

## 中信证券研究部



**尹欣驰**  
首席汽车及零部件  
分析师  
S1010519040002



**李景涛**  
汽车及零部件分析师  
S1010520120003



联系人：李子俊

## 核心观点

**未来 5 年的替换周期的到来将为行业带来有效的需求增量，汽车行业正在智能电动的变革浪潮中迎来重启。随着科技巨头的进入，智能化的军备竞赛即将开启，行业格局正处于重塑的前夜。建议关注：（1）具有优秀产品定义能力和全栈自研能力的乘用车企业重塑格局的机会，（2）符合智能化趋势同时具备全球替代能力的优质零部件企业持续扩张和产品升级的机会。**

**■ 总量：需求复苏趋势明确，乘用车替换大周期渐行渐近。**新冠疫情催生的出行刚需激发了 2020 年下半年汽车行业的旺销，行业下半年销量达到 1503.7 万辆，同比+11.9%。进入 2021 年，汽车芯片的持续短缺和大宗原材料价格上涨为复苏暂时蒙上了阴影，预计芯片短缺导致的减产压力将在 Q2 达到峰值，并带动行业开启被动去库存。我们预计 2021 年汽车行业销量将达到 2759 万辆，全年实现同比 9.0% 的增长，其中乘用车行业有望同比增长 11.0%。根据保有量推算，老车报废带来的换购需求将强力支撑未来 5 年的置换需求，预计 2022 年-2025 年，汽车行业销量增速中枢将维持在 7% 左右，保有量更新带来的消费升级将是乘用车行业的主要内驱力。

**■ 乘用车：在智能化浪潮变革下，OEM 正在加速向技术驱动型企业转型。**行业的竞争格局正在剧变的前夜，造车新势力、科技巨头、传统车企三种力量正在汽车行业交汇。智能化浪潮下，汽车行业的核心竞争力正在由“制造工艺”和“规模效应”转向“产品定义能力”和“全栈自研能力”。2020 年以来，各家车企都在通过组织架构和股权架构的调整来更为灵活地应对正在发生的挑战，避免在未来沦为代工厂。我们认为，智能化变革将导致产业链利润池结构发生变化，变革中处于被动地位的整车企业可能将面临一个萎缩的利润池，被资本市场给予惩罚性的低估值。但同时，产品定义能力和全栈研发能力仍是智能电动时代乘用车企业的核心竞争力，竞争力强的 OEM 的估值溢价或将继续维持。我们建议关注以下三条主线逻辑寻找乘用车板块投资机会：（1）引领个性化的消费新趋势、产品定义能力强的有差异化的品牌；（2）在电动化、混合动力技术实现突破，有望在电动和燃油市场中实现份额“双提升”的自主品牌；（3）具有全栈研发能力，正在向产业链上游延伸，加速转型为技术驱动型企业的 OEM。

**■ 零部件：智能化军备竞赛开启，把握“智能化”+“全球替代”的核心供应链标的。**年初至今，主流自主品牌纷纷推出高端品牌和全新车型，通过大幅提升智能化配置，聚焦打造驾乘差异化体验。高算力自动驾驶平台、激光雷达和高性能智能座舱平台基本上成为智能新车标配，标志着自主品牌的智能化军备竞赛开启，智能化供应链有望迎来量价齐升的历史性机会。当前一些海外智能化龙头在产品规模和成熟度上占据优势，但品牌的差异化体验需要高度定制开发，而中国企业在同步研发响应速度和开发灵活性上具有显著优势，有望伴随自主品牌高端化加速渗透和崛起。此外，海外主机厂面临销量下滑和智能电动转型的双重压力，优质中国供应商有望加速全球替代进程，成长为全球龙头。

**■ 商用车：产品升级与国六切换带来新机遇与新挑战。**2021 年 1-4 月，全国商用车销量为 195.6 万辆，同比+47.3%，卡车板块在 1-4 月维持高景气而大中

客车板块需求持续低迷。我们预计 2021 年商用车销量有望达到 518.6 万辆，同比+1.0%，其中重卡销量预计为 150 万辆，同比下滑 7%。其中，重卡和中轻卡板块在上半年受益于国三/国四淘汰、超载治理、大吨小标治理等因素保持高景气区间，但在国六执行后预计将迎来销量的调整期。我们预计国六的执行将伴随着发动机、整车和后处理格局的优化，龙头企业的份额提升和盈利结构多元化将有助于提振估值，行业长期的投资逻辑将不会改变。

**■ 两轮车：后疫情时代，行业天花板抬升、优质供给玩家将胜出。**疫情刺激全球范围内两轮车需求，出行方式多元化和道路基础设施的完善将持续抬升行业渗透率；伴随居民消费能力的提升，两轮车正逐渐从出行工具转变为休闲娱乐用品，大排量摩托车、电踏车、高端电动两轮车等新品类不仅带来 ASP 提升，而且仍有数倍成长空间，提供优质供给将充分享受行业发展。2021 年，上游原材料涨价对两轮车企业普遍构成压力，但头部玩家在上游采购议价权、下游价格传导速度上都享有优势，预计也将成为催化龙头份额进一步提升的因素，龙头推荐逻辑继续加强。此外，中国电动两轮车具有全球竞争力，预计海外市场将是下一个长期增量来源，具备全球竞争力的两轮车企业成长空间广阔。

**■ 风险因素：**行业销量不及预期；汽车芯片供给缺口持续扩大；大宗原材料价格上涨对行业利润侵蚀；国际贸易摩擦加剧的风险；自动驾驶汽车出现严重安全事故影响行业进展的风险；政策对于自动驾驶进行限制的风险；智能汽车数据隐私管理不足的风险；传统企业智能化转型进度不达预期的风险。

**■ 投资策略：**未来 5 年替换周期的到来将为行业带来有效的需求增量，汽车行业正在智能电动的变革浪潮中迎来重启。随着科技巨头的进入，智能化的军备竞赛即将开启，行业格局正处于重塑的前夜。我们重点关注：（1）具有优秀产品定义能力和全栈自研能力的乘用车企业，如比亚迪、长城汽车、长安汽车等；（2）符合智能化趋势、具备全球替代能力的优质中国零部件企业，如德赛西威、华阳集团、拓普集团、华域汽车、耐世特、伯特利、阿尔特等；（3）产品不断进化升级的细分市场龙头：福耀玻璃、敏实集团、潍柴动力、中国重汽、八方股份、雅迪控股、小牛电动等。

### 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
乘用车										
长安汽车	25.00	0.61	0.94	1.27	1.37	41	27	20	18	买入
长城汽车	34.14	0.58	1.09	1.38	1.52	59	31	25	22	买入
比亚迪	173.20	1.48	1.71	2.64	3.60	117	101	66	48	买入
上汽集团	20.19	1.75	2.26	2.51	2.66	12	9	8	8	买入
广汽集团	12.27	0.58	0.66	0.94	1.18	21	19	13	10	买入
吉利汽车(H)	15.91	0.55	0.84	1.08	-	29	19	15	-	买入
零部件										
德赛西威	109.57	0.94	1.42	1.77	2.21	116	77	62	50	买入
拓普集团	31.38	0.57	1.03	1.36	1.78	55	30	23	18	买入
华阳集团	27.22	0.38	0.59	0.80	0.99	71	46	34	27	买入
福耀玻璃	49.78	1.00	1.46	1.80	2.16	50	34	28	23	买入
华域汽车	24.06	1.71	2.24	2.49	2.75	14	11	10	9	买入

星宇股份	190.72	4.20	5.14	6.47	7.91	45	37	29	24	增持
耐世特(H)	7.45	0.30	0.84	1.03	-	25	9	7	-	买入
伯特利	31.26	1.13	1.43	1.88	2.33	28	22	17	13	买入
敏实集团(H)	26.11	1.21	2.08	2.54	-	22	12	10	-	买入
文灿股份	23.30	0.32	1.15	1.53	1.97	72	20	15	12	买入
明新旭腾	37.82	1.33	1.64	2.13	2.68	28	23	18	14	买入
阿尔特	26.84	0.36	0.84	1.40	1.84	74	32	19	15	买入
旭升股份	29.00	0.74	1.11	1.56	2.11	39	26	19	14	买入
继峰股份	8.62	-0.25	0.66	0.80	0.96	(34)	13	11	9	买入
保隆科技	29.26	1.11	1.70	2.26	2.93	28	19	14	11	买入
豪能股份	17.72	0.82	1.39	1.84	2.26	22	13	10	8	买入
隆盛科技	23.78	0.37	0.87	1.68	1.97	64	27	14	12	买入
<b>商用车</b>										
潍柴动力	17.14	1.26	1.36	1.52	-	15	13	11	-	买入
中国重汽(H)	14.92	2.48	2.65	2.95	-	6	6	5	-	买入
中国重汽	31.50	2.24	2.61	2.83	3.08	14	12	11	10	买入
江铃汽车	22.94	0.64	1.58	2.27	2.47	36	14	10	9	买入
<b>两轮车</b>										
雅迪控股(H)	14.84	0.17	0.41	0.58	0.71	86	36	26	21	买入
小牛电动 (美股)	199.32	2.21	6.18	10.51	-	90	32	19	-	买入
八方股份	233.98	3.34	4.75	6.48	8.45	70	49	36	28	买入
<b>经销商</b>										
中升控股	50.56	2.44	2.97	3.43	-	21	17	15	-	买入
美东汽车	32.99	0.60	0.83	1.12	-	55	40	29	-	买入
永达汽车	10.88	0.82	1.08	1.24	1.35	13	10	9	8	买入

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价, 汇率: 1 港币=0.8289 人民币; 1 美元=6.4319 人民币; 对于美股, 股价为 ADS 价格, EPS 为每 EPS 的 GAAP 净利润

## 目录

总量：需求恢复趋势明确，替换大周期即将开启.....	1
乘用车：智能化变革浪潮来临，OEM 正在加速转型为技术驱动型企业 .....	3
汽车零部件：智能化“军备竞赛”开启，供应链迎来量价齐升 .....	9
商用车：产品升级与国六切换带来新机遇与新挑战 .....	14
两轮车：后疫情时代，行业天花板抬升、优质供给玩家将胜出 .....	16
风险因素 .....	19
投资策略 .....	19

## 插图目录

图 1：2019 年-2021 年中国乘用车批发销量预测及月度同比增速（单位：万辆）	1
图 2：2017 年 3 月-以来分级别城市乘用车销量同比增速（单位：%）	1
图 3：2001 年-2025E 年中国乘用车批发销量及同比增速（单位：万辆，%）	2
图 4：乘用车报废量的概率分布（横轴：使用年限；纵轴：概率分布）	2
图 5：2010 年-2025 年中国乘用车理论报废量测算（万辆）	2
图 6：2017 年-2021 年经销商库存系数及终端折扣率（单位：月）	3
图 7：2017 年全球汽车产业利润池分布结构	5
图 8：2035 年全球汽车产业利润池分布结构预测	5
图 9：2014-2021 年中国 9 家主要乘用车上市公司 PB 估值分位图（单位：%）	6
图 10：2002 年-2021 年中国新品牌设立及海外品牌国产化的时间线	7
图 11：中国自主品牌、合资品牌乘用车销量，及自主品牌 TOP6 份额（单位：万辆，%）	8
图 12：2017-2021 年中国混动车型销量（万辆）及市场份额	8
图 13：比亚迪 DM-i 混合动力架构模型	8
图 14：不同驾驶级别所需算力	10
图 15：安波福不同等级自动驾驶系统的单车价值量	10
图 16：理想 One 的四联屏	11
图 17：奔驰 S 级的主动式环境氛围灯	11
图 18：全球智能座舱市场规模（亿美元）	11
图 19：中国智能座舱市场规模（亿元）	11
图 20：英伟达 Driver 芯片	12
图 21：搭载 Velodyne 激光雷达的测试车	12
图 22：2015 至 2020 年全球 13 家主流汽车集团的销量和研发费用情况	13
图 23：全球汽车产业链国内供应商成长路径	14
图 24：2005-2022E 我国商用车销量（万辆）及预测	15
图 25：分季度重卡销量及预测（万辆）	15
图 26：天然气重卡销量（万辆）与渗透率	15
图 27：重型柴油车国六技术路线示意图	16
图 28：疫情后欧洲国家对两轮车的各类购置补贴、车道建设等支持措施统计	17
图 29：我国两轮车发展历程及品类升级趋势	17
图 30：2013-2020 年电动两轮车各公司市场份额（单位：%）	18
图 31：2020 年电动两轮车各公司市场份额占比饼状图（单位：%）	18
图 32：电动两轮车&电踏车品牌矩阵图（销量 vs. 价格）	19
图 33：国产三强消费级机车产品分类	19

## 表格目录

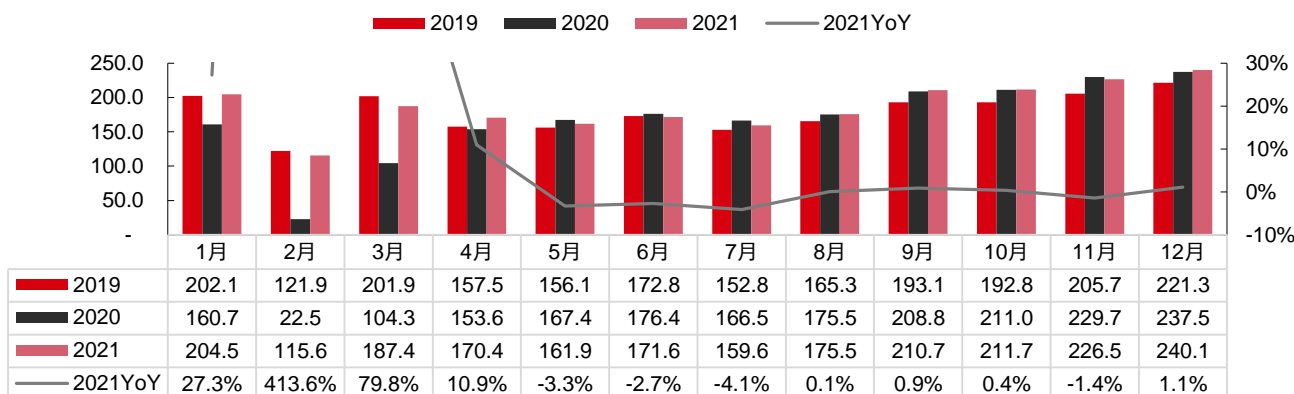
表 1：2021 年分车型销量预测（单位：万辆） .....	2
表 2：主要 OEM 业务拆分梳理 .....	4
表 3：2020 年以来造车新势力及传统车企融资情况 .....	4
表 4：部分车型智能化配置一览 .....	9
表 5：自动驾驶产业链领域国内供应商在不断突破 .....	12
表 6：重点公司盈利预测、估值及投资评级 .....	20



## ■ 总量：需求恢复趋势明确，替换大周期即将开启

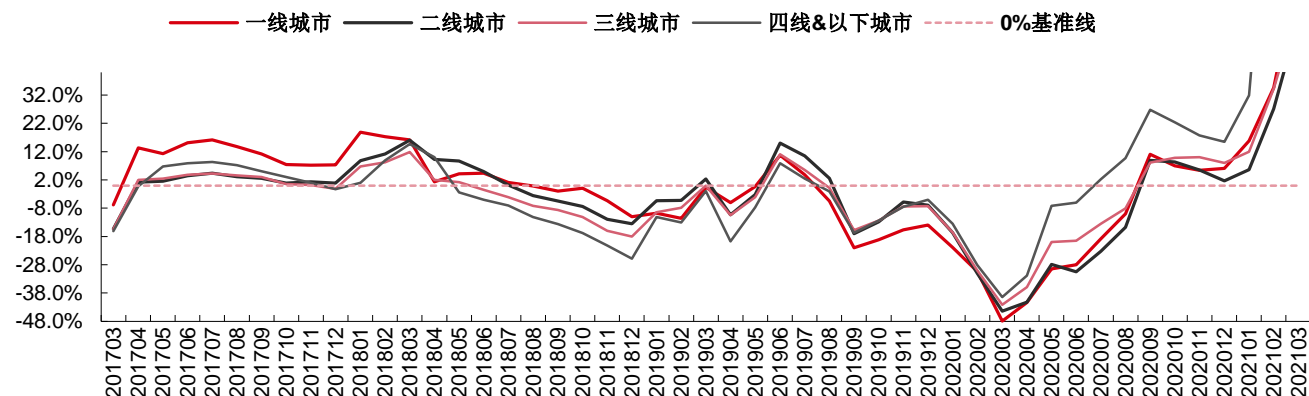
疫情催生出行刚需，三四线城市成为复苏的驱动力。新冠疫情催生的出行刚需激发了 2020 年下半年汽车行业的旺销，行业下半年销量达到 1503.7 万辆，同比+11.9%，其中乘用车下半年销 1228.9 万辆，同比+8.7%。从分城市数据来看，四线及以下城市的销量同比恢复显著快于一二线城市，低线城市的汽车保有量提升成为了市场复苏的主要驱动力。

图 1：2019 年-2021 年中国乘用车批发销量预测及月度同比增速（单位：万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中信证券研究部预测 注：2021 年 5 月及以后数据来自中信证券研究部预测

图 2：2017 年 3 月-以来分级别城市乘用车销量同比增速（单位：%）



资料来源：Daas-Auto，中信证券研究部

由于汽车芯片短缺影响，汽车行业在 2021 年上半年罕见地出现需求好于供给的局面，预计 2021 年行业销量有望实现 9.0% 的同比增长。进入 2021 年起，汽车芯片的持续短缺和大宗原材料价格上涨为复苏暂时蒙上了阴影。我们预计芯片短缺导致的行业减产压力将在 Q2 达到峰值后进入一个供需紧平衡阶段，行业的被动去库存将持续至 Q3，供需紧张的局面有望在 Q3 后期开始缓慢消退。我们预计 2021 年汽车行业销量将达到 2759 万辆（乘用车：2239.5 万辆，商用车：518.6 万辆），全年有望在去年低基数的基础上实现 9.0% 的增长，其中乘用车行业销量有望同比增长 11.0%。

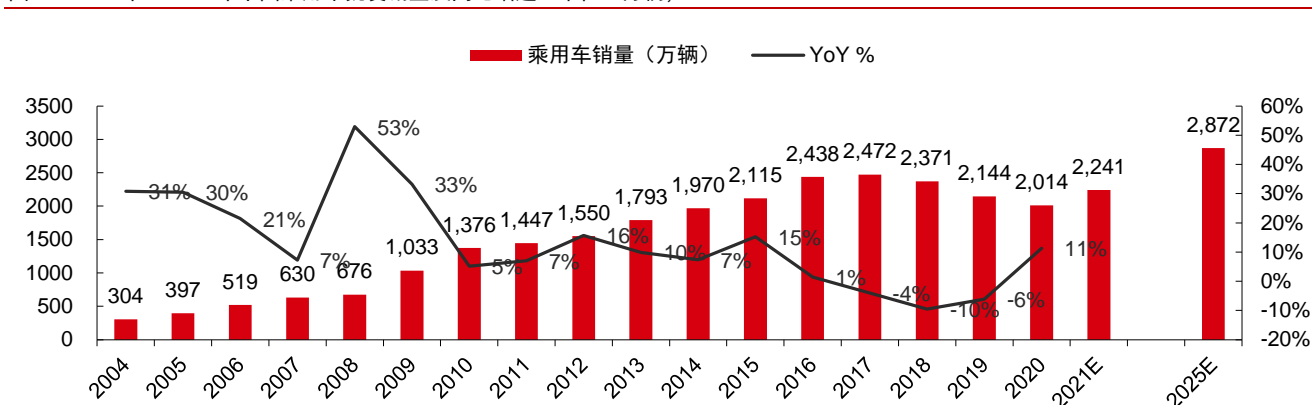
表 1：2021 年分车型销量预测（单位：万辆）

单位：万辆	2020	YoY%	2021.01-04	YoY%	2021.05-12	YoY%	2021E	21E YoY%
汽车总计	2531.1	-1.9%	874.8	51.80%	1883.3	-3.6%	2758.1	9.0%
商用车	513.3	18.7%	195.6	47.30%	323	-15.1%	518.6	1.0%
乘用车	2017.8	6.0%	679.1	53.10%	1560.4	-0.8%	2239.5	11.0%
-新能源	136.7	13.3%	73.2	249.20%	157.8	52.2%	231.0	69.0%
-燃油车	1881.1	-7.1%	605.9	43.30%	1402.6	-4.5%	2008.5	6.8%

资料来源：中国汽车工业协会，中信证券研究部预测

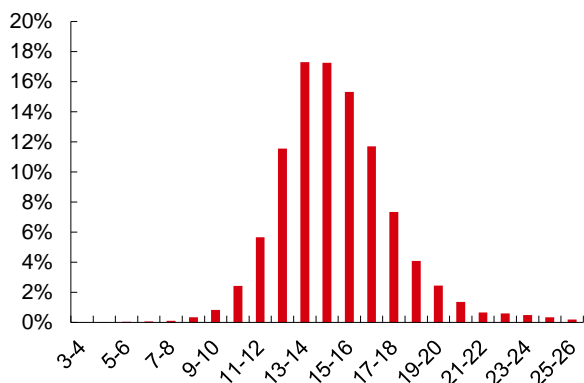
**长期：换购和家庭增购将成为汽车消费的主动力，老车报废带来的换购需求将强力支撑未来 5 年的置换需求。**随着 2009-2010 年销量高峰年份的乘用车即将迎来批量淘汰，未来五年乘用车市场将迎来存量乘用车的更新替换大周期。根据乘用车报废的概率分布测算，14-15 年是汽车平均使用年限和报废的高峰期，2020 年我国乘用车理论报废量为 515 万辆，而到 2025 年左右，我们预计将有约 1350 万规模的报废车辆，出现存量市场更新换购的巨大需求。预计 2022 年-2025 年，汽车行业销量增速中枢将维持在 7% 左右，保有量更新带来的消费升级将是乘用车行业的主要内驱力，预计优质供给有望进一步填充市场广阔的需求空间。

图 3：2001 年-2025E 年中国乘用车批发销量及同比增速（单位：万辆，%）



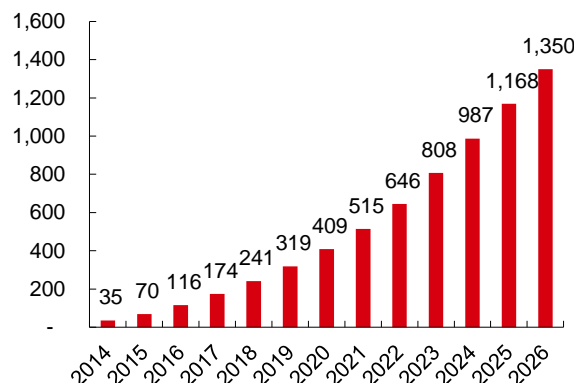
资料来源：中国汽车工业协会，中信证券研究部预测

图 4：乘用车报废量的概率分布（横轴：使用年限；纵轴：概率分布）



资料来源：Ricardo-AEA，中信证券研究部

图 5：2010 年-2025 年中国乘用车理论报废量测算（万辆）

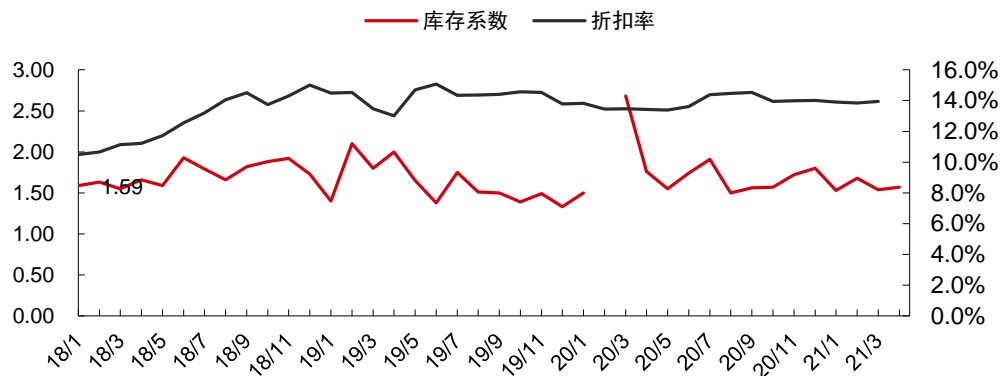


资料来源：中信证券研究部测算、预测



**库存和价格跟踪：库存水平下降，终端折扣同时收窄，望为经销商带来业绩弹性。**由于上游“缺芯”造成的产能紧张使行业被动去库存，行业库存水平下降明显，截止 2021 年 4 月，经销商平均库存为 1.57 个月，低于 2020 年 4 月的 1.76 个月。从零售价格端看，2020 年 10 月以后，终端折扣水平保持相对低位，2021 年 3 月终端整体平均折扣为 13.9%。预计由于汽车消费旺盛，加之产能紧张造成的行业被动去库存，有望为品牌结构好、经营效率高的汽车经销商带来业绩弹性。

图 6：2017 年-2021 年经销商库存系数及终端折扣率（单位：月）



资料来源：中国汽车流通协会，安路勤，中信证券研究部

## ■ 乘用车：智能化变革浪潮来临，OEM 正在加速转型为技术驱动型企业

2020 年至今，汽车行业的竞争格局正在发生剧变：1）电动化技术的差异逐渐缩小。随着电动产业链日臻成熟，打造电动品牌的门槛有所降低，各大品牌电动车在动力系统性能上的差异化逐渐缩小；2）越来越多新势力进入造车行业，尤其是具有较强软件、服务和生态运营能力的新势力。汽车行业的核心竞争力正在由“制造工艺”和“规模效应”转向“产品定义能力”和“全栈自研能力”。在智能化浪潮变革下，我们看到三种力量交汇在汽车行业：

（1）以特斯拉、蔚来、小鹏、理想为代表的有一定积累的造车新势力，新势力们依靠资本市场的高估值正在不断补充资金弹药，加快在智能驾驶和智能座舱上的迭代；

（2）加速入局的科技巨头，如小米集团、百度、华为、富士康、大疆、美的，以及潜在可能入局的公司，如苹果等，科技巨头依靠自己强大的软件能力、供应链整合能力和人才储备正在行业中扮演“入局者”、“赋能者”或“核心技术供应商”的角色；

（3）觉醒后的传统车企，正在加速智能电动领域的投资和产品投放，并通过组织架构和资本架构的调整更为灵活地应对正在发生的挑战，避免在未来沦为代工厂。例如：吉利汽车（定增+回 A 二次 IPO）、比亚迪（定增）、长安汽车（定增+长安新能源分拆）、小康汽车（定增）、上汽集团（智己汽车独立融资）等都在为转型补充资金弹药。

**表 2：主要 OEM 业务拆分梳理**

上市公司	事件	事件简介
上汽集团	设立零束软件公司	2020 年 5 月，上汽集团成立零束软件分公司，负责包括 SOA 软件平台、集中式电子电器架构等在内的软件架构、基础平台开发。
	引入阿里，设立智己	2021 年 1 月，上汽集团联合阿里巴巴、浦东新区联合发布智己汽车品牌（持股 54%），定位中高端纯电汽车市场。目前已发布高配智能的豪华轿车 L7。
	商用车业务重组	2021 年 1 月，上柴股份发行股份购买上汽集团持有的上汽依维柯相关资产，商用车板块重组
长城汽车	分拆零部件公司	自 2018 年起，长城汽车分别设立蜂巢易创、精工汽车、诺博汽车、曼德电子四大子公司，整合旗下汽车零部件业务进行独立运营。2018 年前身为长城汽车动力电池事业部的蜂巢能源独立，2021 年 2 月蜂巢能源获得 35 亿元 A 轮融资。
	毫末智行融资	截止 2021 年 5 月，长城汽车旗下自动驾驶公司毫末智行，现已完成 3 亿元 Pre-A 轮融资。
长安汽车	长安新能源独立	2018 年 8 月，长安汽车将其新能源相关的业务、资产及人员转移至全资子公司。2019 年 12 月，新能源公司引入四国资战投基金，长安汽车对新能源公司持股比例下降至 49%。新能源公司目前已启动 30 亿元 B 轮融资，并寻求未来独立上市。
	AB 品牌	长安汽车联合华为、宁德时代打造中高端智能电车（AB 品牌），车型基于三者合作开发的 CHN 平台打造，车型最快将于 5 月底发布，2021 年底-2022 年初上市。
吉利	独立电动品牌极氪	2021 年 3 月，吉利表示成立新品牌——极氪（Zeeker），并将基于该品牌推出一系列中高端智能电动产品。2021 年 4 月极氪首款产品，极氪 001 正式发布。
比亚迪	IGBT 拆分上市	2021 年 5 月，比亚迪正式公告将拆分 IGBT 业务，后者将寻求 A 股上市。
	弗迪电池	2019 年 5 月，弗迪电池成立，计划于未来独立 IPO。

资料来源：各公司公告、财联社，中信证券研究部

**表 3：2020 年以来造车新势力及传统车企融资情况**

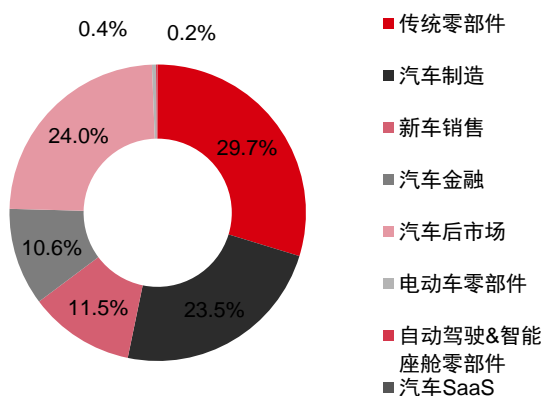
企业	状态	日期	融资类型	发行价格	募集金额	募投项目	发行对象
吉利汽车	完成	2020/6/5	配售	10.8 港元	64.8 亿港元	公司及附属公司业务发展和一般营运资金	-
	未完成	-	A 股发行	-	200 亿	新车型产品研发、前瞻技术研发、生产收购等	-
长城汽车	完成	-	可转债	-	35 亿元	新车型及数字化研发项目	-
长安汽车	完成	2020/10/26	定增	10.7 元	60 亿元	合肥二期工厂、NE1 发动机项目、CD569 项目	兵装集团、南方基金等
小康股份	完成	2020/4/16	定增	11.76 元	38.5 亿元	向东风汽车集团购买东风小康 50% 股权	东风汽车集团
	未完成	-	定增	-	27 亿元	SERES 系列车型开发、营销渠道建设等	-
蔚来汽车	完成	2020/4/29	-	-	70 亿人民币	蔚来中国引入合肥国资委作为战略投资者	合肥国资委
	完成	2020/6/11	定增	5.95 美元	4.3 亿美元	销售网络建立、研发开支、生产和供应链建设	腾讯等
	完成	2020/8/31	定增	17 美元	17.3 亿美元	增加蔚来中国股本、增加在蔚来中国的所有权	-
	完成	2020/12/14	增发	39 美元	26.5 亿美元	自动驾驶、销售网络等	-
	完成	2021/1/19	可转换优先票据	-	15 亿美元	一般用途	-
理想汽车	完成	2020/7/1	D 轮	-	5.5 亿美元	-	美团、王兴
	完成	2021/4/12	可转换优先票据	-	8.625 亿美元	一般用途	-
	完成	2020/7/30	基石	10.5 美元	3.8 亿美元	-	美团、王兴、字节跳动等
	完成	2020/7/30	IPO	10.5 美元	10.9 亿美元	资本开支、研发开支、补充流动资金	-
	完成	2020/12/4	增发	29 美元	13.31 亿美元	车型研发、平台研发、自动驾驶研发	-

企业	状态	日期	融资类型	发行价格	募集金额	募投项目	发行对象
小鹏汽车	完成	2020/7/20	C+轮	-	近 5 亿美元	-	高瓴、红杉等
	完成	2020/8/7	C++轮	-	近 4 亿美元	-	阿里巴巴等
	完成	2020/8/27	IPO	15 美元	15 亿美元	研发开支、市场营销和渠道建设等	-
	完成	2020/12/10	增发	45 美元	21.25 亿美元	车型及软硬件研发、市场营销、核心技术等	-
	完成	2021/1/12	银行授信		128 亿人民币	业务运营、生产、销售服务体系	
哪吒汽车	完成	2020/2/28	B++轮		未披露		民生证券
	完成	2020/12/2	C 轮		20 亿人民币		华鼎资本
	进行中		D 轮		约 30 亿人民币		奇虎 360
广汽蔚来	未知	2020H2	pre-A 轮		数十亿		
FF	计划	2021/1/28	IPO	10.00 美元			
恒大汽车	完成	2021/1/24	定增		260 亿港元		上宇、成宇控股等

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

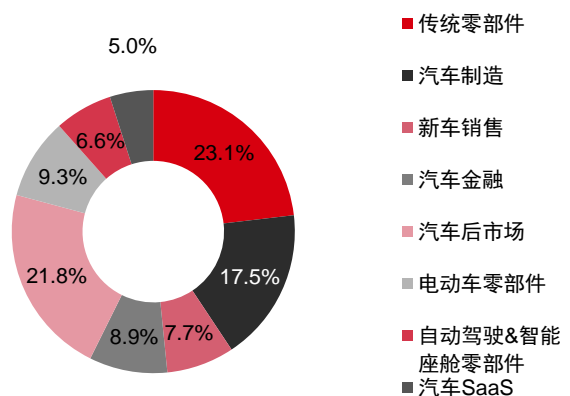
**乘用车投资逻辑的变与不变。(1)变：智能化变革将导致产业链利润池结构发生变化，变革中处于被动地位的整车企业可能将面临一个萎缩的利润池，被资本市场给予惩罚性的低估值。**长期来看，由于电动、智能产业链的价值量增加和强势的定价话语权，整车制造的盈利中枢向下是难以避免的趋势，如何将盈利扩张到产业链上下游、乃至获得软件的收入来源将是未来整车企业的胜负手。**(2)不变：产品定义能力和全栈研发能力仍是智能电动时代乘用车企业的核心竞争力，竞争力强的 OEM 仍应当被赋予估值溢价。**智能电动汽车重新定义汽车产品，是对传统汽车公司原有研发组织形式的挑战，需要软件、硬件、机械件工程师、产品企划等密切合作，共同完成产品定义和研发设计。具有较强全栈研发能力，具有更灵活的研发组织形式的公司有望定义更优秀的产品，获取更高的销量和市场份额。而更大的汽车销量、更长的行驶里程亦将产生更多的数据反哺优化自动驾驶算法，助力 OEM 在自动驾驶上实现更佳体验。

图 7：2017 年全球汽车产业利润池分布结构



资料来源：罗兰贝格，中信证券研究部

图 8：2035 年全球汽车产业利润池分布结构预测

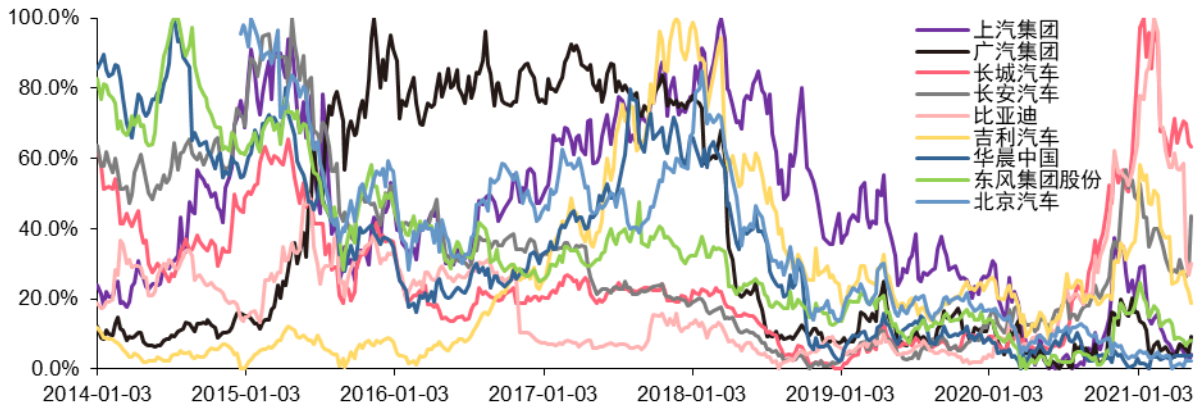


资料来源：中信证券研究部预测

对于产品定义能力强、具有全栈研发能力的车企，资本市场正在给予估值溢价，而转身缓慢的“大象”则被给予惩罚性的折价。在 9 家主流乘用车行业上市公司中，有 6 家企业位于的 PB 估值位于过去 7 年历史 PB 估值的后 20% 低位，反映了资本市场对于传统整车企业在未来变革中的担忧。但同时，产品定义能力强、全栈研发能力强的乘用车企业借

助产品周期，自 2020 年下半年起持续得到资本市场的估值溢价（无论是从 PE 端还是 PB 端）。我们认为，产品差异化和能力差异化将导致未来乘用车板块的估值分化持续，优秀的企业将被持续给予估值溢价，基于企业能力判断的估值重构也将带来明确的投资机会。

图 9：2014-2021 年中国 9 家主要乘用车上市公司 PB 估值分位图（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：PB 估值分位 = (当前 PB - 区间内最低 PB) \ (区间内最高 PB - 区间内最低 PB) × 100%

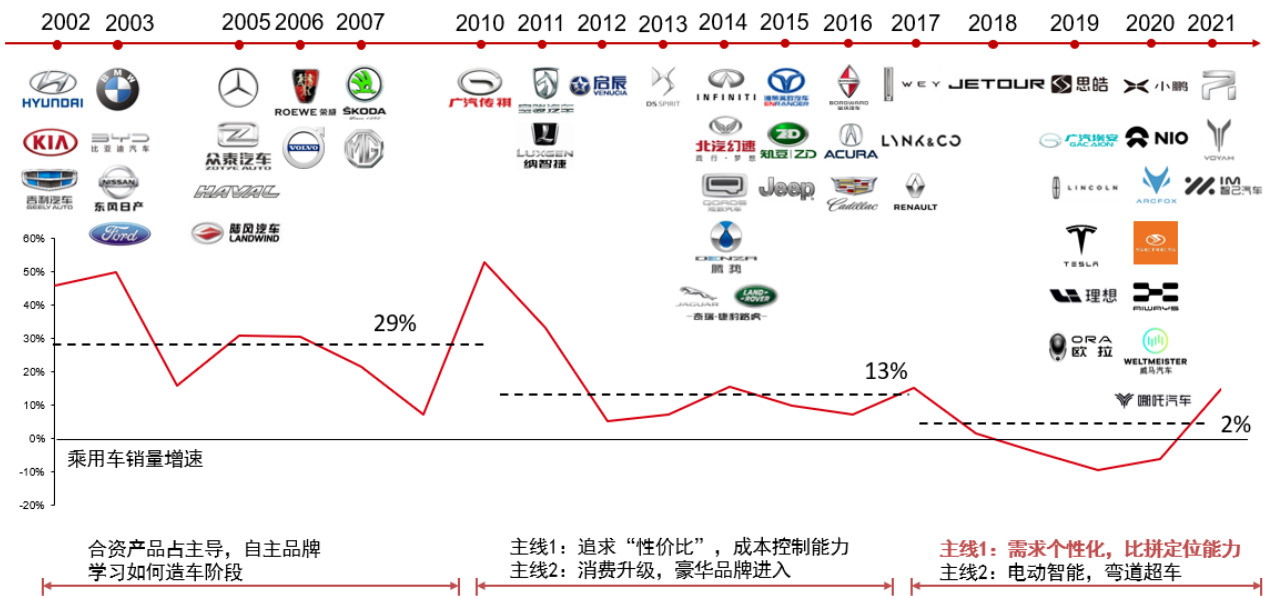
在未来 1 年中，我们建议投资人从三个维度关注乘用车板块的投资机会：

（1）从“性价比”到“个性化”，乘用车消费新趋势正在确立。产品定义能力强的自主品牌有望借助个性化消费浪潮摆脱同质化竞争，逐步走向差异化。

随着汽车保有量提升和家庭第二台车的普及，城镇汽车消费的决策正在从“一车全家用”向“个人决策”转移。叠加购买力提升和消费理念的转变，汽车消费“个性化”新趋势明确，“性价比”和品牌知名度不再是主要的考量标准。自 2020 年起，小众细分市场车型（如 Uni-T）、国潮风（比亚迪汉、红旗 H9）、越野车（哈弗大狗、坦克 300）、女性专属品牌（长城欧拉）等“个性化”车型上市后均取得很好的销量表现。整车厂预期能够通过“个性化”的定义，跳出同质化竞争，重新获得定价权，提升车型盈利水平。

在这一个性化消费浪潮中，我们预计将会有更多新的自主品牌孕育而生。2015 年左右中国乘用车行业曾出现过一波“新品牌”的浪潮，享受到了乘用车行业中高速增长的最后一波红利。但在 2018-2019 年乘用车销量出现负增长时，彼时进入的新品牌由于产品同质化而沦为被出清的长尾品牌。2017 年以来，虽然乘用车市场进入到负增长时代，但许多新孵化的自主品牌，在资本市场和消费者层面上更受认可。其主要原因在于：（1）需求端：新消费人群和新需求对“个性化”定位要求提高，为小众产品和新品牌的提供了润土；（2）技术端：借助中国成熟的电动智能产业链，中国企业通过智能化配置上的差异化实现高端品牌突破，在产品力上对外资豪华品牌进行弯道超车；（3）渠道端：差异化的销售网络助力公司进行消费群体的切割。

**图 10：2002 年-2021 年中国新品牌设立及海外品牌国产化的时间线**



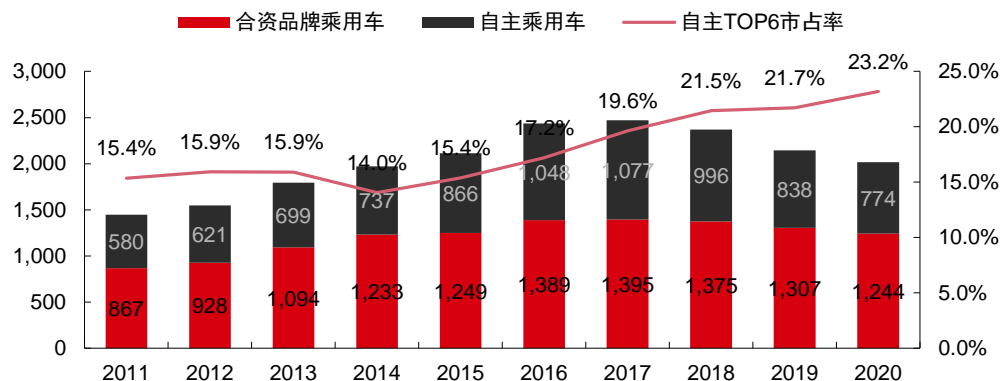
资料来源：中汽协，各公司官网，中信证券研究部 注：选取年销量曾经超过 3 万辆的品牌

(2) 合资品牌燃油积分承压，头部自主车企实现混合动力技术突破，自主品牌有望在电动和燃油市场中实现份额的“双提升”。

根据工信部公示的《2020 年乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分执行情况年度报告》：2020 年度我国境内 138 家乘用车企业燃料消耗量净积分为负 745 万分（2019 年为正 133 万分），新能源净正积分 327 万分（2019 年为 332 万分），新能源积分变化较小，燃油积分由正转负。其中 26 家合资品牌企业中，仅有天津一汽丰田和东风雷诺实现燃油正积分，其余均为燃油负积分，未来燃油积分继续承压。而 2021 年起，以比亚迪 DMi 等为代表的自主品牌已经突破日系品牌的技术专利封锁，成功亮相了自主开发的混合动力车型，并将于近期开始上市销售。我们预计，比亚迪等在混动技术上实现突破的自主车企有望借“碳中和”的东风在未来 3 年实现电动和燃油的市场份额双提升，助力自主品牌市场份额从 40%的中枢提升至 60%以上。

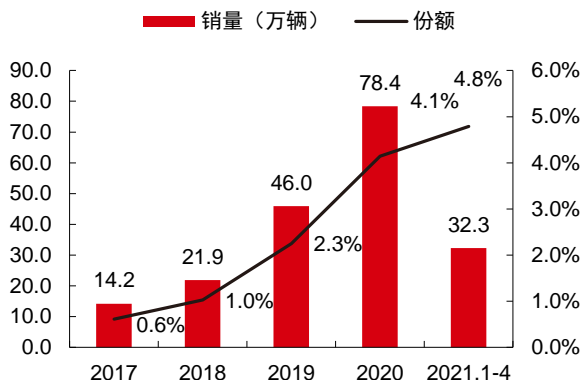


图 11：中国自主品牌、合资品牌乘用车销量，及自主品牌 TOP6 份额（单位：万辆，%）



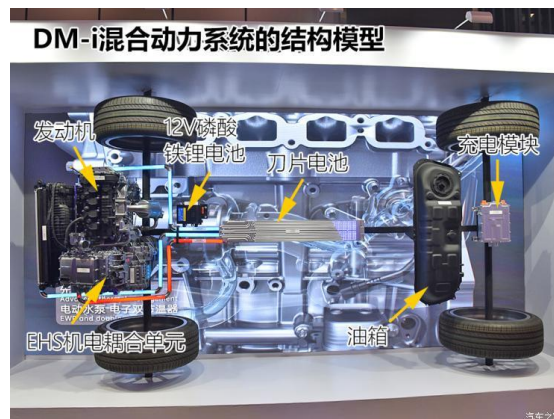
资料来源：中汽协，中信证券研究部 注：自主 TOP6 的品牌分别为长城、吉利、上汽乘用车、广汽乘用车、长安、比亚迪；自主 TOP6 市占率=自主 TOP6 销量/乘用车总销量。

图 12：2017-2021 年中国混动车型销量（万辆）及市场份额



资料来源：长城汽车官网，中信证券研究部

图 13：比亚迪 DM-i 混合动力架构模型



资料来源：比亚迪，汽车之家

### （3）OEM 正在向产业链上游延伸，加速转型为技术驱动型企业，“产业链”投资收益有望成为 OEM 的新利润来源。

随着电动产业链的日渐成熟，各家车企目前在三电系统的参数上基本无法形成差异化竞争，预计智能驾驶和智能座舱将成为智能电动汽车下半场竞争的主战场。面对软件定义汽车的大趋势和电子电器架构升级的挑战，中国乘用车企业正在加速转型为技术驱动型企业，并将触角延伸至产业链上游。例如，在此次芯片短缺事件后，OEM 对芯片产业链安全的重视提升到空前的高度，近期新入局者小米集团投资黑芝麻等都是希望未来将芯片安全掌控在自己手中。同时，智能驾驶未来对高性能芯片的需求，也促使 OEM 们联合芯片厂商共同开发更加匹配 OEM 自动驾驶算法的专用芯片（ASIC），以实现更好的自动驾驶体验。我们认为，未来 2-3 年我们将会越来越多看到乘用车企业和产业链上游关键供应商的交叉投资和相互赋能，头部乘用车企业也将开始分拆内部有技术含量的事业部进行独立融资（例如近期比亚迪分拆 IGBT 业务，长安和吉利分别分拆新能源整车业务）。长期来看，在转型技术驱动型企业的过程中，头部 OEM 同样有望赚取超额的投资收益。



## ■ 汽车零部件：智能化“军备竞赛”开启，供应链迎来量价齐升

各大整车厂的智能高端品牌陆续上市，自动驾驶、智能座舱性能站上新台阶。年初至今，主流自主品牌纷纷推出高端品牌和全新车型，通过大幅提升智能化配置，聚焦打造驾乘差异化体验。在自动驾驶方面，蔚来、小鹏、长城和上汽等新发车型普遍搭载了高算力计算平台，AI 芯片方案以英伟达、高通和华为为主，算力均在 300TOPS 以上，其中蔚来 ET7 单车算力甚至高达 1061TOPS。特斯拉的 FSD HW 3.0 算力仅为 144 TOPS，相比之下自主品牌的车在算力配置非常激进。绝大部分车型均计划搭载激光雷达，单车 1-3 颗，已确定的供应商有大疆揽沃（Livox）、图达通（Innovusion）、IBEO、华为和 Luminar 等。在智能座舱方面，蔚来、小鹏、长城和上汽均搭载了基于骁龙 8155 的高性能座舱平台解决方案，该平台具备强大的异构计算能力和 5G 连接能力。此外，部分品牌已经开始搭载华为、地平线等自主芯片。整车厂在自动驾驶、智能座舱等赛道的争夺越来越激烈，象征着汽车智能化“军备竞赛”开启，智能化供应链有望迎来量价齐升的历史性机会。

表 4：部分车型智能化配置一览

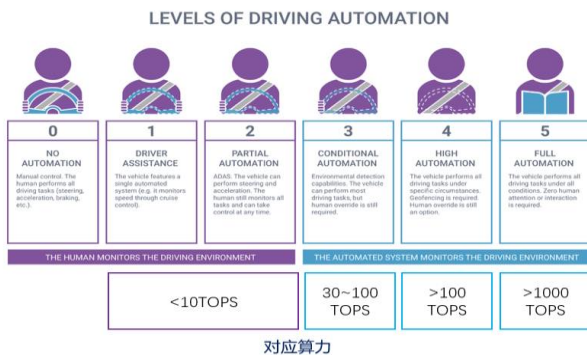
	小鹏 P5	蔚来 ET7	长城摩卡	北汽极狐 Arcfox αS	智己汽车 EP33	上汽 R 品牌 ES33
外观						
尺寸 (mm)	4808*1820*1530	5098*1987*1505	4875*1960*1690	4930*1940*1599	5000*1960*1485	4900*1910*1655
轴距 (mm)	2768	3060	2915	2915	-	-
智能座舱	芯片供应商	高通骁龙 8155	高通 8155	华为麒麟 990A	恩智浦 IM8、高通 8155、地平线征程 2	
	HUD	-	AR-HUD	AR-HUD	-	
	智能交互系统	Xmart OS 3.0	NOMI	鸿蒙 OS	carlog	
智能系统配置	芯片供应商	英伟达 Xavier	英伟达 Orin	高通 Snapdragon Ride	华为	英伟达 Orin
	算力(TOPS)	352	1,061	360	352	500-1000
	激光雷达	2	1	3	3	3
	激光雷达供应商	大疆 Livox	Innovusion	Ibeo	华为	-
	主摄像头个数	1 个三目摄像头	11 个 800 万像素高清摄像头	7 个高清摄像头	9	15 个高清视觉摄像头
	其他摄像头	10	-	-	4	12 个超高清摄像头
	毫米波雷达	5	5	8	6	5
	超声波雷达	12	12	12	12	12
	传感器总数	32	33	30	34	35

资料来源：各公司官网，汽车之家，车云网，中信证券研究部 注：传感器配置为官方宣布的未来可能有的最高配置

**自动驾驶：打造良好体验，算力、感知铺设先行。**随着自动驾驶等级不断提升，汽车对 AI 芯片算力的要求也越来越高。根据英伟达提出的自动驾驶算力需求分析，L0-L2 级别

自动驾驶的芯片算力需求在 10 TOPS 以下，L3 级别自动驾驶的芯片算力需求在 30~100 TOPS 之间，L4/L5 级别自动驾驶需要的芯片算力需求分别在 100/1000 TOPS 以上。算力需求提升一方面是随着自动驾驶等级提升，传感器（如摄像头、毫米波雷达和激光雷达）配置数量更多，AI 芯片需要处理的数据越来越多；另一方面是 AI 芯片需要应对的场景、处理的决策数量成几何级数式增加。根据安波福的自动驾驶系统成本（包含传感器、域控制器）测算，L0/L1 级别辅助驾驶系统的成本在 275~325 美元之间，L2/L2+ 级别自动驾驶系统的成本在 450~550/750~1200 美元之间，L3 级别以上自动驾驶系统的成本在 4000 美元以上。

图 14：不同驾驶级别所需算力



资料来源：英伟达官网

图 15：安波福不同等级自动驾驶系统的单车价值量



资料来源：安波福官网

**智能座舱：交互体验更上一层，传统内饰也开始智能进化。**自动驾驶的普及将很大程度上解放驾驶员的双手，消费者使用座舱电子的时间也将大幅提升。相比传统座舱，智能座舱具有更好的交互性能，包括软件系统越来越丰富、屏幕越来越大、触屏/语音交互逐步普及、座舱智能化设备如 AR-HUD、DMS 和流媒体后视镜的渗透率也越来越高。此外，传统汽车内饰也开始智能化进化，包括氛围灯、可调光天幕玻璃、电动出风口，以及高等级自动驾驶车辆将开始搭载能与行人互动的 DLP 车灯。传统座舱的主要配置仅为车机和仪表，单车价值约为 1500 元左右；智能座舱的液晶仪表、大屏车机、AR-HUD 等车载电子以及其他智能内饰的单车价值有望达到 15000 元以上，实现十倍提升。

图 16: 理想 One 的四联屏



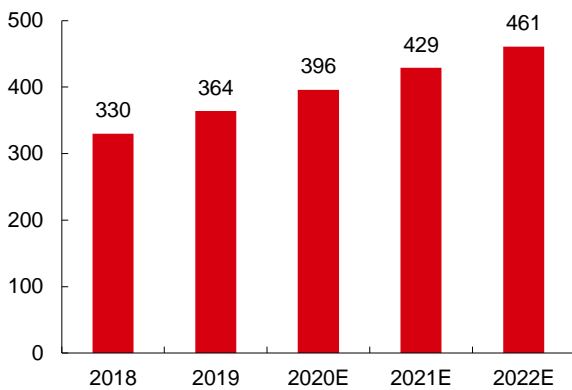
资料来源: 汽车之家

图 17: 奔驰 S 级的主动式环境氛围灯



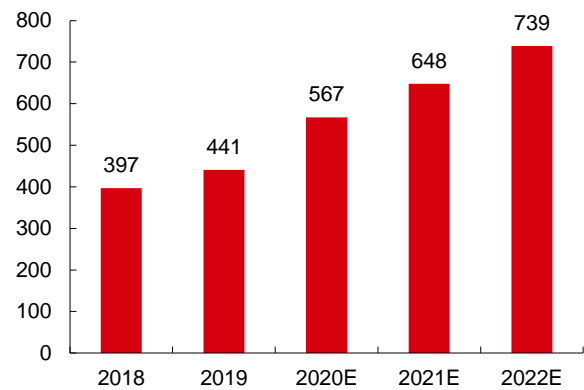
资料来源: 汽车之家

图 18: 全球智能座舱市场规模 (亿美元)



资料来源: ICVTank (含预测), 中信证券研究部

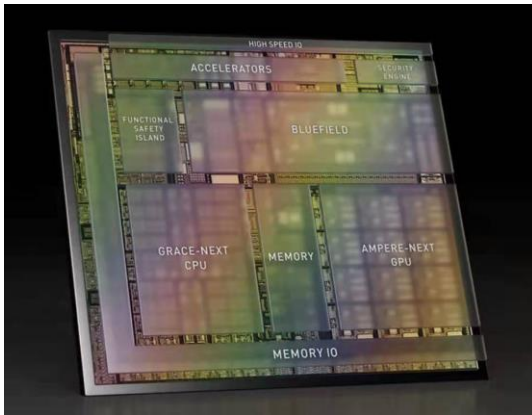
图 19: 中国智能座舱市场规模 (亿元)



资料来源: ICVTank (含预测), 中信证券研究部

**海外供应商在产品技术、市场份额上当前占据领先地位。**汽车智能化产业链龙头当前基本为海外供应商。芯片方面, 传统的 MCU 供应商主要为恩智浦、德州仪器和瑞萨半导体等, 自主供应商配套能力相对较弱。根据 ICVTank 数据, 2019 年欧洲、美国和日本公司分别占全球芯片市场份额的 37%、30%和 25%。国内汽车芯片市场基本被国外企业垄断, 中国汽车用芯片进口率超 90%。自动驾驶 AI 芯片当前主流方案商为英伟达和 Mobileye, 自主供应商地平线、黑芝麻的出货相对较少。激光雷达方面, 行业内最先量产的是法雷奥的 SCALA 激光雷达, 与奥迪等海外车厂合作紧密。毫米波雷达方面, 博世、大陆、海拉 2015 年的全球市占率占比达到 64%。车载摄像头方面, 松下、法雷奥和富士通等海外龙头供应商市场份额合计超过 40%。

图 20: 英伟达 Driver 芯片



资料来源: 英伟达官网

图 21: 搭载 Velodyne 激光雷达的测试车



资料来源: 汽车之家

**差异化体验需要高度定制开发，中国供应商开始加速渗透和崛起。**整车厂要在自动驾驶和智能座舱系统体验上做出差异化优势，需要供应商具备高度灵活的定制开发能力。海外供应商定制化开发成本较高，且较为强势，难以配合整车厂进行定制化开发；自主供应商虽然当前技术、规模相对落后，但是研发服务响应快、定制化开发灵活，具有一定的后发优势。汽车芯片方面，地平线推出了征程系列芯片，目前已配套长安 UNIT、奇瑞蚂蚁、广汽埃安等自主车型；华为和黑芝麻的产品储备丰富，预计将在近 1-2 年陆续量产。在激光雷达方面，大疆览沃、速腾聚创和禾赛科技均已发布车载产品，其中大疆览沃已获得小鹏汽车订单。毫米波雷达方面，华域汽车、德赛西威和保隆科技均已推出成熟产品，华域汽车已经实现量产配套。摄像头镜头方面，舜宇光学、联创电子已经获得英伟达、Mobileye 和特斯拉的认可，开始搭载量产车型。

表 5: 自动驾驶产业链领域国内供应商在不断突破

自动驾驶不同产品	公司	相关产品	主要客户
主控芯片	地平线	征程 2、征程 3、征程 5	上汽、广汽、奇瑞等
	黑芝麻	华山系列芯片	上汽、一汽
	华为	鲲鹏芯片、昇腾芯片	北汽极狐
激光雷达	速腾聚创	RS-LiDAR-M1、RS-LiDAR-16、RS-LiDAR-32、RS-Ruby	上汽集团、北汽集团、一汽集团、地平线、AutoX
	禾赛科技	Pandar 128、Pandar 64、Pandar 40/40P、Pandar GT	智行者、文远知行、Roadster.ai、Aurora 等
	大疆览沃	Horizon、Tele-15	AutoX、小鹏汽车
毫米波雷达	华域汽车	24GHz、77GHz 毫米波雷达	上汽乘用车、上汽大通、上汽通用五菱、金龙客车
	德赛西威	24GHz、77GHz 毫米波雷达、	小鹏和奇瑞
	保隆科技	24GHz、77GHz 毫米波雷达	商用车客户
摄像头	舜宇光学	车载镜头	奔驰、宝马、奥迪、丰田、本田等主流车企
	联创电子	车载镜头	特斯拉、奔驰、宝马、沃尔沃、大众
	欧菲光	车载镜头	20 余家国内主流汽车厂商

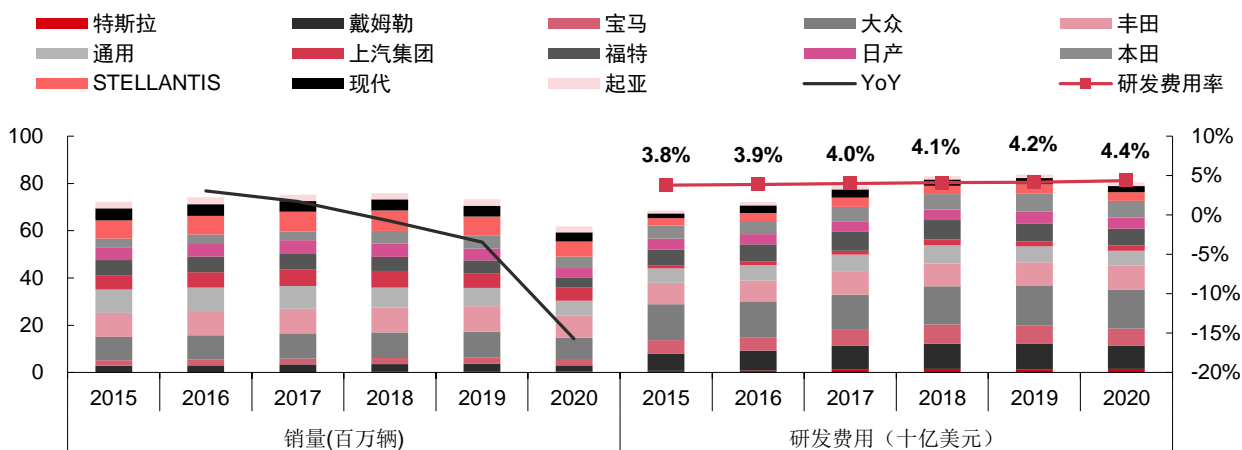
资料来源: 各公司官网, 中信证券研究部

**优秀的自主零部件供应商开始展现全球竞争力的行业大逻辑：全球整车厂面临销量、研发双重压力，对优质中国供应商的依赖度提升。**我们统计了全球 13 家主流整车厂 2015 年至今的销量和研发费用情况：一方面，13 家企业的合计销量增速显著放缓，2016 年至



今同比增速分别为 3.1%/1.7%/-0.8%/-3.4%/-15.7%，表明全球汽车市场已经从稳定增长逐渐过渡至存量竞争；另一方面，在电动化、智能化技术升级的背景下，13 家企业研发投入逐年提升，2015~2019 年分别为 686/720/788/831/837 亿美元，2020 年受疫情影响有所回落，为 795 亿美元，同比下滑幅度小于销量下滑幅度。从研发费用率来看，行业整体呈现稳定上升趋势，从 2015 年的 3.8% 上升到 2020 年的 4.4%。在下游增长趋缓和新技术投入的双重压力下，全球整车厂亟需调整采购战略，在全球范围内寻求更具性价比的供应商伙伴。在这一背景下，优质的中国零部件供应商有望在全球范围内进一步提升市场份额。

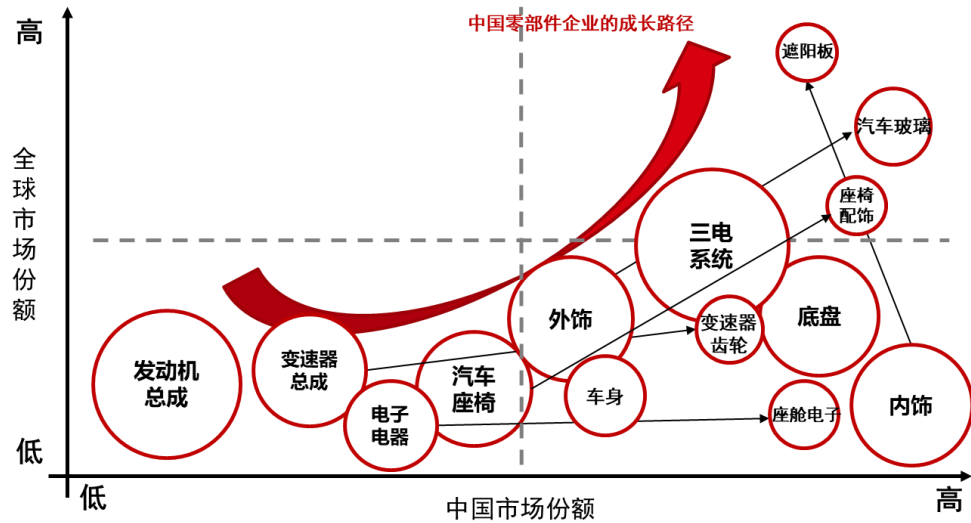
图 22：2015 至 2020 年全球 13 家主流汽车集团的销量和研发费用情况



资料来源：相关公司公告，Bloomberg，中信证券研究部

**细分领域开始展现全球竞争力，中国制造全球渗透加速。**在汽车智能化赛道，海外龙头仍占据垄断地位，但是电动化赛道和传统零部件的各个细分领域已经有优秀的中国供应商开始展现出全球竞争力。中国的优秀供应商通过配套国内的合资整车厂，已经逐步建立起成熟的研发、生产和销售体系，得到外资品牌的认可；这些优质供应商已经在国内获得了较高的行业市占率，并在国际舞台上崭露头角。例如，福耀玻璃在国内汽车玻璃行业市占率已超过 60%，全球市占率超过 25%，已经是全球最大的汽车玻璃生产商；敏实集团、凌云股份电池盒业务全球领先，已经获得大众和宝马等客户的全球订单。新冠疫情之后，海外零部件企业经营压力加剧，国内零部件企业率先从疫情中恢复，全球订单加速向中国供应商转移；疫情之后，中国制造有望加速全球渗透，进一步提升全球地位。

图 23：全球汽车产业链国内供应商成长路径



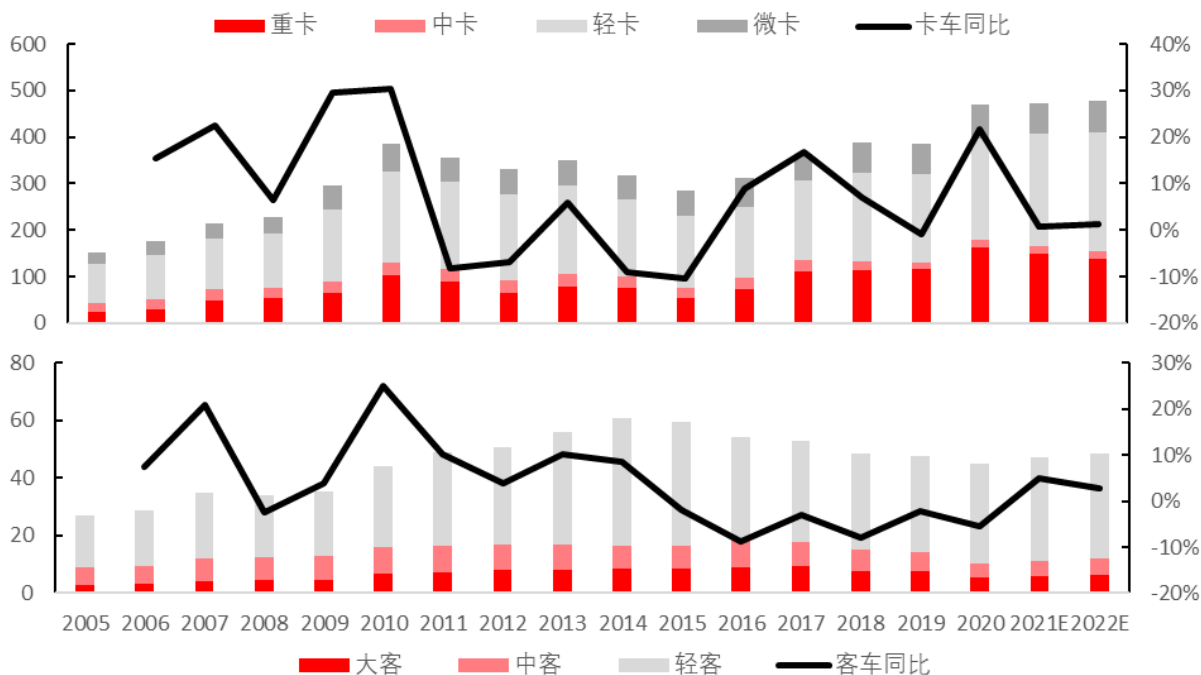
资料来源：各公司公告、官网，Bloomberg，中信证券研究部

## ■ 商用车：产品升级与国六切换带来新机遇与新挑战

商用车总量维持高位，卡车和客车出现分化。2021 年 1-4 月，全国商用车销量为 195.6 万辆（同比+47.3%）；其中卡车销量 179.7 万辆（同比+46.9%），客车销量 15.9 万辆（同比+52.2%）。卡车板块 1-4 月维持热销：重卡销量 72.4 万辆（同比+55.7%），轻卡销量 81.4 万辆（同比+48.6%）。客车板块中，大中客需求低迷，行业销量仅为 2.3 万辆（同比+10.0%），轻客销量 13.7 万辆（同比+62.7%）。预计 2021 年商用车销量有望达到 518.6 万辆，同比+1.0%，在 2020 年高基数的基础上仍有望实现正增长。在国三/国四淘汰、超载治理、大吨小标治理、物流行业快速发展等因素的影响下，货车行业在上半年处于高景气区间。大中客销量处于疫情后的弱复苏阶段，而轻客则受益于专用车市场及城市物流的发展，实现销量的快速增长。



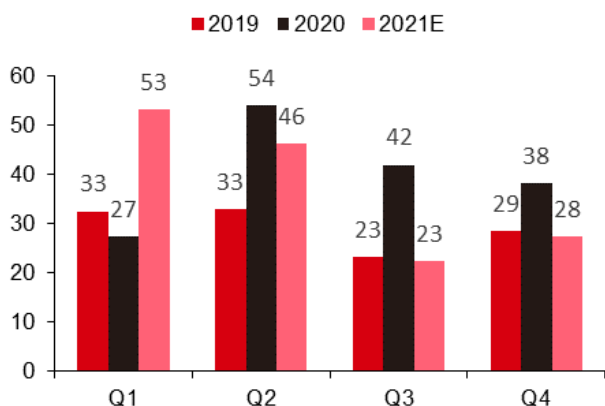
图 24：2005-2022E 我国商用车销量（万辆）及预测



资料来源：中汽协，中信证券研究部预测

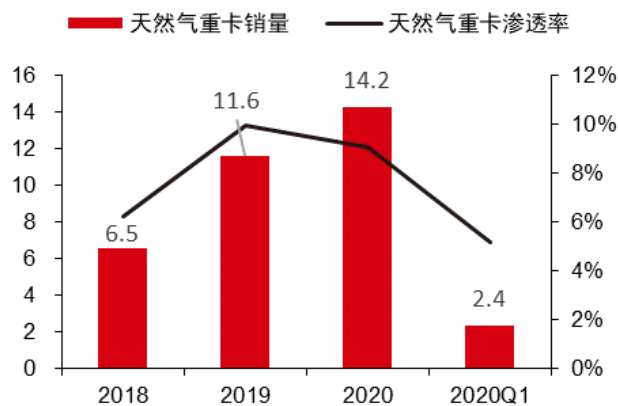
**国六落地在即，投资重卡行业机遇和挑战并存。**重型柴油车国六标准即将在今年 7 月执行，国五重卡的抢装预计导致行业销量出现前高后低，三季度将会是全年最差时间点。预计全年重卡销量为 150 万辆，同比下跌 7.3%。但在国六排放升级、安全法规趋严、用户舒适度要求提升等因素的加持下，重卡和发动机的高端化趋势显著，平均单价与盈利能力有望继续提升。我们预计国六的执行将伴随着行业格局的优化，龙头企业的市场份额提升和盈利结构多元化将有助于提振估值，行业长期的投资逻辑将不会改变。

图 25：分季度重卡销量及预测（万辆）



资料来源：中汽协，中信证券研究部预测

图 26：天然气重卡销量（万辆）与渗透率

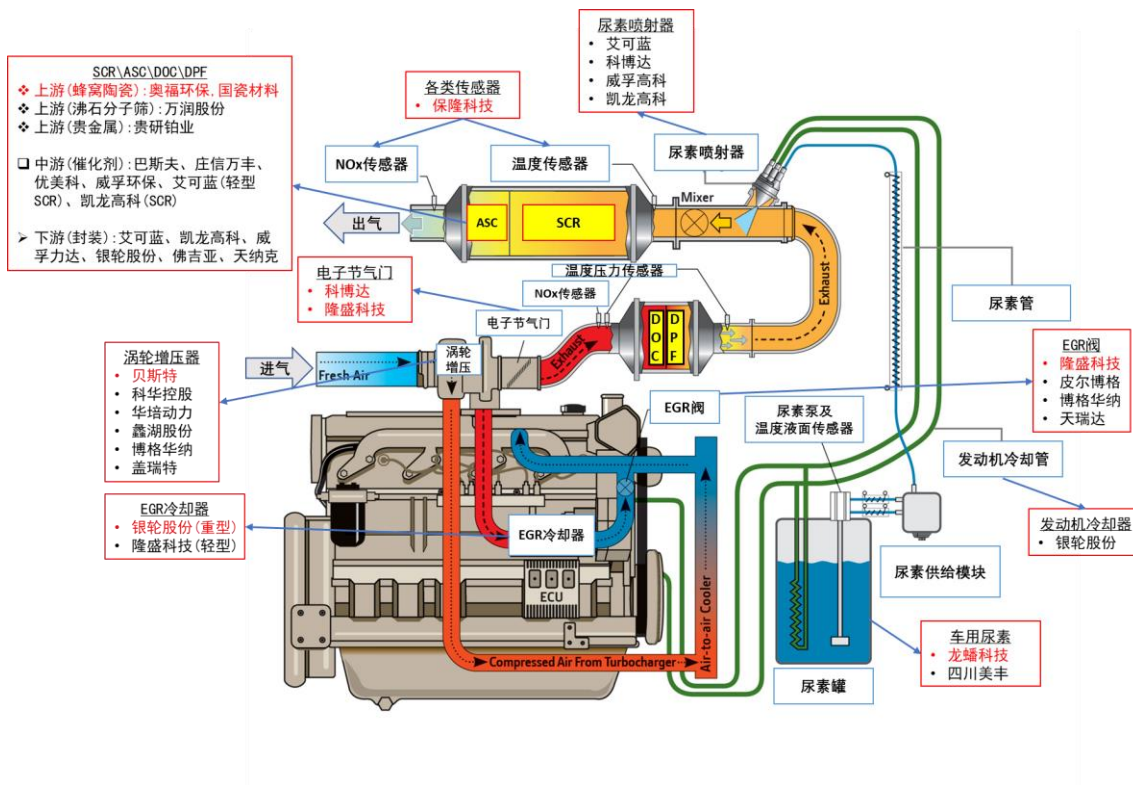


资料来源：达示汽车，中信证券研究部

**国六执行助推排放处理产业链迎来自主替代机会。**根据我们的产业链追踪，国六重卡在 1-3 月分别出货 2.24 万/1.19 万/3.10 万辆，国六的重卡渗透率在 3 月达到了 12.3%，

环比基本持平。预计国六重卡渗透率有望在下半年快速提升，直接抬升排放升级产业链（EGR、DPF、DOC、SCR 等）的行业景气。国六升级的相关标的（隆盛科技、银轮股份、龙蟠科技、奥福环保、艾可蓝、凯龙高科、雪龙集团等）多数在 2021Q1 都达到了自身的盈利高点，并有希望继续通过国六实施实现市占率的提升与进口替代。

图 27：重型柴油车国六技术路线示意图

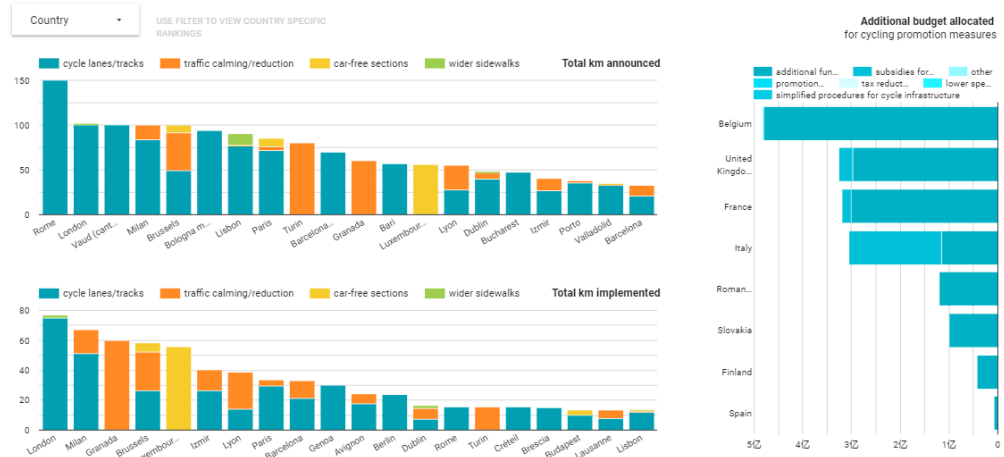


资料来源：约翰迪尔，中信证券研究部绘制

## ■ 两轮车：后疫情时代，行业天花板抬升、优质供给玩家将胜出

疫情刺激全球范围内两轮车需求，出行方式多元化和道路基础设施的完善将持续抬升行业渗透率。两轮车是能耗成本低、使用门槛低、能够较好避免疫情传播的交通工具。2020 年的新冠疫情大流行直接刺激了全球范围内的两轮车出行频率，导致两轮车需求快速增加。譬如，在新冠疫情全球爆发第一阶段的 2020 年 2 月至 6 月间，谷歌地图全球两轮车导航的请求数量同比上涨 69%。此后，部分国家政府通过提供购置补贴、车道建设等支持措施进一步鼓励两轮车出行，以期解决新冠疫情带来的公共交通缺失问题；据 ECF 统计，欧盟国家截止 2021 年 4 月，已宣布近 17 亿欧元预算用于建设非机动车道。我们认为，使用场景的扩展将继续抬升两轮车使用渗透率。

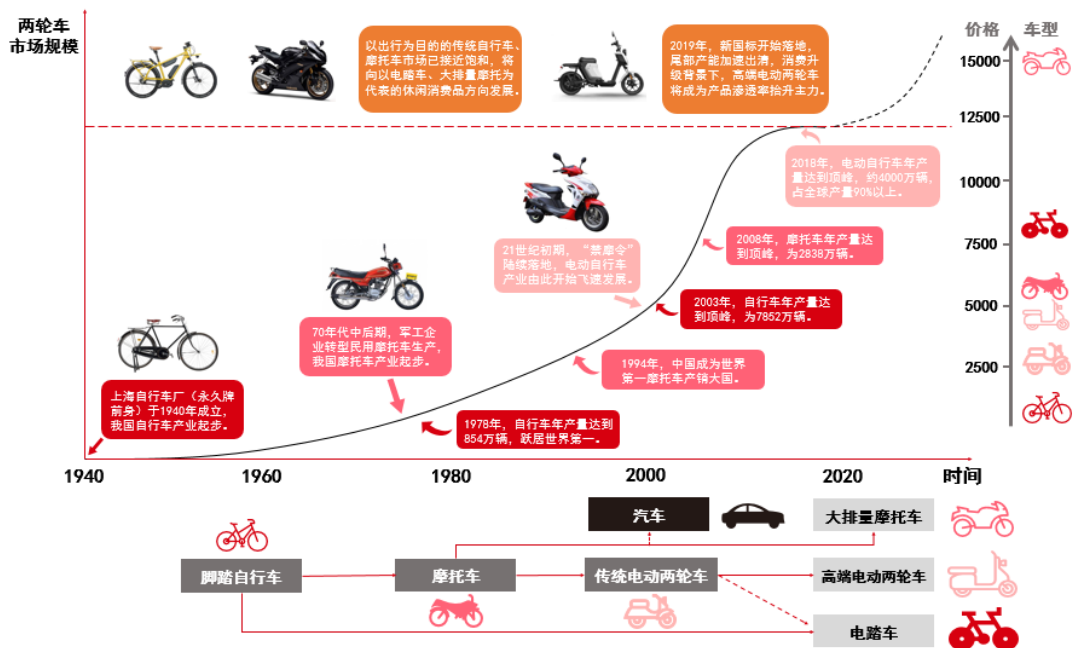
图 28：疫情后欧洲国家对两轮车的各类购置补贴、车道建设等支持措施统计



资料来源：EU, SRAM, Cycling Industries Europe

两轮车市场迎来消费升级，从传统交通工具步入休闲娱乐消费品。我国是传统的两轮车生产大国，2003 年我国自行车年产量达到顶峰 7852 万辆，2008 年摩托车年产量达到顶峰 2838 万辆，2020 年电动两轮车产量达到约 4200 万辆的历史新高。随着 2019 年新国标落地，电动两轮车（包括电动自行车、轻便电摩、电动摩托车）在使用端和生产端均得到规范，行业逐渐进入优秀供给和消费升级相互促进的良性循环。目前欧洲电踏车市场份额不断扩大，而国内电踏车仍处于探索阶段，预计今年年中行业将通过行业团体标准，增长空间可期。在我国“限摩令”政策的背景下，大排量摩托车（250cc 以上）作为娱乐工具的发展趋势已逐步显现，具有广阔市场空间。

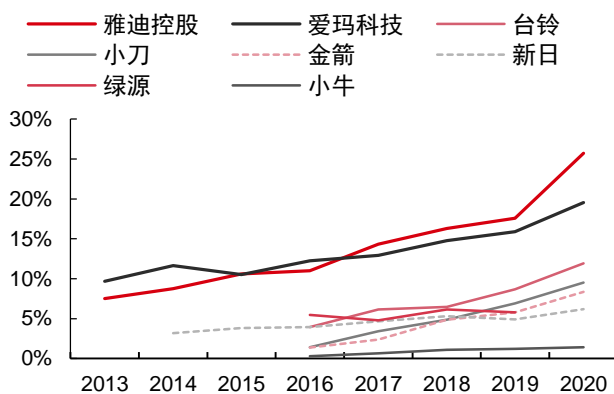
图 29：我国两轮车发展历程及品类升级趋势



资料来源：中国国家统计局，中国汽车工业协会，中国自行车协会，中信证券研究部

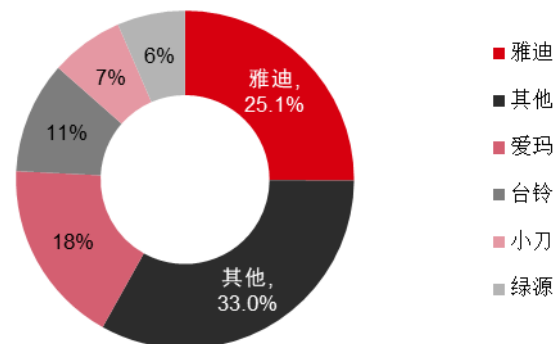
受益新国标等带来规范，电动两轮车行业头部加速集中，利于行业长期健康发展。“新国标”以近年电动车发生的各类事故为基础设计，对电池安全性与道路适应性问题均做出针对性规定。以新国标、一车一票等政策落地为代表的行业管理，为行业带来了健康发展的契机，行业格局加速明晰。其中，CR5 从 2018 年的 39% 迅速提升至 2020 年的接近 70%。行业目前已明显由“低质低价竞争”转向“优秀供给创造需求”的运行模式，产品、运营、技术应用创新迭出，产品优质、渠道管理能力强、品牌壁垒高的企业在未来有较大概率加速整合长尾玩家，预计市场集中度将进一步提高。进入 2021 年，上游原材料涨价对整车企业普遍构成压力，但头部玩家在上游采购议价权、下游价格传导速度上都享有优势，预计也将成为催化龙头份额进一步提升的因素。

图 30：2013-2020 年电动两轮车各公司市场份额（单位：%）



资料来源：中国自行车协会，中国汽车工业协会摩托车分会，各公司公告，中信证券研究部

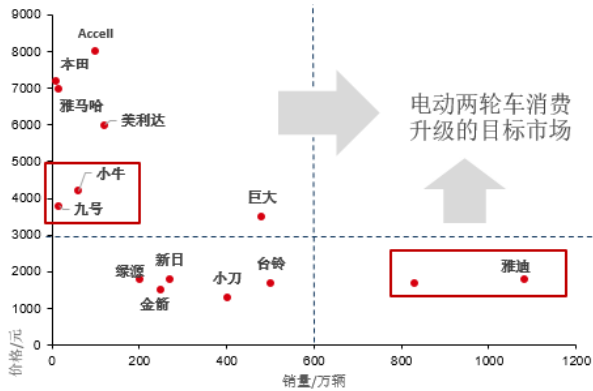
图 31：2020 年电动两轮车各公司市场份额占比饼状图（单位：%）



资料来源：沙利文研究（转引自雅迪控股年报），中信证券研究部

优秀供给加速推动产品升级，高端市场仍是蓝海。目前，随着造车新势力的加入及传统龙头的产品升级，国内电动两轮车企业已培育国内市场并向全球高端市场进军；但目前高端电动两轮车销量规模仍然较小，随着高端电动两轮车渗透率提升、适度下沉，高端两轮车市场拥有巨大全球扩张空间。大排量摩托车市场，国际传统巨头仍享受巨大品牌溢价，占据全球高端市场主要份额；在国内，由于消费级机车文化仍未成熟，正处于市场培育阶段；国际品牌也暂时缺乏为国内市场量身定制的入门产品供给，国内摩托车生产商凭借性价比优势占据 95% 以上份额。伴随国内市场成熟，有望涌现具备全球竞争力的消费级机车品牌。

图 32：电动两轮车&电踏车品牌矩阵图（销量 vs. 价格）



资料来源：各公司官网，中信证券研究部

图 33：国产三强消费级机车产品分类

	250cc	300cc	350-400cc	500cc	600cc	650-700cc	750-800cc	1000cc+
街车	春风 250NK, 贝纳利 TNT25	贝纳利 302S, 无极 300R, 无极 300DS (2020 量产)	QJmoto 追 350, 春风 400NK	贝纳利 502C, 无极 500R	贝纳利 黄龙 TNT600 (ABS), QJmoto 追 600	春风 650NK	贝纳利 752S	
赛车	春风 250SR 赛速版	贝纳利 302R, 无极 300RR			QJmoto 赛 600			
休旅	春风 250SR		春风 400GT	无极 500DS (2020 量产)		春风 650MT, 无极 650DS		QJ1200
巡航		QJmoto 闪 300		QJmoto 闪 500		春风 650TR-G		春风 1250TR-G
复古	贝纳利 幼狮 250, QJmoto 洗 250	无极 300AC	贝纳利 帝国 400	贝纳利 幼狮 500, 贝纳利 幼狮 500 Sport, QJmoto 洗 500		春风 700CL-X	贝纳利 幼狮 800, 贝纳利 幼狮 800Trail	
拉力	贝纳利 力 TRK 251	无极 300GY		QJmoto 毅 500, 贝纳利 金麟 TRKS02, 贝纳利 TRKS02X			春风 800adv	

资料来源：各公司官网，中信证券研究部。注：红色为将上市车型

## 风险因素

行业销量不及预期；汽车芯片供给缺口持续扩大；大宗原材料价格上涨对行业利润侵蚀；国际贸易摩擦加剧的风险；自动驾驶汽车出现严重安全事故影响行业进展的风险；政策对于自动驾驶进行限制的风险；智能汽车数据隐私管理不足的风险；传统企业智能化转型进度不达预期的风险。

## 投资策略

未来 5 年替换周期的到来将为行业带来有效的需求增量，汽车行业正在智能电动的变革浪潮中迎来重启。随着科技巨头的进入，智能化的军备竞赛即将开启，行业格局正处于重塑的前夜。我们重点关注：（1）具有优秀产品定义能力和全栈自研能力的乘用车企业，如长安汽车、长城汽车、比亚迪等；（2）符合智能化趋势、具备全球替代能力的优质中国零部件企业，如德赛西威、华阳集团、拓普集团、华域汽车、耐世特、伯特利、阿尔特等；（3）产品不断进化升级的细分市场龙头：福耀玻璃、敏实集团、潍柴动力、中国重汽、八方股份、雅迪控股、小牛电动等。

表 6：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS				PE				评级
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
乘用车										
长安汽车	25.00	0.61	0.94	1.27	1.37	41	27	20	18	买入
长城汽车	34.14	0.58	1.09	1.38	1.52	59	31	25	22	买入
长城汽车(H)	16.58	0.58	1.09	1.38	1.52	28	15	12	11	买入
比亚迪	173.20	1.48	1.71	2.64	3.60	117	101	66	48	买入
上汽集团	20.19	1.75	2.26	2.51	2.66	12	9	8	8	买入
广汽集团	12.27	0.58	0.66	0.94	1.18	21	19	13	10	买入
吉利汽车(H)	15.91	0.55	0.84	1.08	-	29	19	15	-	买入
零部件										
德赛西威	109.57	0.94	1.42	1.77	2.21	116	77	62	50	买入
拓普集团	31.38	0.57	1.03	1.36	1.78	55	30	23	18	买入
华阳集团	27.22	0.38	0.59	0.80	0.99	71	46	34	27	买入
福耀玻璃	49.78	1.00	1.46	1.80	2.16	50	34	28	23	买入
华域汽车	24.06	1.71	2.24	2.49	2.75	14	11	10	9	买入
星宇股份	190.72	4.20	5.14	6.47	7.91	45	37	29	24	增持
耐世特(H)	7.45	0.30	0.84	1.03	-	25	9	7	-	买入
伯特利	31.26	1.13	1.43	1.88	2.33	28	22	17	13	买入
敏实集团(H)	26.11	1.21	2.08	2.54	-	22	12	10	-	买入
文灿股份	23.30	0.32	1.15	1.53	1.97	72	20	15	12	买入
明新旭腾	37.82	1.33	1.64	2.13	2.68	28	23	18	14	买入
阿尔特	26.84	0.36	0.84	1.40	1.84	74	32	19	15	买入
旭升股份	29.00	0.74	1.11	1.56	2.11	39	26	19	14	买入
继峰股份	8.62	-0.25	0.66	0.80	0.96	(34)	13	11	9	买入
保隆科技	29.26	1.11	1.70	2.26	2.93	28	19	14	11	买入
豪能股份	17.72	0.82	1.39	1.84	2.26	22	13	10	8	买入
隆盛科技	23.78	0.37	0.87	1.68	1.97	64	27	14	12	买入
商用车										
潍柴动力	17.14	1.26	1.36	1.52	-	15	13	11	-	买入
中国重汽(H)	14.92	2.48	2.65	2.95	-	6	6	5	-	买入
中国重汽	31.50	2.24	2.61	2.83	3.08	14	12	11	10	买入
江铃汽车	22.94	0.64	1.58	2.27	2.47	36	14	10	9	买入
两轮车										
雅迪控股(H)	14.84	0.17	0.41	0.58	0.71	86	36	26	21	买入
小牛电动(美股)	199.32	2.21	6.18	10.51	-	90	32	19	-	买入
八方股份	233.98	3.34	4.75	6.48	8.45	70	49	36	28	买入
经销商										
中升控股	50.56	2.44	2.97	3.43	-	21	17	15	-	买入
美东汽车	32.99	0.60	0.83	1.12	-	55	40	29	-	买入
永达汽车	10.88	0.82	1.08	1.24	1.35	13	10	9	8	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2021 年 5 月 21 日收盘价，汇率：1 港币=0.8289 人民币；1 美元=6.4319 人民币；对于美股，股价为 ADS 价格，EPS 为每股 EPS 的 GAAP 净利润



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。