

# 2024Q1汽车投资策略：

## 看好商用车周期复苏趋势机会！

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

2024年1月17日

■ 总量有支撑，向上有催化，乘商零共举。优选**宇通客车/潍柴动力+小鹏汽车/理想汽车+新泉股份**。

■ 1) **总量维度**：Q1相对乘用车/大中客消费淡季，重卡消费旺季。2024Q1乘用车批发销量同比+9%，重卡/大中客分别22%/+44%，海内外销量共振下汽车总量依然有支撑；乘用车电动化转型+重卡燃气化转型+大中客出口提速三大趋势持续发展。

■ 2) **催化维度**：商用车板块复苏，销量/业绩强兑现确定性强：Q1燃气价格回落+年后消费旺季有望带动终端需求回暖，重卡上量同环比高增；宇通2023留存订单交付带动总量高增。**乘用车整车领域**，Q1特斯拉/比亚迪价格变动定调全年价格战，理想MEGA/小米SU7重磅新车发布爆款可期，Q2北京车展多车企新车发布，催化密集。**零部件领域**，特斯拉全新车型陆续定点，AI DAY或将召开带来向上驱动。

■ 3) **投资维度**：乘商零并举，看好Q1汽车行情。2024Q1汽车投资核心聚焦三条主线进行布局：

➤ **周期向上复苏带来强业绩确定性维度**，核心围绕周期复苏趋势明确的商用车大中客以及重卡板块，推荐【**宇通客车+潍柴动力+中国重汽**】；

➤ **智能整车主线**，核心围绕新车周期强势的主机厂，推荐【**小鹏汽车+理想汽车+长安汽车/吉利汽车**】；

➤ **全新概念催化零部件主线**，核心围绕特斯拉新车定点以及小米汽车等概念，推荐【**新泉股份+保隆科技+德赛西威**】；

■ **风险提示**：全球经济复苏力度低于预期；L3-L4智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。



- 一：2024Q1汽车总投资策略以及景气度预测

---

- 二、方向一：关注周期复苏强确定性商用车

---

- 三、方向二：聚焦新车周期强势主机厂

---

- 四、方向三：关注特斯拉出海/智能化产业链

---

- 五、方向四：关注小米汽车入局催化受益产业链

---

- 六、投资建议与风险提示

---

## 一：2024Q1汽车总投资策略以及景气度预测

前提：总量有底线

EPS：电动化贡献

PE：AI智能化+出海

国内经济稳增长

国内价格战演化

大模型应用汽车智能化

主线一：AI+汽车智能化

**国内汽车总量**  
1.乘用车同比+4%  
2.重卡同比+21%  
3.客车同比+27%

**国内电动化：**  
1.月度渗透率从35%提升至45%  
2.盈利下行空间有限

**全球L3智能化：**  
1.法规标准出台进一步加速城市NOA渗透率  
2.加快结束电动化内卷

主线二：汽车出海大时代

海外经济恢复

海外政策+供给推动电动化

出海提升自主海外市占率

海外汽车总量需求  
稳中小升

海外电动化：  
欧美乘用车/客车  
新能源渗透率加速

乘用车/客车：新能源出海  
零部件：跟随特斯拉出海  
重卡：高性价比出海

注：  
1) 同比指2023年预测同比2022年  
2) 我们预测2023年新能源渗透率为38%，预测2023年月度渗透率将从1月份的30%以下提升至2023年底的40%以上

制造属性贡献业绩，科技属性贡献估值

2024Q1

增配  
汽车  
板块

## 两超车企销售压力下潜在降价

- 特斯拉交付压力以及比亚迪去库压力均较大，逼迫终端让利

## 行业大事催化

- 特斯拉AI day或将召开，关注机器人/智能驾驶软硬件解决方案升级等重磅技术

Q1:1) **定调价格战**：两超T/B降价几何？ 2) **智驾再提速**：特斯拉/小米

## 重磅新车上市催化

- Q1以理想MEGA/小米SU7为首，预计3月发布上市；小鹏X9/问界M0陆续交付

## 细分板块周期向上复苏

- 重卡旺季，燃气重卡提升
- 大中客海外出口增长，新能源占比提升

### 整车——强周期 $\alpha$

小鹏汽车/理想汽车  
吉利汽车/长安汽车

- 小鹏汽车：老车型企稳改善，X9上市交付，稳态月销逐步回升
- 理想汽车：老车型月销稳定，3月MEGA上市交付，高端纯电进一步突破
- 长安/吉利：Q1吉利极氪/银河，长安深蓝等新车上市；Q2各品牌重磅新车持续发力

### 零部件——概念催化

特斯拉AI DAY  
小米汽车  
T链新增定点

- 特斯拉AI DAY或将召开，机器人/智能驾驶软硬件升级等全新技术方向有望催化
- 小米汽车发布，关注相关配套供应链标的投资机会
- T公司全新走量车型新增定点，关注相关供应链公司

### 商用车——周期向上

重卡：旺季周期  
客车：海外加速

- 重卡：Q1迎来消费旺季，叠加燃气价格季节性下滑，燃气重卡结构持续优化支撑总量
- 客车：行业新能源出口红利持续，宇通订单陆续释放有望充分受益

图：2024全年及分季度乘用车/新能源景气度预测数据（万辆）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4E	2024Q1E	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E	2023E	2024E
<b>1. 产量-乘联会</b>	<b>510</b>	<b>594</b>	<b>677</b>	<b>777</b>	<b>551</b>	<b>604</b>	<b>683</b>	<b>788</b>	<b>2557</b>	<b>2625</b>
YOY	-5.2%	22.7%	2.1%	19.8%	8.2%	1.7%	0.8%	1.4%	9.6%	2.6%
<b>2. 批发-乘联会</b>	<b>505</b>	<b>602</b>	<b>675</b>	<b>771</b>	<b>550</b>	<b>603</b>	<b>681</b>	<b>786</b>	<b>2553</b>	<b>2620</b>
YOY	-7.1%	27.4%	3.5%	19.5%	8.9%	0.1%	0.9%	2.0%	10.3%	2.6%
<b>2.1 新能源批发</b>	<b>150</b>	<b>204</b>	<b>236</b>	<b>296</b>	<b>217</b>	<b>262</b>	<b>333</b>	<b>378</b>	<b>887</b>	<b>1190</b>
YOY	26.9%	60.5%	26.3%	37.1%	44.2%	28.3%	40.9%	27.9%	36.7%	34.2%
新能源渗透率	29.7%	33.9%	35.0%	38.4%	39.4%	43.4%	48.9%	48.1%	34.7%	45.4%
<b>2.2 燃油车批发</b>	<b>355</b>	<b>398</b>	<b>439</b>	<b>475</b>	<b>334</b>	<b>341</b>	<b>348</b>	<b>408</b>	<b>1667</b>	<b>1430</b>
YOY	-16.6%	15.2%	-5.7%	10.7%	-6.1%	-14.4%	-20.7%	-14.1%	0.1%	-14.2%
<b>3. 交强险零售</b>	<b>406</b>	<b>517</b>	<b>549</b>	<b>614</b>	<b>410</b>	<b>515</b>	<b>557</b>	<b>620</b>	<b>2086</b>	<b>2100</b>
YOY	-13.7%	26.2%	2.9%	9.2%	0.9%	-0.5%	1.4%	0.8%	5.6%	0.7%
<b>3.1 新能源零售</b>	<b>123</b>	<b>171</b>	<b>199</b>	<b>240</b>	<b>204</b>	<b>225</b>	<b>286</b>	<b>306</b>	<b>733</b>	<b>1022</b>
YOY	22.3%	56.0%	35.7%	41.7%	65.6%	31.3%	43.9%	27.7%	39.3%	39.3%
<b>3.2 传统车零售</b>	<b>282</b>	<b>346</b>	<b>350</b>	<b>375</b>	<b>205</b>	<b>290</b>	<b>270</b>	<b>313</b>	<b>1353</b>	<b>1079</b>
YOY	-23.6%	15.3%	-9.5%	-4.8%	-27.3%	-16.2%	-22.8%	-16.4%	-6.7%	-20.3%
<b>4. 出口</b>	<b>83</b>	<b>95</b>	<b>106</b>	<b>123</b>	<b>94</b>	<b>119</b>	<b>139</b>	<b>144</b>	<b>383</b>	<b>495</b>
YOY	82.5%	93.3%	40.4%	48.0%	14.0%	24.7%	31.3%	16.9%	51.6%	29.3%
新能源出口	22	25	26	30	22	25	26	30	104	149
<b>5. 总体库存变化</b>	<b>21</b>	<b>(18)</b>	<b>22</b>	<b>40</b>	<b>48</b>	<b>(30)</b>	<b>(13)</b>	<b>24</b>	<b>88</b>	<b>30</b>
企业库存变化	4	(8)	2	7	1	1	1	1	4	5
渠道库存变化	17	(10)	20	33	47	(31)	(14)	23	84	25

注：括号意为负值

图：2023年12月&2024年Q1部分新车汇总

车企	品牌	车型	类型
比亚迪	王朝+海洋	宋L	SUV
理想汽车	理想	Mega	MPV
小鹏汽车	小鹏	X9	MPV
华为	赛力斯问界	M9	SUV
长城	坦克	300Hi4	SUV
长安	启源	A06	轿车
		Q05	SUV
	深蓝	C318	SUV
吉利汽车	银河	E8	轿车
	极氪	007	轿车
上汽集团	智己	L7改款	轿车
	上汽乘用	荣威D5X DMH	SUV
	上汽通用五菱	缤果改款	轿车
零跑汽车	零跑	C10	SUV

## ◆ Q1价格战演化判断：重点车企存在以价换量动力

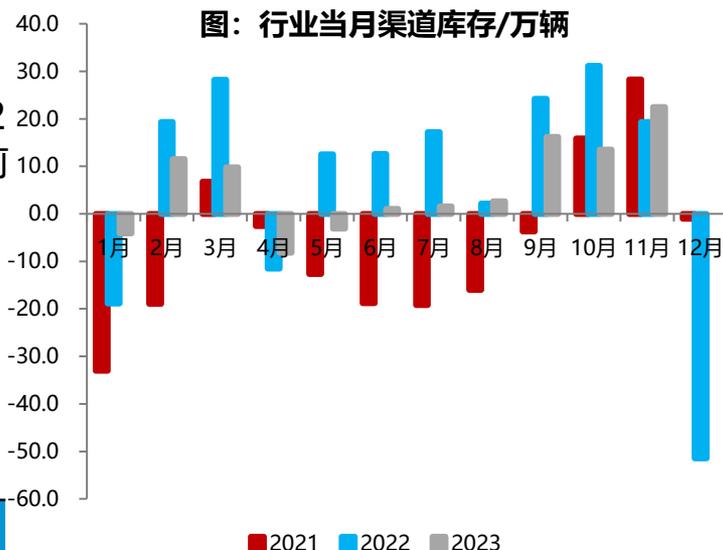
➢ 行业层面来看，2023年1-11月渠道补库较克制，累计共补库63万辆（2022年同期为136万辆），其中新能源车累计补库40万辆（2022年同期为63万辆）。我们计算各品牌库存系数，同时考虑目前在手订单情况，重点车企仍有以价换量预期。

## ◆ 无需过度忧虑价格竞争：下半场智能化创新已明确加速

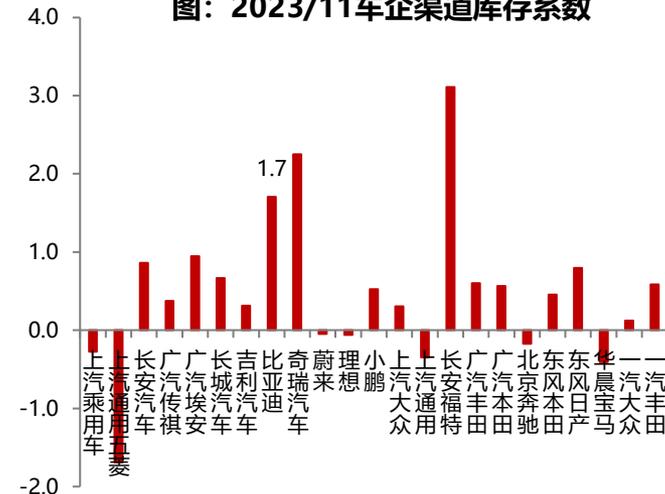
➢ 未来2年消费者对智能化的重视程度将大幅提升，进一步带动电车产品力出现质的提升。同时油车折扣增加空间有限，最终导致新能源汽车渗透率会加速上升！

表：车企2023年12月/2024年1月价格调整情况汇总

具体时间	车企	细则
12/1	比亚迪	针对燃油车主或下订了的燃油车准车主，可享最高2万元的“燃油转订基金”，购买海洋网部分车型可享5000-1.8w的优惠
12/1	极越	极越01全系直降3w元
12/1	智己	12月下定可享价值37600元优惠，包括立减12000元现金权益和特定限时权益价等
12/2	哪吒	哪吒汽车推出哪吒S新享版，车辆配置不变，售价下降3万元
12/8	小鹏	小鹏P7i全系车型最高优惠2.6万元，2024款G9，限时可享至高1.9万元的优惠，G6全系车型降价1万元
12/12	阿维塔	限时福利5.2w（包含选装包等）
1/1	特斯拉	2024年1月1日(含)至2024年1月31日(含)下单并完成交付 Model3后轮驱动焕新版现车，且通过合作保险机构购买相应车险(并签署保险补贴承诺书)，在以上优惠利率贷款方案基础上，还可叠加享受6,000元保险补贴。
1/3	问界	问界M9: 2024/1/1-2024/2/8大定: 权益为1w内外饰选装基金; 智驾包售价2.6w/2w权益包, 即智驾包6k元。
1/12	特斯拉	M3降价1.55/1.15万元, My降价0.75/0.65万元, 保险补贴等折扣优惠取消。



图：2023/11车企渠道库存系数



注：此处库存系数=2023年前11个月累计渠道库存/2023年前11个月平均零售计算得来，已考虑出口影响

# 重卡景气度预测：24Q1批发/零售均高增

## 核心假设：

1. 国内经济稳增长；2. 汽车的刺激政策或小幅支持

图：2024全年及分季度、分月度重卡/新能源景气度预测数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4E	2024Q1E	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E	2023E	2024E
产量/万辆	24.5	24.1	21.0	22.0	29.0	31.0	28.0	25.2	91.6	113.2
Yoy	3.1%	65.3%	75.0%	71.9%	18.3%	28.6%	33.1%	14.9%	45.09%	23.60%
批发/万辆	24.1	24.7	21.8	20.4	29.4	30.4	27.0	25.4	91.1	112.2
Yoy	4.3%	66.7%	52.4%	37.3%	21.9%	23.1%	23.9%	24.3%	35.63%	23.22%
上险/万辆	16.3	15.5	15.4	14.0	22.2	22.2	19.7	18.1	61.3	82.2
Yoy	35.6%	16.8%	26.8%	34.0%	35.8%	43.1%	28.4%	28.9%	27.85%	34.24%
其中：天然气重卡	1.92	3.40	5.41	5.34	8.44	9.10	8.29	7.07	16.08	32.90
天然气渗透率	11.77%	21.93%	35.20%	38.07%	38.0%	41.0%	42.0%	39.05%	26.24%	40.00%
出口/万辆	6.5	7.4	7.1	6.6	7.2	7.5	7.3	7.5	27.6	29.5
Yoy	77.60%	100.36%	8.37%	89.69%	10.83%	2.03%	2.11%	13.74%	58.57%	6.92%

2024年	1月	2月	3月	4月	5月	6月
批发销量/万辆	6.8	8.2	14.4	11.6	9.5	9.3
Yoy	39.5%	6.3%	24.8%	39.6%	22.7%	7.6%
环比	36.0%	20.6%	75.7%	-19.5%	-18.1%	-2.0%
零售销量/万辆	4.5	6.0	11.7	9.0	7.0	6.2
Yoy	59.2%	2.0%	53.2%	62.4%	38.5%	25.3%
环比	13.49%	33.3%	95.1%	-23.1%	-22.2%	-11.3%
出口销量/万辆	2.3	2.2	2.7	2.6	2.5	2.4
Yoy	22.6%	-2.5%	14.2%	9.1%	3.7%	-6.1%
环比	-4.17%	-4.3%	22.7%	-3.7%	-3.8%	-4.0%

# 客车预测：24Q1国内+国外有望同比高增

表：2023年及2024Q1/Q2月度大中客景气度预测

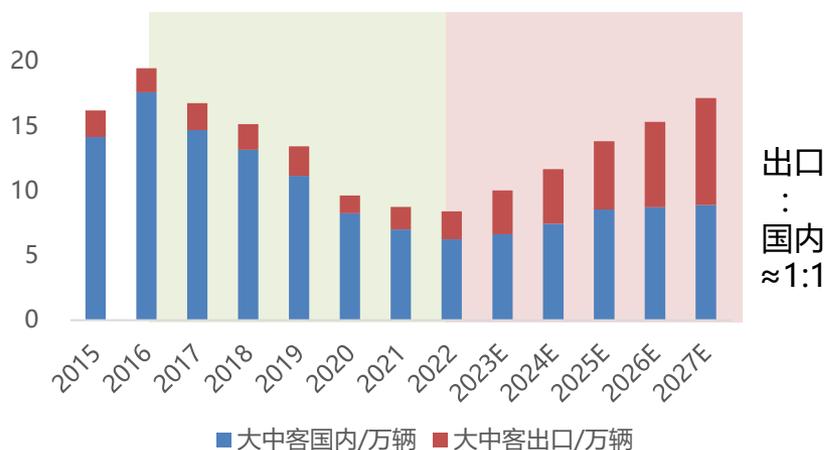
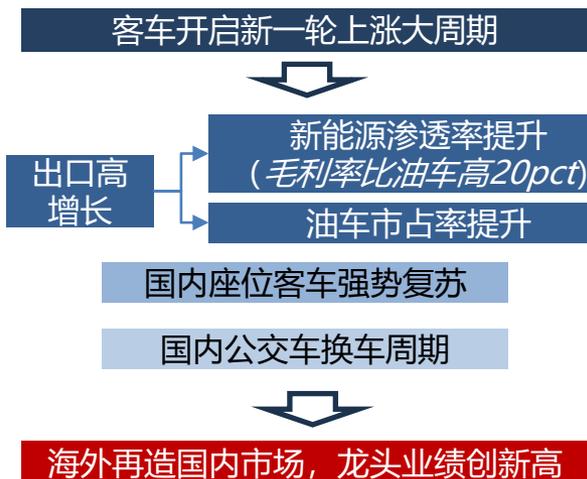
	202307	202308	202309	202310	202311	202312E	202401E	202402E	202403E	202404E	202405E	202406E
<b>大中客</b>												
<b>1.批发销量/辆</b>	<b>8199</b>	<b>8496</b>	<b>7977</b>	<b>6362</b>	<b>8513</b>	<b>10216</b>	<b>4932</b>	<b>4272</b>	<b>7285</b>	<b>8600</b>	<b>9293</b>	<b>11835</b>
同比	72%	39%	-1%	-26%	-17%	-36%	57%	55%	32%	34%	24%	16%
<b>2.零售销量/辆</b>	<b>6475</b>	<b>5745</b>	<b>5475</b>	<b>3501</b>	<b>4376</b>	<b>7248</b>	<b>2856</b>	<b>2207</b>	<b>4568</b>	<b>4810</b>	<b>5366</b>	<b>7692</b>
同比	35%	29%	16%	-28%	-41%	-50%	29%	4%	47%	14%	39%	19%
<b>2.2.1公交车</b>	<b>2597</b>	<b>1705</b>	<b>2226</b>	<b>1600</b>	<b>1971</b>	<b>4130</b>	<b>1390</b>	<b>1192</b>	<b>1430</b>	<b>1573</b>	<b>1731</b>	<b>2077</b>
同比	-14%	-28%	-21%	-56%	-66%	-65%	30%	0%	893%	-2%	73%	12%
<b>2.2.2座位客车</b>	<b>3539</b>	<b>2933</b>	<b>2793</b>	<b>1656</b>	<b>2106</b>	<b>2798</b>	<b>1166</b>	<b>715</b>	<b>2638</b>	<b>2736</b>	<b>3133</b>	<b>5112</b>
同比	158%	174%	129%	69%	60%	17%	30%	20%	20%	20%	20%	20%
<b>3.出口销量/辆</b>	<b>2724</b>	<b>2692</b>	<b>2948</b>	<b>2733</b>	<b>3411</b>	<b>2939</b>	<b>2076</b>	<b>2064</b>	<b>2717</b>	<b>3790</b>	<b>3927</b>	<b>4143</b>
同比	81%	63%	40%	30%	25%	-8%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
<b>2.3.1座位客车</b>	<b>1459</b>	<b>1436</b>	<b>1043</b>	<b>1068</b>	<b>1775</b>	<b>1553</b>	<b>1274</b>	<b>965</b>	<b>1569</b>	<b>1908</b>	<b>2207</b>	<b>2146</b>
同比	51%	32%	-19%	-24%	-6%	-26%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
<b>2.3.2公交车</b>	<b>1265</b>	<b>1256</b>	<b>1905</b>	<b>1665</b>	<b>1636</b>	<b>1386</b>	<b>802</b>	<b>1100</b>	<b>1148</b>	<b>1881</b>	<b>1720</b>	<b>1997</b>
同比	133%	124%	135%	141%	92%	28%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

表：2023年及2024Q1/Q2季度大中客景气度推演

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4E	2024Q1E	2024Q2E	2023E	2024E
<b>大中客</b>								
<b>1.批发销量/万辆</b>	<b>1.14</b>	<b>2.40</b>	<b>2.47</b>	<b>2.51</b>	<b>1.65</b>	<b>2.97</b>	<b>8.52</b>	<b>10.83</b>
同比	-20%	59%	30%	-28%	44%	24%	2%	27%
<b>2.零售销量/万辆</b>	<b>0.74</b>	<b>1.46</b>	<b>1.77</b>	<b>1.51</b>	<b>0.96</b>	<b>1.79</b>	<b>5.48</b>	<b>6.85</b>
同比	-16%	24%	27%	-44%	29%	23%	-11%	25%
<b>2.2.1公交车</b>	<b>0.24</b>	<b>0.45</b>	<b>0.65</b>	<b>0.77</b>	<b>0.40</b>	<b>0.54</b>	<b>2.11</b>	<b>3.41</b>
同比	-46%	-37%	-20%	-63%	67%	21%	-48%	62%
<b>2.2.2座位客车</b>	<b>0.37</b>	<b>0.92</b>	<b>0.93</b>	<b>0.66</b>	<b>0.45</b>	<b>1.10</b>	<b>2.87</b>	<b>3.44</b>
同比	13%	147%	153%	40%	22%	20%	87%	20%
<b>3.出口销量/万辆</b>	<b>0.53</b>	<b>0.91</b>	<b>0.84</b>	<b>0.91</b>	<b>0.69</b>	<b>1.19</b>	<b>3.18</b>	<b>3.98</b>
同比	43%	124%	59%	13%	30%	30%	51%	25%

## 二、方向一：关注周期回暖下，强业绩确定性商用车

推荐逻辑



催化剂

时间周期	核心指标	驱动因素
月度	月度产销同环比趋势 (出口+国内)	月度出口新能源占比
季度	季度产销同环比趋势 (出口+国内)	季度出口新能源占比
年度	年度产销同环比趋势 (出口+国内)	年度出口新能源占比
		订单事件驱动
		龙头车企季度业绩兑现
		龙头车企年度业绩兑现

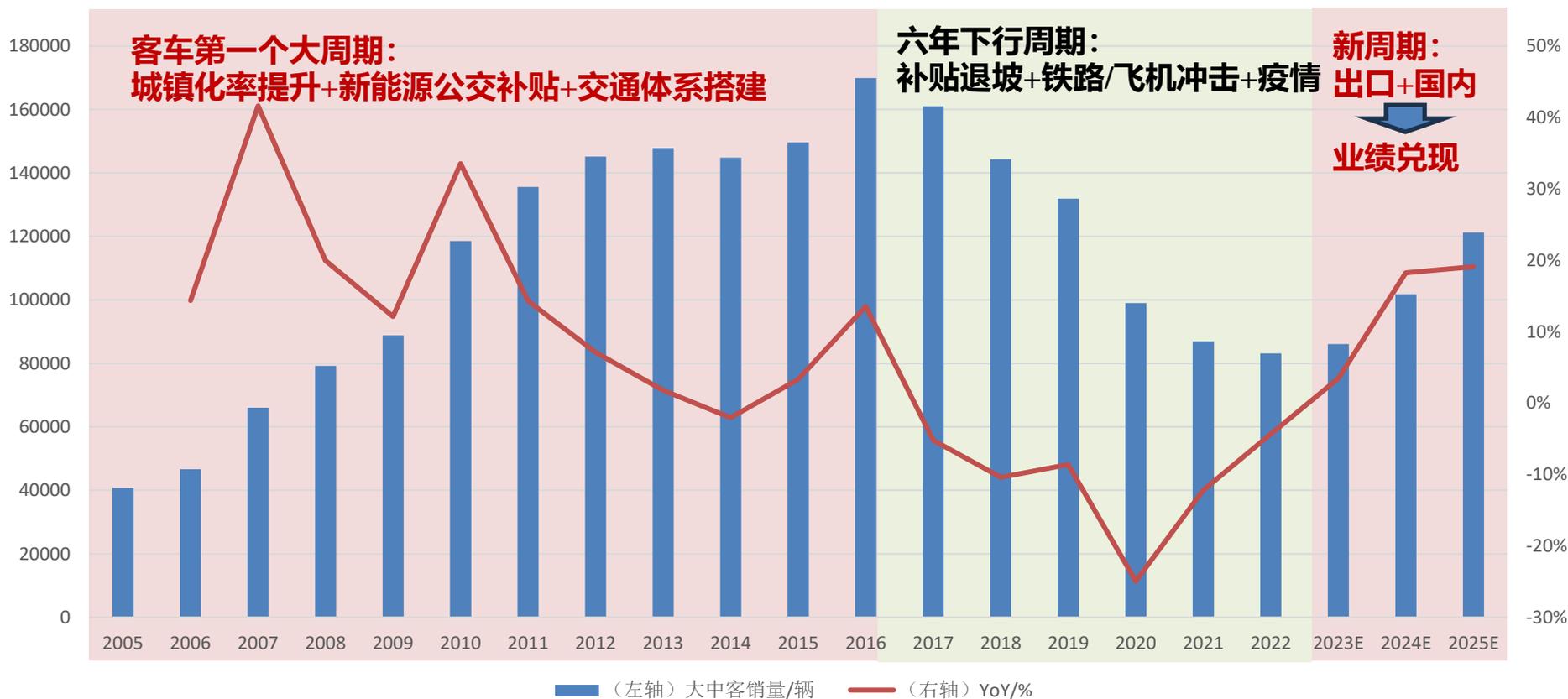
推荐标的

所属主线	上市公司		营收/亿元	净利润/亿元	未来6个月目标市值/亿	当前市值	对应涨幅空间	对应PE 2024
	股票代码	名称	2024年	2024年				
商用车国内外共振	600066.SH	宇通客车	347.3	24.4	488	343.6	42%	20

注: 数据截至2024年1月15日, 盈利预测来自东吴证券研究所汽车组 (以下简称“东吴汽车”), 目标市值为东吴汽车根据行业综合估值与个股竞争力综合判断得出

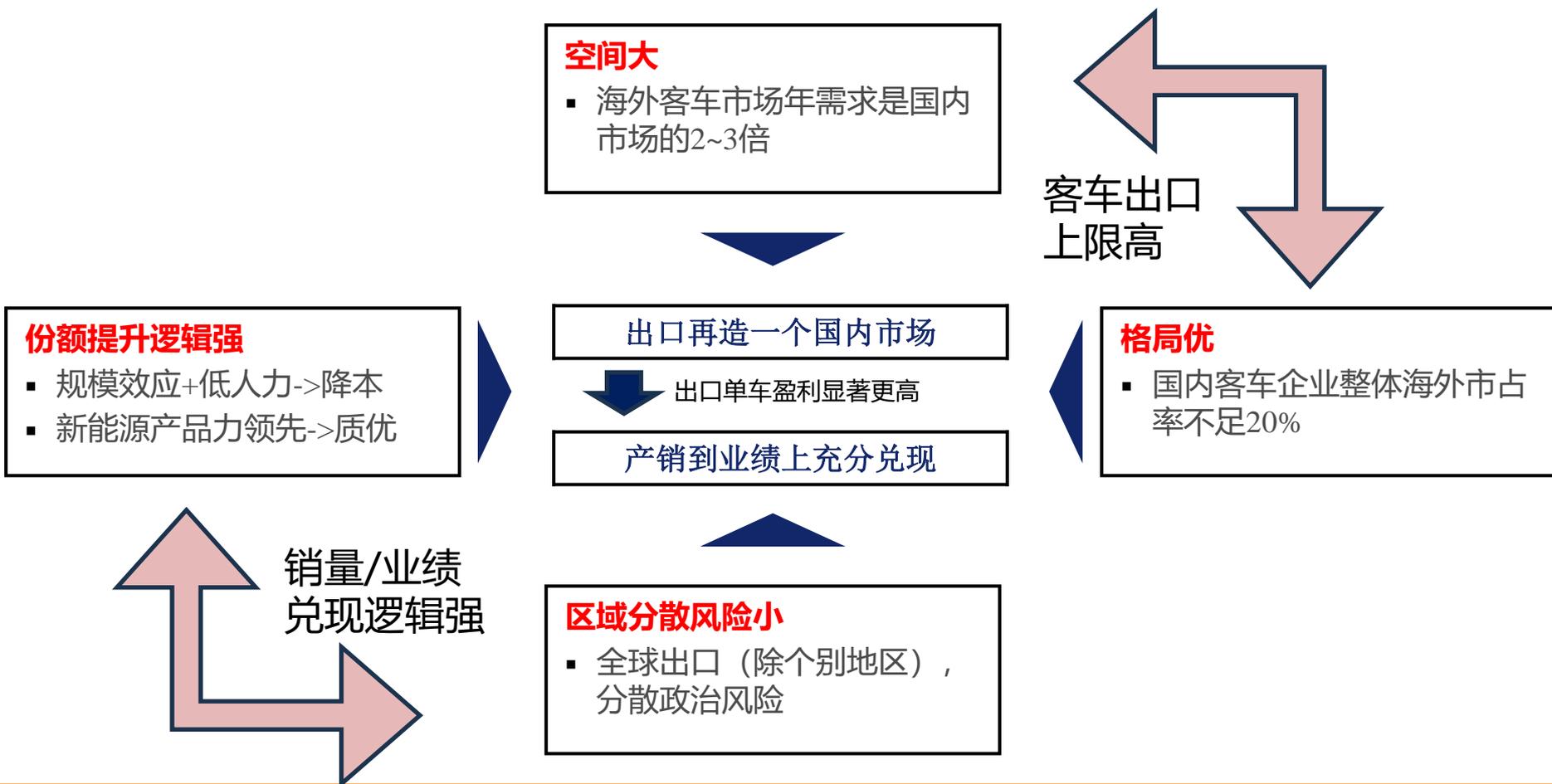
- **出口内销双频共振，客车销量触底反弹，2023年作为拐点元年开启客车新一轮上行大周期。**
- **首个上行周期 (05-16)：**城镇化率提升、新能源公交补贴、交通体系搭建三轮驱动客车销量腾飞。
- **六年下行周期 (17-22)：**补贴退坡、铁路/飞机横向替代外加疫情冲击造就客车销量持续走低。
- **新一轮上涨大周期 (23-)**：海内外需求复苏助力业绩强兑现，开启新一轮行业上行周期。

图：大中客车年销量变化/辆



- 看好出口市场再造一个国内市场，客车出口有望演绎销量增速与利润双重兑现的成长逻辑。

图：客车出口框架



## 2023年业绩预告超预期，继续看好本轮行业红利带来的龙头宇通业绩超预期兑现。

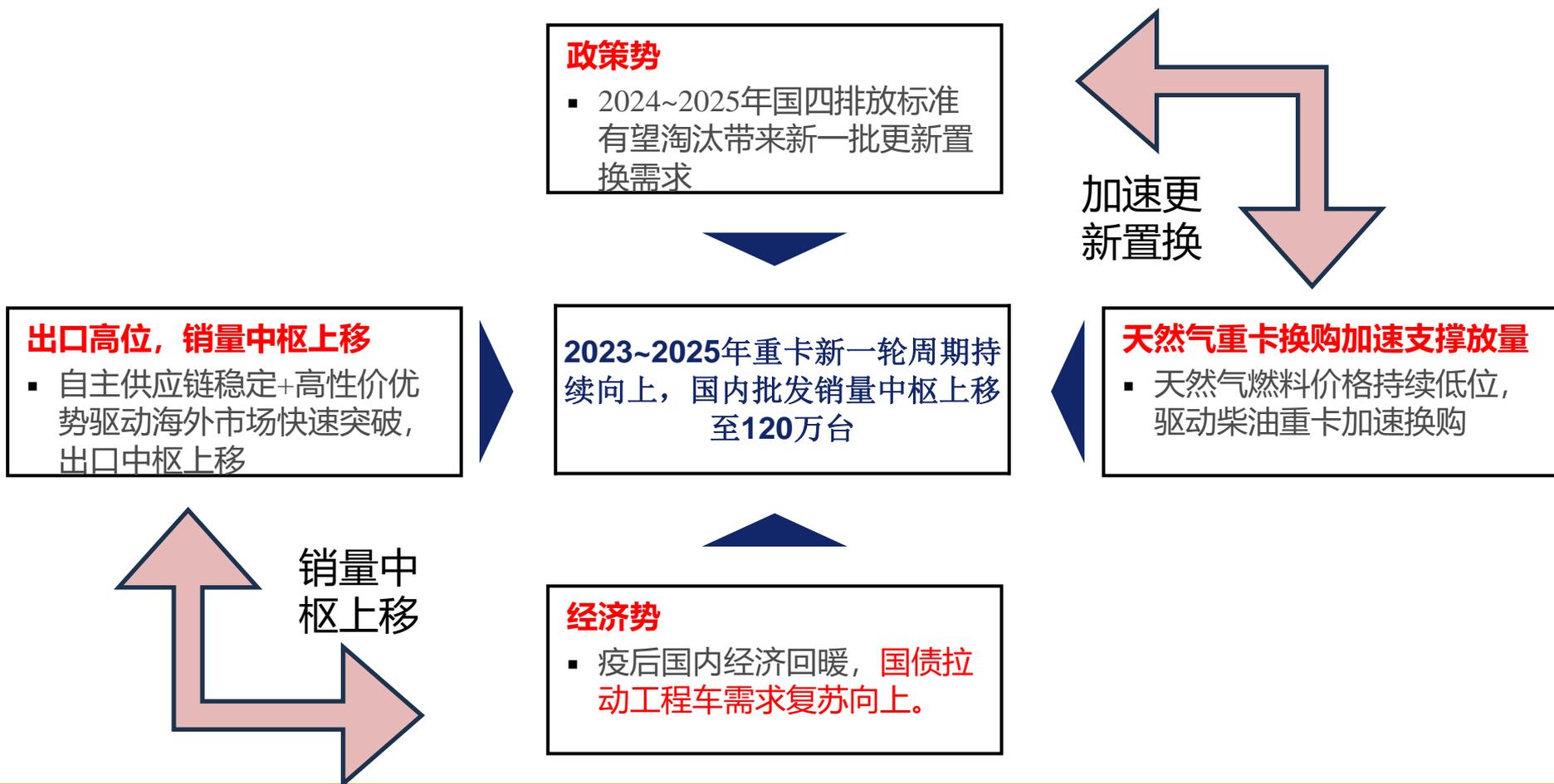
- 公司发布2023年业绩预告，按业绩预告中值来算，2023年预计归母净利润为16.5亿元，倒加回4.53亿的长期股权投资计提的资产减值，2023年实际经营业绩为21亿元，业绩大超市场预期，主要得益于公司全年的销量结构的转变，出口布局完成量变到质变的进化。
- 看好公司24年以及以后业绩持续兑现的能力，2023年行业仅是底部的初步复苏，展望长期，宇通有望借助新一轮行业红利实现“世界宇通”的愿景。我们预计2023~2025年公司归母净利润为17/24/30亿元。

表：宇通客车盈利预测（亿元，计算股息率使用1月15日收盘价）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入/亿元	332	317	305	217	232	218	267	347	414
YoY		-4.4%	-4.0%	-28.8%	7.0%	-6.2%	22.6%	30.0%	19.3%
总销量/万辆	6.8	6.1	6.2	4.2	4.2	3.0	3.7	3.9	4.6
YoY		-9.9%	1.1%	-32.1%	0.2%	-27.8%	20.9%	7.9%	15.5%
1) 出口	0.9	0.7	0.7	0.4	0.5	0.6	1.0	1.3	1.5
占比	12.9%	11.9%	11.5%	9.0%	11.8%	18.8%	27.4%	33.0%	33.0%
2) 出口-新能源		0.02	0.03	0.04	0.11	0.12	0.15	0.23	0.30
占比		3.4%	4.8%	11.3%	21.9%	20.4%	14.6%	18.0%	20.3%
归母净利润/亿元	31.3	23.0	19.4	5.2	6.1	7.6	16.5	24.4	30.4
YoY		-26.5%	-15.7%	-73.4%	19.0%	23.7%	117.4%	47.9%	24.4%
归母净利率	9.4%	7.2%	6.4%	2.4%	2.6%	3.5%	6.2%	7.0%	7.3%
每股股利/元	0.50	0.50	1.00	0.50	0.50	1.00			
股息率	3.22	3.22	6.44	3.22	3.22	6.44			

# 重卡：内外需接力支撑销量复苏，依然看好

- “经济势” + “政策势” 双势能驱动板块修复，2024~2025年重卡销量周期依然持续向上。
- 展望2024年，内需900万台保有量下90万台置换需求叠加30万台重卡出口，国内重卡销量中枢上移至120万台。



# 年度预测：2024~2025年依然有望迎来景气向上

- 预计2023~2025年重卡批发销量91.1/112.2/130.1万辆，出口分别为27.6/29.5/32.5万辆，同比增加。
- 新能源拐点尚未来临，核心系统续航/成本等技术尚未突破；但燃气重卡突破迅速，核心系国内天然气市场价相对更低，同时加气站等基础设施布局较为完善。

图：重卡行业年度销量预测

行业总量	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
GDP-不变价/万亿元	64.4	68.9	74.6	83.2	91.9	98.7	101.4	114.9	121.0	127.7	134.1	140.1
Yoy	8.5%	7.0%	8.4%	11.5%	10.5%	7.3%	2.7%	13.4%	5.3%	5.5%	5.0%	4.5%
行业保有量/万辆	534	530	569	635	710	762	841	907	839	873	918	963
Yoy	6.3%	-0.7%	7.4%	11.6%	11.7%	7.4%	10.4%	7.9%	-7.5%	4.0%	5.2%	4.9%
单位保有量对应GDP/万元	1206	1300	1311	1309	1296	1295	1206	1267	1442	1463	1460	1455
行业上险/万辆	74.4	46.3	66.6	102.8	104.4	116.3	157.3	141.3	47.9	61.3	82.2	97.6
Yoy		-37.8%	44.1%	54.3%	1.6%	11.4%	35.2%	-10.2%	-66.1%	27.8%	34.2%	18.6%
行业批发/万辆	74.4	55.0	72.8	111.2	114.8	117.4	161.7	139.3	67.2	91.1	112.2	130.1
Yoy	-3.9%	-26.0%	32.4%	52.7%	3.2%	2.3%	37.7%	-13.8%	-51.8%	35.6%	23.2%	15.9%
行业产量/万辆	74.8	53.5	73.7	114.4	111.2	119.3	165.2	129.8	63.2	91.6	113.2	130.1
Yoy	-1.7%	-28.5%	37.7%	55.3%	-2.7%	7.2%	38.5%	-21.4%	-51.4%	45.1%	23.6%	14.9%
渠道库存/万辆		3.7	1.2	1.4	3.4	(7.3)	(1.8)	(13.3)	1.8	2.2	0.5	0.0
企业库存/万辆	0.4	(1.5)	0.8	3.2	(3.6)	1.9	3.6	(9.5)	(4.0)	0.5	1.0	0.0
出口/万辆		5.0	5.0	6.9	7.0	8.4	6.1	11.4	17.4	27.6	29.5	32.5
报废量/万辆	42.7	49.9	27.2	36.9	30.3	64.2	78.4	74.8	116.0	27.9	36.7	53.0
报废比例	8.0%	9.4%	4.8%	5.8%	4.3%	8.4%	9.3%	8.2%	13.8%	3.2%	4.0%	5.5%
新能源销量/万辆					0.1	0.5	0.3	1.0	2.5	3.1	5.3	9.8
Yoy								302.7%	139.9%	22.4%	74.5%	82.5%
新能源渗透率					0.1%	0.4%	0.2%	0.7%	5.2%	5.0%	6.5%	10.0%
纯电渗透率					0.1%	0.4%	0.2%	0.7%	4.7%	4.0%	5.0%	7.0%

# 供给侧：中长期燃气供给增加，价格有望保持低位

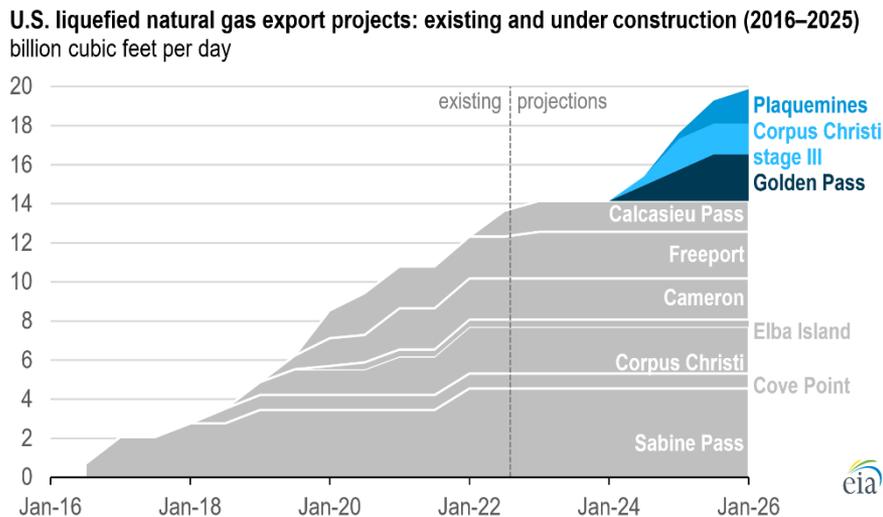
- **2022年全年处于高位，主要系地缘摩擦导致供给收缩**：年初俄乌战争爆发，导致全球能源价格大幅走高，天然气现货价格大幅上涨，全年国内LNG价格居高不下。
- **2023年进入下跌通道，欧洲下调天然气需求量，国内天然气供给较为充裕**：春节前夕LNG市场供给增加，价格下降幅度较大。3月以来由于气温较往年持续偏暖，**国际现货价格持续走低，叠加国内LNG进口量增加供给端保持持续充裕状态**，天然气市场价格整体保持持续低位。
- 23Q3以来，随取暖旺季需求走强，**季节性因素带动天然气价格短期上涨**。中长期时间维度，**国内+海外天然气供给保持持续充裕状态，国内需求整体保持稳定，天然气市场价有望持续低位**。

图：2022年以来国内主要城市LNG/CNG均价变化情况

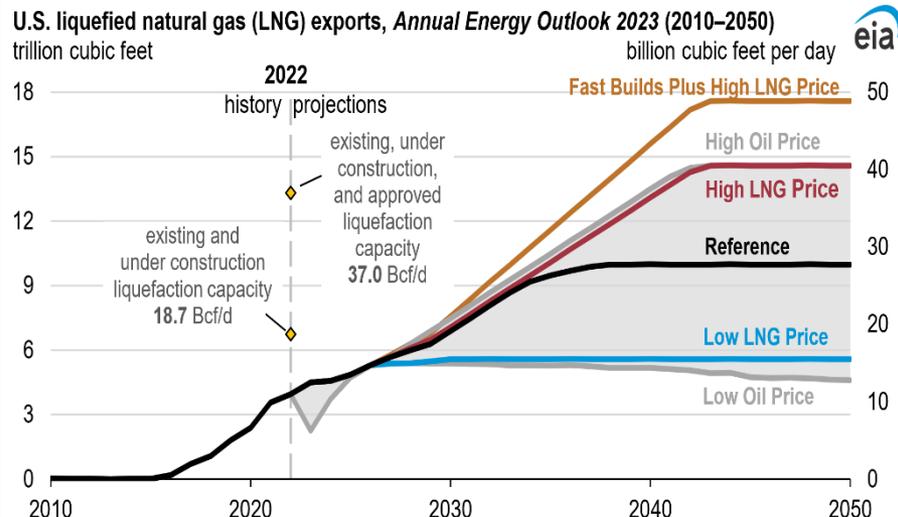


- 美国加大LNG接收站建设力度，出口能力持续提升，全球中长期天然气供给持续增加。
- 到2022年7月，美国已超过澳大利亚、卡塔尔成为全球最大的LNG出口国。2022年，美国LNG日均出口量106亿立方英尺（约合3亿立方米）。2022年8月，美国第7个LNG项目Calcasieu Pass提前投运。此外，在建的Golden Pass LNG项目单线LNG生产能力最高可达8亿立方英尺/d（约合0.23亿立方米/d）；Plaquemines LNG和Corpus Christi Stage III项目采用模块化技术，建设时间更短；Calcasieu Pass LNG则在FID（最终投资决定）后30个月开始生产LNG，为美国LNG出口项目历史最短建设周期。
- 若上述三个在建LNG出口项目顺利建成，到2025年，美国LNG峰值出口能力将至少增加57亿立方英尺/d（约合1.6亿立方米/d），出口能力提升53%。

图：美国加大LNG接收站建设力度

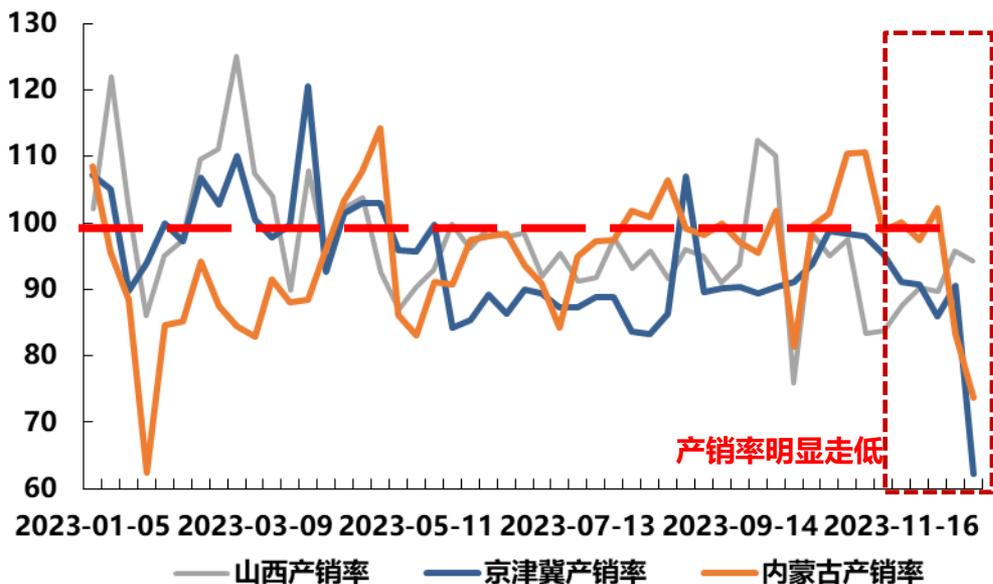


图：美国天然气出口能力持续提升

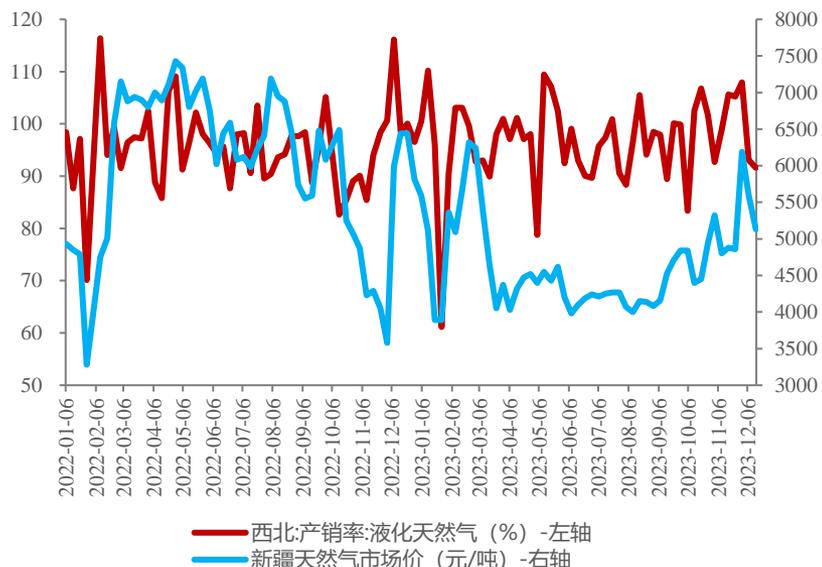


- 市场供需结构稳定，目前旺季价格处于相对高位，但较低产销率水平下，未来价格有望下探：
  - 【中短期供需相对稳定】：国内天然气增产上储工作不断推进，天然气供应保持充裕，地下储气库储备充足；但工业领域环保、安全各方检查力度加大，一定程度压制工业用天然气的需求量。
  - 【季节性因素走高，但有望回落】：降温预警下，国内LNG市场迎来供暖后的需求小高峰，后期价格或将稳中走低。进入12月以来，国内LNG主要产地产销率持续偏低，主要系降温不及预期，市场需求偏弱，供大于求，因此LNG价格上涨乏力，未来有望进一步回落。

图：2023年以来国内LNG主要产地（山西/京津冀/内蒙古）产销率走势/%



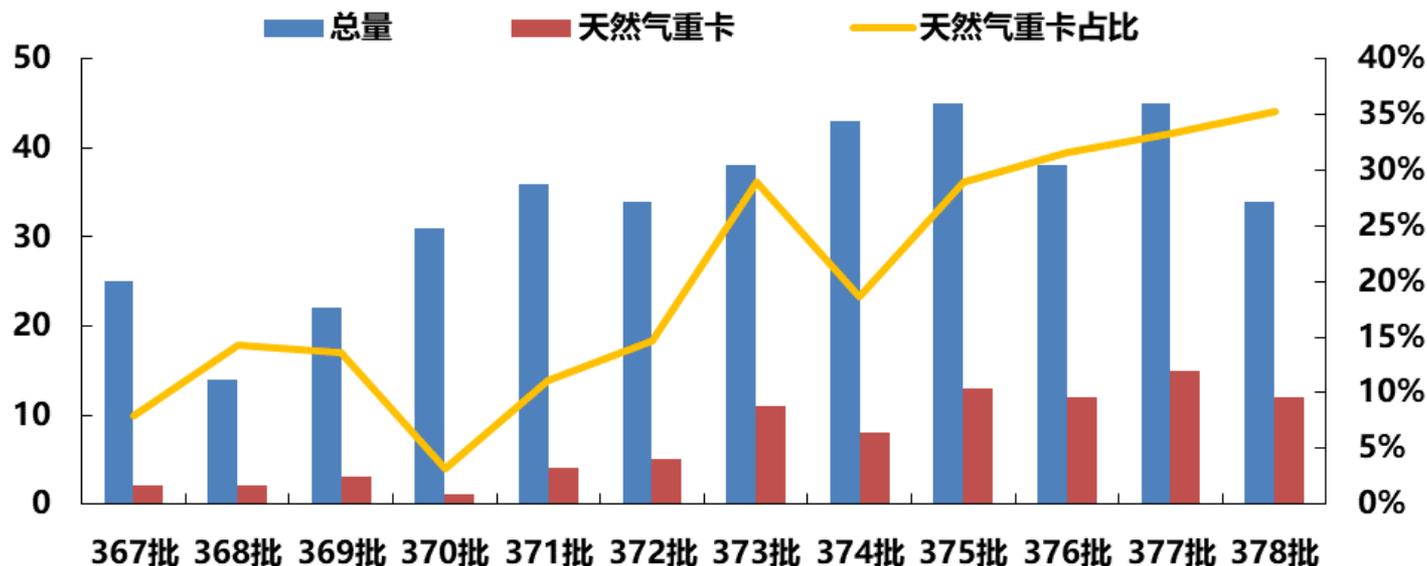
图：以新疆为例，短期产销率/%（左轴）对天然气市场价（右轴）产生正向影响



# 供给侧：新车较多，燃气重卡申报比例已超30%

- **天然气重卡逐步成为主流新车型，各车企产品矩阵持续丰富有望进一步刺激需求：**根据工信部每月新车申报批次数据，2023年以来天然气重卡新车申报数量从年初的2款增加到11月的12款，**占重卡所有申报车型的比例从8%提升到35%。**
- 从车企角度看，随着油气价差拉大，天然气重卡未来市场需求旺盛，车企加强车型开发，预计未来新车申报率将进一步提高，市场可供选择车型更广，供给丰富有望驱动需求高增。

图：2023年1-12月工信部各批公示牵引车申报统计（单位:款）

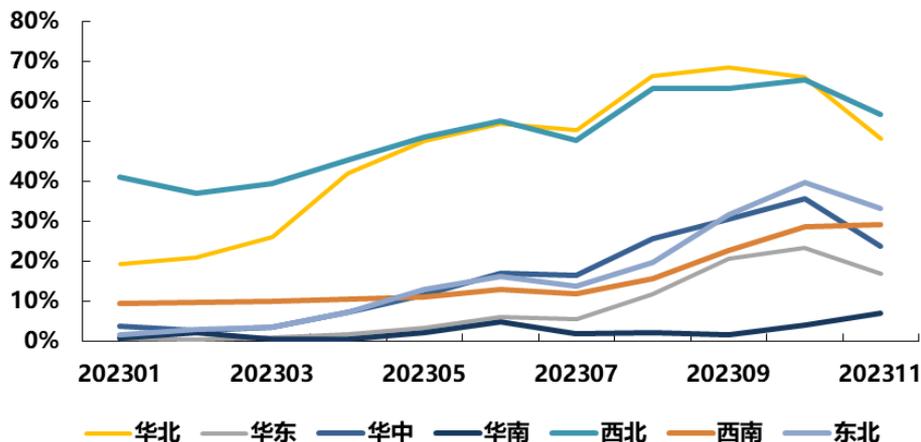


## ■ 渗透率变动：【华北提升最多，东北、华中、西南水平接近，华南最低】

➢ 截至2023年11月，华北/西北两地渗透率均已达到50%左右的水平，渗透率提升较快；并与其他地区例如华中/西南等差距持续拉大，地区之间差异较大的核心环节在于加气站。

■ **天然气加气站：**加气站作为重要配套设施，其数量极大程度地影响天然气重卡的推广进度。自2012年以来，国内主要城市加气站数量快速增加；截至2022年，华东/华北/西北等地加气站数目较多，东北/华中/西南等次之，加气站数目与当地的天然气重卡渗透率整体呈现正相关趋势。展望2024年，我们预计华东区域依然有较大的渗透率提升空间。结合华东区域自身重卡销量/保有量均处国内头部水平，24年天然气重卡销量提升空间依然较大。

图：2023年以来每月国内天然气重卡渗透率变化情况



图：2022年国内主要城市天然气加气站数量以及对应渗透率



- **重卡板块强 $\alpha$ ，天然气重卡渗透核心受益，业绩确定性较强。**
- **短期来看**，受益天然气重卡持续热销量利齐升。燃气重卡月度渗透率由2023年初11.5%至9月提升到41.9%，潍柴自身在天然气重卡发动机领域细分市占率2023年以来综合保持65%以上水平，远超柴油重卡领域30%量级；且天然气重卡发动机盈利高于柴油品类。
- **中期维度**，高利润率的大缸径发动机为公司重点突破机遇性产品，公司持续拓展产品海外市场，加速上量；此外，陕重汽经营结构持续优化，终端折扣收窄，盈利性向好。
- **长期维度**，公司积极探索下一代排放控制技术研究，做好产品储备，加快WPDI、甲醇发动机、氢内燃机的应用与开发；构建完善的电驱动零部件、电机总成及动力总成等试验能力，持续加大研发力度；推进燃料电池核心技术突破，加速实现市场化。

表：潍柴动力核心财务指标预测/亿元

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入/亿元	1743.61	1974.91	2035.48	1751.58	810.54	1081.31	1367.09
Yoy	9.5%	13.3%	3.1%	-13.9%	-53.7%	33.4%	26.4%
毛利率	21.80%	19.31%	19.46%	17.78%	17.20%	17.70%	18.50%
销售费用率	6.5%	5.5%	5.4%	6.1%	14.8%	12.7%	11.2%
管理费用率	7.0%	6.9%	7.3%	9.0%	11.1%	9.9%	8.8%
研发费用率	3.0%	3.0%	3.4%	4.4%	10.8%	9.5%	8.6%
归母净利润	91.05	92.07	92.54	49.05	81.26	110.83	136.02
Yoy	5.2%	1.1%	0.5%	-47.0%	65.7%	36.4%	22.7%
归母净利率	5.2%	4.7%	4.5%	2.8%	10.0%	10.2%	9.9%

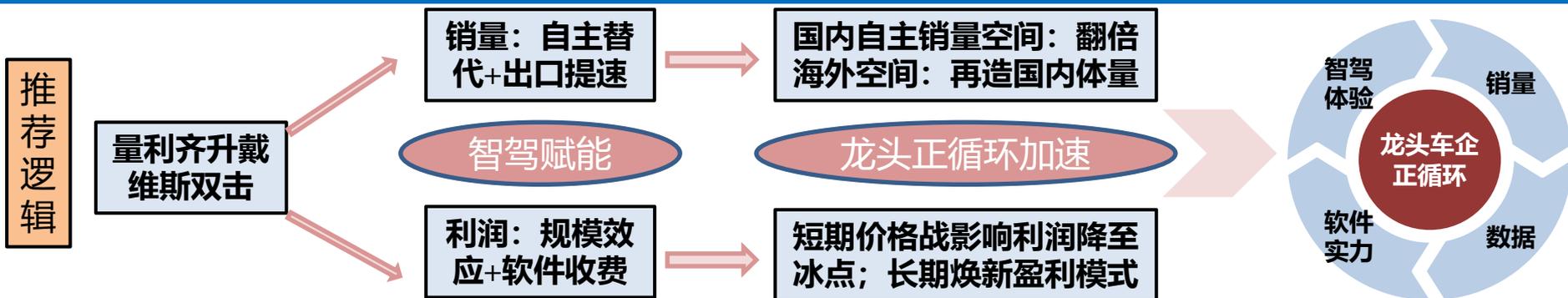
# 中国重汽A/H：大周期回暖，销量/盈利稳健向上

- **行业维度：**受益新一轮重卡向上周期，海外出口保持高位，国内市场在天然气重卡渗透率提升&国四重卡强制淘汰&万亿国债刺激基建等几方面因素作用下回暖复苏，行业销量有望持续增长；
- **公司维度：**重汽集团凭借国内/海外市场成熟渠道/品牌影响力，积极开拓燃气重卡新品，2024~2025年销量/盈利有望再破前高。

表：中国重汽A/H核心财务指标预测/亿元（货币单位：人民币）

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中国重汽-H	营业收入/亿元	623.80	985.09	936.41	595.07	810.54	1081.31	1367.09
	Yoy	0.7%	57.9%	-4.9%	-36.5%	36.2%	33.4%	26.4%
	毛利率	19.04%	19.94%	16.78%	16.89%	17.20%	17.70%	18.50%
	销售费用率	5.5%	5.1%	4.8%	4.8%	5.0%	4.5%	4.5%
	管理费用率	5.5%	5.8%	6.7%	8.0%	2.5%	2.6%	3.0%
	研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%
	归母净利润	33.34	68.51	43.22	17.97	39.25	56.15	76.02
	Yoy	-23.3%	105.5%	-36.9%	-58.4%	118.5%	43.0%	35.4%
	归母净利率	5.3%	7.0%	4.6%	3.0%	4.8%	5.2%	5.6%
中国重汽-A	营业收入/亿元	398.43	599.38	560.99	288.22	387.79	517.61	655
	Yoy	-1.3%	50.4%	-6.4%	-48.6%	34.5%	33.5%	26.5%
	毛利率	10.50%	9.49%	7.38%	6.18%	7.78%	8.59%	9.37%
	销售费用率	2.9%	1.6%	1.8%	1.1%	0.6%	0.6%	0.7%
	管理费用率	1.3%	2.0%	1.6%	2.4%	0.3%	0.4%	0.4%
	研发费用率	0.6%	0.8%	1.1%	1.5%	0.5%	0.6%	0.6%
	归母净利润	12.23	18.80	10.38	2.14	9.00	13.93	18.95
	Yoy	35.2%	53.7%	-44.8%	-79.4%	321.2%	54.7%	36.1%
	归母净利率	3.1%	3.1%	1.9%	0.7%	2.3%	2.7%	2.9%

### 三、方向二：聚焦智能化趋势下新车周期强势整车



## 重磅新车交付兑现

## 理想MEGA/小米SU7

## 启源A06/深蓝C318

## 关注4月下北京车展

### 板块催化

- 小鹏X9/问界M9以及极氪007/银河E8/零跑C10等重磅新车陆续上市交付，新能源渗透率提升加速
- 理想MEGA以及小米SU7发布上市，分别定位50+万元高端纯电以及20+万元中高端纯电，流量驱动爆款可期
- 长安汽车双子星再发力，启源A06、深蓝C318定位10~20万元轿车/SUV市场走量
- 4月25日北京车展，头部新势力/主流主机厂重磅新车集中亮相，催化终端消费热情再起

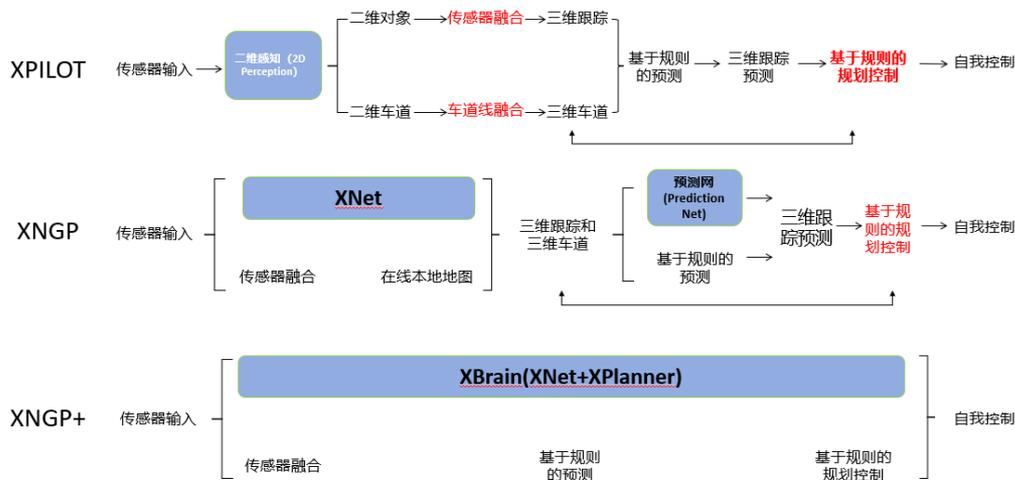
### 推荐标的

智能化优势整车		营收/亿元		净利润/亿元		当前市值/亿元	未来6个月目标市值/亿元	2024年目标PS/PE	涨幅空间
		2023E	2024E	2023E	2024E				
9868.HK	小鹏汽车	309.25	712.6	-109.78	-43.65	822	1782	2.5	117%
2015.HK	理想汽车	1244	2494.86	91.15	229.1	2462	5728	25	133%
000625.SZ	长安汽车	1590.52	2280.66	108.84	92.63	1445	2316	25	60%
0175.HK	吉利汽车	1783.38	2352.9	50.13	80.42	748	1206	15	61%

注：数据截至2024年1月12日，目标市值为东吴汽车根据行业综合估值与个股竞争力综合判断得出；相关数据的货币单位均为人民币，港元汇率为2024年1月12日的0.92  
小鹏为PS，其余对应预期为PE

- **技术（软件算法）角度持续迭代，各辟蹊径聚焦高级别智驾功能加速上车。**
- **小鹏汽车：XNGP+持续引领行业变化，加速体验迭代。** 小鹏于2023年11月率先落地20城无图城市NGP，核心依赖自身XNet2.0（具备时空理解的下一代感知架构）+Xplanner（基于神经网络的规控）=Xbrain的算法能力，动态BEV/静态BEV/占据网络三网合一，同时基于神经网络进行长时序/多对象/强推理的规控，rule-base与learning-base结合，打通高速&城市，有图/无图一套架构。
- **华为：BEV+GOD2.0+RCR2.0完善软件算法架构覆盖更多无图场景。** 华为融合BEV鸟瞰感知能力以及业内首创的GOD2.0网络（通用障碍物检测，识别异形物体）+RCR2.0（道路拓扑推理网络，匹配导航地图与显示网络），已于2023年底在全国覆盖城市点对点领航功能。

图：小鹏汽车全场景智驾终极架构：数据驱动、端到端、时空联合决策



图：华为ADS 2.0 GOD网络



➤ **各价格带产品线丰富+智驾覆盖区域拓宽。** 车企智驾落地普及加速，20万元以上不同价位区间产品迅速丰富；同时以一线城市为先，车企陆续将城市智驾可支持范围扩大至二三线城市，用户可选价位以及产品体验均将迎来质的飞跃。

车企	特斯拉	小鹏	理想	华为	蔚来	比亚迪	长城	吉利	上汽	
车型	Model Y	G9	L9	智界S7	ES6	腾势N7	魏牌蓝山	极氪007	飞凡R7	
智驾硬件	激光雷达		2	1	1	2	2	1	1	1
	摄像头	8	11	11	10	11	5	8	12	5
	智驾芯片以及总算力	HW3.0	Orin-X	Orin-X	晟腾610	Orin-X	Orin-X/N	地平线征程5	Orin-X	Orin-X
	算力/TOPS	144	508	508	400	1016	254/84	256	508	508
	云端超算中心算力/PFLOPS	100000	600	1200	1800	1400	-	670	810	-
城市智驾	系统名称	FSD	XNGP	AD Max	ADS2.0	AQUILA	腾势pilot	Coffee Pilot	-	Rising Pilot
	智驾级别	L4	L3	L3	L3	L2+	L2	L2	L2	L2
	落地城市规划(2023年底)		50城	100城	全国结构道路	25万公里城区领航	实现高速NOA		17城高速	
	落地城市规划(2024H1)		主要城市覆盖			230座城市	Q1落地			
	落地城市规划(2024H2)		覆盖欧洲市场					落地100城		
	软件价格	6.4万	-	-	1.8万	380元/月	城市2.8万, 高速1.2万	-	-	-

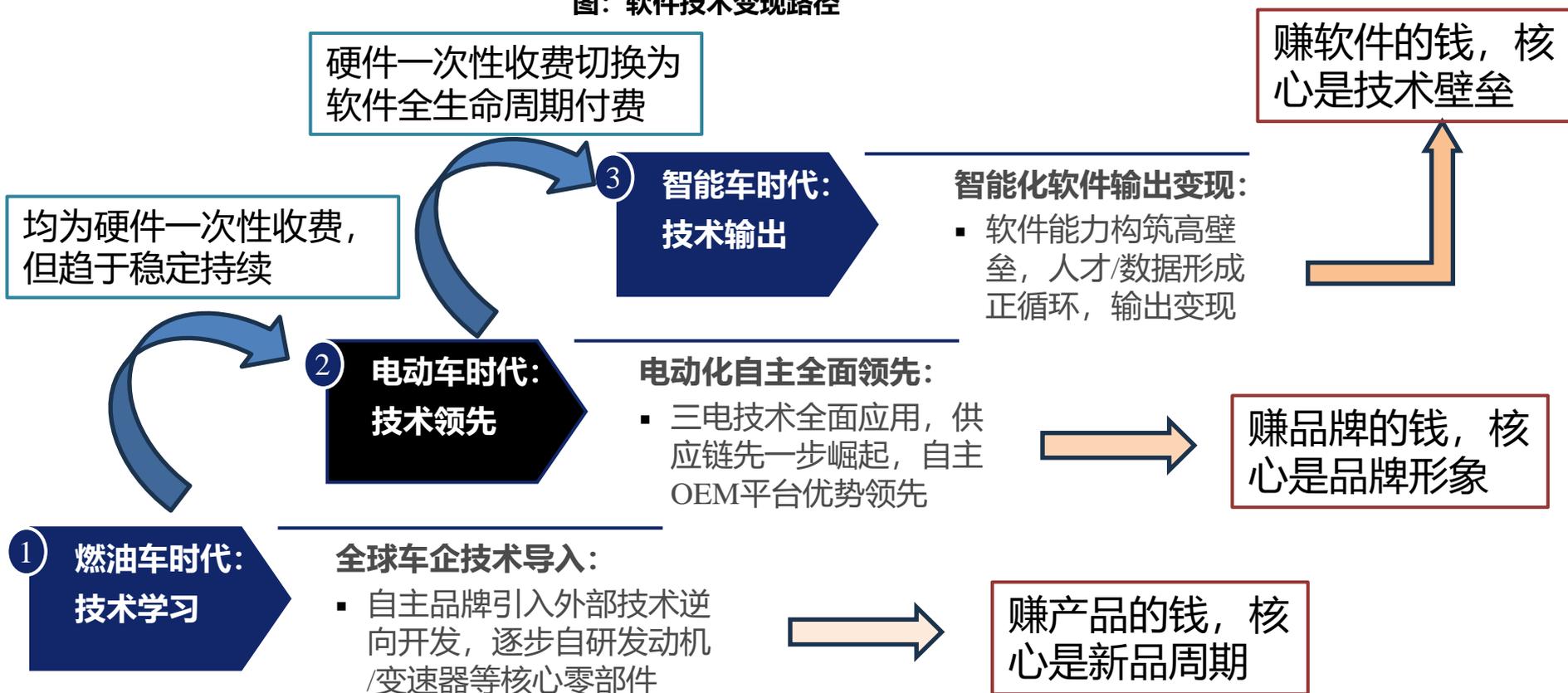
# 软件变现：短期维度，增强产品竞争力，实现溢价

➤ 2023Q2以来，小鹏/华为等一线智驾玩家在新车G6/新G9/新M7上陆续搭载溢价在2~5万元的高阶城市智驾功能，小鹏以2万元溢价带来70%~80%的智驾选装，华为系列车型以4~5万元溢价带来40%~50%的智驾选装；五菱宝骏云朵以1万元的高速领航功能溢价，实现上海地区80%的选装。

车企	车型	配置名称	价格 (万元)	支持功能	辅助驾驶芯片	自动驾驶算力/TOPS	激光雷达数目	毫米波雷达	超声波雷达	摄像头	智驾硬件溢价/万元	智驾软件溢价/万元	智驾选装情况
小鹏	G6	2023款580长续航	22.99	.	英伟达 Orin-X	516	2	5	12	11	2.0	0.0	上市截至6月底，智驾选装率70%+
		2023款755超长续航	25.49								2.0		
	G9	2024款570	28.99								2.6		上市15天，智驾选装80%
		2024款702	30.99								2.6		
理想	L7	2023款	37.98	城市领航辅助驾驶	.	.	.	.	.	8*800+5*200	4.0	.	-
	L8	2023款	39.98								4.0		
	L9	2023款	45.98								3.0		
赛力斯-华为	M7	2024款1.5T后驱5座	28.98	城市领航辅助驾驶	华为晟腾	400	1	3	12	11	4.0	1.8 (2023年底前优惠1.5万元)	上市至10.07，智驾选装率42%；10.08-11月底，智驾选装率49%
		2024款1.5T四驱5座	30.98								2.5		
		2024款1.5T后驱6座	30.98								4.0		
奇瑞-华为	智界S7	2024款	28.98								4.0		-
通用五菱	云朵	2023款460Pro	12.58	高速领航辅助驾驶	-	32	0	1	12	2*800双目+5*300单目	1.0	0.0	10月上海地区灵犀版本预定比例80%
		2023款460Max	13.38								1.0		

- 电动化技术的发展进步让自主品牌站在与全球车企相当的水平线上。电动化核心来源于三电动力总成对于燃油动力总成技术的替代，抵消自主品牌技术劣势，实现技术的第一步降维打击。
- 智能化技术输出未来可期，**“B端收费技术变现”即将落地实现**。以小鹏为先，合作大众推动**智能驾驶相关软件技术平台输出**，稳定可持续的车型放量将带来持续的收入；其核心为【可迭代的软件技术】，改变车企“一次性消费”的硬件商业模式。

图：软件技术变现路径



- **长期维度，功能体验效果是决定C端软件收费最核心因素，电车使用成本的下降为智驾软件订阅腾出空间。** To C端软件收费利好：1) 全生命周期持续收费改变原有商业模式；2) 软件边际成本投入低，盈利能力随搭载率提升而弹性更大（参考苹果）。
- 当前高阶辅助驾驶功能以订阅制收费“物非所值”，其原因主要有三：使用场景单薄；技术落地细节和成熟度有待验证；额外溢价较高。因此我们认为，未来国内高速以及城区全场景领航辅助驾驶落地，**体验改善+成本下降双重因素驱动C端软件订阅接受度提升。**另外，长周期维度，在**用电成本低+养护成本低+硬件标准化程度提升带来规模化降本**三方面因素驱动下，电车相比油车年均综合成本有望明显降低，为智驾软件订阅收费腾出空间。

图：电动车/燃油车全生命周期使用成本测算（价格/保养等均为经验值估算）

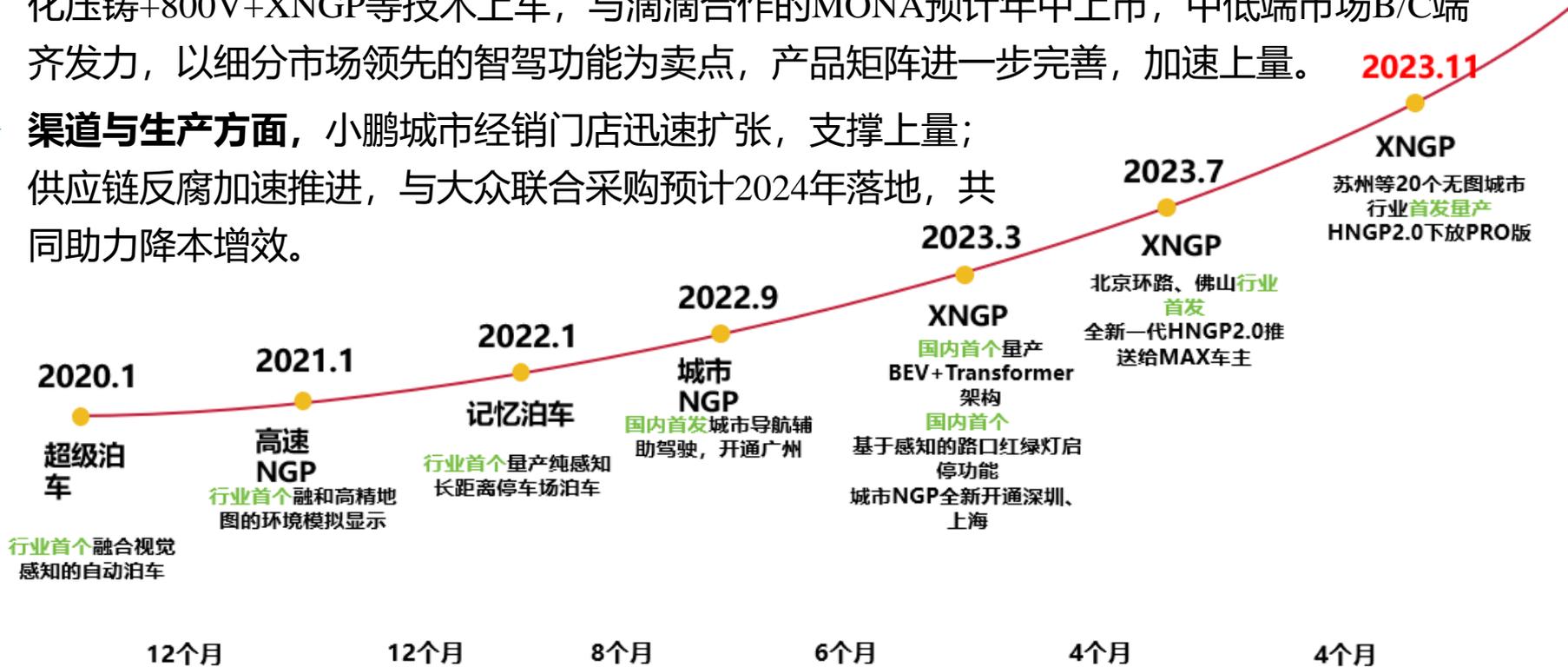
		电车			油车		
		当前	2026年前后	2030年前后	当前	2026年前后	2030年前后
单次购买	车辆平均售价/万元	16	16	15	15	15	15
	购置税/万元	0	0.8	1.5	1.5	1.5	1.5
	基础保险费/万元	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
年均使用成本	年度行驶里程/wkm	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
	百公里燃料消耗量	12	12	12	6	6	6
	燃料均价/元每单位	1	1	1	7.5	7.5	7.5
	养护成本/万元	0.08	0.08	0.08	0.30	0.30	0.30
	年均合计/万元	<b>0.26</b>	<b>0.26</b>	<b>0.26</b>	<b>0.98</b>	<b>0.98</b>	<b>0.98</b>
使用寿命	5	6	6	6	6	6	
年均成本摊销	3.48	3.08	3.02	3.74	3.74	3.74	
<b>电车相比油车年均节省/万元</b>	<b>0.26</b>	<b>0.66</b>	<b>0.72</b>	-	-	-	

图：当前国内车企软件付费买断/订阅模式汇总

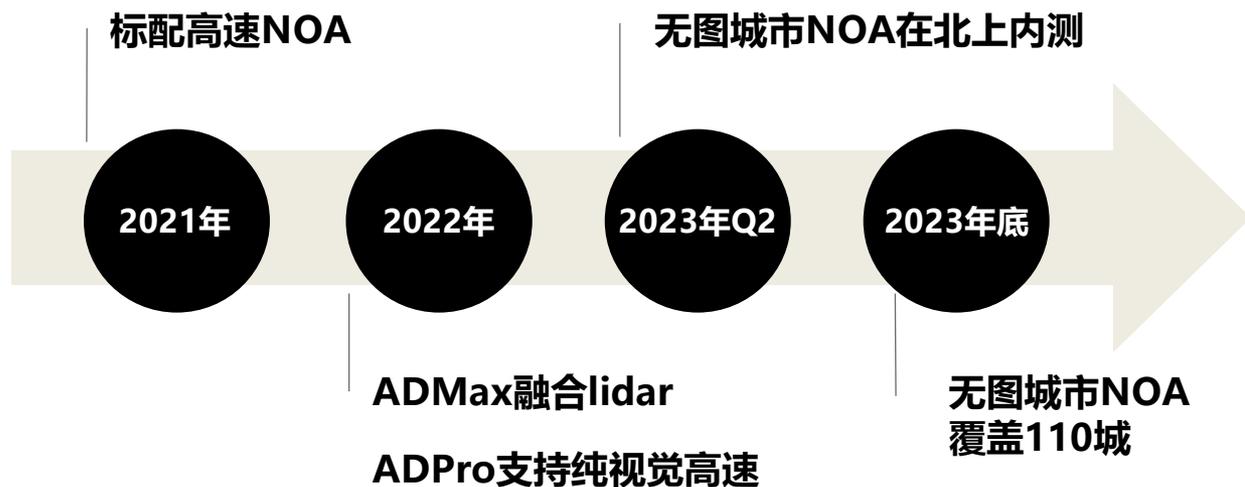
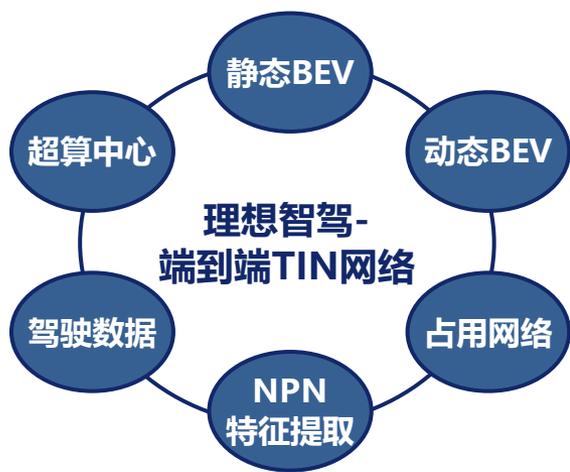
车企	车型	模式	具体金额	推出时间
特斯拉	全系	买断	3.2万人民币；0.6万美元	增强版EAP
			6.4万人民币；1.5万美元	2019年 FSD
蔚来	全系	订阅	199美元/月	未购买EAP
			99美元/月	已购买EAP
蔚来	全系	订阅	380元/月	2023年7月NOP+
			680元/月	NAD
问界	M5、新M7	买断	3.6万元，2023年优惠1.8万元叠加1.5万元权益	2023年10月
		订阅	7200元/年，720元/月	
阿维塔	11、12	买断	3.2万元，2023年优惠1.8万元	2023年6月
		订阅	6400元/年或640元/月	2023年6月
智界	S7	买断	3.6万元，2023年优惠1.8万元叠加1.5万元权益	2023年11月
		订阅	7200元/年，720元/月	

## 积极投入+数据闭环构建智驾先发壁垒，功能领先保障产品溢价竞争。

- **技术方面**，小鹏以XNet2.0（具备时空理解的下一代感知架构）实现感知维度去高精度地图，静态域动弹BEV和占据网络三网合一实现大范围高精度感知；搭配XPlanner（基于神经网络的规控）融合rule-base与learning-base为一体，大模型结合基于经验范式的小模型共同实现精准决策控制。
- **产品方面**，小鹏X9预计12月底上市；2024年小鹏基于扶摇架构还将推出1~2款新车，一体化压铸+800V+XNGP等技术上车，与滴滴合作的MONA预计年中上市，中低端市场B/C端齐发力，以细分市场领先的智驾功能为卖点，产品矩阵进一步完善，加速上量。
- **渠道与生产方面**，小鹏城市经销门店迅速扩张，支撑上量；供应链反腐加速推进，与大众联合采购预计2024年落地，共同助力降本增效。



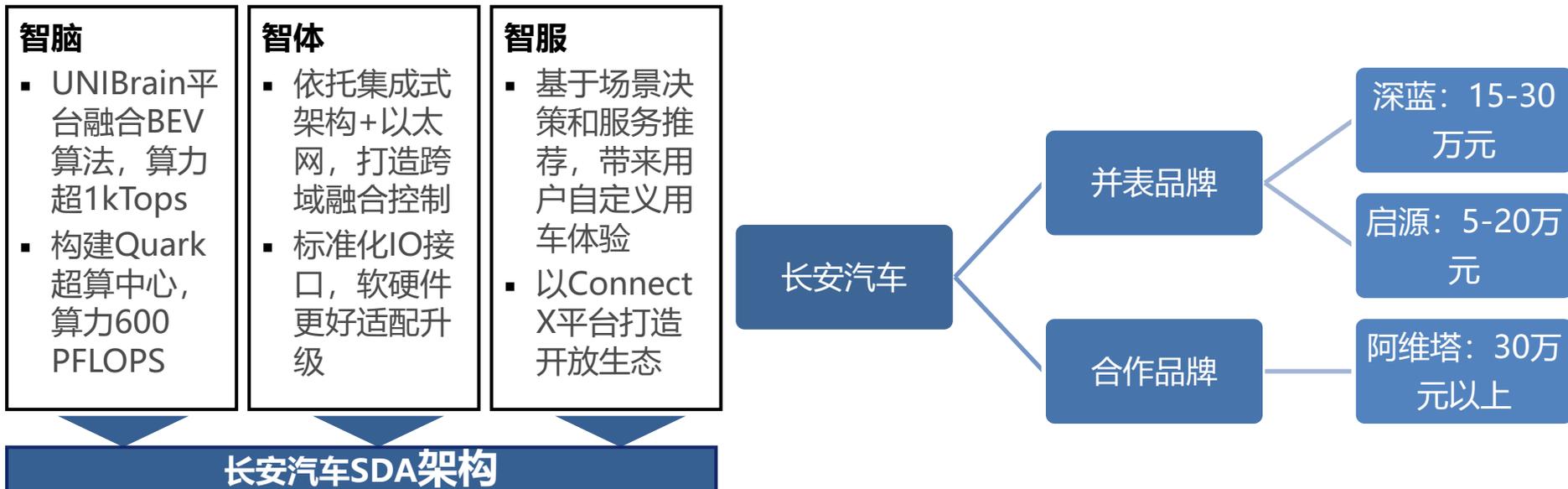
- **强用户理解+产品感知能力为核心壁垒，车型爆款+高举高打下，智驾OTA快速追赶。**
- **产品方面：**理想汽车深度定位家庭用户细分群体，以大空间+强智舱+增程的产品卖点造就L系列9/8/7先后热销；2024年，理想全面进军纯电领域，旗舰车型MEGA为先，预计今年底上市；后续还将有3款纯电车型陆续于2024H2上市，此外，增程系列L6也将于2024年推出，进一步丰富L系列全价格产品布局。**增程+纯电双燃料类型，以大空间+长续航+高智能为产品卖点，爆款可期。**
- **技术方面：**软件全面OTA升级，驾驶/空间/增程均迭代，智驾追赶第一梯队。1) **智驾：**算法模型重构升级，年底迭代ADMax3.0，以端到端大模型驱动BEV+占用网络+时空联合规划+MPC模型预测控制等算法，在全国110城开放全场景智能驾驶NOA；明年中迭代AD Pro3.0。2) **空间：**Mind GPT赋能，人车交互更加自然拟人，满足多样化需求。3) **增程：**算法升级释放电池潜能，提升最大放电潜力；提升纯电使用比例；提升冬季续航里程15%~20%。



■ **启源+深蓝+阿维塔三品牌共振，强势周期销量有望高增；华为合作赋能提升中长期产品竞争力。**

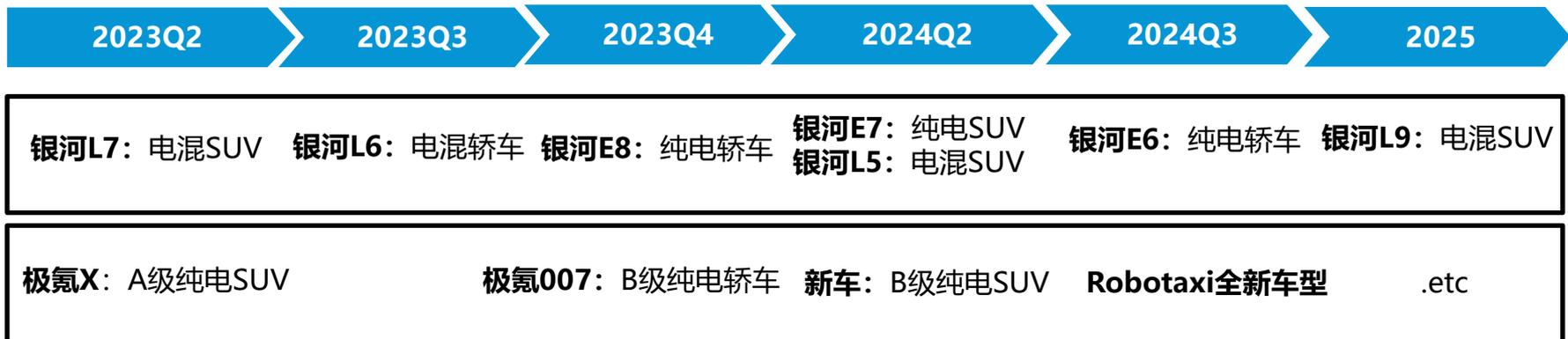
➤ **产品方面：公司深度布局5~40万元全价格带，EV/PHEV/EREV车型密集覆盖，以好外观+低油耗+大空间等明确优势铸造领先品牌。阿维塔为先，利用华为Inside模式技术赋能聚焦30万元以上豪华市场；深蓝主打15~30万元中高端价格带，启源则聚焦长安主品牌新能源转型，品牌间泾渭分明同时协同发力向上，2024年累计7款全新车型上市，新能源领域销量有望翻倍增长。**

➤ **技术方面：长安自研SDA聚焦底层架构，目标架构集中化+硬件标准化+软件服务化，以更低成本实现高质量“软件定义汽车”，并保障快速OTA迭代升级。上层软件技术积极拥抱华为，共同成立合资公司，股权形式深化赋能，依托其“智驾/座舱/电动/车云/网联”等五大系统，以全闭环自研高阶智驾技术赋能自身多品牌新车，提升产品竞争力，中长期维度市场份额有望快速提升。**

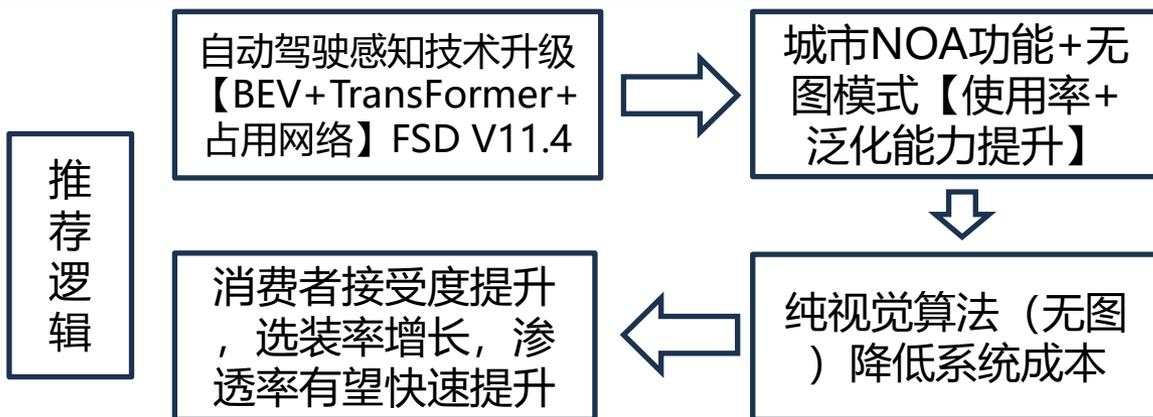


- **着力技术升级提升产品性价比，SEA架构赋能，800V上车，银河+极氪双网发力电动高端转型。**
- **产品方面：**吉利以极氪+银河两大品牌为主，极氪聚焦20万元以上中高端纯电，银河以EV/PHEV多种燃料类型发力10~25万元主流价格区间，助力主品牌新能源转型。纯电领域，吉利以SEA浩瀚架构加持，800V超充技术陆续下放至20万元级市场，极氪007/银河E8双B级纯电轿车陆续上市；插混领域，吉利自研雷神智擎混动技术，P1+P2/P3技术同步搭载银河/领克等系列车型。全自研电动技术赋能多品牌，品牌矩阵交错完善，未来销量有望高增。
- **技术方面：多维智能/电动技术布局逐步落地品牌共享赋能。** SEA浩瀚架构+雷神智擎+800V超充以及Zenseact/亿咖通全自研的智驾软硬件解决方案等核心技术陆续装车，赋能极氪/银河/领克旗下中高端新能源车型，极氪007搭载英伟达硬件芯片，吉利自研高阶智驾软件解决方案首次上车，预计于明年陆续开放全国不同地区城市领航。

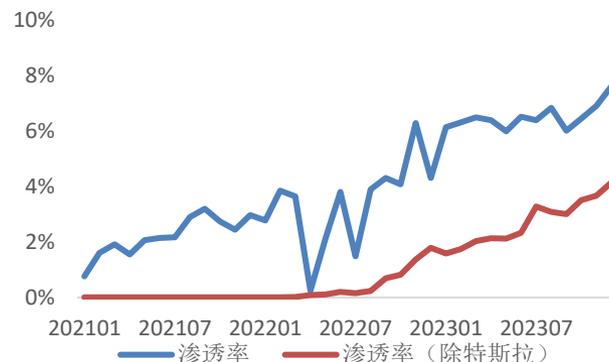
图：吉利银河/极氪新车规划及上市节奏



## 四、方向三：关注特斯拉出海/智能化产业链



图：高级别自动驾驶域控制器渗透率 (>20Tops)



**2024H1 E**

<b>催化 剂</b>	<b>特斯拉</b>	AI DAY/马斯克来华	<b>比亚迪</b>	推送城市NOA
	<b>小鹏汽车</b>	无图扩展到200城	<b>上汽智己</b>	通勤模式百城
	<b>理想汽车</b>	NOA实现全量用户覆盖	<b>宝骏</b>	记忆领航量产交付
	<b>蔚来汽车</b>	城市NOP+开通40万公里	<b>吉利极氪</b>	高速NXP公测落地加速
	<b>政策端</b>	获批车企L3上路试点	<b>长城汽车</b>	蓝山智驾版上市

**2024H1 E**

**推荐标的**

所属主线	上市公司		营收/亿元	净利润/亿元	未来6个月目 标市值/亿	当前市值	对应涨幅 空间	对应PE 2024
			2024年	2024年				
智能化核心产业链	603197.SH	保隆科技	78.1	6.2	218	113.4	92%	35
智能化核心产业链	603596.SH	伯特利	97.1	11.9	476	256.3	86%	40
智能化核心产业链	1316.HK	耐世特 (美元)	48.9	1.4	18	13.4	33%	13
智能化核心产业链	600699.SH	均胜电子	604.2	20.8	312	228.8	36%	15

注：数据截至2024年1月15日，盈利预测来自东吴汽车，目标市值为东吴汽车根据行业综合估值与个股竞争力综合判断得出

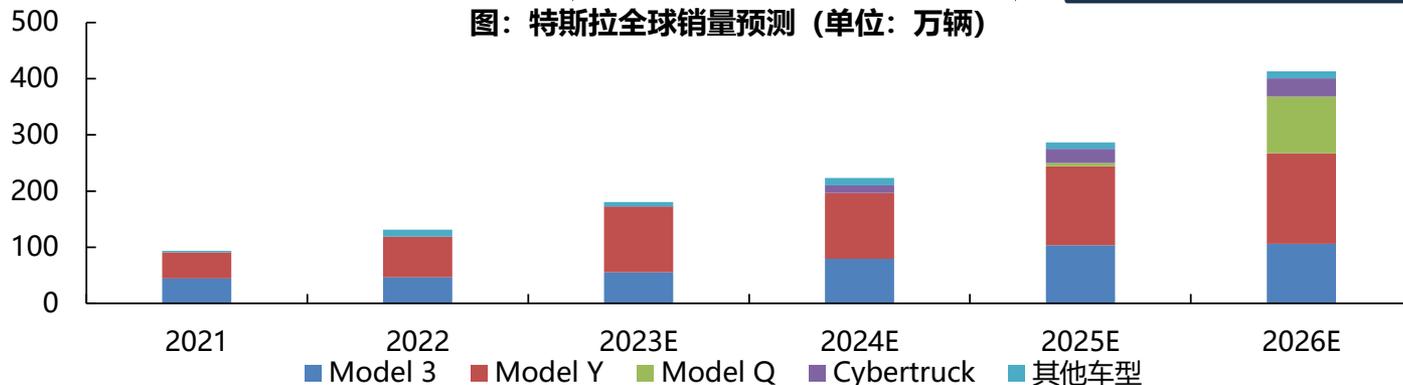
# 特斯拉（墨西哥出海）产业链投资框架

第一性原理/颠覆性技术创新力

HW4.0 平台迭代

新一轮产品强势向上周期

图：特斯拉全球销量预测（单位：万辆）



推荐逻辑

催化剂

推荐标的

2024Q1

2024Q2

2024H2

2025

2026—

CyberTruck产能爬坡

Model Y改款上市交付

特斯拉墨西哥工厂投产

Model Q供应商定点

Model Y改款预计发布

Model Q上市交付

Model Q预计发布

所属主线	上市公司		营收/亿元	净利润/亿元	未来6个月目标市值/亿	当前市值	对应涨幅空间	对应PE 2024
			2024年	2024年				
特斯拉产业链	603179.SH	新泉股份	131.7	11.2	337	224.7	50%	30
特斯拉产业链	601689.SH	拓普集团	280.4	31.3	1094	694.1	58%	35
特斯拉产业链	603730.SH	岱美股份	79.9	9.4	283	170.6	66%	30
特斯拉产业链	600933.SH	爱柯迪	77.2	11.4	284	178.8	59%	25
特斯拉产业链	603305.SH	旭升集团	70.0	10.6	266	156.0	70%	25

注：数据截至2024年1月15日，盈利预测来自东吴汽车，目标市值为东吴汽车根据行业综合估值与个股竞争力综合判断得出

## 2023是特斯拉处在【新老产品周期】交替年份! 2024-2026年将迎来全新一代产品周期!

- **特斯拉是一家什么样企业? 我们认为特斯拉的使命类似于100年以前的福特。**福特借助【第一&二次工业革命】技术成果诞生了T型车且进入寻常百姓家庭, 创造了大规模生产方式带动了社会效率提升。特斯拉将借助【第三&四次技术革命】带动电动智能汽车实现全球普及, 也会创造全新生产方式促进全球效率提升。**但特斯拉也需遵守【车企发展呈现螺旋式上涨模式】的规律。**汽车属性复杂必然带来影响因素众多, 任何一个车企的发展都会在【效率与质量的平衡】上吸取经验和教训。
- **特斯拉核心竞争力是什么? 是第一性原理指导下的颠覆性技术创新能力。**特斯拉做到车企的最高境界: 【技术创造需求】, 但可持续发展还需配合【优异的管理能力】。特斯拉高盈利来自于: 1) 全球领导品牌的溢价; 2) 超级大单品背后的极致效率; 3) 直营模式背后的产品自信力; 4) 全球配置最优供应链的优势。
- **特斯拉未来3年成长性如何?** 2008年 (超跑Roadster) —2012/2015年 (Model S/X) —2017-2019年 (Model 3/Y) —2023-2026年 (Cybertruck /Model Q) 。预计2023-2026年全球特斯拉销量实现200万-400万的发展阶段。硬件盈利能力有望高于油车车企。

■ **这轮汽车变革远远不是技术和产品层面的变革，而是组织和管理思想的变革。**

➤ **生产要素的变化：** 厂房-机器设备的重要性降低，用户规模数据成为核心。人才结构也从机械类为主，拓展至计算机-通信-电子-化学等全面综合学科。

图：特斯拉自身周期的研究框架

爆款输出，开花结果

爆款输出，提升社会效率

渠道营销为树叶，负责外部能量媒介，决定起效节奏和广度

产品定义为树枝，负责细化聚焦分配，决定输出效果几何

技术整合为树干，负责支撑传递，决定持续能力和稳定性

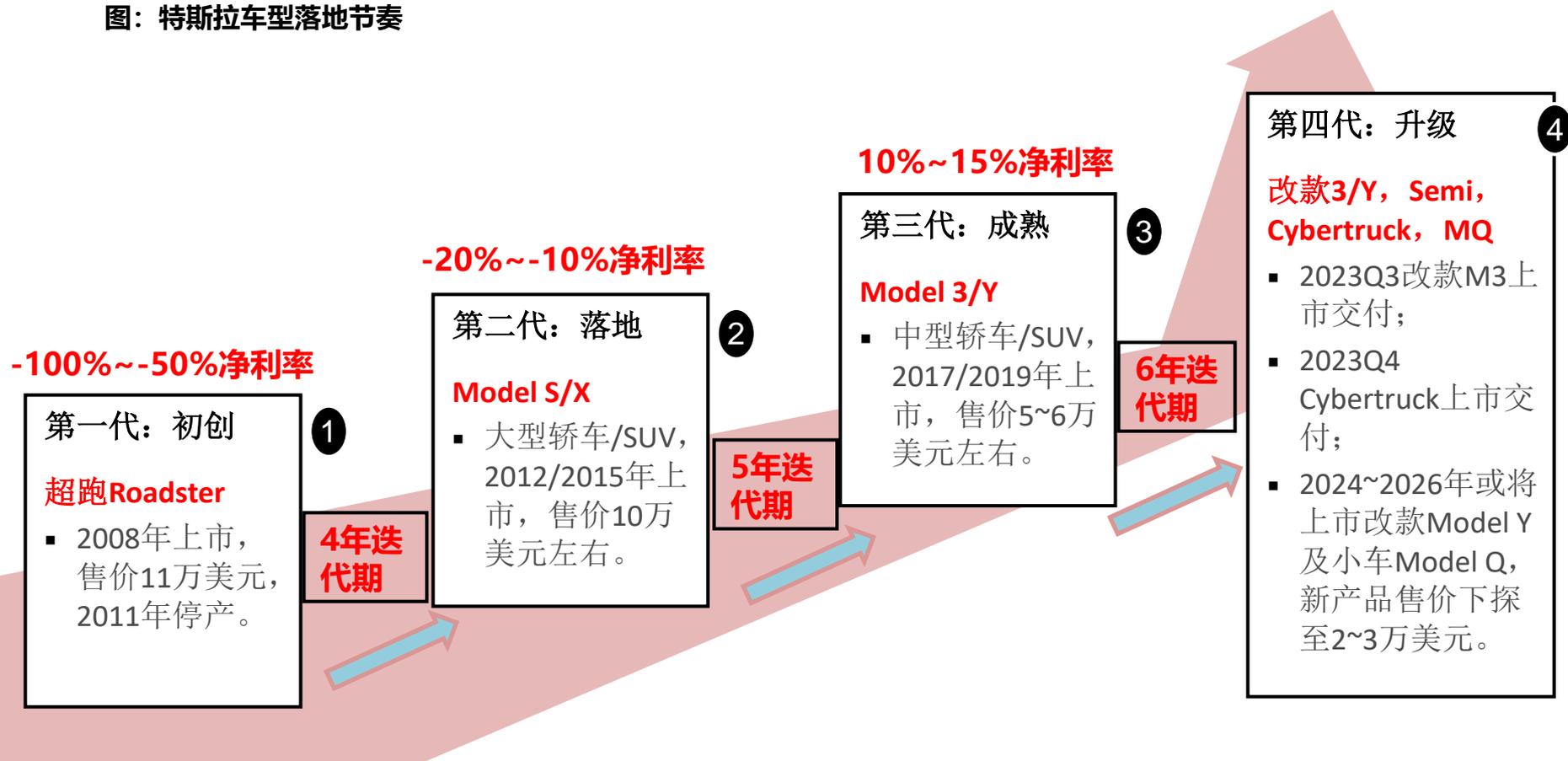
组织架构为树根，负责巩固基础，决定团体转型效率



创造新的组织与管理方式

- 特斯拉2008年至今，通过Roadster-Model S/X-Model 3/Y三代主力产品逐步实现价格覆盖由高至低，囊括轿车/SUV两大主力品类，实现降本增效。
- 后续产品规划上，特斯拉推出Semi，2023Q3改款Model 3上市交付，2023Q4Cybertruck上市交付；2024~2026年上市改款Model Y以及中低价格带小车（或命名为Model Q）。

图：特斯拉车型落地节奏



- **特斯拉已实现全球产能布局。** 特斯拉目前主要拥有四座整车工厂，产能布局横跨北美、亚洲、欧洲三大洲，产能合计超过200万台/年。
- **新建墨西哥超级工厂，全球产能持续提升。** 特斯拉在投资者大会上宣布将在墨西哥蒙特雷新建一座超级工厂，根据墨西哥官方披露，特斯拉墨西哥工厂预计将达到100万辆/年的产能规模。
- **从目前来看，特斯拉未来海外产能的确定性要高于国内。**

表：特斯拉目前全球整车产能布局

工厂及车型		产能 (万辆/年)	状态
加州弗里蒙特工厂	Model S / Model X	10	投产
	Model 3 / Model Y	55	投产
上海工厂	Model 3 / Model Y	>75	投产
柏林工厂	Model Y	37.5	投产
得州奥斯丁工厂	Model Y	>25	投产
	Cybertruck	预计30-40	投产
墨西哥蒙特雷工厂	预计Model Q	-	规划中

图：特斯拉墨西哥工厂规划效果图



# 特斯拉预计将在2026年站上全球400万销量

表：特斯拉2023-2026年全球销量详细预测/辆

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
	<b>441697</b>	<b>614498</b>	<b>650000</b>	<b>682000</b>	<b>1040000</b>
Model 3	125182	173487	270000	280000	300000
Model Y	316515	441011	380000	380000	460000
Model Q	0	0	0	22000	280000
<b>北美</b>	<b>563151</b>	<b>754669</b>	<b>981000</b>	<b>1116000</b>	<b>1521000</b>
Model X	25915	32675	40000	40000	40000
Model S	35832	27391	40000	40000	40000
Model 3	238095	261980	305000	305000	305000
Model Y	263309	430623	440000	440000	440000
特斯拉Semi	0	0	16000	16000	16000
Cybertruck	0	2000	140000	250000	320000
Model Q	0	0	0	25000	360000
<b>欧洲</b>	<b>227785</b>	<b>368209</b>	<b>401000</b>	<b>591000</b>	<b>901000</b>
Model X	1406	4589	10500	10500	10500
Model S	1706	5593	10500	10500	10500
Model 3	90042	97629	150000	260000	270000
Model Y	134631	260398	230000	300000	420000
Model Q	0	0	0	10000	190000
<b>其他地区</b>	<b>32831</b>	<b>61995</b>	<b>190000</b>	<b>480000</b>	<b>668000</b>
Model X	3	124	0	0	4000
Model S	26	7	0	0	4000
Model 3	13219	21883	70000	190000	190000
Model Y	9428	38951	120000	290000	290000
Model Q	0	0	0	0	180000
<b>总量</b>	<b>1255309</b>	<b>1798341</b>	<b>2233000</b>	<b>2869000</b>	<b>4130000</b>
Model X	27324	37388	56000	50500	54500
Model S	37564	32991	56000	50500	54500
Model 3	466538	554979	795000	1035000	1065000
Model Y	723883	1170983	1170000	1410000	1610000
semi	0	0	16000	16000	16000
CYBERTRUCK	0	2000	140000	250000	320000
Model Q	0	0	0	57000	1010000

■2020年特斯拉国产落地，优质自主零部件企业进入特斯拉供应链，自主零部件企业凭借着最优的效率和领先的成本成为了特斯拉体系内的一线供应链合作伙伴，且当前大量优质自主零部件企业在特斯拉的拉动下纷纷加速海外布局，开始跟随特斯拉推进自身的全球化进程。

**表：A股主要T链公司梳理**

上市公司	配套品类	T收入占比	
		2023E	2024-2026E中枢
拓普集团	内饰/底盘/热管理	46.5%	45.0%
旭升集团	三电壳体/控制臂	30.0%	30.0%
爱柯迪	车身结构件	0.0%	21.6%
嵘泰股份	车身结构件	0.0%	25.9%
华域汽车	内饰/底盘	8.2%	8.0%
沪光股份	高低压线束	21.0%	20.0%
新泉股份	内饰件	25.0%	30.1%
岱美股份	遮阳板、顶棚	8.0%	30.0%
银轮股份	热管理	9.6%	13.0%
双环传动	新能源齿轮	9.5%	7.5%

- **推荐逻辑：**1、内饰件单车价值量大，且消费升级有提升趋势；行业格局持续优化，国产替代趋势明显。2、公司在成本控制、服务响应等方面优势明显，且客户结构优异，后续充分享受下游客户发展红利。
- **未来核心增量：**国内及海外特斯拉新项目持续放量；奇瑞、理想、比亚迪等新项目持续贡献增量。
- **盈利预测：**预计2023-2025年归母净利润为8.20亿、11.22亿、13.90亿，对应的EPS分别为1.68元、2.30元、2.85元；按2024年合理估值30倍PE，对应目标市值336.60亿。

表：新泉股份核心财务指标及预测（百万元，盈利预测来自东吴汽车）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,680	4,613	6,947	10,057	13,165	16,027
YOY	21.2%	25.3%	50.6%	44.8%	30.9%	21.7%
毛利	847	880	1,371	2,021	2,703	3,313
毛利率	23.0%	19.1%	19.7%	20.1%	20.5%	20.7%
销售费用	167	97	133	166	211	256
销售费用率	4.5%	2.1%	1.9%	1.7%	1.6%	1.6%
管理费用	163	214	312	453	586	713
管理费用率	4.4%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	151	225	306	443	579	705
研发费用率	4.1%	4.9%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
财务费用	45	28	0	-8	13	16
财务费用率	1.2%	0.6%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%
归属于母公司股东的净利润	258	284	471	820	1,122	1,390
归母净利率	7.0%	6.2%	6.8%	8.2%	8.5%	8.7%

- 推荐逻辑：**1) Tier 0.5配套模式持续推进，深度绑定国际大客户、华为赛力斯、比亚迪、蔚来、理想和吉利等优质客户，充分受益新能源发展红利；2) 持续推进平台化战略，汽车业务拥有8大系列产品，单车配套金额约3万元；3) 新增机器人执行器业务，已获客户每周100台初始订单，公司2023年形成一期10万台/年的产能。
- 盈利预测：**我们预测2023-2025年归母净利润分别为23.15/31.25/40.70亿元，受益于T客户产业链+人形机器人前景广阔+Tier 0.5平台化战略，按2024年合理估值35倍PE，对应1093.75亿市值。

表：拓普集团核心财务指标及盈利预测（百万元，盈利预测来自东吴汽车）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,511	11,463	15,993	21,085	28,035	35,573
YOY	21.5%	76.0%	39.5%	31.8%	33.0%	26.9%
毛利	1,477	2,279	3,457	4,769	6,364	8,103
毛利率	22.7%	19.9%	21.6%	22.6%	22.7%	22.8%
销售费用	124	157	220	253	322	391
销售费用率	1.9%	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%
管理费用	233	295	423	611	799	996
管理费用率	3.6%	2.6%	2.6%	2.9%	2.9%	2.8%
研发费用	355	502	751	1,075	1,374	1,707
研发费用率	5.4%	4.4%	4.7%	5.1%	4.9%	4.8%
财务费用	44	36	-12	80	80	80
财务费用率	0.7%	0.3%	-0.1%	0.4%	0.3%	0.2%
归属于母公司的净利润	628	1,017	1,700	2,315	3,125	4,070
归母净利率	9.6%	8.9%	10.6%	11.0%	11.1%	11.4%

- **推荐逻辑：**遮阳板全球龙头，2023年占遮阳板全球市场45%以上的份额，充分证明公司优秀的质地和能力。积极拓展产品品类，顶棚新产品放量在即，单车价值量从几百元大幅提升至千元以上。且顶棚业务主要布局北美市场，北美顶棚市场格局好，公司凭借成本控制、服务响应和遮阳板客户基础有望实现顶棚产品市占率的持续提升。
- **未来核心增量：**品类拓张，新产品顶棚份额提升持续贡献增量。
- **盈利预测：**预计公司2023-2025年归母净利润分别为7.36亿、9.44亿、11.27亿，按2024年合理估值30倍PE对应283.20亿市值。

表：岱美股份核心财务指标及预测（百万元，盈利预测来自东吴汽车）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,950	4,209	5,146	6,289	7,989	9,307
YOY	-18.0%	6.5%	22.3%	22.2%	27.0%	16.5%
毛利率	25.8%	24.8%	23.1%	27.0%	28.2%	28.7%
销售费用	74	84	101	126	160	186
销售费用率	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	282	302	340	440	559	652
管理费用率	7.1%	7.2%	6.6%	7.0%	7.0%	7.0%
研发费用	151	187	208	252	359	419
研发费用率	3.8%	4.4%	4.0%	4.0%	4.5%	4.5%
财务费用	77	53	-94	19	40	65
财务费用率	1.9%	1.3%	-1.8%	0.3%	0.5%	0.7%
归母净利润	393	416	570	736	944	1,127
归母净利率	10.0%	9.9%	11.1%	11.7%	11.8%	12.1%

- **推荐逻辑：**1) 产品品类不断完善。基本实现对三电系统、热管理、智能驾驶、线控制动/转向系统及车身结构件等铝合金压铸产品的全覆盖；2) 墨西哥一期生产基地在2023年7月开始量产，现已启动墨西哥二期生产基地建设，主要生产3000T~5000T压铸机生产的新能源汽车用铝合金产品。
- **盈利预测：**我们预测2023-2025年归母净利润分别为8.47/11.37/15.03亿元，按2024年合理估值25倍PE，对应284.25亿市值。

表：爱柯迪核心财务指标及盈利预测（百万元，盈利预测来自东吴汽车）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,591	3,206	4,265	5,750	7,720	9,604
YOY	-1.4%	23.7%	33.1%	34.8%	34.3%	24.4%
毛利率	30.3%	26.3%	27.8%	29.0%	28.0%	29.0%
销售费用	36	43	64	63	77	106
销售费用率	1.4%	1.4%	1.5%	1.1%	1.0%	1.1%
管理费用	205	241	251	316	409	499
管理费用率	7.9%	7.5%	5.9%	5.5%	5.3%	5.2%
研发费用	129	184	205	247	309	384
研发费用率	5.0%	5.8%	4.8%	4.3%	4.0%	4.0%
归母净利润	426	310	649	847	1,137	1,503
归母净利率	16.4%	9.7%	15.2%	14.7%	14.7%	15.7%

- **推荐逻辑：**1) 深度绑定T客户，配套车端及储能产品；2) 2023年3月，公司公告投资不超过2.76亿美元于墨西哥建立生产基地，开拓北美轻量化业务；3) 公司压铸/锻造/挤压三大工艺全覆盖，产品矩阵由汽车零部件拓展至储能+铝瓶。
- **盈利预测：**我们预测2023-2025年归母净利润分别为8.00/10.63/13.98亿元，按2024年合理估值25倍PE，对应目标市值265.75亿。

表：旭升集团核心财务指标及盈利预测（百万元，盈利预测来自东吴汽车）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,628	3,023	4,454	5,116	7,004	9,467
YOY	48.3%	85.8%	47.3%	14.9%	36.9%	35.2%
毛利	535	728	1,065	1,266	1,716	2,225
毛利率	32.9%	24.1%	23.9%	24.7%	24.5%	23.5%
销售费用	12	21	25	27	36	47
销售费用率	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	70	76	89	128	161	199
管理费用率	4.3%	2.5%	2.0%	2.5%	2.3%	2.1%
研发费用	58	129	173	192	266	360
研发费用率	3.5%	4.3%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%
财务费用	20	22	-13	-15	-10	-10
财务费用率	1.2%	0.7%	-0.3%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
归属于母公司股东的净利润	333	413	701	800	1,063	1,398
归母净利率	20.4%	13.7%	15.7%	15.6%	15.2%	14.8%

- 推荐逻辑：**1) 华为-奇瑞合作车型EH3/EHY空气悬挂系统整套供应商，单车价值量超过5000元；2) 空气悬挂+传感器业务持续放量，推动营收增长，预计2024年全年空悬出货有望达到30万套；3) 22年影响业绩的汇率、原材料价格、减值计提、运费等因素消除，23年起业绩逐步兑现。
- 盈利预测：**2023-2025年归母净利润分别为4.46/6.22/7.81亿元，当前市值对应23/24/25年PE分别为25/18/14倍（数据截至2024年1月12日）。

表：保隆科技营收拆分（亿元，盈利预测来自东吴汽车）

	2020	2021	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4E	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入/亿元</b>	<b>33.31</b>	<b>38.98</b>	<b>47.78</b>	<b>11.87</b>	<b>14.30</b>	<b>15.39</b>	<b>21.92</b>	<b>63.47</b>	<b>78.10</b>	<b>95.04</b>
Yoy	0.3%	17.0%	22.6%					32.8%	23.1%	21.7%
汽车金属管件	9.70	11.65	13.39	3.23	3.67	3.60	3.50	14.00	14.29	14.01
气门嘴	5.99	6.88	7.16	1.51	1.74	1.93	2.13	7.30	7.66	8.05
TPMS	11.39	13.32	14.76	3.04	5.26	5.13	5.00	18.43	22.12	24.33
传感器业务	1.50	1.80	3.66	0.80	1.20	1.37	2.91	6.27	9.49	14.88
空气悬挂业务		0.60	2.55	1.20	1.70	1.94	1.95	6.79	15.26	26.04
ADAS业务	0.20	0.60	0.39	0.10	0.20	0.30	0.40	1.00	4.00	8.00
<b>综合毛利率</b>	<b>31.88%</b>	<b>27.41%</b>	<b>28.00%</b>	<b>28.24%</b>	<b>27.39%</b>	<b>28.15%</b>		<b>28.14%</b>	<b>28.51%</b>	<b>28.36%</b>
<b>期间费用率</b>	<b>25.31%</b>	<b>20.12%</b>	<b>20.85%</b>	<b>19.68%</b>	<b>19.08%</b>	<b>17.73%</b>	<b>19.00%</b>	<b>18.96%</b>	<b>18.50%</b>	<b>18.40%</b>
销售费用率	8.7%	5.0%	5.0%	4.1%	4.0%	2.1%		4.5%	4.2%	4.3%
管理费用率	6.8%	6.2%	6.9%	6.9%	6.2%	6.3%		6.8%	6.5%	6.6%
研发费用率	7.7%	7.2%	6.8%	7.6%	7.4%	7.5%		6.8%	6.5%	6.5%
<b>归母净利润/亿元</b>	<b>1.83</b>	<b>2.68</b>	<b>2.14</b>	<b>0.93</b>	<b>0.91</b>	<b>1.55</b>	<b>1.07</b>	<b>4.46</b>	<b>6.22</b>	<b>7.81</b>
归母净利润率	5.5%	6.9%	4.5%	7.9%	6.3%	10.1%	4.9%	7.0%	8.0%	8.2%
<b>PE</b>								24.7	17.7	14.1

- **推荐逻辑：**1) 线控制动自主龙头；2) 制动/转向/悬挂（CDC）实现底盘全面布局；3) 墨西哥轻量化业务产能快速扩张；4) EPB+轻量化+线控制动共同助推公司业绩增长。
- **盈利预测及市值空间：**2023-2025年归母净利润分别为8.70/11.86/15.30亿元，PE分别为30/22/17倍（数据截至2024年1月12日）。

表：伯特利营收拆分（亿元，盈利预测来自东吴汽车）

伯特利	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入/亿元</b>	<b>26.02</b>	<b>31.57</b>	<b>30.42</b>	<b>34.92</b>	<b>55.39</b>	<b>75.09</b>	<b>97.14</b>	<b>121.52</b>
YOY		<b>21.29%</b>	<b>-3.63%</b>	<b>14.81%</b>	<b>58.61%</b>	<b>35.56%</b>	<b>29.36%</b>	<b>25.10%</b>
盘式制动器	11.68	13.44	12.87	13.42	15.00	17.46	18.72	20.56
轻量化制动零部件	5.79	7.38	7.87	7.54	9.25	12.89	18.29	34.83
EPB	7.20	8.73	7.61	12.31	15.20	18.48	23.28	30.08
线控制动				0.34	4.80	10.64	19.33	25.22
转向系统	0.00	0.00	0.00	0.00	5.54	10.68	13.46	16.10
<b>毛利率</b>	<b>24.59%</b>	<b>25.93%</b>	<b>26.43%</b>	<b>24.19%</b>	<b>22.44%</b>	<b>22.22%</b>	<b>21.38%</b>	<b>22.11%</b>
<b>费用率</b>	<b>8.67%</b>	<b>7.95%</b>	<b>8.85%</b>	<b>9.67%</b>	<b>9.45%</b>	<b>9.31%</b>	<b>9.30%</b>	<b>9.00%</b>
销售费用率	2.1%	2.3%	0.9%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
管理费用率	2.2%	2.2%	2.6%	2.4%	2.3%	2.6%	2.5%	2.5%
研发费用率	3.9%	4.0%	5.7%	6.9%	6.8%	6.1%	6.0%	5.8%
<b>归母净利润</b>	<b>4.06</b>	<b>4.02</b>	<b>4.61</b>	<b>5.05</b>	<b>6.99</b>	<b>8.70</b>	<b>11.86</b>	<b>15.30</b>
YOY		<b>-1.04%</b>	<b>14.93%</b>	<b>9.33%</b>	<b>38.49%</b>	<b>24.51%</b>	<b>36.32%</b>	<b>29.01%</b>
归母净利润率	15.6%	12.7%	15.2%	14.4%	12.6%	11.6%	12.2%	12.6%
PE						29.9	21.9	17.0

- **推荐逻辑：**1) 特斯拉申请专利，有望推广线控转向技术，助推全新生产方式从而提升生产效率，规模化生产降本；2) 全球线控转向领军企业，有望25/26年率先实现落地量产；3) 在手订单逐年增长，盈利能力不断修复。
- **盈利预测及市值空间：**2023-2025年归母净利润分别为0.92/1.38/1.82亿美元，PE分别为15/10/7倍，受益线控转向后续产业趋势及盈利能力持续修复（数据截至2024年1月12日）。

表：耐世特营收拆分（亿元，盈利预测来自东吴汽车）

耐世特	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营收/亿美元</b>	<b>39.22</b>	<b>35.83</b>	<b>30.39</b>	<b>33.68</b>	<b>38.46</b>	<b>43.88</b>	<b>48.92</b>	<b>54.68</b>
YOY		-8.7%	-15.2%	10.8%	14.2%	14.1%	11.5%	11.8%
<b>EPS</b>				23.26	26.18	29.84	36.06	41.57
<b>CIS</b>				3.18	3.70	3.76	3.95	4.15
<b>HPS</b>				1.37	1.66	1.71	1.63	1.54
<b>DL</b>				5.78	6.86	7.71	8.10	8.50
<b>毛利率</b>	<b>17.48%</b>	<b>15.24%</b>	<b>13.75%</b>	<b>11.1%</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.4%</b>	<b>10.5%</b>	<b>11.5%</b>
<b>期间费用率</b>	<b>6.79%</b>	<b>7.47%</b>	<b>9.32%</b>	<b>7.88%</b>	<b>7.96%</b>	<b>7.25%</b>	<b>7.10%</b>	<b>7.00%</b>
研发费用	3.1%	3.6%	5.1%	3.5%	3.8%	3.2%	3.2%	3.2%
销售费用	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	3.2%	3.4%	3.7%	3.9%	3.7%	3.5%	3.4%	3.3%
<b>归母净利润</b>	<b>3.80</b>	<b>2.32</b>	<b>1.17</b>	<b>1.18</b>	<b>0.58</b>	<b>0.92</b>	<b>1.38</b>	<b>1.82</b>
YOY		-38.8%	-49.8%	1.4%	-51.0%	58.4%	50.2%	31.5%
PE						14.6	9.7	7.4

- **推荐逻辑：**1) 盈利边际持续改善，季度看2023年Q2/Q3均实现了归母净利率的环比提升，主要系北美业务盈利情况迅速改善，预计23Q4及2024年仍具备边际改善趋势；2) 安全业务全球市场地位领先，汽车电子业务快速拓展，业务具备成长属性；3) 华为深度合作，贡献额外增量。
- **盈利预测及市值空间：**2023-2025年归母净利润分别为9.8/15.1/20.8亿元，PE分别为24/16/11倍（数据截至2024年1月12日）。

表：均胜电子营收拆分（亿元，盈利预测来自东吴汽车）

均胜电子	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>561.81</b>	<b>616.99</b>	<b>478.90</b>	<b>456.70</b>	<b>497.93</b>	<b>540.13</b>	<b>604.16</b>	<b>676.92</b>
<b>YOY</b>		9.8%	-22.4%	-4.6%	9.0%	8.5%	11.9%	12.0%
<b>汽车安全系统</b>	428.80	470.71	331.32	323.06	344.00	374.40	411.84	453.02
<b>汽车电子系统</b>	92.31	101.64	102.50	127.15	150.96	170.78	202.00	251.31
<b>毛利率</b>	<b>17.0%</b>	<b>16.0%</b>	<b>13.3%</b>	<b>11.6%</b>	<b>12.0%</b>	<b>13.3%</b>	<b>14.0%</b>	<b>14.3%</b>
<b>期间费用率</b>	<b>15.2%</b>	<b>14.2%</b>	<b>15.3%</b>	<b>15.9%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.2%</b>	<b>10.9%</b>
销售费用率	2.6%	2.4%	1.9%	2.6%	1.7%	1.3%	1.3%	1.2%
管理费用率	5.5%	5.9%	6.4%	6.1%	4.8%	4.5%	4.5%	4.4%
研发费用率	5.2%	4.2%	4.8%	5.1%	4.3%	4.1%	4.0%	3.9%
<b>归母净利润/亿元</b>	<b>13.2</b>	<b>9.4</b>	<b>6.2</b>	<b>-37.5</b>	<b>3.9</b>	<b>9.8</b>	<b>15.1</b>	<b>20.8</b>
<b>YOY</b>		-28.7%	-34.5%	/	扭亏为盈	148.6%	54.4%	37.3%
归母净利润率	2.3%	1.5%	1.3%	-8.2%	0.8%	2.0%	2.3%	2.7%
PE						23.6	15.3	11.1

## 五、方向四：关注小米汽车入局催化受益产业链

推荐逻辑

品牌认知度高

生态完善



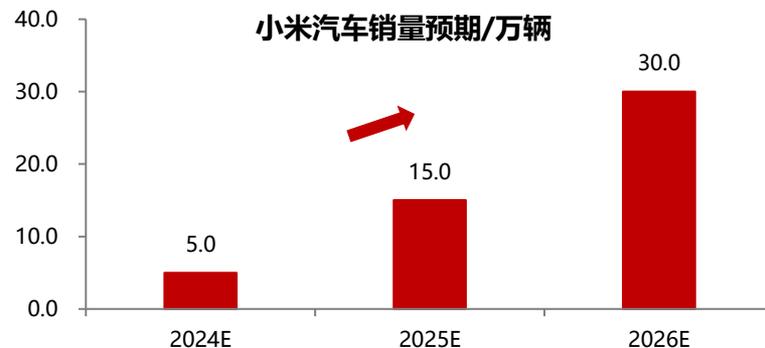
首款产品爆款预期



产业链标的核心受益

催化剂

车企	轿车	SUV (预计)
时间	2024H1	2024H2
车型	SU7	新车



推荐标的

公司	营收			归母净利润			PE		
	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
德赛西威	192.6	246.3	313.3	14.5	22.9	30.8	766	555	410
经纬恒润	44.0	55.0	71.5	0.7	1.5	3.4	157	129	101
拓普集团	210.9	280.4	355.7	23.2	31.3	40.7	30	23	17
常熟汽饰	45.2	55.6	67.4	6.1	7.6	9.5	10	8	7
华阳集团	66.64	86.05	105.39	4.94	6.82	8.95	30	22	16

注：数据截至2024年1月15日，盈利预测来自东吴汽车

# SU7: C级高性能生态科技轿车

◆小米SU7定位“C级高性能生态科技轿车”，于2023年12月28日正式亮相，将于2024H1正式上市，核心优势在于动力性能&座舱生态布局。

- 动力性能方面，SU7搭载V6/V6s超级电机，MAX版总功率达495kW，零百加速2.78秒；
- 智能座舱方面，SU7匹配骁龙8295座舱芯片以及小米澎湃OS操作系统，实现流畅的人车交互体验，构建人车家全生态闭环；
- 安全方面，配备铠甲笼式钢铝混合车身及CTB一体化电池技术。

图：小米SU7



图：小米SU7竞品分析

车型	小米SU7		智界S7		小鹏P7i		极氪007	Model 3	比亚迪 汉EV	
	后驱版	MAX版	Pro版	Max版	Pro版	Max版				
基本参数	参考价/万元	暂未公布	暂未公布	24.98	28.98-34.98	22.39/24.99	23.99-33.99	20.99-29.99	26.14/29.74	20.98-29.98
	长*宽*高/mm	4997*1963*1455		4971*1963*1477		4888*1896*1450		4865*1900*1450	4720*1848*1442	4995*1910*1495
	轴距/mm	3000		2950		2998		2928	2875	2920
	CLTC纯电续航/km	668	800	550	630-800	550/702	550-702	660/770	606/713	506-715
	最大功率/kW	220	495	215	215/365	203	203/348	475	331	380
	0-100km/h加速/s	5.28	2.78	—	3.3	6.4	3.9/6.4	2.84	4.4/6.1	3.9/7.9
智能驾驶/硬件	辅助驾驶芯片	Orin-X	Orin-X	—		Orin-X	双Orin-X	Orin-X/双Orin-X	FSD	—
	摄像头数量	11		11		12	12	12	8	5
	超声波雷达数量	12		12		12	12	12	—	12
	毫米波雷达数量	3		3		5	5	5	—	5
	激光雷达数量	0	1	0	1	0	2	0/1	—	—
辅助驾驶路段	—		高速标配	高速标配 城市选配	高速标配	高速标配 城市标配	高速标配/城市选配	高速/城市选配	—	
智能座舱	中控屏幕尺寸/英寸	16.1		15.6		14.96		15.05	15.4	15.6
	ARHUD	—		—		—		标配	—	—

## ◆小米坚实的底层核心研发技术为小米SU7提供坚实品质保障。

### 电驱

小米与业内顶级电机公司合作做出两款超级电机V6和V6s，转速达21000转，将搭载于小米SU7首批车型上。同时小米首款完全自研自产的V8s达到了27200转，为行业顶尖水平，提升车型动力性能。

### 电池

小米自研全新超级800V碳化硅高压平台，联合宁德时代共同研发小米800V高压电池包，采用自研CTB一体化电池技术，有效降低汽车的竖向高度。此外小米搭载先进的热管理技术，解决低温续航痛点。

### 大压铸

全栈自研9100t大压铸集群，完成大压铸全套流程及标准以及兼顾强度、韧性和稳定性的小米泰坦合金自研。

### 智能座舱

小米澎湃OS提供完备流畅的生态体验，“人车家全生态”实现闭环

### 智能驾驶

智驾层面小米采用BEV+Transformer+占用网络的底层算法，并将大模型技术全面融入目标为2024年进入行业第一梯队，覆盖全国主要城市。第一期总投资47亿，团队规模超过1000人，投入测试车辆超过200台。

- **推荐逻辑：**1) 智能座舱业务稳定增长，客户结构持续优化，海外战略不断推进；2) 英伟达自动驾驶核心合作伙伴，全球智驾域控龙头，有望充分受益渗透率提升趋势。
- **盈利预测及市值空间：**2023-2025年归母净利润分别为14.5/22.9/30.8亿元，PE分别为45/28/21倍，受益于智能化产业趋势（数据截至2024年1月12日）。

表：德赛西威营收拆分（亿元，盈利预测来自东吴汽车）

德赛西威	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	54.1	53.4	68.0	95.7	149.3	192.6	246.3	313.3
YOY		-1.3%	27.4%	40.7%	56.0%	29.0%	27.9%	27.2%
智能座舱	51.7	48.7	60.3	78.9	117.6	138.6	180.7	239.8
自动驾驶				13.9	25.7	43.7	63.6	107.5
毛利率	24.0%	22.7%	23.4%	24.6%	23.0%	19.8%	21.0%	21.0%
期间费用率	15.2%	18.4%	15.7%	15.3%	15.3%	13.3%	13.5%	13.3%
销售费用率	2.9%	3.6%	3.1%	2.4%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用率	2.5%	2.9%	2.8%	2.8%	2.6%	2.3%	2.2%	2.2%
研发费用率	9.7%	11.9%	10.3%	10.2%	10.8%	9.4%	9.5%	9.3%
归母净利润/亿元	4.2	2.9	5.2	8.3	11.8	14.5	22.9	30.8
YOY		-29.8%	77.4%	60.7%	42.1%	22.5%	57.9%	34.5%
归母净利润率	7.7%	5.5%	7.6%	8.7%	7.9%	7.1%	8.2%	8.5%
PE						44.6	28.2	21.0

- **推荐逻辑：**1) 公司核心业务卡位汽车智能座舱，品类持续拓展，智能电动化时代享受行业扩容红利；2) 座舱新产品HUD经历从0到1的渗透率快速提升阶段，产品升级（WHUD-ARHUD）趋势下ASP提升；3) 新产品座舱域控、电子外后视镜、功放等贡献额外增量。
- **盈利预测及市值空间：**2023-2025年归母净利润分别为4.94/6.82/8.95亿元，PE分别为30/22/17倍（数据截至2024年1月12日）。

表：华阳集团营收拆分（亿元，盈利预测来自东吴汽车）

华阳集团	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>34.69</b>	<b>33.83</b>	<b>33.74</b>	<b>44.88</b>	<b>56.38</b>	<b>66.64</b>	<b>86.05</b>	<b>105.39</b>
YOY		-2.5%	-0.3%	33.0%	25.6%	18.2%	29.1%	22.5%
汽车电子	18.41	21.32	21.06	29.46	37.45	45.59	65.34	88.50
精密压铸	4.86	5.33	6.36	9.38	13.24	16.81	22.15	27.56
精密电子部件	7.91	4.27	3.92	3.44	3.31	3.61	3.25	2.92
LED照明	2.34	1.63	1.42	1.63	1.28	1.11	1.00	0.90
<b>毛利率</b>	<b>20.5%</b>	<b>22.4%</b>	<b>23.6%</b>	<b>21.6%</b>	<b>22.1%</b>	<b>22.2%</b>	<b>21.8%</b>	<b>22.1%</b>
<b>期间费用率</b>	<b>19.9%</b>	<b>19.0%</b>	<b>18.0%</b>	<b>15.6%</b>	<b>15.2%</b>	<b>15.2%</b>	<b>15.2%</b>	<b>15.1%</b>
销售费用率	5.8%	5.8%	5.5%	4.1%	4.0%	3.5%	3.2%	3.2%
管理费用率	4.1%	4.1%	4.1%	3.6%	3.0%	2.6%	2.6%	2.5%
研发费用率	10.5%	9.3%	8.5%	7.7%	8.4%	9.1%	9.5%	9.5%
<b>归母净利润/亿元</b>	<b>0.17</b>	<b>0.74</b>	<b>1.8105</b>	<b>2.99</b>	<b>3.80</b>	<b>4.94</b>	<b>6.82</b>	<b>8.95</b>
YOY		347.8%	143.0%	64.9%	27.4%	29.8%	38.1%	31.2%
归母净利润率	0.48%	2.20%	5.37%	6.65%	6.75%	6.55%	6.63%	7.16%
<b>PE</b>						30.33	21.97	16.74

## 六、投资建议与风险提示

- **总量有支撑，向上有催化，乘商零共举。优选【宇通客车/潍柴动力+小鹏汽车/理想汽车+新泉股份】。**
- **投资维度：乘商零并举。** 2024Q1汽车板块投资核心聚焦三条主线进行布局：
  - **周期向上复苏带来强业绩确定性维度**，核心围绕周期复苏趋势明确的商用车大中客以及重卡板块，推荐【宇通客车+潍柴动力+中国重汽】；
  - **智能整车主线**，核心围绕新车周期强势的主机厂，推荐【小鹏汽车+理想汽车+长安汽车/吉利汽车】；
  - **全新概念催化零部件主线**，核心围绕特斯拉新车定点以及小米汽车等概念，推荐【新泉股份+保隆科技+恒帅股份】。

- ◆ **全球经济复苏力度低于预期。** 如果全球经济复苏不及预期，将影响汽车终端需求。
- ◆ **L3-L4智能化技术创新低于预期。** 如果智能化技术创新不及预期，将会影响智能化技术的应用和相关产业链。
- ◆ **全球新能源渗透率低于预期。** 如果全球新能源渗透率不及预期，将会影响我国汽车产业出海。
- ◆ **地缘政治不确定性风险增大。** 海外市场地缘政治因素波动可能对汽车出口造成干扰。

# 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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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