

不惧扰动，行业复苏趋势未改

华泰研究

2021年5月28日 | 中国内地

中期策略

汽车

增持（维持）

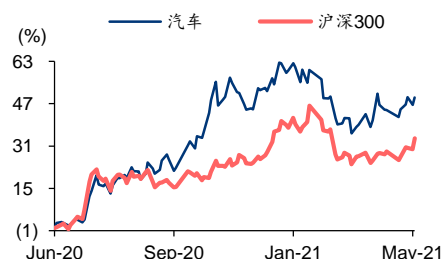
研究员 林志轩
SAC No. S0570519060005 zhixuan.lin@htsc.com
SFC No. AVU633 +86-21-28972090

研究员 邢重阳
SAC No. S0570520070003 xingchongyang@htsc.com
SFC No. BNN388 +86-21-38476205

华泰证券 2021 年度中期投资峰会



行业走势图



资料来源：华泰研究，Wind

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
中升控股	881 HK	67.00	买入
永达汽车	3669 HK	19.30	买入
长城汽车	2333 HK	35.00	买入
上汽集团	600104 CH	29.80	买入
三花智控	002050 CH	22.95	增持
拓普集团	601689 CH	54.50	买入
耐世特	1316 HK	17.30	买入
科博达	603786 CH	80.10	增持
华域汽车	600741 CH	32.85	买入

资料来源：华泰研究预测

中国汽车行业：2Q21 或是行业销量低点，2H21 销量环比有望提升

中国汽车行业自 2H20 以来进入复苏周期，尽管短期由于全球芯片供应短缺，汽车产销量受到压制，我们认为短期扰动不改复苏周期，自 3Q21 起芯片供应短缺问题有望逐渐得到改善，对汽车产销量的提升起到支撑作用。我们预计 2021-2023 年，中国汽车销量同比增速分别为 6%/5%/2%，乘用车销量同比增速分别为 8%/6%/3%，商用车销量同比增速分别为-2%/-1%/0%。我们维持汽车板块“增持”评级，重点推荐中升控股、永达汽车、长城汽车、上汽集团、三花智控、拓普集团、耐世特、科博达和华域汽车。

新能源汽车有望迎来发展的黄金时代

我们认为，中国新能源车市场发展大致可以分为四个阶段，2000 年至 2012 年处于行业发展的导入期；2013 年至 2016 年行业进入爆发期；2017 年至 2020 年行业处于产业发展的调整期；2021 年以来，行业进入快速发展期，产业迎来发展的黄金时代。我们认为中国新能源汽车销量有望在 2021-2025 年维持快速增长，2025 年有望达到 654 万辆，渗透率达到 21%。

汽车智能化发展方兴未艾

我们认为汽车智能化是新一代汽车产品的决胜关键。2020 年 2 月，国家发改委发布了《智能汽车创新发展战略》，该战略指明了中国在 2025 年实现有条件智能汽车规模化生产，2035 年中国标准智能汽车体系全面建成的愿景。我们认为，随着国家产业政策的明确，主流车企加码汽车智能化，互联网与科技巨头也纷纷入局，行业有望迎来较为快速的发展期。

汽车经销商板块长期增长路径清晰，短期有催化剂

我们认为汽车经销商板块长期增长路径清晰，短期有芯片供应短缺带来的催化剂，主要因为：1) 汽车保有量扩大与车龄逐步提升；2) 高毛利的售后服务业务占比提升，带动经销商业务结构改善；3) 短期芯片供应紧张导致下游供需关系改善，经销商盈利能力提升。

重点公司推荐

汽车经销商板块，我们推荐豪华车销量占比较高的经销商，中升控股和永达汽车；整车板块，我们推荐行业龙头长城汽车和上汽集团；在汽车零部件板块，我们推荐受益于新能源汽车行业快速发展的三花智控和拓普集团，以及受益于自动驾驶行业快速发展的耐世特、科博达和华域汽车。

风险提示：新冠疫情反复导致全球汽车需求低于预期；竞争加剧导致公司利润率低于预期；电动化和智能化发展慢于预期。

正文目录

汽车需求展望：短期扰动不改复苏周期	3
2Q21 或是全年汽车销量的低点，2H21 汽车销量有望环比提升	3
中国汽车需求仍然处于复苏周期	3
新能源车需求有望持续增长，但 2Q21 销量可能下滑	4
重卡销量可能前高后低，主因国五升国六	5
新能源汽车：站在黄金时代的起点	7
补贴逐渐退出，新能源汽车销售逐步市场化	8
造车新势力和合资品牌加大新车型投入力度	9
新能源车的爆款影响因素有哪些	9
汽车智能化：新一代汽车产品的决胜关键	10
政策落地，行业标准确立	10
ADAS 和智能座舱产业链有望迅速发展	11
主流车企加码汽车智能化	12
互联网和科技巨头入局	15
豪华车：消费升级驱动行业销量增长	17
可支配收入增长有望带动豪华车渗透率持续提升	17
豪华车厂商引入入门级车型，扩大目标客群	18
汽车金融的发展降低了豪华车的购入门槛	18
汽车经销商：长期增长路径清晰，芯片短缺构成短期催化剂	20
汽车保有量有望稳定增长，平均车龄逐步提升	20
汽车售后市场规模有望突破万亿	21
短期芯片供给不足，下游需求改善，有望带动库存改善和零售利润率提升	22
重点公司推荐	23
中升控股（881 HK，买入，目标价：67.00 港元）	23
永达汽车（3669 HK，买入，目标价：19.30 港元）	23
长城汽车（2333 HK，买入，目标价：35.00 港元）	23
上汽集团（600104 CH，买入，目标价：29.80 元）	24
三花智控（002050 CH，增持，目标价：22.95 元）	24
拓普集团（601689 CH，买入，目标价：54.50 元）	24
耐世特（1316 HK，买入，目标价：17.30 港元）	24
科博达（603786 CH，增持，目标价：80.10 元）	24
华域汽车（600741 CH，买入，目标价：32.85 元）	25
风险提示	25

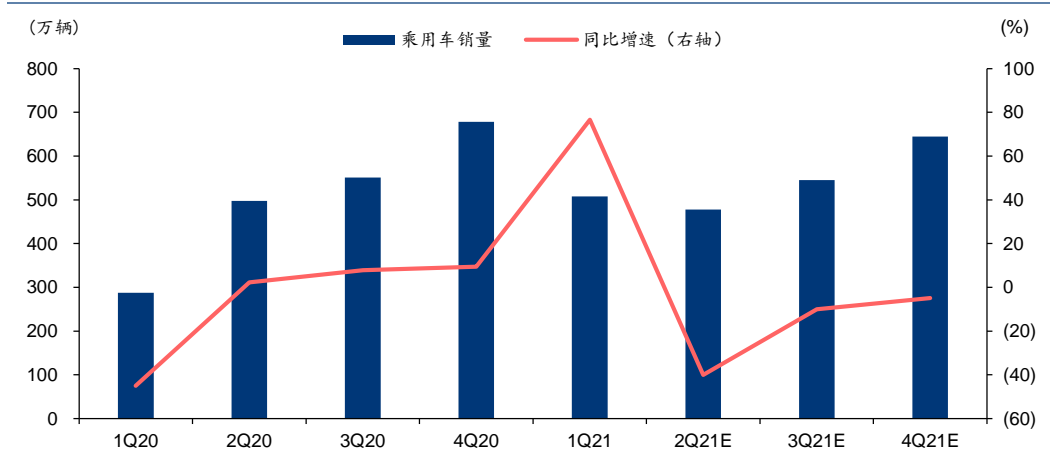
汽车需求展望：短期扰动不改复苏周期

2Q21 或是全年汽车销量的低点，2H21 汽车销量有望环比提升

中国汽车行业自 2H20 以来进入复苏周期，尽管短期由于全球芯片供应短缺，汽车产销量受到压制，我们认为短期扰动不改复苏周期。自 3Q21 起芯片供应短缺问题有望环比得到改善，对汽车产销量的环比提升起到支撑作用。

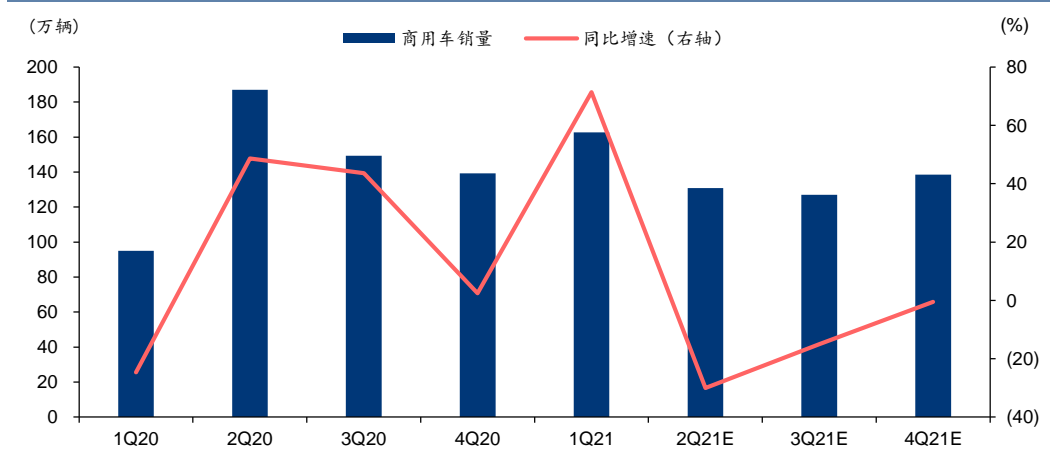
根据目前汽车行业芯片供给短缺情况来看，我们认为芯片供给短缺的情况可能持续到 2021 年年底，分季度来看，我们认为 2Q21 受芯片供给短缺影响最为严重，行业销量或是全年低点，乘用车销量可能同比下滑 40%，商用车销量可能同比下滑 30%，3Q21 和 4Q21 芯片供给短缺有望环比改善。上下半年来看，我们预计 1H21 乘用车行业销量占全年销量的 45%，1H21 商用车行业销量占全年销量的 52%。

图表1：受芯片供给短缺的影响，2Q21 乘用车销量增速可能出现下滑



资料来源：中汽协，华泰研究预测

图表2：受芯片供给短缺和高基数的影响，2Q21 商用车销量增速可能出现下滑

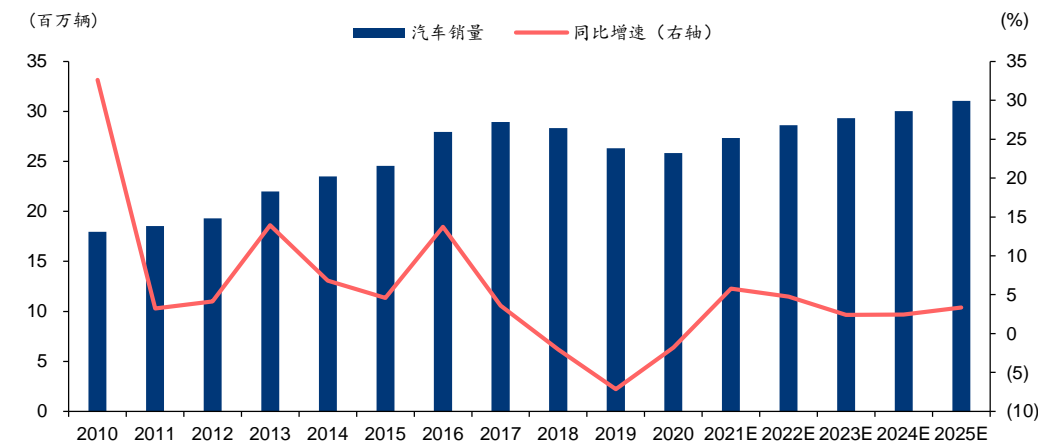


资料来源：中汽协，华泰研究预测

中国汽车需求仍然处于复苏周期

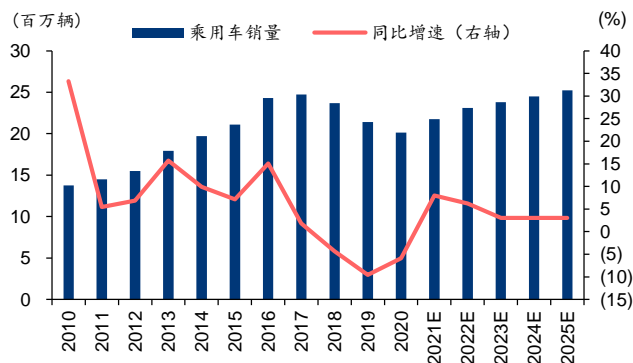
我们预计，2021-2023 年中国汽车销量同比增速分别为 6%/5%/2%，其中乘用车销量同比增速分别为 8%/6%/3%，商用车销量同比增速分别为 -2%/-1%/0%。总体上来说，我们认为乘用车是未来几年中国车市增长的驱动力，因其在 2018-2020 年受汽车购置税优惠政策退出、GDP 增速下行、中美贸易摩擦加剧和新冠疫情冲击等因素拖累，出现连续三年的销量下滑，随着负面因素逐渐消除，我们预计乘用车销量重回增长通道，行业销量在 2023 年回到历史高点；我们认为商用车销量因为其行业销量自 2016 年以来快速增长，目前行业基数较高，未来几年整体销量可能维持相对平稳。

图表3： 中国汽车销量有望持续复苏



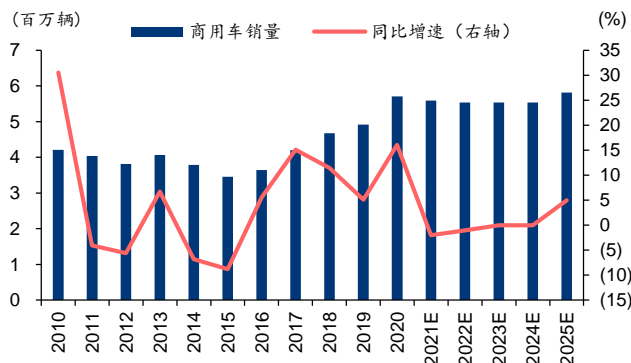
资料来源：中汽协，华泰研究预测

图表4： 中国乘用车销量有望持续复苏



资料来源：中汽协，华泰研究预测

图表5： 中国商用车销量有望维持相对平稳

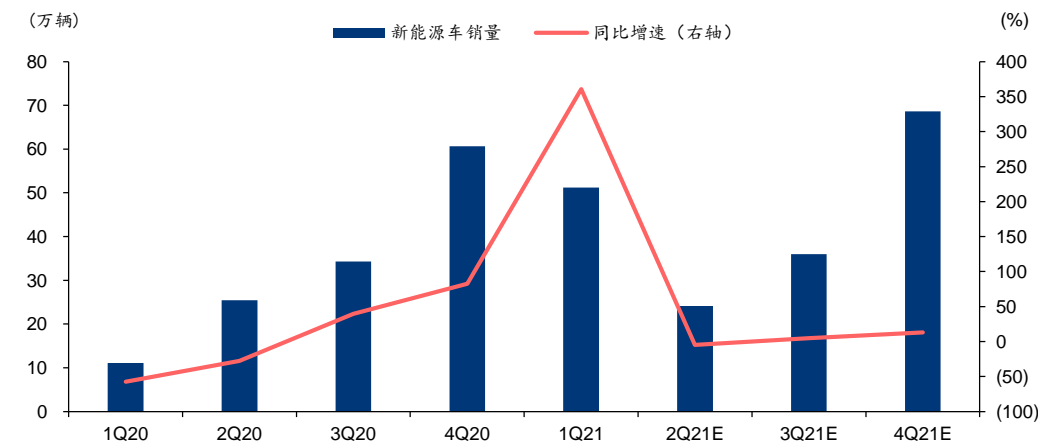


资料来源：中汽协，华泰研究预测

新能源车需求有望持续增长，但2Q21销量可能下滑

受芯片供给短缺影响，我们预计2Q21新能源车行业销量同比下滑5%，销量下滑幅度小于乘用车行业整体主要考虑到新能源车需求相比燃油车更加具有韧性，因为新能源车有诸如牌照优惠、国家补贴、不限行不限购等政策支持。随着芯片供给短缺的情况在3Q21和4Q21环比改善，我们预计新能源车季度销量将重回增长通道。上下半年来看，我们预计1H21新能源车行业销量占全年销量的42%，2H21行业销量占全年销量的58%。

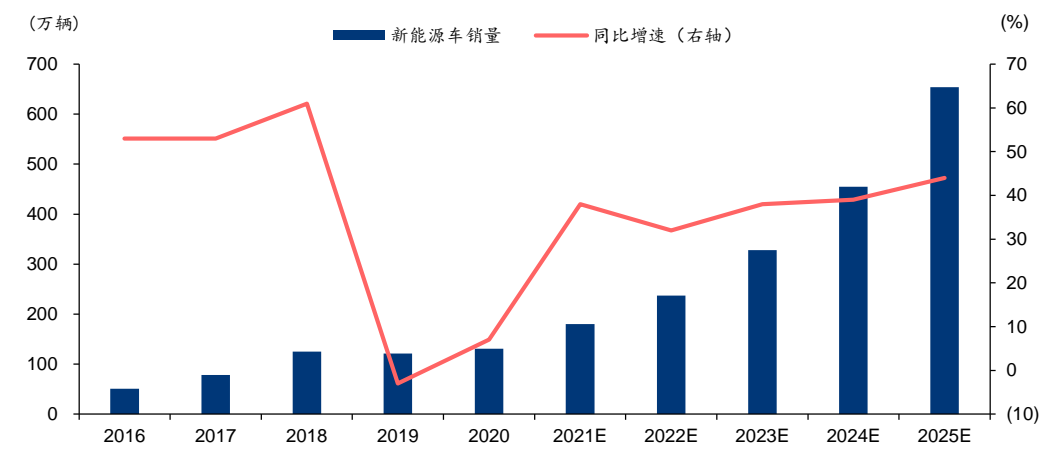
图表6： 中国新能源车销量在2Q21销量可能出现下滑



资料来源：中汽协，华泰研究预测

结合各车企的新车型计划，我们根据国家新能源车发展规划中提到的到 2025 年销量渗透率达到 20% 进行推算，新能源汽车销量有望在 2021-2025 年维持快速增长。随着补贴逐渐退坡，新能源车的消费驱动力从补贴驱动逐渐转向产品驱动，在双积分政策的指导下，主流车企加大新能源车型投放力度，行业发展更加健康。

图表7：中国新能源车销量有望持续快速增长

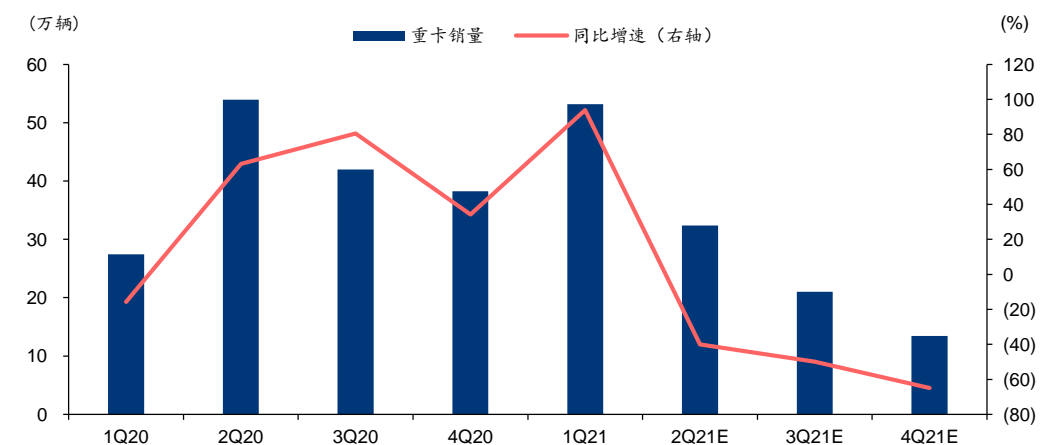


资料来源：中汽协，华泰研究预测

重卡销量可能前高后低，主因国五升国六

根据国家环保部要求，2021 年 7 月 1 日起，全国范围内执行柴油机“国六”排放标准，由于符合“国六”排放标准的重卡产品售价比“国五”产品高 10%-20%，我们认为今年重卡销量将呈现前高后低的态势，我们预计 1H21 的重卡销量占全年的比例达到 71%，2H21 的重卡销量占比为 29%。

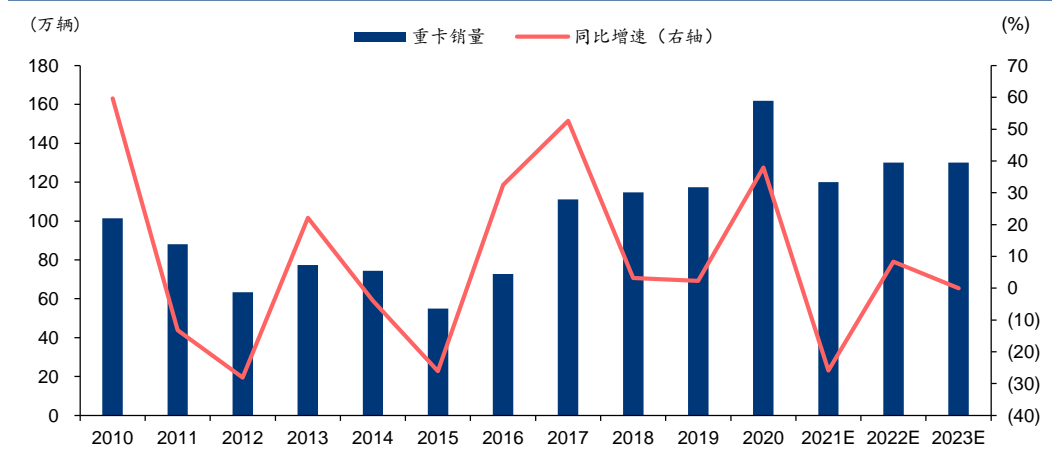
图表8：2H21 中国重卡销量可能大幅下滑



资料来源：中汽协，华泰研究预测

上一轮重卡景气下行周期自 2010 年开始，2015 年下行周期结束，2016 年以来，重卡行业进入上行周期，我们认为主要得益于：1) 物流运输行业的快速发展；2) 重卡相关的法律法规严格执行，比如治超限载；3) 国三及以下排放标准的重卡逐渐淘汰。展望 2021-2023 年，我们预计重卡销量有望达到 120/130/130 万辆，同比分别-26%/+8%/0%。行业销量维持相对高位主要考虑到总体保有量水平较高，行业波动性下降，以及老旧车型持续淘汰。

图表9： 2021-2023 年中国重卡销量有望维持相对高位

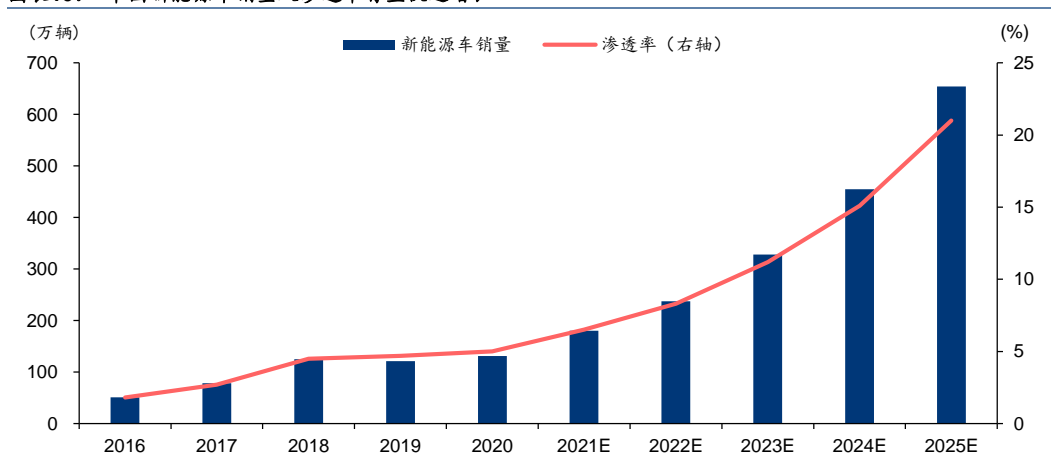


资料来源：中汽协，华泰研究预测

新能源汽车：站在黄金时代的起点

我们认为，中国新能源车市场发展大致可以分为四个阶段，2000年至2012年处于行业发展的导入期，新能源车尚处概念阶段，量产车型不多，行业年销量少于10万辆；2013年至2016年行业进入爆发期，主要原因是政府补贴出台，行业发展趋势确立，产业链多个环节实现了从0到1的国产化突破，行业年销量快速突破10万辆，到2016年达到51万辆；2017年至2020年行业处于产业发展的调整期，补贴政策逐步退坡，需求从补贴导向到产品导向转型，产业链细分环节出现龙头企业，行业渗透率达到5%；2021年以来，行业进入快速发展期，根据国务院发布的《新能源汽车产业规划2021-2035》，到2025年我国新能源车销量渗透率要达到20%。据此，我们认为新能源汽车销量有望在2021-2025年维持快速增长，我们测算行业销量有望在2025年达到654万辆，渗透率达到21%。

图表10：中国新能源车销量及渗透率有望快速增长



资料来源：中汽协，华泰研究预测

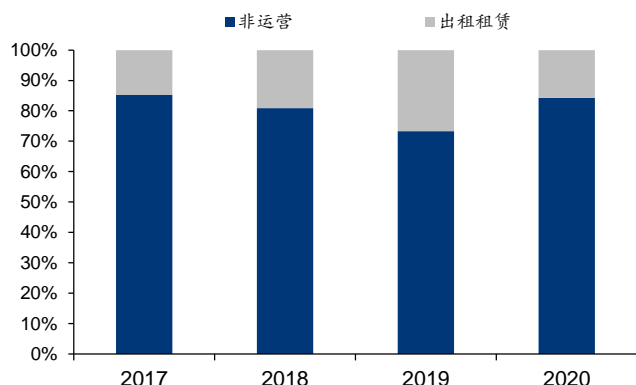
图表11：中国新能源车销量及预测

单位：万辆	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源乘用车总计	34	58	105	106	118	165	223	312	437	634
同比增长 (%)	62	72	82	1	11	40	35	40	40	45
新能源客车	12	9	9	10	8	10	9	10	11	12
同比增长 (%)	55	(26)	5	6	(16)	25	(10)	11	10	10
新能源专用车	5	11	11	8	4	5	5	6	7	8
同比增长 (%)	10	111	(3)	(27)	10	15	10	15	15	15
新能源汽车总销量	51	78	125	121	131	180	237	328	455	654
同比增长 (%)	53	53	61	(3)	7	38	32	38	39	44
新能源汽车渗透率 (%)	1.8	2.7	4.5	4.7	5.0	6.5	8.3	11.2	15.1	21.0

资料来源：中汽协，华泰研究预测

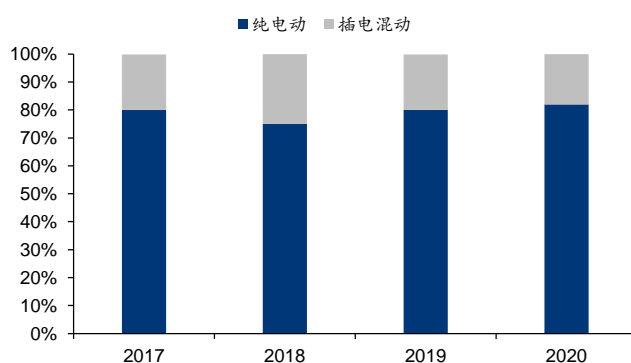
我们认为，目前新能源汽车市场呈现以下特点，包括1)私人消费成为新能源汽车市场主导力量；部分特点鲜明、卖点突出的新车型成为市场爆款车型；2)纯电动车型构成了新能源车销量的主体；3)市场参与主体逐渐丰富，豪华车、中档合资品牌和造车新势力销量占比呈提升趋势；4)消费升级，B级车占比逐渐提升。

图表12: 新能源车需求以非运营目的为主



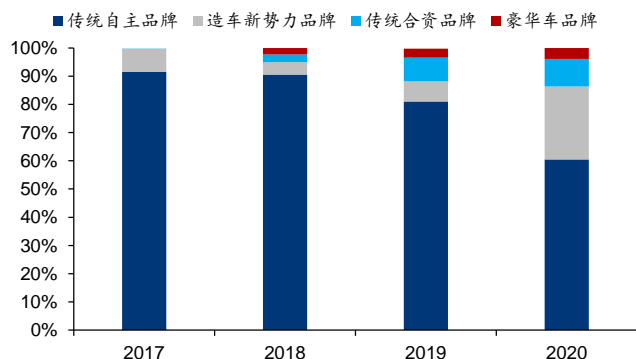
资料来源: 乘联会, 华泰研究

图表13: 纯电动车型是新能源销量的主要构成部分



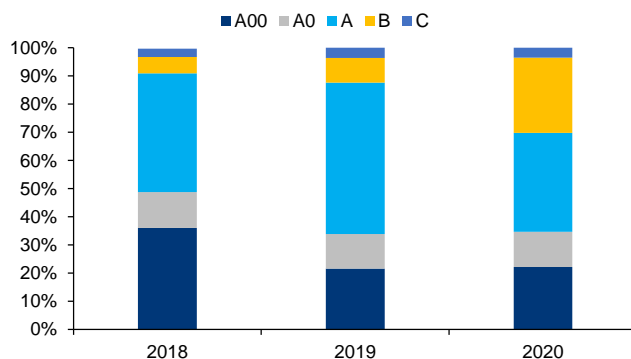
资料来源: 乘联会, 华泰研究

图表14: 造车新势力和传统合资品牌销量占比提升较快



资料来源: 乘联会, 华泰研究

图表15: B级车销量占比逐渐提升



资料来源: 乘联会, 华泰研究

补贴逐渐退出, 新能源汽车销售逐步市场化

2019年之前, 新能源汽车尤其是纯电动车型, 政府补贴金额较高。以续航里程400公里以上的纯电动车型为例, 2018年之前的中央政府补贴金额在4万元以上, 部分城市还有地方补贴约2万元。2019年6月26日开始, 新能源汽车补贴全面退坡, 400公里以上续航里程的纯电动汽车补贴下降到2.5万元, 同时取消地方政府补贴。

2020年4月23日, 财政部等四部委发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》, 明确2020年新能源汽车国家补贴方案及产品技术要求, 并确定2020-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%、30%, 而且要求新能源乘用车补贴前售价须在30万元以下(含30万元)。因此, 2021年补贴金额下降到1.8万元, 2022年预计会下降至1.26万元。目前虽然没有2023年中央政府财政补贴的具体政策, 但如果我们假设2023年补贴金额下降为0, 降幅为1.26万元, 占比较低, 我们认为不会对新能源汽车的需求和销量造成实质性的负面影响。

图表16: 新能源车国家补贴逐步退坡

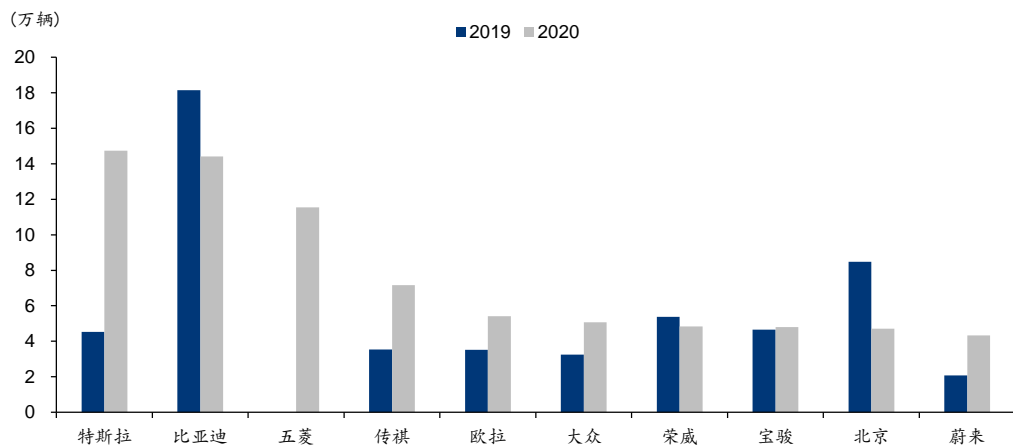
(人民币千元/辆)	2018	2019	2020	2021E	2022E
纯电动车型 (续航里程 R, 公里)					
150<R<200	15	0	0	0	0
200<R<250	24	0	0	0	0
250<R<300	34	18	0	0	0
300<R<400	45	18	16	13	9
R>400	50	25	23	18	13
插电混动车型 (续航里程 R, 公里)					
R>50	20	10	8	7	5

资料来源: 财政部, 华泰研究预测

造车新势力和合资品牌加大新车型投入力度

2020 年国内新能源车零售销量前十品牌分别为特斯拉、比亚迪、五菱、传祺、欧拉、大众、荣威、宝骏、北汽、蔚来。其中特斯拉、比亚迪、五菱 2020 年市占率分别为 12.9%、12.6%、10.1%。从 2019 年到 2020 年对比来看，造车新势力比如特斯拉(TSLA US)、蔚来汽车(NIO US)新能源车销量涨幅较为显著，合资品牌比如上汽通用五菱(未上市)和大众(VOW GR)新能源车销量也有显著上涨。我们认为这样的销量表现主要得益于造车新势力和合资品牌加大了新能源车型的市场投放力度。

图表17： 2020 年中国新能源乘用车销量前十的品牌



资料来源：ThinkerCar，华泰研究

新能源车的爆款影响因素有哪些

我们从产品与技术、产品定位、定价和营销模式等几个方面，分析这些车型成功的原因。我们认为新能源车成为爆款需要具备一定的技术领先性，特别是在续航里程、辅助驾驶和人车交互功能上；同时车型设计需要贴合目标消费群体的需求，比如城市二胎出行，家庭主妇的首辆车；在定价方面，性价比仍然是爆款新能源车的特点之一；在营销模式方面，渠道更加丰富，包括直播和短视频都是爆款新能源车获取年轻客源的重要方式。

图表18： 爆款车型关键成功因素分析

关键成功因素	主要特点与竞争优势	代表车型
产品与技术致胜	<ul style="list-style-type: none"> - 采用纯电动车专属平台（非油改电）提升电动车性能； - 具有科技感和未来感的潮流外观设计获得消费者青睐； - 智能座舱提升驾驶乐趣，ADAS 功能降低驾驶难度 	特斯拉 Model 3 比亚迪汉 蔚来 ES6
满足细分市场特定需求	<ul style="list-style-type: none"> - 满足特定消费者群体需求，比如女性消费者通勤市场、城市二胎家庭等 	欧拉黑猫 理想 One
性价比吸引消费者	<ul style="list-style-type: none"> - 绝对低价 - 比同级别燃油车性价比高 	五菱宏光 Mini EV 欧拉黑猫
营销模式创新	<ul style="list-style-type: none"> - 互联网营销，多渠道触达年轻消费者 - 通过商超体验店直接获取客户，提升效率 	特斯拉 Model 3 蔚来 ES 6

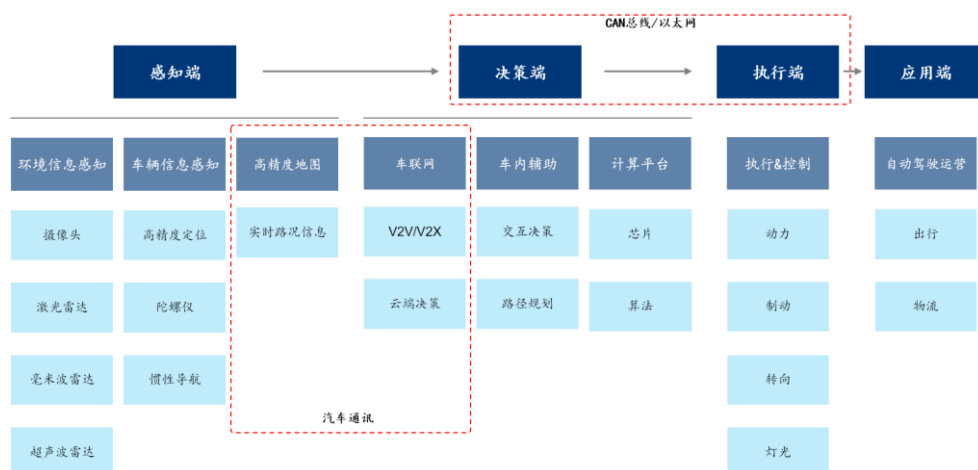
资料来源：汽车之家，华泰研究

汽车智能化：新一代汽车产品的决胜关键

我们认为汽车智能化是新一代汽车产品的决胜关键，2020-2030 年是自动驾驶实现突破的破局十年，ADAS（Advanced Driving Assistance System）行业有望实现快速发展，汽车智能化全产业链均有望受益。

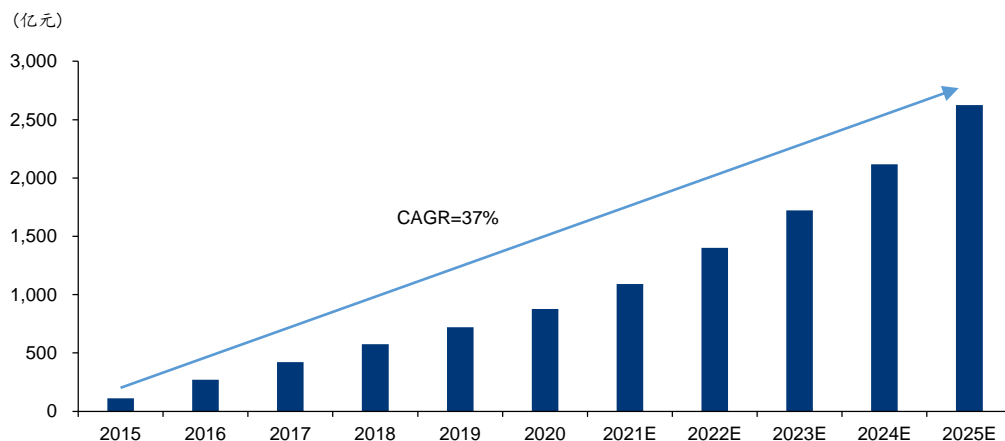
据前沿产业研究院测算，2020 年平均单车 ADAS 相关产品的价值量为 3398 元，我们预计在 2021-2025 年，随着智能驾驶等级的提升，所需的软硬件均将持续增长，有望带动 ADAS 产品平均单车价值量维持 20% 左右的增长，到 2025 年中国 ADAS 行业市场规模有望达到 2,626 亿元。

图表19： 汽车智能化功能模块示意图



资料来源：亿欧网，华泰研究

图表20： 中国 ADAS 行业规模有望持续增长



资料来源：中汽协，华泰研究

政策落地，行业标准确立

2020 年 2 月 28 日，国家发改委会同 11 个国家部委联合发布了《智能汽车创新发展战略》。该战略指明了 2025 年实现有条件智能汽车规模化生产，2035 年中国标准智能汽车体系全面建成的愿景，指出发展核心技术、完善基础设施建设、完善相关法律法规体系等智能汽车发展的主要任务，并宣布了加强组织实施、完善扶持政策等保障举措。我们认为该战略表明国家中央层面发展智能汽车的决心和方向，利好智能汽车产业链发展。

图表21： 中国智能汽车发展的主要任务

目标体系	主要任务
一、构建协同开放的智能汽车技术创新体系。	1、突破关键基础技术 2、完善测试评价技术 3、开展应用示范试点
二、构建跨界融合的智能汽车产业生态体系	4、增强产业核心竞争力 5、培育新型市场主体 6、创新产业发展形态 7、推动新技术转化应用
三、构建先进完备的智能汽车基础设施体系	8、推进智能化道路基础设施规划建设 9、建设广泛覆盖的车用无线网络 10、建设覆盖全国的车用高精度时空基准服务能力 11、建设覆盖全国路网的道路交通地理信息系统 12、建设国家智能汽车大数据云控基础平台
四、构建系统完善的智能汽车法规标准体系	13、健全法律法规 14、完善技术标准 15、推动认证认可
五、构建科学规范的智能汽车产品监管体系	16、加强车辆产品管理 17、加强车辆使用管理
六、构建全面高效的智能汽车网络安全体系	18、完善安全管理联动机制 19、提升网络安全防护能力 20、加强数据安全监督管理

资料来源：工信部，华泰研究

2020年3月9日，工信部在官网公示了《汽车驾驶自动化分级》推荐性国家标准报批稿，该标准自2017年起由汽标委组织国内外十余家单位共同探讨、完成编制，规定了汽车驾驶自动化系统的分级原则和技术要求等，且于2021年1月1日开始实施。我们认为《汽车驾驶自动化分级》制定了我国的自动驾驶分类标准，为后续出台自动驾驶相关的法律法规提供了依据，为企业发展自动驾驶提供了准绳，有利于加速自动驾驶行业的发展。

图表22： 中国汽车驾驶自动化分级

分级	名称	车辆横向和纵向运动控制	目标和时间探测与响应	动态驾驶任务接管	设计运行条件
0级	应急辅助	驾驶员	驾驶员及系统	驾驶员	有限制
1级	部分驾驶辅助	驾驶员和系统	驾驶员及系统	驾驶员	有限制
2级	组合驾驶辅助	系统	驾驶员及系统	驾驶员	有限制
3级	有条件自动驾驶	系统	系统	动态驾驶任务接管用户 (接管后成为驾驶员)	有限制
4级	高度自动驾驶	系统	系统	系统	有限制
5级	完全自动驾驶	系统	系统	系统	无限制*

资料来源：工信部，华泰研究

ADAS 和智能座舱产业链有望迅速发展

ADAS(高级驾驶辅助系统)并没有明确的定义，是一系列驾驶辅助功能的总称。我们认为，随自动驾驶级别提升，驾驶辅助功能逐步增加。L1级别自动驾驶主要功能有ACC-自适应巡航、LDW-车道偏离预警；L2级别自动驾驶增加了PA-自动停车、LKA-车道保持辅助三个功能；L3级别自动驾驶增加了AEB-自动紧急制动、DM-驾驶员监控、TJA-拥堵驾驶辅助三个功能；L4级别增加了AP highway 高速公路自动驾驶、Sensor Fusion 传感器数据集中综合分析；L5级别能够实现完全自动驾驶。

图表23： 各阶段自动驾驶相关配置

L0	L1-L2	L2+	L3-	L3+	L4-L5
基础功能	中等功能	高级功能			自动驾驶
<input type="checkbox"/> 自适应巡航 <input type="checkbox"/> 盲点探测系统 <input type="checkbox"/> AEB（基础） - 电子警察系统	<input type="checkbox"/> 盲点辅助系统 <input type="checkbox"/> 车道偏离警告 <input type="checkbox"/> 车道保持 <input type="checkbox"/> 自适应灯光控制 <input type="checkbox"/> 倒车辅助 <input type="checkbox"/> 倒车碰撞警告 - 十字路口会车警告 <input type="checkbox"/> 交通信号识别 - 车联网 <input type="checkbox"/> AEB（高阶）	<input type="checkbox"/> 十字路口自动刹车 <input type="checkbox"/> 自动泊车系统 <input type="checkbox"/> 全景泊车辅助系统 - 夜视系统 - 抬头显示器	<input type="checkbox"/> 自动变道 <input type="checkbox"/> 高速公路辅助功能 <input type="checkbox"/> 交通拥堵辅助	<input type="checkbox"/> 交通拥堵自动驾驶	<input type="checkbox"/> 高速公路自动驾驶 <input type="checkbox"/> 交通拥堵自动驾驶 <input type="checkbox"/> 城市自动驾驶

资料来源：盖世汽车，华泰研究

主流车企加码汽车智能化

目前大部分国外车企的高端车型都能实现 L2 级驾驶辅助系统的搭载，现阶段主要处于 L3 级或者 L4 级自动驾驶技术的研发中。从发展路径来看，有些车企选择跳过 L3 级，直接进行 L4 级自动驾驶技术的研发，比如大众、福特等，但是大部分车企还是先进行 L3 后 L4 级的研发。从推出时间来看，大部分车企将于 2020-2021 年先后推出可量产 L3 级别车型，2025 年前推出可量产 L4 级别车型。戴姆勒于 2020 年推出 L3 级别车型奔驰 S 级 W223，宝马集团将于 2021 年推出 L3 级别可量产车型 iNEXT，本田于 2020 年推出 L3 级别车型 Legend，特斯拉于 2020 年推出可量产 L3.5 级车型 Model Y。

图表24： 国内外主要车企自动驾驶车型以及推出时间

车企	代码	评级	车型	自动驾驶级别	推出时间
Waymo	未上市	无评级	Waymo Driver	L4	2020
通用	GM US	无评级	Cruise AV	L4	2019
奥迪	未上市	无评级	A8L	L3	2017
戴姆勒	DAI GR	无评级	奔驰 S 级 W223	L3	2020
宝马	BMW GR	无评级	iNEXT	L3	2021
大众	VOW GR	无评级	Type2	L4	2022
本田	7267 JP	无评级	Legend	L3	2020
丰田	TM US	无评级	e-Palette	L4	2020
日产	7201 JP	无评级	奇骏（至尊领航版）	L2	2020
特斯拉	TSLA US	无评级	Model Y	L3+	2020
福特	F US	无评级	Transit Connect Wagon	L4	2021
蔚来汽车	NIO US	无评级	ET7	L3+	2021
理想汽车	LI US	无评级	Li one	L2+	2019
小鹏汽车	XPEV	无评级	P5	L3+	2021
上汽集团	600104 CH	买入	Marvel X Pro	L3	2020
长安汽车	000625 CH	买入	Uni-T	L3	2020
广汽集团	601238 CH	增持	Aion LX	L3	2020
长城汽车	601633 CH	增持	F7x	L2+	2019

资料来源：各公司官网，华泰研究

我们对比了几款 2021 年上市的新车型，包括蔚来 ET7、小鹏 P5、上汽智己、特斯拉 Model Y。我们发现这几款车的定位虽然有所区别，但在智能化方面均采取了较为类似的选择，比如蔚来 ET7、小鹏 P5 和智己 L7 的算力平台采用了英伟达的产品，在摄像头、毫米波雷达和超声波传感器成为标配。我们认为，随着汽车自动化趋势发展，产业链上游零部件企业有望受益。

图表25: 蔚来 ET7



资料来源: 汽车之家, 华泰研究

图表26: 小鹏 P5



资料来源: 汽车之家, 华泰研究

图表27: 智己 L7



资料来源: 汽车之家, 华泰研究

图表28: Model Y



资料来源: 汽车之家, 华泰研究

蔚来汽车于 2021 年推出第四款纯电动车型 ET7, 该车型售价区间在 44.8-52.6 万元, 定位中大型豪华电动轿车, 该车采用可再生的木饰板装饰, 并且全系标配穹顶式玻璃车顶、Microfiber 超纤维顶棚、HUD 抬头显示和 Nappa 内饰套装, 搭载 NOMI Mate 2.0, 并且配备 12.8 英寸的中控屏和 10.2 英寸仪表盘; 在智能化方面, ET7 搭载了 4 颗英伟达 Drive Orin 芯片 (算力达到 1,016 Tops), 在此基础上, 该车采用 NIO Aquila 超感系统, 有 33 个高精度感知硬件, 包括 11 个 800 万像素的高清摄像头 (4 个前向, 3 个后向, 4 个环视); 1 个超远距高精度激光雷达, 5 个毫米波雷达; 12 个超声波传感器, 2 个高精度定位单元, 以及 1 个车路协同感知和 1 个增强主驾感知。

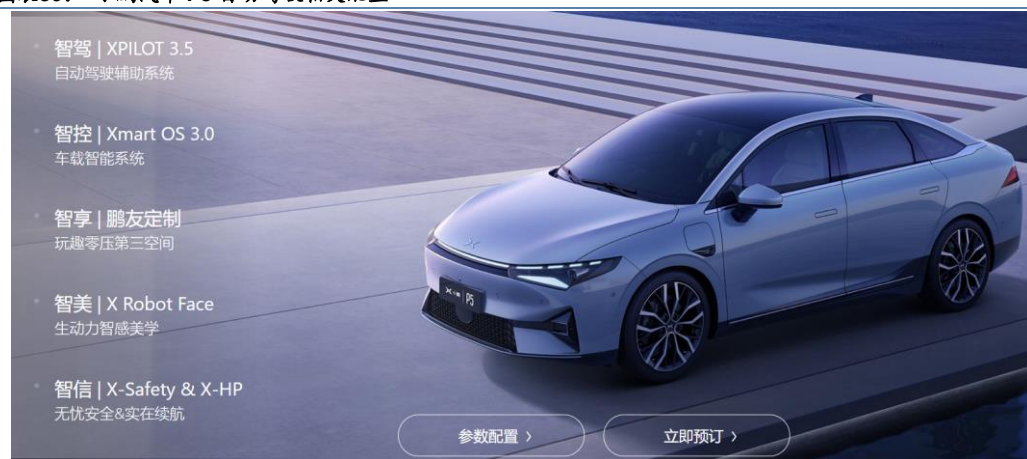
图表29: 蔚来汽车 ET7 自动驾驶相关配置

NIO AUTONOMOUS DRIVING 蔚来自动驾驶			
从感知算法到地图定位, 从控制策略到底层系统, 蔚来全面自研, 建立了NAD全栈自动驾驶技术。 NAD将逐步实现高速、城区、泊车和加电场景的全覆盖, 带来安全放松的点到点自动驾驶体验。			
Aquila蔚来超感系统	Adam蔚来超算平台	自动驾驶算法	自动驾驶整车平台
33个高精度感知硬件 800万像素高清摄像头 超远距高精度激光雷达 360°视觉冗余 全向无盲区融合	4颗NVIDIA Orin芯片 1.016T算力 超级图像处理流水线 超高带宽骨干数据网络 热备份冗余设计	多方案相互校验感知 多源组合高精定位 多模态预测规控 群体智能 个性化训练	NVOS底层操作系统 核心控制器供电通讯冗余 转向系统控制冗余 驻车制动冗余 双电机动力冗余

资料来源: 蔚来汽车官网, 华泰研究

小鹏汽车于 2021 年推出旗下第三款纯电动车型 P5，该车定位纯电动紧凑型轿车。该车前脸采用了自动进气格栅，降低行车风阻；中控搭载 10.25 英寸的仪表盘和 15.6 英寸的悬浮大屏；前舱采取了环抱式的设计，通过前部的金属装饰带一直延伸到座椅两侧的门板上，提供一种环抱式的感受；在智能化方面，该车搭载英伟达 Xavier 芯片（算力达到 30Tops），拥有 32 个传感器（2 个激光雷达、5 个毫米波雷达、12 个超声波传感器、4 个环视摄像头、9 个辅助驾驶高感知摄像头）加上一组高精度定位单元（GPS 和 IMU）。

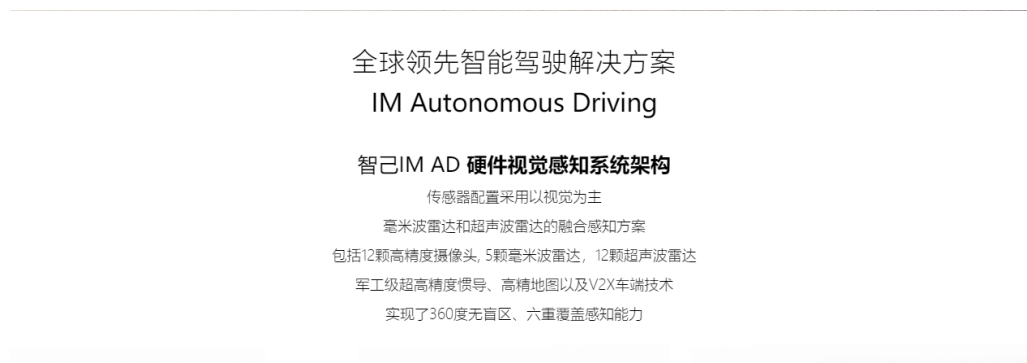
图表30： 小鹏汽车 P5 自动驾驶相关配置



资料来源：小鹏汽车官网，华泰研究

上汽集团于 2020 年 12 月成立智己汽车，旗下首款车型 L7 于 2021 年车展亮相，该车定位是中大型豪华纯电动轿车。该车造型比较时尚，采用了无框车门，装配 39 英寸一体式连屏；在智能化方面，该车搭载英伟达 Xavier 芯片（算力达到 30Tops），拥有 29 个传感器（12 颗高精度摄像头、5 颗毫米波雷达、12 颗超声波传感器）。

图表31： 智己 L7 自动驾驶相关配置



资料来源：智己汽车官网，华泰研究

特斯拉国产版 Model Y 于 2021 年 1 月上市，该车定位于纯电动中型 SUV，售价区间为 34.79-37.79 万元。Model Y 与 Model 3 采用了近似的设计语言，但 Model Y 配备了视野更为广阔的全景玻璃车顶、黑化的全车镀铬装饰、全新前门板设计等。除此之外，电动尾门和可放平的后排座椅，实现了一键扩容后备厢空间。在智能化方面，搭载自研的 FSD 芯片，拥有 21 个传感器（8 个摄像头、12 个超声波传感器、1 个前向雷达）。

图表32: Model Y 自动驾驶相关配置



资料来源：特斯拉官网，华泰研究

互联网和科技巨头入局

华为(未上市)在 2021 年分析师大会上公布了其智能汽车解决方案,包括鸿蒙 OS 智能舱、智能驾驶计算平台 MDC810、高分辨 4D 成像雷达、“华为八爪鱼”自动驾驶开放平台和智能化热管理系统五大产品。2021 年上海车展上,北汽极狐品牌发布了搭载华为解决方案的新能源车型,该车型有几方面的特色:1)智能驾驶:感知硬件方面配备 3 颗华为 96 线车规级激光雷达、6 个毫米波雷达、12 颗超声波雷达、9 颗 ADS 摄像头和 4 颗环视摄像头。决策层面配有华为计算平台 MDC810,算力达到 400+TOPS;2)智能座舱:硬件搭载华为首款汽车芯片麒麟 990A 车机芯片,软件拥有鸿蒙车机 OS 系统加持,与手机共平台,实现全场景智慧链接;3)智能电动:全系列采用华为快充技术,只需要 10 分钟充电,便可续航 197 公里。

图表33: 华为智能汽车解决方案的五大产品



资料来源：华为智能汽车解决方案，华泰研究

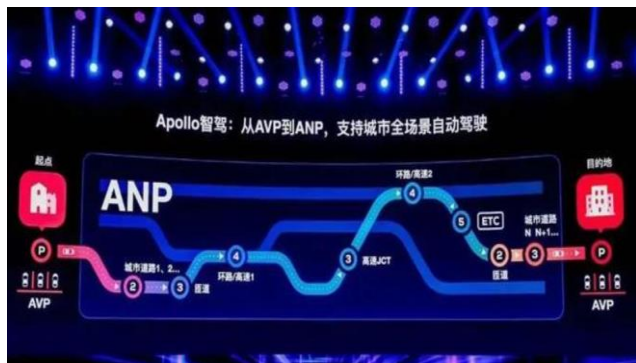
图表34: 北汽极狐 αS 是搭载华为智能解决方案的车型



资料来源：汽车之家，华泰研究

百度(BIDU US)2017 年启动了 Apollo 项目,2020 年 12 月推出了基于纯视觉 L4 级自动驾驶解决方案 Apollo Lite,并基于这套解决方案打造了领航辅助驾驶系统 ANP(Apollo Navigation Pilot)。Apollo 乐高式汽车智能化解决方案包含可组装的“智驾、智舱、智图、智云”四大系列产品,可以根据车企不同层级的智能化量产需求提供定制化解决方案。2021 年 5 月 18 日,在百度 1Q21 业绩发布会上,公司提及百度 Apollo 的三种商业模式:一是为主机厂商提供 Apollo 自动驾驶技术解决方案;二是百度造车,端到端地整合百度自动驾驶方面的创新;三是共享无人车。从产业落地方面来说,百度 Apollo 产品目前广泛应用于市场多个车型,据 IHS Markit 的报告中显示,目前搭载搭载百度 Apollo 产品的车型超过 600 款。其中深度使用 Apollo “ANP+AVP”技术的产品是威马 W6 车型,该车型于 2021 年 4 月上市,该车有 24 个传感器(7 个摄像头、5 个毫米波雷达、12 个超声波传感器)。

图表35： 百度 ANP 系统



资料来源：汽车之家，华泰研究

图表36： 威马 W6 车型深度使用百度 Apollo 产品



资料来源：汽车之家，华泰研究

除此之外，小米集团（1810 HK）于 2021 年 3 月份公告了其智能电动汽车业务的立项，公司预计首期投入 100 亿人民币，未来 10 年投入预计达到 100 亿美元在其智能电动汽车业务上，现集团首席执行官雷军将兼任智能电动汽车业务的首席执行官。

图表37： 小米智能电动车投资或达 100 亿美元



资料来源：汽车之家，华泰研究

图表38： 小米计划进军新能源汽车行业

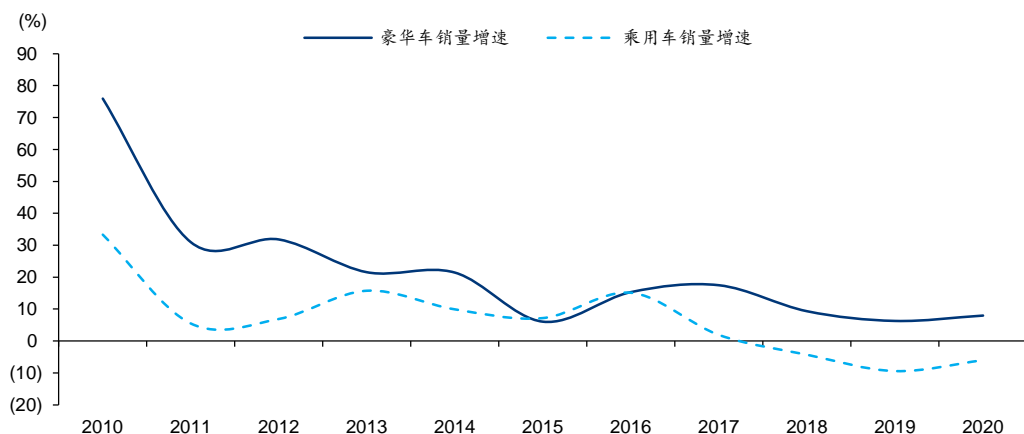


资料来源：汽车之家，华泰研究

豪华车：消费升级驱动行业销量增长

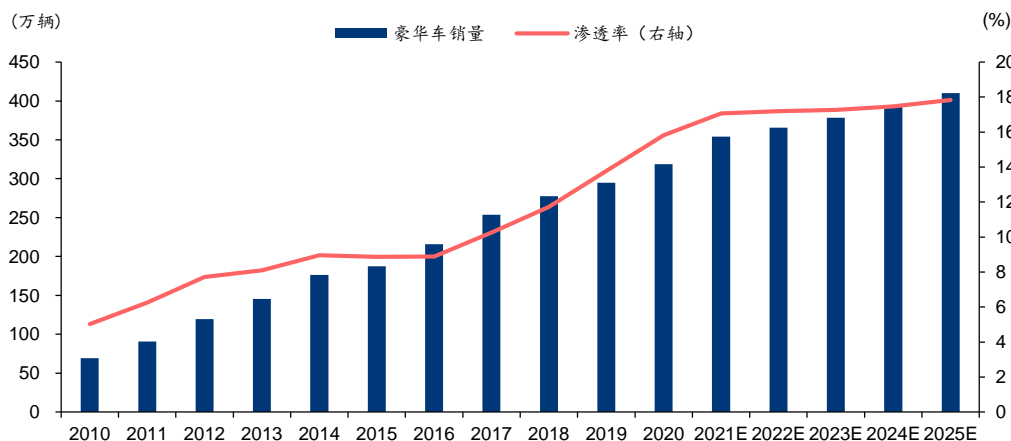
尽管中国乘用车市场过去 10 年销量增长放缓，2018-2020 年出现了连续三年的销量下滑，中国豪华车市场销量却维持了正增长。2020 年中国豪华车销量达到 319 万辆，相比 2010 年的 69 万辆，年化复合增速达到 16%，豪华车销量渗透率从 6% 提升至 16%。展望 2021-2025 年，我们预计豪华车销量有望维持增长势头，豪华车渗透率有望持续提升。我们认为，豪华车销量持续增长主要得益于：1) **购买力提升**，经济发展以及居民可支配收入增长，提升了消费者整体的购买力，使得豪华车目标受众群体不断扩大；2) **豪华车产品线下移**，过去十年间，豪华车制造商不断引进或推出更多入门级的豪华车型，扩大了这些豪华品牌的目标受众群体；3) **汽车金融的支持**，汽车金融行业的快速发展和多种汽车金融产品的推出，提升了消费者的购买力，进一步降低了豪华车的购买门槛。

图表39：中国豪华车销量增速高于乘用车销量同比增速



资料来源：中汽协，华泰研究

图表40：中国豪华车销量有望维持同比增长



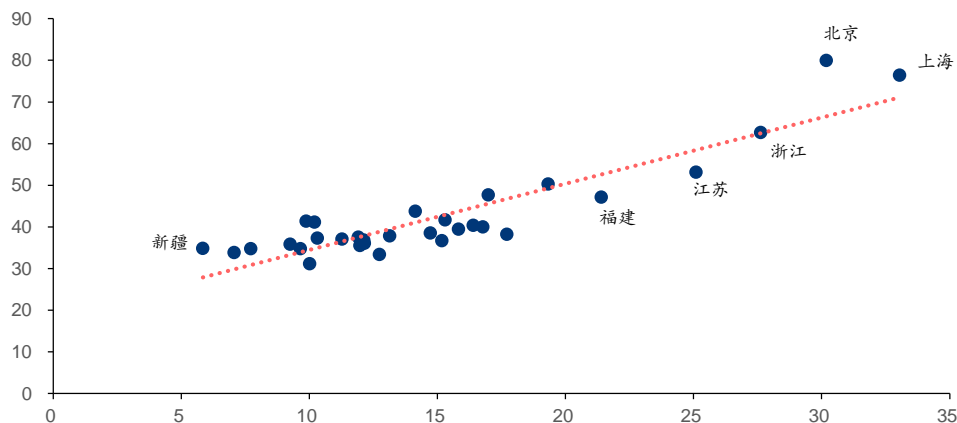
备注：详细测算见我们 2020 年 7 月 17 日的报告《消费升级，豪华车需求方兴未艾》

资料来源：ThinkerCar，华泰研究预测

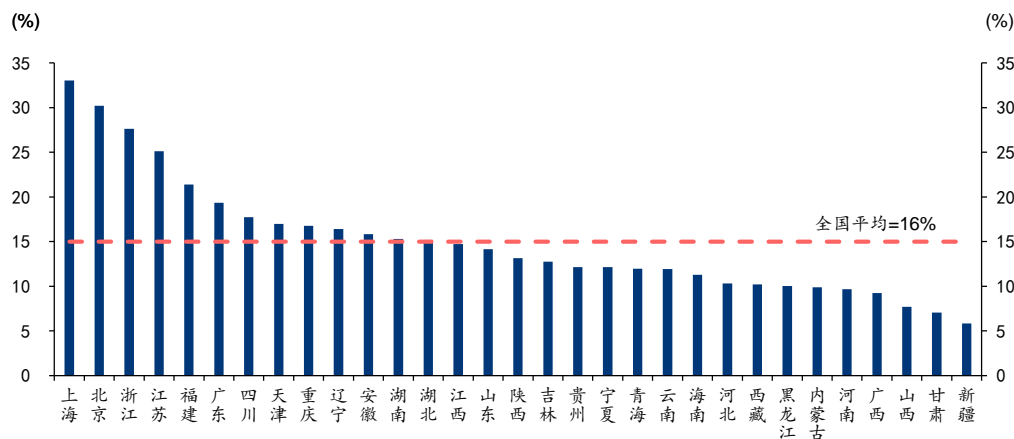
可支配收入增长有望带动豪华车渗透率持续提升

我们分析和对比了 2020 年中国不同省份的豪华车渗透率（即豪华车销量占乘用车上牌量的比例）。上海和北京是豪华车渗透率最高的两个直辖市，2020 年豪华车上牌量的比例分别为 33.0% 和 30.2%；其次是浙江和江苏，分别为 27.6% 和 25.1%。

通过数据拟合，我们认为豪华车的渗透率和人均可支配收入呈较强的正相关，相关系数为 0.91。这也验证了我们的观点：收入增长驱动了豪华车销售的增长和渗透率的提升。由此我们也可以认为，目前人均可支配收入较低的省份，随着人均可支配收入的增长，未来豪华车的需求和渗透率有望逐步提升。

图表41： 中国豪华车渗透率和人均可支配收入拟合结果表明两者正相关（2020 年）


资料来源：ThinkerCar, Wind, 华泰研究

图表42： 中国有超过一半的省份豪华车销量渗透率不及全国均值（2020 年）


资料来源：ThinkerCar, Wind, 华泰研究

豪华车厂商引入入门级车型，扩大目标客群

为了满足不同消费者的需求，尤其是中等收入的城市白领阶层，国际主流豪华品牌不断引入新的车型，尤其是价格更加亲民的入门级车型。在丰富产品组合的同时，也降低了豪华车入门的门槛。

以德系三强奥迪、奔驰、宝马为例，2009 年三个品牌只有两个车型在中国本地化生产，入门级的价格在 28 万元以上。到了 2019 年，三个品牌都有 6-7 个车型实现了本土生产，入门级车型的指导价区间下探到 19 万元左右。由于国产车型增加，叠加价格下探，奔驰和宝马在中国的销量中本地化比例有了明显的上升。

图表43： 德系三大豪华品牌 2009-2019 年车型数量显著增加，价格下探

	奥迪		奔驰		宝马	
	2009	2019	2009	2019	2009	2019
国产车型数量	2	6	2	7	2	7
国产车型销量占比(%)	93	90	25	82	50	75
指导价区间（万元）	29.88-69.60	18.92-65.38	34.80-63.80	21.18-62.38	28.30-67.96	19.88-54.99

资料来源：汽车之家，华泰研究

汽车金融的发展降低了豪华车的购入门槛

汽车金融业务的发展也是豪华车行业销量增长的驱动因素，通过汽车金融的手段，降低消费者购买豪华车的资金门槛，使得更多的消费者，尤其是年轻的消费群体，能够以较低的初始成本拥有豪华车，从而拉动豪华车行业的销量增长。

以宝马为例，其汽车金融公司设计了多种灵活的汽车金融方案，比如首付比例在 20%-50%，贷款期限从 12 到 60 个月，还有较为灵活的弹性尾款方案。根据 2020 年宝马公司官网示例显示，如果消费者选购宝马 1 系三厢运动轿车，指导价为 19.88 万元，首付 20% 为 3.98 万元，弹性尾款 30% 为 5.96 万元，48 个月还款，贷款利率 6.88%，月供为 2,717 元。指导价为 31.89 万元的宝马 3 系，借助汽车金融可以将 80% 的购车支出分摊到未来的 48 个月，从而降低了消费者的购买门槛。而在没有汽车金融的情况下，消费者通常需要攒够了全部现金之后才可以购车。

图表44： 宝马汽车金融案例展示（2020 年）

车型	1 系三厢运动轿车	320Li M 运动套装
指导价（元）	198,800	318,900
首付（元）	39,760	63,780
月供（元）	2,717	5,977
贷款期限（月）	48	48
弹性尾款（元）	59,640	0
利率	6.88%	5.88%

资料来源：宝马中国官网，华泰研究

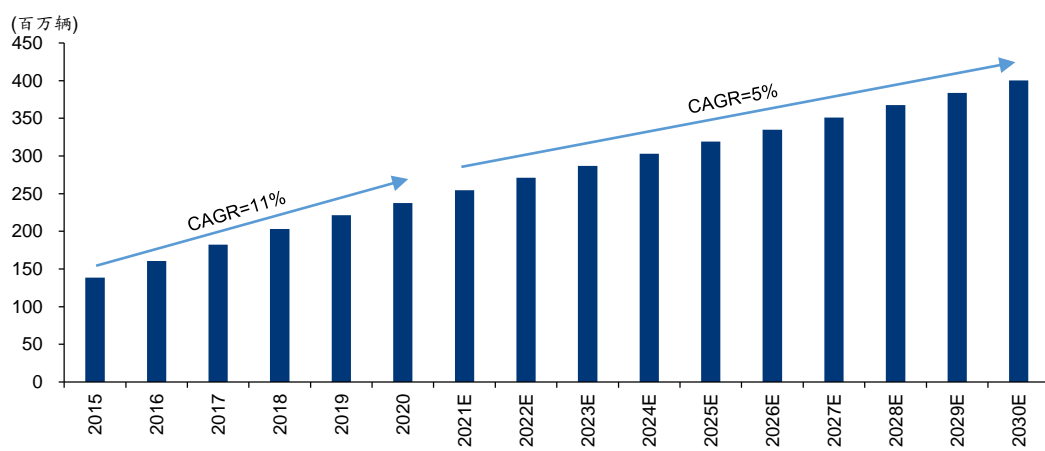
汽车经销商：长期增长路径清晰，芯片短缺构成短期催化剂

我们认为，汽车经销商行业将迎来一系列结构性的机会，包括：1) 汽车保有量扩大与车龄逐步提升，售后维修服务市场稳健增长。我们测算国内乘用车售后维修服务市场规模将从2020年的0.75万亿元，稳步增长至2030年的1.7万亿元（年复合增长率8.5%）；2) 高毛利的售后服务业务占比提升，带动经销商业务结构改善；3) 短期芯片供应紧张导致下游供需关系改善，经销商盈利能力提升（详见我们2021年5月19日发布的《汽车经销商：成长空间大，趋势向好》报告）。

汽车保有量有望稳定增长，平均车龄逐步提升

据我们测算，2020年中国乘用车保有量达到2.4亿辆，到2030年中国乘用车保有量有望突破4亿辆，年化复合增速为5%。我们认为受益于汽车保有量的增长，中国汽车售后服务市场有望持续增长。

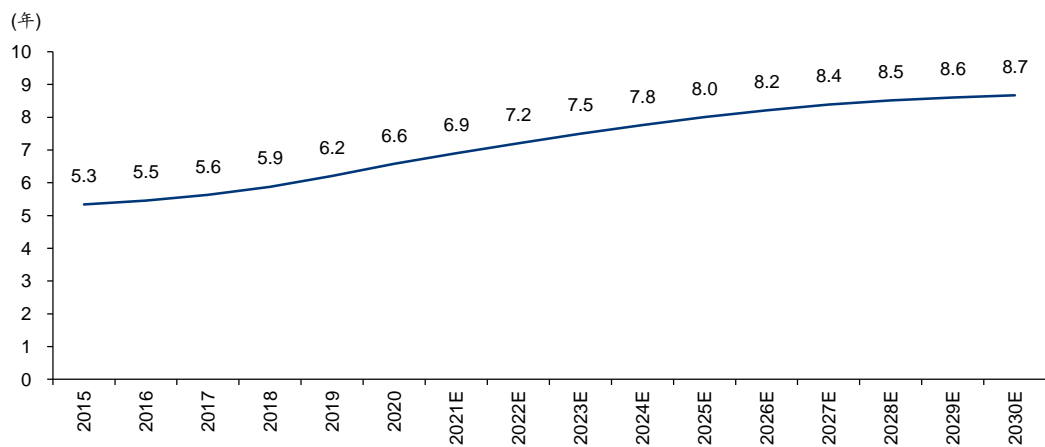
图表45：我国汽车保有量有望维持增长



资料来源：中汽协，华泰研究预测

我们认为，车龄的逐步提高，是汽车售后维修保养市场增长的另外一个主要驱动力。我们假设单车的使用寿命极限在20年，同时随着车龄增长，报废率逐步提升，从第一年的0%提升至第20年的90%，通过加总每年的新车销量以及上一年度年的保有量再扣除当年的报废量，我们以此计算当年的汽车保有量，根据我们的测算，2020年中国全部保有乘用车的平均车龄为6.6年，总体较为年轻。随着时间的推移，基于我们测算，预计平均车龄会逐步增长至2030年的8.7年。

图表46：中国乘用车市场：保有量平均车龄逐步增长



资料来源：中汽协，华泰研究预测

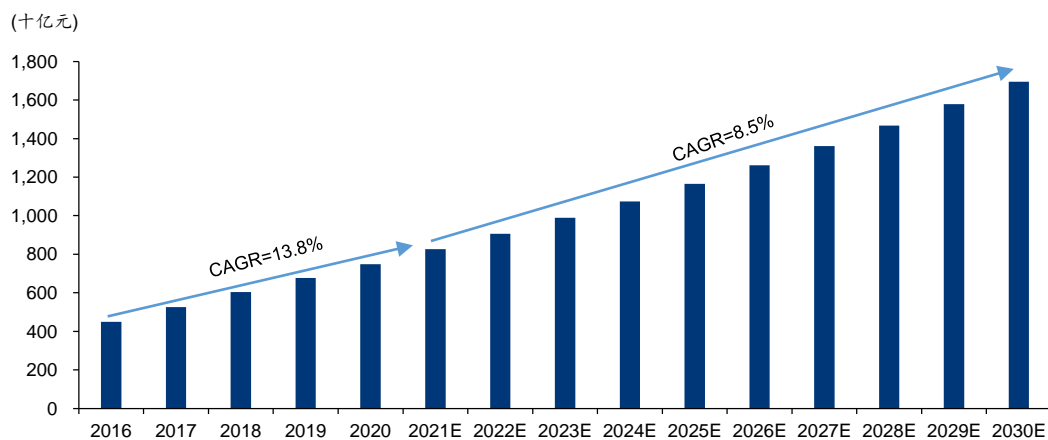
汽车售后市场规模有望突破万亿

我们认为随着汽车保有量和车龄的逐渐增长，我国汽车售后服务市场的规模也将持续增长。我们用以下基本假设测算售后服务市场规模：

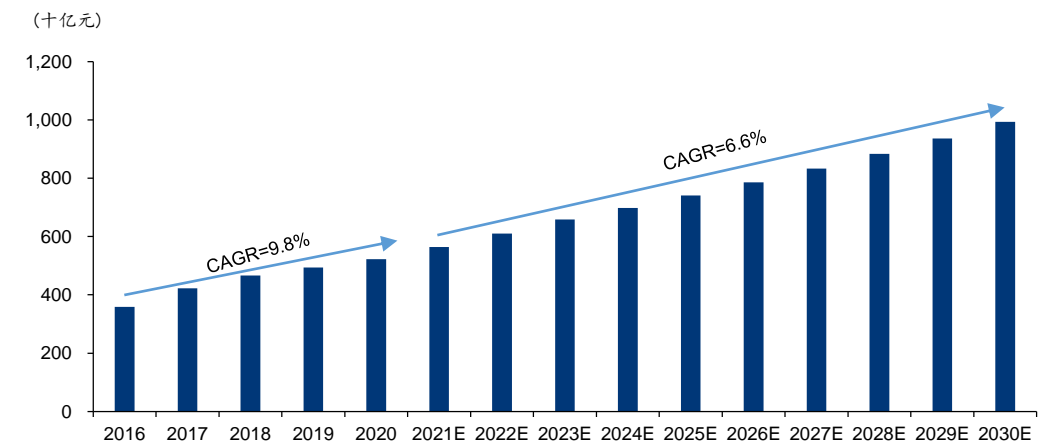
- 1) 乘用车新车销量将从 2020 年的 2,014 万辆增长至 2030 年的 2,600 万辆，年复合增长率为 2.6%；
- 2) 乘用车保有量从 2020 年底的 2.4 亿辆，逐步增长至 2030 年的 4.0 亿辆，年复合增长率为 5.4%；
- 3) 每辆车平均每年维修或保养 2 次，单次价格 1,570 元（基于港股上市公司中升集团、永达汽车、广汇汽车等公司披露的数据）；
- 4) 平均每次维修保养单价从 2020 年的 1,570 元每年提高 3%，逐步提升至 2030 年的 2,118 元，主要驱动因素为车龄的老化和劳动力价格的增长。

基于以上假设，我们估计中国乘用车售后维修保养市场将从 2020 年的 7,486 亿元稳步增长至 2030 年的 1.695 万亿元，年复合增长率 8.5%。对于部分车龄较高的汽车，由于车辆残值较低，车主可能倾向于选择非 4S 店渠道进行维修保养。因此，我们预计随着乘用车总保有量的扩大，平均车龄的提升，4S 店在售后维修服务市场的份额会有所下降。2020 年，4S 店渠道售后维修服务总规模约 5,230 亿元（市场份额 70%），预计市场规模在 2030 年增长至 9,930 亿元（市场份额 59%）。虽然市场份额有所下降，但依然是整个售后维修保养市场的主导力量，2020-2030 年的年复合增速为 6.6%。总体而言，虽然 4S 店渠道面临客户流失的风险，但市场总规模依然保持了较快的增长。就企业而言，由于大型经销商集团在客户关系、维修服务质量的方面竞争力较强，有望维持和增加其市场份额，从而获得超越行业平均水平的增速。

图表47： 中国汽车售后服务市场规模持续增长



图表48： 4S 店渠道售后市场规模持续增长



短期芯片供给不足，下游需求改善，有望带动库存改善和零售利润率提升

今年2月美国得克萨斯州因为超级寒潮大规模停电致三星(005930 KS)、英飞凌(IFX GR)等半导体工厂停产，以及3月日本瑞萨(6723 JP)汽车芯片生产工厂火灾，导致全球芯片供给紧张。根据盖世汽车网，从3月底以来，大众(VOW GR)、日产(7201 JP)、福特(F US)、现代(005380 KS)和通用(GM US)等全球整车龙头纷纷调整生产计划，暂停部分工厂生产或减少夜间加班。随着各家整车厂加紧备芯片库存，我们预计Q2、Q3将会持续出现部分汽车工厂停产的情况。

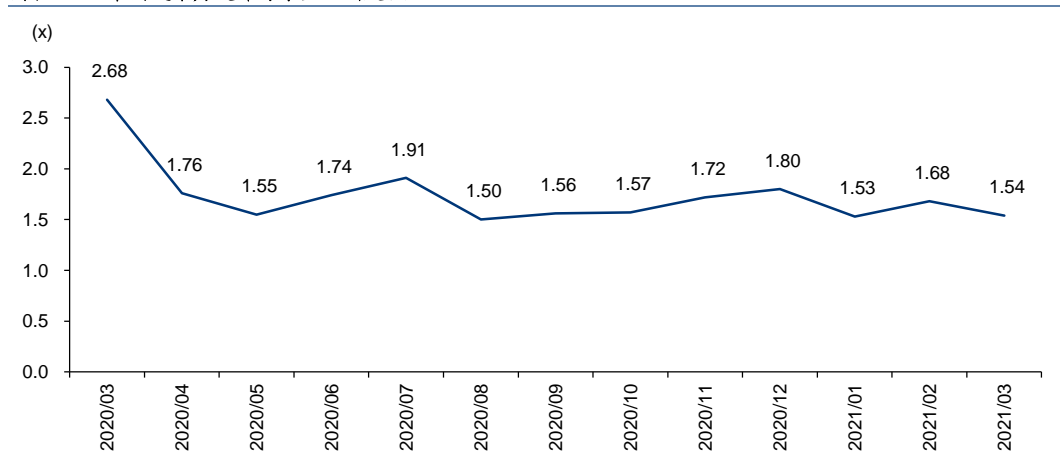
图表49：受上游汽车芯片供应影响，近期部分整车厂开启不同程度停产

新闻日期	汽车停产事件
3月22日-23日	日产田纳西州暂停生产楼兰跨界车，产密歇根州工厂将暂停运营天籁轿车生产线，并取消内华达州商用车生产线的周末加班；墨西哥阿瓜斯卡连特斯州工厂将暂停Versa小型车和Kicks紧凑型跨界车的生产。
3月31日	福特密歇根州迪尔伯恩卡车工厂的F-150生产将在4月5日起暂停两周，并在4月26日、5月10日、5月31日和6月21日对应的星期取消加班；福特堪萨斯城汽车厂未来也将停产数周。
4月5日	斯巴鲁(7270 JP)位于矢岛工厂将在4月10日至27日暂停生产，此次停产将对1万辆汽车的生产造成影响。
4月5日	铃木位于静冈县的两座工厂将暂停生产。
4月5日	现代汽车计划使其牙山第三工厂从4月7日至4月9日停产三天时间，并在4月12日至4月15日仅运营一半生产线。蔚山第三工厂可能也将在4月10日暂停生产，蔚山电动车厂将于4月7日至14日停产，并调整纯电动车Ioniq 5的推出。
4月7日	上汽集团(600104 CH)近期表示，去年三、四季度，上汽大众的部分车型已经因芯片短缺面临产能紧张；今年一季度，上汽大众的产能受到芯片短缺的影响，部分车型出现阶段性停产。公司称，会根据市场需求优化排产计划，优先保证市场需求量较大的产品的产能。
4月8日	通用表示从4月12日开始，斯普林希尔装配厂将减产两周；墨西哥拉莫斯工厂和密歇根州兰辛德尔塔镇工厂雪佛兰Blazer车型将减产一周。兰辛格兰德河装配厂停工时间将延长至4月26日当周。另外CAMI装配厂(加拿大)和费尔法克斯装配厂将把停产时间延长至5月10日当周。福特表示，将在下周取消芝加哥装配厂、弗拉特洛克装配厂和堪萨斯城装配厂的生产，削减俄亥俄州装配厂的运营时间。
4月12日	三菱汽车(7211 JP)表示4月将在日本和泰国三家工厂将减产7,500辆汽车，正在审查是否要在5月进行更多减产。
4月14日	一汽-大众奥迪4月拟减产30%，主要是门控制器、网关控制器、中控显示屏、ESP等芯片缺失所致，减产预计持续两周，涉及A4L、A6L和Q5L等车型。
4月15日	福特宣布了其最新的工厂停工计划，4月19日当周和4月26日当周，该公司的5座美国工厂和1座土耳其工厂将受到影响。研究机构AutoForecast估计，芯片短缺将导致福特的产量损失近40.8万辆，其中本次最新的减产计划将让该公司损失超过9.13万辆。
4月16日	日产日本南部九州工厂5月10日至5月19日停产8天，位于日本追滨和九州的的装配厂将在5月10日至5月28日期间取消15天的夜班，位于日本东部栃木的工厂也将于5月停产10天。

资料来源：盖世汽车、第一财经，华泰研究

在整车生产端受到影响的背景下，汽车经销商的库存呈现下降趋势，据中汽协数据，今年1至3月份我国汽车行业库存系数分别为1.53/1.68/1.54，相比2020年4季度呈现下降趋势。我们认为，经销商企业将受益于车型供给量的下降，因其终端零售折扣有望收窄，对汽车销售毛利率起到正面拉动作用。

图表50：中国汽车月度库存系数逐渐走低



资料来源：中汽协，华泰研究

重点公司推荐

我们认为中国汽车行业自 2H20 以来进入复苏周期，展望 2021-2025 年，我们预计汽车销量将维持正增长。我们认为，短期来看，由于全球芯片供应短缺，汽车产销量受到压制，汽车零售折扣有望收窄，汽车经销商有望受益；中期来看，我们认为芯片供给短缺的情况有望自 3Q21 开始逐步改善，整车制造商和汽车零部件企业有望受益。

汽车经销商板块，我们推荐豪华车销量占比较高的经销商，中升控股和永达汽车；整车板块，我们推荐行业龙头长城汽车和上汽集团；在汽车零部件板块，我们推荐受益于新能源汽车行业快速发展的三花智控和拓普集团，以及受益于自动驾驶行业快速发展的耐世特、科博达和华域汽车。

图表51：重点公司：EPS 预测与估值

公司名称	公司代码	评级	5月27日		EPS (元)				P/E (倍)			
			收盘价(当地币种)	目标价(当地币种)	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
中升控股	881 HK	买入	65.85	67.00	2.28	3.05	3.85	4.43	23.8	17.8	14.1	12.3
永达汽车	3669 HK	买入	14.18	19.30	0.82	1.07	1.26	1.46	14.3	10.9	9.3	8.0
长城汽车	2333 HK	买入	21.95	35.00	0.58	1.08	1.32	1.44	31.2	16.8	13.7	12.6
上汽集团	600104 CH	买入	20.30	29.80	1.75	1.99	2.35	2.55	11.6	10.2	8.6	8.0
三花智控	002050 CH	增持	21.65	22.95	0.41	0.51	0.57	0.67	52.8	42.5	38.0	32.3
拓普集团	601689 CH	买入	34.19	54.50	0.57	1.09	1.36	1.63	60.0	31.4	25.1	21.0
耐世特	1316 HK	买入	9.37	17.30	0.05	0.11	0.14	0.16	24.2	11.0	8.6	7.5
科博达	603786 CH	增持	64.01	80.10	1.29	1.78	2.42	3.18	49.6	36.0	26.5	20.1
华域汽车	600741 CH	买入	24.15	32.85	1.71	2.19	2.51	2.73	14.1	11.0	9.6	8.8

备注：耐世特 EPS 数据为美元，其余公司 EPS 数据为人民币

资料来源：Wind，彭博，华泰研究预测

中升控股 (881 HK, 买入, 目标价: 67.00 港元)

我们认为中升将继续受益于豪华车需求的提升和售后业务的持续增长。我们预计 2021-2023 年归母净利润 74.00/93.57/107.57 亿元。2021 年可比公司彭博一致预期 PE 均值为 23x (2021 年 3 月 22 日)，由于公司发展二手车业务存在不确定性，给予公司 2021 年 18xPE，给予公司目标价 67.00 港币，维持“买入”评级。

风险提示：豪华车需求弱于预期；利润率低于我们预期。

永达汽车 (3669 HK, 买入, 目标价: 19.30 港元)

永达的业务对豪华汽车品牌依赖度较高，宝马和保时捷是永达旗下的主要的两大豪华车品牌。我们认为永达的收入和净利润增长前景较为乐观，主要得益于中国车市的消费升级趋势。我们预计 2021-2023 年归母净利润为 21.17/24.79/28.75 亿元。2021 年可比公司彭博一致预期 PE 均值为 23.2 倍 (2021 年 3 月 17 日)，由于永达 2021 年的归母净利润增速或低于同业 (中升控股同比+35%；美东汽车同比+47%)，给予公司 2021 年 15xPE，给予公司目标价 19.30 港币，维持“买入”评级。

风险提示：豪华车需求不及预期；市场竞争加剧导致公司利润率不及预期。

长城汽车 (2333 HK, 买入, 目标价: 35.00 港元)

长城汽车自 2H20 以来进入了较强的产品周期，我们认为公司的产销、收入和归母净利润有望在 2021-2023 年维持较快的增速。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 98.8/121.4/131.8 亿元。我们基于 27x 2021E PE，给予公司目标价 35.00 港元，我们的目标估值倍数与可比公司 2021 年 Wind 一致预期均值 (2021 年 3 月 30 日) 相当。维持“买入”评级。

风险提示：产销量低于预期；利润率低于预期。

上汽集团 (600104 CH, 买入, 目标价: 29.80 元)

考虑到汽车需求复苏以及上汽集团在电动化、高端化方面的努力,我们认为公司 2021 年产销和归母净利润有望恢复增长态势。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 232/274/297 亿元,可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE 均值为 18.5x (2021 年 3 月 26 日),我们考虑到公司产销规模大盈利弹性略弱,基于 2021 年 15x PE,给予公司目标价 29.80 元,维持“买入”评级。

风险提示:宏观经济放缓导致汽车需求低于预期;利润率不及预期。

三花智控 (002050 CH, 增持, 目标价: 22.95 元)

公司是全球领先的热管理系统供应商,在家用空调、商用制冷、汽车热管理系统的阀类领域处于市场领先的地位。我们认为公司将持续受益于新能源汽车行业的快速发展。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 18.2/20.5/24.0 亿元。可比公司 Wind 一致预期 PE 均值为 30x (2021 年 3 月 26 日),考虑到公司在新能源汽车热管理领域的龙头地位,我们基于 45x 2021E PE,给予公司目标价 22.95 元,维持“增持”评级。

风险提示:新能源汽车需求低于预期;利润率低于预期。

拓普集团 (601689 CH, 买入, 目标价: 54.50 元)

公司是国内领先的 NVH 减振和底盘轻量化系统供应商,在汽车热管理和智能驾驶相关领域也有产品布局,未来随着新项目投产,公司收入和归母净利润有望持续增长。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 12.0/14.9/18.0 亿元。可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE 均值为 50x (2021 年 4 月 19 日),我们基于 2021 年 50x PE,给予目标价 54.50 元,维持“买入”评级。

风险提示:新业务拓展低于预期;利润率低于预期。

耐世特 (1316 HK, 买入, 目标价: 17.30 港元)

公司是全球第三大汽车转向系统制造商,我们预计随着汽车电动化和智能化趋势发展,公司的产销、收入和利润有望持续增长。公司 2018 年以来受全球车市需求量下行的拖累,收入和归母净利润连续下滑,我们预计随着车市需求企稳复苏,公司收入和归母净利润有望重回增长通道。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.8/3.5/4.1 亿美元。可比公司 2021 年彭博一致预期 PE 均值为 26.1x (2021 年 3 月 17 日),考虑到全球汽车需求复苏仍然具有不确定性,我们基于 20x 2021E PE,给予公司目标价 17.30 港元,维持“买入”评级。

风险提示:全球汽车需求低于预期;利润率低于预期。

科博达 (603786 CH, 增持, 目标价: 80.10 元)

公司主业涵盖汽车照明控制系统、电机控制系统、车载电子电器和能源管理系统等。我们认为公司将持续受益于自动驾驶行业的发展趋势。我们预计自 3Q21 起芯片短缺问题逐渐得到解决,公司基本面压制因素也将消除。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.1/9.7/12.7 亿元。可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE 均值为 43x (2021 年 4 月 22 日),考虑到公司第一大客户大众 MEB 平台产品逐渐放量和公司 ASG 产品逐渐放量,我们基于 45x 2021E PE,给予公司目标价 80.10 元,维持“增持”评级。

风险提示:主要客户产销量低于预期;利润率低于预期。

华域汽车（600741 CH，买入，目标价：32.85 元）

公司是国内主要的汽车内饰供应商，我们认为公司在电动化和智能化相关产品的布局也较为广泛，新产品落地进展顺利。我们认为公司将持续受益于汽车电动化和智能化的发展趋势。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 69/79/86 亿元。可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE 均值为 18.4x（2021 年 3 月 25 日），考虑到公司业务仍以内饰件为主，我们基于 15x 2021E PE，给予公司目标价 32.85 元，给予“买入”评级。

风险提示：产销量低于预期；利润率低于预期。

风险提示

新冠疫情反复可能影响全球宏观经济增长，进而对全球居民可支配收入造成影响，汽车属于可选耐用消费品，居民可支配收入如果下滑，则汽车需求会受到抑制；

如果汽车需求并未出现明显复苏，各家主机厂为了实现其增长目标，可能会牺牲价格以换取市场份额，导致公司利润率低于预期；

虽然电动化和智能化是大势所趋，但相关产业发展仍然受基础科学技术进步以及相关法律法规的限制。如果技术进步缓慢或者法律法规的配套不完善，可能导致电动化和智能化发展慢于预期。

免责声明

分析师声明

本人，林志轩、邢重阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林志轩、邢重阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华域汽车（600741 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司