

证券研究报告·行业深度

从工业品到消费品、从产品周期到品牌周期

程似骐

中信建投汽车首席分析师

chengsiqizgs@csc.com.cn

15026660267

SAC 执证编号：

S1440520070001

SFC 中央编号：BQR089

日期：2023年02月23日

核心观点

- 板块择时：当前预期修复开启静待景气拐点，重视潜在政策催化；
- 全年总量：预计2023年国内乘用车批发销量2507万辆，同比+5%，其中国内零售2169万辆，同比+4.1%；出口349万辆，同比+35.6%；库存-10万辆；其中新能源乘用车零售量约865万辆，同比+40%，新车渗透率约38%，同比+10pct。2022年疫情冲击下消费意愿处于近年来低位。2022年Q3居民更多消费占比由2021Q4的24.7%下降至22.8%，较2018-2019年明显回落；与2020年初疫情带来的冲击相比，2022年消费意愿同比下滑的幅度虽更小但持续时间更长。
- 供需趋势：2022年国内乘用车零售销量2077万辆，同比+1.33%，产量2364万辆，同比+11.0%，上险数2044万辆，同比-1.68%。疫情压制上半年销量，需求腾挪叠加政策刺激，三季度供需两旺，四季度需求边际走弱。
- 景气节奏：2022年1-2月缺芯持续缓解，销量同比提升；3-5月受疫情影响，全产业链供需承压；6-8月受政策刺激叠加需求腾挪，销量同比快速提升；10-12月宏观消费走弱，叠加疫情反复和高基数影响（21年10月起缺芯开始好转），销量增速回落。
- 月度销量：预计销量同比增速将呈N型走势，1-4月单边向上（2022年3-5月疫情冲击下低基数），5-7月扭头向下（6-8月供需后置&政策刺激下高基数），8-11月反转向上（2023年需求复苏），12月回落（2022年末扶持政策退坡前抢装）。
- 个股择时与推荐：当前整车股价底部区间（中期买点），看预期修复及基本面拐点（行情先行及高弹性），推荐比亚迪、长安汽车、长城汽车等强势自主，关注理想汽车、吉利汽车；零部件2023年估值接近中低位，看边际变化逢低配置（成长属性首选），推荐继峰股份、华懋科技、三花智控、拓普集团、文灿股份、爱柯迪、伯特利等。

目录

一、2022年：刺激政策+需求压制并存，需求拐点将至

二、自主崛起大势所趋，从工业品到消费品，对软实力要求增加

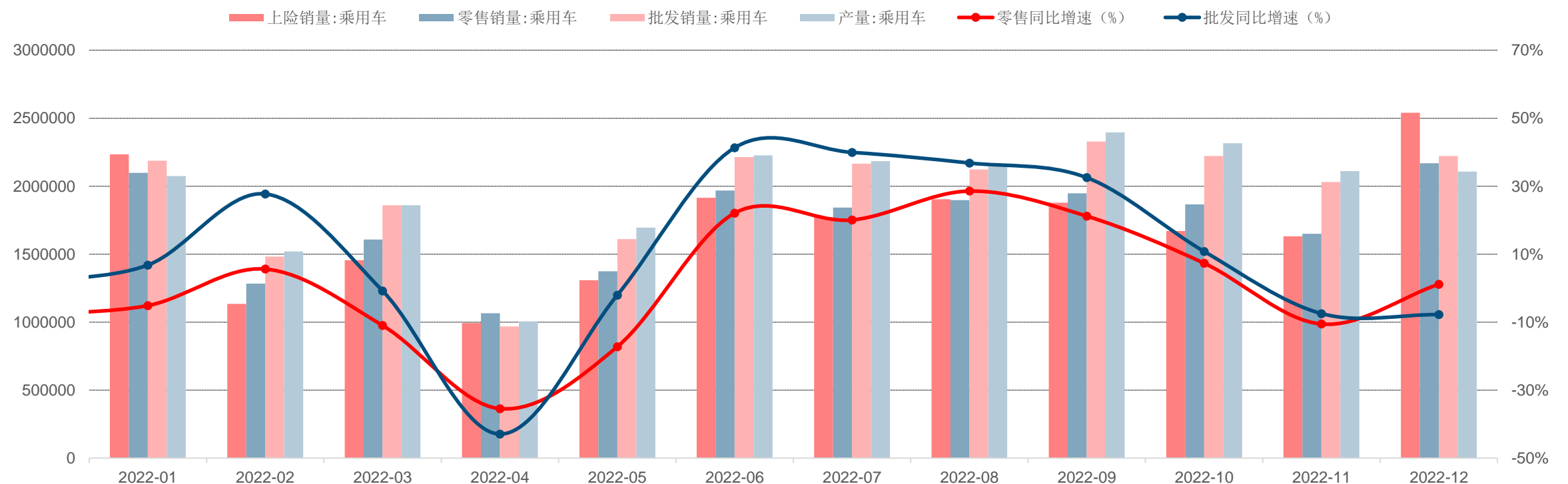
三、横向对比，洗牌加速

四、混动平价+高端品牌护城河，品牌长期竞争力开始凸显

产销复盘：疫情冲击、政策透支、需求压制

- **供需趋势：**2022年国内乘用车零售销量2077万辆，同比+1.33%，产量2364万辆，同比+11.0%，上险数2044万辆，同比-1.68%。
疫情压制上半年销量，需求腾挪叠加政策刺激，三季度供需两旺，四季度需求边际走弱。
- **景气节奏：**2022年1-2月缺芯持续缓解，销量同比提升；3-5月受疫情影响，全产业链供需承压；6-8月受政策刺激叠加需求腾挪，销量同比快速提升；10-12月宏观消费走弱，叠加疫情反复和高基数影响（21年10月起缺芯开始好转），销量增速回落。

图：2022年1-12月乘用车上险销量、零售销量、批发销量以及产量及同比增速（单位：辆）

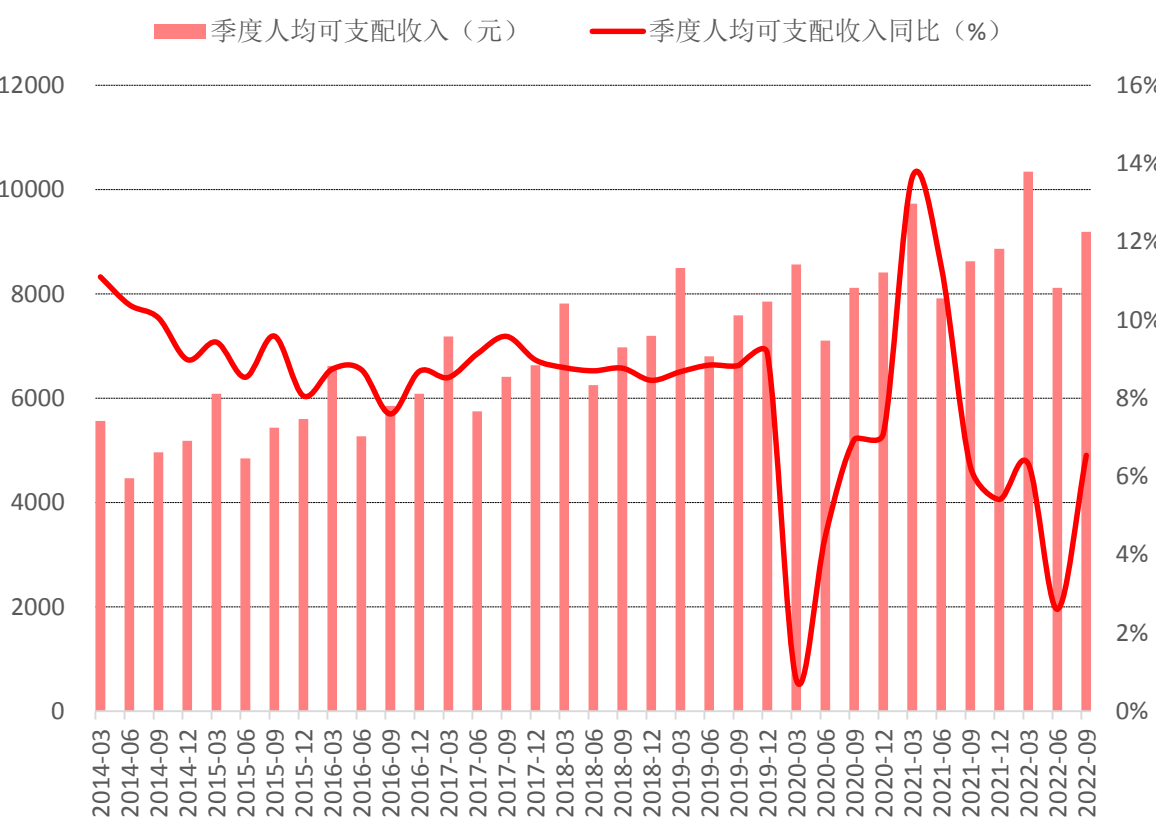


资料来源：中信建投，乘联会，交强险，中汽协

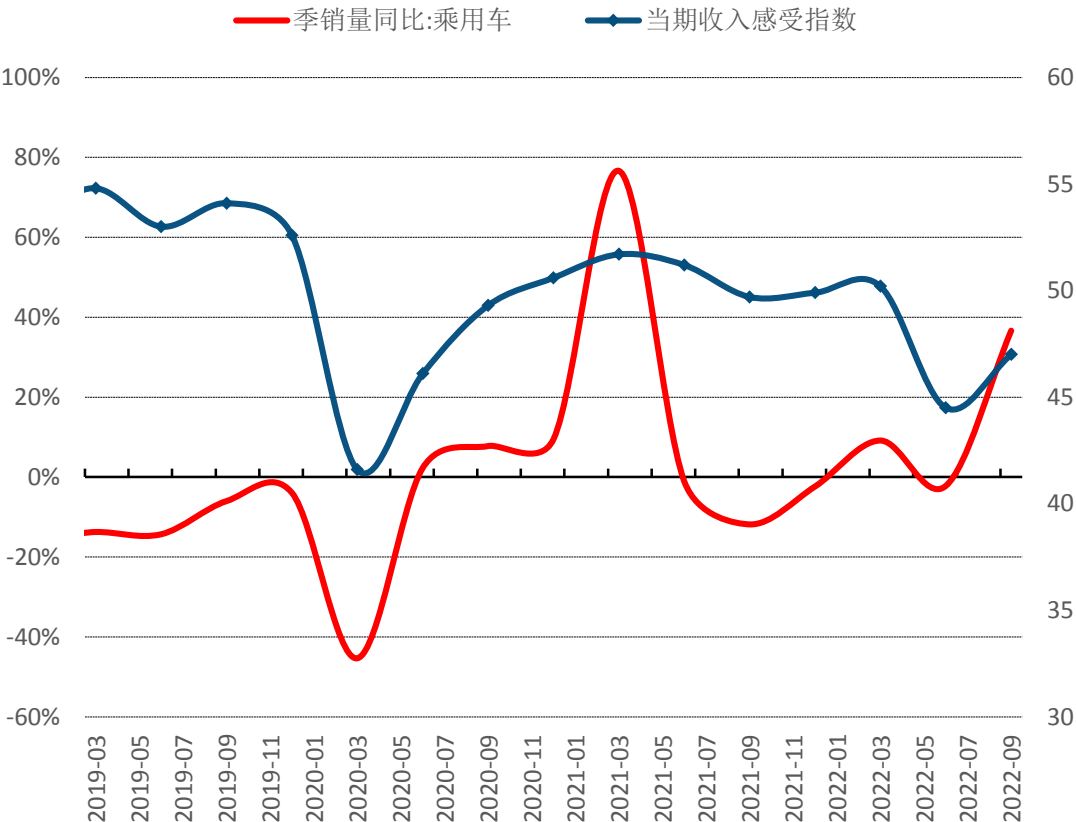
景气研判：宏观预期转弱压制汽车消费需求

- 汽车作为高价值量可选消费品，需求弹性受居民收入强弱及预期影响较大。汽车销量同比变化情况与当期收入感受指数变化方向完全一致，而未来收入信心指数（收入预期）与当季收入感受指数变化方向较为一致，并放大汽车消费弹性。
- 2021年以来国内人均可支配收入增速回落，2022年前三季度同比增速分别约+6.32%、+2.60%、+6.54%，而2014-2019年季度同比增速一般高于8%。

图：2021年开始我国居民人均可支配收入增速下行



图：乘用车景气度与居民收入感受强相关

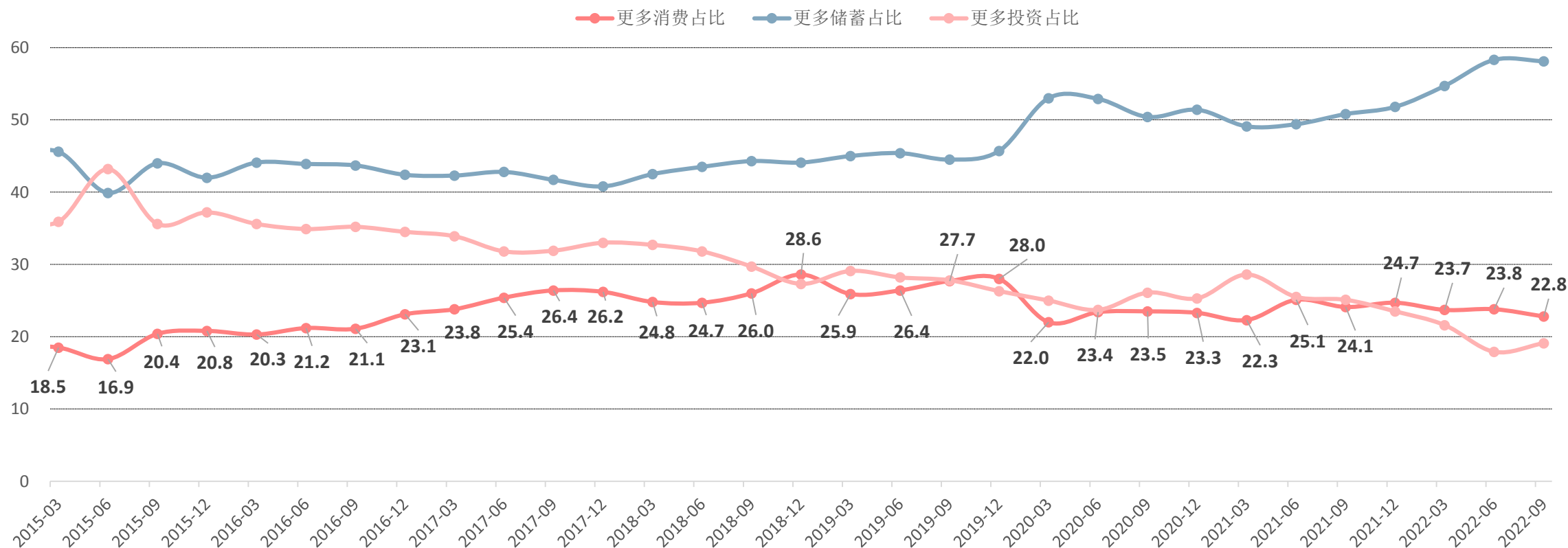


资料来源：中国人民银行，国家统计局，中汽协，中信建投

景气研判：疫情冲击下的消费意愿回落

- 2022年疫情冲击下消费意愿处于近年来低位。2022年Q3居民更多消费占比由2021Q4 的24.7%下降至22.8%，较2018-2019年明显回落；与2020年初疫情带来的冲击相比，2022年消费意愿同比下滑的幅度虽更小但持续时间更长。

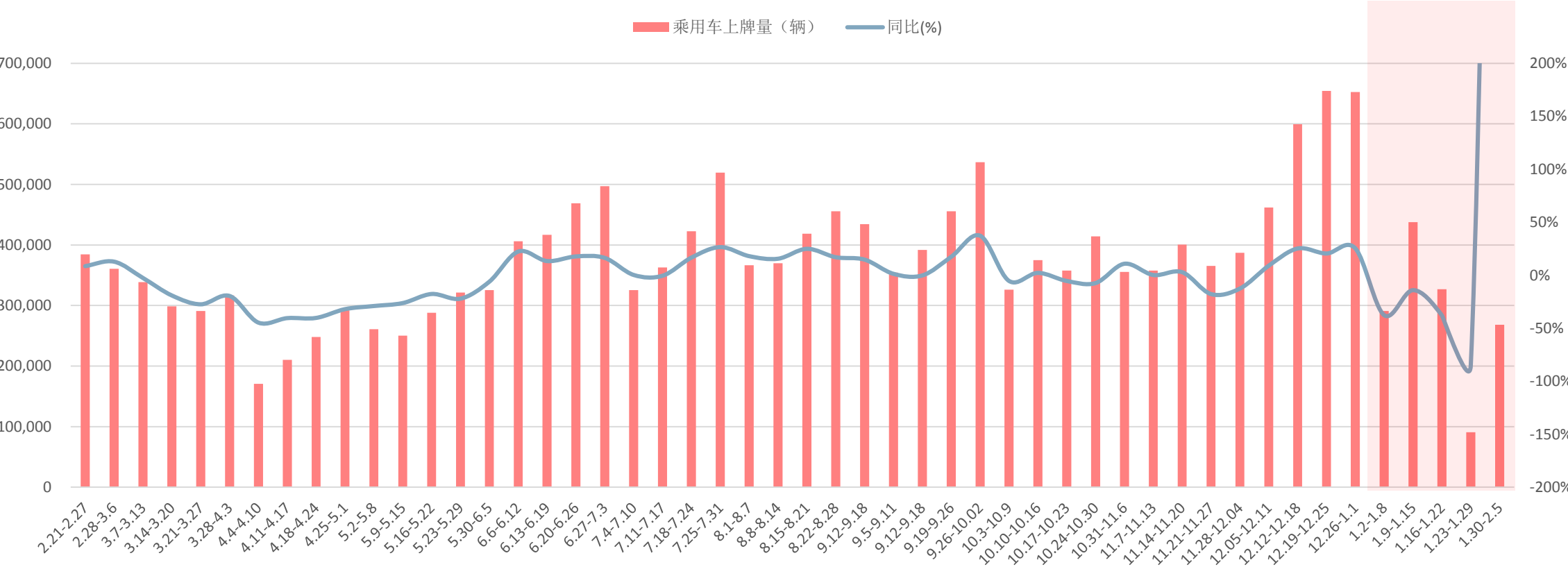
图：中国人民银行季度问卷调查：更多消费占比、更多储蓄占比与更多投资占比



景气研判：压制因素解除，消费需求预期向好

- 当前汽车消费需求拐点虽未显现，但预期修复及边际改善趋势有望延续。2023年上险数虽然受春节、补贴退坡等因素影响表现一般，但是前期疫情等压制因素基本解除，草根调研发现春节后进店量已经超过预期，后续观望情绪有望转化为成交量，消费预期向好。

图：近1年周度上险量



资料来源：交强险，中信建投

销量预测：拐点已至，总量稳健，电动化持续渗透

表：2022-2023年国内乘用车分能源类型及价格带零售量预计（单位：万

纯电EV	2021	2022E	2023E	2022同比增速	2023同比增速	2022占比	2023占比	2022渗透率	2023渗透率
5万以下	57.0	58.3	58.3	2.3%	0%	12.7%	9.9%	91%	91%
5-10万	42.6	84.3	92.7	98%	10%	18.3%	16%	25%	29%
10-15万	49.5	105	147	113%	40%	22.9%	25%	15%	21%
15万-20万	29.4	75.8	106	158%	40%	16.5%	18%	19%	24%
20-30万	56.9	78.6	102	38%	30%	17.1%	17%	21%	26%
30-40万	24.0	42.3	59.2	76%	40%	9.2%	10.0%	22%	29%
40万以上	8.2	15.3	23.0	86%	50%	3.3%	3.9%	12%	17%
纯电合计	267.6	459.9	588.9	72%	28%	100%	100%	21%	26%
插混PHEV	2021	2022E	2023E	2022同比增速	2023同比增速	2022占比	2023占比	2022渗透率	2023渗透率
5万以下	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5-10万	0	0	0	0%	0%	0%	0%	0%	0%
10-15万	13.2	29.4	52.9	123%	80%	18.4%	19%	4.2%	7.5%
15万-20万	15.9	58.8	111.7	270%	90%	36.9%	41%	15%	25%
20-30万	17.2	39.6	71.4	131%	80%	24.9%	26%	10%	18%
30-40万	10.3	18.1	23.5	75%	30%	11.3%	8.5%	9.5%	12%
40万以上	8.8	13.6	16.3	55%	20%	8.5%	5.9%	10%	12%
插混合计	65.3	159.5	275.8	144%	73%	100%	100%	7.3%	12%

新能源车	2021	2022E	2023E	2022同比增速	2023同比增速	2022占比	2023占比	2022渗透率	2023渗透率
5万以下	57.0	58.3	58.3	2.3%	0%	9.4%	6.7%	91%	91%
5-10万	42.6	84.3	92.7	98%	10%	13.6%	11%	25%	29%
10-15万	62.7	134.7	200	115%	49%	21.8%	23%	19%	28%
15万-20万	45.3	134.6	218	197%	62%	21.7%	25%	33%	48%
20-30万	74.0	118.3	174	60%	47%	19.1%	20%	31%	44%
30-40万	34.3	60.3	82.6	76%	37%	9.7%	9.6%	32%	41%
40万以上	17.0	28.9	39.2	70%	36%	4.7%	4.5%	22%	29%
新能源总计	332.9	619.4	864.7	86%	40%	100%	100%	28%	38%
燃油车	2021	2022E	2023E	2022同比增速	2023同比增速	2022占比	2023占比	2022渗透率	2023渗透率
5万以下	13.1	5.7	5.7	-56%	0%	0.4%	0.4%	8.9%	8.9%
5-10万	369.9	234.0	210.6	-37%	-10%	16.0%	16%	74%	69%
10-15万	600.2	516.5	468.9	-13.9%	-9%	35.3%	36%	79%	70%
15万-20万	273.7	250.3	215.8	-8.5%	-14%	17.1%	17%	65%	50%
20-30万	266.8	241.9	203.3	-9.4%	-16%	16.5%	16%	67%	54%
30-40万	122.7	121.2	109.7	-1.2%	-9%	8.3%	8.4%	67%	57%
40万以上	99.7	94.1	89.5	-5.7%	-5%	6.4%	6.9%	77%	70%
燃油车总计	1746	1464	1303	-16%	-11%	100%	100%	70%	60%
乘用车总计	2079	2083	2168	0.2%	4.1%	100%	100%	100%	100%

资本市场表现：盈利驱动到估值驱动

2020-2022年：呈现周期特征弱化，迈向结构性成长趋势

- 行情驱动力：疫情及缺芯等外部剧烈冲击后的盈利复苏弹性以及自主品牌市占率提升、电动智能化等新趋势下的估值抬升
- 行情表现：该阶段汽车板块行情呈现更强的向上弹性主要因为2017-2019连续三年汽车市场景气低迷导致上涨前估值处于历史低位，叠加疫情及缺芯等行业系统性风险冲击，新能源汽车细分行业高景气及高成长性预期抬升了行业整体估值中枢

图：2010年至今汽车板块及万得全A动态市盈率（PE-TTM）走势



资料来源：Wind，中信建投

目录

一、2022年：刺激政策+需求压制并存，需求拐点将至

二、自主崛起大势所趋，从工业品到消费品，对软实力要求增加

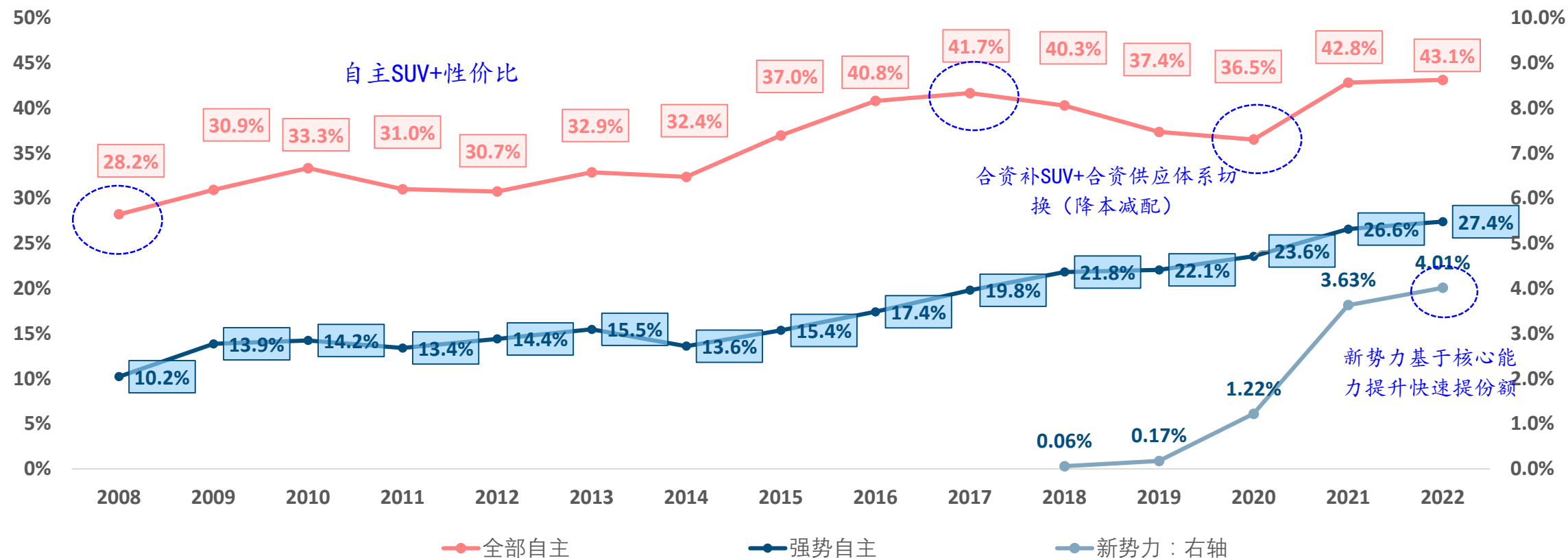
三、横向对比，洗牌加速

四、混动平价+高端品牌护城河，品牌长期竞争力开始凸显

21年起自主品牌前所未有的市占率反映出厂商的分化

- 自主基于市场需求把控和电动化能力快速提份额：经历2016-2020年与合资品牌在“量（补齐产品）与价（体系切换降本减配）”充分竞争后，自主品牌自2021年起市占率再次快速提升，21年自主份额提升6.3pct，达到前所未有的斜率，背后体现出厂商对行业变化的应对分化以及战略差异。

图：自主品牌市占率变化情况

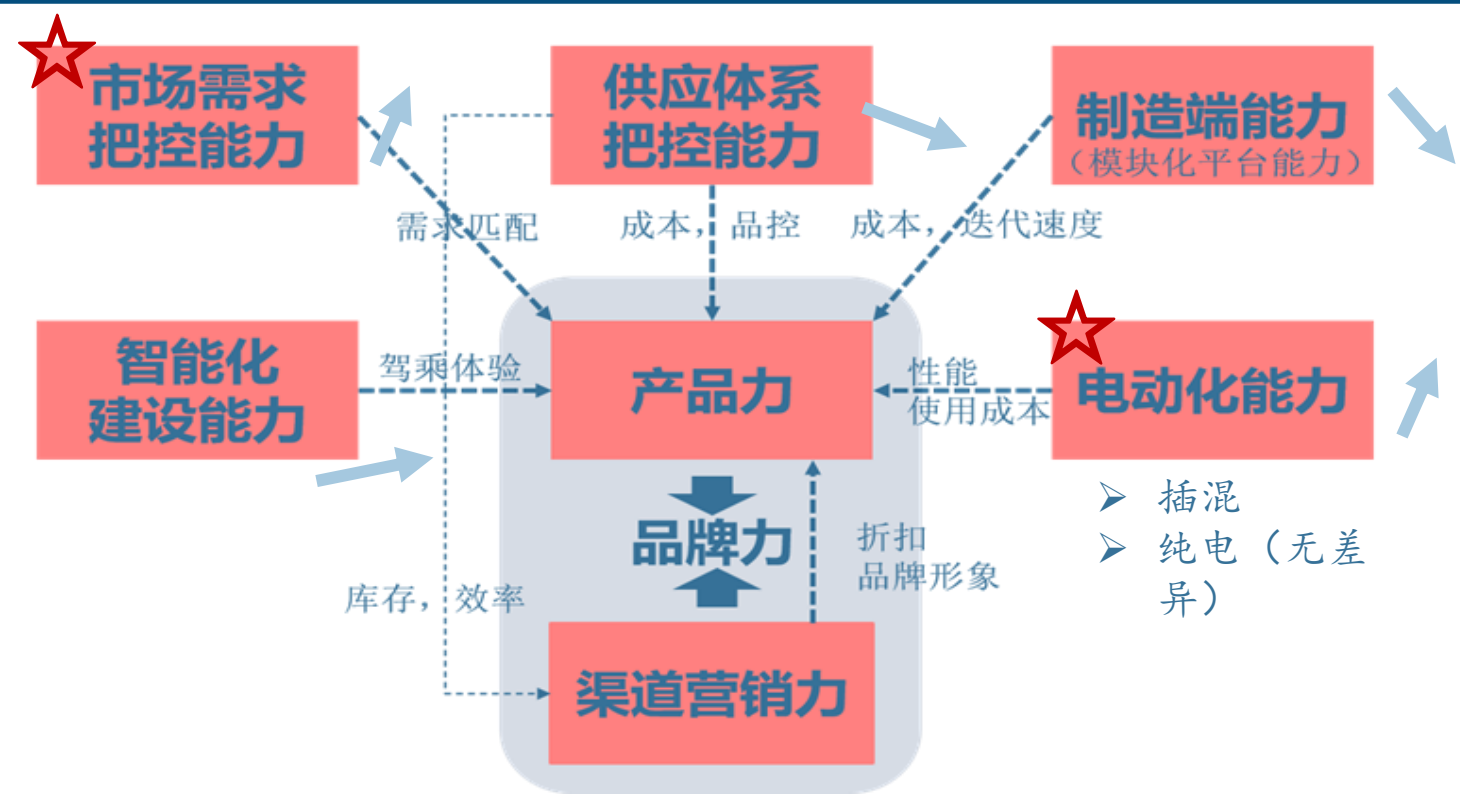


资料来源：MarkLines，中信建投；备注：强势自主（吉利/长安/长城/比亚迪/上汽自主/广汽自主），新势力（特斯拉/蔚来/小鹏/理想）

需求侧变化：整车从工业品变为消费品，产品重心变迁

- 当前（21年及后）：强势自主呈现持续成长性，单纯基于轴距差异的“多车型”策略逐步失效，对应的历史形成的整车投研方法论“产品周期”亦将逐步失效。应更加聚焦整车厂底层核心能力的研究，中期维度对于提升份额而言，按权重是：市场需求把控能力（研究用户的能力）、电动化能力（插混>纯电）、制造端能力、供应体系把控能力、渠道营销力、智能化建设能力。

图表：整车的产品力可以拆解为六个维度来进行观测，当前时点市场需求把控能力重要性快速提升

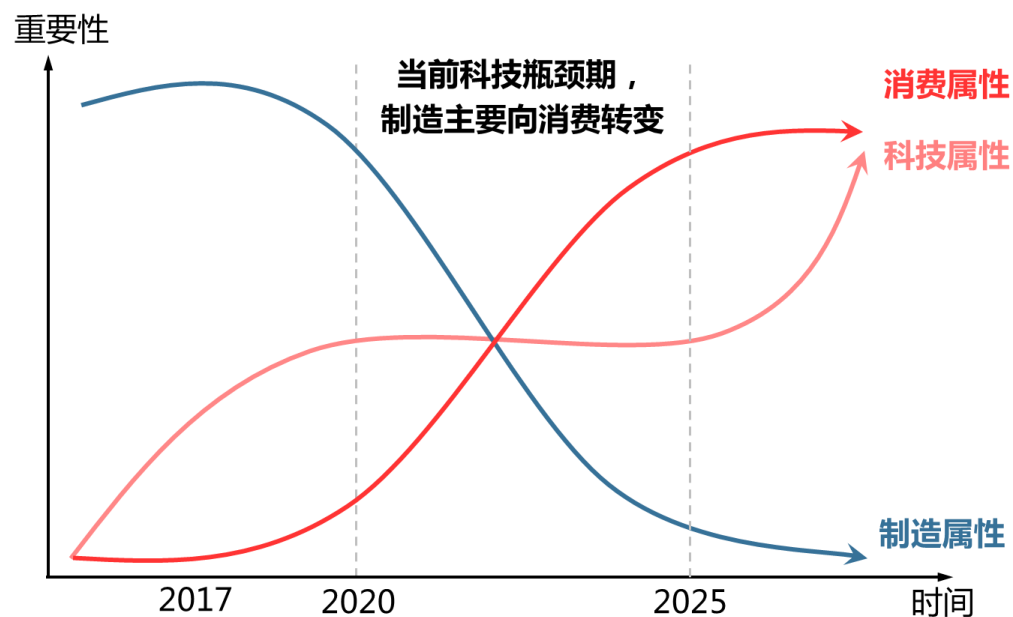


消费属性重构品牌卖点：制造属性减弱、科技属性瓶颈

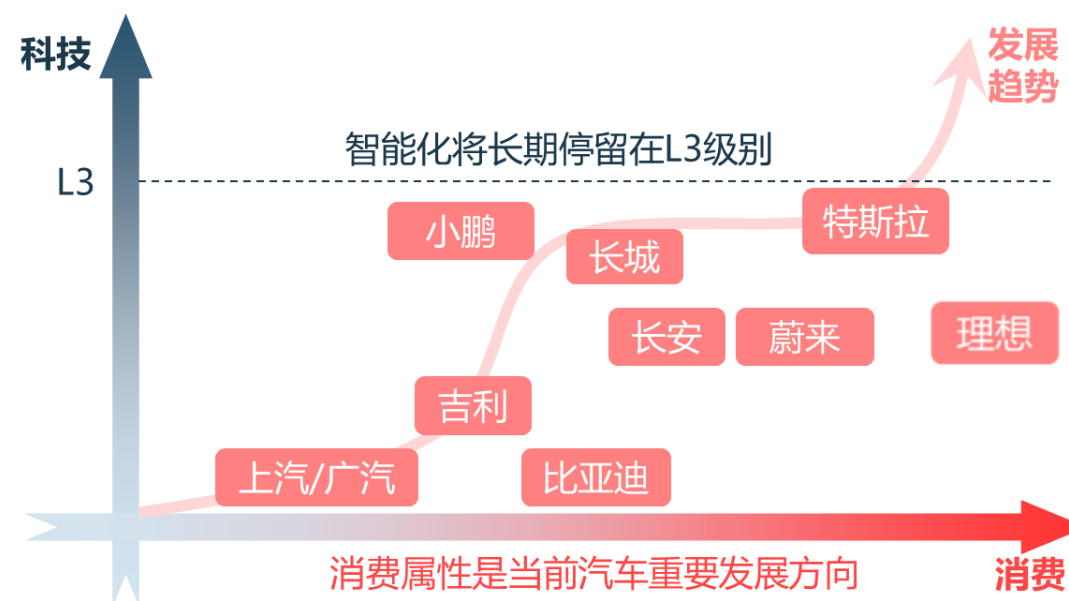
汽车属性逐渐从制造过渡到消费兼科技（电动智能），品牌力越来越由消费卖点决定。

- 制造属性：过去重要，但目前及往后影响权重逐步下降；
- 科技属性：电动化智能化赋予汽车科技属性。但**当下科技属性处于瓶颈期**。电动化-主机厂采取跟随策略，成熟的供应体系使得主机厂间差异不大，智能化-受限于技术与法规，或长期停留在L3；
- 消费属性：**当下是最重要的卖点**（把控消费者需求，直击消费者购车意愿痛点）

图：消费属性成为汽车当前最重要的发展方向



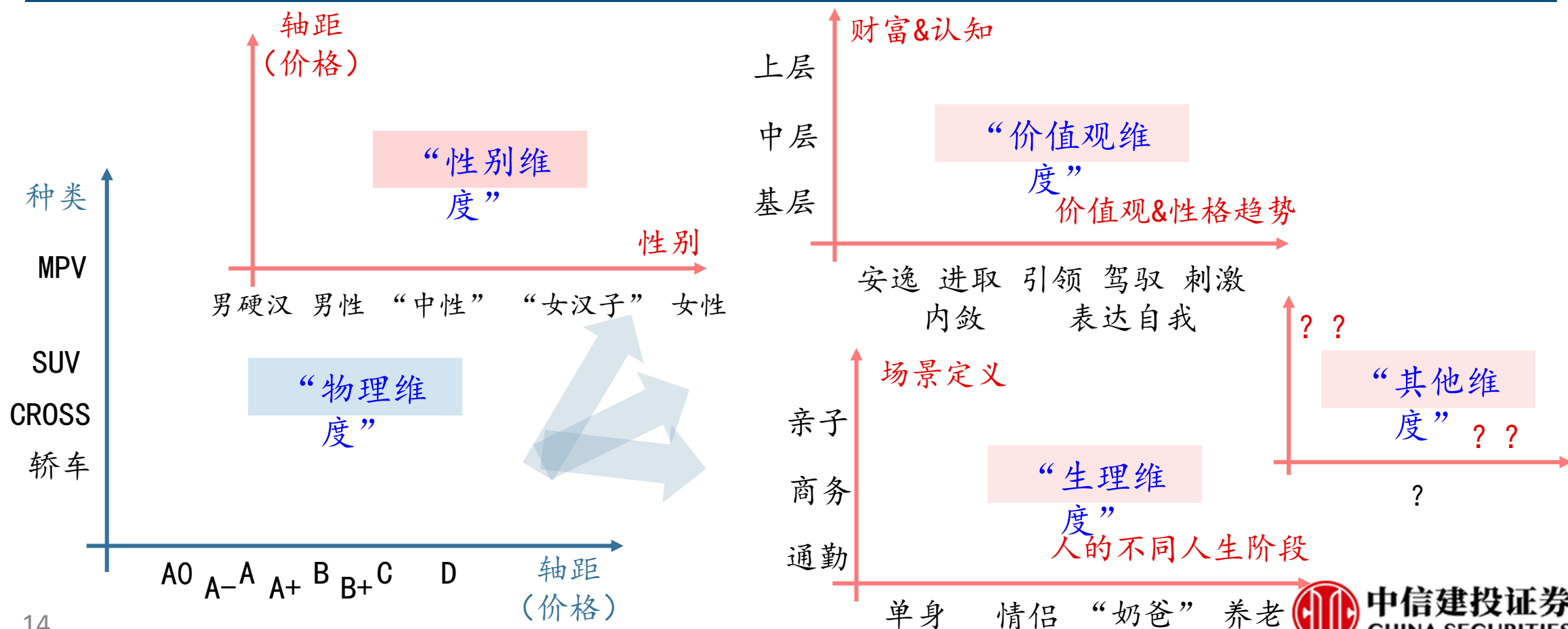
图：主机厂消费/科技属性对比



产品：用户定义从硬刻度到软刻度，边际模糊化

- 主机厂在产品定义时，随着市场需求把控能力的延伸，陆续开始从以前的物理维度向其他维度拓展，**软实力使得竞争更上一个台阶。**
- 软刻度无法定量化，一方面**更细分把握住了消费者**，另一方面是有别于1.0T发动机等物理维度，**产品边界模糊化。**

图表：汽车产品用户划分维度

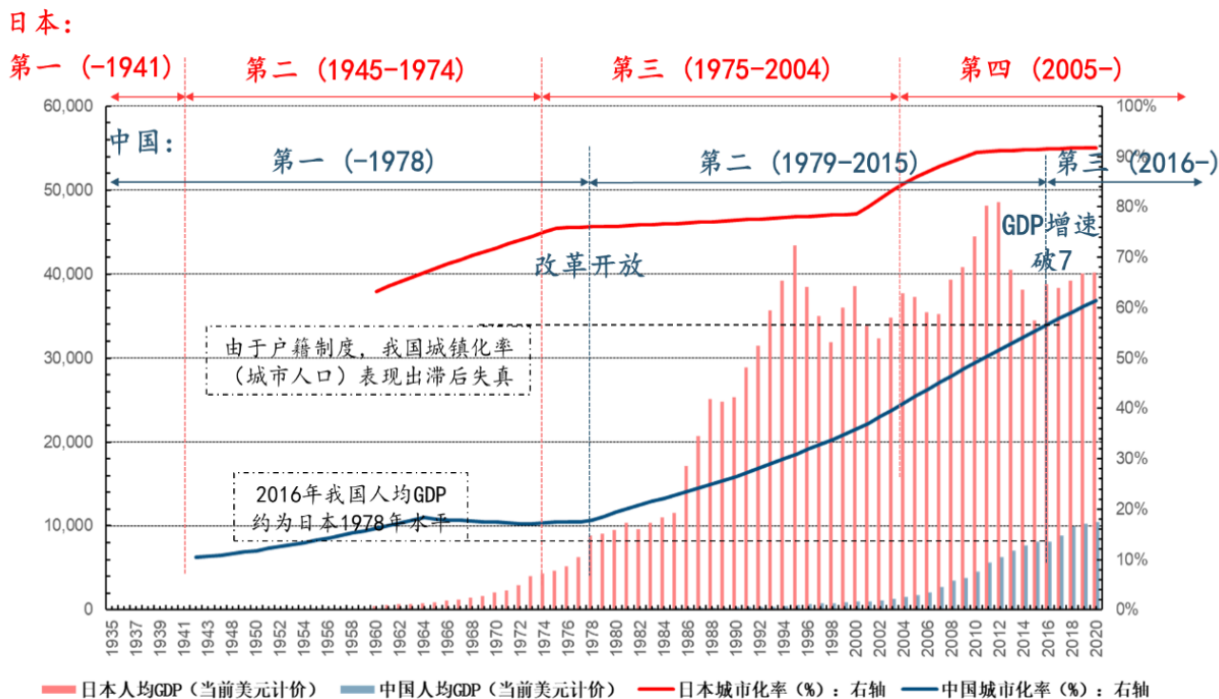


需求端：汽车行业消费属性增强（宏观背景）

汽车消费属性强化背景一：宏观层面，我国逐步由第二消费时代过渡到第三消费时代

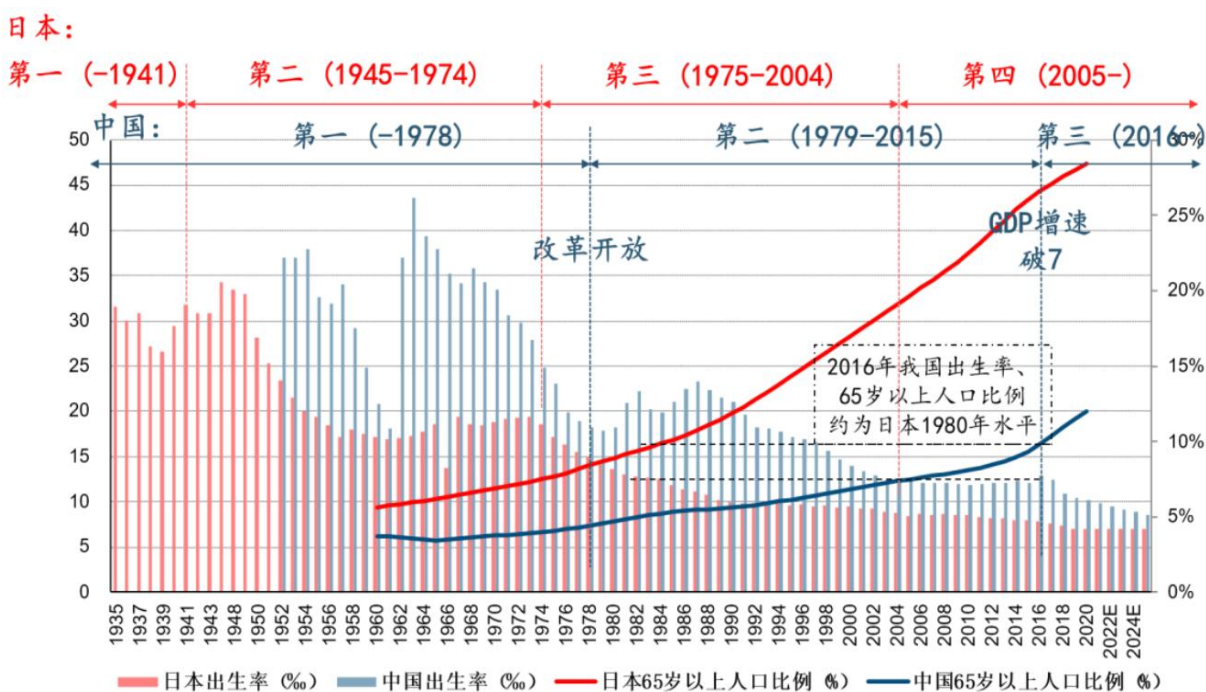
- 对比中日的经济、城镇化率和人口等指标，我国正逐渐从第二向第三消费时代过渡。
- 对比日本第三消费社会特点，这一阶段的消费趋势会体现出**差异化、多元化、悦己**的特点。

图：人均GDP和城镇化率指标



资料来源：世界银行，中信建投

图：出生率和 65 岁以上人口比例指标



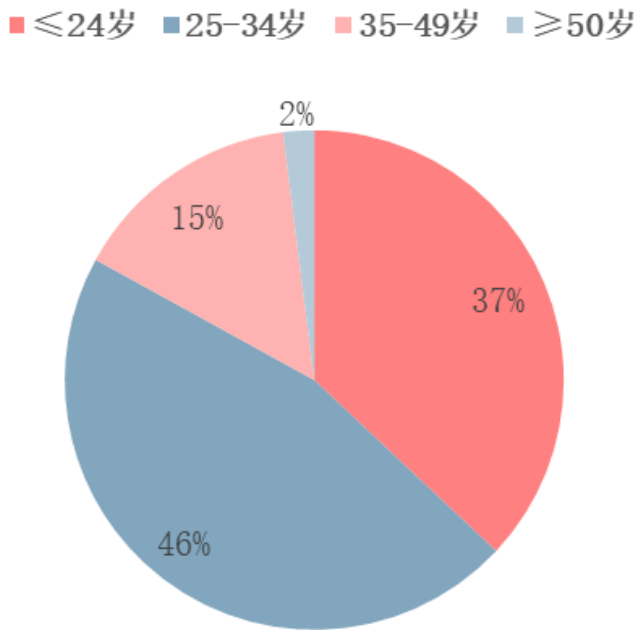
资料来源：世界银行，中信建投

需求端：汽车行业消费属性增强（中观-消费端变化）

汽车消费属性强化背景二：中观层面，Z世代逐渐成为购车主力

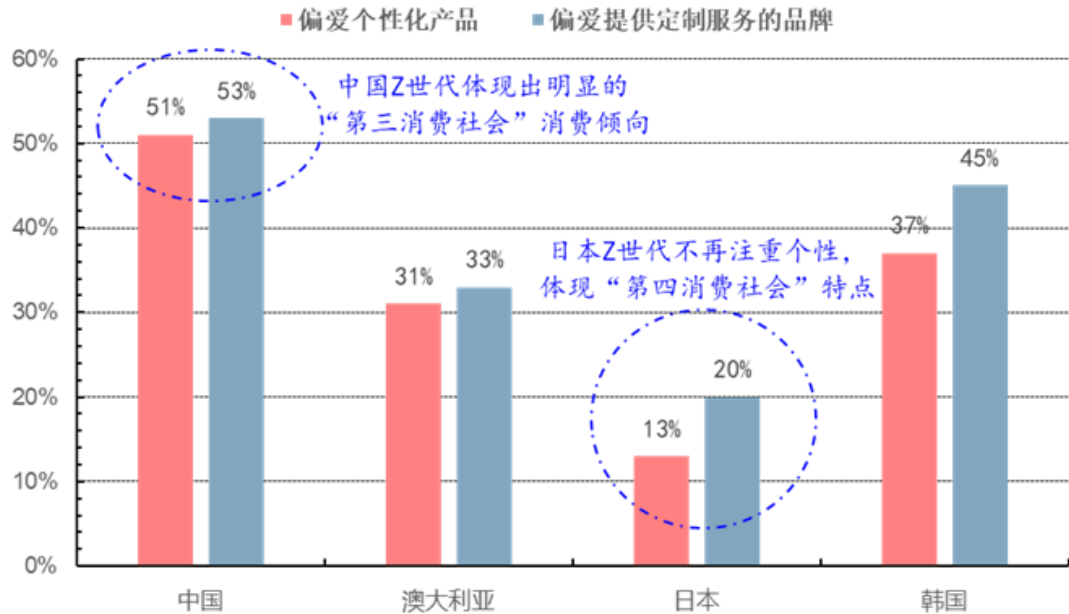
- 95—00后（即Z世代；Generation Z）成为购车主流人群，消费趋势更加多元化、个性化。
- 中国的新型消费群体展现出了明显的个性化倾向，51%的中国Z世代消费者偏爱个性化产品，对品牌的选择方面，53%的中国Z世代消费者偏爱能提供定制服务的品牌。
- 新的消费需求使汽车不再仅是一种交通工具，也成为彰显个性、满足多元需求的消费品。

图：关注新车的年龄段分布



资料来源：360搜索指数，中信建投

图：中国Z世代消费者更看重个性化、定制化产品/服务



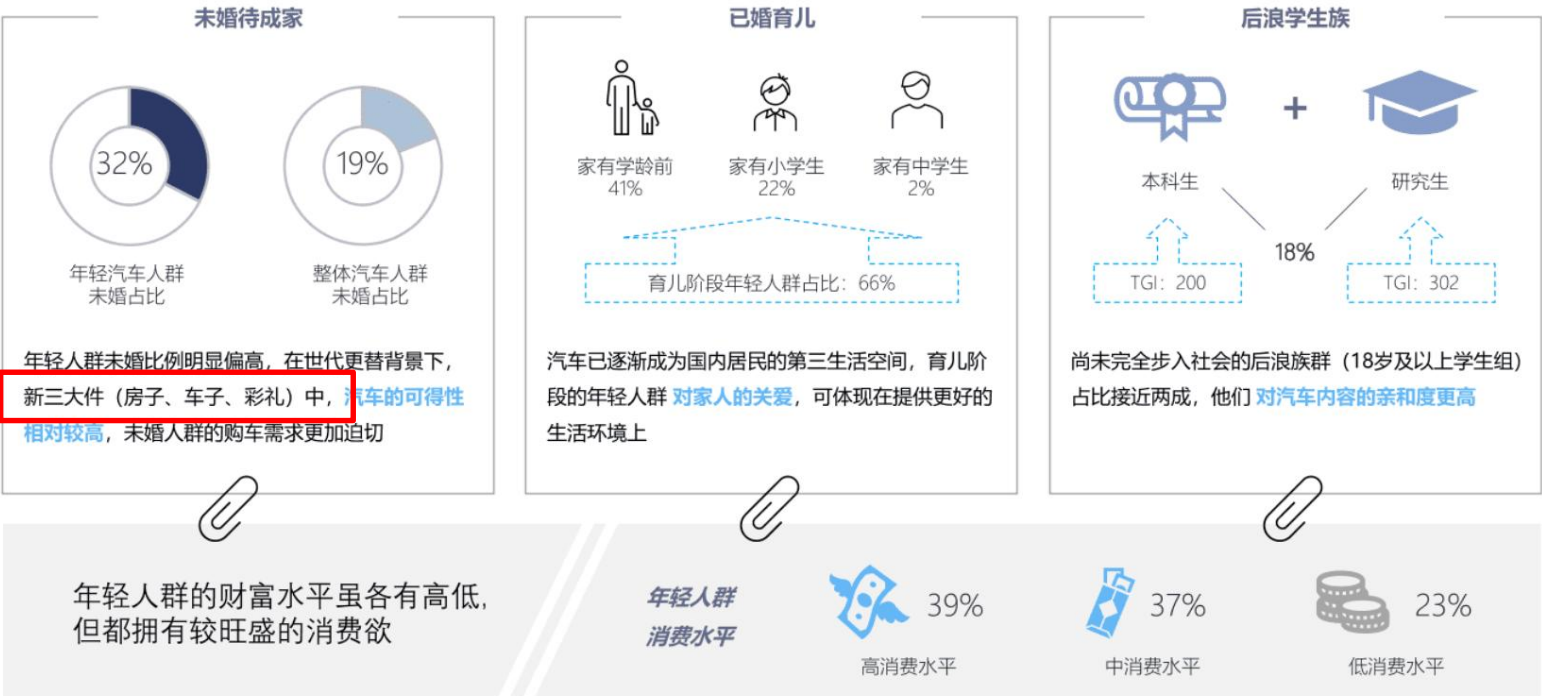
资料来源：麦肯锡，中信建投

需求：地产不再压制，购买力弹性提升，竞品模糊化

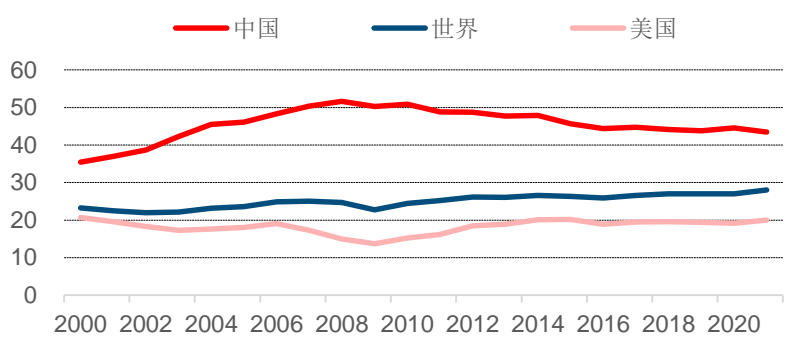
大宗消费品汽车和房产互为挤出，投资性需求消失后，消费者购买力弹性提升，竞品概念模糊

- 中国居民储蓄率最高。
- 实际购买力在提升：2020-2022年4月，10w以内车型占比从33.6%下降到29.6%，21w以上占比从21.9%提升到25.5%。
- 有别于以往固定价格带看车的情况，终端出现了竞品模糊化，消费者跨价位段对标的迹象。

图表：年轻人的汽车消费需求分析



图表：中国居民储蓄率远高于世界平均水平



资料来源：wind，中信建投

图表：实际购买力在提升

	2020年	2021年	2022年1-4月
10w以内	33.66%	31.81%	29.63%
11-20w	44.44%	43.81%	44.85%
21-30w	10.00%	11.75%	13.06%
31-50w	9.39%	10.46%	12.45%
50w以上	2.51%	2.17%	

资料来源：上险数，中信建投

中信建投证券
CHINA SECURITIES

电车体验感差异缩小，以价格划分竞品的方式或失效

从我们草根调研来看，试乘试驾ET7的消费者中，会有部分同时对比极氪001。


- 电车在动力性上差异的弱化，让蔚来ET7和极氪001存在跨价格带的竞争关系。二者同属中大型轿车，蔚来ET7售价45.8-51.6万元，极氪001售价29.9-38.6万元。按照传统竞品方式，15w的价差基本上不会构成竞品关系，但电车时代由于动力性的差异缩小，消费者感知模糊化，出现了互为竞品的情况。

图：蔚来ET7与极氪001参数对比

	蔚来ET7 100kWh	极氪001超长续航YOU版
指导价	51.6万元	38.6万元
定位	中大型纯电轿车	
CLTC纯电续航	675km	650km
电机峰值功率	480kW (前180后300)	400kW (前200后200)
尺寸	5101*1987*1509	4970*1999*1548
轴距	3060	3005
后排座椅	加热+通风+按摩	仅加热
智能化	11摄像头+12超声波+5毫米波+1激光雷达	15摄像头+12超声波+1毫米波
自动驾驶算力	英伟达Orin，算力1016TOPS	Mobileye EyeQ5H，算力48TOPS
其他配置	支持V2X，支持256色氛围灯，23个扬声器	后排座椅可按比例放倒，12个扬声器

资料来源：汽车之家，中信建投

图：蔚来ET7与极氪001的网友评论




Yukarloo LV5


7-14

自己喜欢就好了，预算充足买et7，钱不够就001。行驶品质我觉得001不如et7，每个人感受不同的，自己去试驾下就好了，两个都不需要钱~

155



NO. 019830



小林龙胆つ LV5

7-15

这段时间出远门，没时间去试驾001。我自己家也有一辆老S，底盘确实很棒，蔚来老8的底盘确实很拉跨。我也是个ET7的车主，体验下来整体感觉都不错，也不至于说给001提鞋都不配，个人觉得说的太极端了🤔。评论区环境也看不太好。两辆车的颜值，只能说看个人，我更喜欢ET7，反正001的车头我是根本接受不了的🤔。换电带来的补能体验太舒服了（没有换电站的地方除外🤔）而且我个人不是很喜欢充电，等得太久了。🤔

收起

14

资料来源：哔哩哔哩，中信建投

自主品牌打造配置卖点，发力消费属性

- 近两年，自主品牌充分把握消费属性，增量赛道集中在外观、交互、体验等场景，如车灯、外饰件、车机、座椅等。
- 每当蔚来、极氪、零跑、理想等新品发布，都会看到各种配置的堆砌。

图：近年来主要新增卖点

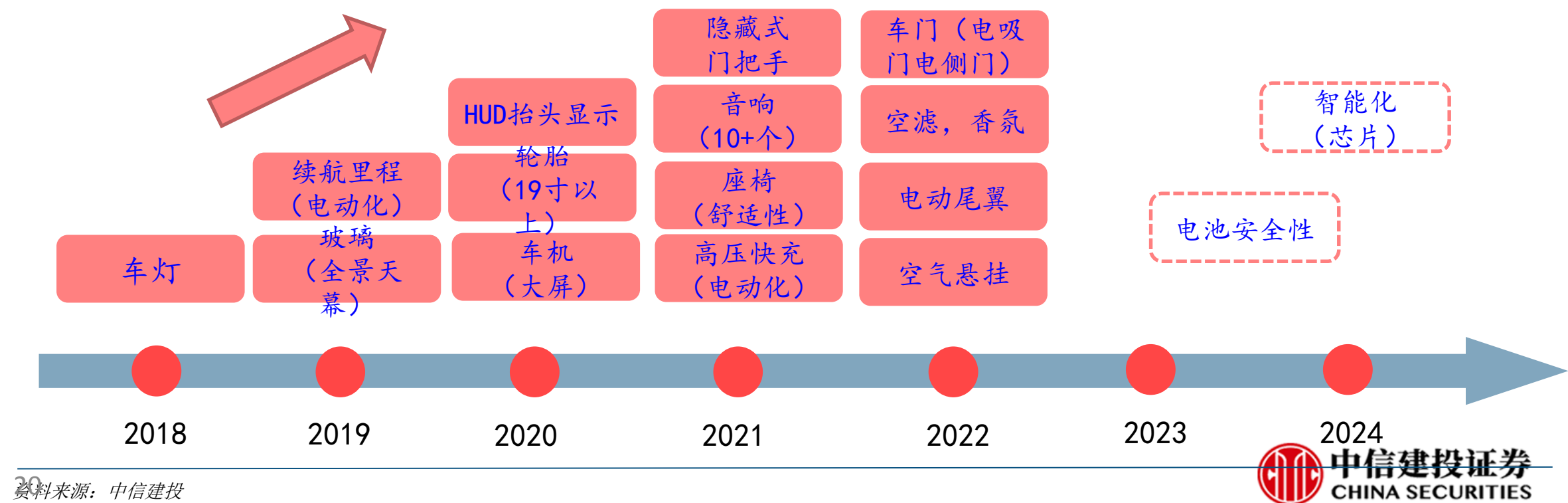


资料来源：第一电动，中信建投

卖点不断增加，最终进入大而全的同质化竞争

- 由于车企在研发时，还是采用对标逻辑，2018年至今，每年新推出的卖点呈现不断累加的状态。
- 燃油车时代，卖点更多集中在发动机、动力性、空间，而在新能源时代，已经进入了科技化配置堆料阶段。
- 背后的逻辑：由产品经理思路和组织架构决定，大部分车企还是对标，所以蔚小理领先，合资落后！
- 最终状态将是进入同质化竞争，现在车企中，理想已经明确采用了这种战略。

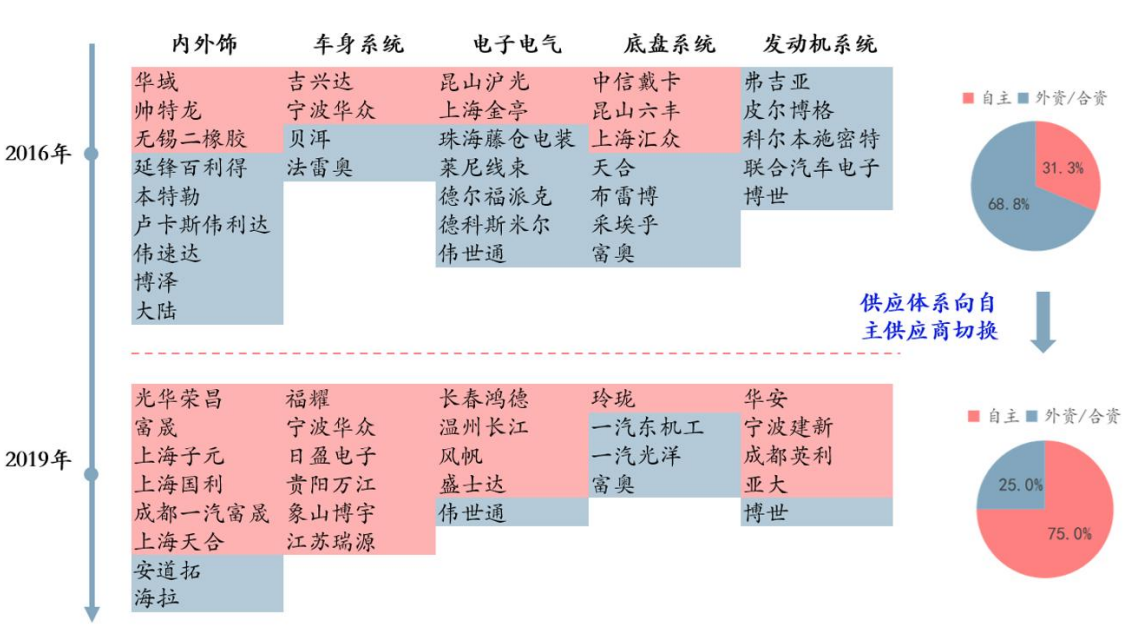
图表：近年主机厂主推/宣传的配置或功能



供给侧变化：汽车产业向国内转移，配置下放，同质化竞争

- 全球汽车产业族群向国内转移。1) 主机厂降本压力增加，本土零部件厂商性价比凸显；2) 特斯拉、蔚小理等造车新势力崛起对供应商提出新需求；3) 后疫情时代的格局出清，本土供应商稳定供货能力凸显。
- 供应链国产替代加速推动成本下探。本土零部件供应商从Tier2/Tier3环节逐步向下拓展（比如恒帅股份从供微电机到配套隐藏门把手总成）；核心大件（比如智能大灯、座椅、线控制动）国产替代趋势显现；豪华配置国产化提速（比如空悬、音响）。

图：合资车企供应体系逐渐向本土供应商切换（以一汽大众为例）



图：核心大件/豪华配置逐步实现国产替代



资料来源：各零部件公司年报，中信建投

资料来源：中信建投

目录

一、2022年：刺激政策+需求压制并存，需求拐点将至

二、自主崛起大势所趋，从工业品到消费品，对软实力要求增加

三、横向对比，洗牌加速

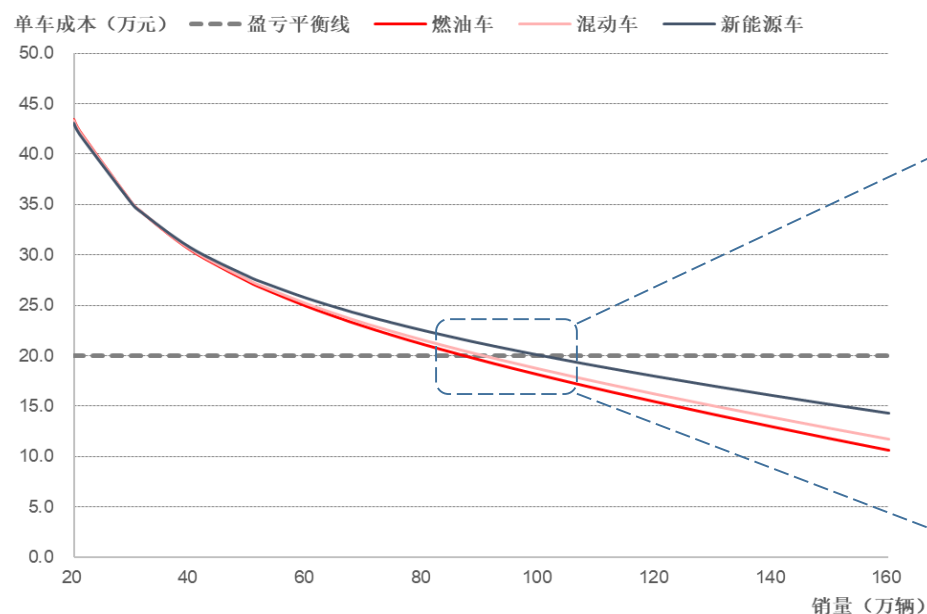
四、混动平价+高端品牌护城河，品牌长期竞争力开始凸显

标配+新能源时代，规模效应成为门槛，行业集中度提升

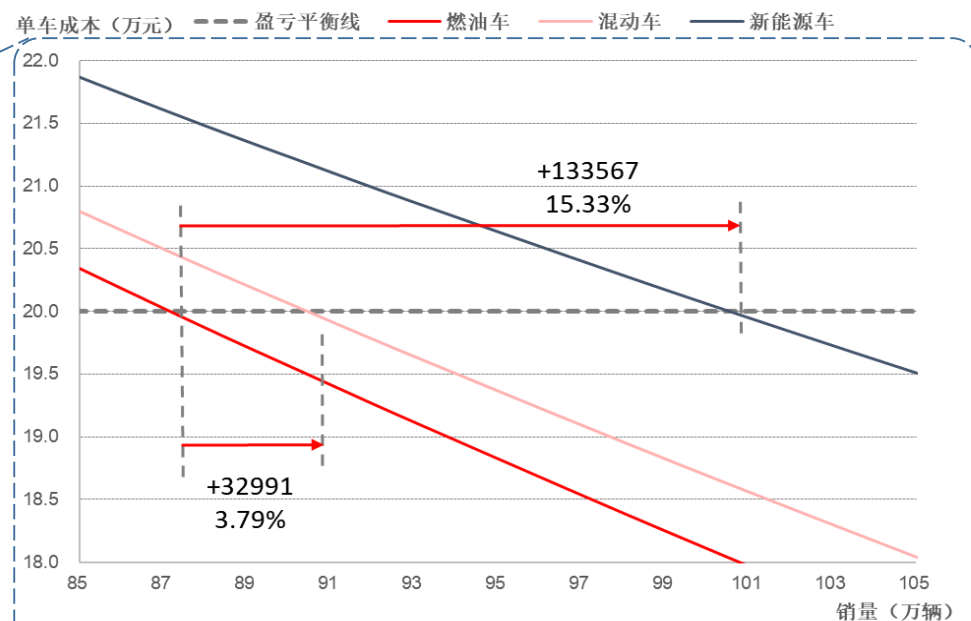
随着需求配置陆续同质化，规模效应成为胜负手。与此同时，2023年新能源补贴退坡将放大规模效应，加速尾部玩家倒闭，集中度远超燃油车。

- 为什么燃油车时代玩家多？燃油车规模效应明显，较小的销量就能把成本降到盈亏平衡线以下，小车企也能有盈利。
- 为什么新能源车时代不一样？电池刚性成本，削弱了规模效应。
- 以特斯拉2021年财务数据建立模型，如果是20万的ASP，2023年新能源车相比于同等燃油车，盈亏平衡点需要增加15%的销量，行业门槛大幅提升。

图：新能源车单车成本下降更缓慢



图：盈亏平衡点向右推移15%



资料来源：中信建投

注：基于新能源补贴取消、碳酸锂50万/吨的情景测算，混动车电池容量为纯电车的30%。

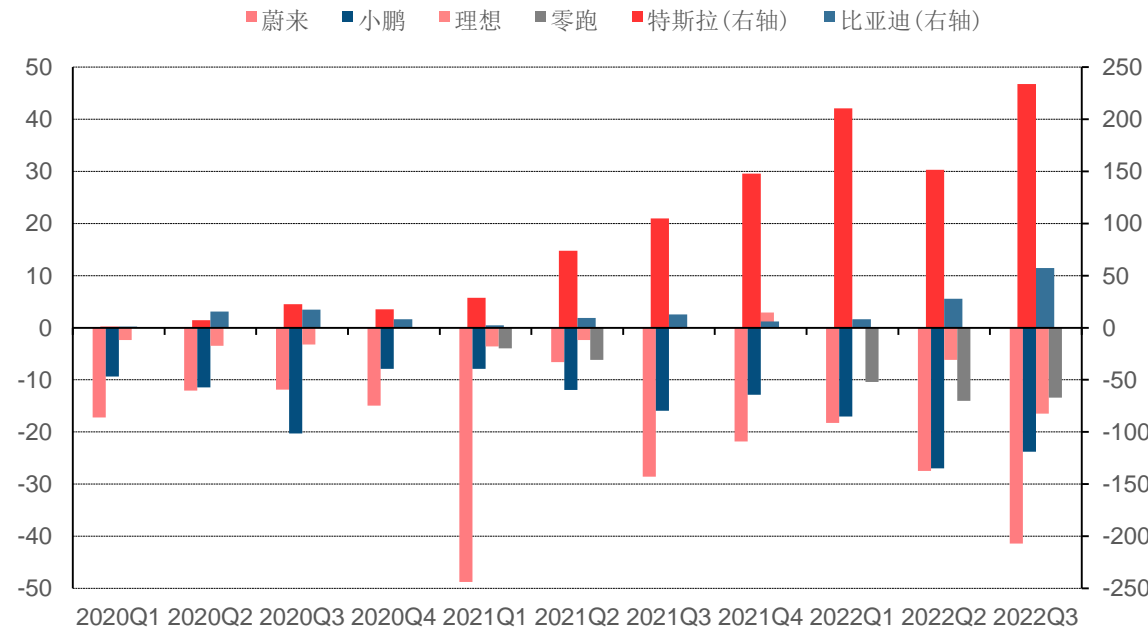
资料来源：中信建投

供给端扩张+补贴退坡，盈利压力加剧

当前新能源车企盈利分化极大，除特斯拉、比亚迪外多处于亏损状态，2023年补贴取消下，纯电盈利压力加剧

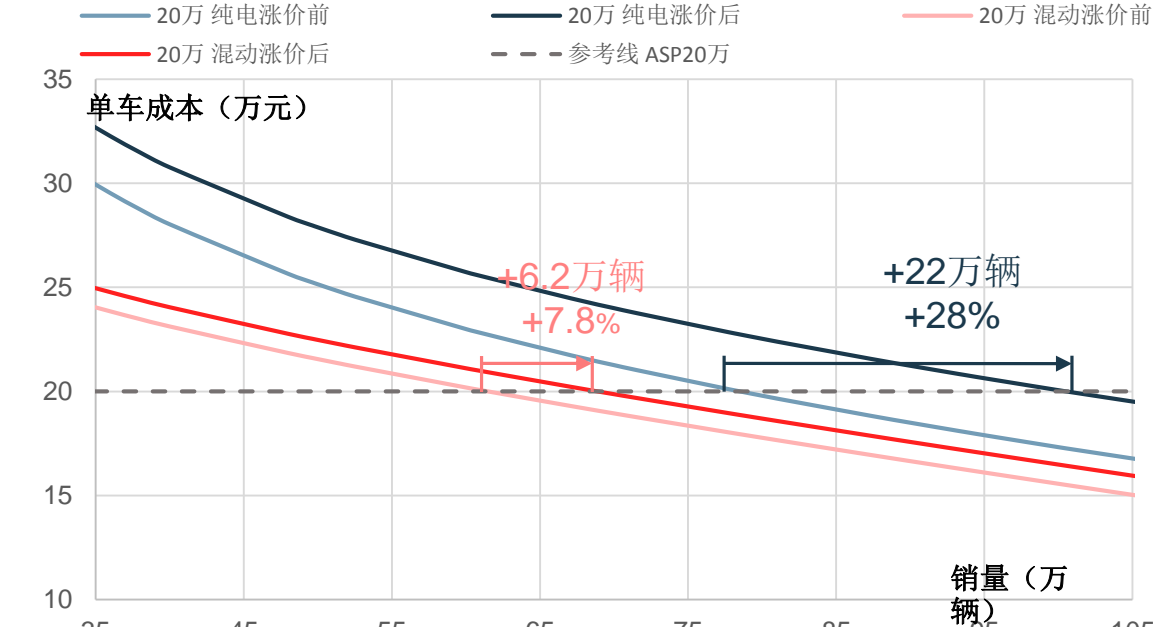
- 纯电：2023年国家补贴退坡1.26万，单车售价为30万/25万/20万/15万元的纯电车型受碳酸锂涨价和补贴退坡冲击后，销量分别需要+16.90%/+21.09%/+27.98%/+41.58% 才能达到盈亏平衡点，盈利压力加剧；
- 插混：2023年国家补贴退坡0.48万，单车售价为30万/25万/20万/15万的混动车型受碳酸锂涨价和补贴退坡冲击后，销量分别需要增加+5.04%/+6.12%/+7.76%/+10.61% 才能达到盈亏平衡点，盈利压力弱于纯电。

图：新能源车企季度净利润对比（单位：亿元人民币）



资料来源：公司公告，中信建投
注：基于新能源补贴取消、碳酸锂50万/吨的情景测算，混动车电池容量为纯电动车的30%。

图：2023年补贴取消下，纯电及插混车型（ASP=20万）盈亏平衡曲线

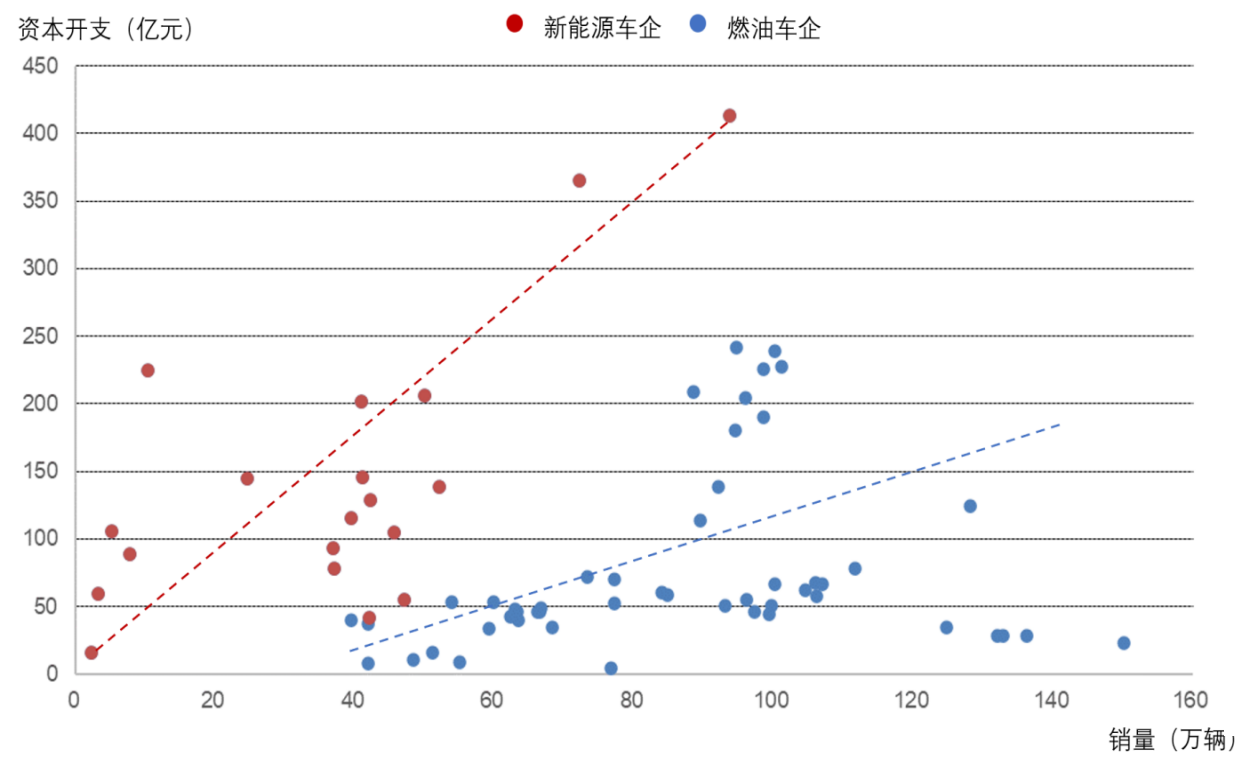


资料来源：中信建投

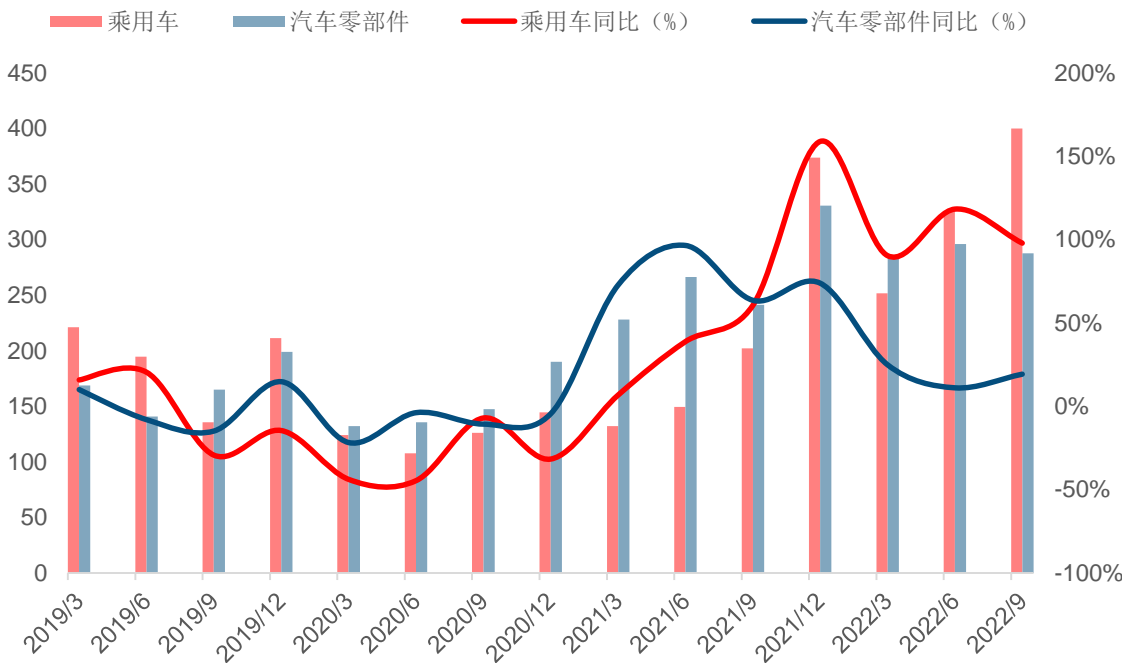
竞争门槛：新能源车企资本开支仍然高企

- 新能源车企大量的产能扩张和新技术应用对资本开支需求高，实际上提升了入局的门槛。
- 新能源时代的高资本开支带来高额的现金流量需求和折旧摊销费，尾部车企现金面临压力，同时需要承受巨大的资本开支，一旦产销无法有效卖过台阶，难以摊薄单车的折旧摊销成本，将面临巨大的生存压力。

图表： 新能源车企资本开支远高于燃油车企



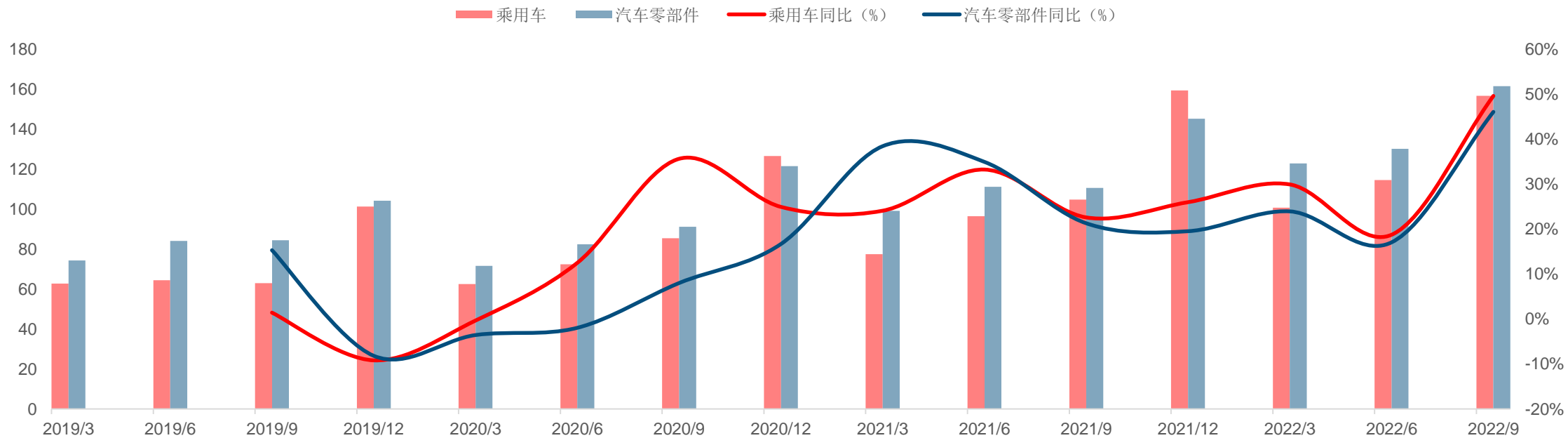
图表： 乘用车及零部件板块上市公司资本开支增速提升（亿元）



竞争门槛：新能源车研发费用不断增长

- 电动智能化产业链是研发及资本开支主要投向。1) 电动化成为车企核心竞争力，车型迭代速度加快，新车型项目及配套供应链研发及资本开支投入加大；2) 电动智能化技术变革，需加强自身在整车智能系统软硬件方面的自研能力。
- 研发支出扩张：2022Q1-Q3汽车行业上市公司研发费用总额892亿元，同比+28%，其中乘用车企业372亿元，同比+33.43%，汽车零部件企业437亿元，同比+28.7%。

图：2019-2021年乘用车及零部件板块上市公司研发费用扩张（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投
*注：包含中信汽车指数及申万汽车指数标的，剔除2020年及以后上市的公司

竞争加剧：供应链把控能力及现金投入能力凸显

- 竞争态势：2022年Q4起国内中高端新能源车市场需求增量较为乏力，叠加新车型投放加速及特斯拉新产能投放，行业竞争加剧，特斯拉主动开始降价促销，其中Model 3降价3.8-5万元，Model Y降价5.5-8.5万元；
- 供应链瓶颈：新势力相对传统车企供应链建设时间较短，新工艺、新配置应用较多，制约了新车型在手订单的交付节奏；；
- 投入能力：当前蔚小理等新势力盈利能力持续改善，资本开支及研发费用高增，现金较为充足，2023年新车型加速推出下投入预计还将加速。

图：2022年四季度特斯拉开始较大幅度降价

车型	降价后 (万元)	Q4高点 (万元)	降幅 (万元)
Model 3 后轮驱动版	22.99	27.99	↓5
Model 3高性能版	32.99	36.79	↓3.8
Model Y 后轮驱动版	26.19	31.69	↓5.5
Model Y长续航版	30.99	39.49	↓8.5
Model Y高性能版	35.99	41.79	↓5.8

表：造车新势力盈利、现金流及研发、资本开支

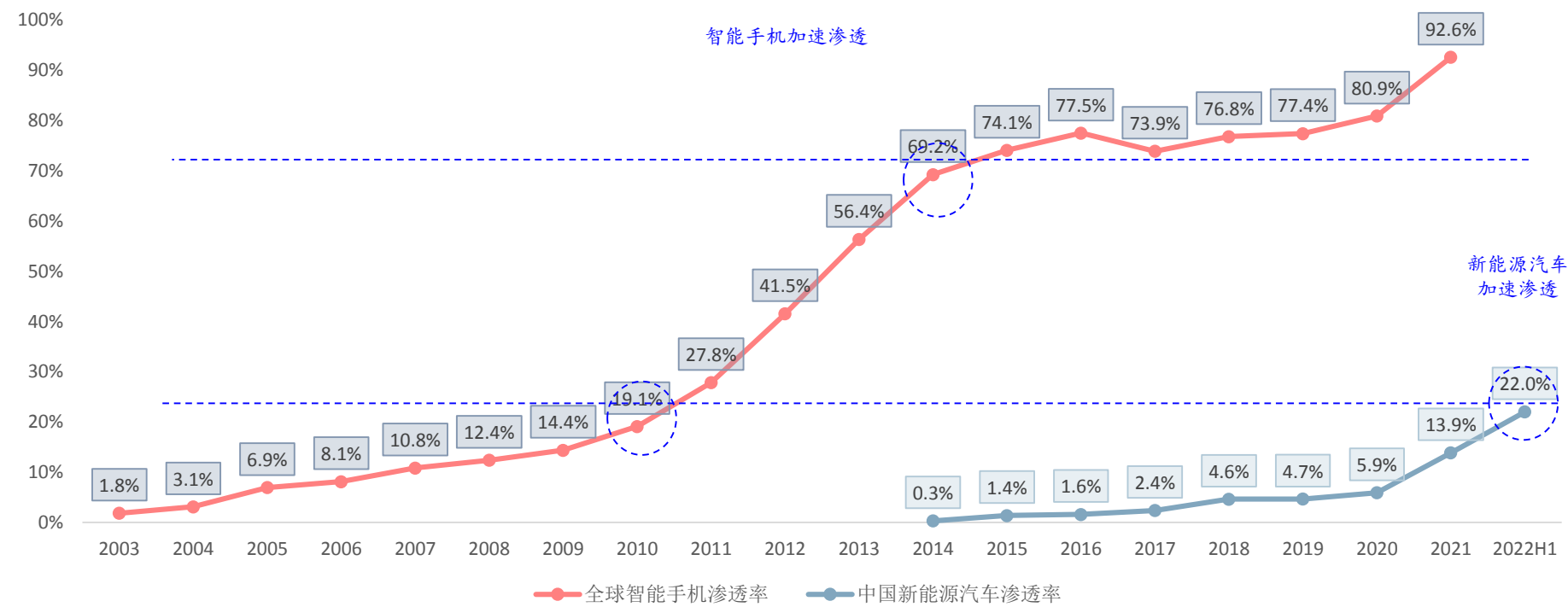
		特斯拉	蔚来	小鹏	理想	零跑
单车净利润 (万元)	2020	0.94	-12.61	-10.10	-0.47	-9.65
	同比增速 (%)	157.6%	77.7%	54.5%	-	-
	2021	3.76	-11.35	-4.95	-0.35	-6.34
	同比增速 (%)	299.2%	10.0%	51.0%	23.9%	34.3%
	2022Q1-Q3	6.93	-10.57	-6.88	-2.61	-4.32
资本开支 (亿元)	2020	211.54	11.28	12.32	6.75	3.22
	同比增速 (%)	111.01%	-33.9%	-35.4%	-29.2%	-23.15%
	2021	415.31	40.79	28.11	34.45	15.25
	同比增速 (%)	96.33%	261.61%	128.17%	410.37%	373.60%
	2022Q1-Q3	377.28	-	-	13.32	7.53 (22H1)
研发费用 (亿元)	2020	97.29	24.88	17.26	11	2.89
	同比增速 (%)	3.84%	-43.8%	-16.62%	-5.90%	-19.27%
	2021	165.32	45.92	41.14	32.86	7.4
	同比增速 (%)	69.9%	84.6%	138%	199%	156%
	2022Q1-Q3	160.81	68.56	39.85	47.1	5.26(22H1)
期末现金 余额 (亿元)	2020	1298.52	385.45	315.42	101.73	1.01
	同比增速 (%)	174.4%	3793%	1209.9%	608.4%	-51.0%
	2021	1156.81	183.75	116.35	304.93	43.38
	同比增速 (%)	-10.9%	-52.3%	-63.1%	199.7%	4195%
	2022Q1-Q3	1430.54	-	93.1(22H1)	405.7	31.0(22H1)
维持年数		1.99	1.39	1.15	5.04	1.21
备注			蔚来22Q1-Q3均未公布现金CAPEX	小鹏22Q3未公布现金和CAPEX		注：零跑未公布22Q3业绩，按照Q1-Q2

数据来源：公司公告，Wind，中信建投 维持年数=期末现金余额/（资本开支+研发费用），取最新值

电车淘汰油车很快，但电车淘汰电车放缓—本质是体验感的差异

- 新能源汽车渗透率在2020年出现明显的拐点，并从2020年的5.91%快速提升至2022H1的22.02%；渗透趋势与智能手机的高度相似，市场竞争白热化，处于智能手机发展的第二阶段。
- 有别于排量等物理属性，当下1) 市场需求模糊化、品牌溢价重新构筑，2) 产品层面, 电动智能无法定量区分产品，长期看或重复手机的同质化竞争。

图表：新能源汽车渗透率快速提升，与智能手机发展历史相似



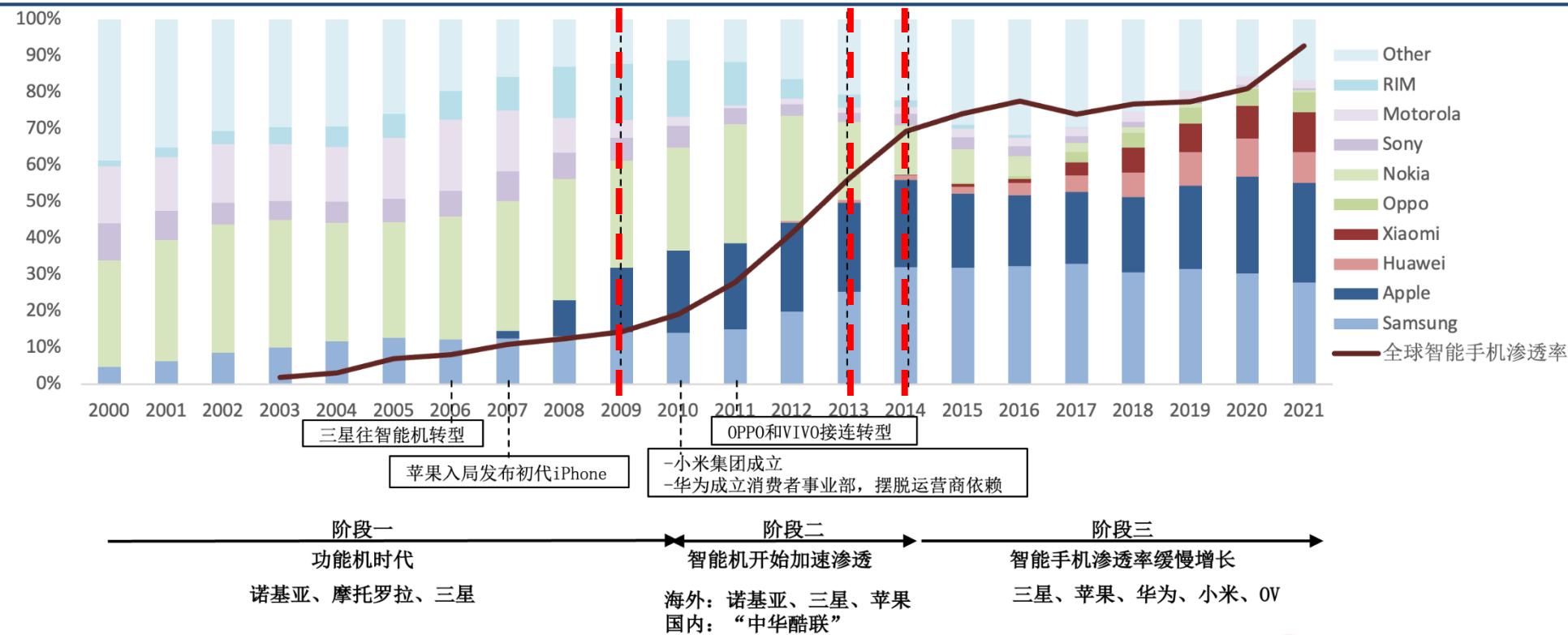
资料来源: Wind, 中信建投

智能机替代功能机迅速，但智能机之间洗牌放缓

回顾手机发展历史，一共可以分为三阶段：功能机阶段、智能手机加速渗透阶段和智能手机渗透率缓慢增长。

- 功能机阶段（-2009年）：该阶段的主要玩家有诺基亚、摩托罗拉和三星。苹果和三星在该阶段入局。
- 智能机加速渗透阶段（2010-2013年）：全球智能手机渗透率快速从19%提升至69%，洗牌加速。
- 智能手机渗透率缓慢增长阶段（2014-至今）：竞争格局较为稳定，主要有三星、苹果、华为、小米和OV，洗牌放缓。

图表：全球手机厂商市占率和智能手机渗透率变化



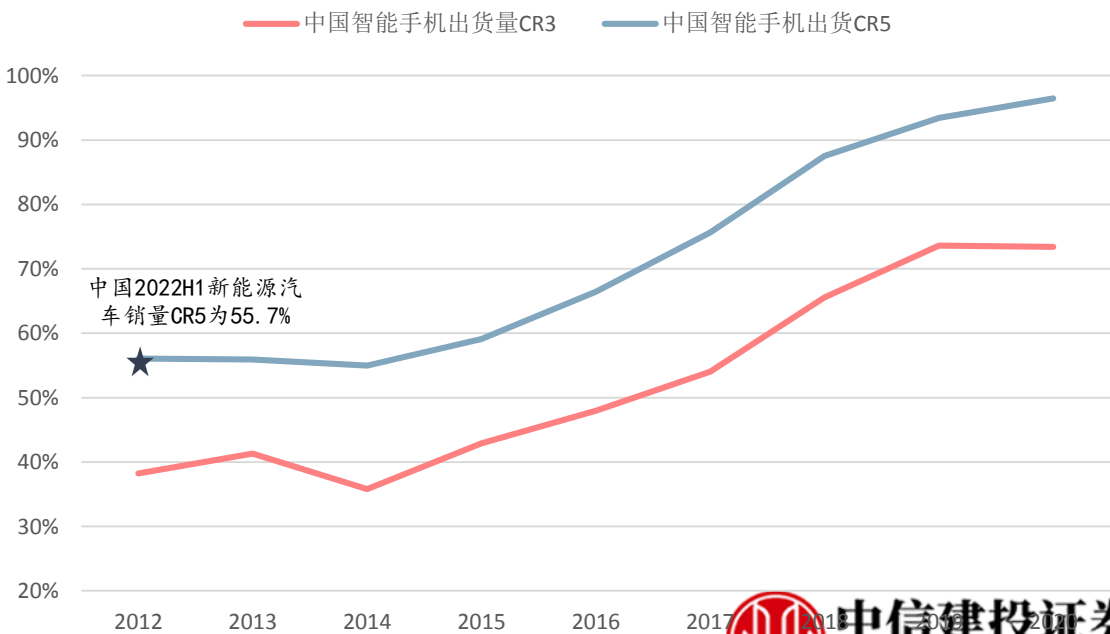
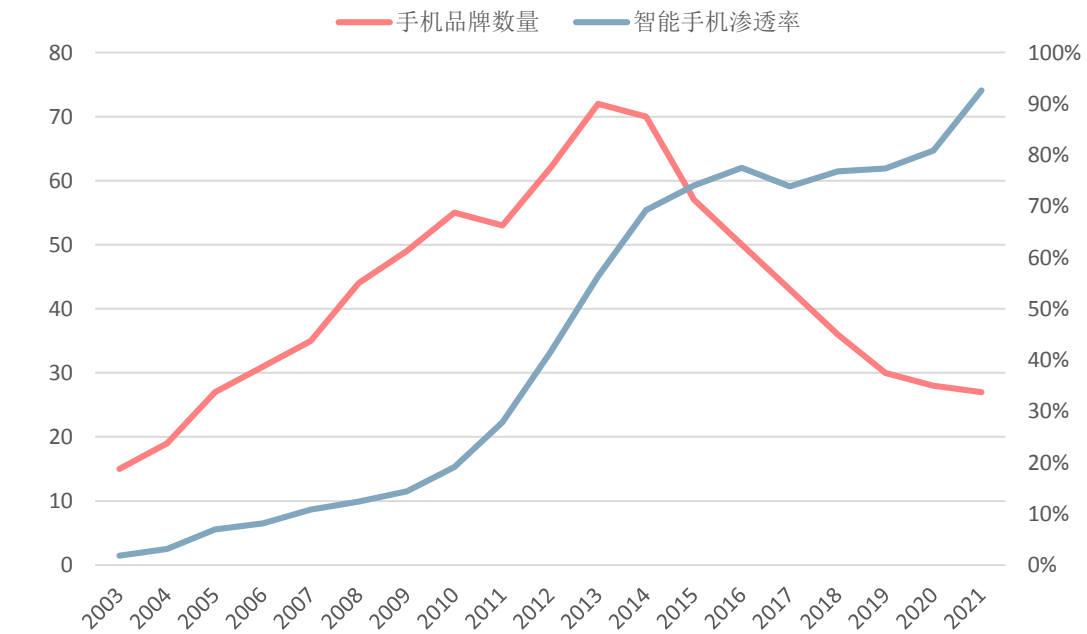
手机品牌数量先升后降，带动市场集中度快速提升

回顾发展历史，手机品牌数量呈现先增后降的趋势，品牌集中度持续提升。

- 截至智能手机加速渗透阶段结束，手机品牌数量处于上行阶段。1) 在功能机阶段，已有部分厂商创立品牌布局智能手机，手机品牌数量增多。2) 在智能手机加速渗透阶段，智能手机围攻功能机，品牌数量持续增加至2013年的72家。3) 在渗透率开始变缓即2014年开始，转型失败的功能机厂商和未抢占市场的智能手机厂商停止发布新机型，陆续宣布退出手机市场，品牌数量一路下行。
- 因头部品牌快速抢占市场份额，叠加尾部品牌加速出清市场，中国智能手机CR3和CR5呈现快速上升的趋势。

图表：2003年至2021年手机品牌数量与智能手机渗透率

图表：中国智能手机出货量CR3和CR5



30
资料来源：CAMO，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

目录

一、2022年：刺激政策+需求压制并存，需求拐点将至

二、自主崛起大势所趋，从工业品到消费品，对软实力要求增加

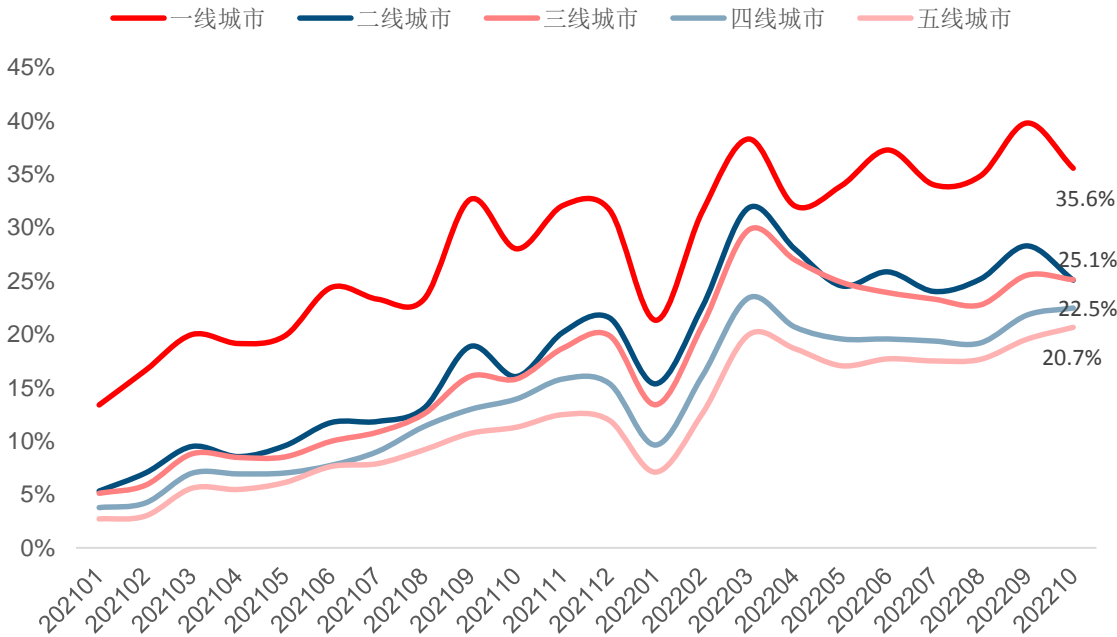
三、为盈利、规模而卷！快速洗牌

四、混动平价+高端品牌护城河，品牌长期竞争力开始凸显

电动化下半场市场增量：中长期加速向低线城市普及

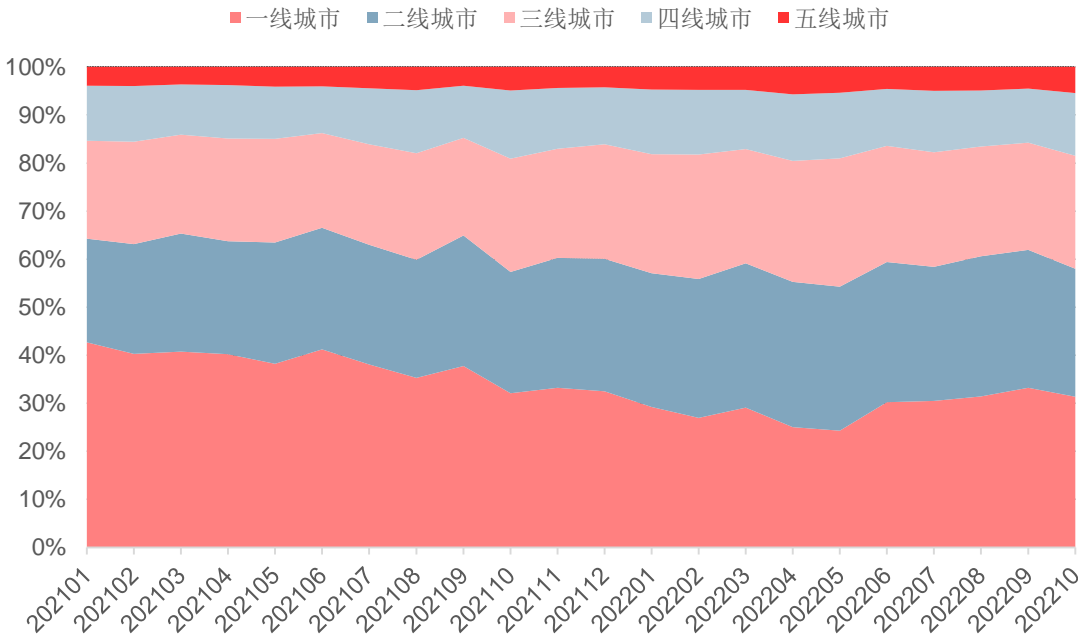
- 一线城市电动化渗透率较高。10月渗透率达35.6%，同比+7.6pct，其他城市渗透率快速突破，二/三/四/五线城市新能源渗透率分别达25.1%/25.1%/22.5%/20.7%，同比分别+9.0/+9.3/+8.5/+9.4pct；
- 低线城市销量占比逐步提升。从2021年1月至2022年10月，新能源销量中一线城市的占比从42.7%下滑11.3pct至31.4%，二线城市占比提升5.1pct，三线城市占比提升3.1pct，四五线城市提升空间大。

图：各级别城市新能源渗透率



数据来源：交强险，中信建投

图：各级别城市新能源销量占比

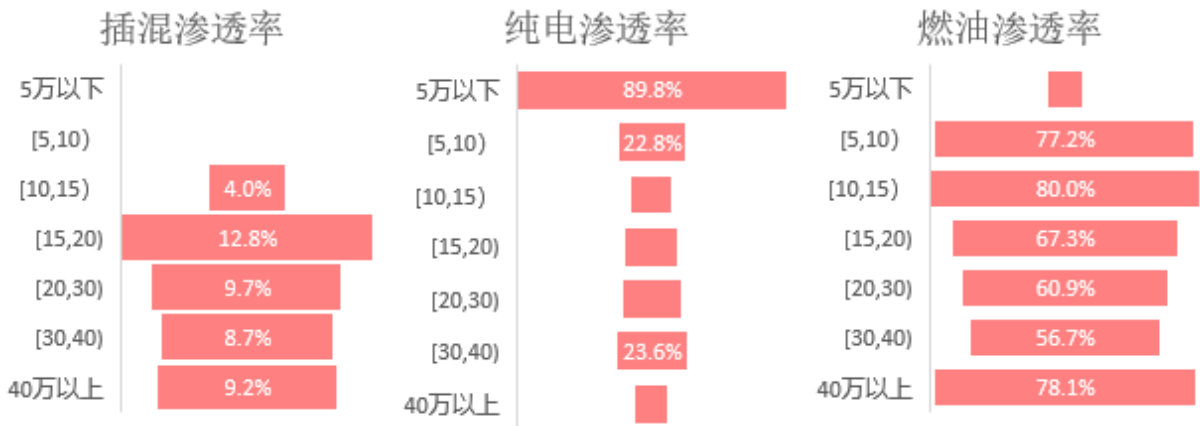


数据来源：交强险，中信建投

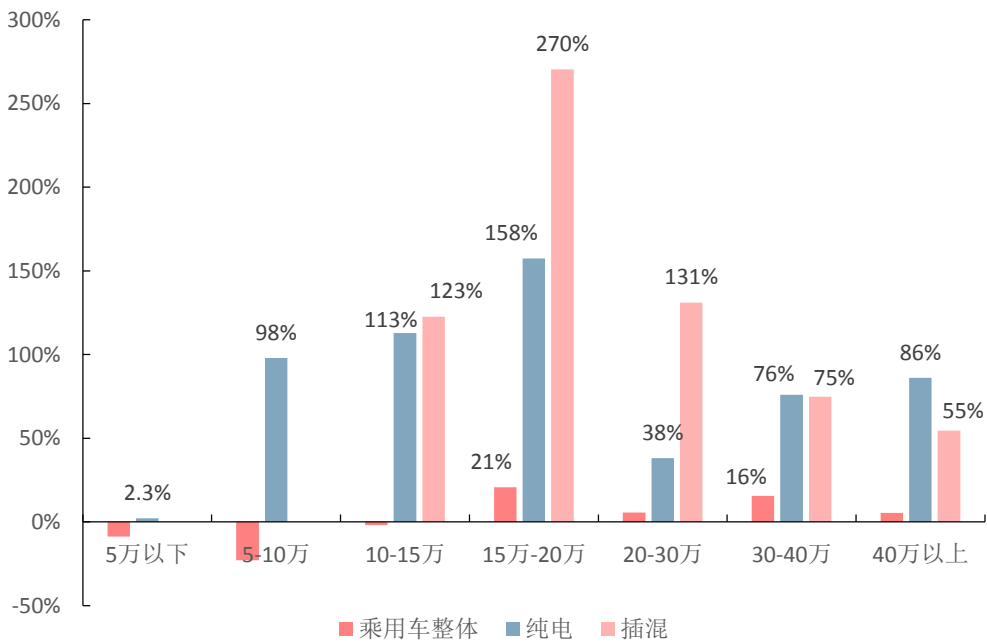
借电动化东风，自主渗透率提升离不开插混大众化

- 插混市场加速大众市场替代燃油车。插混纺锤形市场结构与整体乘用车市场结构较为接近，但因混动附加成本导致价格带中枢平均高5万元，2022年15-20万价格带销量同比增速高达270%，未来随着规模化降本有望加速10-15万燃油车主流市场替代。
- 纯电在大众及高端市场还有较大渗透率提升空间。纯电哑铃形市场结构（低端与中高端占比高）随着电池等降本推进具备优化空间。

图：2022年1-10月国内乘用车整体及纯电、插混分价格带渗透率



图：2022年国内乘用车整体及纯电、插混分价格带销量同比增速



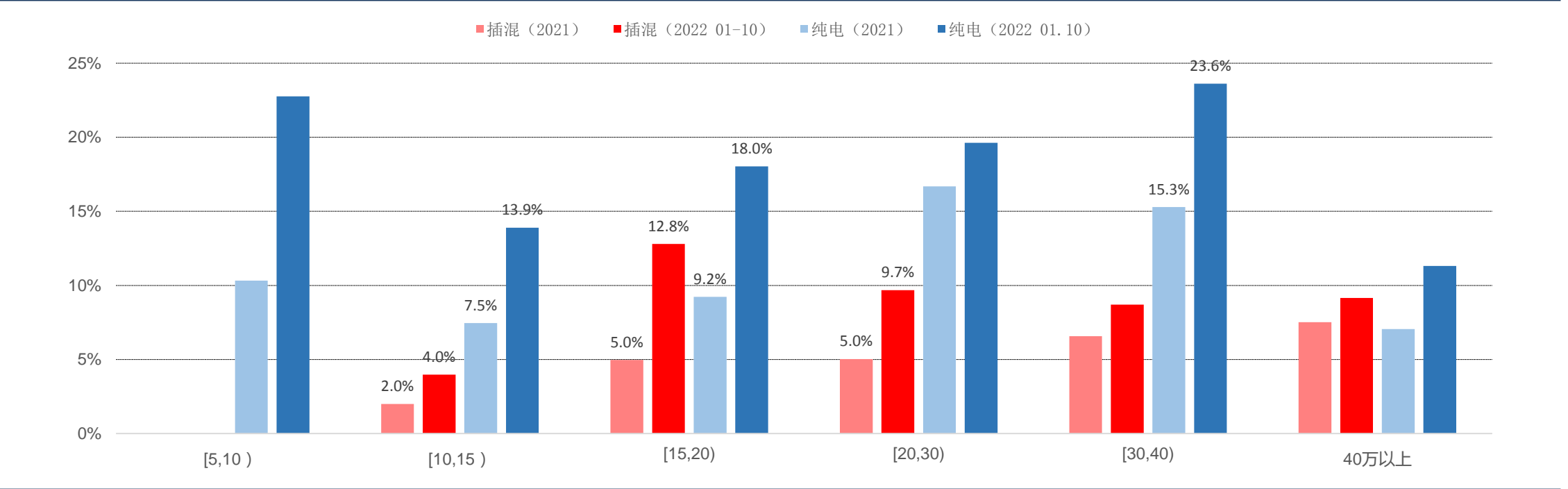
数据来源：乘联会，中信建投

数据来源：乘联会，中信建投

类比20年30万以上的市场，23年20万以内供给爆发

- 插混市场加速大众市场替代燃油车。2022年1-10月，10-15万渗透率4.0%，同比+2.0pct；15-20万渗透率12.8%，同比+7.8pct；20-30万渗透率9.7%，同比+4.6pct。2023年比亚迪、吉利、长城及长安等拟推多款主力15-25万插混新车型。
- 纯电市场在补贴取消后加速高端化竞争。2022年1-10月，15-20万、20-30万、30-40万渗透率分别为18.0%、19.6%、23.6%，同比分别+8.8pct、+2.9pct、+8.3pct。2023年理想、蔚来、比亚迪、极氪、赛力斯等拟推多款售价25万以上新车型。

图：2021年及2022年1-10月国内乘用车各价格带纯电/插混渗透率



数据来源：乘联会，中信建投

能力外化：自主品牌进入强势车型周期

新一轮产品周期开启，各品牌新车产品陆续发布，有望推动自主市占率进一步提升。

- 2月8日理想汽车发布L7，目标客群为三口之家，百公里加速5.3秒，WLTC综合续航里程达1100公里；新增Air版配置，Air/Pro/Max版定价分别为**31.98/33.98/37.98万元起**，将于3月开始交付。
- 2月9日，零跑发布C11增程版，官方指导价**15.98万元~20万元**，纯电续航180/285km，为目前增程最大续航里程。
- 2月10日，秦PLUS DM-i 2023冠军版正式上市，官方指导价**9.98万元~14.58万元**，DM-i车型价格首次下探至10万以内。
- 2月23日，吉利银河将发布首款车型，同时还将发布新能源战略，旗下车型将会由大里程PHEV和纯电车型组成。
- 长安深蓝S7已完成工信部申报，将同时发布纯电和增程版本，补强深蓝品牌产品矩阵。

图：自主品牌强势新车型

理想L7



秦PLUS DM-i



吉利银河车型



C11 增程版



深蓝S7

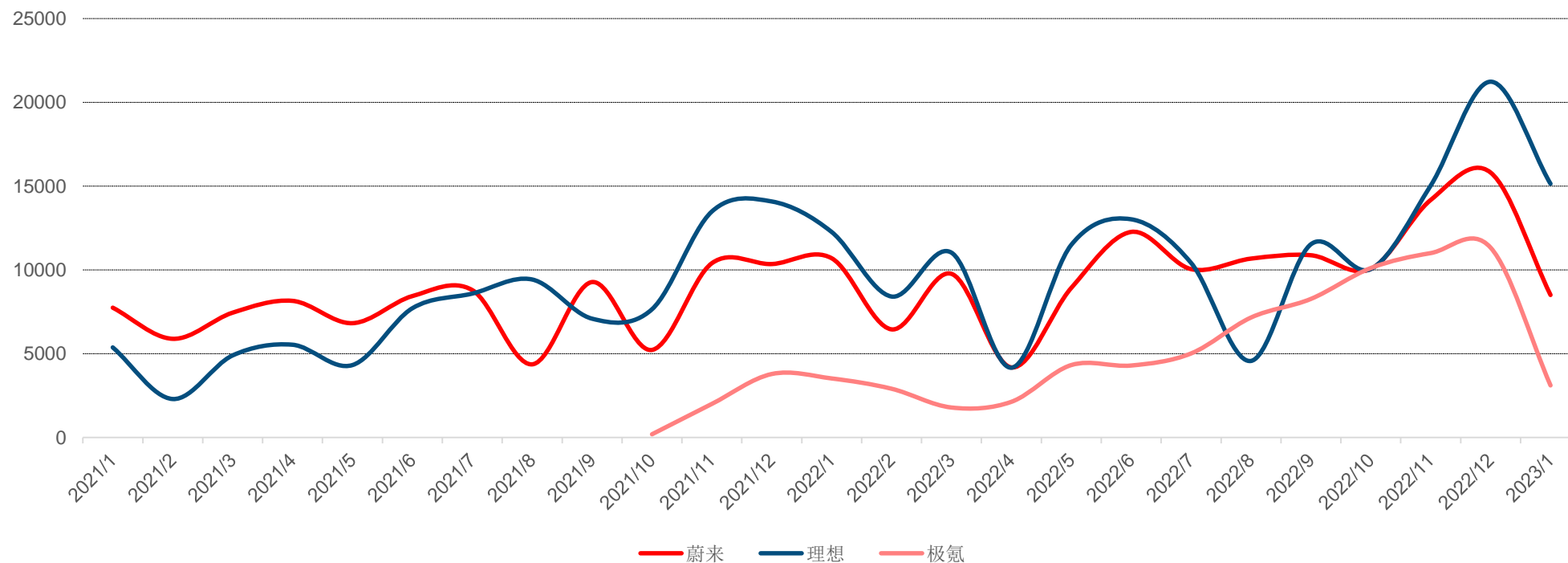


中信建投证券
CHINA SECURITIES

品牌周期：高端品牌护城河已初步构建

- 一线新势力已完成高端市场品牌构建。2022年蔚来、理想、极氪【售价30万以上】新能源车型平均月销量分别约1.03、1.11、0.60万辆，大幅领先于其他竞争对手；赛力斯、岚图、智己、红旗等品牌在后追赶。

图：2021年起，售价30万以上高端新能源车市场分品牌月销量：蔚来和理想已经稳定1万以上



数据来源：乘联会，中信建投

备注：为方便横向比对，极氪定价略低于30万的部分也计入

从产品周期走向品牌周期：持续的高盈利和高估值

- 与汽车行业估值逻辑不同，超豪华汽车品牌的估值逻辑是顶级奢侈品的品牌差异化逻辑。法拉利产品主打性能+运动，娱乐性远大于实用性，具有玩具属性，周期性弱、购买频率高。
- 高端品牌拥有稳定的品牌形象和优质的消费群体，长期享受高盈利和高估值，如法拉利19年以后PE中枢维持在42倍，单车利润维持在6.5万欧元以上。

图：法拉利估值复盘

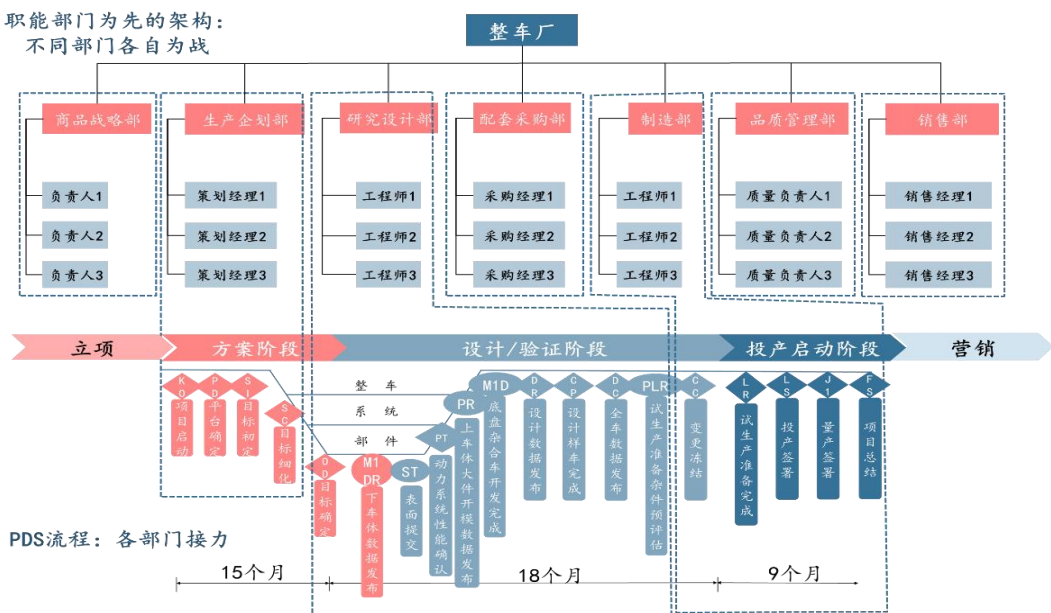


资料来源：Wind、中信建投

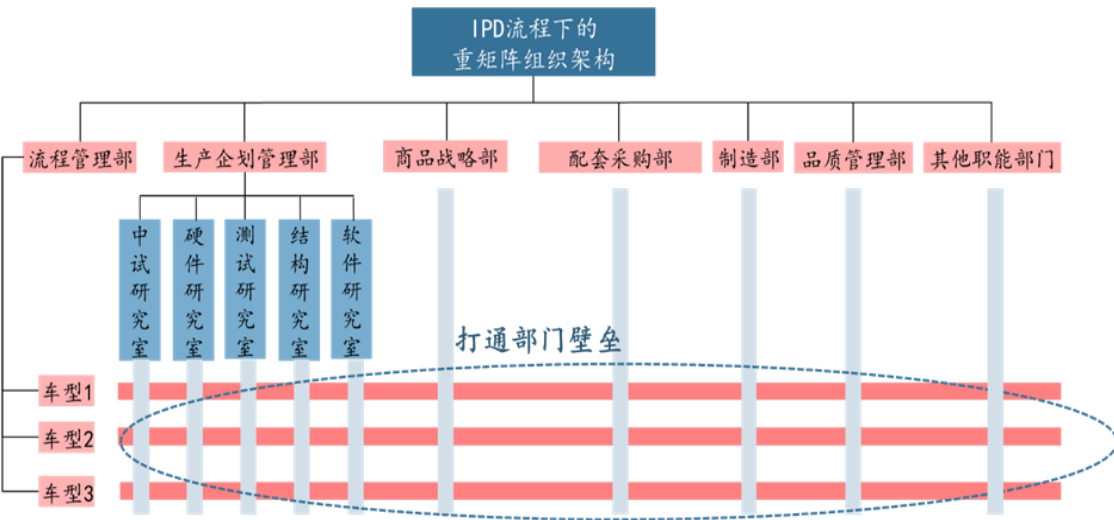
类比其他消费品：盈利-销量-组织架构决定长期能力

- 整车厂原架构是横向架构，每款车型的诞生经历战略-企划-研究设计-采购-制造-质控-销售的横向体系。缺点在于：①各个部门之间员工勾稽关系相对复杂；②以行政单位作为部门划分，沟通壁垒相对高；③单款车型对于行政部门的激励相对弱
- 矩阵型组织最大的特点，是确保全流程的管理质量，横向团队规划路、修路、运营路，纵向团队造车、开车、运营车，高质量的道路配合高水平的车队，把持续创造的价值源源不断的运送给消费者，并获得商业上的成功，产生良性循环。
- 拥有更为现代的组织架构的主机厂，在面对市场需求偏好、竞争格局的剧烈变化时，能够更加快速反应，灵活应对，占据先机。

图：老的PDS流程——职能部门各自独立，接力式完成



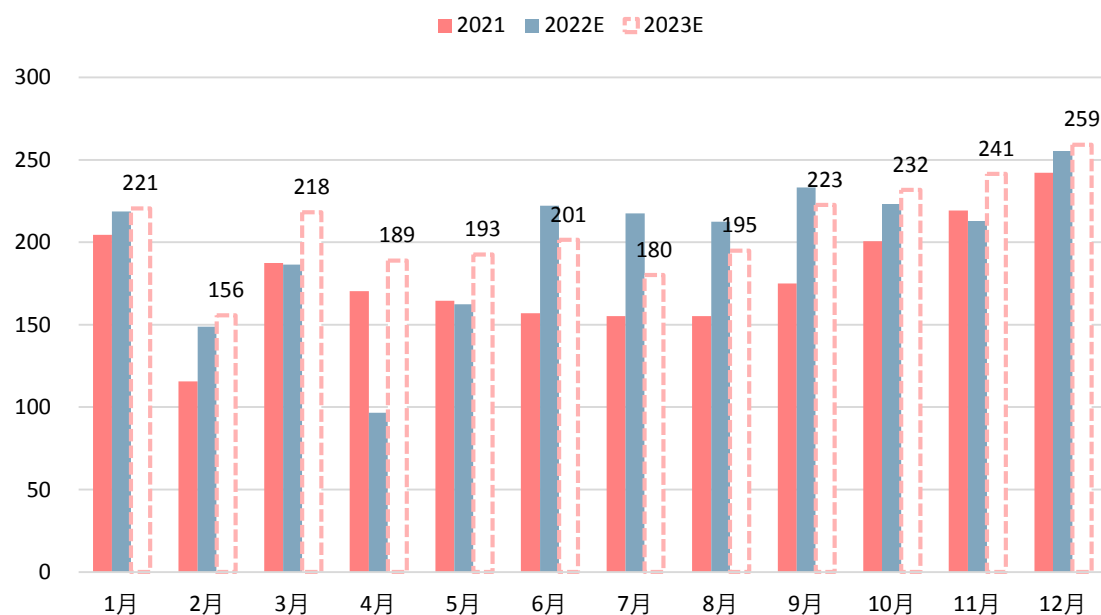
图：车企IPD流程下的矩阵式结构



板块择时：紧盯预期修复到景气拐点，关注政策催化

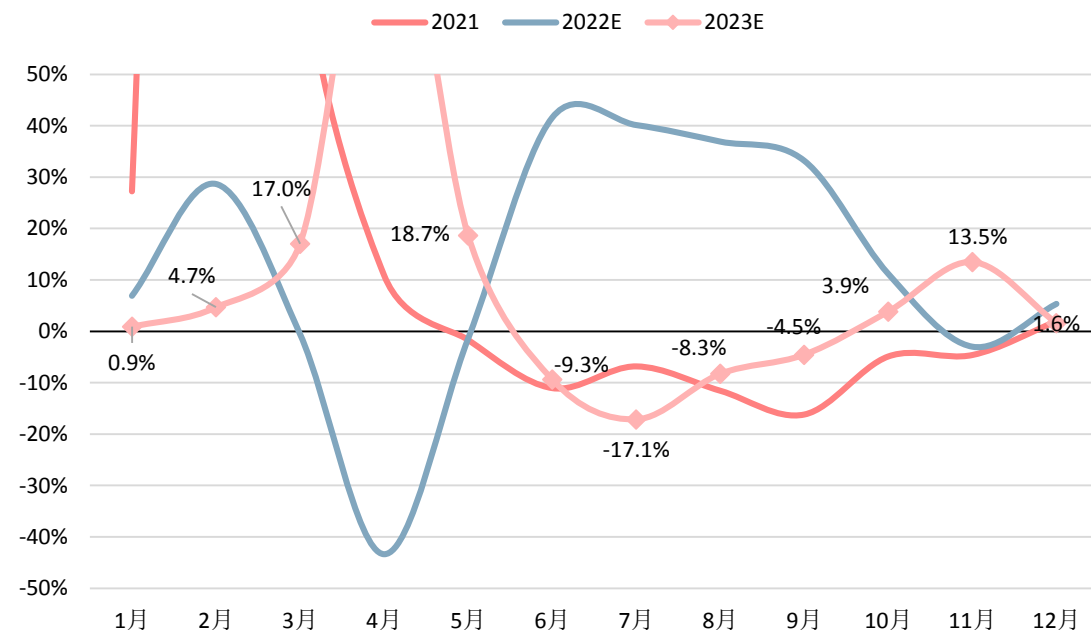
- 板块择时：当前预期修复开启静待景气拐点，重视潜在政策催化；
- 全年总量：预计2023年国内乘用车批发销量2507万辆，同比+5%，其中国内零售2169万辆，同比+4.1%；出口349万辆，同比+35.6%；库存-10万辆；其中新能源乘用车零售量约865万辆，同比+40%，新车渗透率约38%，同比+10pct。
- 月度销量：预计销量同比增速将呈N型走势，1-4月单边向上（2022年3-5月疫情冲击下低基数），5-7月扭头向下（6-8月供需后置&政策刺激下高基数），8-11月反转向上（2023年需求复苏），12月回落（2022年末扶持政策退坡前抢装）。
- 个股择时与推荐：当前整车股价底部区间（中期买点），看预期修复及基本面拐点（行情先行及高弹性），推荐比亚迪、长安汽车、长城汽车等强势自主，关注理想汽车、吉利汽车；零部件2023年估值接近中低位，看边际变化逢低配置（成长属性首选），推荐继峰股份、华懋科技、三花智控、拓普集团、文灿股份、爱柯迪、伯特利等。

图表：2021-2023年国内乘用车批发销量预计（单位：万辆）



资料来源：中汽协，中信建投

图表：2023年国内乘用车同比增速走势：3-5、11月处于高位



资料来源：中汽协，中信建投

风险提示

- 1、行业景气不及预期。2020 年至今汽车消费需求受新冠疫情及宏观经济预期转弱等因素影响较大，叠加产业链芯片等零部件环节供给偏紧冲击，行业供需两端波动较大。2022 年汽车购置税减征等稳增长政策刺激下，下半年行业呈现高景气，2023 年政策扶持退坡预期下，未来行业景气或存在波动。
- 2、行业竞争格局恶化。汽车电动智能化趋势下，国内零部件供应商竞相布局，随着技术进步、新产能投放等供给要素变化，未来行业竞争或将加剧，公司市场份额及盈利能力或将有所波动。
- 3、客户拓展及新项目量产进度不及预期。汽车电动智能化趋势下，公司加速主机厂新客户拓展，考虑到车企新车型项目研发节奏波动，特定时间段内或存在项目定点周期波动；此外，公司新产能建设或受不可控因素影响而导致量产进度不及预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B
座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk