

# 【周期轮回】视角看2023年汽车： 理性与感性的平衡

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

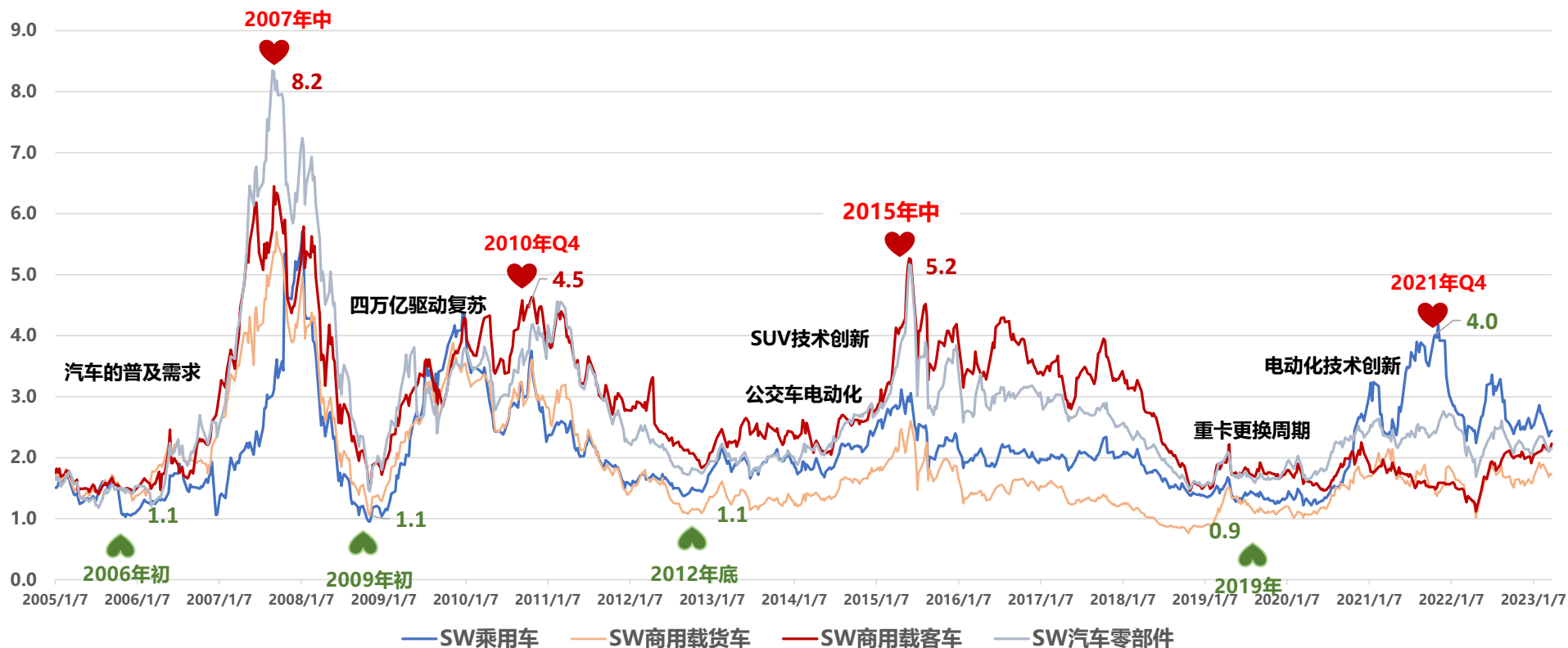
联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2023年4月2日

■ 复盘2005-2022年，汽车行业完整经历了3个周期轮回，目前正在第4个周期中。

图：2005年以来SW汽车各个子板块的估值变化趋势（以PB为口径）



- **板块整体：**站在大周期视角下，汽车板块正处于第4个周期中（2005年开始算起），目前板块估值（以SW汽车PB口径）处于历史中等偏下水平（约2倍PB），板块内部基本面分化明显。**综合基本面和估值比较分析，2023年板块配置目前排序：客车>重卡/两轮车>乘用车/零部件。**
- **客车板块：上行周期或刚开始。**2009-2017-2022年客车行业经历了一轮完整的周期轮回（公交车电动化技术创新驱动）。**2023年或开始新一轮上行周期（国内大中客均值回归+出口进入持续快车道等）。****受益排序：龙头率先【宇通客车】，后期或扩散龙二/龙三【金龙汽车/中通客车】等。**
- **重卡板块：迎小周期的复苏阶段。**2005-2010-2015年重卡行业经历了一轮完整的周期轮回（跟随国内经济增长）。2016年开始重卡迎来了新一轮周期的上行阶段（国标切换&治超&集中换车等共同驱动），2021-2022年进入了这轮周期的下行阶段，2023年或迎来小周期的复苏阶段&下一轮大周期的准备期（经济稳增长+国标切换+出口增长+新能源转型等）。**受益排序：中国重汽/潍柴动力/汉马科技/中集车辆等。**

➤ 风险提示：终端价格战超出预期；新能源汽车行业发展增速低于预期等。

- **电动两轮车板块：上行周期的业绩兑现阶段。** 2005-2016年电动两轮车也类似经历了一个周期变化，2017-2022年迎来上行周期（新国标实施+配送服务需求）且头部企业集中度持续提升，2023年总体趋势或仍延续。**核心受益头部企业：雅迪控股/爱玛科技。**
- **乘用车板块：价格战正在进行时。** 2005-2011年轿车周期轮回，2012-2019年SUV周期轮回，2020年-至今正处新能源周期中。特斯拉降价（2022年10月）发起了本轮周期价格战，【何时价格战结束】的拐点信号仍需密切观察。乘用车板块业绩与估值变化趋势核心取决于【本轮价格战的“新旧能源”博弈程度+下一轮技术创新（或智能化主导）的节奏】。**投资层面，短期（1年内）视角板块仍需消化价格战。长期（1-2年以上）视角依然对【自主品牌全球崛起】充满信心【比亚迪/理想/长城/吉利/蔚来/小鹏/长安/上汽/广汽】等。**
- **零部件板块：零部件是【乘用车-商用车】上游，历史来看与【乘用车】相关度最高，基本是与乘用车【一荣俱荣，一损俱损】。**乘用车本轮价格战对零部件的传导目前还在博弈阶段，后续演绎节奏仍需密切观察。2023年零部件选股更看重自下而上的 $\alpha$ 。在我们覆盖个股中，**短期（1年内）视角优选业绩与国内乘用车价格战相关度较低的品种【中国汽研/岱美股份/爱柯迪】等。中长期（1-2年以上）视角建议核心围绕“具备出海综合优势”布局优质零部件品种（福耀/拓普/旭升/文灿/爱柯迪/新泉/岱美/继峰/德赛/华阳/伯特利/星宇等）。**



■ **客车板块：上行周期刚开始**

---

■ **重卡板块：迎小周期的复苏阶段**

---

■ **电动两轮车：上行周期的业绩兑现阶段**

---

■ **乘用车/零部件板块：价格战影响中**

---

■ **风险提示**

---

## 一、客车板块：上行周期刚开始

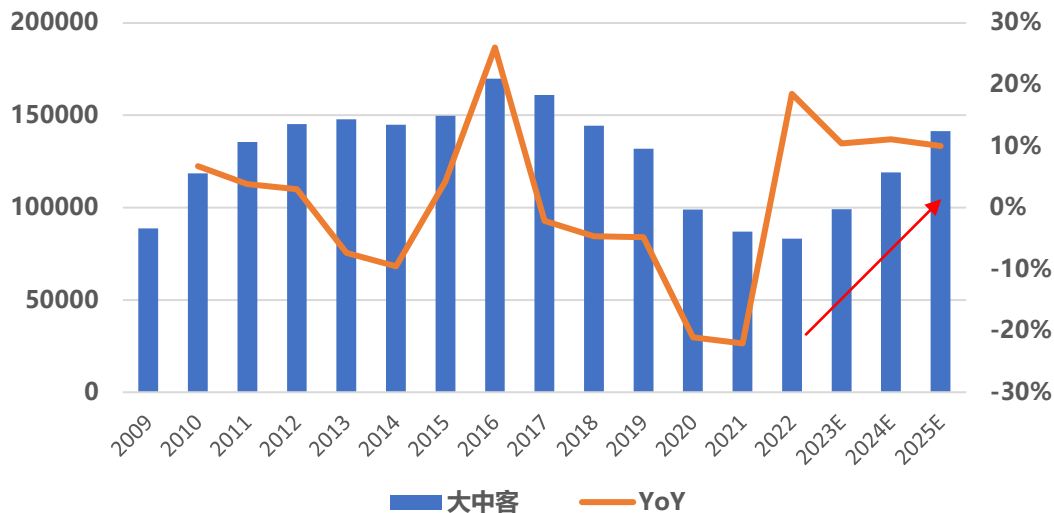
■ **核心假设1**：公交车更新周期+经济弱复苏带动大中客需求见底回升。

■ **核心结论1**：预计2023-2025年大中客销量复合增速10%。

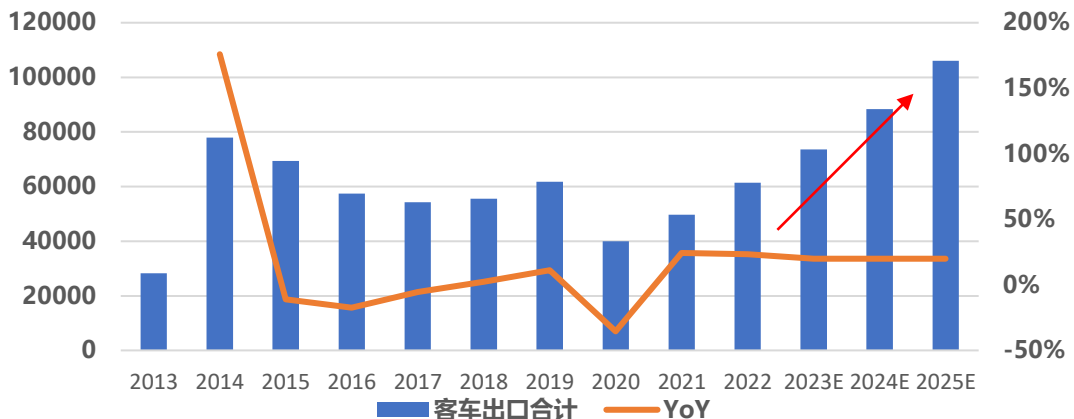
■ **核心假设2**：新的大国关系变化背景下，中国与第三世界国家相互促进增强，推动客车出口需求

■ **核心结论2**：凭借中国客车的技术+产品竞争力，预计客车2023-2025年出口销量复合增速20%或更高。

图：国内大中客车销量有望进入复苏周期（单位：辆）



图：客车出口进入快车道（单位：辆）



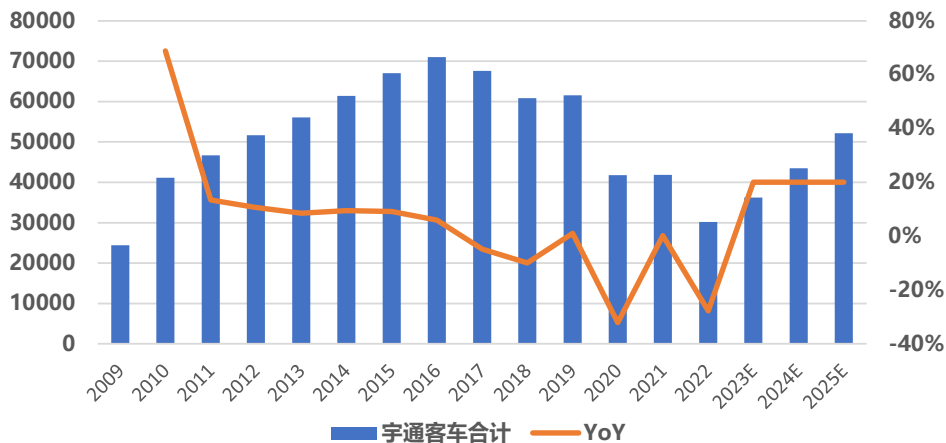
# 受益顺序：龙头率先—龙二/三或扩散

■ **宇通客车：大中客市占率第一。** 国内恢复，海外增长加速。

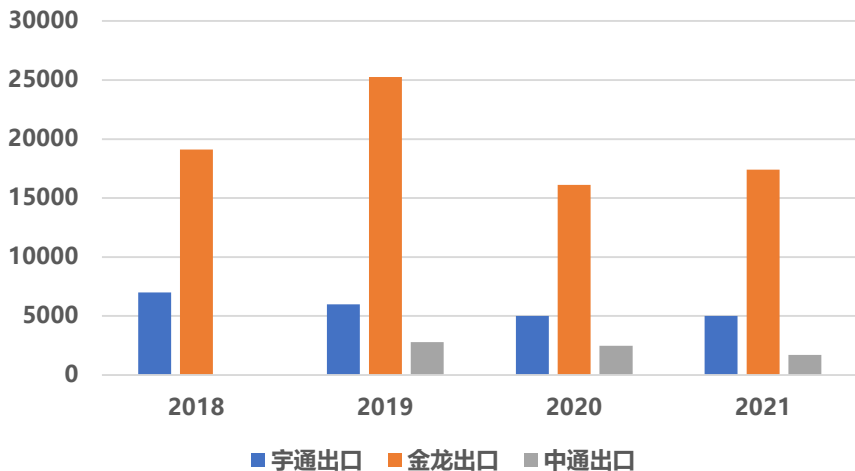
■ **金龙汽车：大中客市占率第二。** 海外先发优势强，国内盈利空间改善大。

■ **中通客车：大中客发展稳定，** 出口业务或加速布局。

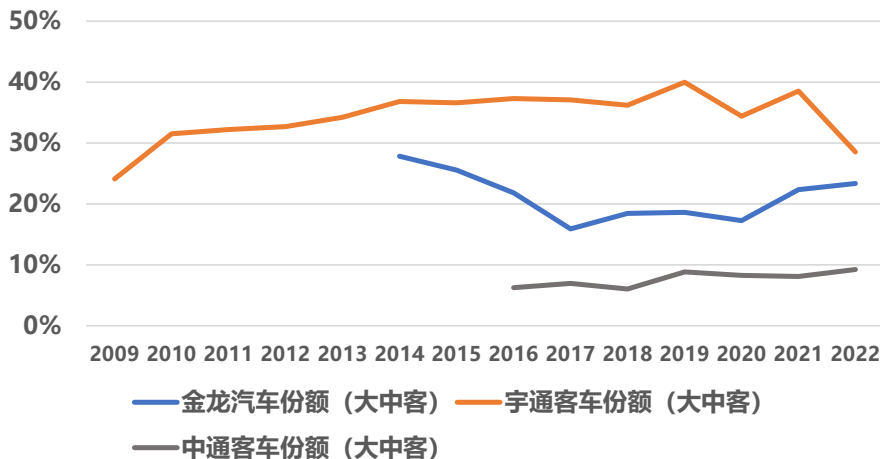
图：宇通客车预计重新进入快车道（单位：辆）



图：客车三大核心企业历史出口销量（单位：辆）



图：大中客行业前三客车公司的份额变化



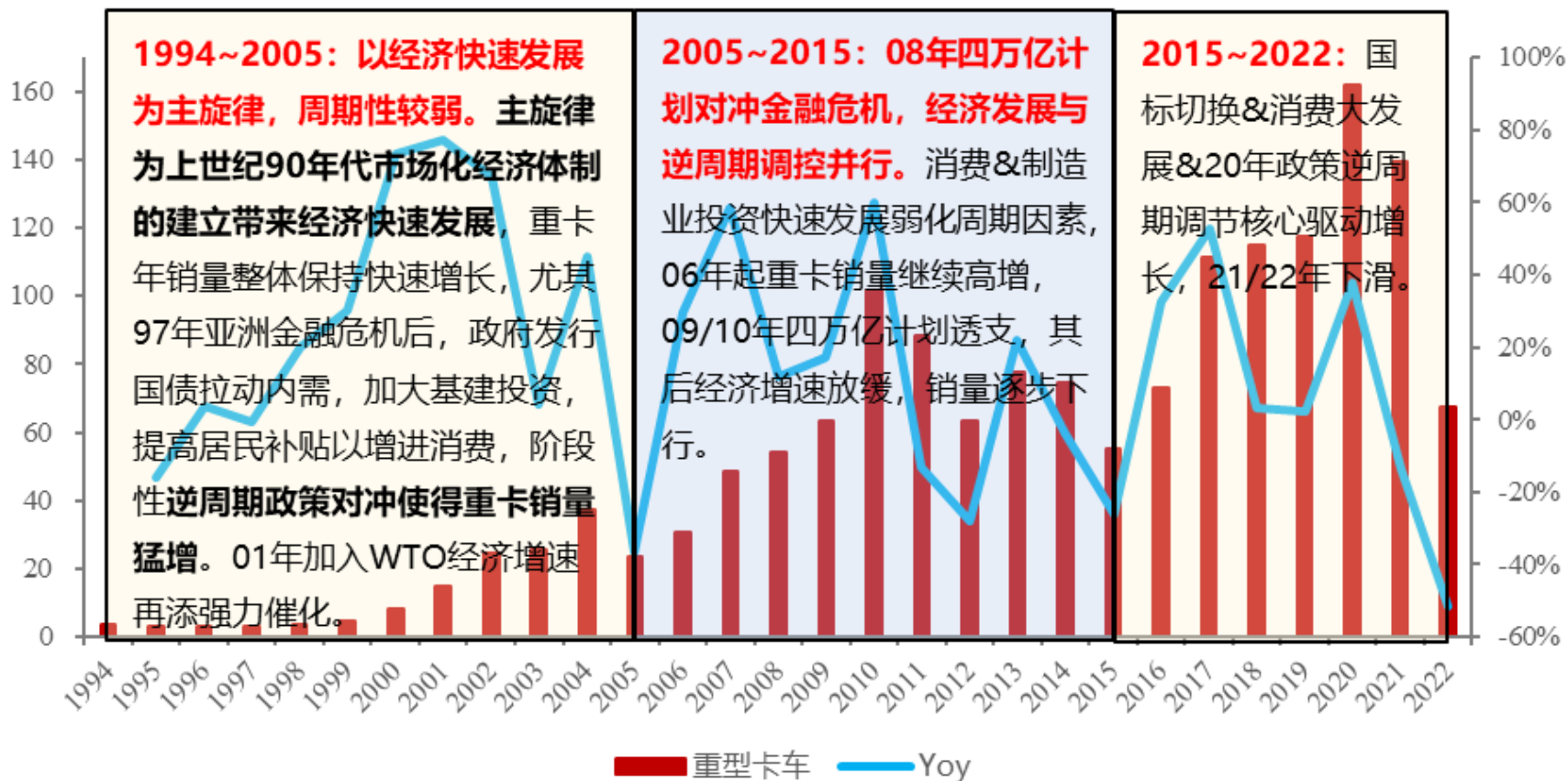


## 二、重卡板块：迎小周期的复苏阶段

# 重卡年销量：以10年为大周期，多因素并行影响

- **销量周期变化本质是经济短周期&重卡更新周期&国标替换周期的结合，逆周期政策是重要外力。**
- **销量出现峰值核心驱动：**流动性释放，且**政府逆周期调控政策**是重要推手，一般经济短周期前期。
- **销量持续增长核心驱动：**经济持续发展，**消费、制造业/房地产**、出口等均趋势向好形成良性循环。
- **销量下滑主要因素：**周期后半段销量快速增长后被透支，政府收紧流动性，经济下行压力较大。

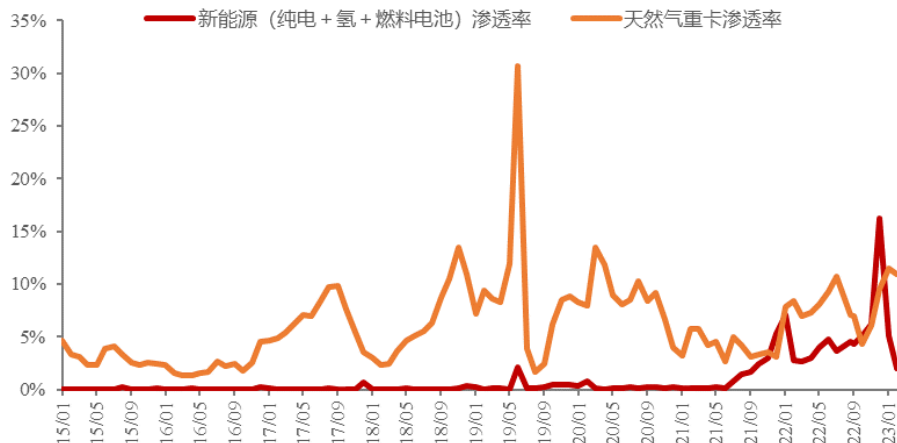
图：重卡年销量变化/万辆



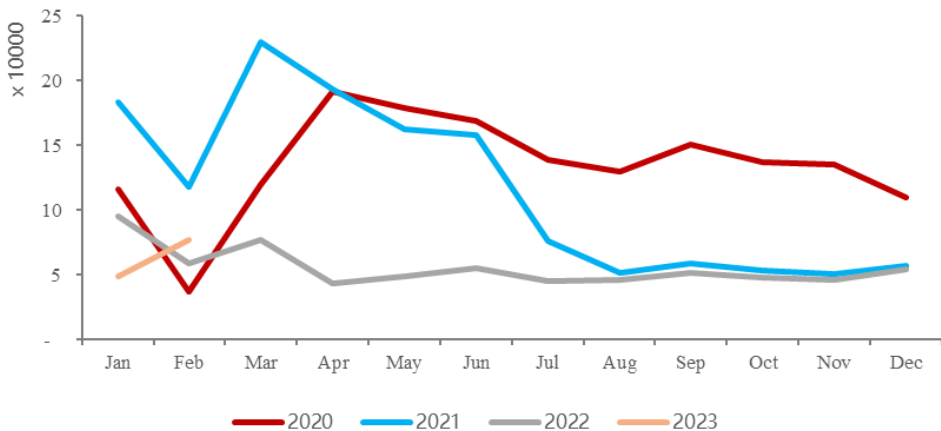
# 2月起重卡销量同比转正，2023年有望持续上行

- 2023年2月重卡行业批发7.7万辆，同比+30%，实现2021Q2以来的首次月度同比转正；其中整车/底盘/半挂牵引比例未3：2：5，环比比例基本持平，同比来看整车/半挂牵引占比分别+9/+8pct，物流重卡率先复苏。
- 2023年2月重卡行业上险销量5.9万辆，同比+76.6%，批发/上险均转正，未来有望持续增长
- 2023年1/2月重卡新能源渗透率5%/2%，主要为纯电重卡，占比超95%。

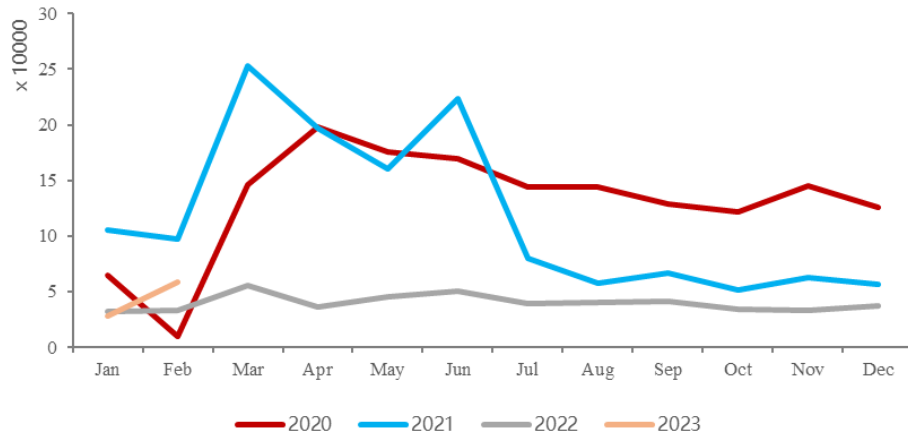
图：重卡新能源渗透率变化



图：重卡行业月度批发销量/辆

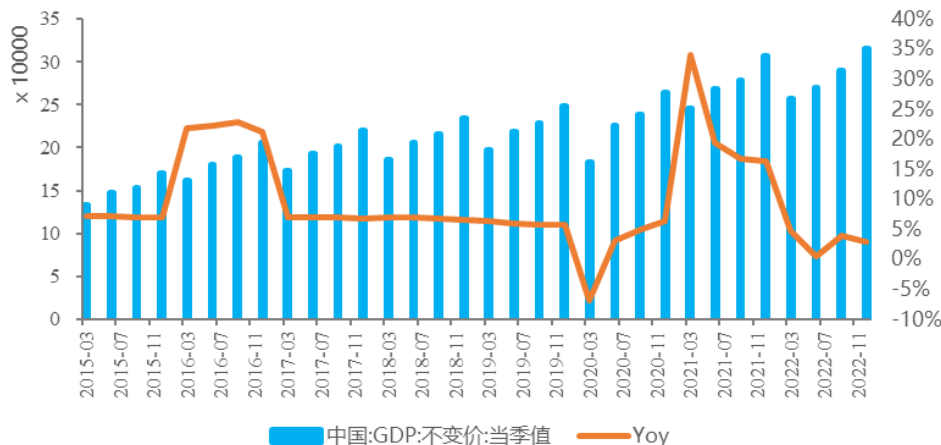


图：重卡行业月度上险销量/辆

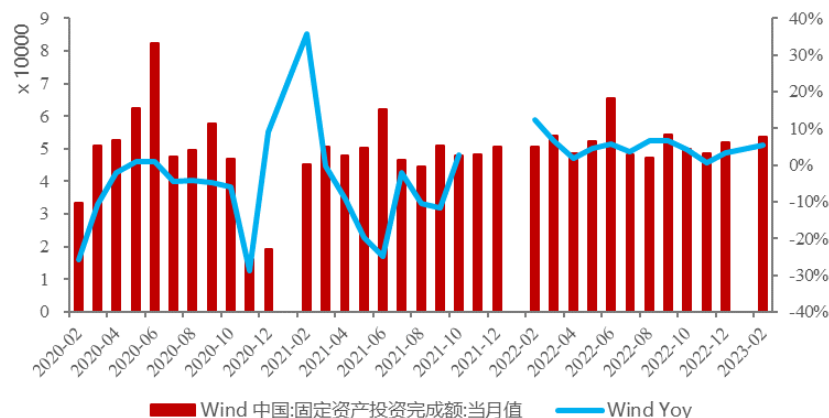


■ **宏观指标跟踪：** 2023年国内经济稳增长，全年GDP目标或同比+5%，重卡需求有望继续向上。

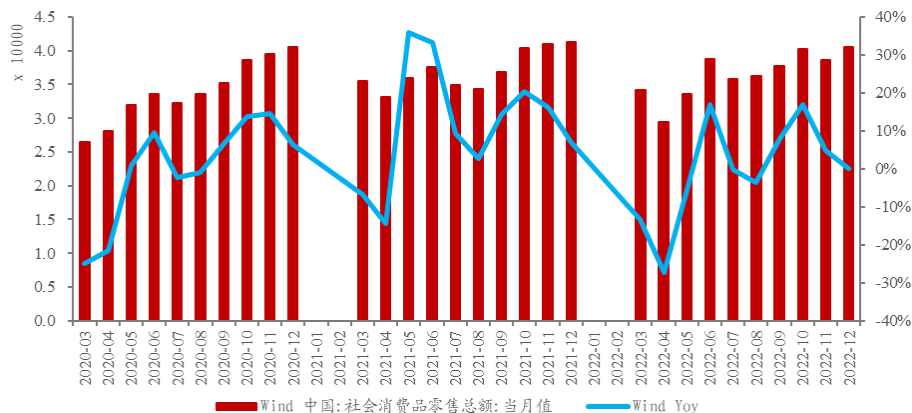
图：国内GDP季度不变价/亿元



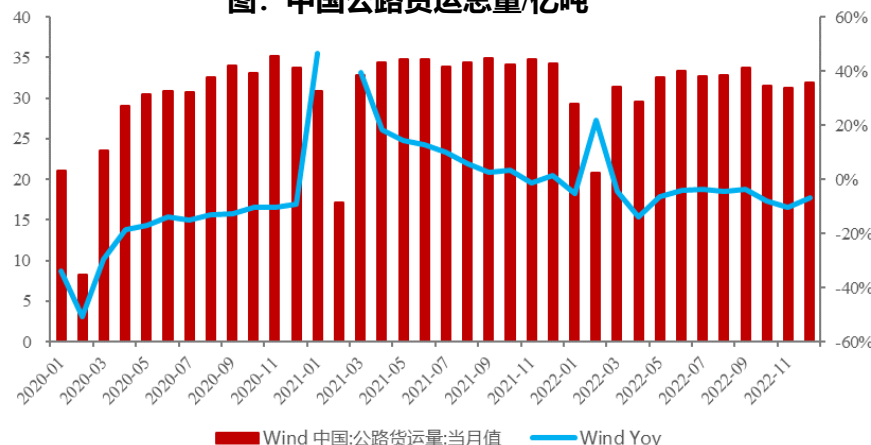
图：国内固定资产投资完成额/亿元



图：国内社零总额/亿元



图：中国公路货运总量/亿吨



# 2023年全年重卡批发/上险分别85/64万辆

- 2023年全年，重卡行业批发预计85.3万辆，同比+27%；上险销量64.3万辆，同比+34.2%，高增。
- 1) 重卡底盘销量占比小幅回升，半挂牵引车占比下降，主要系宏观经济复苏+出口市场继续爆发；
- 2) 新能源渗透率持续提升，纯电依然为重要推手，2023年渗透率分别为6.0%/5.0%。

图：重卡行业季度产批零售数据预测

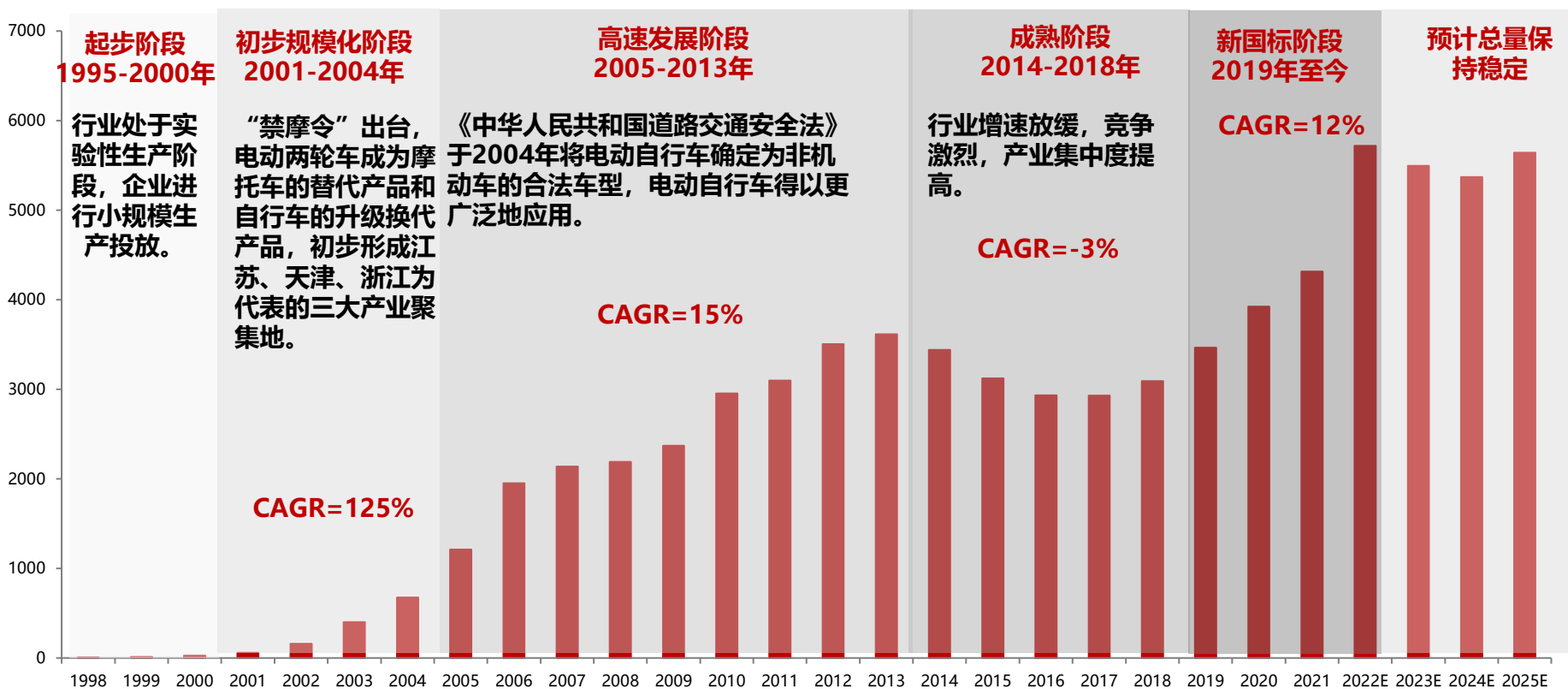
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2021	2022	2023E
产量/万辆	23.76	14.58	12.02	12.79	22.0	23.0	22.0	18.3	129.84	63.15	85.3
Yoy	-53.7%	-66.0%	-31.2%	-29.3%	-7.4%	57.8%	83.0%	43.1%	-21.43%	-51.36%	35.07%
批发/万辆	23.1	14.8	14.3	14.9	22.0	23.0	22.0	18.3	139.3	67.2	85.3
Yoy	-56.5%	-71.1%	-23.3%	-8.2%	-4.9%	55.2%	53.6%	23.0%	-13.83%	-51.80%	27.00%
上险/万辆	12.1	13.3	12.1	10.5	20.7	18.9	11.9	12.9	141.3	47.9	64.3
Yoy	-73.6%	-77.1%	-40.7%	-39.0%	71.4%	42.1%	-1.8%	22.8%	-10.19%	-66.08%	34.15%
结构拆分/万辆 (批发)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2021	2022	2023E
整车	5.2	3.6	3.6	4.4	8.0	6.2	5.5	4.1	25.0	16.8	23.9
底盘	7.9	4.0	4.3	4.4	5.8	8.7	7.7	5.0	49.0	20.6	27.3
半挂牵引	10.1	7.2	6.5	6.1	8.1	8.1	8.8	9.1	65.4	29.8	34.1
整车占比	22.5%	24.1%	25.0%	29.7%	36.5%	27.0%	25.0%	22.6%	17.9%	25.0%	28.0%
底盘占比	34.0%	27.2%	30.0%	29.5%	26.5%	38.0%	35.0%	27.4%	35.2%	30.6%	32.0%
半挂占比	43.5%	48.8%	45.1%	40.9%	36.9%	35.0%	40.0%	49.9%	46.9%	44.4%	40.0%
新能源转型 (上险)	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2021	2022	2023E
纯电渗透率	3.8%	3.7%	3.8%	8.1%	2.4%	5.0%	6.0%	8.2%	0.7%	4.7%	5.0%
纯电销量/辆	4614	4923	4578	8463	5000	9434	7144	10568	9656	22578	32146
氢能重卡渗透率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.7%	0.0%	0.0%	0.2%
氢能重卡销量/辆	0	0	0	0	0	0	400	886	0	0	1286
燃料电池渗透率	0.1%	0.3%	0.4%	1.3%	0.1%	0.5%	1.0%	2.2%	0.1%	0.5%	0.8%
燃料电池销量/辆	106	460	490	1400	150	943	1191	2859	778	2456	5143
新能源渗透率	3.9%	4.1%	4.2%	9.4%	2.5%	5.5%	7.3%	11.1%	0.7%	5.2%	6.0%
新能源销量/万辆	0.5	0.5	0.5	1.0	0.5	1.0	0.9	1.4	1.0	2.5	3.9

- **重卡板块周期复苏主线逻辑支撑，确定性强。** 2022年重卡行业销量触底，2023~2025年疫后工程+消费相继复苏趋势明确，2023~2025年行业销量预期85/126/157万辆，同比分别+27%/+48%/+24%。**周期向上的复苏逻辑作为主线支撑，2023年核心聚焦三条支线布局：**
  - **出口持续爆发，核心关注【中国重汽A+H】：**2023~2025年出口继续爆发，分别18/20/23万辆，中国重汽当前重卡出口市占率50%左右，且海外市场渠道+品牌影响力为核心壁垒，出口最大受益。
  - **新能源转型，建议关注【汉马科技+中集车辆】：**政策驱动能源革命为底层支撑，换电重卡等新能源重卡全生命周期使用成本大幅下降，生产工具的重盈利属性驱动车主换车。建议关注换电重卡龙头企业【汉马科技】+新能源半挂牵引龙头【中集车辆】。
  - **逆周期布局，份额提升强 $\alpha$ 属性【潍柴动力A+H】：**国内市场发动机份额稳步提升，大缸径发动机收入占比提升盈利；凯傲随全球消费复苏，物流运输有望回暖，稳步提升弱化重卡周期属性；新能源领域氢燃料电池技术加速布局，聚焦长期新能源转型核心环节。

### 三、电动两轮车：上行周期的业绩兑现阶段

◆ 电动两轮车行业自1995年起步发展以来，历经十余年的高速发展期逐步成为国民短途出行的主要工具。自2013年起行业基本达到年销3000万的稳态水平，销量增速放缓同时竞争加剧。2018年《电动自行车安全技术规范》（GB17761-2018）强制性国家标准（新国标）正式发布，换购需求提升，同时疫情影响下外卖等行业快速发展产生增购需求，行业重回高增长。

图：电动两轮车销量情况及发展阶段（万辆）



数据来源：中国自行车协会，爱玛科技招股说明书，东吴证券研究所



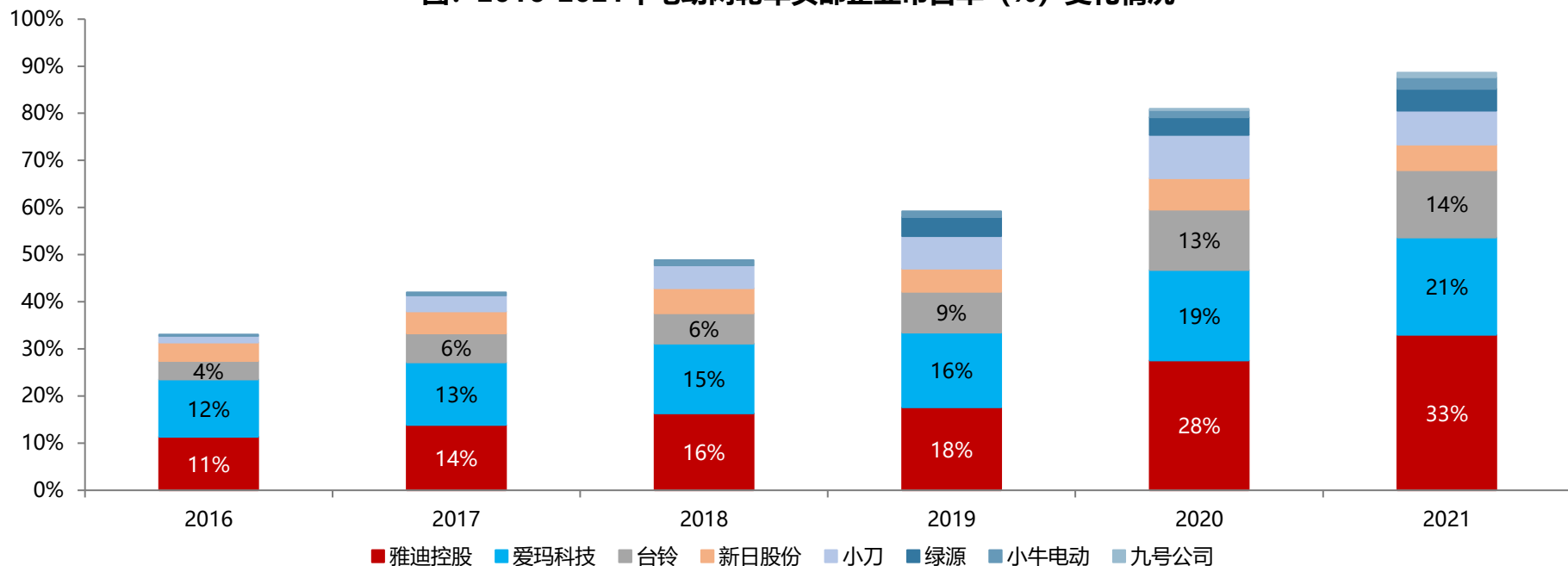
- ◆ **居民短途便捷出行需求：**电动两轮车核心满足居民短途便捷出行需求，城镇规模的逐渐扩大带动居民的出行半径增加，机动灵活、停放方便的电动两轮车在C端具有持续、长远的刚性需求。
- ◆ **短途配送服务（外卖+快递）等需求：**外卖配送等上门服务行业发展拓展了电动两轮车的使用场景，外卖配送最主要的交通工具即为电动自行车。
- ◆ **将销量分为新国标带来的替换需求、自然需求、海外市场新增需求，计算可得2022-2025年行业销量预计为5718/5494/5369/5640万辆。**
  - **新国标替换需求：**假设违规车占保有量（2019年底数据）比例为30%，新国标带来的替换需求自2019年开始启动，2021-2025年过渡期结束的省份占比为10.3%/30.0%/24.1%/17.2%/0%，考虑电动两轮车使用寿命为3-5年，因此我们预计2024年之后违规电动两轮车会自然更新。
  - **更新需求：**假设换车周期为5年，更新需求稳态为2017-2022年销量。
  - **出口测算：**假设出口市场电动两轮车市场增速15%左右。

图：电动两轮车销量预测/万辆

	2021 (测算值)	2022E	2023E	2024E	2025E
新国标替换需求	772.5	2250	1807.5	1290	0
更新需求	3000	3113	3278	3609	5100
出口需求	309	355	409	470	540
合计/万辆	4082	5718	5494	5369	5640

- ◆ **品牌认知不断加深叠加新国标带来的高行业准入门槛，行业集中度不断提升。** 电动两轮车行业CR3由2016年27%提升至2021年68%，雅迪和爱玛逐步形成双寡头格局。
- **品牌：**随着保有量逐步提升行业进入成熟期，电动两轮车行业已从依靠同质化产品竞争状态逐步向品牌化竞争演进，产品创新能力、经销商布局广度、售后体系完善度都成为重要竞争要素，龙头企业将受益于此发展趋势。
- **新国标：**新国标新增多项强制性功能，且对于生产资质要求提升，提高行业准入门槛，加速不合规企业淘汰出局，进一步提升行业集中度。例如所有电动两轮车均须经过3C认证才能上市销售，每款车型的3C认证都会产生费用，提高整车生产企业的经营成本。

图：2016-2021年电动两轮车头部企业市占率（%）变化情况



# 雅迪股价复盘——业绩表现为核心驱动

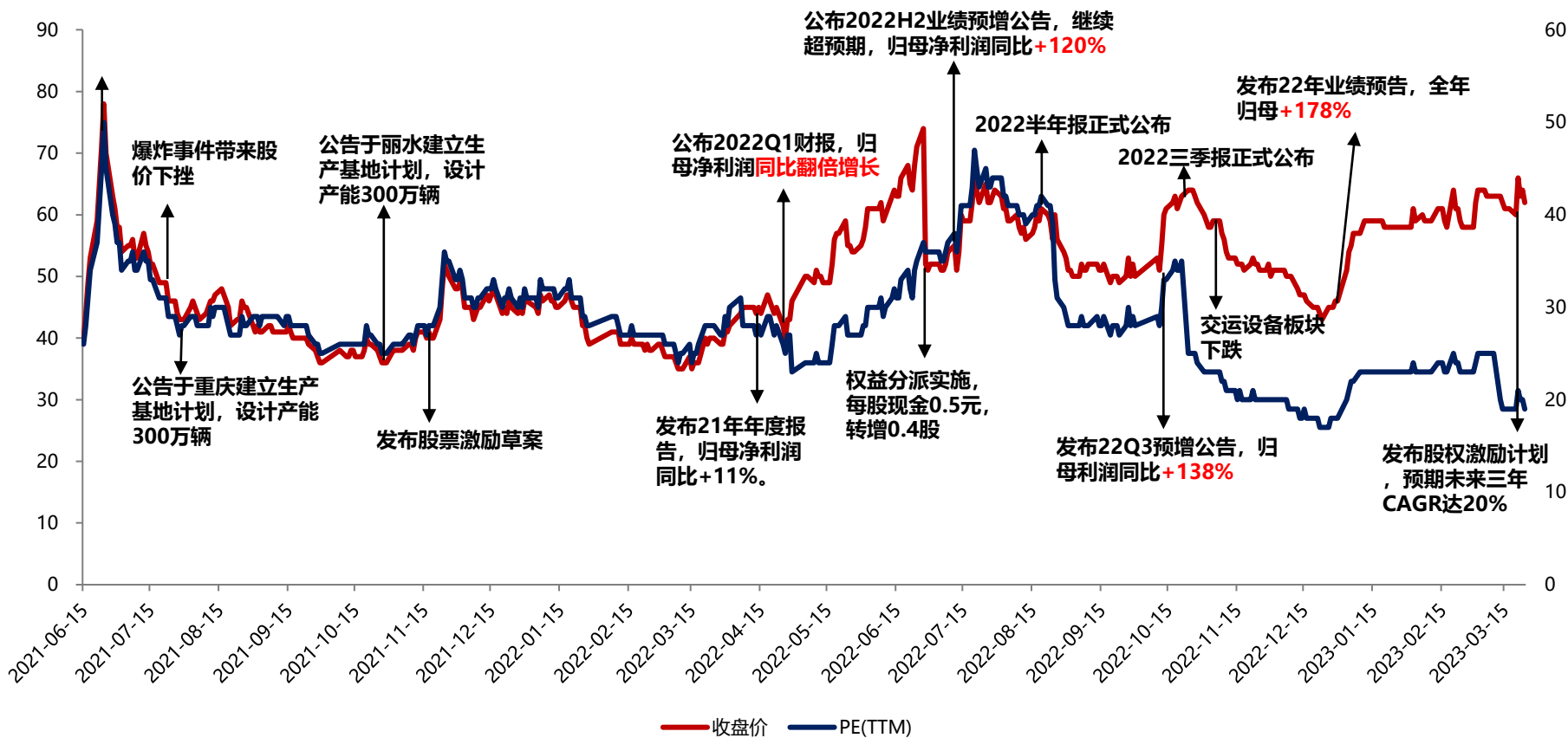
◆复盘雅迪上市后至今的股价走势，整体股价伴随每轮业绩公布有所提升。分区间看，2019年报公布业绩高增后开启一年左右的大行情阶段，雅迪市占率稳步上升，业绩持续保持近翻倍高增长；202102-202203起受港股整体影响股价下行；202204-202205股东连续增持+业绩保持40%以上同比增速股价上修；202207-202210再次受港股板块影响下行。

图：雅迪股价（右轴，元）及恒生指数复盘（左轴）



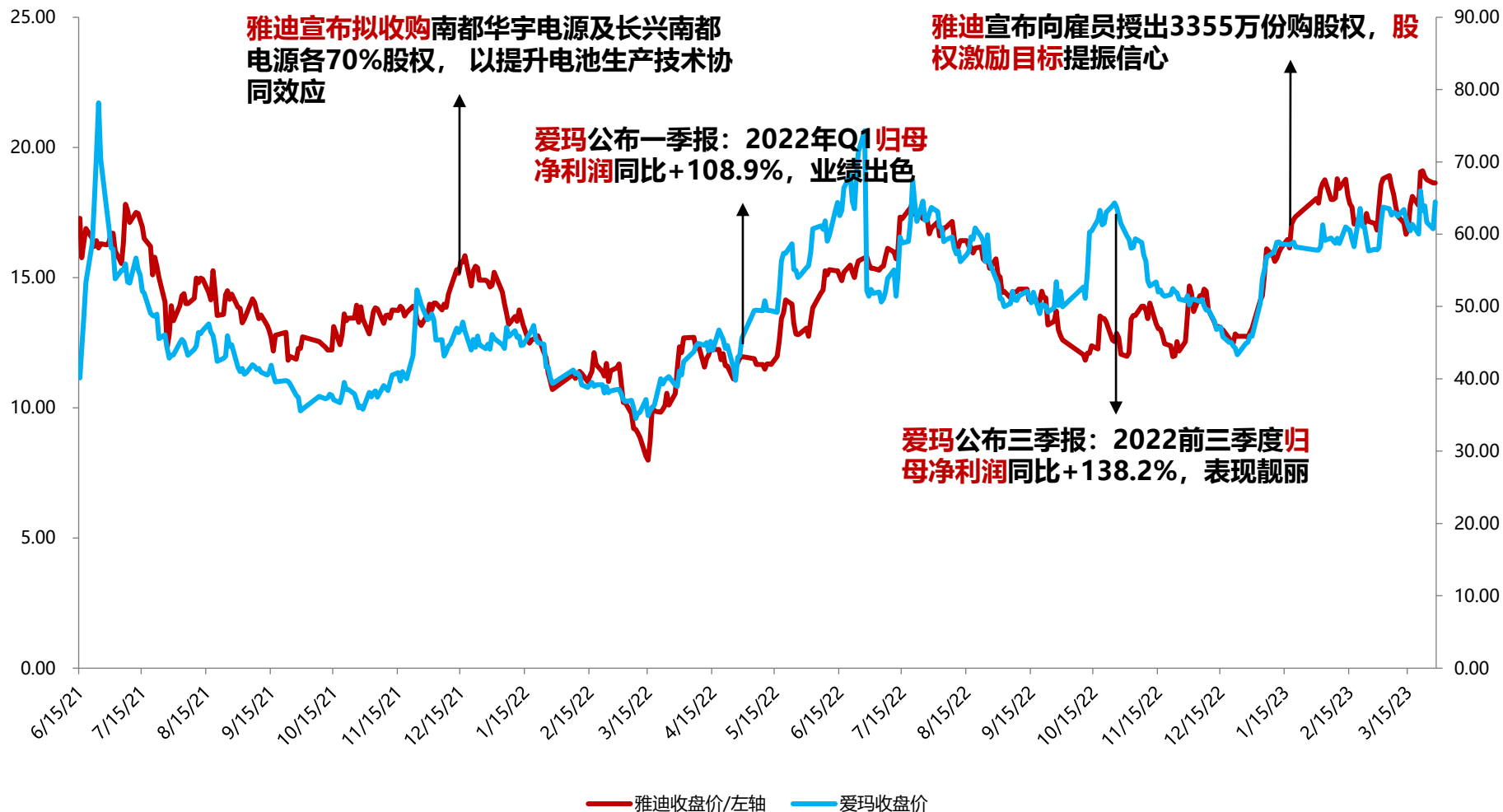
◆ 复盘股价表现2022年以来爱玛每一轮股价上涨都伴随同比翻倍以上的业绩表现。

图：爱玛股价（左轴，元）及PE(TTM)（右轴，倍）复盘



◆复盘自爱玛上市以来雅迪及爱玛的股价走势，两家公司的股价波动及走势大致相仿。

图：雅迪股价（左轴，元）及爱玛股价对比复盘



◆ **电动两轮车行业研发壁垒相对不高，行业属性偏消费，股价增长核心来自业绩兑现，展望后续我们认为龙头厂商量利双升，业绩有望持续兑现。**

- **1) 盈利能力方面：**后续盈利提升主要来自格局优化后的价格稳定向上+规模效应带来的成本优化，同时钠离子电池等技术创新+产品结构调整带来ASP稳定提升。
- **2) 销量方面：**需求偏刚性，总量将保持稳定，逐步提高的行业准入门槛+龙头充足的产能储备+渠道优势+品牌认知优势将使得行业格局更加集中，雅迪/爱玛市占率将稳步提升。

◆ **爱玛后续看点：行业格局优化带来的销量增长+产能放量+渠道提效+产品升级。**

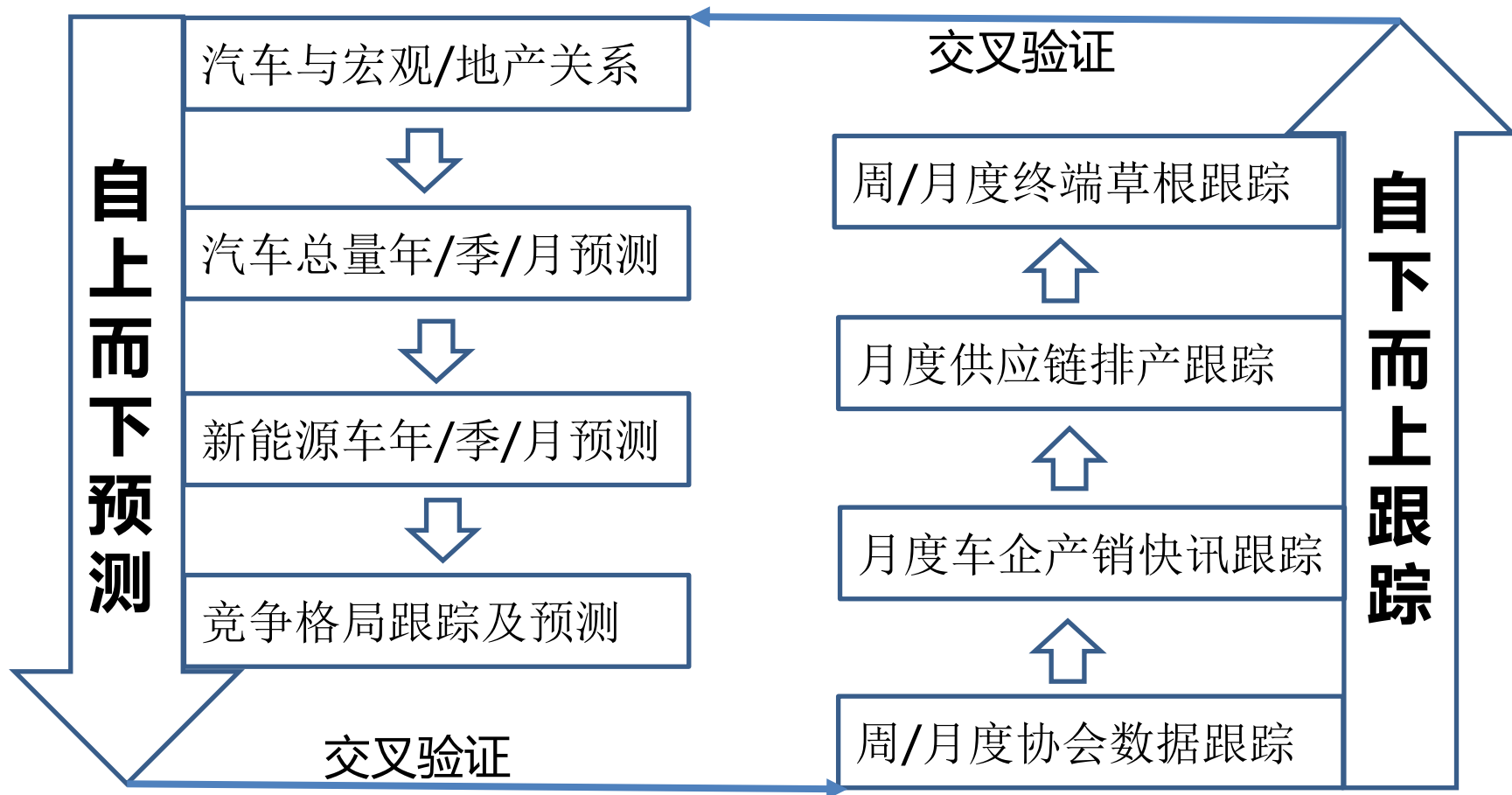
- **1) 积极扩产，持续释放产能。**爱玛通过2021年IPO+2023年发行可转债20亿元提升资金实力，积极进行扩产，预计2025年爱玛实际投产年产能可达1605万辆，同比2021年底增速+84.5%。**2) 新建门店+升级原有门店提升渠道经营效率。**爱玛在近两年通过补贴新建门店+改造已有门店大力发展渠道建设，巩固门店销售基础，挖掘现有门店的销售潜力。**3) 引擎系列改善产品结构。**引擎MAX提升整车的续航里程和电池的使命寿命，实现“百公里不充电”。2021年1月，公司的高端系列产品“引擎MAX”上市，提升公司盈利水平。

◆ **雅迪后续看点：行业格局优化带来的销量增长+产品高端化+海外市场拓展+一体化经营**

- **1) 公司中高端车型占比较高，产品结构更优。**公司重点中高端车系“冠系列”自2020年上市以来销量增长迅猛，在公司整车产品中的占比大幅提升。**2) 海外市场领军企业，打开全新增长空间。**2019年雅迪越南北江生产基地投产，是中国电动两轮车企业的首个海外基地，同时也在积极开拓欧洲、日本等市场。**3) 一体化经营向上深度整合产业链，实现技术创新协同效应。**

## 四、乘用车/零部件板块：价格战影响中

- 2023年最核心2大变量：1) 国家经济复苏政策；2) 终端价格战进展





# 2023年及季度国内需求预测（最新调整版）

表：乘用车产批零及出口数据预测（单位：万辆）

	2022Q4	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E
<b>1. 产量-乘联会</b>	<b>645</b>	<b>535</b>	<b>581</b>	<b>653</b>	<b>699</b>	<b>2346</b>	<b>2430</b>
YOY	-3.1%	-0.5%	20.0%	-1.5%	8.4%	12.2%	3.6%
<b>2. 批发-乘联会</b>	<b>644</b>	<b>486</b>	<b>559</b>	<b>656</b>	<b>729</b>	<b>2313</b>	<b>2430</b>
YOY	-0.8%	-10.7%	18.3%	0.6%	13.2%	9.9%	5.0%
<b>2.1 新能源批发</b>	<b>215</b>	<b>161</b>	<b>197</b>	<b>250</b>	<b>286</b>	<b>648</b>	<b>894</b>
YOY	65.4%	35.9%	54.6%	33.7%	32.8%	96.7%	37.9%
新能源渗透率	33.4%	33.1%	35.2%	38.1%	39.2%	28.0%	36.8%
<b>2.2 燃油车批发</b>	<b>429</b>	<b>325</b>	<b>362</b>	<b>406</b>	<b>443</b>	<b>1665</b>	<b>1536</b>
YOY	-17.4%	-23.6%	4.9%	-12.8%	3.3%	-6.2%	-7.7%
<b>3. 交强险零售</b>	<b>563</b>	<b>394</b>	<b>458</b>	<b>522</b>	<b>606</b>	<b>1976</b>	<b>1980</b>
YOY	2.2%	-16.2%	11.8%	-2.2%	7.7%	-2.2%	0.2%
<b>3.1 新能源零售</b>	<b>184</b>	<b>137</b>	<b>167</b>	<b>190</b>	<b>266</b>	<b>526</b>	<b>760</b>
YOY	63.6%	35.6%	52.4%	44.4%	44.4%	82.0%	44.4%
<b>3.2 传统车零售</b>	<b>379</b>	<b>257</b>	<b>291</b>	<b>332</b>	<b>340</b>	<b>1450</b>	<b>1220</b>
YOY	-13.6%	-30.4%	-3.1%	-17.4%	-10.1%	-16.2%	-15.9%
<b>4. 出口</b>	<b>83</b>	<b>77</b>	<b>90</b>	<b>103</b>	<b>110</b>	<b>253</b>	<b>380</b>
YOY	49.5%	70.4%	82.6%	37.0%	32.5%	68.5%	50.4%
<b>5. 总体库存变化</b>	<b>(1)</b>	<b>64</b>	<b>33</b>	<b>28</b>	<b>(17)</b>	<b>117</b>	<b>70</b>
企业库存变化	1	49	22	(3)	(30)	33	0
渠道库存变化	(2)	15	11	31	13	84	70

## 核心假设：

- 1) 国内经济稳增长预期
- 2) 新能源购置税优惠延续
- 3) 油车购置税政策不考虑

## 核心结论：

- 1) 总量微增；
- 2) 新能源&出口高增长；
- 3) 继续小幅补库

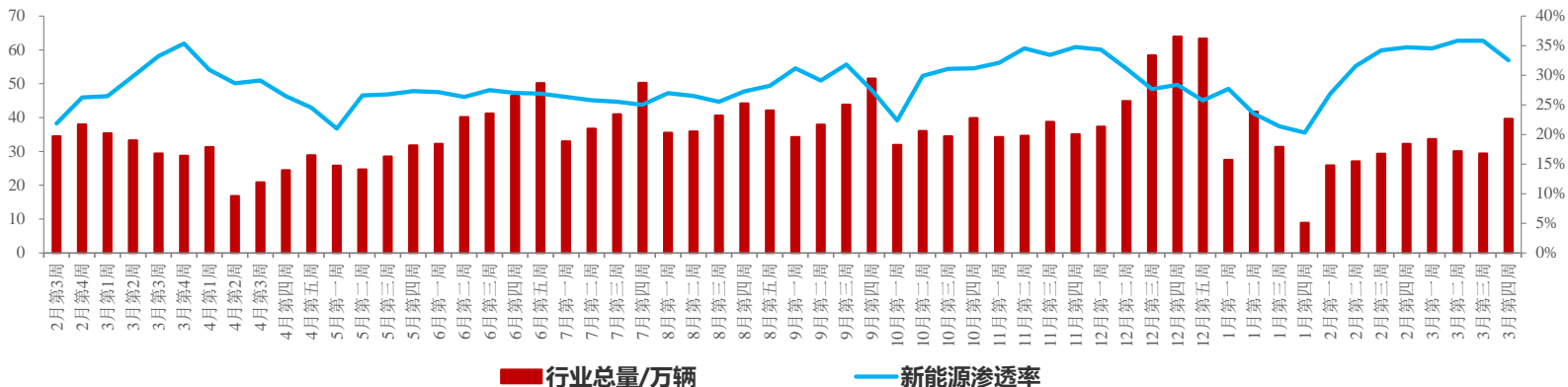
- **核心假设:** 1) 经济弱复苏; 2) 汽车消费环比提升幅度弱于历史季节性规律。
- **展望4月:** 1) **总量: 交强险持平, 排产微降;** 2) **新能能: 环比小幅提升。**

表: 乘用车及新能源2023上半年月度预测 (单位: 万辆)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	2023E
<b>乘用车产量</b>	<b>135</b>	<b>166</b>	<b>197</b>	<b>185</b>	<b>201</b>	<b>203</b>	<b>2430</b>
YOY	-34.3%	11.5%	8.2%	91.1%	20.1%	-4.1%	3.6%
<b>乘用车批发</b>	<b>145</b>	<b>162</b>	<b>192</b>	<b>183</b>	<b>198</b>	<b>209</b>	<b>2430</b>
YOY	-33.3%	<b>11.2%</b>	<b>5.9%</b>	<b>93.6%</b>	<b>24.2%</b>	-0.4%	5.0%
<b>乘用车交强险</b>	<b>123</b>	<b>123</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>158</b>	<b>174</b>	<b>1980</b>
YOY	-43.4%	<b>10.3%</b>	<b>6.5%</b>	<b>56.1%</b>	<b>24.2%</b>	-4.3%	0.2%
<b>乘用车出口</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	<b>380</b>
YOY	35%	71%	123%	183%	53%	35%	50%
<b>新能源批发</b>	<b>39</b>	<b>50</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>62</b>	<b>71</b>	<b>894</b>
YOY	-6%	<b>56%</b>	<b>27%</b>	<b>108%</b>	<b>47%</b>	13%	38%
<b>新能源交强险</b>	<b>29</b>	<b>38</b>	<b>45</b>	<b>47</b>	<b>52</b>	<b>60</b>	<b>760</b>
YOY	-7%	54%	1%	78%	59%	25%	44%
<b>新能源出口</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>84</b>
YOY	42%	65%	264%	900%	28%	-22%	35%

# 2023年3月第4周：环比提升明显

表：2023年乘用车及新能源周度交强险数据（单位：万辆/%）



周数		202303 Week1	202303 Week2	202303 Week3	202303 Week4	周度同比	周度环比
具体日期		2/27-3/05	3/06-3/12	3/13-3/19	3/20-3/26		
行业	行业总量	33.6	30.1	31.7	39.6	38%	25%
	新能源总量	11.6	10.8	11.4	12.9	27%	13%
	新能源渗透率	34.54%	35.82%	35.92%	32.53%	-3%	-3%
特斯拉中国	新能源	1.33	1.70	1.87	1.59	0%	-15%
比亚迪汽车		3.89	3.72	3.84	4.35	85%	13%
蔚来汽车		0.33	0.22	0.18	0.19	-29%	8%
理想汽车		0.32	0.42	0.54	0.51	157%	-7%
小鹏汽车		0.14	0.16	0.13	0.16	-60%	21%
问界		0.10	0.08	0.07	0.07	-	-8%
极氪		0.18	0.10	0.09	0.12	673%	33%
零跑汽车		0.05	0.05	0.07	0.08	-49%	20%
哪吒汽车		0.41	0.10	0.05	0.29	16%	470%
广汽埃安		1.01	0.84	0.97	1.03	130%	7%

注：表中除渗透率数据单位为%外其余数据单位均为万辆

## 2023年1-3月乘用车市场价格战情况回顾：特斯拉降价&政府参与&排放标准切换是关键推手

2023年初受国补/购置税减免退坡+春节假期等因素影响本身市场处于淡季，特斯拉降价开启新能源品牌内卷，地方政府大额补贴&部分油车品牌去库压力开启油车大幅让价。但草根调研显示实际折扣跟进有限，多数品牌仍未躬身入局，我们认为价格战何时结束的拐点信号目前仍不明朗。

- ◆ **1月：特斯拉降价，部分新能源品牌跟进，油车价格基本无影响。**【特斯拉】于2023年1月调低Model 3/Y指导价，降幅为2.9~4.8万元，车型起售价格均突破历史前低。部分新能源品牌如【问界】&【小鹏】于1月跟进调低指导价。油车价格与2022Q4基本持平。
- ◆ **2月：新能源品牌持续跟进让价，油车开始承压。**多数新能源品牌继续跟进让价，采取金融政策/赠送积分/礼品等间接方式或直接加大终端优惠等方式放大折扣；新能源车整体降价对油车影响初现，油车品牌压力加大。
- ◆ **3月：部分油车品牌大幅让价，终端实际折扣跟进有限。**地方政府参与补贴+车企主动去库+新能源车普降压力三重作用下，以东风为代表的部分油车品牌大幅让价，但终端维度看主流油车品牌3月实际跟进折扣幅度有限。新能源品牌价格体系相对稳定。

◆1月：特斯拉降价，部分新能源品牌跟进，油车价格基本无影响。【特斯拉】于2023年1月调低Model 3/Y指导价，降幅为2.9~4.8万元，车型起售价格均突破历史前低。部分新能源品牌如【问界】&【小鹏】于1月跟进调低指导价。油车价格与2022Q4基本持平，调研油车经销商反馈后续定价策略依然根据厂家自身季度变化规律决定，未有折扣放大预期。

表：1月新能源车价格变动汇总

品牌	相关车型	价格变动幅度	方案公布时间	方案实施时间
特斯拉	Model 3/Model Y	优惠20k-48k	2023.1.6	2023.1.6
飞凡	R7全系	上调12.6k，2.28前21k购车补贴，实际优惠8.4k	2023.1.9	2023.1.9
名爵	MG MULAN	维持2022年末指导价，限时增换购补贴8k元	2023.1.9	2023.1.9-2023.3.21
问界AITO	M5 EV/M7	优惠5k-30k；对已购车车主提供权益约3.3-3.5万元	2023.1.13	2023.1.13
零跑汽车	C01	付定5k可最高抵30k	2023.1.16	2023.1.17-2023.2.28
小鹏汽车	G3i/P5/P7	优惠20-36k	2023.1.17	2023.1.17

- ◆ **官方价格维度：**1) **新能源品牌**官方层面采用金融政策/赠送积分/礼品等间接方式或直接加大终端优惠等方式放大折扣。2) **油车**在官方层面未有大规模折扣宣传。

表：2月新能源车官方价格汇总

品牌	相关车型	宣传价格变动幅度	方案公布时间	方案实施时间
埃安	AION Y系列/AION S Plus (不含70乐享版)	限时交付激励5k/台	2023.2.1	2023.2.1-2023.2.28
	AION系列 (不含AION S炫/魅)	限时3年0息金融补贴		
极氪汽车	2023款极氪001	全系免费选装6k外饰；WE版和ME版高性能空气悬架套装优惠11.2k；YOU版购买特定保险补贴4万积分/台	2023.2.1	2023.1.1-2023.3.31
沃尔沃	C40/XC40纯电版	5k抵25k，即优惠20k	2023.2.1	2023.2.1-2023.3.31
奇瑞	全系	终身质保	2023.2.1	2023.1.1起
飞凡	R7全系	优惠22.6k	2023.2.2	2023.2.2
蔚来	2022款ES8/ES6/EC6	兜底国补；长库龄展车最高优惠18k-24k；享3年免息金融方案	2023.2.3	2023.2.3-2023.2.28
	2022款ES8/ET7/ES7/ES6/EC6/ET5	全款购车优惠3k-5k；购买ET7/ES7/ET5享2年免息金融方案		
	全部车型	限时享5年超低费率金融方案		
哪吒汽车	哪吒S (耀世版/激光雷达版除外)	下定5k抵20k	2023.2.3	2023.2.3-2023.2.28
阿维塔	阿维塔11	送9k选配基金、8.4k智驾服务包、6k保险补贴；享3年0息金融方案；全款购车减10k	2023.2.24	2023.2.24-2023.3.31

# 2月价格梳理——终端价格层面普遍放大折扣

- ◆ **终端价格维度：**1) **新能源车：**部分新能源品牌跟进让价，新能源品牌终端折扣幅度多在**2k-8k**的较低水平。2) **油车：**普遍折扣维持在较高水平，经销商库存压力较大，合资品牌折扣幅度在15%以上；自主品牌平均折扣水平在10%以内；豪华品牌折扣力度在7%-9%。

表：新能源2月终端折扣汇总（部分门店价格情况）

品牌	价格变动幅度	详情
二线新势力品牌A	下调3k	——
二线新势力品牌B	下调3k-10k	——
一线新势力品牌A	下调6k	送价值1k积分；赠送精品脚垫、尾箱垫，共计5k
头部新能源品牌A	5k-8k	优惠5-8k
二线新势力品牌C	下调20k-28k	实际暗补20k，大客户额外8k元礼品
自主品牌新能源子品牌A	下调8k	采用权益包折扣约8k
自主品牌新能源子品牌B	下调2k	终端部分门店提供2k折扣

表：部分油车品牌终端降价幅度汇总（%）

分类	草根调研地区	品牌	终端降价幅度（相较官降前的官方指导价）
合资油车品牌	华南	品牌M	24.85%
	西南	品牌N	18.27%
	华北	品牌O	16.72%
	华中	品牌P	25.00%
豪华油车品牌	华中	品牌Q	6.98%
	华北	品牌R	9.43%
自主油车品牌	华中	品牌S	4.44%
	西北	品牌T	1.96%
	西南	品牌U	8.86%

# 3月价格梳理——部分油车大幅让价

◆ **部分油车品牌大幅让价。** 地方政府参与补贴+车企主动去库+新能源车普降压力三重作用下，以东风为代表的部分油车品牌大幅让价，但**终端维度看主流油车品牌3月实际跟进折扣有限，多数品牌跟进折扣幅度在2%左右。** 用户观望情绪未有明显缓解。

表：3月部分油车品牌价格变动汇总（篇幅原因仅选取部分品牌列示，仅代表草根调研门店价格情况）

品牌	相关车型	宣传价格变动幅度	方案公布时间	方案实施时间	3月实际新增折扣
中国一汽	一汽大众/一汽丰田等	优惠5k-37k(吉林地区)	2023.3.1	3.1-3.31	一丰：3月跟进1~2%，整体折扣25% 一汽大众：3月整体折扣+0.5%
东风雪铁龙	C6	优惠40k-90k	2023.3.3	3.3-3.31	C6 3月新增3万优惠
上汽通用	多款車型	最高优惠70k（湖北地区）	2023.3.7	3.7-3.31	3月未跟进。平均优惠3.8万，其中GL8优惠5k，威朗优惠4.2w，昂科威优惠5.5w
长安汽车	UNI-K/UNI-T/UNI-V	优惠18k-21k	2023.3.9	3.1-3.31	3月实际折扣环比2月+0.5%
	CS55 P/CS75等	优惠14k-40k			
奇瑞	瑞虎 3X/5X/7等	优惠10k-31k	2023.3.11	3.11-3.31	——
广汽本田	雅阁等	优惠12k-45k	2023.3.11	3.11-3.31	——
奔驰	C级车	优惠60k（限北京车牌）	——	——	奔驰3月折扣环比+2%~+10%
上汽大众	全系	最高优惠50k	2023.3.16	3.16-4.30	3月实际未跟进
长城	——	——	——	——	2月折扣1-1.5w，3月跟进1-2k左右
吉利	——	——	——	——	折扣率环比+10%
日产	——	——	——	——	全月折扣率环比+2%
宝马	——	——	——	——	3月跟进折扣2个点，折扣率约13%



◆3月新能源品牌价格体系相对稳定。新能源品牌方面【极氪】配置礼包+【长安深蓝】大额补贴+【问界】政府补贴跟进+哪吒S官促，其余品牌价格体系相对稳定。用户观望情绪未有明显缓解。

表：3月新能源车价格变动汇总（仅代表部分门店情况）

品牌	3月折扣变化	详细情况	客流/订单表现
二线造车新势力品牌A	环比+3w	1月官降，终端折扣5-6k；2月综合折扣1w；3月增加政府补贴3万	3月政府强补贴下订单增长较快
自主品牌新能源子品牌B	环比+2.8w	3月官方发布4.2w优惠，环比2月实际新增折扣为2.8w（2.2w现金+6k权益包）	降价后订单/客流提升明显
自主品牌新能源子品牌C	环比+1.5w	厂家根据配置提供礼包优惠，折现3月优惠环比+1.5w	客流环比2月下降但影响不大。拓客难度增大，核心来自消费意愿&能力恢复不足
二线造车新势力品牌D	环比+2k-1.3w	——	3月客流环比-30%，订单-50%，
自主品牌新能源子品牌E	环比+2%	约8折优惠	——
新能源龙头品牌F	环比+3k	单车5k-1.5w优惠	降价对客流/订单促进作用不明显
二线造车新势力品牌G	旧款+3k；新款换代降价	2022款3月折扣环比2月新增2-3k；2023款上市即降价	换代车型价格优势明显，订单/客流暴增
头部造车新势力H	无变化	终端价格整体自官降之后维持稳定，终端优惠1w左右	表现一般，观望情绪+官降热度逐步褪去
头部造车新势力I	无变化	延续1月补贴政策（1w积分+赠品）；选配补贴价值5k	客流/订单环比下滑
头部造车新势力J	无变化	环比2月无变化，免息优惠折合7k-1w左右。	客流/订单环比下滑
自主品牌新能源子品牌K	无变化	延续2月份补贴政策，官方5k，个别门店跟进3k。	客流/订单环比下滑

## 风险提示

- ◆ **终端价格战超出预期。** 若乘用车价格战超出预期，将影响产业链盈利能力。
- ◆ **新能源汽车行业发展增速低于预期。** 如果新能源汽车三电技术发展及市场需求低于预期，会影响行业整体电动化发展进程。
- ◆ **芯片/电池等关键零部件供应链不稳定。** 若电池/芯片等关键零部件供应紧张，整车生产将受较大影响。
- ◆ **全球地缘政治不确定性增大。**

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园