

插混步入加速期，海外布局正当时

——汽车和汽车零部件行业2023年投资策略

2022年12月



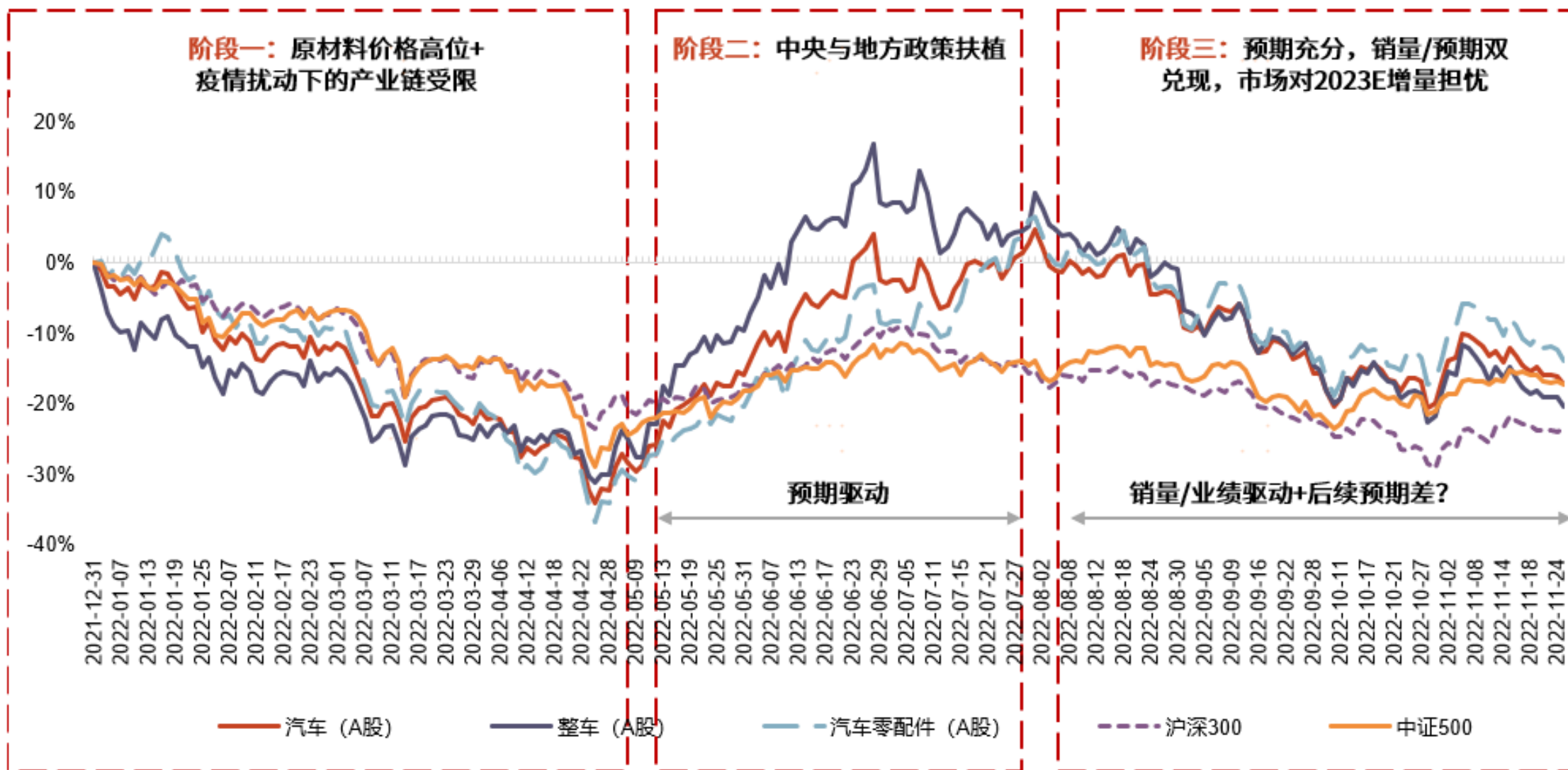
作者：倪昱婧，CFA



证券研究报告

注：PDF完整版报告已于2022/11/30外发

2022年汽车板块复盘



请务必参阅正文之后的重要声明

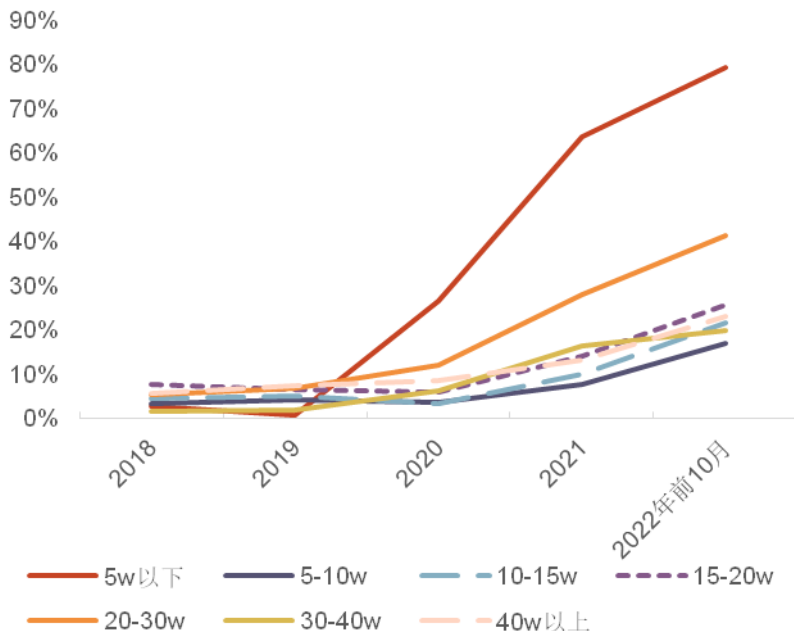
- 我们判断，1) 在疫情反复/需求尚未真正修复的情况下，优惠或补贴政策延续对销量拉动影响边际减弱。2) 行业需求修复仍与疫情防控优化+实际落地情况存在更高的相关度。2) 2023年看好插混+出口两条主线，预计2023年新能源乘用车（国内零售+出口）销量900万辆。3) 汽车板仍具较强弹性；其中，前期跌幅更深的整车或在反弹阶段具备更高弹性。
- **插混步入加速期：**插混主要对标细分市场空间最大的10-20万元燃油车、以及30万元以上6-7座中大型SUV市场。1) 插混具备燃油经济性+智能化升级优势，替代燃油车前景明确。2) 牌照影响因素或边际弱化（非限购城市的新能源车销量占比逐步抬升），预计销量爬坡的核心或仍是品牌力+产品竞品力+渠道。3) 当前中高端/豪华燃油车品牌综合优惠幅度已处于历史较高水平，看好15-20万元自主插混抢占合资燃油车份额的市场替换前景。
- **海外布局正当时：**1) 出口或为自主品牌带来确定性增量，预计2023年新能源乘用车出口约80万辆（剔除特斯拉后的自主新能源乘用车出口销量同比增速70%+）。2) 我们看好自主高端纯电出口欧洲市场、以及高性价比纯电+插混出口东南亚/拉美市场的增量前景；看好东南亚/拉美在基于海外建厂政策扶持下，自主孵化发展中国家的新能源车长期增量前景。
- **投资建议：**维持板块“买入”评级。建议当前标配、明年3-4月超配。看好2023年具有较强插混周期+出口布局的自主头部车企、以及市占率抬升/新定点释放+年降消化能力较强/业绩具有较强兑现前景+业务布局多元化的零部件公司。
- **风险分析：**需求不及预期；供应链紧缺；原材料价格波动；疫情反复+政策风险。

- 插混步入加速期
- 海外布局正当时
- 2023年销量预测
- 投资建议
- 风险提示

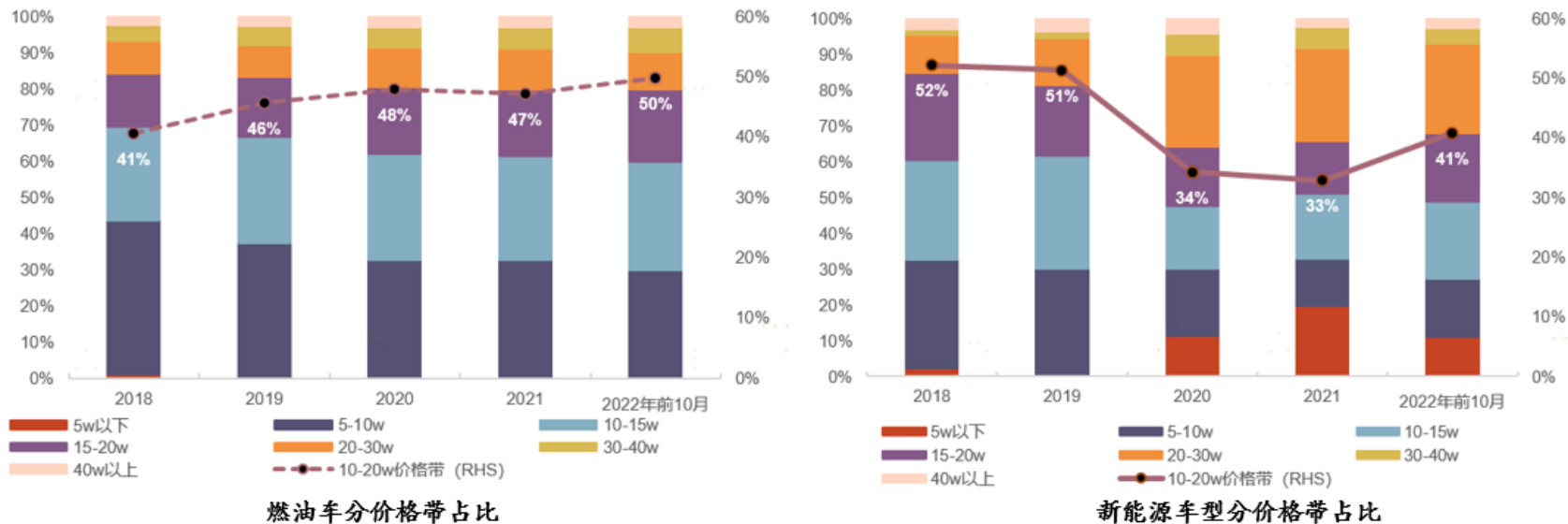
插混：替换燃油车市场前景明确

- 插混对标细分市场空间最大的10-20万元燃油车市场、以及6-7座具有较高里程焦虑的30万元以上中大型SUV市场。
- 我们看好2023年国内插混市场的销量爬坡前景。当前市场基于插混的不确定点在于三个方面：
 - 1) 插混作为过渡产品，市场潜在空间有多大？我们预计2023年插混销量增速80%。
 - 2) 插混绿牌政策的退出，是否会对插混销量存在拖累影响？我们更大的增量预计来自于非限牌城市。
 - 3) 燃油车降价是否会冲击插混销量？我们预计15-20万元插混抢占合资燃油车份额，预计影响有限。

图：2018-2022年前10月分价格带新能源渗透率



图：2018-2022年前10月燃油车与新能源汽车分价格带占比



新能源车型10-20万
增量来自于插混

请务必参阅正文之后的重要声明

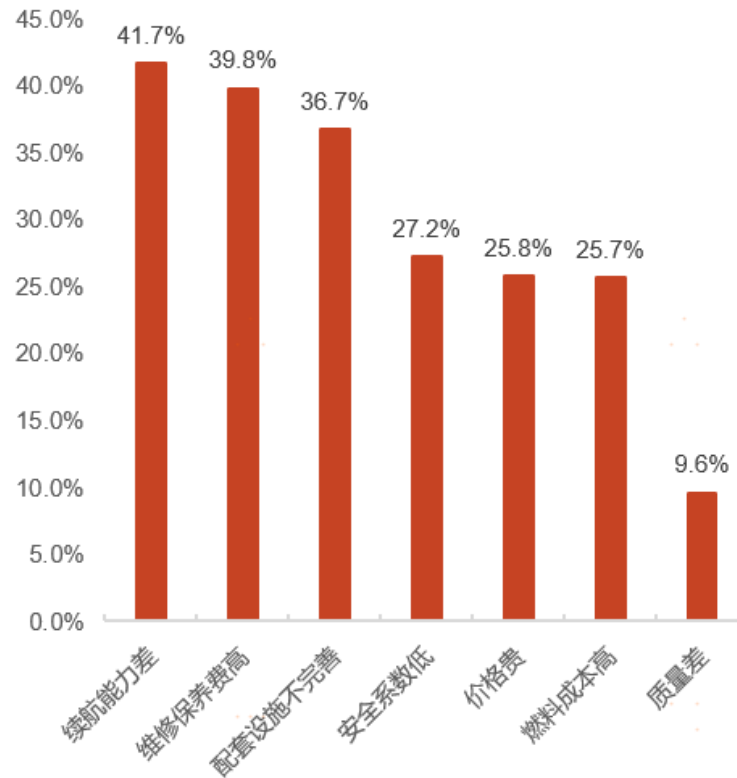
问题一：插混的市场空间到底多大？

- 国内新能源车渗透率呈区域分化的特征，主要由于1) 续航或仍为当前影响是否购买新能源汽车的主要考量因素；2) 存在消费理念转变的前后差异性、地理位置的不同（寒冷环境的纯电续航里程下降）、以及基础设施完善程度的不同。
- 我们预计插混作为兼具燃油经济性+智能化功能兑现的产品，1) 存在缓解里程焦虑的特点（预计在华北/西北/东北等市场，插混或仍具较强竞争力）。2) 短期纯电BOM成本下行空间有限+头部自主车企加快插混上市/爬坡，我们看好2023年国内插混销量爬坡前景（预计2023年插混销量增速80%，新能源车销量占比抬升约5pcts以上至30%+）。

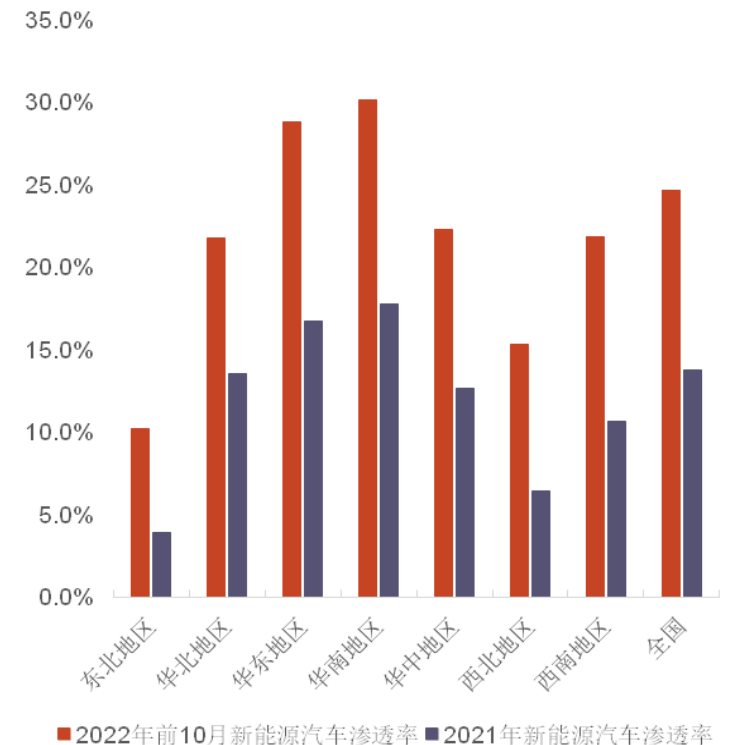
表：自主品牌新上市车型

品牌	车型	上市时间
比亚迪	护卫舰07	Nov-22
	星越L 长续航P版	Oct-22
	轿车 P版	2023
吉利	轿车P版	2023
	SUV P版	2023
	SUV P版	2023
	领克09 EMP版	Oct-22
	领克06 EMP版	2023
	领克03 EMP版	2023
	领克 全新产品	2023
	哈弗H6 PHEV版	4Q22
	哈弗大狗 PHEV版	4Q22
	改款 PHEV版	1Q23
长城	改款 PHEV版	1Q23
	A车型	2Q23
	B车型	2Q23
	C车型	3Q23

图：2022年关于购买新能源车不满意因素调查



图：分地区新能源汽车渗透率



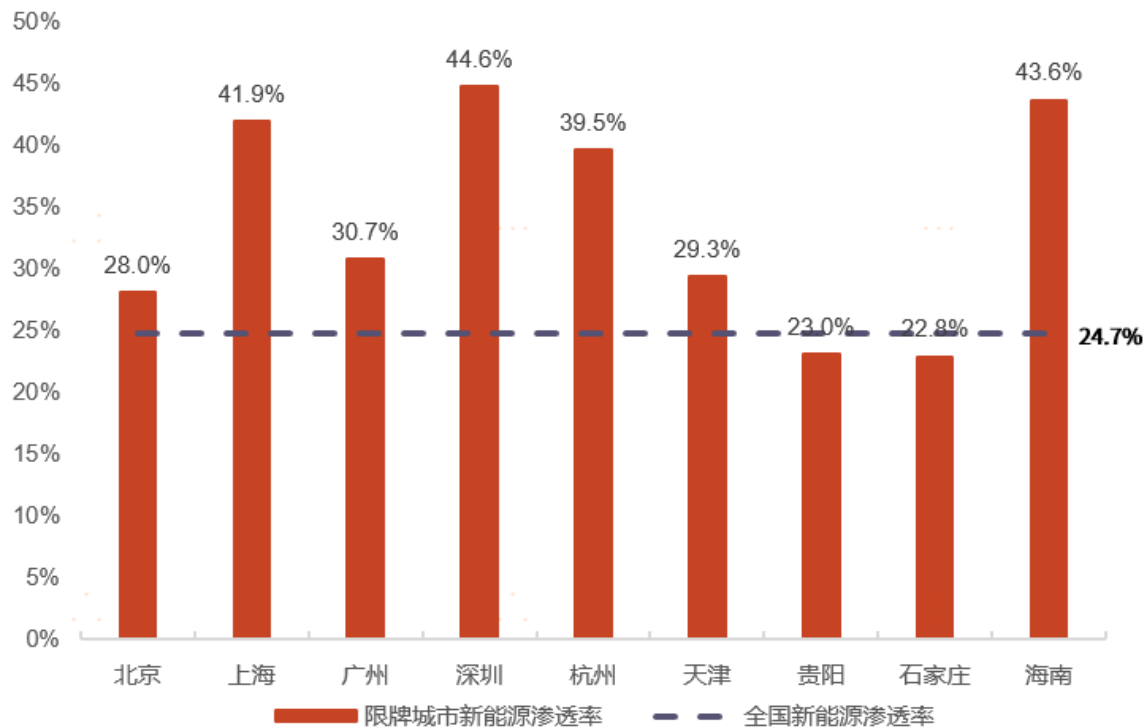
请务必参阅正文之后的重要声明

问题二：绿牌是不是决定插混购买的关键因素？

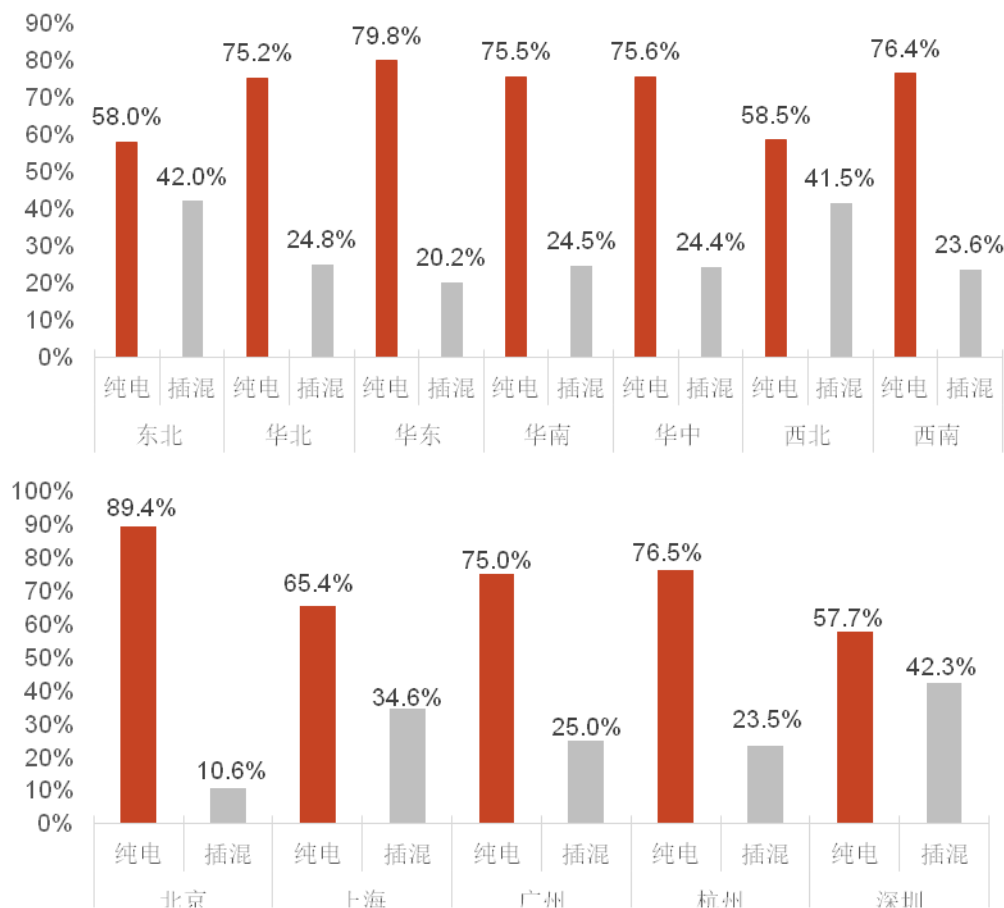
➤ 绿牌不是购买插混的决定性因素

- 当前仅有北京/上海存在针对插混的牌照限制（其中，上海插混的新能源车销量占比保持相对稳定）；
- 限牌城市新能源销量占全国的比例回落，非限牌城市有望逐步成为拉动新能源车消费的主要市场。
- 新能源渗透率低+寒冷+用户价格敏感+存在里程焦虑——>西北/东北地区布局插混车型市场空间更广。

图：限牌城市新能源汽车渗透率



适合布局插混地区

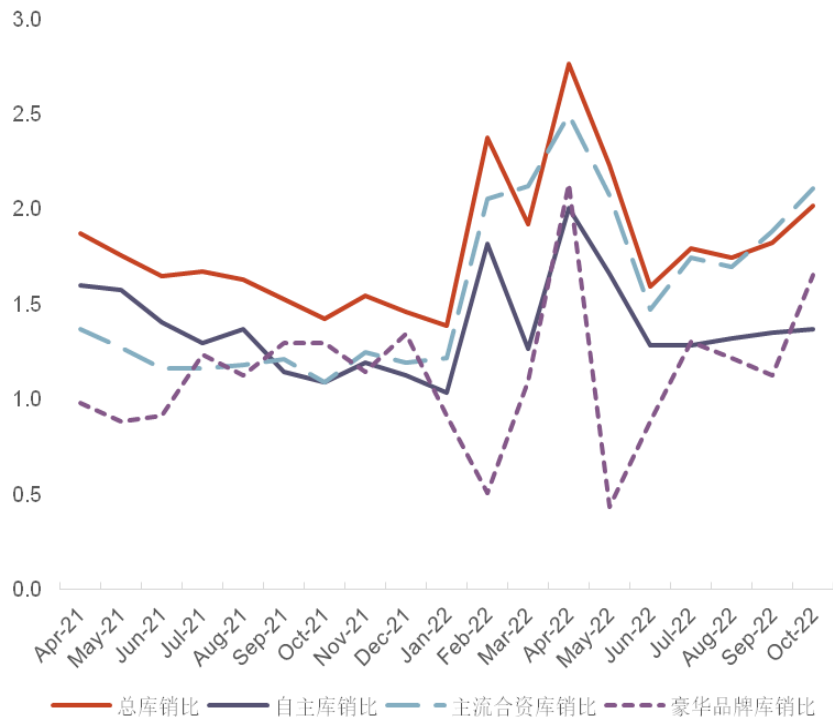


请务必参阅正文之后的重要声明

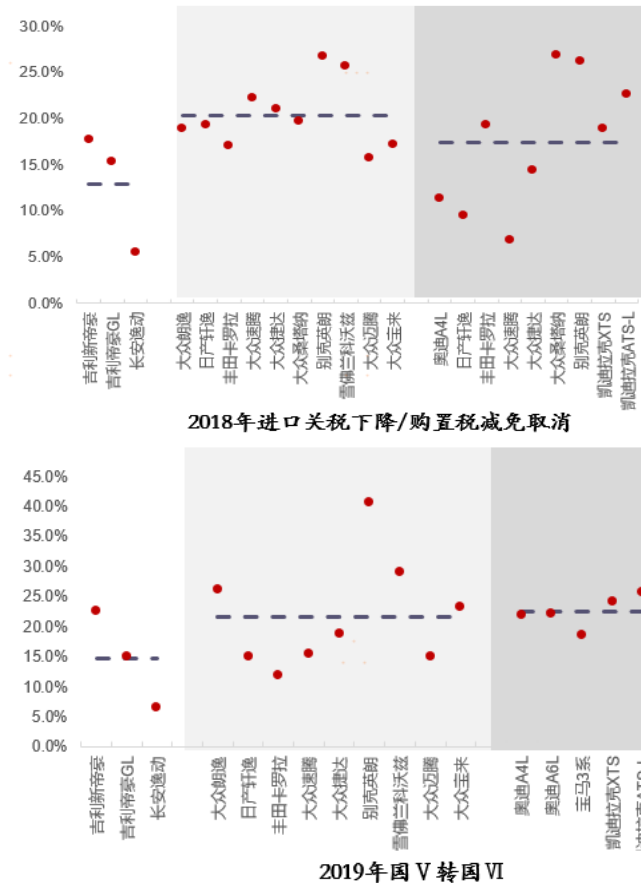
问题三：燃油车降价是否冲击插混车型？

- 我们复盘2018年燃油车购置税优惠取消+进口关税下降、以及2019年国五转国六的综合优惠幅度，自主品牌约15%-20%，合资品牌约10%-20%，豪华品牌约15%-20%。
- 当前行业整体库存深度偏高，燃油车（尤其是中高端/豪华品牌）综合优惠幅度已达历史较高水平；预计中高端/豪华品牌燃油车折扣进一步大幅放大的可能性或相对有限。1) 折扣深度越高，需求透支/销量回落压力越大；2) 主机厂或采取动态+主动库存管理策略；3) 看好15-20万元自主插混抢占合资燃油车份额的市场前景。

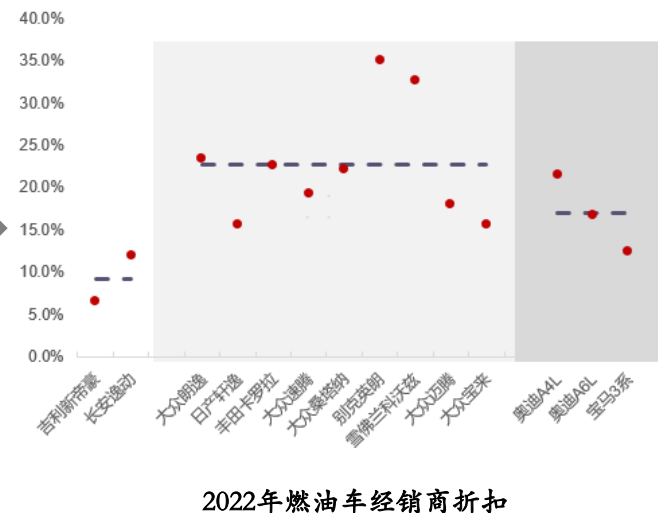
图：乘用车分车型库销比



图：2018-2019燃油车综合优惠幅度复盘梳理



图：当前燃油车综合优惠幅度



请务必参阅正文之后的重要声明

最优的插混方案在于匹配用户需求

- 节油性+动力性能、成本、驾乘体验之间权衡后的最佳平衡点，或为最优方案；其关键在于综合性能是否与潜在用户群体需求匹配。用户画像层的精准定位、全新品牌定义+外观设计+渠道，有望成为插混销量爬坡兑现的核心。
- 10-15万价格带：适合具备较强燃油经济性+城市工况下纯电驾乘体验+成本最占优的串并联单档模式（比亚迪）；
- 15-20万价格带：适合具备较强燃油经济性+动力性能增强+智能化等功能兑现的产品（吉利或存在插混预期差）。

图：比亚迪、长城、吉利插混主力车型的综合比较

	比亚迪DM-i		长城柠檬DHT	吉利雷神Hi-X
	双电机单挡串并联式	双电机两挡串并联式	双电机三挡串并联式	双电机三挡串并联式
系统特点				
成本优势	★★★★★	★★★	★★★	★★★
发动机介入时间 (km/h)	70	40	20	
热效率	43%	41%	43.3%	
ISG	81kW	81kW	113kW	133kW
峰值	135N·m	135N·m	233N·m	290N·m
TM	145kW	145kW	130kW	100kW
峰值	325N·m	325N·m	300N·m	320N·m
NEDC纯电里程	120km	110km	110km	100km
亏电油耗	3.8L/100km	4.5L/100km	5.6L/100km	3.8L/100km
NEDC综合油耗	1.2L/100km	1.5L/100km	NA	NA
WLTC综合油耗	NA	NA	2.82L/100km	1.4L/100km
0-100km/h加速	7.9s	7.9s	7.8s	6.9s
应用车型	秦 PLUS	宋PLUS	哈弗 H6	帝豪L Hi-P
售价	11.18W	16.58W	16.98w	12.98W
能否快充	✓	✓ (110km续航版)	✓ (17.38万元)	NA

图：比亚迪、长城、吉利插混的动力+燃油综合性能与驾乘体验比较

		动力性能	燃油经济性	驾乘体验
比亚迪	城市工况	★★★★★	★★★★★	★★★★★
	高速工况	★★	★★★★	★★
长城	城市工况	★★★★	★★★★	★★★★
	高速工况	★★★★	★★	★★★★
吉利	城市工况	★★★★★	★★★★★	★★★★
	高速工况	★★★★	★★★★	★★★★

请务必参阅正文之后的重要声明

- 插混步入加速期
- **海外布局正当时**
- 2023年销量预测
- 投资建议
- 风险提示

新能源车，助力国内车企进军海外市场

➤ 推力一：国内新能源汽车处于快速成长期。

已逐步从政策扶持转换至需求拉动；

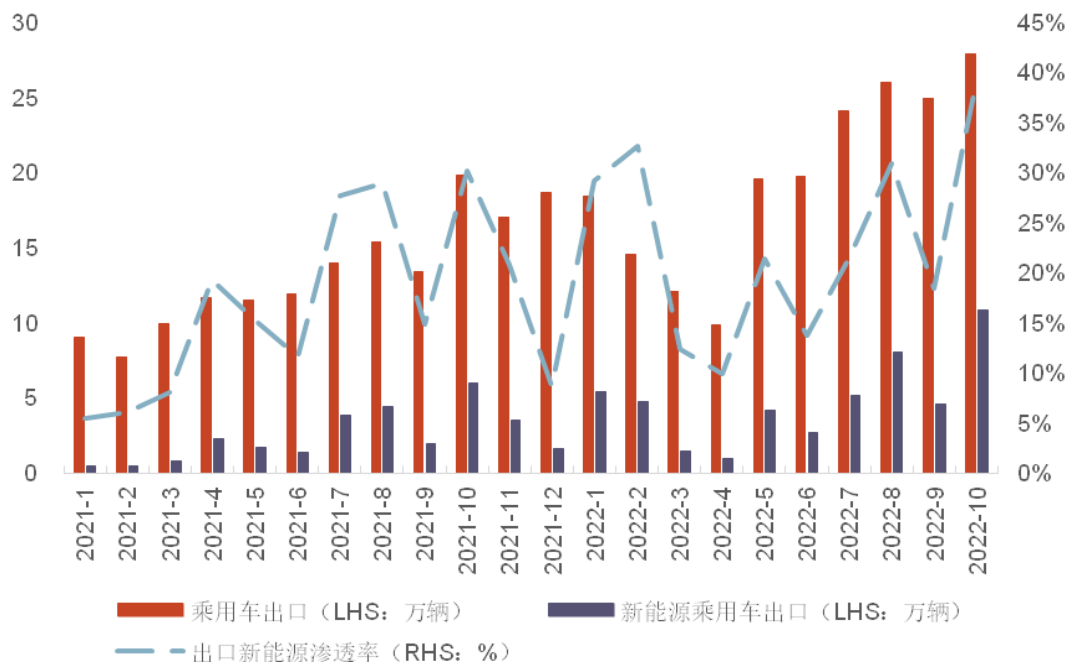
零部件自主研发量产能力不断增强且自主替代率逐步提高，产业链兼具一定的韧性与灵活度。

➤ 推力二：欧洲市场短期汽车产业链受挫或将给国内新能源车出海带来最佳时间窗口。

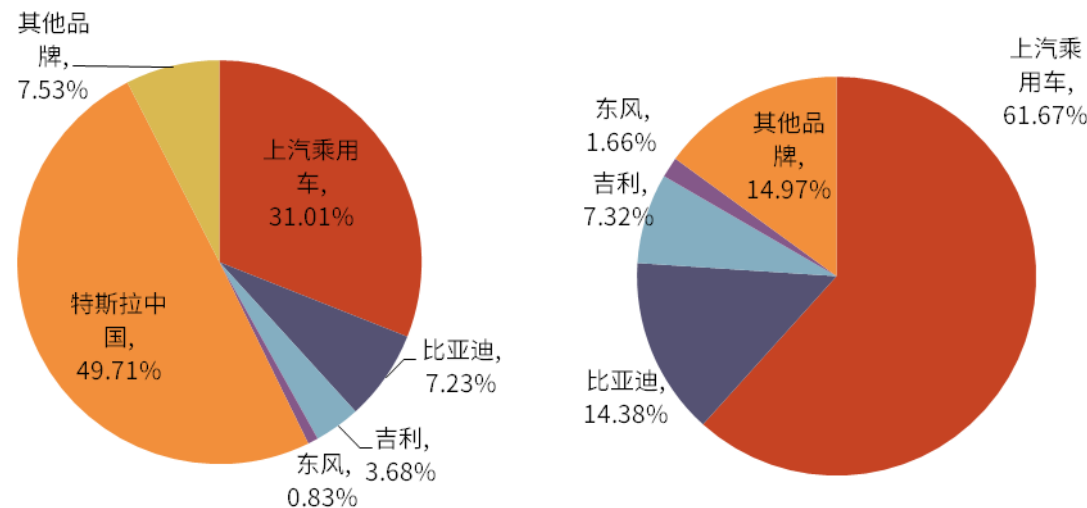
海外新能源车仍处于政策扶持阶段；

受制于供应链短缺/海运成本增加、疫情反复、经济下行风险、以及地缘政治/能源危机，海外汽车产业链恢复节奏相对偏慢。

图：202101-202210乘用车与新能源乘用车出口数量（万辆）



图：2022年前10月主要出口品牌市占率（包括特斯拉&不包括特斯拉）



注：包括特斯拉

注：不包括特斯拉

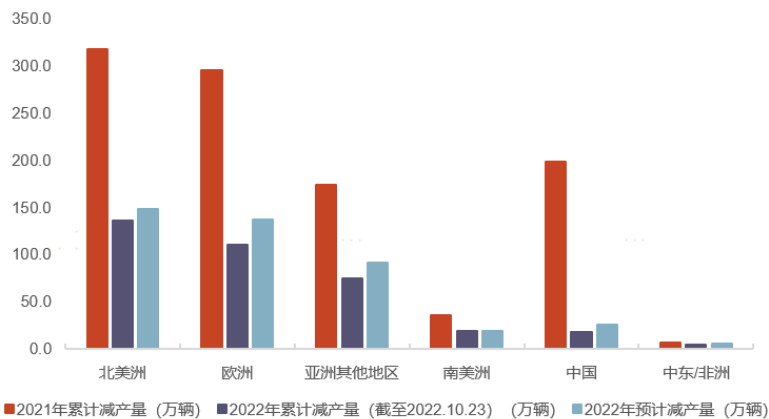
请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：中汽协、乘联会、光大证券研究所整理

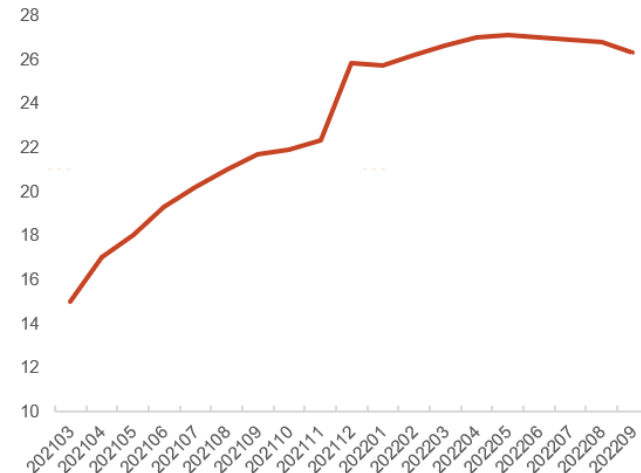
欧洲市场，供应链或短期受挫

- 欧洲市场供给端产能不足，或存在需求缺口
 - 1) 供应链紧缺；2) 俄乌地缘政治风险带动欧洲市场能源价格+制造成本攀升。
- 国内主机厂正处于产能爬坡阶段
 - 自主供应商快速响应/B点切换，供应链拖累影响逐步减弱，具备产能基础。

图：全球受缺芯因素影响的汽车产能

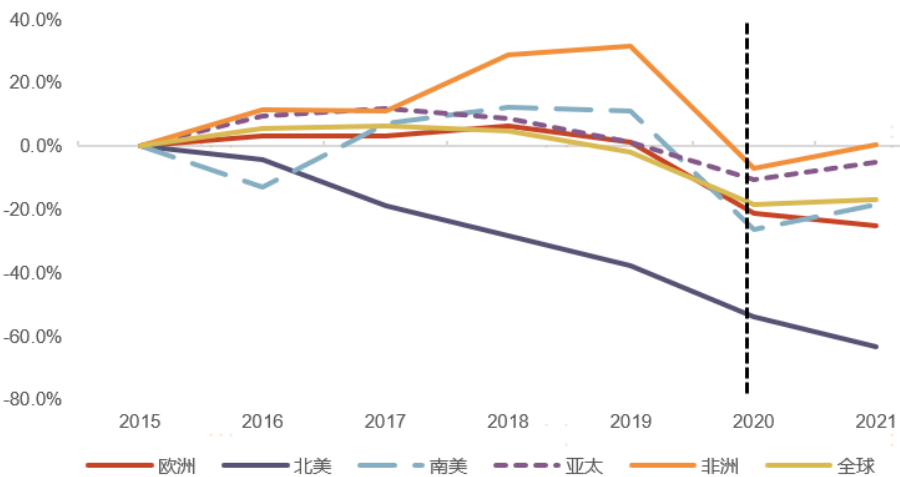


图：2021/3-2022/9欧洲芯片交付周期 (单位：周)

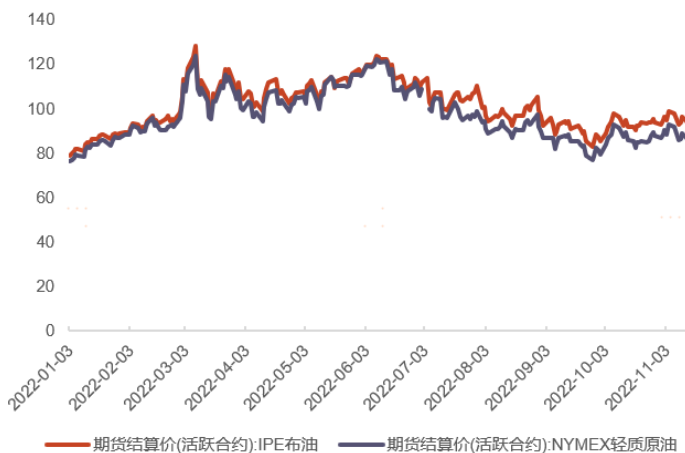


芯片短缺

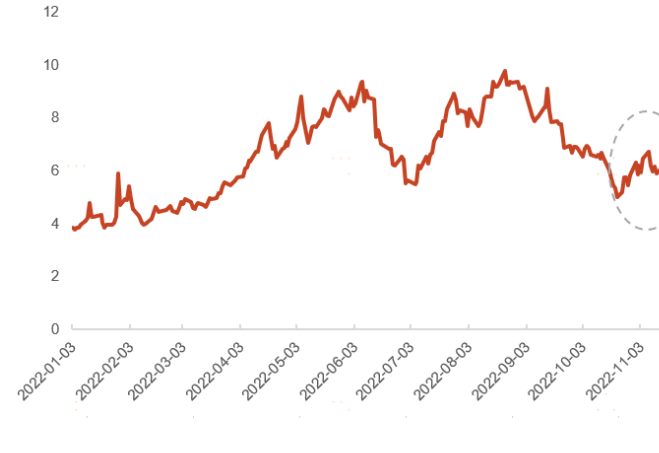
图：2015-2021年全球汽车产能波动



图：布伦特原油/纽约原油价格 (单位：美元/桶)



图：天然气价格 (单位：美元/百万英热单位)



能源价格影响

请务必参阅正文之后的重要声明

欧洲市场，政策提振需求+出口有序推进

➤ 欧洲或最具出口发展潜力，有望成为自主新能源车企（高端纯电车型）的主要出口市场。

低关税+高补贴等优惠政策；

充电基础设施已较为完善；

居民对新能源车较高接受度+较高可支配收入。

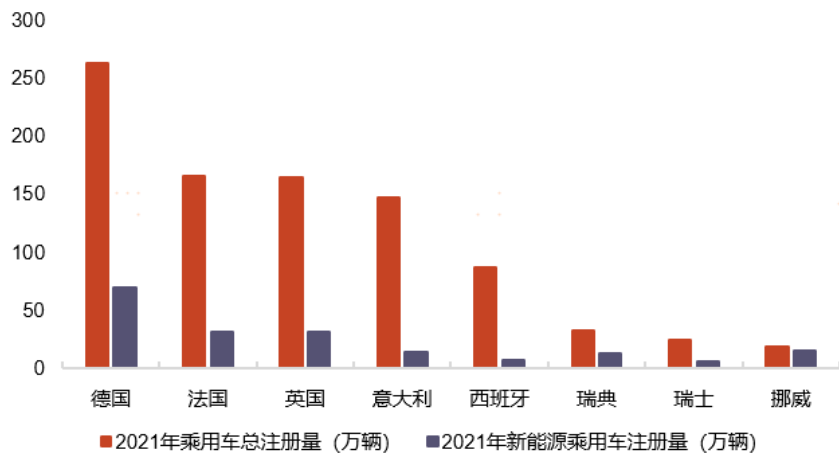
➤ 看好自主车企以挪威作为进军欧洲的突破点，逐步推进增量空间更明确的德国/法国/英国市场的出口路径规划。

第一梯队，挪威；为当前基于新能源车市场需求、政策补贴、基础设施等最完备的欧洲国家；

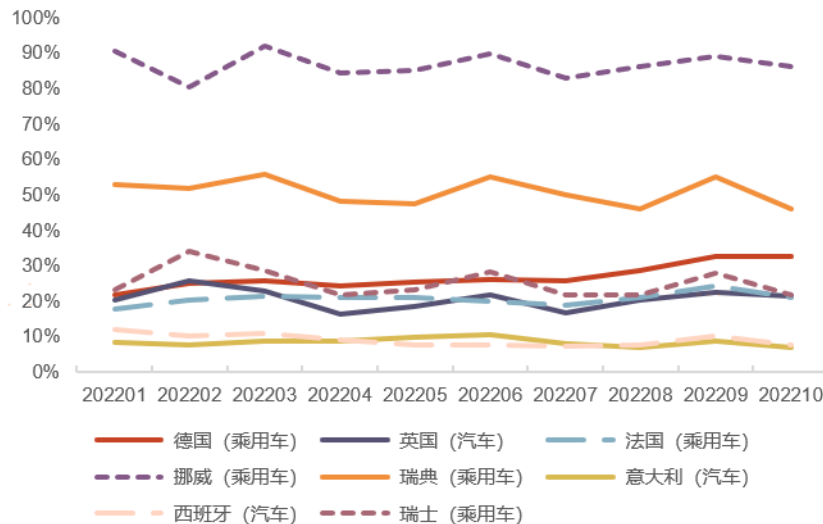
第二梯队，德国/法国等欧洲传统汽车强国；当前新能源车渗透率处于稳步抬升阶段+政府补贴扶植，具备较大爬坡空间；

第三梯队，意大利、西班牙；当前电动化程度偏低（A级以下车型占比较高），高端纯电需求或相对有限。

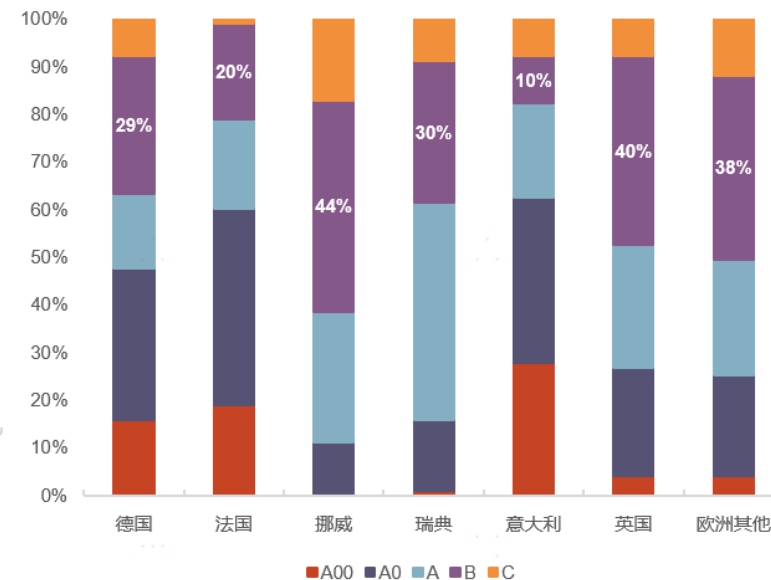
图：2021年欧洲主要国家乘用车/新能源乘用车注册量



图：2022/1-2022/10欧洲主要国家新能源汽车渗透率



图：2022年前9月欧洲主要国家车型销量占比



请务必参阅正文之后的重要声明

新兴市场，具备初期投入价值

- 行业处于早期阶段：缺少本土全球知名车企；以日系燃油车为主，新能源车渗透率低；购车主要考虑成本/定价、配置功能等；
- 行业具备市场空间：对于新能源车的接受程度+基础设施日益改善。

表：2021年与2022年前9月亚洲/拉美地区乘用车销量数据（单位：辆）

国家	车型	2021 (辆)	2022年前9月 (辆)	热销车型
泰国	乘用车销量	322,739	261,055	本田飞度、本田锋范、马自达2、本田思域 (A级轿车为主)
	新能源乘用车	3,994	NA	
	渗透率	1.2%	NA	
印度	乘用车销量	3,082,279	2,857,401	玛鲁蒂铃木、塔塔、马辛德拉、现代
	新能源乘用车	14,700	NA	
	渗透率	0.5%	NA	
日本	乘用车销量	2,399,862	1,849,607	丰田雅力士、丰田花冠、丰田ROOMY、日产NOTE (A级轿车为主)
	新能源乘用车	43,916	56,616	
	渗透率	1.8%	3.1%	
马来西亚	乘用车销量	452,663	459,090	Perodua、Proton、丰田、本田 (A级轿车为主)
印度尼西亚	汽车销量	887,202	758,216	丰田 AVANZA、三菱XPANDER、铃木CARRY (SUV为主)
巴西	乘用车销量	1,558,467	1,116,863	现代次紧凑型HB20、雪佛兰紧凑型SUV、雪佛兰紧凑Orix (紧凑型轿车为主)
	新能源乘用车(包括油混)	34,990	34,204	
	渗透率	2.2%	3.1%	
墨西哥	乘用车销量	520,058	358,794	日产、起亚、雪佛兰
	新能源乘用车 (测算)	46,286	NA	
	渗透率	8.9%	NA	
阿根廷	乘用车销量	240,676	206,555	菲亚特、大众AMAROK、丰田HILUX、标志208
	新能源乘用车 (插混占比99.1%)	5,871	NA	
	渗透率	2.4%	NA	

请务必参阅正文之后的重要声明

新兴市场：出口+海外建厂双轨并进（1）

➤ 出口：

预计与日系等燃油车相比，国产A级及以下新能源车具备购置/使用综合成本优势+智能化功能升级优势。

➤ 海外建厂：

自主车企已具备海外建厂能力；其中，比亚迪已在政策扶持力度最大的泰国市场开启新能源车工厂投建。

我们预计，东南亚/拉美市场的海外建厂爬坡+盈利空间或相对有限，看好自主车企孵化新兴市场的新能源车长期增量前景。

表：亚洲/拉美国家针对纯电/插混车型进口关税政策

	国家	纯电车型	插混车	备注
亚洲	日本	关税0+消费税7.8%+地方消费税2.2%		【协议】区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）
	韩国	关税8%+增值税10%	关税8%+特别消费税5%+增值税10%+教育费30%+乡村发展特别税10%	【协议】韩国-中国自由贸易协定
	泰国	关税0%+增值税7%	关税50%+增值税7%	【协议】中国-东盟全面经济合作框架协议
	菲律宾	关税30%+增值税12%		【协议】中国-东盟全面经济合作框架协议
	马来西亚	关税5%		【协议】中国-东盟全面经济合作框架协议
	新加坡	关税0%+消费税20%+增值税7%		【协议】区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）
	印度	关税125%+增值税28%+商品及服务补偿税22%+社会福利附加税10%		普通税率
中北美	墨西哥	关税0%+16%增值税+0.8%递延税款税	关税20%+增值税16%+0.8%递延税款税	普通税率
南美国家	巴西	关税20%+商品及服务税17%/18%/19%+25工业产品税25% 增值税退税13%		普通税率
	智利	关税0%+增值税19%		【协议】智利-中国自由贸易协定
	阿根廷	关税35%+增值税21%		普通税率
	厄瓜多尔	关税40%+增值税12%+儿童发展基金税0.5%		普通税率
	乌拉圭	关税20%+22%增值税		普通税率

请务必参阅正文之后的重要声明

新兴市场：出口+海外建厂双轨并进（2）

表：主机厂海外建厂情况

车企	品牌	地区	国家	投产时间	产能
上汽	上汽通用五菱	亚洲	印尼	2017年	年产量15万辆
	上汽乘用车	亚洲	泰国	2017年	年产能10万辆
长城	长城汽车	欧洲	俄罗斯	2019年6月	NA
		亚洲	泰国	2021年6月	年产能8万辆
		南美洲	巴西	2022-2032年持续投资建设	预计年产能10万辆
		亚洲、非洲、欧洲、南美洲	巴基斯坦、马来西亚、突尼斯、保加利亚、厄瓜多尔	均已投产	KD工厂，散件组装
奇瑞	奇瑞汽车	俄罗斯、中东、北非、东南亚、南美洲	NA	均已投产	NA
江淮	江淮汽车	亚洲	哈萨克斯坦	2015年底	NA
比亚迪	比亚迪汽车	亚洲	泰国	预计2024年投产	年产能15万辆
吉利	吉利汽车	亚洲	马来西亚（收购宝腾及其工厂）	已投产	NA
长安	长安汽车	亚洲	马来西亚、越南、伊朗	已投产	NA
		欧洲	乌克兰		
		北美洲	墨西哥	2009年	NA
广汽	广汽国际	非洲	尼日利亚	2022年10月	年产能5,000辆
	广汽传祺	欧洲、亚洲	俄罗斯、伊朗	2019年后	NA
东风	东风风神	欧洲	俄罗斯	2014年后	NA
	东风汽车	欧洲	土耳其	2009年后	年产量52,000辆
	东风神龙	亚洲	东南亚	2014年后	NA
一汽	一汽集团	非洲	南非	2014年	NA
	一汽集团	亚洲	巴基斯坦	2017年前已投产	NA
	一汽红旗	欧洲	意大利	2023年后	NA
	一汽海马	欧洲	俄罗斯	2010年11月	NA

请务必参阅正文之后的重要声明

预计2023年新能源乘用车出口约80万辆

➤ 国内新能源汽车出口或为自主品牌带来确定性增量。

我们预计2023年新能源乘用车出口约80万辆（剔除特斯拉后的自主出口同比增速70%+）。

➤ 看好自主高端纯电出口欧洲市场、以及高性价比纯电+插混出口东南亚/拉美市场的增量前景；

➤ 看好东南亚/拉美在基于海外建厂政策扶持下，自主孵化新兴市场的新能源车长期增量前景。

表：已交付与规划的主要新能源车型出口梳理

车企	车型	出口市场
比亚迪	ATTO3 (元PLUS EV)	欧洲（荷兰、德国、瑞典、丹麦等）；澳大利亚、新西兰、日本、新加坡、印度、泰国
	汉EV	荷兰、德国、瑞典、丹麦等欧洲国家、拉美市场
	唐EV	挪威、荷兰、德国、瑞典、丹麦等欧洲国家
	海豚、海豹	日本
	元EV	拉美等市场
	秦Plus DMi	拉美等市场
	宋DM	中东等市场
	e6	印度/泰国等市场
特斯拉	Model Y、Model 3	澳洲：澳大利亚、新西兰；亚洲：日本、新加坡；欧洲：德国、法国、意大利和瑞士等十多个欧洲国家
上汽乘用车	MG+Marvel R	欧洲
	荣威Ei5	欧洲
上汽通用五菱	宏光Mini等小型纯电动车型	日本、欧洲、印尼等市场
吉利汽车	几何C	沙特、科威特、巴林、卡塔尔、以色列等中东国家
	领克	欧洲、亚太
长城汽车	欧拉好猫	欧洲、东南亚/拉美市场
	魏牌摩卡PHEV (Coffee 01)	欧洲
	哈弗H6 PHEV	泰国
蔚来	ES8	挪威
	ET7	德国、荷兰、丹麦、瑞典
	ET5、EL7 (ES7)	德国、荷兰、丹麦、瑞典
小鹏汽车	G3	挪威
	P7	挪威
	P5	挪威、荷兰、丹麦、瑞典
哪吒	哪吒V	泰国等市场
一汽集团	红旗E-QM5、E-HS9	欧洲等市场
东风岚图	岚图FREE	挪威
东风汽车	风神E70	南美、非洲、欧洲
	风光E3	西班牙

请务必参阅正文之后的重要声明

- 插混步入加速期
- 海外布局正当时
- **2023年销量预测**
- 投资建议
- 风险提示

预计2023年新能源乘用车销量（国内+出口）900万辆

- 在疫情反复/需求尚未真正修复的情况下，优惠或补贴政策延续对销量拉动影响边际减弱。
- 行业需求修复仍与疫情防控优化+实际落地情况存在更高的相关度。
- 燃油车：预计2023年燃油乘用车销量承压（预计同比下降约20%）；
- 新能源乘用车：预计包括出口在内的2023年新能源乘用车销量（国内+出口）900万辆（vs. 预计2022年650万辆）。
 - 1) 纯电：比亚迪/吉利/长城、以及特斯拉/蔚来/理想分别占2023年新能源乘用车国内销售增量近70%、以及16%；
 - 2) 插混：插混占2023年新能源乘用车国内销售增量近53%；其中，比亚迪/吉利/长城插混占增量近46%；
 - 3) 出口：有望带动2023年新能源乘用车（国内零售+出口）约8%增量。

表：2023E新能源乘用车销量预测

插混乘用车（国内零售）	2023年爬坡增量贡献 （今年已上市，辆）	2023年新上市增量贡献（辆）	2023年合计增量（辆）
新势力	25,000	25,000	50,000
自主品牌	858,000	310,000	1,168,000
合计	883,000	335,000	1,218,000
纯电动乘用车（国内零售）	2023年爬坡增量贡献 （今年已上市，辆）	2023年新上市增量贡献（辆）	2023年合计增量（辆）
特斯拉/新势力	330,000	10,000	340,000
自主品牌	489,500	240,000	729,500
合资/豪华品牌	43,700	14,000	57,700
合计	863,200	264,000	1,127,200
新能源乘用车（出口）	2022年出口销量（辆）	2023年出口销量（辆）	2023年出口增量（辆）
特斯拉	250,000	200,000	-50,000
自主品牌	350,000	600,000	250,000
合计	600,000	800,000	200,000

请务必参阅正文之后的重要声明

- 插混步入加速期
- 海外布局正当时
- 2023年销量预测
- **投资建议**
- 风险提示

2023年汽车板块投资建议

- 汽车行业受经济周期+车型周期波动。板块基本面的最核心驱动因素为销量。在需求、价格体系、商务政策、年降幅度、政策导向等尚未清晰的空窗期内，市场存在对明年需求/销量等悲观情绪放大的风险。
- 1) 明年销量取决于政策+疫情扰动、车企基于销量与业绩之间的权衡、上游原材料尤其碳酸锂的价格波动、以及年降幅度；其中，疫情防控措施或逐步优化，头部车企均处于产能扩张阶段，预计需求有望逐步修复。
- 2) 我们预计2023年国内新能源乘用车（国内+出口）销量900万辆；市场或高估了销量承压风险，但低估了降价传导的业绩下修风险。（a）防疫逐步放开，有望驱动需求逐步修复；（b）鉴于不同车企的战略定位/转型速度的差异性，当前依然是自主加大新能源车布局/抢占合资份额的时间红利窗口期；（c）预计车企在量和业绩之间，或仍给予量更高的考核权重。
- 3) 我们看好2023年插混+出口两条主线（预计2023年插混销量增速有望达80%）。当前汽车板块主要受益于政策预期升温+疫情防控优化带动的情绪修复；建议当前对板块标配、明年3-4月份超配。汽车板块仍具较强弹性；从子板块比较来看，鉴于估值回落幅度、以及年降/成本传导的差异性，我们预计整车或在反弹阶段具备更高弹性。我们看好2023年具有较强插混周期+出口布局的自主头部车企、以及新定点释放/市占率抬升+业绩具有较强兑现前景的零部件公司。
- 整车：推荐吉利汽车、特斯拉，建议关注比亚迪、长城汽车。零部件：推荐福耀玻璃，建议关注伯特利、旭升股份。

证券代码	公司名称	收盘价 (市场货币)	EPS(财报货币)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	本次	变动
0175.HK	吉利汽车	9.69	0.49	0.41	0.67	18	22	13	1.2	1.2	1.1	买入	维持
600660.SH	福耀玻璃 (A)	35.81	1.21	1.92	2.11	30	19	17	3.6	3.3	3.1	买入	维持
3606.HK	福耀玻璃 (H)	32.00	1.21	1.92	2.11	24	15	14	2.9	2.6	2.5	买入	维持
TSLA.O	特斯拉	182.86	2.26	4.46	5.91	81	41	31	20.5	12.9	8.9	增持	维持

请务必参阅正文之后的重要声明

- 插混步入加速期
- 海外布局正当时
- 2023年销量预测
- 投资建议
- 风险提示

➤ 主要风险

需求不及预期；供应链风险；新车型/改款车型上市不及预期；销量爬坡与增速不及预期；市场竞争加剧+降价幅度超预期；原材料价格上涨与汇率波动风险；毛利率爬坡不及预期；成本与费用控制不及预期；盈利下修幅度超预期。

➤ 市场风险

疫情反复；政策风险；全球化布局（出口+海外建厂推进）不及预期。

➤ 其他风险

智能电动化相关技术推进不及预期；战略/理念转型不及预期；人才与团队组建不及预期；组织架构调整与落地不及预期；充换电桩等基础设施建设不及预期。

衷心 感谢

光大证券研究所



汽车与汽车零部件
研究团队

倪昱婧, CFA

📄 执业证书编号: S0930515090002

☎ 电话: 021-52523876

✉ 邮件: niyj@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。