

DONGXING

SECURITIES

汽车行业研究报告



汽车策略：行业周期复苏与零部件格局重塑

李金锦

汽车分析师

执业证书编号：S1480521030003

联系方式：lijj-yjs@dxzq.net.cn

张觉尹

汽车分析师

执业证书编号：S1480521070004

联系方式：zhangjueyin@dxzq.net.cn

2021年12月06日



东兴证券
DONGXING SECURITIES

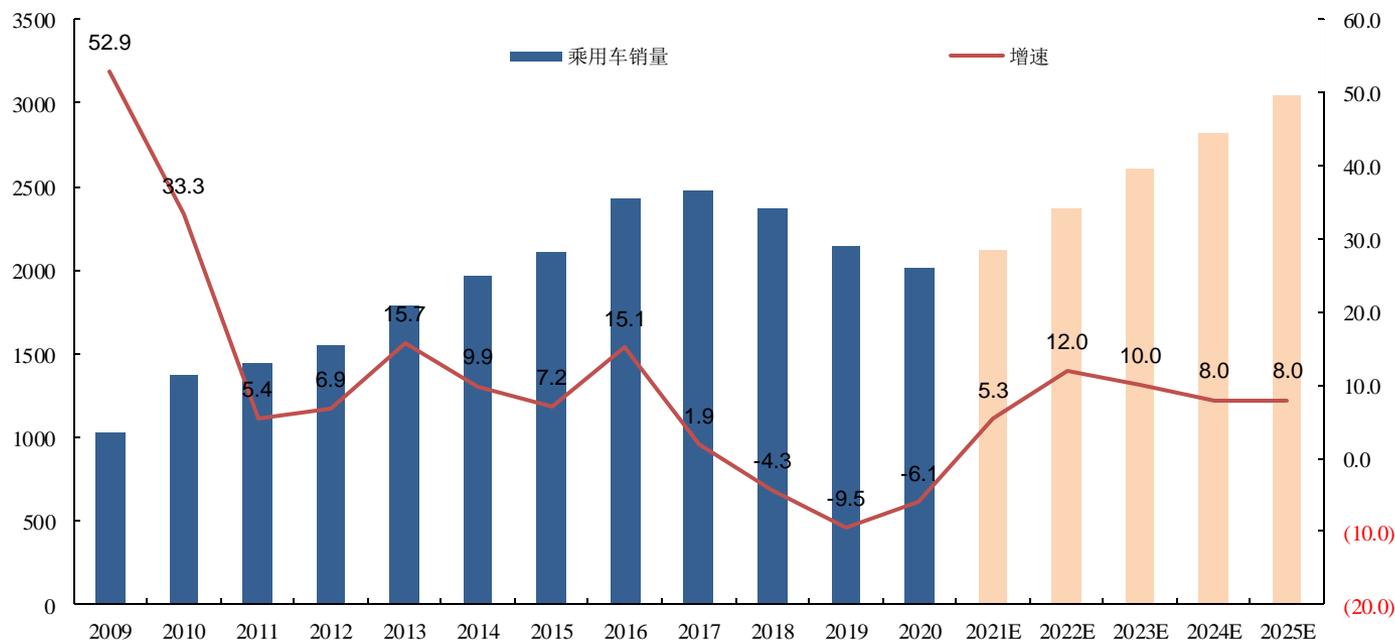
www.dxzq.net.cn

- 汽车行业周期复苏
- 零部件的格局重塑
- 投资策略

2020-2025年乘用车行业需求复合增速预计为8.6%

- 汽车行业需求周期性底层逻辑：大件消费品与经济周期相关；
- 2020-2021年：汽车需求进一步受疫情、芯片等因素所抑制；
- 2022-2025年：不考虑额外因素影响，我们认为，2022年汽车需求将复苏，2025年乘用车销量将达到3000万辆。

图表1：汽车行业销量及增速预测 单位：万辆

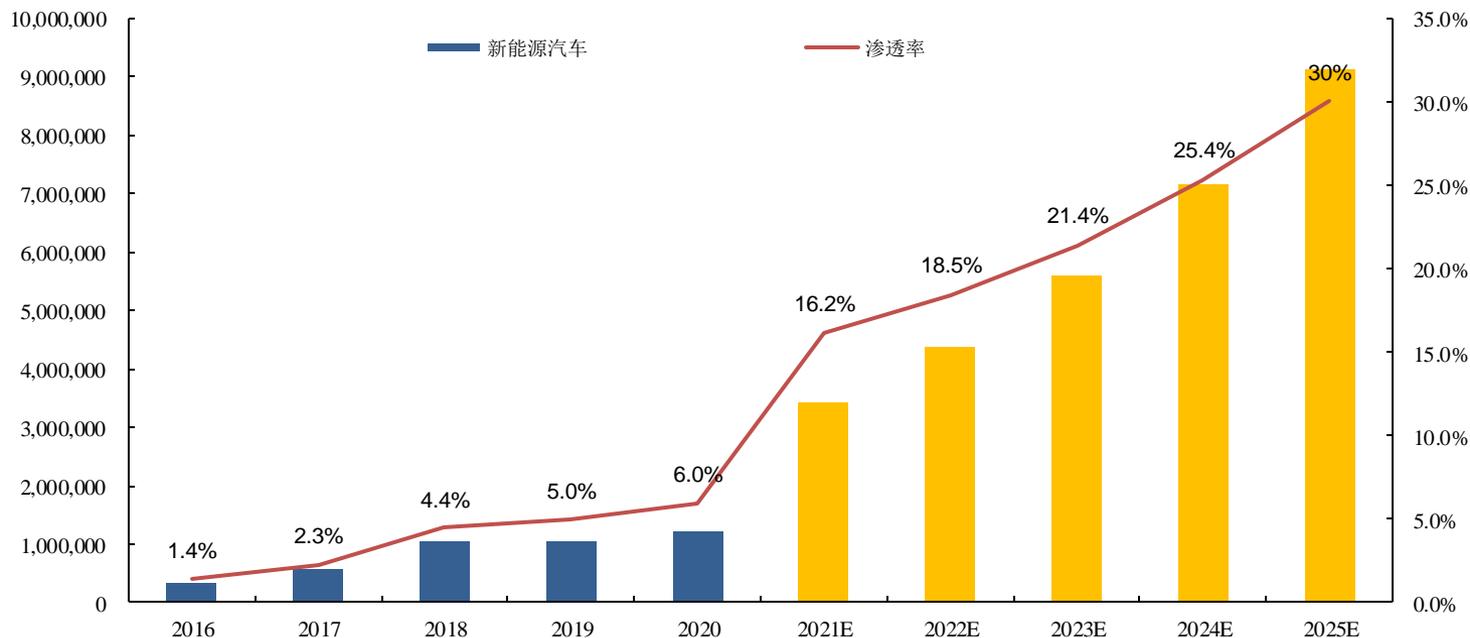


数据来源：中汽协，东兴证券研究所

2021-2025年新能源汽车复合增速预计为28%，2025年新能源汽车渗透率达到30%

- 新能源汽车进入普及期：2021年有望达到340万辆，渗透率为16.2%。2021-2025年复合增速预计有望达到28%，2025年实现销售910万辆，渗透率30%。
- 新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）：2025年达到20%，高质量的20%。
- 燃油车：2021-2025年燃油车（含混动）仍年均2000万辆规模，复合增速4.7%。

图表2：新能源汽车行业销量及增速预测 单位：辆

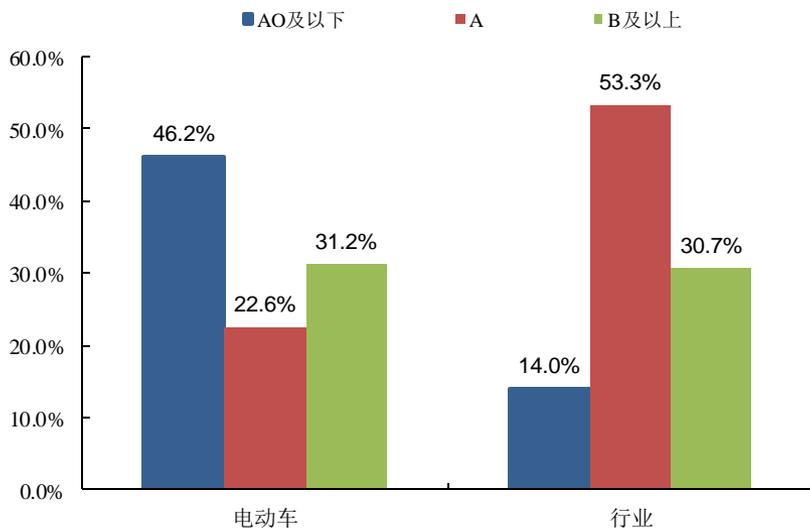


数据来源：中汽协，东兴证券研究所

A级车市场是最大的细分市场，未来由混动+纯电动两种路线瓜分

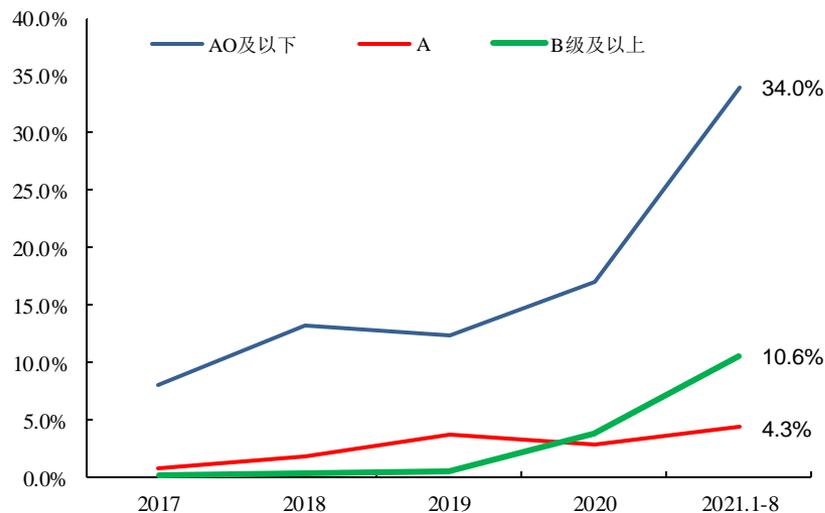
- 当前新能源汽车市场结构非稳态：哑铃状，低端和高端车电动化率高。传统车为纺锤状，A级车占比最大，超过50%，对应10-20万汽车市场。
- A0级电动化率最高，1-8月达到34%，B级车电动化超过10%，A级车电动化率仅4.3%。（纯电动车销量/乘用车销量）
- A级车电动化率低的原因：在成本有限的情况下，做出产品力均衡的产品；燃油车竞争对手较强。

图表3：2021年1-8月行业和电动车结构对比



数据来源：乘联会，东兴证券研究所

图表4：各级别电动车电动化率



数据来源：乘联会，东兴证券研究所

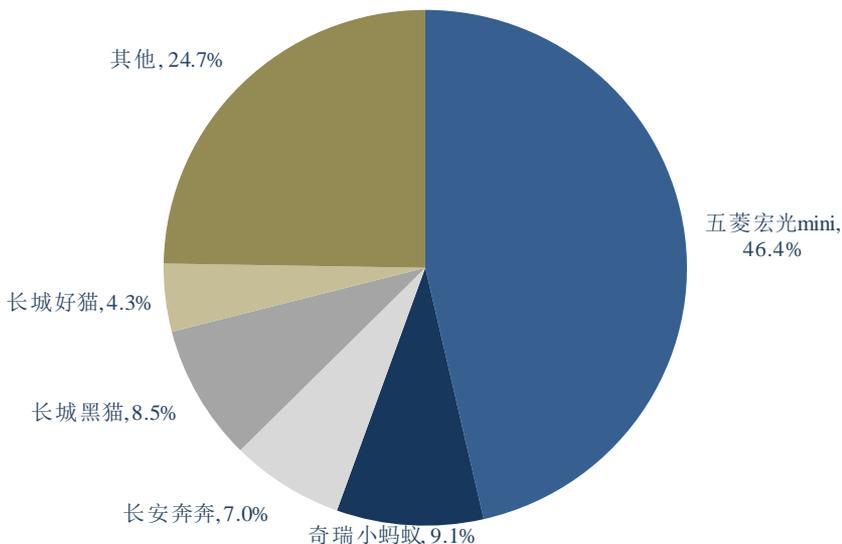
A0级以下小车，五菱宏光mini一家独大，独占近50%的份额

➤ A0级小车电动化率高的原因：

1) 燃油车竞争对手少；

2) 该领域用户对这类车的产品属性要求低，短距离代步。对智能化，舒适度，长续航均不需要，能开就行，替代原来的低速电动车。

图表5：2021年1-9月A0级及以下销量结构



数据来源：乘联会，东兴证券研究所

图表6：五菱宏光mini-电动小车领域的神车



- 定价：2.88-4.36万元
- 续航里程：120KM、170KM
- 慢充6.5H、9H，无快充
- 尺寸2920x1493x1621mm
- 无补贴

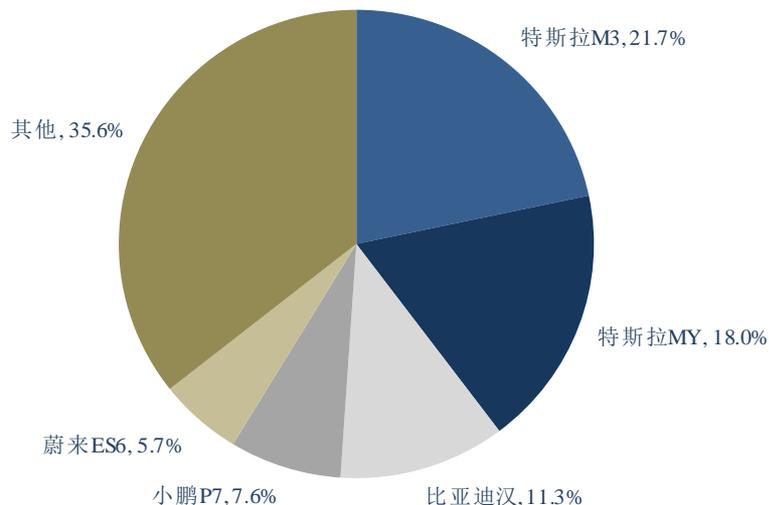
数据来源：懂车帝，东兴证券研究所

B级电动车由特斯拉、比亚迪汉、小鹏P7瓜分，特斯拉Model 3和Model Y合计占比39.7%

➤ B级及以上成为很多车企首先切入的市场：

- 1) 较高的产品价格，可以实现更高的产品属性，如续航，智能化，缩小与燃油车的差距；
- 2) 传统豪华车BBA转型较慢，留下了时机。

图表7：2021年1-9月B级及以上销量结构



数据来源：乘联会，东兴证券研究所

图表8：特斯拉Model 3



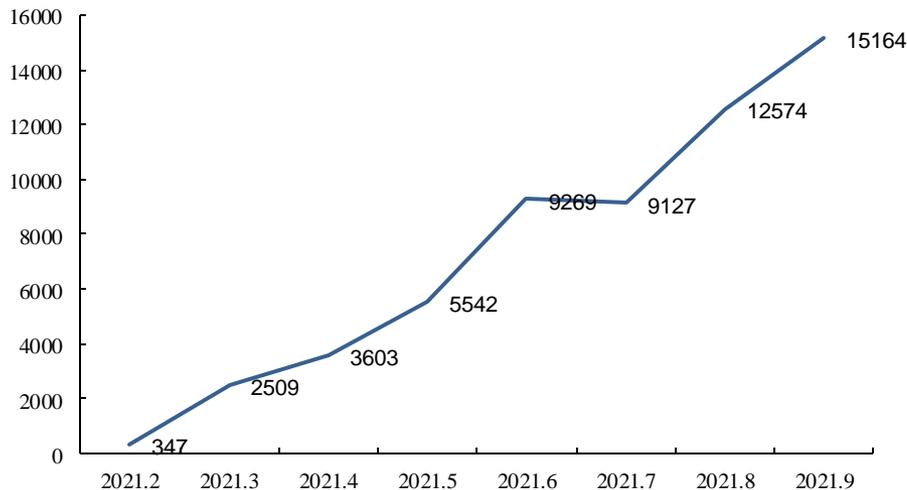
- 定价：23.59-33.99万元
- 续航里程：468KM、605KM、675KM
- 慢充10H，快充1H
- 尺寸4694x1850x1443
- 智能化卖点

数据来源：懂车帝，东兴证券研究所

混动和纯电瓜分最大细分市场—A级车，价格在10-20万元的家用车市场

- 未来（5年以内）纯内燃机驱动的汽车将消失，混合动力和纯电取而代之。
- 混合动力技术门槛高，注定是高度集中的市场：目前看比亚迪、丰田、本田、吉利、广汽在该领域布局时间长，有望推出高产品力产品。
- 混动比纯电的优势：基本可实现与同级别燃油车平价，价差可实现10%以内，纯电在基本在30%以上；无里程焦虑。

图表9：比亚迪秦Dmi上市月度销量



数据来源：乘联会，东兴证券研究所

图表10：比亚迪秦Dmi—插电混合动力



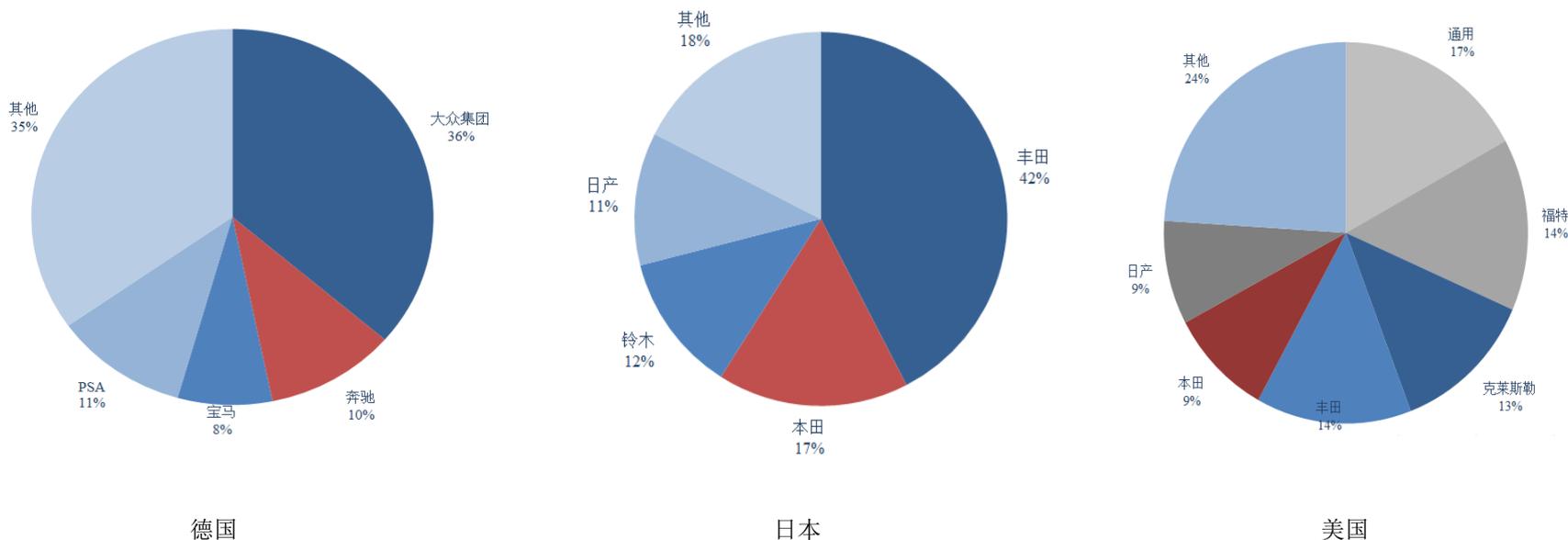
- 定价：10.58-14.58万元
- 续航里程：55KM、120KM
- 可插电、发动机发电

数据来源：懂车帝，东兴证券研究所

发达国家汽车市场均是一个集中度高的市场，我国正走向集中化

- 德国：大众一家市场份额为36%；
- 日本：丰田占比42%；
- 美国：虽然分散，通用仍然占比17%，前五家占比67%；
- 韩国、意大利、法国等均是一个高度集中的市场。

图表11：发达国家汽车市场格局

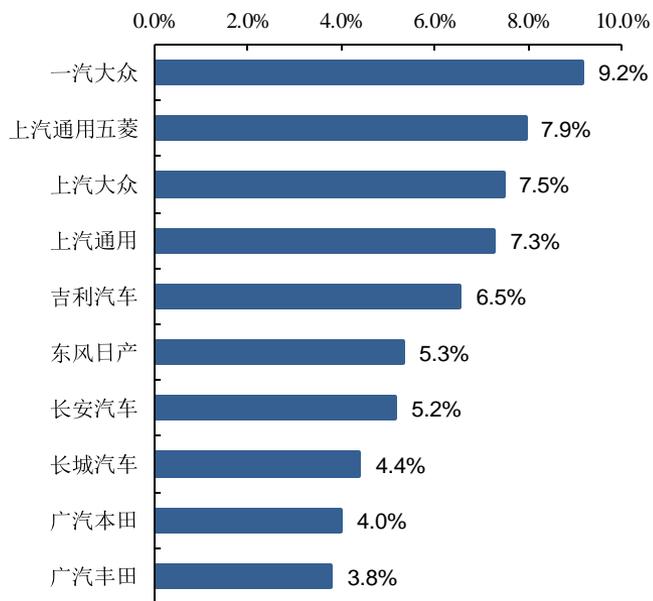


数据来源：中汽协，东兴证券研究所

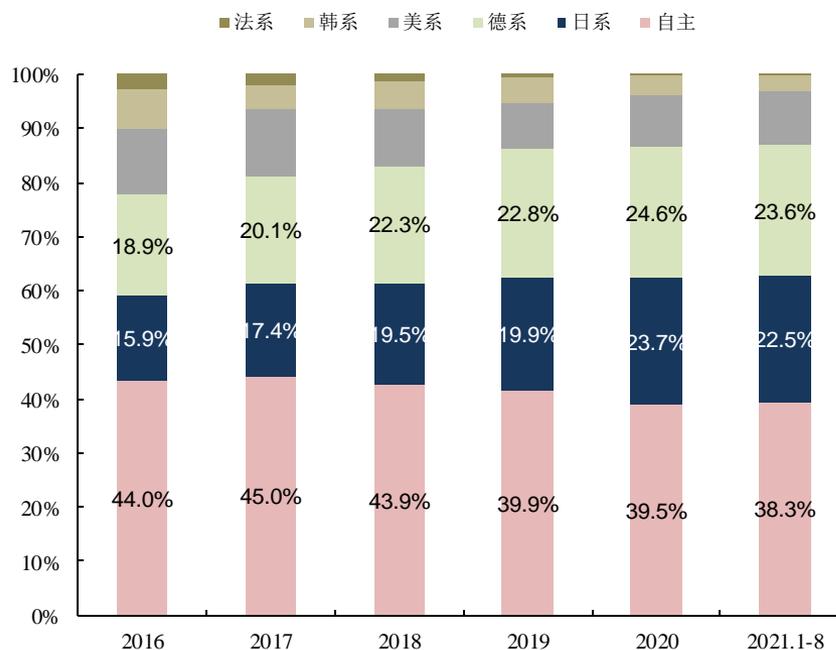
我国汽车市场高度分散，2018年行业负增长后，开始走向集中

- 2020年销量最大的厂商为一汽大众，市场份额仅为9.2%；
- 市场TOP5合计仅38.4%；
- 市场层级分明：自主品牌集中在20万以下市场，合资集中在20万以上市场；
- 自主份额下降，日系、德系提升，其他美、韩系下降。

图表12：2020年我国汽车市场格局



图表13：我国车系的格局

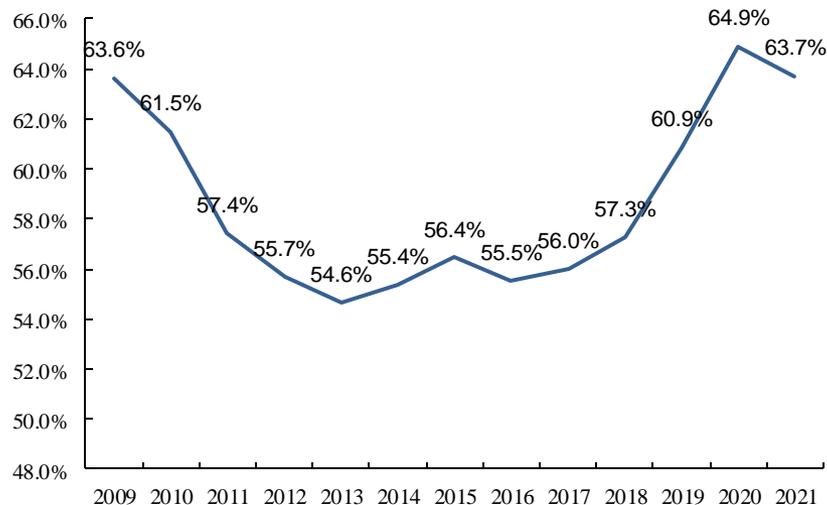


数据来源：中汽协，东兴证券研究所

自主板块：2018年以来汽车行业负增长，加速行业集中度提升

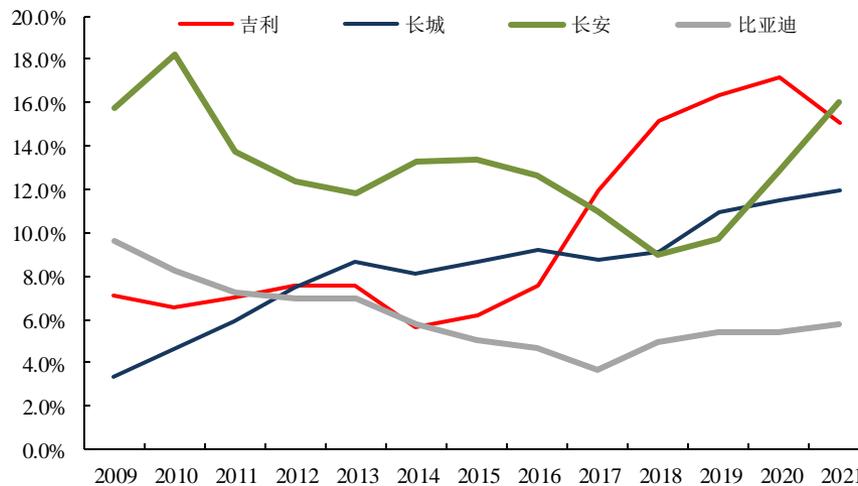
- TOP5市场份额从2016年的55.5%提升至2021年的63.7% (自主品牌集中度)；
- 吉利：从2016年的7.6%提升至2021年的15.1%；
- 长城：从2016年的9.2%提升至2021年的12.0%；
- 长安：从2016年的12.7%提升至2021年的16.0%；
- 比亚迪、广汽、上汽稳住了销量规模，具备上升潜力。

图表14：2021年1-6月自主TOP5市场份额



数据来源：乘联会，东兴证券研究所

图表15：长城、比亚迪、长安份额提升



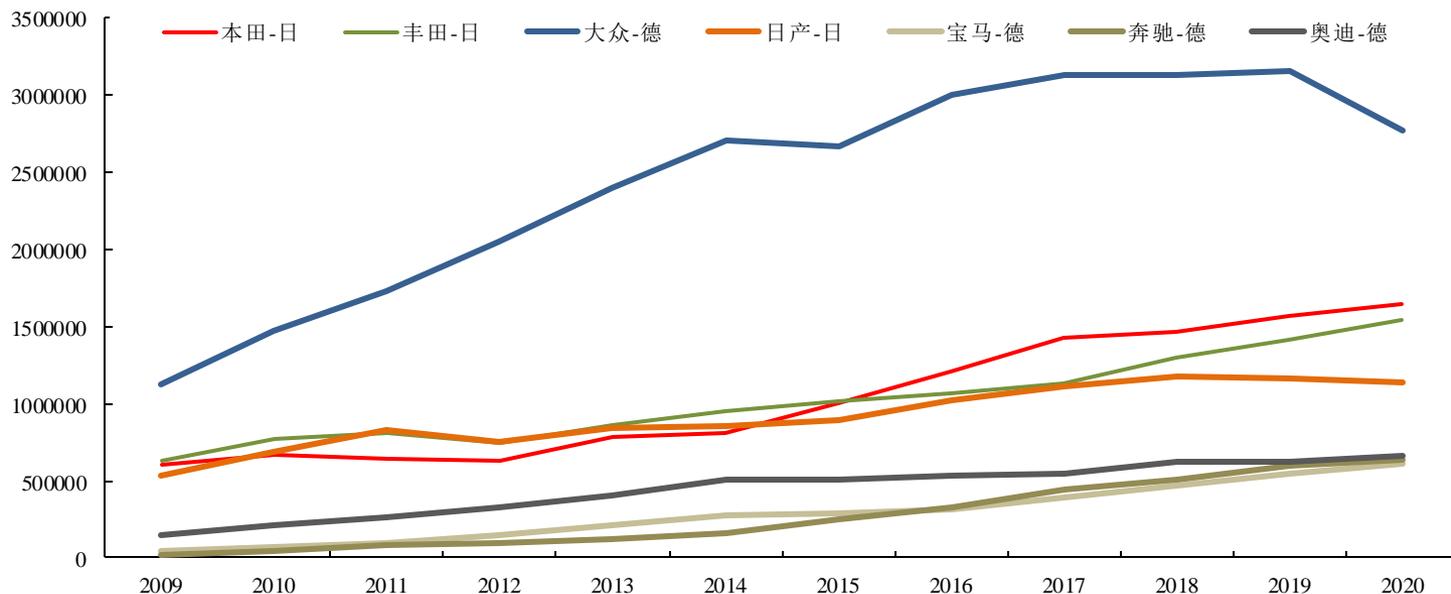
数据来源：乘联会，东兴证券研究所

我国汽车市场集中化加速，龙头崛起

合资板块：日系逆势上行，德系基本维持，美韩法大幅下挫

- 丰田本田逆势上行，对应市场份额提升；
- 大众基本维持原有的销量；
- 豪华车逆势上行，尤其是奔驰、宝马。

图表17：市场份额提升的合资车企 单位：辆

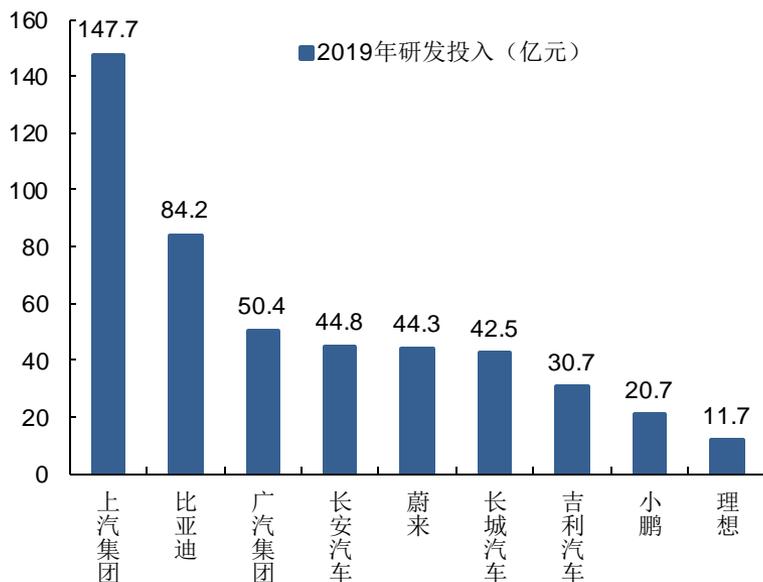


数据来源：中汽协，东兴证券研究所

电动智能化会加速淘汰过程

- 电动化和智能化研发投入高：电动平台、智能驾驶的投入都使得尾部车企难以以为继。大众MEB平台累计研发投入500亿RMB
- 长城汽车：未来5年1000亿研发
- 长安汽车：未来5年1500亿研发
- 吉利集团：每年研发投入200亿

图表19：智能电动化下的高研发



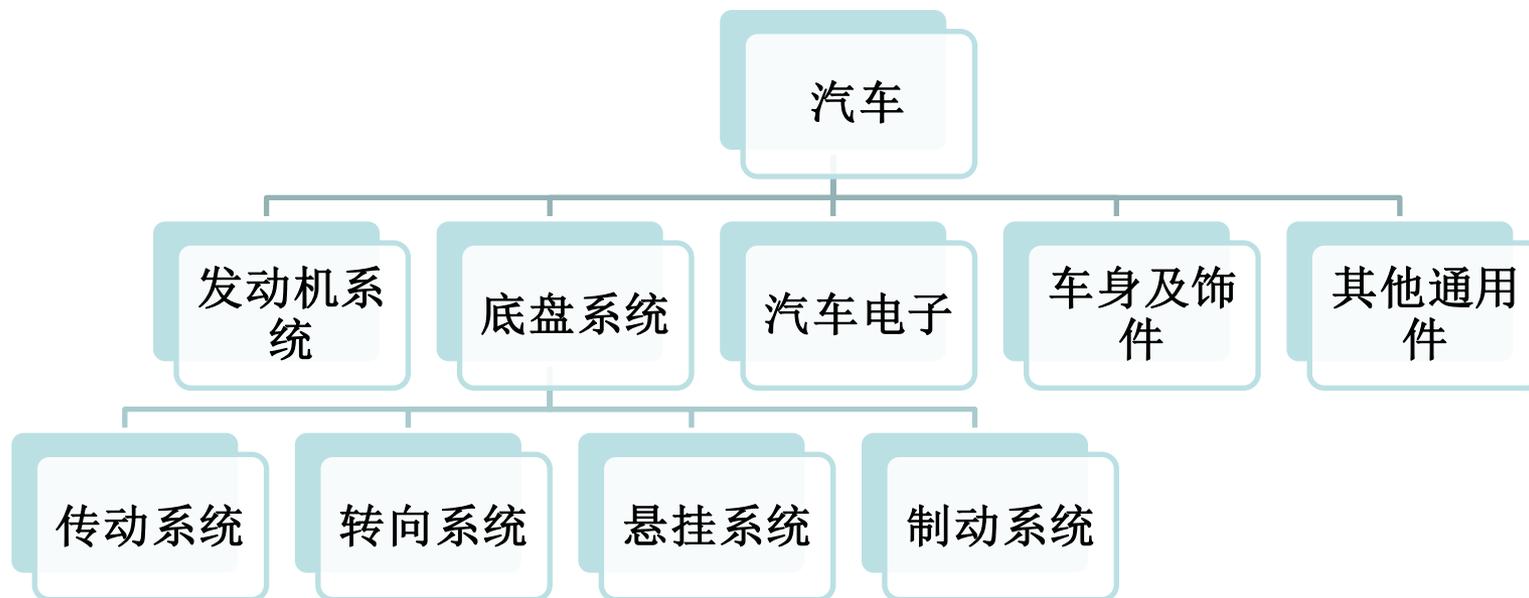
图表20：长城汽车未来5年1000亿研发投入



- 汽车行业周期复苏
- 零部件的格局重塑
- 投资策略

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。其中，在传统汽车产业链中，发动机系统是产业链的皇冠，全球零部件巨头中，很多巨头的核心业务集中在发动机相关零部件，如博世等。

图表22：汽车零部件系统构成



数据来源：东兴证券研究所整理

敬请参阅报告结尾处的免责声明

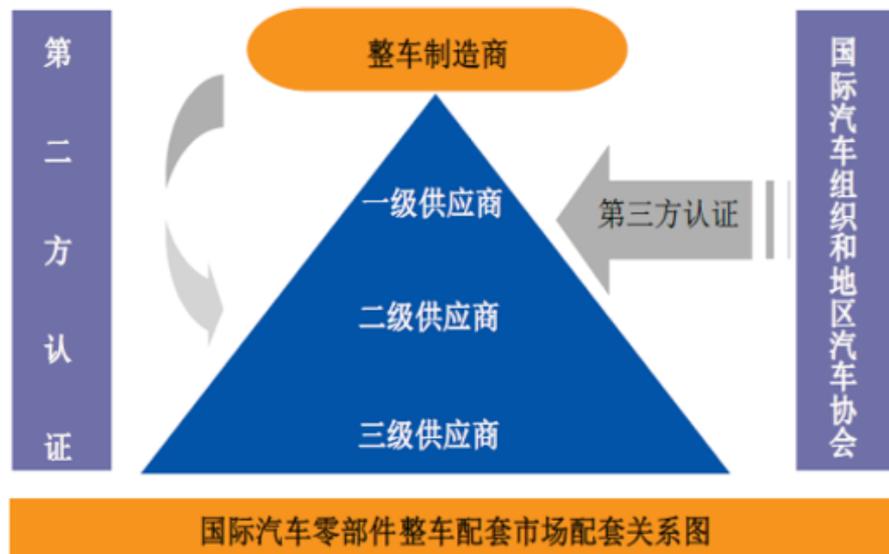
一级供应商：直接配套车企，供应模块、系统及产品，具备独立功能。有较高的同步研发和设计能力。如国外的博世、大陆等。

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：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为二三级供应商，具备制造效率和成本优势，但是很难打破稳固格局结构。

图表23：汽车零部件的金字塔结构



数据来源：东兴证券研究所整理

敬请参阅报告结尾处的免责声明

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系统，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。

图表23：智能电动对零部件的冲击远不止此

| 汽车系统 | 子系统 | 主要变化 |
|------|--------|--|
| 动力系统 | 发动机系统 | 纯电动取消、专用混动发动机也对部分部件做了变动 |
| | 动力电池系统 | 新增电芯、BMS、电池结构件、热管理系统等 |
| | 动力电机 | 新增部件 |
| 底盘系统 | 传动系统 | 变速箱大幅简化、新增电控等部件、与电机的集成设计导致零部件较大变化，以及更为复杂冷却系统 |
| | 悬架系统 | 轻量化、大量铝合金件被使用 |
| | 转向系统 | 电动转向、轻量化设计 |
| | 制动系统 | 电控制动、轻量化设计 |
| 汽车电子 | 电子电气架构 | 从分布式到集中式，域控制器、计算单元、线束等 |
| | 智能驾驶系统 | 智能化水平提升带来的传感器和软件系统的大幅增加 |
| | 电子电器 | 动力源变化带来的零部件重新设计（如空调等），及适应智能化（如车灯） |
| 车身饰件 | 车身结构件 | 轻量化设计带来零部件重大变化 |
| | 座椅 | 轻量化和智能化带来产品的变化 |

数据来源：东兴证券研究所整理

改变格局机遇的出现：

- 1) 电动车规模仍然偏小，主要车企电动车销量与燃油车销量差距仍大，使得部分零部件巨头对电动车订单未给足够的重视。
- 2) 零部件巨头均为全球化公司，早期伴随外资车企进入中国市场，在决策、组织运营效率上不具备优势。

把握机遇的关键：

- 1) 同步研发能力：新的零部件需要企业具备与车企同步研发和设计的能力。国内零部件企业经过多年的发展，部分细分龙头企业已经具备与车企同步开发的能力。
- 2) 高效决策、研发效率：由于国内零部件企业总体规模不大，船小好调头，通常组织结构不复杂，决策效率高。高的研发能力，能够即时捕捉市场需求。
- 3) 企业家精神：汽车零部件行业竞争激烈，零部件巨头也在向电动化和智能化转型，一个积极进取的企业家往往是企业创业成功的关键。

因此，我们积极关注一些因智能电动发生变化的零部件领域，且公司具备同步研发能力、高效的决策和研发效率、以及有卓越企业家领袖的公司，更有机会打破原有格局，成为新的零部件巨头。

- 汽车行业周期复苏
- 零部件的格局重塑
- 投资策略

零部件板块：我们目前重点关注铝合金压铸板块、电驱动等领域

铝合金压铸板块：

- 1) 电动车对轻量化诉求更高，据我们统计，电池包质量约占电动车整备质量的24%，车重成为制约电动车提升续航里程的重要因素。
- 2) 电动化加速铝合金压铸应用领域的拓展，传统燃油车铝合金铸件主要应用在壳类、支架等部件，如发动机、变速箱、转向系统相关等。电动车领域则扩展至底盘系统，如副车架、控制臂、转向节等。以及新增的电池盒等
- 3) 国内一些在该领域积累多年企业在压铸工艺上不断提升，同步研发能力强，决策效率高，有望突破原有的铝合金压铸行业格局，拿到更多的市场份额。

我们重点覆盖了爱柯迪（600933.SH）、文灿股份（603348.SH），先后发布深度报告《爱柯迪（600933）：深耕铝合金精密压铸件的全球隐形冠军》（20210804）、《文灿股份（603348）深度报告：铝合金压铸新赛道的领军者》（20210826）。

零部件板块：我们目前重点关注铝合金压铸板块、电驱动等领域

电驱动领域：

- 1) 电动汽车取消了发动机，变速箱也从复杂的多挡变速箱变成了固定齿比减速器，取而代之的是电池（提供能量）、电控、电机（电能转化为机械能）和固定齿比减速器。
- 2) 电驱动仍处于不断迭代升级当中，电驱动系统设计经历了独立式、二合一、三合一和多合一的发展阶段。七合一等更高集成产品也在研发当中。
- 3) 电机的高转速也对齿轮等部件有更高的要求，精度要求更高，国内优秀企业通过快速反应、长期技术积累获得更高电动车电驱动齿轮业务。

我们重点覆盖了双环传动（002472.SZ），并发布深度报告《双环传动（002472）：电动化浪潮下高精度齿轮稀缺供应商》（20210428）。

整车板块：我们仍重点推荐广汽集团（601238.SH\2238.HK）

核心逻辑：

- 1) 2022年行业进入复苏周期。
- 2) 广汽集团自主板块经营拐点已到：
 - 传祺品牌：广汽集团多年技术研发、人才储备和组织机制变革的效果显现。影豹、全新GS8、埃安品牌得热销，都不断印证了我们对广汽自主板块拐点已至的判断。
 - 埃安品牌：埃安的重组及后续的引战、上市对于广汽集团意义重大，埃安作为广汽集团纯电新能源汽车事业的发展载体，借助资本市场，采用新的人才激励机制、高效的组织架构，将广汽集团的新能源汽车事业发扬光大。同时，埃安的独立运营也将使埃安的价值得到直接的显现。我们看好埃安的发展前景及由此带来广汽自主板块的价值提升。
- 3) 广汽集团合资板块增长提速：广汽丰田和广汽本田在2022销量均有望达到或超过100万辆；广汽三菱进入新的合资合作阶段，广汽集团持续赋能，叠加新车型投放，广汽三菱有望改善；广菲克已是最差时刻，外方股东将发布全新中国区战略，产能优化措施将落地。

我们先后发布《广汽集团（601238）深度报告系列4：站在新高的起点，展望星辰大海》（20210829）等6篇系列深度报告，维持广汽A和广汽H“强烈推荐”评级。

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。

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。

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责任。

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。

谢谢大家 欢迎交流