

海外汽车2023年度策略：行业竞争加剧，基本面拐点仍需等待

分析师

CHEN YUJIA
SFC CE Ref: BIH 327
charlieychen@futu.hk.com

联系人

Chandler You
chandleryou@futunn.com

2023年1月6日

海外汽车2023年度策略核心观点

行业年度复盘

- 无论港美股汽车行业均大幅跑输市场整体水平，均为倒数第一，年度平均跌幅40%左右，从行业绝对估值水平来看目前向下空间不大，但基本面拐点仍需等待。

未来行情推演

- 在美联储加息背景之下，全球汽车交付并未恢复到疫情前水平，在疫情之后以美国为代表，各国汽车销量均出现不同程度的下降，与疫情之前仍有较大差距，例如美国在疫情前汽车月销量基本在50-70万的水平，但目前11月份只有23.4万的销售量，远不及疫情之前，一方面由于汽车生产交付疫情中断供应链影响，另一方面经济环境恶化抑制了消费者的需求。展望未来，在美联储停止加息之前，全球经济衰退将会导致需求持续疲软，而汽车作为典型的大件可选消费品必然受到波及，同时头部车企由于销售规模较大也将受到宏观环境影响，业绩增长将会乏力。
- 从整体来看国内11月份整体汽车交付较为平淡，但新能源车渗透率持续增长，目前还未披露12月份汽车与新能源车交付数据，但从企业端的交付来看，还是有年末冲量行情存在，11月份新能源车渗透率已经达到33.78%，后续展望23年，新能源销量已经较难轻松实现翻倍式增长，所以从22年下半年开始汽车行业进入到了价格战，以特斯拉为首的头部新能源车企持续降价将会给其他新势力车企带来较大竞争压力，同时传统车企转型以及新进入者不断进入也将恶化竞争格局。

投资策略

- 从整体宏观环境来看，全球汽车与保有量的增长与全球GDP的增长高度相关，2020年疫情对于全球经济的冲击已经超过了08年金融危机，而21年全球GDP受益于美联储大幅降息迎来强势反弹，但随着美联储步入加息周期，全球GDP回降至平均3%左右的增长水平，经济衰退风险加剧，而汽车作为典型的大件可选消费品，其销售恢复必然慢于整体宏观环境的恢复，在全球经济环境未得到根本性改善之下，汽车行业各公司处境还是会较为艰难，所以在没见到确定的降息信号、全球经济复苏之前，建议对汽车行业标的谨慎关注。
- 就新能源车企业而言，目前大部分新势力车企仍未盈利，估值不确定性较强，在竞争格局恶化的情况下建议暂时规避，等待行业出清。

目录

一、海外汽车行业年度行情复盘

二、重点公司跟踪

三、未来行情推演及交易策略构建

四、风险提示及免责声明

美股汽车与汽车零部件板块表现较差受累于需求下滑

- 整体来看2022年标普500指数由于美联储加息影响整体下跌20%，而汽车与零部件指数显著跑输整体美股市场，其中上半年由于芯片供应短缺、原材料价格上涨、供应链短缺等不利因素影响，而下半年由于全年受累于美联储加息影响，衰退加剧，全球对于汽车需求出现下滑，即使是特斯拉也出现一定程度的产能过剩。

图：标普500指数与美股汽车与汽车零部件板块表现（2022.01.03-2022.12.30）

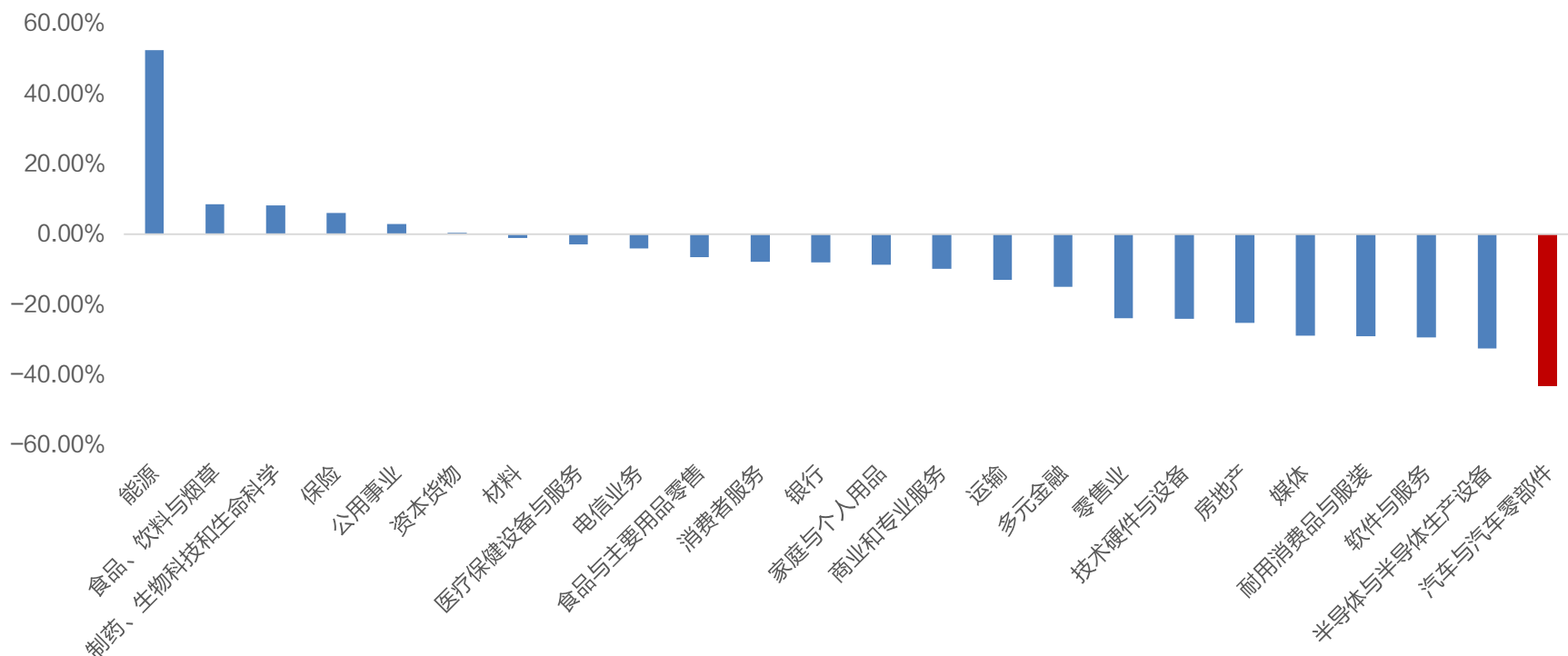


美国22年度能源行业一枝独秀，汽车行业表现最差

行业走势

- 美股细分市场中能源板块排名第1名，上涨52%，而汽车板块表现较差。
- 观点点评：能源股一枝独秀，主要由于能源股股价表现以及业绩盈利与油价高度相关，今年的俄乌冲突影响了原油的正常供给，所以能源价格大幅上涨，而汽车与零部件表现最差主要由于全球需求变弱，消费者购买力不足，导致今年车企业绩较差，同时即使是新能源车行业也步入价格战，行业整体竞争格局恶化，预计23年将迎来行业产能逐步出清，有利于行业整体盈利出现修复。

图：美股各细分行业涨跌幅对比（2022.01.03-2022.12.30）



个股中汽车零部件走势较好，新能源车标的领跌

重点个股走势

- 汽车板块中涨幅最大的是摩丁制造，达96.82%，其主要业务为车企供应传热零部件，零部件企业表现较好主要由于下游整车厂大幅扩产，但随着下游整车厂开启去库存去产能，中上游零部件厂商业绩与股价将会承受较大压力。
- RIVIAN、LUCID、小鹏跌幅较大，主要是因为这几家距离盈利还有一定距离，而无盈利就较难利用PE体系进行估值定价，只能利用PS进行定价，会导致公司股价出现较大幅度波动，而在市场表现较差的时候，投资者为了追求安全性往往会首先抛售非盈利标的。

图：美股汽车板块涨幅前五个股（2022.01.03-2022.12.30）

2022年美股汽车与汽车零部件板块涨幅前五		
代码	简称	区间涨跌幅（%）
MOD.N	摩丁制造	96.82
IEP.O	伊坎企业	18.75
VC.O	伟世通	17.71
ALSN.N	艾里逊变速箱	16.85
HOG.N	哈雷戴维森	12.12

图：美股汽车板块跌幅前五个股（2022.01.03-2022.12.30）

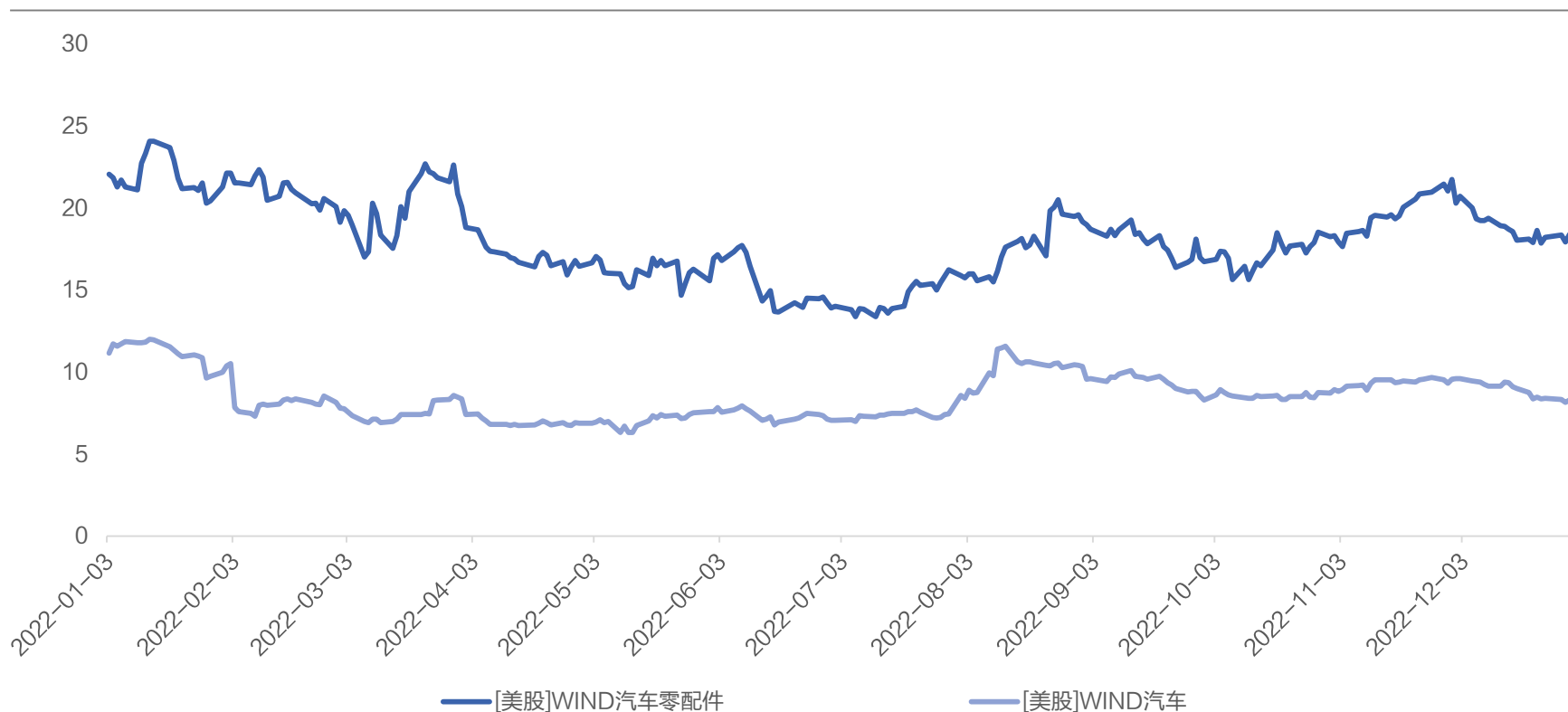
2022年美股汽车与汽车零部件板块跌幅前五		
代码	简称	区间涨跌幅（%）
RIVN.O	RIVIAN AUTOMOTIVE	-82.22
LCID.O	LUCID GROUP	-82.04
XPEV.N	小鹏汽车	-80.25
NKLA.O	NIKOLA	-78.11
LAZR.O	LUMINAR TECHNOLOGIES	-70.72

美股汽车与汽车零部件板块估值处于历史低位水平

板块估值

- 整体来看美股汽车估值在10倍左右水平，维持相对稳定，目前行业估值已处于历史较低水平，向下空间不大，预计后续美国宏观政策仍将对美国汽车板块估值有较大影响，需重点跟踪美联储货币政策。

图：美股汽车PE估值水平，倍（2022.01.03-2022.12.30）



港股汽车与汽车零部件板块跑输大盘

行业走势

- 整体来看港股汽车与汽车零部件板块整体表现跑输市场：恒生指数全年跌幅为15%，而香港汽车板块跌幅为47.9%，汽车板块大幅下跌已经体现了极度悲观预期，预计在23年将随着整体车企业绩修复，汽车板块有望迎来复苏。

图：近一年恒生指数与香港汽车与汽车零部件指数收益表现 (2022.01.03-2022.12.30)

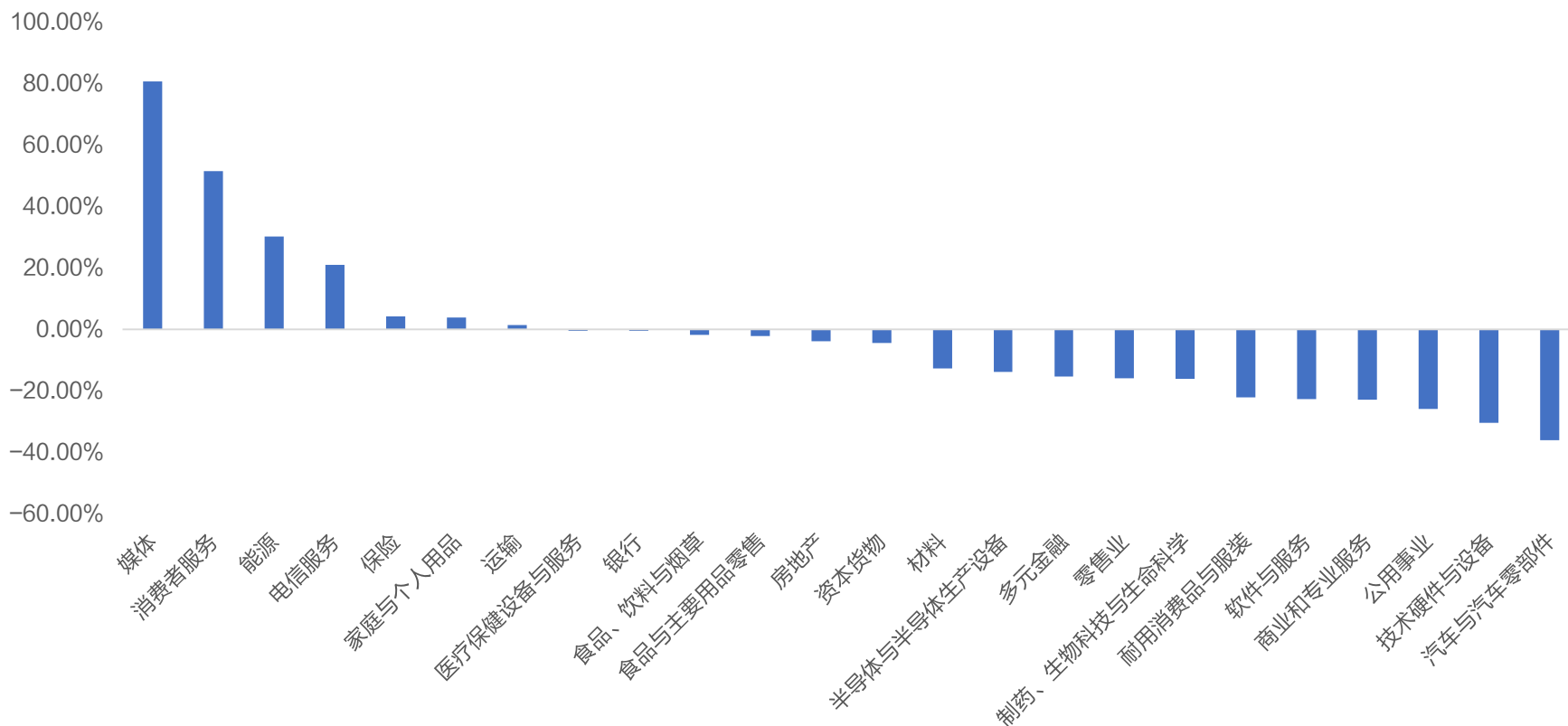


汽车与汽车零部件板块领跌港股

行业走势

- 港股一级32个行业中，本年度汽车板块排名倒数第一。主要由于22年疫情同时冲击生产与需求两端，导致企业的业绩不及市场预期，从而导致各家企业股价大跌。

图：港股各细分行业涨跌幅对比 (2022.01.03-2022.12.30)



港股汽车与汽车零部件板块中小鹏汽车领跌行业

重点个股走势

- 小鹏、长城、蔚来几家领跌港股，主要由于21年炒的过热，同时小鹏今年在9-11交付量出现腰斩，表现较差，严重影响了投资者对于小鹏的信心，导致其出现超跌，不过在1月初小鹏披露的12月交付数据来看，其交付1.13万辆，重回1万以上的水平，预计估值将得到一定程度的修复。

图：港股汽车板块涨幅前五个股（2022.01.03-2022.12.30）

2022年港股汽车与汽车零部件板块涨幅前五		
代码	简称	区间涨跌幅
0360.HK	新焦点	14.52
1899.HK	兴达国际	2.25
9863.HK	零跑汽车	-5.33
2488.HK	元征科技	-9.46
1571.HK	信邦控股	-10.28

图：港股汽车板块跌幅前五个股（2022.01.03-2022.12.30）

2022年港股汽车与汽车零部件板块跌幅前五		
代码	简称	区间涨跌幅
9868.HK	小鹏汽车-W	-79.41
2333.HK	长城汽车	-61.76
9866.HK	蔚来-SW	-50.60
0305.HK	五菱汽车	-49.29
0860.HK	APOLLO出行	-46.44

港股汽车与汽车零部件板块估值保持在较低水平

板块估值

- 目前港股汽车估值处于较低水平，估值向下空间较为有限。

图：港股汽车PE估值水平，倍（2022.01.03-2022.12.30）



目录

一、海外汽车行业年度行情复盘

二、重点公司跟踪

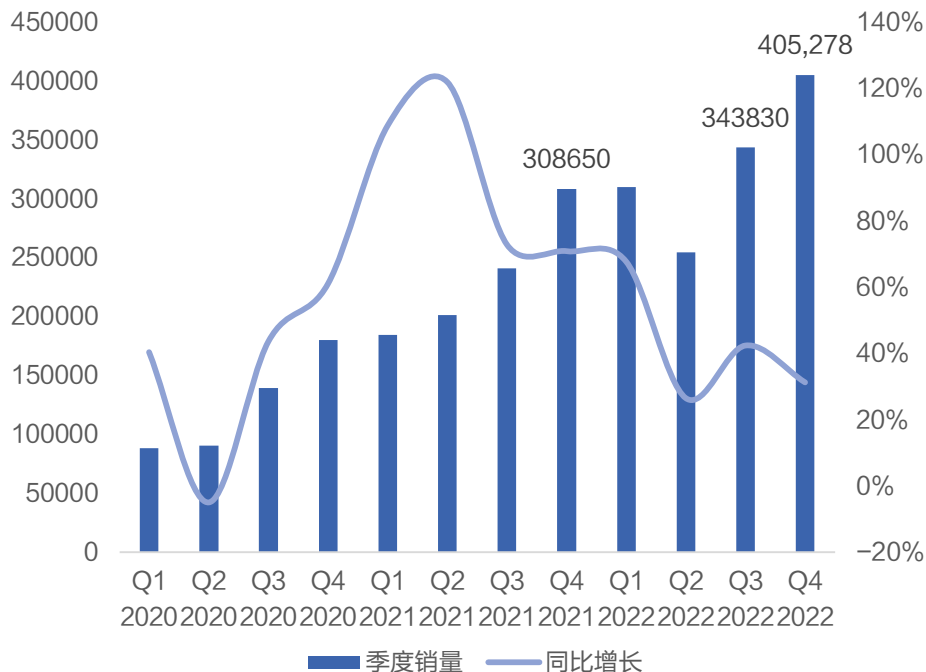
三、未来行情推演及交易策略构建

四、风险提示及免责声明

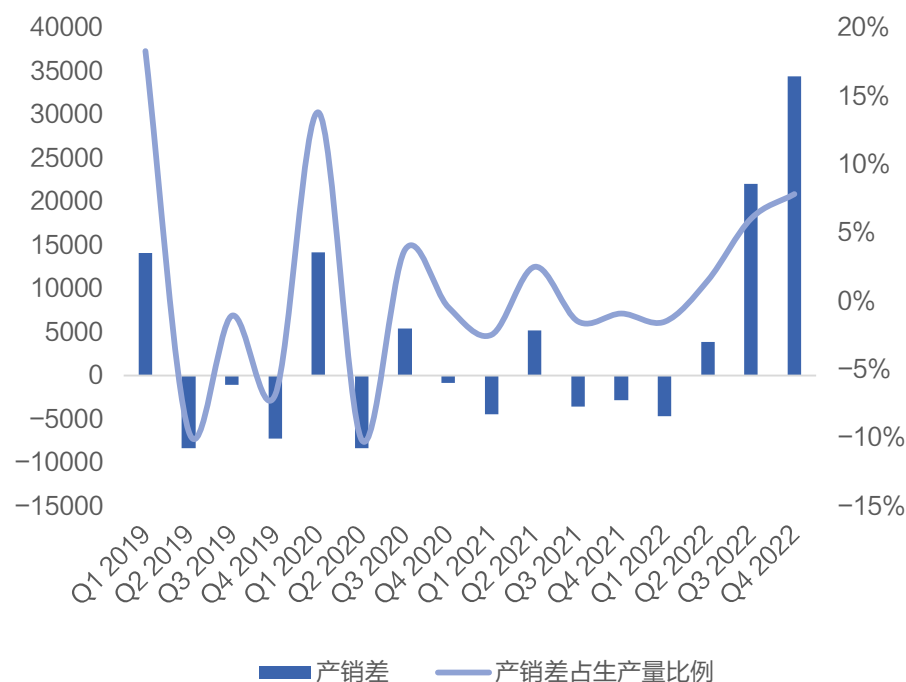
特斯拉Q4交付突破新高，但产销差仍在扩大

- 特斯拉Q4全球交付量40.53万辆，同比31%，环比上升18%，不及市场预期。根据公司披露的数据来看，其生产量在今年Q3、Q4持续性超过交付量，且产销差仍在拉大说明了特斯拉事实上已经出现供过于求，故近期特斯拉持续降价消化库存，但这也影响特斯拉的毛利率。（Q3特斯拉汽车业务毛利率为27.9%，同比下降2.6个百分点）
- 预计Q4特斯拉毛利率将出现环比下跌，预计将降低至26%左右，毛利率的下降将会影响特斯拉的净利率以及单车盈利，Q3特斯拉的单车盈利为0.96万美元/辆，两个百分点毛利率大约影响特斯拉单车0.12万美元单车盈利，即预计Q4特斯拉的单车盈利大约为0.84万美元/辆。后续碳酸锂持续降价可能在一定程度缓解价格战所带来的影响。

图：特斯拉季度交付量，辆



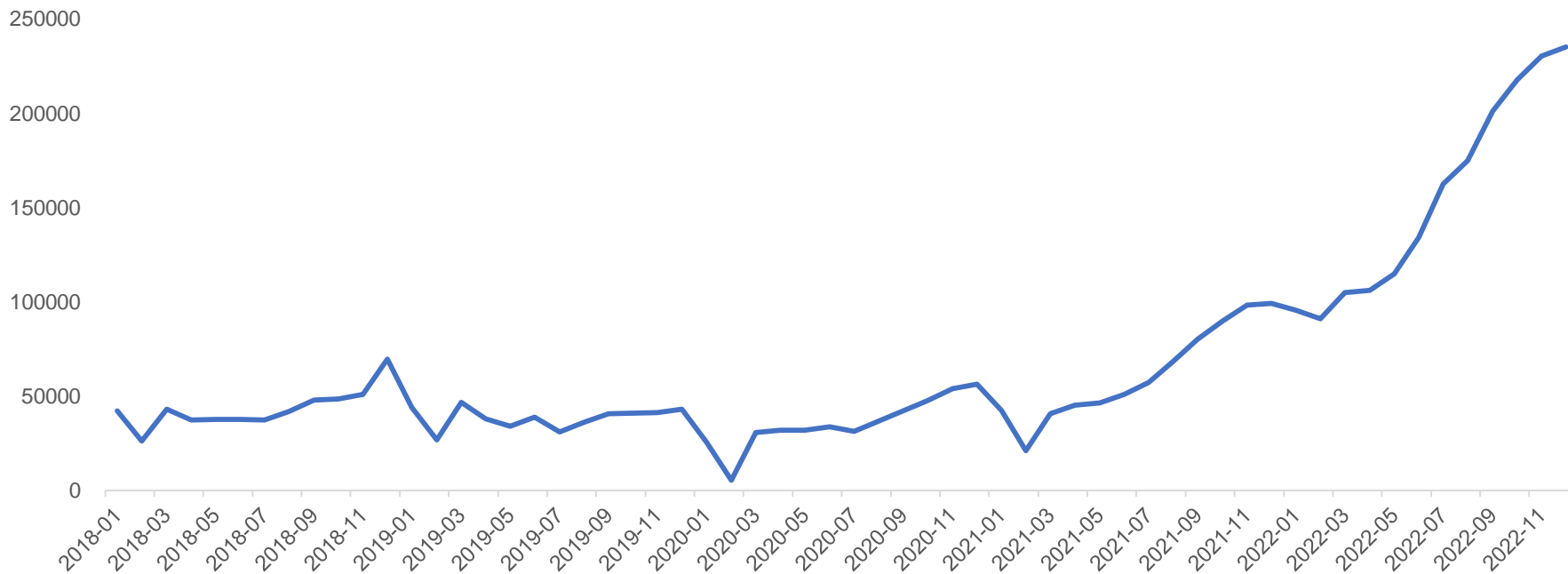
图：特斯拉产销差，辆



比亚迪12月月销23.5万再创新高，出口将打开下一成长空间

- 比亚迪股份（1211.HK）12月新能源车销量 23.5 万辆，同比+150.4%，环比+2.1%，持续创月度新高。公司 2022 年全年累计销售新能源汽车 186.3 万辆，同比+208.6%，其中纯电动和插混乘用车分别累计销售 91.1 万辆和 94.6 万辆。目前公司在手订单较好，预计 2023 年依旧有较好增长。
- 出口逻辑较为顺畅有望支撑比亚迪下一阶段的增长：公司 12 月海外销售新能源乘用车 1.1 万辆，全年乘用车累计出口 5.6 万辆，同比+307.2%，对比之下比亚迪2021 年 12 月出口仅 662 辆，今年比亚迪先后进入多个海外市场，例如智利、马来西亚、乌兹别克斯坦等多国，有力的推动了汉、唐的出口。
- 新车型推出扩充比亚迪车型矩阵：目前比亚迪两大主力产品矩阵包括王朝与海洋两大系列，其中海豹、汉均为爆款产品。

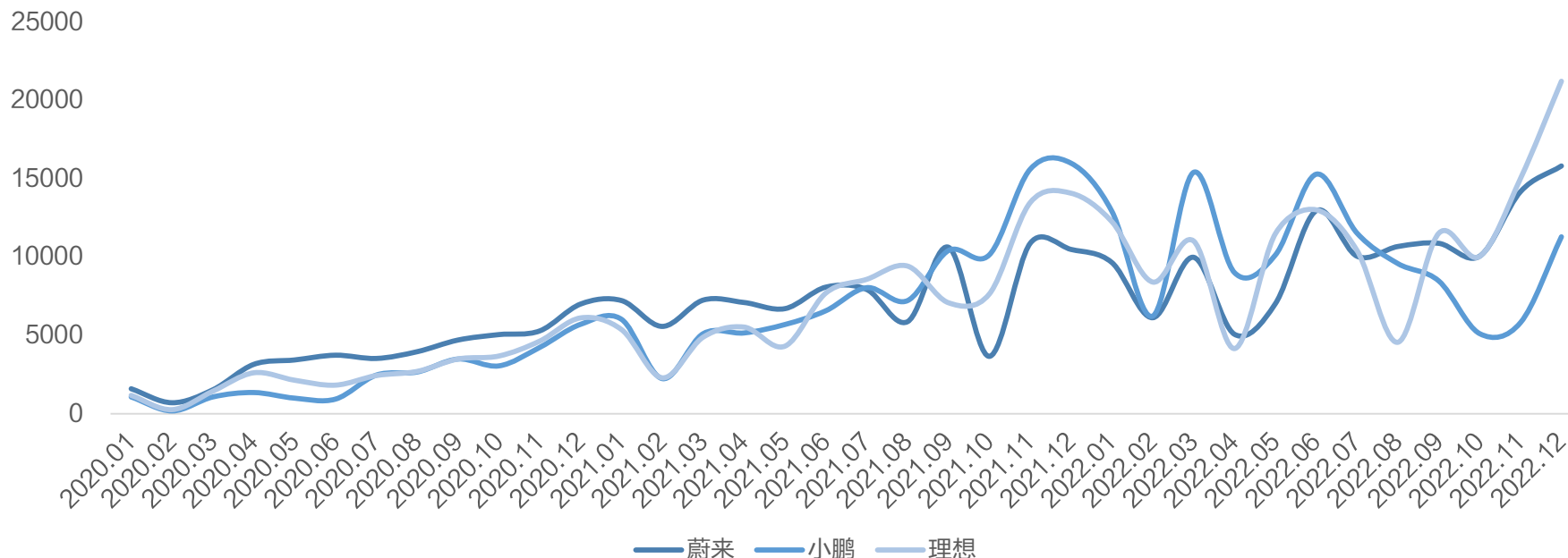
图：比亚迪月度交付量，辆



蔚小理三家在12月份交付较好，理想蔚来交付突破新高，小鹏交付得到修复

- 理想（LI.O）在12月份交付交付新车21,233辆，同比上涨50.7%，1-12月累计销量达133,246台，同比增长47.2%，尽管今年理想在推出L9之前面临ONE交付大幅下降的问题，但从目前来看理想已经顺利完成了产品换代过度，同时理想L9/L8交付均过万验证产品力。
- 蔚来（NI.O）12月共交付新车15,815台，同比增长50.8%;2022年全年交付新车122,486台，同比上涨34%。蔚来通过基于第二代下技术平台打造的ET7、ES7和ET5三款车型实现交付量稳健提升。
- 小鹏（XPEN.N）12月共交付新车11,292台，同比下降29%，环比增长94%;1-12月累计销量为120,757辆，同比增长23%。小鹏由于下半年缺乏爆款车型，作为销售主力的P7销量下滑同时G9上市遇冷导致整体交付不尽如人意。
- 展望23年，如何扭亏为盈，持续推出爆款产品，才是各家车企首要考虑的问题，不过经过一年的深度调整，同时伴随着上游碳酸锂等原材料降价、芯片等供应链的恢复、预计各家汽车销量、业绩以及股价将会随着宏观经济的复苏而逐渐向好，当前时点值得关注。

图：新能源车企月度销量比较，辆



目录

一、海外汽车行业年度行情复盘

二、重点公司跟踪

三、未来行情推演及交易策略构建

四、风险提示及免责声明

未来行情推演：海外衰退严重，静待美联储降息

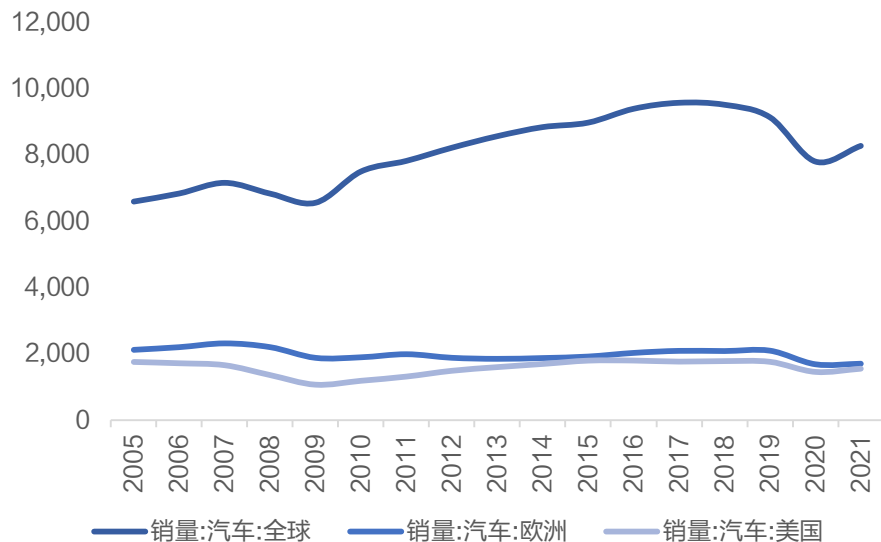
全球主要经济体汽车交付并未恢复至疫情前水平

- 在美联储加息背景之下，全球汽车交付并未恢复到疫情前水平，在疫情之后以美国为代表，各国汽车销量均出现不同程度的下降，与疫情之前仍有较大差距，例如美国在疫情前汽车月销量基本在50-70万的水平，但目前11月份只有23.4万的销售量，远不及疫情之前，一方面由于汽车生产交付疫情中断供应链影响，另一方面经济环境恶化抑制了消费者的需求。

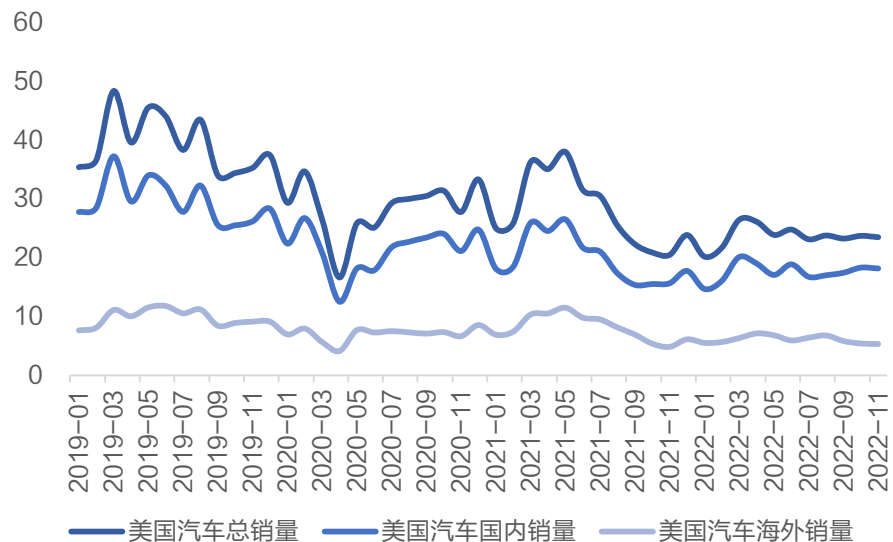
展望后续在美联储真正降息之前汽车销售基本面很难迎来拐点

- 展望未来，在美联储停止加息之前，全球经济衰退将会导致需求持续疲软，而汽车作为典型的大件可选消费品必然受到波及，同时头部车企由于销售规模较大也将受到宏观环境影响，业绩增长将会乏力。

图：全球汽车年度销量情况，万辆



图：美国汽车月度销售情况，万辆



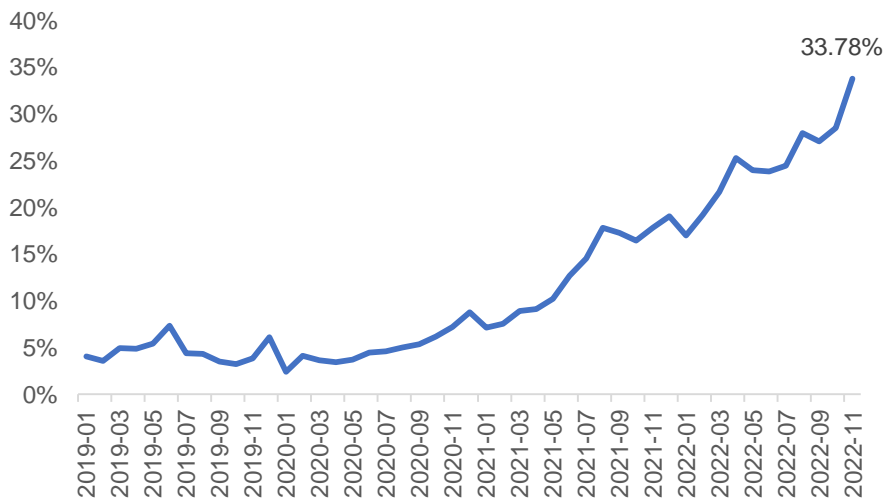
未来行情推演：国内新能源车渗透率增长率预计放缓，行业竞争将进一步加剧

- 从整体来看国内11月份整体汽车交付较为平淡，但新能源车渗透率持续增长，目前还未披露12月份汽车与新能源车交付数据，但从企业端的交付来看，还是有年末冲量行情存在，11月份新能源车渗透率已经达到33.78%，后续展望23年，新能源销量已经较难轻松实现翻倍式增长，所以从22年下半年开始汽车行业进入到了价格战，以特斯拉为首的头部新能源车企持续降价将会给其他新势力车企带来较大竞争压力，同时传统车企转型以及新进入者不断进入也将恶化竞争格局。
- 预计23年国内新能源车交付840万台，同比增长30%左右，而具体到各月份来看，由于今年春节假期较早，1月份交付量受假期提前工作日减少影响，预计同比持平在40万辆交付左右，从2月份开始，受益于22年上半年低基数影响（疫情导致的供应链中断），预计将有较好同比增长，不过从三季度开始将重新面临增长压力。

图：汽车月销量，万辆



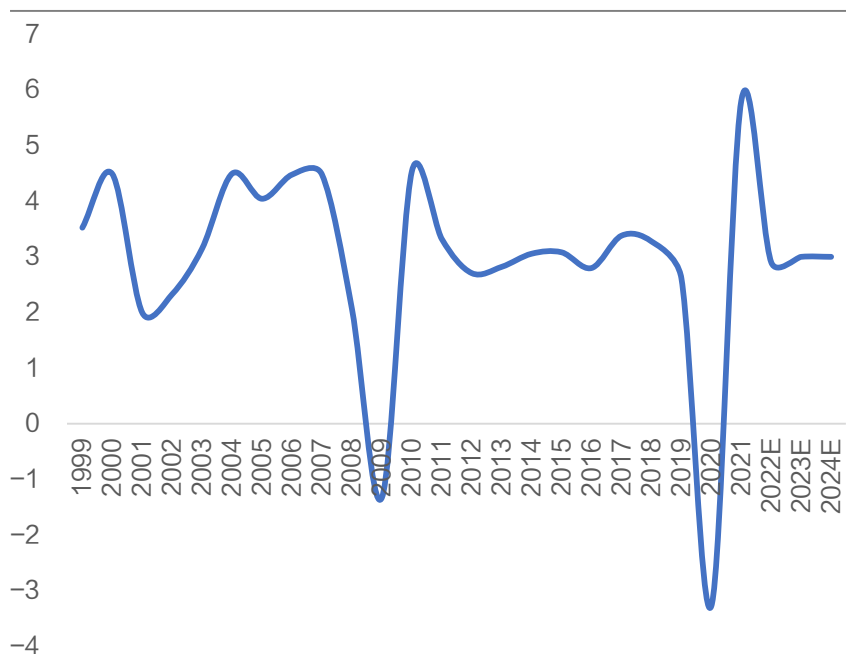
图：新能源汽车渗透率，%



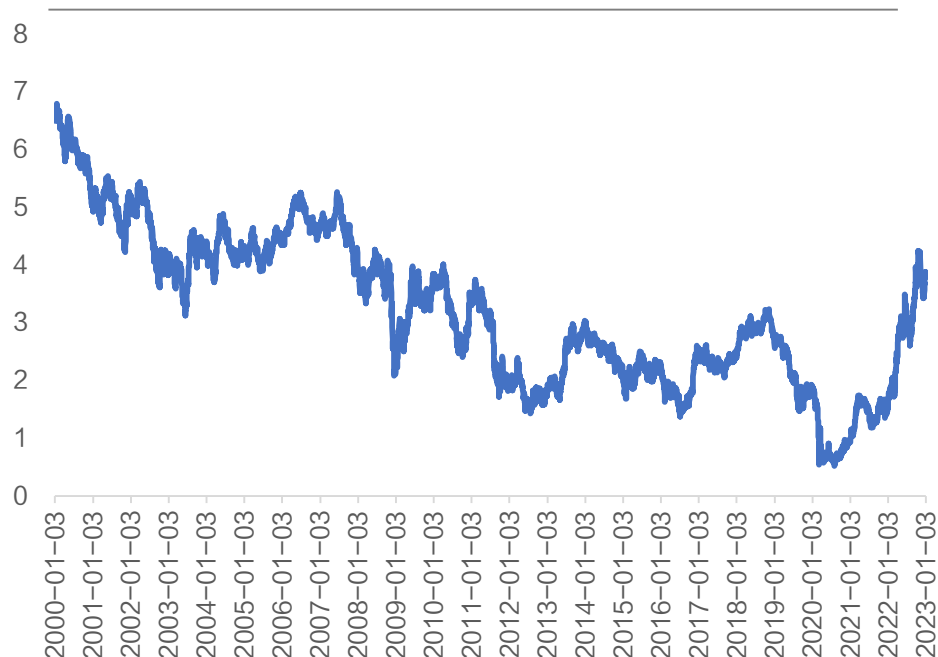
投资策略构建：未见明确复苏信号，建议谨慎观望

- 从整体宏观环境来看，全球汽车与保有量的增长与全球GDP的增长高度相关，2020年疫情对于全球经济的冲击已经超过了08年金融危机，而21年全球GDP受益于美联储大幅降息迎来强势反弹，但随着美联储步入加息周期，全球GDP回降至平均3%左右的增长水平，经济衰退风险加剧，而汽车作为典型的大件可选消费品，其销售恢复必然慢于整体宏观环境的恢复，在全球经济环境未得到根本性改善之下，汽车行业各公司处境还是会较为艰难，所以在没见到确定的降息信号、全球经济复苏之前，建议对汽车行业标的谨慎关注。
- 就新能源车而言，目前大部分新势力车企仍未盈利，估值不确定性较强，在竞争格局恶化的情况下建议暂时规避，等待行业出清。

图：全球GDP同比以及预期，%



图：美国十年国债收益率，% (2022.01.03-2022.12.30)



分场景测算特斯拉价值以及投资建议

分场景测算：

- 乐观预期：由于上游原材料碳酸锂价格持续下行，同时整车厂竞争格局优化，特斯拉重启新一波增长，预计整体市场可以给到30倍估值（与特斯拉后续业绩增速相匹配水平），同时特斯拉2023年净利润可以达到174亿美元（对应单车盈利小幅上升到1万美金/辆），此时特斯拉市值为5220亿美元，对应股价165美金。
- 中性估计：特斯拉维持现状，缓慢增长，提升付费业务收入，上游原材料降价对冲掉一些特斯拉降价影响，单车盈利在一定程度上相对稳定，此时预计2023年特斯拉净利润为164亿美元，估值在20-25倍区间，对应市值在3280-4100亿美元，股价区间在105-131美元，可以适当高抛低吸，不过20倍（105美元）以下的位置比较舒服。
- 极度悲观之下，根据敏感性测算，2023年特斯拉155.67亿美元净利润，15倍PE（美股成熟企业估值），股价为73.94美元。

投资建议：

- 目前特斯拉估值中枢随着新能源车渗透率放缓而逐步下移，但如果有70-80美元的建仓机会仍可把握。

表：特斯拉2023净利润敏感性测算

特斯拉2023净利润（亿美元）		2023特斯拉交付量（万辆）				
		163.97	167.39	170.81	175.93	179.35
单车盈利（万美元）	0.90	147.58	150.65	153.73	158.34	161.41
	0.93	152.50	155.67	158.85	163.62	166.79
	0.96	157.42	160.70	163.97	168.89	172.17
	0.99	162.33	165.72	169.10	174.17	177.55
	1.02	167.25	170.74	174.22	179.45	182.93

表：特斯拉市值敏感性测算

特斯拉市值（亿美元）		PE		
		15	20	25
2023年特斯拉净利润（亿美元）	155.67	2335	3113	3892
	163.97	2460	3279	4099
	174.17	2613	3483	4354

表：特斯拉股价敏感性测算

特斯拉股价（美元）		PE		
		15	20	25
2023年特斯拉净利润（亿美元）	155.67	73.94	98.59	123.24
	163.97	77.89	103.85	129.81
	174.17	82.73	110.31	137.88

目录

一、海外汽车行业年度行情复盘

二、重点公司跟踪

三、未来行情推演及交易策略构建

四、风险提示及免责声明

风险提示

新能源车销量不及预期

- 在经济下行周期，消费者可能对于大件高价商品购买较为谨慎，所以新能源车销售可能受到经济不景气影响，销售不及预期，将会影响新能源车股价。

终端销售竞争加剧

- 尽管新能源车销售增长较快，但快速增长的市场也吸引了大批的玩家进入，目前在新能源车领域不仅有蔚来、理想、小鹏等造车新势力，还有长安、吉利等传统燃油车企转型新能源，过多的玩家将会导致赛道高度拥挤，例如目前在高价SUV赛道，有理想L9，蔚来ES7，小鹏G9、阿维塔11等多款车型参与竞争，所以新能源车企未来可能面临竞争加剧，影响各自的销售。

车辆安全事故风险

- 尽管目前新能源车技术持续进步，但仍有锂电池自燃、自动驾驶失控等风险。当某款车型发生严重的事故导致出现大规模召回，不仅会影响该车企当期利润，还会导致消费者对于该车企品牌产生不信任，影响该车企后续车型销售。

研究报告免责声明

一般声明

- 本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。
- 未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。
- 本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受递送延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。
- 本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。
- 本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般阅览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。
- 本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。
- 本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。
- 本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

分析员保证

- 主要负责撰写本报告的分析员确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。
- 分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

利益披露声明

- 报告作者为香港证监会持牌人士,分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。
- 本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

可用性

- 对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。
- 此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。
- 有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futuhk.com>上的风险披露声明。