

自主品牌新视点：产品力新旧怎么看？

2020年01月21日

看好/维持

汽车

行业报告

分析师	陆洲	电话：010-66554142	邮箱：luzhou@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517080001
研究助理	刘一鸣	电话：021-25102862	邮箱：liu_ym@dxzq.net.cn	
	张觉尹	电话：021-25102862	邮箱：zhangjueyin@dxzq.net.cn	

投资摘要：

自主品牌乘用车车企的护城河较窄，原因在于：1. 没能形成独有的产品定位与消费文化；2. 对发动机、变速箱等核心零部件供应商的依赖度较强；3. 在外观、配置等的优势可轻易被竞争对手复制。所以相较合资车企与跨国车企，各自主车企之间产品的可替代性更强。我们认为对自主品牌乘用车市场的分析，核心在于车型周期与价格这两个因素。

在详细梳理了一线自主车企近 5 年份额变化与新车型推出或现有车型全新换代的时点之后，我们发现：自主车企的产品强周期与优势车型的推出或更新息息相关。长安汽车在 2013-2015 年有 CS35/75 等多个重磅车型推出，周期较强，后因产品力变旧而进入低谷；之后吉利汽车随着新帝豪家族、博系和缤系的推出进入强势周期；上汽乘用车和广汽乘用车分别因荣威 RX5 和传祺 GS4 录得份额增长；长城汽车稍显特殊，因为采用“H6/F7/M6 三种车型不断衍生、滚动更新”的模式，份额稳中有增。

为了直观来看自主车企产品力的新旧，我们定义了一个新的指标——**车型组合年龄**，即该车企旗下各车型推出的年限按其当年销量加权平均的数值。自主车企新车型的推出或全新换代，肯定是顺应当下消费者的需求与关注热点，外观、内饰和配置都紧跟市场。那么，车型推出的年限一定程度上反映了车型的产品竞争力。以 2019 年的广汽乘用车为例。GS3 上一次换代是 2017 年 8 月，那么它在 2019 年底的更新年限就是 2.3 年，权重为 2019 年销量 72,607 辆；GS4 最新换代是 2019 年 11 月，那么它在 2019 年底的更新年限约是 0.1，权重为 105,169 辆。以此类推，得到广汽乘用车每个车型的更新年限和权重，加权平均即广汽乘用车在 2019 年底的车型组合年龄 1.4 年。

2019 年自主车企车型组合年龄，除上汽乘用车微增，其余均有不同程度的下降。 广汽乘用车因为主力车型 GS4 的换代，车型组合年龄迅速下降。长安汽车近几年更新换代脚步加快，车型组合年龄由 17 年底的 3.4 年变为 19 年底的 1.9 年。吉利汽车虽有新车型推出，但其销量仍在爬坡阶段，所以车型组合年龄微降至 1.7 年。长城汽车因其滚动更新的策略，车型组合年龄近 2 年稳定在 2.2 年左右。上汽乘用车因为 2019 年没有走量新车型推出或更新，所以车型组合年龄微增至 1.9 年。

投资策略及建议：

广汽乘用车在主力车型 **GS4 全新换代后，车型组合年龄迅速变为全市场最年轻。** 在新车型的带动下，我们预计广汽自主 2020/2021 年销量分别同比提升 24%/12%，考虑到竞品的增多，第二代 GS4 未必能重回 2016 年第一代 GS4 巅峰期的 33 万辆年销量。但由于目前基数相当低，预计 GS4 在 2020 年将有 50% 左右的高增长，到 2022 年销量或达到 27 万辆。建议关注广汽集团 H (2238.HK)。

风险提示：乘用车消费大幅下滑；原材料价格大幅提升。

目 录

1. 自主车企行业护城河低，强周期与优势车型的推出或更新相关	3
2. 新指标——车型组合年龄，直观看自主车企产品力新旧	5
3. 建议关注自主乘用车主力车型更新的广汽集团	7
4. 结论.....	8
5. 风险提示.....	9
相关报告汇总	10

表格目录

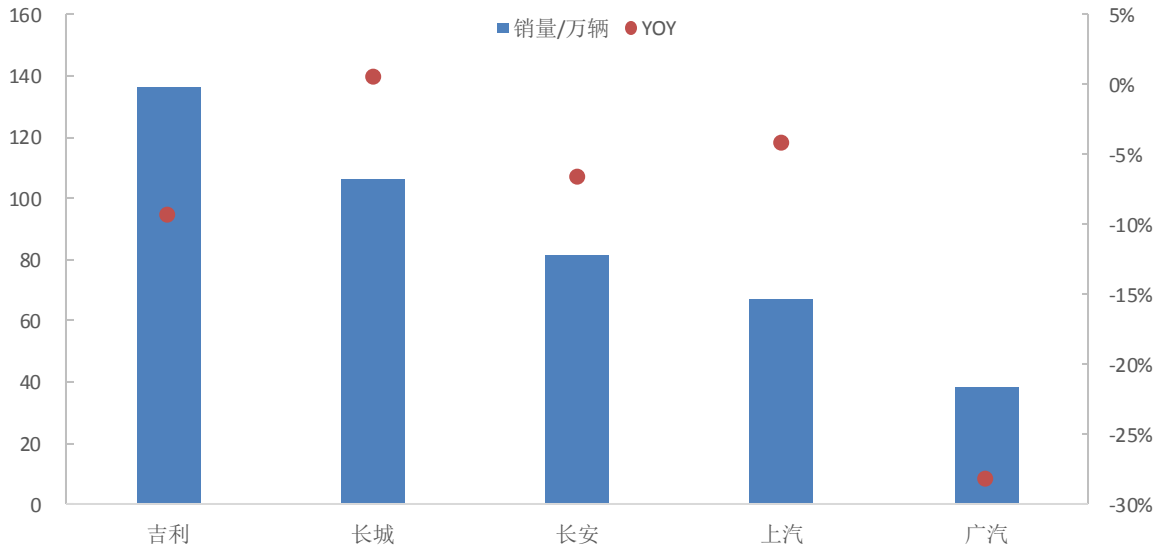
表 1: 2020 年部分自主车企车型规划（绿色为新能源车型）	7
---------------------------------------	---

插图目录

图 1: 一线自主车企 2019 年销量及 YOY	3
图 2: 第一代 CS95 前脸造型.....	4
图 3: CS95 上市 2 年销量（单位：辆）	4
图 4: 一线自主车企近 5 年市场份额变化（正值为增加）	4
图 5: 一线自主车企近几年的车型组合年龄（单位：年）	6
图 6: 广汽传祺第二代 GS4（2020 款）仪表盘和中控.....	8
图 7: 广汽传祺第一代 GS4（2019 款）仪表盘和中控.....	8
图 8: 广汽传祺 GS4 历年销量（单位：辆）及预测	8
图 9: 广汽自主销量结构及预测（单位：辆）	8

2019 年国内乘用车市场增速大幅下滑 7%，护城河较窄的自主品牌首当其冲，市场份额下滑 3%。一线自主品牌除长城汽车（含皮卡）销量微增 1%以外，其余四家自主车企均呈现不同程度的下滑，其中广汽自主乘用车下滑幅度达 28%。那么，自主品牌份额提升的重要推动力是什么？如何直观地来看自主车企的产品力老旧与更新换代？

图 1：一线自主车企 2019 年销量及 YOY



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

1. 自主车企行业护城河低，强周期与优势车型的推出或更新相关

合资车企与跨国车企的品牌定位、技术能力较为成熟，拥有较为稳定的客户忠诚度和市场认知度。近年来，自主品牌虽然逐渐摆脱了仿制、逆向开发的模式，但由于品牌和技术都还在快速变换中，叠加中国乘用车消费者的习惯和兴趣快速演进，自主车企不得不加快车型换代的频率，以满足消费者的需求。

自主车企作为合资车企和跨国车企的追赶者，另辟蹊径从外观、内饰和配置入手：

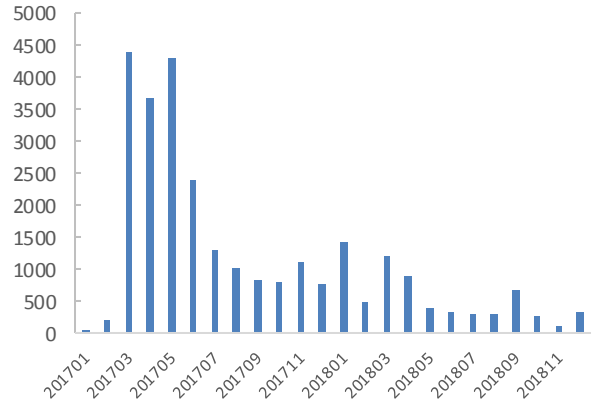
1. 自主车企产品为了缩减与合资车企和跨国车企在三大件方面的差距，更强调车型高性价比，即低价位、大空间、高配置。
2. 由于国人对外观与内饰的偏爱，自主车企在设计时也更讲究现代感与时尚感。长安汽车的 CS95 就是车企在这方面栽跟头的鲜活例子，第一代 CS95 的前脸一直为人诟病，锯齿形“回”字设计直接劝退一大批潜在消费者
3. 自主车企顺应互联网大潮，将更多的注意力投入到智能网联等第三方技术上，车身搭载了自动驾驶、车联网等。

图 2：第一代 CS95 前脸造型



资料来源：汽车之家，东兴证券研究所

图 3：CS95 上市 2 年销量（单位：辆）

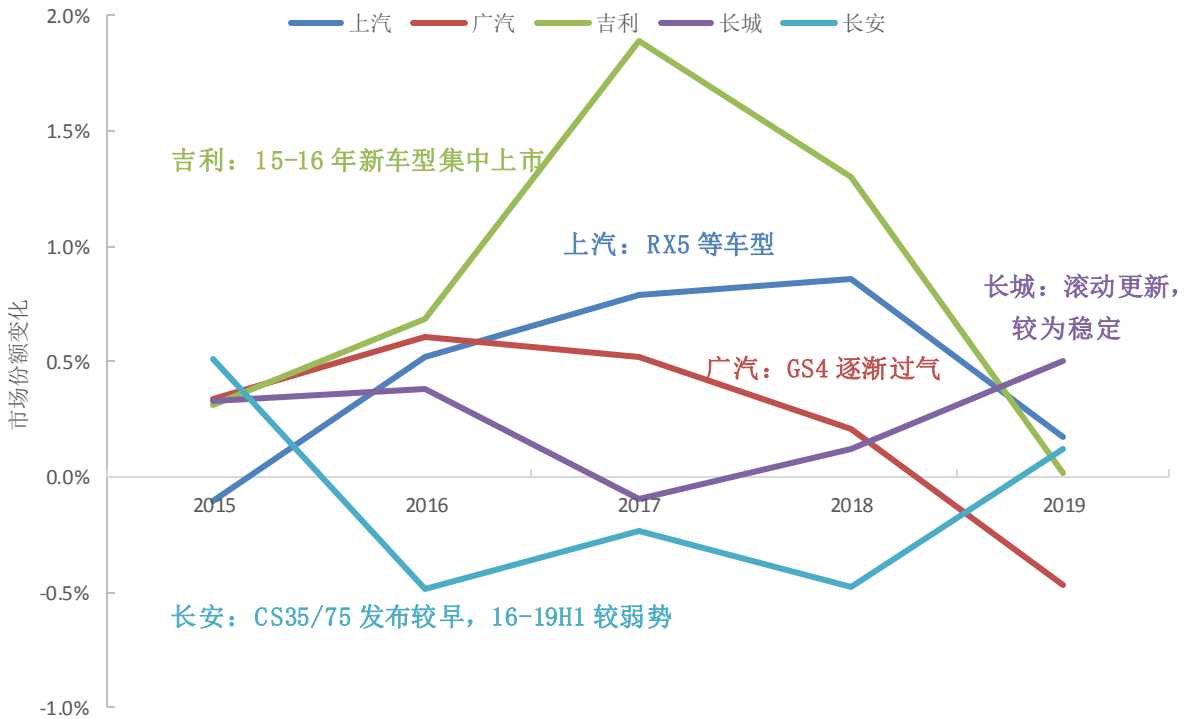


资料来源：Marklines，东兴证券研究所

自主品牌乘用车车企的护城河较窄，原因在于：1. 没能形成独有的产品定位与消费文化；2. 对发动机、变速箱等核心零部件供应商的依赖度较强；3. 在外观、配置等的优势可轻易被竞争对手复制。所以相较合资车企与跨国车企，各自主车企之间产品的可替代性更强，整车厂更愿意关注价格与新车型推出这两个因素。

具体分析 5 家一线自主品牌的国内份额变化，我们发现 2015 年自主品牌 SUV 爆发以来，吉利、长城、长安、上汽和广汽这 5 家一线自主品牌的国内市场份额与产品周期的关系极为密切。

图 4：一线自主车企近 5 年市场份额变化（正值为增加）



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

吉利汽车：吉利近几年产品矩阵迅速拓展，从低端到高端再到新能源，深入每一个细分领域。2015年，吉利分别在轿车领域推出新帝豪家族和在SUV领域推出博系，随即进入强势的产品周期。这个周期在2017年之后被SUV领域推出的缤系进一步加强。2019年之后随着2015年开始那一批车型变旧，吉利的份额也开始下滑。

长城汽车：长城采用“H6/F7/M6三种车型不断衍生、滚动更新”的模式，市场份额稳中有增。长城把哈弗H6（含H6 Coupe）几乎打造成了一款品牌，截止目前共有21个配置在售，始终保持部分车型处于市场最新的地位。此外哈弗的F系列拓展了品牌矩阵，一定程度上减少了品牌对H6的依赖度，保持长城市场份额的稳定。

长安汽车：长安自主品牌的CS75/35早在2013年便已推出，市场反响良好，热度一直持续到2015年。2016年之后主力车型变旧，品牌高端化转型的速度跟不上国人消费结构升级的速度，因此我们看到长安自主的市场份额在2016年开始大幅下滑。2019年随着CS75PLUS/CS35PLUS的推出，份额略有提升。

上汽乘用车：经过此前多年积累，2015年获得全新定位的荣威、MG（名爵）两个品牌的多个车型开始推出。新定位的荣威和MG逐渐摆脱了此前笨重、高油耗的形象，与阿里合作的斑马系统也成为了新一代互联网汽车的标志。随着RX5（含后续的插混、纯电版）、MG3和e550（ei6）等多个车型的推出，上汽的景气周期一直持续到2018年。2018H2起由于RX5等主力车型逐渐变老，加上新推出的MG EZS，荣威RX8等车型偏小众，上汽自主的份额开始萎缩。

广汽乘用车：2014年广汽GS4惊艳推出，销量暴增，增长一直持续到2017年。后续广汽推出的GS8和GS7等仅维持了不到一年的热度，销量就大幅下滑。GS5由于与GS4区别不大，也未能完全弥补GS4产品变旧后失去的份额。因此，我们观察到广汽自主的份额在2017年达到顶峰之后就随着主力产品的过气而逐渐下滑。

综上，自主车企的产品强周期与优势车型的推出或更新息息相关。

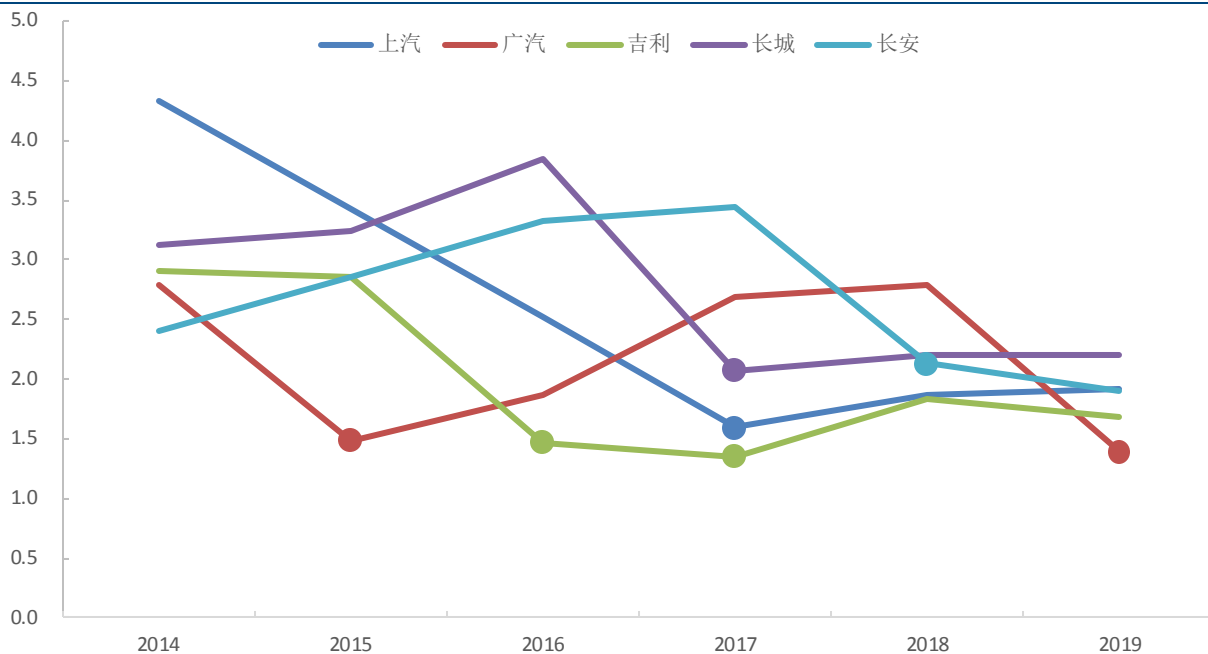
2. 新指标——车型组合年龄，直观看自主车企产品力新旧

车型组合年龄，就是将该车企旗下各车型推出或最新换代的年限与其当年的销量加权平均，很显然能够体现该车企的产品力新旧。自主车企新车型的推出或全新换代，肯定是顺应当下消费者的需求与关注热点，外观、内饰和配置都紧跟市场。那么，车型推出的年限一定程度上反映了车型的产品竞争力。值得注意的是，考虑到新能源车型的更新速度较快，在我们的指标计算中，默认所有的新能源车型的更新年限均为1。

以2019年的广汽乘用车为例。GS3上一次换代是2017年8月，那么它在2019年底的更新年限就是2.3年，权重为2019年销量72,607辆；GS4最新换代是2019年11月，那么它在2019年底的更新年限约是0.1，权重为105,169辆。以此类推，得到广汽乘用车每个车型的更新年限和权重，加权平均即广汽乘用车在2019年底的车型组合年龄1.4年。

我们系统地统计了5家一线自主品牌2015年以来的车型组合年龄变化情况：

图 5：一线自主车企近几年的车型组合年龄（单位：年）



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

吉利汽车：2019 年有多款新车型上市，但销量都在爬坡阶段，所以车型组合年龄微降至 1.7 年。

长城汽车：根据我们之前的分析，长城汽车近几年车型变化以滚动更新为主，所以车型组合年龄变化不大，2019 年为 2.2 年。

长安汽车：近几年虽跌落神坛，但凭借 2018 年 9 月换代的 CS55 PLUS 和 2019 年 11 月换代的 CS35 PLUS，其车型组合年龄一降再降，从 17 年底的 3.4 年变为 19 年底的 1.9 年。

上汽乘用车：2019 年没有走量新车型推出或更新，所以车型组合年龄微增至 1.9 年。

广汽乘用车：在主力车型 GS4 上市 5 年全新换代后，其车型组合年龄迅速由 2018 年全市场最老变为 2019 年全市场最年轻，由 2.8 年减半为 1.4 年。

结合图 4 和图 5 可以观察到，自主车企的车型组合年龄与市场份额变化确实存在关联，即新车型推出或全新换代时，自主车企的车型组合年龄会出现大幅下滑，之后的市场份额会有明显提升。随着 2020 年多款新车型推出或现有车型全新换代，我们认为这将是自主乘用车企业市场份额的新增长点。

吉利集团：将推出 BMA 架构第二款 SUV 吉利 icon、基于 CMA 架构打造的领克 05、首款中大型 SUV 豪越和几何品牌的第二款车型 GE13。

长城汽车：新能源方面推出欧拉 R2。

长安汽车：逸动是长安的主力轿车车型，PLUS 款提供了同级领先的辅助驾驶配置。此外，新能源方面投放三款基于优势燃油车型改造的轿车 E-Life、E-Star 和 SUV E-Rock。

上汽乘用车：优势车型荣威 RX5 推出 MAX 款，动力配置全面升级，车身尺寸变大，优秀的碰撞测试成绩

将提升消费者信任度。

广汽乘用车：中大型轿车 GA8 搭载新动力且外观采用全新设计，新一代 GS4 推出插混版本。

表 1: 2020 年部分自主车企车型规划（绿色为新能源车型）

车企	新车/换代	车型	预计上市时间
长安汽车	长安逸动 PLUS	紧凑型轿车	2020 年一季度
	新跨界 SUV (未公布名称)	紧凑型 SUV	2020 年
	长安新能源 E-Life	纯电轿车	2020 年一季度
	长安新能源 E-Star	纯电轿车	2020 年二季度
	长安新能源 E-Rock	紧凑型纯电 SUV	2020 年 5 月
广汽乘用车	GA8	中大型轿车	2020 年
	GS4 PHEV	紧凑型插混 SUV	2020 年 3 月
	广汽新能源 2 款新车	-	2020 年
吉利汽车	吉利 icon	紧凑型 SUV	2020 年 1 月
	豪越	中大型 SUV	2020 年
	领克 05	紧凑型轿跑 SUV	2020 年 3 月
	几何 GE13 (量产名或为几何 C)	跨界纯电 SUV	2020 年
上汽乘用车	荣威 RX5 MAX	紧凑型 SUV	2020 年上半年
长城汽车	欧拉 R2	-	2020 年 4 月

资料来源：盖世汽车、东兴证券研究所

3. 建议关注自主乘用车主力车型更新的广汽集团

广汽乘用车的产品周期随着第二代 GS4 的推出而更新，车型组合年龄从 2018 年底的 2.8 年大幅降低到 2019 年底的 1.4 年，成为一线自主车企中最年轻的。新 GS4 的内外饰和电子设备都有了明显更新。我们预计 2020 年新 GS4 销量达到 20 万辆，同比大幅增长 50%。产品周期峰值销量达到 27 万辆，接近此前一代 GS4 的高点。由于 GS4 在广汽的销量中占比很大，我们认为 GS4 的换代将明显带动广汽传祺的销量大幅提升，预计 2020/2021 年分别同比提升 22%/9%。此外，广汽新能源的 Aion S 定位精确，切中大空间、长续航的 A/B 级纯电动轿车市场，后续销量有望持续增长。我们预计广汽自主 2020/2021 年销量分别同比提升 24%/12%。

图 6：广汽传祺第二代 GS4（2020 款）仪表盘和中控



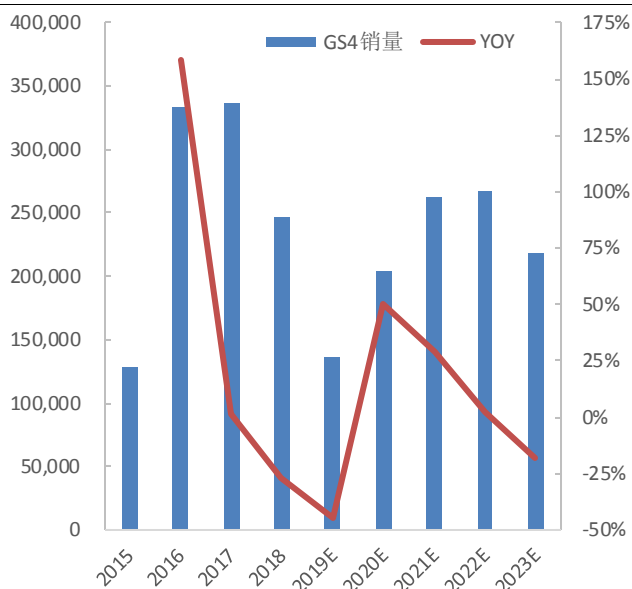
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 7：广汽传祺第一代 GS4（2019 款）仪表盘和中控



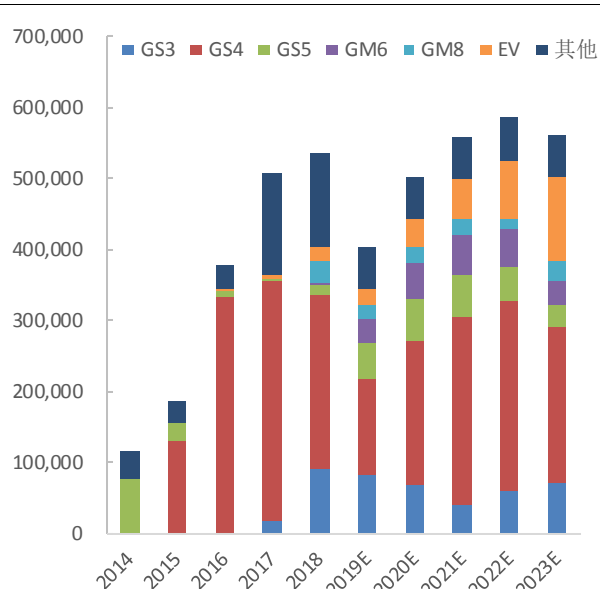
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 8：广汽传祺 GS4 历年销量（单位：辆）及预测



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图 9：广汽自主销量结构及预测（单位：辆）



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

4. 结论

自主品牌护城河较低，强周期与优势车型的推出或更新相关。车企只有推出较新的产品，才有可能带动品牌销量增长。结合 2019 年下半年自主品牌新品推出的情况，我们认为广汽乘用车在未来 2 年销量将有明显提升，建议关注广汽集团 H (2238.HK)。

5. 风险提示

乘用车消费大幅下滑；

原材料价格大幅提升。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	丰田 HEV：屡败屡战新能源——汽车行业全球龙头跟踪系列报告之三	2019-12-26
行业	斗转星移，2020 谁擎自主品牌前行大旗	2019-11-21
公司	广汽集团（2238.HK）2019 年三季报点评：自主进入新周期，日系发展稳健	2019-10-30
公司	广汽集团（2238.HK）：日系增羽翼，自主换新颜	2019-10-17

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车零部件行业研发、管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

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法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。