

# 战略看多H+A股整车板块！

## ——基于未来3年AI智能化+出海共振视角

2023年7月30日

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：[huangxl@dwzq.com.cn](mailto:huangxl@dwzq.com.cn)

联系电话：021-60199793

证券分析师：杨惠冰

执业证书编号：S0600523070004

联系邮箱：[yanghb@dwzq.com.cn](mailto:yanghb@dwzq.com.cn)

- **本报告核心解决三个问题：** 1) L3智能化创新催化下车企格局如何重塑？ 2) 整车估值体系如何重塑？ 3) 本轮智能化创新下如何投资整车板块？
- **格局重塑：快速迭代，剩者为王。**
  - 智能手机2007-2017年的十年风雨对理解整车格局重塑具有重要意义，尤其是2010年iphone4诞生以来手机格局淘汰赛历程。
  - 2018-2022年上半年电动化各个车企的经验与教训总结促使我们优化整车比较框架：**【战略决心+技术投入+组织协调】**是一个车企在技术变革时代能否成功的关键。
  - 2023-2025年是下半场智能化重要时间窗口，摩尔定律在汽车行业影响强化，大模型或导致车企的智能化**【路线收敛+软件为先+硬件为上】**，这场淘汰赛我们预计精髓是：快速迭代，剩者为王。**展望国内电动智能车格局：我们预计2025-2028年前6家车企份额或达80%（电动化仅有60%），尾部车企或淘汰，或产生专注第三方整车制造的企业。展望2025-2030年中国汽车品牌份额：国内市场自主品牌份额或挑战80%，全球份额或挑战30%。**

■ **估值重塑：周期变超级成长！** 上半场电动化+下半场智能化推动全球车企估值体系重塑：将从【品类渗透率】-【提升爆款成功概率】-【改变车企商业模式】，改变油车时代车企【强周期性】，走向【真成长性】。对于中国自主品牌，【全球崛起】是改变估值体系的加分项。2023-2025年是全球L3智能化技术创新加速期，也是车企格局重塑和商业模式变化重要节点。特斯拉大概率依然是全球车企的估值锚。随着软件收费能力增强+全球销量高增长，特斯拉PS估值有望重归历史中高位。国内车企（尤其是本轮智能化创新领先者）跟随特斯拉估值向上修复。

■ **投资建议：战略看好智能化技术创新驱动下未来3-5年全球车企格局重塑（先中国再海外）的整车投资机会！** 第一阶段行情预计：2023H2-2024H1（或延迟至2024H2）确立产业趋势的过程：消费者是否愿意为L3智能化买单+车企的软件收费商业模式可行性。全球车企或迎扩散行情：估值驱动为主，销量验证为辅。以美股特斯拉为领先，港股新势力紧跟，A股其他车企跟随。

➤ **第一梯队车企：**智能化具备先发优势。**特斯拉/小鹏/华为合作伙伴（赛力斯/江淮）**

➤ **第二梯队车企：**电动化取得成果且智能化加速追赶。**理想/蔚来/比亚迪。**

➤ **第三梯队车企：**估值便宜的国有车企努力困境反转。**长安/上汽/广汽。**

➤ **第四梯队车企：**电动化&智能化均持续追赶。吉利/长城/零跑等。

■ **风险提示：**全球地缘政治波动超预期。国内经济复苏节奏进度低于预期。政策以及产品落地进度低于预期。



## ■ 一、格局重塑：快速迭代，剩者为王

■ 1.1 手机复盘：趋势明确，周期加长，格局收敛

■ 1.2 整车框架：战略决心，技术投入，组织协调

■ 1.3 车企比较：方向趋同，进度分化，节奏为先

■ 1.4 智驾比较：路线收敛，软件为先，硬件为上

## ■ 二、估值重塑：周期变超级成长！

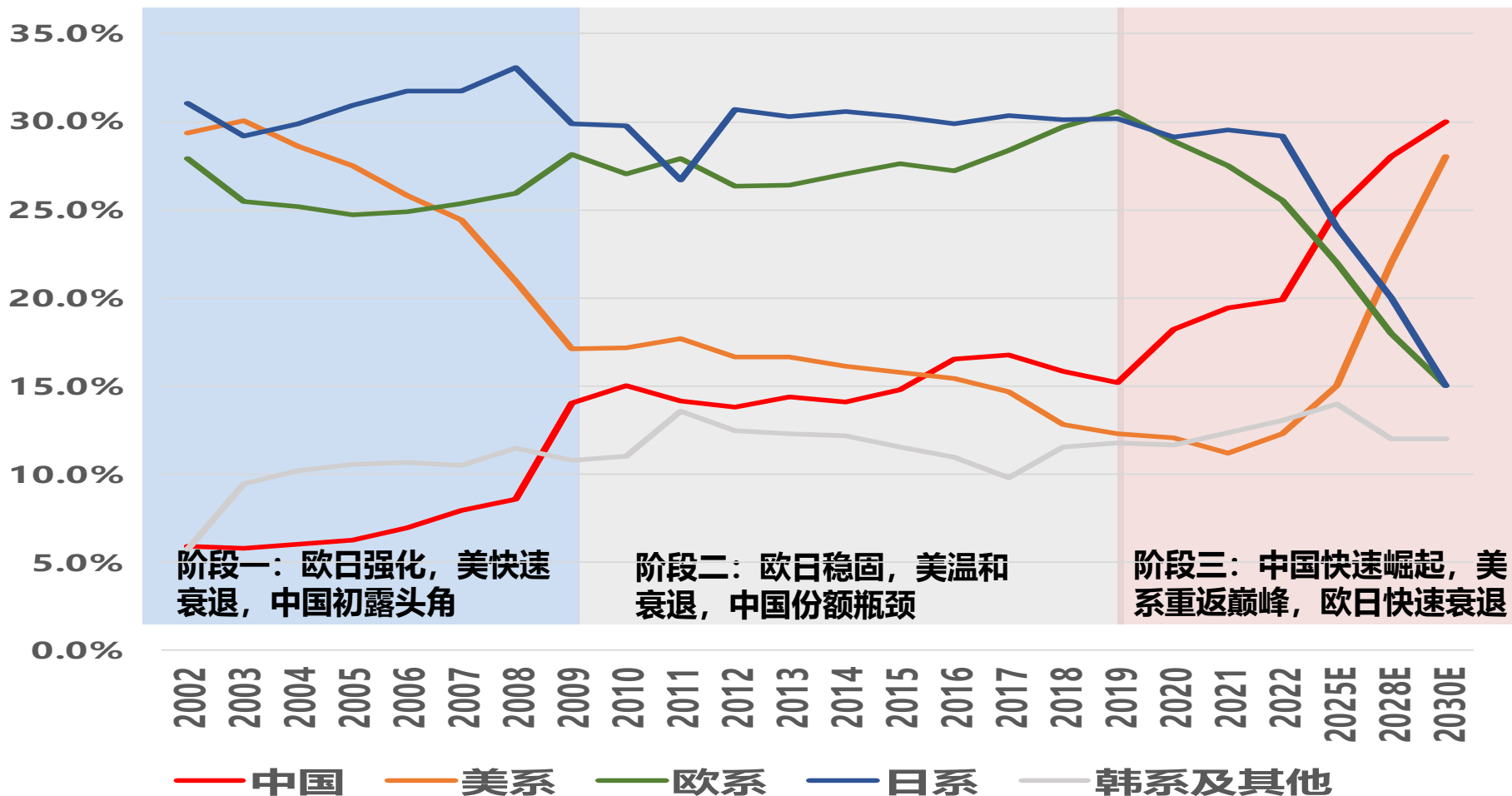
## ■ 三、投资建议及风险提示

# 一、格局重塑：快速迭代，剩者为王

# 全球汽车格局展望：中/美上升，欧/日下降

- 本轮全球电动化&智能化技术革命持续迭代下，中国和美国车企取得先发优势且预计持续强化，欧美/日系车企转型包袱大且迭代速度慢将持续丢失份额。

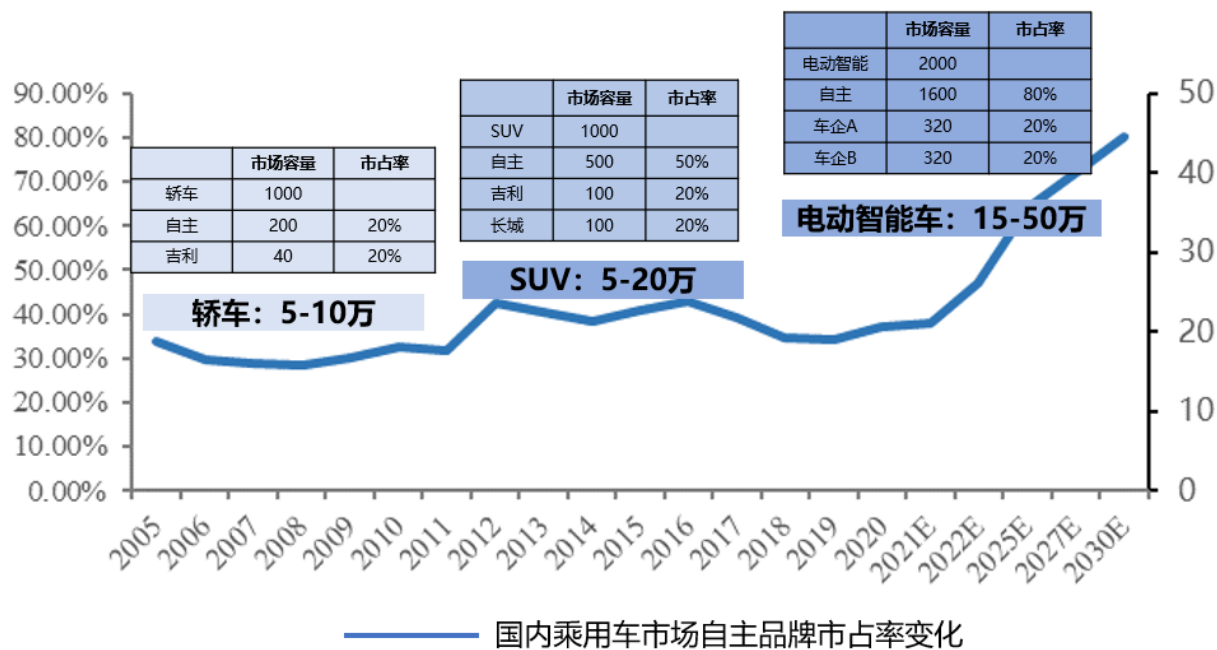
图：全球汽车格局展望



# 国内汽车格局展望：自主份额有望挑战80%

- **轿车时代：**自主品牌从无到有实现了0-1突破，成就了奇瑞+吉利等车企，无法打破10万天花板。
- **SUV时代：**自主品牌实现了1-10的进一步突破，成就了长城+吉利等车企，无法打破20万天花板。
- **电动智能时代：**自主品牌将实现10-N的突破（且开启全球化），将成就一批自主品牌，彻底打破价格天花板。

图：自主品牌国内崛起的路径（左轴为市占率/%，右轴为市场容量/万辆，表格中市场容量单位为万辆）

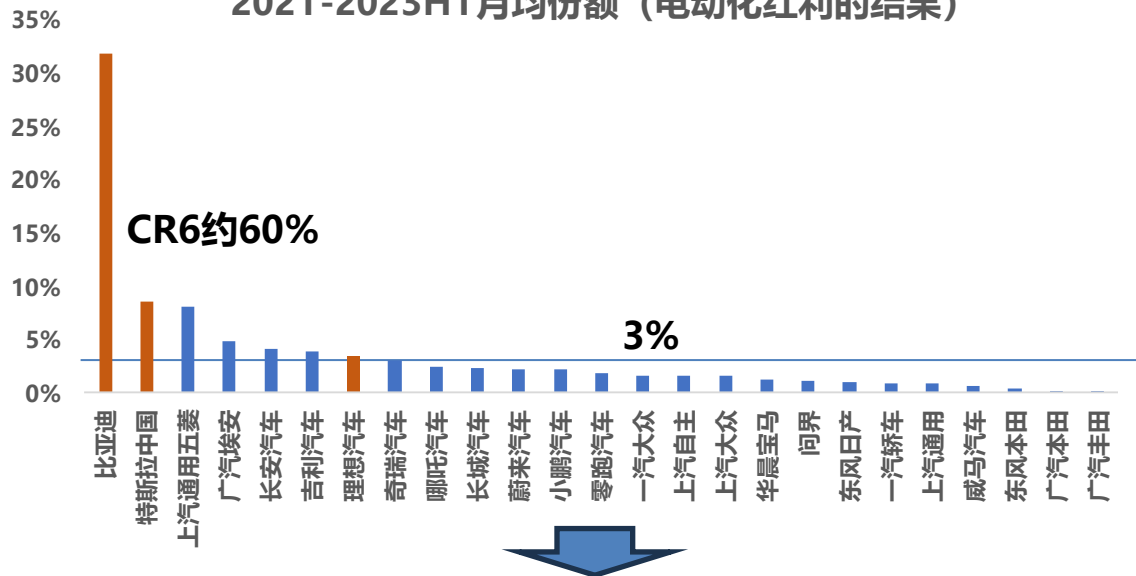


## 2020-2023H1电动化行业红利

### 国内新能源汽车格局初定：

- 比亚迪-特斯拉-理想3家初步实现了量-利正循环。
- 通用五菱-埃安-长安-蔚来等在特定细分领域获得【量】。

2021-2023H1月均份额（电动化红利的结果）

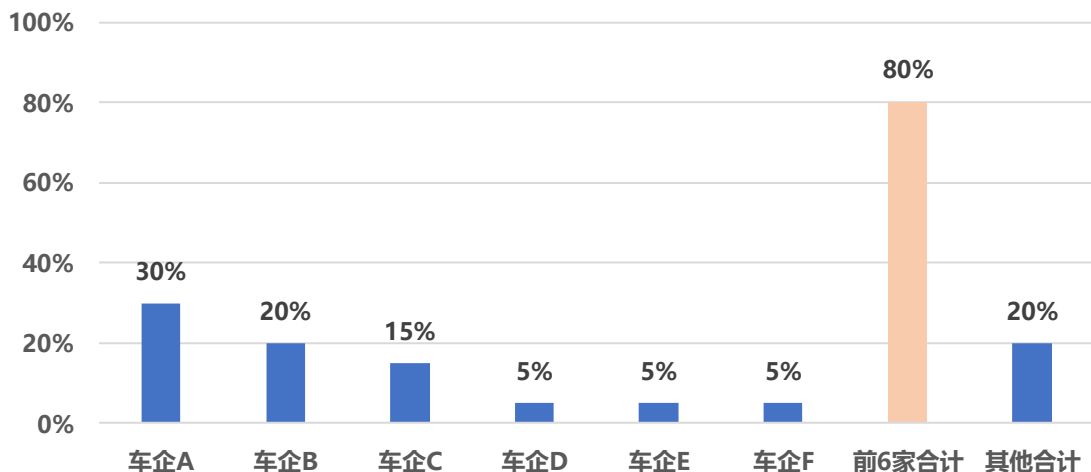


## 展望智能化行业红利催化对

### 国内电动智能车格局的影响：

- 持续快速迭代-车企格局加速收敛-剩者为王。
- 类似于智能手机格局，我们预计CR6国内集中度或挑战80%。

2025-2028年月均份额展望（智能化红利的催化）

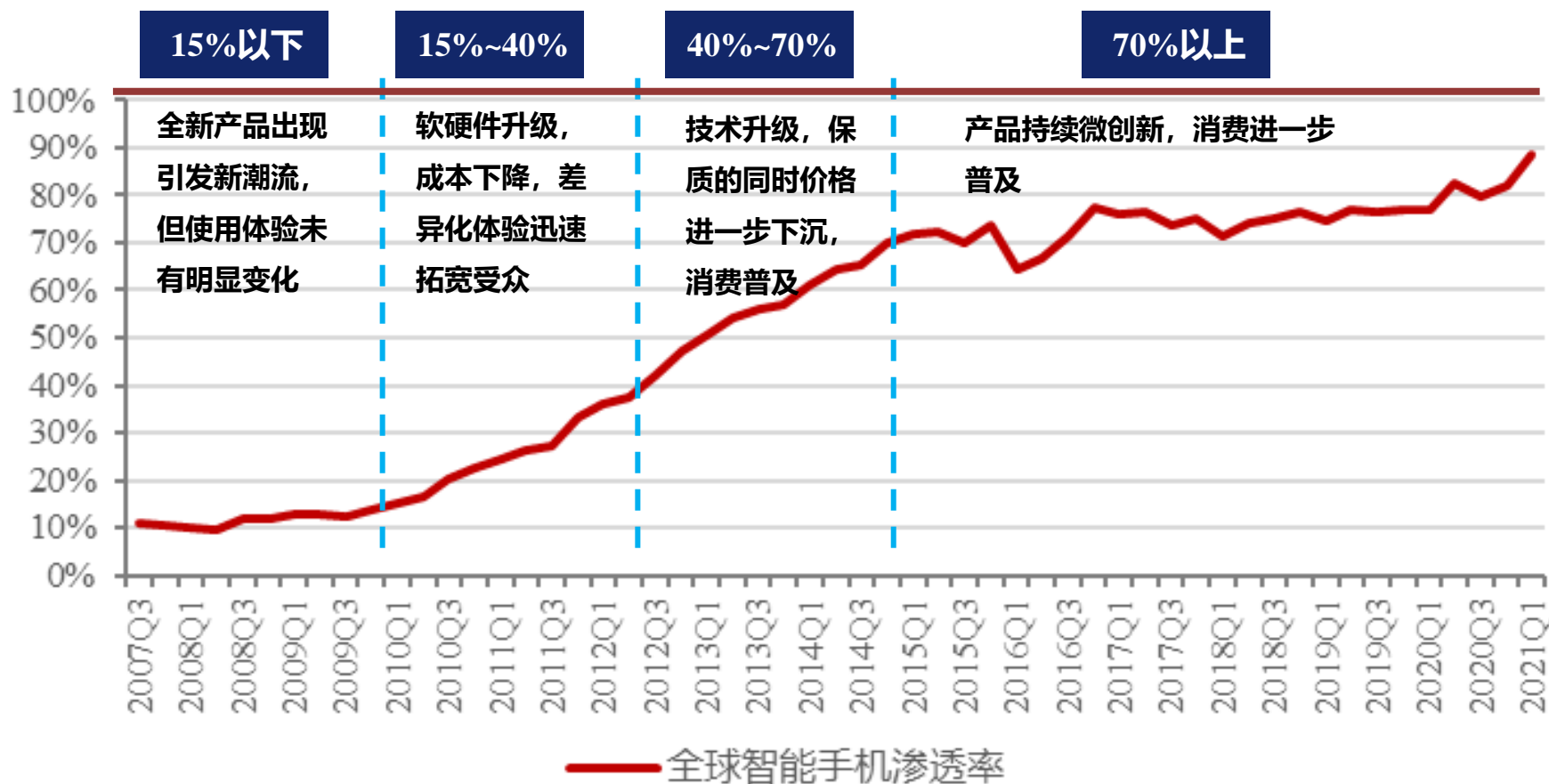




**手机复盘：趋势明确，周期加长，格局收敛**

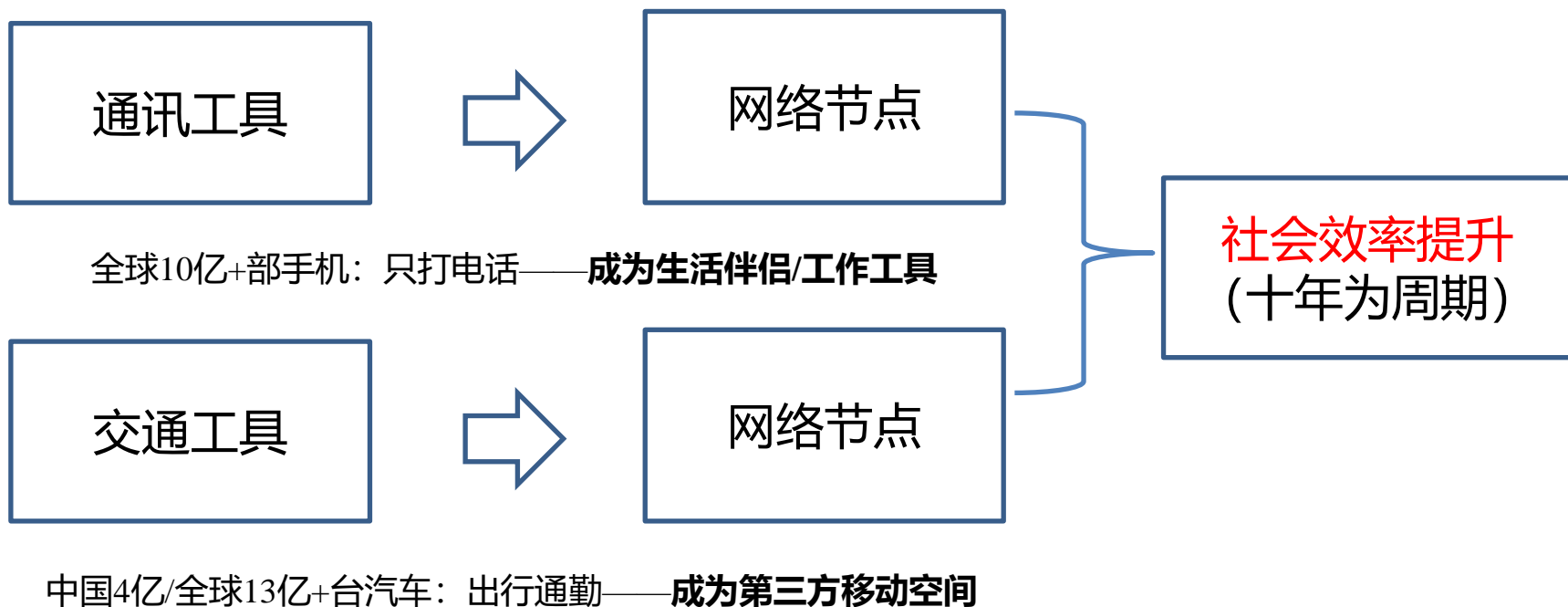
■ **复盘智能手机行业发展：** 1) **导入期：** 软件能力进阶，一代iPhone为核心变革，“激进型”玩家推出跟随产品； 2) **成长初期：** 软件逐步普及，硬件成本下降，“保守型”玩家迅速跟进； 3) **成长后期：** 软件全栈自研&软硬件适配工程化能力成为壁垒，拉开一二线差距； 4) **成熟期：** 格局稳定。

图：全球智能手机渗透率



- 2007-2017年：智能手机全球普及的黄金十年，掀起了移动终端的革命，【移动互联】极大改变了人们生活及工作方式。
- 2023年-2030+年：北美特斯拉+中国华为/小鹏等企业掀起全球汽车出行模式变革，【解放双手式的自由出行】+【第三方移动空间】有望进一步改变人们生活方式。因此，未来智能汽车全面替代非智能汽车为确定性趋势。

图：智能车与智能手机发展路径对比



- **谨慎政策出台+冗长产业链变革+复杂用户需求**等三方面因素影响下，我们预计汽车智能化（智能驾驶）产业发展趋势节奏相比手机智能化转型更慢。行业先行者突破技术门槛，引导政府政策倾向逐步转型，放松限制，龙头车企整合全产业链资源保障稳定供给，供给端技术/供应链准备完备，驱动用户对智能化（智能驾驶）有更高的接受度。

图：智能车与智能手机供应链对比

## 汽车及供应链

### 政策端：

- 汽车为支柱性产业，对国家综合国力有较大影响
- 汽车安全对于社会舆论风险影响较大，政策转向会更加慎重

### 供给端：



- 汽车产业供应链更长，行业变革牵动全产业链各环节，要求更强的产业化整合能力
- 汽车产业全球化属性更强，产业链全球分布

### 需求端



- 汽车产品终端需求多样化，大宗消费属性驱动用户画像千人千面，不一而足
- 安全属性是用户汽车消费的权重要素，智能化变革影响较大

## 手机及供应链

- 手机产业总产值相对较低，行业影响有限

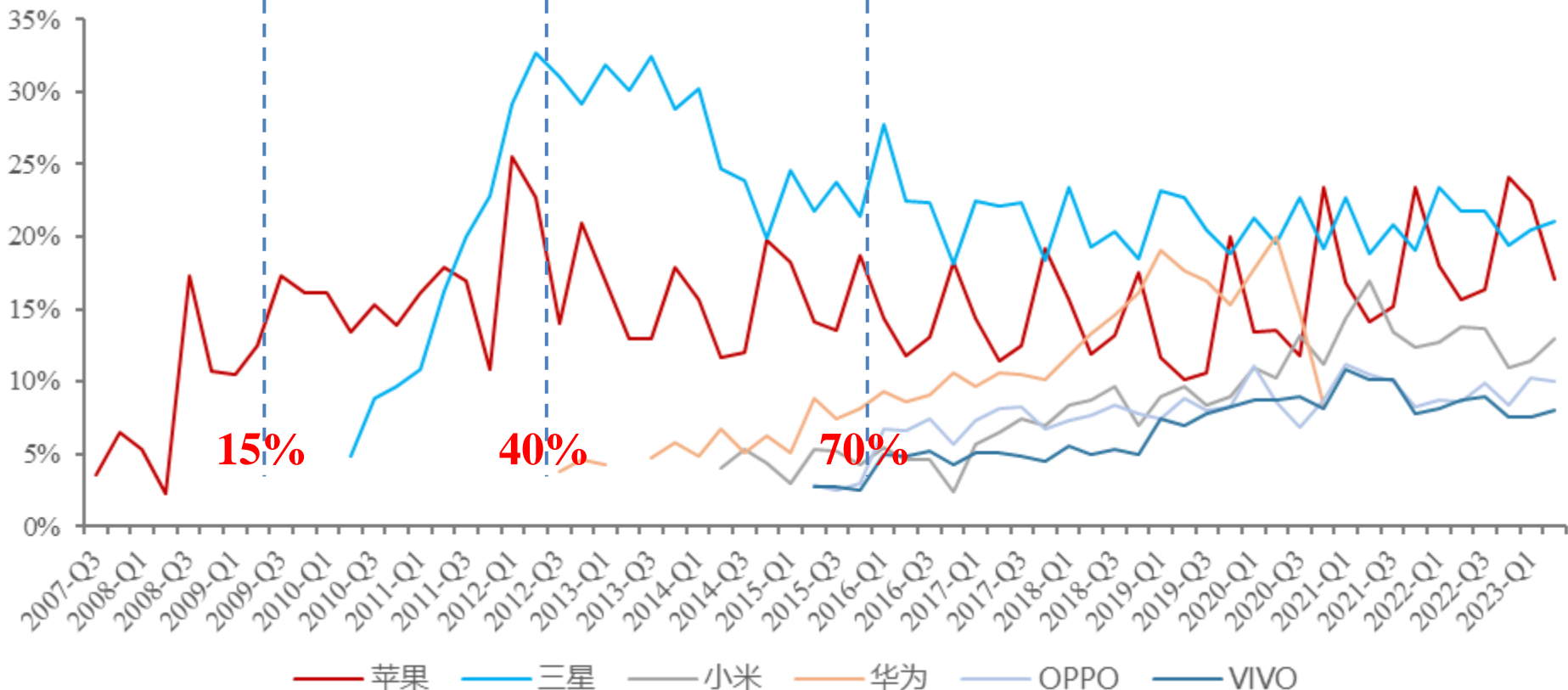
- 手机供应链相对单一且各环节壁垒较低

- 工具类消费相对属性简单，较低产品单价下流畅产品使用体验为核心消费要素

# 手机厂商技术内化，格局收敛，全球CR5为70%

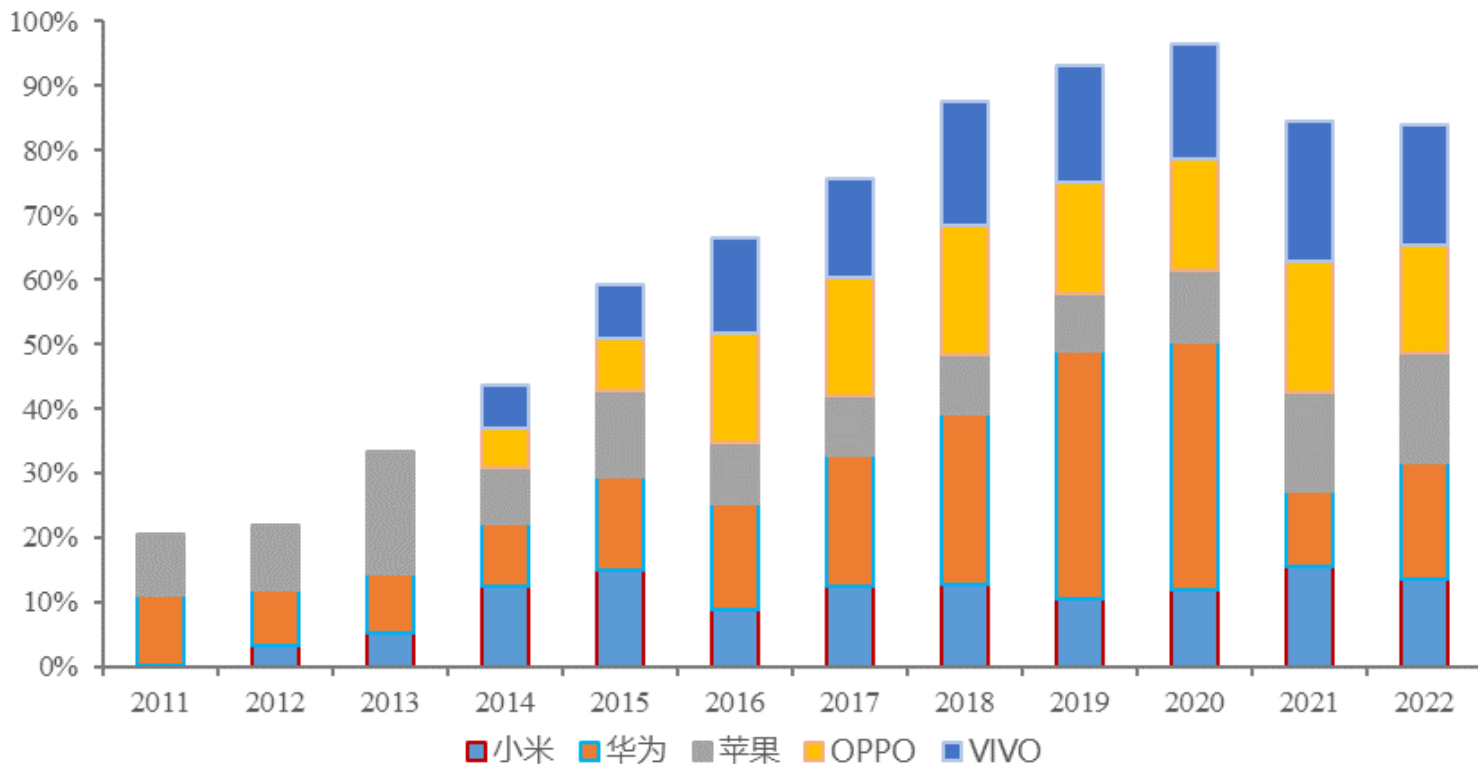
- **复盘智能手机行业渗透率以及格局变化：**1) 苹果开创爆款智能机产品，软件/硬件能力维持行业龙头水准；2) 华为以及三星凭借软件内核全栈自研以及硬件供应链的起点优势，并不断补齐自身短板，获得相当份额；3) 小米/OV等玩家借助线下多渠道+线上好营销方式实现走量，同时利用安卓系统补齐自身软件实力，进入市场头部梯队。
- **软硬件技术实力是不同梯队的核心差异，行业变革期优质OEM厂商逐步将技术内化，拉开与二线的差距并建立长期壁垒，改变过去【以产品短周期】定义的竞争力，长期行业格局趋于收敛。**

图：2007Q3-2023Q2全球智能手机主要玩家份额变化



- OEM技术内化为驱动市场份额收敛集中，行业迅速洗牌的核心因素，全球/国内CR5份额分别收敛至70%/80%+（海外集中度相比国内略低，主要有政治因素影响）。
- 当前国内智能汽车行业正站在变革起点，技术初步成熟，重磅产品储备丰富，展望未来半年至一年有望集中推出上市；2023~2027年，国内智能汽车行业格局有望按照手机产业变化来演绎，CR5集中度大幅提升，龙头企业份额有望迅速提升。

图：2011-2022国内智能手机主要玩家份额变化

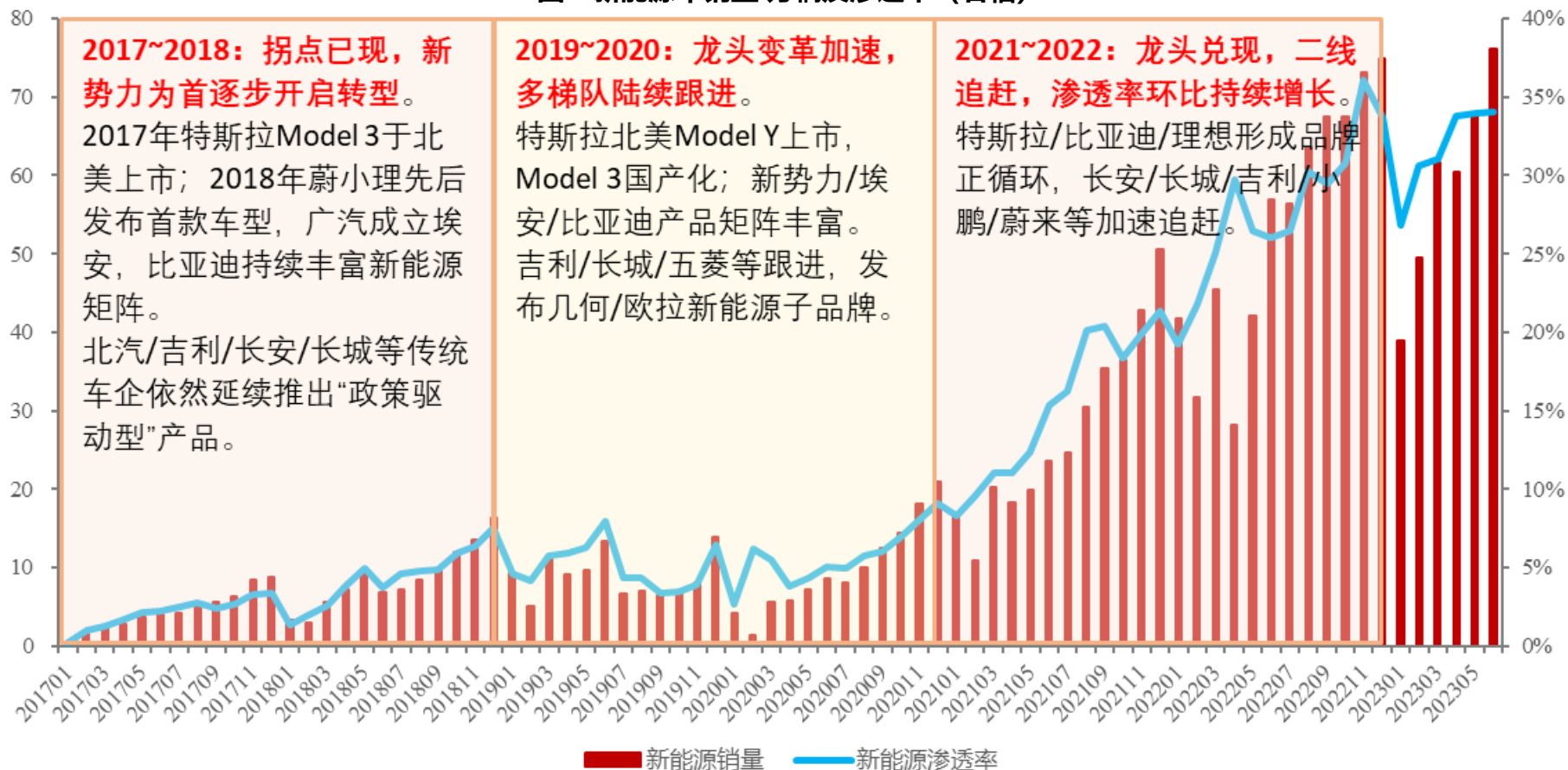


**整车新框架：战略决心+技术投入+组织协调**

## 2017年至今新能源转型之路可以分为三大阶段：

- 2017~2018年依然处于储备阶段，以新势力为首品牌发布，市场主流依然停留在政策驱动维度；
- 2019~2020年明显加速，龙头产品批量推出，市场多梯队陆续跟进发布子品牌，推出新产品；
- 2021~2022年，龙头产品落地，份额兑现；二线车企迅速追赶，行业渗透率快速提升。

图：新能源车销量/万辆及渗透率（右轴）





# 以车企爆款车型看电动化转型节奏

- **2020~2021年，头部产品批量，二线开始布局。** 特斯拉Model 3/Y先后国产化；比亚迪汉EV/宋plus DM-i/DM-i/腾势D9陆续上市；理想ONE/L9等产品完善布局豪华市场；此外长城欧拉黑猫、广汽埃安S、吉利几何A、长安奔奔等中低端新能源车型推出，主流燃油车企选择多种技术路线并存模式。
- **2022~2023年，全市场电动转型加速。** 长安深蓝SL03、吉利银河L7、长城哈弗枭龙等主品牌全面转型新能源，电动化产品细分市场覆盖趋于完善。

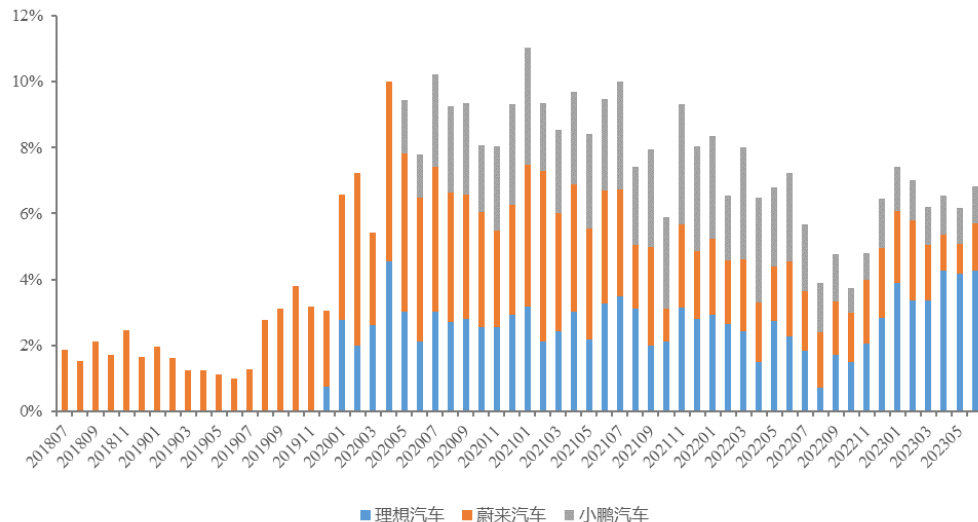
图：各车企新能源车型布局



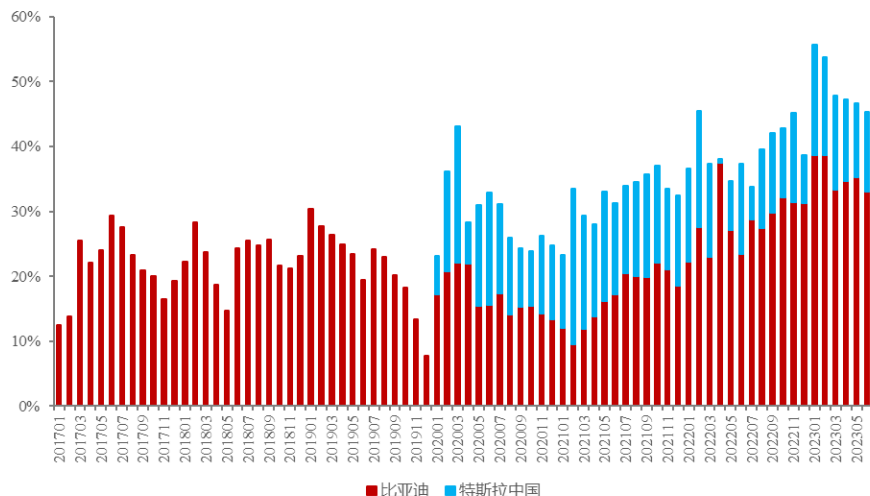
## ■ 新能源领域代表品牌市场份额变化划分为三大梯队：**战略决心+技术储备为强因素。**

- **第一梯队比亚迪/特斯拉：**战略转型最早，初始即明确新能源定位并开启技术产品储备。
- **第二梯队全新造车新势力，**2015~2016年成立，2018年前后首款车型发布上市，从0开始筹措供应链/渠道等，上量节奏略慢。
- **第三梯队主流燃油整车厂：**2018/2019年陆续推出新能源子品牌，油车/新能源多技术路线并进，尚未all in电动化转型。

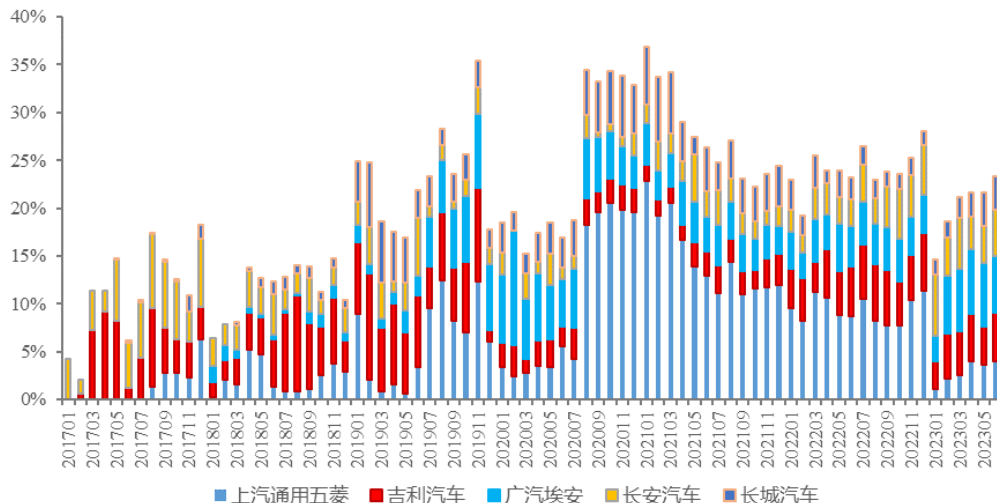
图：理想/蔚来/小鹏新能源车型份额



图：比亚迪/特斯拉新能源车型份额



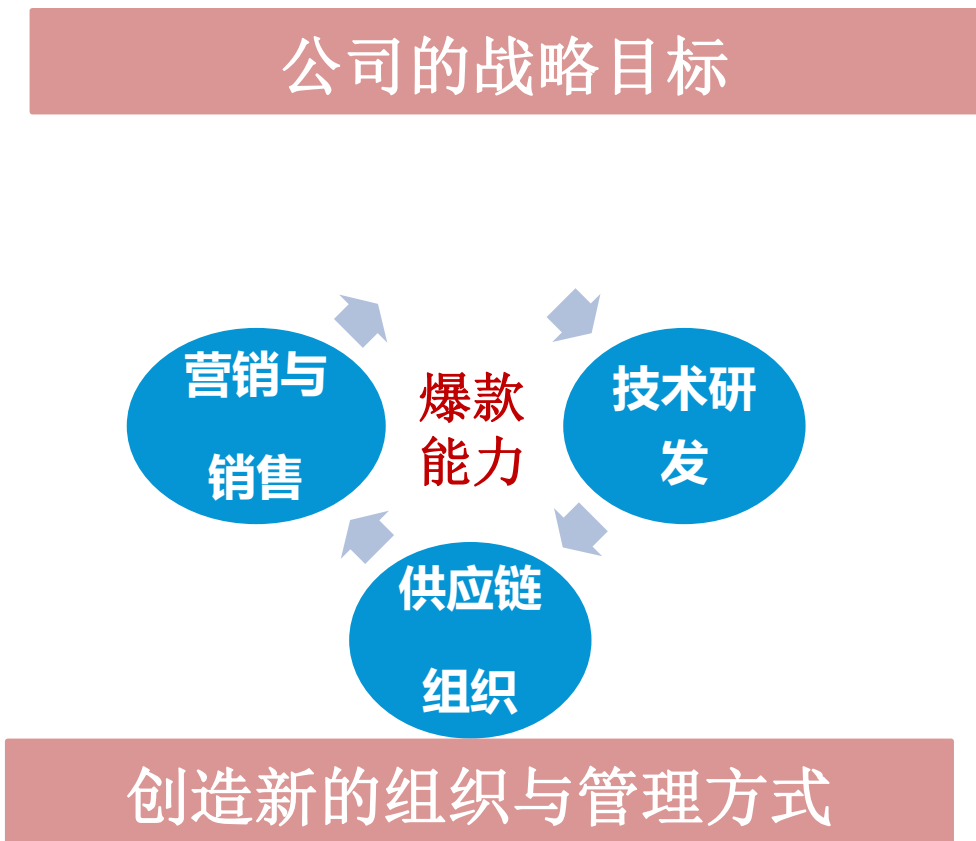
图：上汽/吉利/广汽/长安/长城新能源车型份额



- **成本+政策压力，智能化产业节奏放缓。** 不同于L2或者L2.5级别自动驾驶方案，高级别自动驾驶方案对于感知要求更高，除特斯拉之外，各家车企均采用激光雷达+毫米波+摄像头等多种传感器融合方案支持相关算法，这也带来了成本端的大幅增加。同时，国内目前没有清晰的界定L3级别自动驾驶权责认定的法律法规，成本+政策导致车企和消费者对于L3级别自动驾驶的需求下降，智能化从L2->L3升级的节奏放缓。
- **特斯拉借助AI大模型推出全新感知方案，有效降低成本。** 随着AI大模型技术的发展，特斯拉率先采用了基于Transformer大模型的BEV+占用网络感知算法，提升了环境建模的效率，成为目前主流车企下一代智能化的主要架构。通过这套感知架构能够减少对于激光雷达等高成本传感器的依赖，有效降低系统成本，减轻车企及消费者的负担。
- **海内外政策准备加速，有望明确L3级别自动驾驶责任划分。** 近年来从国家部委到地方政府对高级别自动驾驶发布了一系列政策和法规，从基础设施建设、测试标准、数据安全、高精地图、商业运营等方面进行完善。2023年，美国内华达州和加州先后批准了奔驰L3级别自动驾驶功能的上路运行，对于责任进行了清晰的划分，国内相关的政策法规也有望加速落地，明确L3级别自动驾驶功能的责任划分。
- **城市领航辅助驾驶（约等于L3级别自动驾驶）功能成为产业智能化主要发力方向。** 2023年是智能化新车上市密集窗口期，基于目前产业跟踪，我们预计这波新车特征或是：1) 符合L3智能化法规标准；2) 城市领航辅助驾驶落地使用；3) 成本下行至30万元以下，激光雷达不是必要条件。车企进展初步排序：第一梯队领先（特斯拉/小鹏汽车/华为合作伙伴），第二梯队快速跟进（理想/蔚来/比亚迪/长城/吉利/长安/广汽/上汽等）。

- **底层（长期）**：核心看车企的战略目标，组织与管理方式迭代能力
- **中层（中期）**：核心看车企的【产品定义-技术研发-供应链-渠道】能否形成好的正循环。
- **上层（短期）**：核心看车企将要推什么新车？是否有爆款能力？这也是结果

图：爆款车型决定因素



- 综合智能手机+电动化历史复盘，产业大变革期间，成功跑出来的玩家均具备：**知道要什么+技术路线正确+跨部门协作强**，即：**1) 行业领头羊（苹果；特斯拉）**明确产业趋势方向，并率先把握主流用户需求痛点；以此为方向，坚定技术研发投入构筑自身高壁垒；**2) 其余头部玩家（华为/三星；比亚迪/理想）**迅速跟进市场方向，大力投入研发，同时协调后端供应链以及前端渠道配合，实现细分市场头部份额。

图：爆款车型决定因素

## 战略决心：决定资源投入

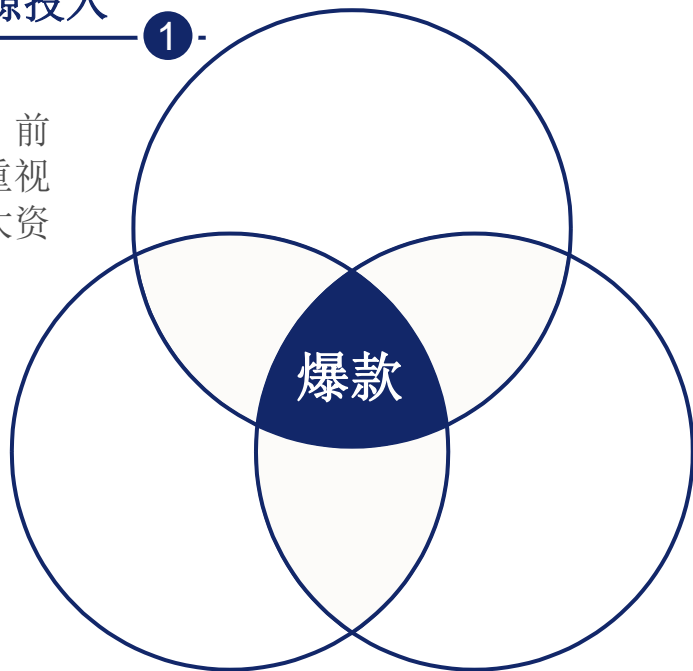
落地体现为技术力

- 技术为核心壁垒，前期更关键，更高重视度决定更早、更大资源投入布局技术

## 市场理解：决定变革方向

落地体现为产品力/定价

- 产品为重要要素，更强的市场需求理解能力保证企业：1) 长期发展思路方向正确；2) 短期产品落地卖点精确



## 组织协调：决定后端支持

落地体现为组织配合度

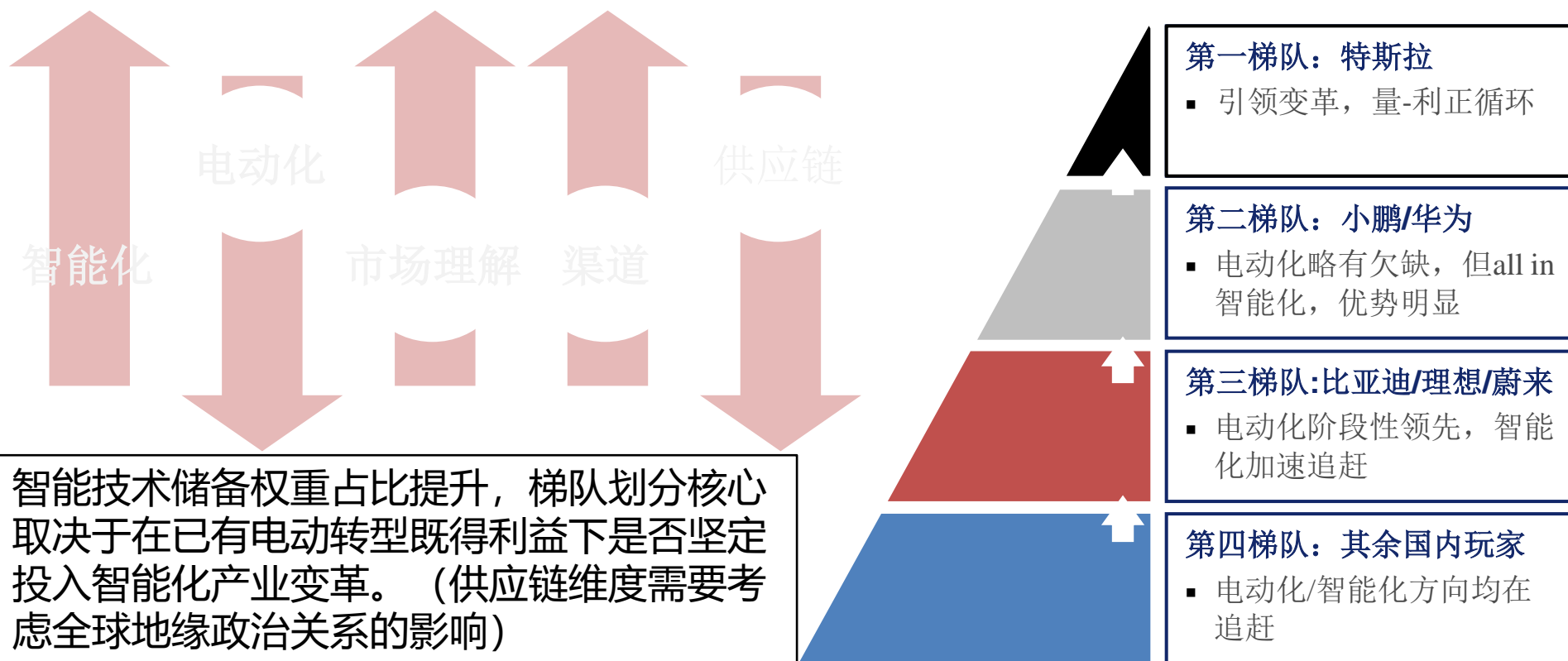
- 行业变革前期供应链尚未成熟，供给限制放量，供应链协调配合为关键；
- 行业变革后期竞争充分，供应链完备，需求限制放量，渠道的协调配合以及营销力度更为关键

**车企比较：方向趋同，进度分化，节奏为先**

# 全新整车框架下如何排序？智驾技术转型为先

- 高阶辅助驾驶/自动驾驶有望接棒电动化成为汽车产业未来主要发展趋势。AI技术变革（BEV+transformer运用）+政策放宽+产品批量推出，供给端极大充裕刺激需求，行业变革加速。
- 全面拥抱高阶辅助驾驶/自动驾驶方向的玩家构建先发优势，摩尔定律下的“技术滚雪球”效应有望将优势进化为壁垒。对标2009/2020年时期智能手机/电动汽车发展历程，参考【苹果/华为/特斯拉/比亚迪】，新一轮的产业变革趋势下，最先全面拥抱新技术，放弃“多条腿走路并进”模式的玩家有最强机会。梯队排序：【特斯拉】【小鹏/华为】【理想/比亚迪】【其余车企】。

图：新能源车企梯队分布





- 市场理解基于【长期战略发展方向&中期阶段重心节奏&短期新品推出落地】等三个维度进行展开：
- 不同梯队间长期战略发展方向基本趋同，但考虑**预判模式下的【供给创造需求】**与**跟随模式下的【满足用户需求】**的推车思路，玩家阶段重心节奏有所差异，导致产品落地的前后区别。

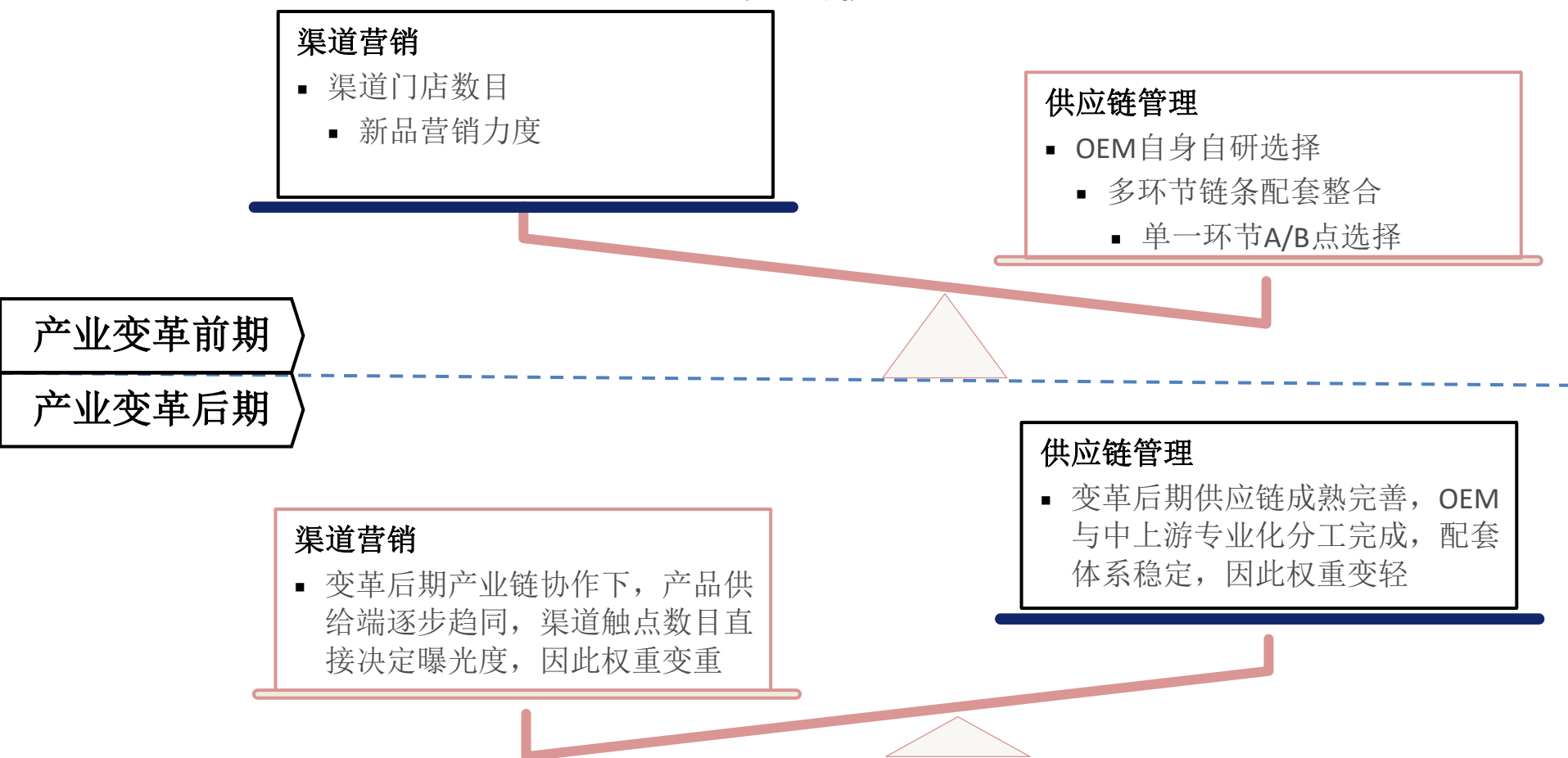
图：每一梯队长期/中期/短期发展战略

	长期战略发展方向	中期阶段重心节奏	短期新品推出落地
第一梯队	坚定电动智能化转型，做未来新能源汽车的普及者，智能化是份额提升核心手段	利用自身电动化积累的规模优势，大力发展高阶自动驾驶，进一步夯实龙头市场地位	利用领先软件优势能力，本土市场已搭载成熟功能的全系车型已落地，正推进铺开
第二梯队	电动智能为长期正确，电动化是上半场，智能化是下半场	错失电动化转型黄金窗口，all in智能化变革，以此作为弯道超车的核心机遇	积极推进功能上车和逐步普及，算法训练配合功能上车并进，加速迭代
第三梯队	电动智能为长期正确，电动化是上半场，智能化是下半场	电动化行业优势初步确立，智能化变革为明确方向，巩固电动化优势也是当下重点	产品主打卖点依然聚焦原有领域，但强调智能化为重要加分项，稳步发展
第四梯队	电动智能为长期正确，电动化是上半场，智能化是下半场	当前市场对于智能驾驶消费诉求较低，虽同步推进，但核心重点依然聚焦电动化	产品设计思路依然遵循【满足用户需求】，跟随市场按部就班。



- **组织协调角度**：核心围绕主机厂自身新品落地交付前后，供应链稳定保供与渠道持续保销的资源协调配合情况；**背后反应的组织管理能力，正反馈周期的稳定性明显强于负反馈周期。**
- 电动化领域形成规模优势的第一/三梯队车企【特斯拉/比亚迪/理想】，其组织协调进入完善正循环；二/四梯队【小鹏/华为及长安等】尚待验证。

图：产业变革前后变化



# 技术角度：2023年批量落地弱地图城市领航为首

■ 智驾第一梯队：小鹏/华为系/理想/蔚来等坚定ALL IN智能驾驶，2023年底批量落地城市领航。

			第一梯队					
			特斯拉	小鹏	问界（华为）	阿维塔（华为）	理想	蔚来
感知&决策&执行 端硬件能力	决策	智驾芯片	FSD	英伟达双Orin-X	华为MDC610	华为MDC 810	地平线征程5/ 双Orin-X	四英伟达 Orin-X
		域控制器	自研自产	自研，外部代	自研自产	自研自产	外采	外采
	感知	摄像头及雷达	8(Model S)	12(G6)	12(问界M5)	13(阿维塔11)	11(L7 Max)	11(ET5)
		激光雷达	—	2(G6)	1(问界M5)	3(阿维塔11)	1(L7 Max)	1(ET5)
	执行	线控制动	√; 外采	√; 外采	√; 自研	√; 自研	√; 外采	√; 外采
		线控转向	-	/	/	/	/	/
云端算法 训练能力	算法自研 推进节奏	transformer	√	√	√	√	√	√
		BEV	√	√	√	√	√	√
		占用网络	√	√	√	√	√	/
	云端超算 中心（初	设立时间	2021年8月	2022年8月	—	—	—	—
		算力规模	362TFLOPS	600PFLOPS	—	—	—	—
软硬件适 配工程化	研发实力	团队规模	约为1.0-1.3万人	6313人	7000人	7000人	4838人	10025人
		对应时间	2022年	2022年	2022年	2022年	2022年	2022年
算法训练 的数据支 撑能力	功能落地 节奏	城市领航	2019年	2022Q4	2023Q3	2023Q3	2023Q4	2023Q4
		首批无图城市 领航	2019年	2023H2	2023Q2	2023H2	2023Q3	—
		多城无图城市 领航	2019年	2023年底	2023年底	2023年年底	2023年年底	2023年底
		无激光雷达- 多城无图城市	2019年	—	—	—	—	—
		首款支持车型	Model Y	小鹏G9	问界M5	阿维塔11	理想L9	蔚来ES6

# 主流车企高端子品牌依赖供应链方案迅速追赶

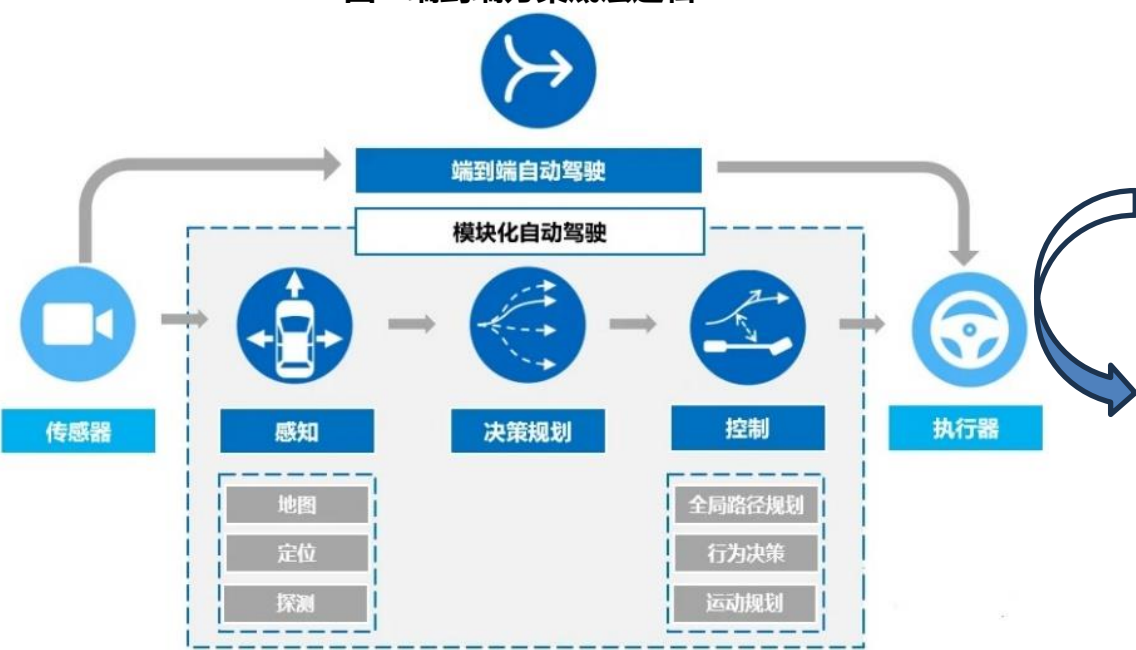
■ 比亚迪/长城/吉利/上汽等车企高端子品牌以【外部合作开发】的模式迅速推进功能落地。

			第二梯队				
			腾势（比亚迪）	零跑	极氪（吉利）	魏牌（长城）	飞凡（上汽）
感知&决策&执行端硬件能力	决策	智驾芯片	地平线征程3	凌芯01（自主芯片）	双Mobileye EyeQ5H	高通系列	英伟达Orin
		域控制器	自研	自研	外采	外采	外采
	感知	摄像头及雷达	5(N7)	11(C01)	15(极氪001)	9(蓝山DHT-PHEV)	12(飞凡F7)
		激光雷达	2(N7)	—	—	-	2(飞凡F7)
	执行	线控制动	√; 自研/外采	/	√; 外采	√; 外采	√; 外采
		线控转向	/	/	/	/	/
云端算法训练能力	算法自研推进节奏	transformer	年内	/	/	√	√
		BEV	年内	/	/	√	√
		占用网络	/	/	/	/	√
	云端超算中心（初	设立时间	—	—	2023年2月	2023年1月	—
		算力规模	—	—	81PFLOPS	67PFLOPS	—
软硬件适配工程化	研发实力	团队规模	69697人	340人	4500人	23850人	7000人
		对应时间	2022年	2023年	2023年5月	2022年	2023年3月
算法训练的数据支撑能力	功能落地节奏	城市领航	2024Q1	—	2023Q4	—	—
		首批无图城市领航	—	—	—	—	—
		多城无图城市领航	—	—	—	2024年	—
		无激光雷达-多城无图城市	—	—	—	—	—
		首款支持车型	腾势N7	零跑C01	极氪001	魏牌摩卡	飞凡R7

**智驾框架：路线收敛，软件为先，硬件为上**

- **模块化智驾算法方案逐步向端到端解决方案演变，龙头特斯拉率先采用Transformer+BEV+占用网络算法驱动行业变革。** Transformer加速迭代，BEV完成信号时序融合提升效率，Occupancy Networks(占用网络)解决长尾场景依赖，加速落地。Transformer+BEV算法架构的运用实现感知维度端到端率先落地，多传感器信号统一输入并实现时序融合，统一俯视视角共享图像特征，提升算法开发效率；占用网络算法帮助BEV实现2D转3D，目标特征检测变为空间占用检测，感知系统全面升级，根本上解决问题。
- **端到端智驾方案高效且场景全覆盖，但高度依赖大算力芯片硬件以及足够的源数据（包括路测以及仿真数据）**对算法进行持续训练，保证快速迭代。

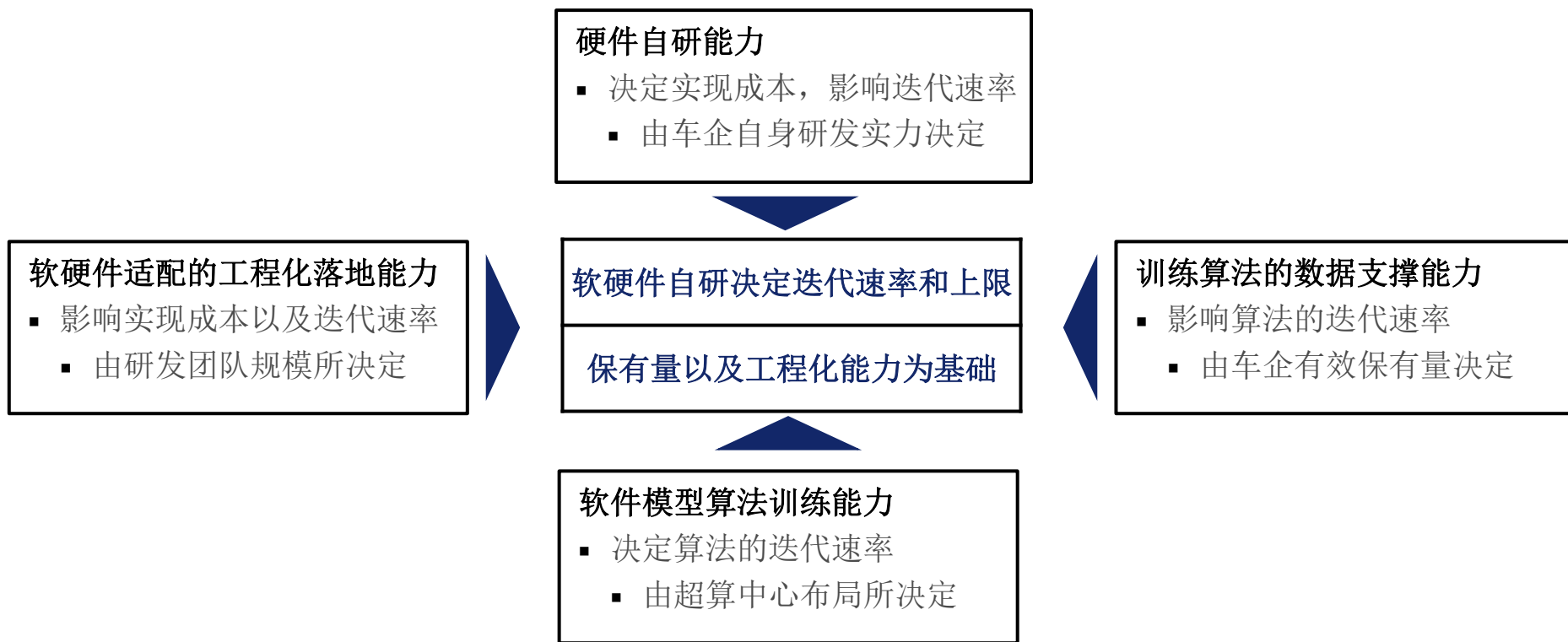
图：端到端方案底层逻辑



多传感器	多样化数据处理人才			智驾芯片	线控底盘
数据搜集	数据清洗	数据标注	算法训练	规划决策	控制执行
多传感器	Transformer+BEV+占用网络算法，驱动端到端算法训练			智驾芯片	线控底盘
数据搜集	超算芯片	仿真数据	持续训练	规划决策	控制执行

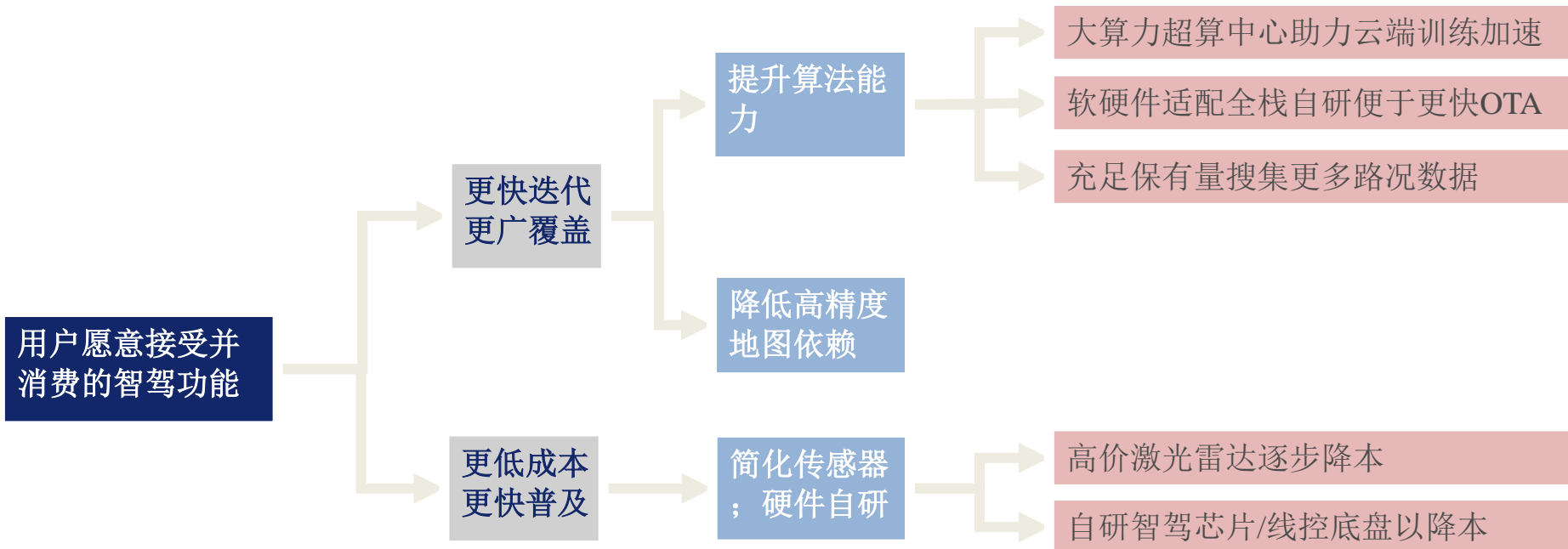
- 比较不同主机厂自动驾驶综合竞争力，我们聚焦**智驾能力的实现成本以及迭代速率两方面**，核心围绕**软硬件自研整合、工程化落地能力以及整车市场保有量**等几个角度，分别展开为：**硬件自研能力、软件算法训练能力、软硬件适配的工程化落地能力以及训练算法的数据支撑能力**四大维度。
- 短期角度，软件能力差异为衡量主机厂智驾综合竞争力的核心评判指标，直接决定智驾功能落地体验；中长期来看，硬件进一步决定长期能力提升的天花板以及实现功能的成本。

图：主机厂自动驾驶综合竞争力影响因素



- 比较不同主机厂自动驾驶综合竞争力，我们聚焦**智驾能力的实现成本以及迭代速率两方面**，核心围绕**软硬件自研整合、工程化落地能力以及整车市场保有量**等几个角度，分别展开为：
- **硬件自研能力**：核心聚焦智驾芯片、域控制器以及执行端线控底盘等领域，自研保证更好匹配自研算法，并实现更快降本（一定规模效应为前提）。
- **软件算法训练能力**：以超算中心进行云端算法模型训练，更好发挥AI大模型优势，加速迭代。
- **软硬件适配的工程化落地能力**：云端算法在边缘端适配规控硬件进行裁剪，更好发挥算法能力。
- **训练算法的数据支撑能力**：足够量路况以及仿真数据训练大模型，保证不同场景的全知全覆盖。

图：主机厂更快迭代/更低成本发展路径对比

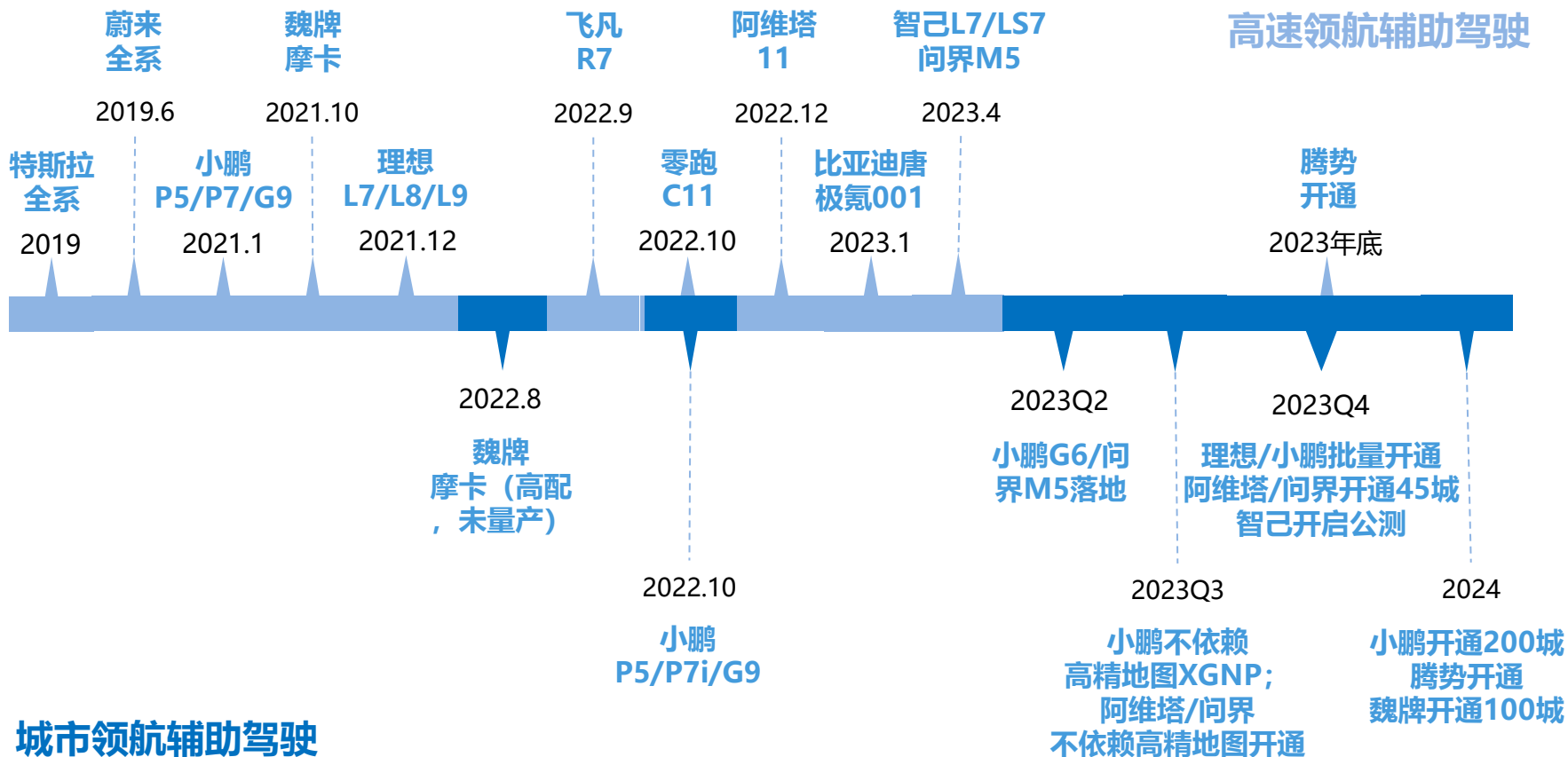




# 领航辅助驾驶逐步由高速转向城市道路

- 2021~2022年：由新势力起，传统主机厂迅速跟进，高速道路领航在20万元以上新能源产品普及。
- 2023年起，小鹏等新势力批量落地城市道路领航，传统主机厂陆续跟进。

图：中国高速及城市智能驾驶落地情况





表：各车企当前已上市车型硬件及智能领航功能汇总

车企	高速辅助领航 (车企最早)	城市辅助领航 (车企最早)	车型 (当前最先进)						
			车型名称	芯片	总算力	摄像头	毫米波雷达	激光雷达	超声波雷达
特斯拉	2018	2019	Model Y	FSD	144TOPS	8	1	-	-
小鹏	2021.1	2022.10	小鹏G9	双Orin-X	508TOPS	12	5	2	12
华为系	2023.4	2023.7	问界M5	华为MDC610	200TOPS	11	3	1	12
长安	2022.12	2023.4	阿维塔11	华为MDC810	400TOPS	13	6	3	12
理想	2021.12	2023H2	L7/L8/L9	双Orin-X	508TOPS	11	1	1	12
蔚来	2019.6	2023H2	蔚来ES6	四Orin-X	1016TOPS	11	5	1	12
比亚迪	预计2023年底	-	腾势N7	Orin-X	254TOPS	5	5	2 (选装)	12
吉利	-	-	极氪009	双Mobileye Eye Q5H	-	15	1	-	12
上汽	2022.9	-	飞凡R7	双Orin-X	508TOPS	12	4	1	12
零跑	2022.10	-	零跑C01	凌芯01	-	-	5	-	12
长城	2021.10	-	魏牌蓝山	-	-	12	5	-	12
广汽	-	-	AION LX Plus	Mobileye Eye Q4	2.5TOPS	14	6	3	12

# 2023H2各车企高阶智能驾驶新车规划

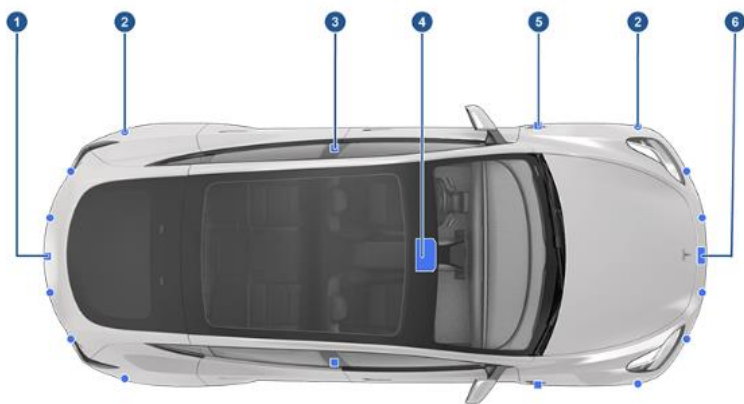
- 2023H2，华为及新势力车企陆续推出新车，同步搭载自身领先城市领航功能；主流传统车企多以硬件预埋，留待软件后续迭代的方式进行推车。

表：2023H2各车企高阶智能化新车规划

车企	车型	预计上市时间	价格区间	芯片	激光雷达	智能驾驶功能
小鹏	X9	2023Q4	30万以上	英伟达Orin-X	✓	XNGP全场景领航辅助
问界	M9	2023Q4	30万以上	华为MDC	✓	ADS 2.0, 支持城市领航辅助
阿维塔	阿维塔12	2023Q3	30万以上	华为MDC	✓	ADS 2.0, 支持城市领航辅助
理想	W01	2023Q4	40万以上	英伟达Orin-X	✓	城市领航辅助
腾势	N8	2023H2	30-40万	英伟达Orin-X	-	-
极氪	CS1E	2023H2	20-30万	-	✓	-
智己	LS6	2023Q3	20-30万	英伟达Orin-X	✓	城市领航辅助
零跑	B11	2023Q4	15-20万	英伟达Orin-X	✓	城市领航辅助
奇瑞	EH3	2023Q3	20-30万	华为MDC	✓	-
	EHY	2023Q4	20-30万	华为MDC	✓	-

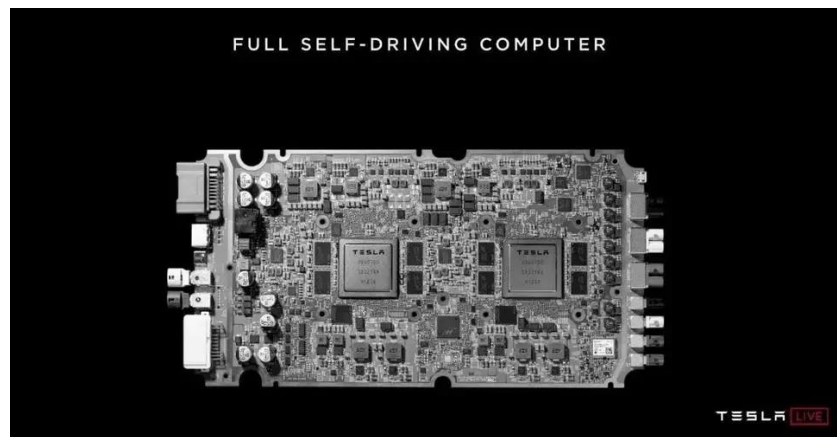
- 特斯拉自研FSD芯片，算力大幅提升，HW4算力有望达到500 TOPS。2019年特斯拉推出HW3，装配两颗自研FSD芯片，算力144TOPS；并搭载“8+1”仿生视觉传感器配置：特斯拉Y装配“8颗摄像头+1颗毫米波雷达”。
- 目前最新的HW4.0即将上市交付，预计算力将提升到500 TOPS以上，且传感器将由9个摄像头（8个行车用摄像头+1DMS摄像头）接口升级到12个。

图：Model Y摄像头布局



- 1.后车牌的上方装有一个摄像头；
- 2.超声波传感器（如果装配）位于前后保险杠中；
- 3.各门柱均装有一个摄像头；
- 4.后视镜上方的挡风玻璃上装有三个摄像头；
- 5.每块前翼子板上装有一个摄像头；
- 6.雷达（如果配备）安装在前保险杠后面。

图：特斯拉HW3硬件



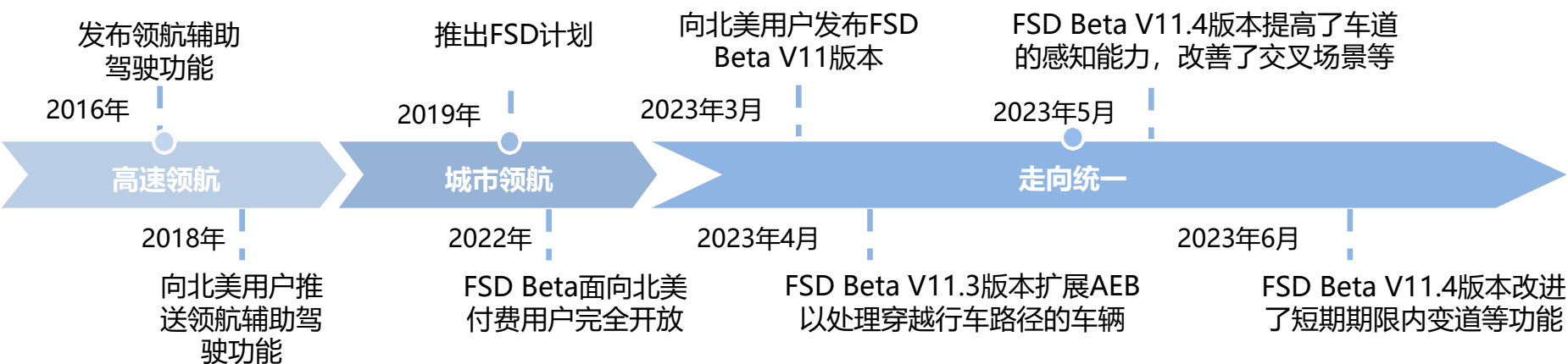
表：Model S/X和Model3/Y智能硬件对比

	Model S/X	Model 3/Y
毫米波雷达数量 (个)	1	1
芯片总算力	144 TOPS	144 TOPS
超声波雷达数量 (个)	12	12
摄像头数量 (个)	8	8
泊车摄像头 (个)	-	3
行车记录仪摄像头 (个)	-	4

## ■ FSD Beta V11版本统一高速领航及城市领航视觉堆栈。

- **高速领航**：2016年12月，特斯拉基于Autopilot2.0发布领航辅助驾驶功能，但仅支持于高速公路上自动转向和定速巡航。
- **城市领航**：2019年特斯拉推出FSD计划；2021年7月，特斯拉推送FSD Beta V9.0版本，初步实现城市领航的落地；2022年11月14日，特斯拉FSD Beta面向北美付费用户完全开放。
- **走向统一**：2023年3月8日，特斯拉向北美用户发布FSD Beta V11版本，不断迭代升级；并引入Single Stack架构，统一了高速领航及城市领航视觉堆栈，高速领航选项已被FSD Beta替换。

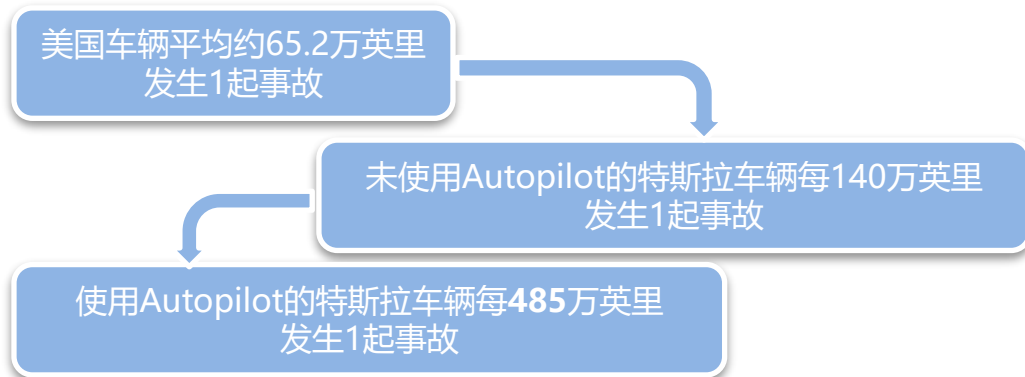
图：特斯拉城市领航的发展历程



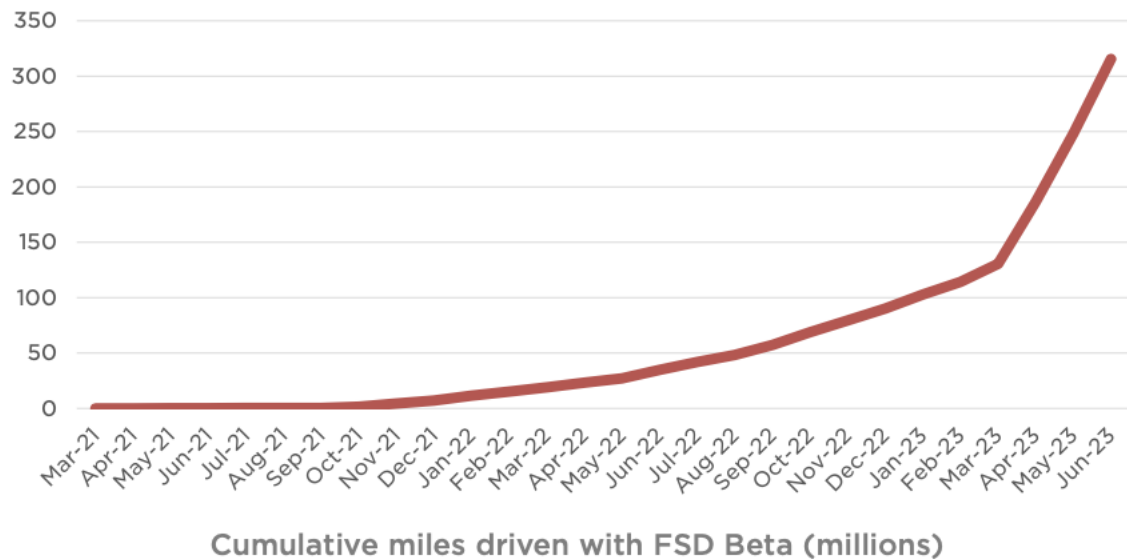
# FSD Beta行驶里程数持续增长，助力算法迭代

■ **累计里程方面**，据特斯拉官方发布，2022年底北美地区安装FSD Beta的车队规模已超28.5万辆，累计使用FSD Beta行驶的累计里程数也突破9000万公里；据特斯拉2023中报，当前使用FSD Beta的行驶里程已经超过3亿英里。

图：FSD安全性对比

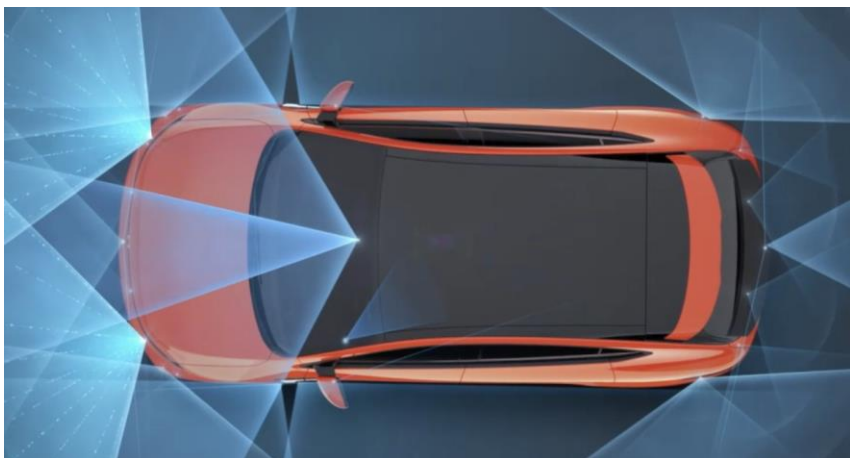


图：FSD Beta累计行驶里程数



- 小鹏G6 Max版本搭载双Orin-X芯片，芯片总算力达到508TOPS，配备12颗摄像头（含疲劳监测摄像头），双激光雷达，5个毫米波雷达，12个超声波雷达，共31个传感器。
- 未来，小鹏预计进一步迭代自身智驾硬件，在保证功能实现的前提下，通过优化芯片/传感器方案来实现智驾硬件的快速降本。

图：小鹏G6 Max传感器布局



摄像头：

8MP前双目摄像头；

4个环视摄像头；

4个侧视摄像头；

1个后视摄像头；

1个驾驶员检测摄像头。

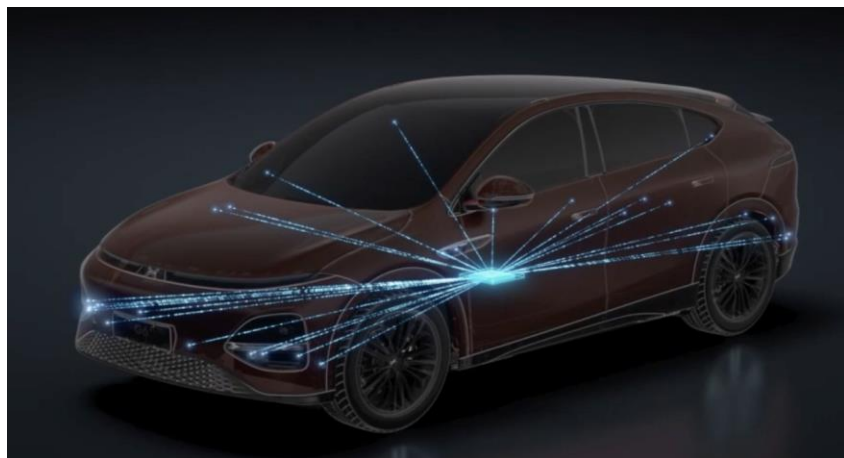
2个激光雷达：

182°超广角覆盖，200米探测距离。

5个毫米波雷达；

12个超声波雷达。

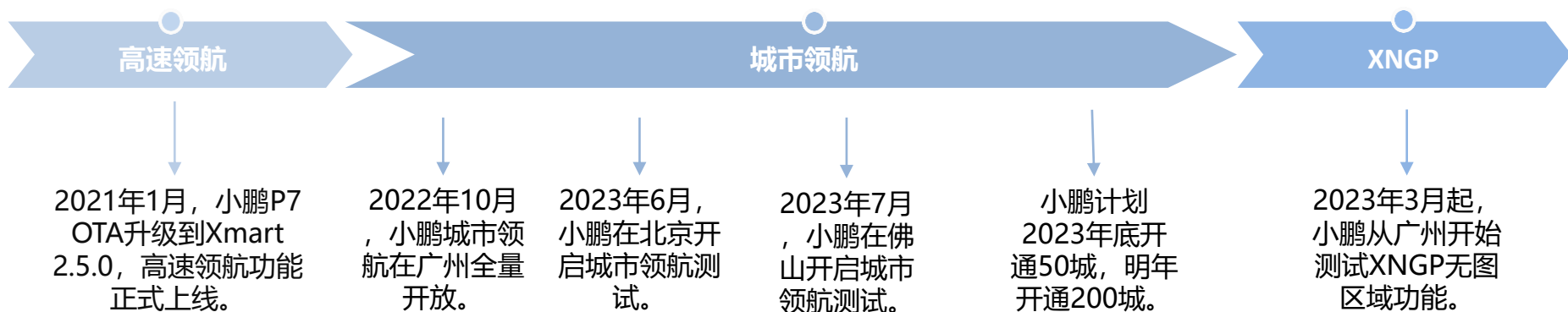
图：小鹏G6 Max双Orin-X芯片布局以及激光雷达布局





- 小鹏城市领航辅助驾驶与XNGP持续推进，版图不断扩大。
- 城市领航辅助驾驶：指在高级驾驶辅助地图所覆盖的城市部分道路可运行的领航辅助驾驶功能，当前适用车型为小鹏P5 P版、小鹏G9 Max版以及G6 Max版本。
- XNGP：启用Xnet深度视觉神经网络，**重感知且逐步降低对高精度地图的依赖**，当前适用于小鹏G9/G6 Max版，要求配备激光雷达+800万像素双目摄像头，并具备超过500TOPS算力。

图：小鹏领航辅助驾驶开通计划



## 扶摇架构涵盖了三个方面的基础技术规格，分别是智能化、动力补能、整车制造。

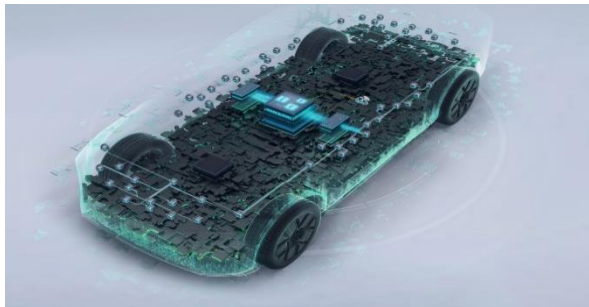
### 智能化

#### ➤ X-EEA中央域控制式电子电气系统

- 中央超算+域控制，通信速度达1,000Mbps
- 智能平台与整车控制平台分区，**金融级别信息安全**
- 数据接口标准化，数据信息链接产研售后全链条

- 可使整车的**综合研发成本降低50%、智能体验迭代周期缩短30%、极速OTA速率提升300%**
- **领先行业一代**

图：X-EEA电子电气架构



#### ➤ XNet国内唯一量产BEV感知

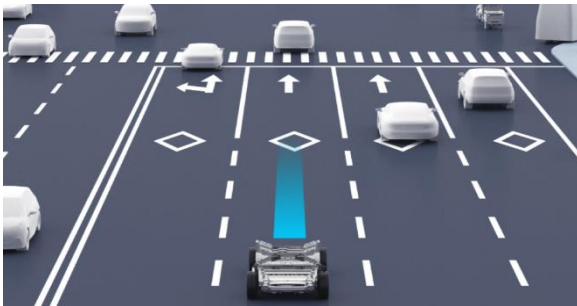
- 重感知，轻地图，瞬间获得“上帝视角”

#### ➤ XNGP智能辅助驾驶系统

- 至2023/2025年分别实现高速/城市场景**每千/每百公里接管次数小于1次**

- 拥有600PFLOPS算力，可将**自动驾驶模型训练效率提升602倍**，能帮助XNGP每年提升一年驾龄
- 凭借扶摇架构，XNGP的**综合研发效率可提升30%，车型适配成本降低70%**

图：XNet国内唯一量产BEV感知



#### ➤ Xmart OS车载智能系统

- 更便利的语音交互
- 更自由的场景控制
- 更贴心的驾驶辅助

- 让Xmart OS拥有**GPT般的大脑**，可以实现快且自由的**车载语音交互形态**
- **使座舱软件适配成本降低85%，语音综合研发周期缩短50%，语音对话服务成本降低50%**

图：Xmart OS车载智能系统





## 扶摇架构涵盖了三个方面的基础技术规格，分别是智能化、动力补能、整车制造。

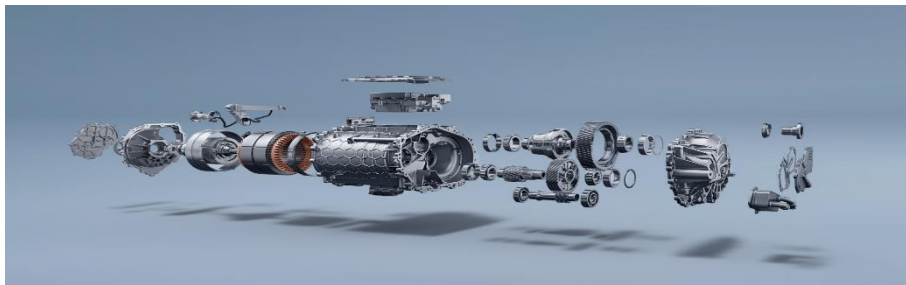
### 动力补能

- 标配全域800V的高压碳化硅平台
  - 电芯:标配3C电芯，可兼容4C电芯。3C/4C版本10-80%充电时长分别为20/15分钟，可实现最快充电5分钟补能130km+/200km
  - 电驱系统：全新的800V XPower
  - 新的X-HP智能热管理系统



- 可实现-30°C ~ +55°C的超宽温区，车辆的冬季续航能力提升15%，保障充电功率提升90%，电池散热能力提升100%
- 可实现97.5%的电驱系统最高效率、92%的电驱系统综合效率

图：全新800V Xpower



### 整车制造

- 采用了国内首个前后一体化铝压铸技术，最大压铸力达到1.2万吨，可实现一次压铸成形，整车扭转刚度提升至42000N·m/deg，比传统车身提升50%，提升车辆安全性
- 轻量化方面，一体压铸工艺还可将传统车身300多个零部件整合成2个一体压铸铝合金零件，比传统钢车身减重约17%，从而提升续航，也为车身形态的灵活设计打下基础
- 采用电池车身一体化技术（Cell Integrated Body），电池包上盖可当作车身地板，能节省5%的垂向车内空间，电池包均按IP68防尘防水规格设计，在此基础上，整车还拥有80吨侧碰抗压能力
- 可兼容多种悬架系统，兼容多种车型，轴距带宽覆盖1800mm-3200mm，可拓展三厢轿车、两厢车、运动轿跑、休旅车、SUV、MPV、皮卡等多品类车型
- 在扶摇架构的加持下，小鹏的新车型研发周期将缩短20%，基于架构部分的零部件通用化率最高能达到80%

图：前后一体化铝压铸技术



- **问界M5系列搭载HUAWEI ADS 2.0高阶智能驾驶系统**，配备1个顶置激光雷达、3个毫米波雷达、11颗高清摄像头以及12个超声波雷达。问界M5于2023年7月开启城市领航智驾功能。
- **阿维塔11搭载HUAWEI ADS 1.0，感知系统**由3颗激光雷达、6颗毫米波雷达、13颗高清摄像头、12颗超声波雷达组成。阿维塔11于2023年4月落地城市领航功能。
- **HUAWEI ADS 2.0高阶智能驾驶系统**充分发挥激光、视觉和毫米波多传感融合的算法优势，以单车实时感知为核心，在很多场景中对高精地图的依赖是非必要的。

图：华为智能驾驶板块

## ➤ MDC智能驾驶计算平台

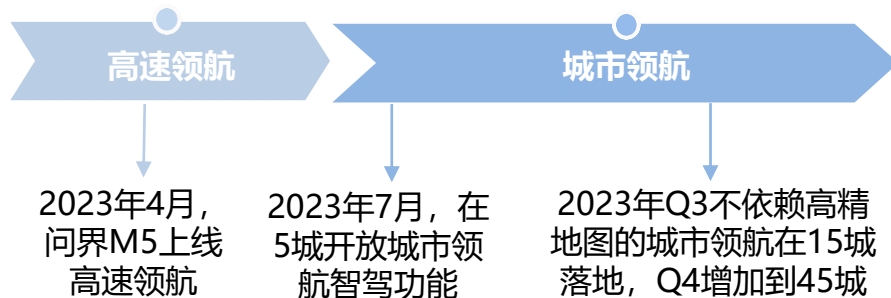
- MDC 210：算力48TOPS，支持L2+自动驾驶
- MDC 610：算力200TOPS，支持L4自动驾驶
- MDC 810：算力400TOPS，支持L4-L5自动驾驶



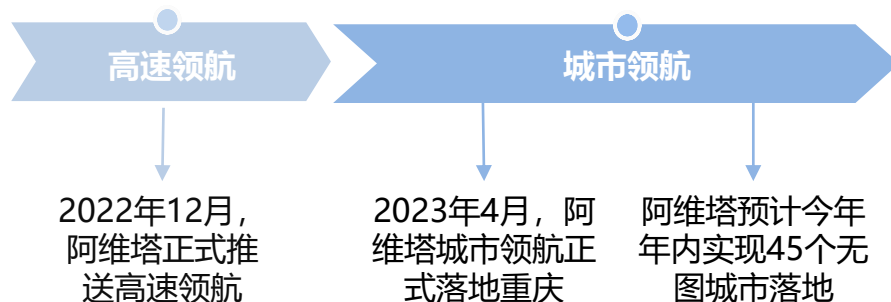
## ➤ HUAWEI ADS 2.0

- 配备1个顶置激光雷达、3个毫米波雷达、11颗高清摄像头以及12个超声波雷达，不受恶劣天气和光线影响，全天候都能感知信号；
- 在融合BEV感知能力基础上，业界首创GOD网络，可以识别通过障碍物白名单外的异形物体；
- 结合道路拓扑推理网络和华为的先进算法，在业界率先实现了不依赖于高精地图的高速、城区告警智能驾驶功能，带来接近于L3的高阶智能驾驶体验。

图：问界城市领航开通计划



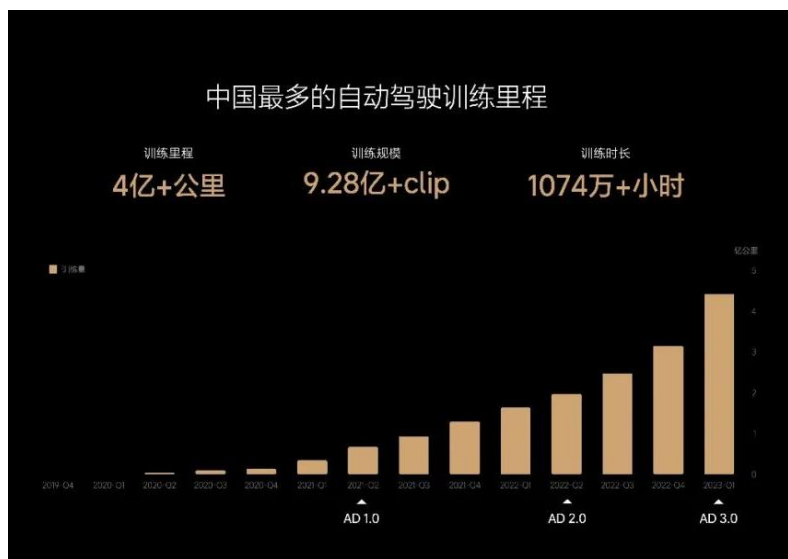
图：阿维塔城市领航开通计划



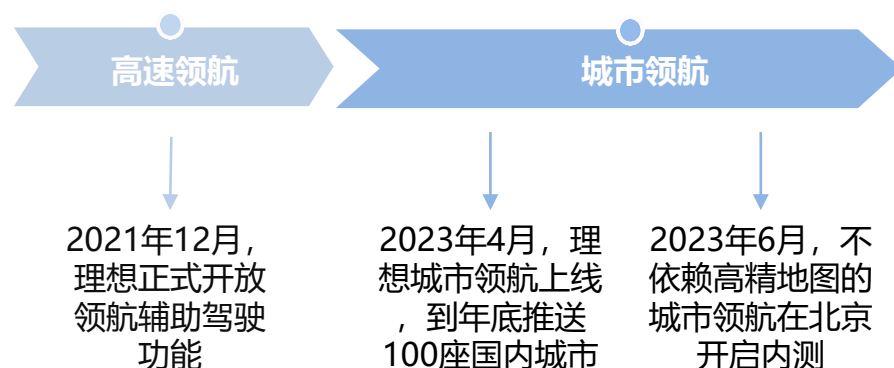
# 理想：不依赖高精地图的领航辅助驾驶已开启内测

- **理想汽车：电动化转型阶段性成功，智能化充分重视，加速追赶。**
- **理想L7/L8/L9 Max版本均搭载双英伟达Orin-X芯片，总算力达508TOPS，配备11颗摄像头，128线激光雷达，12个超声波雷达，1个前向毫米波雷达。**
- **2023年4月，理想智能驾驶正式步入了3.0时代，从高速场景进入到城市场景。**理想AD Max 3.0通过大模型AI算法，摆脱对高精地图的依赖。城市领航于2023年6月在北京开启内测，年底将推送100座国内城市，且城市领航已上线理想L7/L8/L9车型。

图：理想自动驾驶训练历程及时长

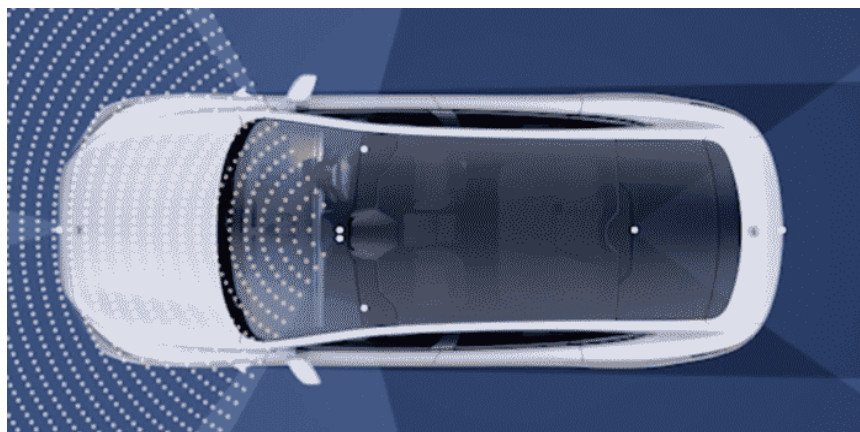


表：理想汽车城市领航开通计划

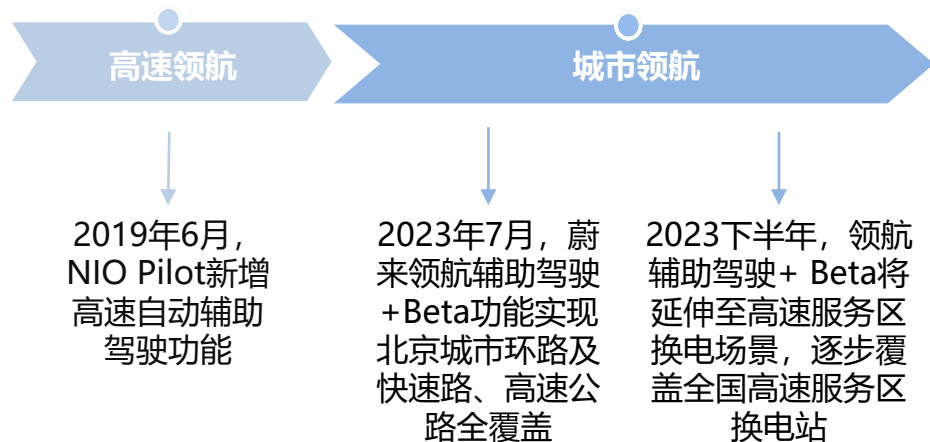


- 蔚来汽车：电动化转型后期加速发力，智能化充分重视，加速追赶。
- 蔚来ES6搭载四英伟达Orin-X芯片，配备11颗摄像头，1个激光雷达，12个超声波雷达，5个毫米波雷达，芯片总算力1016TOPS。
- 领航辅助驾驶方面，2019年6月，NIO Pilot新增高速自动辅助驾驶功能，2020年9月，蔚来领航辅助驾驶功能正式推出；2022年，领航辅助驾驶+Beta开启推送；2023年7月，领航辅助驾驶+Beta实现北京城市环路及快速路、高速公路全覆盖。目前，城市领航辅助驾驶+Beta已上线蔚来全系车型

图：蔚来ES6传感器布局

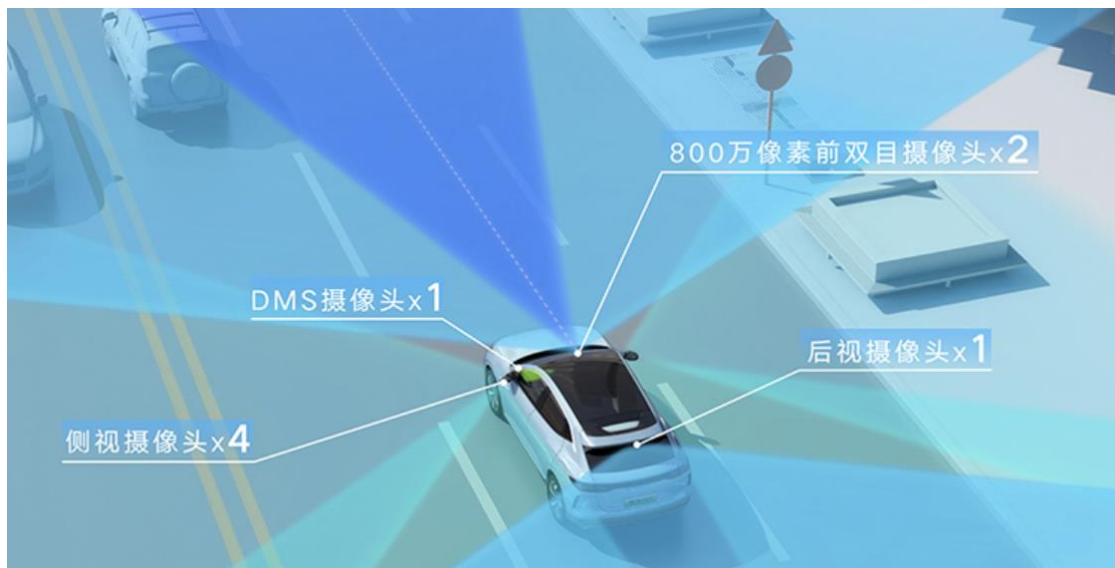


图：蔚来城市领航开通计划



- 比亚迪：电动化转型成功，智能化开始重视，发力追赶。
- 腾势N7高阶版搭载英伟达Orin X芯片，总算力254TOPS，配备5颗摄像头，双激光雷达，12个超声波雷达，5个毫米波雷达。
- 腾势计划于2023年底前推送高速导航辅助驾驶，后续将陆续推送城市导航辅助驾驶、代客泊车功能。

图：腾势N7摄像头布局



图：比亚迪自研高阶智驾系统真实场景测评

## 丁字路口遇险

准确识别风险  
给出警告提示  
迅速刹停车辆  
有效避免碰撞

## 高速避障

遇到异形障碍物  
可在120公里/小时时速下  
提前6秒预知危险  
主动躲避障碍物

## 极致泊车

车宽余量仅有40厘米时  
可实现快速泊入

极致泊车性能，遥遥领先行业  
攻克断头路泊车难题



- 吉利：电动化充分重视发力转型，智能化多条技术路线并进保证不落后。
- 极氪009搭载双Mobileye EyeQ5H芯片，配备7个800万像素长距高清摄像头，1个250m超长感知毫米波雷达，12个短距超声波雷达，4个短距环视高清摄像头，2个车内监测摄像头，1个车外监测摄像头，1个后流媒体摄像头。
- 芯片方面，极氪将从2025年开始在下一代汽车中使用英伟达Drive Thor芯片。
- 四大技术加持高速自主领航辅助系统，向高级智能驾驶进阶。

图：极氪摄像头布局



图：极氪高速领航功能



- 上汽：电动化转型正当时，智能化以高端子品牌落地推进。
- 智己LS7搭载Orin-X芯片，总算力254TOPS，配备11个摄像头，5个毫米波雷达，2个激光雷达，12个超声波雷达。2023年4月，智己高速高架领航辅助功能官宣上线，城市领航将于2023年底开启公测。
- 飞凡R7搭载英伟达Orin芯片，总算力508TOPS，配备12个摄像头，4个毫米波雷达，1个1550nm高规激光雷达，2个4D成像雷达，12个超声波雷达。2022年9月，飞凡R7已完成高速领航辅助功能的测试，实现量产能力。

图：飞凡R7传感器配置



图：智己城市领航开通计划

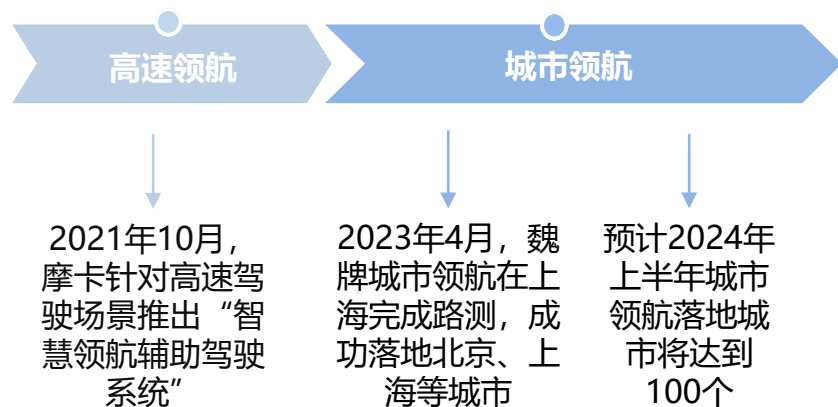


- 长城：电动化转型持续加码，智能化蓄势待发。
- 魏牌蓝山DHT-PHEV四驱超长续航版配备10个车外摄像头，2个车内摄像头，5个毫米波雷达，12个超声波雷达，标配高精地图以及高速智慧领航辅助驾驶。
- 智能辅助驾驶方面，高速领航于2021年10月推出，目前摩卡DHT-PHEV和蓝山DHT-PHEV均已配备该功能；2023年4月，魏牌城市领航在上海完成路测，成功实现北京、上海等多城落地。

图：蓝山DHT-PHEV传感器配置

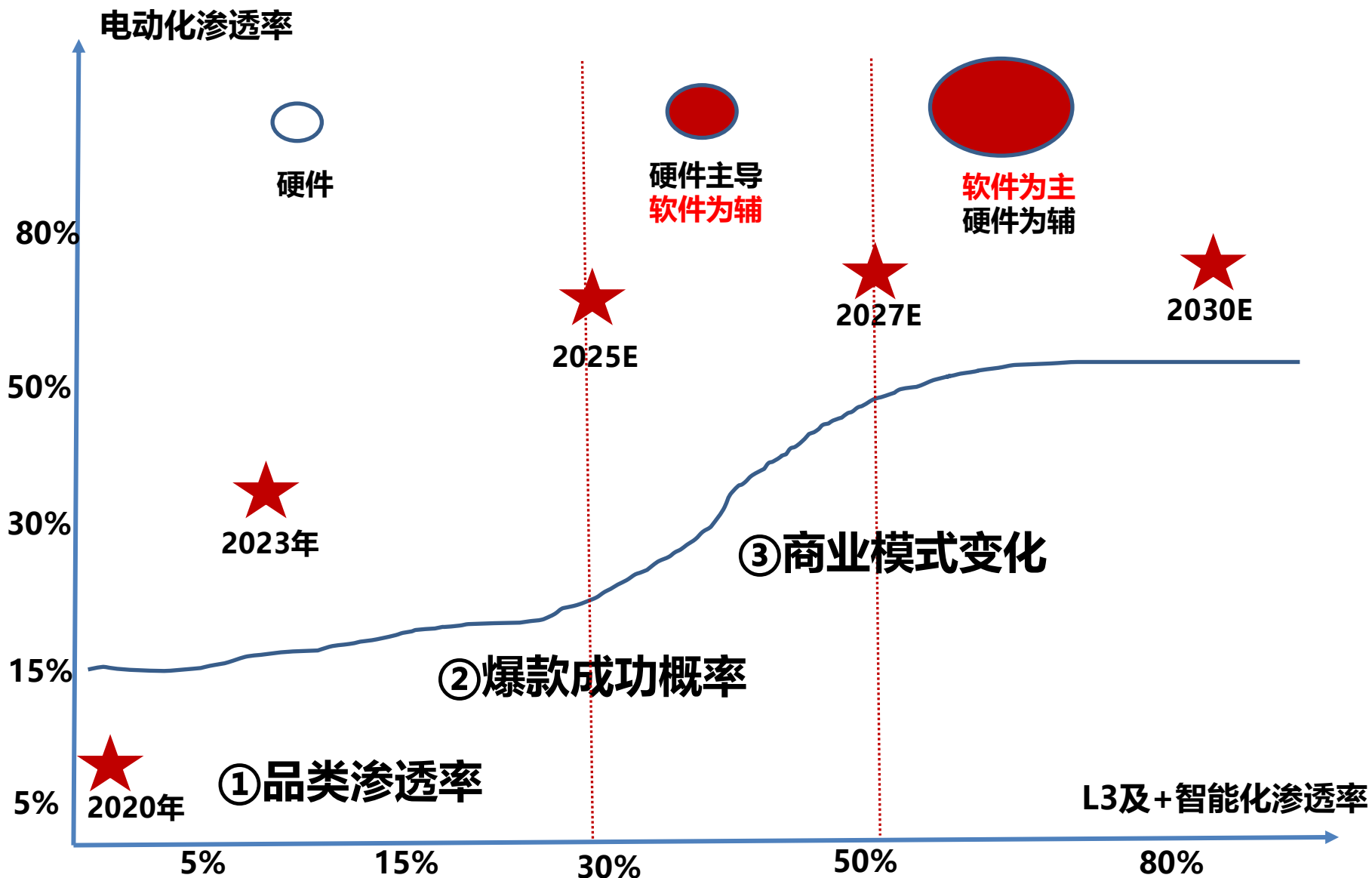


图：魏牌城市领航开通计划



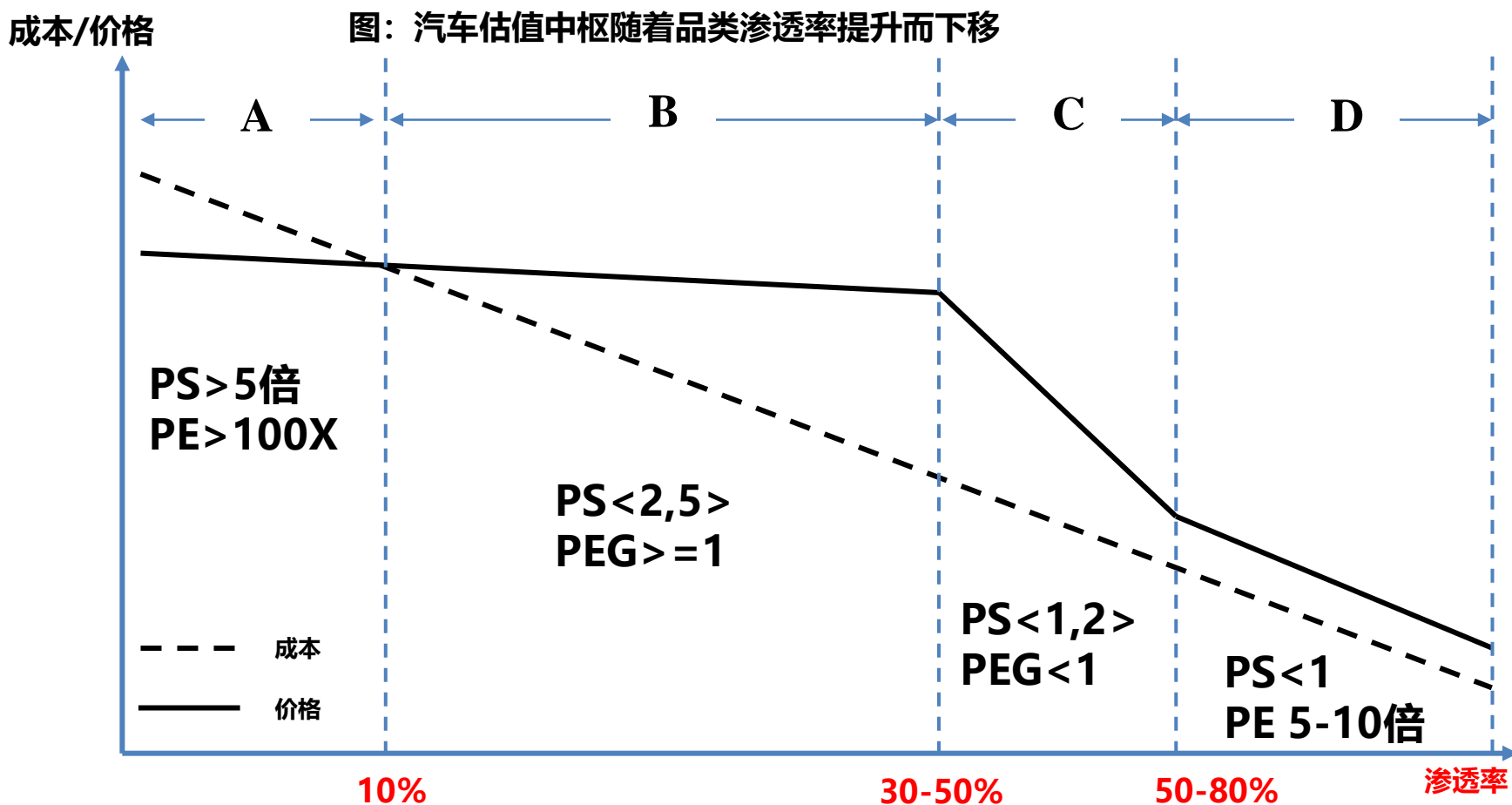


## 二、估值重塑：周期变超级成长！

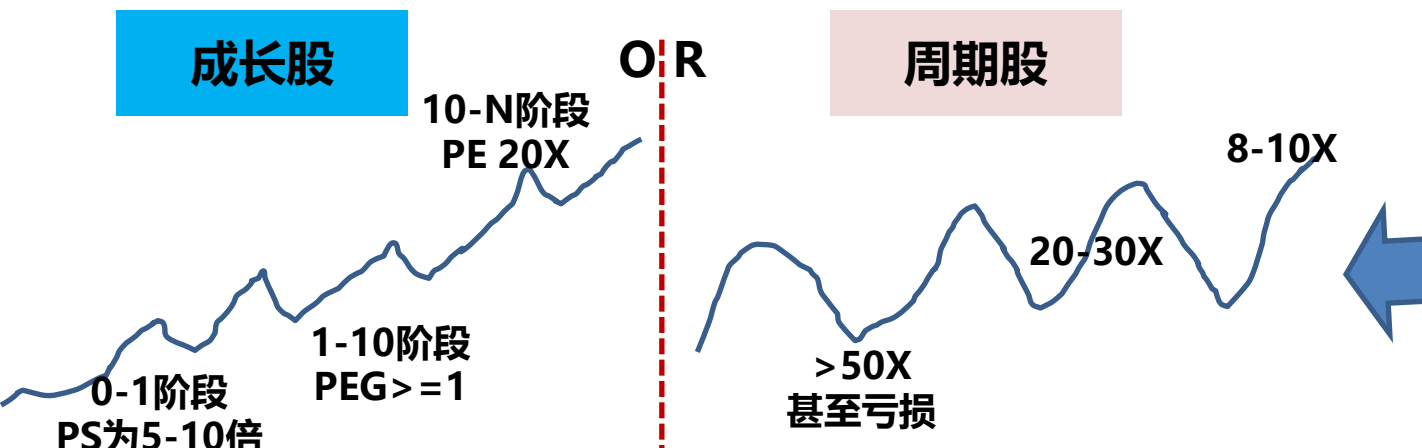
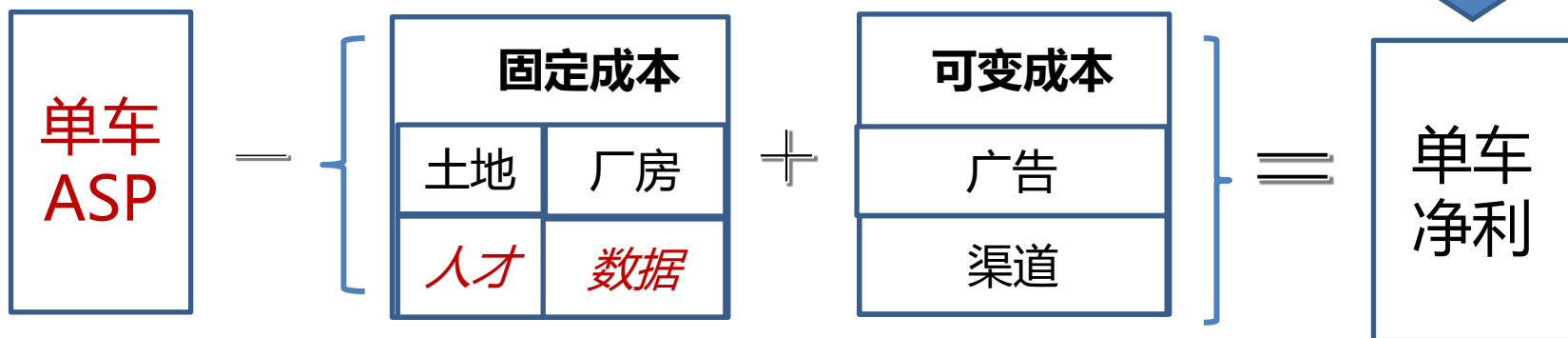


# 品类渗透率是带来汽车估值中枢波动的基础因素

- 假设其他因素都不变，仅从一个消费品渗透率的提升对估值中枢影响分为4个阶段：  
导入期 (A) - 成长期 (B) - 成熟期 (C) - 衰退期 (D)，中枢不断下移。



# 提升爆款成功概率能较好防止汽车估值中枢下移



- 而真正的能够让汽车股从周期股切换成长股，还需要商业模式变化：从制造业公司转型为依靠用户数据生存的平台型公司。

制造业公司

平台型公司

规模效应

规模效应

网络效应

增量逻辑，纯靠硬件赚钱

存量逻辑，持续软件收费为主

■ 展望2023-2030年汽车行业投资逻辑：

■ 国内国外共振迎来超级大周期！

➤ 出海讲【市占率提升】

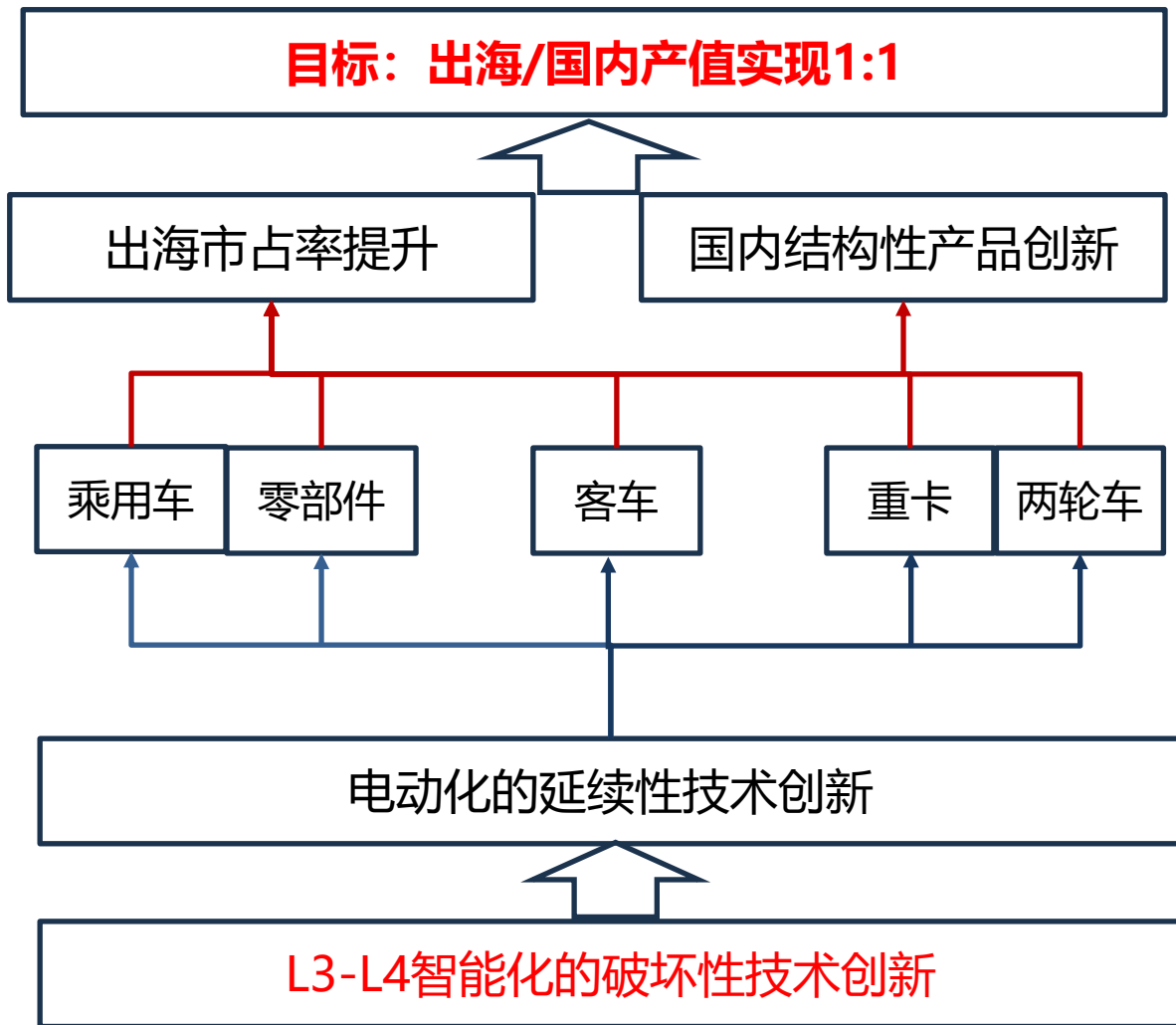
➤ 国内讲【产品创新】

➤ 基本前提：全球宏观经济稳中向上。

➤ 主驱动因素：L3-L4智能化的破坏性技术创新

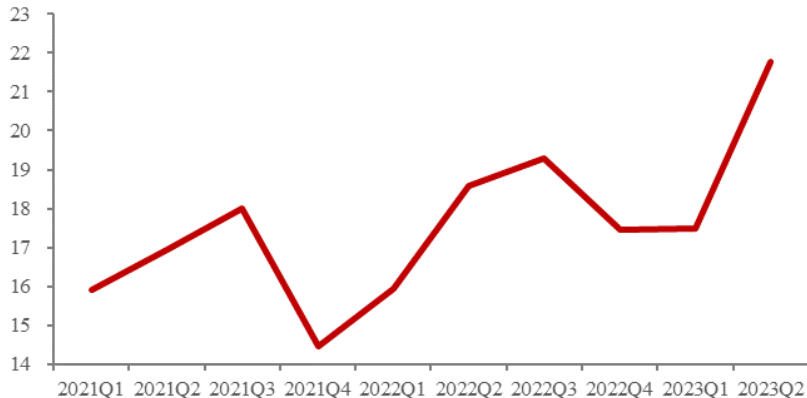
➤ 次驱动因素：电动化的延续性技术创新

➤ 时间节奏：2023年或酝酿期，2024-2026年或加速期，2026年或后爆发期。



- To C端软件收费施行利好：1) 全生命周期持续收费改变原有商业模式；2) 软件边际成本投入低，盈利能力随搭载率提升而弹性更大（参考苹果）。
- 当前高阶辅助驾驶功能以订阅制收费“物非所值”，其原因主要有三：使用场景单薄；技术落地细节和成熟度有待验证；额外溢价较高。因此我们认为，**未来国内高速以及城区全场景领航辅助驾驶落地+功能使用后软件体验改善+规模提振后成本溢价下降，将会带来销量规模与软件订阅接受人群的双向正循环**
- 以行业龙头特斯拉为例，北美FSDV11体验改善后，FSD渗透率逐步提升，财报口径反应软件买断/订阅收入体量的递延收入规模持续增长。（2022Q4特斯拉首次公开：FSD订阅服务带来3.24亿美元的收入，且账面上短期递延收益的17亿美元中，还有超过10亿美元与FSD相关）

图：特斯拉季度递延收入规模变化/亿美元



图：当前国内车企软件付费买断/订阅模式汇总

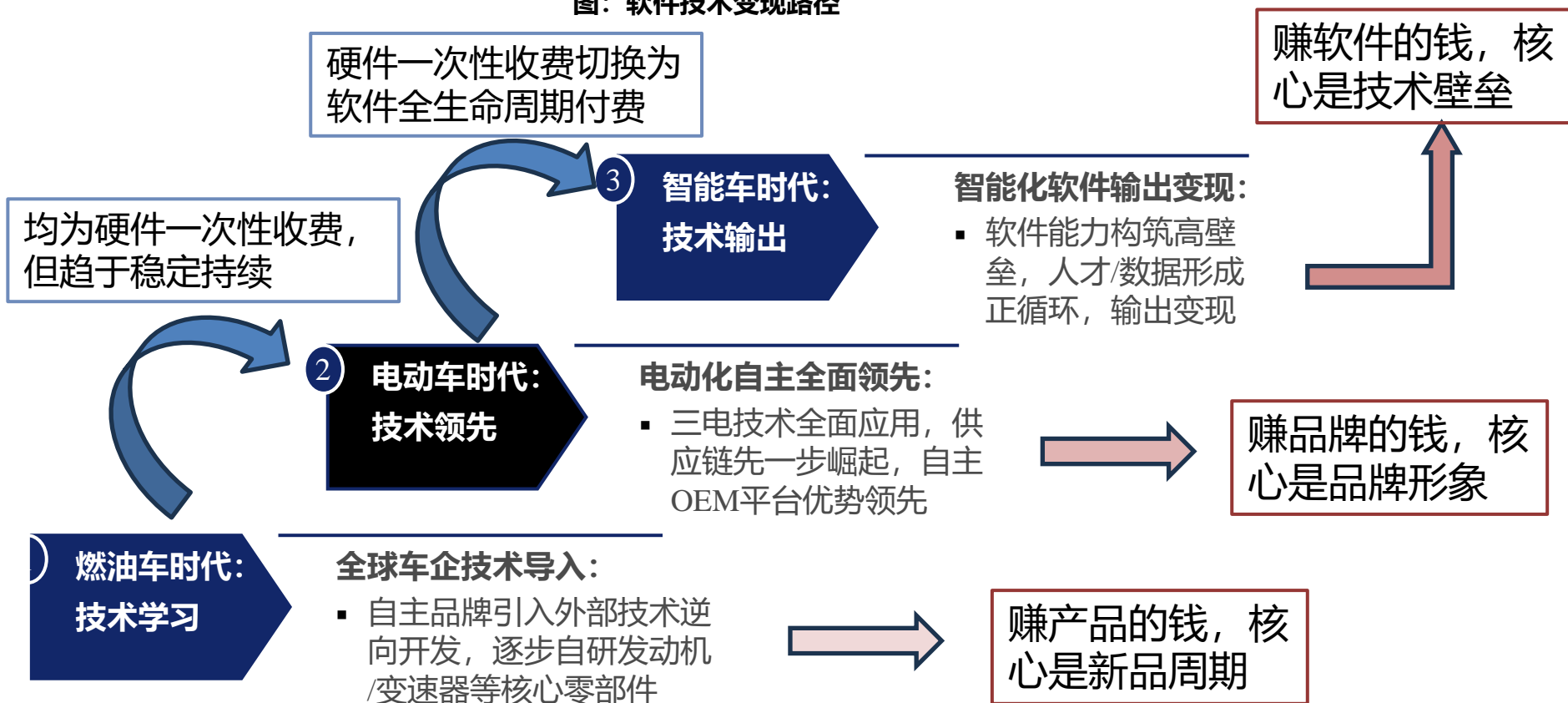
车企	车型	软件是否单独收费	模式	具体金额	推出时间
特斯拉	全系	是	买断	1.5万美元	2019年
			订阅	199美元/月	2019年
蔚来	全系	是	买断	1.5精装/3.9选装	2020年
			订阅	380元/月 680元/月	2023年7月NOP+ NAD城区
埃安	LX	是	买断	1.26万元	
极氪	001、009	是	买断	3.5万元	
问界	M5	是	买断	1.8万元	2023年4月
阿维塔	11	是	买断	1.8万元（优惠持续至2023年底，之后恢复3.2万元）	2023年6月
			订阅	6400/年或640/月	2023年6月
智己	LS7	是	买断	购车免费用1年，1年后可一折购买，价格3680元	2023年6月
深蓝	SL03	是	买断	2万元	2023年2月
腾势	N7	是	买断	2.3万元	2023年7月
岚图	追光	是	买断	原价2.5万，现价0元，优惠活动持续中，暂未公布结束时间	2023年5月



# 估值重塑路径二：车企实现ToB端软件收费

- 电动化技术的发展进步让自主品牌站在与全球车企相当的水平线上。电动化核心来源于三电动力总成对于燃油动力总成技术的替代，抵消自主品牌技术劣势，实现技术的第一步降维打击。
- 智能化技术输出未来可期，“B端收费技术变现”即将落地实现。以小鹏为先，合作大众推动智能驾驶相关软件技术平台输出，稳定可持续的车型放量将带来持续的收入；其核心为【可迭代的软件技术】，改变车企“一次性消费”的硬件商业模式。

图：软件技术变现路径



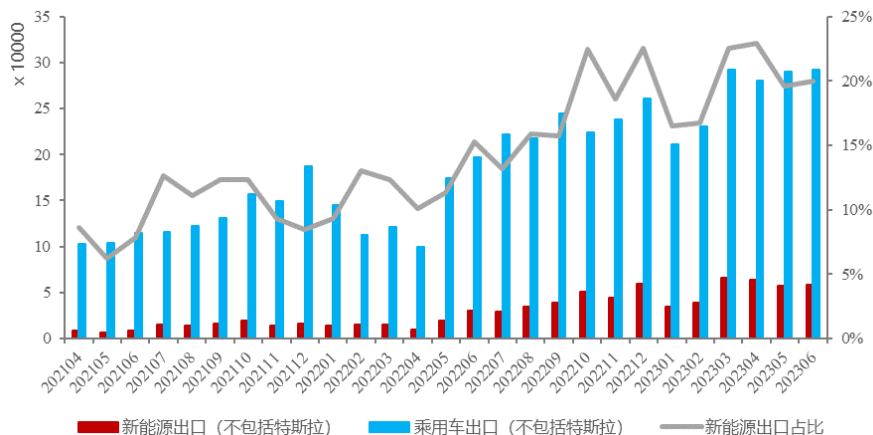
# 估值重塑路径三：自主车企实现全球崛起

- **电动化是第一步，凭借技术优势，降维打击海外市场油车产品，实现自主品牌出海。** 自主新能源汽车出口快速突破，（除特斯拉外）国内新能源乘用车出口从2021Q2的6-8千台至2023Q2增至6万台量级，占乘用车出口总量（不包括特斯拉）比例由6%~8%增至20%左右。由燃油车产品以【性价比优势】出海，到电动车产品以【品牌力优势】并反哺油车出口，实现全新正循环。
- **智能化是第二步，技术平台出海长期可期。** 参考大众集团对于国内上汽/一汽集团的技术导入，未来，【你有我优】的动力总成技术转变为【你无我有】的智能化软件平台，并通过数据积累形成能力滚雪球式提升构建高壁垒，技术平台出海在望。

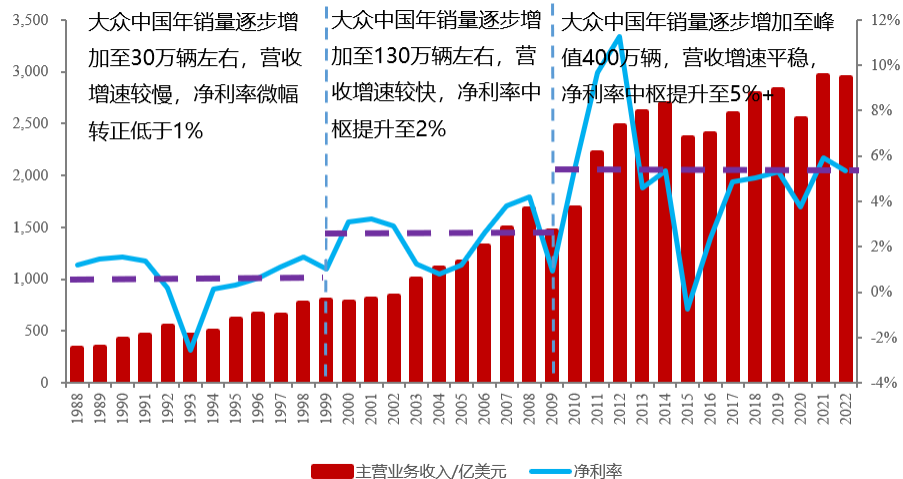
## 电动车出海构建【自主品牌力】，加速乘用车出口

## 自主技术出海，有望上演【大众中国的辉煌20年】发展

图：（除特斯拉）外国内乘用车出口以及新能源占比/台

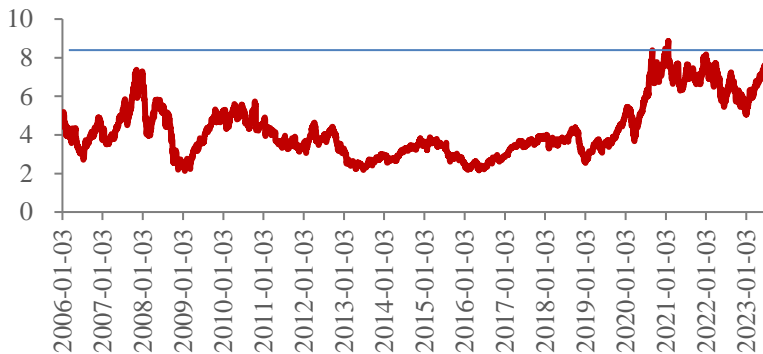


图：大众集团随中国市场销量增长营收/净利率中枢不断上移/亿美元

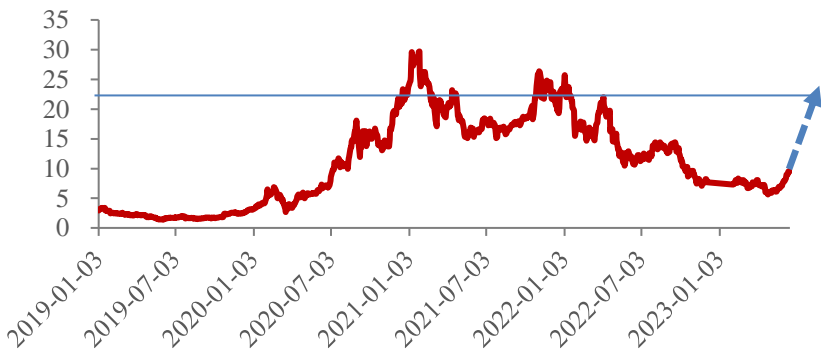


- 2023-2025年是全球L3智能化技术创新加速期，也是车企格局重塑和商业模式变化重要节点。
- 特斯拉大概率依然是全球车企的估值锚。随着软件收费能力增强+全球销量高增长，特斯拉PS估值有望重归历史中高位。国内车企（尤其是本轮智能化创新领先者）跟随特斯拉估值向上修复。

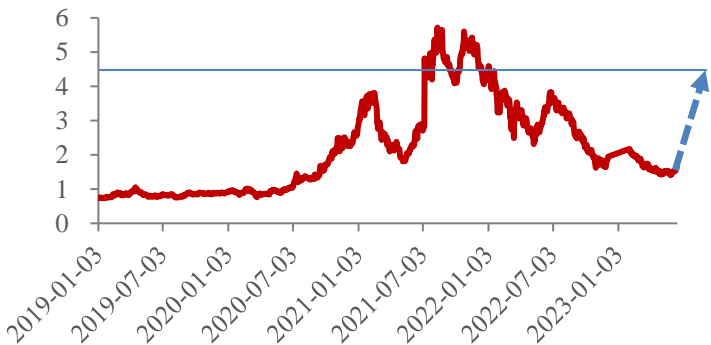
图：苹果（对标案例）最新PS7.6倍



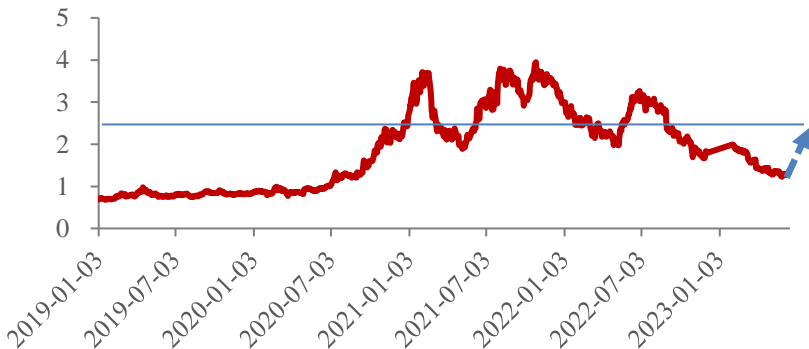
图：美股特斯拉最新PS9.6倍



图：非特斯拉的A股&港股整车PS1.7倍



表：A股整车最新PS1.4倍



## 三、投资建议与风险提示

- 战略看好智能化技术创新驱动下未来3-5年全球车企格局重塑（先中国再海外）的整车投资机会！
- 整车板块投资节奏预判（基于目前的认知）：
  - 第一阶段：2023H2-2024H1（或延迟至2024H2）
    - 确立产业趋势的过程：消费者是否愿意为L3智能化买单+车企的软件收费商业模式可行性。
    - 全球车企或迎扩散行情：估值驱动为主，销量验证为辅。以美股**特斯拉**为领先，港股**新势力**紧跟，A股**其他车企**跟随。
    - 第一梯队车企：智能化具备先发优势。**特斯拉/小鹏/华为合作伙伴（赛力斯/江淮）**
    - 第二梯队车企：电动化取得成果且智能化加速追赶。**理想/蔚来/比亚迪。**
    - 第三梯队车企：估值便宜的国有车企努力困境反转。**长安/上汽/广汽。**
    - 第四梯队车企：电动化&智能化均持续追赶。吉利/长城/零跑等。
  - 第二阶段：2024H2-2026年
    - 验证产业趋势+车企国内格局重塑的结果初定+自主品牌出海持续突破
    - 拥抱“能够跑出来的车企”：1) 掌握智能化软硬自研能力的优秀车企；2) 专注于第三方制造的车企。

- **全球地缘政治波动超预期。** 海外市场地缘政治因素波动可能对重卡出口造成干扰。
- **国内经济复苏节奏进度低于预期。** 若国内宏观经济复苏进度低于预期，可能导致终端需求恢复低于预期。
- **政策以及产品落地进度低于预期。** 若政府智能化相关支持政策落地慢于预期，国内智驾相关整车企业搭载高阶辅助驾驶功能的产品落地慢于预期，则智能化推进进度不及预期。

# 免责声明

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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