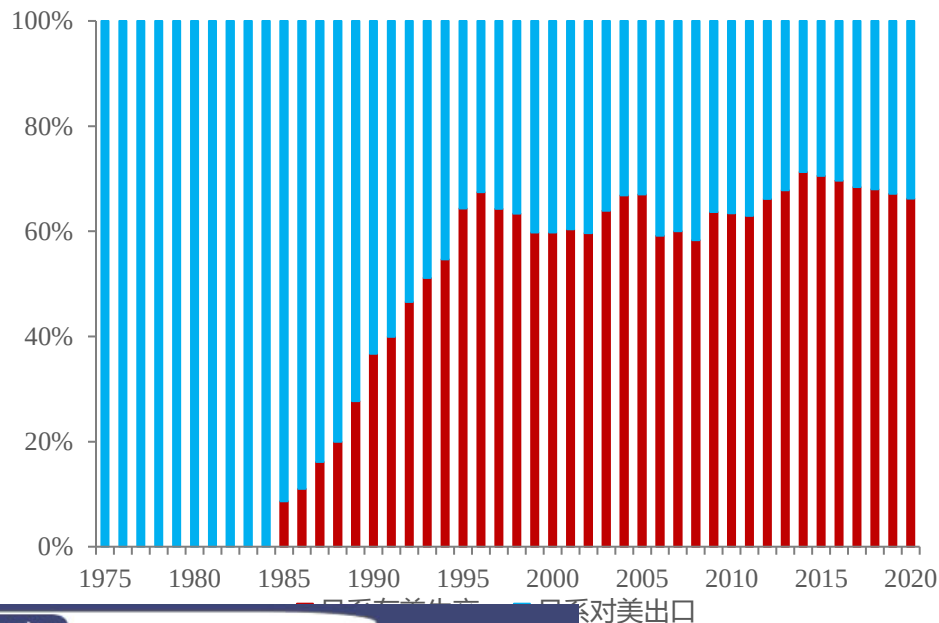


- **石油危机为日系车企带来机遇，市场份额迅速提升。** 1973/1979年两次石油危机，美国油价快速上涨。相较于美系车的大排量、高油耗，日系车小巧、省油的特点占据了绝对的优势。特别是第二次石油危机爆发，油价上涨叠加美国整体购买力下滑，日系车份额迅速提高，1980年日本汽车产量首次超过美国，成为世界第一大汽车生产国。
- **日美贸易战推动日系车企产能向美国迁移。** 石油危机后美国三大车企亏损严重，美国政府向日本施压，1981年开始日本“自愿”限制对美国汽车出口，1981-1983年不超过168万辆，1984年不超过185万辆。并且开始将产能逐步向美国转移。1985-1997年日系车在美国本土生产比例快速提升。

图：美国汽车市场份额变化

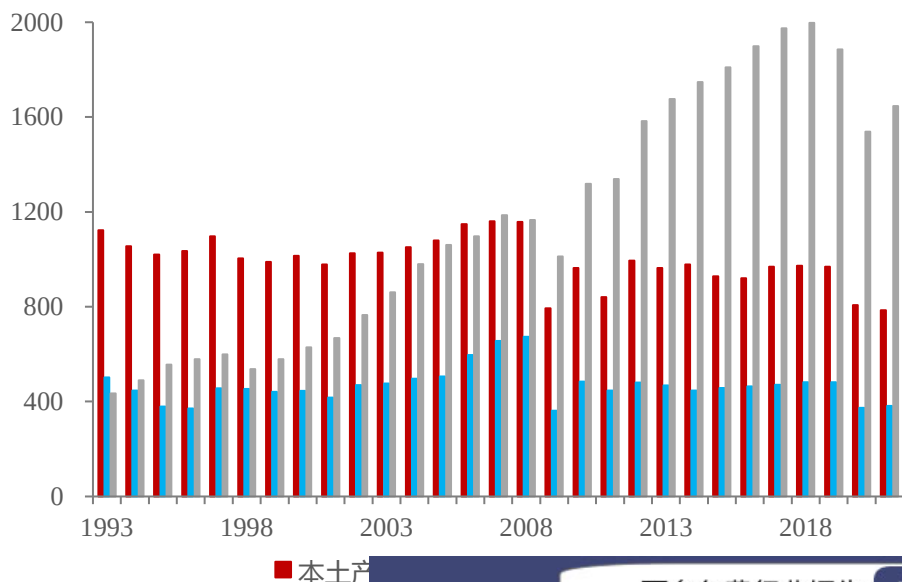


图：日系在美销售车辆进口&美国生产比例变化

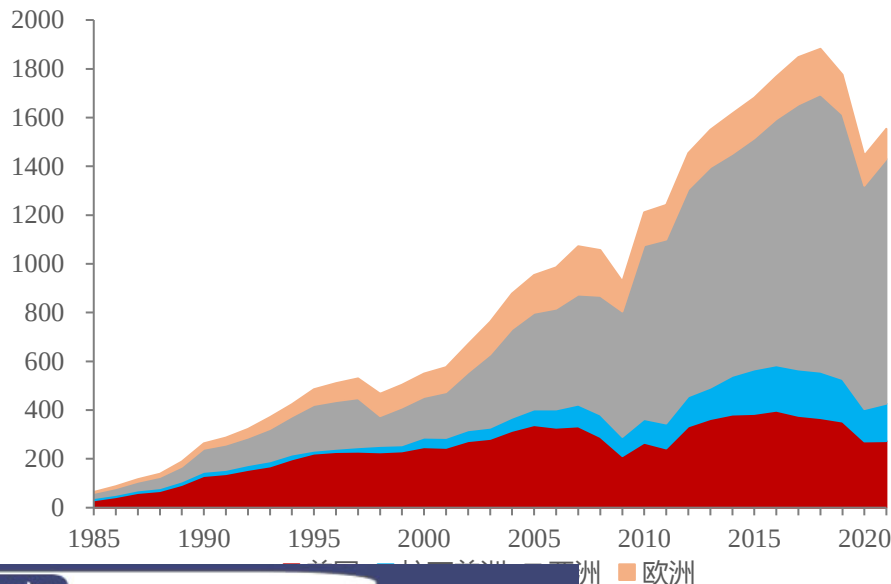


- **海外市场产能扩张，打开日系车企天花板。**日本车企在限制汽车出口之后，开始直接在北美投资建厂，1982年本田在美国俄亥俄州建立第一个生产基地，1984年丰田在加拿大建立第一个生产基地，此后陆续在美国和墨西哥多地建立生产基地。北美和其它海外基地的建设，突破了日系车企的天花板，2018年海外产量接近2000万辆，是日本本土产量的两倍。
- **美国+亚洲成为日本汽车工业核心增长点。**1985年签订《广场协议》之后，日元大幅升值，日系汽车对于美国的出口成本大增，在减少对美出口的同时，日系车企利用日元升值和亚洲的低成本优势，加速在亚洲其它国家建立生产基地，产业链进一步向海外转移，实现多元化布局。

图：日本汽车工业本土/海外产量&出口数量（万辆）

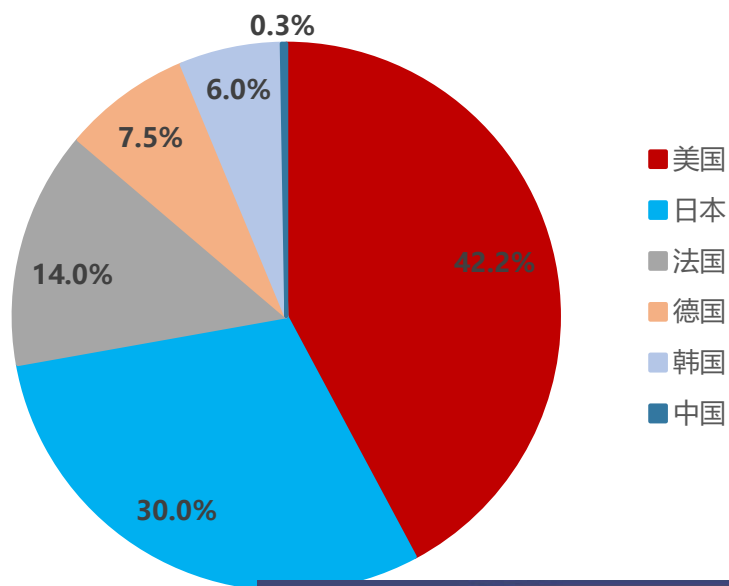


图：日系汽车全球产量数据变化/万辆

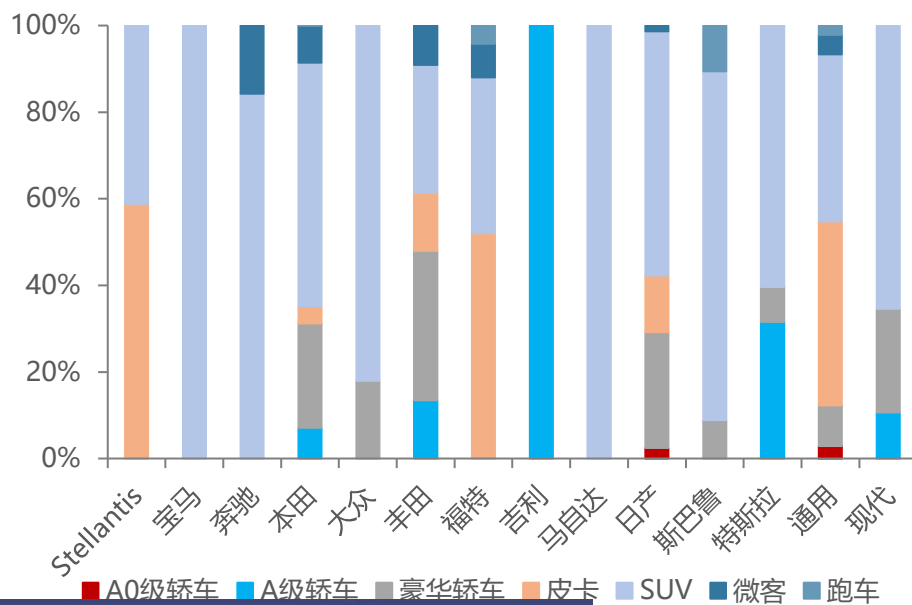


- **美/日系领衔，全球车企实现在美布局。**截至2021年，全美汽车产能达到1074万辆，美系品牌占比达到42.2%，日系占比达到30.0%，法系（Stellantis，由FCA与克莱斯勒合资）占比达到14.0%，美系和日系产能占据主要份额。
- **顺应市场需求，皮卡+SUV产能成为主流。**结合本土消费者对于SUV和皮卡车型的喜好，美国本土乘用车品牌产能主要布局在这两类车型上，通用/福特/Stellantis/宝马/奔驰等品牌，绝大多数的产能都是SUV和皮卡，仅有部分车企具备A级轿车、豪华轿车产能。

图：美国乘用车各国车企产能占比（2021年）

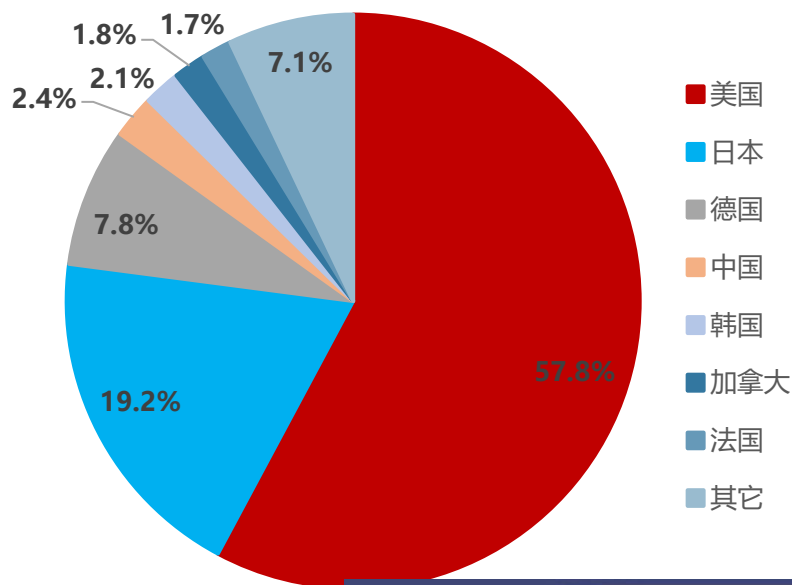


图：美国乘用车各品牌各级别车辆产能占比

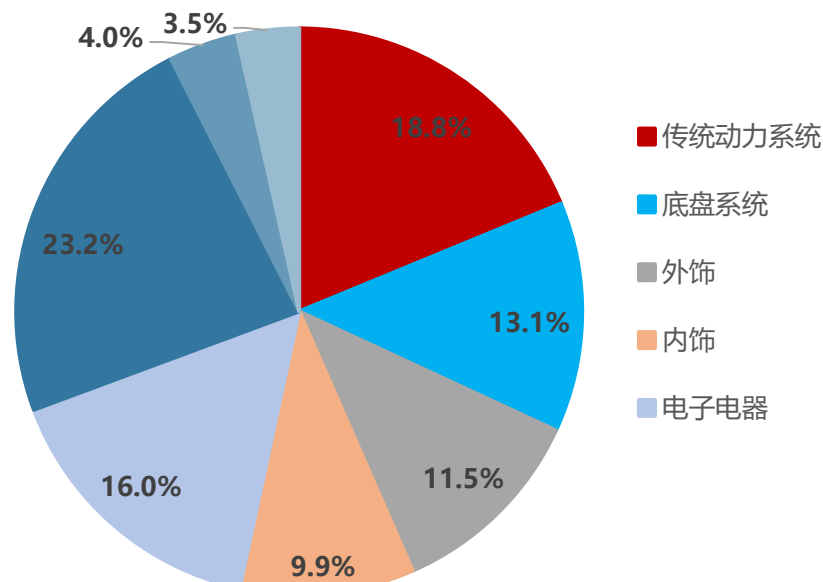


- **汽车工业崛起带动供应链繁荣，优先选择本国零部件企业进行配套。**根据Marklines数据统计，全美零部件企业大约5000余家。本国汽车工业崛起的同时，会优先带动相关配套供应链企业，因此美国目前零部件企业国家投资占比和整车的投资占比基本保持一致，美国/日本相关的零部件企业占比占据绝对份额。
- **汽车供应链体系完善，电动+智能化处于起步阶段。**在整个汽车零部件供应链体系中，目前美国本土产能布局相对完善，动力系统/底盘/内外饰/电子电器/辅件等零部件企业数量相对均衡，电动化和智能化因为属于新兴板块，目前所占比例分别为4.0%/3.5%，相对偏低。

图：美国零部件企业各国家投资占比



图：美国不同类别汽车零部件企业占比

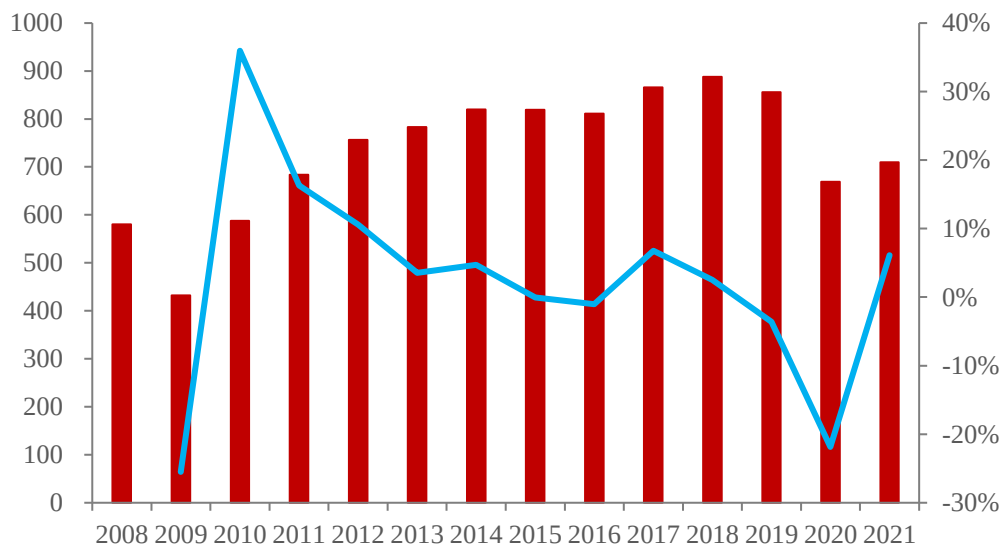
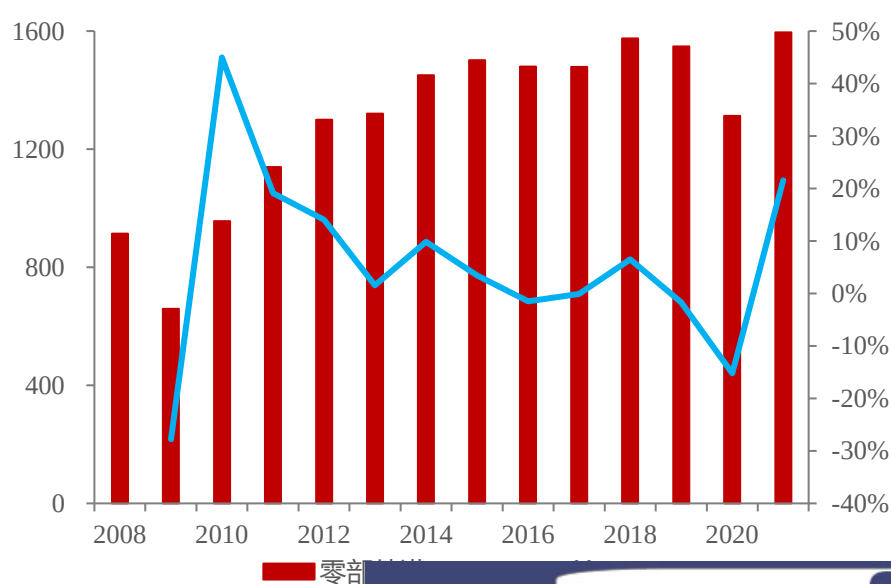


■ **汽车零部件进出口贸易逆差，借助进口完成整车生产。**相较于整车制造，零部件环节处于更上游，具备更强的制造属性，因此2008年金融危机后，零部件板块相较于整车厂产能更快的向美国本土外进行转移。美国汽车零部件进口金额逐年增长，2021年达到新高1596亿美元，零部件进口金额和出口金额差值达到887亿元。

■ **后疫情时代汽车零部件进口需求增长，出口节奏放缓。**2020年受到疫情影响，零部件进出口数据下降明显，2021年美国疫情放开后，零部件进口产值创新高，但是零部件出口节奏明显放缓，国内整车制造对于零部件进口需求进一步增长。

图：美国汽车零部件进口产值&增速/亿美元

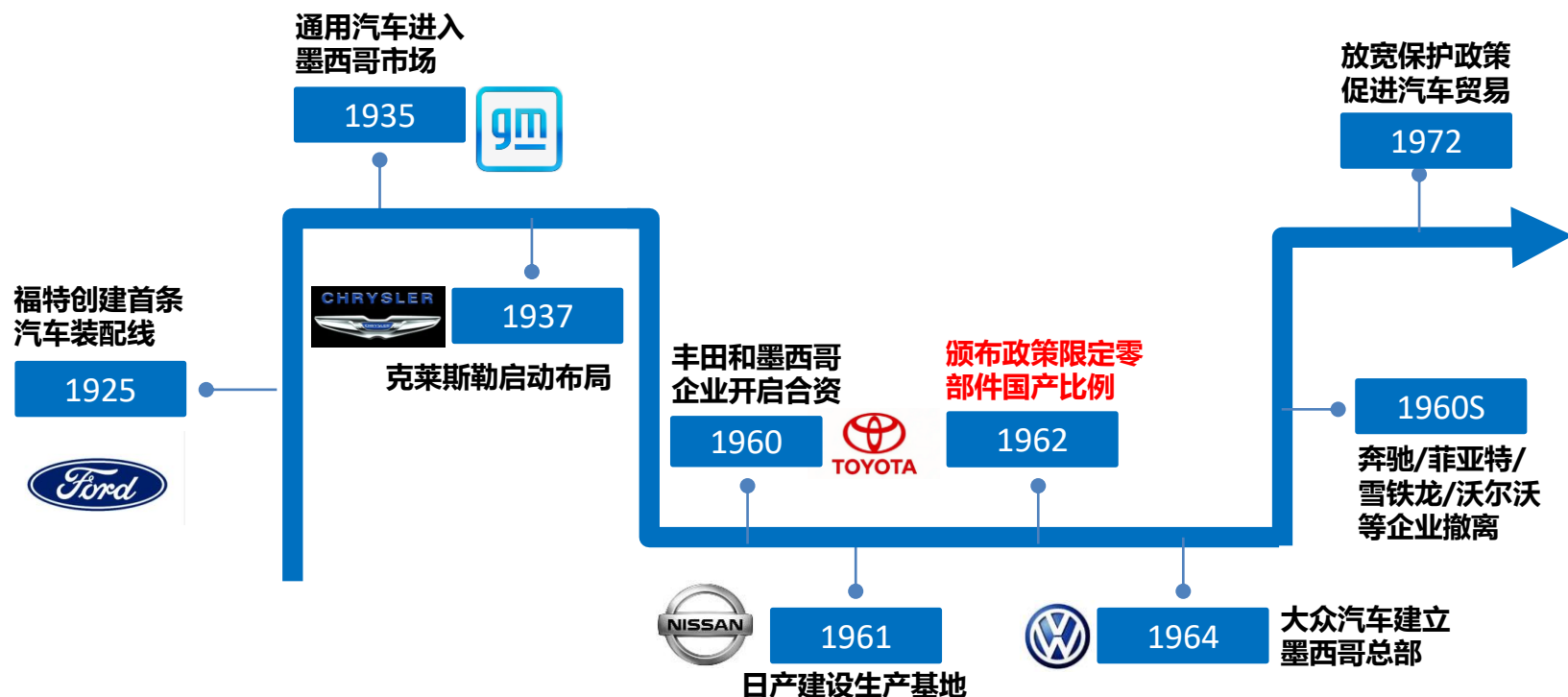
图：美国汽车零部件出口产值&增速/亿美元



二、墨西哥汽车工业基础

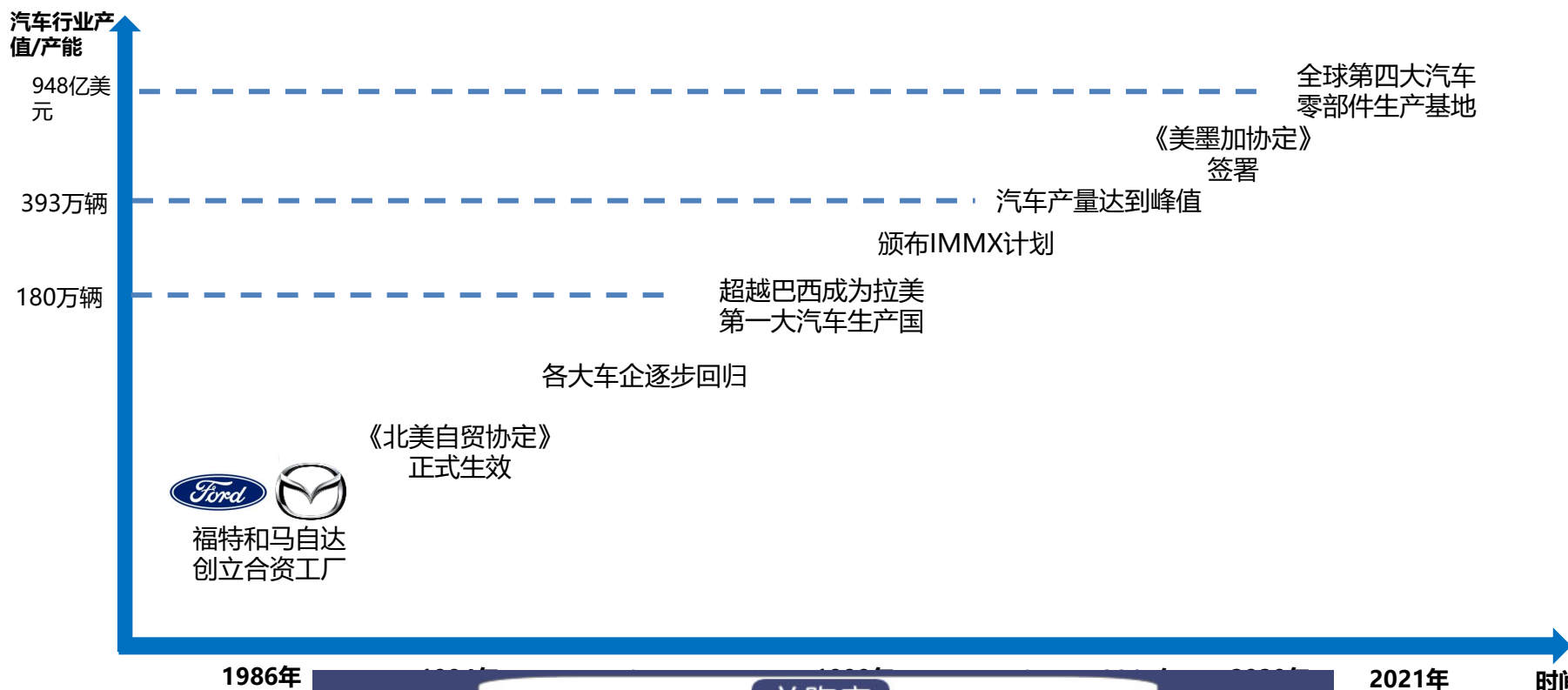
- **北美汽车重要生产基地，地理优势+工业基础。**墨西哥的汽车制造业具备悠久的历史，制造业得益于独特的地理优势（链接南/北美洲陆地）以及完善的工业基础，吸引了各国的主机厂和零部件企业的产能投放，2022年乘用车产量达到330万辆，位居全球第六，仅次于中国/美国/日本/印度/德国，零部件产值达到1105亿美元，位居全球第四。
- **出口型汽车制造业，整车及零部件制造核心面向北美出口。**2022年墨西哥国内乘用车销量为109万辆，其中海外进口车辆占比达到67.4%，本土制造占比仅为32.6%，因此整个乘用车制造主要面向海外出口环节。其中，美国占整体海外出口的77.5%（2022年），是墨西哥汽车出口最主要的目的地，墨西哥乘用车相关产能结构符合美国汽车消费市场需求。
- **整车品牌布局完善，生产基地相对集中。**除美国三大车企外，日系、德系、法系等品牌均在墨西哥进行了产能的布局，前五大车企分别为通用（21.8%）、日产（15.1%）、Stellantis（11.8%）、大众（10.4%）、福特（9.7%）。生产基地主要集中在瓜纳华托/阿瓜斯卡连特斯/普埃布拉/科阿韦拉这四个州，CR4达到66.7%。
- **零部件供应链配套完善，核心面对传统燃油车体系。**墨西哥的整车产能包括美/日/德/法等多国车企，零部件企业的投资国别比例和整车厂基本保持一致，美资+日资的零部件企业占比达到36.6%。零部件企业的产品分类较为均匀，传统的动力系统/内外饰/电子电器/连接器等辅件均有所布局，相较于电动智能化进程更快的中国零部件企业，墨西哥的汽车零部件企业电动智能化相关占比较低，主要面向传统燃油车型配套。

- ◆ **汽车工业初步萌芽，美系“三巨头”率先布局。**作为北美汽车工业重要的一员，墨西哥汽车工业历史悠久，美系三家核心车企“福特/通用/克莱斯勒”率先进行布局。三家企业分别在1925/1935/1937年进入墨西哥市场。从20世纪50-60年代开始丰田/日产/大众等全球车企逐步开始在墨西哥启动产能建设。
- ◆ **本国保护政策出台，导致部分车企逐步撤离。**为了保护民族汽车制造业，1962年墨西哥颁布禁止进口整车/发动机/主要汽车零部件的法令，要求墨西哥生产汽车的国产零部件不得少于60%，且外资股权占比不得超过40%。该法令导致部分全球车企陆续从墨西哥撤离，但美国车企和大众汽车等选择留下。



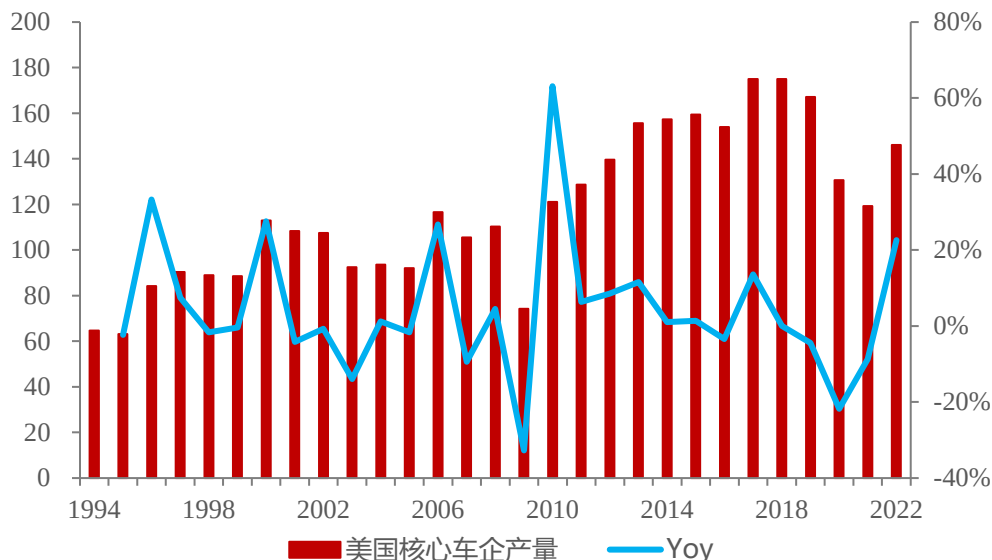
- **逐步放松汽车工业管制，持续加大外资吸引力。** 为了促进汽车贸易，墨西哥1972年出台新法规，放宽了国产零部件配套比例要求，并且对厂商出口额度提出了新的要求（进口额度的30%）。
- **政策+贸易协议+供应链建设助推，墨西哥成为汽车制造大国。** 1994年《北美自由贸易协定》正式生效，叠加墨西哥促进汽车工业政策和国产供应链建设的不断完善，推动墨西哥汽车工业的高速发展。随着2020年《美墨加协定》的签署，进一步夯实了墨西哥在北美汽车制造业的地位。2021年，墨西哥的汽车零部件产值达到948亿美元，成为全球第四大汽车零部件生产基地。

图：80年代-21世纪墨西哥汽车工业发展图谱

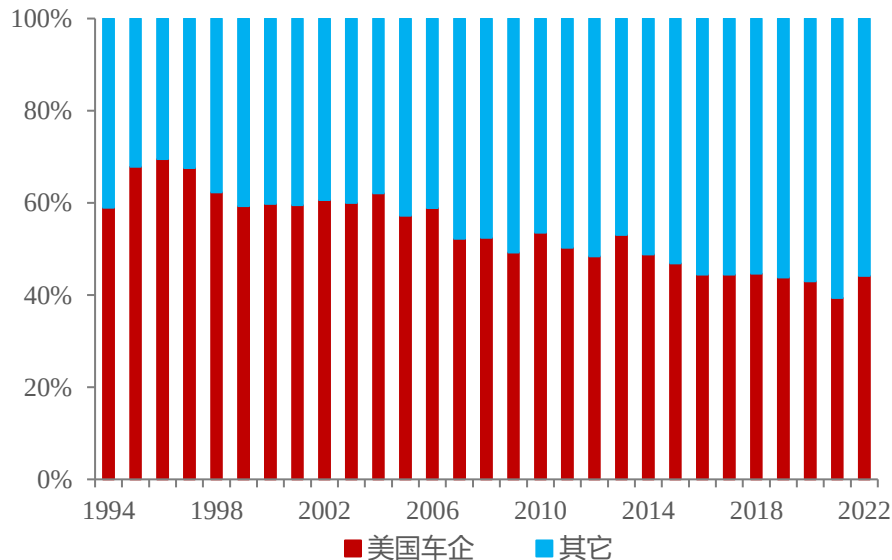


- **金融危机后美国车企产能加速迁移，绝对值持续增长。**墨西哥在北美汽车制造业扮演了重要的角色，2008年美国金融危机之后，美国三大核心车企（通用/克莱斯勒/福特）在墨西哥的产量持续增长，2017年达到175万辆，同比+13.6%。
- **各国车企加速布局，美国车企产量占比持续下降。**除美系车企之外，全球各大车企也在加速墨西哥本土的产能布局，在美国车企产量绝对值不断提升的背景下，美国车企在墨西哥整体产量占比持续下降，1996-→2022年产量占比从69.5%->44.2%。

图：美国核心车企在墨西哥产量/万辆（通用/克莱斯勒/福特）



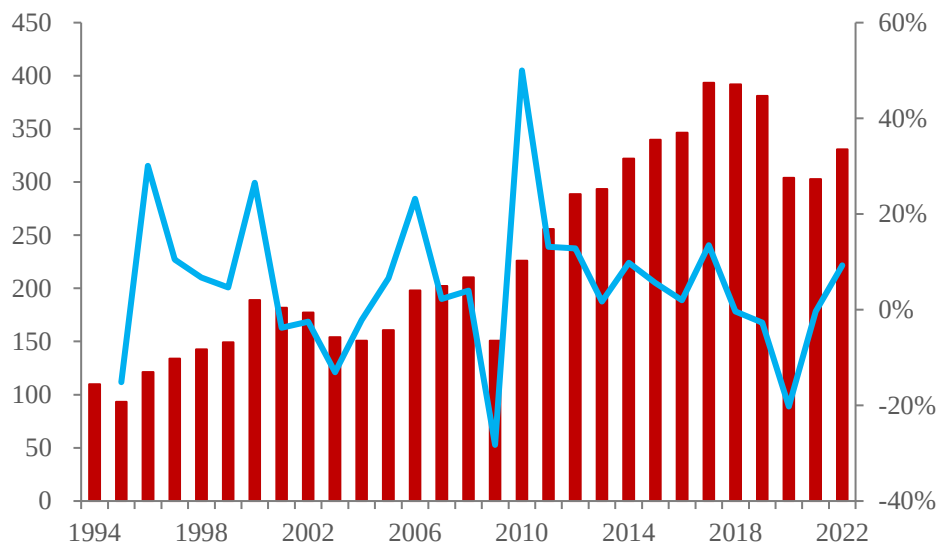
图：美国核心车企在墨西哥产量占比（通用/克莱斯勒/福特）



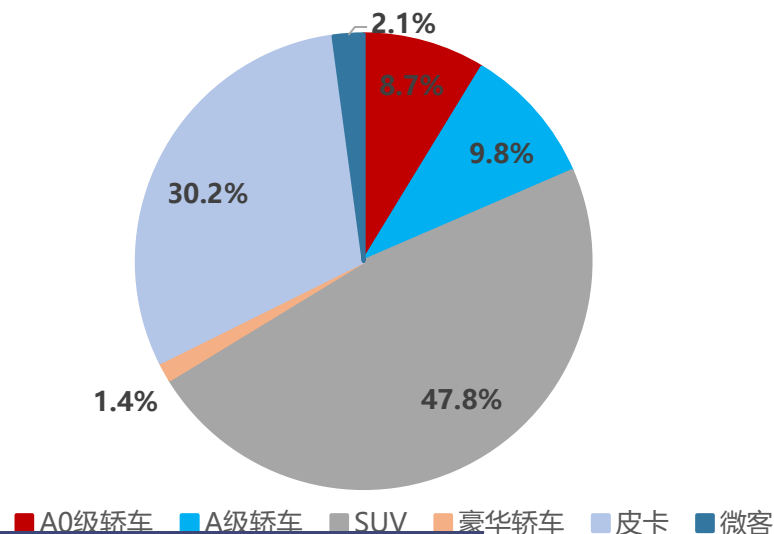
■ **签署北美自贸区协定后产量快速增长。**《北美自由贸易协定》的签订，给墨西哥汽车工业带来了很大的助力，税收的优势使得墨西哥汽车制造业快速发展，1994-2000年墨西哥的汽车产量接近翻倍，此后因为美国2008年金融危机的影响，美国产能加速转移，2018年墨西哥汽车产量接近400万辆。

■ **产能布局顺应美国需求，SUV+皮卡占据主要份额。**根据墨西哥汽车工业协会的数据，2022年墨西哥汽车生产的类型顺应美国的市场需求方向，SUV和皮卡成为主要的车型，占比分别为47.8%和30.2%，A0级和A级轿车占比仅为18.5%。

图：墨西哥乘用车产量数据/万辆

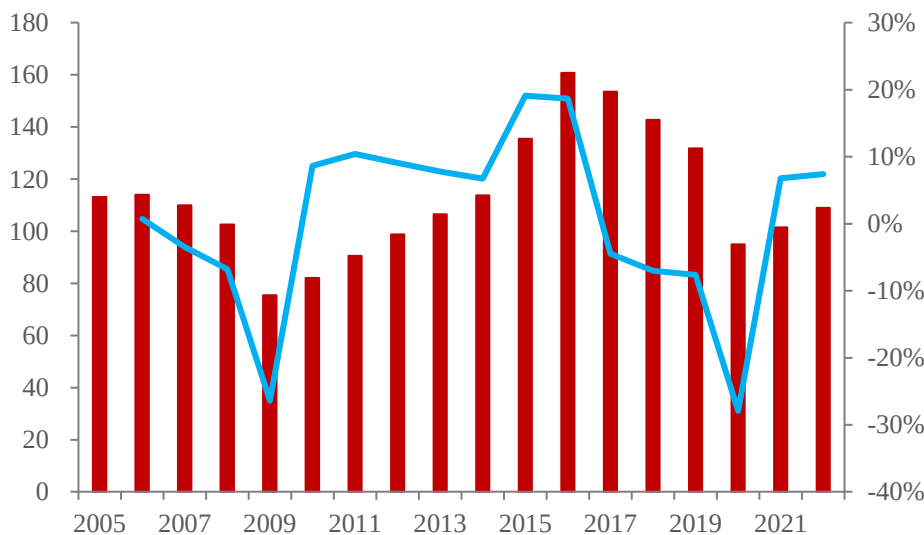


图：墨西哥整车产量类型分布（2022年）

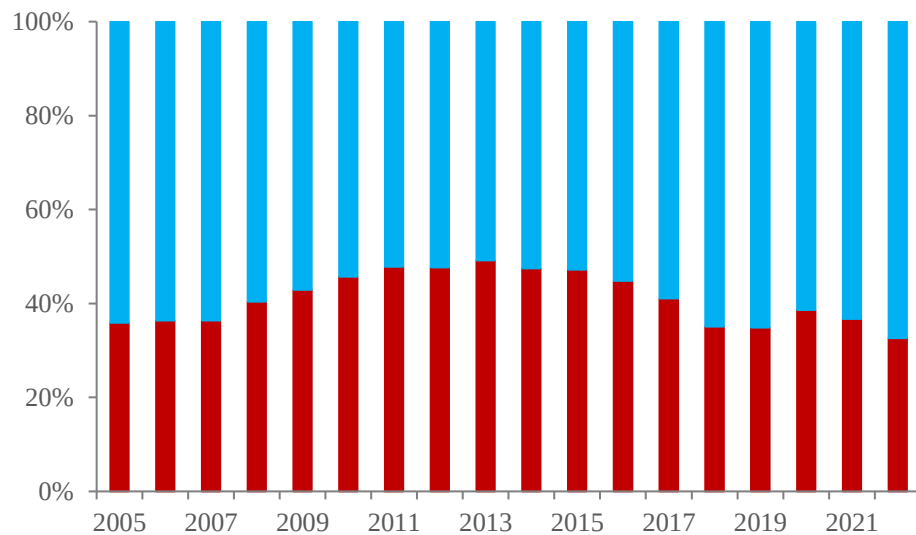


- **本国汽车消费随宏观经济环境波动，近年承受较大压力。**2005-2014年墨西哥本国每年汽车消费稳定在100万台左右，2014-2016年因为本国宏观经济持续好转以及国内对非法进口二手车的打击力度加强，销量持续攀升，2016年达到160万辆。随后因为宏观经济下行及疫情的影响导致销量下降，2022年国内乘用车销量为109万辆。
- **进口乘用车占比超半数，消费者偏爱进口车型。**墨西哥乘用车销量中，海外进口车型占据更大份额，2022年达到67.4%。主要的原因还是本国汽车产能主要为了满足美国消费者习惯而设立，而墨西哥本国消费者的购买需求要通过进口形式满足。

图：墨西哥乘用车销量数据/万辆

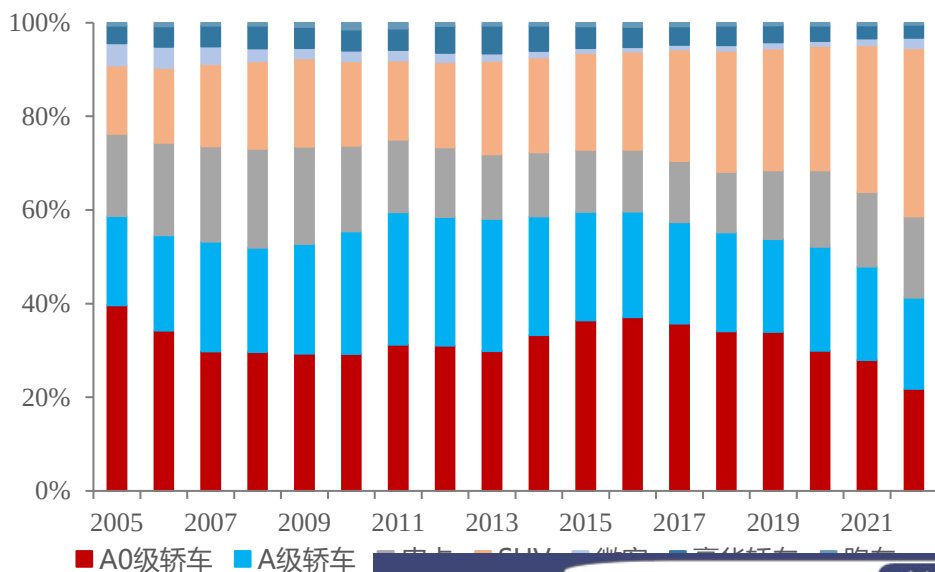


图：墨西哥乘用车销售国内外占比

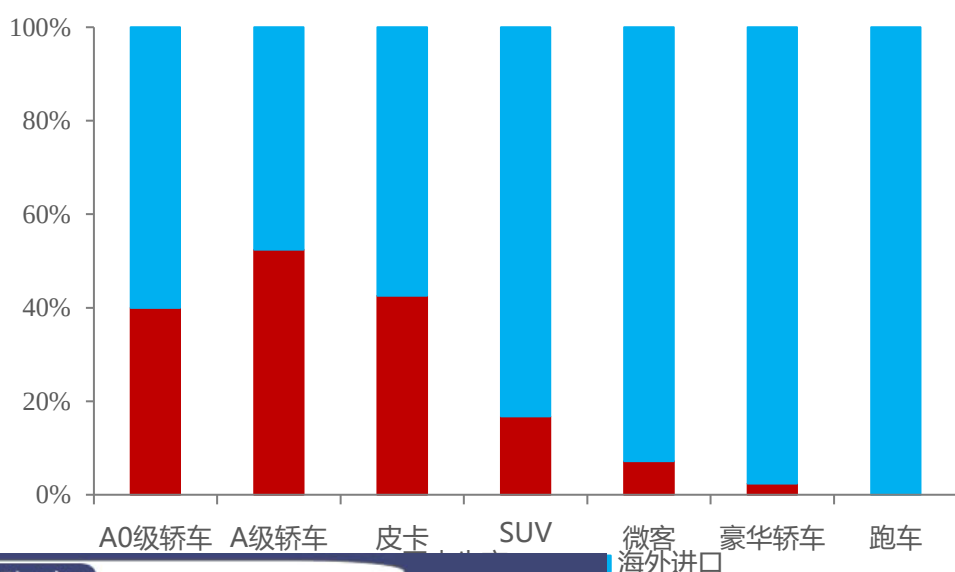


- **销量结构与产量结构有一定差距，SUV逐渐占比逐步提升。**根据墨西哥汽车工业协会披露的数据，可以看到墨西哥本国消费者对于汽车消费结构和美国有较大差距，A0/A级轿车的占比之和达到40%左右，SUV的市场份额逐年提升，2022年达到了36%。
- **A0级/A级/皮卡国内生产占比较高，其它车型销售主要依靠进口。**在销售的各个车型中，A0级轿车/A级轿车/皮卡国产占比分别为40%/52%/43%，其它车型基本全部为进口型号。墨西哥本土生产车型和国内需求存在较大错配，本国消费市场更加青睐经济型和中小级别车型。

图：墨西哥国内乘用车车型销量结构

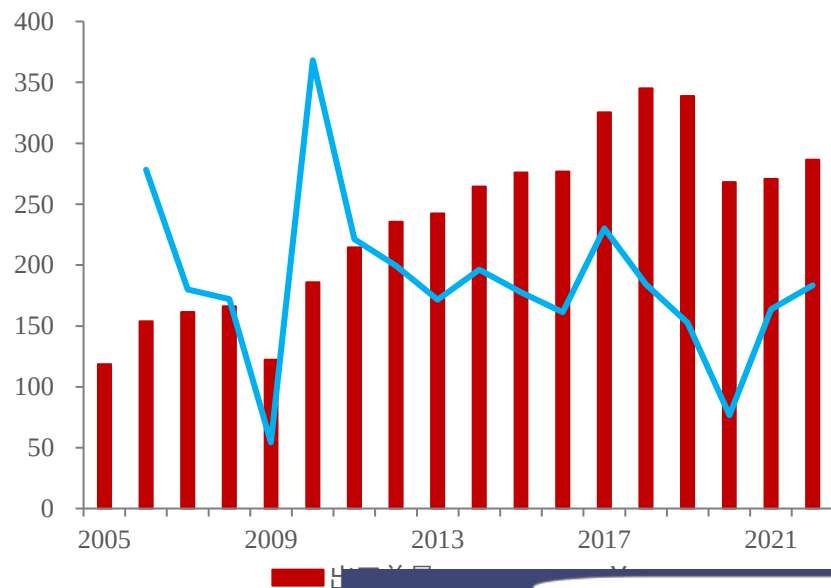


图：墨西哥国内各类车型国产/进口数据（2022年）

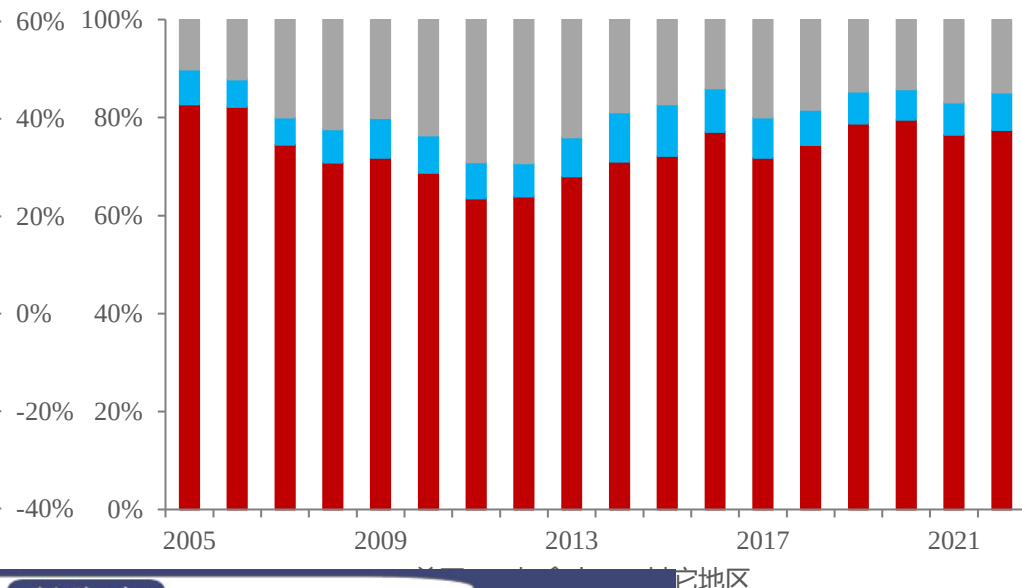


- **乘用车整车出口量不断增长，疫情后逐步恢复。**作为重要的整车制造出口国家，墨西哥的整车出口总量从2005年开始持续增长，2008年金融危机阶段有短暂下降，随后继续保持增长态势，2018年达到峰值345万辆，占总体汽车产量的88%，墨西哥汽车工业主要是出口导向型。
- **北美地区成为出口主要目的地，美国占据绝对份额。**根据墨西哥汽车工业协会披露的数据，墨西哥乘用车出口的主要目的地是北美地区，美国和加拿大占比超过80%。其中美国是最为主要的出口目的地，2022年占比达到77.5%。

图：墨西哥整车出口总量/万辆

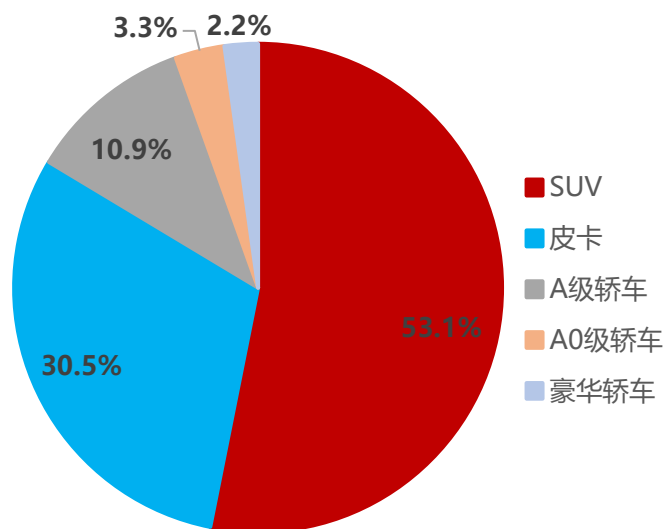


图：墨西哥整车出口目的地占比

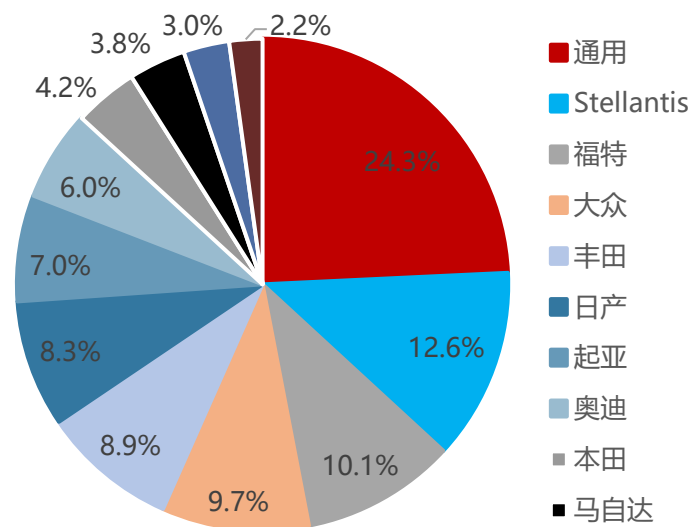


- **出口车型比例与产能比例基本吻合，A0级轿车主要面向本国市场。**2022年墨西哥整体的出口类型分类基本与产能比例吻合，SUV和皮卡占比超过80%，A0级别轿车占出口总体比例仅为3.3%，主要面向国内消费市场。
- **美/日系品牌占据绝大多数份额，和美国消费市场需求保持一致。**在出口的乘用车品牌中，通用/Stellantis（FCA+克莱斯勒）/福特占据前三大份额，合计达到47%，日系品牌本田/丰田/日产/马自达合计25.3%，德系品牌大众/奥迪/奔驰/宝马合计达到20.9%。乘用车品牌出口比例大致与美国消费市场保持一致。

图：墨西哥整车出口车型比例（2022年）

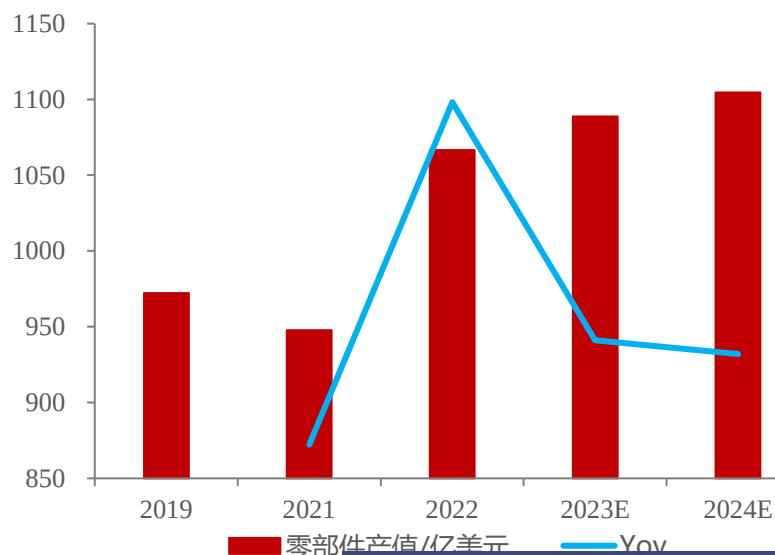


图：墨西哥整车出口品牌比例

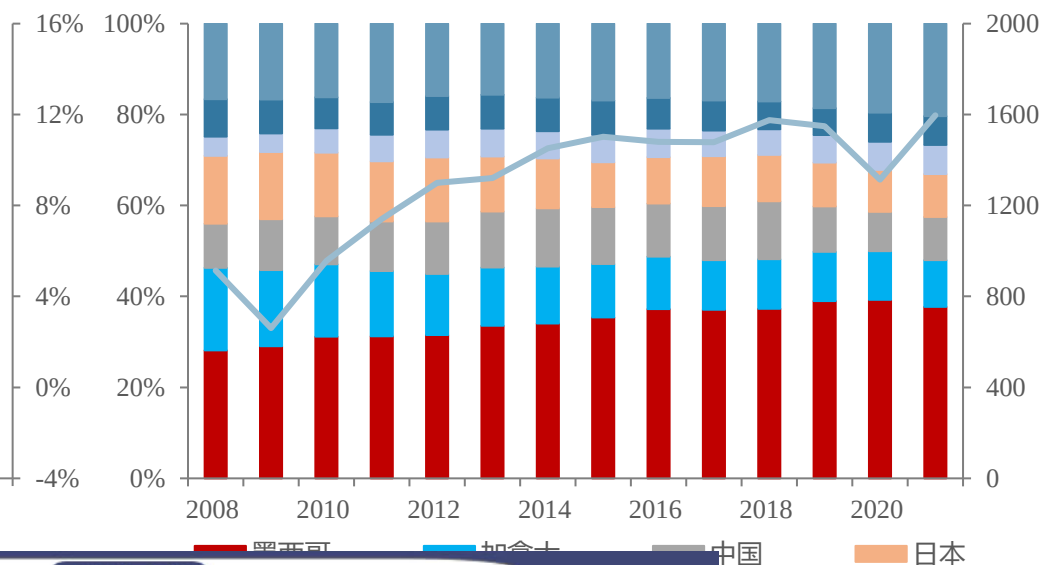


- **本国需求+出口需求，推动零部件行业规模增长。**在本国汽车制造业需求和出口需求的双重推动下，墨西哥汽车零部件企业快速发展，2022年产值达到1067亿美元，同比+12.5%，根据墨西哥汽车零部件协会测算，2024年有望达到1105亿美元规模。
- **地理+成本优势，墨西哥成为美国汽车零部件进口最大供给国。**得益于独特的地理优势和成本优势，墨西哥成为美国重要的汽车零部件进口来源国。根据美国贸易管理局的数据披露，美国从墨西哥进口的汽车零部件每年的占比持续增长，2021年达到37.7%，总金额达到601亿美元。

图：墨西哥零部件行业产值&增速/亿美元

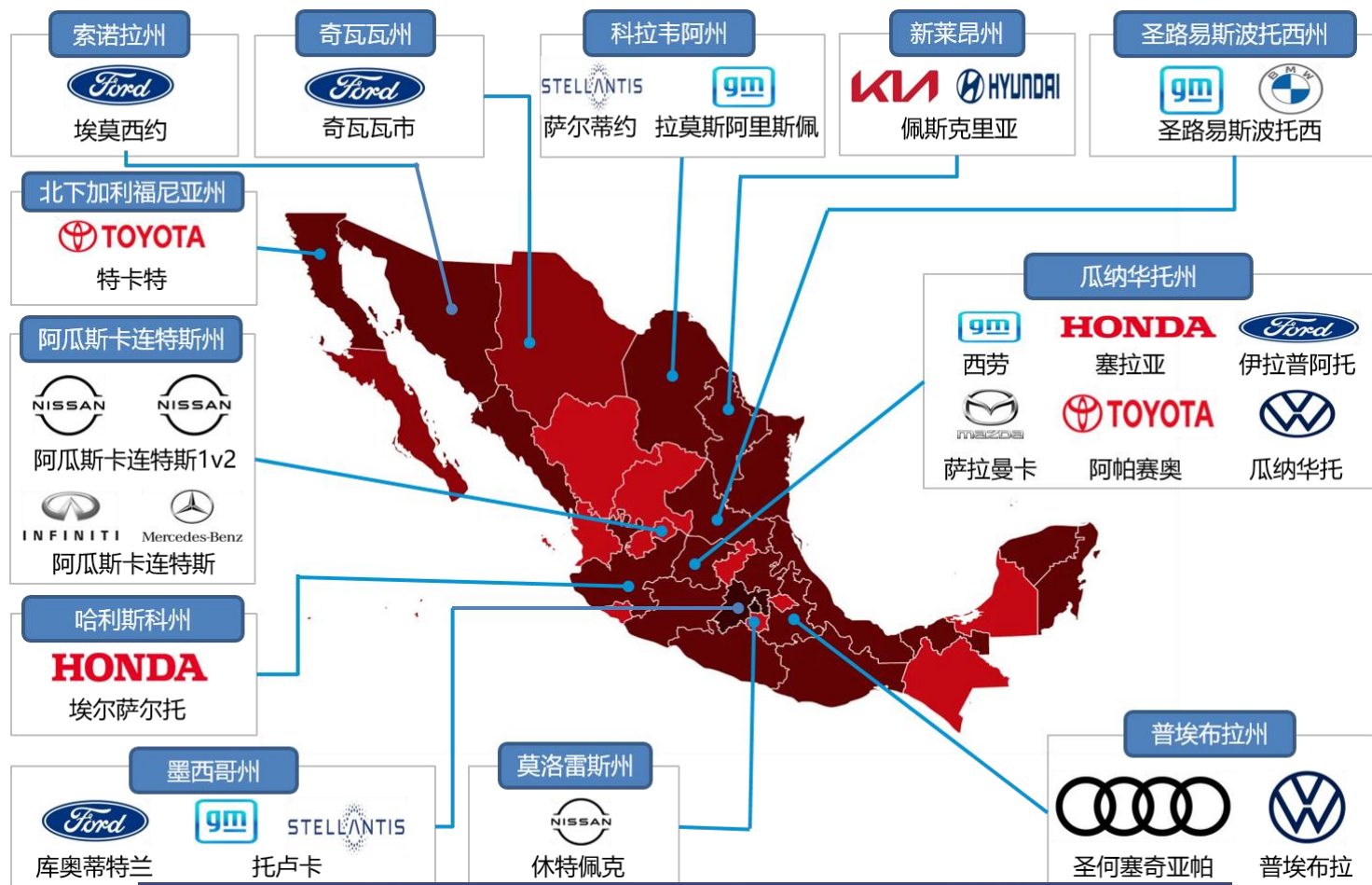


图：美国汽车零部件进口金额及各国占比/亿美元



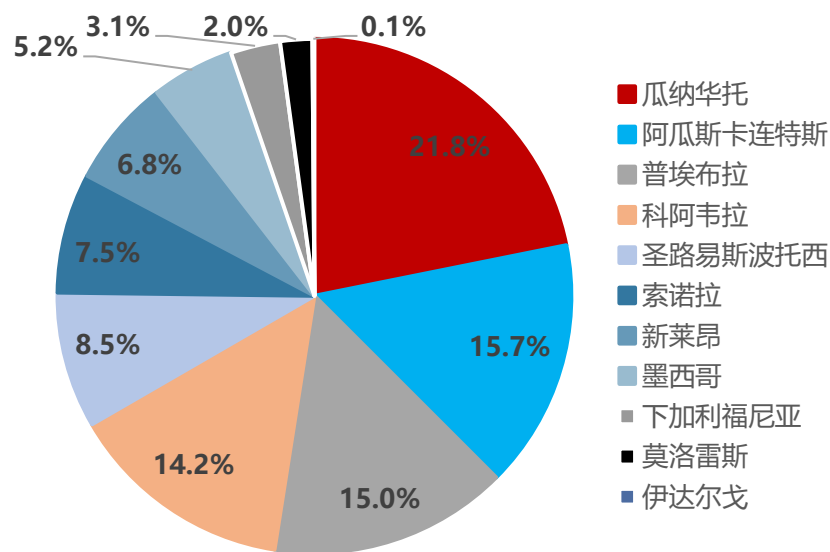
■ 各国乘用车品牌产能全面布局，集中在中北部城市。墨西哥乘用车产能主要分布在北部和中部地区，其中瓜纳华托州/阿瓜斯卡连特斯州/普埃布拉州分布着最多的产能。

图：墨西哥乘用车品牌制造基地

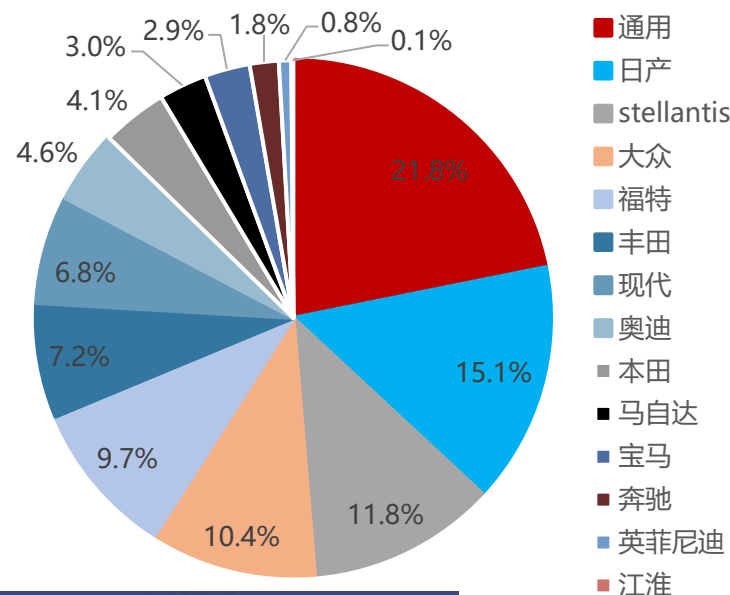


- **整车生产基地相对集中，CR4占比超过60%。**根据墨西哥汽车零部件协会披露的数据，截至2022年墨西哥的瓜纳华托/阿瓜斯卡连特斯/普埃布拉/科阿韦拉这四个州分布最多的产能，CR4达到66.7%。其中瓜纳华托/阿瓜斯卡连特斯州属于Bajio工业区，是墨西哥制造业发展最快的州，最为突出的是汽车制造业。
- **各大汽车品牌完成产能布局。**截至2022年，美国车企通用/福特/Stellantis（克莱斯勒+FCA）占绝了43.3%的产能，其它品牌包括日产、大众、丰田等均已经在墨西哥当地具备一定的产能，中国品牌江淮汽车也具备了初步的产能基础。

图：墨西哥乘用车产能地理分布（2022年）

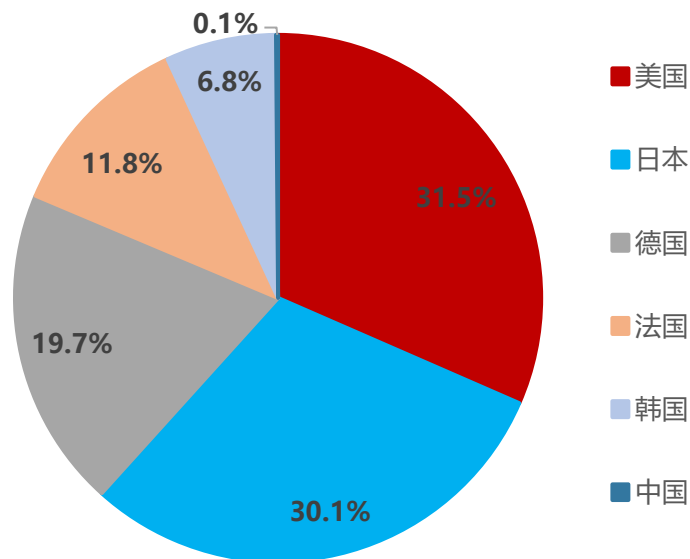


图：墨西哥乘用车产能品牌分布（2022年）

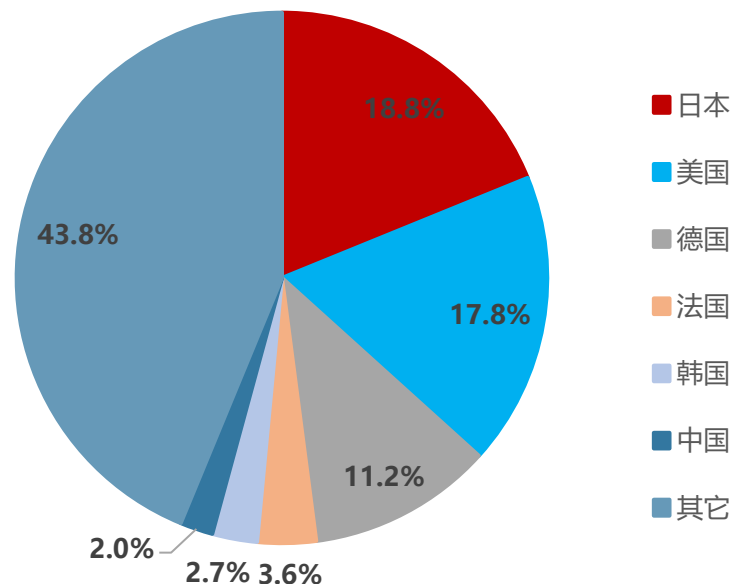


- **美国/日本/德国具备最大产能优势，整车企业驱动供应链完成布局。**从乘用车车企国别的角度来看，美系和日系占据绝对优势。同美国零部件供应链的布局情况基本一致，整车企业的布局驱动供应链企业完成布局，根据Marklines数据披露，墨西哥合计共有2303家汽车零部件企业，墨西哥本土零部件企业占比超过40%，此外美国/日本投资的零部件企业具备较高的占比。德国投资零部件企业占比约为11.2%。

图：墨西哥乘用车产能国别分布

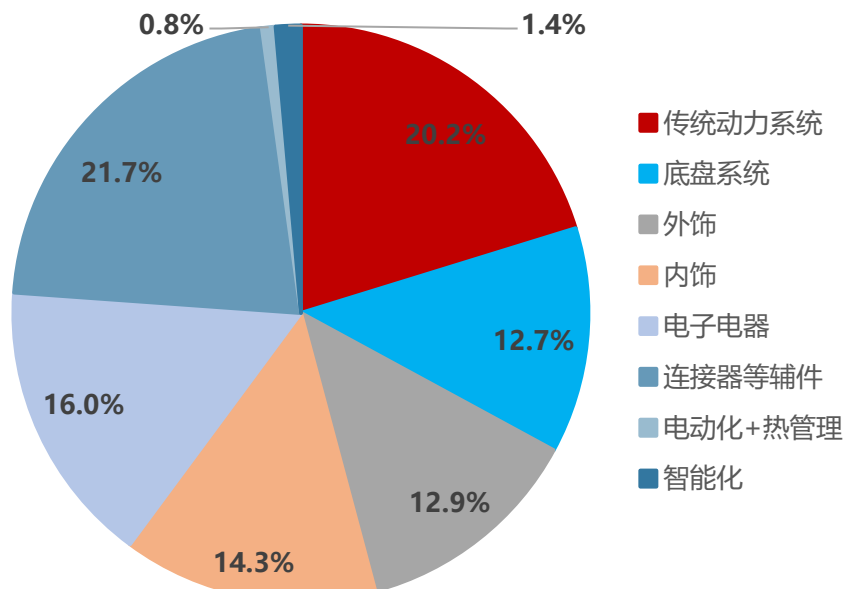


图：墨西哥汽车零部件投资国别分布

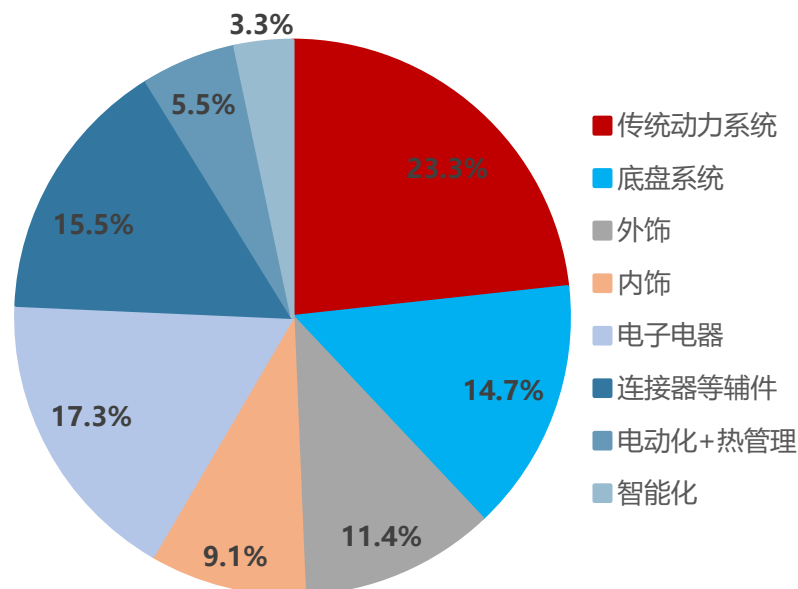


- **零部件企业布局完善，核心面向传统燃油企业。**多年的乘用车供应链发展，墨西哥零部件企业布局相对完善，在传统动力/底盘系统/内外饰/电子电器/辅件等维度均匀布局，能够提供面向全套整车生产制造的零部件供应。
- **相较中国供应链企业布局，电动化+智能化方向尚处于起步阶段。**墨西哥目前整车和供应链格局主要面向传统燃油车体系，将墨西哥零部件企业的制造格局与中国进行对比，可以看到电动化+智能化相关的比例中国零部件企业明显高于墨西哥当地零部件企业。我们认为墨西哥汽车产业向电动化/智能化升级过程中，更多的机会来自这两个大赛道。

图：墨西哥零部件企业分类比例



图：中国汽车零部件企业分类比例



三、多重利好驱动，墨西哥汽车供应链空间广阔

- **政策优势+产业趋势驱动，墨西哥汽车制造地位进一步提升。**电动智能化成为汽车工业确定性的趋势，截至2022年美国新能源渗透率仅为中国的一半（14.8% VS 30.7%），为了加速推进本土新能源渗透率提升，美国推出《通胀削减法案》对新能源车进行补贴减免，叠加《美墨加协议》的签订，符合政策补贴范围的墨西哥的汽车制造业重要性进一步提升。
- **特斯拉规划墨西哥超级工厂，有望成为全球核心生产基地。**特斯拉作为全球新能源+智能化头部车企，引领整个行业的发展，2025年全球产量有望突破400万。2023年特斯拉宣布在墨西哥建设全新的产能，根据土地规模规划，有望成为特斯拉全球最主要的产能基地，为相关配套供应链增长带来绝佳的投资机会。
- **成本优势+产业机会，国内零部件企业开启墨西哥布局。**相较于北美更加低廉的土地和人工成本，使得墨西哥成为中国零部件企业布局北美区域重要的制造基地，各家零部件企业分布在墨西哥各州。目前国内零部件企业在墨西哥的产能主要分为三大类：1) 原有产能的持续经营；2) 原有产能基础+新增加产能投放；3) 全新产能投放。
- **海外战略扩张面临一定挑战，具备各项要素零部件企业有望率先突破。**结合墨西哥汽车零部件现有格局（相对较为完善+主要面向燃油车企），以及海外整体投资带来的国情和文化相关的差异，我们认为满足以下标准的零部件企业更容易取得经营上的突破：1) 所涉业务面向新能源（轻量化+热管理+电池）/智能化方向；2) 在墨西哥有一定的经营经验；3) 现有业务在墨西哥具备一定的盈利能力，未来有望随着规模效应持续增长。

- **经贸协议众多，美洲及欧盟地区贸易便利。**墨西哥是最早与世界上两大贸易集团“北美自由贸易区”（现为《美墨加协定》）和“欧盟”签订自由贸易协定的发展中国家，共与**52**个国家签署了**14**项自由贸易协定（FTA），并签署了36个双边投资协定（BITs），其中31项现行有效。在墨西哥生产加工的产品能够以优惠便利的条件进入拉丁美洲国家和欧盟等地区的主要国家和市场。
- **中墨两国贸易往来紧密。**2013年中国和墨西哥两国建立全面战略伙伴关系以来，经贸合作成果丰硕。墨西哥是中国在拉美地区第二大贸易伙伴，中国是墨西哥全球第二大贸易伙伴，2021年双边贸易额已突破1000亿美元。中国已正式提出申请加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定，墨西哥也是目前的11个成员国之一。

表：墨西哥已签署的贸易协定（部分）

协定类型	具体情况
自由贸易协定	墨西哥共签署了36个双边投资协定，其中与中国、中国香港、巴西、阿拉伯联合酋长国、土耳其、科威特、巴林、新加坡、白俄罗斯、斯洛伐克、西班牙、英国等国家或地区签署的31个双边投资协定已生效。
双边投资协定	美墨加协定（T-MEC/USMCA） （2020年7月1日）、 全面与进步跨太平洋伙伴关系协定 （2018年12月30日）、太平洋联盟附加议定书（2016年5月1日）、墨西哥—巴拿马（2015年7月1日）、中美洲—墨西哥（2013年7月1日）、墨西哥—秘鲁（2012年2月1日）、墨西哥—日本（2005年4月1日）、墨西哥—乌拉圭（2004年7月15日）、欧洲自由贸易联盟（EFTA）—墨西哥（2001年7月1日）、墨西哥—智利（1999年8月1日）、哥伦比亚—墨西哥—委内瑞拉（1995年1月1日）、拉丁美洲一体化协会条约（LALA）（1981年3月18日）等。
其他贸易协定	南方共同市场（Mercosur）—墨西哥补充协议（2006年5月1日）、墨西哥—欧盟委员会合作协议（2001年1月3日）、墨西哥—新西兰贸易暨投资架构协定（TIFA）（1996年10月21日）。

表：中墨双方签署的主要贸易投资协议（部分）

协定名称	签署时间
《中国商务部和墨西哥经济部关于加强数字经济领域投资合作的谅解备忘录》	2022年9月6日
《中国商务部和墨西哥经济部关于推动绿色发展领域投资合作的谅解备忘录》	2022年9月6日
《中国商务部和墨西哥经济部关于建立投资合作联合工作组谅解备忘录》	2021年8月20日
《中国商务部和墨西哥经济部关于设立贸易畅通工作组和谅解备忘录》	2020年7月10日
《中国国家发展和改革委员会和墨西哥合众国经济部关于促进产业投资与合作的谅解备忘录》	2014年11月13日
《中国商务部与墨西哥合众国经济部关于成立中墨企业家高级别工作组谅解备忘录》	2013年11月29日
《中国国家发展和改革委员会与墨西哥合众国财政和公共信贷部关于设立政府间高级投资工作组促进投资合作的谅解备忘录》	2013年9月5日
《中国商务部与墨西哥经济部关于加强贸易救济合作的谅解备忘录》	2013年6月4日

■ 《美墨加协议》新的机遇与挑战

- ✓ **新的机遇：**2020年7月1日《美墨加贸易协定》生效，取代1992年签署的《北美自由贸易协定》成为北美三国间的三边贸易协议。墨西哥具有浓厚的制造业历史、完善的配套设施、高标准的汽车制造能力和相对较低的生产成本，满足条件的企业在墨西哥制造的产品出口北美将获得零关税。该协定使得对目标市场为北美的生产企业来说，在墨西哥建立工厂成为极具竞争力的选择。
- ✓ **新的挑战：**《美墨加协定》汽车在北美**原产地规则**主要有7个要求：1) 整车区域价值含量 (RV C) 不低于75%；2) 核心件区域价值含量不低于75%；3) 主件区域价值含量不低于70%；4) 辅件区域价值含量不低于65%；5) 钢购买含量不低于70%；6) 铝购买含量不低于70%；7) 劳动价值含量(LVC)相关条款。2023年7月1日后满足汽车原产地规则才能享受0关税。到2023年，零关税汽车40%-45%的零部件必须由时薪最低16美元的工人所生产。这在一定程度上也削弱墨西哥低劳动力成本优势。

表：《美墨加协定》与《北美自由贸易协定》汽车原产地规则对比

汽车原产地规则	《美墨加协定》款项	《北美自由贸易协定》款项
汽车区域价值含量比例	不低于75%	不低于62.5%
相关零部件区域价值含量	核心件不低于75%，主件不低于70%，辅件不低于65%	部分汽车零部件的北美地区价值含量不得低于60-62.5%
符合区域价值含量的零部件种类	扩大了需符合区域价值含量的零部件范围，分别对乘用车、轻型卡车的核心件、主件和辅件，重型卡车的主件和辅件，以及其他机车的零部件中需要达到北美地区价值含量的零部件的HS编码进行了逐一列表	列出符合区域价值含量的零部件种类，未被列入该清单的零部件不受区域价值含量要求限制
钢铝产品购买含量	不低于70%，未限定所涉及的钢铝产品的HS编码，成员国可在具体操作中给出钢铝产品的额外描述或修订	无
劳动价值含量	原产于北美地区的汽车必须达到40%至45%的劳动价值含量	无
过渡期合规要求	在协定生效5年内，该企业总产量的不多于10%可在报备后继续享受62.5%的区域价值含量要求	机动车辆组装商在生产出第一台原型车之日以后5年内，区域价值含量要求为50%

- 《通胀削减法案》进一步凸显《美墨加协定》
- ✓ 符合《美墨加协议》的电车额外\$7500补贴：2023年1月1日，美国《通胀削减法案》正式生效，向购买新电动汽车以及二手电动汽车的美国消费者分别提供7500美元和4000美元的税收抵免。获取补贴需要满足两个条件：一、至少40%用于电池的关键原材料是在美国或与美国有贸易协定的国家提取的，2027年将提高到80%；二、至少50%的电池组件是在美国、加拿大和墨西哥制造或组装的，2029年将提高到100%。这将进一步促使海外车企在北美，尤其是性价比更好的墨西哥建立工厂。
- ✓ 汽车制造链向美国转移的风险：此前美国民主党提案在\$7500的基础上，在美国工会中制造组装的车辆额外补贴\$4500，使用美国制造的电池额外再补贴\$500，从2027年开始，只有在美国组装的、电池容量至少为50kWh的新能源汽车才有资格获得7500美元的基本税收抵免。这一提案明显违背了《美墨加协定》初衷，促使新能源车企向美国转移建厂。这一提案最终未被通过，但不排除后续的政策风险。

表：《通胀削减法案》对电动汽车的补贴

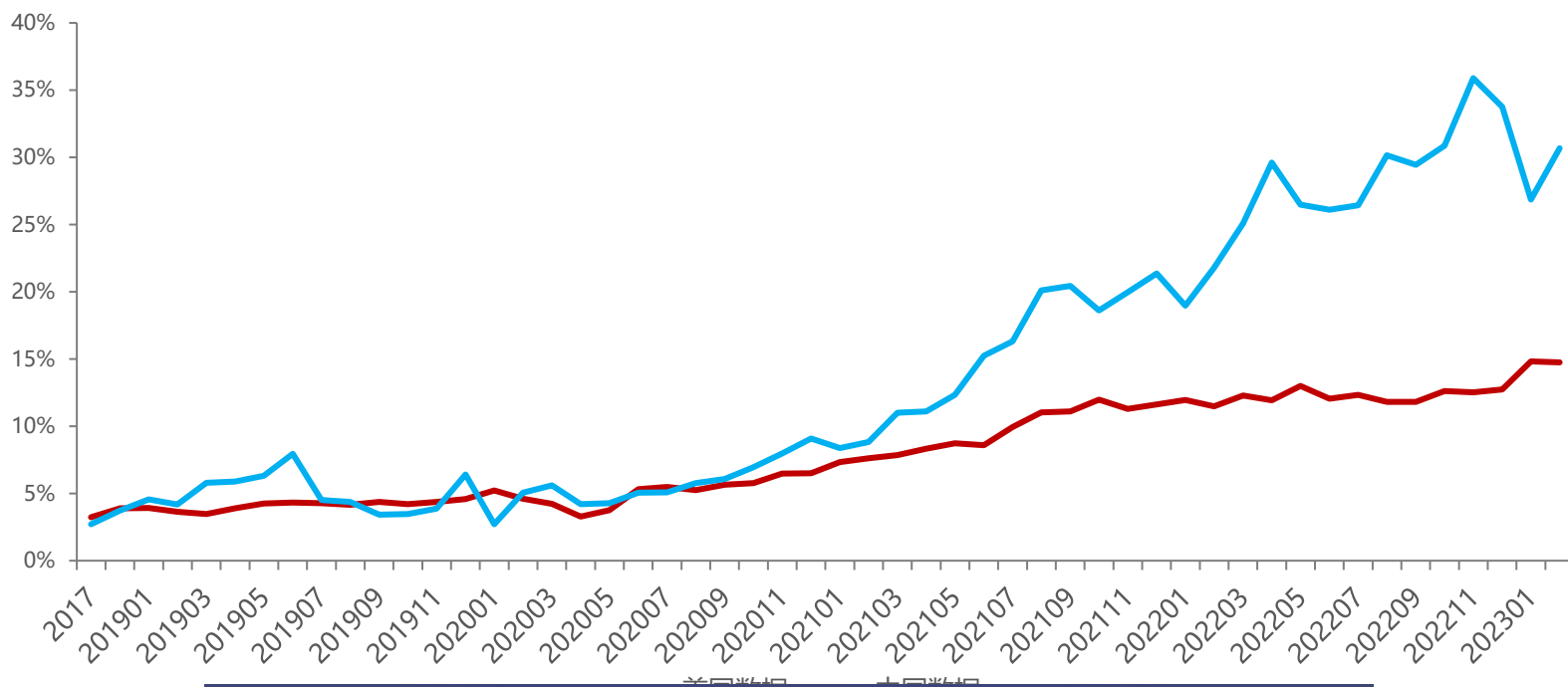
	总体需求	原材料需求	补贴金额
关键原材料	1、车辆价格：仅限于定价不超过8万美元的电动卡车、货车和SUV，以及价格不超过5.5万美元的轿车	电池关键物质（镍锰钴锂等）一定比例的价值量由美国或与美国签订自由贸易协定的国家提取或加工、或在北美回收利用	\$3750
电池组件	2、购车人收入：联合申报人不超过30万美元，户主22.5万美元，个人总收入15万美元 3、新车在北美最终组装 4、电池组件及关键原材料不由外国关注实体参与	电池部件（正负极、铜箔、电解液、电芯等）由北美制造或组装的价值量达到一定比例以上	\$3750

表：关键原材料及电池组件北美区域价值比例

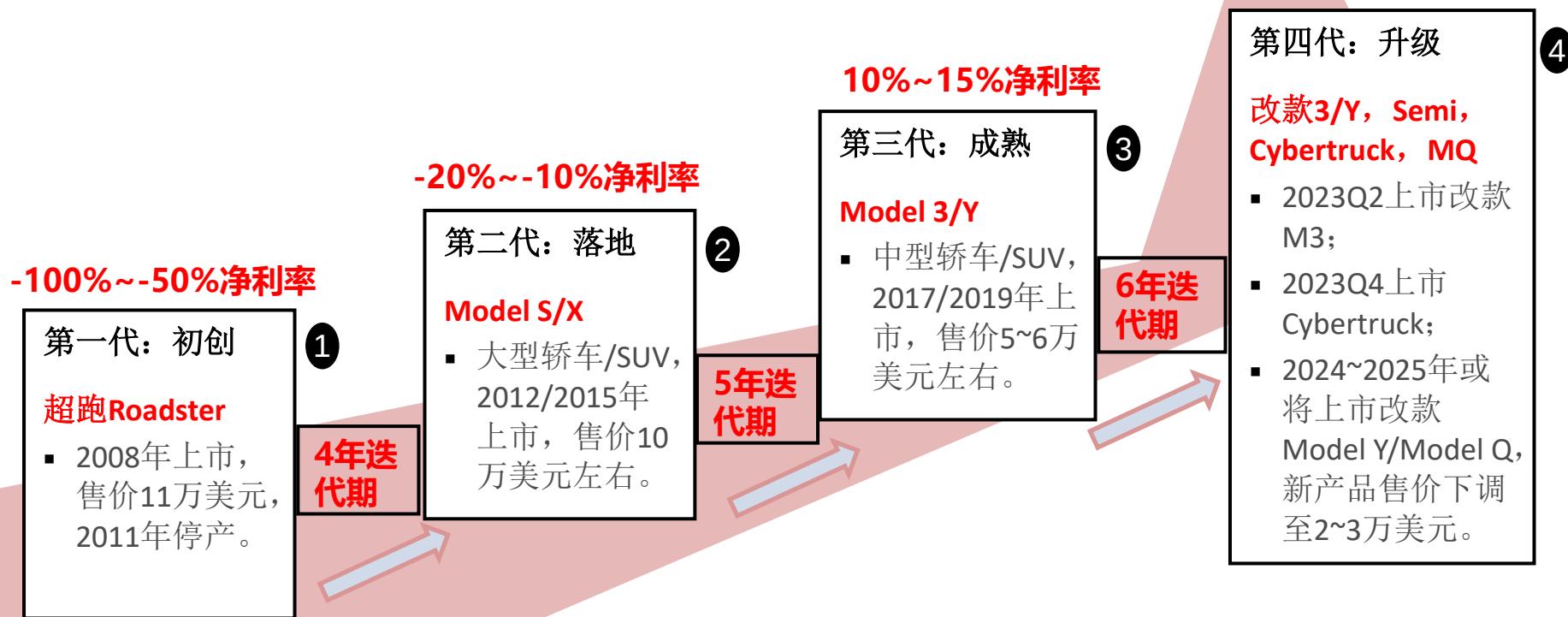
时间节点	关键原材料	电池组件
法案公布至2024年1月1日	40%	50%
2024年	50%	60%
2025年	60%	60%
2026年	70%	70%
2027年	80%	80%
2028年		90%
2029年		100%

- **中国新能源领域后来居上，美国新能源渗透率提升空间广阔。**在新能源汽车领域，中国凭借相关的政策补贴和产业扶持，目前在渗透率维度和电动化维度超过美国，在全球处于领先地位。美国通过《通胀削减法案》希望加速新能源车渗透率的提升，并且加速相关制造业回流北美地区。未来美国相关政策有望持续支持新能源相关产业发展。
- **特斯拉全球新能源领军美国企业，有望持续获得政策支持。**

图：中美两国新能源渗透率对比



- 特斯拉产品矩阵持续完善，有望推动整体交付从130万辆->300/400万辆增长。
- 特斯拉2008年至今，通过Roadster-Model S/X-Model 3/Y三代主力产品逐步实现价格覆盖由高至低，囊括轿车/SUV两大主力品类，实现降本增效。
- 未来产品规划上，特斯拉推出Semi，预计2023Q2推出改款Model 3，2023Q4推出Cybertruck；2024~2025年上市改款Model Y以及中低价格小车(或命名为Model Q)。



- **特斯拉全球产能布局。**目前已经在全球拥有6座超级工厂，其中4座汽车制造厂，产能布局横跨北美、亚洲、欧洲三大洲，产能合计超过190万台/年。
- **超级工厂选址原则：**大型国际港口+税收优惠+完备供应链+熟练产业工人

图：特斯拉全球产能布局



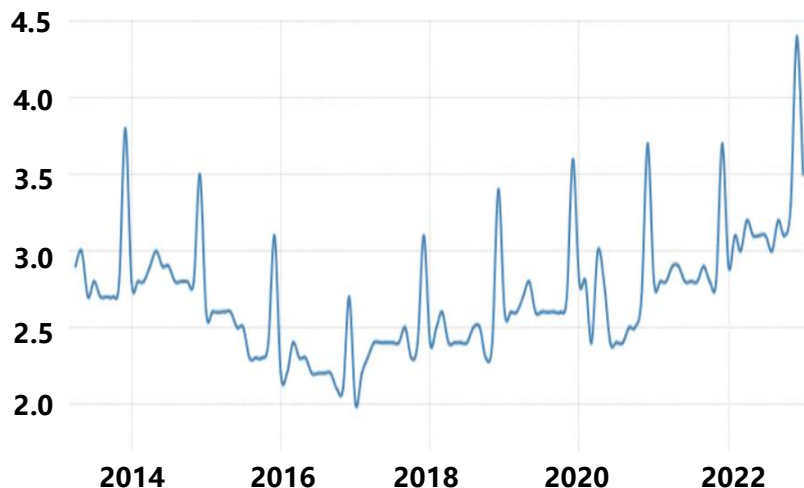
- 2023年3月，特斯拉宣布将在墨西哥莱昂州的蒙特雷（圣卡塔里纳市）修建第7座超级工厂，也是第5座整车制造工厂。根据墨西哥官方披露，特斯拉预计初步投资50亿美元，新工厂占地4200英亩，比特斯拉德州超级工厂的2500英亩多约68%。第一期产能规划预计100万台/年，后期有望持续产能扩张。（上海工厂占地212英亩，100万台产能）
- 新工厂选址距离德州超级工厂车程约620公里，车程预计7小时，墨西哥工厂有望成为特斯拉最大的产能扩张基地。

图：特斯拉墨西哥超级工厂效果图



- **税赋水平与中国基本保持一致。**墨西哥目前整体的税赋水平和中国基本保持一致。美国相对来说税赋水平更低。
- **人力成本低于中国，具备一定成本优势。**中国经过多年经济发展，制造业人均收入逐步提升，墨西哥2014-2022年制造业人均工资基本在3-4美元/小时波动。截至2022年墨西哥制造业小时工资较中美两国具备一定的成本优势。

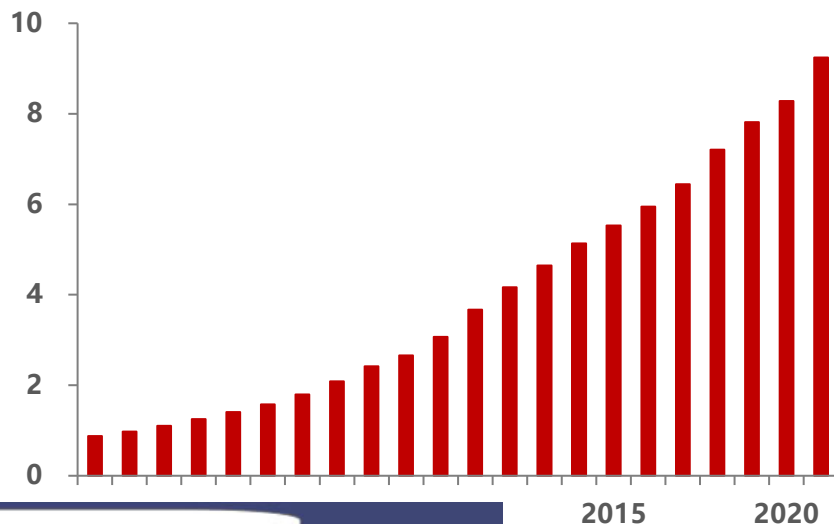
表：墨西哥制造业工资收入（美元/小时）



表：中国/美国/墨西哥三国税赋&人力成本对比

	墨西哥	中国	美国
税赋			
企业所得税	30% (南部多州20%)	25% (高新技术15%)	21%
增值税	16% (南部多州8%)	13%	0%-10% (销售税)
个人所得税	1.92%-35%	0%-45%	10%-39.6%
人力成本			
最低工资 (美元/天)	11.4	12.6	58
制造业工资 (美元/小时)	4.4	6.7	25.8

表：中国制造业工资收入（万元/年）



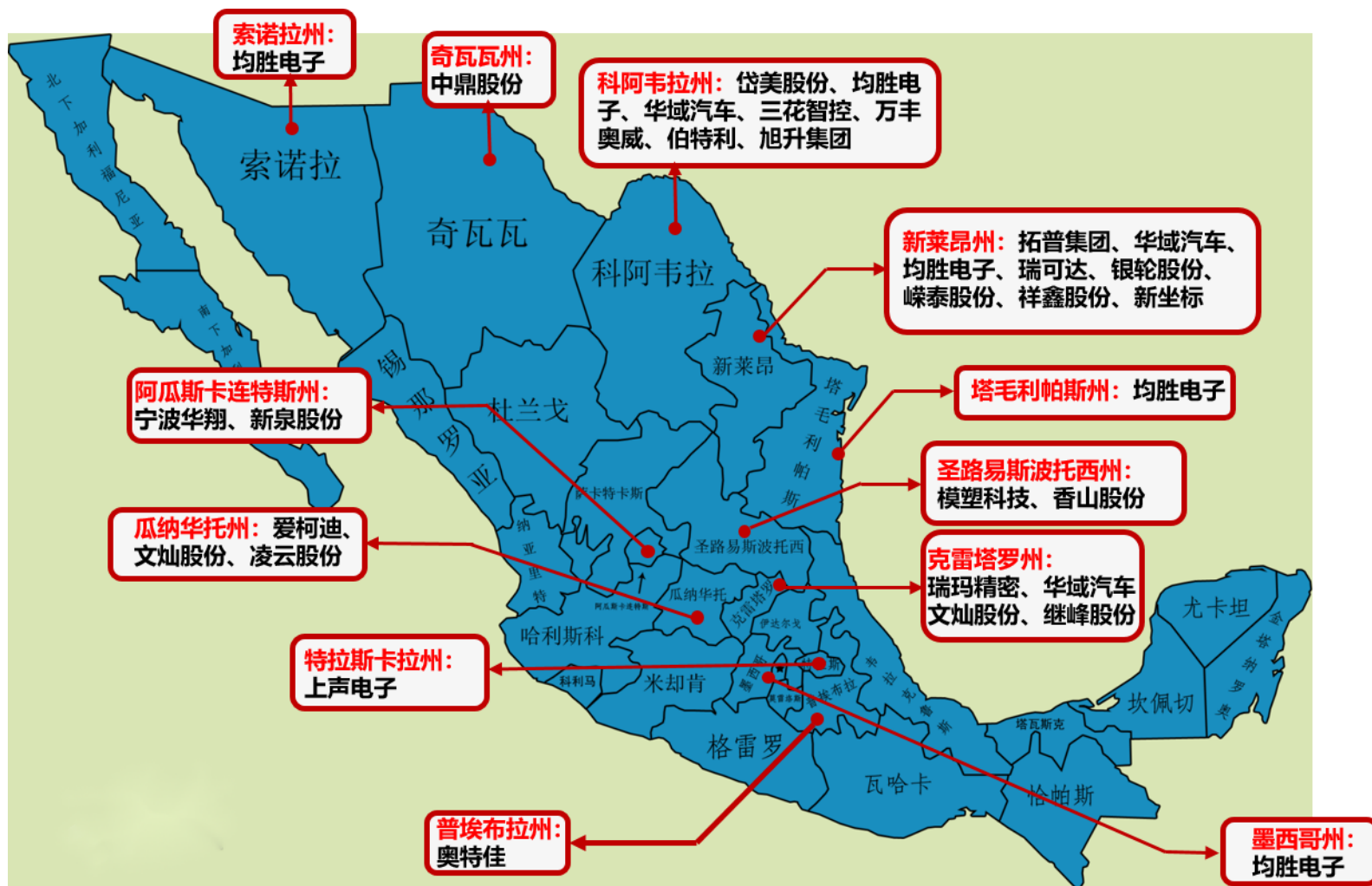
- **土地成本与燃料成本与国内基本保持一致，天然气成本低于中国。**与中国对比，墨西哥的土地成本以及汽/柴油价格基本保持一致，天然气成本较中国更有优势，但是工业电价/水价较国内明显更高。

表：中国/美国/墨西哥三国土地&能源成本对比

	墨西哥	中国	美国	备注
土地成本				
工业用地售价	69.7	170.3	125.0	美元/m ²
工业土地租金 (USD/m ² /月)	4.6	4.3	69.4	美元/m ² /月
液体燃料				
汽油	1.31	1.21	0.99	美元/公升
柴油	1.29	1.08	1.09	
电价				
居民	0.10	0.08	0.18	美元/千瓦时
工业	0.19	0.09	0.14	
天然气				
居民	0.079	0.036	0.055	美元/kwh 居民2.5元/m ³ (中国) 工业3.5元/m ³ (中国)
工业	0.041	0.051	0.051	
水费	0.83 (瓜达拉哈拉)	0.60	/	美元/m ³

国内零部件企业在墨西哥生产基地布局，主要集中在科阿韦拉州/新莱昂州/科罗塔雷州等

图：国内零部件企业在墨西哥的生产基地布局



■ 部分国内零部件企业在墨西哥已经具备一定的产能，并且具备一定的经营经验

表：国内零部件企业已有产能梳理

公司类别	公司名称	投资	产能（营收）	投产时间	产品品类	地址	利润率
已有产能	现状 华域汽车	未知	5家工厂	最新座椅工厂 2021年	内饰+座椅	克雷塔罗州 新莱昂州 科阿韦拉州	/
	现状 文灿股份	/	2021：预计4亿元	最新三厂 2021年	低压铸造	克雷塔罗州 瓜纳华托州	/
	现状 上声电子	3500万	2021：3414万	2017年	车载扬声器	特拉斯卡拉州	暂未盈利
	现状 继峰股份	收购格拉默	2022：16.7亿元	未知	座椅+头枕+中控	克雷塔罗州	暂未盈利
	现状 均胜电子	收购普瑞	/	早于2015年	安全件+内饰	新莱昂州 科阿韦拉州 索诺拉州 墨西哥州 塔毛利帕斯州	/
	现状 宁波华翔	1亿元	/	2022年	内饰件	阿瓜斯卡连特斯州	/
	现状 模塑科技	23亿元 (3.35亿美元)	2022H1：6.4亿元 2021：12亿元	2019年	外饰件	圣路易斯波托西州	暂未盈利
	现状 奥特佳	/	/	2019年	热管理空调系统	普埃布拉州	暂未盈利
	现状 中鼎股份	/	/	2017年前	热管理管路系统	奇瓦瓦州	/
	现状 三花智控	/	2020：2亿元	2017年	热管理系统	科阿韦拉州	盈利
	现状 香山股份	收购群英	2021年：5.35亿元	2017年前	内饰件	圣路易斯波托西州	盈利
	现状 瑞玛精密	2000万元	2021年：0.44亿元	2016年	金属冲压件	克雷塔罗州	暂未盈利
	现状 凌云股份	/	1360万欧元	2019年	铝型材保险杠 吸能盒	瓜纳华托州	/
	现状 新坐标	6100万	2021：717万 2022H1：673万	2021年Q4	液压挺杆等	新莱昂州	暂未盈利
	现状 万丰奥威	/	1500吨	2015年前	镁铝合金锻造	科阿韦拉州	/

■ 部分国内零部件企业在墨西哥计划新的产能增量，部分之前在墨西哥具备一定的产能和经营经验

表：国内零部件企业墨西哥新增产能梳理

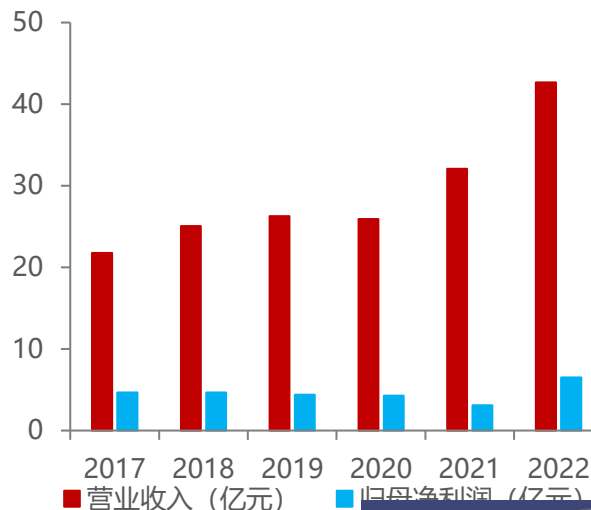
公司类别		公司名称	投资	产能（营收）	投产时间	产品品类	地址	利润率
原有产能 & 新增产能	现状	岱美股份	/	/	2018年收购	遮阳板/顶棚	科阿韦拉州	盈利
	新增产能		/	/	2025年			
	现状	嵘泰股份	2.5亿元	一期：2022年 2.8亿收入	2017年	铝合金压铸	新莱昂州	盈利
	新增产能		2.7亿元	二期：年均2.9亿收入	2024年			预计：17.2%
	现状	爱柯迪	1.4亿元	2021：5700万	2016年	铝合金压铸	瓜纳华托州	暂未盈利
	新增产能		/	每年3.5亿	2023年Q2			/
新增产能	新增产能	伯特利	3.5亿元	预计回收期6.13年	2023年底	转向节/控制臂	科阿韦拉州	预计国内持平
	新增产能	伯特利	/	/	2024年底	转向机/控制臂	科阿韦拉州	预计国内持平
	新增产能	拓普集团	13.6亿元	/	2024年	内饰/底盘/热管理	新莱昂州	预计：13.3%
	新增产能	旭升集团	<18.8亿元	/	2024年Q4	压铸/挤压/锻造工艺	科阿韦拉州	预计国内持平
	新增产能	瑞可达	2000万	/	2023年H2	新能源连接器	新莱昂州	/
	新增产能	银轮股份	2.7亿元	预计：4.22亿元	2023年	热管理产品	新莱昂州	预计 9.3%
	新增产能	新泉股份	8600万美元	/	2022年	内饰件	阿瓜斯卡连特斯州	尚未正式投产
	新增产能	祥鑫科技	1.4亿元	/	2022年H2	精密金属加工	新莱昂州	/

四、供应链相关机会梳理

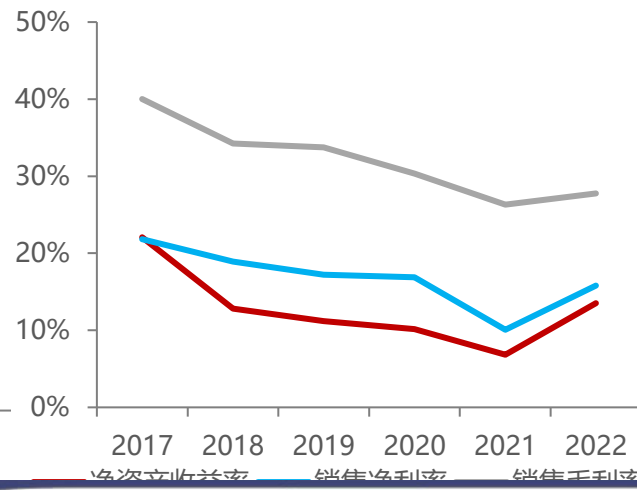
◆ **国内中小铝合金铸件龙头，海外营收占比较高。**爱柯迪主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，于2003年12月成立，2017年11月在上交所上市。公司业务均衡覆盖美洲、欧洲以及亚洲的汽车工业发达地区，客户主要为全球汽车产业链上的一级供应商，截至2022年，海外营收占比达到59%。

◆ **产品订单结构向新能源倾斜，产能逐步有序释放。**2022年铝合金压铸板块新能源汽车项目寿命期内预计新增销售收入占比约为70%（2022年公司新能源项目收入占比约20%），其中，新能源车身结构件/三电系统/智能驾驶系统/热管理系统项目分别占5%/40%/12%/10%。公司柳州/墨西哥/慈城生产基地陆续投产；马鞍山一期工厂预计2024年H2竣工交付，各处生产基地为后续订单释放做好产能储备。

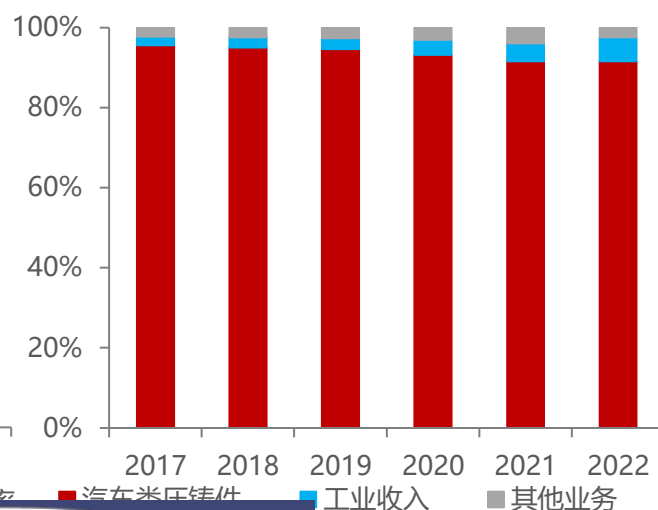
图：公司营收及归母净利润情况



图：公司主要盈利指标情况

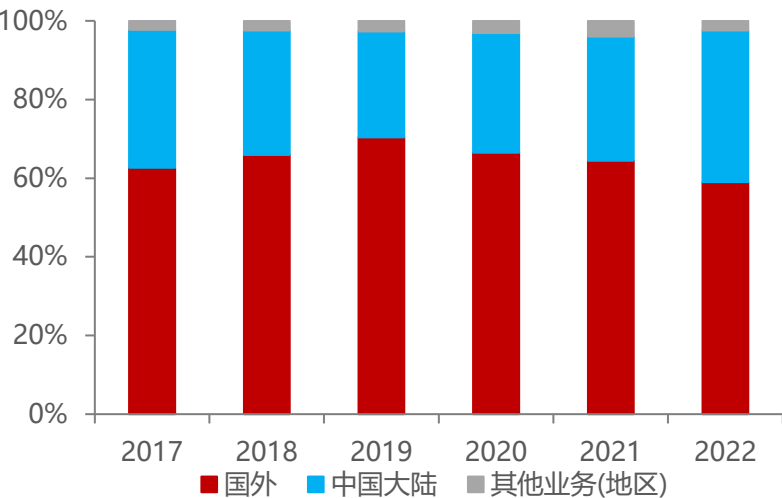


图：公司主营业务占比情况



- ◆ **北美市场为中心建立海外基地，具备多年海外经营经验。**子公司 IKD MEXICO, S.A.de C.V. 于2014年成立，注册资本180万墨西哥比索，为公司的首个海外生产基地，启动建立以北美市场为中心的海外生产基地，经营范围为制造铝合金、压铸零件及零部件的精密加工和装配。2021年实现营收5700万元人民币。
- ◆ **新客户新项目不断突破，加速海外战略推动。**2022年公司新客户和新项目的取得获得重大进展，获得国际知名Tier1，国内知名供应商及新能源车企的新项目，同时进入北美整车厂客户供应商池。截至2022年底，墨西哥北美生产基地已完成主体厂房竣工交付，将于2023年第一季度完成所有设备搬迁，第二季度正常投入使用。启动墨西哥二期工厂建设，主打 3000T~5000T 压铸机生产的新能源汽车用铝合金产品。

图：公司2017-2022年分地区营业收入占比

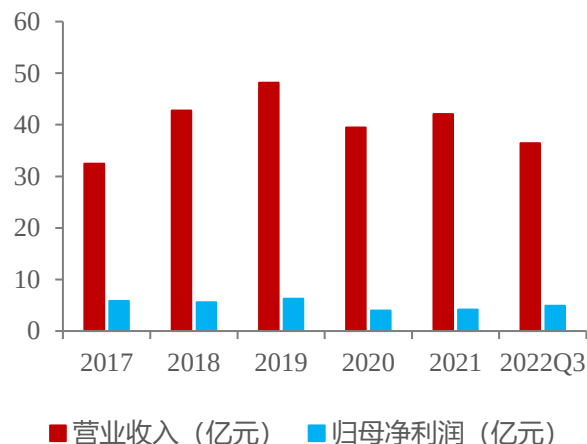


表：公司产能布局梳理

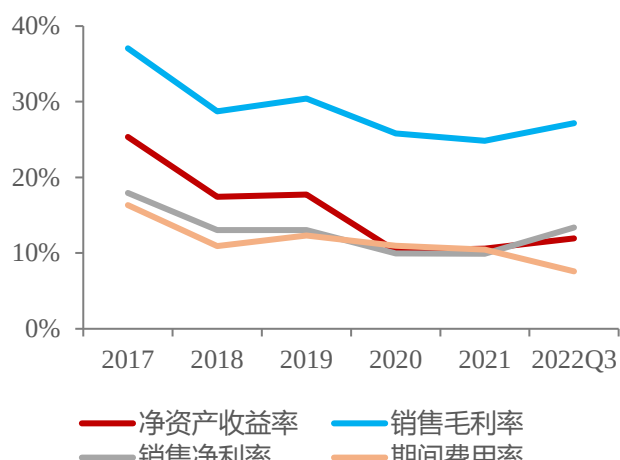
项目	计划	生产基地	土地面积	投资额度	预计投产时间
柳州生产基地	一期	柳州	90亩	3000万元	2022Q2
墨西哥工厂	初期	瓜纳华托州	14亩(租赁)	/	2016年
	一期		76亩		2023Q2
	二期				/
智能产业园	一期	宁波慈城	118亩	18.9亿元	2022Q4
马鞍山生产基地	一期	安徽马鞍山	270亩	/	2024H2
	二期	安徽马鞍山	160亩		/
马来西亚	一期	马来西亚	60亩	/	2024H1

- ◆ **深耕乘用车内饰件超过20年。**公司成立于2001年，总部位于上海浦东，2017年在上交所主板上市。公司主要从事乘用车内饰件的研发、生产和销售，经过20余年的发展已经成为了内饰件细分赛道（遮阳板）的全球龙头企业。
- ◆ **遮阳板和头枕为目前主要产品，顶棚业务是未来发展方向。**遮阳板业务在公司各业务收入中占比最大，2021年公司遮阳板业务收入在总收入中的占比为70%；头枕业务是公司第二大业务，2021年头枕业务的收入占比为17%；顶棚则是公司大力扩展的产品品类。
- ◆ **海外业务为公司主要收入来源。**海外市场是公司业务的主要开展方向，海外收入在公司总收入中的占比一直较高，在80%上下的水平。2018年公司并表Motus遮阳板业务，海外业务比重进一步提升，从2017年的76%提升至2018年的81%；此后公司的海外收入比重一直稳定在81%-82%上下的水平。

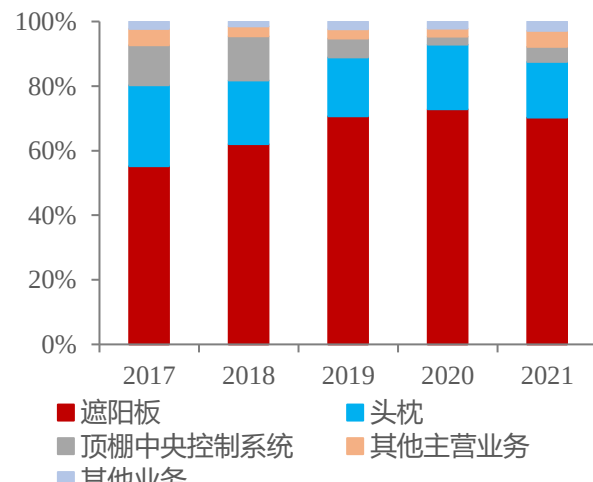
图：公司营收及归母净利润情况



图：公司主要盈利指标情况



图：公司主营业务占比情况

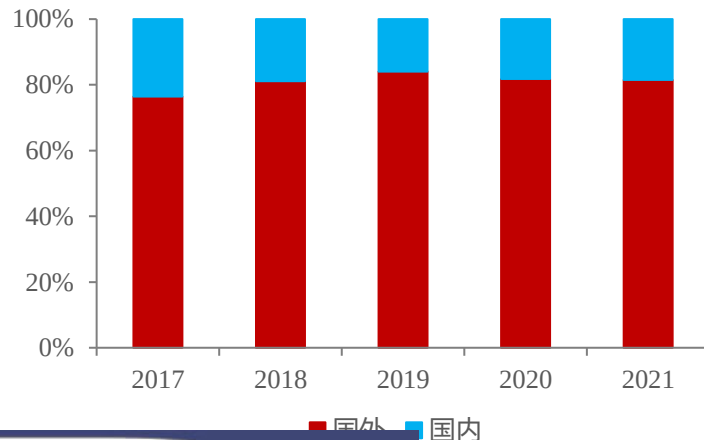


- ◆ **全球遮阳板龙头，海外布局完善。** 公司遮阳板市占率从2012年以来持续提升，其中2018-2019年由于收购Motus遮阳板业务，公司遮阳板业务在全球市场中的份额大幅提升至40%左右的水平，大幅领先行业其他竞争对手。公司全球销售服务能力领先，已经在美国、法国、墨西哥等地建立生产基地，已构建起覆盖18个国家的全球性营销和服务网络，具备国内行业中领先的产品全球交付能力。
- ◆ **墨西哥投资建厂，海外产能扩张。** 2019年8月公司将募集资金投资项目“汽车内饰件产业基地建设项目”的实施主体部分变更为公司全资子公司墨西哥岱美，计划扩建墨西哥工厂，以降低中美贸易摩擦导致的业务风险及开拓新的业务领域。2022年8月发布可转债预案，投资8.23亿元建设墨西哥汽车内饰件产业基地项目，建设期18个月，规划汽车顶棚系统集成30万套，汽车顶棚产品60万套。预计新增年销售收入16.20亿元，年均净利润2.25亿元，税后内部收益率19.46%。

表：公司墨西哥募投项目及盈利预期

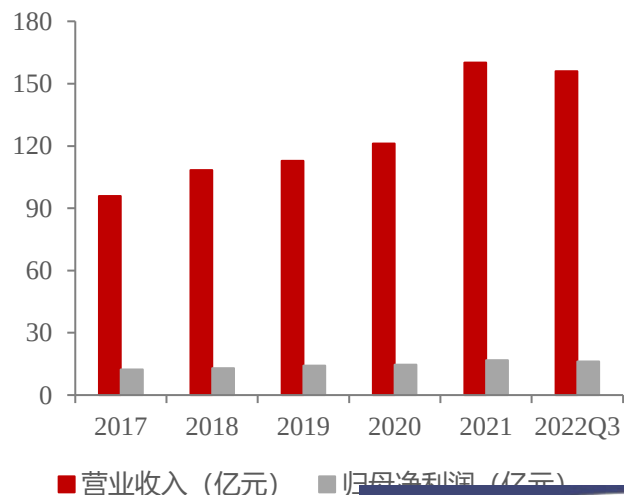
募资	项目名称	实施主体	预期收入/年	预期利润/年	项目建设期
IPO	汽车内饰件产业基地建设项目	墨西哥岱美	-	-	-
可转债	墨西哥汽车内饰件产业基地建设项目	岱美墨西哥汽车内饰件有限公司	16.20亿元	2.25亿元	18个月

图：公司分地区营业收入占比

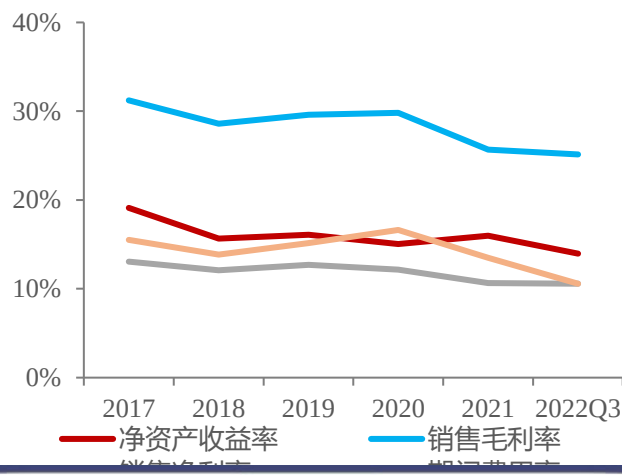


- ◆ **全球最大的制冷控制元器件和全球领先的汽车热管理系统控制部件制造商。** 公司空调电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件、Omega泵等产品市场占有率全球第一，截止阀、车用热力膨胀阀、储液器等市占率处于全球领先。
- ◆ **公司主要产品为制冷空调零部件及汽车零部件。** 前者主要分为制冷元器件、微通道、控制器、亚威科四大品类，主要应用于空调、冰箱、冷链物流、洗碗机、咖啡机、洗衣机等领域；后者主要包括热力膨胀阀、贮液器、电子水泵、电子膨胀阀等，主要应用于传统燃油车和新能源车的热管理。近年来公司汽零业务占比增长迅速，2022H1营收占比达31.48%。
- ◆ **公司主要客户为国内外的空调主机厂商、国内外各大汽车整车厂商及Tier1供应商。** 在制冷电器零部件板块，公司主要客户有如美的，格力，海尔，三星，LG，奥克斯等。在汽零板块，整车厂有大众，奔驰，宝马，奥迪，通用，福特，吉利，比亚迪，蔚来，小鹏，理想，特斯拉等；Tier1供应商有法雷奥、马勒、瀚昂等，涵盖了主流的整车厂和零部件供应商。

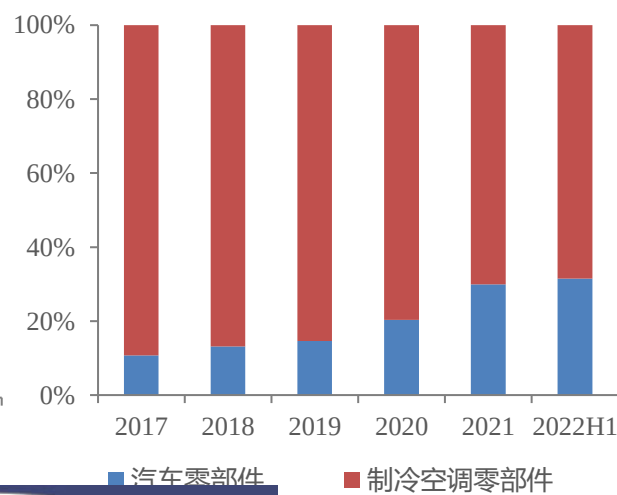
图：公司营收及归母净利润情况



图：公司主要盈利指标情况



图：公司主营业务占比情况



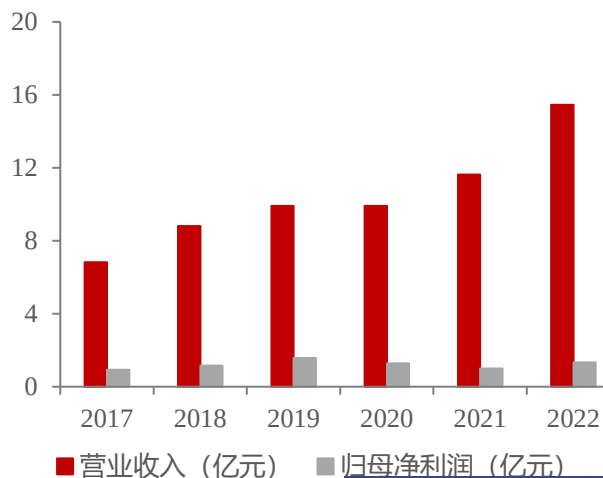
- ◆ **微通道业务：建设微通道换热器生产线。**2015年，公司收购三花微通道，并在墨西哥科拉韦阿州拉莫斯阿里斯佩市建立生产基地，计划建立三条微通道换热器生产线，年产能150万只，于2017年底建成投产。2017年11月，前两条生产线全部实现量产，年产能100万只，公司决定推迟第三条生产线的投入，将尚未投入墨西哥项目的部分募集资金变更投资到三花微通道杭州工厂的“新增年产 70 万台换热器自动化技术改造项目”中。
- ◆ **汽配业务：定位膨胀阀产品组装。**公司于2017年收购三花汽配及其位于墨西哥科拉韦阿州的子公司“墨西哥三花”。墨西哥三花于2016年6月成立，设立时定位膨胀阀产品的组装，主要配套马勒、法雷奥、空调国际集团等美洲当地Tier 1供应商及主机厂通用集团，设计产能为年产150万只。
- ◆ **积极推进墨西哥工业厂区建设。**2021年公司利用自筹资金进行“墨西哥工业厂区工程”建设，总投资额3974.56 万美元。

表：公司墨西哥产能情况

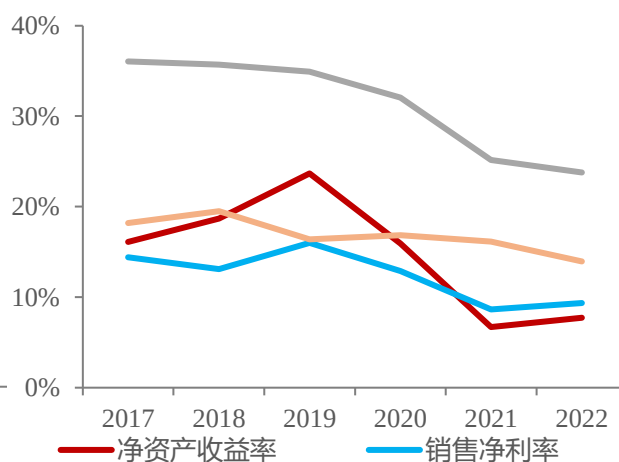
项目/子公司名称	地址	总投资额（万元）	产品	产能	达到预定可使用状态日期
在墨西哥建设微通道换热器生产线项目	科拉韦阿州拉莫斯阿里斯佩市	11760	微通道换热器	150万只	2017年12月
墨西哥三花	科拉韦阿州萨尔蒂约市	-	膨胀阀	150万只	2017年12月
墨西哥工业厂区工程	科拉韦阿州拉莫斯阿里斯佩市	25343	-	-	-

- ◆ **深耕铝合金压铸行业，绑定全球龙头Tier1。**公司成立于2000年，总部位于江苏扬州。2011年与博世合作EPS壳体，完成大众首个国产化项目，逐渐与全球知名汽车Tier1建立了持续稳定的合作关系。2018年设立股份公司并于2021年2月在上交所主板上市。
- ◆ **产品集中转向系统，进军一体化压铸领域。**公司产品主要集中在转向系统，营收占比接近60%，转向器壳体2021年市占率约21.5%。2022年公司迅速切入新能源三电市场，为比亚迪、长城等车企提供电机壳体、端盖等产品，并购入9000T压铸机进军一体化压铸赛道。同年收购力准机械，开拓通用设备制造业务。

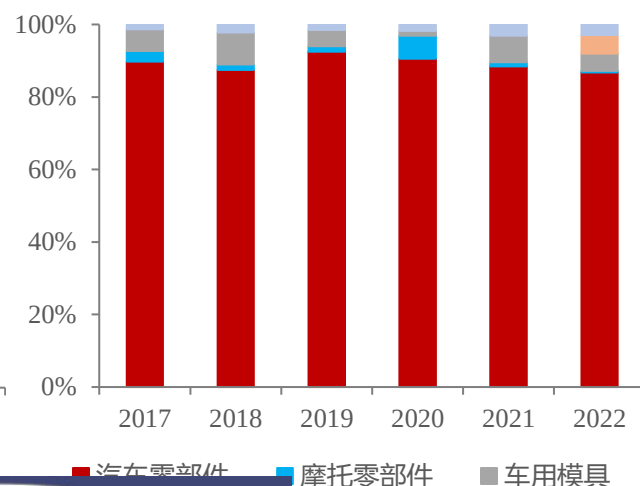
图：公司营收及归母净利润



图：公司主要盈利指标



图：公司主营业务占比

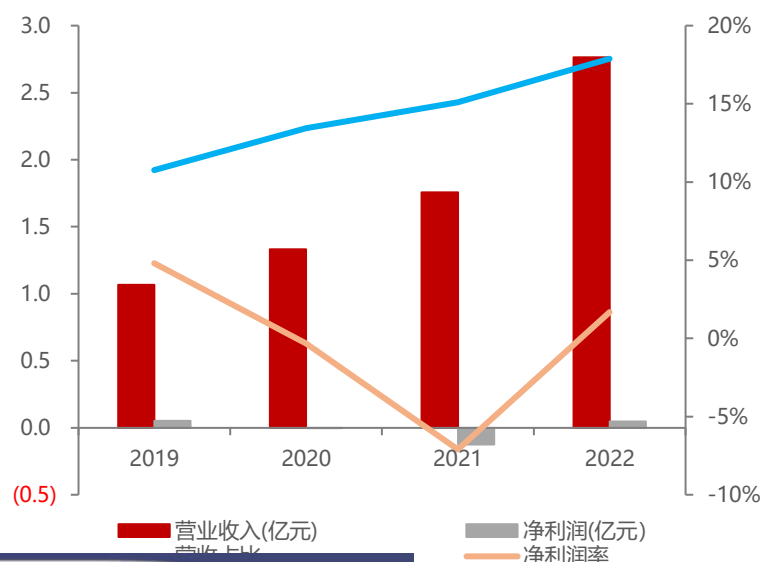


- ◆ **客户需求推动，设立墨西哥子公司加速开拓市场。** 2016年公司为更好地满足客户需求，在墨西哥设立子公司莱昂嵘泰并于2017年至2018年逐步投产以承接部分境外客户订单。2019年以来受中美贸易战影响，公司逐步通过墨西哥子公司承接对美国客户订单。2022年莱昂嵘泰营业收入占公司总营收的17.9%，占公司海外业务的52.5%。
- ◆ **北美订单持续增长，莱昂嵘泰产能不断扩张。** 莱昂嵘泰占地面积102亩，公司IPO与可转债募投项目均涉及墨西哥工厂的产能扩张。IPO募投项目增加铝合金壳体产能181万件，可转债二期项目增加产能86万件，二期项目主要用于供应北美市场通用与Rivian大型皮卡和新能源皮卡等商用车型。22年12月份公司取得特斯拉Cybertruck定点，与特斯拉深入合作后公司墨西哥产能有待进一步扩张。

表：公司墨西哥募投项目对应客户及盈利预期

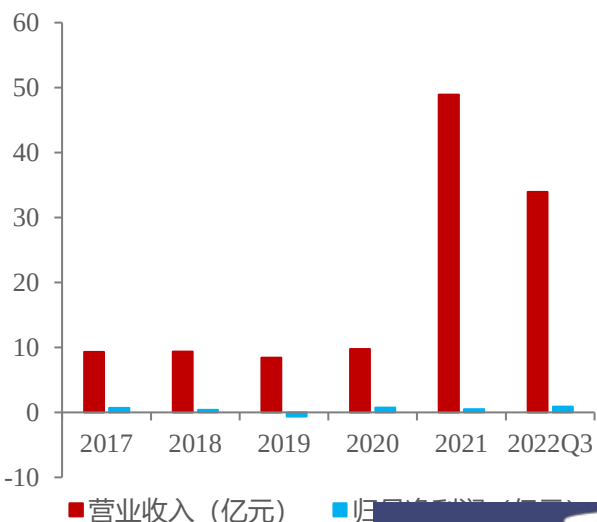
募资	项目名称	直接客户	产品名称	预期收入/年	预期利润/年	达产时间
IPO	墨西哥汽车轻量化铝金零件扩产项目	北美博世	MQB、L21B、15PL等壳体	2.3亿元	6050万元	60个月
		蒂森克虏伯	凸轮轴罩盖			
可转债	墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目	采埃孚	EL58 变速箱壳体	2.9亿元	4946万元	T+4年
		万都	GE2 转向长壳体			
		博世	电机壳体、GML246 转向长壳体			
		耐世特	BT1XX、BV1HX 转向长壳体			

图：莱昂嵘泰营收及归母净利润情况

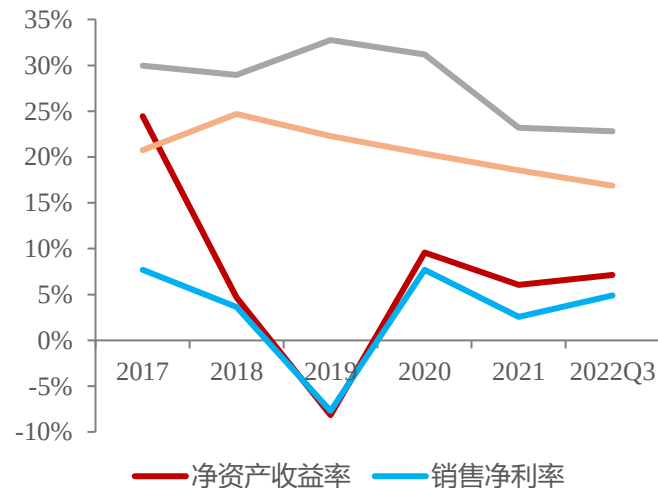


- ◆ **收购均胜群英进入汽车行业，客户资源优质。**公司成立于1975年，2017年于深交所主板上市，公司自成立起从事衡器业务。2020年末公司收购均胜电子旗下均胜群英51%的股权，正式进入汽车制造业，业绩实现跨越式增长，主要客户为奔驰、宝马、大众、特斯拉、蔚来等国内外知名主机厂。
- ◆ **核心产品为座舱内饰，具备长期海外经营经验。**公司主要产品为汽车空调出风口系统、真木真铝饰件等高端智能座舱部件，空调出风口业务全国第一，全球第二。均胜群英全球化业务布局，境外拥有5处制造基地和2处研发中心。公司主要的境外经营实体为子公司德国群英，控股罗马尼亚、波兰、墨西哥、南非及北美五家境外公司，2022H1公司境外销售占比56.4%。

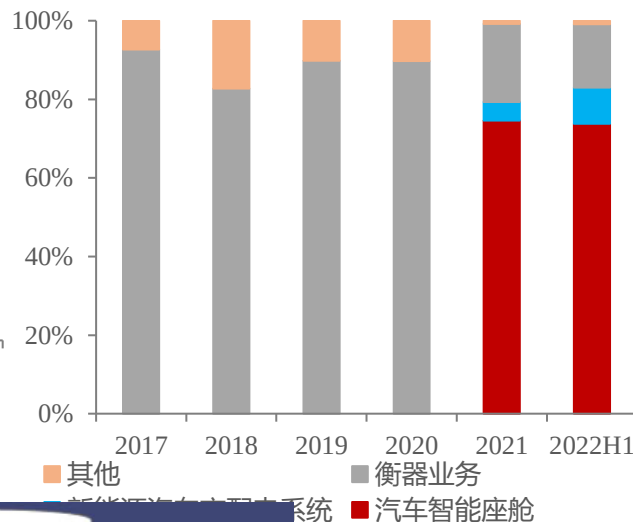
图：公司营收及归母净利润情况



图：公司主要盈利指标情况

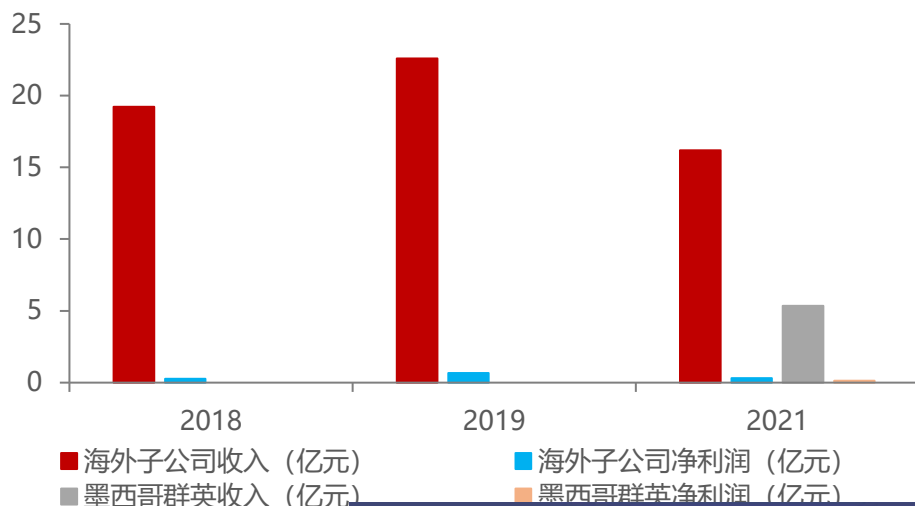


图：公司主营业务占比情况

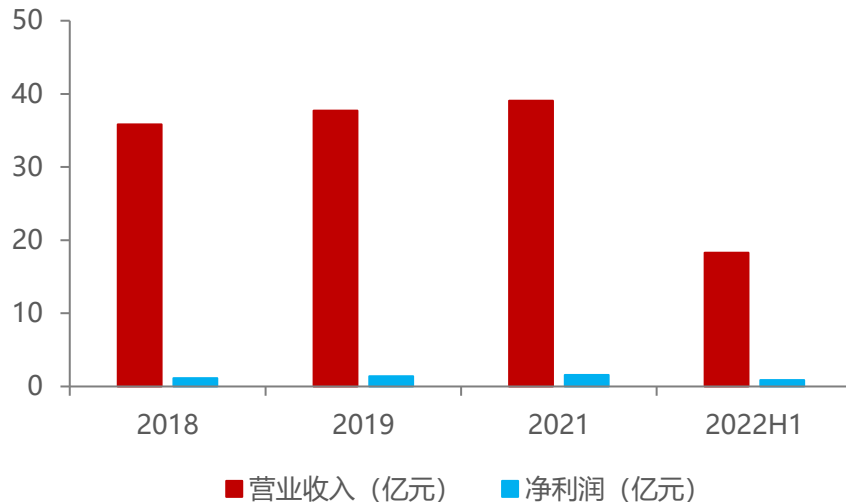


- ◆ **北美完成产能布局，墨西哥公司实现正向盈利。** 墨西哥群英设立于2015年1月，位于墨西哥圣路易斯波托西州，占地面积约81亩，主要从事汽车内饰件生产业务。截至2021年12月31日，总资产约4.2亿元，2021年墨西哥群英实现营业收入5.35亿元，净利润率2.41%，占公司汽车零部件外销收入的24%，占公司总收入的11%，是公司海外收入的重要来源。
- ◆ **母公司提供资金担保，增加融资灵活性。** 2022年11月26日公司控股子公司均胜群英之全资子公司德国群英为墨西哥群英提供7.5年的不超过500万美元的融资担保，增加墨西哥群英的融资灵活性，并且有利于公司整体战略目标的实现。作为北美重要的生产基地，墨西哥群英对公司海外战略具有重要意义。

图：公司海外子公司营收及净利润情况/亿元

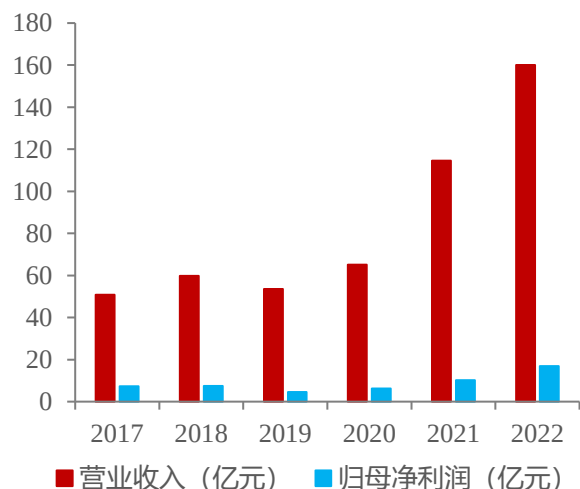


图：均胜群英营收及净利润/亿元

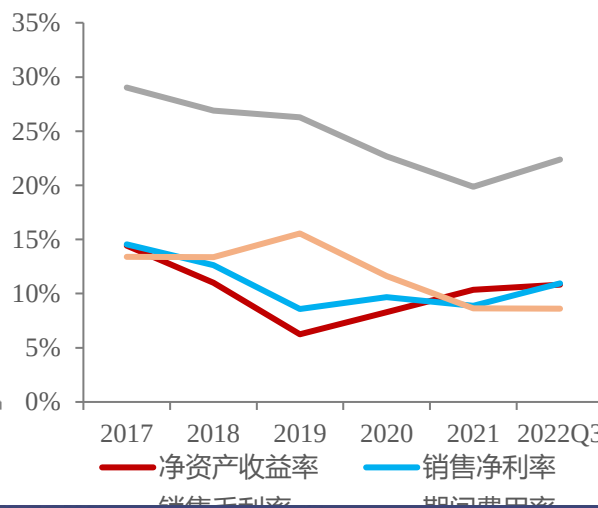


- ◆ **打造“2+N”产品矩阵，目标Tier0.5级供应商。**公司依托在NVH赛道上管理/研发/制造/商务领域的成功经验，不断通过技术迭代升级，打造“2+N”产品矩阵，拓展出减震、内饰、轻量化、热管理、汽车电子等八大产品线，单车配套价值量达到2万元以上，通过模块化供应的方式，向Tier 0.5级别供应商角色进行转变。
- ◆ **Tier0.5模式逐步受到造车新势力供应链认可，产能实现全国布局。**在特斯拉/比亚迪等为代表的新能源车企崛起过程中，轻量化底盘、热管理、内饰功能件相关的需求大幅增加。造车新势力的产能快速爬坡过程中对于拓普的依赖程度也不断增长，单车价值量持续提升。公司生产基地实现全国配套布局，包括重庆工厂（赛力斯、理想汽车等）、宁波前湾（T客户、吉利汽车等）、安徽寿县（蔚来汽车、比亚迪等）、湖州长兴（理想汽车等），进一步的提升产品的市场份额，加深下游客户的深度绑定。

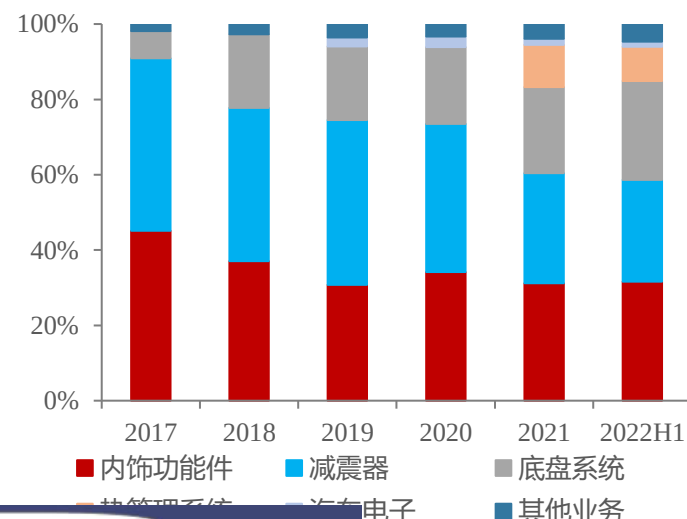
图：公司营收及归母净利润



图：公司主要盈利指标



图：公司主营业务占比情况

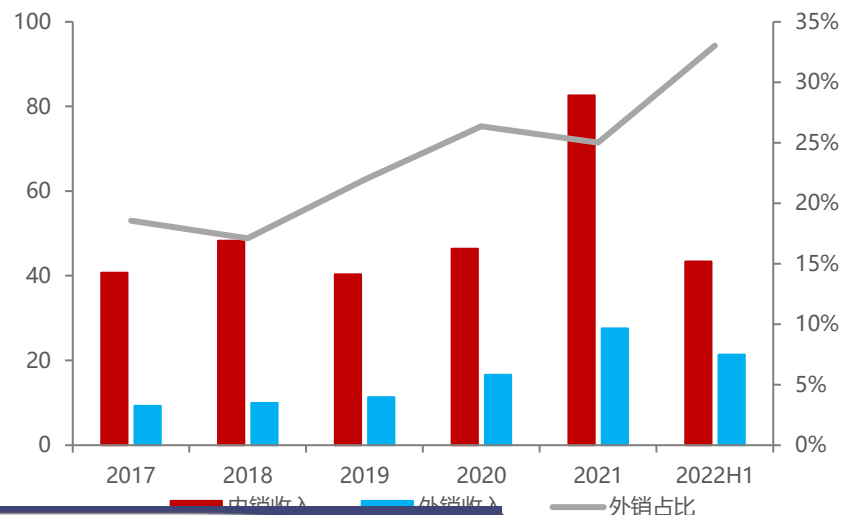


- ◆ **持续推进海外战略，面向全球化布局。**随着公司国际业务不断增长，也为了给战略客户提供本地化供货及服务，2016年公司开启海外制造工厂的布局。如今公司在美国、加拿大、巴西、马来西亚等国家分别设立制造工厂或仓储中心，波兰工厂已经开始批量生产。近几年来公司外销占比不断增加，全球化布局逐渐成型。
- ◆ **顺应北美新能源趋势，墨西哥开拓生产基地。**2022年9月29日公司公告拟投资不超过2亿美元在墨西哥新莱昂州设立全资子公司并投资建厂，主要生产轻量化底盘、内饰系统、热管理系统及机器人执行器等产品。目前公司墨西哥首期220亩工厂正在加快规划建设进度，这是公司降低关税及运费成本、抓住北美地区电动化转型机遇的战略之举。

图：公司全球化产业布局

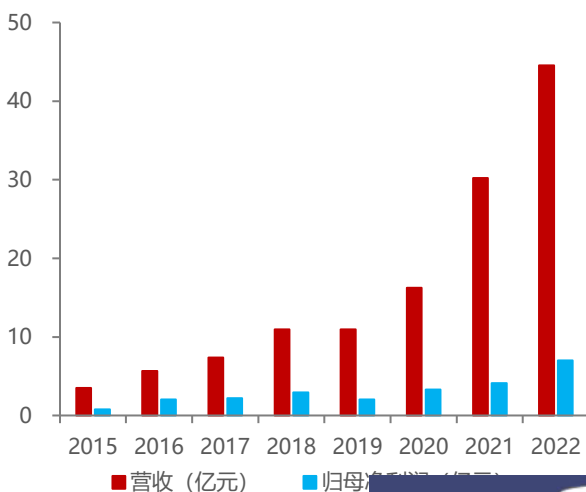


图：公司内外销营收及外销占比/亿元

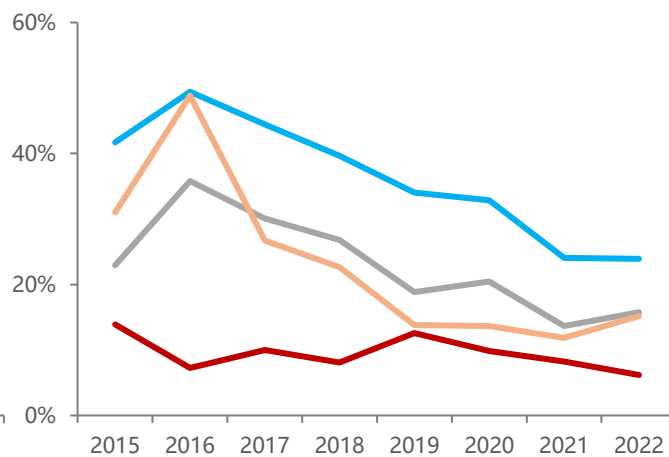


- ◆ **深耕汽车轻量化领域，打造平台型轻量化企业。** 旭升集团二十年深耕汽车轻量化领域，主要从事精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产和销售，借由核心客户T客户爆款车型放量收入规模持续提升，2022年实现营收44.5亿元，同比+47.3%。公司通过募资扩产持续提升产能，在建项目投产后总产值有望达到150亿元以上，支撑公司向平台型轻量化企业进军。
- ◆ **压铸/锻造/挤压三大工艺全覆盖，产品拓展开拓第二成长曲线。** 公司是行业内少有的同时掌握压铸、锻造、挤压三大铝合金成型工艺以及量产能力的企业，能够为客户提供系统性汽车轻量化解决方案，客户覆盖全球领先的Tier1公司以及整车公司，同时拓展家用储能以及消费类的铝瓶业务，第二曲线初显，业务实现多维度、宽领域发展。

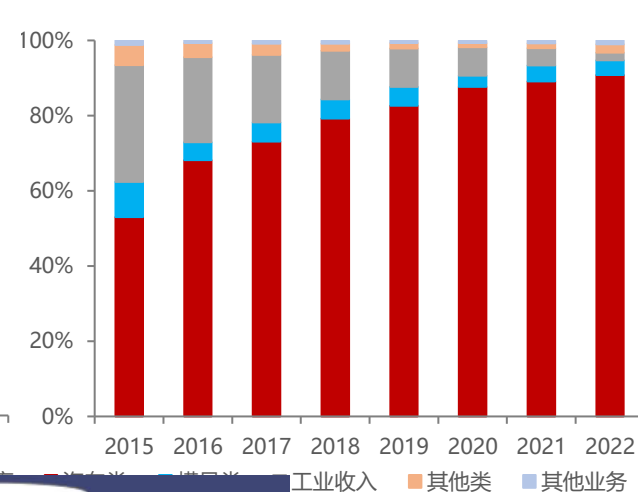
图：公司营收及归母净利润情况



图：公司主要盈利指标情况

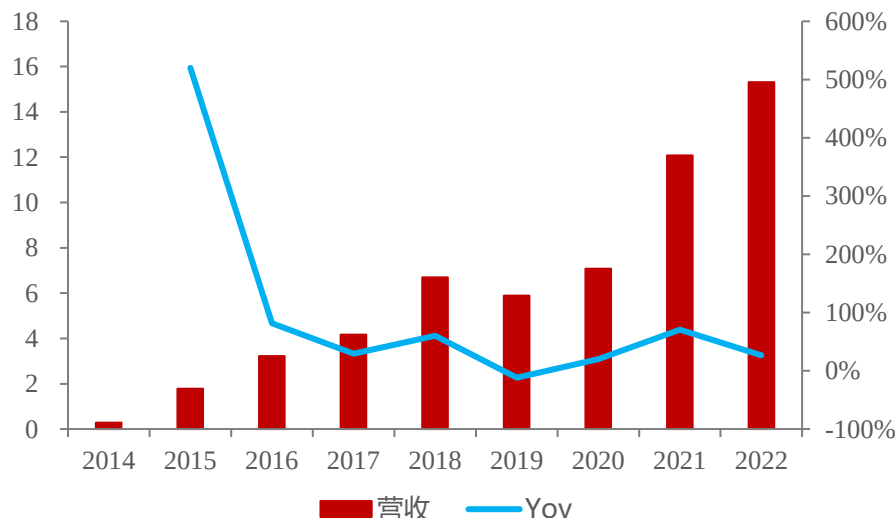


图：公司主营业务占比情况

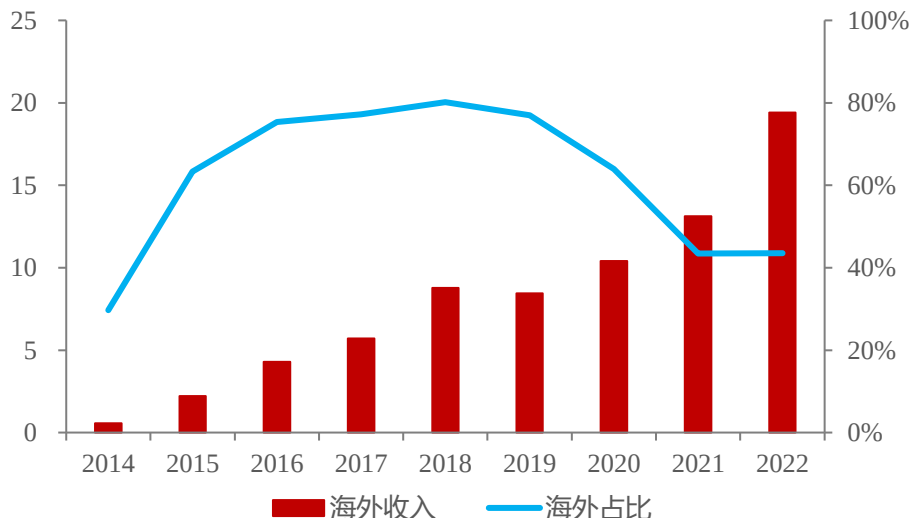


- ◆ **特斯拉核心供应商，海外营收持续增长。** 公司是全球新能源领军企业特斯拉的核心供应商，从2013年正式合作开始，营收逐年增长，2022年实现营收15.3亿元，营收占比约为34%，是公司的第一大客户。同时公司海外营收也持续增长，2022年达到19.4亿元，营收占比为43.6%。
- ◆ **出海战略开启，加速全球布局。** 2023年3月29日，公司发布公告，拟通过自有或自筹资金分别成立子公司、孙公司，并最终投资建设墨西哥生产基地，累计总投资额不超过2.76亿美元。顺应北美新能源产业趋势+美国政策补贴，公司配合核心客户进行产能扩张，进一步拓展海外市场，提升公司在国内外市场竞争中的优势地位。

图：来自特斯拉的营收及增速/亿元

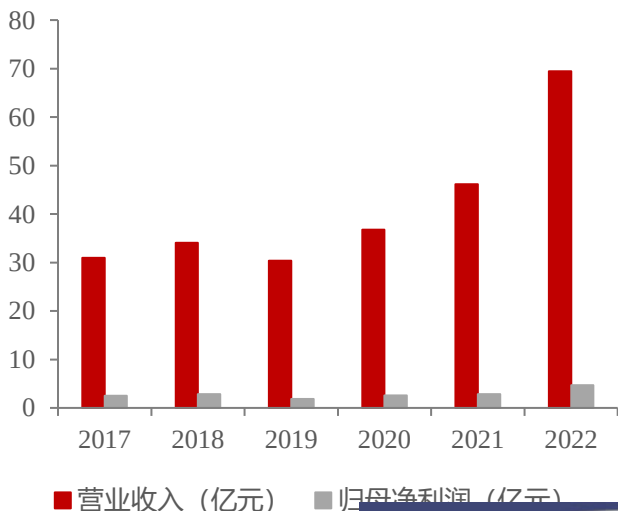


图：海外收入及营收占比/亿元

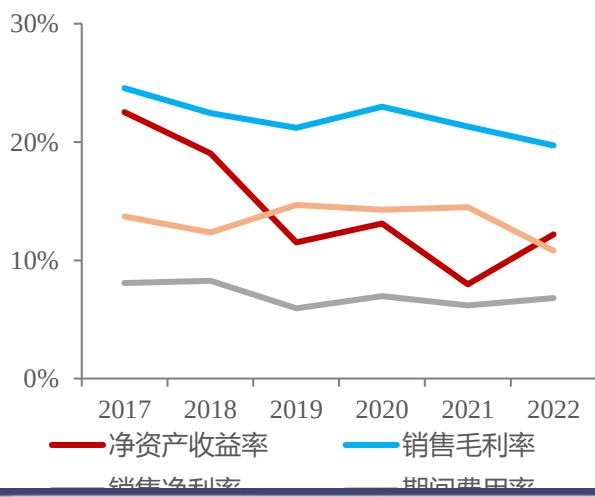


- ◆ **公司自成立以来一直深耕于汽车内饰件行业。**公司为汽车饰件整体解决方案提供商，具备较完善的汽车内外饰件总成产品，产品实现了乘用车和商用车的全应用领域覆盖。
- ◆ **核心产品为仪表板，品类持续扩张。**公司成立之初主要产品为仪表板总成，随着业务的发展以及客户的积累，公司不断丰富汽车内饰件产品系列，相继推出门内护板、立柱护板、商用车顶柜、落水槽及保险杠总成产品，具备了提供内、外饰件整体解决方案的能力，单车配套价值量持续提升。
- ◆ **下游客户同时覆盖乘用车和商用车。**公司乘用车客户主要包括吉利、奇瑞、上汽乘用车、广汽乘用车、长城、比亚迪、蔚来、理想以及国际知名电动车企业等；商用车客户主要包括一汽解放、北汽福田、陕重汽、中国重汽等。2022年公司前五大客户为吉利、国际知名电动车企、奇瑞、上汽和比亚迪，占比分别为26.49%、25.14%、16.41%、5.35%和3.57%。
- ◆ **近年来公司主要产品市场份额持续提升。**公司仪表板总成产品的市场份额自从2015年的3.39%持续提升至2021年的10.97%；门内护板产品市占率从2014年的0.66%提升至2021年4.21%。

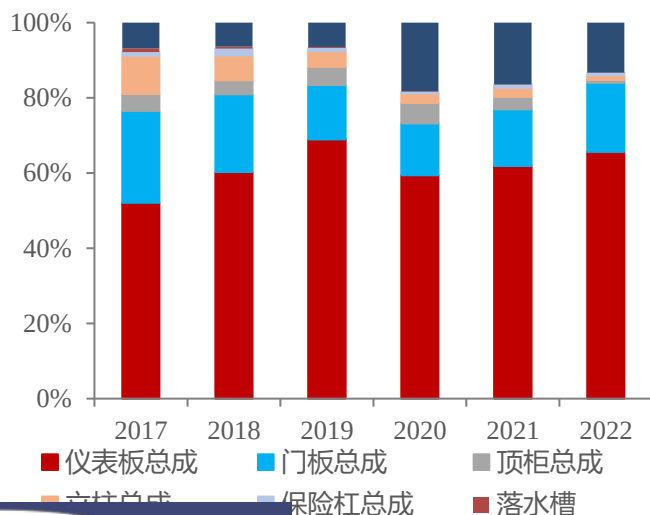
图：公司营收及归母净利润情况



图：公司主要盈利指标情况



图：公司主营业务占比情况



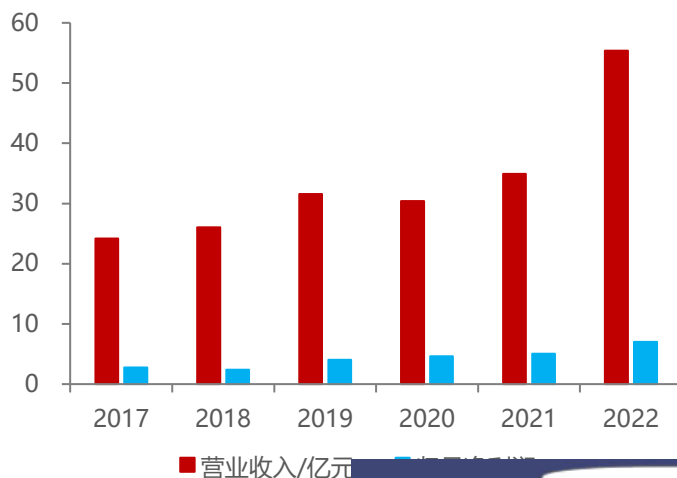
- ◆ **全国产能分布雏形初现，且生产基地布局仍在持续完善。**公司上市前在常州、丹阳、芜湖、北京、青岛、鄂尔多斯和长春等地建有生产基地；上市后陆续完成了佛山、宁波（新基地）、常州（扩建）、长沙、西安、上海、成都、重庆、宁德、马来西亚、墨西哥等地的生产基地布局。当前，公司正推进上海（扩建）、芜湖（外饰）、合肥、杭州和天津等地的产能布局。
- ◆ **墨西哥子公司助力海外业务发展。**2021年1月，公司全资子公司新泉香港在墨西哥阿瓜斯卡连特斯州设立全资子公司“墨西哥新泉”，总投资额600万美元。后续公司先后两次向墨西哥新泉增资，截至2023年2月23日，墨西哥新泉总投资额达8600万美元。
- ◆ **墨西哥新泉生产基地项目顺利建成并已进入试生产阶段。**该项目总投资3600万美元，于2022年内建成并试生产，投产后可年产25 万套仪表板总成及170 万只座椅背板。

表：公司主要在建产能梳理（数据截至2022年年末）

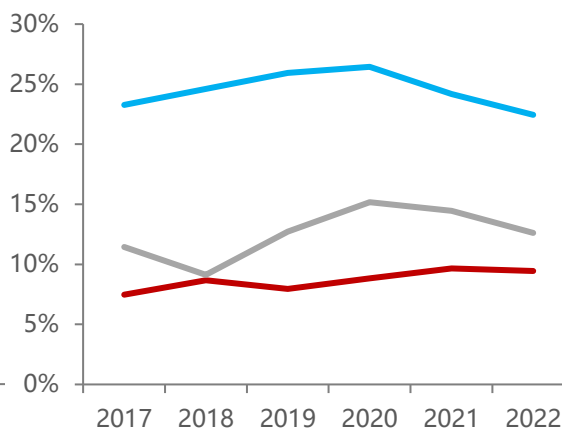
项目名称	计划投资金额 (万元)	累积投资金额 (万元)	预计投产日期	预计产能
上海智能制造基地建设项目	45,206.09	45,819.78	2022年6月	50万套仪表板总成、15万套门内护板总成
西安生产基地建设项目	37,272.82	34,287.70	2022年6月	28万套仪表板总成、15万套门内护板总成、15万套立柱护板总成、2万套顶置文件柜总成
墨西哥生产基地建设项目	3600 万美元	3600 万美元	2022年12月	25万套仪表板总成、170万只座椅背板
芜湖外饰生产基地项目	50,000.00	22,870.88	2023年3月	40万套汽车保险杠总成
汽车饰件智能制造合肥基地建设项目	36,162.72	8,550.00	2024年2月	30万套仪表板总成、20万套门内护板总成

- ◆ **深耕汽车制动领域，线控制动突破海外Tier1封锁。**公司成立于2004年，始终致力于汽车制动领域，产品涵盖机械基础制动，底盘驻车制动EPB，底盘行车电控系统ESC。2021年以来，公司抓住行业缺芯窗口期，线控制动产品WCBS实现0-1的突破，2022年实现线控制动产品的多维度突破。
- ◆ **全面布局底盘电子，轻量化业务全球扩展。**公司在现有制动领域技术优势的基础上，通过并购万达转向系统，完成制动+转向的全面布局，2022年下半年电子电控产品实现收入15.6亿元，环比上半年+91%，营收占比持续提升。轻量化产能投放持续推进，公司年产4万吨铸铁汽车配件产能于2022年12月完成建设并投产，墨西哥400万件/年轻量化零部件建设项目预计2023年投产，公司着眼全球力求对北美客户的就近配套。

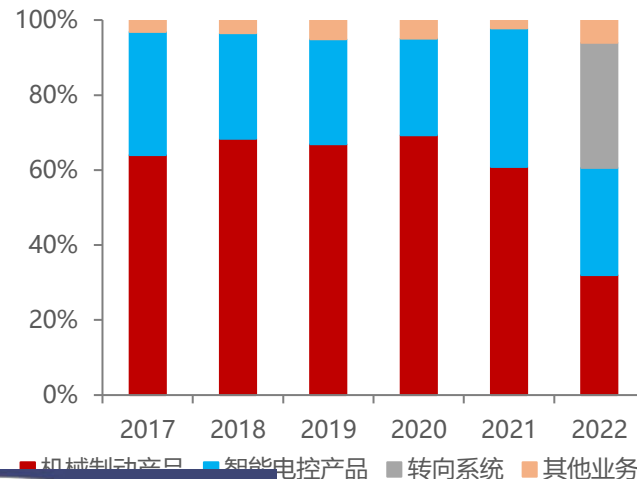
图：公司营收及归母净利润/亿元



图：公司主要财务指标



图：公司主营业务占比



- ◆ **积极推进海外战略，可转债募投建设墨西哥产能。** 公司基于北美市场巨大汽车需求量、廉价劳动力以及《美墨加协定》等考虑，通过可转债的方式募集资金，在墨西哥建设年产400万件的轻量化零部件生产基地，选址科阿韦拉州的萨尔蒂约市，一期投资约3.5亿元，预计2023年正式投产。工厂主要生产转向节、控制臂等铝合金轻量化产品，符合未来北美新能源渗透率快速提升的产业趋势。
- ◆ **订单不断增长，持续增资支持产能扩张。** 确定在墨西哥进行产能建设后，伯特利的订单持续增长，陆续获得新订单，包括前后转向节+前后控制臂产品（全生命周期合计约13.6亿美元，单个项目最高年收入约1.8亿美元）。为进一步支持墨西哥产能扩张，公司通过向墨西哥公司增资议案，新增资金不超过6000万元，建设二期工厂。

表：伯特利墨西哥产能投放情况及节奏

融资途径	可转债	
募投项目	墨西哥400万件轻量化零部件建设项目	墨西哥二期产能扩建
投资资金	3.5亿元	6000万
工厂地址	萨尔蒂约	
土地面积	62亩	
投产时间	2023年	/
预计回收期	6.13年	/

图：伯特利墨西哥工厂



风险提示

- **中美贸易战超出预期。**美国对于贸易战的制裁手段升级，导致墨西哥当地产能贸易壁垒提升，或对公司盈利情况产生影响。
- **乘用车价格战超预期。**市场进入存量博弈阶段，各品牌竞争愈加激烈，价格战或将导致车企成本压力向上游供应链企业进行传导。
- **需求复苏低于预期。**如果需求复苏情况低于预期，或将对公司盈利情况产生影响。

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