



南京证券

NANJING SECURITIES

行业评级：推荐

以价换量延续，聚焦差异竞争

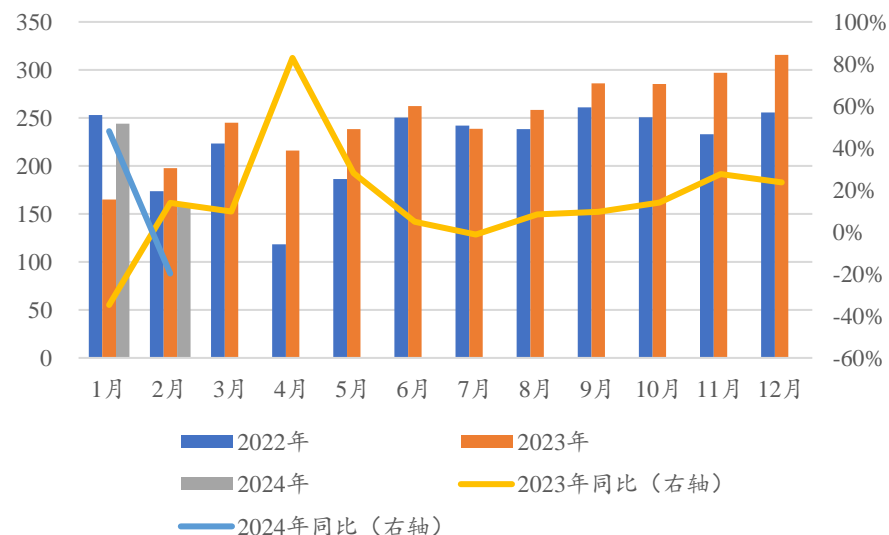
研究员	张儒成
投资咨询证书号	S0620522070002
联系方式	025-59519169
邮箱	rczhang@njzq.com.cn

- **以价换量趋势延续**
- 自主品牌销量分化
- 聚焦差异竞争
- 投资策略
- 风险提示

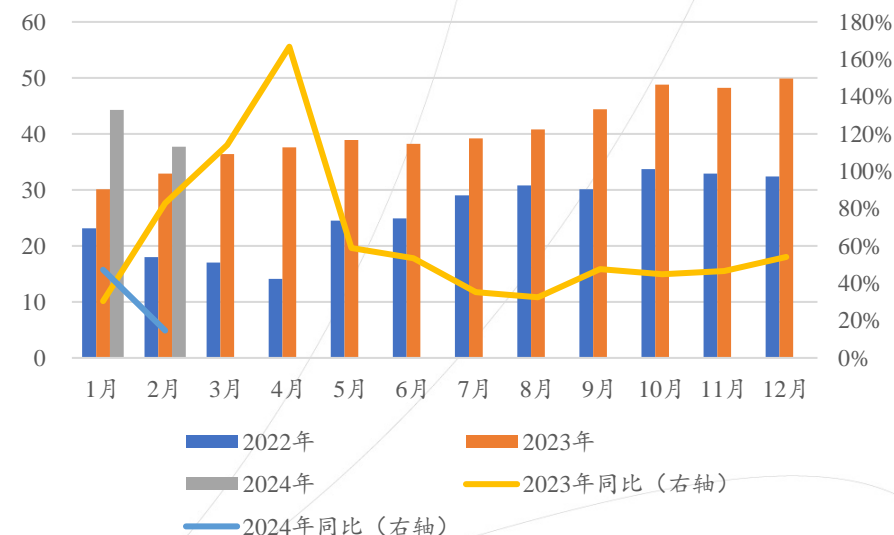
行业概况

- ◆ **国内汽车销量稳步增长：**根据中汽协统计，2023年国内汽车销量达3004.5万辆，同比增长11.9%。今年1-2月延续良好增长势头，销量达402.6万辆，同比增长11.1%。
- ◆ **出口进入快速增长期：**得益于国内燃油车和新能源车产品竞争力持续提升，叠加俄罗斯市场贡献较大增量，因此中国汽车出口进入快速增长期。根据中汽协统计，2023年中国汽车出口销量达485.4万辆，同比增长56.3%。今年1-2月销量达82.0万辆，同比增长30.2%。

国内汽车月度销量（万辆）



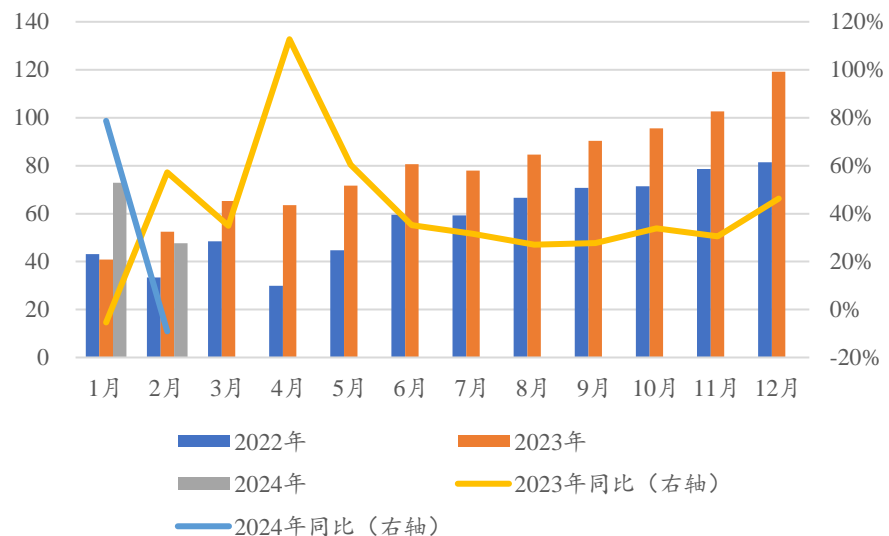
汽车出口月度销量（万辆）



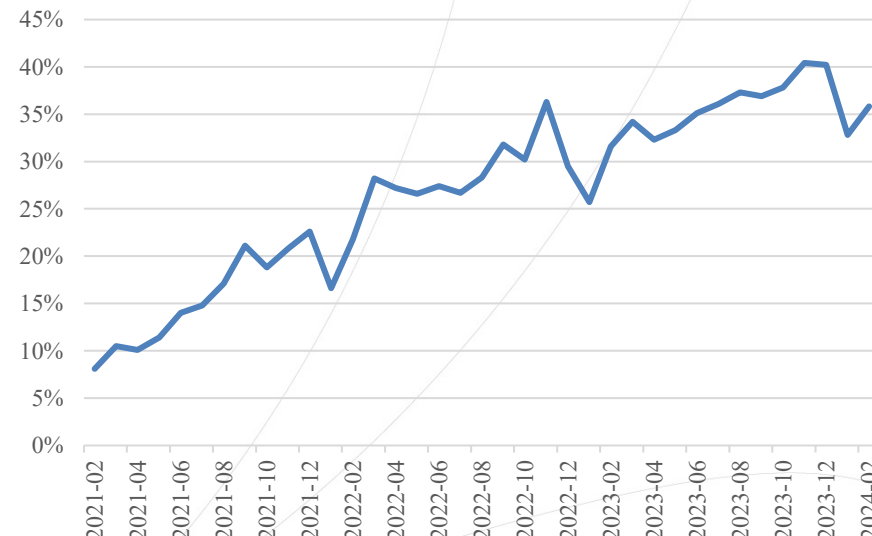
行业概况

- ◆ **新能源车保持较快增长**：根据中汽协统计，新能源车1-2月实现销售120.7万辆，同比增长29.4%。并且根据乘联会预计，2024年3月全国新能源乘用车厂商批发销量82万辆，同比增长33%，环比增长84%。
- ◆ **乘用车渗透率已接近50%**：新能源乘用车渗透率在经历年初季节性回落后，重回增长趋势。根据乘联会统计的3月数据来看，1-24日新能源乘用车渗透率已达47.7%，呈现显著提升态势。

国内新能源车销量（万辆）



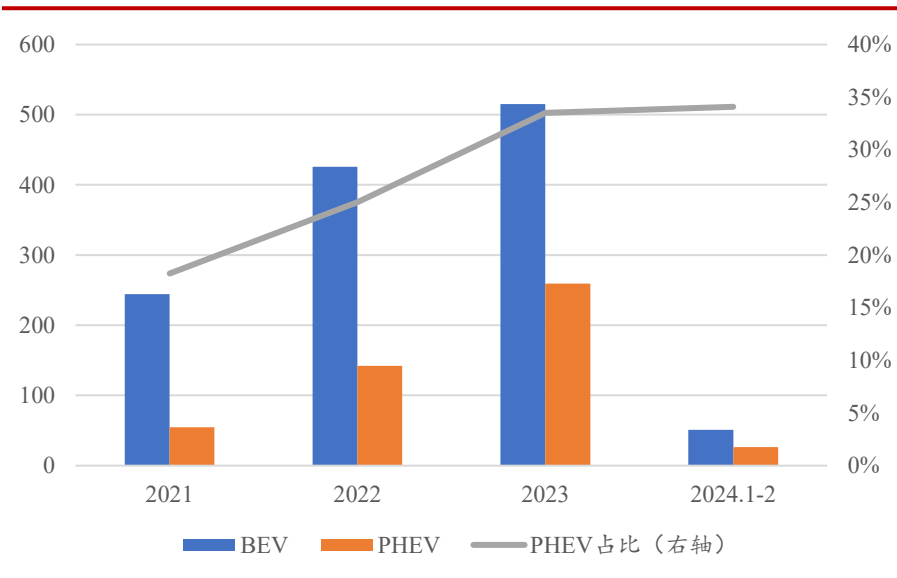
新能源乘用车渗透率



行业概况

- ◆ **混动车型销量占比持续提升**：较之纯电车型，混动车型能够有效缓解充电和续航焦虑，叠加比亚迪、理想、长安和吉利等车企陆续发力混动布局。近两年混动车型销量保持高速增长，2023年PHEV车型零售销量达259万辆，销量占比达33.4%，2024年1-2月销量占比进一步提升至34.1%。

PHEV零售销量（万辆）占比持续提升



近一年热销混动车型

车型	动力类型	售价(万元)	销量(辆)
比亚迪秦PLUS DM-i	插混	7.98-12.58	324910
比亚迪宋PLUS DM-i		12.98-16.98	271025
比亚迪宋PRO DM-i		10.98-14.98	210465
比亚迪唐DM-i		17.98-27.98	121852
比亚迪汉DM-i		16.98-25.98	119225
腾势D9 DM-i		32.48-60.06	110375
理想L7	增程	30.18-37.98	155891
理想L8		32.18-39.98	118217
问界M7		24.98-37.98	116081
理想L9		42.98-45.98	114180

以价换量趋势延续

车企优惠政策（不完全统计）

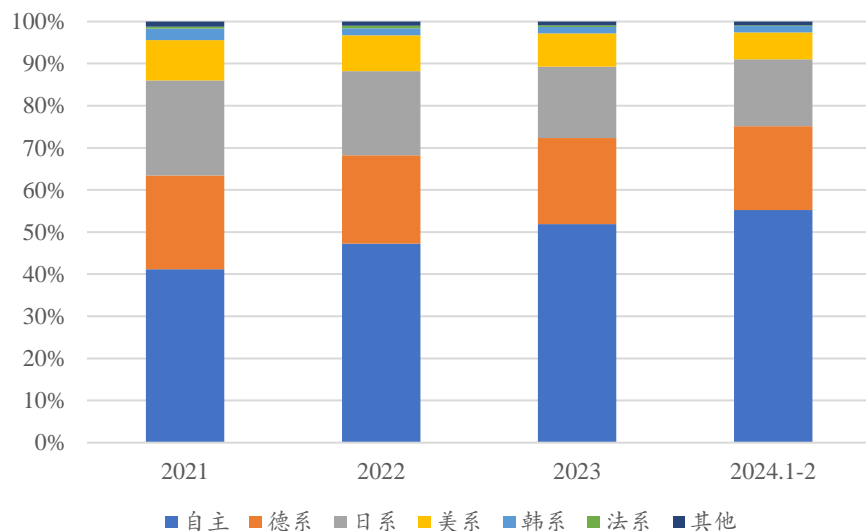
车企	车型	优惠政策	车企	车型	优惠政策
比亚迪	秦PLUS	荣耀版售价较原版下降约2万元	广汽埃安	AION S	最高降价2.3万元
	宋PLUS	荣耀版售价较原版下降约2-3万元		AION V	最高降价2.4万元
	汉	荣耀版售价较原版下降约2-3万元		AION Y	降价2万元
	唐DM-i	荣耀版售价较原版下降约3万元	问界	M5	综合最大优惠5.7万元
	元PLUS	荣耀版售价较原版下降约1.6万元	极氪	001	改款降价3.1万元
	驱逐舰05	荣耀版售价较原版下降约2-2.2万元	吉利	银河L6	降价1.2万元
	海豹DM-i	荣耀版售价较原版下降约1.7万元		银河L7	降价1.3万元
	海豚	荣耀版售价较原版下降约1-1.7万元	小鹏	P7i	降价2-5万元
长安	启源A05	降价1.1万元		G9	降价0.5-1万元
	启源A07	真香版较原版降价2万元		G6	降价2万元
	启源Q05	降价2.3万元	上汽通用五菱	五菱星光	降价1万元
	深蓝S7	荣耀版较原版降价1万元		五菱缤果	最高降价0.8万元
	深蓝SL03	荣耀版较原版降价2万元	阿维塔	阿维塔11	降价5万元
理想	L7 Air	降价1.8万元	腾势	N7	降价5万元
	L8 Air	降价1.8万元		D9	降价1万元

- 以价换量趋势延续
- **自主品牌销量分化**
- 聚焦差异竞争
- 投资策略
- 风险提示

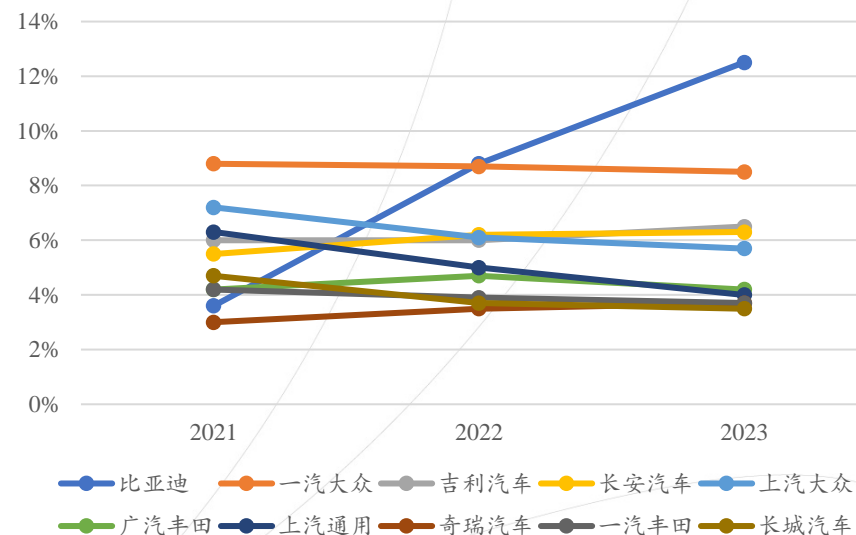
自主品牌持续向上

- ◆ **自主品牌份额持续提升：**由于国内车企在电动智能方面具备较强先发优势，近几年自主品牌份额持续提升。根据乘联会统计，2023年全年自主品牌市占率达51.9%，而德系/日系/美系/韩系市场份额分别为19.9%/17.0%/7.9%/1.5%，较2021年分别下降1.9/5.6/1.7/1.2个百分点。并且2024年1-2月自主品牌份额呈现加速提升态势，达到55.2%。

各国别车企市场份额变化



各车企零售销量市场份额



新能源车销量分化

- ◆ **车企销量表现分化：**随着新能源车增速自然回落，各车企表现逐渐分化。由于A00/A0级车电动化完成度相对较高，市场天花板有限，聚焦这一赛道的上汽通用五菱增速已显著放缓。并且特斯拉由于车型迭代缓慢和定价策略等问题，近年来增速也弱于行业。其他国内车企2023年仍呈现较快增长。进入2024年后，由于比亚迪市场份额达到较高水平（1/3），增速有所放缓，而吉利/长安/长城等车企增速相对较快。整体来看，经历了2020-2023年行业整体高速增长阶段后，2024年各车企市场表现将进一步分化。

部分车企新能源车零售销量

	2022	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024.1-2	2023同比	2024.1-2同比
比亚迪	1799947	508706	645867	730210	821292	325706	50.34%	2.90%
特斯拉中国	439770	137429	156676	139624	169935	70022	37.27%	15.20%
广汽埃安	273757	80308	129028	148151	126145	34308	76.66%	-10.40%
吉利	304911	59597	91061	135832	182937	95650	53.96%	212.80%
上汽通用五菱	442118	77701	99407	110336	170404	69011	3.56%	38.40%
长安	212078	60674	75000	114018	135223	79857	81.50%	116.40%
理想	133246	52584	86533	105108	131805	51416	182.21%	61.90%
长城	124472	20936	59247	70901	85772	34686	90.29%	178.10%

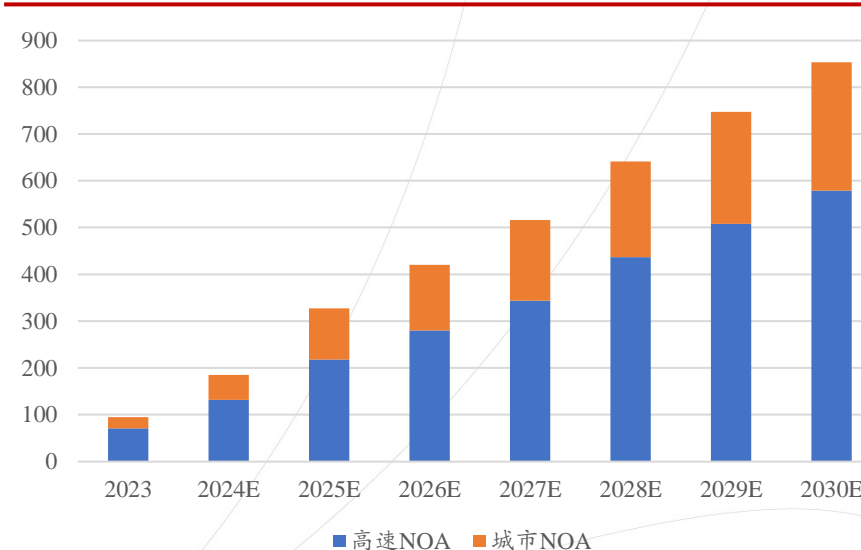
智能驾驶成为差异化竞争要素

- ◆ **智能驾驶产业化加速：**11月工信部、公安部、住房和城乡建设部及交通运输部四部委发布《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》，为高阶智能驾驶的上路测试提供政策支持。其中城市驾驶作为出行的高频刚需场景，城市NOA能够显著提升驾乘体验。目前尚处于行业发展初期阶段，根据盖世汽车统计，2023年国内城市NOA搭载量为23.8万辆。后续来看，在政策和供给端持续发力，以城市NOA为代表的高阶智能驾驶有望进入高速增长阶段。

智能驾驶产品分类

行车	基础L2	辅助驾驶功能，如LKA、AEB等
	高速NOA	在高速高架、环路、城市快速路等场景实现智能驾驶
	城区NOA	在城市开放路况下实现智能驾驶，包括无保护左转、无保护掉头、识别交通信号灯等功能
泊车	自动辅助泊车	需要驾驶员监控，通过传感器实现横向和纵向控制
	记忆泊车	学习、记录用户常用泊车位置，建立环境特征地图，实现自主泊车
	AI代客泊车	在车内无人情况下，系统自动完成低速自动驾驶、避障、搜索停车位和泊入、泊出

领航驾驶搭载量预测（万辆）



智能驾驶成为差异化竞争要素

- ◆ **智能驾驶成为差异化竞争要素：**主流车企对城市NOA均有明确规划，并且呈现加速落地态势。目前华为赋能车企问界和阿维塔均已实现全国范围内的无图城市智驾领航辅助，小鹏XNGP也已开放全国243城的城市导航辅助驾驶。后续来看，随着搭载城市NOA车型陆续投放，智能驾驶有望逐渐成为消费者购车的重要考量因素。同时随着华为和小鹏等先行企业销量持续释放，积累的训练数据水涨船高，技术有望迭代加速，进而与后进者拉开差距。

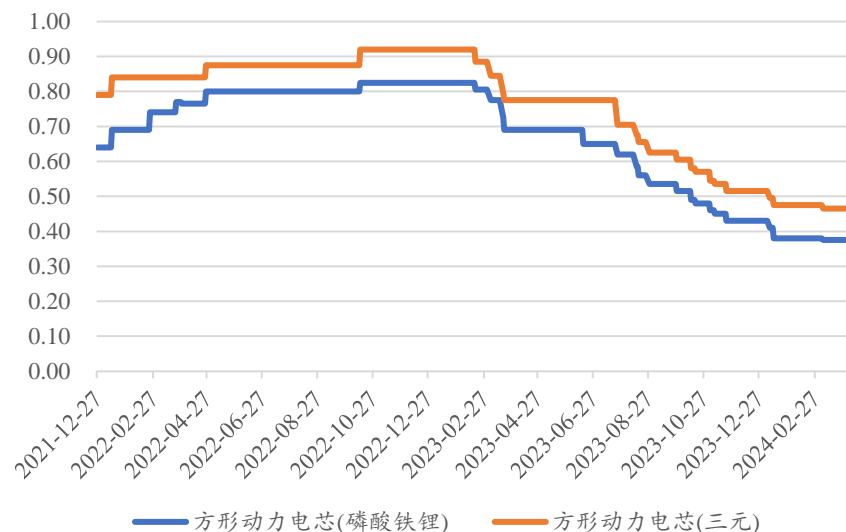
各车企城市NOA进度

车企	城市NOA进度
问界	全系车型实现全国无图城区智驾领航辅助
小鹏	XNGP已开放243城的城市导航辅助驾驶
阿维塔	阿维塔12全国无图智驾领航辅助全量开启
理想	计划2024Q2实现通勤NOA对全量用户的覆盖
智己	计划2024年年中正式开启推送IMAD无图城市NOA
蔚来	计划2024Q2实现全域NOP+城市区域领航辅助功能向全量Banyan智能系统用户开放

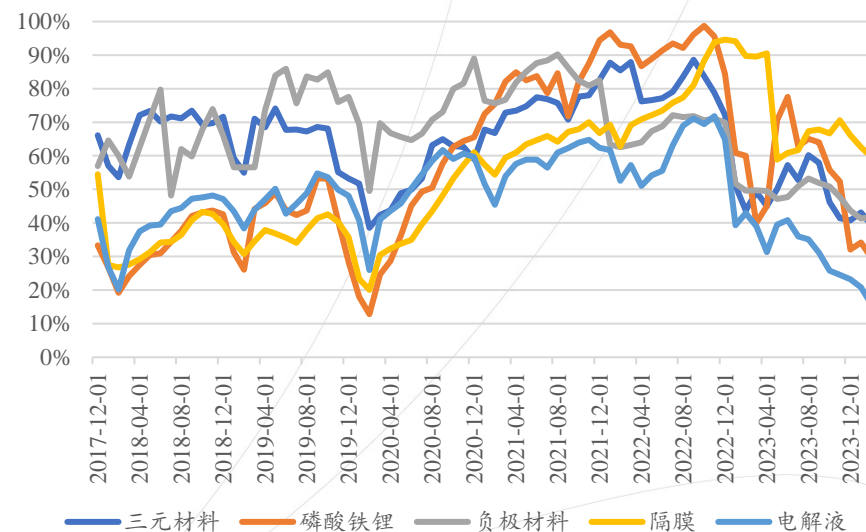
原材料成本下降

- ◆ **动力电芯价格显著下降**：在供需格局持续恶化影响下，动力电池全产业链价格均呈现快速下降态势，目前三元/磷酸铁锂方形动力电芯价格分别为0.47/0.38元/Wh，较2023年初分别下降49%和55%。
- ◆ **供给过剩格局较难逆转**：根据百川盈孚统计，目前锂电材料各环节开工率均处于较低水平。除隔膜外，其他主开工率均不足50%。因此短期供给过剩格局较难逆转，价格方面仍将承压，电池端仍有一定成本下降空间。

动力电芯价格（元/Wh）



锂电材料开工率



盈利能力先降后升

- ◆ **2023年盈利先降后升：**2023年年初行业价格战开启后，企业盈利能力短期承压，较22Q4环比有所下滑。但后续随着电池等核心成本项价格迅速下降，叠加车企销量快速增长，规模效应逐渐释放，各车企基本呈现销售毛利率逐季提升态势。2024年来看，以价换量趋势或将长期延续，且车企市场份额波动加剧，因此预计盈利能力或将分化。

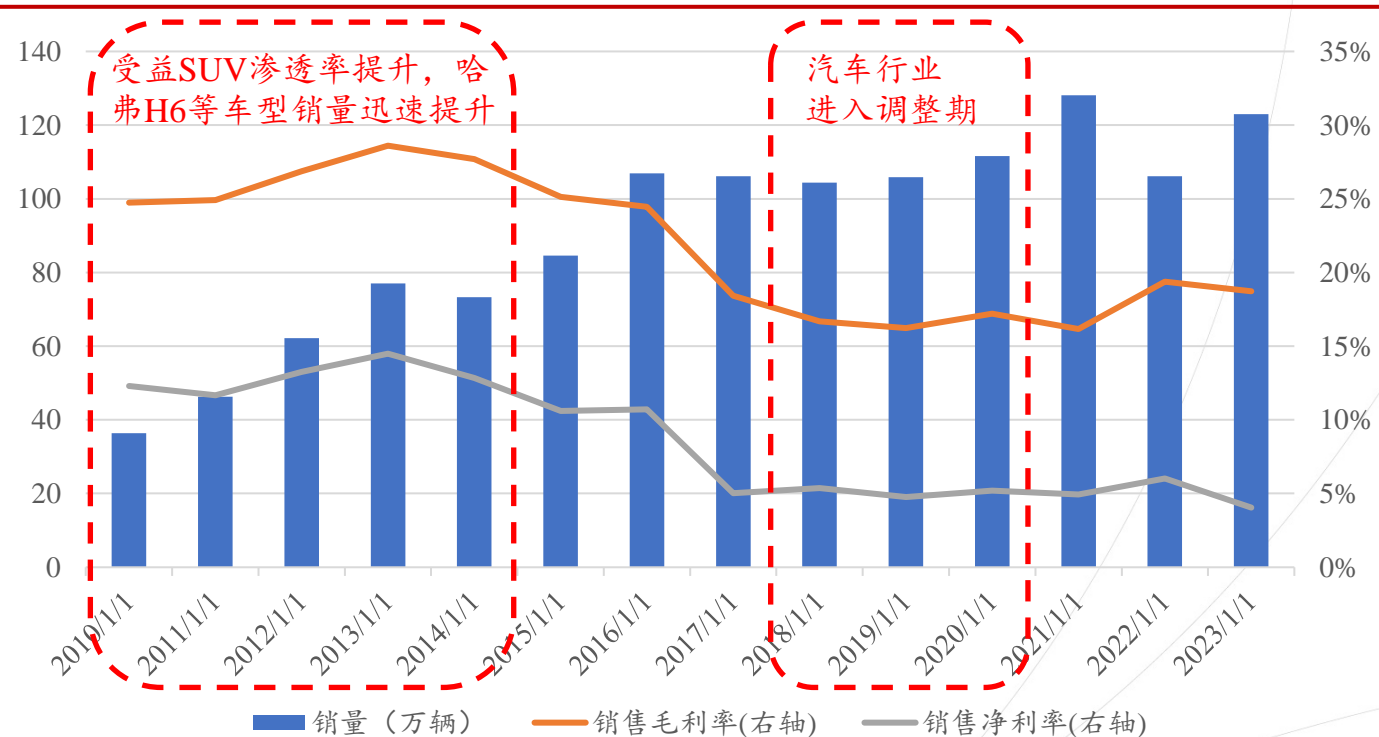
各车企销售毛利率

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
比亚迪	12.40%	14.39%	18.96%	19.00%	17.86%	18.72%	22.12%	21.22%
长安汽车	18.21%	22.36%	21.30%	20.89%	18.56%	16.41%	18.40%	
长城汽车	17.18%	19.79%	22.47%	17.93%	16.07%	17.41%	21.66%	18.47%
广汽集团	6.12%	6.23%	6.04%	9.37%	4.01%	6.02%	9.98%	6.93%
上汽集团	9.37%	9.56%	9.94%	9.52%	9.83%	9.54%	10.45%	10.71%
特斯拉	29.11%	25.00%	25.09%	23.76%	19.34%	18.19%	17.89%	17.63%
理想汽车	22.63%	21.51%	12.65%	20.21%	20.39%	21.76%	22.04%	23.45%
蔚来汽车	14.60%	13.02%	13.34%	3.87%	1.52%	0.99%	7.99%	7.48%
小鹏汽车	12.22%	10.88%	13.53%	8.66%	1.66%	-3.90%	-2.67%	6.20%

规模效应释放

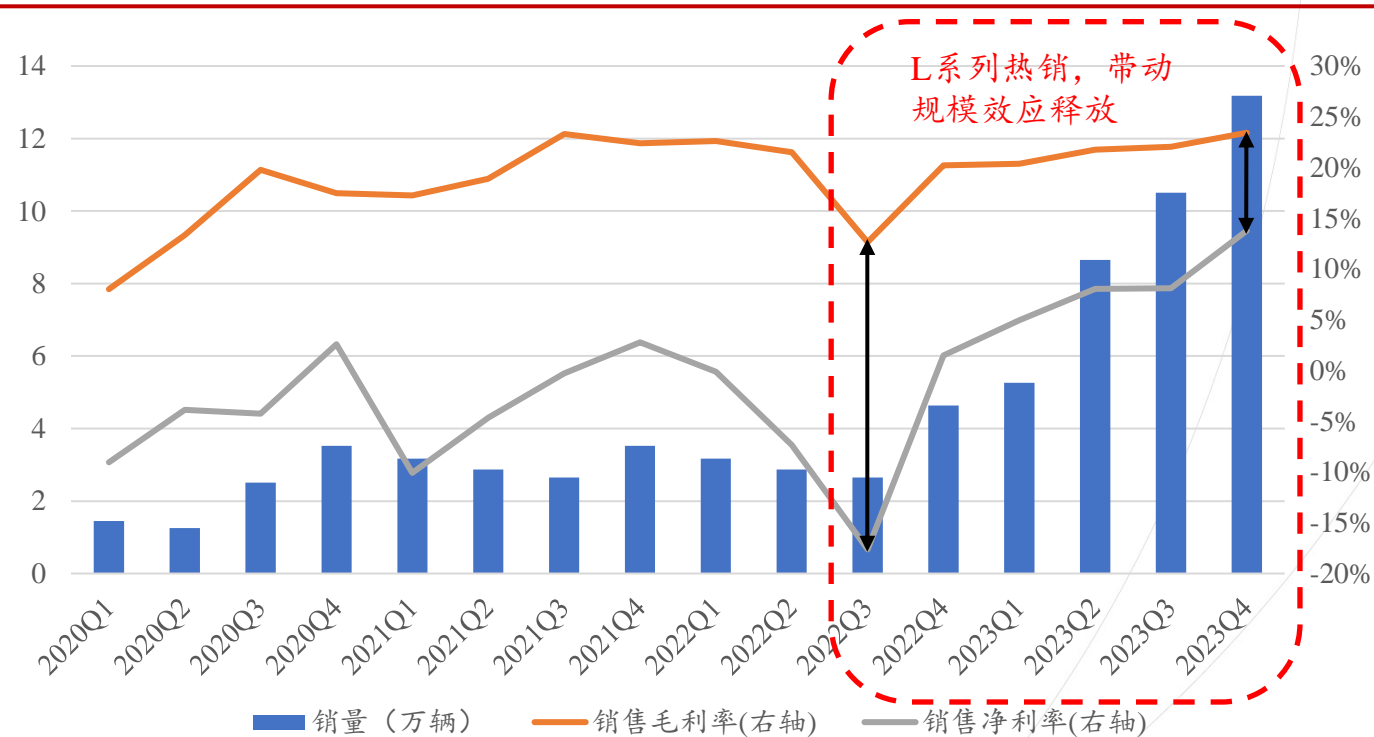
- ◆ 车企盈利核心驱动因素——规模：车企作为重资产行业，以及平台化生产模式，决定了汽车行业具有很强的规模效应。复盘车企销量和盈利能力变化情况，盈利能力迅速提升，往往总是伴随着销量的快速增长，反之亦然。

长城汽车销量与盈利能力



规模效应释放

理想新能源车销量与盈利能力

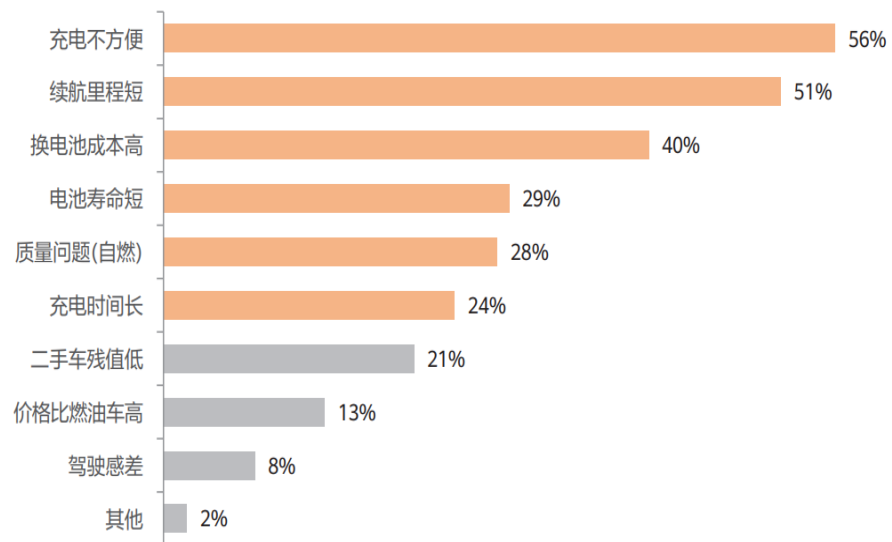


- 以价换量趋势延续
- 自主品牌销量分化
- **聚焦差异竞争**
- 投资策略
- 风险提示

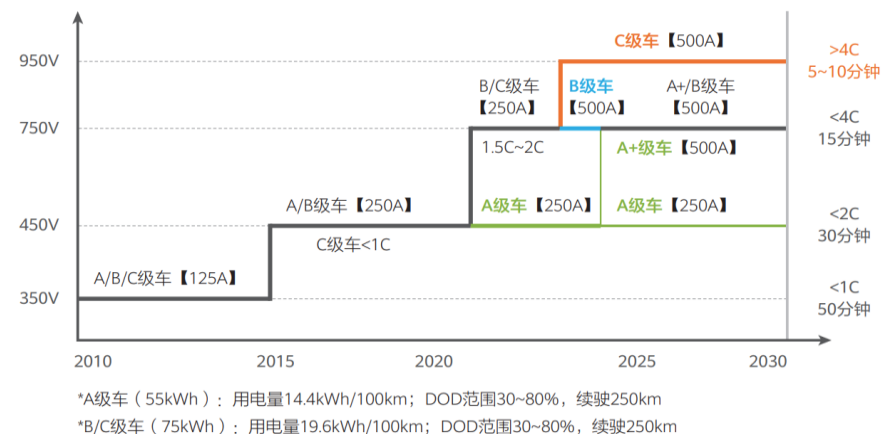
高压快充

- ◆ **由1-2C向4C发展**：在电动车推广初期，电动车补能主要以慢充为主。随着对补能效率关注的提升，动力电池厂商目前正推进动力电池充放电倍率从1-2C向4C发展。
- ◆ **主流车企选择高电压路线**：除特斯拉外主流车企选择高电压路线，能够支持更长时间快充，且不受散热问题的限制，但需对现有的基础设施进行升级改造，且对充电端和车端均有较高耐高压要求。

补能焦虑成为最大痛点

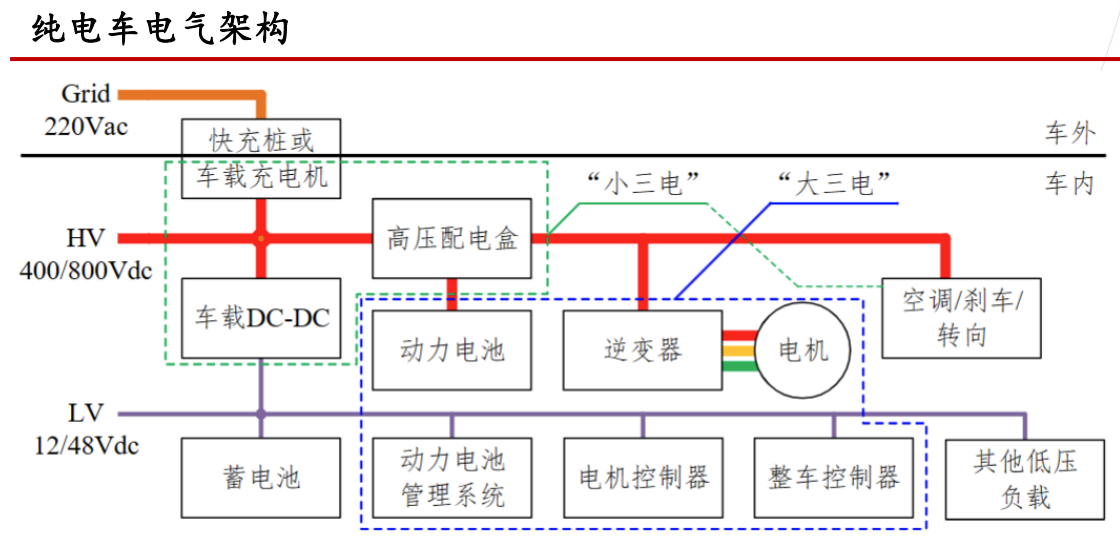


快充技术演进



纯电电气架构

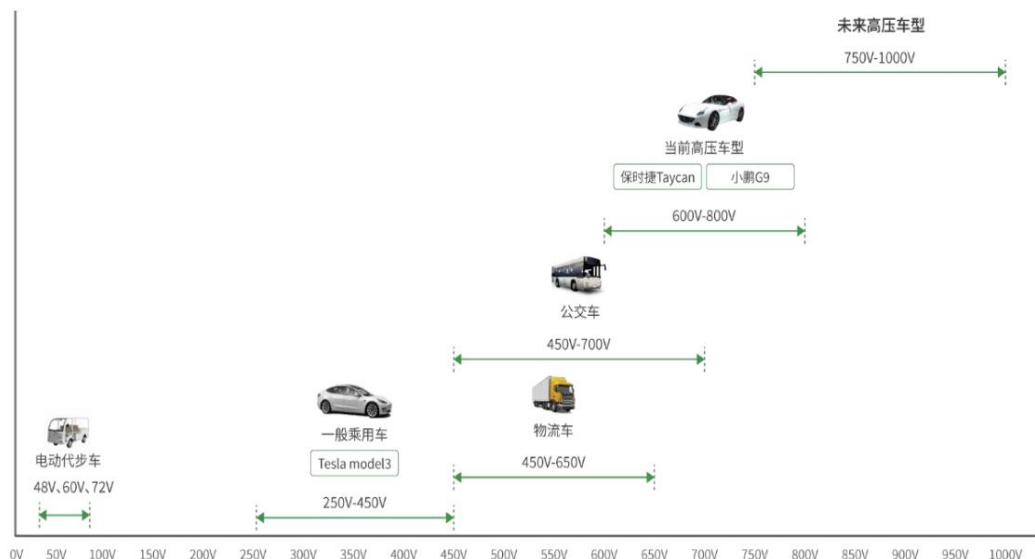
- ◆ 纯电车中核心电气零部件包括“大三电”动力电池、电机和整车控制器以及“小三电”车载DC-DC、车载充电机和高压配电箱等。
- ◆ **充电：充电桩/交流电源→动力电池。**新能源车充电可分为**直流充电（快充）**与**交流充电（慢充）**两种。当新能源车使用直流充电时，由于动力电池输入端口要求为直流电，故直流电可直接适配动力电池输入端口。而新能源车使用交流充电时，则需使用车载充电机将交流电转换为直流电后，进行充电。
- ◆ **放电：动力电池→车载用电设备。**新能源车低压用电设备运行时无法直接从高压动力电池取电，而是从低压蓄电池取电或通过DC/DC变换器从高压动力电池取电。并且低压蓄电池中储存的能量亦是**通过DC/DC变换器从高压动力电池取电获得的。**



800V高压平台

- ◆ **800V高压系统定义：**根据新能源整车高压电气系统电压范围进行划分，目前主流纯电电压系统为400V，对应整车高压电气系统电压范围达到230V-450V。而800V高压系统对应整车高压电气系统电压范围为550V-930V。而800V高压系统的典型特征就是电气部件采用800V电压平台。
- ◆ **800V较400V性能优势显著：**1) 相比400V系统，800V高压系统充电电流小，电池损耗，线束损耗以及充电桩损耗都可以降低；2) 当充电电流为500A时，800V高压系统可以将充电功率达到400kW左右，大大提高充电效率。

新能源车电压平台



800V高压平台

- ◆ **800V布局深入**：根据NE时代数据估算，2023年800V车型渗透率约为2%。后续随着车企对高压快充愈发重视，800V渗透率有望持续提升。以小鹏G6为例，其搭载全域800V高压碳化硅平台，起售价20.99万元，800V快充平台车型价格带已下探至20万元左右水平。

近期上市或即将上市的800V车型（非不完全统计）

车企	车型	动力类型	上市时间
比亚迪	海狮07EV	BEV	2023.11
	仰望U8	EREV	2023.11
理想	MEGA	BEV	2023.12
小鹏	X9	BEV	2024
奇瑞	智界S7	BEV	2023.11
	星纪元ES	BEV	2023.11
吉利	极氪007	BEV	2023.11
	银河E8	BEV	2023.11
智己	LS6	BEV	2023.10
	L6	BEV	2024
小米	SU7	BEV	2024
阿维塔	阿维塔12	BEV	2023.11
广汽	昊铂SSR	BEV	2023.10
	昊铂HT	BEV	2023.10

车载电源

- ◆ **车载电源:**主要应用于交流充电，其将交流电转为直流电为电池充电。车载电源包括车载充电机和车载DC/DC变换器，其中车载充电机（OBC）是指固定安装在新能源汽车上的充电机，其输入端口与交流充电口相连，输出端口与动力电池相连，充电时将单相交流电（220V）或三相交流电（380V）转换为动力电池可以使用的高压直流电，从而实现对新能源汽车动力电池的充电。而车载DC/DC变换器是电压变换装置，车载DC/DC变换器的输入端为动力电池，输出端口连接整车低压用电设备和低压蓄电池，其工作原理是将动力电池高电压侧能量转换为低电压侧能量，给全车低压用电设备及低压蓄电池供电。
- ◆ **车载电源高压化成为趋势:**顺应下游整车电压平台提升趋势，车载电源呈现高压化趋势。若将车载电源电压平台提升至800V，对其高绝缘耐压（需要承受800V等级的绝缘工作电压，以及器件间的爬电距离需相应提升以适应800V的工作环境）、高转换效率（整车零部件系统的导通损耗需降低至更低水平以适应800V的工作环境）以及低开关电磁干扰（随着电压的提升，电路中因开关动作产生的电磁干扰将随之上升，从而影响电路的正常工作，因此需将电磁干扰降低至合理水平）等性能提出更高要求。

提升电池倍率性能

- ◆ **包覆改性：**石墨负极为二维层状结构，锂离子从石墨的端头嵌入，继而扩散至颗粒内部，较小的层间距使得锂离子的扩散速率较低，在进行大倍率充电时，锂离子容易在石墨表面沉积形成大量锂枝晶，造成安全隐患。可通过表面包覆改性来解决以上问题，即以石墨类碳材料作为“核芯”，在其表面包覆一层均匀的无定形碳材料，形成类似“核-壳”结构的颗粒。由于无定形碳材料的层间距比石墨大，可改善锂离子在其中的扩散性能，并且可在表面形成致密的SEI膜，提高首效、循环寿命等。

负极包覆材料需求

		单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
磷酸铁锂	电池需求	GWh	127	309	518	736	960
	负极单位用量	吨/GWh	1250	1225	1201	1176	1153
	负极需求	万吨	15.88	37.85	62.21	86.55	110.69
	包覆比例		7.50%	7.50%	7.50%	7.63%	7.76%
	包覆沥青需求	万吨	1.19	2.84	4.67	6.60	8.59
三元	电池需求	GWh	238	312	385	492	603
	负极单位用量	吨/GWh	1250	1225	1201	1176	1153
	负极需求	万吨	29.75	38.22	46.24	57.86	69.53
	包覆比例		13%	13%	13%	13%	14%
	包覆沥青需求	万吨	3.87	4.97	6.05	7.79	9.46
合计包覆沥青需求		万吨	5.06	7.81	10.72	14.39	18.05
同比				54.36%	37.26%	34.28%	25.43%

- 以价换量趋势延续
- 自主品牌销量分化
- 聚焦差异竞争
- **投资策略**
- 风险提示

投资策略

- ◆ 投资主线1：销量端行业渗透率达到较高水平，增速显著放缓，各车企销量表现分化或将加剧。而盈利方面，虽价格竞争呈现愈演愈烈的趋势，但成本端仍有一定下降空间，同时新车周期向上的车企销量有望持续保持较快增长，规模效应释放可对冲降价压力。建议关注智能化布局领先的长安汽车、赛力斯和江淮汽车等。
- ◆ 投资主线2：车企差异化竞争聚焦高压快充和智能驾驶，有望带动锂电和车载部件升级。建议关注受益高压快充的信德新材和威迈斯，以及智能化相关零部件伯特利和华阳集团。

- 以价换量趋势延续
- 自主品牌销量分化
- 聚焦差异竞争
- 投资策略
- 风险提示

风险提示

- ◆ 汽车销量不及预期；
- ◆ 智能驾驶政策波动超出预期；
- ◆ 智能化推广不及预期；
- ◆ 原材料价格波动超出预期；
- ◆ 行业竞争超预期。

分析师声明

- 作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对投资者私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准：

- 推 荐：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在10%以上；
- 中 性：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在-10%~10%之间；
- 回 避：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数跌幅在10%以上。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 买 入：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在15%以上；
- 增 持：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在5%~15%之间；
- 中 性：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在-10%~5%之间；
- 回 避：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数跌幅在10%以上。