

汽车行业深度报告

2022 年最大黑马或是理想汽车及其产业链！ 增持（维持）

2022 年 03 月 12 日

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 杨惠冰

yanghb@dwzq.com.cn

投资要点

- 复盘智能手机：不同生命周期阶段有不同机会。**手机与汽车两者异曲同工之处：科技与消费是一对孪生，产业链最优秀的公司一定是做到了两者最完美的结合。**【渗透率】**是贯穿智能手机十年投资的第一指标。15%-40%-70%是智能手机渗透率提升过程中三个关键节点，代表着需求增速-竞争格局-估值体系转换，是指导投资的第一重要指标。导入期-成长初期-成长后期-成熟期都会存在不一样的机会。消费品特性是任何一个品牌无法覆盖所有人群，每一个手机厂商的打法均有能力边界且需进化。供应链优秀公司成长的路径：单品类做成 NO.1—平台化复制优势。
- 复盘 2019-2021：汽车变革 0-1 阶段的投资机会结束。**Model 3 是这 3 年行情的灵魂。2019 年见证特斯拉的“起死回生”并带来了其产业链机会-宁德时代+拓普集团。2020 年是以特斯拉为中心的第一次扩散行情，核心是整车行情，见证了新势力“起死回生”，长城汽车“自我革命”，比亚迪“刀片电池”。2021 年是以特斯拉为中心的第二次扩散行情，从特斯拉到自主品牌产业链，缺芯因素进一步催化了国产替代速度，前段核心是整车行情，后段核心是零部件行情。零部件见证了以**【伯特利】**为代表的多个细分领域龙头雏形展露。电动化是这 3 年行情的主角，智能化依然是配角。美股**【英伟达】**+A 股**【德赛西威】**是智能化这 3 年龙头标的，但相比电动化核心主角依旧稍有逊色。国内新能源汽车渗透率 15%是分界点意味着汽车变革实现 0-1 阶段，开启未来 5 年 1-10 阶段。
- 展望到 2025 年：如何去选汽车变革 1-10 阶段最佳受益者？**这个阶段最重要特征是：**供不应求或是常态！产品为王，产能为王！**最值得投资的赛道在：1) 整车赛道的领导品牌，第二品牌和第三品牌。第二品牌和第三品牌的投资机会尤其需要重视，自主品牌中一定会先跑出来 1-2 家。2) 汽车关键技术的第三方供应商龙头。电池赛道格局已经比较确定。AI 芯片赛道会逐步清晰。3) 非核心硬件的汽车模块化供应商。
- 当前 2022 年：最大黑马或是理想汽车及其产业链！**2022 年是本轮汽车变革承上启下的年份。一季度这波回调为真正符合产业趋势具备长跑实力的个股创造了非常好的机会。站在目前时点(2022 年初)，2022 年我们选股的 2 条标准：1) 寻找特斯拉之外的新能源第二品牌！2) 寻找缺芯持续受益品种！而我们答案是：2022 年最大黑马或是理想汽车及其产业链！理想 L9 或是 2022 年最大新能源爆款！理想 L9+ONE 正在开创**【家庭用户豪华车】**全新品类，爆款程度值得高度重视！这条产业链最优配置组合**【理想汽车+德赛西威+爱柯迪】**。其次相关零部件**【拓普集团+伯特利+华阳集团+保隆科技+中鼎股份+继峰股份+沪光股份+旭升股份】**等。整车板块其他个股**【比亚迪+小鹏汽车+长城汽车+吉利汽车】**等。
- 风险提示：**整车需求复苏不及预期，芯片供应短缺超出预期，智能驾驶行业发展不及预期

行业走势



相关研究

- 《汽车行业点评报告：2 月新能源渗透率达 22%，出口持续高增长》2022-03-09
- 《汽车行业周报：2 月全月累计批发环比-30%，看好自主崛起》2022-03-06
- 《汽车行业月报：智能电动汽车三月策略：车企芯片布局加速，看好自主崛起》2022-03-01

内容目录

1. 写在前面的话	4
2. 复盘智能手机：不同生命周期阶段有不同机会	4
3. 复盘 2019-2021：汽车变革 0-1 阶段的投资机会结束.....	6
3.1. 现象：以特斯拉为中心完成了三轮行情的演绎.....	6
3.2. 本质：Model 3 成功实现了汽车百年变革的 0-1 阶段.....	11
4. 展望到 2025 年：如何去选汽车变革 1-10 阶段最佳受益者？	13
5. 当前 2022 年：最大黑马或是理想汽车及其产业链！	16
6. 风险提示	16

图表目录

图 1: 智能手机十年复盘总结.....	4
图 2: 消费电子十年中手机厂商的格局演变 (小米-华为-OV2013 年季度数据缺失) (单位: 千台)	5
图 3: 消费电子十年中供应链优秀个股的成长路径 (上图单位: PE, 倍/下图: 市值, 亿元) 5	
图 4: 2019/6 至今汽车板块核心个股的收盘价复盘趋势 (单位: 美元 (上图), 元 (下图)/特斯拉、宁德时代右轴, 其余左轴)	8
图 5: 特斯拉估值 PE 和 PS 变化趋势 (采用 TTM)	10
图 6: 特斯拉产业链个股 PE 变化趋势 (采用 TTM)	10
图 7: 新势力三家估值 PS 变化趋势 (采用 TTM)	10
图 8: 比亚迪和长城 PS 变化趋势 (采用 TTM)	10
图 9: 比亚迪-长城估值 PE 变化趋势 (采用 TTM)	10
图 10: 智能化产业链和芯片标的 PE 变化趋势 (采用 TTM)	10
图 11: 特斯拉全球销量走势 (单位: 辆)	12
图 12: 比亚迪和长城销量走势 (单位: 辆)	12
图 13: 新势力三家销量走势 (单位: 辆)	12
图 14: 国内新能源上险销量走势 (单位: 辆)	12
图 15: 主要车企的综合毛利率比较.....	13
图 16: 代表性车企单车净利 (未剔除其他业务) 比较 (单位: 万元)	13
图 17: 中国新能源汽车 2021-2025 年推演	14

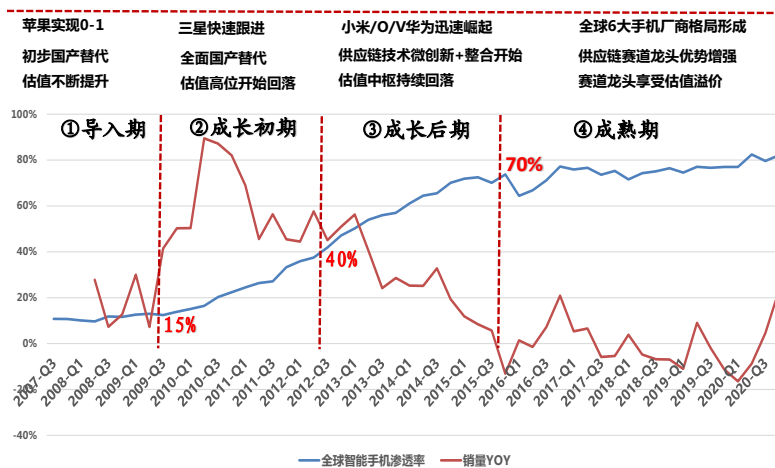
1. 写在前面的话

心存侥幸，迟早要为之买单。这是我们研究汽车近 10 年光景体会最深刻的一句话。汽车的研究不仅欲速不达且一点都不能偷懒。2014-2016 年是“每天跟着市场跑”阶段，2017-2019 三年形成初步汽车框架，2020 年至今是汽车框架的自我否认再升级阶段。2019-2021 三年汽车行情如做过过山车一样刺激，现在又到了十字路口了：复盘行情-经验教训-展望未来，需要给出我们对汽车板块的答案。

2. 复盘智能手机：不同生命周期阶段有不同机会

手机与汽车两者异曲同工之处在于：科技与消费是一对孪生，产业链最优秀的公司一定是做到了两者最完美的结合。供应链最好的公司大概率是伴随着下游最优秀的厂商成长出来。无论下游（2C）还是上游（2B）商业模式下，技术创新是根本。第一梯队公司：技术创新带来性能优势且能引领用户的需求，具有品牌溢价。第二梯队公司：技术创新可以更好满足用户个性化需求，能够以更好服务取胜竞争对手。第三梯队公司：技术创新可以给用户提供超级性价比，成本控制是企业最重要优势。【渗透率】是贯穿智能手机十年投资的第一指标。15%-40%-70%是智能手机渗透率过程中三个关键节点，代表着需求增速-竞争格局-估值体系的转换，是指导投资的第一重要指标。导入期-成长初期-成长后期-成熟期都会存在不一样的机会。

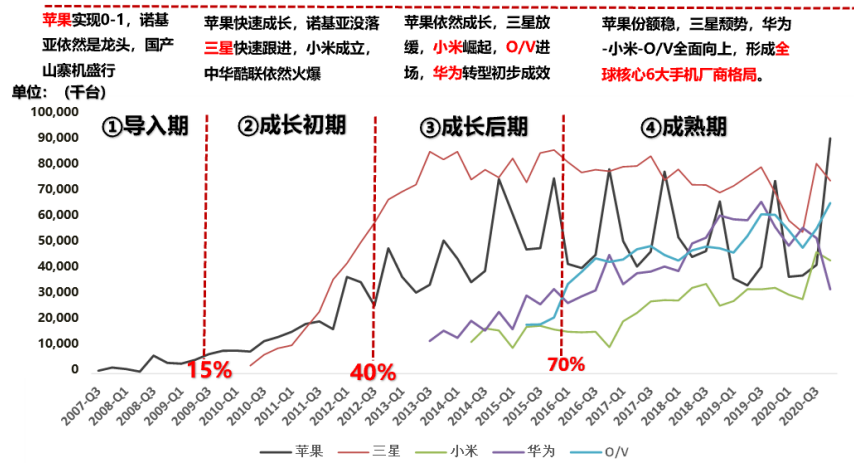
图 1：智能手机十年复盘总结



数据来源：wind，东吴证券研究所

每一个手机厂商的打法均有能力边界且需进化。2007-2017 十年智能手机厂商复盘：软件-硬件-渠道三方面缺一不可。1) 引领者软硬一体能力均很强方能实现 0-1 (苹果)。2) 硬件在成长初期突显 (三星供应链垂直一体化优势)，软件突出也能发挥优势 (小米模式)。3) 渠道在成长后期突显 (O/V 渠道下沉能力优势)。4) 软硬件综合硬实力在成熟期突显 (华为凭借芯片自研等硬实力厚积薄发)。消费品特性是任何一个品牌无法覆盖所有人群，每一套打法均有能力边界。

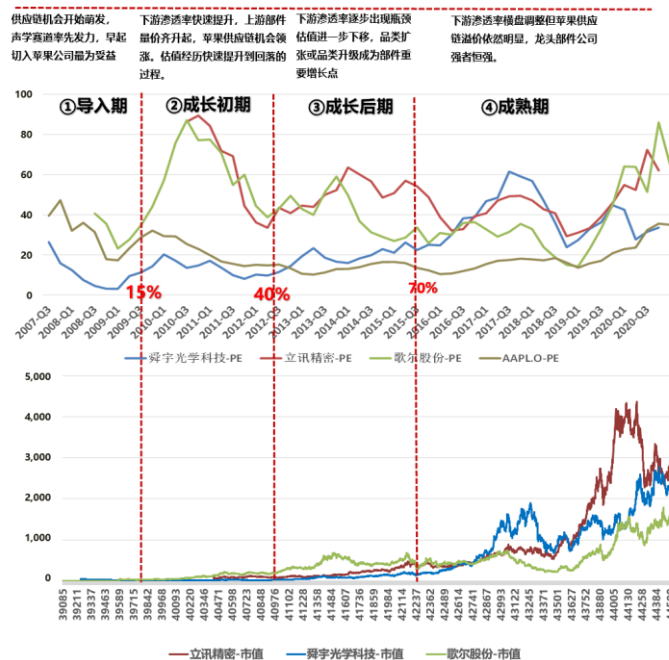
图 2: 消费电子十年中手机厂商的格局演变 (小米-华为-OV2013 年季度数据缺失)(单位: 千台)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

供应链优秀公司成长的路径: 单品类做成 NO.1—平台化复制优势。【立讯精密+舜宇光学+歌尔股份】是智能手机十年黄金赛道上表现最为突出的三个部件公司。成功共同特质是: 必须在一个细分赛道做到足够优秀, 且下游客户离不开它。赛道的共同特性: 是影响手机性能的重要部分, 价值量不能太低。**立讯:** 连接器是根本, 对手机性能重要但单价有限, 抱紧最优质的大客户, 再不断输出管理优势去拓展品类。**舜宇:** 镜头赛道优质, 对手机性能重要且不断创新, ASP 不断提升, 公司自身紧跟全球强竞争对手大立光, 做好名配角。**歌尔:** 声学赛道不错, 对手机性能重要也需要创新。公司在做好声学技术不断升级迭代的同时绑定优质的大客户, 后期类似立讯模式拓展 ASP。

图 3: 消费电子十年中供应链优秀个股的成长路径 (上图单位: PE, 倍/下图: 市值, 亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

3. 复盘 2019-2021：汽车变革 0-1 阶段的投资机会结束

Model 3 是这 3 年行情的灵魂。2019 年是见证特斯拉“起死回生”带来了特斯拉及其产业链机会，A 股是宁德时代+拓普集团。2020 年是以特斯拉为中心的第一次扩散行情，核心是整车行情，见证了新势力“起死回生”，长城汽车“自我革命”，比亚迪“刀片电池”。2021 年是以特斯拉为中心的第二次扩散行情，从特斯拉到自主品牌产业链，缺芯因素进一步催化了国产替代速度，前段核心是整车行情，后段核心是零部件行情。零部件见证了以【伯特利】为代表的多个细分领域龙头雏形展露。电动化是这 3 年行情的**主角**，智能化依然是**配角**。美股【英伟达】+A 股【德赛西威】是智能化这 3 年龙头标的，但相比电动化核心主角依旧稍逊。这 3 年消费者核心是为电动化买单而不是智能化。国内新能源汽车渗透率 15%是重要分界点，意味着汽车百年变革实现 0-1 阶段，将开启未来 5 年 1-10 阶段。总结这 3 年对我们最重要教训是“快速迭代汽车研究框架”。体现为 2 点：1) 遗忘力真的很重要！过去的经验在变革期往往都是负债而不是资产。2) 学习力一天也不能松懈！真正的汽车爆款是必须做到科学与艺术的完美结合。没有学习力就意味着不可能抓住爆款。抓不住爆款就意味着百年汽车变革与你无关。

3.1. 现象：以特斯拉为中心完成了三轮行情的演绎

我们采用典型样本数据来复盘：1) 2019/6/3 至 2022/3/8 的收盘价数据；2) 选取代表性个股：【特斯拉】是参照系，新势力头部三家【理想-小鹏-蔚来】，一线自主【比亚迪+长城】，电池龙头【宁德时代】，T 客户产业链代表【拓普集团】，自动驾驶域控制器代表【德赛西威】，底盘电子代表【伯特利】，AI 芯片代表【英伟达】，功率半导体代表【斯达半导】。3) 以【特斯拉】为标准，划分为 6 个阶段，3 个股价上行阶段和 3 个股价下行阶段，且分别去分析各自阶段企业基本面运行结果。

现象一：以特斯拉为参照系，汽车板块行情经历了 3 次大幅上涨和 3 次调整。

第一次上涨阶段：时间选取了 2019/6-2020/2，行情主升浪在 2019Q4。从股价上涨幅度：特斯拉引领（约 4 倍）>宁德时代（约 1.6 倍）>拓普集团（约 1.5 倍）≈蔚来（约 1.5 倍）>伯特利（约 1 倍）>英伟达（约 75%）>德赛西威（约 70%）>比亚迪（约 30%）>长城汽车（约持平），理想+小鹏+斯达半导还未上市。这波行情中特斯拉产业链是市场最强主线，主因是 Model 3 成功让市场相信特斯拉可以实现 0-1 阶段。

第一次调整阶段：时间选取了 2020/3，核心调整了 1 个月，开始调整节奏上时间有略微差异。从股价调整幅度排序：特斯拉领跌（约-50%）≈蔚来（约-50%）>拓普集团（约-36%）>宁德时代（约-30%）≈比亚迪（约-30%）≈英伟达（约-30%）≈德赛西威（约-30%）>伯特利（约-25%）>长城汽车（约-5%），理想+小鹏还未上市，斯达半导刚上市。这波特斯拉产业链标的领跌，主因是中国疫情爆发汽车出现停工停产。

第二次上升阶段：时间选取了 2020/4-2021/1，持续周期长达近 7 个月。从股价上升

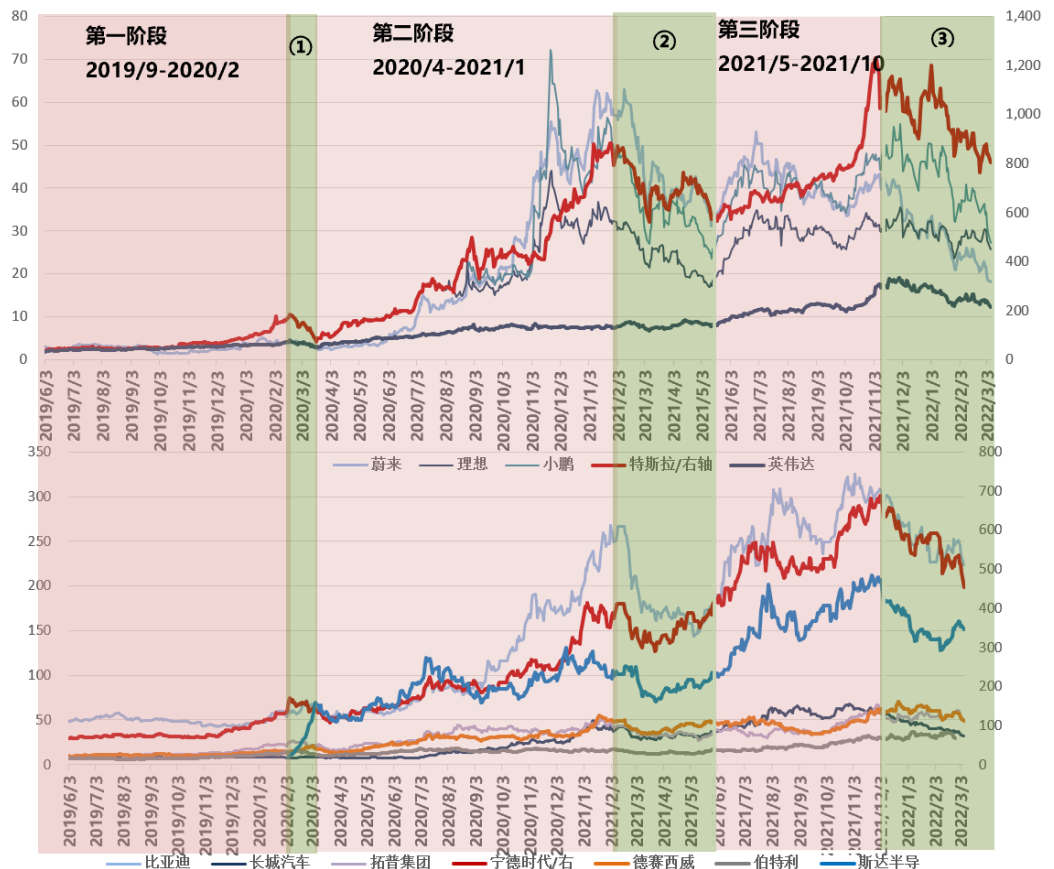
幅度排序：蔚来领涨（约 28 倍）>特斯拉（约 10 倍）>长城汽车（约 4 倍）>比亚迪（约 4 倍）>小鹏（约 3 倍）≈宁德时代（约 3 倍）≈德赛西威（约 3 倍）>理想（约 2 倍）≈英伟达（约 2 倍）>拓普集团（约 1.8 倍）>斯达半导（约 1.1 倍）>伯特利（约 60%）。
这波是第一次全面扩散，整车和电池为主，主因是中国疫情初步得到控制后需求恢复，从新能源到传统车先后恢复，尤其是 2020 年 9 月份排产和需求数据双重持续转正。市场不仅相信特斯拉，蔚小理三家也实现 0-1 概率很大了，传统一线自主也在积极转型并初见成效。

第二次调整阶段：时间选取了 2021/2-2021/4，核心调整周期 2 个月，特斯拉周期比其他更长一个月。从股价调整幅度排序：小鹏领跌（约-60%）>理想（约-55%）>蔚来（约-50%）>特斯拉（约-35%）>拓普集团（约-35%）≈比亚迪（约-35%）>斯达半导（约-33%）>德赛西威（约-30%）≈长城汽车（约-30%）>宁德时代（约-25%）≈伯特利（约-25%）>英伟达（约-15%）。这波调整最大是新势力（缺芯刚开始担心新能源优先级低于油车），其他整车和零部件差异化不大。主因是 2021 年 2 月开始集中爆发车企缺芯潮，担心资源分配上新能源车优先级不如传统车。

第三次上升阶段：时间选取了 2021/5-2021/10，持续周期长达近 6 个月。从股价上升幅度排序：伯特利领涨（约 2 倍）≈斯达半导（约 2 倍）≈英伟达（约 2 倍）>宁德时代（约 1.2 倍）>特斯拉（约 1 倍）≈拓普集团（约 1 倍）≈德赛西威（约 1 倍）≈长城汽车（约 1 倍）≈比亚迪（约 1 倍）≈小鹏（约 1 倍）>理想（约 60%）>蔚来（约 15%）。这波其实分为 2 个阶段：2021 年 4-8 月份核心是整车行情，2021 年 9-10 月份核心是零部件行情，总体是第二次全面扩散，最大黑马是缺芯受益品种。2021 年 4-8 月行情主因是虽然缺芯但验证下来是合资比自主更缺，传统车比新能源车更缺，新能源&自主品牌市占率双双大幅提升，预期需求始终还在且芯片迟早会恢复。2021 年 9-10 月份主因是发现芯片恢复不及预期且需求开始变弱，但零部件却因国产替代需求再次加速全面定点，所以这个阶段缺芯受益品种涨幅远远好于其他品类。

第三次调整阶段：时间选取了 2021/11-2022/3（至今），已经调整 4 个月。从股价调整幅度排序：长城汽车领跌（约-60%）>蔚来（约-55%）>小鹏（约-50%）>斯达半导（约-40%）>特斯拉（约-35%）≈宁德时代（约-35%）>德赛西威（约-30%）≈比亚迪（约-30%）>理想（约-20%）≈伯特利（约-20%）>拓普集团（约-15%）。缺芯逐步引发的需求问题成为这波调整的主线，整车调整幅度大于供应链，长城汽车体现尤其明显。背后主因是市场发现缺芯缓解持续低于预期，且需求层面 Q4 是传统车低于预期，Q1 因国补退坡+电池涨价担心新能源需求放缓，加上俄乌战争进一步带来原材料和缺芯缓解的不确定性。相对跌幅较少的还是缺芯受益品种和新能源产品力强的车企。

图 4: 2019/6 至今汽车板块核心个股的收盘价复盘趋势 (单位: 美元 (上图), 元 (下图)) / 特斯拉、宁德时代右轴, 其余左轴)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

现象二: 以特斯拉为参照系, 汽车板块估值体系跟随其切换。

而与行情四个阶段相对应的估值体系也在剧烈波动, 特斯拉依然是汽车这 3 年行情的估值锚。

理解特斯拉的估值至关重要。2019Q2-2022Q1 近 3 年时间总体是 PS 估值比 PE 估值更合适 (后者波动过大), 但从 2022 年开始我们认为特斯拉从 PS 估值切换至 PE 估值, 这背后体现的是特斯拉发展从 0-1 阶段开始实质性向 1-10 阶段发展。从过去 3 年特斯拉的估值变化过程:

1) 2019Q2-2020Q4: 特斯拉用 model 3 成功初步向市场证明了 0-1 阶段的成功, 树立了新能源汽车领导品牌地位。PS 估值从不到 5 倍提升至最高 30 倍, 但因为净利润指标还不稳定, PE 估值波动十分剧烈, 参考性不强。

2) 2021 全年: 特斯拉用 model Y 成功进一步巩固了 0-1 阶段的硕果且这款车的盈利能力和爆款程度持续超预期, 而对应 PS 估值在 15-30 倍 PS 估值之间波动, 随着利润加速释放 PE 估值从 1000 倍以上快速下降到 300 倍。

3) 2022Q1: 随着 2021Q4 特斯拉业绩进一步释放, 估值体系从 PS 逐步迁移至 PE。经过这波调整, 截至 2022 年 3 月, 特斯拉 PS 估值 15 倍左右, PE 是 150 倍左右。

其他车企-T 产业链标的估值紧跟特斯拉波动。

1) 新势力三家而言, 2020 年是特斯拉 0-1 阶段成功之年, 2021 年是理蔚鹏三家销量初步实现 0-1 阶段。所以我们看到 2020-2021 年新势力三家 PS 估值波动也非常大 (PE 没有参考度), 2021H2 开始一直向下收敛, 截至 2022 年 3 月, 基本回归到 10 倍左右 PS (对应特斯拉是 15 倍左右), 但现在三家 PE 估值依然参考度很弱。

2) 传统一线自主比亚迪和长城而言, 这 2 家估值差异较大。比亚迪历史来看业绩兑现程度不如长城, 截止 2022 年 3 月, PE 估值波动仍然非常大, 总体参考度我们认为相对较弱, PS 相对更好一些。从 PS 估值角度看比亚迪, 2021Q1 是分界点, 前半段从过去 1 倍左右提升至 5 倍附近, 后半段基本在 4 倍中枢附近。长城汽车从 PS 角度和比亚迪类似走势, 只是 2022 年 3 月已经回落至 2 倍附近。而长城 PE 估值参考度较强, 前半段最高达到 100 倍, 截至 2022 年 3 月, 已经回落至 50 倍。

3) 国内特斯拉产业链核心受益个股。 以拓普集团和宁德时代为例, 前者代表着技术壁垒中等且格局尚未确定, 后者代表技术壁垒高且格局较为确定。拓普集团以 2021Q1 为分界点, PE 估值前半段从 20 倍提升至 100 倍, 后半段基本稳定在 50 倍中枢。宁德时代以 2021Q1 为分界点, PE 估值前半段从 40 倍提升至 200 倍, 后半段围绕 150 倍中枢波动, 截至 2022 年 3 月, 下探至 100 倍附近。

智能化产业链和芯片产业链估值与特斯拉联动性较弱一些。 我们选取的英伟达是智能化产业链当下龙头标的, 德赛西威是 A 股英伟达合作伙伴, 斯达半导代表了得益于新能源汽车爆发而快速崛起的 IGBT 芯片, 伯特利代表缺芯浪潮所带来的底盘电子从 0-1 阶段国产替代核心受益标的。**英伟达**因自身在非汽车领域有稳定现金流, 再加上在自动驾驶领域 AI 芯片先发优势, 其 PE 估值从 30 倍一路提升至 100 倍, 2020 年后一直在 50-100 倍区间波动。**德赛西威双向受益**, 一方面 PE 估值我们认为以英伟达为参照系, 但同时也会受新能源汽车赛道波动, 总体估值中枢在 100 倍附近。**斯达半导**因其产品本身技术壁垒+国产替代空间, 未来高成长可期, 其 PE 估值波动非常大, PS 估值也一直在 30 倍以上。**伯特利**的 PE 估值提升发力较晚, 以自身逻辑为主, 截至 2022 年 3 月, 其 PE 估值在 50 倍附近。

图 5: 特斯拉估值 PE 和 PS 变化趋势 (采用 TTM)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 6: 特斯拉产业链个股 PE 变化趋势 (采用 TTM)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 7: 新势力三家估值 PS 变化趋势 (采用 TTM)



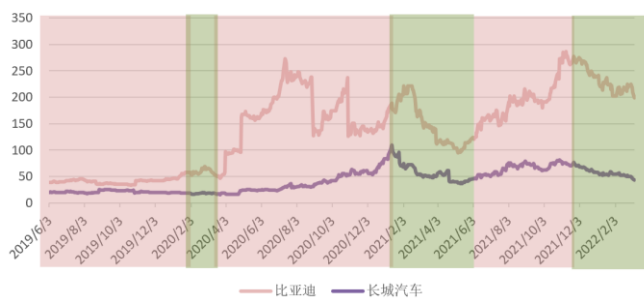
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 8: 比亚迪和长城 PS 变化趋势 (采用 TTM)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 9: 比亚迪-长城估值 PE 变化趋势 (采用 TTM)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 10: 智能化产业链和芯片标的 PE 变化趋势 (采用 TTM)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

3.2. 本质：Model 3 成功实现了汽车百年变革的 0-1 阶段

透过现象看本质，我们认为过去 3 年汽车板块 3 轮上涨和 3 轮下跌背后本质是两方面：1) 销量。2) 业绩。而归根一点是：特斯拉 model3 成功后带来的连锁反应，预示着汽车百年变革 0-1 阶段初步实现了！

我们依旧按照上文第一部分划分的 6 个阶段去分析特斯拉-比亚迪-长城-新势力-国内新能源在过去 3 年的走势变化。销量至始至终是汽车行情的第一指标，而渗透率是估值体系切换的第一指标。

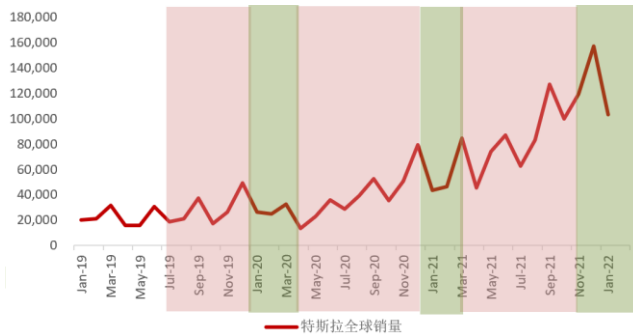
从特斯拉全球销量看，这 3 年时间市场上美国-中国-欧洲持续扩散，产能上从美国-中国-欧洲持续扩建，车型上 model 3 和 Y 陆续上市，2019 年月均销量 2.5 万辆（峰值 4.9 万辆），2020 年月均销量 3.7 万辆（峰值 7.9 万辆），2021 年月均销量 8.6 万辆（峰值 15.7 万辆）。

比亚迪和长城销量来看，这 3 年两家公司的产品周期类似，但比亚迪以新能源为主且核心优势在于技术创新+供应链自研能力，长城以燃油车为主且核心优势在细分市场产品定义能力+营销能力+模块化技术。2021Q1 前长城的新车周期表现更优，但疫情带来了全球芯片紧缺的变量，后半段比亚迪因芯片保供能力更强销量爬坡持续性更强而长城缺芯造成了月度销量波动扩大。

新势力三家销量来看，这 3 年总体是同步的，蔚来率先发力，小鹏紧追，理想后劲最足，总体都初步实现了 0-1 阶段。蔚来凭借【服务】价值主张，小鹏凭借【智能化】价值主张，理想凭借【家庭】价值主张，各自都把长板做到极致。

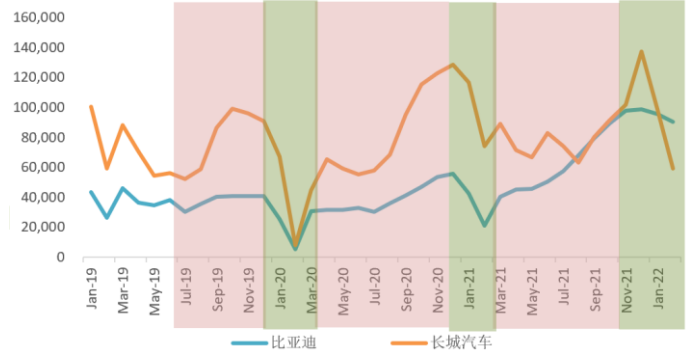
总结国内新能源汽车销量和渗透率(以交强险口径)，从产业生命周期理论来分析，2019-2021 年新能源汽车完成了导入期，从 2021 年下半年开始进入成长初期。这 3 年新能源汽车最内核需求是 20-30 万元（model3 和 Y 爆款带动），30 万元以上市场最爆款是理想 one 的创新，10 万元以下是五菱 mini EV，10-20 万元是比亚迪 DM-I。新能源渗透率 15%是非常重要的分界点，是汽车产业从 0-1 阶段到 1-10 阶段切换的标志。

图 11: 特斯拉全球销量走势 (单位: 辆)



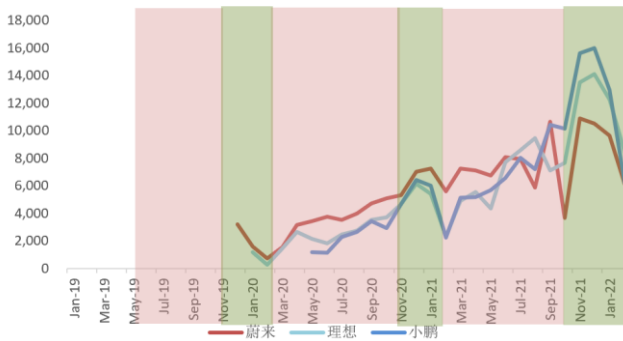
数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

图 12: 比亚迪和长城销量走势 (单位: 辆)



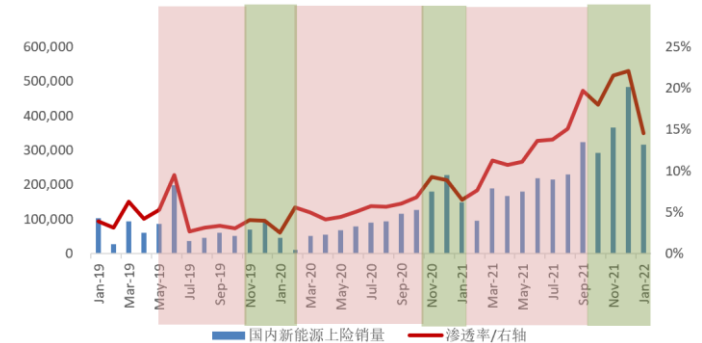
数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

图 13: 新势力三家销量走势 (单位: 辆)



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

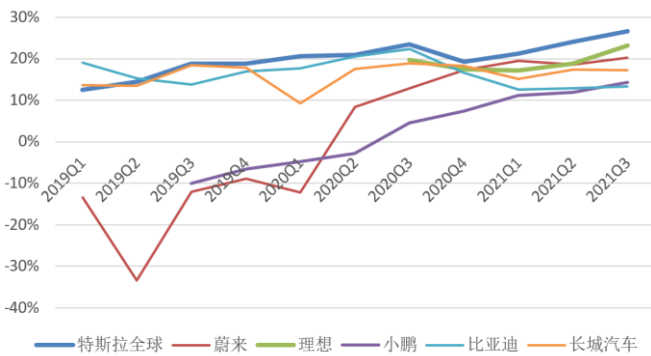
图 14: 国内新能源上险销量走势 (单位: 辆)



数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

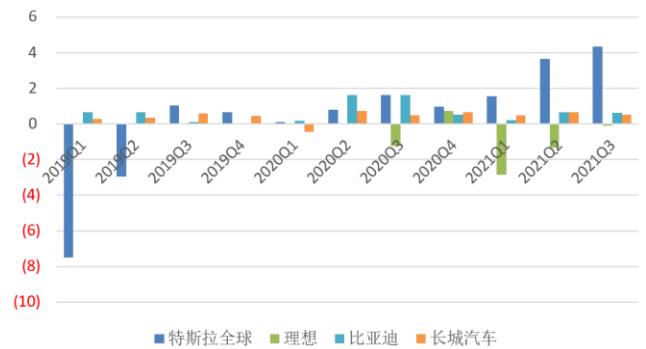
实现 0-1 阶段销量是第一层指标, 而真正能够走向 1-10 阶段我们认为一定要实现良性循环的自我造血能力。特斯拉在过去 3 年不仅完成了销量的 0-1 阶段, 盈利指标无论是毛利率还是单车净利已经是行业领先, 但截至 2022 年 3 月, 新势力三家中只有理想单季度实现盈利, 长城作为传统油车自主品牌盈利最强的公司, 这 3 年单车盈利见底回升; 比亚迪业务范围广, 单纯汽车业务的盈利还在关键拐点阶段。

图 15: 主要车企的综合毛利率比较



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 16: 代表性车企单车净利(未剔除其他业务)比较(单位: 万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

4. 展望到 2025 年: 如何去选汽车变革 1-10 阶段最佳受益者?

2025 年我们认为大概率是本轮汽车变革 1-10 阶段格局确定节点, 最起码在中国市场已确定。那么站在目前时点(2022 年初), 我们认为接下来的选股必须要看到 2025 年, 虽然我们没法精准预测, 但可以基于一个可迭代的框架去不断修正自己的结论。

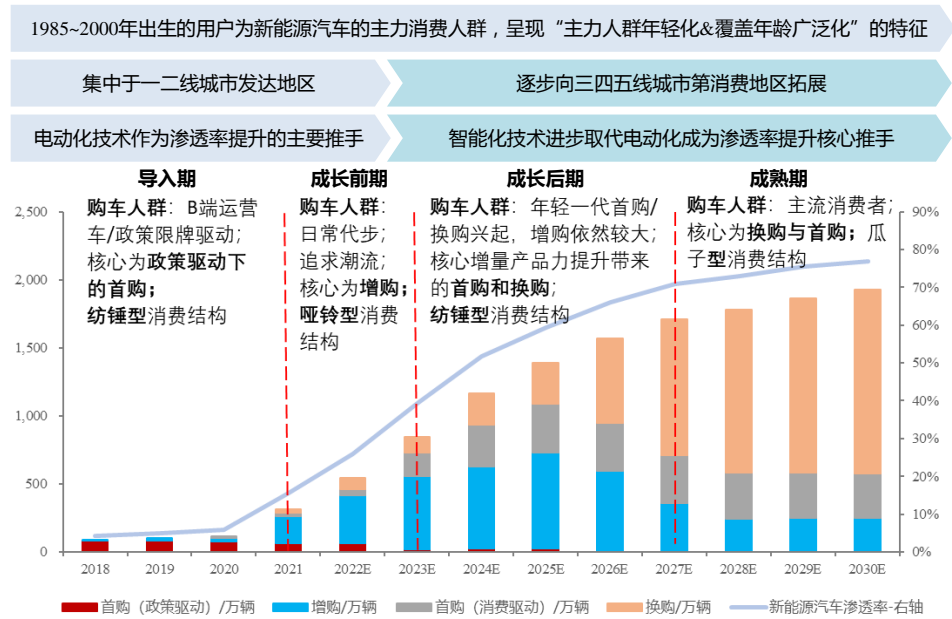
第一, 新能源需求的预判。

针对这点, 东吴汽车团队 2022 年 1 月 30 日发布《论证新能源汽车需求的四大长期问题》。我们认为: 2025 年国内新能源汽车渗透率会达到 60% (1300 万辆, 交强险口径)。

目前(2022 年初)到底是谁在消费新能源汽车? 1985~1995 年出生人群的家庭增购。2020 年以前消费以 B 端运营和限牌城市牌照因素驱动为主, 2020 年特斯拉 Model 3/宏光 mini/欧拉黑猫/理想 ONE 以及 2021 年 Model Y/比亚迪 DM-i 等明星车型先后出现, 聚焦不同细分市场以 1985~1995 年出生人群的家庭增购和部分换购消费, 以产品空间+外观+续航等关注因素区分不同性别/年龄和使用场景需求, 新能源汽车消费由以政策驱动转为以市场驱动, 至 2021 年渗透率飞跃提升至 15%左右。

节奏: 2022~2025 年新能源汽车渗透率会持续提升吗? 大概率会复制 SUV 高增长之路。1) 需求端: 人口规模+25-30 岁成家立业+6-8 年换车周期核心决定了 2022-2025 年将是新能源车消费集中期。复盘轿车+SUV 历史: 轿车以 60/70 后用户首购为主, SUV 以 70 后换购先行 80 后首购接棒。1980-2000 年出生的 4 亿人口+90 后首购+2012-2017 年购车人群增换购需求将驱动本轮新能源汽车渗透率提升【以 85 后增换购先行, 90 后首购接棒】。2) 供给端: 同轿车/SUV, 每一轮均有领导品牌推出各个价格带的标志性产品, 跟随品牌将推动供给的丰富。新能源汽车以特斯拉为领导品牌, 新势力-传统车企-手机等三方造车陆续进场, 2022-2025 年将迎来新品上市最集中期。

图 17: 中国新能源汽车 2021-2025 年推演



数据来源：wind，东吴证券研究所测算

峰值：2025 年新能源汽车渗透率会超过 50%吗?大概率会! 智能手机发展历程参考意义更大。 1) 产品体验质的变化是核心原因。新能源汽车相比燃油车在技术(独立操作系统+三方软件接入+自主开发)以及产品体验(软硬件流畅+多媒体娱乐功能+加速驾驶操控)等均发生本质性变化。2) 能源战略倒逼燃油车退出历史舞台。双积分政策收紧+碳中和目标措施不断落地，新能源汽车完全代替燃油车实现国家能源战略目标是顺势所趋。我们认为新能源汽车渗透率峰值大概率会超过 SUV 的 50%，而且 2025 年或许就能实现(核心看技术进步的节奏)。

第二，关键技术节点的预判。

过去 5 年电池技术进步是驱动新能源汽车实现 0-1 普及最核心技术。而 2022-2025 年我们认为电动化相关技术依然重要(比如高压快充和充换电基础设施建设)，但更为重要的是智能化技术将有望成为主角。2022 年重要技术应用：800V 高压快充上车，激光雷达上车。城市道路自动驾驶上车。而 2023-2025 年电子电气架构会快速升级，而城市道路自动驾驶功能完善会是智能化对汽车体验的重要节点。

第三，整车-零部件关系预判。

这点我们认为：需要用动态眼光来看整车和零部件公司关系。不同时期车企造车模式有所不同。什么事情对车企来说最重要?! 一切以用户为中心是永恒不变的规律! 我们认为造车会三个阶段：**造车 1.0 时代**：“开不坏的丰田车”，安全且结实的产品是用

户所需。**造车 2.0 时代**：“一辆不断自我进化的车”。“安全”只是及格条件。**造车 3.0 时代**：“一辆能给用户带来财富的车”？不仅是消费，更是生产资料。而**2020-2025 年**我们处在**造车 2.0 时代**，**快速迭代是车企对供应链的首要要求**，其次是**质量和成本**。

第四， 整车竞争格局的预判。

这点我们有 3 个预判：**1. 全球汽车产业重心从日本/德国转移至中国/美国**。电动化/智能化先后变革，对日系和德系车企的冲击越来越强，中国和美国车企优势越来越强。竞争核心要素：**1) 是否有引领全球汽车消费的足够大的本土市场。**2) 优秀互联网-科技人才。**2. 整车行业稳态集中度远高于油车时代，车企盈亏平衡点大幅提升**。数据积累是智能化的核心，单一车企的盈亏平衡点的年度产销从 10-50 万（或更高）的变化。车企格局将形成强者恒强的局面。相比当下时间点（2021 年），车企未来（2025 年及以后）全球龙头的份额从 10%有望提升至 20%+，从 1000 万辆-2000 万辆+。**3. 特斯拉之外的第二品牌和第三品牌在 2022 和 2023 年会陆续浮出水面，而且大概率会是在自主品牌中产生。**

第五， 零部件竞争格局的预判。

这点我们有 2 个预判：**1. 中国培养出一批具有全球竞争力的汽车零部件企业**。受益于全球车企格局重心转移至中美，加上中国汽车制造业基础环境+人才+成本优势，在汽车零部件各个赛道，尤其是硬件层面会培养出一批优秀的零部件企业。**2. 整车行业集中度提升势必会带来零部件集中度提升**。软件+数据成为车企的核心壁垒所在，带来强者恒强的局面。而零部件层面因为硬件标准化+集成化，且全球同步研发能力要求高，也同样会导致零部件会出现大型模块化平台型企业。

第六：重要外部环境带来的不确定性

汽车是一个高度全球化的产业且对一个国家经济影响深远。地缘政治+疫情尚存是 2022-2025 年汽车行业发展的客观外在环境。**1) 大宗原材料价格的上涨。**2) 电池成本下降空间有限。**3) 芯片缓解周期漫长。**

第七，落实到个股上严格按照【生产力-生产关系-生产要素】三维度去评估一个企业的竞争力。对于车企而言，我们认为需要高度重视是：生产要素相比过去的固定资产转换成了用户数据，也即用户规模对于一个车企重要性之高。对于零部件而言，生产力也即研发能力要求比过往提升非常多，快速迭代和响应能力第一位。

综上所述展望到 2025 年，我们认为新能源汽车发展进入了快车道 1-10 阶段，具备一个非常重要特征是：**供不应求或是常态！产品为王，产能为王是核心！最值得投资的赛道在：1) 整车赛道的领导品牌，第二品牌和第三品牌。截至 2022 年 3 月，特斯拉已经处于领跑位置，我们认为接下来四年如果按照既定战略持续推进有望坐稳领导品牌位置。第二品牌和第三品牌的投资机会尤其需要重视，自主品牌中一定会先跑出来 1-2 家。**2) 汽车关键技术的第三方供应商龙头。电池赛道格局已经比较确定。AI 芯片赛道会逐

步清晰。3) 汽车模块化供应商龙头。非核心硬件标准化程度日益提升，模块化供应商的重要性日益提升，且会成为 1-10 阶段行业快速放量的最重要受益者。

5. 当前 2022 年：最大黑马或是理想汽车及其产业链！

2022 年是本轮汽车变革承上启下的年份。一季度这波深度的回调背后反映了：1) 估值体系切换。2) 需求短期扰动。3) 原材料成本上涨。4) 芯片紧缺缓解幅度依然不大。基于前文【复盘 2019-2021】的分析我们认为：这波回调对以上四点的反应非常充分了，并且为真正符合产业趋势具备长跑实力的个股创造了非常好的买入机会。

站在目前时点（2022 年初），2022 年我们选股的 2 条标准：1) 寻找特斯拉之外的新能源第二品牌！2) 寻找缺芯持续受益品种！而我们答案是：2022 年最大黑马或是理想汽车及其产业链！最优配置组合【理想汽车+德赛西威+爱柯迪】。其次相关零部件【拓普集团+伯特利+华阳集团+保隆科技+中鼎股份+继峰股份+沪光股份+旭升股份】等，整车板块其它个股【比亚迪+小鹏汽车+长城汽车+吉利汽车】等。

我们认为尤其重视理想汽车及其产业链最重要原因是：理想 L9 或是 2022 年最大新能源爆款。理想 L9+ONE 正在开创【家庭用户豪华车】全新品类，爆款程度值得高度重视！

6. 风险提示

乘用车需求复苏不及预期。乘用车需求不及预期，会影响公司产品终端销量，从而影响产业链企业的业绩。

芯片供应短缺超出预期。芯片短缺超出预期，会影响公司下游配套主机厂的产量供应，从而影响公司业绩。

智能驾驶行业发展不及预期。可能出现智能电动汽车行业技术发展较慢，或出现相关事故使发展停滞情况。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>