

行业定期策略
汽车
碳中和大背景下，关注汽车电动智能化机会

2021年12月27日

评级 领先大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
汽车	-2.27	6.37	20.81
沪深300	0.51	2.36	-1.57

杨甫

 执业证书编号：S0530517110001
 yangfu@hncasing.com

张科理

zhangkeli@hncasing.com

分析师

0731-84403345

研究助理
相关报告

重点股票	2020A		2021E		2022E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
比亚迪	1.45	186.21	1.65	163.64	2.93	92.15	推荐
中鼎股份	0.40	56.13	0.88	25.51	1.03	21.80	推荐
拓普集团	0.57	99.42	1.01	56.11	1.36	41.67	推荐
华阳集团	0.38	156.21	0.62	95.74	0.87	68.23	谨慎推荐
伯特利	1.13	64.17	1.32	54.93	1.67	43.42	谨慎推荐

资料来源：Wind，财信证券

投资要点：

- 碳中和大背景下，汽车电动智能化加速。** 相比传统汽车，电动车在行驶过程中不会产生碳排放，是当前汽车行业减排的最佳选择。而智能汽车的发展将有利于提高车辆利用率和电动车的续航里程，减轻对环境的污染。因此在碳中和大背景下，汽车电动智能化必然会加速。
- 2021年汽车行情表现优异。** 2021年整体汽车销量受缺芯和重卡国标切换扰动，而新能源汽车销量转向需求驱动，同比大幅提升。全年申万汽车指数大幅领先大盘指数，涨跌幅处于行业第4名。从PE和PB估值来看，分别位于历史前3%分位和前9%分位。在市场缺芯和原材料价格上涨情况下，汽车行业营收和利润同比均有较快增长。
- 关注新能源汽车产业链机会。** 2021年新能源汽车单月渗透率最高达到17.8%，从明年预期来看，有望提前3年完成渗透率20%的目标。我们建议在插电混动、热泵空调、车身一体化压铸、驱动系统集成化、空气悬架、800V高压快充等方面寻找投资机会，同时也要重点关注特斯拉和比亚迪配套产业链标的。
- 关注智能汽车产业链机会。** 智能汽车在大方向上可以分为两大类，分别是（车外智能）智能驾驶和（车内智能）智能座舱。在各国和各大车企争相发力的情况下，我们认为当前智能汽车行业正在加速发展。建议优先关注渗透率快速提升的智能座舱标的，同时可以重点关注智能驾驶执行端的机会。
- 投资策略：** 配置角度，在新能源汽车快速渗透的大趋势下，我们对汽车行业继续保持乐观的态度，整体市场做多热情依旧较强，但市场分化行情可能会出现，业绩确定性较高的个股将持续获得市场青睐，值得配置。在新能源汽车产业链和智能汽车产业链中，技术变革和新产品渗透率提升的主线非常明显，有望持续获得关注，因此给予行业“领先大市”评级。2022年度建议重点关注个股：比亚迪（002594.SZ）、中鼎股份（000887.SZ）、拓普集团（601689.SH）、华阳集团（002906.SZ）、伯特利（603596.SH）。
- 风险提示：** 汽车产销量不及预期，新能源汽车渗透率不及预期，智能汽车发展不及预期。

内容目录

1 2021 年汽车行情复盘	5
1.1 碳中和大背景下，汽车电动智能化加速	5
1.2 新能源汽车：市场需求侧开始发力，渗透率创历史新高	6
1.3 整体汽车：全年受多因素扰动，长期看新车销量有望稳步提升	7
1.4 乘用车：市场缺芯影响在逐步减弱，自主品牌市占率提升	8
1.5 商用车：重卡国五标准切换国六，下半年需求萎缩	10
1.6 经销商库存系数：下半年库存持续告急	11
1.7 2021 年申万汽车及二级子版块市场行情回顾	11
1.8 2021 年汽车行业盈利情况回顾	15
2 投资主线一：关注新能源汽车产业链	19
2.1 特斯拉鲑鱼效应及国产自主品牌的崛起	19
2.2 新能源汽车变革带来的投资机会	21
2.3 特斯拉&比亚迪产业链标的持续受益	23
3 投资主线二：关注智能汽车产业链	24
3.1 国家政策支持，科技巨头入局	24
3.2 智能座舱渗透率快速提升，座舱标的业绩优先释放	27
3.3 智能驾驶执行端的线控技术有望快速渗透	27
4 行业评级及重点关注公司	29
4.1 行业评级	29
4.2 重点关注公司	29
5 风险提示	33

图表目录

图 1：2021 年 1-11 月新能源汽车月度产量及同比增速	7
图 2：2021 年 1-11 月新能源汽车月度销量及同比增速	7
图 3：2019 年 1 月至 2021 年 11 月我国新能源汽车渗透率	7
图 4：2021 年 1-11 月汽车月度产量及同比增速	8
图 5：2021 年 1-11 月汽车月度销量及同比增速	8
图 6：2005-2020 年汽车年度销量及同比增速	8
图 7：2020 年主要国家千人汽车保有量（辆）	8
图 8：2021 年 1-11 月乘用车各品类月销量	9
图 9：2021 年 1-11 月乘用车各品类同比增速	9
图 10：2021 年 1-11 月乘用车按品牌国别划分销量占比变化	10
图 11：2020 年 1 月-2021 年 11 月客车月销量及同比变化	10
图 12：2020 年 1 月-2021 年 11 月货车月销量及同比变化	10
图 13：2012 年 6 月-2021 年 11 月经销商综合库存系数	11
图 14：2021.1.1-2021.12.13 市场成交额、申万汽车及全市场主要指数走势	12
图 15：2021.1.1-2021.12.13 申万一级行业涨跌情况（%）	13
图 16：申万汽车板块个股区间涨幅情况	13
图 17：2012 年 6 月至今申万汽车行业及主要指数 PE 估值（TTM）	14

图 18: 2012 年 6 月至今申万汽车行业及主要指数 PB 估值 (LF)	15
图 19: 2019-2021 年前三季度申万汽车行业总营收.....	15
图 20: 2019-2021 年前三季度申万汽车行业总净利润.....	15
图 21: 近 7 个季度汽车行业单季度总收入.....	16
图 22: 近 7 个季度汽车行业单季度总净利润.....	16
图 23: 2021 年 Q1-Q3 汽车板块归母利润涨幅区间占比.....	16
图 24: 2021 年 Q3 汽车板块归母利润涨幅区间占比.....	16
图 25: 分板块 2019 年至 2021 年 Q3 营收 (亿元)	17
图 26: 分板块 2019 年至 2021 年 Q3 净利 (亿元)	17
图 27: 2018Q3-2021Q3 汽车板块销售毛利、净利率 (%)	17
图 28: 2018Q3-2021Q3 汽车板块 ROE (%)	17
图 29: 2018Q3-2021Q3 汽车板块固定资产周转率.....	18
图 30: 2018Q3-2021Q3 汽车板块资产负债率.....	18
图 31: 2020Q1-2021Q3 单季度销售毛利率	18
图 32: 2020Q1-2021Q3 单季度销售净利率.....	18
图 33: 分板块 2018Q3-2021Q3 销售毛利率 (% ,整体法)	19
图 34: 分板块 2018Q3-2021Q3 销售净利率 (% ,整体法)	19
图 35: 分板块 2018.Q3-2021.Q3 净资产收益率 (% , 整体法)	19
图 36: 2020-2021.11 特斯拉中国单月销量 (万辆)	20
图 37: 2020-2021.11“蔚小理”单月销量 (辆)	20
图 38: 2020-2021.11 比亚迪新能源单月销量 (万辆)	20
图 39: 2020-2021.11 荣光 MINIEV 单月销量 (万辆)	20
图 40: DM-i 混合动力系统结构模型	21
图 41: 热泵空调工作示意图	22
图 42: 一体化压铸	22
图 43: 电机电控集成.....	22
图 44: 空气悬架.....	22
图 45: 800V 高压快充	23
图 46: 换电模式.....	23
图 47: 特斯拉中国 Model 3 产业链相关公司	24
图 48: 智能汽车两大方向.....	25
图 49: 全球智能座舱渗透率	27
图 50: 全球及中国智能座舱市场规模 (十亿美元)	27
图 51: 中国 2021 年 L2 级自动驾驶单月渗透率 (%)	28
图 52: 伯特利线控制动产品 WCBS.....	29
图 53: 2016-2021 前三季度营业总收入.....	30
图 54: 2016-2021 前三季度归母净利润.....	30
图 55: 2016-2021 前三季度营业总收入.....	31
图 56: 2016-2021 前三季度归母净利润.....	31
图 57: 2016-2021 前三季度营业总收入.....	31
图 58: 2016-2021 前三季度归母净利润.....	31
图 59: 2016-2021 前三季度营业总收入.....	32
图 60: 2016-2021 前三季度归母净利润.....	32
图 61: 2016-2021 前三季度营业总收入.....	33
图 62: 2016-2021 前三季度归母净利润.....	33

表 1: 各国和各地区碳中和碳达峰政策.....	5
表 2: 全球车企碳中和碳达峰政策.....	6
表 3: 中国智能汽车行业相关政策汇总.....	26

1 2021 年汽车行情复盘

1.1 碳中和大背景下，汽车电动智能化加速

为实现 2030 碳达峰 2060 碳中和目标，减排刻不容缓。2020 年 9 月 22 日，习近平总书记在联合国大会上向全世界宣布，“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”。实现碳达峰碳中和的目标对我国意义重大，是推动经济社会高质量发展的内在要求，是深入推进生态文明建设的必然选择，也是全球应对气候变化的共同责任。从当前主要发达经济体的碳达峰碳中和目标来看，绝大多数发达国家已经实现碳达峰，碳中和时间多定在 2050 年。而我国做为世界上最大的发展中国家，也是碳排放总量最大的国家，要争取在 2030 年实现碳达峰，转向低碳和集约型经济社会，然后在 2060 年前实现碳中和，节能减排则显得刻不容缓。

表 1：各国和各地区碳中和碳达峰政策

国家或地区	具体政策
中国	2020 年 9 月 22 日，中国在联合国大会宣布，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。
美国	2021 年 1 月 20 日，美国宣布重返《巴黎协定》，并提出“到 2035 年，通过向可再生能源过渡实现无碳发电；到 2050 年，让美国实现碳中和”的目标。
欧盟	2021 年 4 月 21 日，欧盟各国就《欧洲气候法》达成临时协议，2050 年碳中和目标将被写入法律。同时提出 2030 年温室气体排放量至少要比 1990 年减少 55%。
英国	2019 年 6 月，英国以立法形式确立到 2050 年实现温室气体“净零排放”的目标。2020 年 12 月，英国再次宣布最新减排目标，承诺到 2030 年英国温室气体排放量与 1990 年相比，至少降低 68%。
日本	2021 年 4 月，日本宣布力争 2030 年度温室气体排放量比 2013 年度减少 46%，并将朝着减少 50% 的目标努力。5 月 26 日以立法的形式明确了日本政府提出的到 2050 年实现碳中和的目标。

资料来源：新华社，财信证券

汽车行业全产业链碳排放约占全国碳排放的 8% 以上，是碳减排的重要阵地。汽车行业做为国民经济的一大支柱性产业，既在生产制造、物流运输等环节产生碳排放，又在使用过程中消耗大量能源。从中国温室气体排放量来看，汽车行驶过程中燃烧燃料的碳排放约占全国碳排放量的 7.5%，从车辆全生命周期（制造阶段+使用阶段）来算，汽车产业碳排放约占 8% 以上，因此汽车行业减排也成了我国实现碳达峰碳中和目标的重要举措。除了国家政策推动外，全球多数传统车企顺应时代发展的背景，纷纷发布碳中和目标。长城汽车做为中国首个明确碳中和时间的车企，承诺于 2045 年全面实现“碳中和”。

表 2：全球车企碳中和碳达峰政策

车企	具体政策
大众	2021年9月16日，大众集团宣布致力于在2050年前实现碳中和，到2030年，大众乘用车和轻型商用车的总排放量（较2018年）将减少30%。
戴姆勒	2019年戴姆勒提出“Ambition 2039”，到2030年插电式混合动力车（PHV）或纯电动车（EV）将占新车销量的50%以上，到2039年实现其整个供应链的碳中和。
宝马	2021年宝马集团宣布计划到2030年平均单车全生命周期碳排放降低40%，完成交付1000万辆纯电动车，占集团总销量的50%，计划到2050年实现全价值链气候中和目标。
沃尔沃	2019年沃尔沃汽车发布“2040环境计划”，致力于在2040年之前成为全球气候零负荷标杆企业。
日产	2021年1月日产汽车发布碳中和目标，计划在2030年代初期，实现核心市场新车型100%的电动化，计划到2050年整个集团的企业运营和产品生命周期实现碳中和。
长城	2021年6月28日，长城汽车宣布将在2023年实现首个零碳工厂建设，于2045年全面实现“碳中和”。

资料来源：汽车之家，财信证券

碳减排驱动下，汽车电动智能化加速。《中国汽车低碳行动计划研究报告 2021》显示，2020年，我国乘用车全产业链碳排放总量约为6.7亿吨二氧化碳，其中74%的碳排放来自汽车的使用环节，在汽车行驶环节减排则显得尤为重要。相比燃油车每公里约119克的平均碳排放量，电动汽车（不含插电混动汽车）在行驶的过程中使用的是电化能，不会产生二氧化碳排放，是当前汽车行业减排的最佳选择。而智能汽车的发展将有利于提高车辆利用率和电动汽车的续航里程，减轻对环境的污染。因此我们认为，在碳中和大背景下，汽车电动智能化必然会加速。

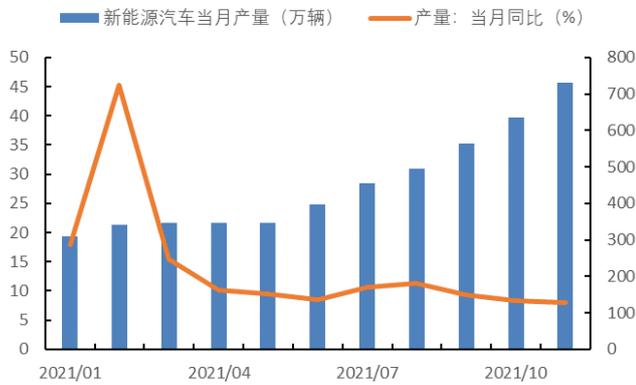
1.2 新能源汽车：市场需求侧开始发力，渗透率创历史新高

2021年新能源汽车表现优异，单月渗透率最高达到17.8%。在碳中和的政策方针指引下，2021年我国新能源汽车行业也交了出来一份靓丽的成绩单。2021年1-11月，新能源汽车累计产销分别完成302.3万辆和299.0万辆，同比均增长1.7倍。11月，新能源汽车产销量分别为45.7万辆和45.0万辆，环比分别增长15.1%和17.5%，同比分别增长1.3倍和1.2倍。11月新能源汽车单月渗透率已经达到17.8%，预计全年新能源汽车销量在340万辆以上，全年渗透率有望达到13%，较2020年提升8个百分点左右。我们认为新能源汽车行业从2019-2021年经历了从政策扶持退坡到快速成长的阶段。自2019年下半年补贴退坡开始，新能源汽车行业政策红利基本消失，行业有所滑坡；2020年受益于国产特斯拉大卖，新能源汽车市场认可度提升，同时国产新能源自主品牌开始崛起，行业发展开始走向需求推动；2021年新能源汽车需求端开始发力，甚至交出单月17.8%的渗透率，远超2019和2020年单月5%-6%的渗透率。

我们认为新能源汽车已经由需求侧主导，将继续走出了独立于整体汽车市场的行情，同时将从中高端B、C级车和低端A0、A00级向10-20万的A、B级车加速渗透。对2022

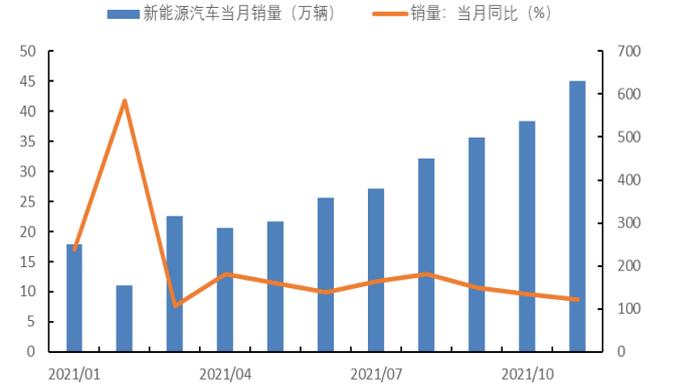
年的新能源汽车销量我们继续保持乐观的预期，预计 2022 年全年新能源汽车销量可以达到 500 万辆，同比增长约 45%，全年渗透率将达到 20%，提前三年（原计划 2025 年）完成国家新能源汽车渗透率 20% 的目标。

图 1：2021 年 1-11 月新能源汽车月度产量及同比增速



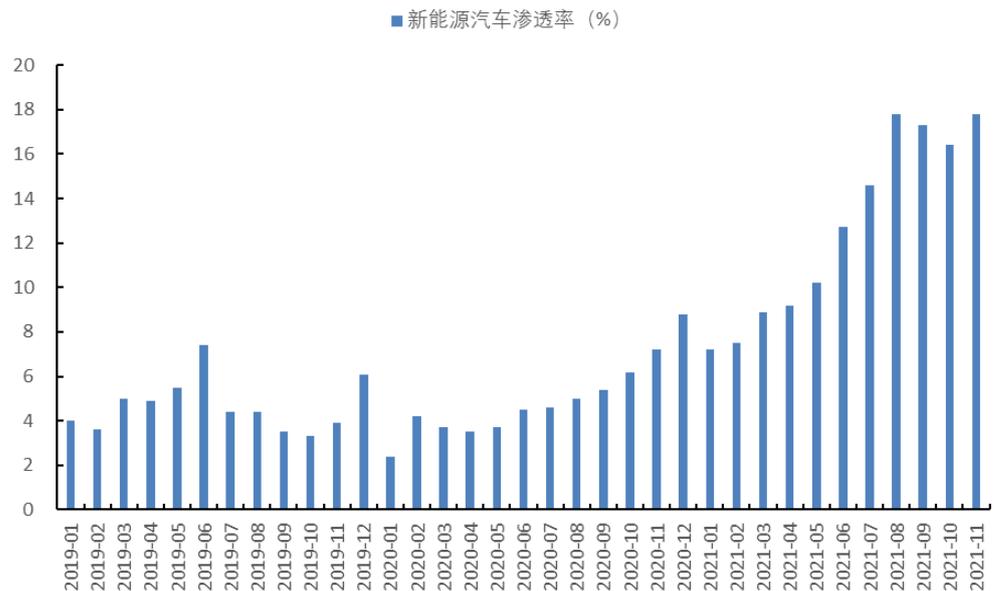
资料来源：Wind，财信证券

图 2：2021 年 1-11 月新能源汽车月度销量及同比增速



资料来源：Wind，财信证券

图 3：2019 年 1 月至 2021 年 11 月我国新能源汽车渗透率



资料来源：Wind，财信证券

1.3 整体汽车：全年受多因素扰动，长期看新车销量有望稳步提升

行业全年受缺芯和重卡国标切换扰动。根据中汽协数据，2021 年 11 月汽车产销量分别为 258.5 万辆和 252.5 万辆，同比分别下滑 9.3% 和 9.1%，环比分别增长 10.9% 和 8.2%。2021 年 1-11 月汽车累计产销量分别为 2317.2 万辆和 2348.9 万辆，同比分别增长 3.5% 和 4.5%，产销增幅比 1-10 月均回落 1.9 个百分点。11 月，车市依旧受到缺芯和重卡国标切

换的影响，同比依旧下滑明显，但环比正在持续改善中。随着缺芯的逐步缓解以及国标切换影响的退坡，我们认为明年整体车市将会有较好的表现。

图 4：2021 年 1-11 月汽车月度产量及同比增速



资料来源：Wind，财信证券

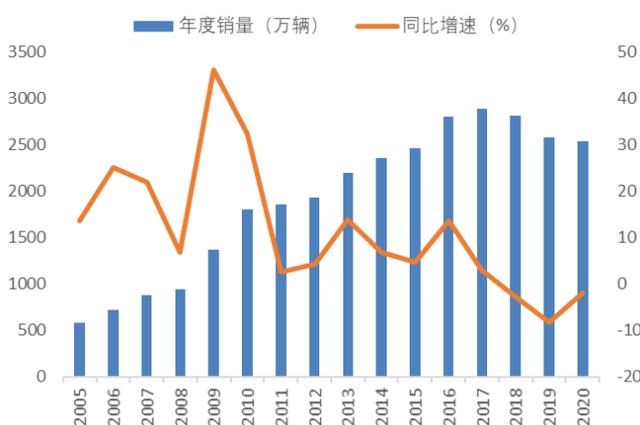
图 5：2021 年 1-11 月汽车月度销量及同比增速



资料来源：Wind，财信证券

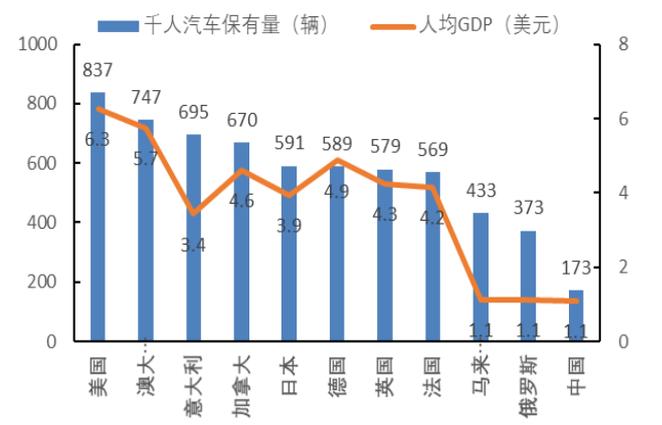
汽车保有量有望逐步提升，带动新车销量稳健增长。从最近 16 年的汽车销量数据来看，中国汽车销量经历了先快速增长再滑坡的过程。2005-2017 年中国汽车销量从 576 万辆增长到 2887 万辆，总体汽车销量增长了 4 倍，年复合增速达到 14.38%。自 2018 年开始，中国汽车行业先后受到中美贸易战、机动车国五标准切换国六、新冠疫情等不利因素影响，导致汽车销量逐年滑坡。2021 年汽车整体销量本有望受益新能源汽车带动而有所回升，然而缺芯问题却对汽车产能造成巨大打击，使得居民汽车消费需求被压制。从千人汽车保有量的情况来看，中国千人汽车保有量仅 173 辆，排世界第 17 位，与欧美等发达国家有相当大差距。即便与马来西亚和俄罗斯等人均 GDP 相当的国家，中国千人汽车保有量依旧有较大差距。随着中国经济持续稳健的发展，我们认为中国汽车保有量有望逐步提升，往后每年新车销量将走出稳健增长的态势。

图 6：2005-2020 年汽车年度销量及同比增速



资料来源：Wind，财信证券

图 7：2020 年主要国家千人汽车保有量（辆）



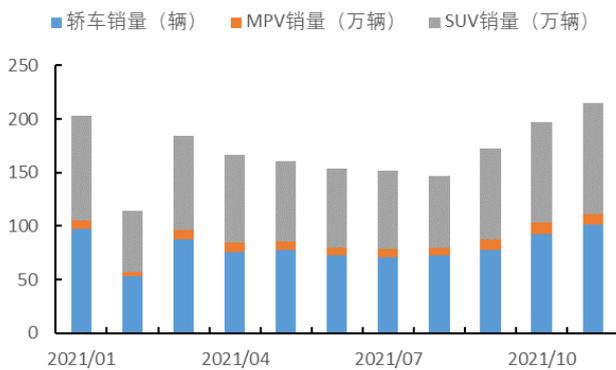
资料来源：世界银行，财信证券

1.4 乘用车：市场缺芯影响在逐步减弱，自主品牌市占率提升

乘用车市场受芯片短缺影响在逐步减弱，轿车和 SUV 车型率先恢复。2021 年 11 月，

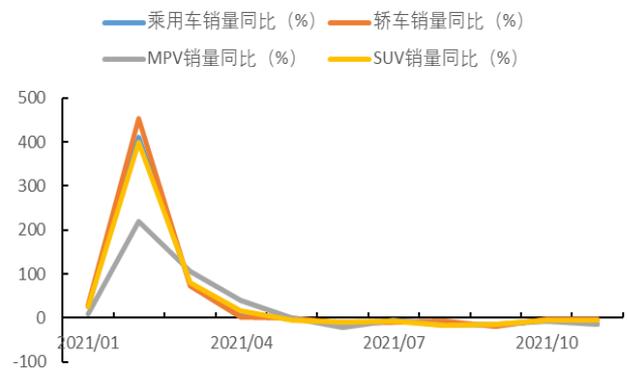
乘用车销量为219.2万辆,同比下滑4.7%,环比增长9.2%;1-11月乘用车累计销量为1906.0万辆,同比增长7.1%,增幅比1-10月缩小1.7pct。11月,轿车、SUV和MPV销量分别为100.9万辆、103.6万辆和10.8万辆,同比分别下滑3.3%、5.0%和14.7%,环比分别变化+9.2%、+10.9%和-5.3%。1-11月三类车型累计销量分别为880.9万辆、895.9万辆和94.2万辆,同比分别变化+7.1%、+7.6%和+3.4%,增幅比1-10月分别缩小1.5pct、1.9pct和2.9pct。由于受到行业缺芯的影响,乘用车市场从3月份开始就进入累计同比增速逐月下滑的轨道,但我们可以看出11月的环比数据在持续好转,缺芯的影响预计将会逐渐减弱。从细分车型来看,轿车和SUV的恢复情况比较同步,而MPV因产品普遍处于低端,所以恢复相对较弱。

图 8: 2021 年 1-11 月乘用车各品类月销量



资料来源: Wind, 财信证券

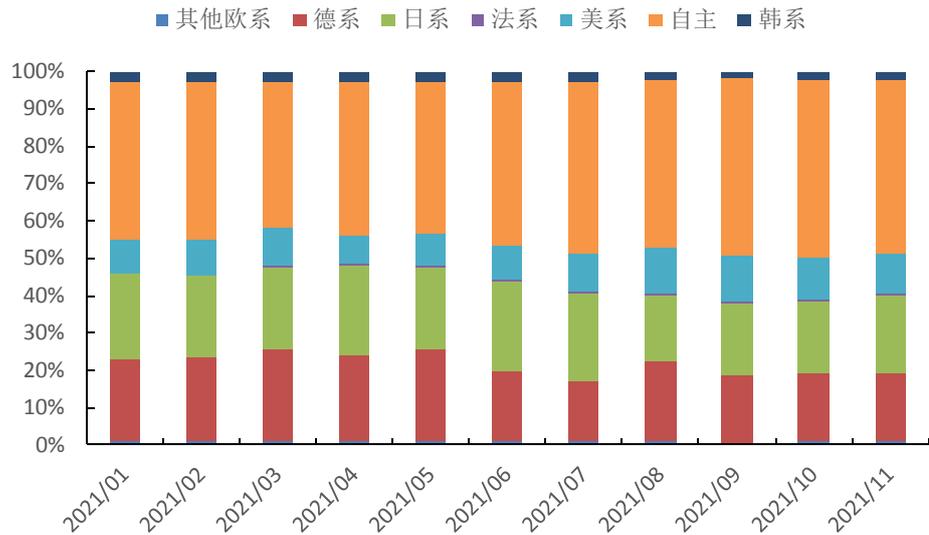
图 9: 2021 年 1-11 月乘用车各品类同比增速



资料来源: Wind, 财信证券

新能源汽车爆发大背景下,自主品牌市场占有率提升。按品牌分类,2021年11月份,自主、日系、德系和美系品牌乘用车销量分别为84.1万辆、40.4万辆、34.2万辆和16.1万辆,同比分别变化+2.3%、-16.2%、-29.9%和-17.6%,环比分别变化+7.9%、+4.2%、+2.7%和+9.0%。1-11月,自主、日系、德系和美系品牌乘用车累计销量分别为734.9万辆、407.3万辆、410.5万辆和173.5万辆,同比分别变化+22.9%、-0.8%、-7.2%和8.5%。我们可以看出,在今年新能源汽车渗透率大幅提升以及行业缺芯的大背景下,自主品牌和美系品牌表现要优于日系和德系等合资品牌。11月份,自主品牌市占率为40.7%,较去年同期增加5.6pct,国产新能源自主品牌快速崛起,带动自主品牌销量最快回升;日系和德系品牌市占率分别为22.6%和22.8%,较去年同期分别减少1.6pct和3.2pct,日系和德系品牌受缺芯影响非常严重;美系品牌市占率为9.6%,较去年同期增加0.2pct,美系品牌有望在全球新能源汽车龙头特斯拉的带动下进一步提升国内市场占有率。

图 10：2021 年 1-11 月乘用车按品牌国别划分销量占比变化



资料来源：Wind，财信证券

1.5 商用车：重卡国五标准切换国六，下半年需求萎缩

重卡国五标准切换国六导致商用车下半年需求萎缩。根据中汽协数据，2021 年 11 月，商用车销量为 33.0 万辆，同比下降 30.3%，环比增长 1.1%；1-11 累计销量为 442.9 万辆，同比下滑 5.3%，降幅比 1-10 月扩大 2.8pct。从细分车型来看，11 月客车和货车的销量分别为 4.0 万辆和 29.0 万辆，同比分别下滑 16.5% 和 31.9%，环比分别增长 2.6% 和 1.0%；1-11 月客车和货车的累计销量分别为 45.1 万辆和 397.7 万辆，同比分别变化+16.9% 和 -7.3%。我们可以看到客车和货车的表现差别较大，主要是由于客车和货车这两大细分板块的发展逻辑不同而导致的。国内客车景气度主要受到铁路交通的影响，而当前国内高铁、城际铁路、地铁增速都在逐步放缓，客车销量将逐步趋于稳定。货车景气度主要受到基建和物流的影响，受各地散点疫情和国家宏观调控的影响，货车销量表现一般。而且由于重卡国五标准切换国六的缘故，整体货车市场今年走出了前高后低的极端分化行情。当前重卡经销商手上还有很多国五重卡库存，明年整体货车销量可能会依旧承压。

图 11：2020 年 1 月-2021 年 11 月客车月销量及同比变化



资料来源：Wind，财信证券

图 12：2020 年 1 月-2021 年 11 月货车月销量及同比变化



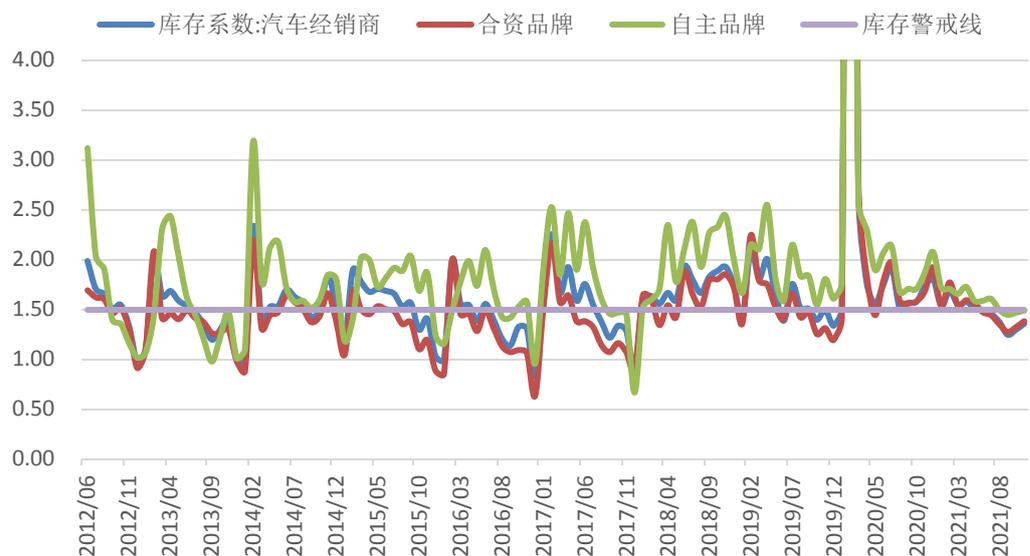
资料来源：Wind，财信证券

1.6 经销商库存系数：下半年库存持续告急

经销商库存处于警戒线以下，有望逐月回升。汽车经销商一般作为汽车产业链的蓄水池，协助主机厂平抑月度的销售波动。在市场需求旺盛的周期，经销商可以通过加价或降低销售折扣大幅提升净利润。而在市场不景气时，经销商需要为主机厂承担一定库存压力，加大折扣出售商品。因此经销商成为了汽车产业链中弹性最大的子板块之一。

2021年11月，汽车经销商综合库存系数为1.35，同比下降21.5%，环比上升4.7%，库存水平环比回升，但库存系数仍在警戒线下方。分品类来看，高端豪华&进口品牌库存系数为1.07，环比上升8.1%；合资品牌库存系数为1.37，环比上升4.6%；自主品牌库存系数为1.49，环比上升1.4%。芯片短缺影响持续改善，豪华及合资品牌前期受较大影响，目前库存情况改善明显。随着芯片短缺问题进一步缓解，汽车供应逐渐恢复，我们认为经销商后续会加大补库存的动作，汽车经销商综合库存系数有望逐月回升。

图 13：2012 年 6 月-2021 年 11 月经销商综合库存系数



资料来源：Wind，财信证券

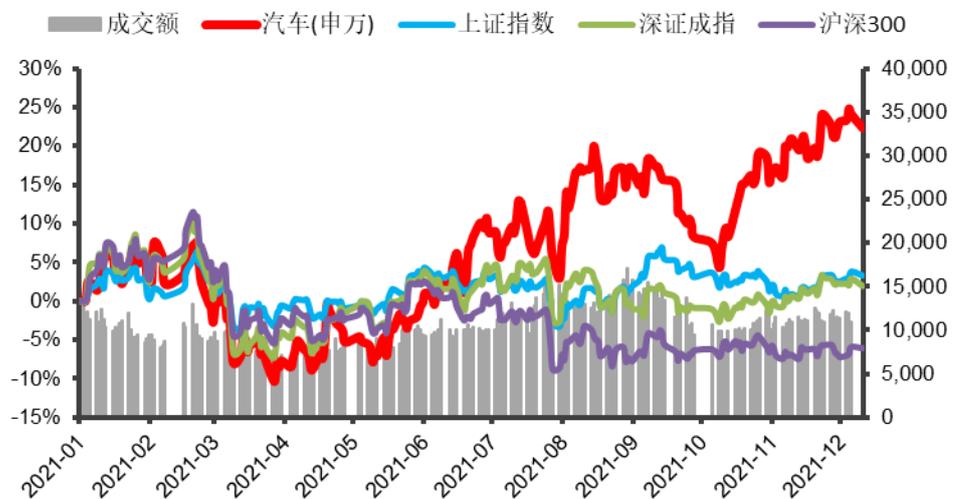
1.7 2021 年申万汽车及二级子版块市场行情回顾

全年申万汽车指数大幅领先大盘指数。年初至今（2021年1月1日-12月13日），申万汽车指数大幅领先大盘指数。3月底之前，汽车板块跟随市场回调，最大跌幅达到12.50%，后从5月开始走出独立行情。截止到2021年12月13日，申万汽车涨幅为22.77%，涨跌幅领先于上证指数（16.78%）、深证成指（17.64%）和沪深300（25.21%）。2021年一季度汽车板块跟随市场回调，表现弱于整体市场。从5月份开始，随着新能源汽车渗透率逐月爬坡，且国产新能源品牌表现远胜过合资和外资品牌（除特斯拉），市场对于未来国产新能源品牌市占率提升保持乐观预期，由此整车厂开启了一轮迅速上涨，以比亚迪和长城汽车最为典型。二三季度多家车企公布与华为合作智能汽车的方案，市场情绪

更加被点燃。然而，8-9 月份，市场缺芯问题非常严峻，汽车板块受悲观预期影响，整体回调。随着马来西亚等芯片封测重地疫情有所控制，市场预期快速转变，年内估值较低的零部件板块受到市场青睐，开启一轮独立的上涨行情，带动汽车板块涨幅再度拉开与大盘之间的距离。

整体来看，我们认为缺芯对汽车行业产能的影响在持续减弱，明年整体车市销量有望得以恢复。根据中汽协最新预测，2022 年汽车市场总销量或将达到 2750 万辆，同比增长 5.4%。其中，预计乘用车明年销量或达到 2300 万辆，同比增长 8%；商用车明年销量为 450 万辆，同比下降 6%。预计新能源汽车明年销量将达到 500 万辆，同比增长 47%。

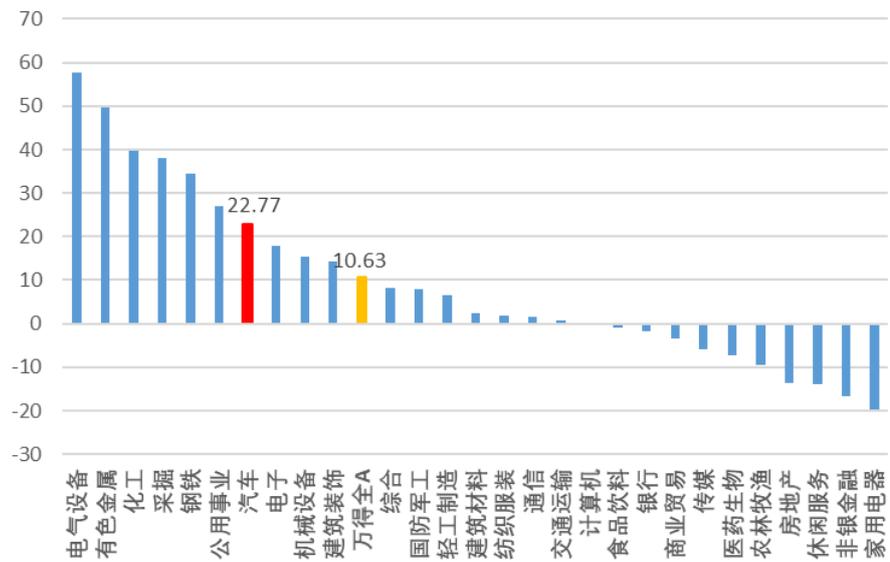
图 14：2021.1.1-2021.12.13 市场成交额、申万汽车及全市场主要指数走势



资料来源：Wind，财信证券

全年申万汽车指数涨跌幅处于行业第 4 名。截止至 2021 年 12 月 13 日，2021 年申万全部一级子行业有 18 个上涨和 10 个下跌，全 A 涨幅为+10.62%，板块涨幅中位数为+2.47%。汽车板块（总市值加权平均）涨跌幅为+22.77%，全市场排名第 4 名，较 2020 年下滑 2 名，处于市场前四分之一水平，领先全 A 指数 12.14pct。

图 15：2021.1.1-2021.12.13 申万一级行业涨跌情况 (%)

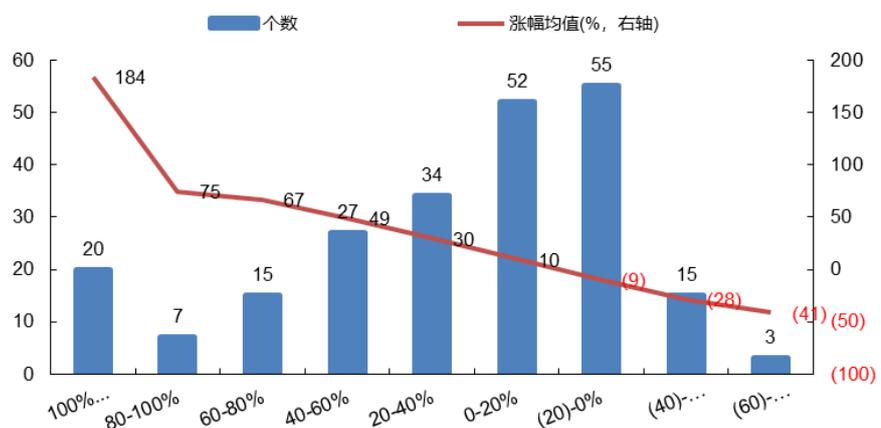


资料来源：Wind，财信证券

截止 2021 年 12 月 13 日，申万汽车板块共有 231 家上市公司，比去年增加 29 家。其中年初至今上涨的共有 155 家，下跌的共有 76 家，上涨比例为 67.10%。涨跌幅平均值为+30.40%，中位值为+15.71%，平均值高于中位值说明个股涨跌幅存在头厚尾轻的现象。分二级子板块看，整车板块中小康股份(+344.91%)、海马汽车(+120.72%)和江淮汽车(+62.92%)涨幅排名前三；汽车零部件板块中*ST 众泰(+429.63%)、双环传动(+290.77%)和钧达股份(+269.30%)涨幅排名前三；汽车服务板块中国机汽车(+100.27%)、庞大集团(+61.39%)和大东方(+53.93%)涨幅排名前三；其他交运板块中隆鑫通用(+64.22%)、永安行(+50.30%)和深中华 A(+50.21%)涨幅排名前三。

通过将汽车板块个股涨跌幅分区，可以清楚发现分布区间是明显右偏的（均值在+30.40%），这意味着行业内公司涨跌幅两极分化越发明显，大部分公司涨跌幅低于行业平均水平，未来行业内投资应当重点关注优质龙头个股。

图 16：申万汽车板块个股区间涨幅情况



资料来源：Wind，财信证券

截至 2021 年 12 月 13 日，汽车行业整体的 PE 估值（历史 TTM，整体法）为 33.1 倍，位于历史前 3%分位，2012 年 6 月至今的中值为 19.8 倍。沪深 300、上证 A 股、深圳 A 股的 12 月 13 日 PE 估值分别为 14.4 倍、14.0 倍和 29.6 倍，位于历史估值溢价的前 14%、44%和 27%分位，受新能源汽车高景气度的带动，PE 估值水平较 2020 年度继续上升。2012 年 6 月至今的估值中位数分别为 12.3 倍、13.7 倍和 25.2 倍，行业相比沪深 300、上证 A 股和深圳 A 股的最新折溢价率分别为+130%、+136%和+12%，分别位于历史估值溢价的前 1%、1%和 10%分位。

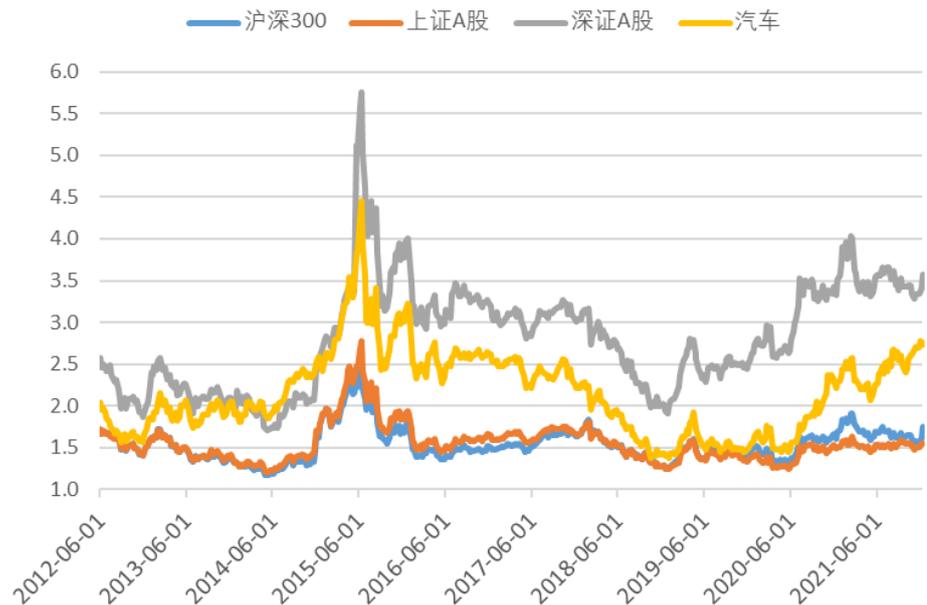
图 17：2012 年 6 月至今申万汽车行业及主要指数 PE 估值（TTM）



资料来源：Wind，财信证券

汽车行业整体的 PB 估值（LF，整体法）为 2.7 倍，位于历史前 9%分位，2012 年 6 月至今的中值为 2.1 倍。沪深 300、上证 A 股、深圳 A 股的 PB 估值分别为 1.7 倍、1.6 倍和 3.6 倍，与 2020 年相比基本持平，位于历史估值溢价的后 36%、18%和 49%分位。2012 年 6 月至今的估值中位数分别为 1.5 倍、1.5 倍和 2.8 倍，行业相比沪深 300、上证 A 股和深圳 A 股的最新折溢价率分别为+57%、+76%和-23%，分别位于历史估值溢价的前 30%、前 1%和后 30%。

图 18：2012 年 6 月至今申万汽车行业及主要指数 PB 估值 (LF)

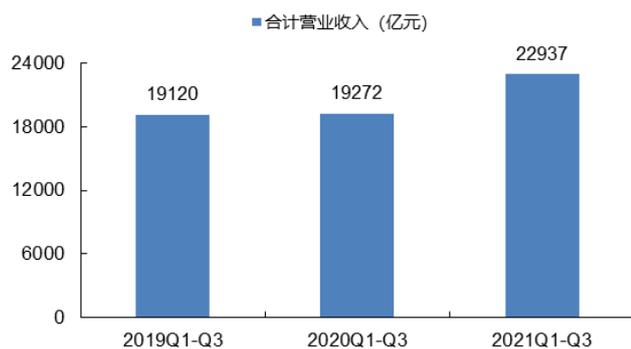


资料来源：Wind，财信证券

1.8 2021 年汽车行业盈利情况回顾

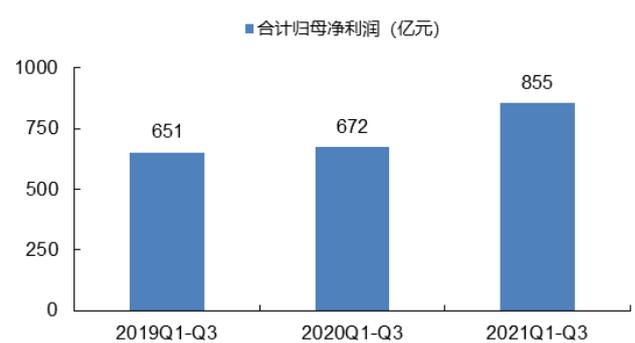
受去年低基数影响，行业营收和利润同比均有较快增长。从行业增速来看，申万汽车 231 家上市公司 2021 年前三季度共实现营业收入 22937 亿元，同比增长 19.02%，同比增速较去年同期增加 18.23pct；共实现归母净利润 855 亿元，同比增长 27.16%，同比增速较去年同期增加 23.84pct，主要是由于去年同期受疫情导致基数较低所致。

图 19：2019-2021 年前三季度申万汽车行业总营收



资料来源：Wind，财信证券

图 20：2019-2021 年前三季度申万汽车行业总净利润



资料来源：Wind，财信证券

受缺芯和原材料价格上涨影响，2021 年第三季度营收和利润承压。就 2020 年至今的行业单季度营收而言，2021 年第三季度的行业营收在 7276 亿元左右，略低于 2020 年同期水平，主要由于三季度车市销量受芯片短缺影响，同比出现较大下滑。从近 7 个季度的营收情况来看，除 2020 年第一季度受疫情影响外，其它每个季度情况表现较平稳。从归母净利润的情况来看，2021 年第三季度实现归母净利润 223 亿元，同比下滑 31%，

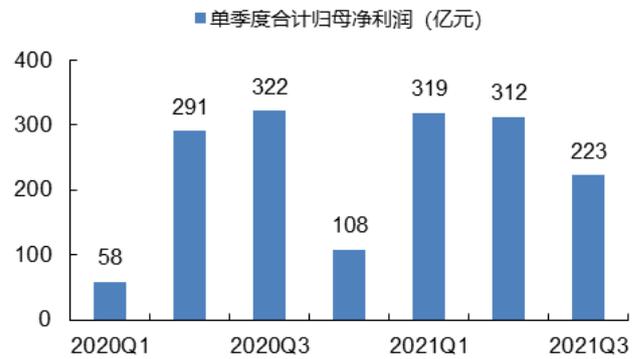
一方面受到车市萎靡的影响，另一方面行业原材料成本大幅上涨，挤压了零部件和整车厂的利润。随着原材料价格稳中有降，我们认为汽车行业利润有望回升。特别是零部件企业，通过和车企谈判，可以将涨价传导给整车厂，同时在原材料价格下降的趋势下，收获更大利润弹性。

图 21：近 7 个季度汽车行业单季度总收入



资料来源：Wind，财信证券

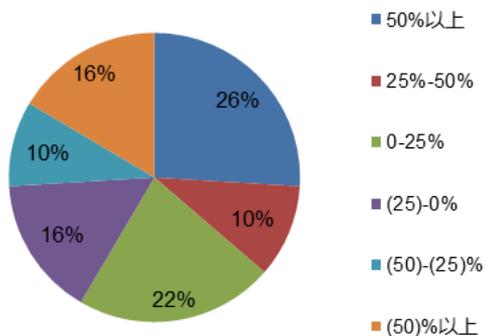
图 22：近 7 个季度汽车行业单季度总净利润



资料来源：Wind，财信证券

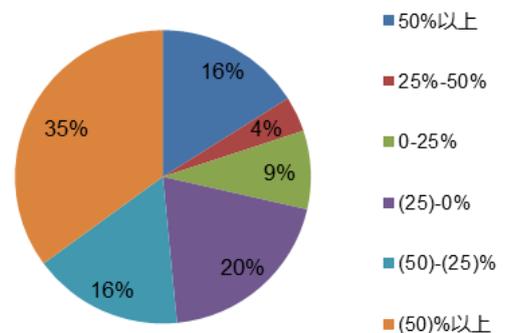
受去年同期高基数和今年原材料价格上涨的影响，2021 年第三季度汽车板块相较于 2021 年前三季度归母利润增速放缓，且分化明显。利润增速达到 50% 以上的企业占比仅为 16%，远少于利润增速跌幅 50% 以上的企业，同时第三季度板块利润下滑个股比例达到 71%，远超利润上涨个股比例。

图 23：2021 年 Q1-Q3 汽车板块归母利润涨幅区间占比



资料来源：Wind，财信证券

图 24：2021 年 Q3 汽车板块归母利润涨幅区间占比

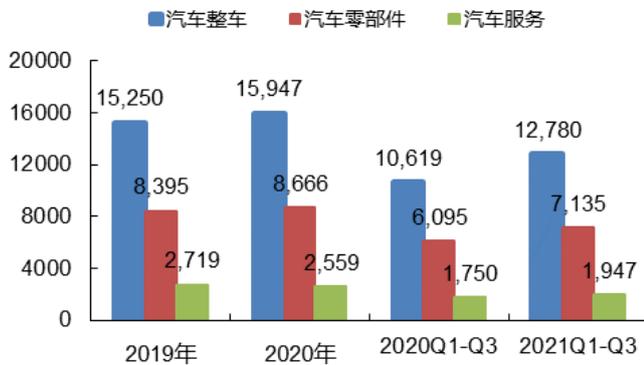


资料来源：Wind，财信证券

2021 年前三季度汽车整车、汽车零部件和汽车服务三大板块利润端增速快于营收端增速。分子板块来看，2021 年前三季度汽车整车、汽车零部件和汽车服务板块营收分别为 12780 亿元、7135 亿元和 1947 亿元，同比分别增长 20.35%、17.06%和 11.26%；归母净利润分别为 303 亿元、289 亿元和 24 亿元，同比分别增长 29.65%、32.23%和 59.16%。在新能源汽车渗透率快速提升的情况下，各家车企都是加大新能源的产线投放和研发经费的投入，因此可以看到汽车整车的营收增幅最大，但是利润增幅最小。而汽车零部件板块虽然营收增幅略低于汽车整车板块，但利润增幅却要高于整车，在造车新势力的带动下，新能源车企会让渡更多的利润给零部件厂商来保证供应链的完备性，因此零部件

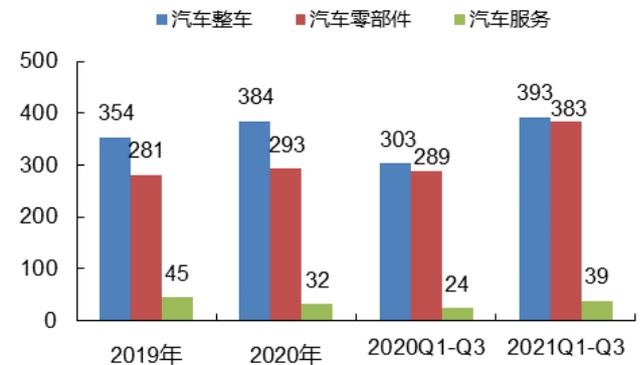
板块利润略高。明年将会有更多新能源车企和车型上市，我们认为新能源汽车销量将会继续快速增长，而零部件厂商将最先受益。

图 25: 分板块 2019 年至 2021 年 Q3 营收 (亿元)



资料来源: Wind, 财信证券

图 26: 分板块 2019 年至 2021 年 Q3 净利 (亿元)



资料来源: Wind, 财信证券

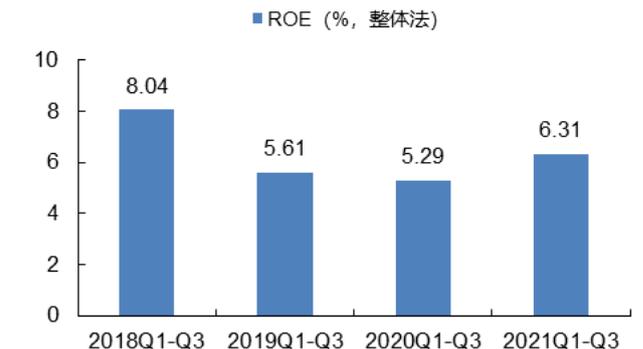
2021 年前三季度汽车行业财务指标有所改善。2021 年前三季度汽车行业整体销售毛利率为 13.62%，同比减少 0.36pct；销售净利率为 4.42%，同比增加 0.48pct，销售净利率止住了连年下滑的趋势。行业净资产收益率为 6.31%，较去年同期增加 1.02pct；固定资产周转率为 7.90 次，较去年同期增加 1.02 次；资产负债率为 58.23%，较去年同期减少 1.20pct。在国产自主新能源汽车崛起的大背景下，我们从盈利能力、资产周转以及负债等多个维度进行分析，发现 2021 年行业经营情况比 2020 年大有改善。随着消费者对于新能源汽车的接受度更高，以及充换电基础设施越发完备，未来几年新能源汽车渗透率将继续快速爬坡。国产汽车品牌市场占有率有望继续提升，整体汽车行业经营指标预计将逐年改善。

图 27: 2018Q3-2021Q3 汽车板块销售毛利、净利率 (%)



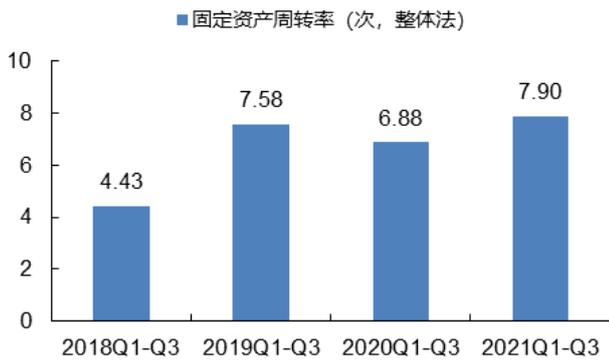
资料来源: Wind, 财信证券

图 28: 2018Q3-2021Q3 汽车板块 ROE (%)



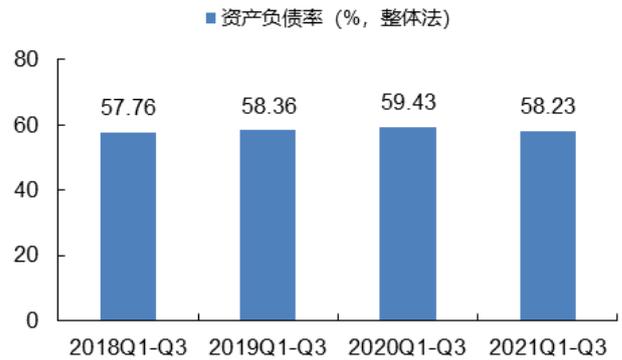
资料来源: Wind, 财信证券

图 29：2018Q3-2021Q3 汽车板块固定资产周转率



资料来源：Wind，财信证券

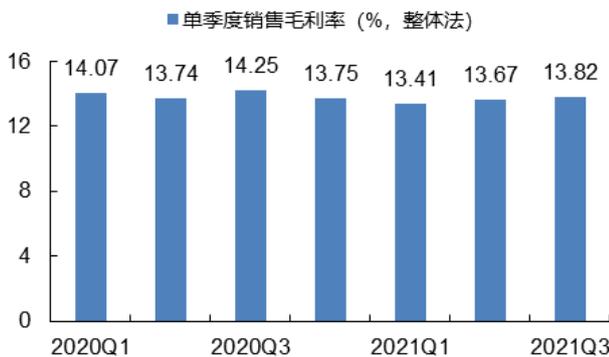
图 30：2018Q3-2021Q3 汽车板块资产负债率



资料来源：Wind，财信证券

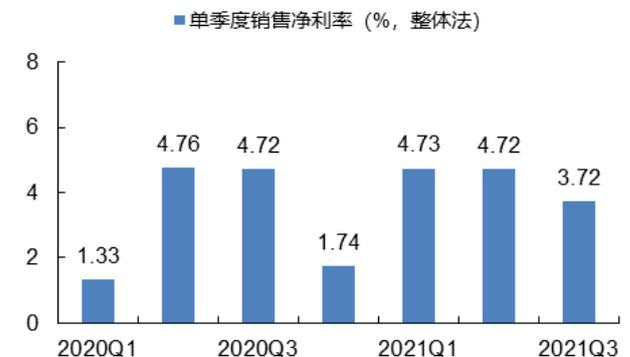
2021 第三季度净利率同环比均有较大下滑。就单季度而言，2021 第三季度汽车板块的销售毛利率为 13.82%，同比减少 0.43pct，环比增加 0.15pct；销售净利率为 3.72%，同环比均减少 1.00pct。受汽车缺芯和原材料价格上涨的影响，行业第三季度净利率创年内新低。相较于 2021 年前三季度，我们更看好 2021 第四季度行业的表现。首先行业缺芯问题正在逐步改善，并且原材料价格也是稳中有降。其次当前汽车产能依旧不足，多款热销车型依旧需要等待 1-2 个月，车企和汽车经销商让利的动力不大，因此我们认为 2021 年第四季度汽车板块毛利率和净利率环比均有望提升。

图 31：2020Q1-2021Q3 单季度销售毛利率



资料来源：Wind，财信证券

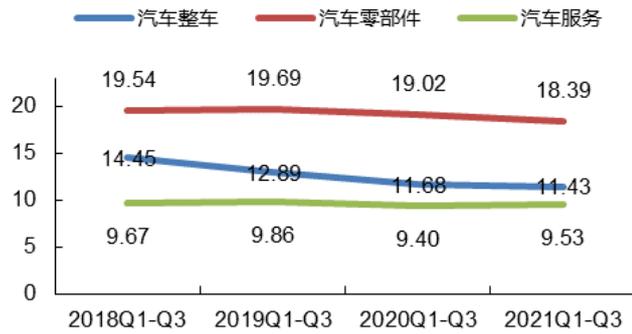
图 32：2020Q1-2021Q3 单季度销售净利率



资料来源：Wind，财信证券

2021 年前三季度汽车整车、汽车零部件和汽车服务三大板块盈利能力均有改善。分子版块来看，2021 年前三季度汽车整车、汽车零部件和汽车服务板块的销售毛利率分别为 18.39%、11.43%和 9.53%，同比分别减少 0.63pct、0.25pct、0.13pct；销售净利率分别为 6.05pct、3.79pct、2.21pct，同比分别增加 0.72pct、0.32pct、0.73pct。我们可以看出，在各子版块销售毛利率下滑的情况下，净利率情况表现出与行业一致的增长走势。从行业盈利能力来看，汽车整车、汽车零部件和汽车服务板块的净资产收益率分别为 5.67%、7.21%和 4.75%，较去年同期分别增加 0.83pct、1.20pct、1.61pct。由于今年汽车库存多数时间处于预警线以下，经销商让利活动少，所以今年汽车服务板块净资产收益率增幅在各子版块中最大。

图 33: 分板块 2018Q3-2021Q3 销售毛利率(% ,整体法)



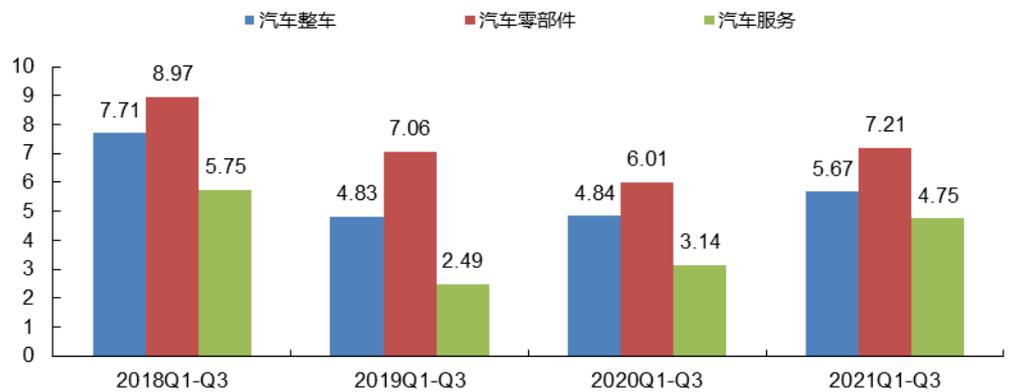
资料来源: Wind, 财信证券

图 34: 分板块 2018Q3-2021Q3 销售净利率(% ,整体法)



资料来源: Wind, 财信证券

图 35: 分板块 2018.Q3-2021.Q3 净资产收益率(% ,整体法)



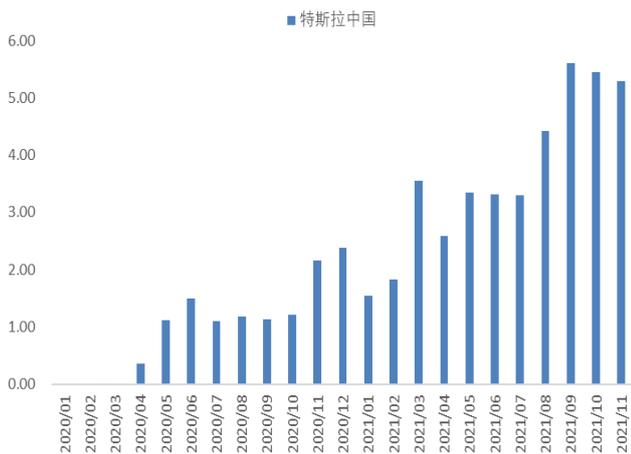
资料来源: Wind, 财信证券

2 投资主线一: 关注新能源汽车产业链

2.1 特斯拉鲑鱼效应及国产自主品牌的崛起

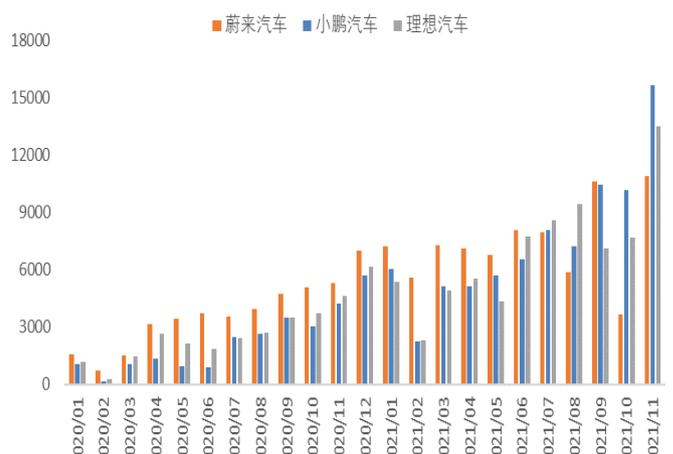
国产特斯拉伴随中国新能源崛起。2019年1月特斯拉在上海打造全球第三个超级工厂,经过1年时间的建设,于2019年底向内部员工交付15辆Model 3。2020年初疫情封城期过后,国产特斯拉销量开始爬坡,始终保持在销量破万的水平之上。2021年,随着国产Model Y的交付,特斯拉销量继续爬坡,不过第二季度由于刹车事件导致特斯拉销量增长停滞。到第三季度标准续航版Model Y推出,特斯拉销量再度爬坡,现已经稳定在月销5万辆的水平之上。随着国内特斯拉工厂的扩建,国产特斯拉销量有望再次超预期。

图 36：2020-2021.11 特斯拉中国单月销量（万辆）



资料来源：搜狐汽车，财信证券

图 37：2020-2021.11 “蔚小理”单月销量（辆）

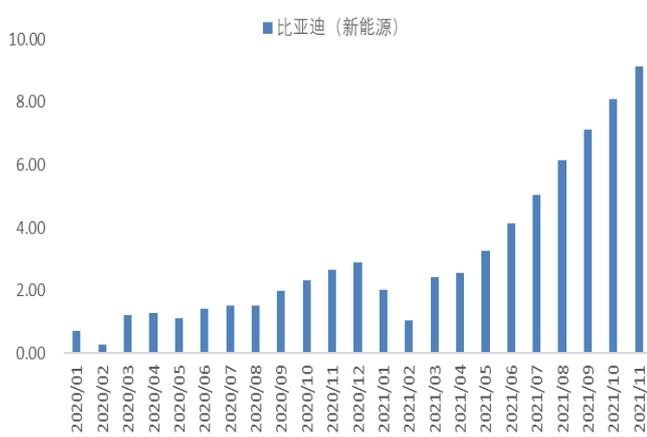


资料来源：搜狐汽车，财信证券

国产造车新势力蓬勃发展。国产造车新势力在国内新能源汽车高景气度的带动下，也呈现出蓬勃发展的趋势。以蔚来、小鹏和理想三家新势力为例，作为国内的中高端新能源车品牌，2020年“蔚小理”单月销量仅在小几千辆的水平，而到了2021年11月，“蔚小理”单月销量均已破万辆，分别为1.09万辆、1.56万辆和1.35万辆，同比分别增长105.59%、269.63%和190.25%。除了“蔚小理”之外，哪吒、威马等新势力也表现出很强的增长动力。并且2021年百度和小米宣布开始下场造车，预计未来造车新势力的整体实力将更加强劲。

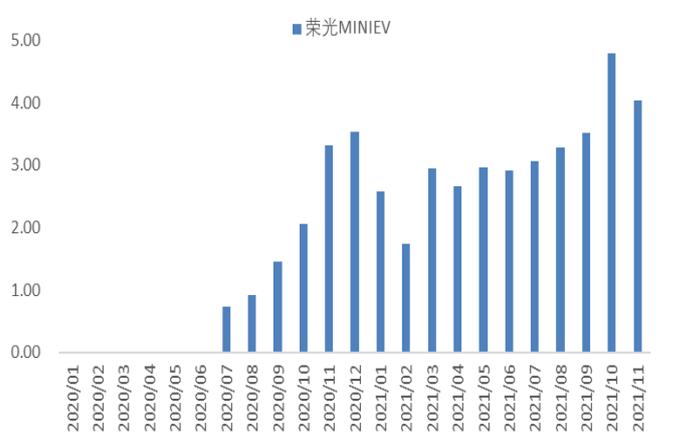
除了造车新势力之外，传统车企也纷纷转型新能源。其中比亚迪转型最为成功，通过在纯电动和插电混动两端发力，2021年11月比亚迪新能源汽车销量为9.12万辆，同比增长241.77%；占公司总体汽车销量比重为92.80%，比去年同期提升43.28pct。其它传统车企，如长城、长安、吉利等也大力向新能源汽车转型，纷纷公布2025年新能源汽车目标，预计各家车企新能源车型将在未来几年快速放量。在A00和A0级车中，也出现荣光MINIEV和奔奔EV等爆款车型。荣光MINIEV从2020年7月上市以来，销量持续爬坡，已经稳定在月销4万辆的水平。

图 38：2020-2021.11 比亚迪新能源单月销量（万辆）



资料来源：Wind，财信证券

图 39：2020-2021.11 荣光MINIEV单月销量（万辆）

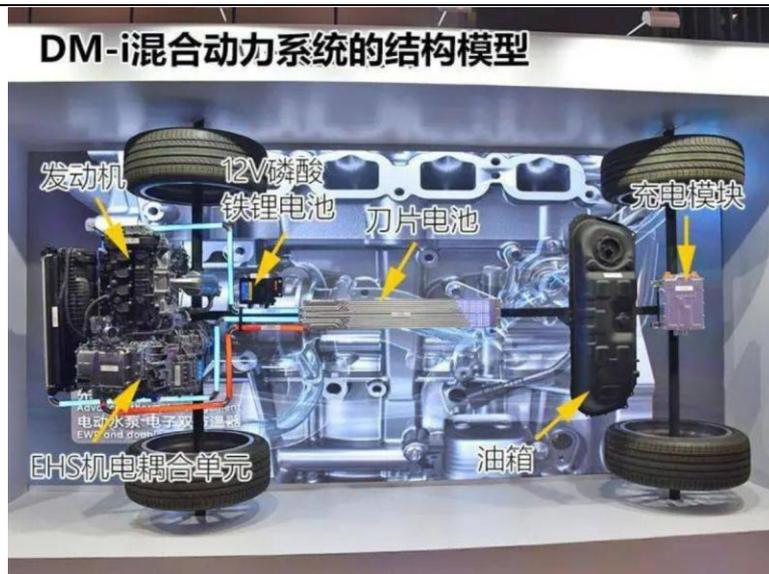


资料来源：乘联会，财信证券

2.2 新能源汽车变革带来的投资机会

插电混动车有望加速对传统燃油车进行替代。2021年1月，比亚迪发布DM-i超级混动技术，同时还发布了三款搭载DM-i超级混动的车型——秦PLUS DM-i、宋PLUS DM-i以及唐DM-i。这三款车型一上市就引起热烈反响，销量持续超市场预期，新车交付平均等待2-3个月，当前比亚迪还有10几万辆在手订单没有交付。我们认为未来插混车有望加速对传统燃油车进行替代，插混车虽然要多一套发电机系统，但目前国内对插混车免购置税，因此插混车在性价比上不输传统燃油车。并且插混车的驾驶体验更好，更类似于纯电车。重点推荐标的：比亚迪（002594.SZ）。

图 40：DM-i 混合动力系统结构模型



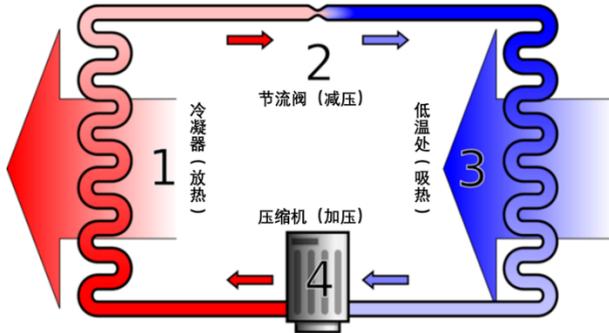
资料来源：汽车之家，财信证券

热泵空调将成为行业发展大趋势。由于纯电动车内没有发动机，电机电控在运行过程中温度也无法达到发动机的水平，因此无法利用动力组件为车内供热。目前纯电动车空调制热系统主要使用的是PTC制热和热泵制热。PTC制热是指利用正温度系数很大的半导体材料作为热敏电阻，通过热敏电阻发热来提高温度。但PTC制热在极致情况下，也只能实现100%的能量转换，即耗费1焦耳的电能最多也只能提供1焦耳的热量。而热泵制热是将热量从相对低温处（车外）搬到相对高温处（车内），利用低沸点的制冷剂将环境中的热量带入到乘客舱中，乘客舱得到的热量为消耗的电能与吸收的低位热能之和，因此其制热系数COP（（吸收的低位热能+消耗电能）/消耗电能）一定大于1。热泵制热可以有效节省电能，在当前电动车续航里程不足情况下，热泵空调将成为行业发展大趋势。重点关注标的：银轮股份（002126.SZ）；建议关注标的：拓普集团（601689.SH）、三花智控（002050.SZ）、盾安环境（002011.SZ）。

一体化压铸是新能源车企减重节能降本利器。美东时间2020年9月22日，马斯克在特斯拉电池日发布会上介绍：特斯拉Model Y将采用一体式压铸后地板总成，可将下车体总成重量降低30%，制造成本因此下降40%。并且，特斯拉下一步计划将应用2-3

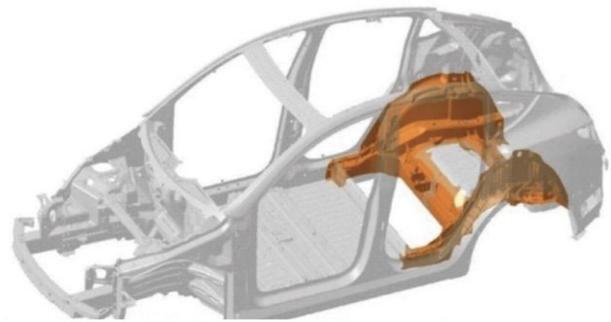
个大型压铸件替换由 370 个零件组成的整个下车体总成，重量将进一步降低 10%，对应续航里程可增加 14%。以多数电动车 60KWh 电池容量为例，采用一体化压铸技术可以减少电池容量约 7KWh，单车可以降低成本 4000 元左右。国内多家车企均宣布将采用一体化压铸技术，其中蔚来率先在新车型 ET5 上使用该技术。我们认为一体化压铸是车企减重节能降本利器，未来会越来越普及。重点关注标的：文灿股份（603348.SH），立中集团（300428.SZ）。

图 41：热泵空调工作示意图



资料来源：Wikipedia，财信证券

图 42：一体化压铸



资料来源：特斯拉官网，财信证券

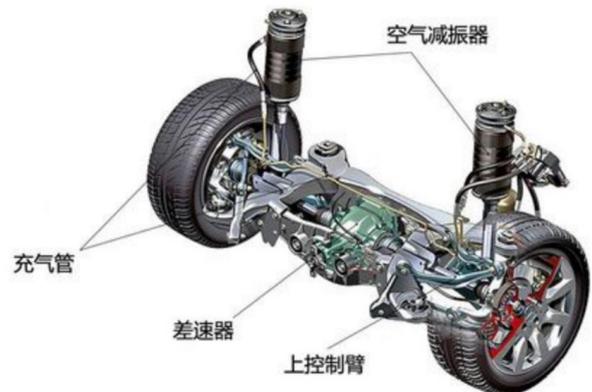
驱动系统集成化，零部件企业有望崛起。以往燃油车时代，汽车驱动系统（发动机 & 变速箱）技术主要由各家车厂把控。而电动车时代，各家驱动系统差别没有传统燃油车那么明显，零部件企业也会直接给整车厂提供电机、电控等产品。并且当前的驱动产品有集成化趋势，如比亚迪在 e 平台上的三合一驱动产品，较原有方案功率密度提升 20%、重量降低 25%、体积降低 30%、总成本降低 33%，未来有望成为电动车驱动系统的主流趋势。随着技术的进步，目前已经出现了六合一、八合一等驱力总成产品。2021 年下半年，比亚迪发布全球首款八合一驱动力总成系统，搭载于 e3.0 平台，提效降本优势更加明显。我们认为在行业变革的过程中，国内有望诞生 1-2 家驱力总成的大型零部件企业，建议关注标的：汇川技术（300124.SZ）、精进电动（688280.SH）、英博尔（300681.SZ）。

图 43：电机电控集成



资料来源：英博尔官网，财信证券

图 44：空气悬架



资料来源：太平洋汽车网，财信证券

新能源品牌带动下，空气悬架渗透率有望快速提升。以往空气悬架主要是配备在 70 万以上的高端车型，随着国产中高端新能源汽车品牌的崛起，30-35 万区间的新能源汽车也开始配备空气悬架。我们认为在蔚来、极氪等新能源品牌的示范效应下，其它国产品牌也将会陆续跟进，空气悬架系统有望下沉到 25-30 万区间的车型。国外空气悬架供应商硬件总成价格在 1.1-1.2 万元，同时还需要附加研发费用。而国内厂商未来有望将空气悬架硬件总成价格下探到 8000 元左右，有利于加速空气悬架渗透率提升。重点关注标的：保隆科技（603197.SH）、中鼎股份（000887.SZ）。

800V 高压快充技术有望成为行业主流。自从保时捷在 2019 年发布 800V 高压快充车型 Taycan 之后，多家车企相继布局了 800V 高压快充技术。2021 年 10 月，国内小鹏汽车发布了 800V 碳化硅高压快充平台，可实现充电 5 分钟最高补充续航 200 公里，将首先搭载在小鹏 G9 车型中。800V 高压平台具有充电效率高，充电时间短的优点。我们认为 800V 高压快充技术在短期内有望在高端电动车中快速普及，形成对中高端车的差异化竞争；长期中，800V 快充是解决电动车充电难的重要举措，有望在全车型中渗透。建议关注标的：欣锐科技（300745.SZ）、宏发股份（600885.SH）。

图 45：800V 高压快充



资料来源：岚图官网，财信证券

图 46：换电模式



资料来源：蔚来官网，财信证券

除 800V 高压快充技术外，换电模式也有望解决充电难问题。2021 年 10 月底，工信部印发《关于启动新能源汽车换电模式应用试点工作的通知》，决定启动新能源汽车换电模式应用试点工作，此次试点城市有 11 个，试点车型近 200 辆，受到国家大力支持。相比充电，换电模式具有降低购车成本、消除里程焦虑、提升安全水平等优势。国内换电模式比较领先的是蔚来汽车，截至 2021 年 12 月 18 日，蔚来换电站覆盖 31 个省级行政区域，171 座地级市，733 个换电站。我们认为在当前充电桩不足的情况下，换电是解决充电难的重要补充方式。

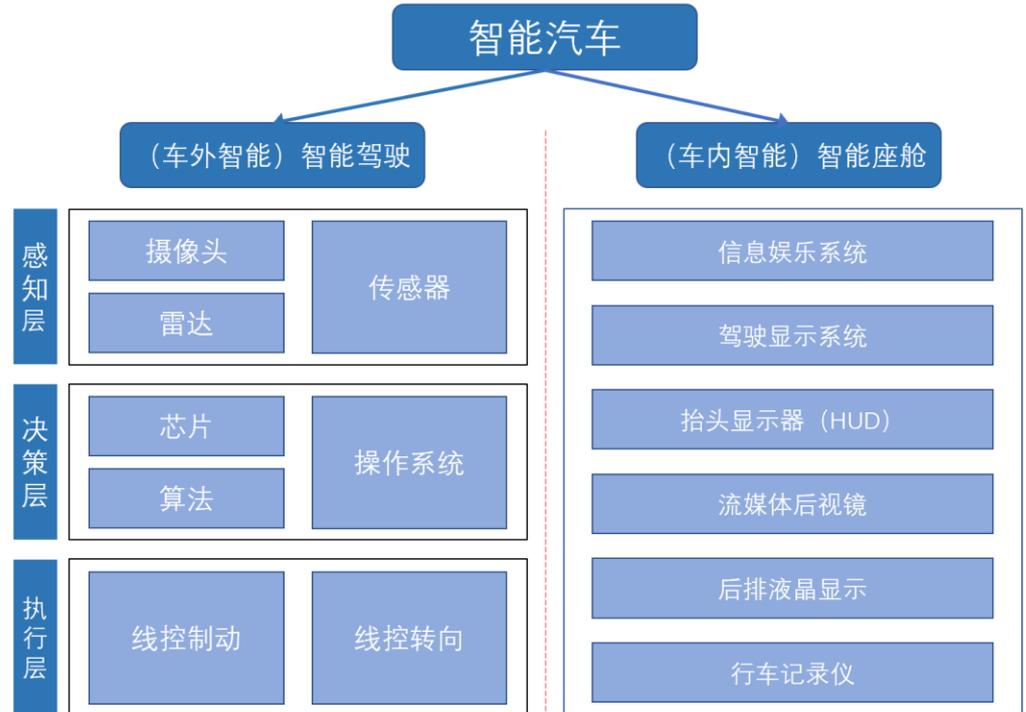
2.3 特斯拉&比亚迪产业链标的持续受益

特斯拉产能全球扩张，国产特斯拉配套供应链有望持续受益。全球新能源汽车龙头特斯拉，2021 年产能主要是依托美国弗里蒙特工厂和中国上海工厂，当前弗里蒙特工厂产能已达到 60 万辆，上海工厂产能已达到 75 万辆。随着年底德国柏林工厂的竣工，以

驶芯片、算法和操作系统。而执行层的核心技术则以线控制动和线控转向最为关键。

智能座舱是智能汽车上与司乘人员交互最密切的部分，也是车企当前激烈竞争阶段重要的差异化卖点。目前智能座舱产品主要包含信息娱乐系统、驾驶显示系统、抬头显示器（HUD）、流媒体后视镜、后排液晶显示和行车记录仪等等。随着未来智能座舱产品越来越丰富，所需电子控制单元（ECU）越来越多，集成式的智能座舱域控制器（ICC）将逐步成为行业趋势。

图 48：智能汽车两大方向



资料来源：佐思汽车研究，财信证券

智能汽车行业政策和相关标准密集出台。智能汽车做为未来行业发展的大趋势，主要发达国家纷纷颁布了相关的政策法规。我们认为当前智能汽车行业正在加速发展，根据财联社消息显示，奔驰 L3 级别的“有条件自动驾驶”通过了德国联邦机动车管理局的技术条例审批，德国有望成为 L3 级别自动驾驶最快落地的国家，其它国家和地区预计也将快速跟进。近几年，我国也密集出台了智能汽车相关的政策和法规，2015 年 5 月《中国制造 2025》明确提出统筹布局和推动智能交通工具等产品研发和产业化；2017 年 4 月《汽车产业中长期发展规划》明确提出到 2025 年驾驶辅助、部分自动驾驶和有条件自动驾驶的新车装配比率要达到 80%；2020 年 2 月《智能汽车创新发展战略》提出到 2025 年要实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用；2021 年 8 月《汽车驾驶自动化分级》规范了自动驾驶等级划分和技术要求。

表 3：中国智能汽车行业相关政策汇总

时间	政策名称	具体政策
2015年 5月	《中国制造 2025》	统筹布局和推动智能交通工具等产品研发和产业化。
2017年 4月	《汽车产业中长期发展规划》	到 2020 年，汽车 DA（驾驶辅助）、PA（部分自动驾驶）、CA（有条件自动驾驶）系统新车装配率超过 50%，网联式驾驶辅助系统装配率达到 10%，满足智慧交通城市建设需求。到 2025 年，汽车 DA、PA、CA 新车装配率达 80%，其中 PA、CA 级新车装配率达 25%，高度和完全自动驾驶汽车开始进入市场。
2018年 12月	《车联网(智能网联汽车)产业发展行动计划》	2020 年后，通过持续努力，推动车联网产业实现跨越发展，技术创新、标准体系、基础设施、应用服务和安全保障体系全面建成，高级别自动驾驶功能的智能网联汽车和 5G-V2X 逐步实现规模化商业应用，“人-车-路-云”实现高度协同，人民群众日益增长的美好生活需求得到更好满足。
2019年 9月	《交通强国建设纲要》	加强智能网联汽车（智能汽车、自动驾驶、车路协同）研发，形成自主可控完整的产业链。
2020年 2月	《智能汽车创新发展战略》	到 2025 年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法规标准、产品监管和网络安全体系基本形成。实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用。
2020年 10月	《新能源汽车产业发展规划(2021—2035 年)》	以新能源汽车为智能网联技术率先应用的载体，支持企业跨界协同，研发复杂环境融合感知、智能网联决策与控制、信息物理系统架构设计等关键技术，突破车载智能计算平台、高精度地图与定位、车辆与车外其他设备间的无线通信（V2X）、线控执行系统等核心技术和产品。
2021年 4月	《智能网联汽车生产企业及产品准入管理指南(试行)》	针对驾驶自动化系统的功能安全过程保障要求、驾驶自动化系统预期功能安全过程保障要求和网络安全过程保障要求进行规范。针对智能网联汽车产品需满足的模拟仿真测试要求、封闭场地测试要求、实际道路测试要求、车辆网络安全测试要求、软件升级测试要求和数据存储测试要求进行规范。
2021年 8月	《汽车驾驶自动化分级》	规范自动驾驶等级划分和技术要求。

资料来源：工信部、发改委和科技部等各政府部门网站，财信证券

竞争加剧，多家国内科技巨头入局智能汽车领域。近几年，国内智能汽车发展加速，众多科技、互联网企业入局智能汽车产业链，其中不乏华为、百度、腾讯和阿里等众多行业巨头。百度做为国内搜索引擎龙头，于 2013 就开始布局智能驾驶领域，2017 年成立智能驾驶事业群，并推出 Apollo 开源平台。经过 4 年的发展，Apollo 平台商业化模式逐渐丰富，于 2021 年 11 月成为国内首个商业化落地的智能驾驶平台。同时，在 2021 年 3 月，百度宣布加入造车运动，与吉利合资成立智能汽车公司集度。当前百度已经逐渐从智能驾驶解决方案供应商向 Robotaxi 平台商和智能汽车生产制造厂商拓展。

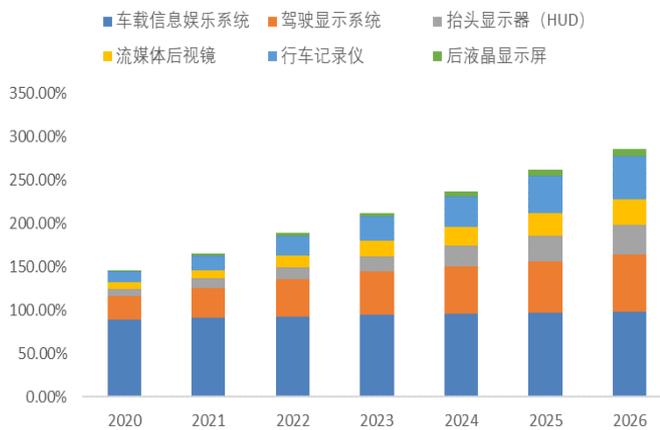
华为做为全球通信巨头，于 2019 年成立智能汽车解决方案事业部，聚焦 ICT 技术，帮助车企造好车。2020 年推出“HI 全栈智能汽车解决方案”，包含智能驾驶、智能座舱、智能电动、智能网联、智能车云 5 大板块，AOS（智能驾驶操作系统）、HOS（智能座舱

操作系统)和 VOS (智能车控操作系统)三大操作系统,以及激光雷达、AR-HUD、智能驾驶芯片和智能座舱芯片等 30 多个智能化零部件。2021 年 4 月,华为与北汽新能源联合推出极狐阿尔法 S 华为 HI 版,可实现 L4 级别自动驾驶功能,后续华为又陆续宣布与小康、长安和广汽等车企在智能汽车领域的合作方案。

3.2 智能座舱渗透率快速提升,座舱标的业绩优先释放

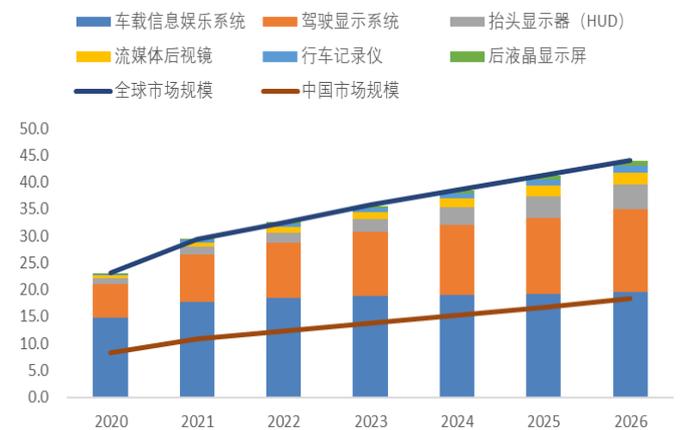
智能座舱内总规模占比较高的车载信息娱乐系统在 2020 年渗透率已经达到 89.30%。智能座舱在智能汽车中为用户提供舒适便捷的驾驶空间和安全可靠的驾驶支持。当前智能座舱主要由车载信息娱乐系统、驾驶显示系统、抬头显示器 (HUD)、流媒体后视镜、后排液晶显示和行车记录仪等智能设备组成。根据 ICVTank 发布的最新数据显示,2020 年全球和中国的智能座舱市场规模分别是 231 亿美元和 83 亿美元,预计到 2026 年全球和中国的智能座舱市场规模分别是 440 亿美元和 183 亿美元,对应年复合增速分别为 11.33%和 14.09%。总规模占比较高的车载信息娱乐系统在 2020 年渗透率已经达到 89.30%,未来增速较缓;驾驶显示系统、抬头显示器 (HUD)、流媒体后视镜、后排液晶显示和行车记录仪在 2020 年渗透率分别为 26.90%、8.60%、7.50%、1.10%和 12.90%,预计各项产品未来渗透率将会快速提升,市场空间加速增长。

图 49: 全球智能座舱渗透率



资料来源: ICVTank, 财信证券

图 50: 全球及中国智能座舱市场规模 (十亿美元)



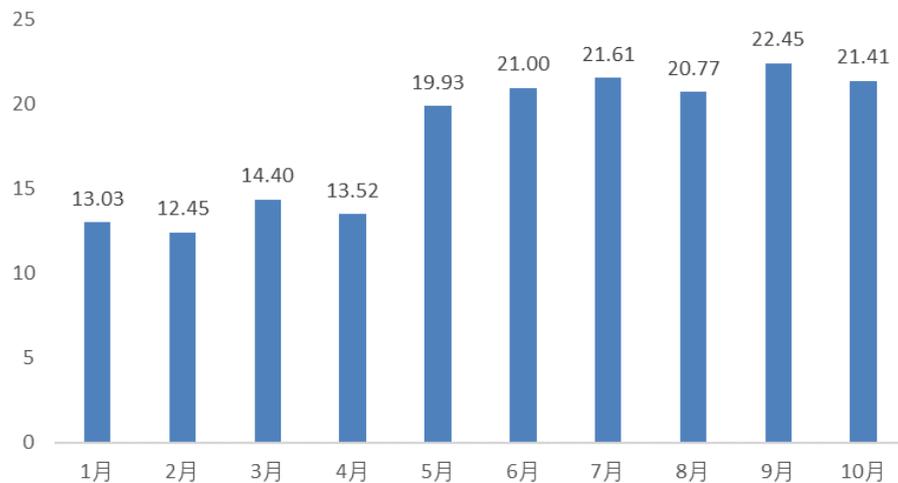
资料来源: ICVTank, 财信证券

传统座舱整合主要由整车厂主导, Tier1 级供应商向整车厂供应座舱产品。而在智能座舱时代,上游的 Tier1 级供应商和部分互联网企业均向智能座舱集成供应商拓展。由于 Tier1 级供应商具备各项产品的硬件开发能力和一定的系统定制能力,且智能座舱底层的系统架构相比智能驾驶要简单,我们认为传统 Tier1 级供应商更能向智能座舱 Tier0.5 级供应商转型。重点推荐标的: 华阳集团 (002906.SZ), 受益于智能座舱渗透率提升, 公司抬头显示器 (HUD) 产品快速放量; 建议关注标的: 德赛西威 (002920.SZ)、均胜电子 (600699.SH)。

3.3 智能驾驶执行端的线控技术有望快速渗透

当前国内智能驾驶在 L2 级别，未来有望继续快速渗透。智能驾驶又称无人驾驶、自动驾驶，自动化程度可以分为 5 级，当前自动驾驶主要是在 L2 级别（部分自动驾驶），能够控制车辆转向以及加减速，但需要驾驶员在驾驶座上随时控制车辆。根据《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》的目标，到 2025 年 L2 级别（部分自动驾驶）和 L3 级别（有条件自动驾驶）智能汽车占新车销量销量 50% 以上，L4 级别（高度自动驾驶）智能汽车开始进入市场。从 2021 年 L2 级自动驾驶单月渗透率来看，L2 级新车渗透率已经稳定在 20% 以上，L3 级别新车还未上量，我们认为智能驾驶汽车还将继续快速渗透，建议关注执行端的线控产业链机会。

图 51：中国 2021 年 L2 级自动驾驶单月渗透率（%）



资料来源：高工智能汽车，财信证券

国内 One-Box 方案线控制动系统有望凭借低成本和快速响应的能力实现快速崛起。执行端技术主要包括线控制动和线控转向，当前线控制动技术已先量产，并且具有一定渗透率，而线控转向还处于研发到量产的阶段。目前线控制动系统以电子液压制动系统为主，有 Two-Box 和 One-Box 两种方案，One-Box 方案集成度更高，优势更加明显，已经成为行业主流。国外从 20 世纪 90 年代就开始研究并量产线控制动系统，其 Two-Box 产品要比国内量产时间早 5-10 年，而 One-Box 产品仅早 3-5 年。国内已有厂商量产 One-Box 方案线控制动系统，有望凭借低成本和快速响应的能力实现快速崛起。重点推荐标的：伯特利（603596.SH），国内唯一一家量产 One-Box 方案线控制动的厂商；建议关注标的：亚太股份（002284.SZ）、耐世特（1316.HK）。

图 52：伯特利线控制动产品 WCBS



资料来源：伯特利官网，财信证券

4 行业评级及重点关注公司

4.1 行业评级

我们认为在 2022 年缺芯问题逐步缓解的情况下，汽车产销量同比有望继续回升。根据中汽协最新预测，2022 年汽车市场总销量或将达到 2750 万辆，同比增长 5.4%。同时在新新能源汽车快速渗透的大趋势下，我们对汽车行业继续保持乐观的态度，整体市场做多热情依旧较强。但市场分化行情可能会出现，业绩确定性较高的个股将持续获得市场青睐。给予行业“领先大市”评级。

4.2 重点关注公司

比亚迪（002594.SZ）：国产新能源汽车龙头，明年新能源汽车销量有望继续快速爬坡

公司是国内新能源汽车龙头，2021 年前 11 个月新能源汽车累计销量为 50.98 万辆，同比增长 216.97%。其中 2021 年前 11 个月纯电动乘用车累计销量为 27.24 万辆，同比增长 144.41%；插电混动乘用车累计销量为 22.84 万辆，同比增长 471.47%。从下半年开始，公司新能源汽车销量持续爬坡，每月销量增加 1 万辆左右，11 月单月新能源汽车销量已经达到 9.12 万辆，远超国内其它新能源品牌。公司在插电混动和纯电动两种模式同时发力。2021 年上半年推出 DM-i 超级混动系统，随后三款 DM-i 车型在市场大放光彩，后续还将会有宋 Pro DM-i、汉 DM-i 以及军舰系列 DM-i 推出，有望在插混市场继续保持竞争优势。2021 年下半年推出全新 e3.0 平台、支持八合一驱动总成和 800V 高压快充，基于 e3.0 平台推出的海豚，上市后火爆程度远超公司预期。按照当前公司销量增速和产能情况推算，预计 2022 年公司新能源汽车销量有望达到 150 万辆。

上调公司至“推荐”评级。预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 2084.57 亿元，2895.46 亿元，3587.29 亿元，归母净利润分别为 47.89 亿元，85.43 亿元，122.73 亿元，对应 EPS 分别为 1.65 元、2.93 元、4.22 元，对应当前股价 PE 倍数分别为 163.64 倍、92.15 倍、63.98 倍。公司是国内新能源汽车龙头，具备完善的三电技术，其 DM-i 超级混动车型在今年插混市场大放光彩，未来有望继续保持领先优势。我们给予公司 2022 年 110-125 倍 PE 估值，对应估值合理区间为 322.30-366.25 元，上调公司至“推荐”评级。

图 53：2016-2021 前三季度营业总收入



资料来源：Wind，财信证券

图 54：2016-2021 前三季度归母净利润



资料来源：Wind，财信证券

中鼎股份 (000887.SZ)：国内外空悬核心供应商，受益于行业渗透率提升

公司前身为 1980 年成立的安徽宁国密封件厂，后经多次海外并购，现阶段主要业务涵盖非轮橡胶、密封系统、冷却管路、轻量化底盘和空气悬架等。以往空气悬架主要是配备在 70 万以上的高端车型，随着国产新势力的崛起，30-35 万区间的新能源汽车也开始配备空气悬架，且有进一步下探的趋势。公司旗下德国 AMK 公司是国内外空气供给单元的核心供应商，在当前国内市场占有率达 60%，有望在空气悬架渗透率快速提升过程中继续保持领先优势。新能源车时代，冷却管路单车价值量是传统车的三倍左右，公司的冷却管路业务涵盖了国内大多数的新势力和国产自主品牌，有望充分享受新能源汽车带来的增量。

维持公司“推荐”评级。预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 128.97 亿元、145.74 亿元、162.83 亿元，归母净利润分别为 10.77 亿元、12.54 亿元、14.31 亿元，对应 EPS 分别为 0.88 元、1.03 元、1.17 元，对应当前股价 PE 倍数分别为 25.51 倍、21.80 倍、19.19 倍。考虑到公司冷却管路业务订单充足，同时空悬业务有望快速放量。参考可比公司估值水平，给予公司 2022 年 25-30 倍 PE 估值，对应估值合理区间为 25.75-30.90 元，维持公司“推荐”评级。

图 55：2016-2021 前三季度营业总收入



资料来源：Wind，财信证券

图 56：2016-2021 前三季度归母净利润



资料来源：Wind，财信证券

拓普集团 (601689.SH)：特斯拉产业链核心标的，业务多点开花

公司把握行业发展趋势，积极推进“2+3”产业布局，即以汽车 NVH 减震系统和整车声学套组为基础，同时大力发展轻量化底盘系统、热管理系统和智能驾驶系统三大业务。在轻量化底盘业务上公司深度绑定特斯拉，同时积极拓展国内外新势力客户。特斯拉 2021 年第三季度汽车销量为 24.1 万辆，同比增长 70%，环比增长 20%，预期未来每年销量增长至少 50% 以上，将会对公司业绩增长具有极大支撑。热管理业务上公司已经成功研发出集成式热泵总成、电子膨胀阀、电子水阀、热交换器等产品，优势在于整体开发、系统集成，有望进入快速发展的通道。智能驾驶业务上公司专注于智能刹车和智能转向系统，已与比亚迪和吉利等车企进行搭载测试，整体发展前景向好。总的来说，公司长期受益于新能源汽车的快速增长，作为特斯拉产业链核心标的，未来成长可期。

图 57：2016-2021 前三季度营业总收入



资料来源：Wind，财信证券

图 58：2016-2021 前三季度归母净利润



资料来源：Wind，财信证券

上调公司至“推荐”评级。预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 110.71 亿元、140.62 亿元、169.49 亿元，归母净利润分别为 11.11 亿元、15.03 亿元、18.78 亿元，对应 EPS 分别为 1.01 元、1.36 元、1.70 元，对应当前股价 PE 倍数分别为 56.11 倍、41.67 倍、33.34 倍。公司专注于新能源汽车市场，同时深度绑定特斯拉，未来业绩确定性较高，我们按

照 2022 年的利润进行估值。对标轻量化和热管理行业内优质公司，给与公司 2021 年 45-50 倍 PE 估值，对应估值合理区间为 61.20-68.00 元，上调公司至“推荐”评级。

华阳集团 (002906.SZ)：国内智能座舱领先供应商，HUD 有望成为增长支撑点

公司成立于 1993 年，最开始做精密电子部件，后向汽车电子业务转型，当前主要产品包括汽车电子、精密压铸、精密电子部件以及 LED 照明等。营收占比最高的汽车电子以智能座舱产品线为主，涵盖信息娱乐系统、数字仪表、HUD、流媒体后视镜等产品。公司作为国内少数几家量产智能座舱域控制器的厂商，近期座舱产品 HUD 快速放量，获得长城、长安，广汽和比亚迪等大多数国产车企的定点。根据高工智能汽车研究院的数据，2020 年中国新车 HUD 前装渗透率仅为 3.99%，且绝大多数市场份额被日本精机、大陆集团和电装等外资企业占据。而公司做为国内头部的 HUD 企业，在价格和成本方面相比外资更具优势，有望在 HUD 加速渗透的过程中不断提升市场份额。

维持公司“谨慎推荐”评级。预计公司 2021-2023 年公司营收分别为 44.38 亿元、58.60 亿元、73.44 亿元，归母净利润分别为 2.92 亿元、4.13 亿元、5.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.62 元、0.87 元、1.19 元，对应当前股价 PE 倍数分别为 95.74 倍、68.23 倍、49.88 倍。公司 HUD 产品在国内极具竞争力，下游客户订单充足，未来业绩确定性较高，我们按照 2022 年的利润进行估值。公司是智能汽车行业稀缺标的，作为国内少数几家能研制智能座舱域控制器的厂商，未来必将受益于智能汽车渗透率的提升。对标可比公司，我们给予公司 2022 年 70-75 倍 PE 估值，对应估值合理区间为 60.90-65.25 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

图 59：2016-2021 前三季度营业总收入



资料来源：Wind，财信证券

图 60：2016-2021 前三季度归母净利润



资料来源：Wind，财信证券

伯特利 (603596.SH)：国内线控制动龙头，业绩释放正当时

公司成立于 2004 年 6 月，是国内制动系统龙头。主要产品包括盘式制动器、轻量化制动零部件和电子驻车制动系统 (EPB)，当下主要产品看点在于已经量产的 One-Box 线控制动系统。我们预计到 2025 年线控制动市场空间为 180 亿元，2021-2025 年复合增速达到 56%。当前国内外线控制动市场均被博世、大陆等外资所把控，公司做为国内唯一

一家量产 One-Box 线控制系统的厂商，有望在行业渗透率快速提升的过程中，凭借低成本和快速响应的能力实现快速崛起。公司轻量化主要产品为铸铝转向节，后续有望进一步拓展到单车价值量更高的铸铝副车架业务。公司当前深度绑定通用汽车，后续随着墨西哥产能释放，有望继续拓展在墨西哥生产的主流车企。

维持公司“谨慎推荐”评级。预计公司 2021-2023 年营收分别为 35.87 亿元、44.27 亿元、53.84 亿元，归母净利润分别为 5.39 亿元、6.80 亿元、8.36 亿元，对应 EPS 分别为 1.32 元、1.67 元、2.05 元，对应当前股价 PE 倍数分别为 54.93 倍、43.42 倍、35.37 倍。公司主营的电子驻车 and 轻量化产品营收增长较快，未来业绩确定性较高，我们按照 2022 年的利润进行估值。公司是智能汽车行业稀缺标的，作为国内首家量产 One-Box 线控制动的厂商，未来必将受益于智能汽车渗透率的提升。对标行业内可比公司，我们给予公司 2022 年 45-50 倍 PE 估值，对应估值合理区间为 75.15-83.50 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

图 61：2016-2021 前三季度营业总收入



资料来源：Wind，财信证券

图 62：2016-2021 前三季度归母净利润



资料来源：Wind，财信证券

5 风险提示

汽车产销量不及预期，新能源汽车渗透率不及预期，智能汽车发展不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438