

汽车行业：混动化趋势方兴未艾，零部件企业进入成长机遇期

——2023年汽车行业中期策略报告

2023年7月7日

看好/维持

汽车

行业报告

分析师

李金锦 电话：010-66554142 邮箱：lijj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480521030003

投资摘要：

新能源乘用车渗透率持续提升。据乘联会发布的广义乘用车及新能源乘用车批发销量数据，2023.1-5月新能源乘用车渗透率提升至31.1%，较2022年提升3.4pct。2023.4-5月连续两个月渗透率在33%以上。新能源乘用车销量增速仍然明显高于行业，但有所放缓。据乘联会发布的新能源乘用车批发数据，2023年1-5月，新能源乘用车累计销售278万辆，同比增长46.6%，较2021-2022年增速明显放缓（分别为181.2%、96.5%），这与新能源汽车整体规模较大以及2023年行业需求复苏偏弱有关。

PHEV 增速领先 BEV：我国新能源乘用车以纯电动乘用车为主，据乘联会，2023.1-5月BEV销量占比为71.5%，插电式混合动力乘用车占比28.5%。但自2021年以来，PHEV占比逐年提升，PHEV销量增速超过BEV。2023年1-5月，PHEV销量同比增速为96%，而BEV同比增速为33.2%。我们认为，混动车型在购置成本、使用体验逐渐得到市场认可，以及更多有竞争力产品的推出，PHEV的市场份额有望持续提升。

PHEV 将是紧凑型乘用车市场电动化的有效方案：我们挑选四个主流细分市场，紧凑型SUV（对应A级车）、紧凑型轿车、中型轿车（对应B级车）和中大型SUV（B级及以上，价格区间30万左右），选择各动力形式的主流车型进行参数对比。1)与BEV、增程式相比，PHEV能有更好的成本优势，实现与燃油车更低的价格差。2)增程式更适合中型及中大型车：对比可知，增程式车型单车带电量基本高于PHEV，这与增程车辆的驱动模式有关。而紧凑型车型受车内空间限制，同时搭载发动机、电驱动系统和更大电池包的能力有限。3)纯电动更适合小型（A0级以下）及中型车，中型轿车领域的竞争程度低于紧凑型车。这就使得该领域燃油车标杆车型如凯美瑞、雅阁和帕萨特价格维持在相对较高的位置，即中型轿车燃油车的比价基础较高，给了BEV拉低价格差的机遇。但BEV并非在紧凑型车没有机会，BEV可以通过较大产销量带来的规模效应实现成本的降低。4)中大型SUV领域，国产新能源迎来挑战BBA的市场机遇。该细分市场竞争不够充分，BBA具备更多的品牌溢价。同级别BEV车型也可以实现价格优势，PHEV和增程式则可以实现“降维式”产品与之竞争。

汽车零部件企业进入成长机遇期：智能电动化对汽车零部件行业的冲击史无前例，汽车零部件原有的格局有望被打破。我国汽车零部件企业规模小，运营灵活，在服务、效率上具备优势。且部分企业经过多年的技术积累，已经具备同步研发能力，有望借力智能电动化浪潮，获得更大的成长机遇。

多元化是汽车零部件公司成长的必经之路：汽车零部件的市场规模取决于单车价值量和汽车市场销量，从事单一部件的汽车零部件企业较容易达到业务“天花板”。产品、客户和市场区域的多元化是汽车零部件企业打破市场天花板的必经之路。本文以大陆集团的多元化之路为例，通过分析，我们认为，产品多元化应借力原有业务，通过协同性产生1+1>2的效果。大陆集团1995年将产品横向拓展至底盘控制领域，这与其在轮胎及底盘减震等业务的技术和经验积累有关，并非进入完全陌生的业务领域。这是大陆集团能有效融合Teves业务的关键。多元化是公司治理模式的成功复制。技术和成本的领先是汽车零部件公司在竞争中胜出的关键，而技术和成本的竞争优势来自于公司治理能力。产品、客户和市场的多元化是公司治理能力在不同领域的成功复制。

投资策略：零部件板块，我们遵循“自下而上”的选择思路，更关注公司自身竞争力，更倾向诸如在研发（技术）、成本等具备优势，具备更好的运营效率、稳定公司治理架构等公司，公司自身竞争力是成功其实现多元化的前提条件。结合我们前期发布的覆盖报告，建议重点关注新坐标（603040）、爱柯迪（600933）、永贵电器（300351）等。整车板块，我们更看好混动化未来的发展趋势，借力政策的保驾护航（购置税减免至2025年），以及成本和使用体验优势，PHEV有望成为电动化的有效解决方案，混动化趋势方兴未艾。整车企业，我们仍看好广汽集团（601238）的中长期发展，尤其在混动、纯电领域的布局，有望在电动化进程中获得更高的市场份额。

风险提示：汽车行业景气度不及预期，新能源汽车行业发展不及预期，相关产品新产品或新车型销量不及预期等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
新坐标	1.15	1.44	1.63	1.91	23.71	18.99	16.77	14.31	3.17	推荐
爱柯迪	0.72	0.88	1.15	1.50	32.12	26.53	20.29	15.48	3.75	强烈推荐
永贵电器	0.40	0.54	0.69	0.84	41.38	30.83	23.99	19.70	2.81	推荐
广汽集团	0.77	0.99	1.21	1.31	14.31	11.16	9.10	8.42	1.01	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 汽车行业的分化趋势持续	5
1.1 新能源汽车渗透率持续提升	5
1.2 混动化趋势方兴未艾	7
1.3 新能源及传统汽车出口持续高增长，中国制造优势显现	13
2. 零部件企业进入成长机遇期	13
2.1 电动、智能化重塑全球汽车零部件格局	14
2.2 多元化是汽车零部件公司成长的必经之路	14
3. 投资策略	17
4. 风险提示	18
相关报告汇总	19

插图目录

图 1: 乘用车年度销量及增速 单位：万辆	5
图 2: 2022 年 6 月实施购置税减半	5
图 3: 2023.1-5 与往年月度同比	5
图 4: 2023.1-5 与往年累计同比	5
图 5: 新能源乘用车渗透率历年数据	6
图 6: 新能源乘用车月度渗透率	6
图 7: 新能源乘用车历年增速	6
图 8: 新能源乘用车月度及累计增速	6
图 9: 新能源乘用车结构占比	7
图 10: PHEV 与 BEV 月度同比增速	7
图 11: 纯电动汽车的销量结构	8
图 12: 插电式混合动力的销量结构	8
图 13: 2023.1-5 月乘用车总体与新能源乘用车的级别结构对比	8
图 14: 2023.1-5 纯电动乘用车 TOP10 销量占比	8
图 15: 2023.1-5 月插电混动乘用车 TOP10 销量占比	8
图 16: 2022 年插电混动乘用车 TOP10 销量占比	9
图 17: 碳酸锂价格走势 万元/吨	9
图 18: 正极材料磷酸铁锂价格走势 万元/吨	9
图 19: 方形电芯磷酸铁锂与三元月度均价 单位：元/MWH	10
图 20: 我国汽车出口量及增速 单位：万辆	13
图 21: 新能源汽车及传统燃油车出口累计同比增速	13
图 22: 大陆集团业务结构-2022	14
图 23: 主要业务占比	14
图 24: 大陆集团业务结构-1991	15
图 25: 康迪泰克的业务结构	15

图 26: 大陆集团的区域收入布局	15
图 27: 大陆集团业务局域结构-1991.....	15
图 28: 大陆集团全球布局-2022.....	15
图 29: 大陆集团业务结构-1998.....	16
图 30: 大陆集团汽车系统业务构成-1998.....	16
图 31: 大陆集团汽车系统业务 1999-2006 单位: 百万欧元.....	17

表格目录

表 1: 三个细分市场各动力形式参数对比 单位: 万元, KM, WKH.....	11
表 2: 中大型 SUV 市场 (指导价在 30 万元左右) 单位: 万元, KM, WKH.....	12

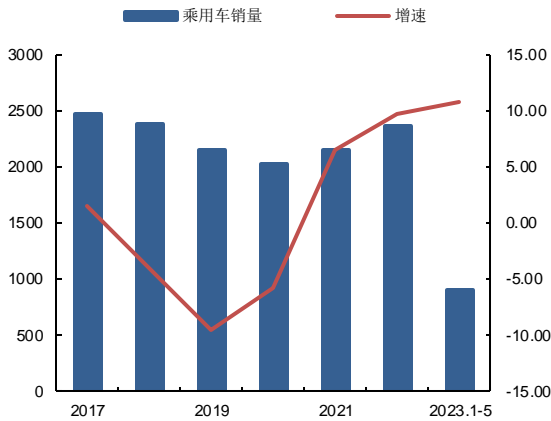
1. 汽车行业的分化趋势持续

1.1 新能源汽车渗透率持续提升

2023年乘用车呈现弱复苏。2018-2020年我国乘用车市场三年负增长，2019年底的疫情进一步延缓了车市复苏进程。2022年6月1日，财政部、税务总局联合发布《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》，公告称“对购置日期在2022年6月1日至2022年12月31日期间内且单车价格(不含增值税)不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税”。受该政策影响，据中汽协，2022年6月乘用车销量同比即大幅增长41.2%。2022.1-5月乘用车累计同比下降3.6%，而2022.6-12月累计同比增长达18.3%，购置税减半政策效果可见一斑。2022年我国乘用车实现销量2356.3万辆，增长9.69%，恢复到与2018年相当。

该政策于2022年12月31日完全退出，客观上透支了部分2023年购车需求。据中汽协，2023年1-5月我国乘用车累计销量为900.1万辆，同比增长10.7%。但2022年疫情、行业政策刺激导致的月度销量前低后高的走势使得销量同比增速相对失真。若与疫情前的2018、2019年1-5月相比，则今年1-5月乘用车累计销量分部下滑9.1%和增长7.2%。考虑2019年为近6来乘用车销量次低年度(年销量2144.4万辆)，而2018年与2022年销量更为相近(分别为2370.98、2356.30)。因此，今年与2018年1-5月更具可比性，可见，2023年1-5月销量看，有复苏(好于2019、2020年同期)，但复苏偏弱。

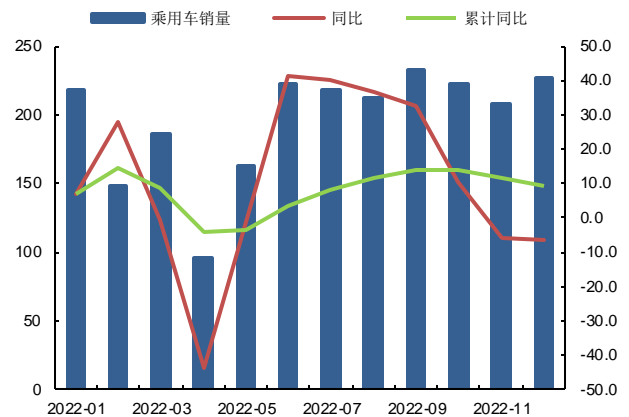
图1：乘用车年度销量及增速 单位：万辆



资料来源：iFinD，中汽协，东兴证券研究所

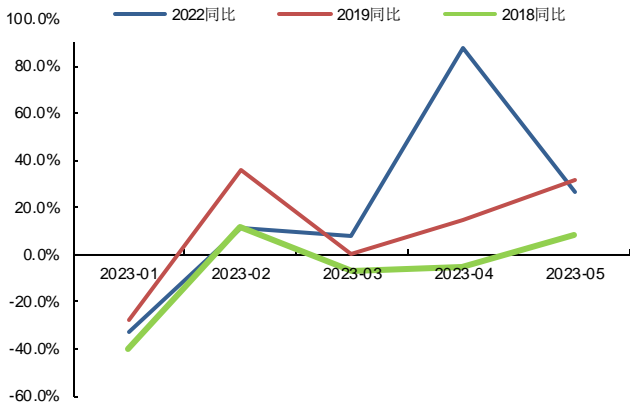
图3：2023.1-5与往年月度同比

图2：2022年6月实施购置税减免后销量同比

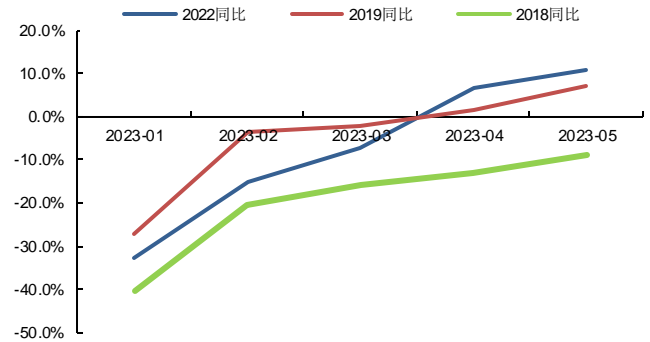


资料来源：iFinD，中汽协，东兴证券研究所

图4：2023.1-5与往年累计同比



资料来源：iFinD，中汽协，东兴证券研究所

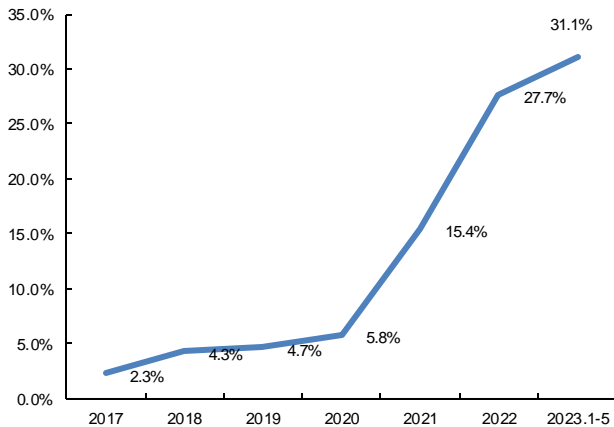


资料来源：iFinD，中汽协，东兴证券研究所

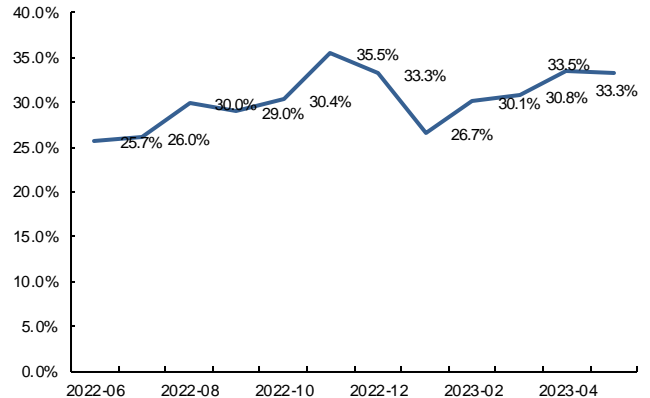
新能源乘用车渗透率持续提升。据乘联会发布的广义乘用车及新能源乘用车批发销量数据，2023.1-5月新能源乘用车渗透率提升至31.1%，较2022年提升3.4pct。月度上，2023.4-5月连续两个月渗透率在33%以上。

图5：新能源乘用车渗透率历年数据

图6：新能源乘用车月度渗透率



资料来源：iFinD，乘联会，东兴证券研究所 注：分母为广义乘用车批发量，下同

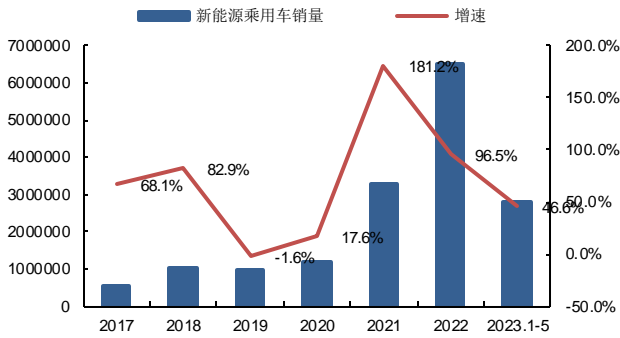


资料来源：iFinD，乘联会，东兴证券研究所

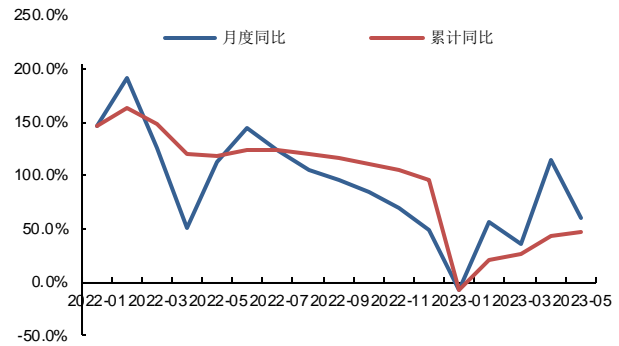
新能源乘用车销量增速仍然明显高于行业，但有所放缓。据乘联会发布的新能源乘用车批发数据，2023年1-5月，新能源乘用车累计销售278万辆，同比增长46.6%，较2021-2022年增速明显放缓(分别为181.2%、96.5%)，这与新能源汽车整体规模较大以及2023年行业需求复苏偏弱有关。

图7：新能源乘用车历年增速

图8：新能源乘用车月度及累计增速

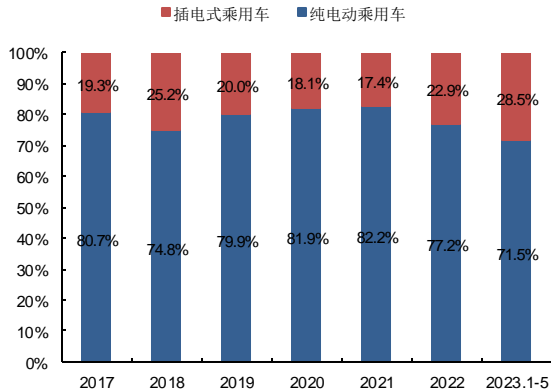


资料来源：iFinD，乘联会，东兴证券研究所

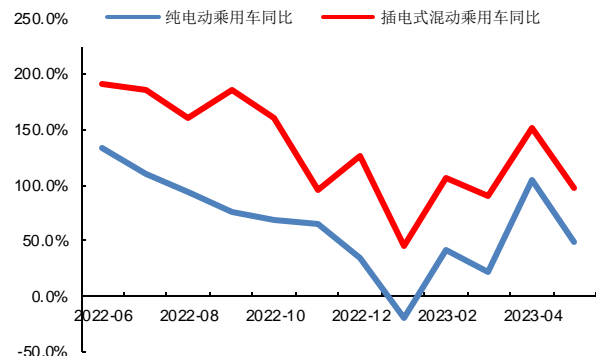


资料来源：iFinD，乘联会，东兴证券研究所

PHEV 增速领先 BEV：我国新能源乘用车由纯电动乘用车（BEV）和插电式混合动力乘用车（PHEV）构成。当前，我国新能源乘用车以纯电动乘用车为主，据乘联会，2023.1-5 月 BEV 销量占比为 71.5%，插电式混合动力乘用车占比 28.5%。但自 2021 年以来，PHEV 占比逐年提升，PHEV 销量增速超过 BEV。2023 年 1-5 月，PHEV 销量同比增速为 96%，而 BEV 同比增速为 33.2%。

图9：新能源乘用车结构占比
图10：PHEV 与 BEV 月度同比增速


资料来源：iFinD，乘联会，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，乘联会，东兴证券研究所

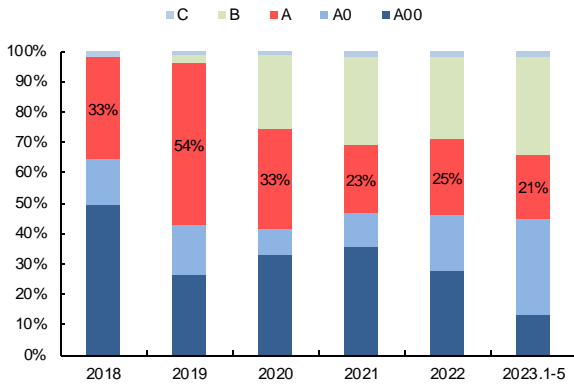
1.2 混动化趋势方兴未艾

纯电动乘用车哑铃结构强化，插电混动以 A、B 级为主：

- **纯电动乘用车中，A00、B 级纯电动占比高：**2019 年以来，纯电动乘用车 A0 级及以下合计超过 4 成以上。B 级纯电动车随着特斯拉 Model 3，比亚迪汉等车型热销，占比持续提升。据乘联会，2023 年 1-5 月，纯电动乘用车中 B 级车占比为 32%。而 A 级车占比持续降低，2023.1-5 月 A 级纯电动乘用车占比降至 21%。纯电动车的哑铃结构强化。
- **插电式混合动力乘用车中，则以 A、B 级车为主：**在乘用车电动化进程中，混动和纯电互补，共同推动乘用车的电动化。据乘联会，2023.1-5，插电式混合动力乘用车中，A 级车占比超过 50%，B 级占 41%。

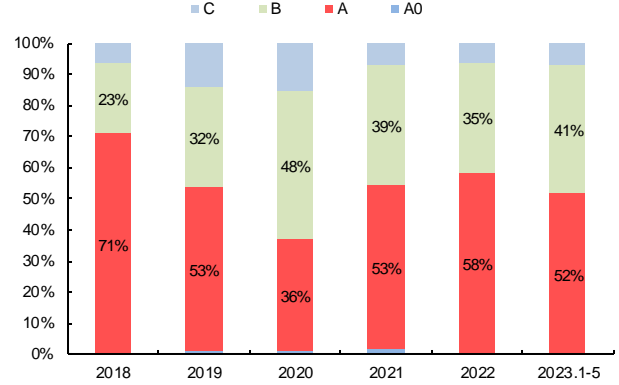
➤ 乘用车总体行业看，A级车仍然是最大的细分市场，其次是B级车。据乘联会，2023.1-5 乘用车销量中，A级车占比 49.1%，B级车为第二大细分市场，占比 27.8%。

图11：纯电动汽车的销量结构



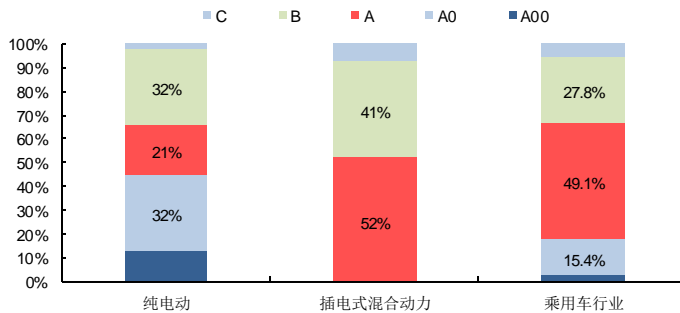
资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图12：插电式混合动力的销量结构



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图13：2023.1-5 月乘用车总体与新能源乘用车的级别结构对比



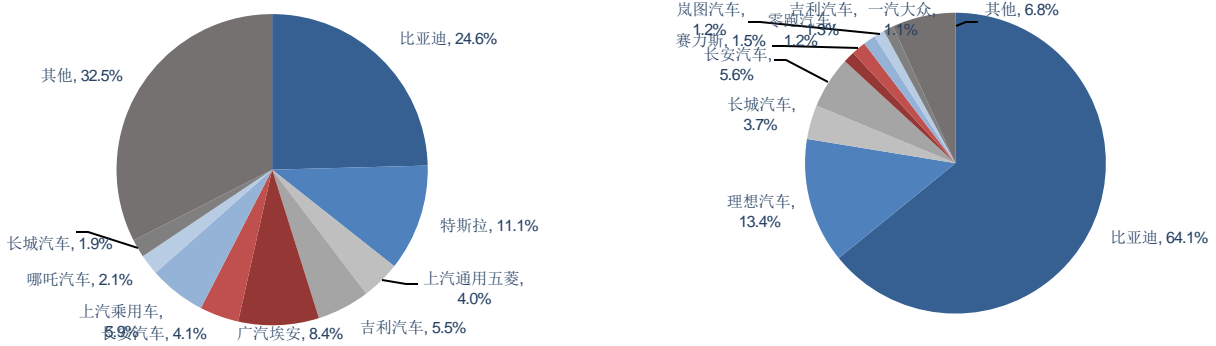
资料来源：乘联会，东兴证券研究所

纯电动汽车相对分散的市场结构：2023年1-5月，比亚迪纯电动汽车销量规模最大，为48.86万辆，市占率为24.6%，其次为特斯拉、埃安和吉利汽车。市场格局呈现为比亚迪最大，其他竞争对手云集的局面，整体市场份额相对分散。我们判断，车企持续在纯电动乘用车上发力，纯电动乘用车百家争鸣的局面有望延续。

插电混动乘用车市场比亚迪一家独大：比亚迪独占64.1%的市场份额，理想凭借增程和中大型SUV产品定位占据13.4%的市场份额。比亚迪在插电混动上展现了遥遥领先的竞争优势。2022年以来，比亚迪在插混领域异军突起，凭一己之力打开了插电混动市场。但与2022年不同的是，长城、长安、吉利、广汽等车企开始在插电混动上发力，相继推出在技术、价格等上具备竞争力的插电混动和增程式的产品。我们认为，插电混动逐渐得到用户认可，市场规模进一步扩充，当前一家独大的竞争格局有望改变。

图14：2023.1-5 纯电动乘用车 TOP10 销量占比

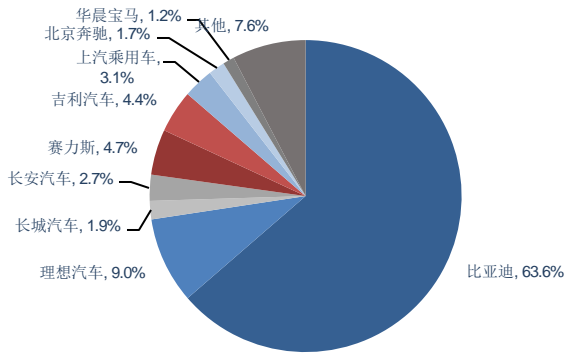
图15：2023.1-5 月插电混动乘用车 TOP10 销量占比



资料来源：乘联会，东兴证券研究所注：特斯拉为国内零售，其余为批发

资料来源：乘联会，东兴证券研究

图16: 2022年插电混动乘用车 TOP10 销量占比

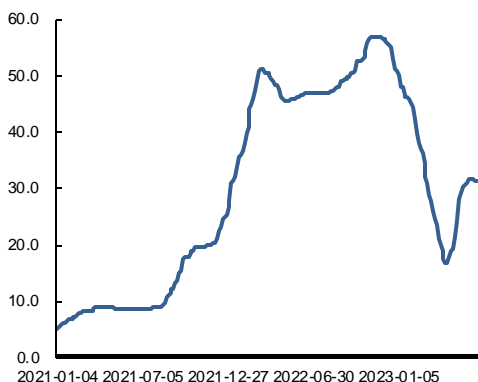


资料来源：乘联会，东兴证券研究所

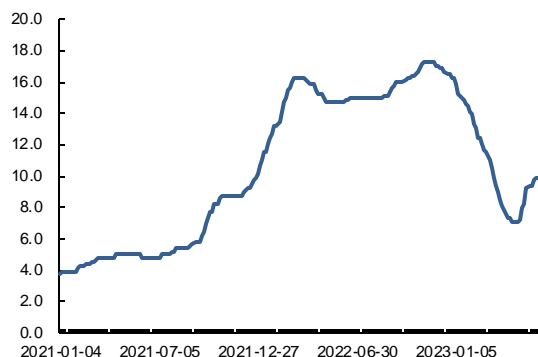
2023年以来电池成本稳中向下，有利于新能源汽车推广：2021年以来，碳酸锂带来的动力电池正极材料价格上涨，进而带动动力电池电芯价格的大幅上涨。其中碳酸锂价格2021年1月初为5.15万元/吨，从2021年8月不断上涨至2022年11月为57万元/吨。正极材料磷酸铁锂价格也从2021年初的3.80万元/吨上涨至2022年的17.3万元/吨。2023年以来，碳酸锂价格开始下行，一度于2023年4月跌至17.0万元/吨，2023年5月下旬以来，价格在30-32万元/吨左右。反应到电芯层面，据鑫椏资讯官网，三元和磷酸铁锂方形电芯月度均价于2023年2月开始下行，5月两者均价分别为0.72元/WH和0.65元/WH，较2023年1月分别下跌21.7%和20.7%。作为成本占比最大的部件，电池价格的下降有利于车企更好的控制新能源汽车的经营质量，缩小与燃油车的价格差距，有利于新能源汽车的推广。

图17: 碳酸锂价格走势 万元/吨

图18: 正极材料磷酸铁锂价格走势 万元/吨

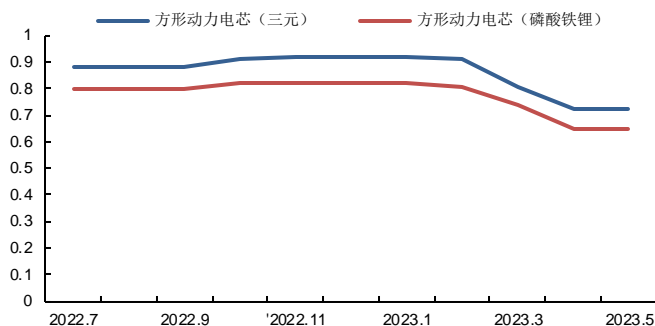


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图19：方形电芯磷酸铁锂与三元月度均价 单位：元/WH



资料来源：鑫椏资讯官网，东兴证券研究所

我们认为，新能源汽车渗透率将持续提升，电池成本的下降将促进新能源汽车加速取代燃油车。但从新能源汽车内部结构上，我们更倾向于混动化，混动在续航里程、成本、补能、驾驶体验（好的混动系统）更具优势。

混动汽车市场规模仍将提升。我们挑选四个主流细分市场，紧凑型 SUV（对应 A 级车）、紧凑型轿车、中型轿车（对应 B 级车）和中大型 SUV（B 级及以上，价格区间 30 万左右），选择各动力形式的主流车型进行参数对比。优先选择最新款、官方指导价最低版本、BEV 纯电续航在 500KM 左右的车型。燃油车则选择该细分领域销量高，最具代表性的车型，并将其平均最低指导价做为比价基础 1，将最低指导价+购置税的平均值作为比价基础 2。结论如下：

- **PHEV 将是紧凑型乘用车市场电动化的有效方案：**紧凑型车是国内竞争最充分的细分市场，尤其是紧凑型 SUV 市场。紧凑型车细分市场销量规模大，用户更为重视性价比，该领域燃油车价格较低。与 BEV、增程式相比，PHEV 能有更好的成本优势，实现与燃油车更低的价格差。普通混动（HEV）虽然带电量低于 PHEV，但主要日系玩家定价偏高，即使广汽传祺推出了定价更低的影豹 hev，但普通混动车型不享受购置税减免，且针对新能源的购置税减免已延期至 2025 年，导致普通混动车型没有展现出更好的性价比优势。在紧凑型 SUV 中，比亚迪、吉利、长城新推出的 PHEV 车型最低官方指导价比燃油车价格差在 20% 以内。考虑 PHEV 购置税减免，则价格差降到 10% 以内，基本做到与燃油车同价。而 PHEV 车型有更好的纯电驱动体验和更低的使用成本。BEV 紧凑轿车和 SUV，我们选择了销量较高的秦 plus EV、Aion S plus，宋 plus EV，其价格差 1 分别 25.5%、34.5% 和 44.5%。考虑购置税，价格差则为

15.3%、23.6%和 32.8%。即使同属于比亚迪的宋 pro PHEV 和宋 plus EV，宋 plus EV 定价也比宋 pro PHEV 高 25%。这与 BEV 带有更大的电池包成本有关。

- **增程式更适合中型及中大型车：**对比可知，增程式车型单车带电量基本高于 PHEV，这与增程车辆的驱动模式有关。增程汽车完全靠电驱动为主，发动机不参与驱动。因此，较小的电池包将会导致发动机频繁启动为电池充电，由电机驱动车轮，使得汽车相对容易处于亏电驱动状态。从市场主流的增程式车型看，主要集中在中型及中大型车型。理想的 L7/L8 带电量在 42.8KWH，问界 M7 为 40KWH，而同级别的 PHEV 蓝山为 36.7KWH。中型轿车深蓝 SL03 增程版带电量为 28.39KWH，同级别 PHEV 轿车雅阁、汉 DM 带电量分别为 17.7KWH、18.3KWH。紧凑型车型受车内空间限制，同时搭载发动机、电驱动系统和更大电池包的能力有限，且紧凑型车用户对成本更为关注。因此，发动机直驱+相对小的电池包 PHEV 方案更适合紧凑型车，增程式则更适合中型及中大型车。
- **纯电动更适合小型（A0 级以下）及中型车：**A0 级以下车型用户对续航里程要求较低，且该领域燃油车已基本退出。A0 级以下车型狭小的空间难以承载混动系统的发动机+电驱动+电池系统。因此，具备小电池包、短续航的 BEV 小车成为该细分市场的主流方案，畅销车型如五菱缤果、五菱宏光 MINI EV、长安 Lumin、比亚迪海鸥等。在中型轿车领域，BEV 同样有较多有竞争力且销量较高的车型，如特斯拉 model 3、比亚迪汉 EV、比亚迪海豹、小鹏 P7 等。且中型轿车 BEV 价格差较同级别燃油车也能做到 20%以内，考虑购置税因素，与燃油车价格差降至 10%左右。我们认为，其原因在于，传统燃油车时代中级轿车领域一直由合资车企把控，日德系的凯美瑞、雅阁、帕萨特是该领域的常青树。自主品牌一直未在该领域取得像紧凑 SUV 的成绩。因此，中型轿车领域的竞争程度低于紧凑型车。这就使得该领域燃油车标杆车型如凯美瑞、雅阁和帕萨特价格维持在相对较高的位置，即中型轿车燃油车的比价基础较高，给了 BEV 拉低价格差的机遇。但 BEV 并非在紧凑型车市场没有机会，BEV 可以通过较大产销量带来的规模效应实现成本的降低。
- **中大型 SUV 领域，国产新能源迎来挑战 BBA 的市场机遇：**中大型 SUV 市场（价格 30 万左右），BBA（奔驰、宝马和奥迪）一直是该领域的标杆，车型涵盖奔驰 GLC、宝马 X3 和奥迪 Q5L。与紧凑型、中型轿车市场不同，BBA 的燃油车价格高于中型和中大型 SUV 新能源汽车。我们认为，这与该细分市场竞争不够充分有关，BBA 具备更多的品牌溢价。同级别 BEV 车型也可以实现价格优势，如特斯拉 Model y 最低配价格为 26.39 万元、小鹏 G6 为 20.99 万元和唐 EV 为 28.28 万元。而 BBA 三款车最低配平均价为 40.8 万元，即使假设终端有 20%的折扣，车价仍然有 32.64 万元。再考虑新能源购置税减免，则新能源车型的价格优势更为明显。与 BEV 相比，PHEV 和增程式更具成本优势，则可以实现“降维式”产品与之竞争，如理想 L 系列、长城魏蓝山、问界 M7 等均为更大级别的中大型 SUV，且产品配置端比 BBA 产品更为丰富。

表1：三个细分市场各动力形式参数对比 单位：万元，KM，WKH

级别	动力	车型	最低指导价	购置税	纯电动续航	带电量	价格差 1	价格差 2
紧凑型 SUV	燃油	博越 L 2023 款 1.5TD DCT 荣耀	12.87	1.14	—	—	—	—
紧凑型 SUV	燃油	哈弗 H6 2023 款国潮版都市版	9.89	0.88	—	—	—	—
紧凑型 SUV	燃油	长安 CS75 PLUS 2023 款豪华型	12.49	1.11	—	—	—	—
紧凑型 SUV	PHEV	宋 Pro DM-i 2023 款冠军版	13.58	0	71	12.9	15.6%	6.2%
紧凑型 SUV	PHEV	宋 PLUS DM-i 2023 款冠军版	15.98	0	110	18.3	36.0%	24.9%
紧凑型 SUV	PHEV	银河 L7 2023 款 1.5T DHT	13.87	0	55	9.11	18.0%	8.4%

级别	动力	车型	最低指导价	购置税	纯电动续航	带电量	价格差 1	价格差 2
紧凑型 SUV	PHEV	银河 L7 2023 款 1.5T DHT	15.37	0	115	18.7	30.8%	20.2%
紧凑型 SUV	PHEV	哈弗枭龙 2023 款 1.5L 领航版	13.97	0	52	9.41	18.9%	9.2%
紧凑型 SUV	PHEV	哈弗枭龙 2023 款 1.5 领动版	14.97	0	110	19.27	27.4%	17.0%
紧凑型 SUV	PHEV	哈弗枭龙 MAX 2023 款精英版	15.98	0	105	19.27	36.0%	24.9%
紧凑型 SUV	BEV	宋 PLUS EV 2023 款 冠军版	16.98	0	520	71.8	44.5%	32.8%
紧凑型 SUV	BEV	AION V 2024 款 Plus 星耀版	16.99		500	67.97	44.6%	32.8%
紧凑型轿车	燃油	轩逸 2023 款 1.6L CVT 舒享	11.9	1.05	—	—	—	—
紧凑型轿车	燃油	朗逸 2023 款自动得逸版	12.09	1.07	—	—	—	—
紧凑型轿车	燃油	卡罗拉 2023 款 CVT 先锋版	11.68	1.03	—	—	—	—
紧凑型轿车	燃油	长安 UNI-V 2023 款 尊享型	10.89	0.96	—	—	—	—
紧凑型轿车	燃油	星瑞 2023 款 1.5T 扶摇版	10.87	0.96	—	—	—	—
紧凑型轿车	HEV	雷凌 2023 款双擎 1.8L 领先版	13.38	1.18	—	—	20.1%	20.1%
紧凑型轿车	HEV	影豹 2023 款 J20 高能混动版	12.8	1.13	—	—	14.9%	14.9%
紧凑型轿车	PHEV	秦 PLUS 2023 款冠军版领先型	9.98	0	55	8.32	-10.4%	-17.7%
紧凑型轿车	PHEV	秦 PLUS 2023 款 120KM 领先型	12.58	0	120	18.32	13.0%	3.8%
紧凑型轿车	PHEV	长安 UNI-V 2023 款 iDD	14.49	0	113	18.4	30.1%	19.5%
紧凑型轿车	PHEV	帝豪 L HiP 2022 款 1.5TD-DHT	12.98	0	100	15.5	16.6%	7.1%
紧凑型轿车	BEV	秦 PLUS EV 2023 款冠军版领先	13.98	0	510	57.6	25.5%	15.3%
紧凑型轿车	BEV	AION S 2023 款 Plus 70 乐享版	14.98	0	510	59.4	34.5%	23.6%
中型轿车	燃油	凯美瑞 2023 款 2.0E 精英版	17.98	1.59	—	—	—	—
中型轿车	燃油	雅阁 2023 款舒适版	17.98	1.59	—	—	—	—
中型轿车	燃油	帕萨特 2023 款商务版	18.19	1.61	—	—	—	—
中型轿车	PHEV	雅阁 PHEV 2023 款智享版	22.58	0	106	17.7	25.1%	14.9%
中型轿车	PHEV	汉 DM 2023 冠军版精英型	18.98	0	121	18.3	5.2%	-3.4%
中型轿车	增程	深蓝 SL03 2022 款 1200 增程版	17.19	0	200	28.39		
中型轿车	BEV	汉 EV 2023 款 冠军版 尊贵型	20.98	0	506	60.48	16.2%	6.8%
中型轿车	BEV	Model 3 2022 款 后轮驱动版	23.19	0	556	60	28.5%	18.0%
中型轿车	BEV	海豹 2023 款 冠军版 精英型	18.98	0	550	61.4	5.2%	-3.4%
中型轿车	BEV	小鹏 P7 2022 款 480G	20.99	0	480	60.2	16.3%	6.8%
中型轿车	BEV	昊铂 GT	21.99	0	560	59.9	21.8%	11.9%

资料来源：懂车帝，东兴证券研究所 价格差 1=最低指导价/平均同级别燃油价格-1。价格差 2 为加入购置税后，各动力车型与同级别燃油车对比

表2：中大型 SUV 市场（指导价在 30 万元左右） 单位：万元，KM，WKH

级别	动力	车型	最低指导价	购置税	纯电动续航	带电量	价格差 1	价格差 2
中型 SUV	燃油	宝马 X3 2022 款 M 运动套装	39.96	3.54	—	—	—	—
中型 SUV	燃油	奔驰 GLC 2023 款 GLC 260 L	42.78	3.79	—	—	—	—
中型 SUV	燃油	奥迪 Q5L 2022 款 40T	39.68	3.51	—	—	—	—

级别	动力	车型	最低指导价	购置税	纯电动续航	带电量	价格差 1	价格差 2
中大型 SUV	增程	理想 L7 2023 款 Air 版	31.98	0	175	42.8	-21.6%	-28.0%
中大型 SUV	增程	理想 L8 2023 款 Air 版	33.98	0	175	42.8	-16.7%	-23.5%
中大型 SUV	增程	问界 M7 2022 款 两驱舒适版	28.98	0	195	40	-29.0%	-34.8%
中大型 SUV	PHEV	蓝山 DHT-PHEV 2023 款 两驱	27.38	0	153	36.7	-32.9%	-38.4%
中型 SUV	BEV	Model Y 2022 款改款后轮驱动	26.39	0	545	60	-35.3%	-40.6%
中型 SUV	BEV	唐 EV 2022 款 600KM 尊享型	28.28	0	600	90.3	-30.7%	-36.3%
中型 SUV	BEV	小鹏 G6 2023 款 580Pro	20.99	0	580		-48.6%	-52.7%
中型 SUV	BEV	蔚来 ES6 2023 款 75kWh	33.8	0	490	75	-17.2%	-23.9%
中大型 SUV	BEV	智己 LS7 2023 款 Urban Fit	28.98	0	510	77	-29.0%	-34.8%

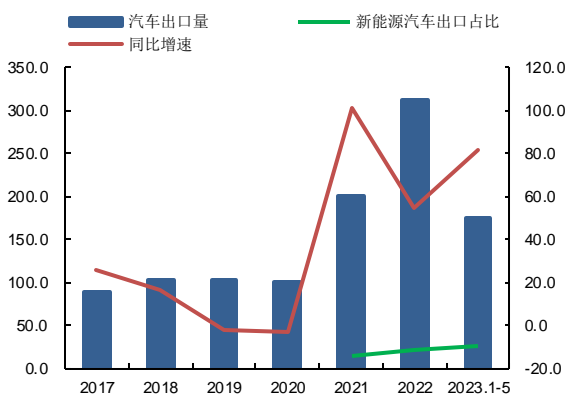
资料来源：懂车帝，东兴证券研究所 价格差 1=最低指导价/平均同级别燃油价格-1。价格差 2 为加入购置税后，各动力车型与同级别燃油车对比

综上，BEV、增程式和 PHEV 三类新能源汽车方案各自具备其适合的应用领域。我们认为，PHEV 将在最大细分市场紧凑型（A 级）车市场充当重要角色，在成本、综合续航里程、补能方式等较 BEV 和增程式更具有优势。在中型及中大型车市场（B 级及以上），PHEV 同样具备这些优势，仍然具有占据更多市场份额的机会。但目前国内掌握 PHEV 技术以传统车企为主，外资车企如丰田、本田，自主车企如比亚迪、广汽集团、长城汽车、吉利汽车和长安汽车等。PHEV 车型在中型、中大型车市场（30 万元及以上）可能会受到车企品牌力影响的，尤其是自主车企，新势力车企更具有品牌优势。

1.3 新能源及传统汽车出口持续高增长，中国制造优势显现

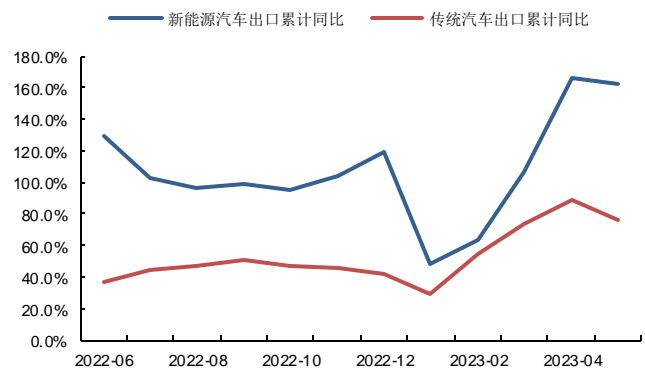
我国汽车出口持续增长，新能源和传统汽车齐发力：2021 年以来，我国汽车出口量及增速维持高位。2023.1-5 月，我国汽车出口规模为 175.8 万辆，同比增长 81.5%，其中新能源汽车出口量为 45.7 万辆，占比 26.0%，同比增长 162.6%。传统汽车出口量为 101.0 万辆，同比增长 76.3%。新能源及传统汽车出口同比均有较大的增长，这时我国汽车进步及汽车产业链制造优势的体现。

图20：我国汽车出口量及增速 单位：万辆



资料来源：iFinD，中汽协，东兴证券研究所

图21：新能源汽车及传统燃油车出口累计同比增速



资料来源：iFinD，中汽协，东兴证券研究所

2. 零部件企业进入成长机遇期

2.1 电动、智能化重塑全球汽车零部件格局

汽车产业链稳固的金字塔结构。供应链体系层级稳固，各级企业各司其职。传统汽车零部件由五大系统构成：发动机系统、底盘系统、汽车电子、车身及饰件和其他通用件。一级供应商直接配套车企，供应模块、系统及产品，具备独立功能。有较高的同步研发和设计能力。如国外的博世、大陆等。二级供应商直接配套一级供应商，提供子模块产品。三级供应商则直接配套二级供应商，提供更加细分的产品，同步研发能力一般。这种稳固的结构为汽车产业链的高效运营做出巨大贡献，我国零部件企业多数起家为二三级供应商，具备制造效率和成本优势。在传统汽车时代，我国汽车零部件企业很难打破供应链稳固格局结构。

智能电动化对汽车零部件行业的冲击史无前例。电动汽车的改变不仅在动力部件的改变，而是全系统的变化。纯电平台的开发使得汽车从动力、底盘和电子电气架构都将为之改变。零部件面临取消、新增或大幅变化。而这种变化为国内零部件企业带来了机遇。

与国际化汽车零部件企业相比，我国汽车零部件企业规模小，运营灵活，在服务、效率上具备优势。且部分企业经过多年的技术积累，已经具备同步研发能力，有望借力智能电动化浪潮，获得更大的成长机遇。

2.2 多元化是汽车零部件公司成长的必经之路

汽车零部件的市场规模取决于单车价值量和汽车市场销量，从事单一部件的汽车零部件企业较容易达到业务“天花板”。产品、客户和市场区域的多元化是汽车零部件企业打破市场天花板的必经之路。欧美日韩的大型汽车零部件公司伴随其本国汽车工业的发展，基本完成了上述“三个多元化”的过程。

多元化之路是公司治理模式的成功复制。我国汽车零部件企业经过多年的发展，多元化之路正在途中。我们以欧洲第四大汽车零部件企业（Automotive News 2023 top10 Europe-based suppliers）大陆集团（Continental Group）为例，分析其多元化的方式和成功模式。

大陆集团的多元化之路：

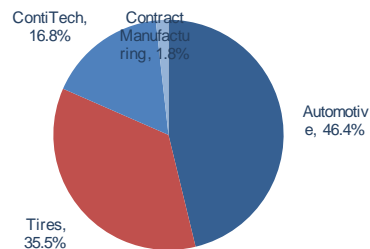
产品的多元化：2022 年大陆集团实现销售收入 394 亿欧元，较 2021 年增长 16.7%。其业务由四大板块构成，汽车业务占 46.4%、轮胎业务为 35.5%、康迪泰克为 16.8%和合同制造占比 1.8%。

图22：大陆集团业务结构-2022

Structure of the Continental Group in 2022			
Continental Group			
Sales: €39.4 billion, Employees: 199,038			
Automotive	Tires	ContiTech	Contract Manufacturing
Sales: €18.3 billion Employees: 97,575	Sales: €14.0 billion Employees: 56,987	Sales: €6.6 billion Employees: 41,798	Sales: €0.7 billion Employees: 2,192

资料来源：大陆集团 2022 年报，东兴证券研究所

图23：大陆集团主要业务占比-2022



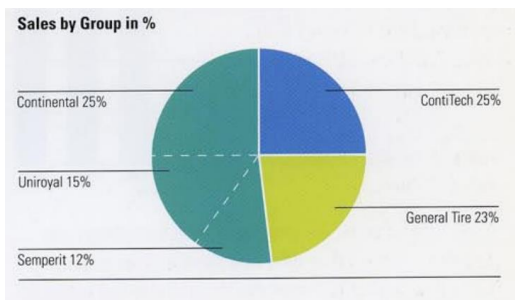
资料来源：大陆集团 2022 年报，东兴证券研究所

- 汽车业务 (Automotive)：主要提供被动安全、刹车、底盘、运动和运动控制系统，产品组合还包括辅助和自动驾驶的解决方案、显示和控制技术、车内音频和摄像头解决方案、车队运营商和商用车制造上的移动服务相关的智能信息和技术。5 个业务领域分别是 Architecture and Networking、Autonomous Mobility、Safety and Motion、Smart Mobility 和 the User Experience。2023 年 1 月，汽车业务又新设了一个部门为 Sofeware and Central Technologies(SCT)。即 2023 年后汽车业务有上述 6 个业务构成。

- 轮胎业务 (Tires): 2022 年大陆集团轮胎业务中, 22%的销售收入来自于汽车制造商, 78%为更新替换市场。公司轮胎业务也分为 5 个业务领域, 分别为前装市场、APAC 更新替换业务、EMEA 更新替换业务、美洲更新替换业务和特种轮胎业务。
- 康迪泰克 (Conti Tech): 2022 年康迪泰克的收入中 48%来自于汽车制造商, 52%的收入来自于其他行业和汽车行业的更新替换业务。其业务分为 6 大领域, 分别是高级动态解决方案、输送解决方案、工业流通解决方案、车辆流体系统事业部、传动系统集团和表面解决方案。
- 合同制造: 该部门并非是一个永久性机构, 纬湃科技是其唯一的客户。2021 年 9 月, 大陆集团完成纬湃科技的分拆上市, 该公司主要经营大陆集团原来的动力系统业务。

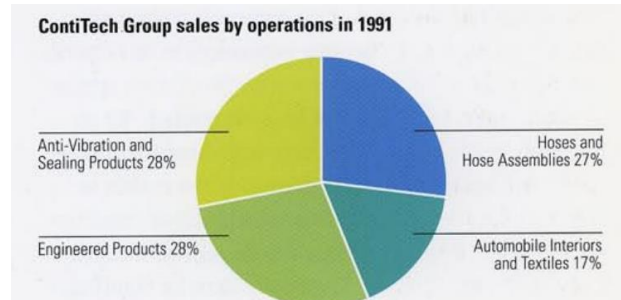
大陆集团 1995 年成立汽车系统事业部之前, 公司的主要业务由轮胎业务和康迪泰克构成。据其 1991 年报, 康迪泰克占比 25%, 其余 75%为轮胎业务, 轮胎业务由 Continental、Uniroyal、Semperit 和 General Tire 构成。而康迪泰克主要业务涵盖汽车管路、减震密封件、工程类产品和汽车内饰业务。时至今日, 公司的产品已经从原来的轮胎、非轮胎橡胶件等扩充到汽车底盘系统、智能驾驶系统领域, 呈现了多元化局面。

图24: 大陆集团业务结构-1991



资料来源: 大陆集团 1991 年报, 东兴证券研究所

图25: 康迪泰克的业务结构-1991



资料来源: 大陆集团 1991 年报, 东兴证券研究所

区域多元化: 大陆集团共有 477 家公司 (包括非控制子公司), 全球布局 519 个生产基地、研发中心和机构, 覆盖 57 个国家。从收入贡献上, 德国收入占比 18%、欧洲 (除德国外) 29%、北美洲 27%、亚太地区为 22%。大陆集团 1991 年业务仍大部分集中在欧洲, 其中德国占比 37.2%、欧洲 (除德国外) 33.8%, 欧洲合计占比 71%。而 2022 年, 欧洲整体收入占比仅为 47%。

图26: 大陆集团的区域收入布局

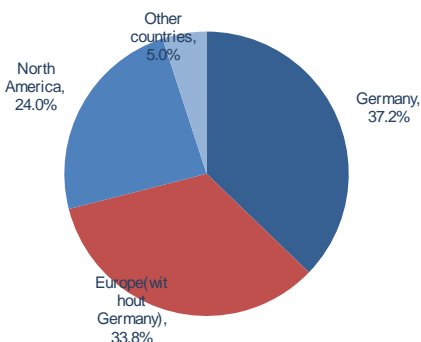
The regional distribution of sales in 2022 was as follows:

Sales by region in %	2022	2021
Germany	18	17
Europe excluding Germany	29	31
North America	27	25
Asia-Pacific	22	22
Other countries	4	5

资料来源: 大陆集团 2022 年报, 东兴证券研究所

图27: 大陆集团业务局域结构-1991

图28: 大陆集团全球布局-2022



资料来源：大陆集团 1991 年报，东兴证券研究所



资料来源：大陆集团 2022 年报，东兴证券研究所

客户多元化：大陆集团并未披露主要客户收入占比，依据 2022 年报，公司前五大 OEM 客户分别为福特、梅赛德斯奔驰、雷诺-日产-三菱、斯特兰迪斯和大众汽车，前五大客户贡献销售收入占比约为 32%。公司前五大客户涵盖欧、美和日主要车企。

大陆集团的多元化进程：

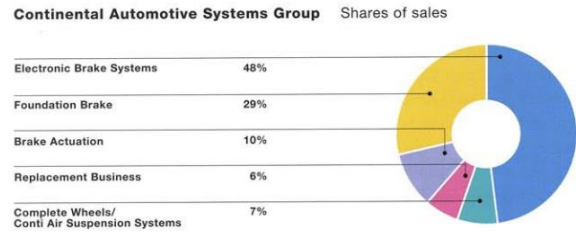
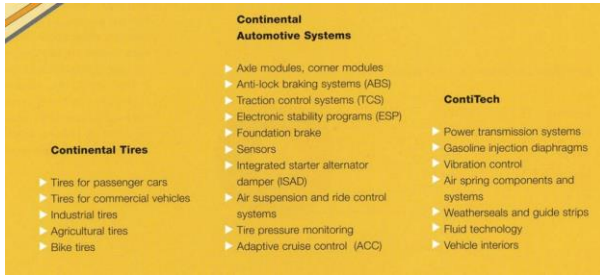
- **1995 年之前，专注于轮胎及非轮胎橡胶件：**大陆集团于 1871 年成立于德国汉诺威，生产各种软性橡胶制品、橡胶布以及马车和自行车的实心轮胎。1979 之前大陆集团仍然是一家主要业务集中在德国的橡胶件企业。20 世纪 80 年代大陆集团通过多次收购开启了轮胎业务的国际化进程，1979 年大陆集团通过收购美国优耐陆 (Uniroyal) 在欧洲的轮胎业务，开启了国际化的第一步。1985 年收购了奥地利公司 Semperit 的轮胎业务。1987 年收购了北美轮胎制造商通用轮胎公司 (General Tire)，进入北美市场。1989 年，与葡萄牙 Mabor 公司共同成立一家合资公司，在葡萄牙路萨多生产轮胎，并在 1993 年完全接手其轮胎业务。据大陆集团 1992 年报，大陆集团的轮胎业务占据全球轮胎市场约 8% 的市场份额，成为全球第四大轮胎企业。
- **1995-2006，进军汽车底盘系统：**大陆集团 1995 年成立汽车系统业务，将业务从橡胶件（轮胎和非轮胎）拓展到汽车底盘系统。由于公司轮胎和康迪泰克的部分产品集中在汽车底盘，如轮胎，橡胶减震件等。公司为了充分利用其在底盘领域积累的技术和经验，成立了汽车系统部门。该部门早期的业务为车轮组装以及空气弹簧系统的组装等。据 1996 年报，该业务完成了 300 万个车轮/轮胎单元的组装，空气弹簧系统的组装工厂也开始投入运营，其机电制动系统也获得了欧洲汽车工业的第一份合同。

1998 年完成对 Alfred Teves GmbH 公司的收购，这是一家业务集中在刹车、底盘领域的公司，该公司的加入大大增加了大陆集团在汽车底盘领域的产品种类和业务规模，如产品增加了 ABS、TCS、ESP、ACC 等底盘控制系统。据 1998 年报，大陆汽车系统业务收入为 12 亿德国马克，而其中 11 亿德国马克来自于四季度收购的 Teves。Teves 公司在底盘系统领域实力非凡，其刹车盘业务在欧洲市场份额第一，用于 ABS 的电子刹车系统在欧洲市场份额第二，且其电子车身稳定系统 EPS 也在强劲增长。

1998 年后，受益电子控制系统渗透率的提升，以取代原来的机械液压控制系统，公司汽车系统业务成为公司的主要业务增长来源。1999-2006，大陆集团汽车系统业务规模从 2543.8 百万欧元到 5994.4 百万欧元，复合增速为 13%。

图29：大陆集团业务结构-1998

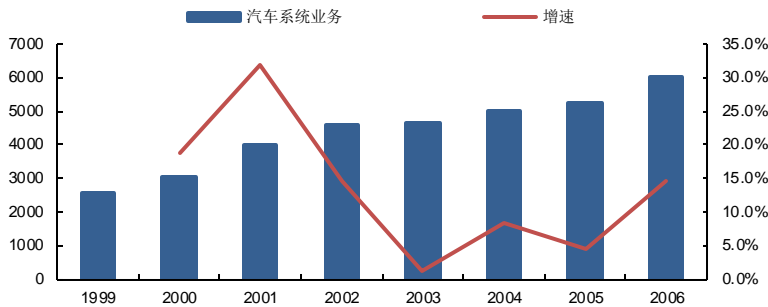
图30：大陆集团汽车系统业务构成-1998



资料来源：大陆集团 1998 年报，东兴证券研究所

资料来源：大陆集团 1998 年报，东兴证券研究所

图31：大陆集团汽车系统业务 1999-2006 单位：百万欧元



资料来源：大陆集团 1999-2006 年报，东兴证券研究所

➢ 2006 年之后，持续在汽车电子、自动驾驶等领域扩张：2006 年，大陆集团收购美国摩托罗拉公司的汽车电子业务，进一步扩展了其在车载信息服务系统领域的业务。2007 年，大陆集团收购西门子威迪欧汽车股份公司，从而跻身世界汽车行业五大供应商之列。2015 年大陆集团收购创新型软件方案专家伊必汽车(Elektrobit)。该公司主要针对复杂的行车功能如高级驾驶员辅助系统、信息娱乐系统等，开发高效的解决方案。

产品多元化应借力原有业务，通过协同性产生 1+1>2 的效果：大陆集团 1995 年产品横向拓展至底盘控制领域，这与其在轮胎及底盘减震等业务的技术和经验积累有关，并非进入完全陌生的业务领域。这个是大陆集团能有效融合 Teves 业务的关键，从 1999 年之后该业务的快速增长也体现了较好的整合效果。2006 年之后，公司在汽车电子、智能驾驶及软件系统领域的布局同样基于对底盘业务的不断深入。

多元化是公司治理模式的成功复制：技术和成本的领先是汽车零部件公司在竞争中胜出的关键，而技术和成本的竞争优势来自于公司治理能力。产品、客户和市场的多元化是公司治理能力在不同领域的成功复制。20 世纪 90 年代之前，大陆集团产品集中在橡胶件（轮胎和非轮胎），公司在该领域推出多个第一，公司是第一家推出生产无花纹汽车充气轮胎，推出世界上首款带花纹的汽车轮胎，第一家研发出客车和卡车空气弹簧的公司，成为第一家生产无内胎轮胎的德国公司。在产品多元化之前，公司已经成为轮胎领域全球第四大公司。

3. 投资策略

汽车零部件板块：我们遵循“自下而上”的选择思路，更关注公司自身竞争力，更倾向诸如在研发（技术）、成本等具备优势，具备更好的运营效率、稳定公司治理架构等公司，公司自身竞争力是成功其实现多元化的

前提条件。结合我们前期发布的覆盖报告，建议重点关注新坐标（603040）、爱柯迪（600933）、永贵电器（300351）等。（深度报告信息详见相关报告汇总）

整车板块：我们更看好混动化未来的发展趋势，借力政策的保驾护航（购置税减免至 2025 年），以及成本和使用体验优势，PHEV 有望成为电动化的有效解决方案，混动化趋势方兴未艾。整车企业，我们仍看好广汽集团（601238）的中长期发展，我们于 2021 年 7 月 22 日发布《广汽集团（601238）：广汽系的混动技术实力如何？》中分析了广汽自主在混动领域布局及优势，广汽传祺推出插电混动版 MPV E9，并于 5 月 21 日上市，9 天实现 1604 辆。在纯电动领域，广汽埃安 1-6 月实现销量 20.9 万辆，同比增长 108.8%，较快建立规模优势。（深度报告详见相关报告汇总）

4. 风险提示

汽车行业景气度不及预期，新能源汽车行业发展不及预期，相关产品或新车型销量不及预期等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	新坐标(603040)首次覆盖报告：手握冷锻工艺利器，开拓新能源市场可期	2023-02-09
行业深度报告	2023 年汽车行业策略报告：新能源汽车的分化趋势与两个细分市场	2022-11-22
公司深度报告	爱柯迪(600933)深度报告系列之二：转型新能源的实力	2021-12-15
公司深度报告	广汽集团（601238）：广汽系的混动技术实力如何？	2021-07-22
公司深度报告	永贵电器(300351)聚焦高压连接器，新能源业务重回上升通道	2022-12-14
公司普通报告	爱柯迪（600933）2023 一季报点评：Q1 营收创新高，盈利能力稳健	2023-05-08
公司普通报告	爱柯迪（600933）：持续追求卓越的公司治理能力，专注于经营所长	2023-03-27
公司普通报告	广汽集团（601238）2023 年 5 月销量点评：自主月销量新高，两田电动化进程加快	2023-06-08
公司普通报告	广汽集团（601238）2023 年 4 月销量点评：埃安连续月销过 4 万，两田零售增长降库存	2023-05-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526