

筑底企稳，坚定看好整车板块！

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：021-60199790

二零二四年一月二十九日

SUV周期复盘结论：经历渗透率快速提升-政策催化-价格战三阶段

- SUV周期（2012-2019年）乘用车指数涨跌幅/车企盈利能力/估值变化：SUV渗透率见顶（40%之后）伴随行业价格竞争，2017年中起板块净利率快速下行，板块净利率从2017Q1 7.3%下滑至2019Q4 3.6%，价格战开后整车估值开始收敛，截至2019/12/31，板块PS(TTM)为0.6x/PB(TTM) 1.3x/PE(TTM)估值15x。

新能源周期复盘结论：智能化权重在23年逐步体现，逻辑切换已发生

- 月度渗透率20~25%是重要拐点指标，缺芯/疫情影响逐步消退，电车供给端逐步丰富背景下供需关系在渗透率25%左右发生转换，指数对渗透率提升的敏感度逐步降低。
- 新能源渗透率进入30%之后整车估值开始收敛。PS (TTM) 自1.5~2.0逐步向0.8~1.0收敛，收敛的核心原因同样来自供需关系转变下供给端竞争加剧。
- 终端景气度仍是2023年乘用车指数波动的核心影响指标之一，6月/10月起的两拨行情叠加智能化因素影响（小鹏/华为）。

本轮行情展望：筑底企稳

- **此轮指数下跌核心原因来自于：**1) 新能源行业渠道库存水平较高，价格竞争再次加剧，市场对车企盈利能力预期下修；2) 行业景气度一般，尤其进入1月以来前三周进店/客流/订单/周度上险数据均未及预期；3) 智能化未见明确拐点。
- **我们认为：**1) 向后展望指数对新能源渗透率提升的敏感度逐步降低，但渗透率天花板远未达到，对合资油车的替代或在2024年加速。电动化是衔接油车时代和智能化时代的唯一桥梁，虽然短期无法完成整车商业模式的质变，但量变的重要性不可忽视，整车在产业链的议价权将有望持续提升，估值中枢有望提升至2xPS。2) 车企智驾落地普及加速，体验改善+成本下降双重因素驱动智能化渗透率持续提升，行业大逻辑已在酝酿中。3) 出口&供应链降本仍是乘用车盈利支撑。

投资建议：看好【智驾+出口】共振催化2024年整车板块投资机会

- 2024年为电动智能切换落地之年，同时也是出口全面铺开之年。1) 总量稳中有升，电动持续渗透：我们预计2024年国内乘用车/新能源批发销量2620/1190万台，同比分别+4%/+37%，渗透率达45%；上游成本下降&智驾全新卖点驱动油电切换加速。2) 新能源车企格局继续演绎“多强”方向，尾部淘汰加快：软件主导的智驾变革对车企“数据闭环”能力提出更高要求，更卷的竞争态势对车企“经营闭环”的迭代效率提出更高要求，淘汰赛加快落子。3) 智驾与出口为两大重点方向，智能化迭代加速行业淘汰，全球化出口打开长期成长空间，2024~2025年或将初现新时代“主角”。
- 综合以上分析，围绕闭环能力构建+智驾/出海方向性布局，2024年整车板块推荐标的的排序：
 - 第一梯队【小鹏汽车/理想汽车/华为系（长安汽车/赛力斯/江淮汽车）】；
 - 第二梯队【比亚迪/吉利汽车/长城汽车/蔚来/零跑汽车/上汽集团/广汽集团】。

风险提示

- 智能驾驶相关技术迭代/产品落地低于预期；华为/小鹏等头部车企新车销量低于预期；海外出口方面面临地缘政治不确定等风险等



■ 一、SUV行情复盘

■ 二、电动化行情复盘

■ 三：本轮行情是否到底

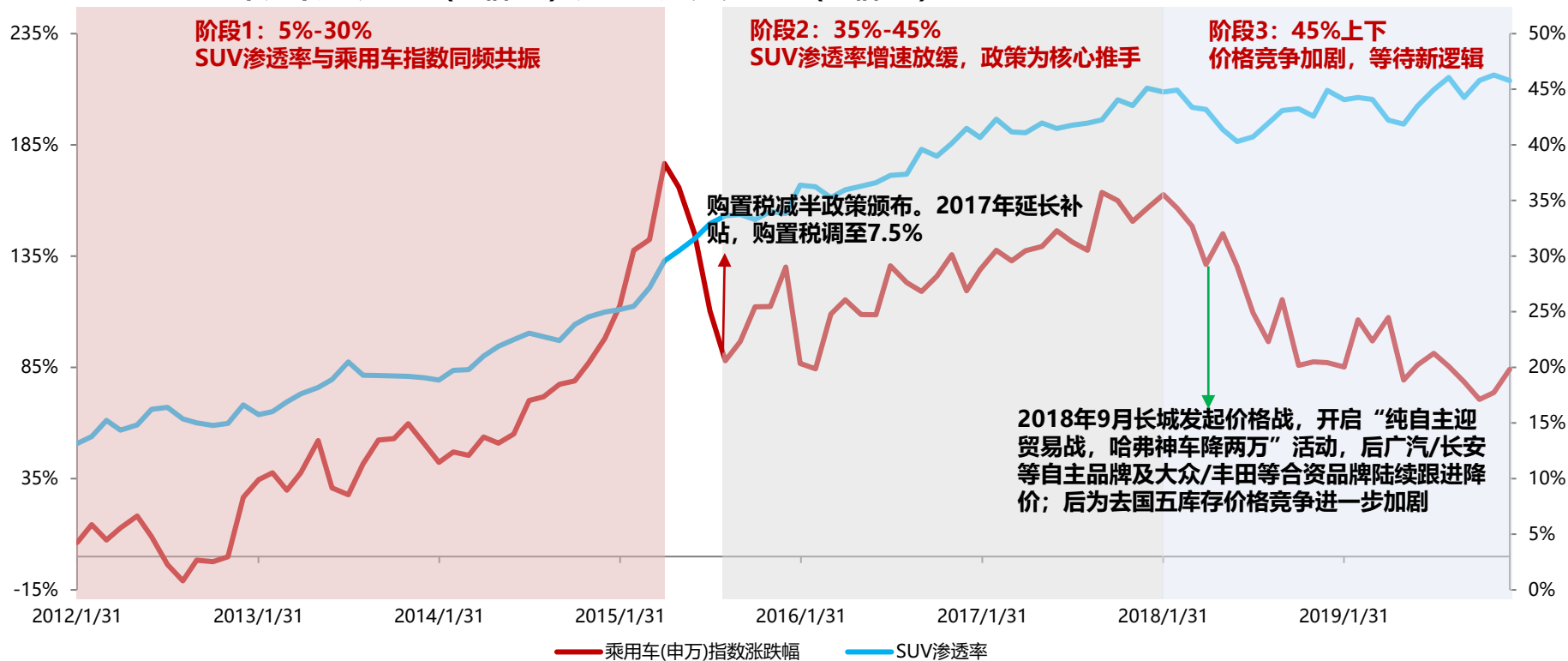
■ 四：投资建议与风险提示

SUV行情复盘

◆ 复盘2012-2019年SUV行情，经历渗透率快速提升-政策催化-价格战三阶段。

- **阶段1 (2012-2015)：** SUV渗透率5%-30%阶段渗透率和乘用车指数共振；
- **阶段2 (2015-2017)：** SUV渗透率增速放缓，购置税减半政策对SUV后半场行情扮演了非常重要外在变量；
- **阶段3 (2018-2019)：** SUV渗透率见顶，价格竞争加剧，指数回落（最大跌幅-48%）等待新逻辑催化。

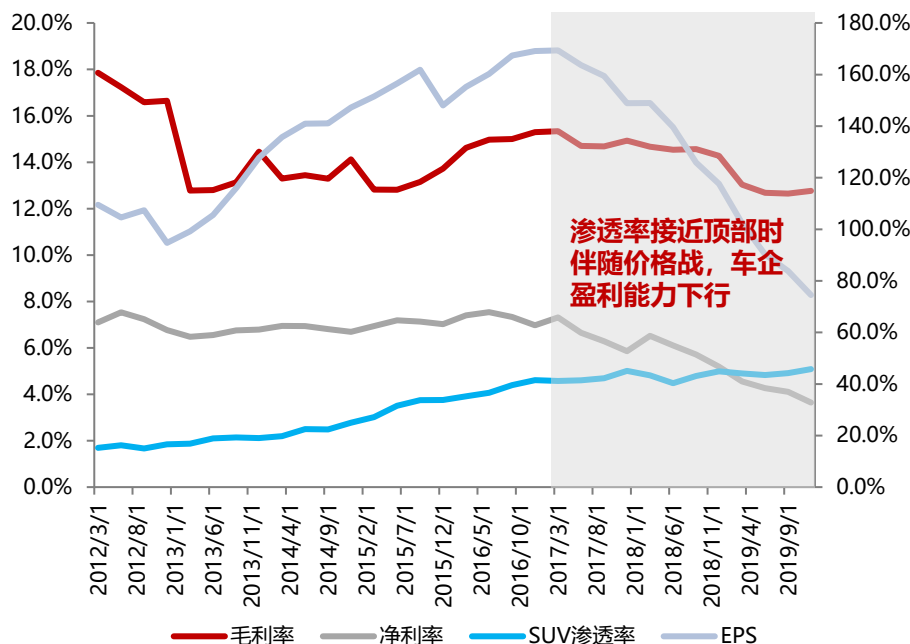
图：2012-2019年乘用车指数涨跌（左轴/%）及SUV批发渗透率（右轴/%）复盘



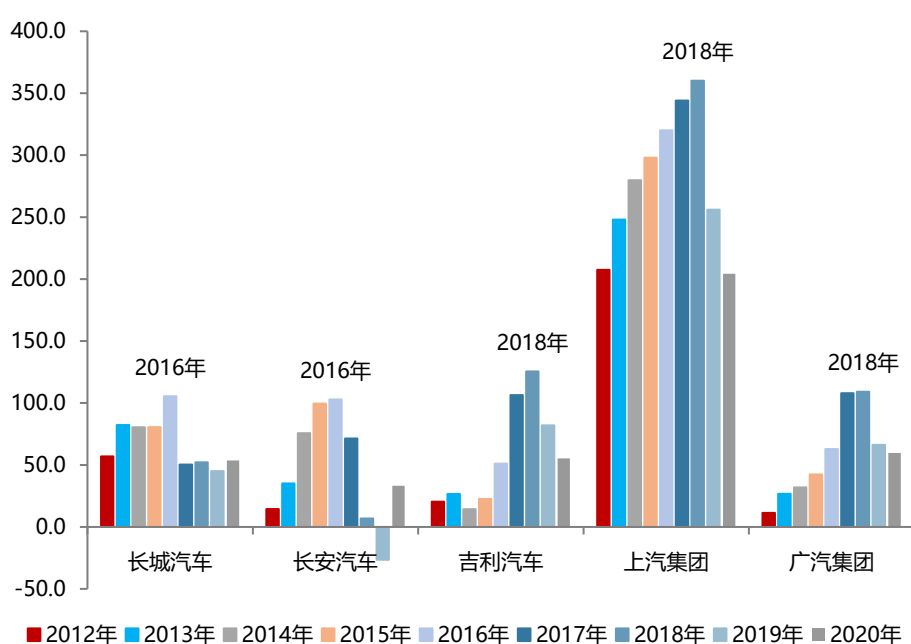
注：图中所列数据为以2011/12收盘价为基数计算的当月收盘价涨跌幅

◆ **复盘2012-2019年乘用车板块盈利，渗透率接近顶部时伴随价格战，车企盈利能力下行。** 2017年中起板块净利率快速下行，板块净利率从2017Q1 7.3%下滑至2019Q4 3.6%，以长城/长安为代表，2018年价格战真正开打后吉利/上汽/广汽等车企盈利也进入到下行期。

图：2012-2019年乘用车毛利率&净利率（左轴）及SUV批发渗透率&EPS（右轴，%/元）复盘

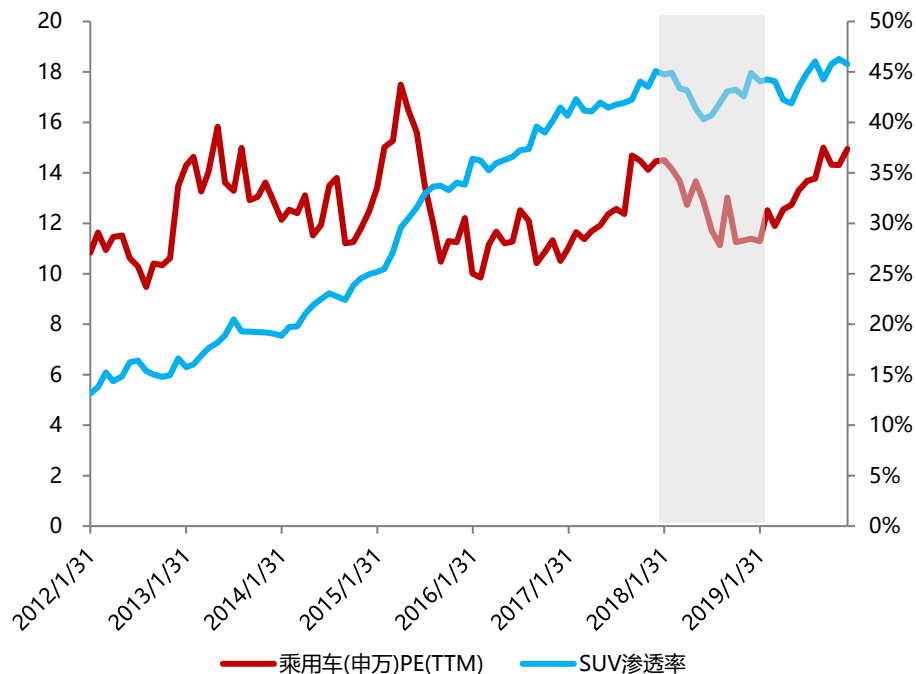


图：代表性个股归母净利润（亿元）复盘

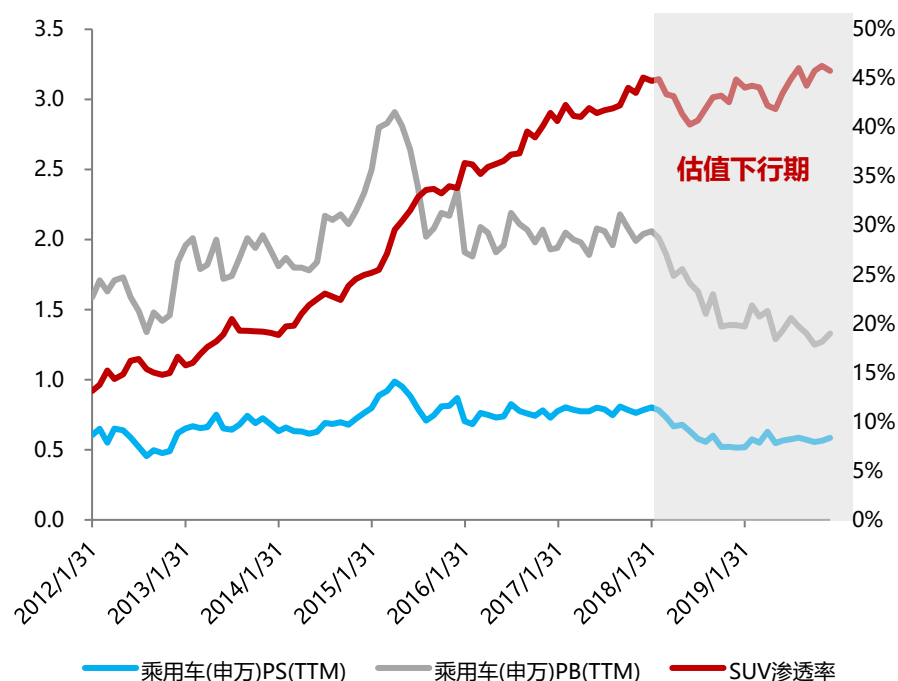


- ◆ 复盘2012-2019年乘用车板块估值，SUV渗透率见顶，价格战开打后整车估值开始收敛。PS (TTM) 自1.0逐步向0.6收敛，PB自2.0逐步向1.0收敛。

图：2012-2019年乘用车估值（左轴/PE(TTM)）及SUV批发渗透率（右轴/%）复盘



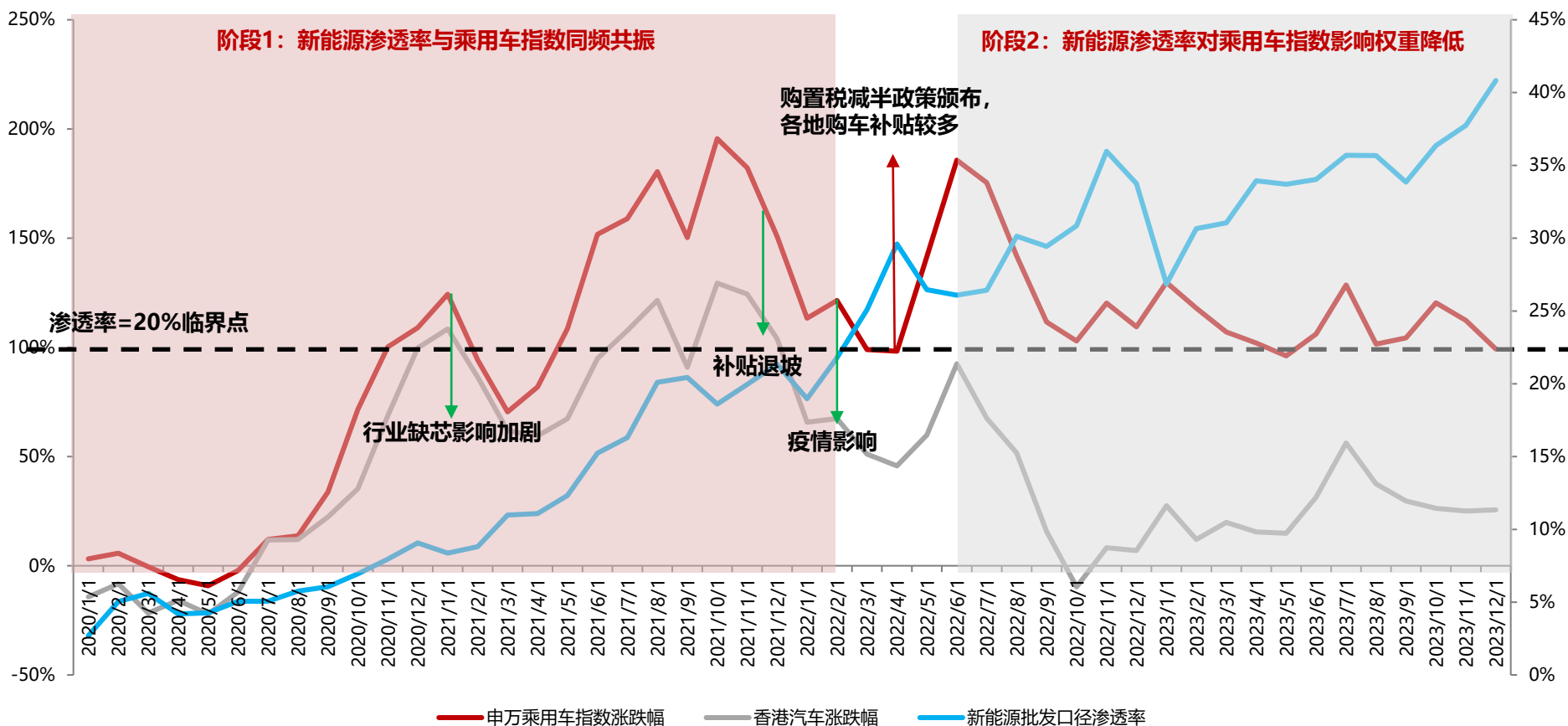
图：2012-2019年乘用车估值（左轴/PS(TTM)&PB）及SUV批发渗透率（右轴/%）复盘



电动化行情复盘

◆ **电动化行情下新能源渗透率对乘用车指数的影响经历了同频共振到影响权重逐步降低两个阶段。**
 月度渗透率20~25%是重要拐点指标，缺芯/疫情影响逐步消退，电车供给端逐步丰富背景下供需关系在渗透率25%左右发生转换，指数对渗透率提升的敏感度逐步降低。

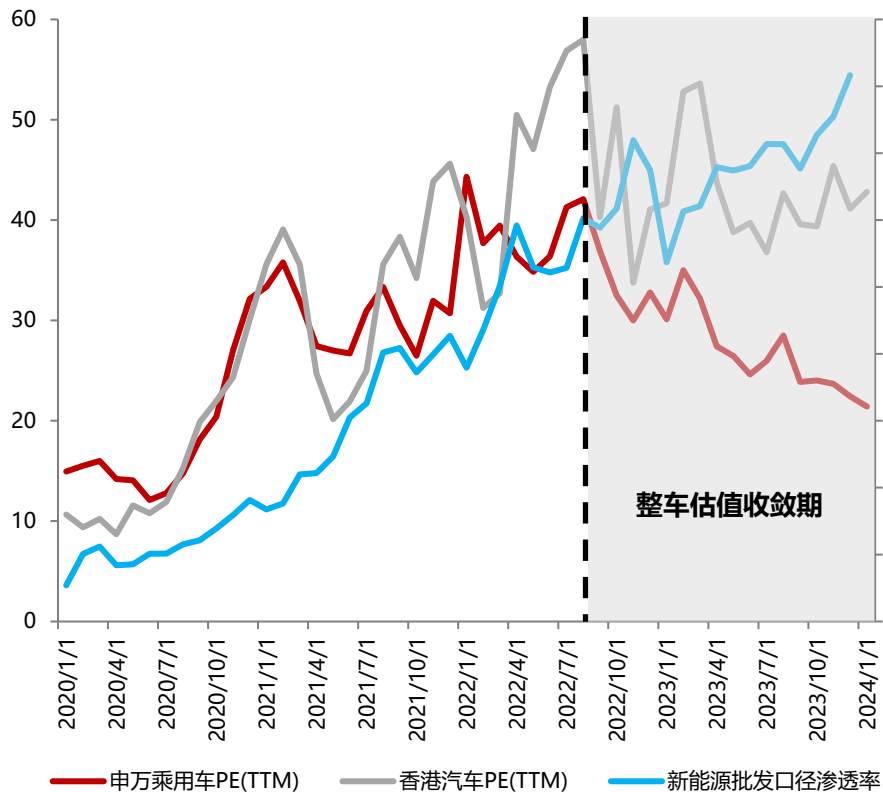
图：2020-2023年乘用车/香港汽车指数涨跌（左轴/%）及新能源批发渗透率（右轴/%）复盘



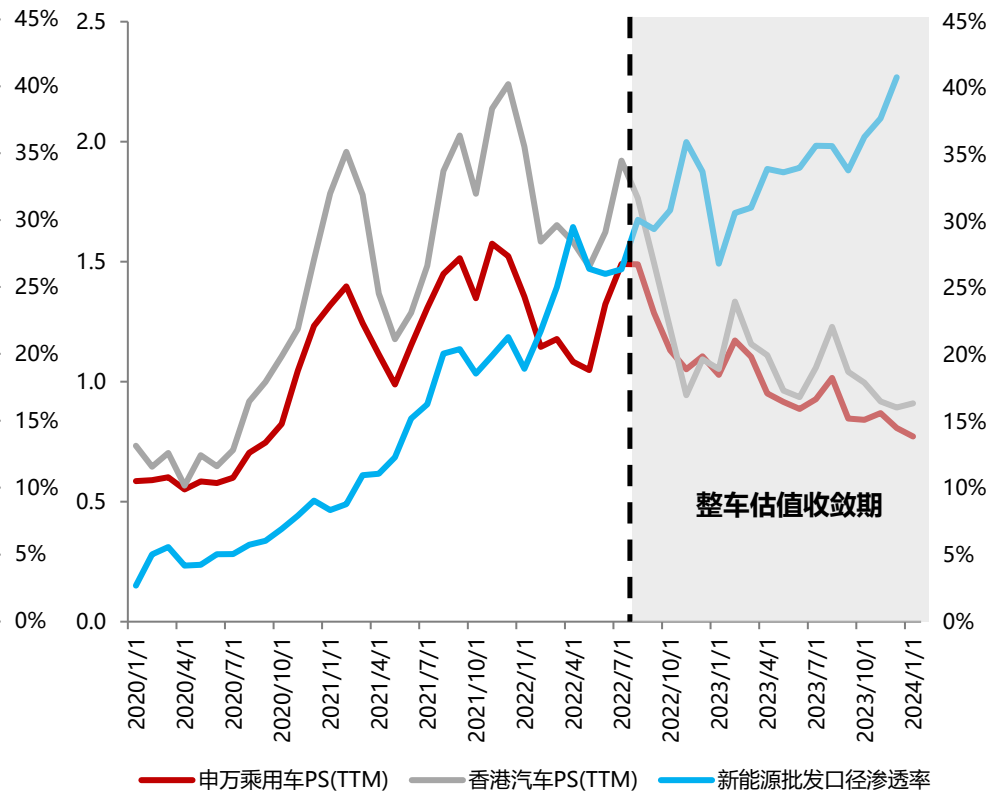
注：图中所列数据为以2019/12收盘价为基数计算的当月收盘价涨跌幅

◆ 新能源渗透率进入30%之后整车估值开始收敛。PS (TTM) 自1.5~2.0逐步向0.8~1.0收敛，收敛的核心原因来自供需关系转变下供给端竞争加剧，相对而言行业没有颠覆性的创新技术出现，纯电动化逻辑下产品同质性提升。

图：2020-2023年乘用车/香港汽车估值（左轴/PE(TTM)）及新能源批发渗透率（右轴/%）复盘

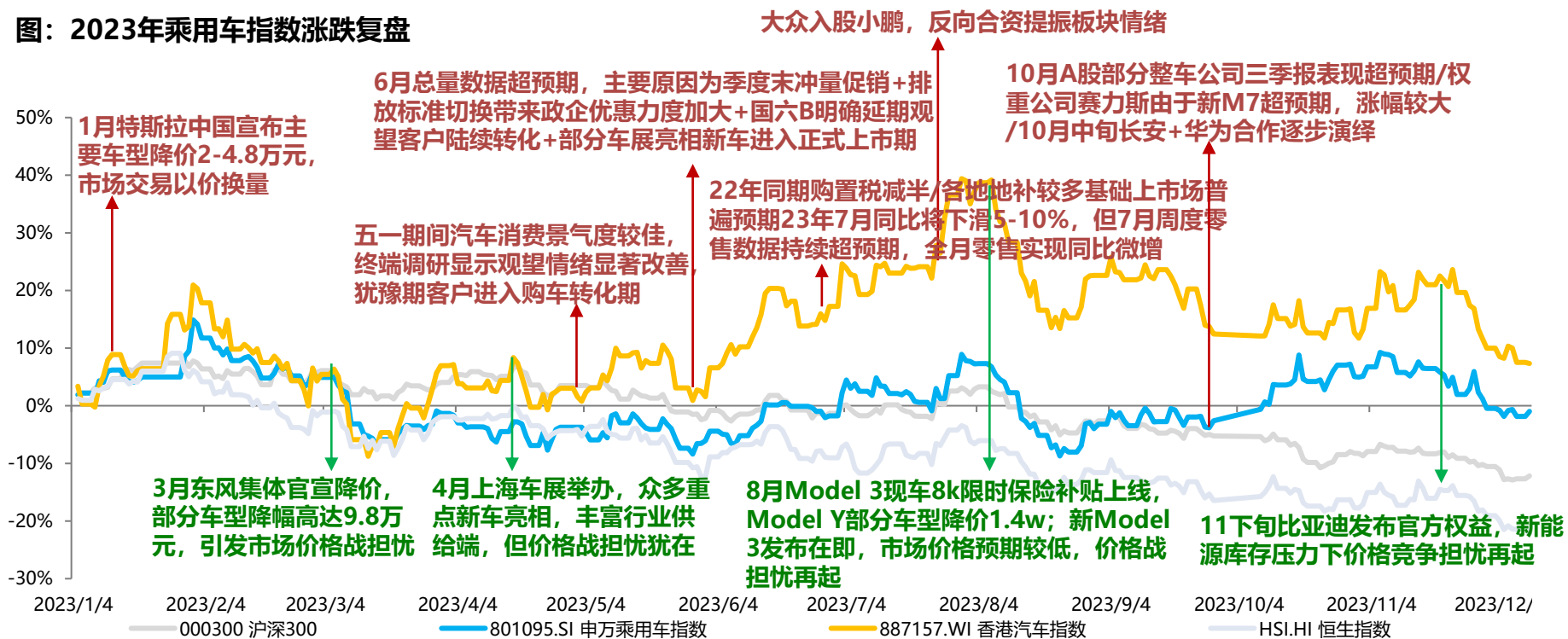


图：2020-2023年乘用车/香港汽车估值（左轴/PS(TTM)）及新能源批发渗透率（右轴/%）复盘



◆ **终端景气度仍是2023年乘用车指数波动的核心影响指标之一，6月/10月起的两拨行情叠加智能化因素影响（小鹏/华为）。2023年3月起湖北东风大额降价引发行业性价格战担忧&终端消费景气度未出现显著恢复，乘用车指数显著下行，3-5月持续震荡。6-7月新车密集上市交付&L3法规落地预期再起&周度交付数据持续超预期&大众小鹏达成战略合作等多重利好叠加，板块情绪提振明显。8月乘用车板块回调较多核心原因为淡季行业总量增速放缓+特斯拉等新能源品牌官降背景下价格战担忧较多。9月持续震荡。10月由于部分整车公司三季报表现超预期/权重公司赛力斯涨幅较大，乘用车指数持续上行。11月起终端调研显示行业景气度一般，比亚迪等品牌终端折扣持续放大，指数下行。**

图：2023年乘用车指数涨跌复盘

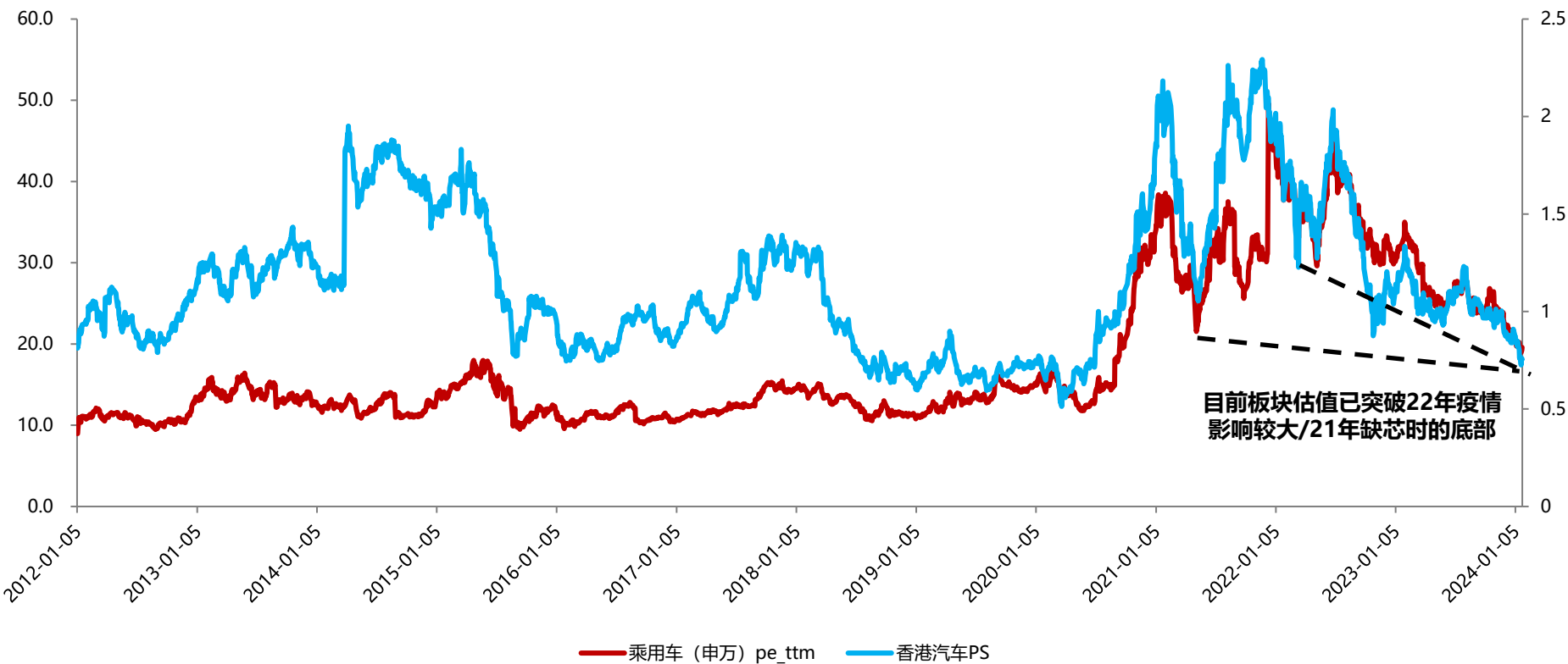


注：图中所列数据为以2023/1/4收盘价为基数计算的当日收盘价涨跌幅

本轮行情是否到底

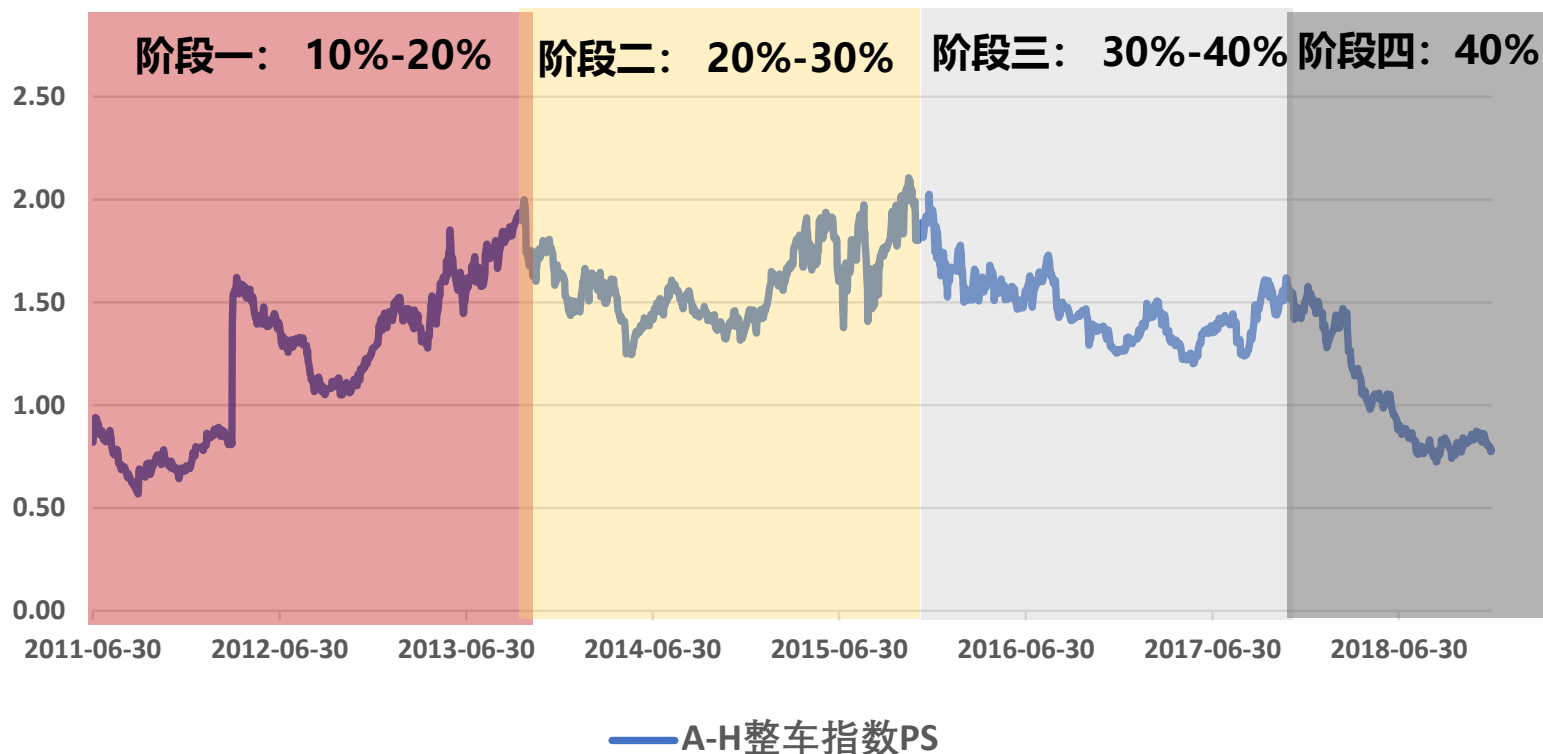
- ◆ 11月底以来的乘用车/香港汽车指数回调幅度分别为-22%/-28%，乘用车PE估值/香港汽车PS估值分别为19.6x/0.8x（TTM口径，2024年1月25日数据），已到达2012年以来72%/13%历史分位，2021年以来1%/1%历史分位。此轮指数下跌核心原因来自于：1) 新能源行业渠道库存水平较高，价格竞争再次加剧，市场对车企盈利能力预期/估值均下修；2) 行业景气度一般，尤其进入1月以来前三周进店/客流/订单/周度上险数据均未及预期；3) 智能化未见明确拐点。

图：2012年至今乘用车估值（左轴/PE(TTM)）及香港汽车估值（右轴/PS）复盘



- **2012-2019年复盘总结：** 1) 国内SUV销量从100万辆实现1000万辆，出口没有显著带动。 2) 国内SUV渗透率实现从10%-40%+，渗透率高于欧美发达国家天花板30%。 3) 估值在20%-30%-40%三个重要节点切换。 4) 整车板块PS最高2倍PS，最低0.5倍，中枢是1倍附近。

表：SUV渗透率与整车估值关系



备注：A-H整车指数样本量8家包括：1) 港股：比亚迪-长城-吉利-广汽；2) A股：上汽-广汽-长城-长安。方便可比研究，统一采用PS (ttm) 估值

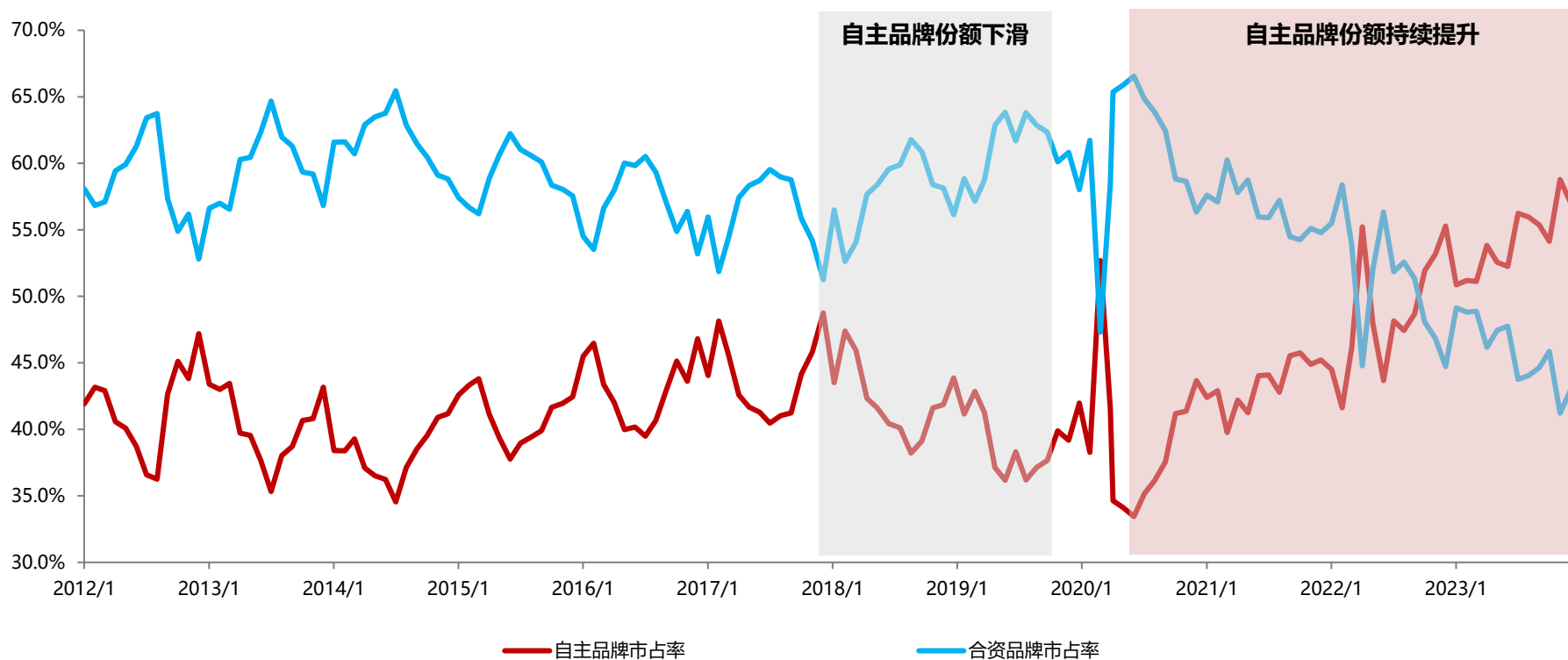
- 估值中枢上移核心原因：电动化是衔接油车时代和智能化时代的唯一桥梁，虽然短期无法完成整车商业模式的质变，但量变的重要性不可忽视。1) 新能源国内渗透率天花板高于SUV，且全球新能源渗透率还非常低。2) 规模效应要求更高导致行业集中度更高，整车在产业链的议价权将有望持续提升。

表：新能源渗透率与整车估值 (PS(TTM))关系



- ◆ 新能源车作为全新品类，技术创新迭代周期快导致新能源渗透率提升的斜率更陡峭，用20-23三年时间实现单月渗透率破40%。向后展望指数对新能源渗透率提升的敏感度逐步降低，但渗透率天花板远未达到，对合资油车的替代或在2024年加速。
- **SUV周期末段**：自主品牌市占率由2017年底的49%下滑至2019年底的42%，自主品牌价格竞争并未扩大自主车企市场份额。

图：2012-2023年乘用车自主品牌/合资品牌市占率（%）



➤ **现阶段：自主品牌持续挤压合资品牌量利空间。**自主品牌市占率从2023年初52%提升至12月份58%，德系/日系2023年12月市占率与2023年1月相比，分别-0.7/-0.3pct，具体而言上汽通用/上汽大众/东风日产市占率下滑较多。结合我们2023年全年的终端草根调研统计，部分合资品牌折扣率达30%以上，经销商层面23年新车销售端盈利能力普遍一般甚至亏损，库存压力较大（部分品牌出现经销商联合给厂家施压情况），店端盈利主要依靠售后业务支撑，但售后需要开店时间长，保有量足够，因此经营压力较大。**向后展望，我们认为自主新能源品牌对合资油车的替代或在2024年加速。**

表：主流合资品牌样本经销商单车盈利水平（单位：元）

		3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
豪华品牌	品牌A	5k	4k	2.2k	-1.8k	-1.8k	1.8k	0.35k	0.71k	-0.7k	1k
	品牌B	-2w	-2.2w	-2.2w	-2.5w	-2.5w	-2.6w	-3w	——	——	——
合资品牌	品牌C	-4.5k	-3.5k	-4k	-3.5k	-3.5k	-3.5k	-3.2k	-2.2k	-2.4k	-2.4k
	品牌D	4.4k	2.4k	1.6k	0.25k	-0.45k	5.1k	-2k	-1.3k	-1.8k	-8k
	品牌E	1k	1k	3k	3k	2k	3k	3k	3k	7k	1w
	品牌F	3k	-0.02k	-4.6k	6k	-1.2k	-9k~-1w	-1.2w	-2~-3k	-4~-5k	-3k

表：主流合/外资品牌市占率变化情况（%）

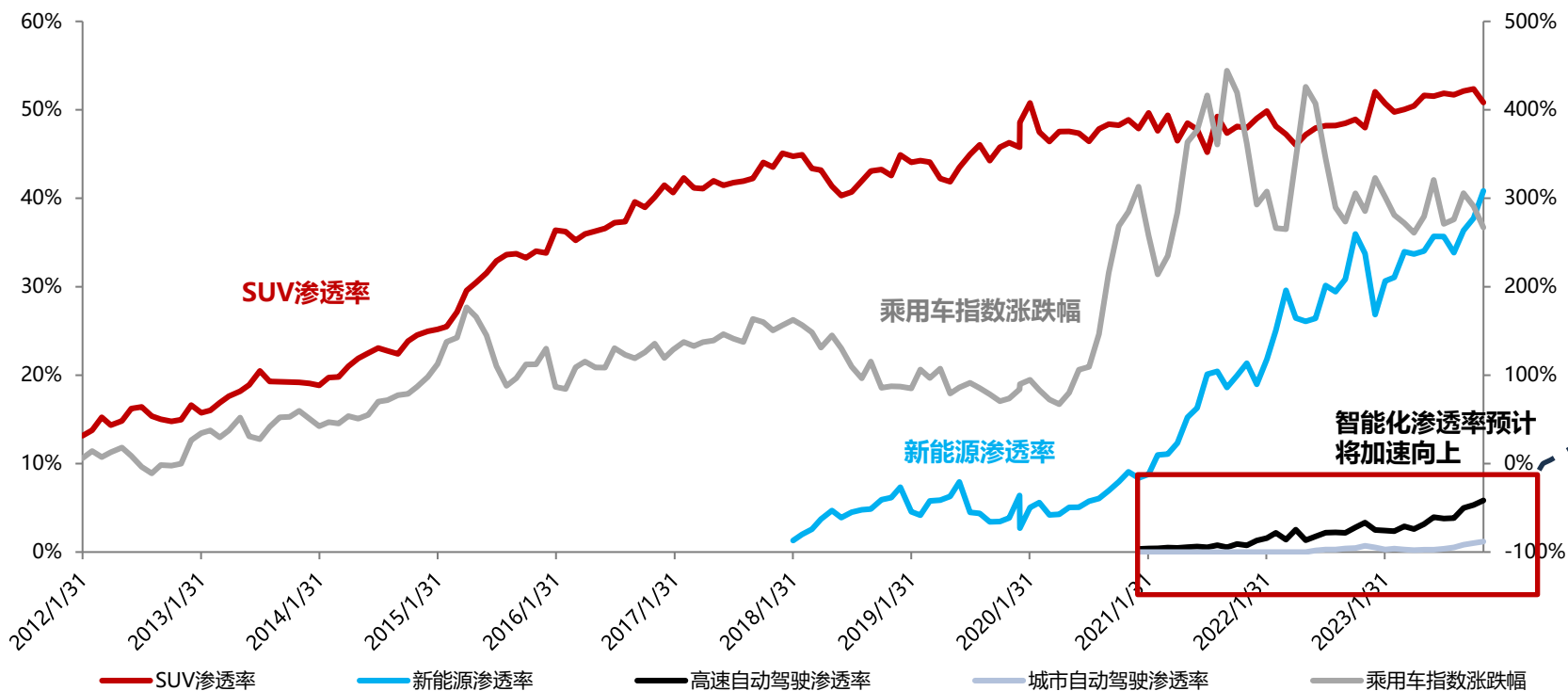
标准厂家	2022/%	2023/%	市占率变化/pct
上汽通用	4.4%	3.4%	-1.0
上汽大众	4.9%	4.1%	-0.8
东风日产	3.1%	2.3%	-0.8
广汽本田	2.8%	2.1%	-0.7
广汽丰田	3.8%	3.2%	-0.5
一汽大众	6.7%	6.3%	-0.5
东风本田	2.4%	2.0%	-0.4
一汽丰田	3.1%	2.7%	-0.4
北京奔驰	2.2%	2.0%	-0.2
长安福特	0.9%	0.7%	-0.2
北京现代	0.9%	0.8%	-0.1
华晨宝马	2.5%	2.4%	-0.1
沃尔沃亚太	0.5%	0.5%	0.0
长安马自达	0.3%	0.3%	0.0
东风悦达起亚	0.5%	0.6%	0.1
特斯拉中国	2.7%	3.2%	0.6

注：表中负数表明新车销售端亏损

◆ 车企智驾落地普及加速，体验改善+成本下降双重因素驱动智能化渗透率持续提升，行业大逻辑已在酝酿中

- 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。
- 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。关注高阶智驾爆款车型上市带来的全自动驾驶产业链机会。

图：2012-2023年乘用车指数涨跌幅（右轴/%）及SUV/新能源/智能化渗透率（左轴/%）复盘

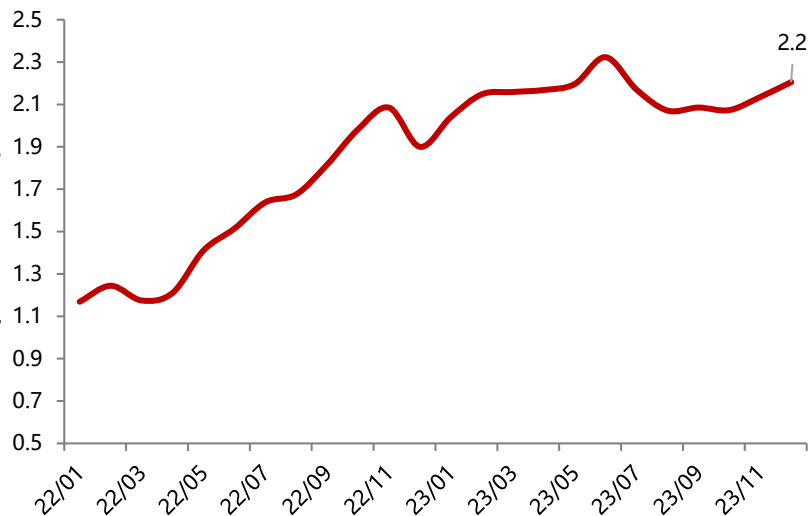


注：高速自动驾驶渗透率/城市自动驾驶渗透率利用汽车之家数据自下而上测算

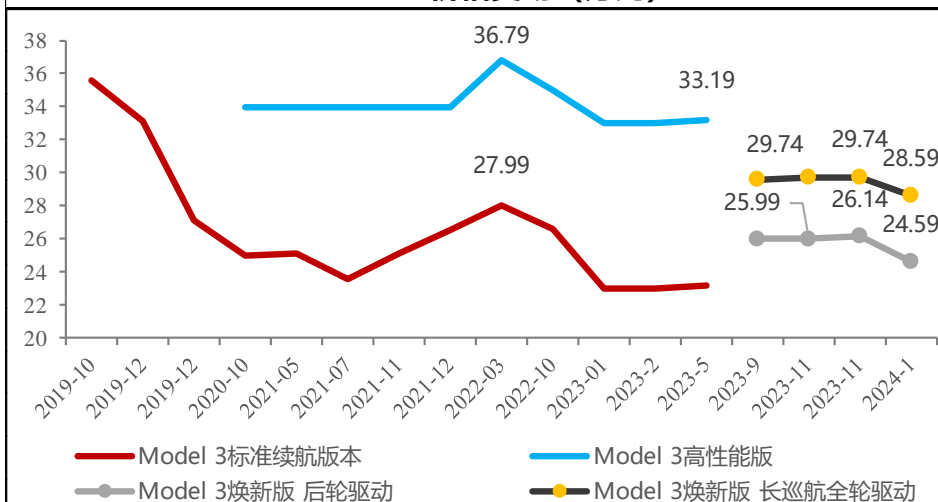
◆ **新能源渠道库存处于相对高位，价格策略较为激进，我们认为乘用车企的盈利能力短期内相对承压**

- 截至2023年12月，新能源车渠道库存系数为2.2，处于相对高位。2023年11月以来，比亚迪/特斯拉/极氪/理想/蔚来调低指导价或增加终端权益以提升订单转化水平&去库，多数新能源品牌价格策略调整较为积极。
- 从2023年新能源新车型的定价策略而言，多数新车型定价策略同样较为激进。

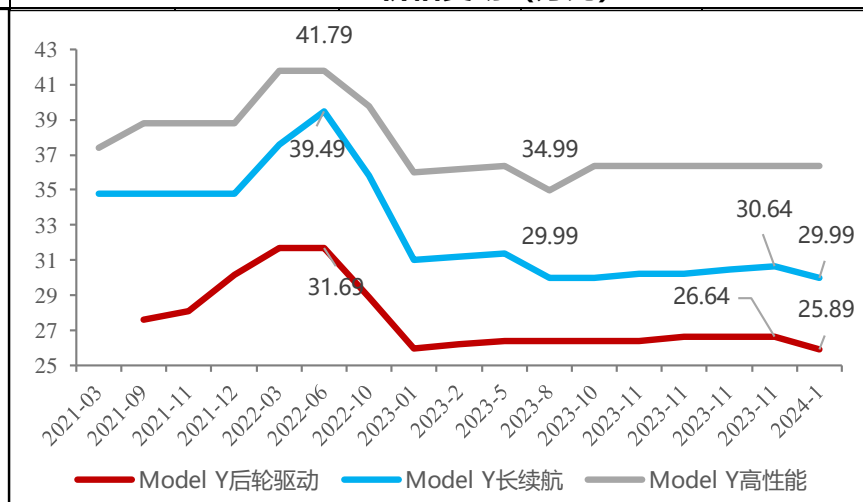
图：新能源渠道库存系数变化（2021年以来累计销量/当月前6个月平均销量计算）



Model 3价格变动 (万元)



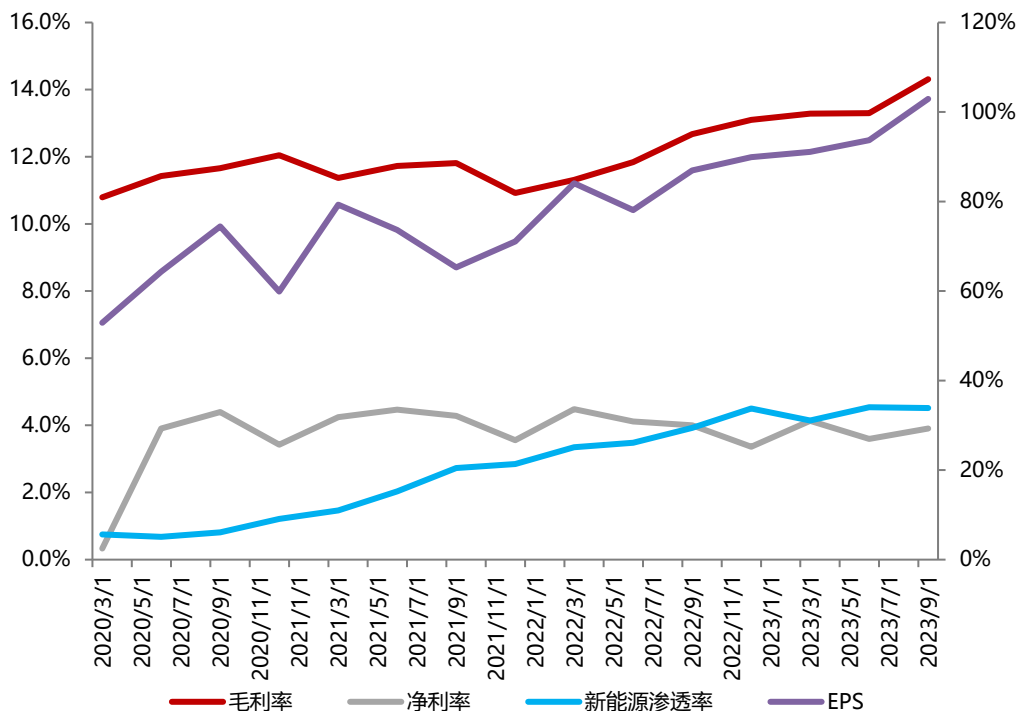
Model Y价格变动 (万元)



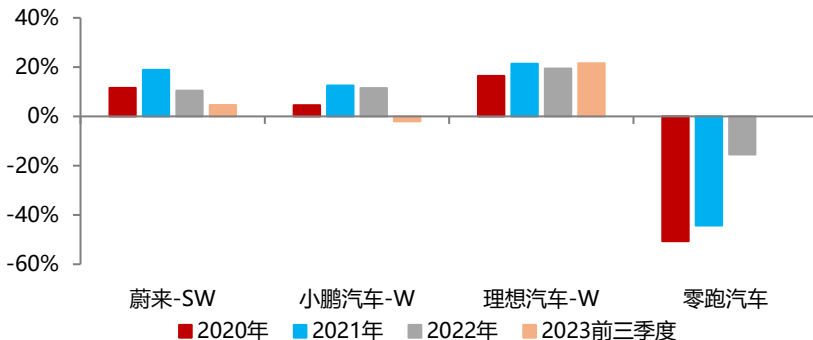
◆ 乘用车盈利在出口&供应链降本的支撑下仍保持向上趋势

- **SUV周期末段**：2017年中起板块净利率快速下行，板块净利率从2017Q1 7.3%下滑至2019Q4 3.6%，以长城/长安为代表，2018年价格战真正开打后吉利/上汽/广汽等车企盈利也进入到下行期。
- **现状**：截至2023Q3，A股乘用车企的盈利能力均处于改善中，**出口&供应链降本**为盈利核心支撑；港股新势力中理想/零跑盈利能力处于改善中。

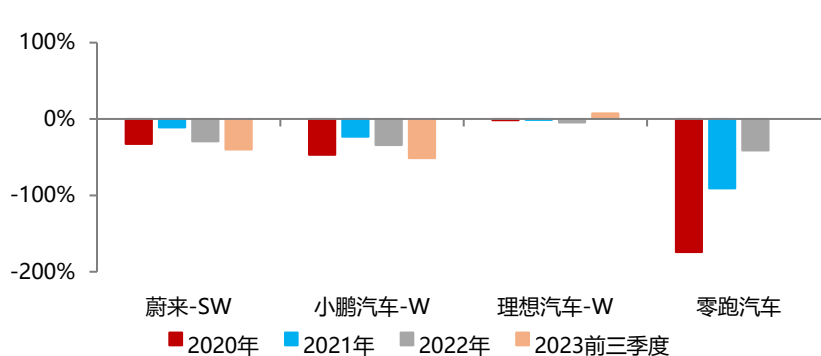
图：2020-2023年乘用车毛利率/净利率（左轴/%）及新能源批发渗透率/EPS（右轴，%/元）复盘



图：港股乘用车公司毛利率情况（%）



图：港股乘用车公司净利率情况（%）



投资建议

- **看好【智驾+出口】共振催化2024年整车板块投资机会。**2024年为电动智能切换落地之年，同时也是出口全面铺开之年。
 - **1) 总量稳中有升，电动持续渗透：**我们预计2024年国内乘用车/新能源批发销量2620/1190万台，同比分别+4%/+37%，渗透率达45%；上游成本下降&智驾全新卖点驱动油电切换加速。
 - **2) 新能源车企格局继续演绎“多强”方向，尾部淘汰加快：**软件主导的智驾变革对车企“数据闭环”能力提出更高要求，更卷的竞争态势对车企“经营闭环”的迭代效率提出更高要求，淘汰赛加快落子。
 - **3) 智驾与出口为两大重点方向，智能化迭代加速行业淘汰，全球化出口打开长期成长空间，2024~2025年或将初现新时代“主角”。**
- **综合以上分析，围绕闭环能力构建+智驾/出海方向性布局，2024年整车板块推荐标的的排序：**
 - **第一梯队【小鹏汽车/理想汽车/华为系（长安汽车/赛力斯/江淮汽车）】；**
 - **第二梯队【吉利汽车/比亚迪/长城汽车/上汽集团/广汽集团】。**

风险提示

- ◆ **智能驾驶相关技术迭代/产品落地低于预期。** 若智能驾驶相关技术迭代和产品落地的节奏低于预期，可能会对消费者对智驾的认知和接受度产生影响，影响市场对未来发展趋势的判断。
- ◆ **华为/小鹏等头部车企新车销量低于预期。** 头部车企智驾新车销量表现低于预期，可能拖累智驾渗透率提升，对板块产生负面影响。
- ◆ **海外出口方面面临地缘政治不确定等风险。** 乘用车出口独联体/拉美/东南亚/欧盟等多地，地缘政治的不稳定性因素可能冲击海外市场汽车需求，影响国内出口。

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 财富家园