

汽车整车2023年中期投资策略

——创新驱动新能源车持续高增长，一线龙头 即将浮现

安信证券研究中心

汽车行业分析师 徐慧雄

SAC执业证书编号：S1450520040002

研究助理 吴婉霞、谷诚

2023年6月



安信证券
ESSENCE SECURITIES

- **2023年行业总量趋稳，新能源依然高增长。**1) 乘用车总量：我们预计2023年乘用车销量有望达2265万辆，同比下降2.2%。国内需求方面，价格战影响减弱、库存逐步消化，国内需求有望迎来修复回暖。出口需求方面，中国车企依靠新能源技术实现产品力提升，突破欧美发达国家市场，并在传统发展中国家市场实现市占率提升，2023年乘用车出口有望延续高增长趋势。2) 新能源车总量：技术和产品的加速迭代有望推动新能源车渗透率持续显著提升。技术维度，多家车企混动技术持续迭代创新、高压快充方案加速落地，填补供给空白；产品维度，不同车企在不同价格带纷纷推出极富竞争力的产品，如：比亚迪冠军版系列、长城枭龙系列、吉利银河系列等。我们预计2023年新能源乘用车销量有望达到936万辆，同比增长44.5%，新能源渗透率达到41.3%，同比+13.3pct。
- **格局愈发清晰，一线龙头即将浮现。**从2023M1-M4各车企的销量表现看，行业格局已初步分化，头部车企份额明显提升，弱势新势力和合资品牌份额下滑。未来新能源头部车企有望加速发力，合资品牌 and 二线新势力产品节奏较慢，或较难扭转弱势地位，行业有望迎来第一梯队的浮现和末位的加速淘汰。我们认为，新品推出节奏越快、产品胜率越高的企业有望最终胜出；平台化能力强、产品迭代快，并且成本管控能力强的企业具备这样的能力。行业格局愈发清晰，一线龙头即将浮现：1) 比亚迪和理想具有强平台化能力，新品推出节奏快，能更快实现规模化和降本。其次，长城、吉利和长安具有较多成熟产品积累，产品快速迭代，胜率较高；理想等新势力软件迭代速度较快，能够保持产品强竞争力。此外，头部传统车企和理想成本管控能力较强、具备持续造血能力，有望持续推出高性价比产品，抢占更多市场份额。2) 从更直观的层面看，头部传统车企和理想加快布局新能源全市场，加速品牌向上，并且密集推出重磅新品，有望在激烈的竞争中胜出。基于不同车型的产品力和竞争力，我们对细分车型进行销量预测，我们预计2023年比亚迪、吉利、广汽埃安、长城、长安、理想的新能源车销量分别为320万、55万、54万、50万、46万和32万辆，份额分别为34%、6%、6%、5%、5%和3%。
- **盈利展望：头部车企新能源车盈利有望持续上行。**短期来看：半年至一年维度内头部车企的盈利能力有望持续提升，核心原因在于，其一：自主品牌新能源车销量的提升预计会带来显著的规模效应，拉动盈利提升；其二：合资品牌的产品力弱化，销量占比从20Q2的57.7%下降至23Q1的38.08%，预计会加速出清，行业格局优化有望带来盈利改善；其三：头部自主品牌的销售结构升级趋势明显，我们测算2023Q4中4家传统车企20万以上车型的销售占比有望达到31.4%。由于高端车型的盈利性更好，主机厂的盈利有望上行。远期来看，头部自主车企的净利率有望达到甚至超过10%。核心原因在于，其一：新能源车技术变化较快、容易形成强者恒强的局面，因此行业集中度有望较高，2023Q1新能源车CR10为80.43%，高于2018年乘用车行业CR10（55%），远期头部车企的净利率有望超过燃油车时代主流合资品牌（10%左右）；其二：如今汽车行业和早期家电行业较为类似，因此汽车行业远期格局可以参考家电行业的现状。但汽车的差异化程度超过家电，因此盈利空间更大。远期头部自主车企的净利率水平有望超过目前家电龙头企业（10%左右）。
- **推荐及关注标的：比亚迪、长城汽车、广汽集团、吉利汽车、长安汽车**
- **风险提示：行业价格战加剧，新产品进展不及预期，新车型销量不及预期。**

- 1. 2023年行业总量趋稳，新能源依然高增长
 - 1.1. 乘用车总量：需求复苏叠加强势出口，2023年总量保持稳健
 - 1.1.1. 国内需求逐步修复，下半年有望持续复苏
 - 1.1.2. 新能源技术助力产品力提升，出口保持高增长趋势
 - 1.1.3. 预计2023年乘用车销量有望达2265万辆
 - 1.2. 新能源乘用车：技术&产品创新加速，总量持续高增长
 - 1.2.1. 技术维度：技术更新迭代，填补供给空白
 - 1.2.2. 产品维度：重磅优质供给频出，加速燃油产品替代
 - 1.2.3. 预计2023年新能源乘用车销量有望达936万辆

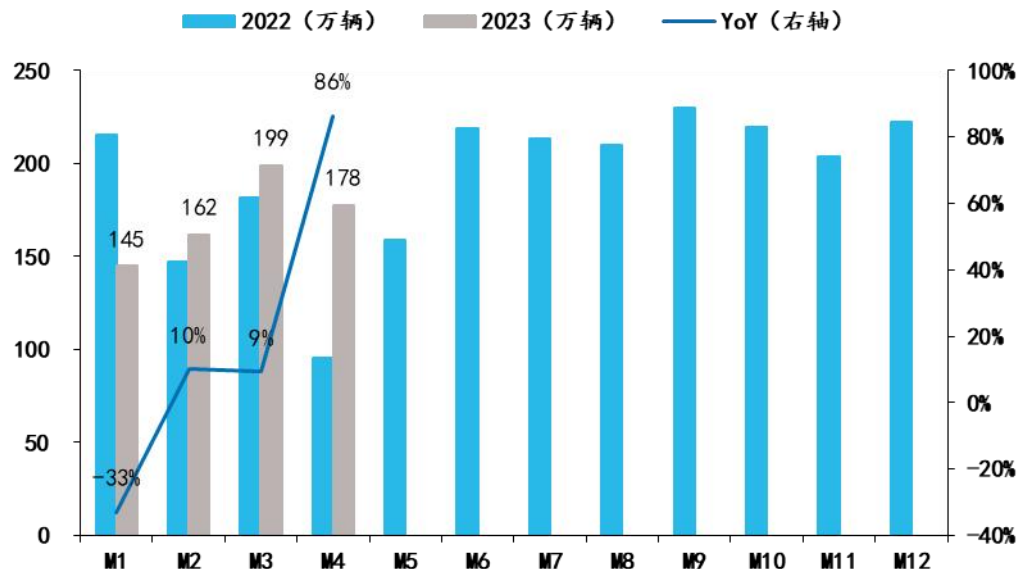
1.1 乘用车总量：需求复苏叠加强势出口，2023年总量保持稳健

1.1.1 国内需求逐步修复，下半年有望持续复苏

2023年上半年乘用车行业复盘：

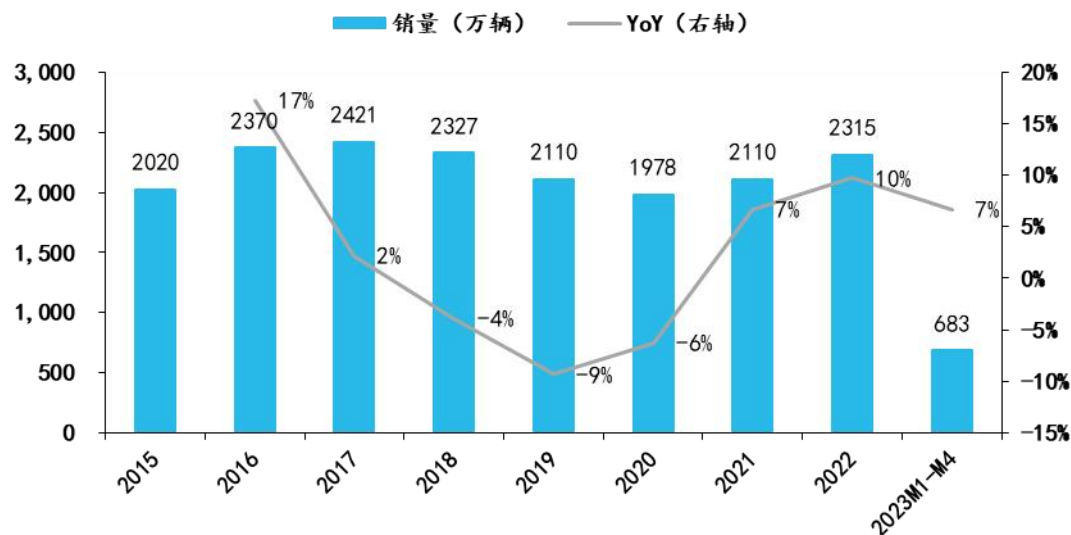
- ✓ 1-2月，春节淡季、需求透支以及价格战观望情绪抑制乘用车需求释放；乘用车累计销量307万辆，同比下降15.5%。
- ✓ 3月，观望需求逐步释放，销量修复；乘用车销量达199万辆，同比增长9.3%，环比增长22.9%。
- ✓ 4月，去年同期基数受疫情影响较低，乘用车销量178万辆，同比增长86.4%。1-4月，乘用车销量683万辆，同比增长6.7%。

2022-2023乘用车月度销量及同比增速



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

2015-2023前四月乘用车销量及同比增速



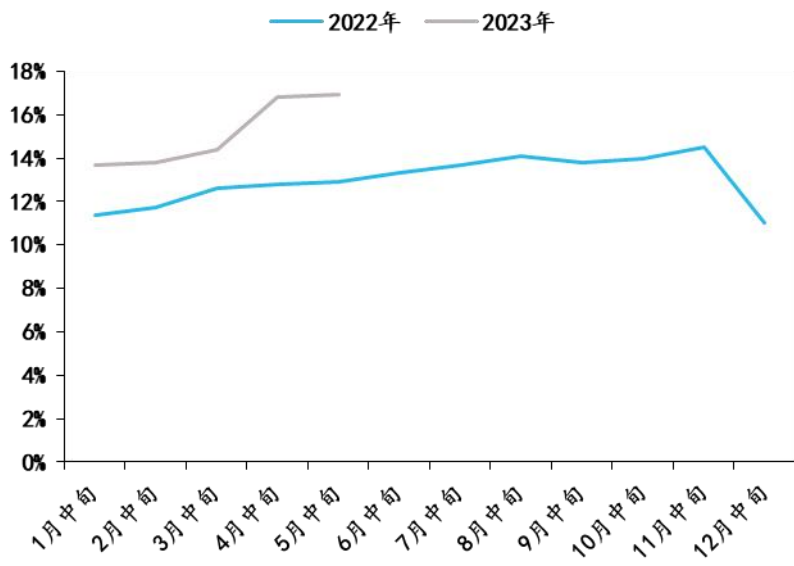
资料来源：乘联会、安信证券研究中心

1.1 乘用车总量：需求复苏叠加强势出口，2023年总量保持稳健

2023年下半年国内需求有望持续复苏：

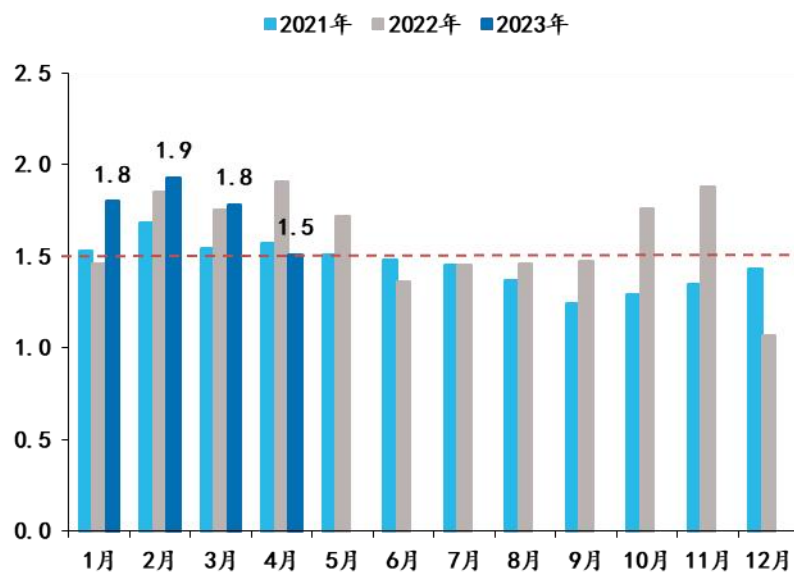
- ✓ 价格战影响减弱，观望需求逐步释放：1) 前期，车企主要受特斯拉降价影响及去库存压力开启降价，降价预期下终端消费持币观望；2) 3月中旬起，理想、腾势、领克、零跑、哪吒等品牌推出保价政策，5月特斯拉上调产品价格，调整终端降价预期，催化终端观望需求落地；3) 后续车企将陆续推出低价、高配置新车型或改款车型，变相降价以扩大销量。据乘联会数据，5月中旬乘用车总体市场折扣率约为16.9%，与4月基本一致，终端价格企稳。
- ✓ 库存逐步消化，渠道库存回归合理水平：2023年1-3月，汽车库存系数受春节淡季、终端观望情绪、国六a/国六b切换等因素的影响保持在1.8月及以上的较高水平，4月清库存效果显著，库存系数回落至约1.5月。从库存增加额来看，2022年渠道库存累计增加109万辆，占批发销量的4.6%；2023年1-4月渠道库存累计增加14.9万辆，占批发销量的2.1%。

2022-2023年乘用车总体市场折扣率



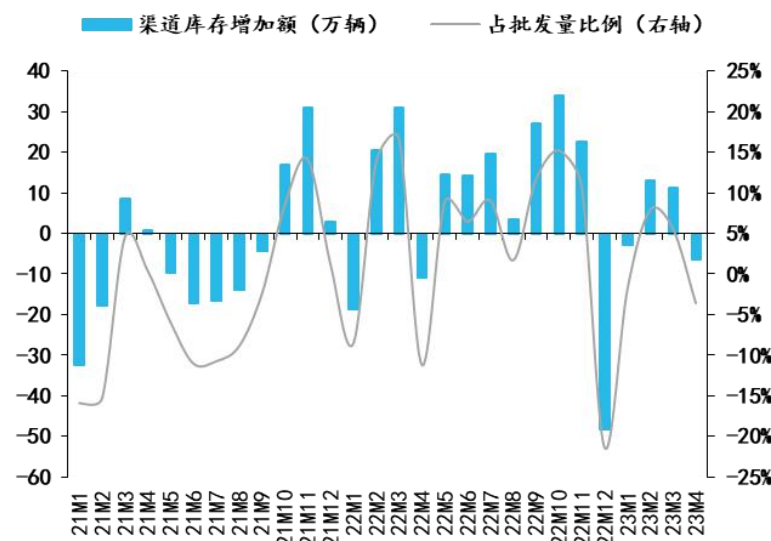
资料来源：中国汽车流通协会、安信证券研究中心

2021-2023年汽车月度库存系数



资料来源：Marklines、中汽协、安信证券研究中心

2021-2023乘用车月度库存增加额



资料来源：Marklines、中汽协、安信证券研究中心测算
注：渠道库存增加额=批发销量-（零售销量-进口销量）-出口销量

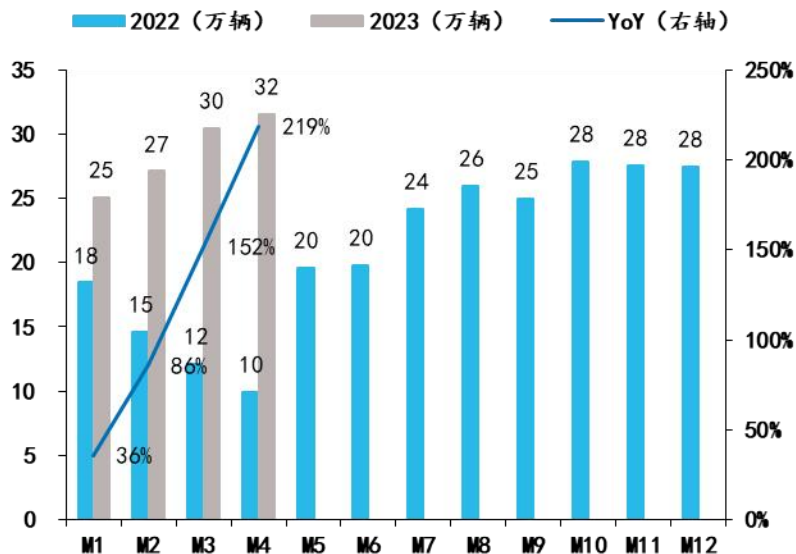
1.1 乘用车总量：需求复苏叠加强势出口，2023年总量保持稳健

1.1.2 新能源技术助力产品力提升，出口保持高增长趋势

2023年上半年乘用车出口复盘：

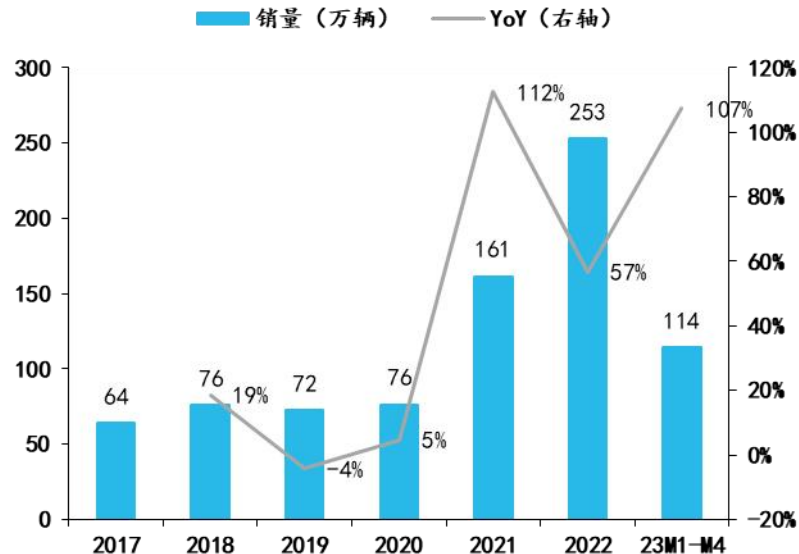
- ✓ 1-4月，中国车企乘用车出口保持高增长趋势，乘用车累计出口114万辆，同比增长107%。
- ✓ 1-4月，乘用车主要出口欧洲、南美、东南亚和中东地区。其中俄罗斯、墨西哥、比利时、澳大利亚等市场的表现较强；俄罗斯、墨西哥、西班牙、澳大利亚、英国贡献较大增量。
- ✓ 我们认为，2023年乘用车出口优异表现主要来源于，汽车电动智能化革命及国际地缘政治变动带来的竞争格局重塑：1) 新能源车技术加持下中国汽车产品力提升，在欧美发达国家市场实现突破；2) 俄乌危机背景下，俄罗斯市场国际品牌退出，中国品牌市占率快速提升。

2022-2023乘用车月度出口及同比增速



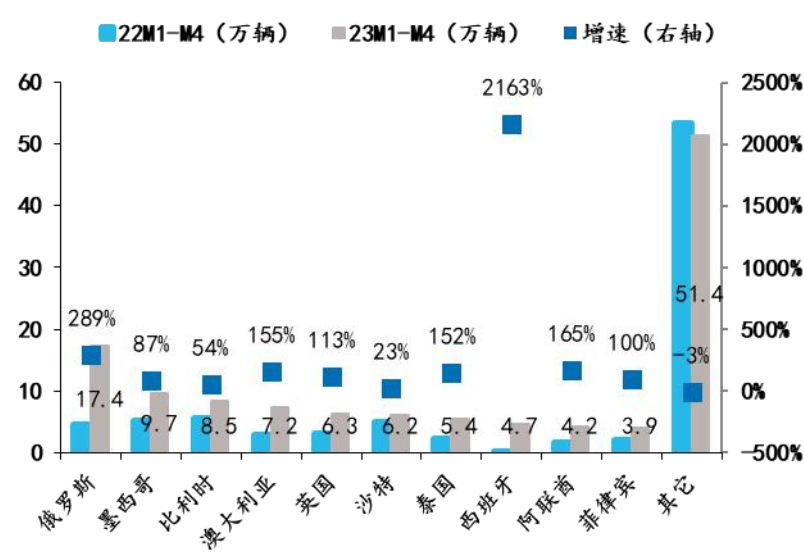
资料来源：Marklines、安信证券研究中心

2017-2023前四月乘用车出口及同比增速



资料来源：Marklines、安信证券研究中心

2023前四月乘用车前十出口国及同比增速



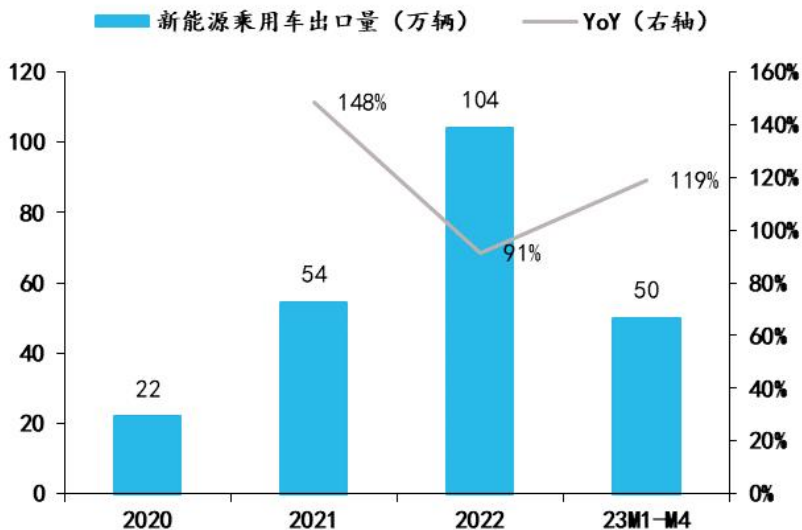
资料来源：乘联会、安信证券研究中心

1.1 乘用车总量：需求复苏叠加强势出口，2023年总量保持稳健

新能源技术助力突破发达国家市场，传统发展中国家市场实现份额提升：

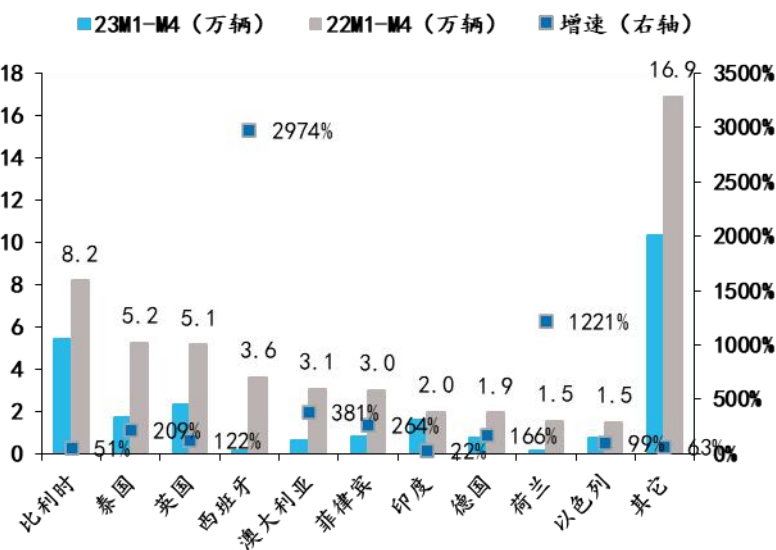
- ✓ 新能源技术加持下，中国车企在发达国家市场实现出口突破：据海关总署，1-4月新能源乘用车累计出口50万辆，同比增长119%；新能源乘用车主要出口比利时、英国、西班牙等欧洲发达国家以及泰国、菲律宾、印度等亚洲发展中国家；主要增量由泰国、西班牙、英国、比利时、澳大利亚贡献。
- ✓ 传统优势出口市场，中国车企市占率提升显著：1-4月，俄罗斯、墨西哥、澳大利亚、泰国、菲律宾等国家地区中国车企市占率均显著提升。

2020-2023前四月新能源乘用车出口及同比增速



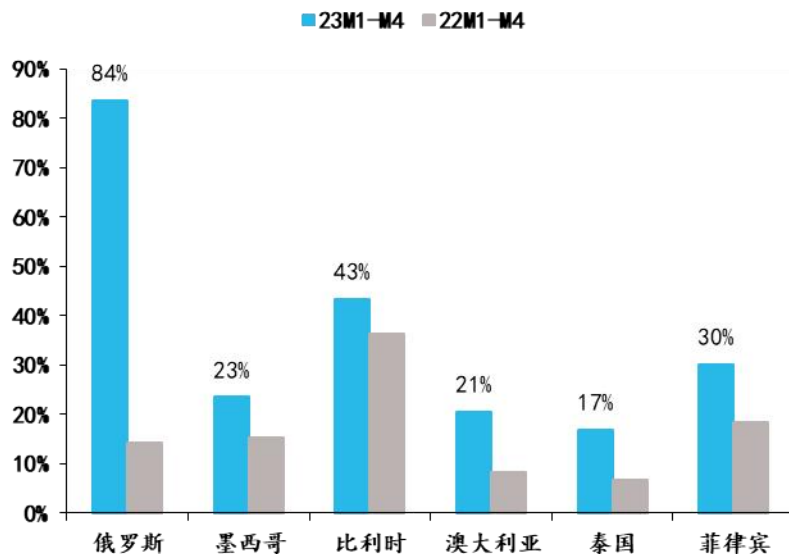
资料来源：海关总署、安信证券研究中心

2023前四月新能源乘用车前十出口国及同比增速



资料来源：崔东树、安信证券研究中心

2023前四月中国乘用车出口量占各地区销量比例



资料来源：崔东树、Marklines、安信证券研究中心

1.1 乘用车总量：需求复苏叠加强势出口，2023年总量保持稳健

中国车企加速海外布局：

- ✓ 2023年上半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、长安、吉利和长城；新能源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）、特斯拉。
- ✓ 中国车企加速海外市场布局，凭借新能源与智能化技术实现欧美市场突破以及品牌地位的提升；特斯拉或将扩张上海工厂产能，出口中心功能进一步增强。
- ✓ 我们预计2023年乘用车出口销量有望达到369万辆，同比增长46%。

2023年前四月主要车企乘用车出口销量、主销车型

车企	2022销量 (万辆)	23M1-M4销量 (万辆)	2023E销量 (万辆)	贡献增量的车型	规划
上汽乘用车	48	19	67	MG MULAN、MG 领航	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	19	5	20	五菱宏光MINI、荣光V、宝骏510	
上汽通用	14	4	15	雪佛兰科沃兹、爱唯欧、迈锐宝	
奇瑞汽车	45	24	72	欧萌达、艾瑞泽5、瑞虎3X、瑞虎5、瑞虎7、瑞虎8 Plus	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
特斯拉中国	27	13	40	Model3、ModelY	2022年8月特斯拉上海工厂产能从75万提升至110万 2023年5月上海特斯拉开始向加拿大出口
吉利汽车	20	8	25	领克01、星越、缤越、帝豪	到2025年实现全球销量365万辆，海外销量60万；于23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	14	7	22	UNI系列、CS系列	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	12	6	20	好猫、哈弗H6、哈弗F&L	2025年全球产销目标400万辆，海外100万辆
比亚迪汽车	6	5	17	元PLUS EV、宋DM、唐EV、汉EV	2023年在中东、墨西哥、欧洲等海外市场推出多款车型
其他	48	22	71	-	-
合计	253	114	369	-	-

资料来源：乘联会、Marklines、公司公告、安信证券研究中心预测

2023年前四月主要车企新能源乘用车出口销量及渗透率

车企	23M1-M4 (万辆)	增量 (万辆)	渗透率
特斯拉中国	12.8	5.4	100%
上汽乘用车	7.7	6.2	40%
上汽通用五菱	0.2	0.2	3%
上汽通用	-	-	0%
比亚迪汽车	5.4	5.1	100%
长城汽车	0.8	0.0	13%
吉利汽车	0.4	0.2	5%
奇瑞汽车	0.2	0.0	1%
长安汽车	0.0	0.0	0%

资料来源：乘联会、Marklines、公司公告、安信证券研究中心

1.1 乘用车总量：需求复苏叠加强势出口，2023年总量保持稳健



1.1.3 预计2023年乘用车销量有望达2265万辆

- 我们预计，国内市场需求复苏，出口市场需求高增，乘用车产销有望逐步回暖
 - 乐观情况下，假设优质新能源车型按预期上市、终端观望需求快速释放、出口延续高增长趋势，我们预计2023年Q2-Q4环比增速分别为+13%、+2%、+17%，同比增速分别为+21%、-11%、+5%，全年销量同比增长0.9%。
 - 悲观情况下，假设车型上市不及预期、终端需求释放滞缓，我们预计2023年Q2-Q4环比增速分别为+7%、0%、+13%，同比增速分别为+14%、-18%、-5%，全年销量同比下降5%。
 - 中性估计，我们预计2023年乘用车销量同比下降2.2%，销量达到2265万辆。

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
2022	544	473	653	645	2315
2023E	505	571	581	680	2336

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%
2022	8%	-2%	37%	-1%	10%
2023E	-7%	21%	-11%	5%	0.9%

MOM	Q1	Q2	Q3	Q4
2019	-19%	-7%	5%	21%
2020	-54%	72%	12%	22%
2021	-25%	-4%	-1%	36%
2022	-16%	-13%	38%	-1%
2023E	-22%	13%	2%	17%

资料来源：乘联会、Marklines、安信证券研究中心预测

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
2022	544	473	653	645	2315
2023E	505	541	539	610	2194

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%
2022	8%	-2%	37%	-1%	10%
2023E	-7%	14%	-18%	-5%	-5%

MOM	Q1	Q2	Q3	Q4
2019	-19%	-7%	5%	21%
2020	-54%	72%	12%	22%
2021	-25%	-4%	-1%	36%
2022	-16%	-13%	38%	-1%
2023E	-22%	7%	0%	13%

资料来源：乘联会、Marklines、安信证券研究中心预测

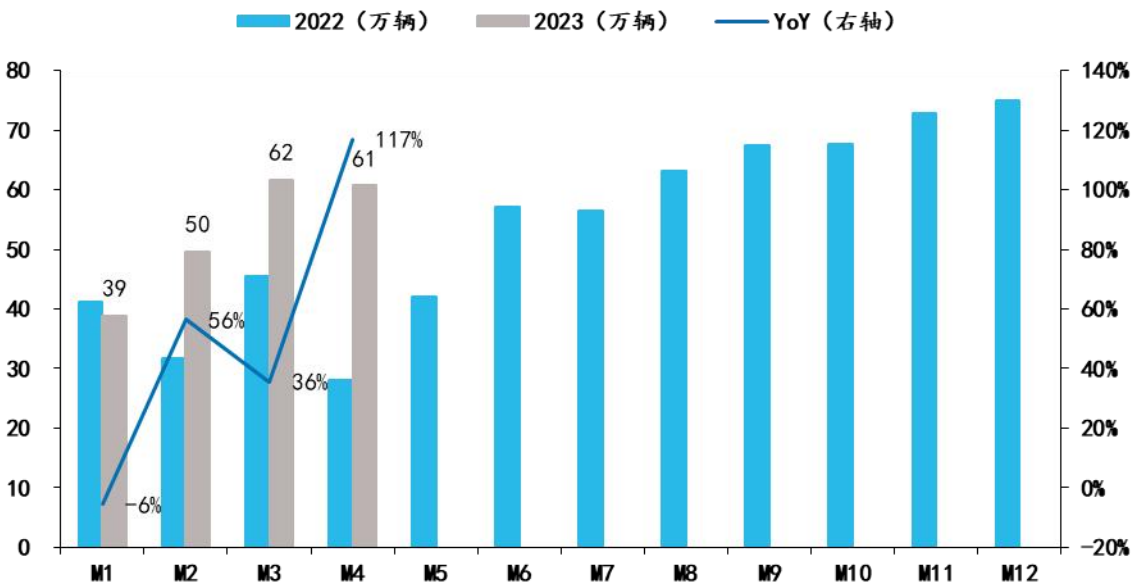
1.2 新能源乘用车：技术&产品创新加速，总量持续高增长

2023年上半年新能源乘用车行业复盘：

- ✓ 1-3月，在新能源退补需求透支以及价格战扰动的影响下，新能源车销量仍保持稳健增长，新能源乘用车累计销量达到150万辆，同比增长25.8%；渗透率为29.7%，同比+7.8pct。
- ✓ 4月，去年同期基数较低，新能源乘用车销量达60.7万辆，同比增长115.6%。
- ✓ 1-4月，新能源乘用车销量达211万辆，同比增长43%；渗透率为30.9%，同比+7.8pct。

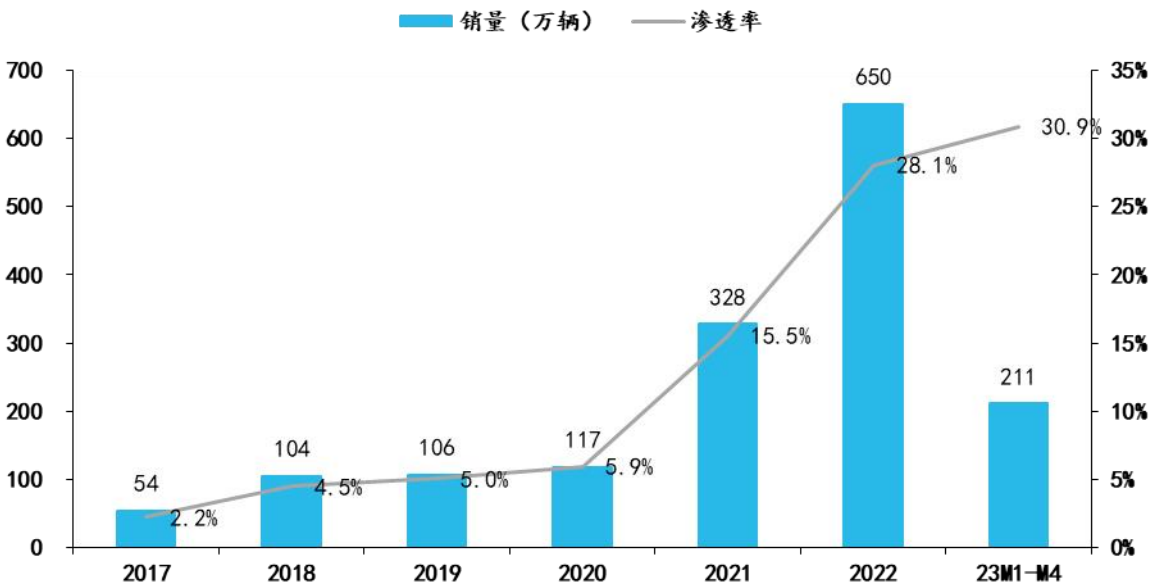
从技术维度与产品维度来看，我们预计新能源渗透率有望持续提升。技术维度：多家车企混动技术成熟、高压快充方案加速落地，填补供给空白；产品维度：1) 比亚迪冠军版开启“油电同价”；2) 10-20万元低渗透率价格带优质车型加速上市；3) 5-10万元新能源车产品力突出，有望复制5万元以下高渗透率路径。技术与产品共同加持下，有望实现对燃油车份额的加速替代。

2022-2023前四月新能源乘用车月度销量及同比增速



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

2017-2023前四月新能源乘用车渗透率



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

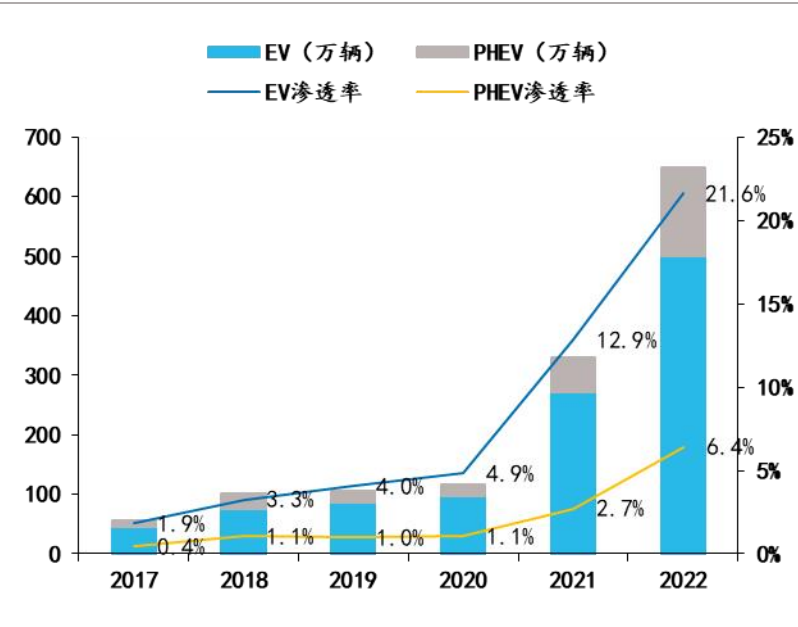
1.2 新能源乘用车：技术&产品创新加速，总量持续高增长

1.2.1 技术维度：技术更新迭代，填补供给空白

技术维度之一：多家车企混动技术成熟，优质供给大幅增加，插混增长迎来向上拐点

- ✓ 插电混动车型整体渗透率远低于纯电动车型，整体增长空间巨大；2022年，插混乘用车销量为149万辆，渗透率为6.4%。
- ✓ 技术与产品供给单一为插混渗透率低的重要原因之一，原插混市场仅比亚迪DM-i技术较为成熟领先、车型供给较为丰富；2022年销量前十PHEV车型中7款为比亚迪车型，比亚迪整体市占率达到60%以上。
- ✓ 车企加速混动技术更新迭代，实现了性能的大幅跃升，新增大量优质插混车型供给。23年2月吉利推出雷神电混8848、23年4月长城推出Hi4技术、长安也在23年内推出新P13架构。长城、吉利新混动技术较自身原技术有较大性能跃升，且较比亚迪DM-i具备高功率、高扭矩、高热效率等优势，后续基于新插混技术将上市银河L7、枭龙MAX等车型，有望在2023年实现插混车型放量。

2017-2022年EV与PHEV乘用车销量及渗透率



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

2022年前十PHEV乘用车销量

品牌	车型	2021年销量 (万辆)	2022年销量 (万辆)	增量 (万辆)
比亚迪	宋 DM	8	35	27
比亚迪	秦PLUS DM	11	20	8
比亚迪	汉 DM	3	13	10
比亚迪	唐 DM	5	13	8
比亚迪	驱逐舰05 DM	0	6	6
比亚迪	宋PLUS DM	0	4	4
上汽乘用车	MG领航 PHEV	2	3	1
北京奔驰	E级L PHEV	1	2	2
吉利	帝豪L PHEV	0	2	2
比亚迪	宋Pro DM	0	2	2

资料来源：乘联会、安信证券研究中心

长城Hi4技术、吉利雷神电混8848技术与比亚迪DM-i参数对比

厂商		长城汽车	吉利汽车	比亚迪
技术		Hi4	雷神电混8848	DM-i
推出时间		2023年4月	2023年2月	2021年1月
级别		A-C级车	-	A-C级车
系统总功率		340kw	287kw/488kw	213kw-367kw
工作模式		9种模式	20种模式	5种模式
发动机+变速箱	排量	1.5L/1.5T	1.5T	1.5L/1.5T
	热效率	41.50%	44.26%	43.04%/40.12%
	扭矩	-	255Nm	135Nm/231Nm
	功率	85kw/123kw	120kw	81kw/102kw
	变速箱	2档DHT	3档DHT	单档
电动系统	电机数量	双电机	双电机	单电机/双电机
	功率	70kw+150kw	60kw+107kw	100kw-150kw
	电机效率	96.5%	-	97.5%
	总扭矩	450Nm	338Nm	180-325Nm
纯电续航里程		19.94kWh/27.5kWh	9.11kWh/18.7kWh	8.32kWh/18.32kWh
馈电油耗		最高超过100km	55-115km (CLTC)	46/101km (WLTC)
代表车型		二代大狗、枭龙MAX	银河L7	秦PLUS

资料来源：汽车之家、懂车帝、安信证券研究中心

1.2 新能源乘用车：技术&产品创新加速，总量持续高增长



技术维度二：纯电领域快充解决方案加快落地，打破纯电动渗透率提升瓶颈

- ✓ 续航焦虑为限制纯电动车渗透率提升的重要因素，快充解决方案有望极大提高用户补能便利度，减缓里程焦虑。
- ✓ 2023年小鹏G6有望上市，车型将搭载全域800V碳化硅平台，拥有更高系统效率，可实现充电10分钟续航增加300km。
- ✓ 23年4月理想发布“双能战略”推出800V超充纯电解决方案，方案基于800V高压电驱系统及4C超充电池，可实现充电10分钟续航增加400km。

热销车型快充时间对比

级别	车型	版本	续航里程 (km)	慢充时间 (h)	快充时间 (h)
A0&A00	五菱宏光miniEV	悦享款	170	9	无快充
	奇瑞小蚂蚁	甜粉款全糖版	408	>=7	>=0.5 (SOC 30%-80%)
	比亚迪海豚	骑士版	401	10	0.5 (SOC 30%-80%)
A	比亚迪元PLUS	旗舰型	510	8.64	0.5 (SOC 30%-80%)
	Aion S	魅580 出行标准版	460	10	0.78 (SOC 30%-80%)
B	Model 3	高性能版	675	10	1SOC 0%-100%)
	Model Y	长续航版	660	10	1 (SOC 0%-100%)
C	比亚迪汉EV	冠军版尊贵型	605	10.3	0.42 (SOC 30%-80%)
	比亚迪汉EV	冠军版尊荣型	715	12.2	0.5 (SOC 30%-80%)

资料来源：汽车之家、安信证券研究中心

小鹏、理想快充技术解决方案与规划

车企	整体解决方案	规划
小鹏汽车	全域800V碳化硅平台+S4超快充站	车端： 2022年9月，小鹏G9搭载800V平台上市 2023年，小鹏G6将搭载800V平台上市 桩端： 2025 年，新建2000 个超快充站，超1 万根超充桩，最高充电功率 达480 KW
理想汽车	800V高压电驱平台+4C电池+宽温域热管理+超充网络	车端： 首款纯电车型将成为全球首款搭载宁德时代 4C 麒麟电池的车型 桩端： 2023年5 月底，首批 25 个超级充电站场开启试运营 2023年底，实现300 +高速超充站，覆盖京津冀、长三角、大湾区和成渝四大经济带 2025 年，将建成 3000 座超充站，覆盖 90% 的国家高速里程和主要城市

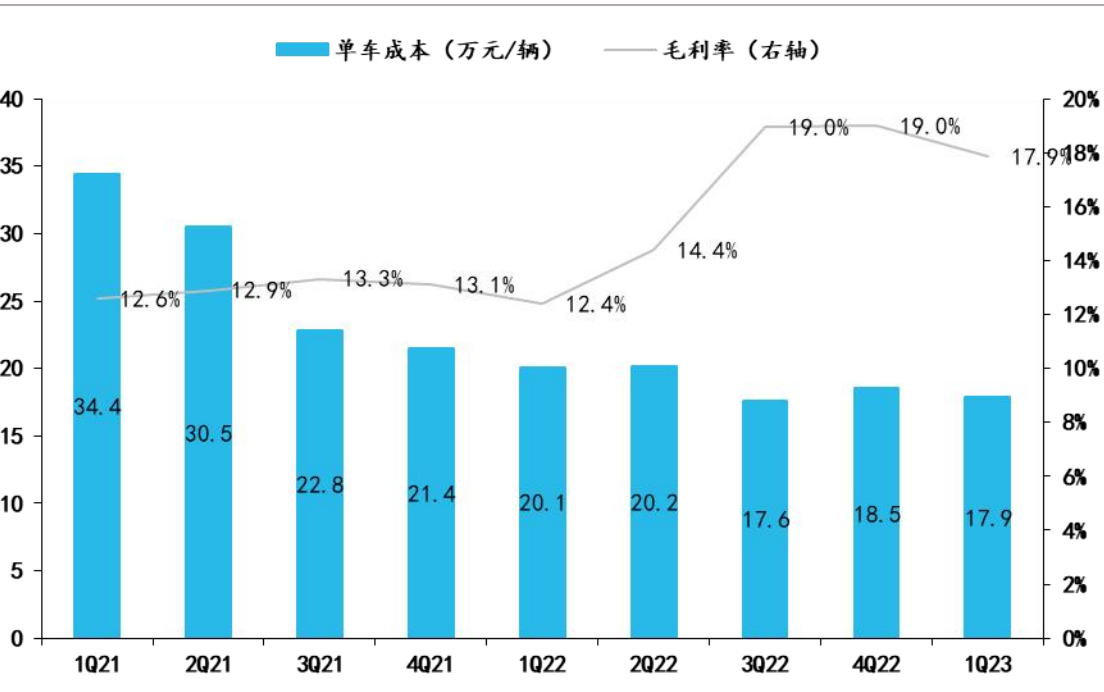
资料来源：汽车之家、腾讯新闻、安信证券研究中心

1.2.2 产品维度：重磅优质供给频出，加速燃油产品替代

产品维度一：规模化助力比亚迪降本，开启“油电同价”加速冲击燃油份额

- ✓ 比亚迪新能源车放量带动单车成本下降与毛利率提升。基于规模化降本优势，2023年比亚迪推出秦PLUS、宋PRO、汉、唐、驱逐舰05、海豹等多款车型冠军版。各车型冠军版价格下调且配置提升，实现“油电同价”，进一步加速冲击燃油车型市场份额。
- ✓ 秦PLUS DM-i冠军版：起售价下探至10万元以内，进一步冲击合资A级燃油车市场份额
- ✓ 汉 DM-i冠军版：起售价下探至20万元内，进一步冲击合资B级燃油车市场份额

比亚迪单车营业成本及毛利率季度情况



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

比亚迪冠军版车型基本参数与主要新增配置

新款车型	级别	动力类型	价格	起售价降幅	主要优化配置
秦PLUS DM-i冠军版	紧凑型车	PHEV	9.98-14.58万元	降1.4万元	新增墨玉蓝配色、新增暖阳棕内饰、液晶仪表盘升级为8.8英寸
秦PLUS EV冠军版	紧凑型车	BEV	12.98-17.68万元	降1.2万元	
宋 PRO DM-i冠军版	紧凑型SUV	PHEV	13.58-15.98万元	降0.5万元	入门款续航提升至71km、全系标配直流快充和VTOL移动电站、更改前格栅、进气口外观，新增远山青配色、全新净月米内饰
汉 DM-i冠军版	中大型车	PHEV	18.98-24.98万元	降2.8万元	新增纯电续航200km版、新增冰川蓝配色、新增方向盘离手检测
汉 EV冠军版	中大型车	BEV	20.98-29.98万元	降1万元	
唐DM-i冠军版	中型SUV	PHEV	20.98-23.38万元	降0万元	快充时长缩短、新增冰川蓝配色、升级铝合金悬架、FSD 可变阻尼悬架等配置
驱逐舰05冠军版	紧凑型车	PHEV	10.18-14.88万元	降2万元	墨石蓝配色、内饰配色、材质升级、顶配新增座椅加热
海豹冠军版	中型车	BEV	18.98-27.98万元	降2.3万元	新增700km车型、全系标配智能上下电功能及电子儿童锁，NFC 车钥匙增加苹果 iOS 支持 550km尊贵型新增了真皮座椅、真皮方向盘、后排隐私玻璃以及扶手箱升降杯托四项标准配置

资料来源：汽车之家、安信证券研究中心

1.2 新能源乘用车：技术&产品创新加速，总量持续高增长

产品维度二：15万元左右优质供给加速上市，填补低渗透率价格带供给

- ✓ 10-20万元优质新能源供给较少，据崔东树数据，2022年10-15万元、15-20万元纯电渗透率分别为13.0%、13.2%，插混渗透率为6.3%、3.3%，均低于整体水平，提升空间较大。2023年，吉利银河L7、长城哈弗枭龙MAX、长安深蓝S7等多款10-20万元价格带优质车型加速上市。
- ✓ 吉利银河L7：1) 售价：起售价低于宋PLUS 2.61万元；2) 配置：搭载雷神电混8848混动技术，座舱搭载3块大尺寸屏幕、配备真皮座椅及高性能音响；3) 整体来看，具备动力表现优、空间尺寸大、座舱配置齐全且具备科技感的优势，极具性价比。

不同价格价格带新能源车渗透率对比

纯电渗透率	2018	2019	2020	2021	2022
40万以上	0.0%	2.5%	3.5%	6.8%	12.3%
30-40万	1.1%	1.2%	3.2%	8.7%	12.5%
20-30万	4.5%	7.5%	8.4%	20.0%	31.6%
15-20万	8.7%	5.2%	4.0%	7.4%	13.2%
10-15万	2.8%	2.4%	2.3%	5.0%	13.0%
5-10万	2.0%	4.6%	5.0%	12.6%	21.8%
5万以下	0.3%	0.0%	25.0%	65.5%	79.8%
整体	3.3%	3.9%	4.7%	12.1%	20.7%
插混渗透率	2018	2019	2020	2021	2022
40万以上	4.6%	7.7%	6.8%	6.2%	11.2%
30-40万	0.6%	0.5%	2.8%	7.5%	10.1%
20-30万	1.1%	0.7%	1.3%	2.1%	6.1%
15-20万	0.4%	1.1%	0.9%	1.7%	3.3%
10-15万	1.4%	1.1%	0.8%	3.1%	6.3%
5-10万	1.1%	0.7%	0.4%	1.8%	10.9%
5万以下	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
整体	1.1%	1.0%	1.0%	2.7%	6.9%

资料来源：崔东树、安信证券研究中心

吉利银河L7、长城哈弗枭龙MAX、长安深蓝S7与竞品车型参数对比

厂商		吉利汽车	长城汽车	长安汽车		比亚迪
车型		银河L7	哈弗枭龙MAX	深蓝S7		宋PLUS DM-i
上市时间		2023年5月	2023年5月	23年5月预售，预计23年6月上市		21年3月、22年5月
价格区间		13.87-17.37万元	15.98-17.98万元	16.99-23.99万元		16.48-21.88万元
车型级别		紧凑型SUV	紧凑型SUV	中型SUV		紧凑型SUV
长宽高		4700×1905×1685mm	4758×1895×1725mm	4750×1930×1625mm		4705×1890×1670
轴距		2785mm	2800mm	2900mm		2765mm
动力类型		PHEV	PHEV	EV	增程	PHEV
变速箱		3档DHT	2档DHT	-	-	单档EHS
发动机功率		120kw	85kw	-	66kw	81kw/102kw
电动机功率		60kw+107kw	70kw+150kw	160/190kw	175kw	132kw/145kw/145+120kw
馈电油耗		5.23 L/100km	5.5 L/100km	-	4.95L/100km	5.3 L/100km
续航里程		43km/90km (WLTC)	83km (WLTC)	520km/620km (CLTC)	121km/200km (CLTC)	43km/85km (WLTC)
款型配置对比	款型	115km 星舰版	四驱智能旗舰版	未披露		100KM 四驱旗舰5G版
	价格	17.37万元	17.98万元	未披露		21.88万元
智能驾驶配置		ACC	ACC、自动泊车、遥控泊车、循迹倒车	未披露		ACC、自动泊车、遥控泊车
智能驾驶辅助功能		ACC	ACC、自动泊车、遥控泊车、循迹倒车	未披露		ACC、自动泊车、遥控泊车
屏幕配置	仪表盘	10.25英寸	12.3英寸	无		12.3英寸
	中控屏	13.2英寸	12.3英寸	15.6英寸（支持旋转）		15.6英寸
	副驾屏	16.2英寸	12.3英寸	12.3英寸（支持旋转）		×
	AR HUD	选配25.6英寸	✓	✓		×
座椅配置	材质	真皮	仿皮	未披露		仿皮
	驾驶座功能	高低、腰部调节 加热、通风、按摩、座椅记忆	高低、腰部、倾角（选）调节 加热、通风（选）、座椅记忆	零重力座椅、按摩、16向电动调节等功能		高低、倾角调节 加热、通风
	副驾驶座功能	脚托（选） 加热、通风、按摩、座椅记忆	加热、通风（选）	零重力座椅、按摩、14向电动调节等功能		加热、通风
音响配置		11 (Infinity、头枕音响)	8	14 (DEEPAL、头枕音响)		9

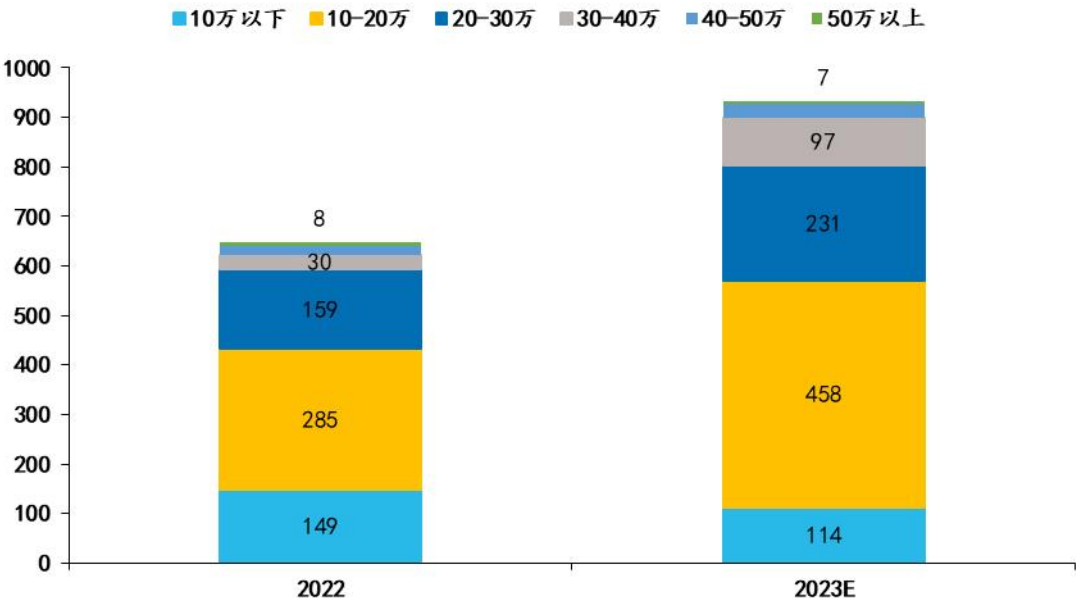
资料来源：汽车之家、安信证券研究中心

1.2 新能源乘用车：技术&产品创新加速，总量持续高增长

产品维度二：15万元左右优质供给加速上市，填补低渗透率价格带供给

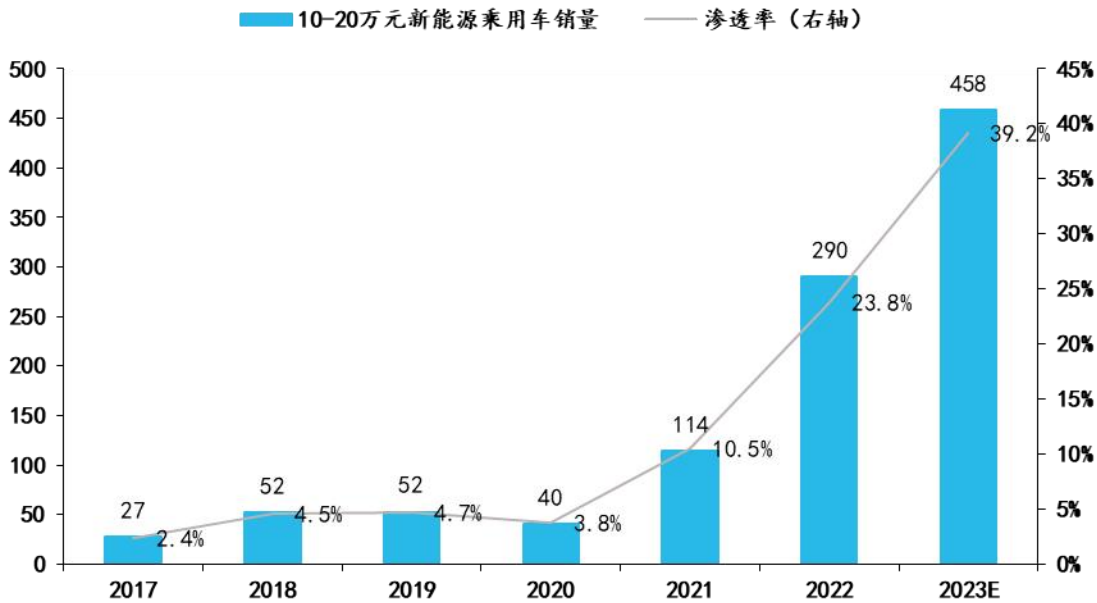
- ✓ 长城哈弗枭龙MAX：1) 售价：起售价低于宋PLUS 0.5万元；2) 配置：搭载Hi4技术，座舱搭载三联屏，座椅配置较宋PLUS更优，驾驶辅助功能更为齐全；3) 整体来看，具备动力表现优、空间尺寸大、座舱配置齐全、驾驶辅助功能齐全的优势，极具性价比。
- ✓ 长安深蓝S7：1) 售价：起售价略高于宋PLUS；2) 配置：B级SUV具备空间尺寸优势，座舱搭载大尺寸可旋转屏幕，前排双零重力座椅并配备按摩等功能；3) 整体来看，具备该价位下极大空间尺寸优势，在智能座舱方面具备创新性设计与配置，极具性价比。
- ✓ 预计2023年10-20万元新能源车销量有望达458万辆，同比增长57.9%；渗透率达39.2%，同比+15.3pct。

2022年与2023年新能源车销量价格结构



资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

2017-2023年10-20万元新能源乘用车销量及渗透率



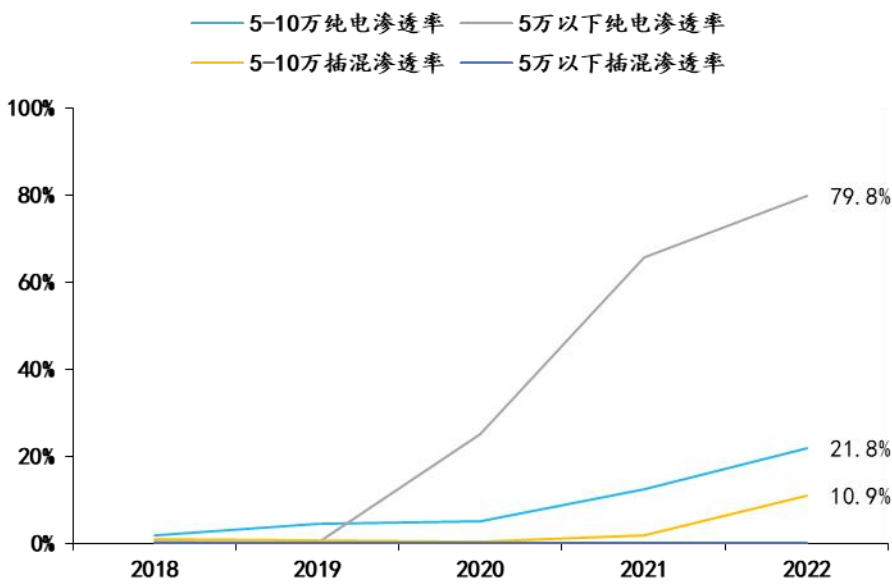
资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

1.2 新能源乘用车：技术&产品创新加速，总量持续高增长

产品维度三：5-10万元新能源小型车加速上市，丰富个性化高配置新能源小型车供给

- ✓ 相比燃油车型，纯电车型减少发动机等配置拥有较优车身空间表现，且纯电车型用车成本较低，上述优势加持下5万元以下价格带纯电车型已实现对燃油车型的大幅替代，2022年5万元以下纯电渗透率高达79.9%。5-10万元车型具有更优空间表现、更高配置，有望复制5万元以下新能源车对燃油车的大幅替代路径。2023年，比亚迪海鸥、五菱缤果、五菱悦也等多款优质5-10万元纯电车型加速上市。
- ✓ 比亚迪海鸥：空间、续航具有优势，配置10.2英寸旋转大屏、搭载DiLink系统，具备智能化配置优势。5月车型销量为1.4万辆，销量表现优异。
- ✓ 上汽通用五菱缤果：采用圆润可爱设计风格，起售价较竞品具有优势，尺寸空间略有优势。自23年3月底上市以来，车型累计销售4.2万辆，其中5月销售1.8万辆，销量表现优异。
- ✓ 上汽通用五菱悦也：采用硬派SUV外形设计，搭载Car-watch丰富人机交互功能，双10.25英寸贯穿式连屏，设计定位更具个性化。

5-10万元新能源渗透率较5万元以下偏低



资料来源：崔东树、安信证券研究中心

比亚迪海鸥、五菱缤果、五菱悦也、本田飞度参数对比

厂商	比亚迪	上汽通用五菱	上汽通用五菱	广汽本田
车型	海鸥	缤果	宝骏悦也	飞度
上市时间	2023年4月	2023年3月	2023年5月	2023年4月
价格区间	7.38-8.98万元	5.98-8.38万元	7.98-8.98万元	8.68-10.88万元
动力类型	EV	EV	EV	燃油
级别	小型车	小型车	小型SUV	小型车
长宽高	3780×1715×1540mm	3950×1708×1580mm	3381×1685×1721mm	4109/4081/4095×1694×1537mm
轴距	2500mm	2560mm	2110mm	2530mm
续航里程	305km/405km (CLTC)	203km/333km (CLTC)	303km (CLTC)	-
电动机/发动机功率	55kw	30kw/50kw	50kw	91kw
智能化配置	标配倒车影像、定速巡航 配备10.1英寸旋转大屏 搭载DiLink智能网联系统	标配倒车影像、顶配定速巡航 顶配配备双10.25英寸联屏	倒车影像/360全景影像 L2级辅助驾驶 双10.25英寸贯穿式连屏	高配自适应巡航、L2

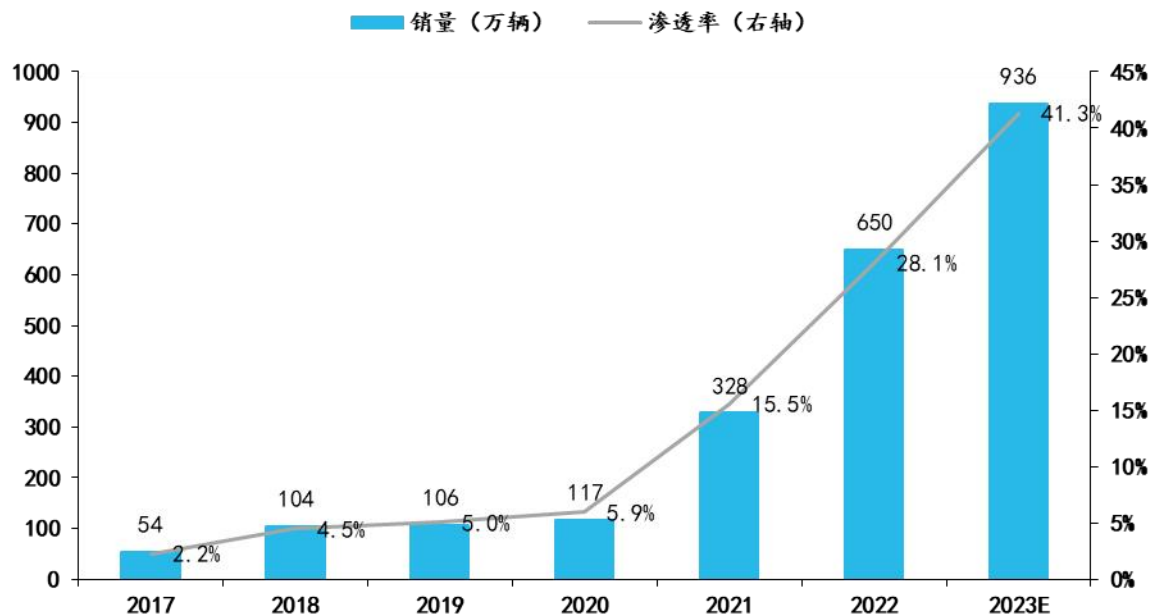
资料来源：汽车之家、安信证券研究中心

1.2 新能源乘用车：技术&产品创新加速，总量持续高增长

1.2.3 预计2023年新能源乘用车销量有望达936万辆

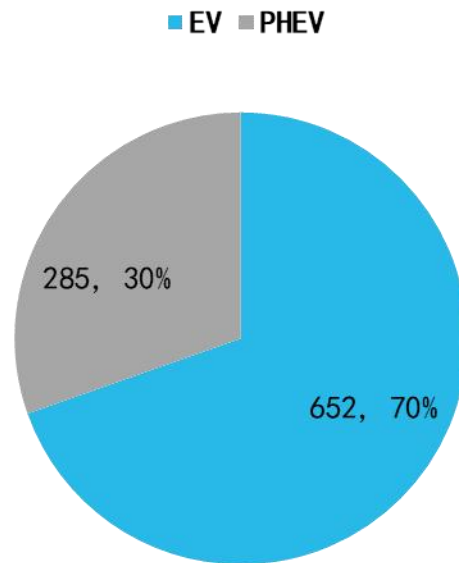
- ✓ 我们预计2023年纯电动车销量有望达652万辆，同比增长30.4%；
- ✓ 插电混动车销量有望达285万辆，同比增长92%；
- ✓ 2023年新能源乘用车销量有望达到936万辆，同比增长44.5%，新能源渗透率达到41.3%，同比+13.3pct。

预计2023年新能源乘用车销量有望达936万辆



资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

2023E新能源乘用车分动力销量（万辆）及占比



资料来源：乘联会、安信证券研究中心预测

- 2. 后新能源汽车时代的格局展望
 - 2.1. 格局分化，步入后新能源时代
 - 2.1.1. 格局初步分化
 - 2.1.2. 预计格局分化将持续加剧
 - 2.2. 平台化能力强、产品迭代快、成本管控能力强的企业有望最终胜出
 - 2.2.1. 强平台化能力带来显著的竞争优势
 - 2.2.2. 快速的产品迭代能显著提高产品胜率
 - 2.2.3. 成本管控能力强的车企优势更大
 - 2.3. 格局愈发清晰，一线龙头即将浮现
 - 2.3.1. 头部车企实现新能源市场全覆盖，加速品牌向上
 - 2.3.2. 头部车企加速推出重磅新品
 - 2.3.3. 第一梯队车企逐步浮现

2.1. 格局分化，步入后新能源时代

2.1.1. 格局初步分化

2021-2022年为新能源车“百花齐放”的阶段，2023年随着供给加速扩张，竞争加剧，行业步入后新能源时代。

从2023M1-M4各车企新能源份额变化来看，格局已初步分化：

比亚迪和特斯拉份额分别达到36%和14%，合计达到50%，相比2022年分别提升7%和4%；广汽埃安和理想份额分别为达到6%和4%，相比2022年均提升2%；长安、上汽集团、长安份额均为5%，相比2022年均提升1%；长城和蔚来份额均为2%，相比2022年持平；吉利份额为4%，相比2022年下降1%。上汽通用五菱份额达到3%，相比2022年下降7%；合众（哪吒）、奇瑞、小鹏、零跑、一汽大众、上汽大众、赛力斯份额在1-2%，相比2022年份额下降1-2%。

2023M1-M4相比2022年新能源集中度显著提升：

CR5/10/15/20份额分别达到66%/81%/87%/92%，相比2022年分别提升8%/7%/4%/3%，行业集中度显著提升，挤压尾部企业生存空间。

2023M1-M4各车企新能源份额变化（销量：万辆）

车企	2023M1-M4		2023M1-M4份额	2022年份额	份额变化
	新能源销量	同比			
比亚迪汽车	75.7	94%	36%	29%	7%
特斯拉中国	30.5	66%	14%	11%	4%
广汽埃安	12.1	120%	6%	4%	2%
上汽集团	10.8	159%	5%	4%	1%
长安汽车	9.8	146%	5%	4%	1%
吉利汽车	9.2	55%	4%	5%	-1%
理想汽车	7.8	118%	4%	2%	2%
上汽通用五菱	5.6	-62%	3%	9%	-7%
长城汽车	4.3	10%	2%	2%	0%
蔚来汽车	3.8	22%	2%	2%	0%
合众新能源	3.7	-4%	2%	2%	-1%
华晨宝马	2.9	129%	1%	1%	0%
一汽轿车	2.6	1020%	1%	1%	0%
奇瑞汽车	2.6	-61%	1%	3%	-2%
小鹏汽车	2.5	-42%	1%	2%	-1%
智马达	2.2	-	1%	0%	1%
零跑汽车	1.9	-37%	1%	2%	-1%
一汽大众	1.5	-22%	1%	1%	-1%
上汽大众	1.5	-32%	1%	1%	-1%
东风乘用车	1.5	-35%	1%	2%	-1%
北汽新能源	1.5	97%	1%	1%	0%
金康赛力斯	1.5	81%	1%	1%	-1%

资料来源：乘联会、安信证券研究中心

2023M1-M4相比2022年新能源集中度显著提升（销量：万辆）

2022年			2023M1-M4		
车企	销量	份额	车企	销量	份额
比亚迪汽车	185	29%	比亚迪汽车	75.7	36%
特斯拉中国	71	11%	特斯拉中国	30.5	14%
上汽通用五菱	61	9%	广汽埃安	12.1	6%
吉利汽车	33	5%	上汽集团	10.8	5%
广汽埃安	27	4%	长安汽车	9.8	5%
CR5合计	378	58%	CR5合计	139	66%
上汽集团	25	4%	吉利汽车	9.2	4%
长安汽车	24	4%	理想汽车	7.8	4%
奇瑞汽车	22	3%	上汽通用五菱	5.6	3%
合众新能源	15	2%	长城汽车	4.3	2%
理想汽车	13	2%	蔚来汽车	3.8	2%
CR10合计	477	74%	CR10合计	170	81%
长城汽车	13	2%	合众新能源	3.7	2%
蔚来汽车	12	2%	华晨宝马	2.9	1%
小鹏汽车	12	2%	一汽轿车	2.6	1%
东风乘用车	11	2%	奇瑞汽车	2.6	1%
零跑汽车	11	2%	小鹏汽车	2.5	1%
CR15合计	537	83%	CR15合计	184	87%
上汽大众	10	1%	智马达	2.2	1%
一汽大众	9	1%	零跑汽车	1.9	1%
金康赛力斯	8	1%	一汽大众	1.5	1%
华晨宝马	6	1%	上汽大众	1.5	1%
江淮汽车	6	1%	东风乘用车	1.5	1%
CR20合计	576	89%	CR20合计	193	92%

资料来源：乘联会、安信证券研究中心

2.1. 格局分化，步入后新能源时代

2.1.2. 预计格局分化将持续加剧

新能源头部车企加速发力，预计格局分化将进一步加剧，行业有望迎来第一梯队的浮现和末位的加速淘汰。

- ✓ **比亚迪**：领先优势持续凸显，2023M5比亚迪共计销售新能源乘用车约24万辆，同比增长109%，环比增长14%，销量创下年内新高；2023年比亚迪持续发力，秦、唐、汉、元、宋等多款车型改款升级，且有海鸥、驱逐舰07、宋L等全新车型，叠加腾势N7、N8、仰望U8、U9等高端车的逐一登场，产品节奏加快，有望持续保持领先地位；
- ✓ **长城**：2023年初以来新能源销量持续提升，5月新能源销售2.4万辆，同比增长104%，环比增长60%，主要由魏牌蓝山、枭龙系列、二代大狗等新车贡献增量。2023年公司开启强势产品周期：1）魏牌：蓝山、新摩卡、高山、新拿铁等，2）哈弗：二代大狗、枭龙系列、酷狗、B26等，3）坦克：500PHEV、300PHEV等；新能源销量有望迎来高增长。
- ✓ **吉利**：5月新能源车销售2.7万辆，同比增长21%，环比下降10%，其中极氪品牌表现较好，5月销量8678辆，环比增长7%。2023年公司新品众多，新能源销量有望持续向上：1）银河：L7即将交付，还将推出L6、E8；2）极氪：极氪X、CS1E；3）领克：领克08、轿车新车型等。

各车企2023-2024年新车布局

车企	品牌	车型	类型	上市时间	定位	价位
长城	魏牌	蓝山	PHEV	2023M4	C级SUV	27.38-30.88万
		新摩卡	PHEV	2023M5	B级SUV	23.18万
		高山	PHEV	2023M6	MPV	30-40万
		拿铁	PHEV	2023M9	B级SUV	20-25万
		M83	PHEV	2023Q4	MPV	40万左右
		轿车PHEV	PHEV	2024	轿车	20-30万
		全尺寸6座SUV	PHEV	2024	C级SUV	40万左右
	哈弗	二代大狗Hi4	PHEV	2023Q3	A+级SUV	16.28-17.58万
		枭龙MAX	PHEV	2023M5	A+级SUV	15.98-17.98万
		枭龙	PHEV	2023M5	A级SUV	13.98-15.68万
		枭龙	EV	2023Q2	A级SUV	10-15万
		B26	PHEV	2023Q4	B级SUV	15-20万
		酷狗PHEV	PHEV	2023Q3	A级SUV	10-20万
		坦克500	PHEV	2023Q2	C级SUV	30-40万
	坦克	坦克300	PHEV	2023Q3	B级SUV	20-25万
		坦克400	PHEV	2023Q4	B级SUV	25-35万
		坦克700	PHEV	2024	C级SUV	40-50万
		银河L7	PHEV	2023M5	A+级SUV	13.87-17.37万
吉利	银河	银河L6	PHEV	2023Q3	A级轿车	10-15万
		银河E8	EV	2023Q4	B级轿车	20-30万
		睿蓝7	EV	2023Q2	A级SUV	10-15万
	领克	领克08	PHEV	2023M7	B级SUV	20-30万
		B级轿车	PHEV	2023Q4	B级轿车	20-30万
	极氪	极氪X	EV	2023M4	A级SUV	18.98-22.98万
		CS1E	EV	2023年底	B级轿车	25-30万
	比亚迪	腾势N7	EV	2023Q3	C级SUV	30-40万
		腾势N8	PHEV/ EV	2023Q3	B级SUV	30-40万
		驱逐舰07	PHEV	2023Q3	B级轿车	15-25万
		宋L	EV	2023Q4	B级SUV	20-30万
		仰望U8	PHEV	2023	C级SUV	预售109.80万
	长安	CS75 plus(p2)	PHEV	2023	A级SUV	10-15万
		CS55 plus(p13)	PHEV	2023	A级SUV	10-15万
		UNI-V (p13)	PHEV	2023	A级轿车	10-15万
		C589 (p13)	PHEV	2023	A级轿车	10-20万
		深蓝S7	EV/EREV	2023M6	B级SUV	预售16.99-23.99万
	启源	A07	EV/EREV	2023Q3	B级轿车	15-20万
		阿维塔12	EV	2023Q3	C级轿车	30-40万
	广汽埃安	昊铂GT	EV	2023Q3	B级轿车	预售21.99-33.99万
		A19	EV	2023Q3	B级SUV	20-30万
	广汽乘用车	传祺E9	PHEV	2023M5	C级MPV	32.98-38.98万
		大七座SUV	PHEV	2023M9	C级SUV	30-40万
		家用MPV	PHEV	2023M12	A级MPV	20-30万
	上汽乘用车	飞凡F7	EV	2023M3	C级轿车	22.99-30.19万
		智己C7	EV	2023Q3发布	B+级SUV	20-30万
		荣威E-RX5	PHEV	2023H2	A级SUV	10-20万
		荣威EP39	PHEV	2023H2	C级轿车	20-30万
奇瑞	星途	星纪元ES	EV/EREV	2023Q4	C级轿车	20-30万
		星纪元ET	EV/EREV	2024Q1	C级SUV	20-30万
	奇瑞	eQ7	EV	2023Q4	B级SUV	15-20万
		瑞虎9 PHEV	PHEV	2023Q3	B级SUV	20-25万

2.1. 格局分化，步入后新能源时代

2.1.2. 预计格局分化将持续加剧

- ✓ **长安**：2023年4月自主新能源销售2.2万辆，1-4月新能源汽车累计销量约10万辆，同比+102%。长安新能源销量有望持续提升：1) 深蓝SL03月均销量在6千辆左右，深蓝S7即将正式上市；2) 将推出启源品牌及其首款A07；3) 阿维塔12有望推出；4) 下半年还将推出全新混动架构车型。
- ✓ **理想**：表现持续强劲，2023年5月理想共交付新车2.8万辆，同比增长146%，环比增长10%，已连续三个月交付超2万辆，同时理想L7连续两个月交付量破万；2023Q3理想有望推出纯电MPV，并进一步布局纯电市场。

合资品牌和二线新势力产品节奏较慢，或较难扭转弱势地位

- ✓ **本田、丰田、大众和别克**等合资车企纯电平台布局较晚，技术迭代速度较慢，并且插混技术未有显著突破，2023年均布局1-2款左右的新车型。
- ✓ **哪吒、零跑和岚图**等均在2023年布局1款左右的新车型，新车数量规划较少，发力速度相较头部传统车企和新势力偏慢。

各车企2023-2024年新车布局（续表）

车企	品牌	车型	类型	上市时间	定位	价位
理想	理想	理想L7	EREV	2023M2	中大型SUV	31.98-37.98万
		纯电MPV	EV	2023Q3	D级MPV	40-50万
		L6	EREV	2024H1	B级SUV	20-30万
小鹏	小鹏	小鹏P7i	EV	2023M3	C级轿车	20.99-33.99万
		小鹏G6	EV	2023Q2	B级SUV	20-30万
		纯电MPV	EV	2023Q4	MPV	30-40万
蔚来	蔚来	ES6换代	EV	2023M6交付	B级SUV	36.80-42.60万
		ES8换代	EV	2023M6交付	C级SUV	49.60-65.60万
赛力斯	问界	问界M9	EV/EREV	2023Q4发布	C级SUV	预售50-60万
	赛力斯	蓝电E5	PHEV	2023Q2	B级SUV	13.99-15.19万
哪吒	哪吒	哪吒GT	EV	2023M4	A级轿车	17.88-22.68万
零跑	零跑	中大型SUV（B11）	EV/EREV	2023Q3	C级SUV	25-35万
岚图	岚图	追光	PHEV	2023M4	C级轿车	32.29-43.29万
高合	高合	HiPhi Y	EV	2023Q3	C级SUV	40-50万
广汽本田	本田	雅阁e	PHEV	2023Q2	B级轿车	25-30万
广汽本田	本田	本田e:NP2	EV	2024年初	B级SUV	20-30万
东风本田	本田	CR-Ve	PHEV	2023Q1	A级SUV	24.59-28.99万
一汽丰田	丰田	bZ3	EV	2023M3	B级轿车	16.98-19.98万
一汽大众	大众	大众ID. 7X	EV	2023年	C级轿车	25-35万
上汽通用	别克	别克E5	EV	2023M4	B级SUV	20.89-27.89万
		别克E4	EV	2023M7	A级SUV	10-20万
	凯迪拉克	新车型	EV	2023年	-	-

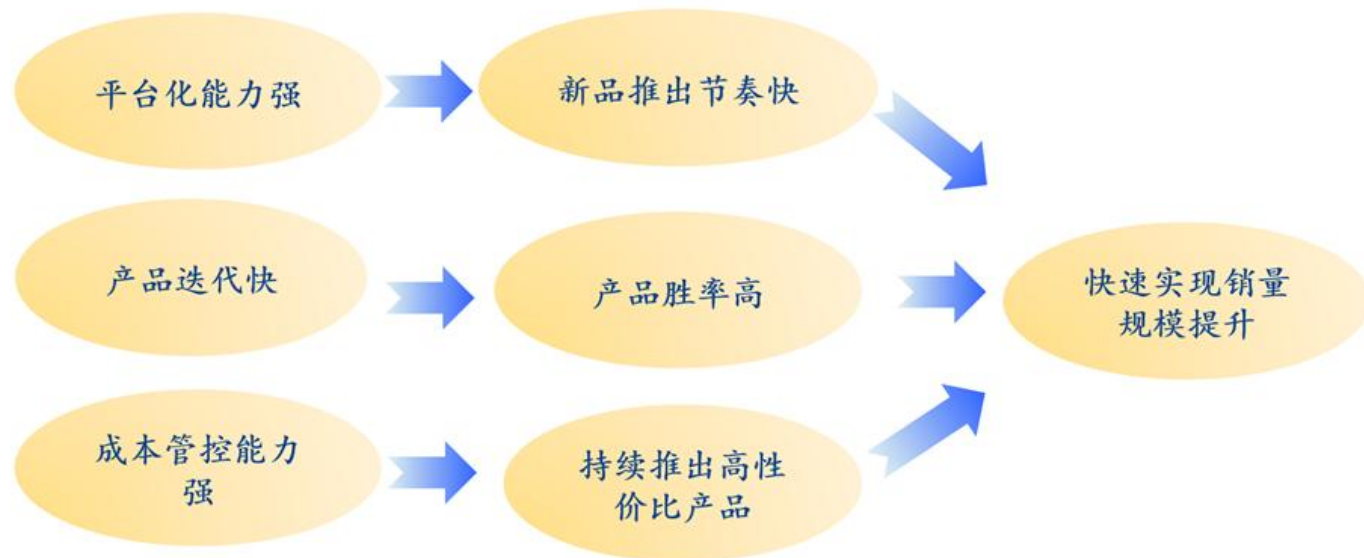
资料来源：汽车之家、工信部、搜狐汽车、安信证券研究中心

2.2. 平台化能力强、产品迭代快、成本管控能力强的企业有望最终胜出

后新能源时代，新品推出节奏越快、产品胜率越高的企业有望最终胜出。我们认为，平台化能力强、产品迭代快，并且成本管控能力强的企业具备这样的能力。

具有强平台化能力的车企能够提升产品开发效率，快速打造多款爆款车型，更快实现规模化。产品能够快速迭代、持续升级的车企更具有竞争力：1) 硬件层面，基于成熟产品的迭代能规避新车在设计或质量等方面的不足，大幅提升产品胜率；2) 软件层面，持续的OTA升级能不断提升产品力，优化用车体验，保持产品的强竞争力。成本管控能力强、具备持续造血能力的公司能够持续推出高性价比产品，抢占更多市场份额。

平台化能力强、产品迭代快，并且成本管控能力强的企业有望最终胜出



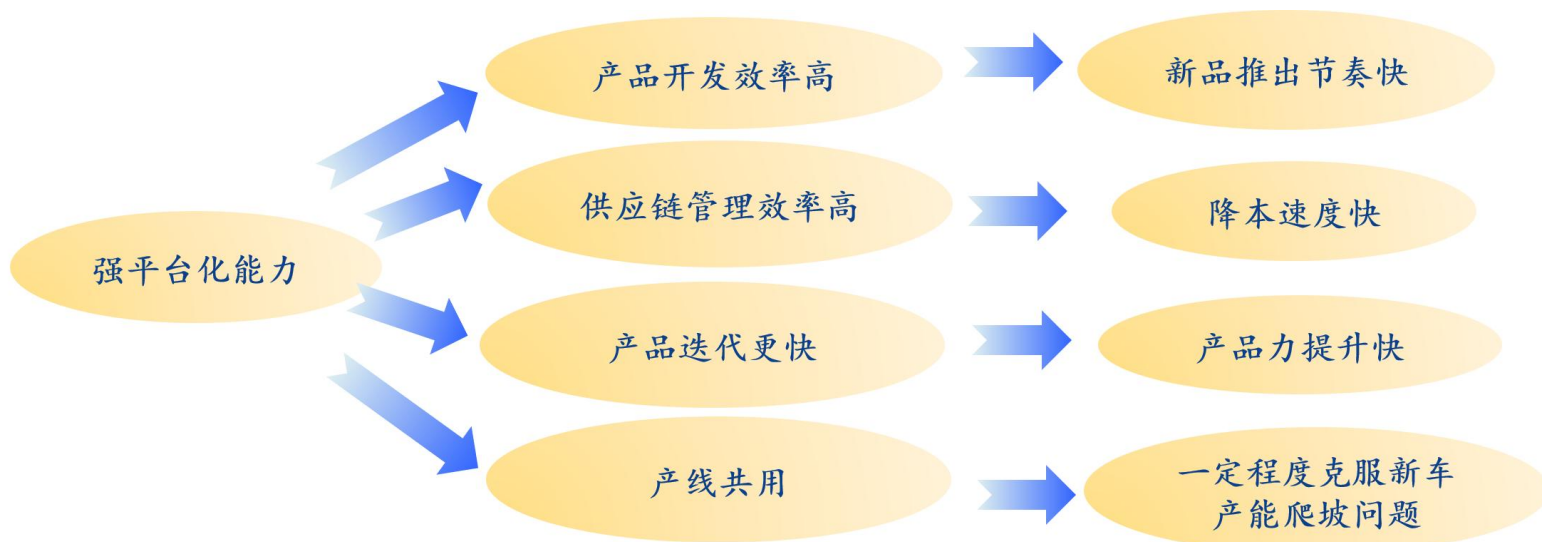
2.2. 平台化能力强、产品迭代快、成本管控能力强的企业有望最终胜出

2.2.1. 强平台化能力带来显著的竞争优势

实现平台化所需前期投入较大，但较强的平台化能力能带来显著的竞争优势：

- 1) 一个平台复用多个车型，能够大幅节省开发周期，车企可以将更多的精力用在产品力的打磨上，利用优势共性快速打造多款爆款车型，更快实现规模化；
- 2) 零件复用率高，供应链管理效率更高，降本速度更快；
- 3) 平台共用软硬件架构，基于平台的技术升级能够快速应用到产品上，快速提升产品力；
- 4) 平台化造车能够在一定程度上通过产线共用而克服新车型上市产能爬坡的问题。

强平台化能力带来显著的竞争优势



2.2. 平台化能力强、产品迭代快、成本管控能力强的企业有望最终胜出

2.2.1. 强平台化能力带来显著的竞争优势

以理想为例，理想在仅仅9个月的时间内推出了L9/8/7三款爆款车型，快速实现了规模提升：2022年理想月均销量仅1万台，2023M1-M4月均销量已提升至约2万台。这背后主要得益于其强大的平台化能力，L车型共享增程电动平台、智能驾驶平台、智能座舱和电子电器架构平台，发挥优势共性（空间大、长续航、配置丰富、智能）的同时满足不同级别尺寸的用车需求。

比亚迪基于e平台3.0，在仅一年半的时间内先后推出元Plus、海豚、海豹、海鸥四款重磅纯电动车，2023年4月比亚迪销量已超10万台（去年同期5.7万台），遥遥领先竞争对手，后续随着宋L、腾势N7等更多e平台3.0新车上市，比亚迪电动车有望持续保持领先地位。

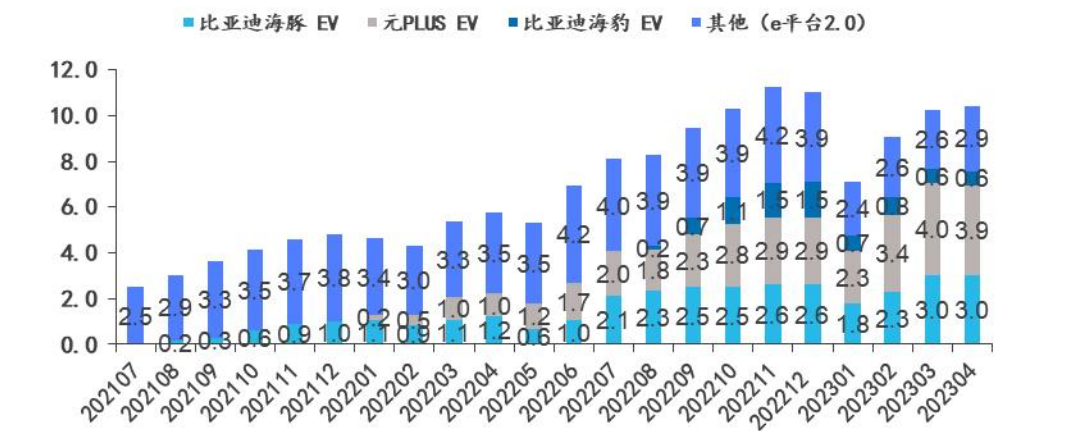
平台化需要前瞻的战略布局

理想汽车实现高度平台化

车型	理想L8	理想L7	理想L9
座椅布局	2+2+2	2+3	2+2+2
空间	“三个卧室+一个稍小的储藏间”	“两个卧室+一个更大的储藏间”	“三个卧室+一个更大的储藏间”
适合家庭	二胎家庭、三代同堂（家庭成员身高适中、关键时刻多做一人）	两口之家或三口之家	二胎家庭、三代同堂

资料来源：理想微信公众号、安信证券研究中心

比亚迪基于e平台3.0快速推出新车型



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

2.2. 平台化能力强、产品迭代快、成本管控能力强的企业有望最终胜出

2.2.2. 快速的产品迭代能显著提高产品胜率

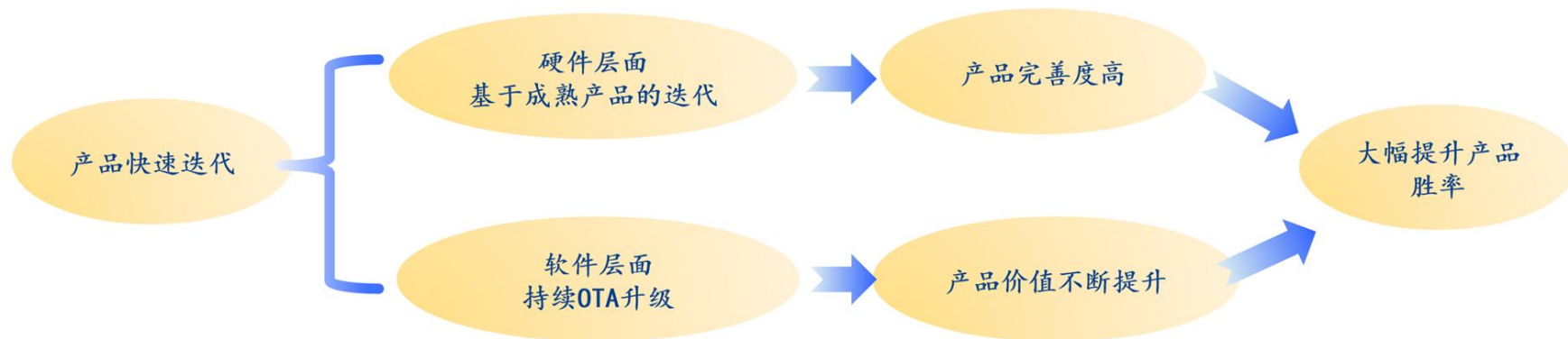
1) 硬件层面，基于成熟产品的迭代能显著提升产品完善度，提升产品胜率。

若无成熟产品的积累，开发一款全新车型涉及市场调研、概念设计、工程设计、样车试验和量产等阶段，流程复杂，耗时较长；主机厂同时开发多款全新产品的难度较高。此外，缺乏市场验证的产品上市初期往往会暴露出设计或质量、软硬件等方面的缺陷，或给品牌或产品口碑带来较大的伤害。

2) 软件层面，持续的OTA升级不断提升产品价值，保持产品强竞争力。

整车OTA带来三大价值：全新功能开发、现有功能的优化和潜在问题的改善。持续的OTA升级能优化用车体验，不断提升产品价值，保持产品的强竞争力。

产品（软硬件）快速迭代能够大幅提升产品胜率



2.2. 平台化能力强、产品迭代快、成本管控能力强的企业有望最终胜出

2.2.2. 快速的产品迭代能显著提高产品胜率

1) 硬件层面，基于成熟产品的迭代能大幅提升产品胜率

以比亚迪Dmi车型为例，2015年比亚迪推出第一代唐（为PHEV版），而后陆续推出唐燃油版和电动版，唐在每年均完成了不同程度的迭代升级，虽然在Dmi面世之前销量表现平平，但是该产品在动力总成之外的乘坐空间、内饰、配置、NVH、座椅、悬架、底盘等方面均打磨得较好，车型品质具有较好水准，2021年Dmi动力总成消除了其油耗及动力的痛点，最终唐成为一款完善度高、各方面表现均衡的产品。热销的秦Plus Dmi、护卫舰07、宋Pro Dmi以及宋Plus Dmi也分别由2018年的秦Pro、2018年的唐、2019年的宋Pro以及2020年的宋Plus燃油版迭代而来。

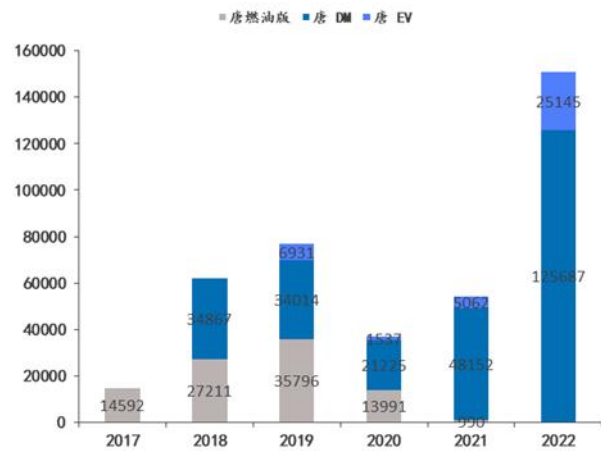
传统车企造车已有较好的积累，具有较多成熟的燃油车产品，在此基础上迭代有望大幅提升产品胜率。长城即将推出的新摩卡、新拿铁等众多插混产品，吉利银河L7（博越L升级而来），长安CS系列插混版（新混动架构）均具有较大的销量潜力。

2017年、2018年和2021年比亚迪唐外观和内饰



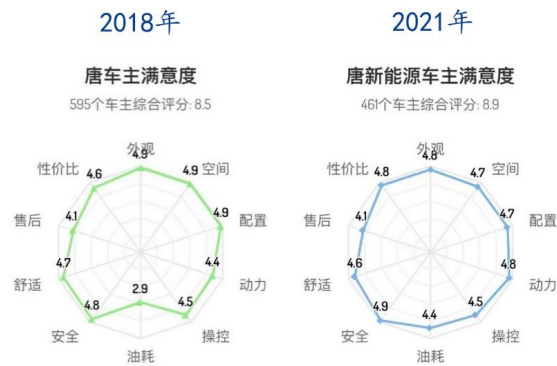
资料来源：汽车之家、安信证券研究中心

比亚迪唐分燃料类型2017-2022年销量（辆）



资料来源：汽车之家、安信证券研究中心

2018年和2021年比亚迪用户满意度对比



资料来源：小熊油耗、安信证券研究中心

2.2. 平台化能力强、产品迭代快、成本管控能力强的企业有望最终胜出

2.2.2. 快速的产品迭代能显著提高产品胜率

2) 软件层面，持续的OTA升级能不断提升产品价值

传统燃油车时代，车型的产品力随着使用年限逐渐衰退，老化的产品基本上依靠降价来维持竞争力；新能源时代，新势力产品通过OTA开发全新功能开发，优化现有功能，以及改善潜在问题，产品体验随着用户基数和使用时间不断提升，产品常用常新，保持较强的竞争力。理想、蔚来和小鹏等新势力均维持高频率的OTA，解决用户痛点，甚至带来超越用户需求的体验。

持续OTA的背后是深度自研能力和持续的研发投入

1) 深度自研能力：以理想为例，理想L系产品搭载了全自研的增程电动系统、底盘控制系统和中央域控制器，其中中央域控制器使用恩智浦最新的S32G车规级芯片，并由理想完成全部硬件、系统、软件的研发，对增程电动系统、空调系统、底盘系统和座椅控制系统等在内的功能实现全自研，保证了未来OTA的范围和时效性。

2) 持续研发投入：燃油车时代，传统的“研究院”业务架构通常意味着，产品开发走到SOP上市交付的阶段，相应功能开发也步入尾声。而新势力的研发伴随产品的全生命周期，在产品交付后会利用用户反馈，持续进行研发投入，补齐产品短板，保证市场竞争力，同时也避免了研发和产品的割裂（传统车企常常发生），“研发”源源不断为产品提供“炮弹”。

小鹏和理想通过OTA持续提升产品价值

车型	版本	升级时间	升级内容
小鹏G9	Xmart OS 4.1.0	2022/12/28	全场景语音2.0：包含全时对话、多人对话等功能； 极速充电升级：提升低温下从80%到100%的充电速度；优化充电地图显示； 智控升级：新增“记忆点调节悬架”功能开关，优化驾乘体验 智能辅助驾驶：新增高速NGP可用路段显示 智能座舱：新增方向盘自定义按键唤起道路辅助、导航路线刷新按钮和更多功能的快捷入口
	Xmart OS 4.2.0	2023/4/1	新增XNGP智能辅助驾驶系统：包含LCC增强版、开放广州、深圳、上海三城NGP 智能驾驶全面升级：LCC增加主动变道功能；泊车功能增强，车位选择更灵活； 全场景语音2.0再进化：进入语音交互新时代，仅需目光看向中控屏即可实现唤醒；媒体视频资源实现语音点播； 硬件升级：充电口盖智能开启；新增方向盘按键； 中控屏升级：新增车辆行驶3D视角；加入网易云音乐库；新增故障诊断功能； 新增城市NGP智能辅助驾驶：城市NGP在广州全量开放； LCC增强版和高速NGP再升级：LCC新增自适应功能和红绿灯识别；高速NGP新增仪表SR智能辅助驾驶环境模拟显示； 其他优化：智能仪表、自适应全LED大灯、零压舒享空间、蓝牙通话、灯秀功能、蓝牙数字钥匙、远程诊断服务等多项功能优化
小鹏P5	Xmart OS 3.3.0	2022/10/22	LCC增强版和高速NGP再升级：LCC新增自适应功能和红绿灯识别；高速NGP新增仪表SR智能辅助驾驶环境模拟显示； 其他优化：智能仪表、自适应全LED大灯、零压舒享空间、蓝牙通话、灯秀功能、蓝牙数字钥匙、远程诊断服务等多项功能优化
	Xmart OS 3.4.0	2023/3/16	辅助驾驶功能升级：城市NGP功能将在深圳开放；LCC增强版优化；高速 NGP 智能辅助驾驶功能优化； 驾乘体验优化：在脱离可用范围的接管提醒方面，优化了提醒方式和提醒时间；在绕行方车、静态障碍物识别应对等方面均进行了体验升级；
理想L系列	OTA. 1	2022/11/3	理想AD辅助驾驶系统升级：提升辅助驾驶舒适性；提升全景影像使用便捷性；新增辅助驾驶语音提醒媒体的功能开关； 新增道路环境感知应用(EID)支持导航地图卡片的显示； 空间交互升级：新增屏幕外观浅色模式和自动模式；新增安全驾驶交互屏快捷控制；提升HUD使用便捷性；提升中控屏使用便捷性；新增副驾娱乐屏和后座娱乐屏自动息屏功能；新增后座娱乐屏靠近提醒功能；新增后座娱乐屏手势交互功能； 应用更新：新增爱奇艺应用的三屏同时播放功能；新增投屏应用的三屏同时投屏功能；新增在地图导航和路线规划中添加沿途服务区为途经点的功能；新增手机微信发送位置到车的功能； 新增天气应用；新增腾讯视频、咪咕视频； 听觉体验升级：优化音响听觉体验，通过自研音效算法和顶级的声学调教，充分发挥影音系统的效果和魅力；优化媒体音量曲线；
	OTA. 2	2022/12/29	理想同享升级：新增车辆设置功能、地图导航功能；增强问答能力；优化播报音效 智能驾驶升级：提升辅助驾驶安全性；提升自动紧急制动(AEB)性能；提升车道保持辅助(LKA)和导航辅助驾驶(NOA)状态车辆性能 空间交互升级：提升HUD使用便捷性；新增中控屏控制中心内声场切换和音效切换的快捷控制； 视听体验升级：新增“动感模式”音效；优化前后排声场设置；优化控制中心内媒体音量调节逻辑和多屏同时播放功能的退出逻辑； 应用更新：提升地图导航使用便捷性；新增爱奇艺、腾讯视频、网易云音乐、全民K歌等应用的功能；
	OTA. 3	2023/2/20	理想同享升级：提升理想同享识别准确率和成功率；新增车辆控制功能和地图导航功能； 智能驾驶升级：优化了直线跟车体验、智能泊车交互体验、道路环境感知交互体验； 理想智能应用升级：首发红绿灯倒计时功能；新增任务大师应用，可满足多个特定场景的个性化需求； 人车交互应用：新增时间卡片，可上下滑动右侧能耗卡片进行切换；新增了音响均衡器以及歌词显示功能； 蓝牙钥匙：实现手机钥匙家人共享的功能；
	OTA. 4	2023/5/4	新增哨兵模式(测试版)：能够通过视觉算法和震动检测识别车辆周围的环境和车辆状态，并播报车辆状况评估风险级别，并发出不同程度的警告； 手表车控：新增Apple Watch和OPPO Watch手表的车控功能； 智能驾驶升级：增加LKA Plus功能，可在高速路上实现自主超车变道；
	OTA. 5	2023/5/27	新增小主人模式：为儿童提供了专属的桌面界面、适配的影音内容； 应用升级：加入语音大师应用；增加爱奇艺音频播放功能； 理想同享升级：大幅提升了语音唤醒率、识别准确率和指令执行速度；新增声纹识别功能

资料来源：小鹏汽车和理想汽车公众号、安信证券研究中心

2.2. 平台化能力强、产品迭代快、成本管控能力强的企业有望最终胜出

2.2.3. 强成本管控能力的车企优势更大

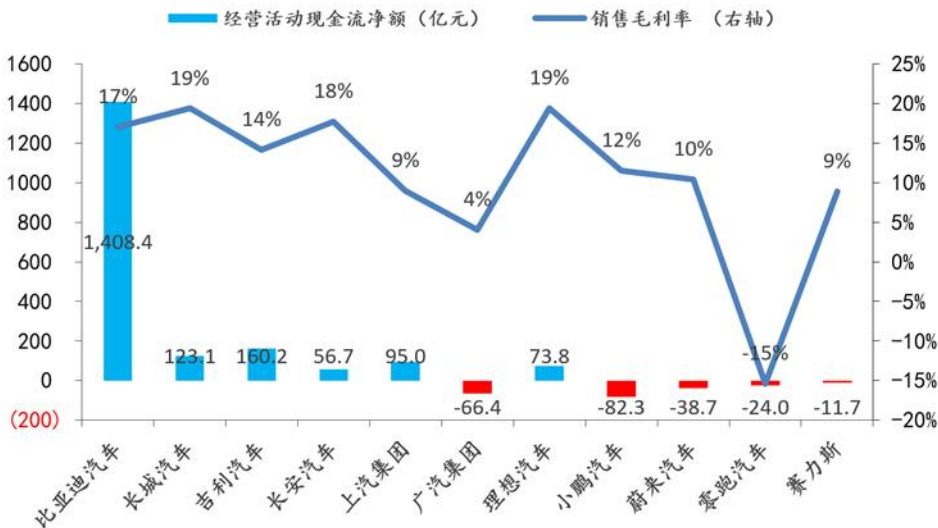
成本管控能力强、具备持续造血能力的公司能够持续推出高性价比产品，快速占领市场份额。

从毛利率的角度看，2022年比亚迪、长城、长安和理想毛利率在15%-20%，体现较强的成本管控能力；从经营活动现金流的角
度看，2022年比亚迪、长城、吉利、长安、上汽、理想实现了经营活动净现金流为正，具备造血能力。

头部传统车企具有较强的成本管控能力，在2015-2020年汽车行业销量下行期间，长城和吉利均维持了15%以上的毛利率。

得益于主机厂的强成本管控能力和造血能力，2023年上市的比亚迪冠军版车型、长城蓝山、长安深蓝S7、吉利银河L7、理想L7
等新品均具有显著的性价比优势，有望斩获优异的销量成绩。

2022年各车企销售毛利率和经营活动现金流净额对比



2.2. 平台化能力强、产品迭代快、成本管控能力强的企业有望最终胜出

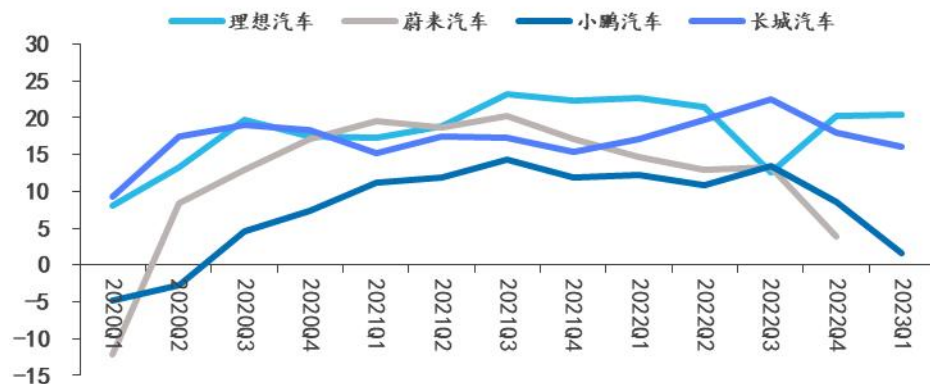
2.2.3. 强成本管控能力的车企优势更大

成本管控能力强，有持续造血能力，背后是优秀的组织管理能力

以理想汽车为例，理想的毛利率保持领先水平，体现强大的成本管控能力强和造血能力，背后得益于其先进的组织管理能力。

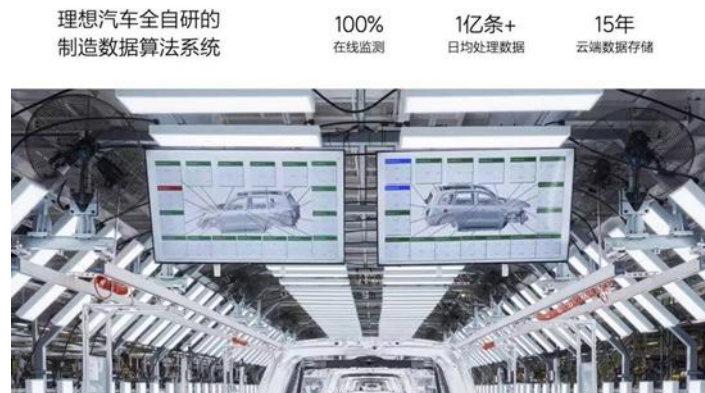
- ✓ **组织管理模式持续迭代：**理想从2019年就开始认真研究全球顶尖的软硬件结合的万亿级别企业的管理模式，以及企业在不同规模阶段所做出的组织升级的选择、方法、经验。2021年之前理想采用垂直职能组织的管理模式，保证了速度和效率，企业实现从0到1；2021-2022年试点IPD(集成产品开发)，打造多款爆品；2023年开始，公司由垂直智能模式向矩阵型组织管理模式转型，进一步提升组织效率，保证企业全流程的质量管理。
- ✓ **商业体系组织流程不断升级：**2023Q1启动了整个商业体系组织流程的升级，从过去的大区管理方式变成精细化地按省管理，并由省直接管理到门店。相比2022Q4，理想的门店数量没有明显增长，但单店产出及产品专家单人产出都有了大幅增长，从线索到订单的转化率也实现显著提升。
- ✓ **将掌控核心供应链置于企业战略级高度：**与蔚来采用代工模式不同，理想汽车自2015年创立之初便坚持自建智能制造基地，保证产能稳定供应，此外，利用自研的制造数据算法系保证了产品的质量稳定；理想自建增程器工厂、五合一驱动总成工厂、碳化硅功率模块生产基地等，诸多核心供应商将工厂建在理想汽车生产基地的周边，在江苏形成非常好的供应链生态。强大的供应链管理能力和为理想带来更大的话语权，可以进一步下探制造成本，进而保证优秀的毛利率和健康的现金流，凸显飞轮效应。

三家新势力和长城汽车毛利率对比 (%)



资料来源：WIND、安信证券研究中心

理想自建智能制造基地



资料来源：理想汽车公众号、安信证券研究中心

2.3. 格局愈发清晰，一线龙头即将浮现

2.3.1. 头部车企实现新能源市场全覆盖，加速品牌向上

- ✓ **比亚迪**：通过分网实现主流市场全覆盖，王朝网和海洋网分别主打家用和年轻用户群体；2023年开始成立腾势和仰望品牌，销量势能加持+新技术赋能，高端品牌成立水到渠成；即将推出定位专业个性化市场的方程豹品牌，谋求差异化品牌溢价。
- ✓ **长城**：2023年以来对魏牌和坦克、欧拉和沙龙分别进行组织和渠道的整合，同时强化哈弗品牌，聚焦发展新能源。
- ✓ **长安**：2022年以来逐步完善新能源版图，同时成立深蓝、阿维塔，力求品牌向上；2023年新推出启源品牌，覆盖主流大众新能源市场。
- ✓ **吉利**：2023年以来发布银河系列，推动主流产品向新能源转型，同时领克和极氪分别聚焦高端混动和纯电市场。
- ✓ **奇瑞**：2022年以来持续推动奇瑞、星途、捷途燃油车的混动化，2023年推出iCAR品牌覆盖中高端电动车市场，星途品牌推出星纪元系列聚焦高端新能源市场（纯电+增程）。
- ✓ **理想**：2022年开始拓宽品牌定位，聚焦任何想要拥有自己“家的用户”，推行纯电+增程的“双能战略”。

重点车企品牌布局版图

车企	品牌/系列		定位
长城	哈弗	燃油	13万以下市场，分为城市系列和轻越野品类
		新能源	13万-20万元的中低端市场，分为城市系列和轻越野品类
	魏牌新能源		20万以上的高端主流市场
	坦克		20万以上的高端硬派越野市场
	欧拉和沙龙		纯电市场全覆盖
长安	长安	燃油	15万以下市场，分为V标+UNI+欧尚系列
		智电iDD	燃油车混动化
		0X序列	15-30万纯电动市场，主打大众主流群体
	深蓝		15-30万纯电动市场，主打年轻、科技
	阿维塔		30万以上高端纯电动，主打情感智能
比亚迪	比亚迪	王朝系列	30万以下新能源市场，目标是商务和家庭群体
		海洋系列	30万以下新能源市场，目标是年轻群体
	腾势		30万以上的高端新能源市场
	仰望		新能源硬派越野市场，价格上探至百万级
	方程豹		专业个性化市场

	品牌/系列		定位
吉利	吉利	燃油+代步电动	帝豪、缤系、博系、星系等；熊猫Mini
		几何	15万以下纯电B端市场
		银河	15-25万元的纯电+插混市场
	领克		20万以上的混动市场
	极氪		30万以上的高端纯电动市场
理想	睿蓝		主打换电，联合曹操出行开拓B端
	增程系列		已实现30-50万增程车型覆盖，未来产品有望向下覆盖
	纯电系列		首款车型为高端纯电MPV，并进一步布局纯电市场
奇瑞	奇瑞新能源		奇瑞、星途、捷途燃油车的混动化；冰淇淋、小蚂蚁等代步电动车
	iCAR品牌		15-30万电动车市场，目标是25-35岁的年轻用户群体
	星途星纪元系列		20-50万的高端新能源市场（纯电+增程）

资料来源：各企业官网、汽车之家、搜狐汽车、安信证券研究中心

2.3. 格局愈发清晰，一线龙头即将浮现

2.3.2. 头部车企加速推出重磅新品

- 1) 比亚迪、长城、吉利、长安等将密集推出新车型，实现各价格带各级别全覆盖；其中长城哈弗、吉利银河、长安深蓝+启源均将加速布局新能源销量空间最大的10-20万价格带的混动市场；同时长城魏牌+坦克、吉利领克+极氪、长安阿维塔向上布局高端新能源市场；
- 2) 理想增程系列产品持续发力，同时加紧纯电产品布局，2023年内推出纯电MPV新车。

重点车企2023年产品布局

价位	类别	2022新能源渗透率	乘用车销量 (万辆)	传统车销量 (万辆)	各品牌新车布局								
					比亚迪	长城	吉利	长安	奇瑞	理想	蔚来	小鹏	五菱
10万以下	轿车、SUV	31%	445	307	海鸥		熊猫Mini						悦也
10-20万	轿车	25%	637	480	驱逐舰07		银河L6	启源A07 UNI-V(p13) C589(p13)	艾瑞泽8 C-DM				云朵
	SUV	22%	563	437		哈弗二代大狗 哈弗枭龙MAX 哈弗枭龙 哈弗酷狗PHEV 哈弗B26	银河L7 睿蓝7	深蓝S7 CS75 plus(p2) CS55 plus(p13)	瑶光C-DM eQ7				
20-30万	轿车	58%	121	51								小鹏P7i	
	SUV	42%	213	123	宋L	魏牌蓝山 魏牌新摩卡 魏牌新拿铁 坦克300	极氪X 领克08 PHEV		瑞虎9 PHEV			小鹏G6	
30-40万	轿车	18%	59	48			银河E8 领克B级轿车 极氪CS1E		星纪元ES				
	SUV	32%	54	37	腾势N7 腾势N8	坦克500				理想L7	ES6换代		
40-50万	轿车	6%	50	47				阿维塔12					
	SUV	19%	55	45							ES8换代		
50万以上	轿车、SUV	62%	18	7	仰望U8								
20万以上	MPV (市场持续扩容)	6%	44	41		魏牌高山 魏牌M83				纯电MPV		纯电MPV	

资料来源：乘联会、汽车之家、工信部、搜狐汽车、安信证券研究中心

2.3. 格局愈发清晰，一线龙头即将浮现

2.3.3. 第一梯队车企逐步浮现

1) 比亚迪和理想具有强平台化能力，新品推出节奏快，能更快实现规模化和降本。其次，长城、吉利和长安具有较多成熟产品积累，产品快速迭代，胜率较高；理想等新势力软件迭代速度较快，能够保持产品的强竞争力。此外，头部传统车企和理想成本管控能力较强、具备持续造血能力，有望持续推出高性价比产品，抢占更多市场份额。

2) 从更直观的层面看，头部传统车企和理想推动新能源市场全覆盖，加速品牌向上，并且加速推出重磅新品，有望在激烈的竞争中胜出。

基于不同车型的产品力和竞争力，我们对细分车型进行销量预测，我们预计2023年比亚迪、吉利、广汽埃安、长城、长安、理想的新能源车销量分别为320万、55万、54万、50万、46万和32万辆，份额分别为34%、6%、6%、5%、5%和3%。

各车企2022-2023E新能源销量（按照2023E的销量排序）

车企	2022销量（万辆）			2023E销量（万辆）			2022份额	2023E份额
	EV	PHEV	新能源	EV	PHEV	新能源		
比亚迪汽车	91	95	185	168	153	320	29%	34%
特斯拉中国	71	0	71	93	0	93	11%	10%
吉利汽车	26	7	33	40	15	55	5%	6%
广汽埃安	27	0	27	54	0	54	4%	6%
长城汽车	10	3	13	16	34	50	2%	5%
长安汽车	20	4	24	24	22	46	4%	5%
上汽集团	20	5	25	41	3	44	4%	5%
上汽通用五菱	61	0	61	33	0	33	9%	4%
理想汽车	0	13	13	0	32	32	2%	3%
蔚来汽车	12	0	12	19	0	19	2%	2%
合众新能源	15	0	15	16	2	18	2%	2%
一汽轿车	6	0	6	15	0	15	1%	2%
小鹏汽车	12	0	12	15	0	15	2%	2%
零跑汽车	11	0	11	11	4	15	2%	2%
奇瑞汽车	22	0	22	13	0	13	3%	1%
华晨宝马	4	2	6	9	0	10	1%	1%
智马达	0	0	0	9	0	9	0%	1%
上汽大众	7	2	10	7	2	9	1%	1%
一汽大众	7	2	9	5	2	8	1%	1%
上汽通用	5	0	5	7	0	7	1%	1%

- 3. 头部车企的新能源车盈利有望持续提升
 - 3.1. 中短期盈利趋势：头部车企的新能源车盈利有望上行
 - 3.2. 远期盈利展望：整车企业盈利仍有较大提升空间

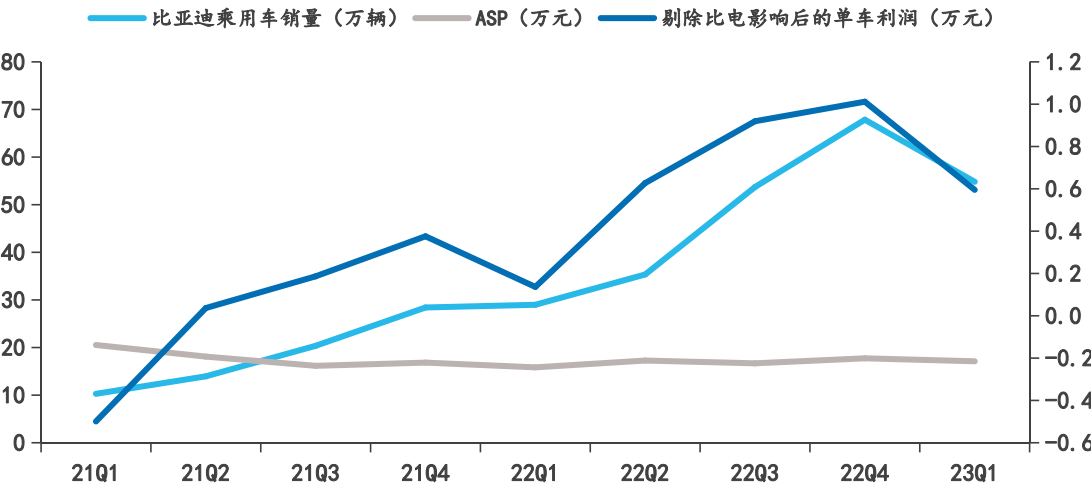
3.1. 中短期盈利趋势：头部车企的新能源车盈利有望上行

从未来半年至一年的维度来看，我们认为头部自主车企的新能源车盈利有望上行。核心原因在于，其一：自主品牌新能源车销量的提升预计会带来更显著的规模效应，拉动成本下降、盈利提升；其二：合资品牌预计会在半年至一年内加速出清，行业竞争格局有望优化，带来盈利的改善；其三：头部自主品牌的销售结构升级趋势明显，高端车型的利润率普遍较好，有望拉动盈利上行。

1) 规模效应预计会带来成本降低、盈利提升：

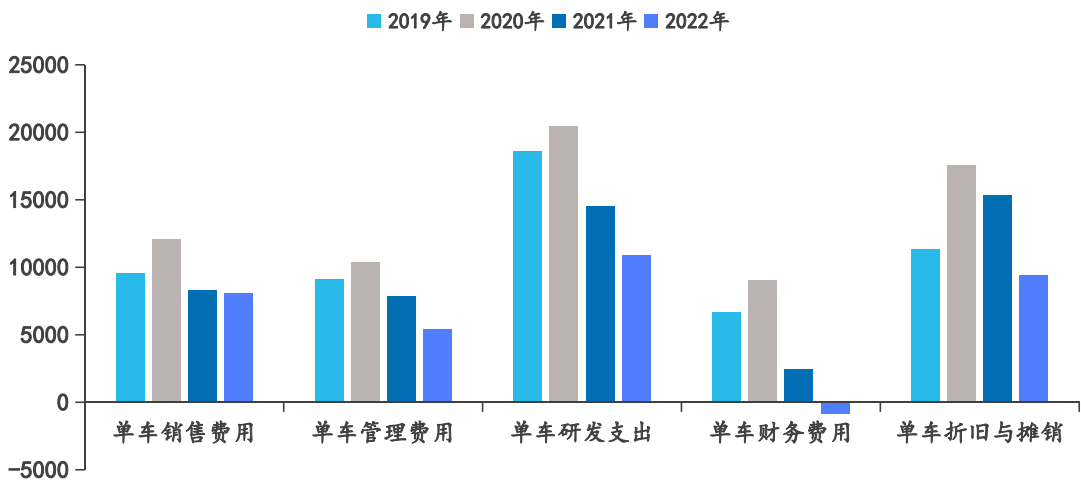
- ✓ 随着新能源渗透率的提升及主流车企新能源车销量的增长，预计规模效益会逐渐凸显，有望带来盈利能力的提升：1) 销量的增长会拉动单车的折旧&摊销和单车费用逐步下降；2) 主机厂在产业链中的议价能力会有明显提升，推动单车成本进一步下降。
- ✓ 以比亚迪为例，其乘用车销量从2021Q1的10.28万辆到2022Q4提升至67.85万辆。在ASP基本持平、电池成本不断上涨的背景下，其单车利润从2021Q1的-0.5万元到2022Q4已经达到1.01万元，与销量基本呈现同升同降的趋势。
- ✓ 我们认为比亚迪单车利润的增长很大程度上源自于销量增长带来的规模效应，未来长城、吉利等车企有望复刻比亚迪的成功之路。

比亚迪乘用车销量、ASP和剔除比电影响后的单车利润（右轴）



资料来源：乘联会、公司公告、安信证券研究中心测算

比亚迪单车的费用和折旧&摊销变化趋势（元）



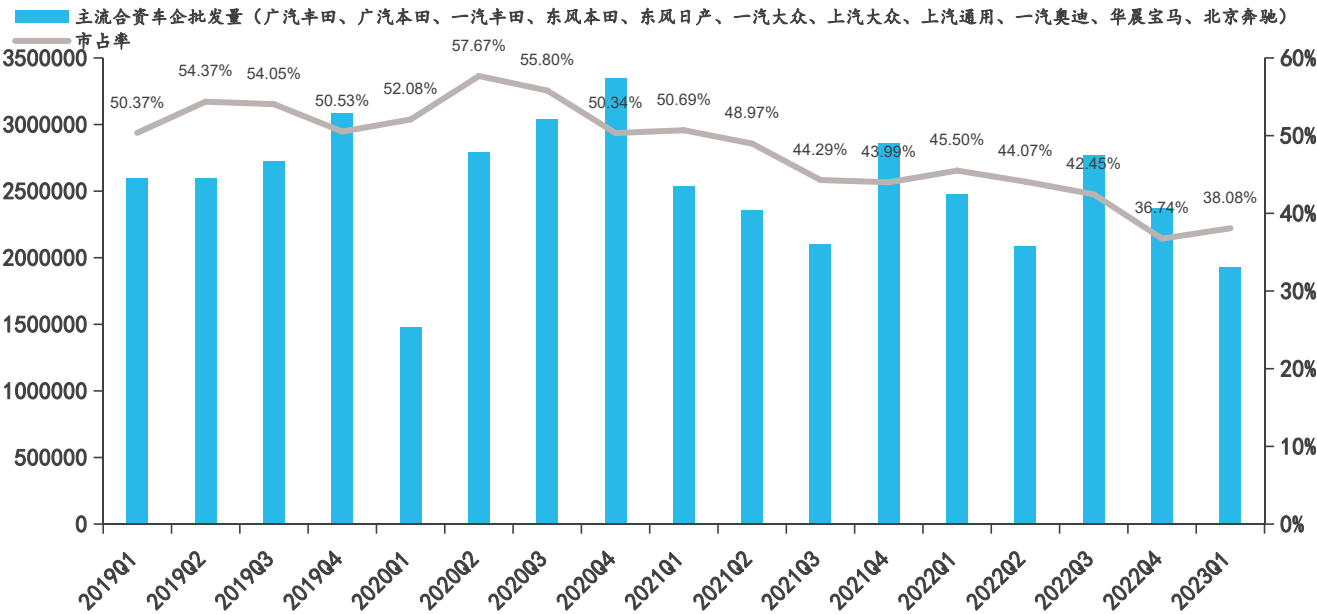
资料来源：公司公告、乘联会、安信证券研究中心测算

3.1. 中短期盈利趋势：头部车企的新能源车盈利有望上行

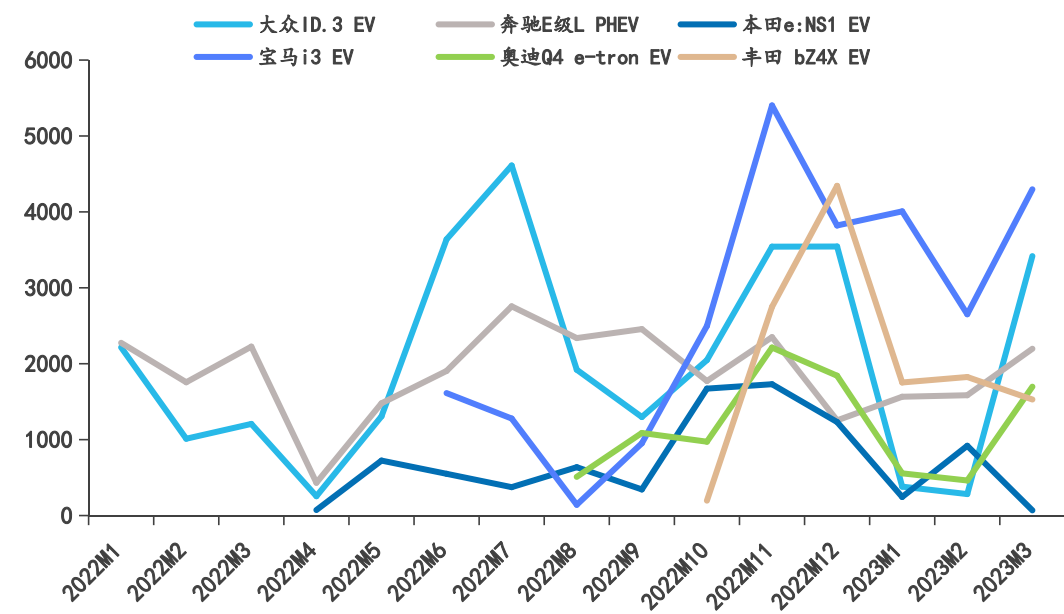
2) 竞争格局逐渐优化，头部车企的新能源车盈利有望向好：

- ✓ 自2009年起，我们选取的11家主流合资车企的合计销量呈现了明显的下滑趋势，市占率也从20Q2的57.7%下降至23Q1的38.08%。原因在于我国新能源渗透率的提升和合资车企产品力的弱化：2022年合资品牌新能源车销量仅为43.8万辆，市占率为6.76%。
- ✓ 我们选取近两年六大主流合资品牌的重磅新能源车型，除宝马i3外，其余车型的巅峰月销量均未超过5000、23Q1平均月销量均未超过2000，失败概率较大。我们认为，其本质原因在于合资新能源车产品力不足、性价比不高，被自主品牌抢占了市场份额。
- ✓ 因此我们认为，中短期内合资品牌的市场份额会被加速侵蚀，整车的竞争格局有望逐渐向好。因此头部车企的新能源车溢价能力预计会得到修复、盈利有望上行。

主流合资品牌乘用车销量（辆）及市占率变化情况（右轴）



2022年以来重磅的合资品牌新能源车销量情况（辆）



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

资料来源：乘联会、安信证券研究中心

3.1. 中短期盈利趋势：头部车企的新能源车盈利有望上行

3) 头部车企的高端新能源车占比提升，盈利能力有望变好：

✓ 近年来头部传统车企高端化转型的趋势明显，新车价格带明显上移：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20万以上的新车登场，实现了新车价格带的持续上移。

近年来头部传统自主品牌推出的新车型价格带持续上移（不完全整理）

	10万元以内	10-20万	20-30万	30-40万	40万以上
2020、2021年	五菱宏光Mini、奇瑞小蚂蚁、QQ冰淇淋、长安奔奔E-Star、比亚迪元Pro、科莱威-EV、欧拉黑猫、几何EX3-功夫牛、欧拉白猫	比亚迪海豚、秦PLUS DM-i、埃安Y、秦PLUS EV、埃安S、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、欧拉好猫GT-EV、领克06-PHEV、荣威RX5-ePLUS、荣威RX5-eMAX、荣威ei6-MAX、科尚-EV、MG领航-PHEV、传祺GS4-PHEV、奇瑞大蚂蚁-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、埃安V、传祺GA3S-PHEV	比亚迪汉 EV、汉DM、埃安V、埃安LX、Marvel-R EV、领克05-PHEV、荣威eRX5 MAX	极氪001 EV、比亚迪E6	
2022年	几何E EV、长安糯玉米	比亚迪元PLUS、MG Mulan EV、几何M6、几何G6、长安逸动 EV、深蓝SL0、驱逐舰05 DM-i、帝豪L PHEV、哈弗H6 PHEV、长安UNI-K PHEV、欧尚Z6 PHEV	smart精灵#1、星越L增程版、闪电猫、比亚迪海豹、拿铁 PHEV、星越L Hi·X、护卫舰07	腾势D9 DM、阿维塔11、摩卡 PHEV	极氪009、沙龙机甲龙、智己L7
2023年	五菱缤果、海鸥	元pro、驱逐舰07、几何M2、长安CS75 PLUS iDD、CS55 Plus iDD、UNI-V Idd、UNI-Z iDD、深蓝S7、启源A07、极氪X、荣威E-RX5、奇瑞EQ7、银河L7、银河L6、睿蓝7、哈弗二代大狗、枭龙、枭龙MAX、哈弗B26、酷狗PHEV	宋L、Hyper GT、埃安A19、传祺MPV、极氪B级轿车、领克08 PHEV、领克B级轿车、飞凡F7、智己C车、荣威EP39、瑞虎9 PHEV、银河E8、smart精灵#3、魏-蓝山、新摩卡、拿铁PHEV、魏-轿车PHEV、坦克300 PHEV	阿维塔12、传祺E9、传祺大七座SUV、智己LS7、魏-高山、坦克500 PHEV、坦克400 PHEV	腾势 N7、腾势N8、仰望U8、仰望U9、比亚迪F品牌、魏-M83、魏-全尺寸6座SUV、坦克700 PHEV

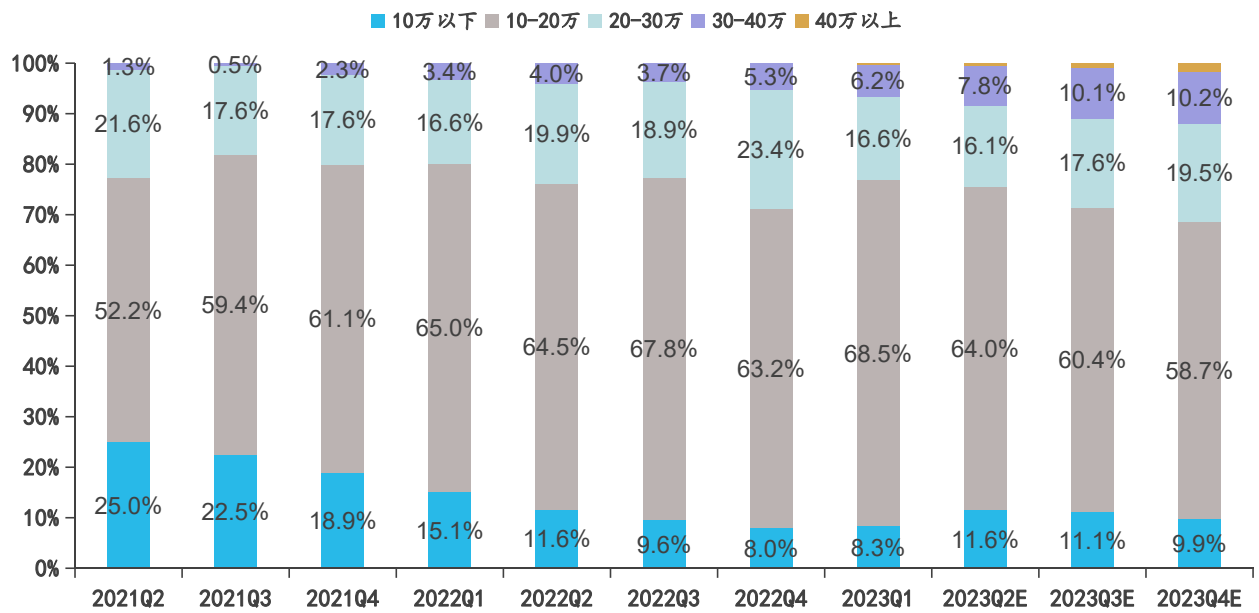
资料来源：汽车之家、各公司官网、安信证券研究中心

3.1. 中短期盈利趋势：头部车企的新能源车盈利有望上行

3) 头部车企的高端新能源车占比提升，盈利能力有望变好：

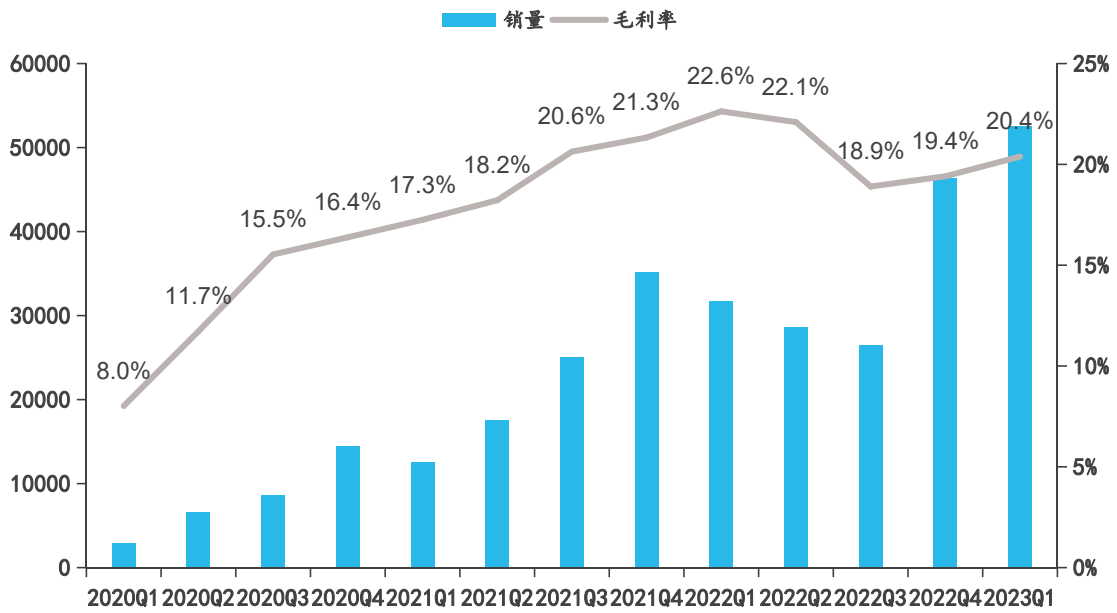
- ✓ 从销售结构来看，我们选取的四家头部传统主机厂10万以下的车型占比从21Q2的25%下降至23Q1的8.2%；30万以上的车型占比从21Q2的1.3%提升至6.6%，高端化的趋势明显。未来随着各家新车价格带的上移，我们测算2023Q4中4家传统车企20万以上车型的销售占比有望达到31.4%，其中30万以上的车型占比有望达到11.9%。
- ✓ 高端车的售价更高、溢价也更高，因为盈利性较低端车型更好。以理想汽车为例，旗下车型以高端车为主，2021Q3起ASP保持在30万以上，单车毛利率也一路向上，最高在2022Q1达到22.6%，盈利能力表现较好。
- ✓ 因此，在头部车企销售结构持续升级的背景下，我们认为其新能源车的盈利能力有望持续提升。

四家传统自主品牌新能源车销售结构变化情况（比亚迪、长城、吉利、长安）



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

理想汽车分季度销量（辆）和毛利率情况（右轴）



资料来源：乘联会、wind、安信证券研究中心

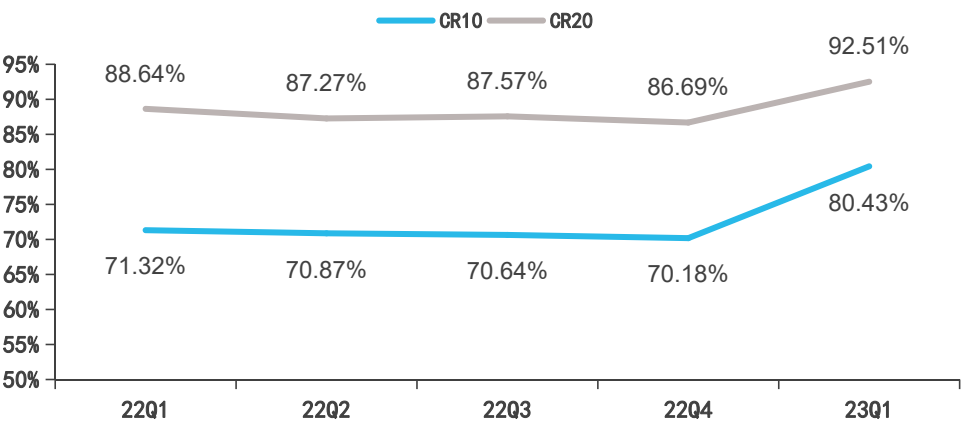
3.2. 远期盈利展望：整车企业盈利仍有较大提升空间

从未来三年到五年维度来看，我们认为头部车企的净利率有望达到甚至超过10%。核心原因在于，其一：新能源车行业的集中度有望超过燃油车时代，因为新能源车技术变化较快、容易形成强者恒强的局面，头部车企的净利率也有望达到甚至超过燃油车时代的头部合资车企的净利率；其二：如今汽车行业和早期家电行业较为类似，因此汽车行业远期格局可以参考家电行业的现状。但汽车的差异化程度超过家电，因此远期看头部自主车企的净利率水平有望达到甚至超过如今家电龙头的净利率水平。

1) 对标合资时代，行业出清后头部车企的利润率有望显著提升：

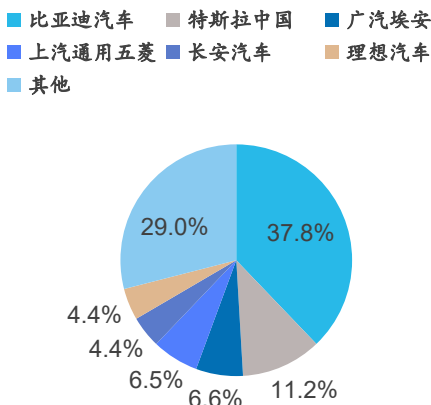
- ✓ 2023年伊始，新能源车的行业竞争逐渐加剧，行业集中度提升趋势明显。2023Q1中销量冠军比亚迪的终端上险量占新能源车比重达到37.85%，环比提升4.95pct；新能源车CR10提升至80.43%、CR20提升至92.51%。
- ✓ 燃油车时代，行业内的竞争者较多，导致行业竞争较为分散。以2018年为例，乘用车销量前两名的上汽大众和上汽通用的销量分别仅占整体的8.9%、8.5%；乘用车行业CR10也仅为55%左右。
- ✓ 我们认为，远期看新能源车的行业集中度有望超过燃油车时代。原因在于新能源车行业的变化较快、对整车企业技术的更新迭代速度要求更高，容易形成强者恒强的局面。头部车企能够依赖自身雄厚的技术积累形成壁垒，行业竞争格局也会明显趋好。

2022Q1-2023Q1我国新能源车CR10、20变化趋势



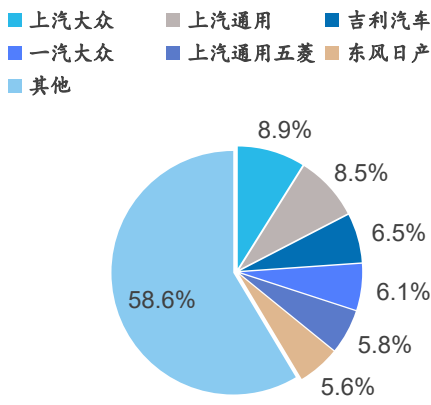
资料来源：交强险、安信证券研究中心

2023Q1我国新能源车行业集中度情况



资料来源：乘联会、安信证券研究中心

2018年我国乘用车行业集中度情况



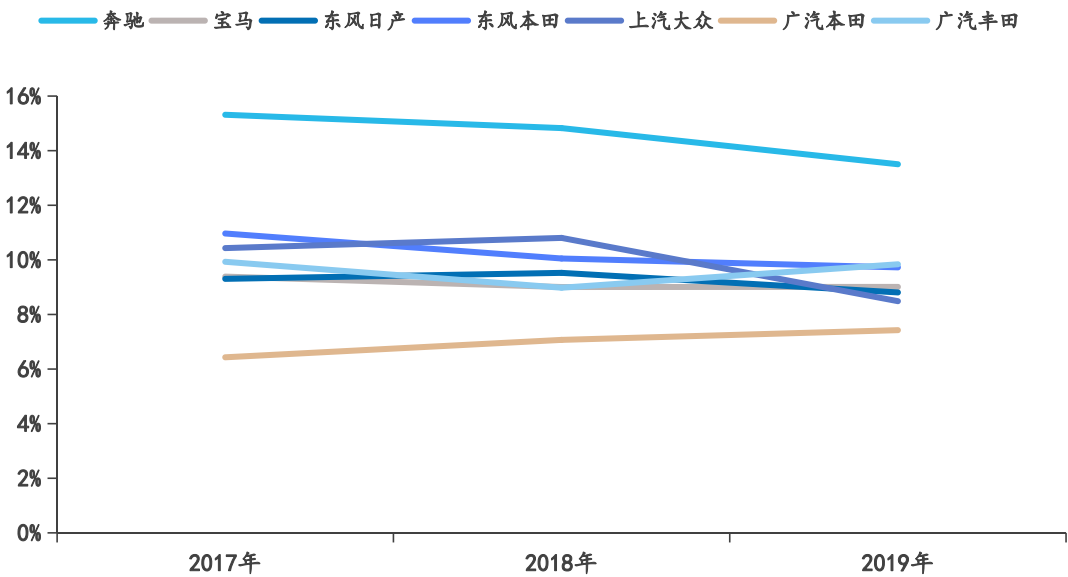
资料来源：乘联会、安信证券研究中心

3.2. 远期盈利展望：整车企业盈利仍有较大提升空间

1) 对标合资时代，行业出清后头部车企的利润率有望显著提升：

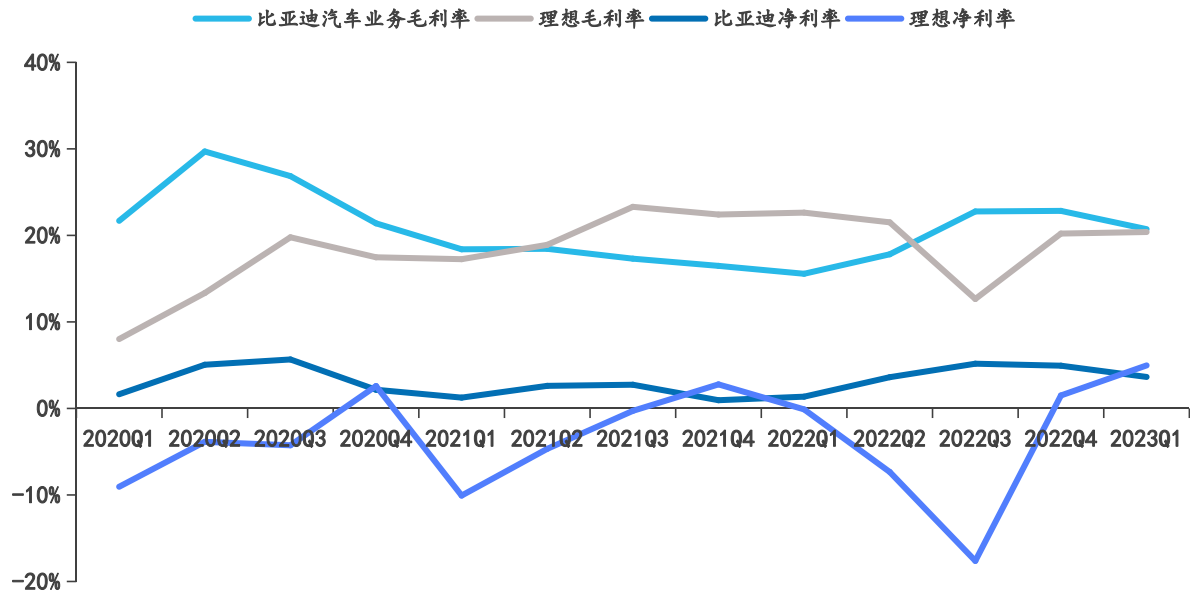
- ✓ 2017-2019年间的燃油车时代，头部合资车企产品力强、竞争优势明显、溢价能力强，能够持续兑现较高的盈利水平。2017-2019年间奔驰的净利率维持在13%以上；主流合资品牌的净利率保持在10%左右，最低的广汽本田的净利率也超过了7%。
- ✓ 目前，以比亚迪和理想为例的头部自主品牌的毛利率和净利率已经有了明显的改善：2022Q4比亚迪汽车业务毛利率达到22.83%、净利率达到4.94%；2023Q1理想汽车毛利率达到20.49%、净利率达到4.97%。
- ✓ 综上所述，我们认为随着行业的逐渐出清、竞争格局持续优化，远期看新能源车行业的集中度有望超过燃油车时代，头部车企的盈利能力也有望超过燃油车时代的合资车企。远期看，我们认为头部整车企业的净利率水平有望达到甚至超过10%。

2017-2019年头部合资品牌净利率水平



资料来源：wind、安信证券研究中心

比亚迪和理想汽车业务毛利率及净利率水平已经呈现明显提升趋势



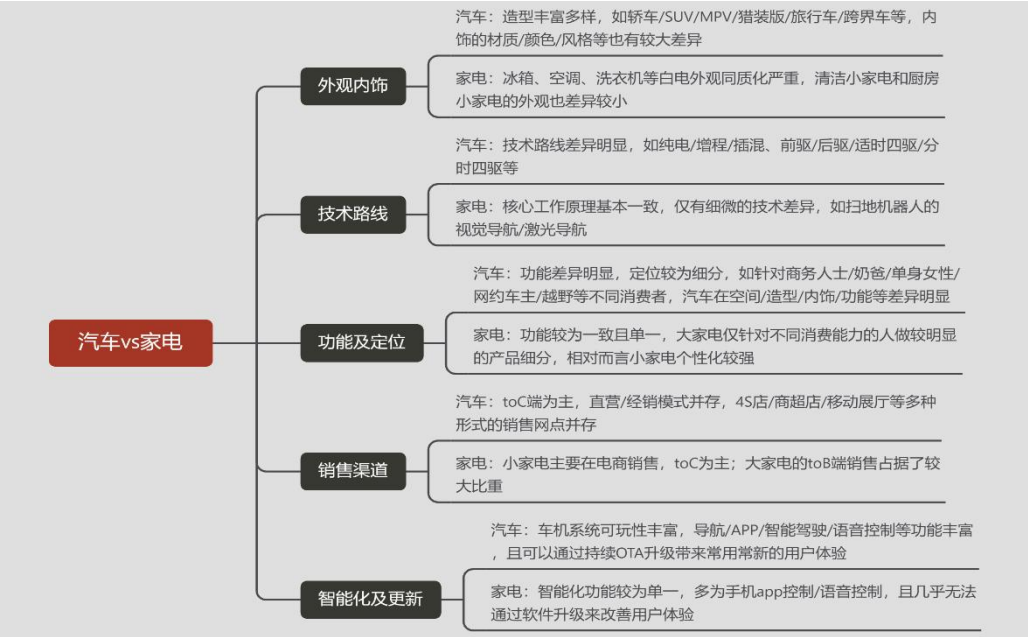
资料来源：wind、安信证券研究中心

3.2. 远期盈利展望：整车企业盈利仍有较大提升空间

2) 对标家电行业，头部整车企业的盈利水平有望达到较高水平：

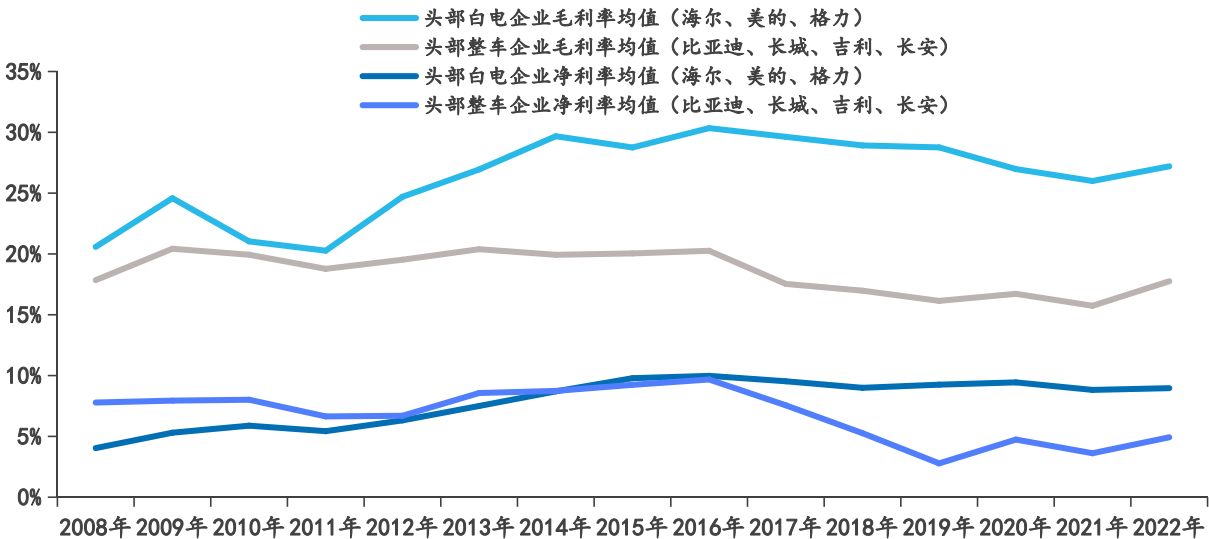
- ✓ 现阶段的汽车行业和2000年代的家电行业有多点相似之处：1) 二者同属制造业，且均由中国企业主导；2) 行业竞争加剧，价格战兴起。因此我们认为，新能源车行业的远期格局可以一定程度上参考家电行业现阶段的格局情况。
- ✓ 但二者不同之处在于：新能源车的差异化程度远超家电。所以我们认为：远期看新能源车产品的盈利能力有望超过家电企业。
- ✓ 我们选取家电行业龙头企业和头部整车企业作对比：目前家电龙头企业毛利率均值超过25%、净利率均值接近10%；而目前头部整车企业的毛利率均值在17%左右、净利率均值在5%左右。
- ✓ 因此我们认为，远期看整车头部企业的盈利能力还有较大提升空间，净利率有望达到甚至超过10%。

汽车产品的差异化程度远超家电产品



资料来源：公开资料、安信证券研究中心

白电行业头部企业和整车行业头部企业净利率和毛利率对比



资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

4. 观点总结及推荐/关注标的

观点总结：

- ✓ 乘用车总量：国内价格战影响减弱、库存逐步消化，下半年有望迎来修复回暖；出口方面，中国车企依靠新能源技术实现产品力提升，突破欧美发达国家市场，并在传统发展中国家市场实现市占率提升；我们预计2023年乘用车销量有望达2265万辆。
- ✓ 新能源车总量：技术与产品共同加持，新能源车型有望加速对燃油车的替代。一）技术维度：多家车企混动技术成熟、高压快充方案加速落地，填补供给空白；二）产品维度：1）比亚迪冠军版开启“油电同价”；2）10-20万元低渗透率价格带优质车型加速上市；3）5-10万元新能源车产品力突出，有望复制5万元以下高渗透率路径。我们预计2023年新能源乘用车销量有望达到936万辆。
- ✓ 2023年随着新能源车供给加速扩张，行业步入后新能源时代。行业格局已初步分化，比亚迪、理想等头部车企份额明显提升，弱势新势力和合资品牌份额下滑；并且行业集中度显著提升，挤压尾部企业生存空间。新能源头部车企将加速发力，合资品牌和二线新势力产品节奏较慢，或较难扭转弱势地位，预计格局分化将进一步加剧，有望迎来第一梯队的浮现和末位的加速淘汰。
- ✓ 我们认为，新品推出节奏越快、产品胜率越高的企业有望最终胜出；平台化能力强、产品迭代快，并且成本管控能力强的企业具备这样的能力。具有强平台化能力的车企新品推出节奏快，能够更快实现规模化。快速的产品迭代能显著提高产品胜率：1）硬件层面，基于成熟产品的迭代能显著提升产品完善度；2）软件层面，持续的OTA升级能保持产品强竞争力。成本管控能力强的公司能够持续推出高性价比产品，抢占更多市场份额。
- ✓ 格局愈发清晰，头部传统车企和一线新势力有望崛起。1）比亚迪和理想具有强平台化能力，新品推出节奏快，能更快实现规模化和降本。其次，长城、吉利和长安具有较多成熟产品积累，产品快速迭代，胜率较高；理想等新势力软件迭代速度较快，能够保持产品强竞争力。此外，头部传统车企和理想成本管控能力较强、具备持续造血能力，有望持续推出高性价比产品，抢占更多市场份额。2）从更直观的层面看，头部传统车企和理想推动新能源市场全覆盖，加速品牌向上，并且加速推出重磅新品，有望在激烈的竞争中胜出。
- ✓ 短期盈利展望：半年至一年维度内，我们认为规模效益、格局优化、销售结构升级有望拉动头部车企的盈利能力持续提升。
- ✓ 远期盈利展望：参考燃油车时代的主流合资车企的净利率和目前家电行业龙头企业的净利率，我们认为三年至五年内，头部自主车企的净利率有望达到甚至超过10%。

4. 观点总结及推荐/关注标的

推荐标的&关注标的

- ✓ 推荐标的：**比亚迪**（多款新车上市、高端化进程稳步推进、盈利能力有望稳步提升）、**长城汽车**（公司变革成效显著，销量高增长仍在路上，产品结构有望持续升级）、**广汽集团**（埃安开启纯电新品周期，品牌持续高端化转型，传祺混动从0到1）
- ✓ 关注标的：**吉利汽车**（银河品牌全面引领电动化转型、极氪持续开拓高端车市场、领克新能源转型值得关注）、**长安汽车**（深蓝品牌推动长安高端化转型、全新混动技术亮点十足、出海战略发布未来可期）

推荐及关注标的盈利预测表

公司名称	营业收入预测（亿元）			归母净利润预测（亿元）			PE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
比亚迪	5980.1	8125.2	9750.2	277.5	373.8	450.9	27.4	20.3	16.8
长城	2073.8	2986.3	3508.9	60.2	130.6	170.7	33.0	15.2	11.6
吉利	1787.8	2245.3	2612.4	56.6	88.4	120.8	15.2	9.74	7.13
长安	1480.3	1742.9	2014.1	93.2	96.4	112.1	12.6	12.2	10.5
广汽	1317.93	1575.8	1711.1	94.9	108.9	118.5	11.3	9.8	9.0

资料来源：比亚迪、长城的盈利预测来源于安信证券研究中心，其他来源于wind一致预期，PE对应2023年6月6日收盘价

5. 风险提示

□行业价格战加剧

- 若行业价格战加剧，则可能导致车企盈利不及预期

□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

谢谢！

安信评级体系

- 收益评级：

买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；

增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；

中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；

卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%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%以上；

- 风险评级：

A — 正常风险，未来6个月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个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

- **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。

- **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。

- **免责声明**

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。