

港股汽车2023年度策略： 战略看多！超配！

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2022年12月11日

■ 汽车历史上在港股市场表现如何？

- 2000年-至今港股市场四轮牛市中汽车均为头部领涨板块，尤其是整车股。第一轮（2003-2008年）：五菱汽车涨幅2748%；第二轮（2008-2015年）：长城汽车涨幅2439%+吉利汽车涨幅995%；第三轮（2016-2017年）：吉利汽车涨幅840%；第四轮（2020年）：比亚迪涨幅590%。港股市场每一轮牛市均带动一批优质公司的崛起，且具备共同特征：港股本身底部反转+行业本身红利+个股超强 α 三重因素共振。

■ 港股汽车历史上与A股汽车有分化行情吗？

- 2012-2022十年汽车复盘时间维度看：港股汽车主要在2个时间段与A股汽车有明显分化行情；
- 2016~2017年，H股见底反转后，港股汽车表现明显领先A股，A股指数持平，个股 α 因素为重；
- 2018~2019年，A/H汽车指数均下行，行业价格战出现，基本面较差；但豪华车市场迸发依然孕育经销商个股优秀行情（备注：豪华车经销商标的港股列为零售行业）。
- 共同特征：2016-2019年均属于SUV渗透率30%-50%时代，甚至后期SUV行业红利消失，但是以【BBA+大众+丰田+吉利（吸收沃尔沃技术）】均代表了外资汽车品牌在SUV后期“反攻能力”从而带来了多家超强个股 α 行情（且均有在港股上市）。
- 代表性标的：吉利汽车，广汽集团，中升控股，美东汽车。

■ 新能源整车格局还能否走出强 α 个股？

- **国内新能源车企格局趋势研判：2超多弱走向2超多强。**2023-2024年国内前9家新能源品牌市占率预计达到80%（2022年预计63%），且CR2（特斯拉+比亚迪）份额稳中小降至34%（2022年预计41%）。【理想+AITO+蔚来】/【吉利+长安+长城+埃安】值得重视。背后原因推导如下：
- 1) 渗透率30%-50%消费者诉求：性价比更高+更安全的电车！智能不是必选，但有比没有更好。
- 2) 而这个阶段产业技术创新进展：电动化是延续性技术创新主导且降本增效是关键！智能化是L2加速普及但L3+还在导入期。
- 3) 【疫情+逆全球化】对汽车供应链重塑在2022年7月为节点渡过了最难危机阶段，保交付依然是重心但车规级要求更需要均值回归，专业化分工与垂直一体化或将分庭抗礼。
- 4) 最终会导致车企竞争要素发生新的量变：【技术研发+供应链】权重降低，【产品定义+营销渠道】权重上升。

■ 投资建议：战略看多港股汽车！精选【理想+吉利】

- **建议重视【多弱】走向【多强】的新能源品牌，尤其是与【特斯拉+比亚迪】有错位竞争优势的整车。**首选2023-2024年重点发力30万元以上豪华车市场【理想/蔚来】，其次全面对标比亚迪且自身竞争优势较强【吉利/长城】，再次【比亚迪+广汽集团+小鹏汽车】。零部件板块【福耀玻璃+耐世特】。
- **风险提示：**新能源汽车销量不及预期；L3及以上智能化进展显著超预期。



■ **汽车历史上在港股市场表现如何？**

■ **十年港股汽车板块复盘总结**

■ **战略看多2023年港股汽车板块！**

■ **盈利预测与风险提示**

一、汽车历史上在港股市场表现如何？

四轮板块大涨，汽车均为头部领涨板块，整车为先

■ 2003年非典底+2008年金融危机底+2015年H股港汇担忧底+2020年疫情底，上涨主因为**国内经济增长+国际资本流入+业绩兑现**，回顾三轮牛市以上三因素发挥的作用各有侧重。四轮反转行情中，汽车均跑赢恒指。

图：2000年以来香港恒生指数以及香港汽车指数行情走势变化



零部件+整车先后领涨，行业红利下不乏10倍股

■第一轮：五菱汽车涨幅2748%；第二轮长城汽车涨幅2439%+吉利汽车涨幅995%；第三轮吉利汽车涨幅840%；第四轮比亚迪涨幅590%。

图：2000年以来香港恒生指数以及香港汽车指数行情走势变化



1、自上而下：港股市场核心资产板块趋势不断变动

■沪港通/深港通开放以来，港股市场交易规模总市值迅速增加，至2020年达63万亿港币市值，2021、2022年在整体国际外部多重因素下小幅缩水。

■**港股市场核心资产行业：**银行/房地产/互联网/保险等行业板块2012年以来占比持续较大，但整体呈现下降趋势，零售/医药/汽车/半导体提升较快。

图：2012-2022年H股各二级WIND行业公司市值以及占H股总市值份额变化/万亿港币

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	代表企业
恒生指数	32.56	34.39	37.50	36.05	36.89	49.49	43.84	53.41	63.24	58.44	45.42	-
银行	29.32%	28.16%	27.90%	24.82%	26.24%	24.21%	24.67%	21.05%	15.30%	16.81%	18.63%	工商银行、建设银行
零售业	1.39%	1.28%	1.82%	1.91%	1.79%	1.61%	2.32%	11.09%	14.24%	10.23%	8.97%	阿里、美团等；美东等经销商
软件与服务	1.62%	3.11%	3.23%	4.51%	5.49%	8.40%	7.42%	7.26%	10.65%	11.42%	8.78%	腾讯控股、网易、百度
房地产Ⅱ	8.73%	7.87%	8.11%	9.51%	9.08%	10.54%	10.85%	10.39%	8.22%	7.12%	7.46%	新鸿基地产
保险Ⅱ	8.46%	9.13%	9.95%	10.41%	8.94%	10.13%	9.06%	9.19%	7.58%	6.21%	6.79%	友邦、中国平安
能源Ⅱ	14.55%	11.46%	9.68%	6.70%	7.56%	6.02%	6.39%	4.78%	2.81%	3.74%	5.50%	中国石油
资本货物	5.05%	4.81%	6.05%	7.33%	6.86%	5.56%	5.62%	4.41%	3.08%	3.75%	4.09%	中信股份、长河
制药、生物科技与生命科学	0.47%	0.87%	1.10%	1.30%	1.30%	1.67%	1.89%	2.63%	4.33%	4.69%	4.04%	药明康德、药明生物
电信服务Ⅱ	7.99%	6.85%	7.08%	6.94%	6.45%	4.94%	5.94%	4.37%	2.52%	2.81%	3.99%	中国移动
多元金融	1.95%	2.59%	3.09%	4.56%	4.80%	4.36%	3.73%	3.44%	3.33%	3.87%	3.54%	香港交易所
食品、饮料与烟草	1.93%	2.12%	1.93%	1.88%	1.73%	1.79%	1.72%	2.61%	3.67%	3.46%	3.54%	农夫山泉、华润啤酒
材料Ⅱ	3.16%	2.52%	2.51%	2.16%	2.45%	2.82%	2.62%	2.58%	2.62%	3.11%	3.42%	紫金矿业
消费者服务Ⅱ	2.71%	4.82%	2.93%	2.09%	2.49%	2.79%	2.84%	2.83%	3.46%	2.15%	3.31%	中国中免、银河娱乐
公用事业Ⅱ	4.11%	4.48%	5.02%	4.91%	4.47%	3.87%	4.41%	3.54%	2.75%	3.67%	3.15%	中电控股
耐用消费品与服装	1.71%	1.82%	1.60%	1.88%	1.83%	1.78%	1.76%	1.98%	3.59%	4.00%	3.11%	海尔、安踏、创科实业
运输	2.62%	2.71%	2.72%	3.02%	2.63%	2.70%	2.52%	2.19%	2.18%	3.06%	3.08%	港铁公司、中通快递
汽车与汽车零部件	1.24%	1.63%	1.56%	1.70%	1.80%	2.43%	1.66%	1.36%	2.59%	4.01%	3.08%	比亚迪、蔚来
医疗保健设备与服务	0.53%	0.76%	0.77%	0.94%	0.91%	0.81%	1.13%	1.10%	2.69%	1.69%	1.81%	京东健康、阿里健康
技术硬件与设备	0.95%	1.14%	1.19%	1.47%	1.38%	1.82%	1.84%	1.75%	2.49%	2.28%	1.64%	小米
半导体与半导体生产设备	0.25%	0.35%	0.36%	0.40%	0.43%	0.43%	0.33%	0.39%	0.82%	0.87%	0.93%	中芯国际
媒体Ⅱ	0.27%	0.32%	0.38%	0.57%	0.44%	0.46%	0.40%	0.33%	0.31%	0.35%	0.48%	腾讯音乐
家庭与个人用品	0.43%	0.46%	0.40%	0.39%	0.32%	0.31%	0.26%	0.22%	0.34%	0.28%	0.34%	恒安国际
商业和专业服务	0.10%	0.31%	0.35%	0.36%	0.36%	0.32%	0.39%	0.33%	0.28%	0.33%	0.27%	海螺创业
食品与主要用品零售Ⅱ	0.46%	0.41%	0.28%	0.24%	0.25%	0.22%	0.22%	0.21%	0.14%	0.08%	0.07%	高鑫零售

自上而下：港股汽车2013/2017/2020明显领先

- 2012年以来，年度来看恒生指数波动较大，超跌后反转向上的大行情往往孕育大牛股。总结来看，港股上一次大牛市以互联网+医药为核心方向，其后以汽车+半导体等高端制造为核心方向。
- 2012/2017年大幅上涨，2012年房地产/互联网软件等领涨，汽车排名靠前；2017年软件/汽车领涨。
- 2013~2014以及2019~2020年小幅提升，互联网/医药领涨13/14年；汽车/半导体领涨19/20年。
- 2015/2018/2022年下滑较大，前半段以软件互联网表现相对较好，后半段以能源表现相对较好。

图：2012-2022年当年恒生指数以及各wind行业板块年度涨跌幅表现

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022年截至11.25
HSI.HI	恒生指数	22.91%	2.87%	1.28%	-7.16%	0.39%	35.99%	-13.61%	9.07%	-3.40%	-14.08%	-24.89%
887111.WI	香港能源II	22.05%	-1.40%	9.60%	-25.09%	17.08%	15.26%	-3.31%	-3.73%	27.54%	17.61%	27.25%
887112.WI	香港材料II	3.42%	9.35%	2.16%	9.34%	10.73%	42.59%	23.15%	13.74%	15.43%	13.26%	-20.99%
887113.WI	香港资本货物	25.91%	25.65%	6.29%	-2.64%	5.91%	10.05%	-0.81%	-2.25%	-13.34%	11.34%	-12.43%
887114.WI	香港商业和专业服务	7.75%	40.65%	36.59%	19.54%	5.19%	16.28%	-1.45%	7.62%	0.25%	3.09%	-41.79%
887115.WI	香港运输	20.46%	6.34%	7.59%	7.46%	7.12%	31.75%	-3.94%	6.15%	0.33%	10.19%	-15.52%
887116.WI	香港汽车与汽车零部件	23.98%	34.16%	-10.64%	-1.32%	6.69%	87.44%	-41.90%	3.15%	91.82%	1.67%	-50.10%
887117.WI	香港耐用消费品与服装	35.71%	11.91%	4.83%	7.42%	7.37%	28.68%	-3.92%	26.93%	79.47%	-1.58%	-37.96%
887118.WI	香港消费者服务II	45.54%	84.25%	-34.74%	-27.76%	20.25%	46.45%	-20.69%	13.96%	6.62%	-44.19%	-8.28%
887119.WI	香港媒体II	18.87%	29.97%	-1.23%	20.84%	25.96%	1.11%	29.81%	-3.13%	9.47%	21.55%	-5.52%
887120.WI	香港零售业	0.14%	-5.29%	-2.45%	-3.95%	-1.32%	23.81%	-31.43%	78.84%	40.51%	-37.52%	-35.12%
887121.WI	香港食品与主要用品零售II	17.01%	-5.12%	-26.77%	-0.80%	12.15%	14.66%	-9.27%	15.19%	-3.62%	-50.76%	-26.88%
887122.WI	香港食品、饮料与烟草	10.51%	16.80%	21.27%	6.30%	7.36%	28.04%	-3.60%	26.36%	44.50%	-4.19%	-19.13%
887123.WI	香港家庭与个人用品	9.72%	15.37%	5.57%	-3.19%	4.82%	31.03%	24.32%	5.98%	14.68%	21.32%	-20.95%
887124.WI	香港医疗保健设备与服务	21.18%	24.22%	4.59%	0.08%	9.36%	13.25%	3.26%	3.38%	90.02%	-51.49%	-20.70%
887125.WI	香港制药、生物科技与生命科学	43.16%	61.04%	35.42%	-2.73%	5.34%	62.50%	21.28%	40.82%	45.38%	5.61%	-33.60%
887126.WI	香港银行	23.42%	1.85%	12.80%	9.25%	9.71%	27.16%	-9.10%	4.66%	-3.78%	2.47%	-8.11%
887127.WI	香港多元金融	16.37%	12.15%	30.85%	2.72%	7.75%	16.11%	-27.29%	1.14%	19.43%	4.78%	-29.93%
887128.WI	香港保险II	28.06%	19.66%	15.55%	0.05%	-1.38%	57.18%	-14.87%	25.20%	4.25%	22.09%	-8.36%
887129.WI	香港房地产II	53.68%	7.26%	7.81%	6.92%	2.09%	61.34%	-8.27%	17.47%	3.87%	17.43%	-19.91%
887130.WI	香港软件与服务	46.39%	93.53%	10.05%	35.84%	20.81%	103.97%	-23.05%	18.10%	55.82%	-22.90%	-40.17%
887131.WI	香港技术硬件与设备	16.50%	38.09%	22.04%	10.57%	-0.85%	62.87%	39.92%	12.36%	75.39%	9.00%	-42.12%
887132.WI	香港半导体与半导体生产设备	4.72%	13.74%	3.09%	-31.86%	0.29%	13.53%	-19.29%	31.67%	117.07%	6.52%	-15.92%
887133.WI	香港电信服务II	15.26%	6.10%	15.62%	-3.46%	-2.43%	5.31%	0.45%	7.06%	27.84%	7.67%	18.43%
887134.WI	香港公用事业II	25.07%	19.21%	10.98%	-1.50%	6.87%	21.13%	2.13%	0.22%	-2.77%	25.42%	-31.51%

整车销量以及份额依然是最直接的基本面跟踪指标

- **自主份额：**自主品牌市占率除2014/2018~2020年阶段性下滑外，保持稳定提升趋势。
- **长城汽车：**2011~2013年份额提升，2014年短暂下滑，至2016年持续提升，2018~2021年再度提升；
- **吉利汽车：**2011~2012年份额提升，2014~2018年持续提升，2019年后进入平台期；
- **比亚迪：**2011~2017年份额稳定下滑，2018年（新能源转型）起进入平台期，2021年成效显著；

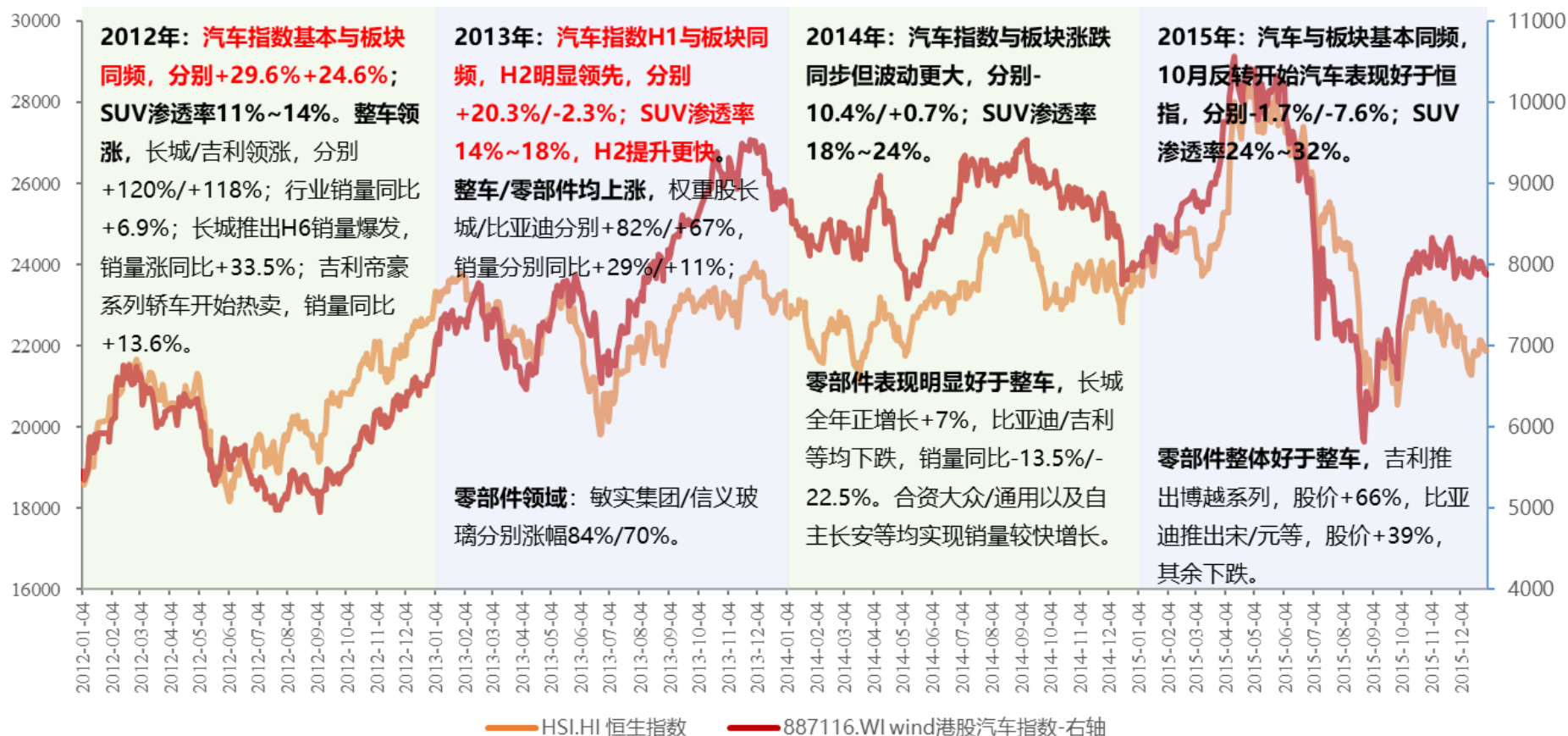
图：2011年至今主要自主品牌车企以及自主整体销量和市场份额变化/万辆

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
乘用车行业	1449.8	1549.4	1792.8	1969.8	2110.6	2421.9	2428.3	2369.9	2121.0	1983.9	2119.2
长城汽车	36.5	48.7	62.7	61.2	75.3	96.9	95.0	91.5	91.1	88.7	104.8
吉利汽车	43.3	49.1	54.9	42.6	53.9	79.9	126.7	150.1	136.2	132.0	132.9
比亚迪	44.8	45.6	50.6	43.8	44.5	49.3	41.0	50.2	45.3	42.1	73.5
广汽乘用车	1.7	3.7	10.9	13.5	19.5	37.4	50.9	53.5	41.8	41.4	56.7
长安汽车	54.4	60.3	82.2	97.3	111.3	121.8	106.7	87.4	80.6	97.6	119.3
上汽乘用车	9.6	10.9	9.4	18.0	17.0	32.2	52.2	72.9	69.6	68.6	82.5
自主乘用车	460.3	661.3	726.9	756.0	865.4	1041.7	1040.9	1010.2	827.8	749.9	947.0
行业销量增速		6.87%	15.71%	9.87%	7.15%	14.75%	0.26%	-2.41%	-10.50%	-6.47%	6.82%
长城汽车	2.52%	3.15%	3.50%	3.11%	3.57%	4.00%	3.91%	3.86%	4.30%	4.47%	4.95%
吉利汽车	2.98%	3.17%	3.06%	2.16%	2.55%	3.30%	5.22%	6.33%	6.42%	6.65%	6.27%
比亚迪	3.09%	2.94%	2.82%	2.22%	2.11%	2.03%	1.69%	2.12%	2.14%	2.12%	3.47%
广汽乘用车	0.12%	0.24%	0.61%	0.69%	0.92%	1.55%	2.09%	2.26%	1.97%	2.08%	2.68%
长安汽车	3.75%	3.89%	4.59%	4.94%	5.27%	5.03%	4.39%	3.69%	3.80%	4.92%	5.63%
上汽乘用车	0.66%	0.71%	0.52%	0.91%	0.81%	1.33%	2.15%	3.08%	3.28%	3.46%	3.89%
自主市占率	31.75%	42.68%	40.55%	38.38%	41.00%	43.01%	42.86%	42.63%	39.03%	37.80%	44.69%

2012~2015年：SUV行业红利正当时，汽车领涨

- 2012年：汽车小幅领先恒指，吉利帝豪抓准轿车最后一轮，长城H6开启SUV行业红利；
- 2013年：汽车大幅领先恒指，长城/比亚迪领涨，SUV行业红利正当时，敏实/信义等零部件受益；
- 2014年：汽车小幅落后恒指，大众等合资SUV份额提升，港股零部件该阶段好于整车；
- 2015年：汽车小幅领先恒指，H2吉利/比亚迪重磅新车推出，板块开启新一轮反转行情。

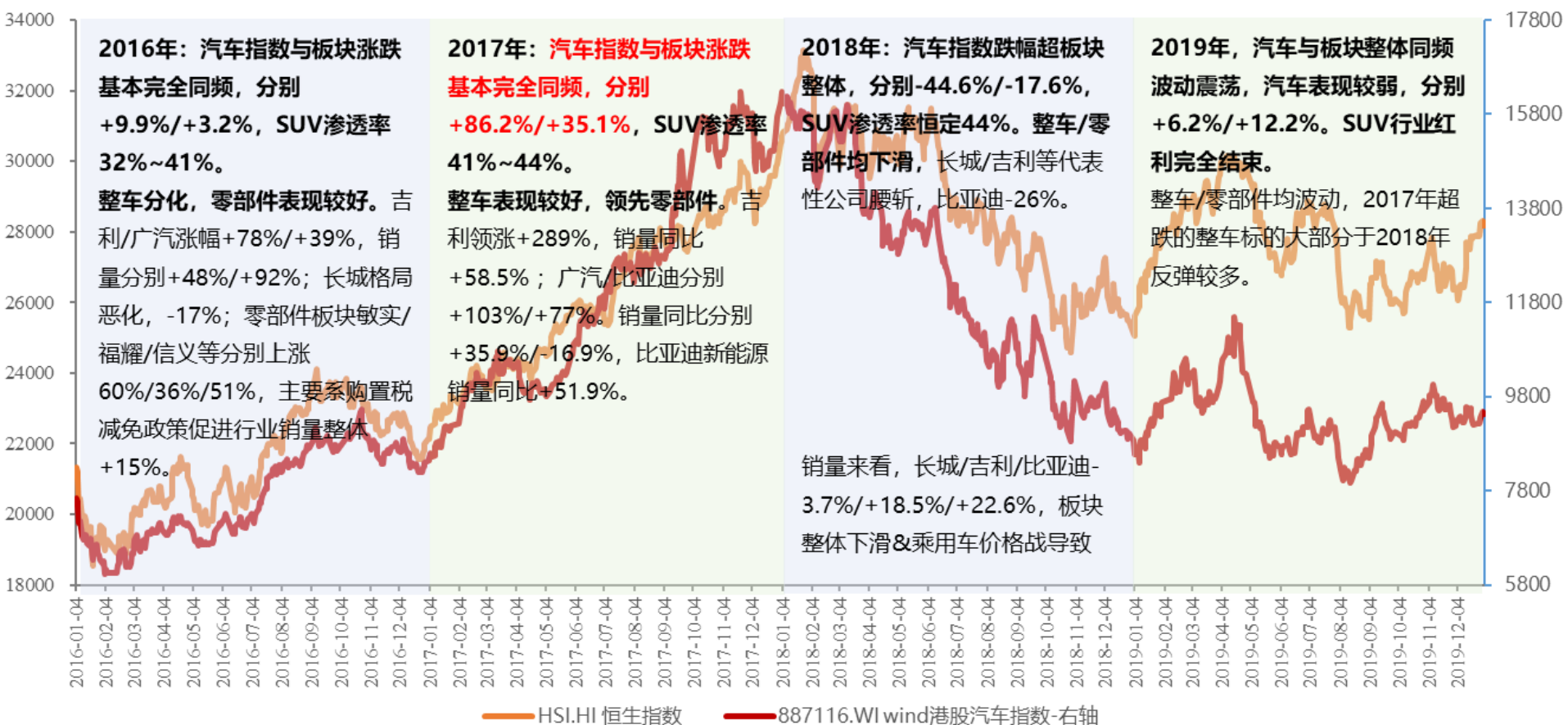
图：2012-2015年恒生指数与WIND港股汽车与零配件指数（右轴）变化波动情况



2016~2019年：SUV红利盛极转衰，步入瓶颈

- 2016年：汽车小幅领先恒指，购置税减免政策刺激消费，总量提升；吉利/广汽跟进SUV产品；
- 2017年：汽车大幅领先恒指，购置税减免延续，吉利/广汽新车周期强势，带动港股整车领涨恒指；
- 2018年：汽车落后恒指，刺激政策退坡+行业红利结束，价格战爆发，估值下行；
- 2019年：汽车小幅落后恒指，汽车板块基本面较差预期充分反映，随港股恒指波动震荡。

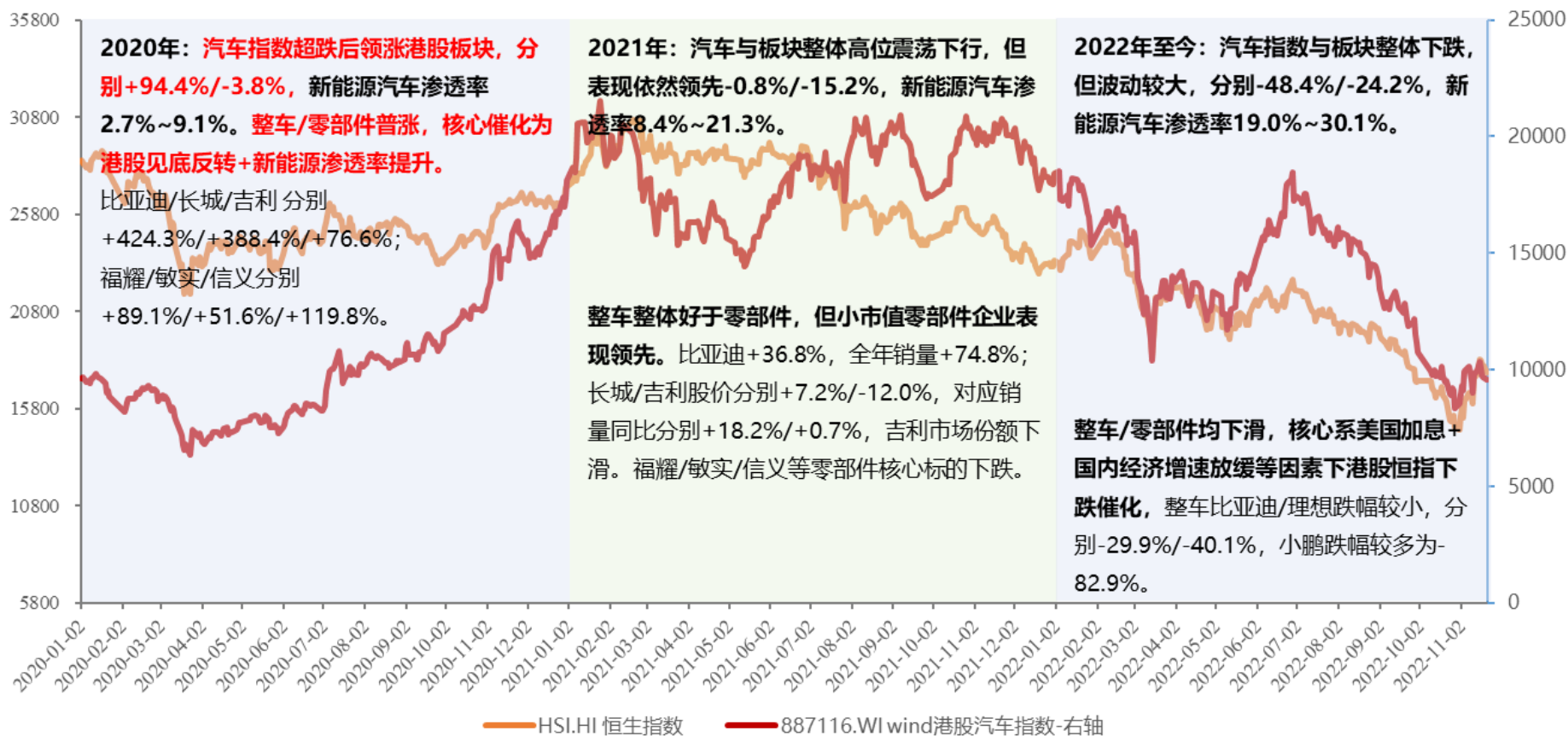
图：2016-2019年恒生指数与WIND港股汽车与零配件指数（右轴）变化波动情况



2020年至今：电动化转型兴起，加速渗透

- 2020年：汽车大幅领先恒指，国内市场新能源渗透率提升，长城/比亚迪/吉利/福耀等普涨；
- 2021年：汽车小幅领先恒指，比亚迪/长城周期强势，整车上涨带动港股汽车领先恒指；
- 2022年：汽车落后恒指，国内疫情封控冲击下游消费，板块杀估值叠加2023年销量预期下修&竞争格局恶化等原因，港股汽车指数回归低位。

图：2020年至今恒生指数与WIND港股汽车与零配件指数（右轴）变化波动情况



2、自下而上：港股+行业+个股 α 三因素共振大行情

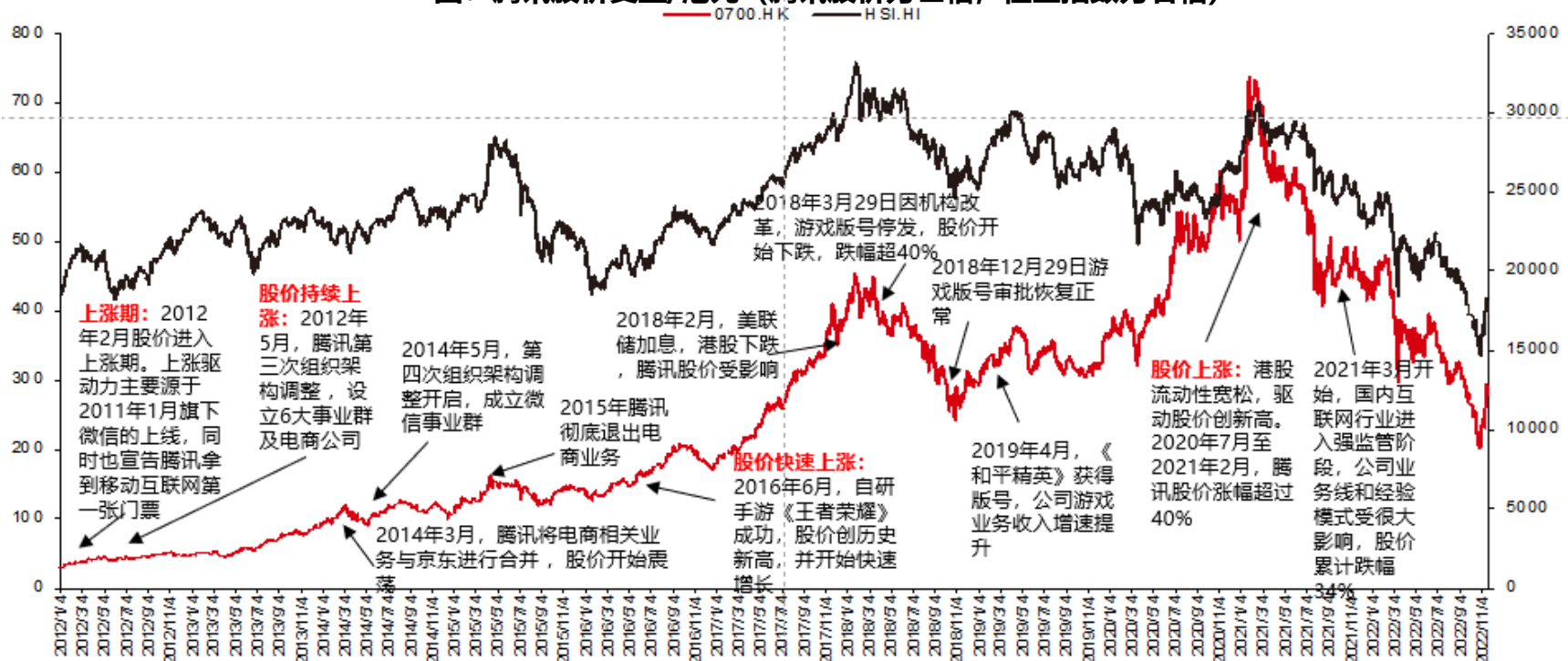
- ◆ 2012年以来，港股经历三轮大行情，均带动一批优质公司崛起。**港股本身底部反转+行业本身红利+个股超强 α 三重因素共振带来领涨大行情。**
- ◆ 自下而上角度，**SUV行业红利+吉利强势产品周期配合港股15年H股港汇担忧底后反转带来大行情；“互联网+”行业机遇+腾讯互联网业务持续开拓叠加港股板块反转带来大行情。**

图：2012年以来港股大市值企业分阶段涨幅

代码	名称	港股WIND行业	最新市值 /亿港元	港股第一轮大行情	港股第二轮大行情	港股第三轮大行情
				201201~201504	201601~201712	202003~202012
2382.HK	舜宇光学科技	技术硬件与设备	987	690.93%	469.41%	26.36%
0175.HK	吉利汽车	汽车与汽车零部件	1005	144.90%	567.71%	59.50%
0700.HK	腾讯控股	软件与服务	26866	378.33%	167.65%	50.16%
2333.HK	长城汽车	汽车与汽车零部件	900	422.99%	8.47%	194.51%
1211.HK	比亚迪股份	汽车与汽车零部件	5161	160.76%	61.71%	293.72%
2313.HK	申洲国际	耐用消费品与服装	967	281.28%	77.68%	40.63%
0669.HK	创科实业	耐用消费品与服装	1644	253.02%	66.11%	59.55%
0027.HK	银河娱乐	消费者服务II	1888	157.61%	162.69%	18.51%
1093.HK	石药集团	制药、生物科技与生命科学	1168	305.28%	104.58%	-18.56%
2319.HK	蒙牛乳业	食品、饮料与烟草	1268	129.02%	87.44%	43.52%
2020.HK	安踏体育	耐用消费品与服装	2262	90.45%	78.31%	77.79%
0981.HK	中芯国际	半导体与半导体生产设备	1372	110.67%	71.14%	42.38%

- ◆ 腾讯连续跑赢港股，核心受益2015年H股反转&“互联网+”机遇&自身多游戏版号支撑流量上涨。
- ◆ 第一轮行情：2011年1月微信上市，2012年一季度用户达到5900万，行情启动；至2014年2月电商业务合并，涨幅为295%。
- ◆ 第二轮行情：2016年6月《王者荣耀》开放内测，春节期间游戏流水超30亿元，行情启动，期间《王者荣耀》月活与月流水持续增长；至2018年3月游戏版号停发，涨幅为147%。
- ◆ 第三轮行情：2020年6月，港股流动性宽松，叠加新冠疫情手游用户人数上涨，行情启动；至2021年3月互联网行业进入强监管阶段，涨幅为74%，期间恒生科技指数涨幅超过50%。

图：腾讯股价复盘/港元（腾讯股价为左轴，恒生指数为右轴）



电子-舜宇光学：受益多摄行业以及苹果下游爆发

- ◆ 舜宇连续跑赢港股，核心受益H股反转+行业维度多摄趋势明确+自身绑定下游大客户放量。
- ◆ 第一轮行情：2015年初手机启动多摄趋势，行业空间迅速打开，行情启动；至2018年6月手机需求下降，涨幅为339%。
- ◆ 第二轮行情：2020年12月，公司预告2021年将进入苹果产业链，行情启动；至2021年6月业绩兑现，涨幅为66%

图：舜宇光学股价复盘/港元（股价为左轴，恒生指数为右轴）



- 图：吉利汽车股价复盘/港元（股价为左轴，恒生指数为右轴）



二、十年港股汽车板块复盘总结

恒指底部反转/个股周期影响导致历史A/H汽车分化

- 梳理A股汽车指数与港股汽车指数历史，两次A/H汽车出现明显分化阶段：
- 2016~2017年，H股见底反转后，港股汽车表现明显领先A股，A股指数持平，个股 α 因素为重；
- 2018~2019年，A/H汽车指数均下行，行业价格战出现，基本面较差；但豪华车市场迸发依然孕育经销商个股优秀行情。

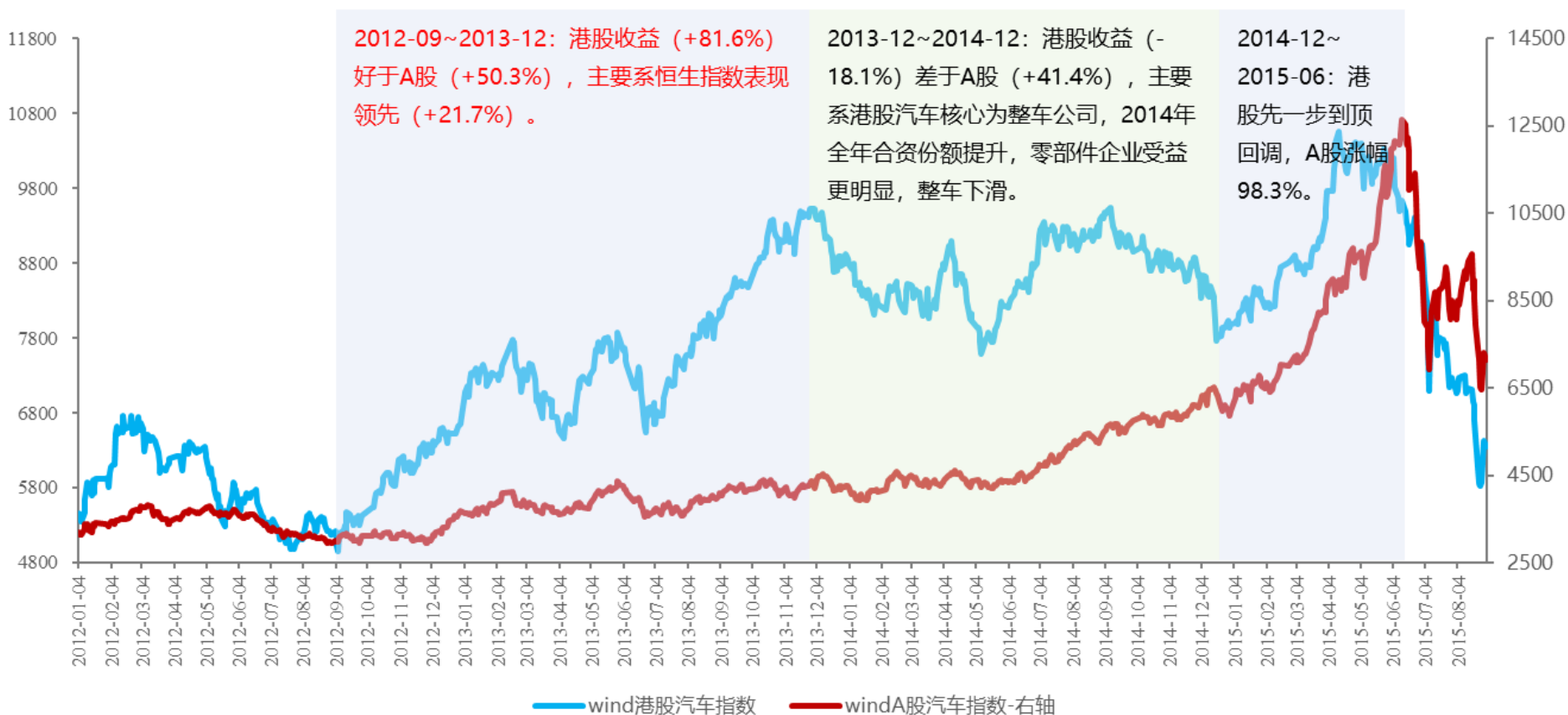
图：2012年至今H股汽车与WINDA股汽车与零配件指数（右轴）变化波动情况



2013年AH表现分化：H股反转+SUV行业红利

- 2012~2013年，H股汽车表现明显领先A股，震荡上行，与H股恒生指数涨跌表现基本趋同。汽车基本面受益SUV行业红利上行（A股汽车上涨）以及H股反转上行双重因素共振刺激，涨幅超50%。
- 2013年底至2015年中，先后受合资份额阶段上行+H股港汇担忧影响市场情绪等因素，H股汽车行情表现明显落后A股汽车。

图：2012-2015年WIND港股汽车指数与A股汽车指数变化



2016年AH汽车分化：H股反转+核心标的周期强势

■2016年初至2017年底，H股与A股汽车均持续上行，H股（+161%）涨幅明显领先A股（+44%），核心系2015年H股港汇担忧底后板块反转，汽车行业吉利/长城等自主品牌份额回升，吉利周期表现尤其强势，H股核心标的领涨汽车板块。

■2018年初，A股汽车下滑，H股汽车核心受益吉利个股强势 α 表现，整体平稳，与A股汽车整体分化。

图：2015-2018年WIND港股汽车指数与A股汽车指数变化



2020年AH汽车分化：H股反转+汽车电动化红利

■ 2020年初至2021年初，A/H汽车整体大幅上涨，H股汽车（+240%）表现明显领先A股汽车（+85%），主要系H股疫情大底叠加受益汽车行业电动化行业红利渗透加速。

图：2020年截至当前WIND港股汽车指数与A股汽车指数变化



恒指波动为AH溢价主因，长期有望回归中枢

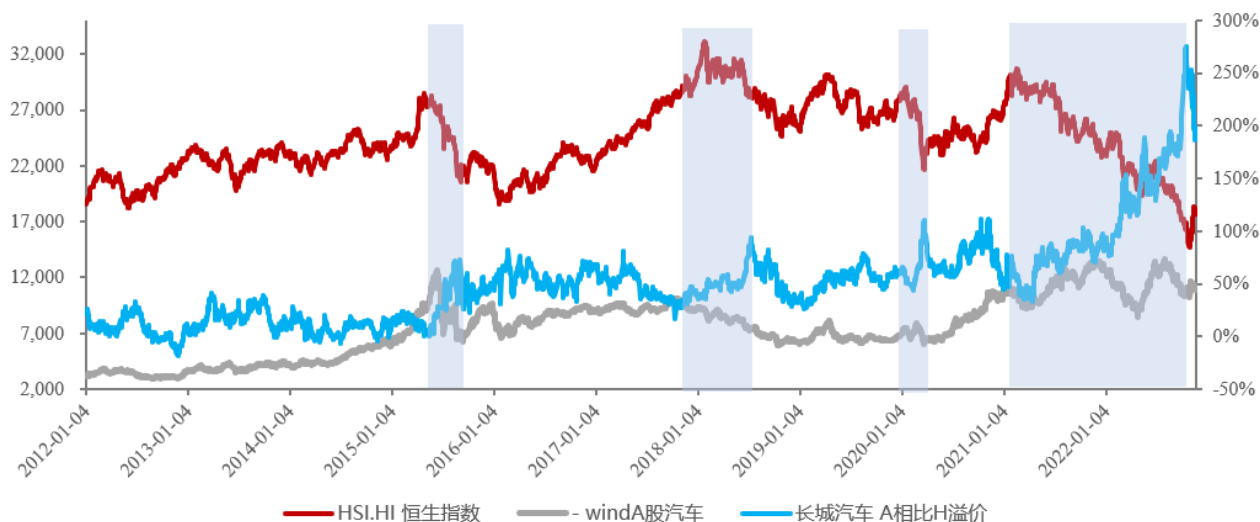
■以比亚迪/长城汽车为例分析AH溢价，我们认为有两类原因可增大A/H溢价比：

■**恒指大跌**：H股本身由于流动性与资金行为缘故，波动性往往大于A股。因为在H股恒指大跌时对应标的往往跌幅较大。

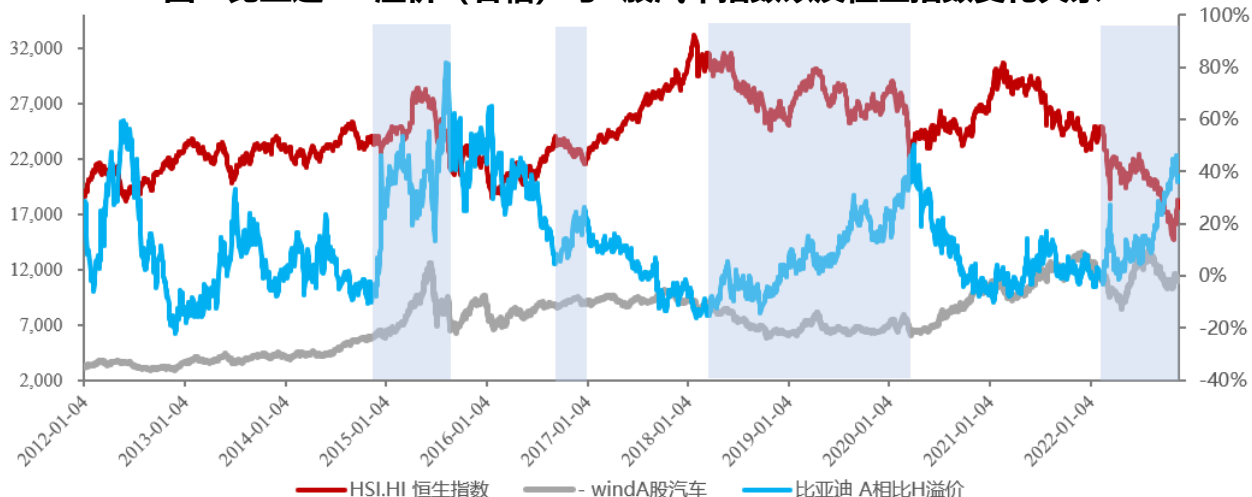
■**公司 α 因素**：公司横向比较来看，长城与比亚迪A/H溢价比相差较大，核心系公司自身基本面差异。长城汽车2021年以来自身A股估值波动较大，市场预期变化快；但以比亚迪/福耀为代表的其他标的A/H溢价比中值均处于20%左右，相对较低且波动较小。

■**中长期来看，随H股恒生指数回暖，未来AH溢价比有望回归正常中枢水平，差距进一步缩小，H股向上空间/相对收益更大。**

图：长城汽车AH溢价（右轴）与A股汽车指数以及恒生指数变化关系



图：比亚迪AH溢价（右轴）与A股汽车指数以及恒生指数变化关系



SUV渗透率30%+出现的超强 α 机会——吉利汽车

■ 2016-2017年：SUV渗透率从30%提升至40%，吉利&广汽紧抓SUV行业红利最后一波强 α 因素崛起。

■ 吉利：2015年帝豪换代热销，2016年博越接力，畅销车型推动系列产品矩阵销量提升，并带来2016~2017年业绩持续高增长。

图：吉利汽车2016~2018年大行情股价复盘



SUV渗透率30%+出现的超强 α 机会——广汽集团

- 2016-2017年：SUV渗透率从30%提升至40%，吉利&广汽紧抓SUV行业红利最后一波强 α 因素崛起。
- 广汽：2015年传祺GS4上市，2016~2017年明星车型带动广汽销量持续高增长，份额提升；随后自主阶段性盈利兑现，业绩表现较好。

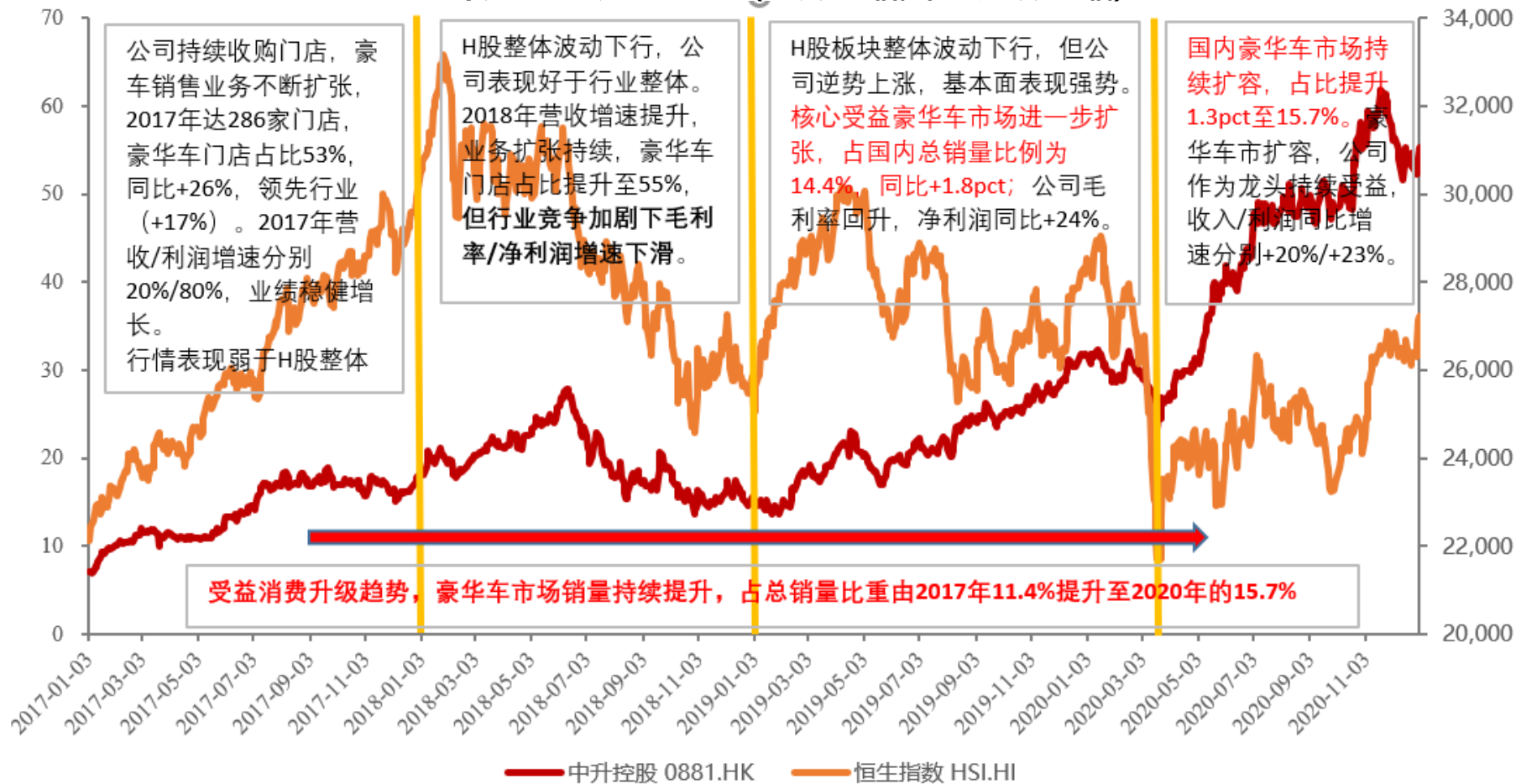
图：广汽集团2016~2018年大行情股价复盘



SUV渗透率30%+ 出现的超强 α 机会——中升控股

- 2018-2020年：SUV行业红利结束，受益消费升级趋势，豪华车市场份额提升，经销商核心受益。
- 中升控股：老牌豪华车经销龙头，覆盖BBA+保时捷+雷克萨斯等不同豪华品牌，2017~2019年经销门店快速收购扩张，凭借渠道布局先发优势支撑市场份额迅速提升。

图：中升控股股价复盘/港元（股价为左轴，恒生指数为右轴）



SUV渗透率30%+出现的超强 α 机会——美东汽车

- 2018-2020年：SUV行业红利结束，受益消费升级趋势，豪华车市场份额提升，经销商核心受益。
- 美东汽车：差异化渠道布局，核心聚焦三四五线城市以“单城单店”模式，以“快速周转效率+精细化管理”为核心竞争力，充分利用豪华车消费下沉市场趋势，提升售后服务黏性，店龄增长持续正反馈，保障高盈利确定性。

图：美东汽车股价复盘/港元（股价为左轴，恒生指数为右轴）

图：美东汽车2018~2020年大行情股价复盘



三、战略看多2023年港股汽车板块！

展望2023年港股汽车指数：反转可期！

- 2023年港股汽车可期，核心系港股大盘新一轮反转行情有望来临&核心汽车标的产品周期强势助推。
- 港股板块迎来战略机遇：1) 国内稳增长预期重新统一，房地产与疫情相关政策持续优化，国内基本面修复，有望改善港股信用和盈利预期；2) 海外流动性收紧担忧情绪逐步缓解，美债利率筑顶。
- 港股汽车有望实现进一步超额收益：理想/吉利/蔚来等强势车企2023年强势产品周期助推。

图：2023年香港汽车指数有望迎来新一轮反转大行情



2023年国内新能源汽车依然可实现高增长

- 我们预计2023年国内新能源乘用车销量仍将保持较快增速，批发/零售口径可实现销量为968/804万辆，同比增速分别为51%/54%。核心支撑在于——
 - 政策端：新能源汽车政策红利犹在，购置税减免完全延续；
 - 供给端：比亚迪/理想汽车/吉利汽车等车企持续推出新车，供给端产品矩阵迅速丰富；
 - 需求端：终端对新能源接受度持续提升，10~20万元价格带新能源渗透率进一步提升空间较大。

表：2022~2023年新能源总量预测

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E
1. 新能源批发 (万辆)	118	127	187	210	174	213	271	310	643	968
YOY (%)	150.8%	106.5%	106.7%	61.6%	47.1%	67.4%	44.8%	47.1%	95.2%	50.5%
批发口径渗透率 (%)	21.8%	26.9%	28.7%	32.7%	34.1%	38.1%	41.3%	43.9%	27.8%	39.8%
2. 新能源零售 (万辆)	101	110	131	182	153	177	201	273	524	804
YOY (%)	133.6%	93.9%	70.5%	61.9%	51.5%	61.2%	53.5%	49.9%	81.1%	53.5%
零售口径渗透率 (%)	21.5%	26.8%	24.5%	36.1%	37.3%	39.4%	36.8%	50.1%	27.3%	41.2%
3. 新能源出口 (万辆)	11	8	17	18	—	—	—	—	54	83

2023国内新能源增量拆分：分价格带测算

表：交强险口径新能源车分技术路线&分价格带销量预测汇总/万辆

交强险口径	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车销量	114	291	523	804	1128	1370
1. EV销量 (单位: 万辆)	90	234	392	470	603	801
0-5万	17	55	73	64	64	64
5-10万	17	44	57	64	86	138
10-15万	20	37	80	93	90	186
15-20万	11	29	63	64	100	107
20-30万	19	49	57	115	154	175
30-40万	4	13	52	45	77	95
40万以上	3	7	9	26	32	37
2. PHEV销量 (单位: 万辆)	17	44	103	267	419	424
10-15万	3	11	32	137	210	186
15-20万	3	12	36	73	111	119
20-30万	8	15	27	45	64	80
30-40万	1	1	2	6	19	24
40万以上	3	5	6	6	14	17
3. 增程式销量 (单位: 万辆)	5	12	28	67	106	144
10-15万	0	0	3	0	0	0
15-20万	0	0	2	7	11	12
20-30万	1	2	6	17	39	64
30-40万	4	10	14	31	32	40
40万以上	0	0	4	12	25	29

- 汽车行业发展受多方面因素的影响，而且在不同时间点影响因素往往区别非常大：

1. 渗透率30%-50%消费者诉求：

性价比更高+更安全的电车！智能不是必选，但有比没有更好！



2. 产业技术创新进展：

电动化：延续性技术创新主导，降本增效是关键！

智能化：L2加速普及，L3+还在导入期。



3. 【疫情+逆全球化】对汽车供应链重塑：

从0-1阶段（认知重塑）进入1-N阶段（落地执行）。



4. 车企竞争要素核心变化：

【技术研发+供应链】权重降低，【产品定义+营销渠道】权重上升。

疫情反复+逆全球化

2020年-2022年6月

2022年8月-2024年

2022
年7月

1. 新能源：供给决定需求时代

1. 新能源：供需平衡到供大于需

2. 供应链：垂直一体化优势彰显

2. 供应链：重新走向专业化分工
(有限全球化)

3. 整车格局：形成2超【特斯拉+
比亚迪】多弱

3. 整车格局：淘汰赛至2超多强
格局初步形成

应该理性分析主流车企竞争要素的变化

■ 基于我们整车框架，百年汽车历史复盘经验多次表明：**任何一个车企的在某个阶段打法均有能力边界，线性外推思维方式不可用。**往往3年为一个周期展开轮回。

表：核心新能源车企的资源禀赋要素比较分析（颜色越深代表在当前时点这项能力越强）

	特斯拉	比亚迪	AITO	理想	蔚来	小鹏	埃安	吉利	长安	长城
1. 技术研发										
混合动力										
EV电动										
智能化										
2. 供应链整合	核心技术 自控，非 核心专业 化分工	垂直一体化为主	专业化分工为主（特斯拉产业链反哺）							中间路线
安全										
速度										
成本										
质量										
3. 产品定义										
品牌影响力								内部孵化新品牌		
精准定位能力										
核心覆盖价格带	20万+	全覆盖	20万+	20万+	30万+	15万+	10万+	全覆盖	全覆盖	全覆盖
4. 渠道能力				渠道建设速度				渠道变革速度		
5. 现金储备能力										
6. 2023年新年车型数量										

未来1-2年加速形成2超多强格局

■ 基于我们整车框架对各个车企竞争要素比较分析，假设乐观情景下：

- **【特斯拉+比亚迪】2超**采取防御战：份额稳中小降。
- **中高端市场（20万+）**：核心跑出3家，份额约4%。根据2023年新车周期评估【理想+AITO+蔚来】更值得关注。
- **全价位覆盖**：核心跑出3-4家。根据2023年新车周期评估【吉利+长安+长城+埃安】更值得关注。

表：交强险口径：核心新能源品牌市占率测算（乐观情景）

国内新能源市占率	2020	2021	2022E	未来1-2年
比亚迪	13%	18%	31%	26%
特斯拉	6%	11%	10%	8%
理想	3%	3%	3%	5%
AITO			1%	4%
蔚来	4%	3%	3%	5%
吉利（含极氪）	3%	2%	4%	11%
长安	3%	4%	4%	8%
长城	5%	5%	3%	8%
埃安	5%	4%	5%	5%
前9大品牌合计	41%	50%	63%	80%

表：交强险口径：核心新能源车企业内部渗透率预测（乐观情景）

自身新能源渗透率	2020	2021	2022E	未来1-2年
比亚迪	40%	73%	99%	100%
特斯拉	100%	100%	100%	100%
理想	100%	100%	100%	100%
AITO	100%	100%	100%	100%
蔚来	100%	100%	100%	100%
吉利（含极氪）	3%	5%	20%	65%
长安	3%	9%	20%	55%
长城	7%	13%	19%	55%
埃安（独立后）	100%	100%	100%	100%
前9大品牌平均	61%	67%	73%	86%

■**核心竞争力：扬长补短开启飞轮旋转模式，以“精准产品定位+技术迅速追赶”为核心的强爆款能力。**结合车企分析框架：1) 组织管理维度：创始人专注于打造敏捷组织，大力推行OKR，构建“价值观统一+透明化+责任心”独特企业文化。2) 产品定义维度：以精神维度开辟家庭用户全新品类，坚持创造移动的家&幸福的家，打造大单品。3) 技术维度：智能电动等研发领域快速补足短板，布局800V超高压快充以及智能驾驶核心软件算法全栈自研，核心技术自主可控。4) 供应链维度：公司以效率&安全为先打造供应链，借力一线自主零部件企业保障后端交付。

■**2023年公司新车周期核心看点：8/9先行，2023年L7/L6以及纯电新车等集中上市，开启新一轮强势产品周期。**L6（中型5座）+L7（中大型5座）+L8（中大型6座）+L9（全尺寸6座）构建20-50万增程SUV产品矩阵，8+9先行，我们预计稳态月销合计1.5~2万台；L8预计于11月开启交付，12月理想汽车单月交付/订单均有望突破2万台水平。L7预计2023年2月开启正式交付，L6+纯电M01预计2023年正式上市，至2023年底我们预计5款车型合计单月月销有望突破4万台，2023年全年销量突破30万台水平。长期至2025年，理想汽车预计持续深耕增程+纯电产品，合计推出10~12款车型，销量空间有望达到80~100万台量级。

■**风险提示：**新车销量不及预期，新能源汽车发展低于预期。

■**核心竞争力：多元技术布局，成熟生产模块助力强势新车周期，发力智能电动。**结合车企分析框架：1) **组织管理维度**，吉利依托母公司全球化资源整合优势，以“智能吉利2025”为纲领不断创新。2) **技术维度**：BMA/CMA/SEA/SPA四大模块化生产平台，覆盖多样化车型；电动/混动/换电技术全覆盖；智能化以外采+合作+自研三条线同步发力，高速NGP功能已迭代上车。3) **产品定义**：雷神逐步覆盖吉利+领克两大燃油品牌助力新能源转型，极氪向上冲刺高端纯电市场提升品牌形象，实现全价位覆盖。4) **供应链管理**：围绕母公司供应链体系，积极引入外部优势供应商，保障稳定供应；5) **渠道营销**：加速推进渠道变革降低左右手互博，同步采取数字营销体系，线上线下打通。

■**2023年公司新车周期核心看点**：1) **高端市场极氪**：2023年，极氪在001/009基础上预计还将推出1~2款车型：价格带进一步下沉，贡献更大销量增量。2) **中低端市场雷神混动**：凭借“低油耗”+“高性能”优势初步覆盖吉利/领克体系重点车型，2023年继22年帝豪L/星越L后，还将推出雷神系列轿车/SUV产品，密集覆盖10~25万元价格区间，节能化/电动化转型加速。3) **中低端市场纯电**：几何G6/M6搭载华为鸿蒙座舱系统是聚焦年轻Z世代消费群体助力品牌C端转型，睿蓝面向B端换电市场持续新品推出，加速大吉利电动智能步伐。

■**风险提示**：新车销量不及预期，新能源汽车发展低于预期。

■**核心竞争力：供应链高度垂直整合+渠道布局完善配合完善产品矩阵铸就品牌势能高壁垒。**结合车企分析框架，1) **组织架构**：管理架构梯队精简，汽车/电子/储能等几大事业群各自负责提升运营效率，股权激励方案落地加强人才吸引力。2) **技术研发**：三电/混动/超充技术全面自研并保持市场领先，合作英伟达/地平线/Momenta等加速智能化相关能力储备。3) **供应链管理**：汽车产业链上中游核心零部件高度整合，电池/芯片等战略生产资源全面布局，并逐步引入外部供应链体系提升整体竞争活力。4) **产品定义**：王朝/海洋/腾势/仰望以及全新品牌实现对国内不同价位细分市场全面覆盖；5) **渠道营销**：王朝/海洋网络密集布局，腾势/仰望开拓探索直营模式，广泛渠道优势明显。

■**2023年公司新车周期核心看点**：1) 中低端市场：海洋网纯电领域全新推出海狮/海鸥，插混领域护卫舰/登陆舰/驱逐舰新品对标王朝网矩阵布局，实现全覆盖。2) 高端市场：腾势继D9后全新上市1~2款SUV/轿车完善车型矩阵；仰望以及全新个性化品牌发力高端豪华市场，2023年新品推出助力比亚迪整体高端化进程。

■**风险提示**：新车销量不及预期，新能源汽车发展低于预期。

■**核心竞争力：电动智能核心技术持续推进全栈自研，混动新品配合渠道变革有望开启新一轮周期。**结合车企分析框架：1) **组织架构**：在“一车一品牌”基础上，开展新一轮组织调整，实现多品牌间渠道/资源整合，打通集团、子品牌间的中台能力，提升中台的统筹作用，为旗下品牌赋能，聚焦“一个长城”全球品牌。2) **技术研发**：蜂巢能源/易创推进三电领域技术突破，毫末智行深耕高级别智能辅助驾驶领域，雪狐MANA数据体系推动技术迭代升级，位居市场前列。3) **产品定义**：哈弗/魏牌/欧拉/坦克/沙龙/皮卡六大品牌定位不同细分市场差异化定位，围绕哈弗/皮卡用户基盘，魏牌/沙龙实现品牌高端化，欧拉/坦克差异化人群定位，共同驱使整体销量提升。4) **供应链管理**：7大子公司布局不同领域覆盖整车生产不同Tier1环节，进一步推动长城供应链整合覆盖率。5) **渠道营销**：欧拉+沙龙、魏牌+坦克双品牌运营资源进一步整合，哈弗品牌加速渠道变革弱化左右手互博。提升运营效率和资源协同优势。

■**2023年公司新车周期核心看点：皮卡/坦克两稳，哈弗/魏牌/沙龙/欧拉四突进。**1) 混动领域：哈弗品牌H6/M6/大狗/神兽等主力车型全面转型混动，魏牌在原有SUV产品基础上，全新推出2~3款SUV以及系列轿车/MPV产品，矩阵丰富助力品牌稳固中高端定位；2) 纯电领域：沙龙以机甲科技风深耕高端市场，欧拉朋克猫以及全新1~2款纯电产品2023年上市，提升整体新能源渗透率水平。

■**风险提示**：新车销量不及预期，新能源汽车发展低于预期。

- **核心竞争力：核心技术全面布局，圈层营销构筑壁垒。**结合车企分析框架：**1) 产品定义：**对标宝马等豪华品牌，车型高举高打，树立高端品牌形象。基于NT2平台车型已实现上市交付，原有平台车型也将于2023年完成换代。**2) 渠道营销：**营销+服务多方面入手全面塑造品牌力。线上NIO App打造多场景+广覆盖+零距离线上社区模式，扩大宣传同时引导客户完成品牌共创。线下NIO House增强品牌形象，NIO Space实现销售网络迅速扩张。**3) 供应链管理：**整车代工紧密绑定江淮，其余核心部件合作主流零部件供应商。**4) 技术研发：**智能化方面整体路线定位自研软件/硬件全栈闭环，参与芯片等上游部件研发，逐步提高自主定义能力；电动化方面蔚来坚持动力总成技术自研自产，同时对电池技术也进行相关研发布局，保障技术迭代及供应链稳定。
- **2023年公司新车周期核心看点：**已有866车型2023年完成换代，同时上半年将推出两款全新车型，NT2.0平台车型ET5/ES7/ET7仍在当打之年，2023年全年合计八款新平台车型在售，新品周期强势。
- **风险提示：**新车销量不及预期，新能源汽车发展低于预期。

四、盈利预测与风险提示

	证券代码	公司简称	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元人民币)	9868.HK	小鹏汽车	210	267	562	1003
	9866.HK	蔚来	361	507	983	1544
	2015.HK	理想汽车	270	447	1036	1910
	601633	长城汽车	1364	1305	2135	2876
	002594	比亚迪	2161	4204	5887	7174
	0175.HK	吉利汽车	1020	1298	1961	2471
	000625	长安汽车	1051	1109	1479	1825
	601238	广汽集团	757	1120	1426	1730
	600104	上汽集团	7798	7730	7768	7927
	600418	江淮汽车	403	388	468	518
	601127	赛力斯	167	354	793	1342
归母净利润 (亿元人民币)	9868.HK	小鹏汽车	-49	-85	-62	-17
	9866.HK	蔚来	-106	-118	-79	3
	2015.HK	理想汽车	-3	-18	27	92
	601633	长城汽车	67	102	70	135
	002594	比亚迪	30	163	302	395
	0175.HK	吉利汽车	47	56	62	92
	000625	长安汽车	36	81	56	89
	601238	广汽集团	73	103	91	101
	600104	上汽集团	245	178	151	175
	600418	江淮汽车	2	1	3	4
	601127	赛力斯	-18	-36	-20	10

- **新能源汽车销量不及预期。**若2023年国内经济恢复情况低于预期，可能带来新能源汽车销量增速放缓。
- **L3及以上智能化进展显著超预期。**若L3及以上级别智能驾驶技术和市场普及度超预期，可能会对行业竞争格局以及车型竞争力分析框架带来较大影响。

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>

东吴证券 财富家园