

十年汽车复盘对 2023 年启示：精挑细选，业绩为王

2022 年 11 月 11 日

买入（维持）

证券分析师
陈睿彬

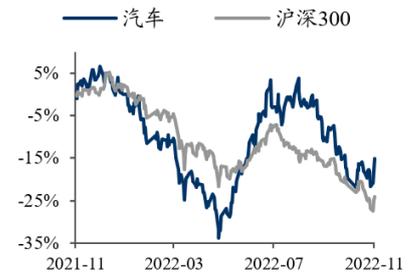
(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

投资要点

- 2012-2018SUV 复盘总结：**2012Q4-2018Q4 完整演绎了 SUV 行情 6 年时间的 4 个阶段。月度渗透率 25%-30% 是行情的重要拐点阶段，【渗透率-板块指数-估值】前半场共振，下半场分化。**2013 年：**指数小幅震荡，成长初探。**2014 年：**业绩估值双升，成长主导板块。**2015 年：**大起大落，成长依然是主角。**2016 年：**成长与价值共舞，全面向好！**2017 年：**全面拥抱核心资产，分化显著。**2018 年：**泥沙俱下，业绩估值双下修。
- 2019-2022 新能源复盘总结：**2019Q4-2022Q3 新能源行情演绎 3 年时间的 2 个阶段。月度渗透率 20% 是行情的重要拐点指标。5%-20% 第一阶段板块和权重个股与渗透率业绩估值共振。20%-30% 第二阶段板块进入了纠结期，指数震荡。**2019 年：**承上启下，两头高中间低。**2020 年：**特斯拉效应扩散，板块估值大幅修复！**2021 年：**扩散行情继续，整车切换至零部件。**2022 年：**大起大落，零部件明显好于整车。
- 新能源与 SUV 核心区别：**1) 核心驱动力不一样。国家能源安全战略驱动新能源，消费升级驱动 SUV。2) 国内汽车总量不增长。主要原因：新能源汽车时代面临的国内及海外宏观经济环境比 SUV 时代更具有不确定性。3) 行业集中度大概率更高。主要原因：新能源是“淘汰赛”而 SUV 是“联赛”。从整车到零部件各个环节都需寻求更大规模效应。4) 供应链强大才是真正汽车强国。SUV 为代表油车时代中国汽车产业大而不强，真正强大是自主可控，核心技术环节均能培养出优秀的自主企业。
- 十年复盘启示一：新能源节奏明显快于 SUV。**新能源导入期虽长，但一旦技术创新达到了临界点后，迭代周期更快。从 100-300-600 万辆突破速度均更快于 SUV，且预计新能源销量天花板更高于 SUV。展望至 2025 年国内新能源渗透率预计超过 60%，国内批发销量预计会超过 1500 万辆。2023-2024 年或走完 2016-2018 年行情。具体节奏还依赖于 3 大因素跟踪：**第一，**国内经济恢复信心强度。1) 国家对新能源/油车补贴政策延续力度；2) 地产/基建等其他经济抓手的稳增长力度。**第二，**以特斯拉为代表的新能源汽车产业链自身【技术进步+规模效应】降本能力。**第三，**中国汽车出口增长速度。不仅看传统车，也需要看新能源车。
- 十年复盘启示二：30% 渗透率后依然可以走出强 α 个股。**SUV 后期：虽然渗透率/增速都放缓，但无论整车还是零部件均跑出了优秀个股。整车中【吉利汽车+广汽集团+上汽集团】一方面凭借沃尔沃/日系/大众的品牌&技术优势，另一方面凭借自主品牌高性价比优势，均在 SUV 后期展示了强势新车周期。零部件中【星宇股份】凭借【客户好+赛道好+格局好】三重优势成功穿越 SUV 周期。
- 投资建议：新能源后期重视精挑细选，掘金强 α 个股。**1) 整车层面：特斯拉/比亚迪之外，依然有望新的车企脱颖而出。优选【吉利汽车/华为（赛力斯（关注）/江淮汽车）/理想汽车】。其次【长城汽车/蔚来汽车/广汽集团（埃安）/长安汽车】等；2) 零部件层面：好赛道/好客户/好格局视角下，本轮将出现更多优质供应链标的。【拓普集团】依然是首选。第一梯队：轻量化（旭升股份/爱柯迪/文灿股份）/线控制动（伯特利）/域控制器（华阳集团/德赛西威/经纬恒润）等。第二梯队：空悬（保隆科技/中鼎股份）/座椅（继峰股份）/热管理（银轮股份）/内饰（岱美股份/新泉股份）等。
- 风险提示：**疫情控制进展低于预期；新能源汽车行业发展增速低于预期。

行业走势



特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢黄细里的指导。

2012-2018 年 SUV 行情复盘：30%渗透率是板块估值的重要拐点指标。 2012Q4-2018Q4 完整演绎了 SUV 行情的 4 个阶段。月度渗透率 25%-30% 是板块估值的重要拐点阶段，前半场渗透率和板块估值共振，后半场渗透率和板块估值逐步分化。2015 年 7 月-2017 年 12 月购置税优惠政策对 SUV 后半场行情扮演了非常重要的外在变量，2016-2018 年板块估值的收敛分阶段进行，2016 年总体比较平衡。

2019-2022 年新能源行情复盘：20%渗透率成为分界点。 5%-20% 第一阶段板块和全重个股与渗透率业绩估值共振。特斯拉/宁德时代/比亚迪是这个阶段的三大龙头标的。20%-30% 第二阶段板块进入了纠结期，指数高位震荡。特斯拉/宁德时代振荡向下，比亚迪因自身差异化技术创新优势（DMI）成为该阶段渗透率核心推动力，股价重扫前期高点并也震荡向下。

图 1: 2012-2018 年申万汽车 PE (左轴)及 SUV 渗透率 (右轴/%) 变化情况



数据来源：Wind，乘联会，东吴证券（香港）

图 2: 2019-2022 年申万汽车指数收盘价 (左轴) 及新能源渗透率 (右轴/%) 变化情况



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

复盘启示一：新能源节奏明显快于 SUV。 新能源替代油车斜率更陡峭，天花板更高。从现有销量数据看，新能源在 100 万辆横盘时间更久，从 100-300-600 万辆突破速度均快于 SUV。新能源时代特征：新品类导入期长，但新车技术创新迭代周期快导致上升速度快。从预测销量数据看，新能源销量天花板更高于 SUV。展望至 2025 年新能源渗透率预计超过 60%，批发销量预计会超过 1500 万辆。

表 1: 新能源和 SUV 批发销量走势比较

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
SUV 批发销量/万辆	202	302	408	605	871	1013	1000
SUV 渗透率	13.1%	16.8%	20.7%	28.7%	35.9%	41.7%	42.2%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源批发销量/万辆	106	117	330	664	902	1237	1523
新能源渗透率	5.0%	5.9%	15.6%	26.9%	37.1%	51.7%	60.8%

数据来源：乘联会，东吴证券（香港）

复盘启示二：每一轮均诞生优秀的汽车公司。以申万汽车指数为样本量（传统汽车制造参与者为主），从轿车-SUV-新能源每一轮品类替代都意味着新的资本开支周期，ROE 在渗透率黄金时期（10%-30%）持续提升，后期因竞争加剧或下行。但不管 ROE 中枢走势如何，每一轮品类替代都会有优秀企业脱颖而出，本轮新能源时代对汽车产业链的规模效应提出了更高要求，后期也一定会有新的车企脱颖而出。

2022 年车企最大赢家【比亚迪+特斯拉】。自主品牌【长城汽车-吉利汽车-长安汽车-上汽通用五菱-上汽自主】及合资品牌【日产-通用-上汽大众】均销量下降较多。比亚迪是最核心抢份额品牌，其次新势力+特斯拉。**特斯拉+比亚迪之外，2023 年能脱颖而出的自主品牌车企需要差异化竞争：优选【吉利汽车+华为（赛力斯/江淮汽车）+理想汽车】。**华为核心优势是品牌+渠道，理想汽车/蔚来是精准定位+品牌初步优势。

新能源后期将支持更多的供应链优质企业诞生。综合考虑：1）2021-2025 年复合增速、2）自主有效市场规模绝对值、3）技术突破受中美关系制约三个因素，我们认为核心赛道综合吸引力排序为：第一梯队：新能源轻量化（一体化压铸）/线控制动/自动驾驶域控制器；第二梯队：座椅/天幕/HUD/座舱/空悬/音响/ADB/连接器/热管理等；第三梯队：激光雷达/区域控制器/线控转向。

表 1：新能源后期将支持更多的供应链优质企业诞生

第一梯队（龙头【拓普集团】依然确定性最强）		
核心赛道	推荐标的	推荐原因
轻量化（含一体化压铸）	文灿股份+爱柯迪+旭升股份	低渗透率+理论可 100% 国产替代
线控底盘（制动+转向）	伯特利+耐世特	低国产替代率+较低渗透率+较高技术壁垒
域控制器（座椅+驾驶）	华阳集团+德赛西威+经纬恒润	L2 级别成长性依然强但 L3+受芯片制约或有所放缓
第二梯队		
核心赛道	推荐标的	推荐原因
热管理	银轮股份	较高技术壁垒+较低国产替代率
座椅	继峰股份	低国产替代率+较高技术壁垒
线束	沪光股份	产品升级+较低国产替代率
空气悬挂	保隆科技+中鼎股份	低渗透率+低国产替代率
其他赛道	内饰（新泉股份+岱美股份）+汽车检测（中国汽研）+汽车功放（上声电子）+激光雷达（炬光科技）+车灯（星宇股份）+天幕玻璃（福耀玻璃）等	

数据来源：东吴证券（香港）

风险提示：疫情控制进展低于预期，新能源汽车行业发展增速低于预期，芯片/电池等关键零部件供应链不稳定，软件 OTA 升级政策加严，国际形势不稳定性增大。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

