

2022年12月18日
汽车

ESSENCE

行业深度分析

证券研究报告

汽车行业 2023 年度投资策略

——格局再塑，迎接 alpha 时代

目 2023 年行业总量趋稳，新能源依然高增长。我们预计 2022 年乘用车批发销量有望达到 2315 万辆，同比增长 10%；其中新能源乘用车销量达到 655 万辆，同比增长 100%，新能源渗透率达到 28%。随着防疫政策的逐步优化，我们预计乘用车需求有望逐步复苏。我们预计，2023 年乘用车销量同比下降 1.5%，销量达到 2280 万辆，其中新能源乘用车销量有望达到 976 万辆，同比增长 49%，新能源渗透率达到 43%。我们预计 2023 年出口销量有望达到 325 万辆，同比增加 90 万辆。

目 行业竞争趋于激烈，自主品牌产品周期强。2023 年新能源车优质供给大幅增加，整体竞争趋于激烈。分价格带来看：10-20 万元新能源车市场空间较大（约 1081 万辆），渗透率较低（2022Q1-Q3 24%），格局相对较好，未来新车较多。20-30 万和 30 万以上新能源车均有 300-400 万辆的潜在空间，2022Q1-Q3 渗透率分别为 28%和 26%，未来新车型较多，竞争压力较大。我们预计，2023 年 10-20 万、20-30 万和 30 万以上的新能源车销量分别有望达到 417、231 和 184 万辆，分别同比增加 137、110 和 81 万辆。分车企来看：2023 年新势力新品战略偏防守，主要由 22H2 的新车型和 2023 年换代车型贡献增量，预计其市占率稳中有升；2023 年合资车企新车型较少，预计其销量份额将继续下滑；2023 年传统自主车企产品周期较强，份额有望持续提升。2017-2019 年乘用车行业下行期，合资车企凭借较强产品周期实现份额和利润双增，自主份额和利润率持续下行；我们认为在 2023 年行业增速放缓的背景下依旧有结构性投资机会，自主车企有望凭借强势产品周期实现销量、份额提升和盈利边际改善。

目 整车投资策略：量价齐升，看好传统自主车企。我们认为，整车股是非常优质的资产，其原因在于，长期看：自主份额有望持续扩张，结构有望持续优化，纯电平台技术有望不断创新迭代、带来电动车盈利持续提升。展望 2023 年：1) 自主新能源车销量有望高增长；2) 20 万以上车型占比提升；3) PHEV 盈利能力有望边际改善。对于 2023 年的整车行业投资，我们认为，考虑行业竞争日趋激烈，逐步进入拼成本时代，具有成本优势的传统自主车企有望迎来更大的投资机会。整车关注标的：比亚迪（三电技术领先、盈利有望持续超预期），长城汽车（新能源战略转型、将迎产品大年），吉利汽车（浩瀚架构下纯电+雷神混动放量），长安汽车（深蓝车型竞争力强有望放量+混动全面发力），广汽集团（纯电新品周期+混动从 0 到 1）。

目 零部件投资策略：行业进入 α 时代，关注四条主线——低渗透率、低市占率、全球化、混动产业链。远期来看，自主零部件厂商伴随自主车企共同成长，并逐步走向全球化、逐步成为全球行业领先者。展望 2023 年，我们认为零部件板块成本压力有望进一步缓解，板块业绩压力或从成本端转移至需求端，而需求端结构分化（自主车型高增、新能源车型高增、零部件出口市场高增）带来 α 机遇，看好业绩兑现能力强、业绩高增的 α 公司。我们认为可从以下四条主线，寻找业绩驱动型 α 公司——低渗透率、低市占率、全球化、混动产业链。零部件关注标的：明新旭腾（真皮业务国产替代、超纤业务快速放量），常熟汽饰（新能源项目放量、布局智能座舱），松原股份（安全带产品国产替代、新拓展安全气囊及方向盘业务），标榜股份（尼龙管路渗透率提升+国产替代），方正电机（布局扁线电机先进技术、客户向高端拓展），巨一科技（产品结构升级），英搏尔（集成芯产品放量、产能快速扩张）。

目 风险提示：芯片持续短缺，新产品进展不及预期，新车型销量不及预期，原材料价格大幅波动，新冠疫情风险

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价（元）	评级
002594 比亚迪	360	买入-A
601633 长城汽车	45.5	买入-A
601238 广汽集团	17.9	买入-A
605068 明新旭腾	40.0	买入-A
603035 常熟汽饰	30.0	买入-A
300893 松原股份	-	买入-A
002196 方正电机	11.5	买入-A
300681 英搏尔	-	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.2	-1.3	4.6
绝对收益	-1.9	-3.1	-16.4

徐慧雄 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

相关报告

智能汽车 2023 年度策略（I）：座舱迈入 2.0 时代，车机域控格局或将再重塑	2022-12-12
线控底盘：实现高阶自动驾驶的必要条件，各环节将迎加速量产期	2022-10-29
Q3 新能源车零售数据深度分析：C 级及以上车新能源渗透率达到 35.9%	2022-10-27
新能源车深度分析：2023 年新能源乘用车销量有望达 1036 万辆，插电混动增速达 120%	2022-09-07
汽车整车行业投资策略：技术路线、格局、盈利、竞争、车企	2022-09-05

目 录

1. 2023 年行业总量趋稳，新能源依然高增长	6
1.1. 行业背景：2022 年乘用车总量、新能源渗透率均达到历史较高水平	6
1.2. 总量判断：2023 年新能源车依然高增长，混动是亮点	8
2. 竞争格局：行业竞争趋于激烈，自主品牌产品周期强	12
2.1. 总体：新能源车供给大幅扩张，整体竞争加剧	12
2.2. 分价格带分析：20 万以上价格带竞争趋于激烈，10-20 万竞争格局相对较好	15
2.2.1. 10-20 万：市场容量较大、格局相对较好	15
2.2.2. 20-30 万：竞品数量多、竞争压力大	16
2.2.3. 30 万以上：新品较多、竞争趋于激烈	18
2.3. 分车企分析：新势力稳增长、合资品牌压力较大，传统自主强势崛起	20
2.3.1. 2023 年新势力全新车型较少，市场份额稳中有升	20
2.3.2. 2023 年合资车企缺乏优质新车，市占率预计继续下滑	21
2.3.3. 2023 年传统自主品牌新车型多，份额有望持续提升	24
2.3.4. 鉴往而知来：行业下行压力较大期间，仍存在结构性机会	27
3. 整车投资策略：量价齐升，看好传统自主车企	31
3.1. 长期投资逻辑：份额扩张、结构优化、盈利提升	32
3.1.1. 份额扩张：2025 年自主品牌乘用车份额有望达到 71%	32
3.1.2. 结构优化：自主品牌乘用车中 20 万元以上占比有望持续提升	32
3.1.3. 盈利提升：自主品牌电动车盈利能力有望持续提升	33
3.2. 2023 自主品牌：整车总量扩张、结构升级、PHEV 盈利有望边际改善	34
3.2.1. 总量扩张：自主新能源车销量有望高增长	34
3.2.2. 结构升级：20 万以上车型占比有望持续提升	36
3.2.3. PHEV 盈利能力有望边际改善	37
3.3. 看好传统自主品牌	38
3.3.1. 自主品牌成本管控能力强	38
3.3.2. 关注标的及核心逻辑	39
4. 零部件投资策略：行业进入 α 时代，关注四条主线	41
4.1. 长期：受益自主崛起&国产替代，零部件长期向上	41
4.1.1. 自主车企崛起，自主零部件供应商有望充分受益	42
4.1.2. 自主品牌车型高端化，打开高附加值零部件需求空间	42
4.1.3. 更加关注供应链安全，国产替代持续进行	44
4.2. β 行情向 2023 年 α 行情演绎，看好业绩驱动型 α 公司	44
4.2.1. 2022 年回顾：政策刺激需求复苏带动 β 行情，6-8 月板块业绩估值双升	44
4.2.2. 2023 年展望：板块压力或从成本转移至需求，预计 β 行情向 α 行情演绎	45
4.3. 从四条主线，把握零部件投资逻辑	47
4.3.1. 主线①——低渗透率	47
4.3.2. 主线②——低市占率	48
4.3.3. 主线③——全球化	49
4.3.4. 主线④——混动产业链	50
4.4. 零部件关注标的	51
5. 风险提示	55

目 录

图 1. 2021-2022E 乘用车月度销量 (万辆) 及同比增速 (右轴)	6
图 2. 2015-2022E 乘用车年度销量及同比增速 (右轴)	6
图 3. 2021-2022E 新能源乘用车月度销量 (万辆) 及同比增速 (右轴)	7
图 4. 2017-2022 新能源乘用车销量 (万辆) 及新能源渗透率 (右轴)	7
图 5. 2017-2022M1-M11 乘用车出口销量	7
图 6. 2022 年 1-10 月国内乘用车出口量前十国家 (万辆)	7
图 7. 2021-2022 前十月主要车企乘用车出口销量、主销车型和地区	8
图 8. 印度尼西亚防疫政策放开前后乘用车销量 (万辆)	8
图 9. 马来西亚防疫政策放开前后乘用车销量 (万辆)	8
图 10. 2022-2023E 重点车企乘用车出口销量	10
图 11. 2023 年乘用车销量乐观估计 (万辆)	11
图 12. 2023 年乘用车销量悲观估计 (万辆)	11
图 13. 2021-2023E 乘用车分燃料类型销量 (万辆) 及增速 (右轴)	11
图 14. 2022E 乘用车分燃料类型销量 (万辆) 及占比	12
图 15. 2023E 乘用车分燃料类型销量 (万辆) 及占比	12
图 16. 重点车企 2021-2022 前十月累计销量及份额变化	13
图 17. 2017-2022 年前十月 10-20 万元新能源车渗透率	15
图 18. 2021M1-2022M10 10-20 万元新能源车渗透率	15
图 19. 2021 年和 2022 年 10-20 万元热销新能源车型	16
图 20. 22Q4 至 23 年 (即将) 交付的部分 10-20 万元新能源新车型	16
图 21. 2017-2022 年前十月 20-30 万元新能源车渗透率	17
图 22. 2021M1-2022M10 20-30 万元新能源车渗透率	17
图 23. 2021 年和 2022 年 20-30 万元热销新能源车型	17
图 24. 22Q4 至 23 年 (即将) 交付的部分 20-30 万元新能源新车型	18
图 25. 2017-2022 年前十月 30 万元以上的新能源车渗透率	18
图 26. 2021M1-2022M10 30 万元以上的新能源车渗透率	18
图 27. 22Q4 至 23 年交付的部分 30 万元以上新能源新车型	18
图 28. 22Q4 至 23 年 (即将) 交付的部分 30 万元以上新能源新车型	19
图 29. 2017-2022 年前十月乘用车各价格带的份额	19
图 30. 2017-2022 年前十月乘用车各价格带的新能源渗透率	19
图 31. 新势力新能源车销量 (辆) 和市占率 (右轴)	20
图 32. 22 年新势力新能源车销量 (辆) 和市占率 (右轴)	20
图 33. 主流合资车企销量 (辆) 和市占率 (右轴)	22
图 34. 22 年主流合资车企销量 (辆) 和市占率 (右轴)	22
图 35. 自主品牌车企销量 (辆) 和市占率 (右轴)	24
图 36. 22 年自主品牌车企销量 (辆) 和市占率 (右轴)	24
图 37. 2017-2019 年我国乘用车行业月销 (辆) 及同比增速 (右轴)	27
图 38. 2017-2019 年合资车企销量变化 (辆)	29
图 39. 2017-2019 年合资车企市场份额变化	29
图 40. 2017-2019 年自主车企销量变化 (辆)	29
图 41. 2017-2019 年自主车企市场份额变化	29
图 42. 2017-2019 年间合资车企的净利率水平基本稳定	30
图 43. 2017-2019 年合资车企净利润仍有增长 (亿元)	30
图 44. 2017-2019 年自主车企毛利率下滑 (单位: %)	30

图 45. 2017-2019 年自主车企净利率下滑 (单位: %)	30
图 46. 分车企类型未来销量预测 (单位: 万辆)	31
图 47. 分车企类型未来市占率预测	31
图 48. 2021 年以前合资品牌占据乘用车绝对多数份额	32
图 49. 2021-2025E 乘用车销量分品牌占比	32
图 50. 2021-2025E 自主品牌乘用车分价位销量 (万辆)	32
图 51. 2021-2025E 自主品牌乘用车分价位占比	32
图 52. 2021-2025E 10-20 万元乘用车分品牌销量占比	33
图 53. 2021-2025E 20 万元以上乘用车分品牌销量占比	33
图 54. 纯电动车结构简化	33
图 55. 电池结构演变路径	33
图 56. 重点自主品牌 2021-2023E 分燃料类型乘用车销量 (万辆)、增速和占比	36
图 57. 重点自主品牌 2021-2023E 乘用车分价位销量 (万辆)、占比和增速	37
图 58. 自主品牌乘用车分价格带车型销量占比	43
图 59. 2022 年 Q3 单季度狭义乘用车零售量环比+29.2%	44
图 60. SW 汽车零部件板块单季度净利润 (亿元)	45
图 61. SW 汽车零部件板块年度净利润 (亿元)	45
图 62. SW 汽车零部件指数	45
图 63. SW 汽车零部件板块 PE (TTM)	45
图 64. 铝锭价格 (万元/吨)	46
图 65. 钢价指数	46
图 66. 稀土价格指数	46
图 67. WTI 原油期货结算价 (美元/桶)	46
图 68. 国内汽车零部件进出口金额 (亿美元)	47
图 69. 美国汽配产品在线销售额 (亿美元)	49
图 70. 预计 2025 年国内乘用车 PHEV+HEV 渗透率合计提升至 30.7%	51
表 1: 2023 年传统车和新能源车补贴可能退出	9
表 2: 2022 年各地乘用车补贴政策	9
表 3: 2022 年前三季度开启交付的新能源车	13
表 4: 2022Q4-2023 年 (即将) 交付的部分新能源车	14
表 5: 小鹏 G9 上市两天后变相降价 2.2-3 万元	15
表 6: 2021-2023E 分燃料类型、分价位新能源乘用车销量、增速和占比	20
表 7: 2022 年上市的新势力车型	21
表 8: 部分预计将在 2022Q4 和 2023 年上市的新势力车型	21
表 9: 主流新势力车企销量预测 (万辆)	21
表 10: 部分 2022 年上市的合资车型	22
表 11: 部分合资车官方指导价和经销商价格对比	23
表 12: 部分预计将在 2023 年上市/换代的合资车型	23
表 13: 主流合资车企销量预测 (万辆)	24
表 14: 部分 2022 年上市的传统自主车企的车型	25
表 15: 部分预计将在 2022Q4 和 2023 年上市的传统自主车企的车型	26
表 16: 主流传统自主车企乘用车销量预测 (万辆)	27
表 17: 2017-2019 年合资新上市/换代的车型	28

表 18:	2017-2019 年自主品牌缺乏有竞争力的新车型	28
表 19:	传统自主品牌的车型价格向上	31
表 20:	比亚迪海豹和秦 PLUS EV 对比	34
表 21:	重点自主品牌 2022Q4-2023 年 (即将) 交付的新车型	35
表 22:	2019-2022 年 PHEV 储能装置主要供应商列举	38
表 23:	长城汽车主销车型相比合资同级别车型售价更低、性价比更高	38
表 24:	长城汽车、东风本田、东风日产的单车净利润对比	39
表 25:	空气悬架主流配置车型情况	43
表 26:	部分车型音响配置情况	44
表 27:	部分零部件厂商主要原材料梳理	46
表 28:	受益于渗透率提升的部分零部件标的梳理	48
表 29:	受益于国产替代的部分零部件标的梳理	48
表 30:	受益于自主崛起&新能源车高增的部分零部件标的梳理	49
表 31:	全球零部件百强供应商中的中资企业	50
表 32:	全球化布局较为领先的部分零部件厂商梳理	50
表 33:	混动产业链零部件公司梳理	51
表 34:	关注标的盈利预测	55

1. 2023 年行业总量趋稳，新能源依然高增长

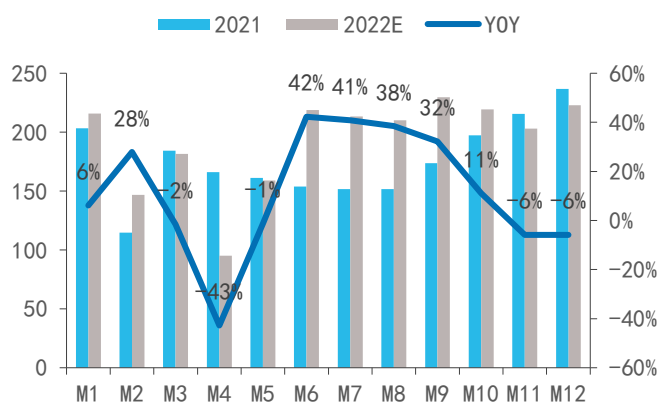
2023 年行业总量趋稳，新能源依然高增长。我们预计 2022 年乘用车批发销量有望达到 2315 万辆，同比增长 10%；其中新能源乘用车销量达到 655 万辆，同比增长 100%，新能源渗透率达到 28%。随着防疫政策的逐步优化，我们预计乘用车需求有望逐步复苏。我们预计，2023 年乘用车销量同比下降 1.5%，销量达到 2280 万辆，其中新能源乘用车销量有望达到 976 万辆，同比增长 49%，新能源渗透率达到 43%。我们预计 2023 年出口销量有望达到 325 万辆，同比增加 90 万辆。

1.1. 行业背景：2022 年乘用车总量、新能源渗透率均达到历史较高水平

2022 年乘用车行业复盘：

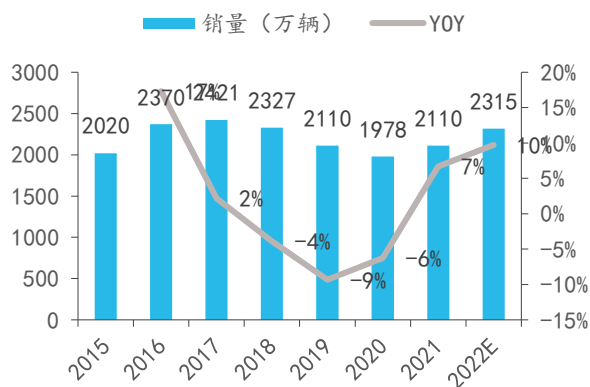
1-5 月，疫情严重带来零部件供应紧缺，乘用车累计销量 798 万辆，同比下降 3.8%。6-10 月，乘用车购置税减半的政策刺激、行业缺芯缓解，乘用车累计销量 1091 万辆，同比增长 31.8%。11 月受疫情影响乘用车销量同比下降 6%，1-11 月乘用车销量 2092 万辆，同比增长 12.0%。我们预计 2022 年全年乘用车批发销量有望达到 2315 万辆，同比增长 10%，达到历史较高的销量水平。

图1. 2021-2022E 乘用车月度销量（万辆）及同比增速（右轴）



资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

图2. 2015-2022E 乘用车年度销量及同比增速（右轴）



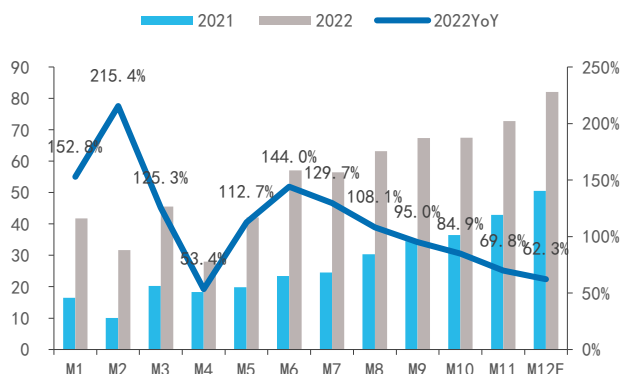
资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

2022 年新能源乘用车行业复盘：

1-11 月新能源乘用车累计销量达到 573.4 万辆，同比增长 107%，其中 7 月以来在传统车购置税减半的背景下，新能源同比增速逐步放缓。2022 年 1-11 月新能源渗透率达到较高水平，为 27.4%，相比 2021 年提升 11.8pct。

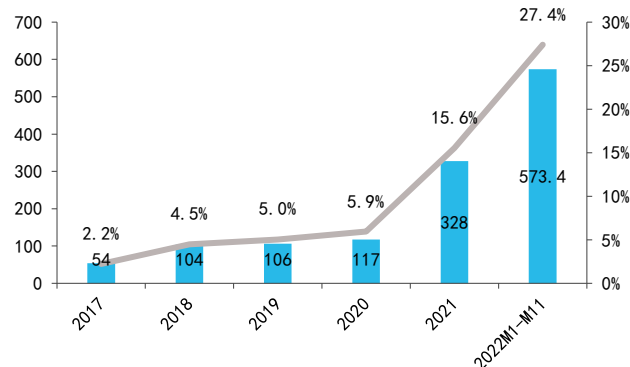
我们预计 2022 年新能源乘用车销量有望达到 655 万辆，同比增长 100%，新能源渗透率达到 28.3%。

图3. 2021-2022E 新能源乘用车月度销量（万辆）及同比增速（右轴）



资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

图4. 2017-2022 新能源乘用车销量（万辆）及新能源渗透率（右轴）

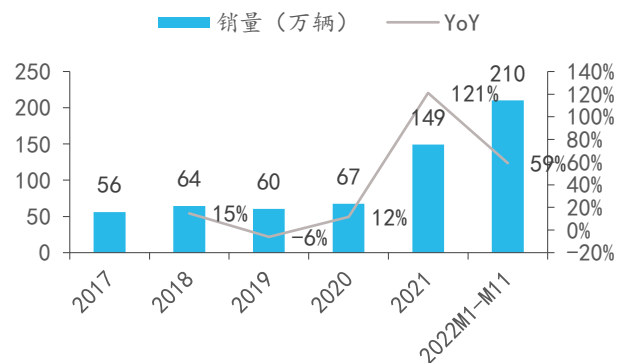


资料来源：乘联会、安信证券研究中心

2022年乘用车出口销量复盘：

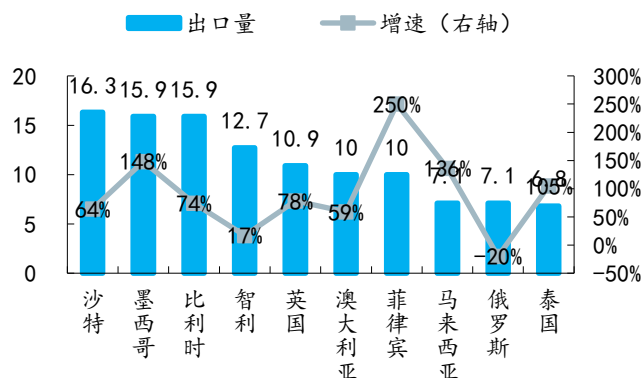
2022年延续了2021年出口销量高增长的态势，M1-M11乘用车出口销量达到210万辆，同比增长59%；2022年整车主要出口中东、北美、欧洲和东南亚地区，其中墨西哥、比利时和英国市场的表现较强。

图5. 2017-2022M1-M11 乘用车出口销量



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

图6. 2022年1-10月国内乘用车出口量前十国家（万辆）



资料来源：崔东树公众号、安信证券研究中心

2022年乘用车出口销量贡献较大的车企主要有上汽集团（自主+上汽通用+五菱）、奇瑞、特斯拉、吉利、长安和长城。我们认为，2022年乘用车出口表现优异的原因在于：1) 外部：欧洲能源短缺带来制造成本提升，芯片等供应链紧缺，海外车企扩张速度放缓；2) 内部：自主车企燃油车产品力提升，新能源车技术走在前列，自主车企加速布局海外市场。我们预计2022年乘用车出口销量有望达到235万辆，同比增长57%。

图7. 2021-2022 前十月主要车企乘用车出口销量、主销车型和地区

制造商	2021销量 (万辆)	2021年份额	2022M1-M10累计销量 (万辆)	2022M1-M10份 额	2021M1-M10销 量(万辆)	增量 (万辆)	增速	主销车型	主销地区
合计	149	100%	185	100%	115	70	60%	-	-
奇瑞汽车	26	18%	36	19%	21	15	74%	瑞虎7、瑞虎5X、瑞虎8、瑞虎3X	南美、中东、俄罗斯等
上汽乘用车	32	21%	35	19%	22	13	61%	MG ZS、MG5、MG领航、MG3	欧洲、澳大利亚、北美
特斯拉中国	15	10%	22	12%	13	9	68%	Model 3、Model Y	欧洲、澳新、东南亚
吉利汽车	12	8%	16	9%	9	7	85%	博越、缤越	欧洲、中东、东亚、南美
上汽通用五菱	13	8%	13	7%	10	2	22%	宝骏530、宝骏510、五菱宏光S	东南亚、中东、南美
上汽通用	10	7%	11	6%	9	2	26%	昂科威、创酷、赛欧	北美、中美、南美、非洲、东南亚
长安汽车	8	5%	10	6%	7	4	55%	逸动、悦翔、长安CS35、长安CS75	俄罗斯、亚太、中东、北非
长城汽车	10	7%	9	5%	7	2	22%	哈弗初恋、哈弗H6	澳大利亚、俄罗斯、非洲、东南亚
易捷特	2	1%	5	3%	1	4	386%	Spring EV	欧洲
江淮汽车	3	2%	4	2%	3	1	38%	思皓QX	南美、欧洲、非洲、亚洲
其他	19	12%	24	13%	14	10	71%	-	-

资料来源：乘联会、安信证券研究中心

1.2. 总量判断：2023 年新能源车依然高增长，混动是亮点

随着防疫政策的逐步优化，我们预计乘用车需求有望逐步复苏：

参考印度尼西亚、马来西亚等国家，在防疫政策放开后乘用车销量经历 1-2 个月的短暂下滑（短期内感染率提升延缓购车需求）后呈现逐步上行的趋势。

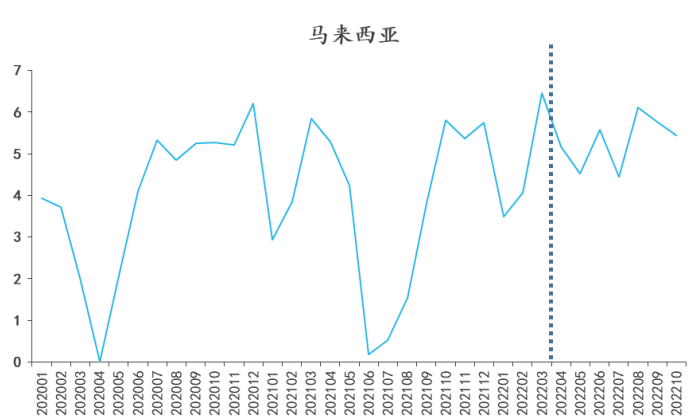
2022 年 12 月 7 日，《国家优化疫情防控新十条》出台，各地防疫政策先后放开，我们预计全面放开后乘用车行业将经历 2 个月左右的销量阵痛期，之后随着感染率的下行，乘用车需求有望逐步修复，销量环比上行。

图8. 印度尼西亚防疫政策放开前后乘用车销量（万辆）



资料来源：Marklines、安信证券研究中心

图9. 马来西亚防疫政策放开前后乘用车销量（万辆）



资料来源：Marklines、安信证券研究中心

悲观情况下，2023 年乘用车补贴可能退出

1) 国补退出：

按照此前政策规划，2023 年传统乘用车（售价不超过 30 万元，2.0L 排量及以下）购置税率从 5% 恢复至 10%，以售价为 15 万元的燃油车为例，相当于补贴退坡 6637 元。

新能源车方面，2023 年新能源车国家补贴退出，其中 400km 以上的纯电动车补贴标准为 1.26 万元，插电混动车补贴标准为 4800 元，总体上 2023 年插电混动车的国补退坡幅度小于传统车。

表1：2023年传统车和新能源车补贴可能退出

		传统车	新能源车（20万元以内）		
		（售价不超过30万元，2.0L排量及以下）	300km≤续航<400km EV	400km及以上续航EV	50km续航以上PHEV
2022年	购置税	购车价格*5%/(1+13%)=购车价格*4.42%	0	0	0
	新能源补贴标准	0	0.91万元	1.26万元	0.48万元
2023年	购置税	购车价格*10%/(1+13%)=购车价格*8.85%	0	0	0
	新能源补贴标准	0	0	0	0

资料来源：工信部、安信证券研究中心

2) 地方补贴可能退出：2022年4月份以来多地出台补贴和优惠政策刺激传统车和新能源车消费，补贴金额多在5千元左右。

表2：2022年各地乘用车补贴政策

省份	城市	执行时间	补贴对象	补贴金额（每辆）
上海	上海	6月1日-12月31日	置换纯电动汽车	1万
	嘉定区	6月1日-12月31日	购买15万元以下新能源车 购买15万元以上新能源车	1万 2万
广东	深圳	5月23日-12月31日	购买新能源车	最高1万
	佛山南海	6月1日-12月31日	购买新能源汽车	5千-1.5万，叠加以旧换新最高2.3万
	深圳龙岗	6月22日-12月31日	购买15-25万新能源车 购买25万以上新能源车	5千 1万
	中山	5月20日-12月31日	购买新车	2千-1.2万
			以旧换新（新能源车） 以置换汽（传统+新能源车）	3千-1.3万 1万-2.2万
珠海香洲区	4月3日-12月31日	购买新车	2千-1.2万	
北京	北京	6月1日-12月31日	购买新能源乘用车	最高1万元
浙江	温州	22年全年	报废旧车，购买新能源车	2千
重庆	荣昌区	4-12月	以旧换新（新能源乘用车）	3千
			购买新能源乘用车	2千
			苏州太湖	22年全年
江苏	无锡惠山区	6、9、12月	购买新能源汽车	最高5千（每月前200台）+2千（贴息补贴）
	无锡经开区	5月-12月	新能源车独立法人销售公司 购买新能源车	5千（每月前200台） 2千
安徽	合肥	9月8日-12月31日	购买轴距≥2.2米且纯电续航里程（工况法）≥250公里的纯电动乘用车	按照中央财政补助标准1:0.5的比例给予地方配套补助
		9月8日-12月31日	购买其他规格类型新能源汽车	按中央财政补助标准1:0.2的比例给予地方配套补助
山东	全省	22年全年	购买新能源车	3千-6千
			购买燃油乘用车	2千-5千
			报废旧车并购买新能源车	4千-7千
			报废旧车并购买燃油乘用车	3千-6千
山西	太原	9月1日-12月16日	购买6万元以上新能源车	3千-6千
	临汾	6月15日-12月31日	购买新能源车	3千-6千
	晋中	6月15日-12月31日	购买新能源车	3千-6千
湖北	全省	6月-12月	报废旧车并购买新能源车	8千
			报废旧车并购买燃油汽车	3千
			转出旧车并购买新能源车	5千
			转出旧车并购买燃油汽车	2千
海南	全省	22年全年	购买新能源新车（一年内充电量大于2000度）	2千元
			购买新能源新车（一年内充电量小于2000度）	1500元
江西	全省	9月21日	购买燃油汽车新车	2千-5万（以抽奖形式发放补贴，奖金分别为2千、5千、2万、5万，奖池共3600万元）
			购买新能源新车	5千（以抽奖形式发放补贴，奖池共1000万元）
吉林	全省	5月27日-12月31日	购买传统燃油乘用车	2千-5千
			购买新能源乘用车	3千-6千

资料来源：各地政府官网、安信证券研究中心

2023年乘用车出口增量有望对冲行业补贴退出带来的下行压力：

随着上汽、比亚迪、吉利、长城等头部车企加速布局海外市场，根据各家主机厂的出口销量规划和新车型布局，我们保守预计2023年出口销量有望达到325万辆，同比增长38%。2023年乘用车出口销量相比2022年有望增加90万辆，预计其中贡献较大的有：上汽集团增加32万（上汽乘用车25万+五菱5万+通用2万）、奇瑞增加16万，比亚迪增加15万、长城增加6万、特斯拉增加5万。

图10. 2022-2023E 重点车企乘用车出口销量

车企	2021销量 (万辆)	2022E销量 (万辆)	2023E销量 (万辆)	2023E增量 (万辆)	贡献增量的车型	主要出口市场	规划
上汽乘用车	32	43	68	25	MG MULAN、MGEH32	欧洲；澳新、中东、墨西哥、南美等地区	2025年上汽预计海外年销量达到150万辆，其中欧洲市场新能源车占比80%；2025年形成欧洲、东盟、南亚等多个十万级市场；2025年MG在海外的销量达到110万辆，海外产量占海外销量比例达到50%
上汽通用五菱	13	15	20	5	宝骏703、五菱E230 EV、五菱宏光	印尼、日本	
上汽通用	10	13	15	2	雪佛兰科沃兹	墨西哥、中北美地区	
奇瑞汽车	26	47	63	16	欧萌达、艾瑞泽8、星途瑶光、瑞虎9	南美、中东、俄罗斯	未来5年奇瑞计划研发投入1000+亿，布局包括北美、南美、欧洲、中亚六大研发中心，加速向全球科技公司转型
比亚迪汽车	1	5	20	15	元PLUS EV、唐EV、汉EV、海豚、秦PLUS Dmi、宋DM	欧洲、日本、拉美、中东	2022年元PLUS EV 10月出口约7千台；11月比亚迪海外销量达到1.2万台
特斯拉中国	15	30	35	5	Model 3、Model Y	欧洲、澳新、东南亚	2022年8月特斯拉上海工厂产能从75万提升至110万
吉利汽车	12	19	21	2	领克05、极氪001、几何C	欧洲、中东	到2025年实现全球销量365万辆，海外销量60万；于明年年初向欧盟出口极氪001，预计2025年极氪海外出口达10万辆；领克重点布局欧洲
长安汽车	8	13	15	2	UNI系列、CS系列	俄罗斯、亚太、中东、北非	到2025年计划建成2-3个海外制造基地；2023年长安品牌销量达450万辆，其中海外占比达到30%即135万辆；未来还将计划分别在欧洲和北美建立总部
长城汽车	10	12	18	6	好猫、坦克300、摩卡PHEV、哈弗H6 PHEV	欧洲、东南亚	2025年全球产销目标400万辆，海外100万辆；2022年10月长城汽车海外出口乘用车1.4万辆；2022年10月哈弗H6 PHEV在泰国上市，摩卡PHEV和欧拉好猫在欧洲上市
其他	22	38	50	12	-	-	-
合计	149	235	325	90	-	-	-

资料来源：乘联会、各车企官网和公众号、新浪汽车、安信证券研究中心预测

2023年乘用车销量预测：

2023年Q1面临防疫放开初期短期感染率上升、春节、补贴可能退出等影响因素，预计乘用车产销将受到压制；后续随着疫情逐步缓解，需求有望逐步复苏，乘用车产销有望逐步回暖。

乐观情况下，假设防疫放开后需求恢复较快、并且购置税优惠延续，我们预计2023年Q1-Q4环比增速分别为-27%、+21%、+12%、+17%，同比增速分别为-14%、+20%、-2%、+16%，全年销量同比增长5%；

悲观情况下，假设防疫放开需求恢复较慢、并且购置税优惠退出，我们预计2023年Q1-Q4环比增速分别为-32%、+17%、+10%、+12%，同比增速分别为-20%、+8%、-14%、-2%，全年销量同比下降8%；

我们预计2023年乘用车销量同比增速在-8%到+5%之间，中性估计，我们预计2023年乘用车销量同比下降1.5%，销量有望达到2280万辆。

图11. 2023 年乘用车销量乐观估计 (万辆)

销量 (万辆)	季度				合计
	Q1	Q2	Q3	Q4	
2019	516	479	505	610	2110
2020	282	485	545	666	1978
2021	502	481	477	650	2110
2022E	544	473	653	645	2315
2023E	470	569	640	746	2425
YOY	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2019	-14%	-14%	-6%	-4%	-9%
2020	-45%	1%	8%	9%	-6%
2021	78%	-1%	-12%	-2%	7%
2022E	8%	-2%	37%	-1%	10%
2023E	-14%	20%	-2%	16%	5%
MOM	Q1	Q2	Q3	Q4	
2019	-19%	-7%	5%	21%	
2020	-54%	72%	12%	22%	
2021	-25%	-4%	-1%	36%	
2022E	-16%	-13%	38%	-1%	
2023E	-27%	21%	12%	17%	

资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

图12. 2023 年乘用车销量悲观估计 (万辆)

销量 (万辆)	季度				合计
	Q1	Q2	Q3	Q4	
2019	516	479	505	610	2110
2020	282	485	545	666	1978
2021	502	481	477	650	2110
2022E	544	473	653	645	2315
2023E	436	509	562	630	2137
YOY	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2019	-14%	-14%	-6%	-4%	-9%
2020	-45%	1%	8%	9%	-6%
2021	78%	-1%	-12%	-2%	7%
2022E	8%	-2%	37%	-1%	10%
2023E	-20%	8%	-14%	-2%	-8%
MOM	Q1	Q2	Q3	Q4	
2019	-19%	-7%	5%	21%	
2020	-54%	72%	12%	22%	
2021	-25%	-4%	-1%	36%	
2022E	-16%	-13%	38%	-1%	
2023E	-32%	17%	10%	12%	

资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

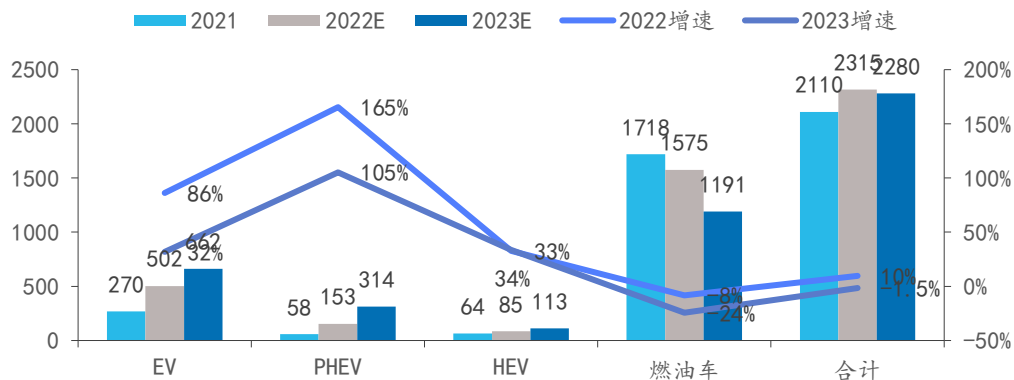
2023 年新能源乘用车销量预测：

新能源乘用车方面，2023 年新能源车优质供给显著增多，尤其是插电混动车和 20 万以上纯电动车。

我们假设：1) 2023 年新车型能够及时上市；2) 2024 年新能源车免购置税优惠退出，2023Q4 新能源车行业冲量抢装，2023Q4 销量环比增幅较大。

结合各新能源车型的产品力和竞争力，我们对各车企细分车型的销量进行预测，我们预计，2023 年纯电动车销量同比增长 32%，达到 662 万辆；插电混动销量同比增长 105%，达到 314 万辆。2023 年新能源乘用车销量有望达到 976 万辆，同比增长 49%，新能源渗透率达到 43%。

图13. 2021-2023E 乘用车分燃料类型销量 (万辆) 及增速 (右轴)

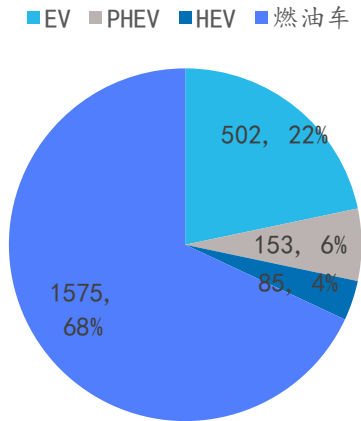


资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

2023 年乘用车结构预测：

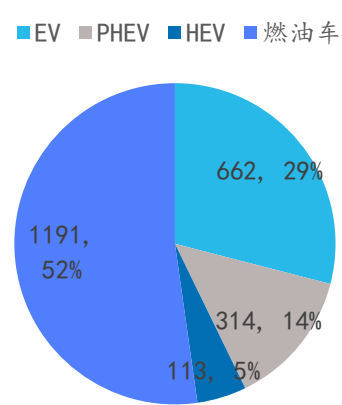
2023 年纯电动销量有望达到 662 万，占比 29%，同比提升 7pct；2023 年插电混动销量有望达到 314 万，占比 14%，同比提升 8pct。2023 年纯电和插电混动比例有望达到为 2.1:1 (2022 年该占比预计为 3.3:1)。2023 年油电混动销量有望达到 113 万，占比 5%，同比提升 1pct；2023 年燃油车销量有望达到 1191 万，占比 52%，同比下降 16pct。

图14. 2022E 乘用车分燃料类型销量（万辆）及占比



资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

图15. 2023E 乘用车分燃料类型销量（万辆）及占比



资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

2. 竞争格局：行业竞争趋于激烈，自主品牌产品周期强

2023 年新能源车优质供给大幅增加，整体竞争趋于激烈。分价格带来看：10-20 万元新能源车市场空间较大（约 1081 万辆），渗透率较低（2022Q1-Q3 24%），格局相对较好，未来新车较多。20-30 万和 30 万以上新能源车均有 300-400 万辆的潜在空间，2022Q1-Q3 渗透率分别为 28%和 26%，未来新车型较多，竞争压力较大。我们预计，2023 年 10-20 万、20-30 万和 30 万以上的新能源车销量分别有望达到 417、231 和 184 万辆，分别同比增加 137、110 和 81 万辆。分车企来看：2023 年新势力新品战略偏防守，主要由 2022 年底的新车和 2023 年的换代车型贡献增量，预计其市占率稳中有升；2023 年合资车企新车型较少，预计其销量份额将继续下滑；2023 年传统自主车企产品周期较强，销量份额有望持续提升。2017-2019 年乘用车行业下行期，合资车企凭借较强产品周期实现份额和利润双增，同期自主份额和利润率持续下行；我们认为在 2023 年行业增速放缓的背景下依旧有结构性投资机会，自主车企有望凭借强势产品周期实现销量、份额提升和盈利边际改善。

2.1. 总体：新能源车供给大幅扩张，整体竞争加剧

从 2022 年 1-10 月新能源车累计销量的份额来看，相比 2021 年实现份额明显提升的仅比亚迪一家。凭借 Dmi 超级混动和 e 平台 3.0 车型的持续热销，比亚迪 2022 年 1-10 月新能源车累计销量达到 139 万辆，份额达到 28%，相比 2021 年提升 10pct；特斯拉、上汽通用五菱 2022 年 1-10 月新能源车累计销量分别达到 55 和 45 万辆，份额分别为 11%和 9%，相比 2021 年分别下降 3pct 和 5pct；理想、蔚来和小鹏 2022 年的新能源累计销量份额均约为 2%，相比 2021 年均下降 1pct。

图16. 重点车企 2021-2022 前十月累计销量及份额变化

车企	2021销量 (万辆)			2021年份额	2022M1-M10销量 (万辆)			2022M1-M10份额	相比去年变化
	EV	PHEV	新能源		EV	PHEV	新能源		
比亚迪汽车	32	28	60	18%	69	71	139	28%	10%
吉利汽车	6	2	8	3%	17	6	22	4%	2%
长安汽车	8	0	8	2%	15	2	17	3%	1%
奇瑞汽车	10	0	10	3%	20	0	20	4%	1%
金康赛力斯	0	1	1	0%	0	6	6	1%	1%
广汽埃安	12	0	12	4%	21	0	21	4%	1%
东风乘用车	4	0	4	1%	9	0	9	2%	1%
零跑汽车	4	0	4	1%	9	0	9	2%	1%
合众新能源	7	0	7	2%	13	0	13	3%	0%
华晨宝马	2	2	5	1%	3	2	4	1%	-1%
雷丁汽车	3	0	3	1%	2	0	2	0%	-1%
威马汽车	4	0	4	1%	3	0	3	1%	-1%
理想汽车	0	9	9	3%	0	10	10	2%	-1%
朋克汽车	4	0	4	1%	1	0	1	0%	-1%
小鹏汽车	10	0	10	3%	10	0	10	2%	-1%
蔚来汽车	9	0	9	3%	9	0	9	2%	-1%
上汽集团	11	5	16	5%	15	4	19	4%	-1%
长城汽车	14	0	14	4%	9	2	11	2%	-2%
特斯拉中国	47	0	47	14%	55	0	55	11%	-3%
上汽通用五菱	45	0	45	14%	45	0	45	9%	-5%

资料来源：乘联会、安信证券研究中心

2023 年新能源新车型供给有望大幅扩张。2022 年前三季度交付的新能源新车型有 35 款，其中包含 24 款纯电动车、11 款插电混动车。

表3：2022 年前三季度开启交付的新能源车

类型	车企	车型	
EV	比亚迪汽车	元 PLUS EV、海豹 EV	
	长城汽车	芭蕾猫	
	上汽通用五菱	晴空 EV、奇遇 EV	
	小鹏汽车	小鹏 G9 EV	
	蔚来汽车	蔚来 ET7 EV、蔚来 ET5 EV、蔚来 ES7 EV	
	零跑汽车	零跑 C01 EV	
	上汽集团	MG Mulan EV、智己 L7 EV	
	一汽奥迪	奥迪 Q4 e-tron EV	
	吉利汽车	几何 E EV、几何 M6 EV、几何 G6 EV	
	长安汽车	逸动 EV、糯玉米 EV、深蓝 SL03 EV	
	华晨宝马	宝马 i3 EV	
	广汽本田	极湃 1 EV	
	东风本田	本田 e:NS1 EV	
	东风乘用车	纳米 Box EV	
	金康赛力斯	问界 M5 EV	
	PHEV	比亚迪汽车	驱逐舰 05 DM
		理想汽车	理想 L9 EREV
		吉利汽车	帝豪 L PHEV
		长城汽车	摩卡 PHEV、拿铁 PHEV、哈弗 H6 PHEV
		岚图汽车	梦想家
长安汽车		长安 UNI-K PHEV、欧尚 Z6 PHEV、深蓝 SL03 EREV	
金康赛力斯	问界 M7 EREV		

资料来源：汽车之家、各企业公众号和官网、安信证券研究中心

2022Q4 至 2023 年预计至少有 66 款新车型（即将）交付，其中包括 32 款纯电动车，34 款插电混动，新能源车供给迎来大幅扩张。

表4：2022Q4-2023 年（即将）交付的部分新能源车

类型	车企	车型
EV	长城汽车	沙龙机甲龙、闪电猫、欧拉 SUV 新车型、朋克猫
	长安汽车	深蓝 C673、阿维塔 11、阿维塔新车型
	一汽丰田	新车型
	小鹏汽车	B 级 SUV、C 级新车
	蔚来汽车	蔚来 EC7 EV、蔚来 ES5 EV
	零跑汽车	零跑 C12、零跑 A11
	理想汽车	SUV 新车型
	金康赛力斯	问界 M9
	吉利汽车	几何 M2、几何 B 级轿车、极氪 009、极氪 A 级 SUV、极氪 C 级轿车、smart 精灵 1
	合众新能源	哪吒 S、哪吒 E
	广汽丰田	bz4x、新车型
	广汽埃安	埃安 A02、埃安 A19
	比亚迪汽车	海鸥、海狮、腾势 D9、腾势中大型 SUV、腾势中型 SUV
PHEV	长城汽车	魏 80、MPV PHEV、圆梦 PHEV、轿车 PHEV、美梦 PHEV、坦克 500PHEV、哈弗 H-Dog PHEV、哈弗 A1、哈弗 B1、哈弗 A2、哈弗 B2、哈弗 C1
	长安汽车	CS75 PHEV、CS55 PHEV、深蓝 C673 EREV
	上汽集团	新车型
	零跑汽车	零跑 C11 增程版
	理想汽车	理想 L8、理想 L7
	岚图汽车	追光
	金康赛力斯	问界 M9 EREV
	吉利汽车	星越 L Hi·X、吉利 SUV 新车 1、SUV 新车 2、轿车新车、领克新车型
	合众新能源	哪吒 S 增程版
	比亚迪汽车	护卫舰 07、登陆舰 07、驱逐舰 07、登陆舰 05、腾势 D9 DM、腾势中大型 SUV、腾势中型 SUV

资料来源：汽车之家、各企业公众号和官网、安信证券研究中心

随着新能源优质供给逐步增多，新能源车行业逐步进入拼成本、性价比时代。例如，2022 年 9 月 23 日小鹏 G9（上市后仅两天）调整车型命名及配置，将部分选装配置升级为标配，相当于变相降价 2.2-3 万元，回归性价比路线，调整原因或为订单压力以及竞争加剧。再例如，10 月 24 号起特斯拉 Model 3 后驱/高性能版补贴后售价分别降价 1.4/1.6 万元至 26.59/34.99 万元，Model Y 后驱/长续航/高性能版补贴后售价分别降价 2.8/3.7/2.0 万元至 28.89/35.79/39.79 万元，降价原因主要为产能提升+同级竞品增多。

表5: 小鹏 G9 上市两天后变相降价 2.2-3 万元

版本	售价 (万元)	配置变化	调整前价格 (万元)	相当于降价 (万元)
570Plus (原 570G)	30.99	标配高速 NGP	—	—
570Pro (原 570E)	32.99	标配 5D 座舱 (原有高速 NGP)	35.19	2.2
570Max (新增)	34.99	标配 5D 座舱和 XNGP	37.99	3
702Pro (原 702E)	34.99	标配 5D 座舱 (原有高速 NGP)	37.19	2.2
702Max (新增)	36.99	标配 5D 座舱和 XNGP	39.99	3
650 性能版 Pro (原 650E)	39.99	标配 5D 座舱 (原有高速 NGP)	42.19	2.2
650 性能版 Max (原 650X)	41.99	—	44.99	3
650 上市纪念版	46.99	—	46.99	0

注:1) 5D 座舱包含 XOPERA 小鹏音乐厅、Nappa 真皮座椅、主/副驾座椅多向电动调节、主/副驾座椅按摩及律动功能、智能香氛系统(大师定制香氛)、美妆空间(带副驾智能美妆镜)和方向盘加热。

2) XNGP 包含 双 NVIDIA Drive Orin 超级计算平台、双激光雷达、高速 NGP 智能导航辅助驾驶增强版、城市 NGP 智能导航辅助驾驶、全场景智能辅助驾驶和车载 5G 网络。

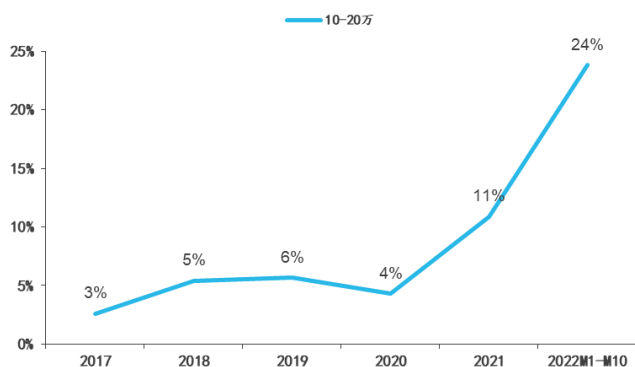
资料来源: 小鹏汽车 APP、安信证券研究中心

2.2. 分价格带分析: 20 万以上价格带竞争趋于激烈, 10-20 万竞争格局相对较好

2.2.1. 10-20 万: 市场容量较大、格局相对较好

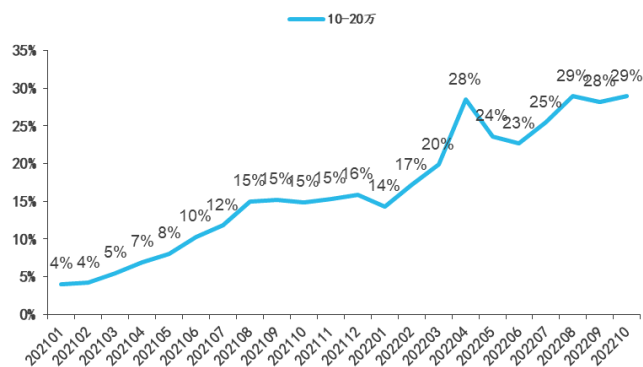
2022 年 10-20 万元乘用车份额达到 47%, 以 2300 万总量计算, 预计约有 1081 万辆的潜在空间, 市场容量较大。2022 年 1-10 月 10-20 万元乘用车新能源渗透率为 24%, 还有较大的提升空间。

图17. 2017-2022 年前十月 10-20 万元新能源车渗透率



资料来源: 乘联会、安信证券研究中心

图18. 2021M1-2022M10 10-20 万元新能源车渗透率



资料来源: 乘联会、安信证券研究中心

2022 年 10-20 万的热销车型主要有比亚迪的宋 DM (Plus+Pro)、秦 PLUS DM、海豚、元 PLUS、秦 PLUS EV 以及广汽埃安的埃安 Y 和埃安 S PLUS; 相比 2021 年主要新增比亚迪海豚和元 PLUS EV。

图19. 2021 年和 2022 年 10-20 万元热销新能源车型

2022年M1-M10 10-20万元新能源车累计销量前10名					2021年10-20万元新能源车累计销量前10名				
制造商	车型	类型	销量(辆)	份额	制造商	车系(细分)	燃油类型	销量(辆)	份额
比亚迪汽车	宋 DM	PHEV	292192	14%	比亚迪汽车	秦PLUS DM	PHEV	113656	11%
比亚迪汽车	秦PLUS DM	PHEV	170141	8%	比亚迪汽车	宋 DM	PHEV	79508	8%
比亚迪汽车	海豚 EV	BEV	153280	7%	广汽埃安	埃安S EV	BEV	69219	7%
比亚迪汽车	元PLUS EV	BEV	143188	7%	比亚迪汽车	秦PLUS EV	BEV	56151	5%
比亚迪汽车	秦PLUS EV	BEV	96494	5%	长城汽车	欧拉好猫 EV	BEV	50931	5%
广汽埃安	埃安Y EV	BEV	93816	4%	比亚迪汽车	元 EV	BEV	41402	4%
广汽埃安	埃安S Plus EV	BEV	69273	3%	比亚迪汽车	比亚迪e2 EV	BEV	34265	3%
东风乘用车	风神E70 EV	BEV	60894	3%	广汽埃安	埃安Y EV	BEV	34108	3%
长城汽车	欧拉好猫 EV	BEV	60879	3%	东风乘用车	风神E70 EV	BEV	30411	3%
比亚迪汽车	宋 EV	BEV	51704	2%	小鹏汽车	小鹏G3 EV	BEV	29721	3%

资料来源：乘联会、安信证券研究中心

我们预计 22 年底至 23 年有至少 18 款 10-20 万元新能源新车型；其中大部分为插混车型，有望抢占 10-20 万元传统车市场，带动此价格带的新能源渗透率持续提升。

图20. 22Q4 至 23 年（即将）交付的部分 10-20 万元新能源新车型

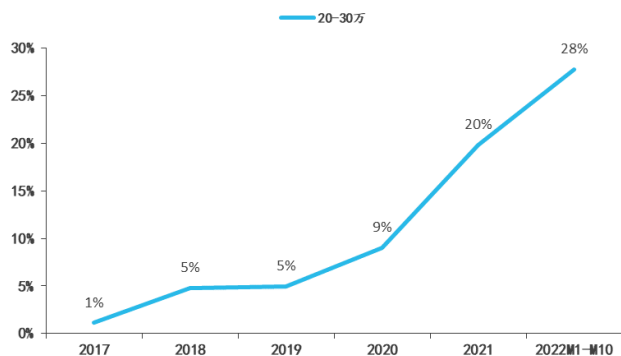
类型	制造商	车型	交付时间	级别	价位	轴距mm	车长mm	续航里程km	主要竞品
EV	长城欧拉	欧拉SUV新车型	2023Q2	A级SUV	10-20万	-	-	-	比亚迪宋PLUS EV、广汽埃安Y
	零跑汽车	零跑A11	2023Q3	A级SUV	10-20万	-	-	-	比亚迪宋PLUS EV、广汽埃安Y
	合众新能源	哪吒E	2023Q2	A级SUV	10-20万	-	-	-	比亚迪元PLUS EV、广汽埃安Y
PHEV	长城哈弗	哈弗 H-Dog PHEV	2023Q1	A级SUV	10-20万	2810	4705	43 (WLTC)	宋PLUS Dmi、北京BJ40
	长城哈弗	哈弗A1	2023Q1	-	10-20万	-	-	-	-
	长城哈弗	哈弗B1	2023Q1	-	10-20万	-	-	-	-
	长城哈弗	哈弗A2	2023Q2	-	10-20万	-	-	-	-
	长城哈弗	哈弗B2	2023Q2	-	10-20万	-	-	-	-
	长城哈弗	哈弗C1	2023Q3	-	10-20万	-	-	-	-
	长安汽车	UNI-V iDD	2022Q4	A级轿车	10-20万	2750	4680	100	比亚迪秦PLUS
	长安汽车	CS75 PHEV	2023Q1	A级SUV	10-20万	2710	4700	预计100	比亚迪宋PLUS DM-i、哈弗H6 PHEV
	长安汽车	CS55 PHEV	2023Q2	A级SUV	10-20万	2650	4500	预计100	比亚迪宋Pro dmi
	上汽集团	新车型	2023Q1	A级	10-20万	-	-	-	-
	零跑汽车	零跑C11增程版	2023Q1	B级SUV	10-20万	2930	4780	285	大众途观L、大众探岳
	吉利汽车	SUV新车型1	2023Q2	A+SUV	10-20万	-	-	-	哈弗四代H6 PHEV
	吉利汽车	轿车新车型	2023Q3	-	10-20万	-	-	-	-
	比亚迪汽车	驱逐舰07	2023Q2	B级轿车	10-20万	2820	4820	46 (WLTC)/82 (WLTC)	本田雅阁、丰田凯美瑞
	比亚迪汽车	登陆舰05	2023Q3	A级MPV	10-20万	-	-	-	广汽本田奥德赛

资料来源：各企业官网和公众号、汽车之家、安信证券研究中心

2.2.2. 20-30 万：竞品数量多、竞争压力大

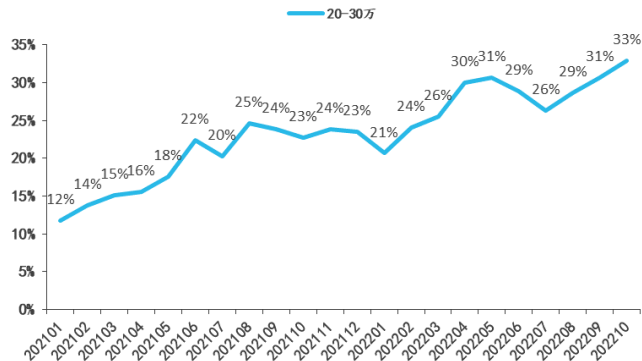
2022 年 20-30 万元乘用车份额为 17%，以 2300 万总量计算，预计约有 391 万辆的潜在空间，较 10-20 万元乘用车的市场容量较小。2022 年 1-10 月 20-30 万元乘用车新能源渗透率达到 28%，渗透率较高。

图21. 2017-2022 年前十月 20-30 万元新能源车渗透率



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

图22. 2021M1-2022M10 20-30 万元新能源车渗透率



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

2022 年 20-30 万元的热销车型主要有特斯拉 Model 3、比亚迪的汉 EV、汉 DM、唐 DM、小鹏 P7、问界 M5，其中相比 2021 年新增了问界 M5 EREV。

图23. 2021 年和 2022 年 20-30 万元热销新能源车型

2022年M1-M10 20-30万元新能源车累计销量前10名					2021年20-30万元新能源车累计销量前10名				
制造商	车型	类型	销量(辆)	份额	制造商	车型	燃油类型	销量(辆)	份额
特斯拉中国	Model 3 EV	BEV	204535	23%	特斯拉中国	Model 3 EV	BEV	272972	38%
比亚迪汽车	汉 EV	BEV	117844	13%	比亚迪汽车	汉 EV	BEV	87189	12%
比亚迪汽车	汉 DM	PHEV	94343	10%	小鹏汽车	小鹏P7 EV	BEV	60569	8%
比亚迪汽车	唐 DM	PHEV	92073	10%	比亚迪汽车	唐 DM	PHEV	48152	7%
小鹏汽车	小鹏P7 EV	BEV	54290	6%	比亚迪汽车	汉 DM	PHEV	30476	4%
金康赛力斯	问界M5 EREV	EREV	42065	5%	一汽大众	大众ID. 4 Crozz EV	BEV	26853	4%
一汽大众	大众ID. 4 Crozz EV	BEV	38322	4%	上汽大众	大众ID. 4 X EV	BEV	23174	3%
上汽大众	大众ID. 4 X EV	BEV	28955	3%	一汽轿车	红旗E-QM5 EV	BEV	16641	2%
广汽埃安	埃安V EV	BEV	28353	3%	广汽埃安	埃安V EV	BEV	15825	2%
一汽大众	大众ID. 6 Crozz EV	BEV	22317	2%	东风本田	本田CR-V 锐·混动e+	PHEV	13289	2%

资料来源：乘联会、安信证券研究中心

预计 2023 年有至少 21 款 20-30 万元新能源新车型（其中有 12 款纯电动新车型、9 款插混新车型）。市场容量较小+同价位竞品较多，20-30 万元新能源车型面临的竞争压力较大。其中的大部分纯电动车（例如埃安 A02、埃安 A19、欧拉闪电猫、哪吒 S、深蓝 G673 EV 等）均对标特斯拉 Model 3 或 Model Y，此外，特斯拉车型售价可能继续下探，预计 2023 年此价位市场竞争较为激烈。

图24. 22Q4至23年(即将)交付的部分20-30万元新能源新车型

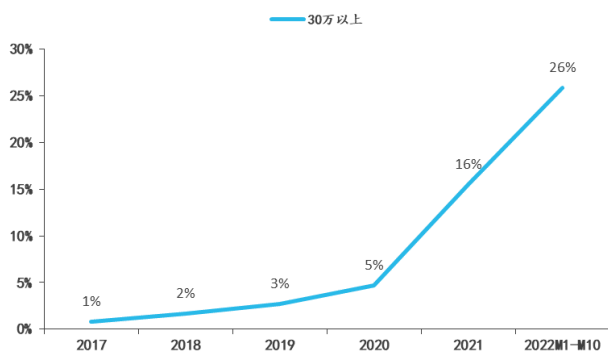
类型	制造商	车型	交付时间	级别	价位	轴距mm	车长mm	续航里程km	主要竞品	
EV	长城欧拉	欧拉朋克猫	2023Q4	C级SUV	20-30万	-	-	-	-	
	长安深蓝	深蓝C673	2023Q2	B级SUV	20-30万	-	-	-	特斯拉Model Y、比亚迪海狮	
	小鹏汽车	B级SUV	2023Q2	B级SUV	20-30万	-	-	-	-	
	零跑汽车	零跑C12	2023Q2	C级SUV	20-30万	-	-	-	特斯拉Model Y、唐EV	
	吉利几何	几何B级轿车	2023Q2	B级轿车	20-30万	-	-	-	零跑C01、哪吒S	
	极氪极氪	极氪A级SUV	2023Q2	A级SUV	20-30万	-	-	-	宝马X1、奥迪Q3	
	合众新能源	哪吒S	2022Q4	B级轿车	24.58-33.88万	2980	4980	715/650	比亚迪海豹、比亚迪汉	
	广汽丰田/一汽丰田	新车型	2023H2	-	20-30万	-	-	-	-	
	广汽埃安	埃安A02	2023Q2	B级轿车	20-30万	-	-	500-700	比亚迪海豹、特斯拉Model 3	
	广汽埃安	埃安A19	2023Q3	B级SUV	20-30万	-	-	-	特斯拉Model Y	
	比亚迪腾势	腾势中型SUV	2023Q2	B级SUV	20-30万	-	-	-	理想ONE、蔚来ES8	
	比亚迪汽车	海狮	2023Q2	B级SUV	20-30万	-	-	-	特斯拉Model Y	
	PHEV	长城魏牌	轿车PHEV	2023Q3	B级轿车	20-30万	-	-	-	-
		长城魏牌	美梦PHEV	2023Q4	B级SUV	20-30万	-	-	-	-
长安深蓝		深蓝G673 EREV	2023Q2	B级SUV	20-30万	-	-	-	大众探岳、大众途观L	
吉利汽车		星越L增程电动版	2022Q4	A级SUV	23.97-25.37万	2845	4770	205 (WLTC)	唐DMi、本田CR-V、丰田RAV4荣放	
吉利汽车		SUV新车型	2023Q3	B级	20-30万	-	-	-	-	
吉利领克		领克新车型	2023Q2	B级	20-30万	-	-	-	-	
比亚迪腾势		腾势中型SUV	2023Q2	B级SUV	20-30万	-	-	-	丰田汉兰达、本田冠道	
比亚迪汽车		护卫舰07	2022Q4	B级SUV	20-30万	2820	4820	46 (WLTC) / 71 / 82 (WLTC)	大众途观L、丰田汉兰达	
比亚迪汽车		登陆舰07	2023Q1	B级MPV	20-30万	-	-	-	广汽本田奥德赛、别克GL8	

资料来源：各企业官网和公众号、汽车之家、安信证券研究中心

2.2.3. 30万以上：新品较多、竞争趋于激烈

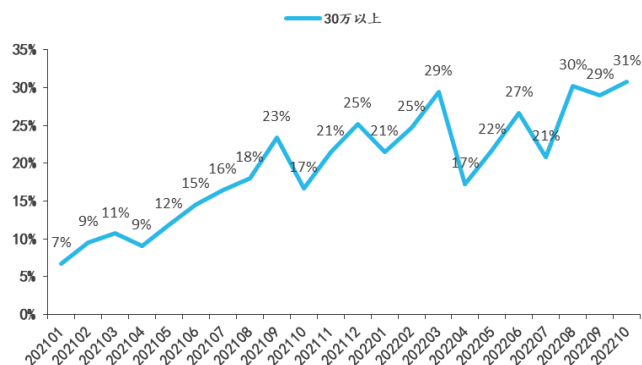
2022年30万以上乘用车份额为16%，以2300万总量计算，预计约有368万辆的潜在空间，市场容量较小。2022年1-10月30万元以上乘用车新能源渗透率达到26%，渗透率较高。

图25. 2017-2022年前十月30万元以上的新能源车渗透率



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

图26. 2021M1-2022M10 30万元以上的新能源车渗透率



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

2022年30万元以上的热销车型主要有特斯拉的Model Y、理想ONE、极氪001、蔚来ES6、理想L9；和2021年相比，2022年极氪001和理想L9表现优异。

图27. 22Q4至23年交付的部分30万元以上新能源新车型

2022年M1-M10 30万元以上新能源车累计销量前10名					2021年30万元以上新能源车累计销量前10名				
制造商	车型	类型	销量(辆)	份额	制造商	车系(细分)	燃油类型	销量(辆)	份额
特斯拉中国	Model Y EV	BEV	350243	45%	特斯拉中国	Model Y EV	BEV	200131	41%
理想汽车	理想One EREV	EREV	77675	10%	理想汽车	理想One EREV	EREV	90491	18%
吉利汽车	极氪001 EV	BEV	49593	6%	蔚来汽车	蔚来ES6 EV	BEV	41474	8%
蔚来汽车	蔚来ES6 EV	BEV	38354	5%	蔚来汽车	蔚来EC6 EV	BEV	29905	6%
华晨宝马	宝马iX3 EV	BEV	20660	3%	华晨宝马	5系L PHEV	PHEV	23701	5%
北京奔驰	E级L PHEV	PHEV	19394	3%	华晨宝马	宝马iX3 EV	BEV	22446	5%
理想汽车	理想L9 EREV	EREV	19304	3%	蔚来汽车	蔚来ES8 EV	BEV	20050	4%
比亚迪汽车	唐 EV	BEV	18574	2%	北京奔驰	E级L PHEV	PHEV	7585	2%
蔚来汽车	蔚来ET7 EV	BEV	18487	2%	北京奔驰	EQC EV	BEV	6098	1%
蔚来汽车	蔚来EC6 EV	BEV	16156	2%	吉利汽车	极氪001 EV	BEV	6007	1%

资料来源：乘联会、安信证券研究中心

预计 2023 年有 22 款 30 万元以上新能源新车型（其中有 12 款纯电动新车型、10 款插混新车型）。市场容量较小+新车型较多，30 万元以上新能源车竞争较激烈。

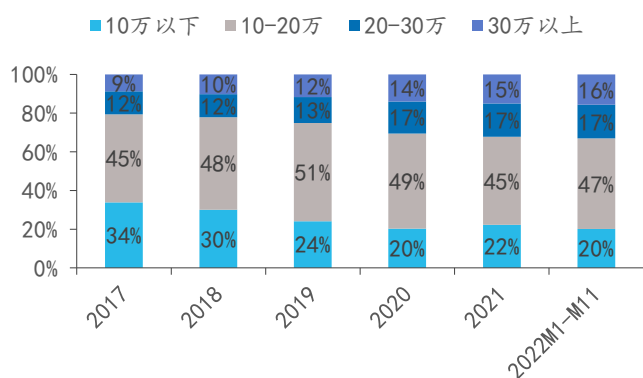
图28. 22Q4 至 23 年（即将）交付的部分 30 万元以上新能源新车型

类型	制造商	车型	交付时间	级别	价位	轴距mm	车长mm	续航里程km	主要竞品
EV	长城沙龙	沙龙机甲龙	2022Q4	C级轿车	40-50万	3040	5200	802	蔚来ET7
	长安阿维塔	阿维塔11	2022Q4	C级SUV	34.99-60.00万	2975	4880	600	特斯拉ModelY、蔚来ES8
	长安阿维塔	阿维塔新车型	2023Q3	-	30-40万	-	-	-	-
	小鹏汽车	C级新车	2023Q4	C级新车	30-40万	-	-	-	-
	蔚来汽车	蔚来EC7 EV	2023H1	C级SUV	40-50万	-	-	-	宝马X5、理想L8、阿维塔11
	蔚来汽车	蔚来ES5 EV	2023H1	B级SUV	30-40万	-	-	预计900	特斯拉ModelY、奥迪Q5L
	理想汽车	纯电动SUV	2023Q4	-	30-40万	-	-	-	-
	金康赛力斯	问界M9纯电版	2023Q3	C级SUV	40-50万	-	-	-	理想L9、小鹏G9
	吉利极氪	极氪009	2022Q4	C级MPV	49.90-58.80万	3205	5209	676	腾势D9、岚图梦想家、别克GL8、丰田赛那
	吉利极氪	极氪C级轿车	2023Q4	C级轿车	30-40万	-	-	-	蔚来ET7、雷克萨斯ES
	比亚迪腾势	腾势D9 EV	2022Q4	C级MPV	40-50万	3110	5250	620/600	极氪009、岚图梦想家
	比亚迪腾势	腾势中大型SUV	2023Q3	C级SUV	40-50万	-	-	-	宝马X5、奔驰GLE、理想L9、小鹏G9
PHEV	长城魏牌	魏80	2023Q1	C级SUV	30-40万	3050	5105	180 (WLTC)	理想L8
	长城魏牌	MPV PHEV	2023Q1	C级MPV	30-40万	-	-	-	广汽本田奥德赛、阿尔法、别克GL8
	长城魏牌	圆梦PHEV	2023Q2	B级SUV	30-40万	2915	4830	195/169 (WLTC)	-
	长城坦克	坦克500 PHEV	2023Q2	C级SUV	30-40万	2850	5070	-	丰田普拉多、jeep牧马
	理想汽车	理想L8	2022Q4	C级SUV	35.98-39.98万	3005	5080	168 (WLTC)	奥迪Q7、宝马X3、奔驰GLC
	理想汽车	理想L7	2023Q1	C级SUV	33.98-37.98万	3005	5050	175 (WLTC)	奥迪Q7、宝马X3、奔驰GLC
	岚图汽车	追光	2023Q1	C级轿车	30-40万	-	-	-	奥迪A6L、比亚迪汉
	金康赛力斯	问界M9增程版	2023Q2	C级SUV	40-50万	-	-	-	理想L9、小鹏G9
	比亚迪腾势	腾势D9 DM	2022Q4	C级MPV	30-40万	3110	5250	620/600	极氪009、岚图梦想家
	比亚迪腾势	腾势中大型SUV	2023Q3	C级SUV	30-40万	-	-	-	奥迪Q7、理想L8、小鹏G9

资料来源：各企业官网和公众号、汽车之家、安信证券研究中心

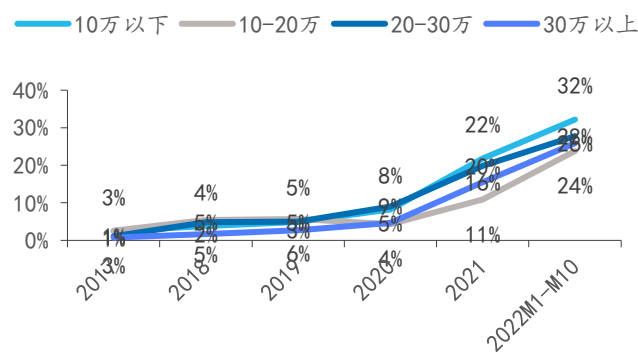
总结：10-20 万元乘用车市场容量较大（47%份额，约有 1081 万辆），2022Q1-Q3 新能源渗透率达到 24%，还有较大的提升空间，未来新车型较多且主要为插电混动车型，2023 年此价格带新能源渗透率有望持续提升。20-30 万元乘用车市场约有 17%的份额，对应约 391 万辆的市场空间，新能源渗透率达到 28%，竞品数量较多，竞争最为激烈。30 万元以上乘用车市场约有 16%的份额，对应约 368 万辆的潜在空间，渗透率达到较高水平 26%，未来新车型较多，竞争压力较大。

图29. 2017-2022 年前十月乘用车各价格带的份额



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

图30. 2017-2022 年前十月乘用车各价格带的新能源渗透率



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

结合各新车型的上市时间、产品力和竞争力，我们预计，2023 年 10-20 万元新能源车销量有望达到 417 万辆，相比 2022 年增加 137 万辆（其中纯电动车 59 万辆、插混 78 万辆）。2023 年 20-30 万元新能源车销量有望达到 231 万辆，相比 2022 年增加 110 万辆（其中纯电动车 68 万辆、插电混动车 42 万辆）。2023 年 30 万元以上新能源车销量有望达到 184 万辆，相比 2022 年增加 81 万辆（其中纯电动车 41 万辆、插电混动车 41 万辆）。

表6: 2021-2023E 分燃料类型、分价位新能源乘用车销量、增速和占比

燃料类型	价位	销量 (万辆)				增速		销量占比		
		2021	2022E	2023E	23 增量	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
纯电动	10 万以下	102	152	145	-8	49%	-5%	38%	30%	22%
	10-20 万	78	193	252	59	149%	30%	29%	38%	38%
	20-30 万	56	80	148	68	43%	85%	21%	16%	22%
	30 万以上	34	77	118	41	124%	53%	13%	15%	18%
	合计	270	502	662	159	86%	32%	100%	100%	100%
插电混动	10 万以下	0	0	0	0	-	-	0%	0%	0%
	10-20 万	27	86	165	78	224%	91%	46%	56%	52%
	20-30 万	16	41	83	42	155%	102%	28%	27%	26%
	30 万以上	15	26	66	41	71%	159%	26%	17%	21%
	合计	58	153	314	161	165%	105%	100%	100%	100%
新能源	10 万以下	102	152	145	-8	49%	-5%	31%	23%	15%
	10-20 万	104	280	417	137	168%	49%	32%	43%	43%
	20-30 万	72	121	231	110	68%	91%	22%	18%	24%
	30 万以上	49	102	184	81	108%	79%	15%	16%	19%
	合计	328	655	976	320	100%	49%	100%	100%	100%

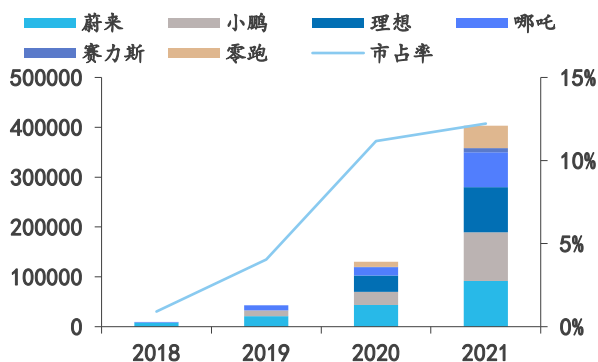
资料来源: 乘联会、安信证券研究中心预测

2.3. 分车企分析: 新势力稳增长、合资品牌压力较大, 传统自主强势崛起

2.3.1. 2023 年新势力全新车型较少, 市场份额稳中有升

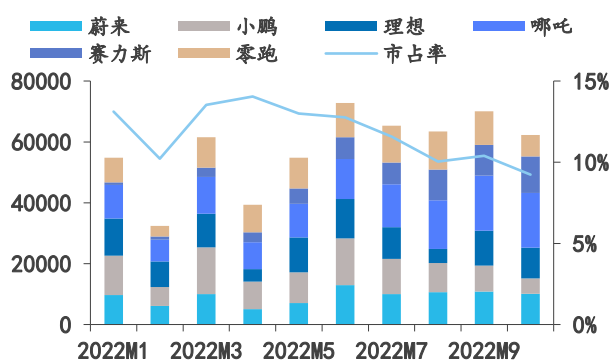
2022 年造车新势力的市场份额有所下滑。2019 年起造车新势力强势入局, 销量和市占率持续提升, 2021 年六家头部新势力的销量市占率达到 12.2%。但随着传统自主车企的加速布局, 新势力的先发优势逐渐失去, 2022 年起市场份额开始被逐步蚕食, 2022M10 六家头部新势力在新能源车市场中的销量市占率仅剩 9.23%。

图31. 新势力新能源车销量 (辆) 和市占率 (右轴)



资料来源: 乘联会、安信证券研究中心

图32. 22 年新势力新能源车销量 (辆) 和市占率 (右轴)



资料来源: 乘联会、安信证券研究中心

2022 年新势力部分优质新车尚未开启大规模交付。2022 年蔚小理等一线新势力有多款竞争力强的新车型上市, 但蔚来 ET5、小鹏 G9、理想 L8、零跑 C01 等新车型上市时间较晚, 截止 2022M10 尚未开启大规模交付; 叠加市场竞争的加剧影响, 2022 年新势力车企的市场份额呈现了明显的下滑趋势。

表7：2022 年上市的新势力车型

车企	车型	类型	上市时间	价格 (万)	定位	轴距 (mm)	车长 (mm)
蔚来	ES7	EV	2022.06	46.8-54.8	中大型 SUV	2960	4912
蔚来	ET5	EV	2022.09	32.8-38.6	中型车	2888	4790
蔚来	ET7	EV	2022.03	45.8-53.6	大型车	3060	5101
赛力斯	问界 M7	EREV	2022.07	31.98-37.98	大型 SUV	2820	5020
赛力斯	问界 M5	EREV	2022.09	25.98-33.18	中大型 SUV	2880	4770
岚图	梦想家	PHEV	2022.03	36.99-68.99	大型 SUV	3200	5315
小鹏	G9	EV	2022.09	30.99-46.99	中大型 SUV	2998	4891
理想	L8	EREV	2022.10	35.98-39.98	中大型 SUV	3005	5080
理想	L9 2022 款	EREV	2022.06	45.98	大型 SUV	3105	5218
零跑	C01	EV	2022.09	19.38-28.68	中大型车	2930	5050

资料来源：交强险、汽车之家、安信证券研究中心

2023 年新势力全新车型不多，以旧车型换代为主。2023 年上市的全新车型中，理想 L7 和问界 M9 关注度较高；小鹏将有两款全新车型以及 P7 的改款产品；蔚来有 EC7 和 ES5 两款新车和老款车型 668 的改款；哪吒、零跑也分别有 2-3 款新车上市。整体来看 2023 年新势力车企的全新车型较少，以 2022 年底上市的车型和旧款车型的更新换代为主，整体战略偏向防守。

表8：部分预计将在 2022Q4 和 2023 年上市的新势力车型

车企	车型	类型	上市时间	级别	价格 (万)	轴距 (mm)	车长 (mm)	竞品车型
合众	哪吒 S	PHEV/EV	2022Q4	B 级轿车	19.98-33.88	2980	4980	海豹、比亚迪汉
合众	哪吒 E	EV	2023Q2	A 级 SUV	10-20	-	-	元 PLUS EV、埃安 Y
赛力斯	问界 M9	PHEV/EV	2023Q2/3	B 级 SUV	30-40	-	-	理想 L9、小鹏 G9
理想	理想 L7	EREV	2023Q1	C 级 SUV	33.98-37.98	3005	5050	奥迪 Q7、X3、GLC
理想	纯电动 SUV	EV	2023Q4	-	30-40	-	-	-
蔚来	EC7 EV	EV	2023H1	C 级 SUV	40-50	-	-	理想 L8、阿维塔 11
蔚来	ES5 EV	EV	2023H1	B 级 SUV	30-40	-	-	Model Y、奥迪 Q5L
小鹏	B 级 SUV	EV	2023Q2	B 级 SUV	20-30	-	-	-
小鹏	C 级新车	EV	2023Q4	C 级新车	30-40	-	-	-
零跑	零跑 C11	PHEV	2023Q1	B 级 SUV	10-20	2930	4780	途观 L、大众探岳
零跑	零跑 C12	EV	2023Q2	C 级 SUV	20-30	-	-	Model Y、唐 Dmi
零跑	零跑 A11	EV	2023Q3	A 级 SUV	10-20	-	-	宋 PLUS EV、埃安 Y

资料来源：交强险、汽车之家、安信证券研究中心

2023 年市场份额有望稳中有升。虽然 2023 年整体新势力车企的全新车型数量较少，但在 2022 年底上市的几款新车有望开启大规模交付，因此 2023 年新势力车企的市场份额有望呈现稳中有升的态势。我们预计 2023 年六家新势力车企的新能源车销量合计将达到 135 万辆，同比增长 79.98%；合计市占率可达到 13.84%，较 2022 年提升 2.39pct。

表9：主流新势力车企销量预测 (万辆)

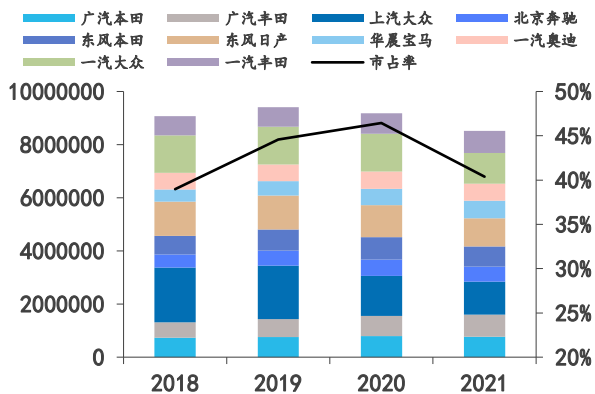
车企	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2022 增速	2023 增速
蔚来	2.09	4.37	9.14	12.47	24.43	36.35%	96.01%
小鹏	1.20	2.63	9.82	12.18	19.33	24.05%	58.77%
理想	0	3.26	9.05	12.46	24.92	37.71%	99.94%
哪吒	1.00	1.64	6.97	17.07	27.21	145.02%	59.38%
赛力斯	0	0.08	0.85	8.99	18.02	954.74%	100.48%
零跑	0	1.05	4.49	11.85	21.11	163.99%	78.06%

资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

2.3.2. 2023 年合资车企缺乏优质新车，市占率预计继续下滑

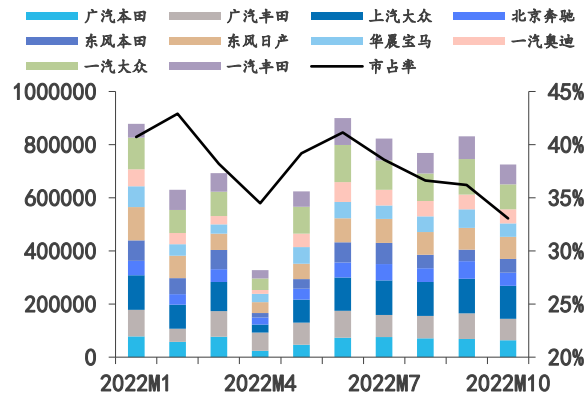
2021 年起合资车企份额明显下滑。随着我国车市中新能源车的崛起，丰田、本田、大众等中高端合资车企的优势不再，销量和市占率均呈现明显的下滑趋势，2021 年十家主流中高端合资车企的销量市占率下降至 40.37%，并在 2022 年中延续了颓势，到 2022M10 市占率仅为 33.06%。

图33. 主流合资车企销量（辆）和市占率（右轴）



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

图34. 22年主流合资车企销量（辆）和市占率（右轴）



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

合资品牌市占率下滑的主要原因是缺乏优质新车。合资车企的电动化转型速度较慢，新车型以传统的燃油车为主，且2022年中优质新车数量稀少，仅有锐放、锋兰达和凌渡的平均月销量超过了5000辆，其余车型均不温不火，导致合资车企的市占率逐月下滑。

表10：部分2022年上市的合资车型

车企	车型	上市时间	售价（万元）	定位	轴距（mm）	车长（mm）	平均月销量（辆）
一汽丰田	卡罗拉锐放	2022.01	12.98-16.98	紧凑型SUV	2640	4460	5894
广汽丰田	锋兰达	2022.01	12.58-16.98	紧凑型SUV	2640	4485	7120
广汽丰田	威飒	2022.03	21.68-30.38	中型SUV	2690	4780	1288
广汽丰田	汉兰达双擎	2022.09	26.88-34.88	中型SUV	2850	4965	4767
一汽丰田	皇冠陆放双擎	2022.09	27.58-35.28	中型SUV	2850	5015	3137
上汽大众	凌渡L	2022.04	15.09-19.09	紧凑型车	2731	4784	6838
一汽大众	大众揽巡	2022.10	27.49-32.59	中大型SUV	2980	4936	319
广汽本田	极湃1(新车)	2022.06	17.50-21.80	A0级SUV	2610	4388	283
东风本田	e:NS1(新车)	2022.04	17.50-21.80	A0级SUV	2610	4390	388

资料来源：交强险、汽车之家、安信证券研究中心

2022年合资车型被迫降价，全线均有大幅优惠。由于车型产品力不足，合资车企被迫采用大幅优惠的方式来拉动销量，以缓解销售压力。从2022年底的情况来看，即便是各家车企最畅销的燃油车，在经销商层面均有大幅优惠。

表11：部分合资车企官方指导价和经销商价格对比

车企	车型	官方指导价	经销商价格	降价幅度	2022年平均月销量(辆)
一汽丰田	卡罗拉	18.98-22.18万	16.38-19.28万	2.6-2.9万	15313
一汽丰田	RAV4 荣放	17.58-26.08万	14.88-23.18万	2.7-2.9万	10995
一汽丰田	亚洲龙	19.98-24.98万	16.78-24.78万	0.2-3.2万	6392
广汽丰田	凯美瑞	18.98-22.18万	16.38-19.28万	2.6-2.9万	16884
广汽丰田	威兰达	17.38-24.88万	14.38-21.68万	3-3.2万	9440
广汽丰田	雷凌	11.18-15.28万	8.48-13.28万	2-2.7万	10065
广汽本田	雅阁	16.98-25.98万	14.88-22.98万	2.1-3万	17376
东风本田	本田 CR-V	16.98-27.68万	15.98-24.18万	1-3.5万	17652
上汽大众	朗逸-NB	12.09-15.09万	10.09-13.09万	2万	28097
一汽大众	速腾	12.79-17.29万	9.56-14.06万	3.23万	17123
上汽通用	科鲁泽	9.49-10.89万	7.89-9.39万	1.5-1.6万	8668
上汽通用	威朗	12.99-15.89万	8.99-11.89万	4万	9543

资料来源：汽车之家、安信证券研究中心

2023 年合资车企依旧缺乏强有力新车型。2023 年合资车企的新车规划多数是对原有产品的更新换代，缺乏有竞争力的新款燃油车和电动车，难以拉动销量大幅增长。我们判断，2023 年合资车企将会面临更大的压力，销量和市场份额预计会进一步下滑。

表12：部分预计将在 2023 年上市/换代的合资车型

车企	车型	上市时间	售价	定位	轴距 (mm)	车长 (mm)
大众	途观(换代)	2023Q4	20.68-23.18万	A 级 SUV	2684	4506
大众	帕萨特(换代)	2023H2	18.19-25.29万	B 级轿车	2871	4948
丰田	凯美瑞(换代)	2023	18.98-22.18万	B 级轿车	2825	4885、4900
丰田	汉兰达(换代)	2023Q2	26.88-34.48万	B 级 SUV	2850	4965
本田	雅阁(换代)	2023Q1	16.98-24.48万	B 级轿车	2830	4906
本田	思域(换代)	2023	24万以上	A 级轿车	2735	4595
日产	轩逸(换代)	2023Q1	11.90-17.49万	A 级 SUV	2712	4649
日产	阳光(换代)	2023 年	8.10-9.10万	A 级轿车	2600	4456
大众	ID.7 CROZZ	2023 年 H2	N/A	纯电中型轿车	2966	4975
大众	ID.7 X	2023 年 H2	N/A	纯电中型轿车	2966	4975
丰田	丰田 bZ3	2023.02	20-25	纯电中型轿车	2880	4725
丰田	皇冠 SC 混动	2023.02	40	中大型车	2850	4930
本田	HR-V	2023-08	10.92-15.65	紧凑型 SUV	2655	4569
本田	ZR-V	2023-04	13.49-17.09	紧凑型 SUV	2655	4568

资料来源：汽车之家、安信证券研究中心 (不完全统计)

预计 2023 年合资车企的市占率会进一步下滑。我们预计 2023 年中十家主流合资车企的乘用车销量合计将达到 741.2 万辆，同比下滑 15.02%；占全体乘用车销量的比例为 32.51%，较 2022 年下滑 5.17pct。

表13: 主流合资车企销量预测 (万辆)

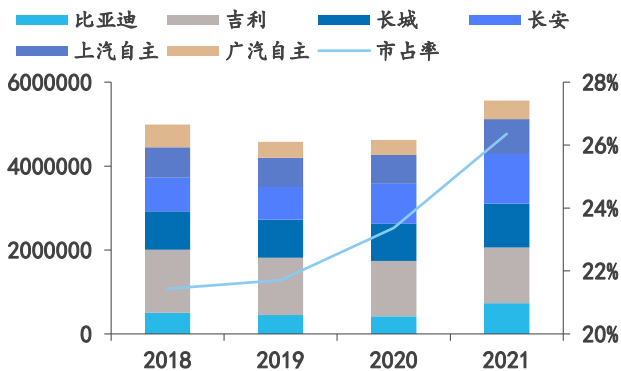
车企	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2022 增速	2023 增速
广汽本田	75.61	79.05	77.46	77.05	68.85	-0.53%	-10.65%
广汽丰田	68.20	76.50	82.80	108.62	99.85	31.18%	-8.07%
上汽大众	200.18	150.55	124.20	132.64	110.52	6.80%	-16.68%
北京奔驰	56.73	61.08	56.10	58.36	51.10	4.02%	-12.44%
东风本田	80.01	85.03	76.19	69.30	57.99	-9.04%	-16.33%
东风日产	127.65	119.95	106.50	93.65	76.63	-12.06%	-18.17%
华晨宝马	54.45	61.2	65.20	62.41	52.42	-4.28%	-16.01%
一汽奥迪	62.00	65.58	64.35	59.60	49.50	-7.38%	-16.94%
一汽大众	142.62	141.55	115.73	123.32	100.91	6.56%	-18.17%
一汽丰田	72.92	77.91	83.19	87.29	73.42	4.92%	-15.88%

资料来源: 乘联会、安信证券研究中心预测

2.3.3. 2023 年传统自主品牌新车型多, 份额有望持续提升

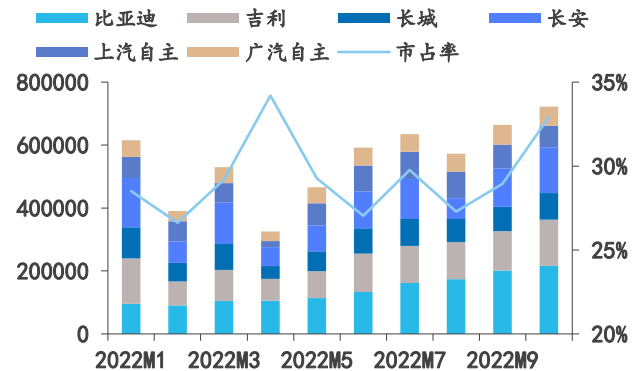
传统自主车企的势头正劲。2019 年造车新势力的入场推动了传统自主品牌车企的加速布局, 并在 2021 年明显收获了成效, 六大传统自主品牌车企的乘用车销量市占率达到了 26.36%, 并在 2022 年呈现了稳步提升的态势, 2022M10 市占率提升到 32.94%。

图35. 自主品牌车企销量 (辆) 和市占率 (右轴)



资料来源: 乘联会、安信证券研究中心

图36. 22 年自主品牌车企销量 (辆) 和市占率 (右轴)



资料来源: 乘联会、安信证券研究中心

竞争力强的新车型是拉动传统自主车企份额扩张的主要因素。2022 年中传统自主车企有多款新车登场, 新能源车型销售成绩亮眼。比亚迪上市了元 PLUS、海豹、驱逐舰 05 DM-i; 长安推出了 Lumin、深蓝 SL03; 长城推出了哈弗 H6 PHEV、欧拉闪电猫等, 产品竞争力普遍较强, 收获了大量新车订单, 拉动了品牌的知名度提升, 也推动传统自主品牌车企的销量和份额稳步提升。

表14：部分 2022 年上市的传统自主车企的车型

车企	车型	上市时间	定位	类型	售价 (万元)	轴距 (mm)	车长 (mm)
比亚迪	元 PLUS	2022M1	A	EV	13.78-16.58	2720	4455
比亚迪	海豹	2022M8	B	EV	20.98-28.68	2920	4800
比亚迪	驱逐舰 05	2022M3	A	PHEV	11.98-15.98	2718	4780
上汽	MG Mulan	2022M6	A	EV	12.98-18.68	2705	4287
上汽	智己 L7	2022M6	C	EV	36.88-57.88	3100	5098
吉利	几何 E	2022M6	A0	EV	8.68-10.38	2485	4006
吉利	几何 M6	2022M9	A	EV	14.98-18.68	2700	4432
吉利	几何 G6	2022M9	A	EV	14.98-18.68	2700	4752
吉利	帝豪 L	2022M6	A	PHEV	9.39-10.99	2700	4735
长安	逸动	2022M3	A	EV	7.29-10.39	2700	4730
长安	糯玉米	2022M5	A00	EV	4.89-6.39	1980	3270
长安	深蓝 SL03	2022M8	B	EV	16.89-69.99	2900	4820
长安	长安 UNI-K	2022M3	B	PHEV	14.59-18.49	2890	4865
长安	欧尚 Z6	2022M9	A	PHEV	9.99-12.99	2795	4699
长安	深蓝 SL03	2022M8	B	EREV	16.89-69.99	2900	4820
长城	摩卡	2022M3	B	PHEV	19.28-22.88	2915	4875
长城	拿铁	2022M7	A	PHEV	17.98-18.98	2745	4668
长城	哈弗 H6	2022M9	A	PHEV	9.89-15.70	2680	4645
长城	闪电猫	2022M11	A	EV	18.98-26.98	2870	4871

资料来源：汽车之家、安信证券研究中心（不完全统计）

2023 年传统自主品牌的新车型较多。2023 年传统自主车企有更多的新车型上市：长城将迎来史上最强产品周期，预计有 20 款新车登场；比亚迪海洋网有海鸥、海狮等多款新车上市；长安的深蓝和阿维塔品牌也有新车上市、部分畅销的燃油车也会推出插电混动版；广汽埃安也将推出重磅车型 A02 和 A19。在多款强力车型的加持下，我们判断 2023 年传统自主车企将发起全面进攻。

表15: 部分预计将在 2022Q4 和 2023 年上市的传统自主车企的车型

车企	车型	类型	上市时间	级别	价格	轴距 (mm)	车长 (mm)	竞品车型
比亚迪	护卫舰 07	PHEV	2022Q4	B 级 SUV	20-30 万	2820	4820	途观 L、丰田汉兰达
比亚迪	登陆舰 07	PHEV	2023Q1	B 级 MPV	20-30 万	-	-	奥德赛、别克 GL8
比亚迪	海狮	EV	2023Q2	B 级 SUV	20-30 万	-	-	特斯拉 Model Y
比亚迪	海鸥	EV	2023Q2	A00	10 万以下	-	-	五菱 Mini、Lumin
比亚迪	驱逐舰 07	PHEV	2023Q2	B 级轿车	10-20 万	2820	4820	雅阁、凯美瑞
比亚迪	登陆舰 05	PHEV	2023Q3	A 级 MPV	10-20 万	-	-	广汽本田奥德赛
腾势	D9	EV/PHEV	2022Q4	C 级 MPV	30-50 万	3110	5250	极氪 009、梦想家
腾势	中型 SUV	EV/PHEV	2023Q2	B 级 SUV	20-30 万	-	-	理想 ONE、蔚来 ES8
腾势	中大型 SUV	EV/PHEV	2023Q3	C 级 SUV	30-50 万	-	-	X5、理想 L9、小鹏 G9
广汽埃安	A02	EV	2023Q2	B 级轿车	20-30 万	-	-	海豹、特斯拉 Model 3
广汽埃安	A19	EV	2023Q3	B 级 SUV	20-30 万	-	-	特斯拉 Model Y
吉利	smart 精灵 1	EV	2022Q4	A0 级 SUV	19.4-27.9 万	2750	4270	MINI
极氪	极氪 009	EV	2022Q4	C 级 MPV	49.9-58.8 万	3205	5209	腾势 D9、GL8、赛那
极氪	A 级 SUV	EV	2023Q2	A 级 SUV	20-30 万	-	-	宝马 X1、奥迪 Q3
极氪	C 级轿车	EV	2023Q4	C 级轿车	30-40 万	-	-	ET7、雷克萨斯 ES
几何	几何 M2	EV	2023Q1	A00 级轿车	10-20 万	2015	3065	五菱宏光 MINI EV
几何	B 级轿车	EV	2023Q2	B 级轿车	20-30 万	-	-	零跑 C01、哪吒 S
领克	领克新车型	PHEV	2023Q2	B 级	20-30 万	-	-	-
吉利	星越 L	PHEV	2022Q4	A 级 SUV	23.97-25.37 万	2845	4770	唐 DMi、CR-V、RAV4
吉利	SUV 新车 1	PHEV	2023Q2	A+SUV	10-20 万	-	-	哈弗四代 H6 PHEV
吉利	轿车新车	PHEV	2023Q3	-	10-20 万	-	-	-
吉利	SUV 新车 2	PHEV	2023Q3	B 级	20-30 万	-	-	-
上汽	新车型	PHEV	2023Q1	A 级	10-20 万	-	-	-
阿维塔	阿维塔 11	EV	2022Q4	C 级 SUV	34.99-60 万	2975	4880	Model Y、蔚来 ES8
长安阿维塔	阿维塔新车型	EV	2023Q3	-	30-40 万	-	-	-
长安汽车	UNI-V iDD	PHEV	2022Q4	A 级轿车	10-20 万	2750	4680	比亚迪秦 PLUS
长安汽车	CS75 PHEV	PHEV	2023Q1	A 级 SUV	10-20 万	2710	4700	宋 PLUS DM-i、H6
长安汽车	CS55 PHEV	PHEV	2023Q2	A 级 SUV	10-20 万	2650	4500	比亚迪宋 Pro dmi
长安深蓝	深蓝 C673	EV/EREV	2023Q2	B 级 SUV	20-30 万	-	-	Model Y、探岳
长城哈弗	哈弗 H-Dog	PHEV	2023Q1	A 级 SUV	10-20 万	2810	4705	宋 PLUS Dmi、BJ40
长城哈弗	哈弗 A1	PHEV	2023Q1	-	10-20 万	-	-	-
长城哈弗	哈弗 B1	PHEV	2023Q1	-	10-20 万	-	-	-
长城哈弗	哈弗 A2	PHEV	2023Q2	-	10-20 万	-	-	-
长城哈弗	哈弗 B2	PHEV	2023Q2	-	10-20 万	-	-	-
长城哈弗	哈弗 C1	PHEV	2023Q3	-	10-20 万	-	-	-
长城欧拉	闪电猫	EV	2022Q4	B 级轿车	18.98-26.98 万	2870	4871	海豹、特斯拉 Model 3
长城欧拉	SUV 新车型	EV	2023Q2	A 级 SUV	10-20 万	-	-	宋 PLUS EV、埃安 Y
长城欧拉	轿车新车型	EV	2023Q3	C 级轿车	20-30 万	-	-	极氪 001、汉、P7
长城欧拉	欧拉朋克猫	EV	2023Q4	C 级 SUV	20-30 万	-	-	-
长城沙龙	沙龙机甲龙	EV	2022Q4	C 级轿车	40-50 万	3040	5200	蔚来 ET7
长城坦克	坦克 500	PHEV	2023Q2	C 级 SUV	30-40 万	2850	5070	普拉多、jeep 牧马人
长城魏牌	魏 80	PHEV	2023Q1	C 级 SUV	30-40 万	3050	5105	理想 L8
长城魏牌	圆梦 PHEV	PHEV	2023Q2	C 级 SUV	30-40 万	2915	4830	-
长城魏牌	轿车 PHEV	PHEV	2023Q3	B 级轿车	20-30 万	-	-	-
长城魏牌	美梦 PHEV	PHEV	2023Q4	B 级 SUV	20-30 万	-	-	-
长城魏牌	MPV PHEV	PHEV	2023Q1	A 级 MPV	30-40 万	-	-	奥德赛、阿尔法、GL8

资料来源: 汽车之家、安信证券研究中心 (不完全统计)

预计 2023 年传统自主品牌的市场份额有望持续提升。在竞争力强的新车型的拉动下，我们预计 2023 年六家传统自主品牌车企的乘用车销量能达到 869.34 万辆，市占率可达到 38.13%，较 2022 年提升 8pct。

表16: 主流传统自主品牌车企乘用车销量预测 (万辆)

车企	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2022 增速	2023 增速
比亚迪	45.34	42.05	73.49	187.65	301.52	157.02%	60.68%
吉利	136.160	132.02	132.93	137.10	150.59	3.14%	9.83%
长城	91.15	88.66	104.80	91.61	124.48	-12.58%	35.88%
长安	77.60	95.83	118.41	127.79	133.81	7.92%	4.71%
上汽自主	69.56	68.65	82.50	91.36	90.03	10.73%	-1.45%
广汽自主	38.48	35.32	44.44	61.04	68.91	37.38%	12.89%

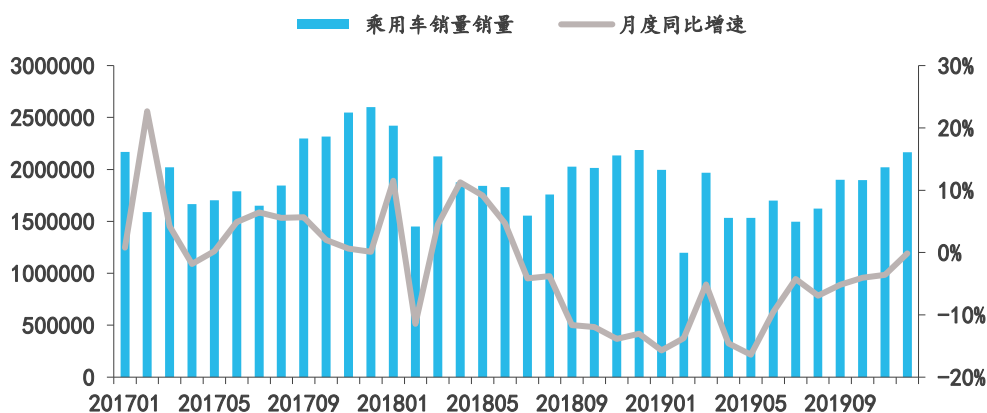
资料来源: 乘联会、安信证券研究中心预测

2.3.4. 鉴往而知来: 行业下行压力较大期间, 仍存在结构性机会

2.3.4.1. 复盘 2017-2019: 行业下行期合资车企依旧实现了明显增长

2018-2019 年乘用车行业呈现下行趋势。2015Q4 政府出台了 1.6L 及以下排量的燃油车购置税减半的优惠政策, 极大的刺激了乘用车销量的增长。2017 年该政策退坡至减免 1/4 的购置税、2018 年该政策完全退出, 导致乘用车行业景气度下行: 2018 年和 2019 年我国乘用车销量同比分别下滑 4.07%、9.39%, 乘用车行业迎来了一段低谷期。

图37. 2017-2019 年我国乘用车行业月销 (辆) 及同比增速 (右轴)



资料来源: 乘联会, 安信证券研究中心

■合资车企有多款新车推出, 自主品牌相对缺乏优质产品

合资车企推出了多款有竞争力的车型。尽管面临行业下行压力, 但当时的大众、日产、丰田、本田等合资车企的燃油车造车工艺处于绝对领先, 能够持续推出具有竞争力的新产品, 并对畅销的老车型进行了换代升级, 多款新产品实现了平均月销破万。在行业下行的背景下, 依旧具备了极强的竞争力。

表17: 2017-2019年合资新上市/换代的车型

车企	车型	上市时间	售价(万元)	定位	轴距(mm)	车长(mm)	平均月销量(辆)
大众	新帕萨特(换代)	2018.10	18.49-28.29	中型车	2871	4933	17012
上汽大众	途岳	2018.09	15.86-22.38	紧凑型SUV	2680	4453	8455
上汽大众	T-Cross	2019.03	12.79-15.99	小型SUV	2651	4218	6350
上汽大众	朗逸(换代)	2018.05	11.29-14.69	紧凑型车	2688	4670	44201
广汽丰田	雅力士致享	2017.03	8.7-12.56	小型车	2550	4440	3635
广汽丰田	凯美瑞(换代)	2017.11	17.98-27.98	中型车	2825	4885	13463
广汽丰田	雷凌(换代)	2019.05	11.58-15.28	紧凑型车	2700	4640	18925
一汽丰田	卡罗拉(换代)	2019.08	11.98-14.58	紧凑型车	2700	4635	30787
东风本田	INSPIRE	2018.10	18.28-24.98	中型车	2830	4910	4290
东风本田	享域	2019.03	9.98-13.68	紧凑型车	2730	4756	4987
广汽本田	雅阁(换代)	2018.04	16.98-22.98	中型车	2830	4893	16879
东风日产	劲客	2018.01	11.98-13.78	小型SUV	2620	4295	3485
东风日产	启辰D60	2019.09	6.98-14.08	紧凑型车	2700	4641	6888
东风日产	新天籁(换代)	2018.12	17.98-26.98	中型车	2825	4901	8320

资料来源: 乘联会、汽车之家、安信证券研究中心

自主品牌缺乏优质新车。2017-2019年间我国车市以燃油车销售为主,而自主品牌车型的发动机、变速箱技术严重落后,导致推出的车型普遍没有竞争力,除了长安CS55之外鲜有月销破万的车型,宋MAX等上市后热销的车型也常常是昙花一现。整体来说自主品牌的燃油车竞争力不足。

表18: 2017-2019年自主品牌缺乏有竞争力的新车型

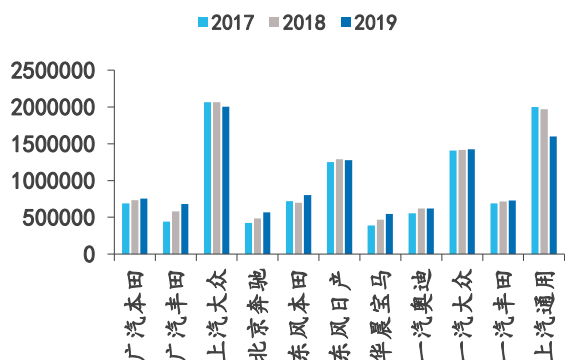
车企	车型	上市时间	售价(万元)	定位	轴距(mm)	车长(mm)	平均月销量(辆)
长安汽车	CS55	2017-07	8.39-13.29	紧凑型SUV	2650	4500	10818
长安汽车	CS85	2018-10	11.99-16.49	中型SUV	2705	4720	1758
广汽	传祺GS3	2017-08	7.38-11.68	小型SUV	2560	4350	6212
吉利汽车	缤瑞	2018-06	7.98-11.08	紧凑型车	2670	4680	5318
吉利汽车	领克01	2017-11	15.58-22.08	紧凑型SUV	2734	4512	4323
吉利汽车	远景S1	2017-11	6.99-10.29	紧凑型SUV	2668	4465	4061
比亚迪	秦pro	2018-09	7.98-11.58	紧凑型车	2718	4765	1024
比亚迪	宋MAX	2017-10	7.99-11.99	紧凑型MPV	2785	4680	5910
比亚迪	唐	2018-07	12.99-16.99	中型SUV	2820	4870	2453

资料来源: 汽车之家、安信证券研究中心(不完全统计)

■合资车企份额逆势增长,自主品牌份额下滑

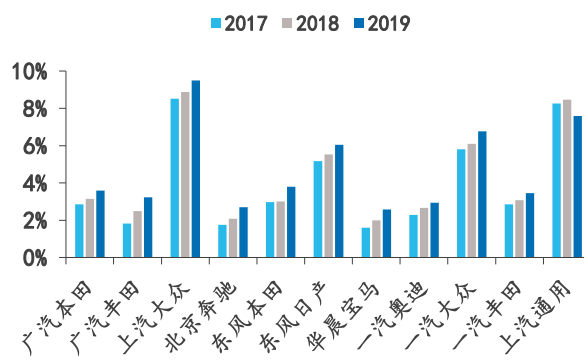
合资车企基本均实现了销量、市占率双双提升。主流合资车企产品力强,不惧行业下行压力,除去新车型较少的上汽通用外,主流合资车企在2017-2019年行业下行期依旧实现了销量和市占率的提升。

图38. 2017-2019年合资车企销量变化（辆）



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

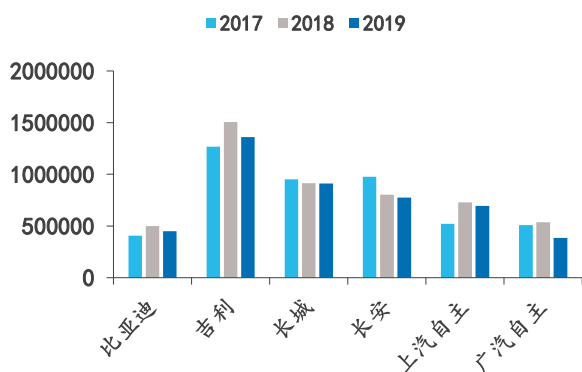
图39. 2017-2019年合资车企市场份额变化



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

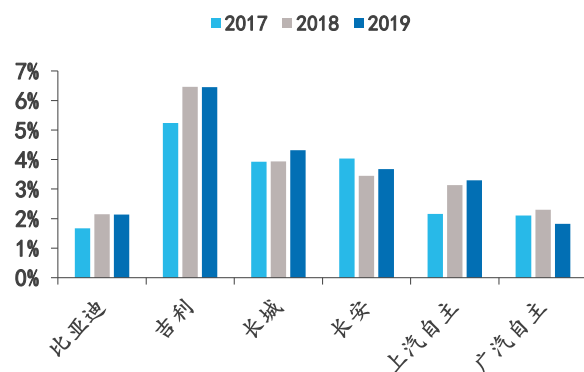
一线自主品牌销量及市场份额下滑，二线自主品牌几乎全部退出。自主品牌由于缺乏优质燃油车产品，生存空间逐渐被压缩。一线品牌中吉利和长城勉强保住了销量和市场份额，但长安自主车型和广汽自主车型的销量和市占率均有明显下滑；同时二线自主品牌车企的销量断崖式下降，众泰、力帆、江淮、海马等二线车企的燃油车几乎已经全部退出我国的乘用车市场。

图40. 2017-2019年自主车企销量变化（辆）



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

图41. 2017-2019年自主车企市场份额变化

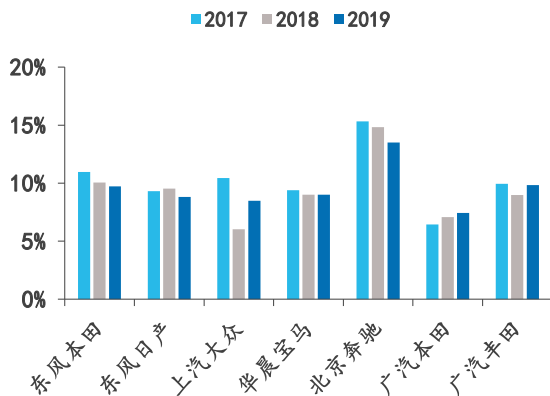


资料来源：乘联会、安信证券研究中心

■合资车企利润率基本稳定，自主品牌盈利能力下滑明显

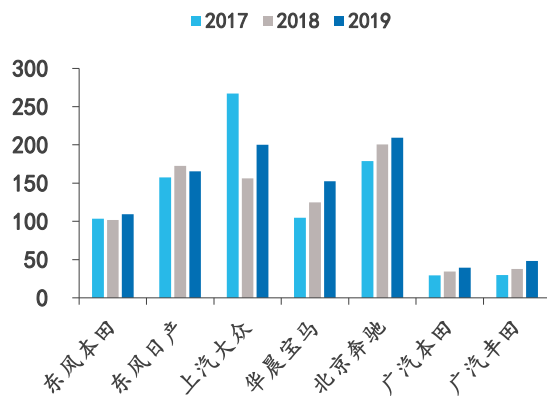
合资车企利润率基本稳定。由于自身的产品竞争力强，有足够的品牌溢价，能够推出较高价格带的产品，且不需要依赖降价的方式来换取销量。除去北京奔驰外，合资车企在2017-2019年期间的利润率基本稳定，广汽丰田还实现了小幅的增长；从净利润额来看，各家车企均有明显提升。

图42. 2017-2019 年间合资车企的净利率水平基本稳定



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

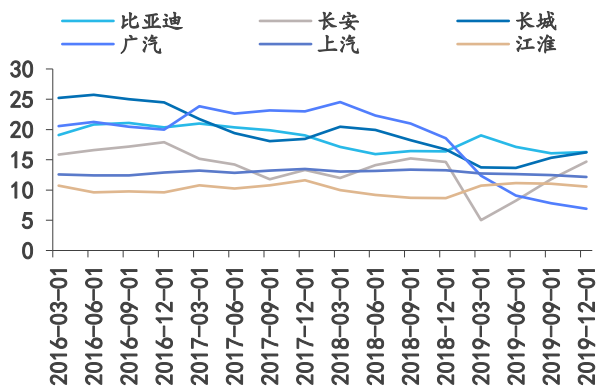
图43. 2017-2019 年合资车企净利润仍有增长（亿元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

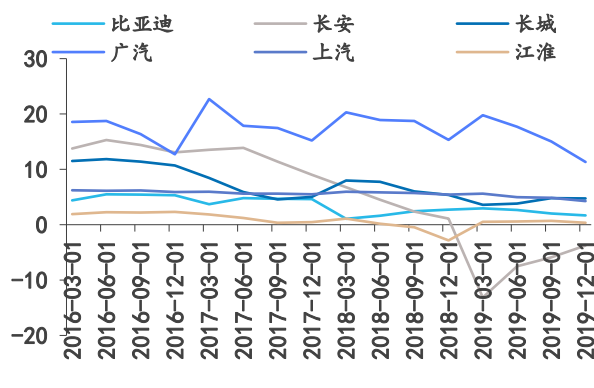
自主品牌利润率明显下滑。由于车型自身产品力不足，传统自主车企仅能以较低的新车价格（15万以内）和大幅的经销商折扣来吸引消费者，严重影响了车企的利润率。2017-2019 年间自主品牌的毛利率和净利率均有明显下滑，其中长安在 2019 年处于明显亏损状态。

图44. 2017-2019 年自主车企毛利率下滑（单位：%）



资料来源：wind、安信证券研究中心

图45. 2017-2019 年自主车企净利率下滑（单位：%）

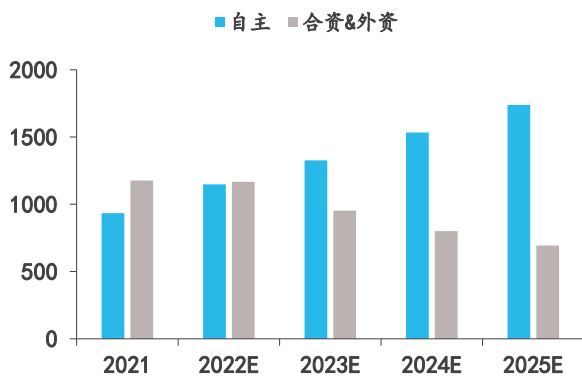


资料来源：wind、安信证券研究中心

2.3.4.2. 2023 年依旧面临行业下行压力，但仍有结构性机会

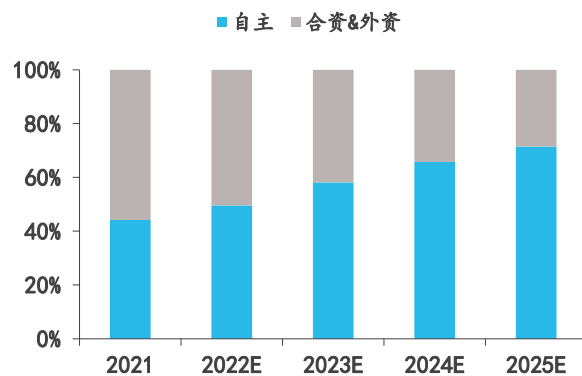
2023 年自主品牌市占率和销量有望双双提升。2023 年我国的乘用车销量同样面临着压力，但仍会存在结构性机会。以长城、比亚迪、吉利、长安为代表的传统自主车企在 2023 年将会有大量优质的新能源车上市，有望复制合资车在 2017-2019 年之间的成功，实现销量和市占率的双升。而合资车的新产品不多，且电动化转型之路较慢，缺乏有亮点的新能源车来打开市场，正面临与 2017-2019 年间自主品牌相同的窘境。因此我们判断未来合资&外资车企的销量和市占率均会呈现下滑。因此我们看好自主品牌车企的销量和市场份额逆势增长。

图46. 分车企类型未来销量预测 (单位: 万辆)



资料来源: 乘联会、安信证券研究中心预测

图47. 分车企类型未来市占率预测



资料来源: 乘联会、安信证券研究中心预测

2023 年传统自主车企价格持续向上、盈利能力向好。从新车价位段来看, 2021 年之前传统自主品牌的新车型多集中在 20 万以内, 鲜有 30 万以上的车型; 2022 年上市的自主品牌的新车型集中在 10-30 万区间; 2023 年传统自主车企将有大量 20-40 万的新车登场, 实现了销售价格带的持续上移。高价格的车型有望给传统自主品牌带来更大的盈利空间, 叠加 2023 年销量和市占率的提升, 我们认为 2023 年传统自主车企依旧有确定性较大的投资机会, 有望复制合资车企在 2017-2019 年间的成功。

表19: 传统自主品牌车型价格向上

	10 万元以内	10-20 万	20-30 万	30-40 万	40 万以上
2020、2021 年	宏光 Mini-EV、小蚂蚁-EV、QQ 冰淇淋-EV、奔腾 E-Star-EV、元 Pro-EV、科莱威-EV、欧拉黑猫-EV、奔腾-EV、几何 EX3-功夫牛-EV、欧拉白猫-EV	比亚迪海豚-EV、秦 PLUS-DM、埃安 Y-EV、秦 PLUS-EV、埃安 S-EV、宋 PLUS-EV、欧拉好猫-EV、埃安 S-Plus-EV、几何 T-EV、长安 UNI-K-PHEV、几何 C-EV、飞凡 ER6-EV、欧拉好猫 GT-EV、领克 06-PHEV、荣威 RX5-ePLUS、荣威 RX5-eMAX、荣威 ei6-MAX、比亚迪 D1-EV、科尚-EV、MG 领航-PHEV、传祺 GS4-PHEV、大蚂蚁-EV、传祺 GE3-EV、长安 E-Pro-EV、欧尚 X7-EV、荣威 ER6-EV、帝豪-NB-PHEV、埃安 S-EV、埃安 V-EV、传祺 GA3S-PHEV	汉-EV、汉-DM、埃安 V-EV、埃安 LX-EV、Marvel-R-EV、领克 05-PHEV、长安 CS55-E-Rock-EV、荣威 eRX5-MAX、埃安 LX-EV	极氪 001-EV、比亚迪 E6-EV	
2022 年	几何 E EV、糯玉米 EV	UNI-i iDD、元 PLUS EV、MG Mulan EV、几何 M6 EV、几何 G6 EV、逸动 EV、深蓝 SL03 EV、驱逐舰 05 DM、帝豪 L PHEV、哈弗 H6 PHEV、长安 UNI-K PHEV、欧尚 Z6 PHEV、深蓝 SL03 EREV	smart 精灵 1、星越 L 增程电动版、闪电猫、比亚迪海豹 EV、拿铁 PHEV、哪吒 S、星越 L Hi·X	腾势 D9 DM、阿维塔 11、摩卡 PHEV、理想 L8	腾势 D9 EV、极氪 009、沙龙机甲龙、智己 L7 EV、智己 L7 EV
2023 年	海鸥	驱逐舰 07、登陆舰 05、几何 M2、SUV 新车 1、轿车新车、新车型、CS75 PHEV、CS55 PHEV、哈弗 H-Dog PHEV、哈弗 A1、哈弗 B1、哈弗 A2、哈弗 B2、哈弗 C1、欧拉 SUV 新车型、	护卫舰 07、登陆舰 07、海狮、腾势中型 SUV、腾势中型 SUV、埃安 A02、埃安 A19、极氪 A 级 SUV、几何 B 级轿车、领克新车型、SUV 新车 2、深蓝 C673、深蓝 C673 EREV、欧拉轿车新车型、欧拉朋克猫、轿车 PHEV、美梦 PHEV	腾势中大型 SUV PHEV、极氪 C 级轿车、追光、阿维塔新车型、坦克 500 PHEV、魏 80、MPV PHEV、圆梦 PHEV	腾势中大型 SUV EV

资料来源: 汽车之家、安信证券研究中心 (不完全统计)

3. 整车投资策略: 量价齐升, 看好传统自主车企

我们认为, 整车股是非常优质的资产, 其原因在于, 长期看: 1) 自主份额有望持续扩张, 2025 年自主份额有望达到 71% (2021 年 44%); 2) 结构有望持续优化, 2025 年自主乘用车 20 万元以上份额有望达到 35% (2021 年 11%); 3) 纯电平台技术有望不断创新迭代、持续降本提效, 自主电动车盈利有望持续提升。展望 2023 年: 1) 自主新能源车销量有望高增长; 2) 20 万以上车型占比提升; 3) PHEV 盈利能力有望边际改善。对于 2023 年的整车行业投资, 我们认

为，考虑行业竞争日趋激烈，逐步进入拼成本时代，具有成本优势的传统自主车企有望迎来更大的投资机会。

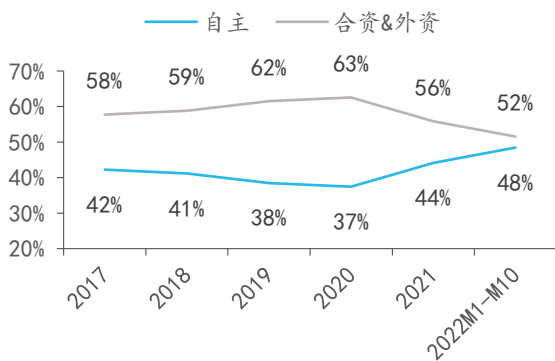
3.1. 长期投资逻辑：份额扩张、结构优化、盈利提升

3.1.1. 份额扩张：2025年自主品牌乘用车份额有望达到71%

自主品牌纯电平台技术领先，混动技术全面突破。电动车方面，不同于合资品牌的油改电，自主品牌比亚迪和广汽等早在2017-2018年领先布局第一代纯电平台，经过2-3年的技术积累后又迅速推出新一代纯电平台。而合资品牌布局较快的大众于2021年才推出MEB平台，至今缺乏爆款车型，通用、丰田、本田等均于2022及以后才推出纯电平台。本田、丰田混动技术布局早，技术积累深厚，动力类型以短续航PHEV和HEV为主。自主品牌比亚迪率先推出DM-i平台，以出色的燃油经济性、动力性，超高的性价比抢占燃油车市场；长城、吉利、广汽等优秀自主品牌纷纷推出混动平台，即将发力。

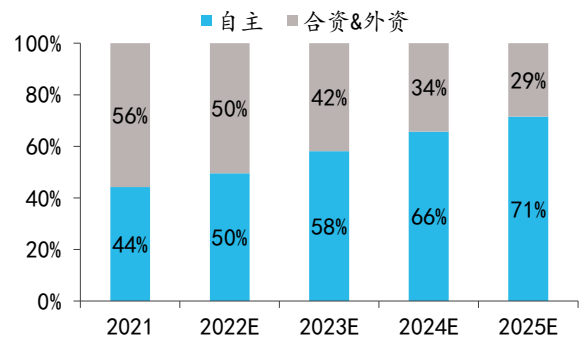
结合各车企新车推出节奏和其产品竞争力，我们预计2025年新能源乘用车销量有望实现1457万辆，年复合增长率约为45%；2025年乘用车销量有望达到2432万辆，年复合增长率约为4%；2025年新能源乘用车渗透率有望达到60%。我们预计2025年自主品牌市占率有望提升至71%。

图48. 2021年以前合资品牌占据乘用车绝对多数份额



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

图49. 2021-2025E 乘用车销量分品牌占比



资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

3.1.2. 结构优化：自主品牌乘用车中20万元以上占比有望持续提升

结合各车企的车型规划和不同车型的竞争力，我们对各车企分价格带的车型销量进行预测，我们预计，2025年自主品牌20万元以上乘用车有望达到616万辆（2021年99万辆）；2025年自主品牌乘用车中，20万元以上车型占比有望达到35%（2021年11%）。

图50. 2021-2025E 自主品牌乘用车分价位销量（万辆）

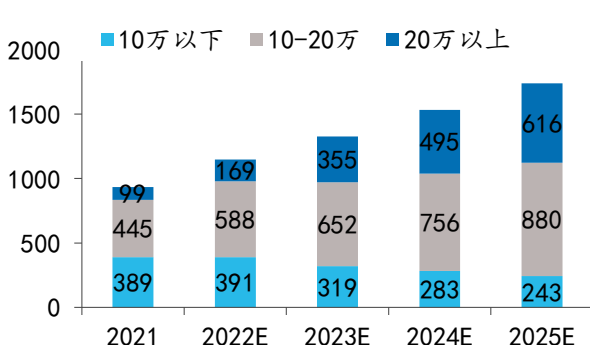
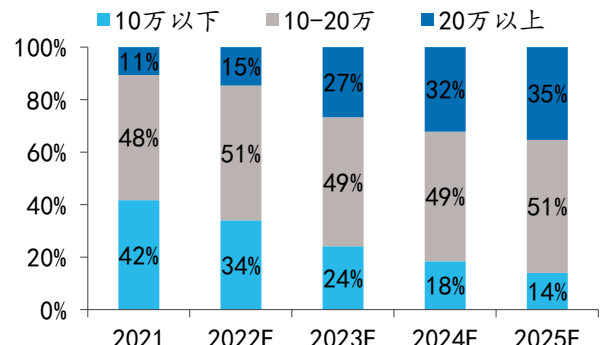


图51. 2021-2025E 自主品牌乘用车分价位占比

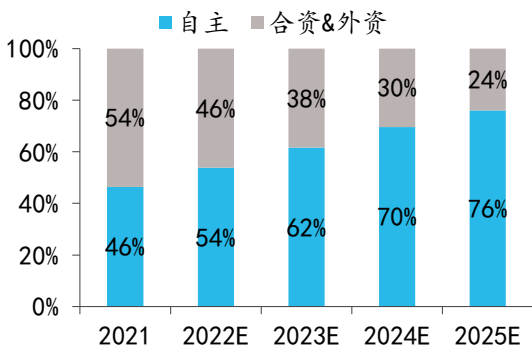


资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

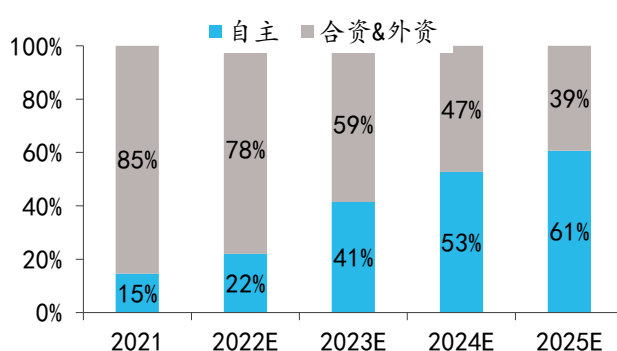
2025年20万元以上乘用车自主份额有望达到61%。结合各车企的车型规划和不同车型的竞争力，我们对各车企分价格带的车型销量进行预测，我们预计，10万元以下乘用车中自主品牌市占率有望维持80%以上并持续提升；2025年10-20万元乘用车中自主品牌市占率有望提升至76%（2021年该占比为46%）；2025年20万元以上乘用车中自主品牌市占率有望提升至61%（2021年该占比为15%）。

图52. 2021-2025E 10-20万元乘用车分品牌销量占比



资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

图53. 2021-2025E 20万元以上乘用车分品牌销量占比



资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

3.1.3. 盈利提升：自主品牌电动车盈利能力有望持续提升

燃油车时代，自主品牌产品力弱于合资品牌，带来自主品牌折价，自主品牌盈利能力较差。纯电平台技术不断创新迭代、持续降本增效，带来产品力提升；长期来看，自主品牌有望实现品牌向上（溢价），带来盈利能力提升。

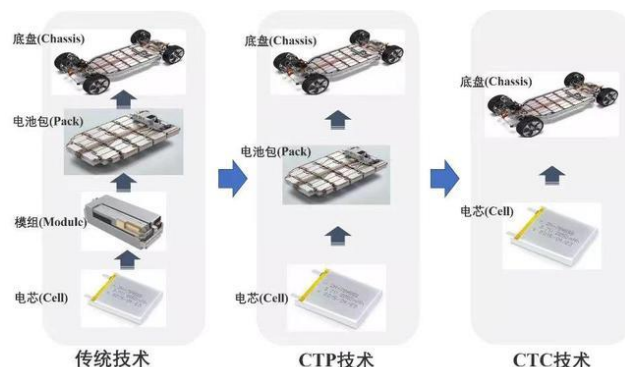
纯电平台技术持续创新迭代：和燃油车相比，纯电平台结构更简化、集成度更高，优化空间更大；车身结构持续创新升级，例如，2022年是CTB/CTC技术的量产元年，整车结构创新带来整车重量、能耗与成本的降低；零部件持续创新升级，例如电驱总成集成化程度不断提高，一体化压铸的应用等。

图54. 纯电动车结构简化



资料来源：搜狐汽车、安信证券研究中心

图55. 电池结构演变路径



资料来源：电动势、安信证券研究中心

以比亚迪e平台3.0车型海豹为例：

海豹的车长仅比秦PLUS EV（比亚迪e平台2.0车型）长35mm，轴距却比后者长202mm，空间显著提升，同时海豹操控更好，产品力更强，售价达到20.98-28.69万元，大幅高于秦PLUS EV售价（11.18-17.58万元）。成本方面，海豹能耗低于秦PLUS EV，在相同续航的情况下海

豹电池成本更低。技术创新（CTB 技术、热管理技术、八合一等）带来产品力提升和售价提升，同时电池成本作为电动车的核心成本未增加。随着纯电平台技术不断创新迭代和持续降本提效，自主品牌电动车盈利能力有望持续提升。

表20：比亚迪海豹和秦 PLUS EV 对比

车型	比亚迪海豹 (550km 续航)	比亚迪秦 PLUS EV (500km 续航)
补贴后售价 (万元)	20.98-22.28	14.88-15.88
定位	中型车	紧凑型车
轴距 mm	2920	2718
车长 mm	4800*1875*1460	4765*1837*1515
轴占比	0.604	0.57
续航 km	550	500
电池带电量 kWh	61.4	57
能耗 kWh/100km	11.16	11.4
当二者续航同为 550km 时的电池成本为 (以电池单价为 1000 元/kWh 计算)	6.14 万元	6.27 万元

资料来源：汽车之家、安信证券研究中心

3.2. 2023 自主品牌：整车总量扩张、结构升级、PHEV 盈利有望边际改善

展望 2023 年：1) 自主新能源车销量有望高速增长；2) 20 万以上车型占比提升；3) PHEV 盈利能力有望边际改善。对于 2023 年的整车行业投资，我们认为，考虑行业竞争日趋激烈，逐步进入拼成本时代，具有成本优势的传统自主车企有望迎来更大的投资机会。

3.2.1. 总量扩张：自主新能源车销量有望高速增长

2022Q4-2023 年传统自主品牌和新势力均有多款新能源新车型即将上市，迎来较强的产品周期。

表21: 重点自主品牌 2022Q4-2023 年(即将)交付的新车型

制造商	品牌	车型	类型	交付时间	级别	价位
长城汽车	魏牌	魏 80	PHEV	2023Q1	C 级 SUV	30-40 万
		MPV PHEV	PHEV	2023Q1	C 级 MPV	30-40 万
		圆梦 PHEV	PHEV	2023Q2	C 级 SUV	30-40 万
		轿车 PHEV	PHEV	2023Q3	B 级轿车	20-30 万
		美梦 PHEV	PHEV	2023Q4	B 级 SUV	20-30 万
	坦克	坦克 500 PHEV	PHEV	2023Q2	C 级 SUV	30-40 万
	沙龙	沙龙机甲龙	EV	2022Q4	C 级轿车	40-50 万
	欧拉	闪电猫	EV	2022Q4	B 级轿车	18.98-26.98 万
		欧拉 SUV 新车型	EV	2023Q2	A 级 SUV	10-20 万
		欧拉朋克猫	EV	2023Q4	C 级 SUV	20-30 万
		哈弗 H-Dog PHEV	PHEV	2023Q1	A 级 SUV	10-20 万
		哈弗 A1	PHEV	2023Q1	-	10-20 万
	哈弗	哈弗 B1	PHEV	2023Q1	-	10-20 万
		哈弗 A2	PHEV	2023Q2	-	10-20 万
		哈弗 B2	PHEV	2023Q2	-	10-20 万
哈弗 C1		PHEV	2023Q3	-	10-20 万	
深蓝		深蓝 C673	EV	2023Q2	B 级 SUV	20-30 万
	深蓝 C673 EREV	PHEV	2023Q2	B 级 SUV	20-30 万	
	UNI-V iDD	PHEV	2022Q4	A 级轿车	10-20 万	
	CS75 PHEV	PHEV	2023Q1	A 级 SUV	10-20 万	
	CS55 PHEV	PHEV	2023Q2	A 级 SUV	10-20 万	
长安汽车	阿维塔	阿维塔 11	EV	2022Q4	C 级 SUV	34.99-60.00 万
	阿维塔新车型	EV	2023Q3	-	30-40 万	
吉利汽车	吉利	星越 L 增程电动版	PHEV	2022Q4	A 级 SUV	23.97-25.37 万
		SUV 新车 1	PHEV	2023Q2	A+SUV	10-20 万
		轿车新车	PHEV	2023Q3	-	10-20 万
	领克	SUV 新车 2	PHEV	2023Q3	B 级	20-30 万
		领克新车型	PHEV	2023Q2	B 级	20-30 万
		几何 M2	EV	2023Q1	A00 级轿车	10 万以下
	极氪	几何 B 级轿车	EV	2023Q2	B 级轿车	20-30 万
		极氪 009	EV	2022Q4	C 级 MPV	49.90-58.80 万
		极氪 A 级 SUV	EV	2023Q2	A 级 SUV	20-30 万
		极氪 C 级轿车	EV	2023Q4	C 级轿车	30-40 万
smart	smart 精灵 1	EV	2022Q4	A0 级 SUV	19.42-27.90 万	
比亚迪	腾势	腾势 D9 EV	EV	2022Q4	C 级 MPV	40-50 万
		腾势中型 SUV	EV	2023Q2	B 级 SUV	20-30 万
		腾势中大型 SUV	EV	2023Q3	C 级 SUV	40-50 万
		腾势 D9 DM	PHEV	2022Q4	C 级 MPV	30-40 万
		腾势中型 SUV	PHEV	2023Q2	B 级 SUV	20-30 万
	比亚迪	腾势中大型 SUV	PHEV	2023Q3	C 级 SUV	30-40 万
		海狮	EV	2023Q2	B 级 SUV	20-30 万
		海鸥	EV	2023Q2	A00	10 万以下
		护卫舰 07	PHEV	2022Q4	B 级 SUV	20-30 万
		登陆舰 07	PHEV	2023Q1	B 级 MPV	20-30 万
广汽埃安	驱逐舰 07	PHEV	2023Q2	B 级轿车	10-20 万	
	登陆舰 05	PHEV	2023Q3	A 级 MPV	10-20 万	
	埃安 A02	EV	2023Q2	B 级轿车	20-30 万	
	埃安 A19	EV	2023Q3	B 级 SUV	20-30 万	
哪吒	哪吒 S	EV	2022Q4	B 级轿车	24.58-33.88 万	
	哪吒 S 增程版	EREV	2022Q4	B 级轿车	19.98-23.98 万	
	哪吒 E	EV	2023Q2	A 级 SUV	10-20 万	
问界	问界 M9 增程版	EREV	2023Q2	B 级 SUV	30-40 万	
	问界 M9 纯电版	EV	2023Q3	C 级 SUV	30-40 万	
岚图汽车	岚图	PHEV	2023Q1	C 级轿车	30-40 万	
理想汽车	理想 L8	EREV	2022Q4	C 级 SUV	35.98-39.98 万	
	理想 L7	EREV	2023Q1	C 级 SUV	33.98-37.98 万	
	纯电动 SUV	EV	2023Q4	-	30-40 万	
零跑汽车	零跑 C11 增程版	EREV	2023Q1	B 级 SUV	10-20 万	
	零跑 C12	EV	2023Q2	C 级 SUV	20-30 万	
	零跑 A11	EV	2023Q3	A 级 SUV	10-20 万	
蔚来汽车	蔚来 EC7 EV	EV	2023H1	C 级 SUV	40-50 万	
	蔚来 ES5 EV	EV	2023H1	B 级 SUV	30-40 万	
小鹏汽车	B 级 SUV	EV	2023Q2	B 级 SUV	20-30 万	
	C 级新车	EV	2023Q4	C 级新车	30-40 万	

资料来源: 各企业官网和公众号、汽车之家、安信证券研究中心

2023 年传统自主和新势力迎来较强的产品周期，有望实现新能源车销量高增长。

图56. 重点自主品牌 2021-2023E 分燃料类型乘用车销量（万辆）、增速和占比

车企	类别	销量			增速		占比		
		2021	2022E	2023E	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
比亚迪汽车	EV	32.1	90.6	149.1	182%	65%	44%	48%	49%
比亚迪汽车	PHEV	27.8	96.5	152.4	248%	58%	38%	51%	51%
比亚迪汽车	HEV	0.0	0.0	0.0			0%	0%	0%
比亚迪汽车	燃油车	13.6	0.5	0.0	-96%	-100%	19%	0%	0%
比亚迪汽车	合计	73.5	187.7	301.5	155%	61%	100%	100%	100%
长城汽车	EV	13.5	11.0	17.8	-19%	62%	13%	12%	14%
长城汽车	PHEV	0.0	3.7	42.7		1068%	0%	4%	34%
长城汽车	HEV	3.6	2.1	3.0	-43%	45%	3%	2%	2%
长城汽车	燃油车	87.7	74.9	61.0	-15%	-19%	84%	82%	49%
长城汽车	合计	104.8	91.6	124.5	-13%	36%	100%	100%	100%
长安汽车	EV	7.6	21.5	30.8	181%	43%	6%	17%	23%
长安汽车	PHEV	0.0	4.5	25.6		473%	0%	3%	19%
长安汽车	HEV	0.0	0.0	0.0			0%	0%	0%
长安汽车	燃油车	110.8	101.8	77.4	-8%	-24%	94%	80%	58%
长安汽车	合计	118.4	127.8	133.8	8%	5%	100%	100%	100%
吉利汽车	EV	6.1	22.2	45.3	261%	104%	5%	16%	30%
吉利汽车	PHEV	2.2	6.8	25.2	210%	270%	2%	5%	17%
吉利汽车	HEV	0.1	1.9	8.9	3205%	363%	0%	1%	6%
吉利汽车	燃油车	124.5	106.2	71.2	-15%	-33%	94%	77%	47%
吉利汽车	合计	132.9	137.1	150.6	3%	10%	100%	100%	100%
小鹏汽车	EV	9.8	12.2	19.3	24%	59%	100%	100%	100%
小鹏汽车	合计	9.8	12.2	19.3	24%	59%	100%	100%	100%
蔚来汽车	EV	9.1	12.5	24.4	36%	96%	100%	100%	100%
蔚来汽车	合计	9.1	12.5	24.4	36%	96%	100%	100%	100%
零跑汽车	EV	4.5	11.9	18.2	164%	54%	100%	100%	86%
零跑汽车	PHEV	0.0	0.0	2.9			0%	0%	14%
零跑汽车	合计	4.5	11.9	21.1	164%	78%	100%	100%	100%
理想汽车	EV	0.0	0.0	0.1			0%	0%	0%
理想汽车	PHEV	9.0	12.5	24.8	38%	99%	100%	100%	100%
理想汽车	合计	9.0	12.5	24.9	38%	100%	100%	100%	100%
金康赛力斯	EV	0.0	1.3	5.6		333%	0%	14%	31%
金康赛力斯	PHEV	0.9	7.7	12.5	804%	62%	100%	86%	69%
金康赛力斯	合计	0.9	9.0	18.0	955%	100%	100%	100%	100%
合众新能源	EV	7.0	17.0	23.2	144%	36%	100%	100%	85%
合众新能源	PHEV	0.0	0.1	4.0		7880%	0%	0%	15%
合众新能源	合计	7.0	17.1	27.2	145%	59%	100%	100%	100%
广汽埃安	EV	12.0	27.7	39.9	130%	44%	100%	100%	100%
广汽埃安	合计	12.0	27.7	39.9	130%	44%	100%	100%	100%

资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

3.2.2. 结构升级：20 万以上车型占比有望持续提升

传统自主和新势力均布局了多款 20 万以上的重磅新能源车，其 20 万元以上车型的占比均有望持续提升。

图57. 重点自主品牌 2021-2023E 乘用车分价位销量（万辆）、占比和增速

车企	价位	销量			占比			增速	
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	2023E
比亚迪汽车	10万以下	12.6	0.5	5.3	17%	0%	2%	-96%	892%
比亚迪汽车	10-20万	43.0	137.8	184.1	58%	73%	61%	221%	34%
比亚迪汽车	20万以上	17.9	49.3	112.1	24%	26%	37%	175%	127%
比亚迪汽车	合计	73.5	187.7	301.5	100%	100%	100%	155%	61%
长城汽车	10万以下	26.8	14.6	9.9	26%	16%	8%	-46%	-32%
长城汽车	10-20万	64.9	58.5	69.1	62%	64%	55%	-10%	18%
长城汽车	20万以上	13.2	18.5	45.6	13%	20%	37%	41%	146%
长城汽车	合计	104.8	91.6	124.5	100%	100%	100%	-13%	36%
长安汽车	10万以下	58.1	56.5	40.1	49%	44%	30%	-3%	-29%
长安汽车	10-20万	60.3	71.0	81.3	51%	56%	61%	18%	15%
长安汽车	20万以上	0.0	0.3	12.4	0%	0%	9%		4033%
长安汽车	合计	118.4	127.8	133.8	100%	100%	100%	8%	5%
吉利汽车	10万以下	36.7	32.1	27.7	28%	23%	18%	-13%	-14%
吉利汽车	10-20万	92.4	92.4	87.0	70%	67%	58%	0%	-6%
吉利汽车	20万以上	3.8	12.7	35.9	3%	9%	24%	235%	184%
吉利汽车	合计	132.9	137.1	150.6	100%	100%	100%	3%	10%
小鹏汽车	10万以下	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%		
小鹏汽车	10-20万	3.8	5.4	4.3	38%	44%	22%	43%	-19%
小鹏汽车	20万以上	6.1	6.8	15.0	62%	56%	78%	12%	120%
小鹏汽车	合计	9.8	12.2	19.3	100%	100%	100%	24%	59%
蔚来汽车	10万以下	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%		
蔚来汽车	10-20万	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%		
蔚来汽车	20万以上	9.1	12.5	24.4	100%	100%	100%	36%	96%
蔚来汽车	合计	9.1	12.5	24.4	100%	100%	100%	36%	96%
零跑汽车	10万以下	4.0	6.2	3.8	90%	52%	18%	54%	-39%
零跑汽车	10-20万	0.5	4.9	10.0	10%	41%	48%	943%	107%
零跑汽车	20万以上	0.0	0.8	7.3	0%	7%	35%		827%
零跑汽车	合计	4.5	11.9	21.1	100%	100%	100%	164%	78%
理想汽车	10万以下	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%		
理想汽车	10-20万	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%		
理想汽车	20万以上	9.0	12.5	24.9	100%	100%	100%	38%	100%
理想汽车	合计	9.0	12.5	24.9	100%	100%	100%	38%	100%
金康赛力斯	10万以下	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%		
金康赛力斯	10-20万	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%		
金康赛力斯	20万以上	0.9	9.0	18.0	100%	100%	100%	955%	100%
金康赛力斯	合计	0.9	9.0	18.0	100%	100%	100%	955%	100%
广汽埃安	10万以下	0.0	0.0	0.0	0%	0%	0%		
广汽埃安	10-20万	10.3	23.9	31.3	86%	86%	79%	131%	31%
广汽埃安	20万以上	1.7	3.8	8.5	14%	14%	21%	125%	125%
广汽埃安	合计	12.0	27.7	39.9	100%	100%	100%	130%	44%

资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

3.2.3. PHEV 盈利能力有望边际改善

2023 年插混车辆的退补金额远低于纯电车，且插混专用电池和核心零部件的价格有望降低，叠加插混系统技术进步带来的车型产品力的提升，主机厂溢价能力有望增强，因此我们判断 2023 年插混车型的盈利能力有望边际改善。

- **插混电池成本有望降低。**2019 年插电式混动动力电池的电芯供应商仅有 9 家，2022 年主流供应商数量已经超过 12 家，新增了国轩高科、正力、欣旺达等企业。供应商数量的增长使得行业内竞争加剧，有望持续推动混动电池的技术创新，带来电池成本的下降。因此我们判断，2023 年主机厂的混动电池采购成本有望持续降低。

表22：2019–2022 年 PHEV 储能装置主要供应商列举

年份	PHEV 储能装置主要供应商
2019	ACCUmotive、比亚迪锂电池、衡远、宁德时代、上海捷新、万向一二三、威睿、新中源、众迪
2020	蜂巢能源、弗迪电池、衡远、力神、宁德时代、上汽时代、万向一二三、威睿、欣旺达、新中源、众迪
2021	Accumotive、蜂巢能源、弗迪电池、国轩高科、江苏时代、捷新、金康、力神、宁德时代、上海电气、威睿、新中源
2022	Accumotive、蜂巢能源、比亚迪、孚能、国轩高科、捷新、宁德时代、上海电气、威睿、远景、正力、欣旺达

资料来源：工信部、安信证券研究中心整理

- **零部件技术逐渐成熟，成本有望降低。**混动车型中的电机、电控、底盘、热管理等核心零部件的技术日益成熟、成本有望持续下降；且供应商的出货量预计将会持续增长，规模优势带来核心零部件生产成本的降低。
- **技术创新带来能耗降低、有望节约电池成本。**扁线电机、SiC 等新一代核心技术的创新，提高了新能源车的转换效率，整车能耗持续降低，相同续航里程的车型中所需电池的带电量更少，未来有望进一步节约电池成本。
- **插混系统创新使得产品力更强，有望带来更高溢价。**插混系统在不断迭代升级，带来驾驶感受的提升和油耗的持续降低，消费者购车获得的价值感在提升，插混产品较燃油车的性能优势日益凸显，主机厂有更强的溢价能力，有望拉动盈利上行。

3.3. 看好传统自主品牌

2023 年新能源车供给大幅扩张，整体竞争趋于激烈，我们看好产品周期较强、并且成本管控能力较强的传统自主品牌。

3.3.1. 自主品牌成本管控能力强

对比合资车企，传统自主车企的成本管控能力较强。以长城汽车为例，其主销车型哈弗 H6 起售价仅 9.89 万元，同级别的合资车型本田 CRV 和日产逍客的起售价分别达到 17.89 和 15.49 万元，分别高出哈弗 H6 约 8 万元和 5.6 万元。此外，相比本田 CRV 和日产逍客，哈弗 H6 的轴距更长、空间更大、功能配置更高。

表23：长城汽车主销车型相比合资同级别车型售价更低、性价比更高

车企	长城汽车	东风本田	东风日产
代表车型	哈弗 H6	本田 CR-V	逍客
售价 (万元)	9.89-13.70	17.98-22.19	15.49-18.89
轴距 mm	2738	2701	2646
发动机排量	1.5T	1.5T	2.0L
变速箱	7 挡湿式双离合	CVT 无级	CVT 无级
发动机功率 kW	110-135	142	111
油耗 L/100km (NEDC)	6.6-6.9	6.4-6.8	6.2-6.4
L2 级辅助驾驶	12.19 万起搭载	19.58 万起搭载	L1

资料来源：汽车之家、安信证券研究中心

2017–2021 年长城汽车平均 ASP 为 9.6 万元，分别低于东风本田和东风日产 4.4 万元和 4.7 万元；2017–2021 年长城汽车单车净利润为 0.5 万元，仅比东风本田和东风日产低不到 1 万元，体现传统自主品牌的成本管控能力优异。

表24：长城汽车、东风本田、东风日产的单车净利润对比

车企	年份	营业收入 (亿元)	净利率	销量 (万辆)	ASP (万元)	单车净利润 (万元)
长城汽车	2017	1011.7	5.0%	107.0	9.5	0.5
	2018	992.3	5.4%	105.3	9.4	0.5
	2019	962.1	4.8%	106.0	9.1	0.4
	2020	1033.1	5.2%	111.2	9.3	0.5
	2021	1364.1	4.9%	128.1	10.6	0.5
	平均	1072.6	5.1%	111.5	9.6	0.5
东风本田	2017年	944.5	11.0%	71.8	13.2	1.4
	2018年	1011.2	10.1%	69.8	14.5	1.5
	2019年	1123.0	9.7%	80.0	14.0	1.4
	2020年	1186.6	8.3%	85.0	14.0	1.2
	2021年	1093.0	9.6%	76.2	14.3	1.4
	平均	1071.6	9.7%	76.6	14.0	1.4
东风日产	2017年	1691.4	9.3%	125.1	13.5	1.3
	2018年	1809.6	9.5%	128.8	14.0	1.3
	2019年	1878.7	8.8%	127.6	14.7	1.3
	2020年	1693.9	7.0%	119.9	14.1	1.0
	2021年	1625.7	6.9%	106.5	15.3	1.1
	平均	1739.9	8.3%	121.6	14.3	1.2

资料来源：WIND、安信证券研究中心

3.3.2. 关注标的及核心逻辑

➤ 比亚迪：三电技术领先，盈利有望持续超预期

比亚迪三电技术领先。比亚迪深耕三电技术多年，DM-i 混动技术、e 平台 3.0 纯电平台技术等核心技术处于行业领先。公司不断加大研发投入，未来有望持续实现技术突破，带来产品竞争力的提升和单车成本的下降，拉动盈利能力的提升。

品牌力不断提升。从比亚迪汉开始，公司持续通过高价格产品和精准营销、优质服务等措施来实现品牌力的持续向上，后续仰望等高端品牌陆续发布，2023 年还会推出全新的专业个性化品牌。长期看，公司品牌力有望持续向上、且矩阵日益丰富，有助形成明显的产品溢价。

销售结构持续升级。比亚迪汉已经在高端领域站稳脚跟，连续三个月销量突破三万，唐 DM-P、海豹、腾势 D9 等 20 万以上的高端车型也在陆续放量，拉动公司的销售结构持续升级、均价上行。我们预计未来比亚迪高端车销量的占比预计将会稳步提升，带来更大的盈利空间。

2023 年盈利有望超预期。目前公司在手订单深度充足，且产能在稳步提升，2023 年规划产能超过 400 万辆，交付量预计会续创新高，规模优势有望继续凸显，单车折旧摊销、费用率有望持续下行，单车盈利持续提升。此外 2023 年 1 月 1 日起，比亚迪将会对旗下的新能源车涨价 2000-6000 元，有望明显缓解补贴退出带来的盈利压力，2023 年盈利有望超预期。

盈利预测：我们预计公司 2022 年-2024 年的收入增速分别为 94.85%、41.17%、35.00%，归母净利润为 182.6、281.2、343.1 亿元，对应当前股价，PE 分别为 43.1、28.0、23.0 倍，6 个月目标价 360 元。

➤ 长城汽车：实力领先，即将迎来新能源产品大年

混动和智能化实力领先

1. 柠檬混动 DHT 的突出优势是具有两档变速器，兼顾成本和性能，解决中高速动力不足的问题。从产品实际表现来看，与合资车相比，柠檬 DHT 车型油耗更低、动力更强，性价比更高。此外，长城汽车已经储备柠檬 DHT 的第四代和第五代技术，性能有望持续提升。
2. 智能化方面，长城汽车是国内继新势力后，首家实现功能算法全栈自研的自主车企。毫末高阶智能辅助驾驶方案采用轻地图重感知路线，计划城市 NOH 于 2022 年覆盖 10 座城市，于 2023 年覆盖超过 100 个城市。长城汽车第四代全新电子电气架构即将面世，采用中央计算+区域式架构。此外，长城汽车智慧线控底盘计划于 2023 年实现量产，领先大部分主机厂和 Tier1。

产品能力强、完善度高，口碑出众

长城第一代柠檬 DHT 的效率已经和行业领先的本田 IMMD 和丰田 THS 基本打平，表现优异。此外，拿铁和摩卡等产品在平顺性、动力响应、隔音等方面表现优异，机械素质达到行业领先水平。此外，长城汽车的产品功能配置齐全，性价比较高。

三大变化驱动新能源销量反转

1. **定价策略调整，回归性价比路线。**22 年 8 月以前在行业缺芯的背景下，为实现各品牌升级，产品定价策略以盈利为导向，定价偏高。目前物料紧缺问题基本解决，长城汽车调整定价策略，从对标一线合资转变为对标一线自主，哈弗 H6 DHT、哈弗 H6 PHEV、欧拉好猫低配版、欧拉闪电猫等均以性价比为定价导向，后续新车型众多，若延续这一策略，长城汽车整体新能源车销量规模提升可期。
2. **战略重视新能源，将迎产品大年。**22 年 8 月开始，哈弗开始战略重视新能源，正式确立扩大新能源份额的目标，计划 22Q4-23 年底共推出 7 款新能源车型。魏牌不断调整定位，2022 年魏牌开始专注长续航 PHEV，产品规划从“咖啡+梦系列”向“大六座 SUV+MPV+轿车”多品类转变。欧拉及时调整产品规划和定价策略，除了闪电猫，未来欧拉还将推出 SUV 品类，面向更大众的用户群体。
3. **组织架构调整，运营改善。**12 月 8 日开始，魏牌和坦克在组织管理上全面整合，布局高端新能源，肩负起长城品牌向上的使命；欧拉和沙龙在组织管理上全面整合，欧拉布局大众主流电动车，沙龙布局高端智能电动车。坦克品牌 CEO 刘艳钊兼任魏牌 CEO，由沙龙品牌 CEO 文飞兼任欧拉 CEO。我们认为，此次战略调整有利于集中优势资源、聚焦新能源。后续公司在渠道和营销的进阶有望持续落地。长城汽车 ToC 动作不断，例如，据公司公众号，五大品牌所有在售车型商品总监 100%完成用户 APP、懂车帝车友圈入驻，当日问题回复率提升近 10 个百分点；通过固化例会机制向管理层高密度输入用户声音等。未来长城汽车的产品定位、用户需求定义能力有望不断进步。

盈利预测：长城汽车即将迎来产品大年，新能源销量有望高增长。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 110.6、132.2、179.5 亿元，对应当前市值，PE 分别为 25.3、21.2 和 15.6 倍，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 45.5 元/股。

➤ 吉利：全面开启电动化转型，极氪有望持续开拓高端市场

极氪有望继续开拓高端市场。极氪 001 在全面更换了 8155 芯片后，凭借着优秀的整车操控体验和高性价比，迅速在高端市场站稳脚跟，2022M11 月销实现破万；新车型极氪 009 是一款主打商务豪华的 MPV，将在 2023 年开启交付。2023 年极氪品牌还会有一款轿车和一款 SUV 新车登场，有望在高端市场实现进一步突破。

几何即将搭载浩瀚架构，发力纯电车 C 端市场。此前的几何 A、几何 C 等车型均为油改电打造，产品力不足，主要面向网约车市场，月销量低迷。预计 2023 年几何品牌的纯电车将全面搭载浩瀚纯电架构，有几何 M2 等新车推出，产品力有望大幅提升，并开始在 C 端市场开始发力，有望实现销量的底部反转。

领克混动化进程值得关注。领克为吉利和沃尔沃共同打造的中高端品牌，在燃油车时代变实现了高端化突围，整车的产品开发设计能力较强。吉利的雷神混动系统技术先进，发动机热效率达到 43.32%（超过比亚迪）；并采用了三挡变速器，在低速时发动机即可介入，提供更好的动力。2023 年全面搭载雷神混动的领克车型有望实现销量提升。

➤ **长安：深蓝车型竞争力强，混动车型全面发力**

2023 年深蓝品牌有望带来明显增量。深蓝品牌定位中高端市场，旗下首款车型 SL03 由纯电数字平台 EPA1 打造，动力性好、配置丰富、性价比高、产品力强，在对生产、营销等环节做出了一系列调整之后，2023 年销量有望明显增长。深蓝旗下第二款车型 S7 是与 SL03 同平台的 SUV 车型，纯电版提供 160kW 和 190kW 两款电机、增程版搭载了最大功率 175kW 的后驱电机、31.73kWh 的动力电池、纯电续航里程 160km，我们预计售价在 20 万元左右。在产品矩阵持续丰富之余，深蓝品牌的渠道拓展也很迅速，2022 年全年有望建设 600 家体验中心，推动深蓝品牌车型在 2023 年加速放量。

深蓝旗下增程式混动车型竞争力强。增程式混动技术能够在纯电平台上打造，使其具备与纯电车型相同的平顺的驾驶体验，同时能够解决里程焦虑的问题（深蓝 SL03 增程版续航里程达到 1200km）。此外增程式混动车型可以节约电池带电量，产品价格可以进一步降低、性价比持续提升，因此我们判断增程式混动技术有望成为主流混动路线之一。未来深蓝旗下车型均将同时配备纯电版+增程版，有望拉动销量增长。

2023 年插混车型将全面发力。目前长安 IDD 一代混动采用了 P2 单电机并联技术，动力性能优异，搭载在 UNI-K、UNI-V 等中高端车型中；2023 年公司推出 IDD2.0 版本，采用市面上主流的 P1+P3 串并联结构，并将有多款全新车型亮相，车型矩阵日益丰富，长安将在在插混领域全面发力，2023 年多款新产品的上市有望拉动销量增长。

➤ **广汽集团：纯电新品周期，混动从 0 到 1**

广汽埃安：开启纯电新品周期，产品和品牌高端化

- 1) 2023 年 10-20 万元纯电动车竞争格局相对较好，其主力车型有望持续热销；此外，2023 年广汽埃安将有至少两款新平台重磅车型上市；
- 2) 2023 年将布局 20 万元以上电动车，产品和品牌高端化；
- 3) 融资落地，即将上市。

广汽传祺：混动从 0 到 1，盈利有望持续改善

- 1) 混动从 0 到 1：传祺 GMC2.0 混动平台有望推出更多新车型，传祺电动化加速；
- 2) 随着销量的持续增长、结构的持续优化，盈利有望改善。

合资品牌：混动技术加持+产品快速迭代，销量有望持续稳健

- 1) 丰田的新品如塞那、锋兰达等表现卓越，业绩弹性大；
- 2) 广本主力车型迎来换代；
- 3) 依靠卓越的混动技术+产品快速迭代，广丰、广本有望在长期持续保持较强的核心竞争力。

盈利预测：我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别 107.5、123.8 和 144.5 亿元，对应当前市值，PE 分别为 11.6、10.0 和 8.6 倍，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 17.90 元/股。

4. 零部件投资策略：行业进入 α 时代，关注四条主线

4.1. 长期：受益自主崛起&国产替代，零部件长期向上

自主零部件厂商有望伴随自主品牌车企共成长，向全球细分领域龙头进发。1) 量—自主车企崛起带动自主零部件厂商份额提升：自主乘用车品牌份额有望进一步提升，自主零部件厂商在响应速度、成本、供应链安全等方面具备优势，有望借助下游自主车企崛起机遇实现份额的同步提升。2) 价—自主车型高端化带动零部件配置升级：高端乘用车市场自主品牌车企份额有望提升，而相较合资品牌，自主品牌同价位车型更有意愿提升配置、或带动零部件单车配置价值提升。高端乘用车市场结构变化（自主份额提升、合资份额下降）有望带动零部件市场扩容。3) 国产替代&全球扩张：国内市场——自主零部件厂商国产替代将是长期主旋律；全球市场——伴随自主车企共成长，自主零部件厂商研发、技术、产品等实力也在持续进步迭代，全球竞争力进一步提升，部分自主零部件龙头有望走出国门、成为全球市场细分领域龙头。

4.1.1. 自主车企崛起，自主零部件供应商有望充分受益

从下游车企的角度来看，我们认为自主乘用车品牌抓住电动车、混动车发展关键机遇期打造核心优势、已经进入长期向上通道。一方面相较于多数合资车企，比亚迪、长城、广汽等纯电平台布局较早，因而积累了较多纯电平台开发制造经验。另一方面，比亚迪、长城等自主品牌车企关注国内车主的差异化、综合性需求，混动市场已全面领先合资车企。纯电动车、混动车市场高增有望带动自主乘用车品牌市占率持续提升，我们预计 2025 年乘用车市场自主车企市占率 71%。

自主零部件厂商有望充分受益于自主车企崛起大趋势。自主零部件厂商配套自主乘用车主要有成本、响应速度、供应链安全三大优势。自主零部件厂商有望借助自主车企崛起实现份额的同步提升。

(1) 成本优势，得益于国内工程师红利、人工成本相对较低以及物流设施完备等多方面综合因素，国内制造业在成本方面具有得天独厚的优势。

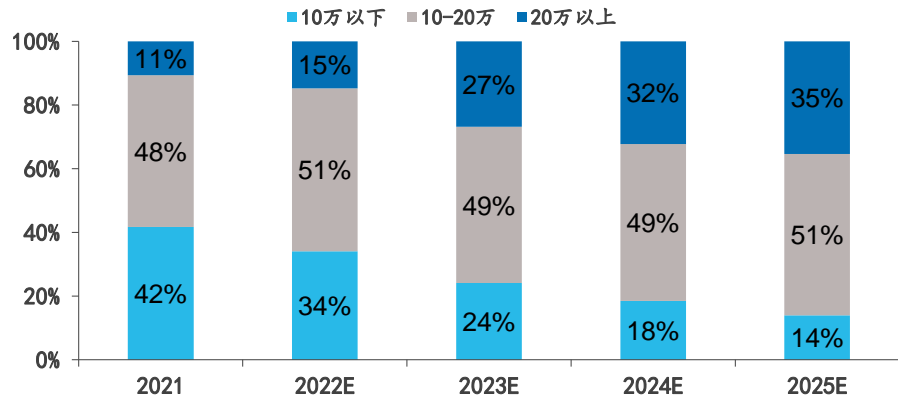
(2) 响应速度优势，跨国零部件企业多为国际知名、实力领先的零部件巨头，组织机构庞大、决策流程复杂，且大概率将大众、通用、奔驰等车企巨头作为第一优先级客户服务。自主零部件厂商配套自主品牌车企，在响应速度及服务方面都更具优势。

(3) 供应链安全优势，一些自主车企在生产运营体系化、规模化后，有意愿培养更多自主零部件供应商，以保障供应链安全稳定。

4.1.2. 自主品牌车型高端化，打开高附加值零部件需求空间

传统燃油车时代，欧美、日韩等车企巨头占据先机，在发动机、变速箱等核心领域积累了较强技术优势。自主车企尽管在外观、内饰、配置、做工用料等方面不断进步追赶，但在驾驶与操控性能方面较合资仍存差距，多以低端车型为主。三电系统核心技术的布局为自主车企带来了领先优势，有望带动自主车型高端化突破，我们预计 2025 年自主品牌乘用车中，20 万以上车型占比 35%。

图58. 自主品牌乘用车分价格带车型销量占比



资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

伴随自主品牌车型结构高端化发展，自主车型零部件配置也迎来了升级空间。我们认为，驱动零部件配置升级的因素主要有以下两点：（1）消费者观念转变，早期乘用车作为代步出行工具更强调实用性用途如油耗、动力性能等，伴随汽车电动化智能化发展，乘用车作为第二个家，其舒适性、娱乐性也更加为消费者所关注。（2）自主乘用车型高端化带动，高端乘用车市场自主品牌份额提升，高价位的自主车型相较于同价位合资车型，更有意愿提升车型配置。

座椅、车灯、天幕玻璃、音响、底盘等为汽车配置升级重点方向。自主品牌新推出的多个高端车型注重音响升级，比亚迪宋 PLUS DM-i 高配版车型配置燕飞利仕音响、坦克 500 配置燕飞利仕音响、比亚迪汉配置丹拿音响、理想 L9 等主打杜比音效；极氪 001、蔚来多款车、理想 L9&L8、小鹏 G9 多款新一代新能源车型配置空气悬架。

表25：空气悬架主流配置车型情况

车系	价格（万元）	动力	空气悬架配置情况	车系	价格（万元）	动力	空气悬架配置情况
北京 BJ90	99.80-128.80	汽油	全系标配	理想 L7	33.98-37.98	增程	全系标配
高合 HiPhiX	57.00-80.00	纯电动	全系标配	小鹏 G9	30.99-46.99	纯电动	部分车型标配
高合 HiPhiZ	61-63	纯电动	全系标配	极氪 001	29.90-36.00	纯电动	选配/36 万元车型标配
蔚来 ES7	46.8-54.8	纯电动	全系标配	极氪 009	49.9-58.8	纯电动	全系标配
蔚来 ES8	46.80-62.40	纯电动	全系标配	领克 09	26.59-32.09	汽油/48V 轻混	32.09 万元车型选配
蔚来 ET7	44.80-52.60	纯电动	全系标配	红旗 E-HS9	50.98-72.98	纯电动	部分车型标配
蔚来 ES6	35.80-52.60	纯电动	部分车型标配	红旗 HS7	27.58-45.98	汽油/48V 轻混	部分车型标配
蔚来 EC6	36.80-52.60	纯电动	部分车型标配	红旗 H9	30.98-53.98	汽油/48V 轻混	部分车型标配
理想 L9	45.98	增程	全系标配	岚图 FREE	31.36-36.36	纯电动	部分车型标配
理想 L8	35.98-39.98	增程	全系标配	梦想家	36.99-68.99	纯电动/插混	部分车型标配

资料来源：汽车之家、安信证券研究中心

表26: 部分车型音响配置情况

蔚来	理想	小鹏	比亚迪	长城	吉利	长安/阿维塔
ET7: 扬声器*23; 杜比音效、Dirac 调音	L9: 扬声器*21; 杜比音效、Dirac 调音	P7: 扬声器*8~18; 选装丹拿音响	唐 EV: 扬声器*12; 标配丹拿音响	坦克 500: 扬声器*12; 标配燕飞利仕	极氪 001: 扬声器*8~12; 选装雅马哈	SL03: 扬声器*6/14; 部分车型配置索尼音响
ES7: 扬声器*23; 杜比音效、Dirac 调音	L8: 扬声器*19/21; 杜比音效	G9: 扬声器*8/22; 配置 22 个扬声器的车型含杜比音效	汉: 扬声器*8~12; 部分车型配置丹拿音响	坦克 300: 扬声器*9; 部分车型配置燕飞利仕	领克 03: 扬声器*8~10; 部分车型配置燕飞利仕	阿维塔 11: 扬声器*14
ET5: 扬声器*23; 杜比音效、Dirac 调音	L7: 扬声器*19/21; 杜比音效		宋 PLUS DMI: 扬声器*10; 部分车型配置燕飞利仕	拿铁: 扬声器*10; 部分车型配置燕飞利仕	几何 C: 扬声器*4~9; 部分车型配置博士视听	
			海豹: 扬声器*10/12; 部分车型配置丹拿音响	闪电猫: 扬声器*11; 部分车型配置燕飞利仕		

资料来源: 各车企官网、各车企微信公众号、安信证券研究中心

4.1.3. 更加关注供应链安全，国产替代持续进行

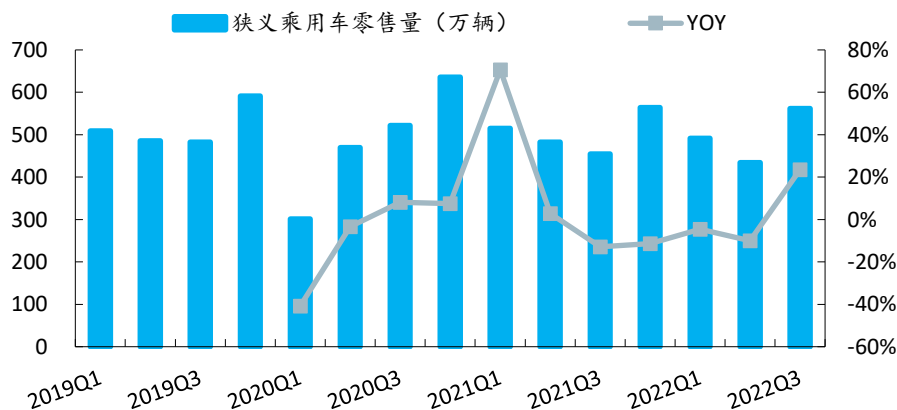
地缘政治局势紧张、全球贸易摩擦加剧的当下，供应链安全需重视。自 2018 年来，美国对中国经贸、科技活动展开了多项制裁举措，包括对进口自中国的多类产品如航空航天、通信技术、电动车及零部件等产品加征关税；将科大讯飞、华为、商汤科技等多家涉及科技、军工、芯片等的高科技企业列入实体清单限制对后者的出口及技术输出。2022 年 9 月，针对新能源汽车产业，美国政府出台新举措，通过税收抵免、补贴优惠方面的区别对待以加速新能源汽车产业对华脱钩。一系列举措加剧中美贸易摩擦，俄乌冲突、缺芯等问题也敲响警钟，汽车行业产业链长且复杂、牵连行业较多，自主车企供应链安全尤其需要重视，汽车零部件领域的国产替代将是长期主旋律。

4.2. β 行情向 2023 年 α 行情演绎，看好业绩驱动型 α 公司

4.2.1. 2022 年回顾：政策刺激需求复苏带动 β 行情，6-8 月板块业绩估值双升

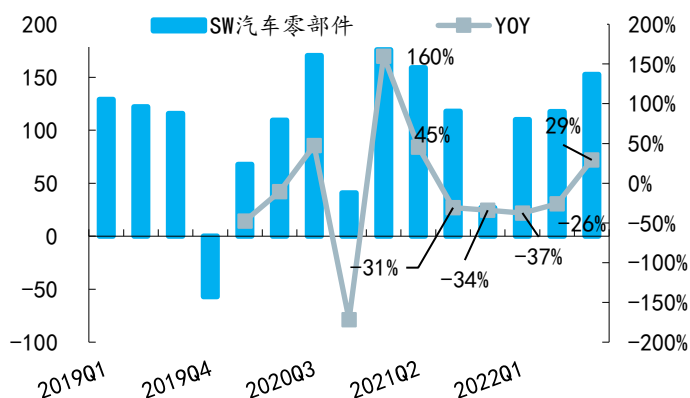
2022 年以来零部件板块净利润环比逐步好转，下游需求复苏带动零部件 Q3 净利润环比大幅增长。2022 年 6 月起的燃油乘用车购置税减半征收政策以及多地推出的乘用车购车补贴政策刺激乘用车销量回暖，Q3 狭义乘用车零售量 561.4 万辆，环比+29%，同比+24%。下游乘用车销量环比高增，叠加原材料价格回落，带动零部件板块盈利改善。2022 年 Q1-Q3，零部件板块净利润分别为 110.0/117.7/152.6 亿元，同比分别-37%/-26%/+29%，Q3 单季度净利润增速同比转正，环比+29.7%。

图59. 2022 年 Q3 单季度狭义乘用车零售量环比+29.2%



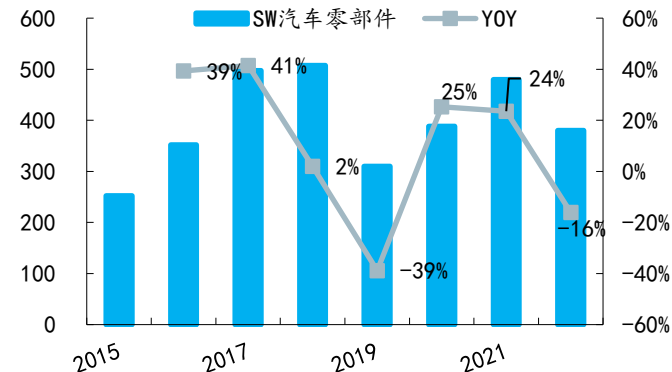
资料来源: 乘联会、安信证券研究中心预测

图60. SW 汽车零部件板块单季度净利润 (亿元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

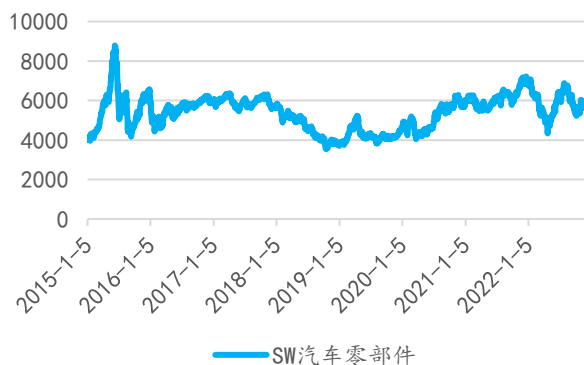
图61. SW 汽车零部件板块年度净利润 (亿元)



资料来源: Wind、安信证券研究中心

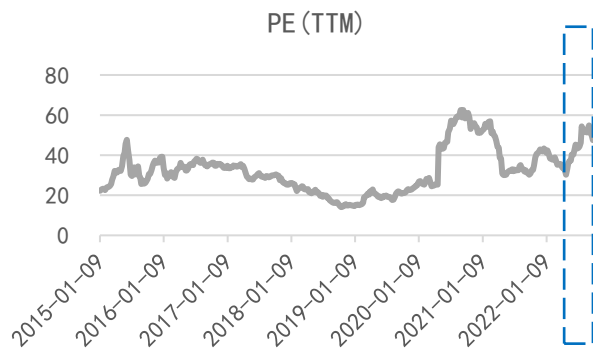
下游乘用车需求复苏带动零部件板块盈利好转，板块估值随之提升，汽车零部件迎来β行情，2022年4月底-9月初，SW汽车零部件板块PE (TTM) 估值涨幅超过80%。截至2022年11月30日收盘，SW汽车零部件板块PE (TTM) 估值44.7倍，三年维度来看（2020年至2022年11月30日），估值略高于50%分位（50%分位-42.5倍；75%分位-51.6倍）。

图62. SW 汽车零部件指数



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图63. SW 汽车零部件板块 PE (TTM)



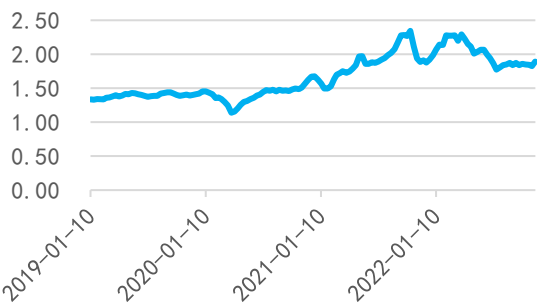
资料来源: Wind、安信证券研究中心

4.2.2. 2023 年展望：板块压力或从成本转移至需求，预计β行情向α行情演绎

对比2022年，我们认为2023年零部件板块主要有三大特征：(1) 多数原材料价格呈下行趋势，预计2023年零部件板块成本端压力有所缓解；(2) 受到2022年乘用车消费刺激政策带来的需求透支以及新能源补贴退出等影响，预计2023年乘用车总需求或面临下行。(3) 需求端燃油车、纯电动车、PHEV等销量增速持续分化，预计新能源、自主品牌、出口市场存在结构性机会。

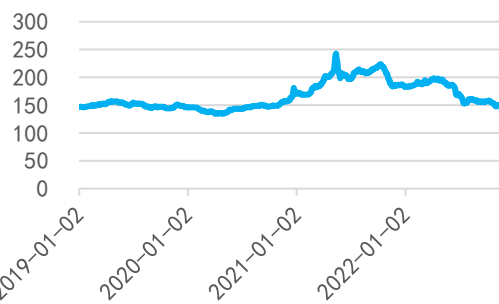
成本端来看，零部件主要原材料铝锭、钢材、稀土等价格呈下降趋势，后续零部件厂商成本压力有望进一步缓解。疫后大宗商品需求复苏和供给复苏的不同步，造成供需错配，俄乌局势等地缘政治问题进一步催化大宗商品价格走高，汽车零部件主要原材料包括铝锭、稀土等2022年Q1价格异常偏高。自2022年3月底至11月底，铝锭价格、钢价指数、稀土价格指数降幅分别为17.5%/22.7%/25.8%，原材料价格呈回落趋势。

图64. 铝锭价格（万元/吨）



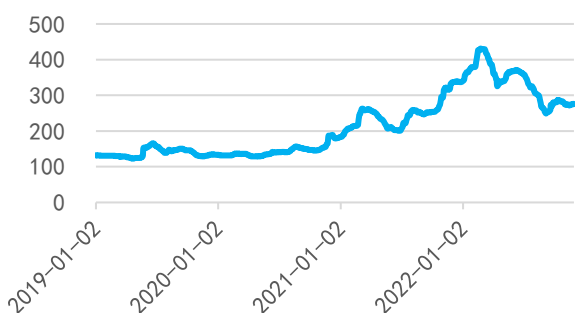
资料来源：国家统计局、安信证券研究中心

图65. 钢价指数



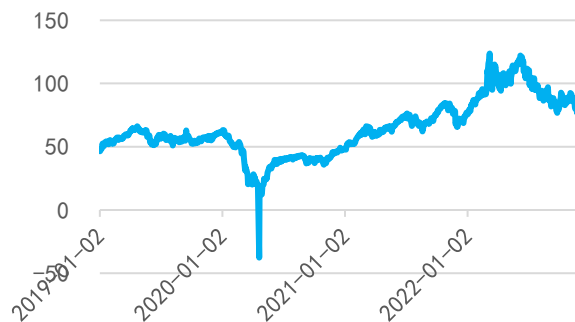
资料来源：兰格钢铁网、安信证券研究中心

图66. 稀土价格指数



资料来源：中国稀土行业协会、安信证券研究中心

图67. WTI原油期货结算价（美元/桶）



资料来源：IPE、安信证券研究中心

表27：部分零部件厂商主要原材料梳理

公司	主要产品	主要采购材料	公司	主要产品	主要采购材料
明新旭腾	内饰材料	皮革、化料	银轮股份	换热器、水泵、空调箱模块等	铝合金、钢材、铜材
继峰股份	座椅及头枕、扶手	皮革、橡胶、发泡塑料、钢材	标榜股份	汽车流体管路等	阀门等功能件、塑料件、橡胶件、塑料粒子
常熟汽饰	门内护板、仪表板等	塑料粒子	上声电子	汽车音响系统等	稀土、塑胶粒子
新泉股份	仪表板等	塑料粒子	保隆科技	排气管、气门嘴、TPMS、传感器、空气弹簧等	橡胶、金属、芯片
方正电机	电驱动系统	控制系统、砂钢片、稀土材料、漆包线	中鼎股份	NVH、密封、冷却管路、锻铝控制臂、空压机等	橡胶（主）、铝合金
巨一科技	电驱动系统、智能装备	机械设备类、电气类、机加工类及辅材	旭升股份	铝压铸件	铝合金

资料来源：各公司公告、安信证券研究中心

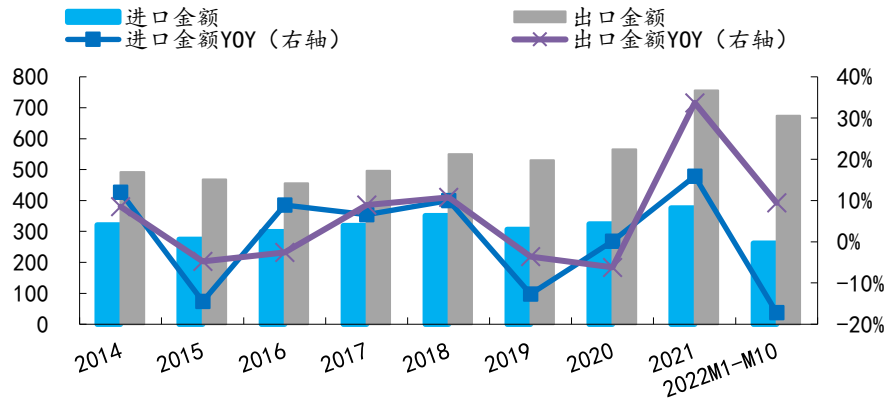
需求端来看，2023 年国内下游乘用车需求总量或面临下行，自主品牌、新能源、出口市场存在结构性机会。

2022 年燃油乘用车购置税减半征收政策以及多地购车补贴政策带动车市需求复苏销量好转，或对 2023 年需求产生透支。考虑到多项购车刺激政策、新能源购车补贴到期，我们预计 2023 年乘用车下游需求总量或面临下行。自主品牌凭借纯电平台、混动技术方面的领先布局有望受益于新能源大趋势实现销量高增，我们预计 2023 年国内乘用车市场自主车型市占率有望提升至 58%，自主乘用车销量同比增长 16%；纯电动车、PHEV、HEV 销量同比分别+32%、+105%、+34%。

汽车零部件出口需求近年增速较高，2021 年/2022 年 1-10 月国内汽车零部件出口金额同比分别+33.7%/+9.4%，我们预计 2023 年国内汽车零部件出口市场有望保持较高景气。一方面，部分发展中国家经济增速仍保持在较高水平，东盟多国等汽车需求较为旺盛。另一方

面，我们预计未来2~3年，欧美新车市场依旧较为低迷，汽车保有量大带来零部件售后市场需求支撑。

图68. 国内汽车零部件进出口金额（亿美元）



资料来源：CIEDATA、安信证券研究中心

2023年下游乘用车需求总量下行的情况下，我们预计零部件板块较难再现2022年的β行情。基本面来看，零部件板块成本压力缓解，板块业绩压力或从2022年成本端转移至2023年需求端，而需求端不同细分市场景气度持续分化带来α机遇。估值层面来看，需求下行阶段板块估值水平或较难提升，业绩高增、业绩兑现能力强的公司具备α机会，2023年看好业绩驱动型α公司。

4.3. 从四条主线，把握零部件投资逻辑

我们认为可从以下四个角度，寻找业绩驱动型α公司：1) 低渗透率，产品从0-1渗透率快速提升的细分赛道，零部件厂商业绩高增的驱动力较强；2) 低市占率，低市占率公司份额提升空间更大，公司可凭借国产替代、跟随下游自主客户共成长等提升市占率以实现业绩高增；3) 全球化，全球化布局领先的零部件厂商受益零部件海外/出口市场的高景气海外增量业务开拓或提速，业绩有望实现高增；4) 混动产业链，PHEV、HEV等混动车型加速放量，产业链零部件厂商有望受益。

4.3.1. 主线①——低渗透率

处于导入期和快速成长期的低渗透率产品，配置率从0-1提升带来细分行业α，相关赛道零部件厂商有望充分受益行业红利迎来业绩高增。看好消费升级以及技术迭代带动的新产品渗透率提升：1) 消费升级、高端化等催化新产品渗透率提升，汽车从代步工具属性逐步向“第二个家”属性演变，自主品牌车型高端化，更多增量配置有望逐步普及，如空气悬架配置提升舒适性、独立大功率功放优化音响效果。2) 技术迭代催化新产品渗透率提升，如超纤革代替PU革、一体压铸工艺取代传统冲压-焊接-涂装-总装等工艺。

建议关注标的：明新旭腾、标榜股份、文灿股份、保隆科技、中鼎股份等。

表28：受益于渗透率提升的部分零部件标的梳理

渗透率提升驱动力	产品	目前应用情况	应用车型	关注标的
技术迭代	绒面超纤	目前绒面超纤渗透率较低	迈腾、奥迪 Q3 等	明新旭腾
	尼龙管路	目前新能源车尼龙管路渗透率较低	比亚迪唐二代、宝马电动 3 系、奥迪 Q3、奥迪 A3、大众高尔夫、大众迈腾等	标榜股份
	线控制动	目前渗透率超过 20%	比亚迪汉、海豚、奇瑞瑞虎 8、蔚来 ET 系列部分车型等	伯特利 拓普集团 亚太股份
	线控转向	目前电动助力转向渗透率超过 90%，车企正在加速开发线控转向系统	丰田 bZ4X、长城汽车自主研发的智慧线控底盘（规划 2023 年量产）等	耐世特
	一体压铸	目前渗透率较低	Model Y、蔚来 ET5 等	文灿股份 广东鸿图 旭升集团
增量配置	车载独立功放	新能源高端车型应用较多；传统燃油车应用较少	小鹏 G9、理想 L9、蔚来 ET5 等	上声电子
	空气悬架	目前渗透率较低	蔚来 ET7、ES6 多款车型、理想 L7-L9 多款车型、小鹏 G9、极氪 001、领克 09 等	中鼎股份 保隆科技

资料来源：高工智能汽车、佐思汽研、搜狐汽车、汽车之家等、安信证券研究中心

4.3.2. 主线②——低市占率

存量赛道业绩高增主要关注市占率，低市占率公司份额提升空间更大。公司可凭借国产替代、跟随下游自主客户共成长等提升市占率，穿越周期实现业绩高增。

1) 拓客能力-细分领域国产替代：部分高壁垒细分赛道外资厂商占据主导地位，如被动安全、线控制动、座椅、汽车皮革等领域，自主厂商目前份额较低，伴随自主厂商技术升级向外资水平靠拢，叠加自主厂商在性价比、响应速度等方面优势，国产替代有望加速进行。建议关注标的：松原股份、继峰股份、明新旭腾、伯特利等。

2) 客户结构-绑定自主及新能源客户：下游需求总量下行情况下，绑定自主及新能源客户的零部件厂商受益于下游客户加速放量带来的行业格局重塑有望实现市占率提升，建议关注供应自主客户占比较高的伯特利、亚太股份、松原股份、新泉股份，以及供应新能源客户占比较高的旭升集团、文灿股份、三花智控、上声电子等。

表29：受益于国产替代的部分零部件标的梳理

细分领域	外资供应商份额	关注标的
被动安全	2021 年 国内 CR3 超过 80% (奥托立夫、均胜电子、采埃孚)	松原股份
座椅	2019 年 国内座椅总成市场 CR5 68% (安道拓系、李尔系、丰田纺织、大世界、麦格纳)	继峰股份、天成自控
汽车真皮材料	2020 年 国内市场前几大外资厂商柏德、杰仕地、鹰革、博世革斯马克、美多绿等外资厂商市占率合计 65%	明新旭腾
线控制动	2021 年 国内市场 CR3 超过 90% (博世、大陆、采埃孚 (天合))	伯特利、亚太股份、拓普集团

资料来源：华经产业研究院、中商产业研究院、中汽协、国际汽车制造商协会、安信证券研究中心

表30: 受益于自主崛起&新能源车高增的部分零部件标的梳理

	关注标的	客户结构
受益自主崛起	伯特利	2020年前五大客户占比87% (通用全球、奇瑞、吉利、长安、北汽)
	亚太股份	2017年H1前五大客户占比52% (上汽通用、重庆长安、北京亚太、广州乘用车、江西江铃)
	新泉股份	2020年前五大客户占比69% (吉利、上汽集团、一汽集团、奇瑞、北汽福田)
	松原股份	2021年前五大客户占比62%，主要客户为吉利、上通五菱、长安、长城、奇瑞、北汽福田、宇通客车等
受益新能源高增	旭升集团	2021年最大客户—T客户销售占比40%
	上声电子	估算2022年新能源客户收入占比接近30%
	三花智控	估算2022年新能源业务占总收入超过30%、占汽零收入超过85%

资料来源: 公司公告、公司投资者关系活动记录表、安信证券研究中心测算

4.3.3. 主线③——全球化

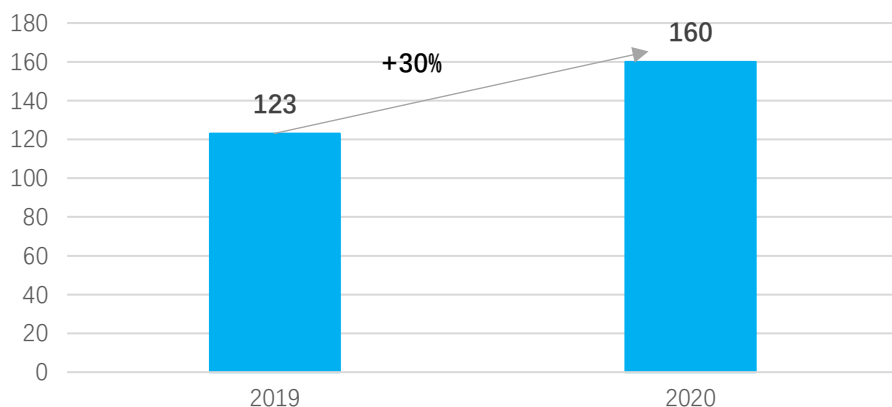
国内乘用车总需求承压情况下，海外市场打开增量空间，近年来汽车零部件出口市场维持较高增速。我们预计自主零部件出口市场/海外市场有望保持较高景气，主要三点原因：

1) 部分发展中国家下游需求旺盛：东盟多国等国内车市需求旺盛，为海外市场零部件需求提供支撑。据东盟汽车联合会，2021年东盟主要市场汽车总产量同比+24.3%，销量同比+14.0%。我们预计2025年东盟新能源总销量规模可达1000万辆，庞大下游需求市场为零部件出口带来广阔空间。2021年国内对东盟十国零部件出口额约占零部件出口总额的23.4%，后续对东盟等地区零部件出口放量有望带动国内零部件出口高速增长。

2) 欧美零配件售后市场维持较高景气：疫中，美国汽车零部件线上零售额仍保持高增（2020年同比+30%），零部件售后市场受疫情影响较小。考虑到目前经济形势，我们预计未来2-3年欧美新车市场依旧低迷，前装需求或更多地转向售后需求。国内零部件出口更充分受益售后市场需求高增的结构性变化。

3) 自主零部件厂商综合实力不断提升：自主零部件厂商制造成本、产品性价比方面具有优势，助力海外市场开拓。

图69. 美国汽配产品在线销售额（亿美元）



资料来源: 商业新知、Hedges & Co、安信证券研究中心

表31：全球零部件百强供应商中的中资企业

2020		2021	
公司	排名	公司	排名
延锋	19	延锋	17
均胜汽车安全系统	39	海纳川	42
海纳川	57	均胜汽车安全系统	48
中信戴卡	66	中信戴卡	58
德昌电机	79	德昌电机	74
敏实集团	86	敏实集团	79
五菱工业	90	五菱工业	81
安徽中鼎密封件	98	安徽中鼎密封件	87
		惠州德赛西威	97

资料来源：Autonews、第一电动网、腾讯新闻、安信证券研究中心

短期来看，布局高增长海外/出口市场的零部件厂商或可对冲 23 年下游需求下行可能带来的业绩下滑；长期来看，全球化零部件公司成长空间更广阔。看好部分海外建有工厂或者出口业务占比较高的零部件公司，建议关注标的：中鼎股份、保隆科技、旭升集团、爱柯迪、岱美股份等。

表32：全球化布局较为领先的部分零部件厂商梳理

公司	主要产品	2021 年海外收入占比	海外工厂
中鼎股份	空气悬架、NVH 产品、冷却管路等	55.37%	法国、德国、奥地利、美国、墨西哥建有工厂
保隆科技	TPMS、空气悬架、传感器等	62.23%	德国、奥地利、美国、匈牙利等地建有生产基地
森麒麟	轮胎	87.33%	海外 5 个数字化轮胎智能制造基地：泰国 2 座、欧洲&北美&非洲各 1 座
赛轮轮胎	轮胎	72.25%	在欧洲、美洲、大洋洲都有子公司或者销售办事处；越南、柬埔寨建有工厂
玲珑轮胎	轮胎	45.49%	泰国、塞尔维亚建有生产基地
爱柯迪	铝压铸件	64.46%	墨西哥建立生产基地
旭升集团	铝压铸件	42.65%	出口海外
文灿股份	铝压铸件	52.80%	墨西哥、匈牙利、塞尔维亚、法国等地建有多个生产基地
嵘泰股份	铝压铸件	34.30%	美洲、欧洲设有多个制造/仓储基地/研发中心/服务办公室
福耀玻璃	汽车玻璃	46.90%	欧洲、北美洲建有多个生产基地
岱美股份	遮阳板等	79.18%	美国、法国、墨西哥等地建有生产基地
上声电子	汽车音响	51.87%	捷克、墨西哥、巴西建有生产基地

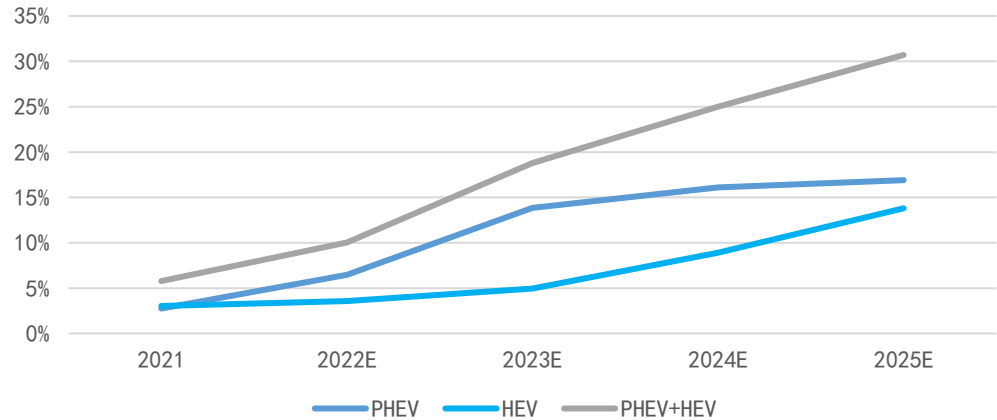
资料来源：Wind、公司官网、公司公告、安信证券研究中心

4.3.4. 主线④——混动产业链

供给、需求两端发力，混动市场有望迎来高增，加速对燃油车型替代，预计 2025 年乘用车市场混动车（含 PHEV、HEV）渗透率 30.7%。混动车型快速放量主要驱动因素如下：1) 供给端-产品矩阵趋于丰富：双积分政策倒逼，多家主机厂未来规划了较多插混车型，且自主品牌新一代插混车型较早期第一代混动车型更能解决油耗、动力、续航等消费者痛点，产品力更强。2) 需求端-插混车型市场火热：消费者观念变化，插混车型产品力被更加充分认知，比亚迪 DM-i 车型销量持续攀升即为印证。

混动产业链公司有望受益于混动车型市场快速扩容迎来业绩高增，建议关注标的：隆盛科技、方正电机、巨一科技等。

图70. 预计 2025 年国内乘用车 PHEV+HEV 渗透率合计提升至 30.7%



资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

表33: 混动产业链零部件公司梳理

公司	混动车型供应产品	配套混动车型
双环传动	混动变速器齿轮	/
旭升集团	混动 DHT 双电机壳体	柠檬混动 DHT 等
隆盛科技	混动 EGR	比亚迪 DM-i 等
腾龙股份	混动 EGR	问界 AITO 等
方正电机	混动电驱动系统	柠檬混动 DHT 等
巨一科技	混动电驱动系统	理想某款增程式车型等

资料来源：公司公告、公司投资者关系活动记录表、安信证券研究中心

4.4. 零部件关注标的

➤ 明新旭腾：真皮业务国产替代、超纤产品快速放量、新产能陆续释放

真皮业务实现从合资向自主的拓展

真皮主要用于汽车座椅和方向盘，公司真皮业务的传统客户主要包括一汽大众、一汽奥迪、上汽大众和上汽通用等合资主机厂。目前国内汽车真皮行业主要是由四家外资和明新旭腾占主导，公司在 2020 年约占 11% 的市场份额。在自主品牌替代合资的过程中，公司作为内资供应商响应速度更快、服务更好，市场份额有望持续提升。目前，公司客户已经实现从了合资向自主的拓展，成功获得了比亚迪、蔚来、理想、小鹏、合众、问界、阿维塔等主机厂的项目定点。

绒面超纤业务放量速度超预期

绒面超纤主要应用于汽车座椅以外的顶棚、立柱、遮阳板、门板、头正等其他内饰件，主要替代是塑料、织物等包覆材料，与汽车真皮一定程度上是互补的关系。绒面超纤可以有效提升汽车内饰的档次感与豪华感，并且单车使用面积不高，3-4 平米对应单车价值量 5 百左右，各大主机厂设计师陆续将这款材料带到了 20 万甚至是 10 万左右的车型，市场爆发式增长。目前绒面超纤在全球范围内仅东丽/Alcantara 和公司两家供应商，并且公司产品更环保、价格更优、供货更有保障、响应速度更快，客户拓展非常顺利。公司目前已经获得的绒面超纤定点包括大众、奥迪、通用等传统客户，以及比亚迪、长城、合众、问界、阿维塔、集度等自主品牌。

真皮&超纤产能扩张，业绩高增有保障

根据公司公告披露，真皮方面公司目前在手产能 110 万张（主要是无铬鞣），在建产能包括 50 万张植鞣真皮，真皮产品环保优势显著；超纤方面，公司目前在手产能 200 万平方米，“年产 800 万平方米全水性定岛超纤新材料智能制造项目”项目预计于 24 年底建设完成，22-24 年期间产能分批投放。公司真皮及超纤业务客户开拓提速，产能的高速扩张为后续业绩持续增长带来保障。

盈利预测：明新旭腾真皮业务客户从合资向新势力、自主等开拓，有望实现稳健增长，超纤革新产品快速放量驱动公司业绩高增。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.0/2.2/3.3 亿元，对应当前市值，PE 分别为 47.0/21.4/14.2 倍，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 40 元/股。

➤ **常熟汽饰：伴随自主车企快速成长、新能源车项目放量、布局智能座舱带来增量**

自主内饰供应商优势突出，有望伴随自主车企崛起实现快速增长

消费升级带动单车内饰价值量不断走高，内饰行业成长空间广阔。目前国内内饰市场呈一超多强局面，未来伴随电动智能化的浪潮，下游自主品牌强势崛起，预计 2025 年乘用车市场自主市占率约 71%。本土内饰企业有望凭借响应速度快、供应链稳定、进取心强等突出优势，深度绑定自主品牌，实现共同成长，向细分行业全球龙头进发。

公司领导具备战略眼光，前瞻性布局新能源，新能源客户定点项目逐步放量

公司已进入蔚来、理想、小鹏、大众 MEB、特斯拉、零跑、哪吒、奇瑞新能源、高合等供应商体系，先后在新能源车企获取如门板、主副仪表板、立柱等单车价值量较大的订单。下游新势力放量带动内饰行业格局重塑，公司新能源车项目快速放量，市占率有望快速提升。

公司开拓智能座舱业务，打开成长新边界

公司参股一汽富晟拓展乘用车座椅业务，并与华为合作布局智能座舱设计开发工作，未来智能座舱的逐步落地，有望打开公司全新增长空间。

盈利预测：常熟汽饰为本土优质内饰供应商，通过合资公司开拓高端外资/合资客户，同时较早配套新势力车企，新能源项目放量有望带动业绩快速增长。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 5.2/6.5/7.9 亿元，对应当前市值，PE 分别为 15.1/12.1/9.9 倍，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 30 元/股。

➤ **松原股份：安全带产品国产替代、拓展安全气囊和方向盘业务**

安全带产品开启国产替代，公司有望迎来市占率、单车价值双升

随着智能驾驶普及和政策对整车安全性要求提高，主被动可逆预紧式安全带总成渗透率有望逐步提升，安全带的单车价值量有望进一步提高，预计 2024 年国内安全带的市场规模在 271 亿元左右。汽车被动安全行业壁垒较高，主要由外资垄断，2021 年 CR3 超过 80%（前三名均为外资），松原股份份额 3%，有望通过技术追赶+零部件自制率高的成本优势加速国产替代。目前公司配套车型已从 A00 级&AO 级车拓展至 A 级&B 级车，新客户持续开拓中。

公司拓展安全气囊和方向盘业务，向系统集成供应商进发

公司早期主营安全带总成业务，后续拓展安全气囊、方向盘等新业务，伴随威马、吉利、奇瑞等客户新项目进入量产，公司新业务有望实现加速放量，打造第二增长曲线。公司逐步从单一安全带总成供应商转型为气囊、方向盘、安全带总成为一体的系统集成供应商，单车配套价值有望进一步提升。

安全气囊与方向盘业务客户拓展顺利，产能快速扩张

借助安全带业务方面的优势，公司安全气囊与方向盘业务客户开拓提速，未来有望对安全带业务主要客户实现逐步覆盖。目前公司气囊和方向盘业务已与吉利、上汽通用五菱、奇瑞、

北汽福田、合众以及威马等客户进行项目开发合作，其中已为五菱宏光 MINI、奇瑞 QQ 冰淇淋车型配套供货。根据公司公告，150 万套安全气囊产能将于 2022 年底投产，年底公司气囊方向盘总产能可达约 300 万套。

盈利预测：松原股份安全带总成领域国产替代加速，同时开拓安全气囊&方向盘业务，向系统集成商转型，业绩高增可期。预计 2022-2024 年公司实现净利润 1.6/2.3/3.0 亿元，当前股价对应 PE 为 39.0/27.1/20.8 倍。

➤ **标榜股份：加速拓展新能源车业务、尼龙管路行业渗透率提升+国产替代、新产能释放**

公司业务从传统燃油车尼龙管路拓展至新能源车管路

公司传统业务为燃油车的动力系统和冷却系统连接管路及连接件，后拓展新能源车尼龙管路新业务，目前已经直接或间接进入大众新能源、PSA、沃尔沃、奇瑞捷豹路虎、吉利、零跑等新能源主机厂。据公司 2021 年年报披露，截至 2021 年底公司共获得 96 个新能源项目定点，2022 年陆续 SOP。

汽车尼龙管路渗透率持续提升，行业国产替代加速

尼龙管路较汽车上早期使用的金属/橡胶管路具备轻量化、耐化学性等优势，后续渗透率有望快速提升。目前汽车尼龙管路市场主要的参与者以外资为主，包括邦迪、特科拉、凯塞、帕萨思、弗兰科希等，自主厂商标榜股份等质量追赶外资，性价比方面更具优势，有望加速国产替代。

新产能释放支撑公司业绩高增

公司推动 IPO 募投项目建设，预计新增 900 万件动力系统连接管路、3000 万件连接件和 600 万件新能源汽车电池冷却系统连接管路产能，后续业绩高增有保障。

➤ **方正电机：新能源驱动电机市场快速扩容、产品升级+壁垒提高、客户向高端拓展**

新能源驱动电机市场快速扩容

随着新能源车销量快速增长、单车电机数量和功率的提升，中国新能源车驱动电机市场有望快速扩容，我们预测 2025 年中国新能源车驱动电机市场空间有望达到 395 亿元，21-25 年 CAGR 达 72.7%。

布局扁线电机、油冷电机、800V 高压先进技术，份额有望提升

扁线电机等技术进一步抬高了行业进入门槛，新能源电机市场份额有望持续向具备技术优势、先发优势和规模优势的企业集中。公司把握新能源市场高增长以及新能源驱动电机高功率、小型化的大趋势，积极布局扁线电机、油冷电机和 800V 高压电机等新技术，扁线电机已进入量产，单车价值量实现翻番。电机技术持续迭代升级、壁垒提高，公司份额有望进一步提升。

公司客户从低端自主向高端新势力、强势自主品牌逐步拓展

伴随公司进入高壁垒扁线电机等领域，客户也由上汽通用五菱、吉利等低端自主拓展至小鹏、蔚来、长城等造车新势力及强势自主。公司未来有望依托技术和规模优势拓展更多优质客户，打开新增长空间。

盈利预测：公司传统的缝纫电机业务产线迁至越南，盈利有望进一步提升，同时新能源驱动电机行业扩容、份额趋于集中，公司布局先进技术、客户开拓顺利，份额有望实现进一步提升。预计公司 2022-2024 年净利润 0.2/1.6/3.0 亿元，目前股价对应 PE 为 184.8/23.1/12.3 倍，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 11.5 元/股。

➤ **巨一科技：电驱动市场高速增长+格局优化、市占率提升、产品升级、海外业务开拓**

新能源驱动电机市场快速扩容，格局有望进一步优化

随着新能源车销量快速增长，扁线电机、油冷电机等新技术应用有望带动单车价值量提升，新能源驱动电机行业有望实现快速扩容。此外，电机行业竞争激烈，企业盈利压力较大，中小企业研发投入不足、后续或逐步出清+新技术抬升行业壁垒，驱动电机行业格局有望进一步优化。

公司产品具备低成本、高性能优势，市占率有望提升

公司坚持电机电控同步开发，产品车身匹配度高，且具备低成本、高性能的优势，市占率稳步提升。

公司高功率、高集成度产品逐步放量，产品结构升级

公司早期主要提供分体式电机电控设备，近年来为新签客户提供的产品大部分为集成式，2022年巨一成功进入三合一电驱企业市占率 top15。公司后续高功率、高集成度电驱动系统产品占比有望提升。

海外业务开拓带来增量

公司在2020年与越南的 Vinfast 达成深度合作，与 Vinfast 的深度合作为巨一和海外车企合作提供经验。公司相继在英国、德国、美国、日本建立子公司，海外市场持续开拓带来增量。

➤ 英搏尔：客户覆盖主流自主品牌和新势力、产品不断迭代、产能快速扩张

深耕新能源车动力系统，客户覆盖主流自主品牌和新势力

公司的主要产品包括多合一动力总成、电源三合一总成等集成化产品，以及电驱和电源系统的单体零部件，定点客户包括长城、长安、吉利、江淮、奇瑞、上汽通用五菱、上汽大通等自主品牌，以及小鹏、合众、威马等新势力；另外随着混动车型的热销，公司成功开发双电机控制器产品、业务拓展顺利，目前已取得五菱凯捷/星辰、一汽大众的相关定点。

掌握单管并联核心技术，产品不断迭代

1) 集成芯动力总成采用 IGBT 单管并联方案，实现电机电控同壳体设计，较主流电机、动力总成功率密度提升约 20%-30%，成本降低约 20%，优势明显。目前已经量产 160kW 产品，更高功率产品有望在未来 1-2 年内实现量产，逐步匹配中高端车型。2) 五合一/六合一产品进一步放大在成本和功率密度上的优势，目前已有吉利睿蓝、上汽大通和江淮的多款车型定点，有望提升 A0 和 A 级客户渗透率，并逐步进入中高端客户。3) 单管并联技术可以充分发挥 SiC 导通电阻小、开关速度快的核心优势，目前公司已向美国福特交样 SiC 电机控制器，并且一汽大众搭载公司采用 SiC 单管集成的双电机控制器产品将于 2022 年下半年申请量产，公司具有明显的先发优势。

产能快速扩张

公司的生产基地分为珠海本部和菏泽基地，其中珠海本部目前已形成年产 50 万台套总成的生产能力。公司预计在珠海本部新增 10 万台套总成产能，形成 60 万台套总成产能；菏泽基地预计新增 30 万台套电机控制器、30 万台套电机及 20 万台套电源总成产能。新增产能全部达产后，公司将形成超过 100 万台套的产能。

表34：关注标的盈利预测

代码	公司	归母净利润（亿元）				总市值（亿元）	PE			
		2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
605068.SH	明新旭腾	1.6	1.0	2.2	3.3	47.0	28.8	47.0	21.4	14.2
603035.SH	常熟汽饰	4.2	5.2	6.5	7.9	78.5	18.7	15.1	12.1	9.9
300893.SZ	松原股份	1.1	1.6	2.3	3.0	62.4	56.1	39.0	27.1	20.8
301181.SZ	标榜股份	1.0	1.3	1.7	2.3	33.2	32.8	26.1	19.4	14.4
002196.SZ	方正电机	0.3	0.2	1.6	3.0	37.0	146.8	184.8	23.1	12.3
688162.SH	巨一科技	1.3	1.8	3.1	4.8	61.8	47.3	35.1	19.9	12.9

资料来源：Wind、安信证券研究中心

注：收盘日期 2022 年 12 月 16 日（标榜股份、巨一科技采用 Wind 一致预测、其余公司盈利预测来自安信证券研究中心）

5. 风险提示

芯片持续短缺

汽车行业芯片依然存在短缺的风险，若后续芯片持续短缺，则可能导致新能源车销量不及预期

新产品进展不及预期

若车企的新车型进展不及预期导致无法按时上市，那么可能导致新车型的销量可能不及预期

新车型销量不及预期

若新车型的产品力和竞争力不及预期，那么可能导致新车型的销量不及预期

原材料价格大幅波动

公司产品受到原材料价格波动的一定影响，若大宗商品价格波动较大，存在影响公司盈利能力的风险

新冠疫情风险

防疫政策放开后，一段时间内疫情扩散或对国内汽车消费造成较大影响

目 行业评级体系 ■■■

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

。本公司不会因为任

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034