

# AI+汽车智能化2024H2投资策略： ——曙光将现

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

2024年6月17日

## ■ 汽车智能化投资节奏如何把握？

- 我们认为2023H2-2024H2是汽车智能化投资框架的重要拐点：1) 智能化在汽车行业内部从配角逐步走向主角。2) 汽车智能化或是AI板块黑马。也即把握汽车智能化投资节奏需要【跳出汽车行业思维定式，站在大AI视角去理解】。2024H2汽车智能化投资仍处于【估值驱动阶段】，【美国科技巨头AI进展+特斯拉/华为/小鹏智能化进展】重大事件是行情核心催化剂，【L3智能化渗透率】是核心验证数据。

## ■ 2024H2汽车智能化如何配置？

- 整车维度优选【特斯拉/华为系（赛力斯+长安汽车+北汽蓝谷+江淮汽车）/小鹏汽车】。2024H2-2026年我们预计国内L3智能化有望逐步突破30%，智能化体验领先的车企（特斯拉/华为系/小鹏）有望显著受益，国内车企格局将进一步重塑。
- 零部件维度优选【域控制器（德赛西威+华阳集团+均胜电子+经纬恒润等）】+【线控底盘（伯特利+耐世特等）】。国内L3智能化渗透率提升将直接带动域控制器赛道的量兑现，而通往L4的线控底盘技术迫切性增强。

- **风险提示：**全球AI技术创新低于预期；特斯拉FSD入华进展低于预期；L3智能化渗透率低于预期等



## ■ 汽车智能化投资节奏如何把握？

---

## ■ 汽车智能化2024H2如何配置？

---

## ■ 风险提示

---

## 一、汽车智能化投资节奏如何把握？

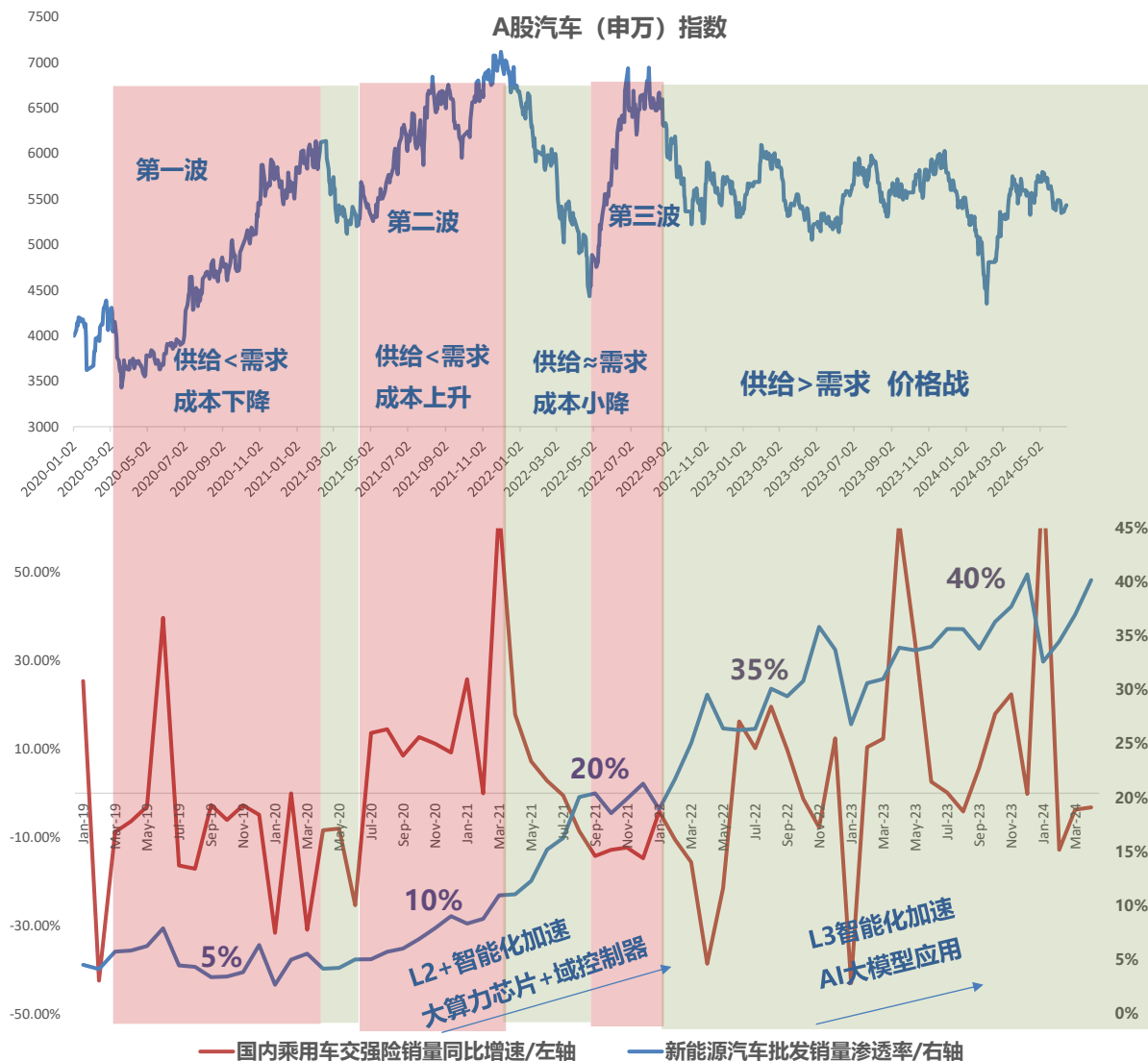
## ■从SUV的配角到新能源的配角。

➤ 无论2012-2016年汽车SUV大周期还是2020-2022年汽车新能源大周期，智能化行情往往都是在大周期的后半部分出现，因为标的业绩本身依然是SUV或新能源，智能化都是锦上添花。

➤ 回溯2020-2022年三波汽车智能化行情节奏把握的要点：

- 1) 乘用车交强险和新能源渗透率快速提升的2大前提实现背景下，L2++级别智能化进展加速，核心表现为大算力芯片+域控制器上车。
- 2) 下游车企/核心零部件业绩兑现。
- 3) 2023年以来这套逻辑却失效，原因在于2大前提指标共振幅度减弱且新能源进入持续价格战，L3智能化催化从硬件变成软件。

图：2020-2023申万汽车复盘



## ■ AI到底是什么？

- 基于目前有限的研究，我们认为【AI】代表了全球正在进行中的第四次科技革命浪潮，会对各行各业带来颠覆式的变化，人与社会组织形态也随之发生巨大变化，【虚拟世界】和【真实世界】或同等重要。第三次信息技术革命先后催生了【PC-手机】两大终端，成就了以【微软-亚马逊-谷歌-苹果】为代表的全球科技巨头公司，【微信-抖音】等为代表的中国互联网平台公司。**本轮【AI浪潮】可能会催生颠覆式的全新平台型应用，诞生全球伟大公司，目前谜底还未揭晓。**

## ■ AI对汽车意味着？

- 基于目前有限的研究，我们认为【AI对汽车影响或更大于PC/手机】。AI对PC/手机或是锦上添花，而AI对汽车或是颠覆式变化。未来汽车产品终极形态究竟是什么？这个问题目前没有答案，因为必须能穿透AI这轮全球技术革命方可回答，但我们可以大概率预判的是：**无人驾驶汽车并不是一个遥不可及的梦想。**我们认为【未来消费者每天花在汽车上时间持续上升】。过去1年大模型上车以来，车企智能化的迭代能力进入了加速阶段，特斯拉/华为/小鹏等代表智能驾驶体验均可验证。一旦未来汽车实现A-B点的自动驾驶，消费者对汽车依赖度有望显著上升。

- **先理解AI再理解汽车。意味着汽车的投资模式或发生质的变化。**

## ■ 汽车智能化或是汽车内部主角

➢ 这意味着：汽车L3及以上智能化渗透率出现拐点，智能化成为车企/零部件业绩的核心变量。

## ■ 汽车智能化或是AI黑马

➢ 这意味着：汽车智能化变化应与全球AI技术变化及全球科技巨头动向及其他AI应用领域联动。

应用

1. 游戏/在线教育/电商等再升级；
2. **无人驾驶**/智慧城市/智慧工厂等；
3. 构建镜像世界（独立于现实世界）

美国

中国

微软+谷歌+苹果+  
亚马逊+Meta等

腾讯/阿里等

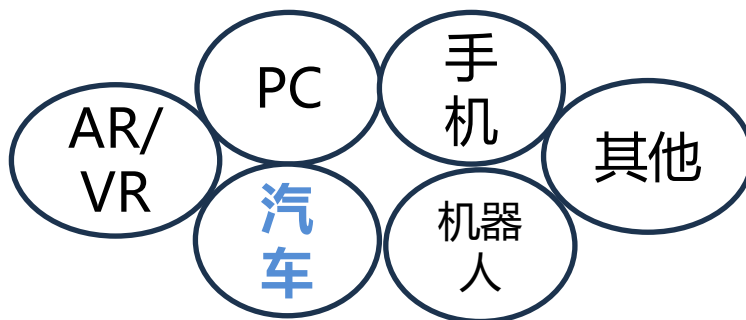
特斯拉等

华为/小鹏等

英伟达  
Open AI等

寒武纪等

终端



底座

算力

算法

数据

## ■英伟达业绩/估值共振，股价持续引领

➤ 云端算力需求爆增驱动股价过去6个季度业绩超预期

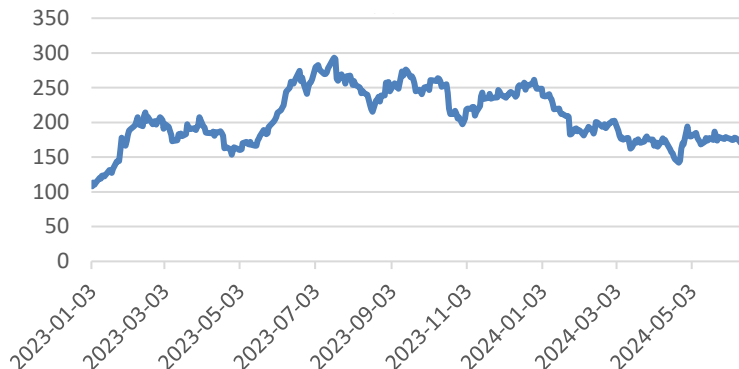
## ■苹果/谷歌/微软/亚马逊/meta估值修复

➤ 与OpenAI合作或自研大模型打开未来新成长空间

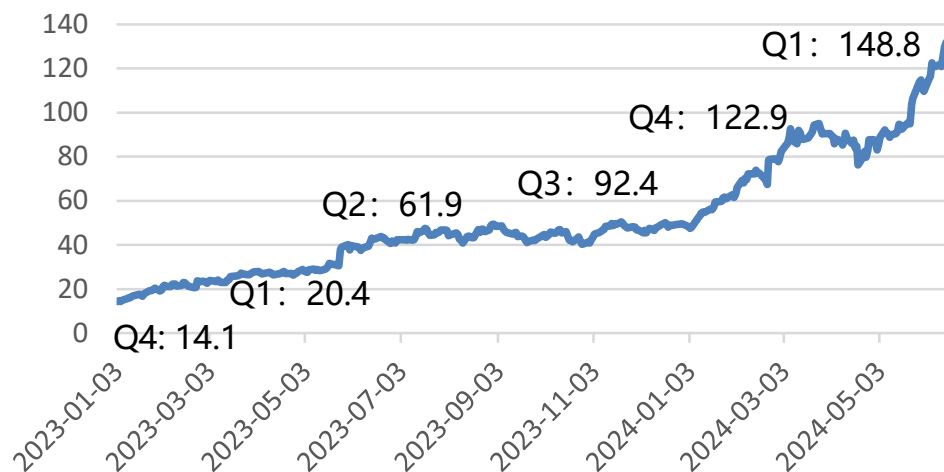
## ■特斯拉业绩/估值承压，股价筑底企稳

➤ 创立xAI（对抗OpenAI），新车上市节奏不及预期

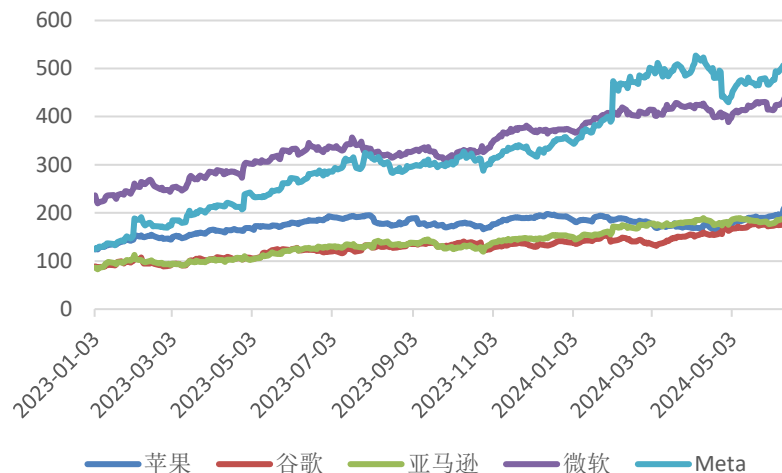
图：特斯拉股价/美元



图：英伟达股价/美元



图：美股科技巨头股价/美元





## ■ 英伟达业绩/估值共振，股价持续引领

➤ 云端算力需求爆增驱动股价过去6个季度业绩超预期

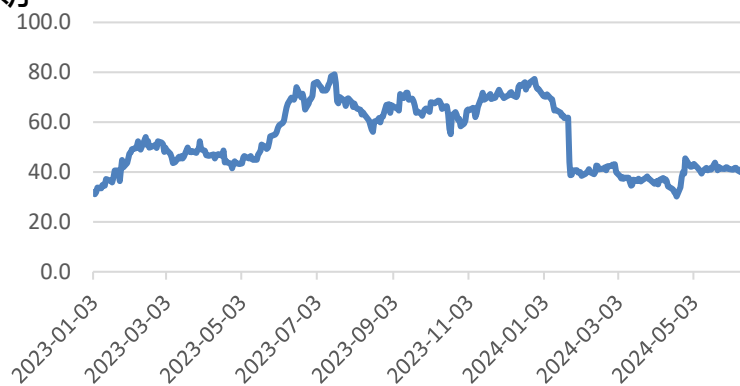
## ■ 苹果/谷歌/微软/亚马逊/meta估值修复

➤ 与OpenAI合作或自研大模型打开未来新成长空间

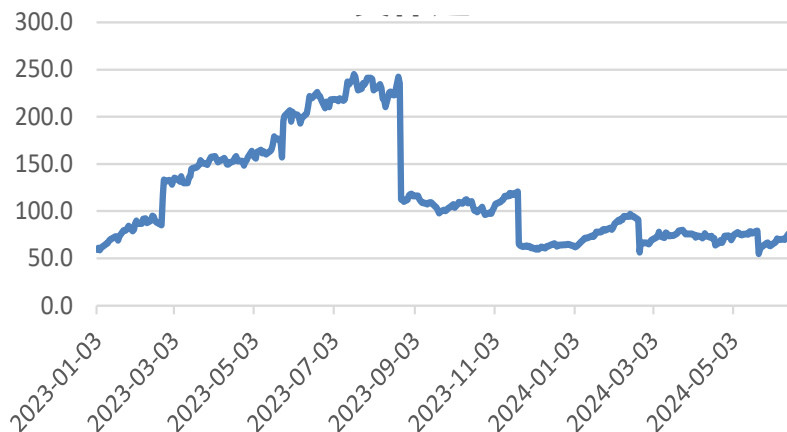
## ■ 特斯拉业绩/估值承压，股价筑底企稳

➤ 创立xAI（对抗OpenAI），新车上市节奏不及预期

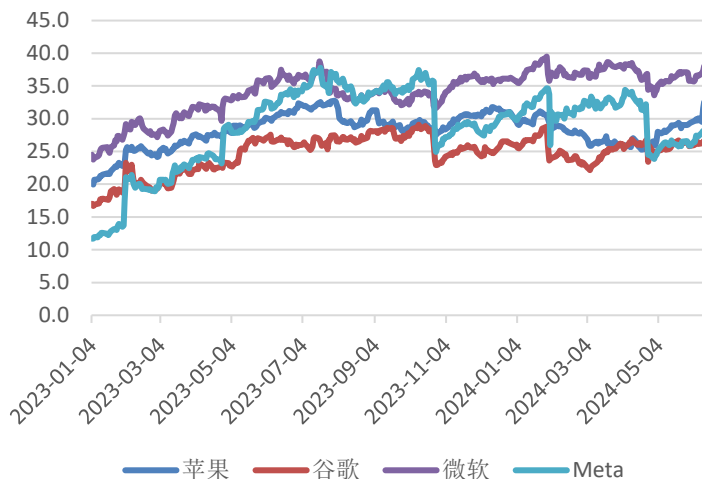
图：特斯拉PE(TTM)



图：英伟达PE(TTM)



图：美股科技巨头PE(TTM)

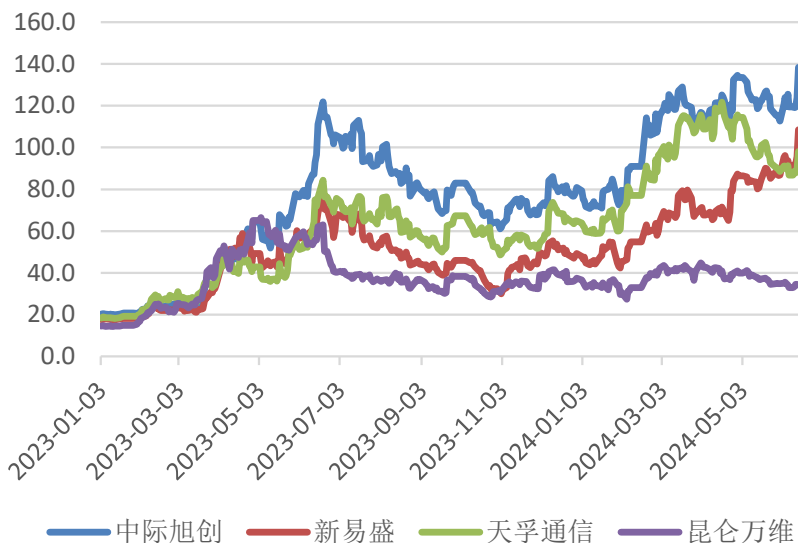


- 配套英伟达的光模块公司引领国内AI行情，云端算力（以寒武纪为例）/大模型（腾讯/阿里为例）/大模型应用类（昆仑万维等游戏为例）紧跟。
- 汽车大模型应用在L3智能化以华为系（赛力斯为代表）/小鹏汽车/德赛西威（英伟达AI芯片合作伙伴）或成为国内AI后期扩散行情

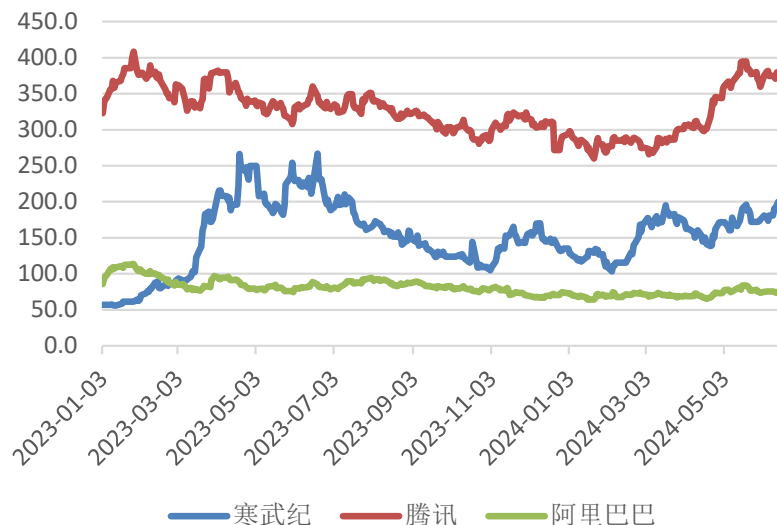
图：智能化车企及零部件股价/元



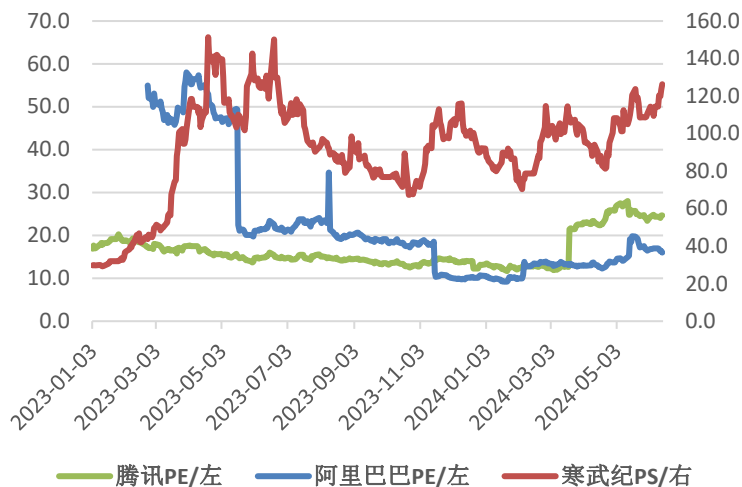
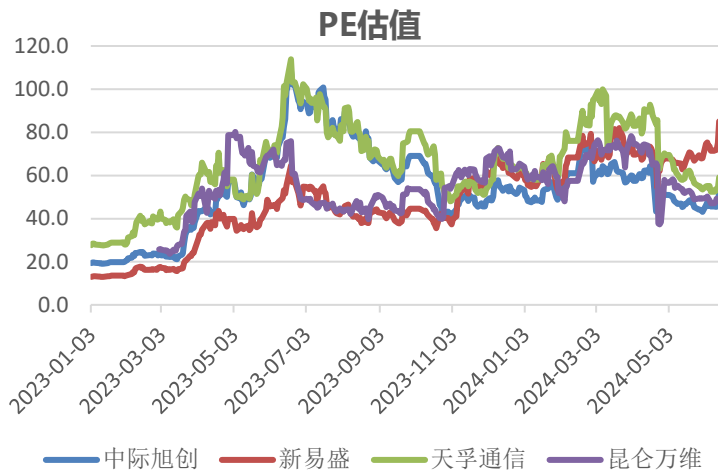
图：AI相关公司股价/元



图：AI相关公司股价/元



- 配套英伟达的光模块公司引领国内AI行情，云端算力（以寒武纪为例）/大模型（腾讯/阿里为例）/大模型应用类（昆仑万维等游戏为例）紧跟。
- 汽车大模型应用在L3智能化以华为系（赛力斯为代表）/小鹏汽车/德赛西威（英伟达AI芯片合作伙伴）或成为国内AI后期扩散行情



## ■ 硬件&软件均进入摩尔定律阶段，2024H2-2025年L3智能化体验进入新阶段

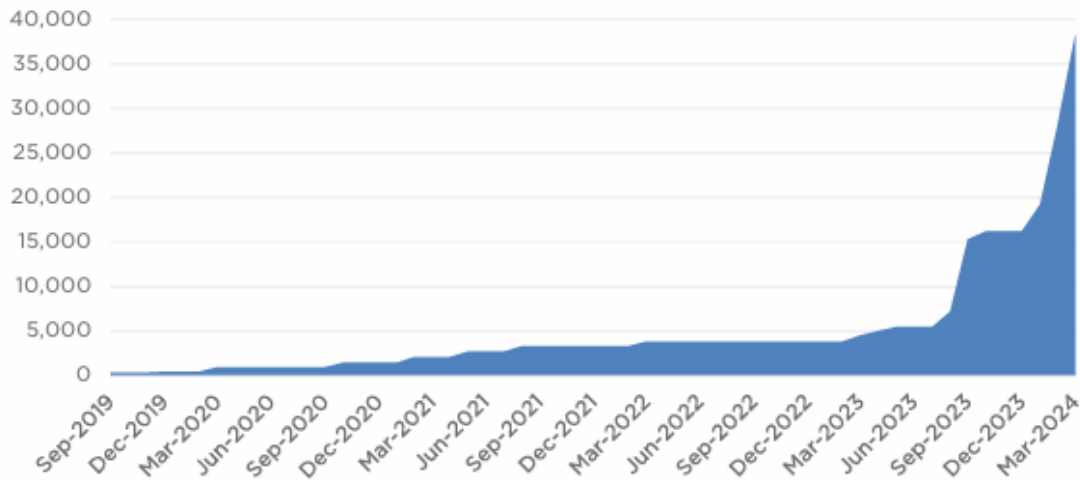
领域	时间	重大事件
特斯拉	8月	特斯拉或发布robotaxi
	H2	特斯拉FSD或入华
华为	6月21日	华为HDC开发者大会（盘古大模型）
	8月	华为享界S9上市（ADS3.0发布）
	8月	长安-华为车BU合作进展
	9月	华为智界R7上市
	H2	华为-江淮合作进展
小鹏	Q3	小鹏汽车MONA上市/大模型迭代
美国科技巨头	8月	2024年世界机器人大会
	H2	苹果AI手机进展
	H2	ChatGPT5进展
	H2	微软 AI PC 和Copilot进展
	H2	其他海外AI科技动态

## 二、汽车智能化2024H2如何配置？

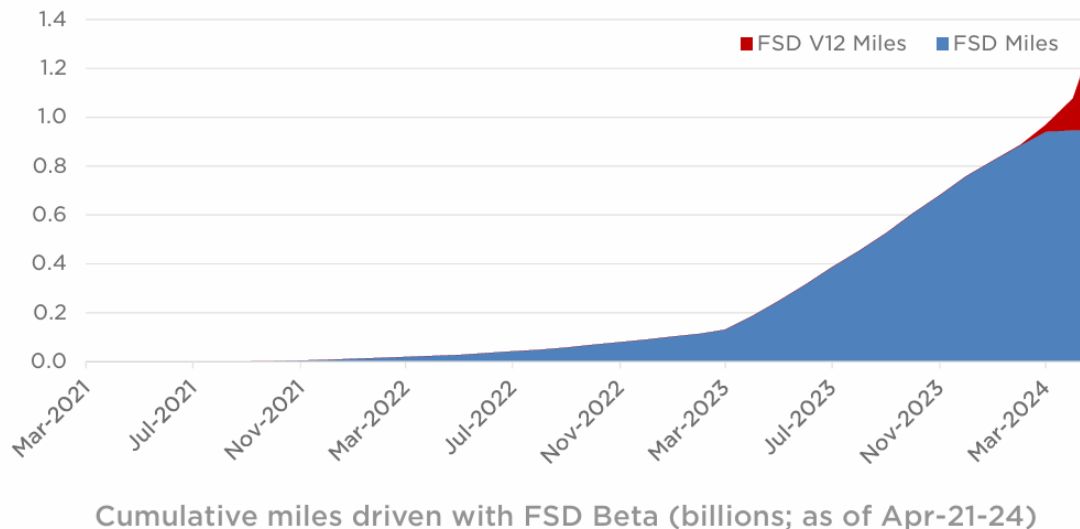
## 2.1 整车维度：特斯拉/华为系/小鹏

- 根据特斯拉2024Q1季度财务报表，自2023年3月FSD v11发布之后，FSD累积行驶里程增加速率陡然加快，2024年3月后已突破12亿英里，主要系占用网络（3D BEV）+Transformer技术的上车应用，高速与城区道路的架构统一有效改善消费者使用体验；
- 2024年初特斯拉依托于端到端解决方案的FSD v12版本小范围推送，由数据感知的输入直接跨过预测和规划决策，输出为执行端指令，规则驱动转为数据驱动，不依赖算法工程师的能力而转为依赖数据的保有数量和质量，FSD累计里程数增长再次提速。

图：特斯拉人工智能训练能力（H100等效GPU）



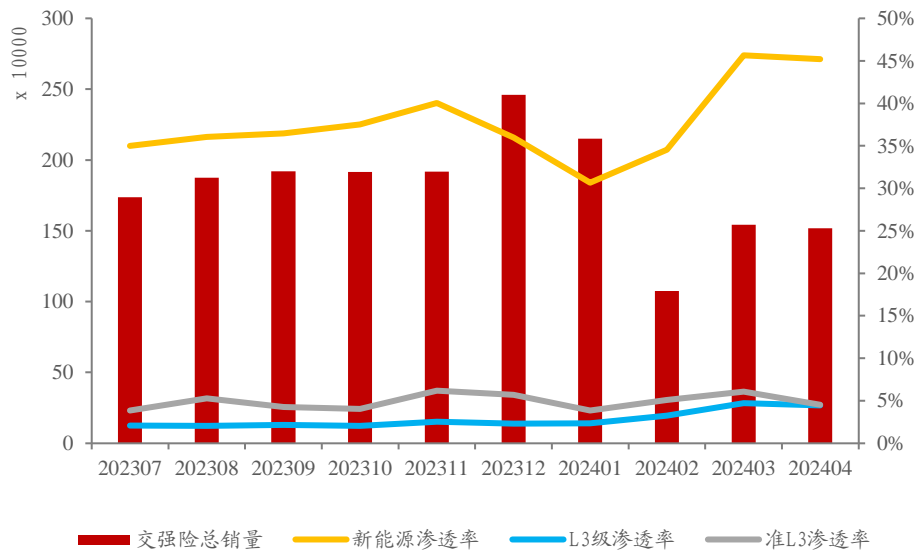
图：特斯拉FSD累计里程数变化（十亿英里）



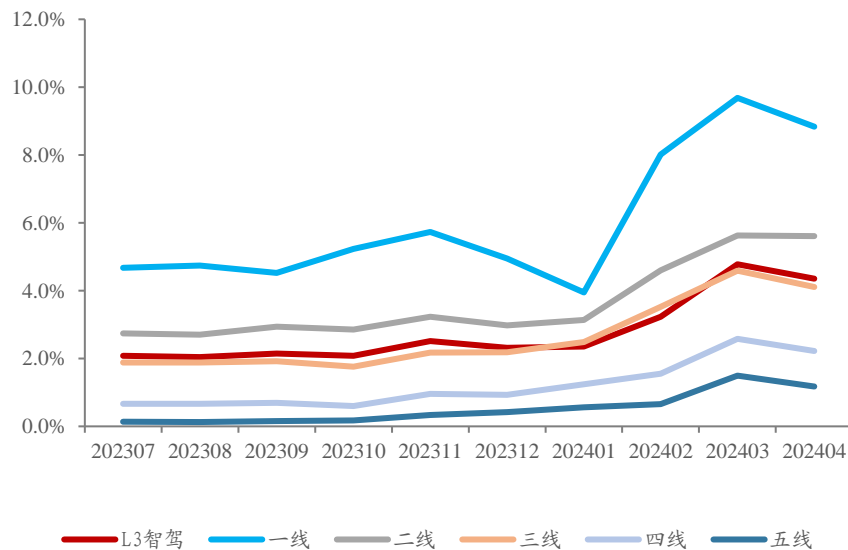
## 国内整体情况

- **新能源汽车全行业渗透率：**2024年4月，新能源汽车销量渗透率达到45.2%，环比-0.5pct；L3级智能驾驶汽车销量渗透率为4.5%，环比-0.2pct；准L3级智能驾驶汽车销量渗透率为4.5%，环比-1.5pct，主要系4月特斯拉FSD销量下滑所致。电动化、智能化渗透率相辅相成，同频共振。
- **分线城市L3智驾占比：**不同地区L3智驾占比整体呈差异化上升趋势，其中一、二线城市占比领跑全国，2024年4月，一线城市L3智驾销量渗透率达8.8%，环比-0.9pct，远超全国平均水平；二线城市L3智驾销量渗透率为5.6%，环比持平。

图：2023年7月-2024年4月汽车销量（辆）及新能源、智驾渗透率



图：2023年7月-2024年4月分线城市L3智驾占比

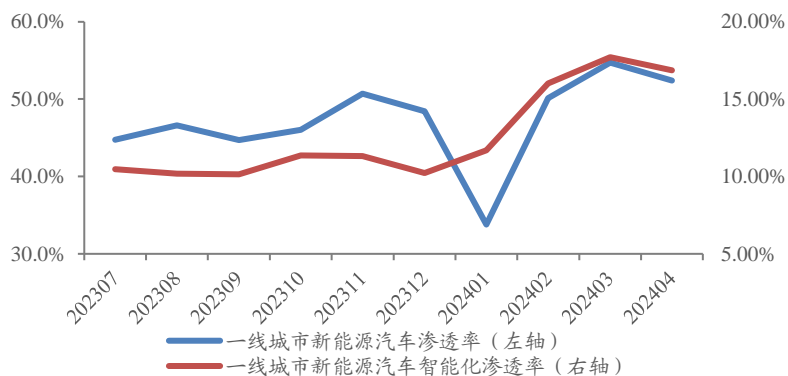




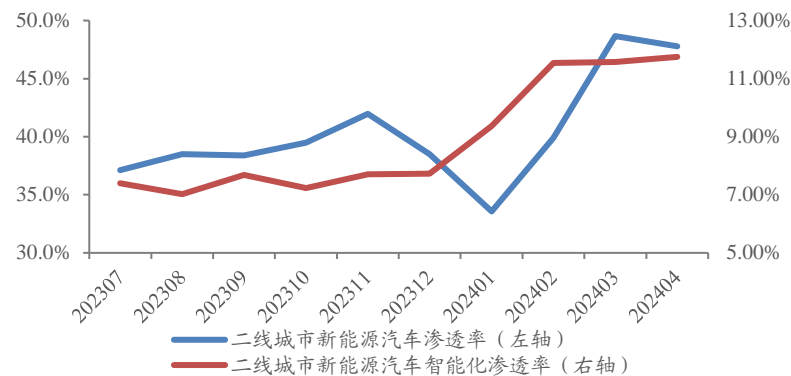
## 分线城市情况

- 新能源汽车分线城市渗透率：分线城市新能源渗透率分化，4月整体新能源渗透率维持在3月高位
- 新能源汽车智能化分线城市渗透率：4月新能源智能化渗透率除二线城市外略有下滑

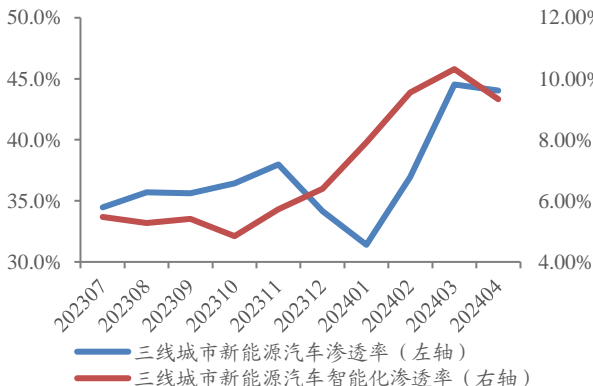
图：2023年7月-2024年4月一线城市新能源渗透率及新能源智能化率



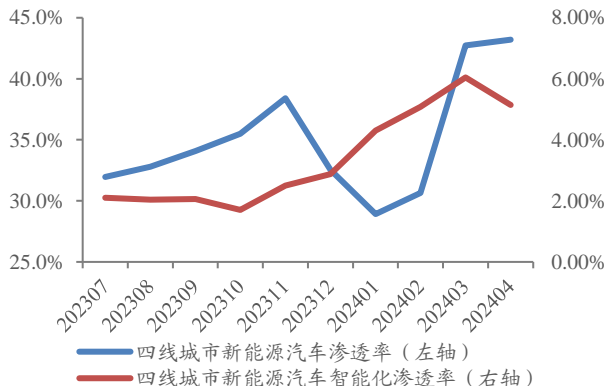
图：2023年7月-2024年4月二线城市新能源渗透率及新能源智能化率



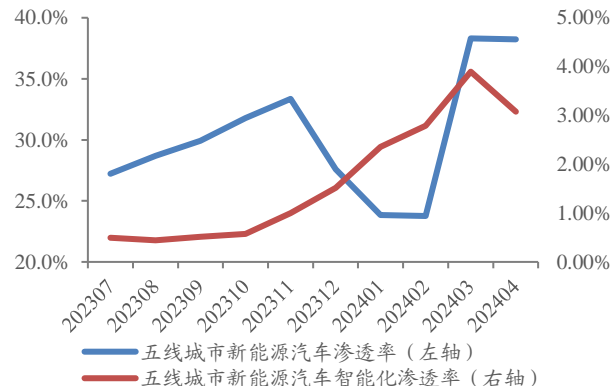
图：2023年7月-2024年4月三线城市新能源渗透率及新能源智能化率



图：2023年7月-2024年4月四线城市新能源渗透率及新能源智能化率



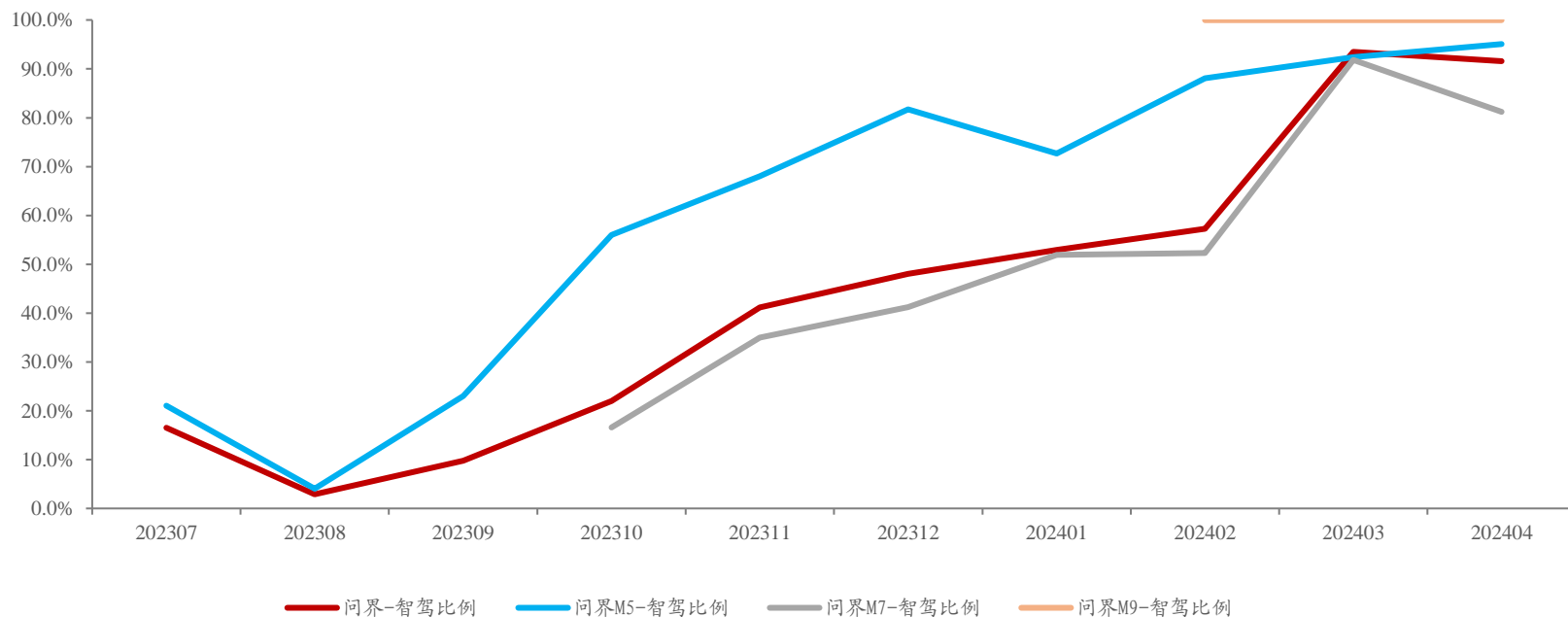
图：2023年7月-2024年4月五线城市新能源渗透率及新能源智能化率



## ■ 主要车企情况——问界

- 问界各类型智驾比例：2024年4月问界销量24834辆，智驾型销量22747辆，总体智驾比例达91.6%，环比-1.9pct，已达全国领先水平。其中，M5/M7/M9智驾比例分别为95.1%/81.2%/100%。
- 虽然问界智驾4月销量比例略有下滑，但相较2024年2月57.2%的占比仍然提升较大，主要原因系M7智驾渗透率增速较快，M9车型持续起量。

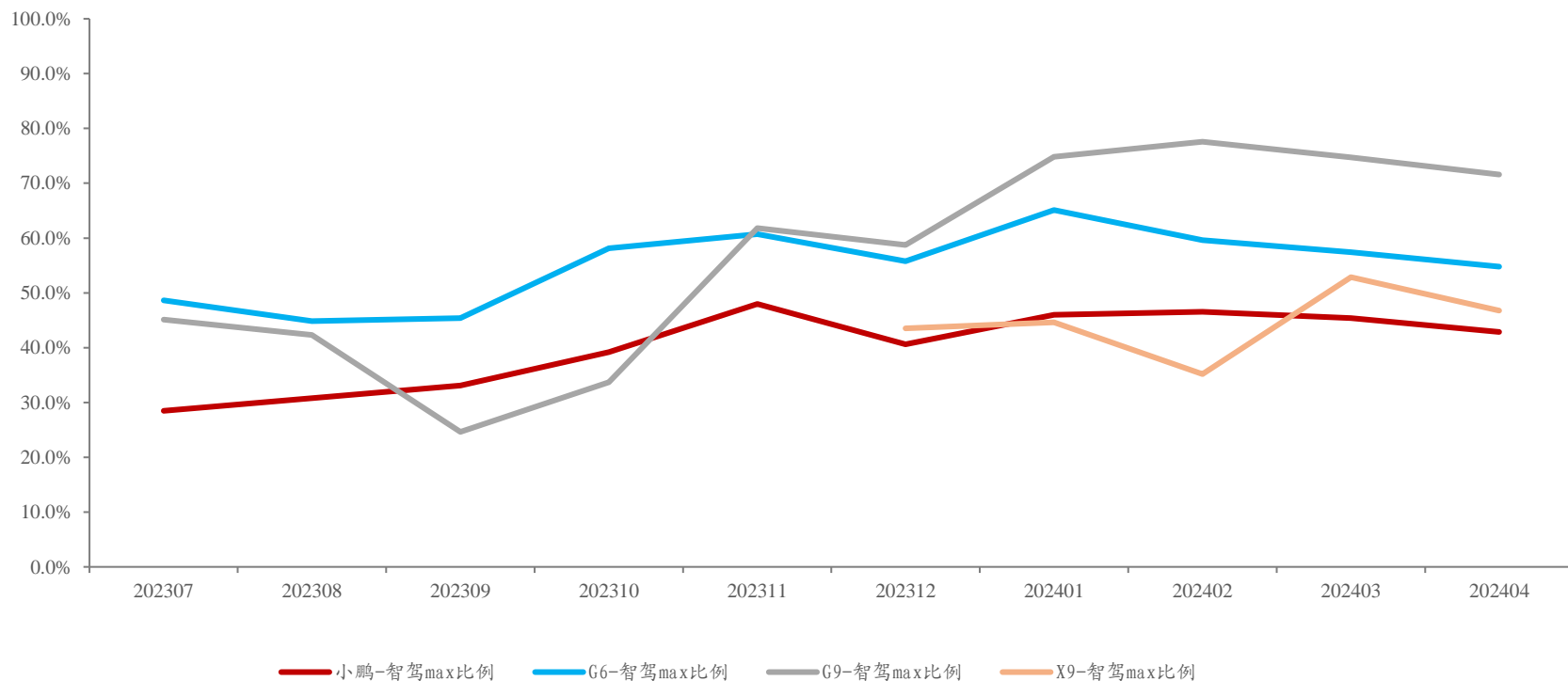
图：2023年7月-2024年4月问界各类型智驾比例



## ■ 主要车企情况——小鹏

- 小鹏各类型智驾比例：2024年4月小鹏销量8870辆，智驾型销量3801辆，总体智驾比例达42.9%，环比-2.5pct，整体略有下降。其中，G6/G9/X9智驾比例分别为57.8%/71.6%/46.8%。
- 小鹏各车型智驾渗透率均出现小幅下滑，X9智驾渗透率3月冲高，4月回落，但与年初相比仍在高位。

图：2023年7月-2024年4月小鹏各类型智驾比例



- 2020年为特斯拉“硬件为先，软件随后”策略的重要窗口，【大模型】是特斯拉引领本次变革的核心抓手。【HydraNet/FSD芯片+Transformer/Dojo】等6次硬件变化升级+3次软件架构的重大创新变革，均体现特斯拉第一性原理的经营思想。

图：特斯拉边缘端/云端软硬件历史迭代

		2014.10	2016.10	2017.07	2019.04	2021.07	2022.04	2023Q2	2024Q1	
边缘端	FSD历史重要阶段 (软件)	Autopilot1.0	Autopilot2.0		Autopilot3.0	FSD Beta v9	FSD Beta v10.11	FSD Beta v11.3	FSD v12	
	硬件解决方案	名称	HW1.0	HW2.0	HW2.5	HW3.0			HW4.0	
		芯片	Mobileye Q3	英伟达 drive PX2	英伟达 drive PX2+	自研FSD1.0			自研FSD2.0, 算力五倍	
		传感器	1摄像头+1毫米波雷达+12超声波雷达	8摄像头+1毫米波雷达 (2.5升级)+12超声波雷达		8摄像头+1毫米波雷达+12超声波雷达			12摄像头+1毫米波雷达	
	软件解决方案	标注	人工标注				BEV+Transformer架构, 数据驱动深度学习, 使得自动标注落地			
		感知	外采Mobileye黑盒	自研图像识别+多传感器后融合策略		自研芯片硬件, Hydra Net驱动多头任务实现, 进一步提升	BEV+Transformer上车, 特征级融合落地, 实现感知大模型, 无图城市领航功能上车	占用网络上车, 泛化能力增强, 功能维度统一高速与城市领航辅助		感知+规控全域端到端落地, 持续算法训练, 追求具身智能
		规控	自研rule-base				rule为主, 开发learning-base			
	备注	2015.04开启自研软件	2017.03自研算法, 硬件升级但功能降级	2018年开发更好实现多传感器融合的策略	硬件储备完成	感知能力升级驱动无图化		泛化能力增强驱动传感器简化	硬件再次迭代, 支持软件进一步升级	北美开放, 即将入华
	云端						2021年8月官宣Dojo, 利用海量的数据, 做无监督的标注和仿真训练, 更好驱动大模型; 世界模型加速大模型仿真			

## 智能驾驶软件算法架构历经两次框架变化：

- 1) 2D+CNN小模型向Transformer大模型进化，智驾迭代由**工程师驱动转为数据驱动**：2020年特斯拉BEV上车，**数据后融合变为特征级融合**，提升数据利用效率和结果准确性，同时**数据标注由人工转为模型自动**，迭代提效；2022年占用网络落地，**泛化能力进一步增强**，实现感知维度端到端；2023年数据驱动算法持续迭代，规控环节端到端落地，**rule-base比例降低，能力优化**。
- 2) 模块化端到端进化为全栈端到端，**World Model逐步完善，数据驱动变为认知驱动，向L4迭代**。特斯拉FSD v12起转向智驾环节全栈端到端，数据闭环后World Model逐步演化完善，基于历史数据去理解未来的范式进步为基于常识和规律自我学习进化的范式，实现无接管的L4智驾。

图：智驾软件算法路径变化以及各玩家阶段对应

底层感知逻辑	算法架构	对应智驾功能	对应FSD版本	行业玩家掌握程度
传统CV	2D+CNN	L2	Autopilot阶段	2020年以前行业的主流方案
ViT	BEV	L3	FSD v9	当前国内主流OEM+Tier玩家主要竞争环节
	占用网络		FSD v10~v11	
DiT	World Model	L4	FSD v12	2024年特斯拉FSD v12首次采用

备注：1) FSDv11相比v10核心迭代在于learning-base神经网络基本主导规控环节，因此体验更流畅；2) 国内车企对比以各家公开的产品功能落地和研究宣发为准，不代表车企自身的内部非公开研发规划；3) 参考特斯拉，各玩家智驾等级迭代较快，需高频跟踪，当前水平划分不代表长期。

特斯拉FSD版本	算法架构	对应智驾功能	对应落地时间	国内车企当前水平对应阶段
FSD Beta v9~v10	BEV+Transformer	城市领航落地	2021.07之后	小米
FSD Beta v10.11	占用网络	城市领航快速铺开	2022.04	理想/蔚来/百度
FSD Beta v11.3	感知端到端，规控环节rule-base比例降低	城市+高速+泊车等全场景贯通	2023Q2	华为/小鹏
FSD v12	世界模型下全栈端到端	全场景贯通且逐步迭代为零接管	2024Q1	24H2起华为/小鹏陆续迭代方向（规划阶段，尚未落地）

- **华为ADS智驾系统历经三次迭代**：2021~2023年，BEV+GOD（类似于占用网络）支持感知端大模型化，实现感知维度端到端，在感知硬件逐步简化的同时支持无图模式城市NCA加速开放；2024年华为重磅迭代模块化端到端，覆盖感知及规控环节，全场景贯通。

图：华为ADS持续进化历史迭代

版本		ADS 1.0	ADS 2.0	ADS 3.0
发布时间		2021.4	2023.4	2024.4
软件	架构	模块化	模块化，感知端到端	感知GOD大网，规控决策PDP端到端
		BEV网络	BEV网络+GOD网络	GOD大网，输入PDP端到端落地
	感知方式	白名单目标+道路结构，需要高精地图	识别异形障碍物，无图化，泛化能力提升	全面的物理世界理解，感知场景语义
	增强功能	L2级别LCC	城区道路NAC、LAEB、GAEB、ELKA、城区LCC PLUS、哨兵模式	全场景贯通NCA，CAS 3.0、ESA、车位到车位NCA、窄空间泊车
硬件	视觉传感器	13颗	11颗，前挡风减少2颗	摄像头+雷达全融合
	毫米波雷达	6颗，3D毫米波雷达	2颗，3D毫米波雷达	升级为4D毫米波雷达，性能提升35%
	激光雷达	3颗，华为等效96线半固态前保1颗+前保侧面2颗	1颗，速腾聚创（车顶）	192线，增强全天候、小目标检测能力
	云端算力		2.8EFLOPS（截至2023年11月）	3.5EFLOPS
智驾功能定位		L2	L2+	L3-L5
解决方案		全系标配	全系标配	中高端：含1/3颗激光雷达+4D毫米波雷达 入门级：视觉ADS，支持高速NCA
应用车型		北汽极狐α、阿维塔	问界/智界/享界全系	-

- **软件维度：**小鹏Xpilot/XNGP/XNGP+迭代围绕【增加learning-base使用率，端到端全覆盖】的目标架构，XNGP落地BEV+Transformer架构实现感知维度端到端，规控环节逐步引入learning-base；2024年XNGP+有望在rule-base基础上实现感知-规控模块化端到端XBrain。
- **Xbrain：**XNet 2.0融合了行业最高精度的纯视觉占据网络，可实现动/静态BEV、占据网络三网合一；基于神经网络的XPlanner可结合分钟级以上的时序连续动机，并依据周边环境信息及时变通，生成最佳运动轨迹。5月OTA上车的XNGP+将实现上述感知大模型升级和规控大模型上车。

图：小鹏汽车Xbrain终极架构

	Xpilot		XNGP		XNGP+		
<b>搭载时间</b>	2019~2022		2023Q2~2024Q2		2024H2		
<b>智驾等级</b>	L2		L2+		L3~L5		
<b>首款车型</b>	G3		G6		-		
<b>感知环节</b>	Sensor Input		Sensor Input		Sensor Input		
	2D Perception		XNet	Sensor Fusion		Xbrain(XNet+Xplanner)	Sensor Fusion
	2D Object	2D Lanelines		Online Local Map			
	Sensor Fusion	Lane Fusion					
<b>规控环节</b>	3D Tracks	3D Lanelines	3D Tracks	3D Lanelines			
	Rule-based Prediction		Prediction Net	Rule Pred			
	3D Tracks Prediction		3D Tracks Prediction				
	Rule-based PnC		Rule-based PnC				
<b>执行环节</b>	Ego Control		Ego Control		Ego Control		

# 特斯拉：FSD加速迭代，H2入华有望刺激销量

- ◆ **2024Q2业绩预测**：我们预计公司Q2交付短期承压，同比小幅下滑，环比季节性增长；同时国内市场价格下降以稳定市场份额，整体归母净利润同比下滑。
- ◆ **2024H2核心看点**：FSDv12小版本持续更新迭代，真正实现全场景点对点“自动”驾驶，H2FSD有望入华，刺激销量进一步增长；8月发布Robotaxi，全新商业模式落地有望贡献增量。

表：特斯拉业绩拆分（未特别注明，单位为亿美元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
总销量-披露口径（辆）	103,181	245,496	367,656	499,647	936,222	1,313,851	1808581
单车售价/万美元	8.27	7.18	5.43	5.24	4.87	5.12	4.34
汽车销售总额	96.42	185.15	208.21	272.36	472.32	714.62	824.19
营业收入	117.59	214.61	245.78	315.36	538.23	814.62	967.73
毛利	22.23	40.43	40.69	66.30	136.06	208.53	176.60
研发费用	(13.79)	(14.60)	(13.43)	(14.91)	(25.93)	(30.75)	(39.69)
销售、行政及一般费用	(24.76)	(28.34)	(26.46)	(31.45)	(45.17)	(39.46)	(48.00)
归属普通股股东净利润	(19.60)	(9.77)	(8.62)	7.21	55.19	125.56	149.97
毛利率	18.90%	18.84%	16.56%	21.02%	25.28%	25.60%	18.25%
汽车销售毛利率	21.20%	22.38%	20.11%	24.78%	28.90%	26.20%	17.05%
研发费用率	11.73%	6.80%	5.46%	4.73%	4.82%	3.77%	4.10%
销售、行政及一般费用率	21.06%	13.21%	10.77%	9.97%	8.39%	4.84%	4.96%
所得税率	-1.45%	-5.87%	-16.54%	25.30%	11.02%	8.25%	-50.15%
净利率	-16.67%	-4.55%	-3.51%	2.29%	10.25%	15.41%	15.50%



# 小鹏汽车：全新车型M03上市有望贡献增量

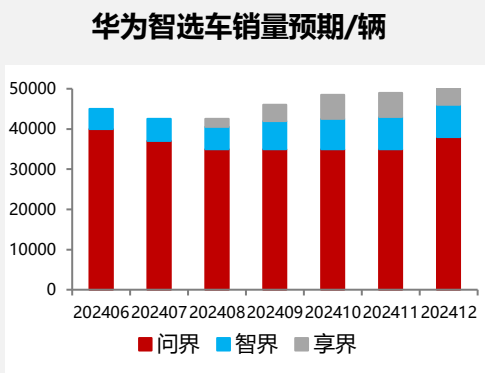
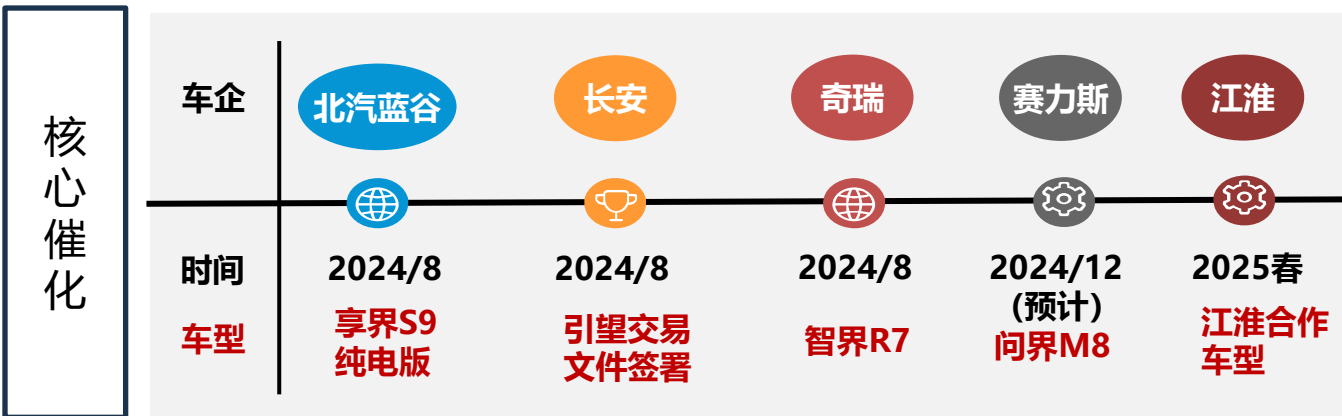
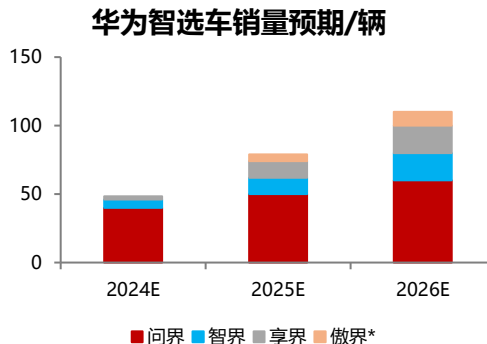
- ◆ **2024Q2业绩预测**：公司预计Q2合计交付2.9~3.2万台，同比增加25%~38%，总收入75~83亿元，折算单车均价25.9万元左右。考虑公司交付规模同环比明显增加，规模效应增强，但产品结构环比走差（X9交付占比下降），我们预计Q2公司净亏损环比基本持平，同比则明显降低。
- ◆ **2024H2核心看点**：小鹏全新A级轿车产品M03预计于24Q3正式上市并交付，以“智驾平权”为产品重要卖点，爆款可期；随终端产品保有量增加，端到端大模型有望助力产品智驾体验持续优化，增强产品竞争力。

表：小鹏汽车业绩拆分（未特别注明，单位为亿元）

注：盈利预测源自东吴汽车团队

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销量/万辆	12.1	14.3	18.6	40.0	57.0
YOY	24%	18%	30%	115%	43%
老车型（P7+G3+P5）/ 万辆	11.4	7.0	2.3	5.5	17.0
G9/万辆	0.7	2.8	3.2	5.0	5.0
G6/万辆		4.5	4.5	7.5	8.0
X9/万辆		0.0	3.2	4.0	4.0
单价/万元	20.6	21.5	20.7	17.9	17.3
总营收	268.5	306.8	444.5	827.0	1146.4
毛利率	11.5%	1.5%	13.1%	15.3%	17.9%
研发费用	52.1	52.8	70.5	95.1	108.9
研发费用率	19.4%	17.2%	15.9%	11.5%	9.5%
归母净利润	-91.4	-103.8	-56.6	-33.6	10.8
归母净利率	-34.0%	-33.8%	-12.7%	-4.1%	0.9%

- ◆ **核心推荐逻辑：品牌力深入人心+智能化技术领先=华为系整车销量持续兑现。** 我们预计随着智选新车型的不断发布+原有车型稳定表现，至2024年底智选车单月销量有望接近5.5w。2025年同样伴随多款增程版本车型+新智选伙伴新车的发布，智选车型月销水平有望持续向上突破。
- ◆ **2024H2核心催化剂总结：新车发布密集。** 2024年8月享界S9纯电版将正式上市，预售价45-55万元；长安汽车与华为共同投资的新公司引望最终交易文件预计于8月完成签署；智界R7预计于2024Q3发布；问界M8预计于2024Q4发布；与江淮合作车型预计于2025年春季发布。



表：华为汽车链核心标的汇总（时间截至2024/6/14）

代码	公司	市值/亿元	营收预期/亿元			归母净利润预期/亿元			PE (或PS)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601127	赛力斯	1,325	1385.5	1580.3	1898.3	45.4	68.4	87.4	29	19	15
600418	江淮汽车	346	496.2	582	673.8	4.1	8.6	12.6	84	40	27
000625	长安汽车	1,176	1832.5	2202.2	2500.5	84.5	110.5	127.1	14	11	9
600733	北汽蓝谷	407	307.8	690.9	854.0	-42.9	-23.2	8.0	1.3	0.6	0.5

注：盈利预测源自东吴汽车团队；北汽蓝谷为PS，其余为PE

- ◆ **2024Q2业绩预测：**长安汽车Q2产批规模同比小幅增长，环比季节性回落，随深蓝等车型交付占比提升，单车均价稳步向上；考虑公司为应对激烈的行业竞争，终端折扣继续增加，供应链降本逐步确认体现，我们预计公司Q2归母净利润同比增速超30%。
- ◆ **2024H2核心看点：**深蓝品牌搭载华为高阶智驾功能的全新车型预计于24Q3上市，同时长安与华为车BU的合作预计于Q3正式落地。

表：长安汽车业绩拆分

注：盈利预测源自东吴汽车团队

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长安自主乘用车销量/万	111.54	137.7	156.4	185.3	212.5	225.0
新能源销量/万	7.6	24.0	42.5	89.3	141.5	172.0
渗透率	6.9%	17.4%	27.2%	48.2%	66.6%	76.4%
深蓝	-	20.2	28.9	44.0	61.0	76.0
启源	-	0.0	3.2	30.5	57.0	70.0
阿维塔	-	0.1	2.1	10.0	20.0	26.0
营业收入/亿元	1051.41	1212.5	1513.0	1832.5	2202.2	2500.5
Yoy		15.3%	24.8%	21.1%	20.2%	13.5%
毛利率	16.64%	20.5%	18.4%	19.1%	19.8%	20.2%
销售费用率	4.2%	4.2%	5.1%	5.3%	5.4%	5.5%
管理费用率	2.9%	2.9%	2.7%	2.8%	2.7%	2.5%
研发费用率	3.6%	3.6%	4.0%	4.0%	4.2%	4.4%
投资收益/亿元	10.14	(7.69)	30.50	(3.30)	(0.40)	4.28
归母净利润/亿元	35.52	78.0	113.3	84.4	109.7	127.4

# 赛力斯：Q2业绩有望高增，M8或年底发布

- ◆ **2024Q2业绩预测**：Q2为M9首个完整交付季度（2/26正式开始大规模交付），单季度单车型交付量有望达到5w+，高单价高毛利车型交付占比提升背景下我们预期Q2公司业绩将同环比实现大幅提升。
- ◆ **2024H2核心看点**：1) **公司三款车型下半年销量确定性较强**。M5&M7均于Q2完成改款/新款发布（4/23问界新M5发布，5/31问界新M7 Ultra版发布），下半年有望持续放量；M9订单表现稳定。2) **新车方面**，M8有望于年底发布，进一步补全产品体系。

表：赛力斯业绩拆分

注：盈利预测源自东吴汽车团队

	2023	2024E	2025E	2026E
AITO销量/万辆	10.4	39.5	49.5	62.5
YOY	33%	281%	25%	26%
AITO单价/万辆	26.3	33.7	31.0	29.7
AITO营收/亿元	272.3	1330.2	1532.4	1854.7
总营收/亿元	358.4	1385.5	1580.3	1898.3
YOY	5%	287%	14%	20%
毛利率/%	10.4%	23.3%	24.0%	24.5%
单车毛利/万元	3.6	8.2	7.7	7.4
研发费用率/%	4.7%	3.6%	3.5%	3.5%
销售费用率/%	15.3%	11.2%	10.5%	10.3%
管理费用率/%	4.6%	1.7%	1.7%	1.7%
归母净利润/亿元	-24.5	45.5	67.3	88.8

- ◆ **2024Q2业绩预测**：环比而言公司产销有望改善，Q2业绩预计环比改善。
- ◆ **2024H2核心看点**：主业层面：轻卡业务有望稳步向上；对外合作层面：1) 安徽大众已于2023年底具备量产能力，2024年正式开始出口业务，后续有望贡献正向投资收益。2) 江淮与华为终端基于华为智能汽车解决方案，在产品开发、生产制造、销售、服务等多个领域全面合作，着力打造豪华智能网联电动汽车，预计于2025年春季推出首款车型。

表：江淮汽车业绩预测

注：盈利预测源自东吴汽车团队

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销量/万辆	36.58	16.00	27.70	41.00	52.50
单价/万辆	10.00	28.13	17.91	14.19	12.83
总营收/亿元	365.77	450.16	496.19	581.99	673.79
YOY		23%	10%	17%	16%
毛利率	8.42%	11.29%	11.47%	11.32%	12.31%
单车毛利/万元	0.84	3.18	2.05	1.61	1.58
研发费用率	4.20%	3.54%	3.15%	3.20%	3.20%
管理费用率	4.36%	3.68%	3.70%	3.80%	4.00%
销售费用率	3.99%	4.07%	3.50%	3.30%	3.00%
归母净利润/亿元	(15.82)	1.52	4.27	8.90	12.49

◆ **2024H2核心看点：S9正式上市。**北汽蓝谷+华为智选合作的首款车型享界S9将于8月上旬正式亮相。1) 电动智能化优势。S9作为智选模型下第二款轿车车型，智驾方面将搭载华为自主研发的智能驾驶辅助系统，座舱方面预计将根据鸿蒙4.0多人多设备协同思路打通硬件，结合多屏组合实现体验升级。2) 品牌认同较高。高净值人群对车型品牌力/品牌认同感要求极高，享界作为华为智选模式下合作品牌，可充分受益于华为在C端市场积累的口碑和影响力。考虑S9电动智能化优势&华为智选品牌加成&豪华新能源轿车市场供给不足，**我们认为S9爆款可期。**

表：北汽蓝谷业绩预测

注：盈利预测源自东吴汽车团队

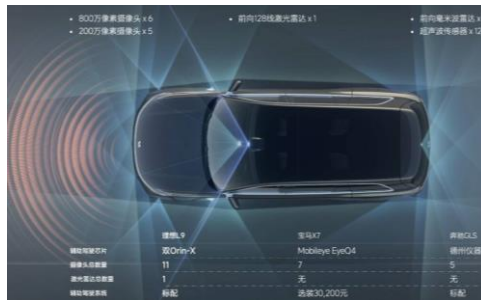
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	9514	14319	30776	69088	85397
同比 (%)	9.40	50.50	114.94	124.49	23.61
归母净利润 (百万元)	(5465)	(5400)	(4287)	(2316)	795
同比 (%)	(4.22)	1.19	20.61	45.98	134.32
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.98)	(0.97)	(0.77)	(0.42)	0.14
P/E (现价&最新摊薄)	(7.00)	(7.08)	(8.92)	(16.51)	48.10

## 2.2 零部件：域控制器+线控底盘

图：自动驾驶能力持续升级



图：理想MAX系统传感器方案



图：大疆车载的激光雷达系统



**各类传感器：**  
保隆科技

**高精度地图：**四维图新/光庭信息等

**毫米波 (3D/4D)：**  
德赛西威/华域汽车/保隆科技/威孚高科

**摄像头：**  
舜宇光学/韦尔股份/联创电子

**激光雷达：**禾赛科技/速腾聚创等

**传感器**

**算法：**商汤科技/Momneta等

**存储芯片：**北京君正等

**自动驾驶域控制器：**  
**英伟达：**德赛西威/科博达  
**地平线：**德赛西威/均胜电子  
**Mobileye：**经纬恒润/知行科技

**中间件：**中科创达/光庭信息等

**操作系统：**QNX/安卓等

**AI芯片：**英伟达/高通/华为/地平线/黑芝麻等

**芯片/操作系统/算法**

**齿轮/齿条：**北特科技/德迈仕/中马传动等

**滚珠丝杠：**五洲新春/长盛轴承/贝斯特

**电机产品：**德昌股份/德尔股份等

**底盘域控制器：**经纬恒润/科博达等

**线控转向：**耐世特/浙江世宝/伯特利

**线控制动：**伯特利/拓普集团/亚太股份等

**线控制动/转向**

**自动驾驶测试：**中国汽研/中汽股份等

**车联网解决方案：**车企/德赛西威/经纬恒润/均胜电子等

**车身区域控制器：**经纬恒润/科博达/和而泰等

**ADAS方案：**车企/德赛西威/经纬恒润/伯特利/宏景智驾等

**智能座舱域控制器+屏：**德赛西威/华阳集团/均胜电子/华安鑫创等

**智能座舱+车身+测试**

感知

决策

执行

其它应用

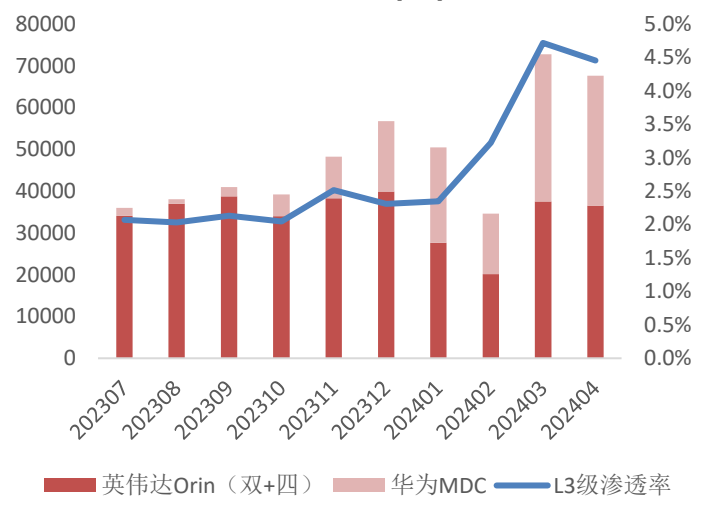
E/E架构升级+数据形成闭环



# 智能化核心赛道推荐——智能驾驶域控制器

- **推荐逻辑：** 特斯拉FSD入华等诸多行业智能化进展有望加快高阶智能化落地进度，本土车企上车高阶智驾的意愿及决心有望大大增强，对于高阶智驾的态度也有望从“全栈自研”转变为“加速量产”，及为了保证成本和配套速度最优来择优选择相关供应链公司赋能。
- 市场上可选的高阶智驾方案并不多，参考L3级别渗透率，2024年4月高阶智驾域控渗透率仅为4.5%，具备高阶域控落地能力的供应商也不多，目前国内大规模量产的高阶域控以德赛-英伟达以及华为系为主，地平线等国产芯片方案紧密追赶。高阶自动驾驶落地方兴未艾，**建议关注【具备量产配套能力的域控制器供应商】**

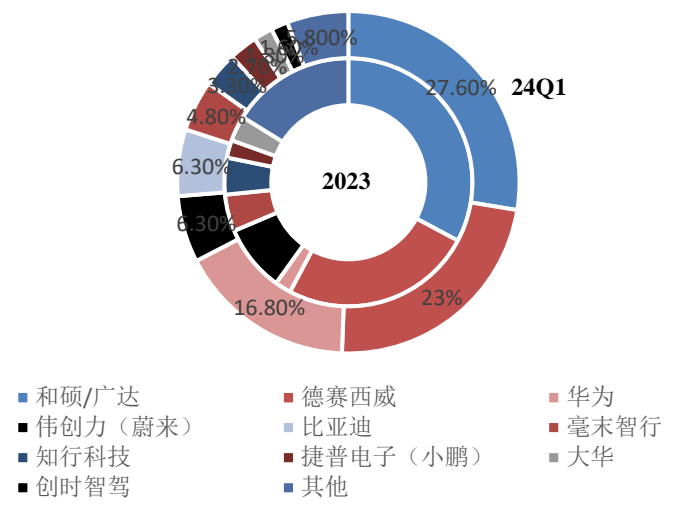
图：高阶智驾域控搭载量（个）及L3级别渗透率



表：车企高阶智驾方案汇总

	域控制器供应商	车企自研+代工
英伟达方案	德赛 理想/小米/埃安/上汽/极氪/长安/长城	小鹏/蔚来/比亚迪
	其他 奇瑞	
华为方案	问界/智界/阿维塔/极狐	
其他方案	五菱/东风/理想/长安/埃安	特斯拉
	吉利/比亚迪	

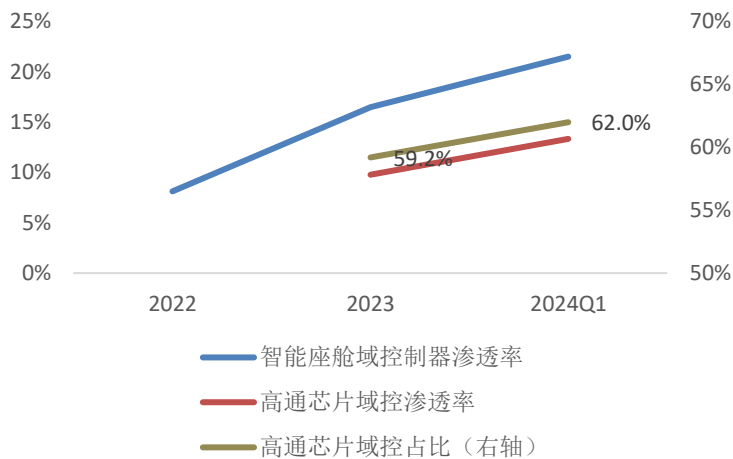
表：智能驾驶域控制器市场格局



# 智能化核心赛道推荐——智能座舱域控制器

- **推荐逻辑：**智能化为当下汽车发展的重要方向，智能座舱作为最容易被消费者感知的环节各车企均在该方向发力。一方面需要配备嵌入相对较大算力芯片的域控制器，如搭载高通芯片的智能座舱域控制器（2024Q1渗透率为13%），另一方面车载大屏/ HUD等新产品加速上车。
- 传统座舱供应商竞争较为激烈，座舱域控作为新赛道尚处于渗透率快速提升区间且技术壁垒相对较高为智能座舱的最优投资方向。自主供应商市占率快速提升已成趋势（2024Q1德赛西威市占率达到16.7%为行业第一，亿咖通/华阳等市占率快速提升），**关注【具备量产配套能力的国产座舱域控制器供应商】**

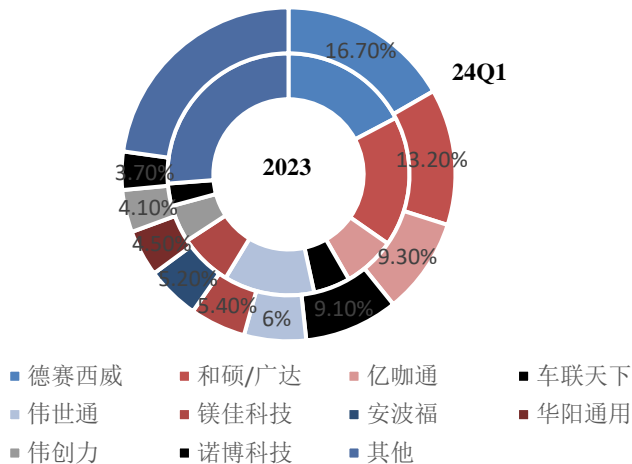
图：智能座舱/搭载高通芯片的智能座舱域控制器渗透率



表：高通智能座舱域控制器配套方案（部分）

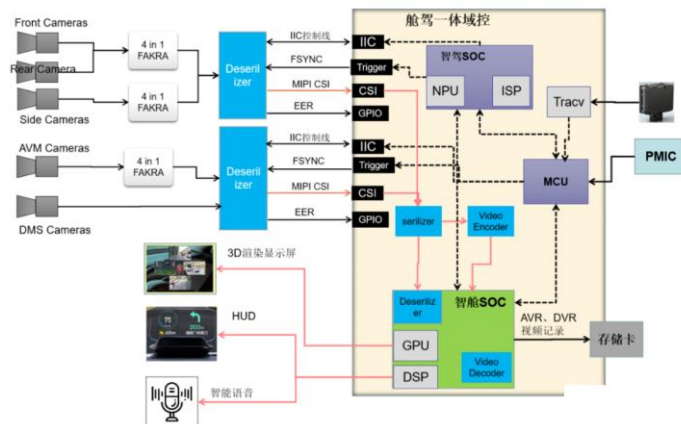
供应商	芯片方案	主要配套车企	合作方式			
			硬件	底层软件	中间件	上层软件
德赛西威	高通8155/高通8295	理想、奇瑞	√	√		
伟世通	高通8155	奔驰、极氪			√	
镁佳	双高通8155	理想	√	√		
车联天下	高通8155	广汽	√	√		
东软睿驰	高通8155/高通8295	一汽、极越			√	
诺博科技	高通8155	长城	√	√	√	
华阳集团	高通8155	长安	√	√		

图：智能座舱域控制器市场格局

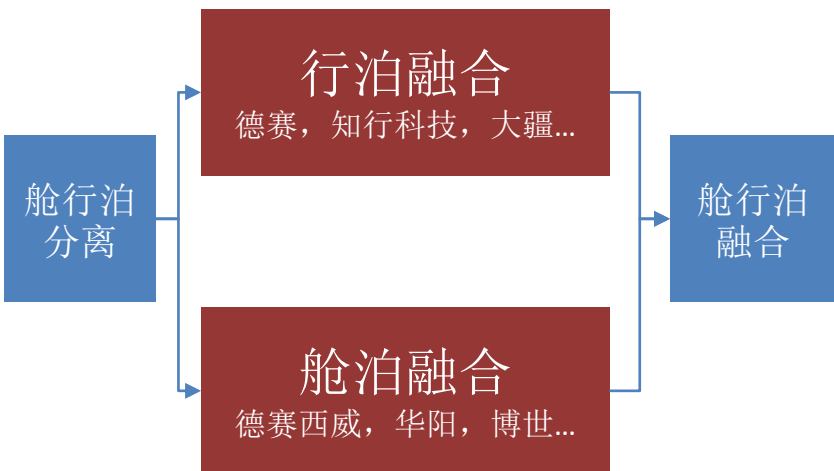


- 推荐逻辑：**汽车E/E架构从传统分布式已经完成了初步域集中的整合，自动驾驶升级有望带动域控架构进一步集中化，舱驾融合域控制器呼之欲出。舱驾融合的源动力来自降本，即用一颗或几颗大算力芯片实现尽可能多的功能，同时能做到硬件复用率提升/用户体验提升。产业链端，大算力芯片已经有较明确落地时间（如英伟达Thor，高通8775），芯片正式落地舱驾融合方案有望快速上车。
- 目前舱驾融合域控方案供应格局尚不清晰，同时需要攻克的难点仍旧存在。但可以明确的是该方案需要具备雄厚的资金/研发基础及不俗的汽车电子能力，**关注【具备智驾/座舱域控先发优势的领先汽车电子供应商】**

图：舱驾一体的电子电器架构



表：舱驾一体融合方向

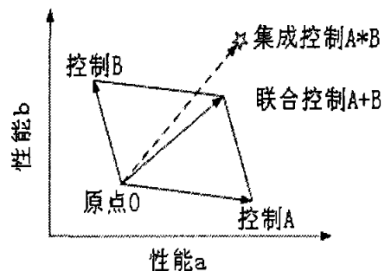
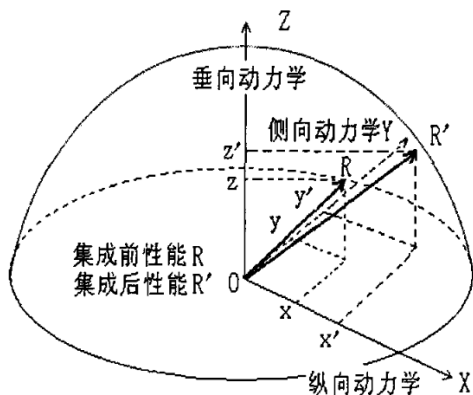


表：舱驾一体的优势与难点

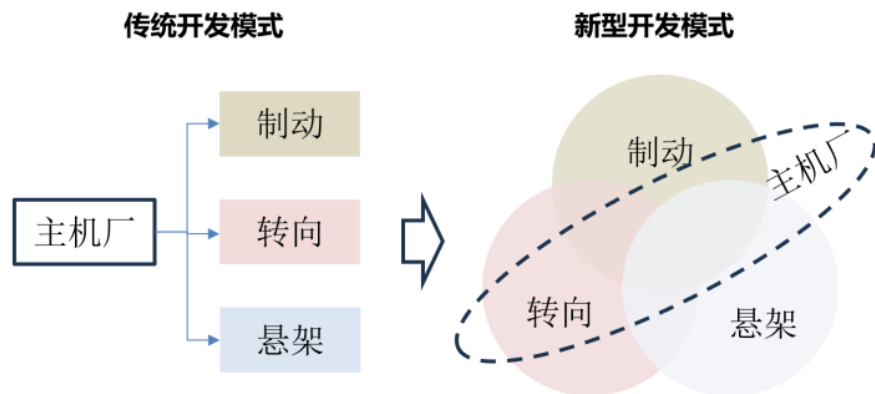


- 推荐逻辑：**具备底盘XYZ三轴全面布局能力的供应商符合产业发展方向。随着汽车迭代加速，车企和供应链关系迎来重塑，我们认为更多底盘供应商将会“更进一步”，以一种和主机厂联合开发的模式来实现开发效率最高化，同时能够兼顾各子系统之间的性能发挥从整车底盘集成控制角度实现底盘开发的最优化。故能力圈越大、掌握更多核心研发能力的底盘供应商有望在下一轮汽车周期中实现市占率的最大化，即同时掌握制动、转向、悬挂能力或为底盘供应商下一步努力的方向。
- 真正全面布局底盘全领域的供应商少之又少，传统国际tier1不具备技术基础，国内供应商有望弯道超车。**目前伯特利/拓普集团等国产供应商通过自己的技术积累以及和自主主机厂良性合作关系在底盘XYZ三轴力求全面布局，**关注底盘方面具备先发优势的国产供应商。**

图：汽车动力学集成控制原理



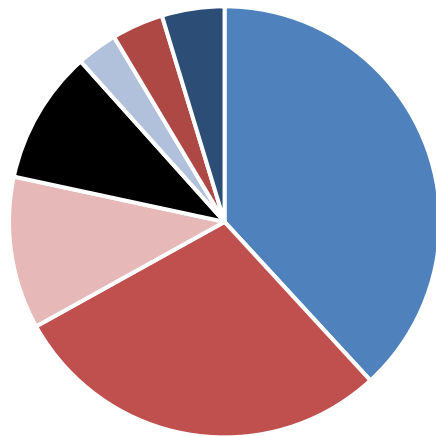
图：主机厂与底盘供应商开发模式的转变



**推荐逻辑：**线控制动产品逻辑从“渗透率提升”逐步切换至“产品升级”。当前线控制动方案刹车响应时间小于200ms，已经远低于传动制动方案的400-600ms，基本满足L2+级别的制动需求。随着自动驾驶进一步升级，L3级别以上自动驾驶方案对制动系统的响应速度将有更严苛的要求，推动线控制动方案从【响应速度/制动冗余】两个维度进行升级。

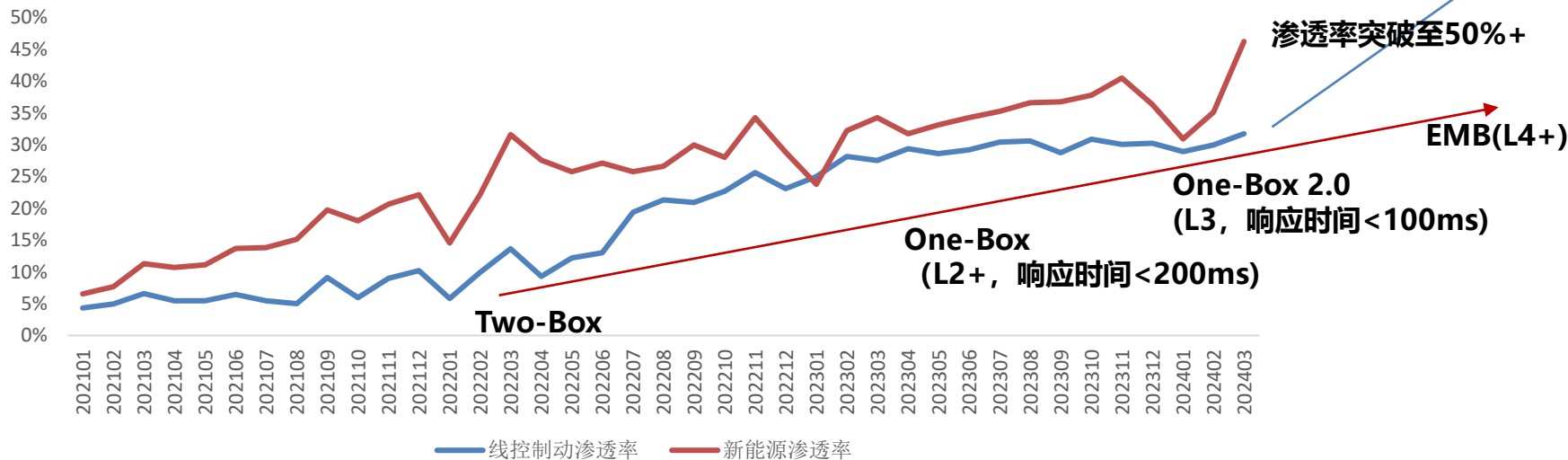
**线控制动格局也趋于收敛。**从车型配套数目来看目前博世/伯特利双龙头地位稳固，且伯特利份额呈提升趋势。

图：线控制动配套格局（工信部352-382批次）



■ 博世 ■ 伯特利 ■ 弗迪动力 ■ 大陆 ■ 采埃孚 ■ 菲格 ■ 其他

图：线控制动及乘用车新能源渗透率

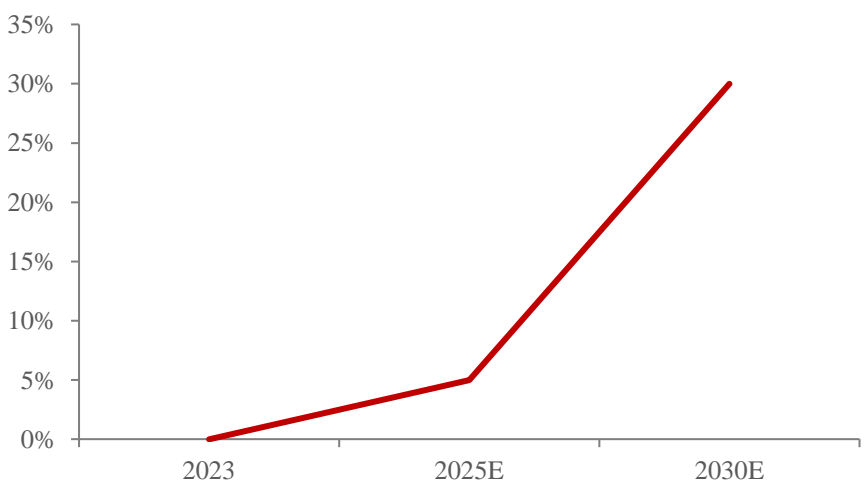


- **推荐逻辑：**2024年线控转向赛道或迎来行业“奇点时刻”。线控转向是目前实现完全线控地盘的“最后一关”，线控底盘又是实现完全自动驾驶的必需的底层技术基础，故自动驾驶行业加速有望推动线控转向行业突破从0到1。
- **线控转向市场空间有望快速打开。**我们预计SBW的渗透率有望在2025年达到5%，2030年达到30%。市场规模2025将达到51亿元，2030年突破250亿元，2025-2030年CAGR达37%。

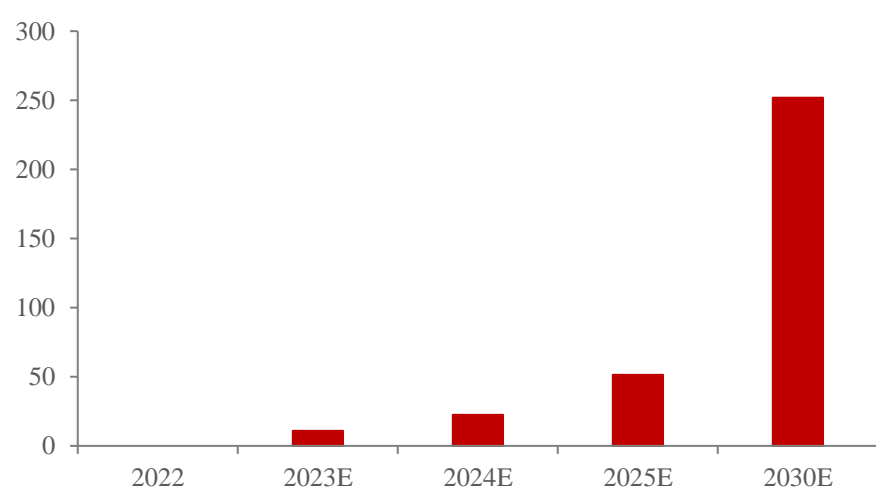
图：特斯拉Cybertruck使用线控转向



图：中国线控转向渗透率测算



图：中国线控转向市场规模/亿元



- ◆ **2024Q2业绩预测**: 我们预计24Q1公司下游年降压力释放较为充分, 24Q2毛利率维持稳定, 核心车企理想等放量形成规模效应, 预计24Q2归母净利润环比+10%以上, 同比+30%以上。
- ◆ **2024H2核心看点**: 1) 座舱业务受自主车企奇瑞、吉利、理想等销量增长稳定增长, 座舱域控增速预计较快且具备升级趋势; 2) 智能驾驶业务维持收入高增预期, 主要驱动为理想客户高阶智驾下放带来的高阶智驾域控配套率提升以及增量自主车型快速放量; 3) 关注公司海外进展, 2023年年报中公司强调国际化战略, 目前欧洲工厂/墨西哥工厂都在稳步推进, 预计海外客户将成为公司业绩增长新驱动; 4) 关注汽车智能化行业潜在催化, 如特斯拉FSD入华、高阶智驾车型上市等。

表: 德赛西威业绩预测/亿元

注: 盈利预测源自东吴汽车团队

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>54.1</b>	<b>53.4</b>	<b>68.0</b>	<b>95.7</b>	<b>149.3</b>	<b>219.1</b>	<b>285.1</b>	<b>369.4</b>	<b>461.7</b>
YOY		-1.3%	27.4%	40.7%	56.0%	46.7%	30.1%	29.6%	25.0%
<b>智能座舱</b>	51.7	48.7	60.3	78.9	117.6	158.0	188.7	222.6	278.3
<b>自动驾驶</b>				13.9	25.7	44.9	70.4	110.6	153.5
<b>毛利率</b>	<b>24.0%</b>	<b>22.7%</b>	<b>23.4%</b>	<b>24.6%</b>	<b>23.0%</b>	<b>20.4%</b>	<b>19.7%</b>	<b>19.8%</b>	<b>20.0%</b>
<b>期间费用率</b>	<b>15.2%</b>	<b>18.4%</b>	<b>15.7%</b>	<b>15.3%</b>	<b>15.3%</b>	<b>12.9%</b>	<b>12.2%</b>	<b>11.7%</b>	<b>11.6%</b>
销售费用率	2.9%	3.6%	3.1%	2.4%	1.6%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%
管理费用率	2.5%	2.9%	2.8%	2.8%	2.6%	2.3%	1.8%	1.8%	1.8%
研发费用率	9.7%	11.9%	10.3%	10.2%	10.8%	9.0%	9.0%	8.5%	8.5%
<b>归母净利润</b>	<b>4.2</b>	<b>2.9</b>	<b>5.2</b>	<b>8.3</b>	<b>11.8</b>	<b>15.5</b>	<b>22.9</b>	<b>30.8</b>	<b>39.6</b>
YOY		-29.8%	77.4%	60.7%	42.1%	30.7%	48.0%	34.5%	28.6%
归母净利润率	7.7%	5.5%	7.6%	8.7%	7.9%	7.1%	7.6%	8.2%	8.1%

- ◆ **2024Q2业绩预测**: 受益于华为/理想等新客户放量, 公司24Q1业绩超预期, 我们认为公司迈入业绩高增期, 预计24Q2归母净利润有望环比+10%+, 同比+40%+。
- ◆ **2024H2核心看点**: 1) 座舱新产品座舱域控、HUD、CMS等加速放量, 汽车电子业务处于高增通道; 2) 客户结构优化, 华为系/理想等新势力客户快速放量; 3) 关注公司舱驾一体域控制器进度, 今年北京车展公司发布了高通骁龙8255域控解决方案, 体现出座舱+智驾的技术能力。

表: 华阳集团业绩预测/亿元

注: 盈利预测源自东吴汽车团队

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<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>71.37</b>	<b>90.33</b>	<b>112.23</b>	<b>132.78</b>
YOY		-2.5%	-0.3%	33.0%	25.6%	26.6%	26.6%	24.2%	18.3%
汽车电子	18.41	21.32	21.06	29.46	37.45	48.26	62.74	78.42	98.02
精密压铸	4.86	5.33	6.36	9.38	13.24	16.60	20.14	23.79	26.16
精密电子部件	7.91	4.27	3.92	3.44	3.31	3.98	3.58	3.22	2.90
LED照明	2.34	1.63	1.42	1.63	1.28	1.26	1.14	1.02	0.92
<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>22.4%</b>	<b>21.1%</b>	<b>21.4%</b>	<b>21.5%</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>14.7%</b>	<b>13.4%</b>	<b>13.4%</b>	<b>13.0%</b>
销售费用率	5.8%	5.8%	5.5%	4.1%	4.0%	3.8%	3.2%	3.2%	3.0%
管理费用率	4.1%	4.1%	4.1%	3.6%	3.0%	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%
研发费用率	10.5%	9.3%	8.5%	7.7%	8.4%	8.5%	8.0%	8.0%	7.6%
<b>归母净利润</b>	<b>0.17</b>	<b>0.74</b>	<b>1.8105</b>	<b>2.99</b>	<b>3.80</b>	<b>4.65</b>	<b>6.52</b>	<b>8.94</b>	<b>11.22</b>
YOY		347.8%	143.0%	64.9%	27.4%	22.2%	40.3%	37.1%	25.5%
归母净利润率	0.48%	2.20%	5.37%	6.65%	6.75%	6.51%	7.22%	7.97%	8.45%



- ◆ **2024Q2业绩预测：**公司自2023年以来已经实现多个季度的业绩兑现，我们认为公司海外业务盈利步入稳定修复阶段，预计24Q2归母净利润有望继续实现环比提升。
- ◆ **2024H2核心看点：**1) 海外资产持续修复，安全业务北美区盈利中枢持续上移；2) 顺应智能化趋势智能化业务有望放量，公司与地平线、高通等头部芯片公司开展智能驾驶域控制器方面相关合作。

表：均胜电子业绩预测/亿元

注：盈利预测源自东吴汽车团队

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<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>557.28</b>	<b>604.16</b>	<b>676.92</b>	<b>757.59</b>
<b>YOY</b>		9.8%	-22.4%	-4.6%	9.0%	11.9%	8.4%	12.0%	11.9%
汽车安全系统	428.80	470.71	331.32	323.06	344.00	385.28	414.03	445.73	470.18
汽车电子系统	92.31	101.64	102.50	127.15	150.96	167.89	197.00	234.31	283.78
<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>15.1%</b>	<b>16.9%</b>	<b>17.9%</b>	<b>18.4%</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>12.3%</b>	<b>12.0%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.0%</b>
销售费用率	2.6%	2.4%	1.9%	2.6%	1.7%	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%
管理费用率	5.5%	5.9%	6.4%	6.1%	4.8%	4.7%	4.7%	4.6%	4.4%
研发费用率	5.2%	4.2%	4.8%	5.1%	4.3%	4.6%	4.4%	4.3%	4.2%
<b>归母净利润</b>	<b>13.2</b>	<b>9.4</b>	<b>6.2</b>	<b>-37.5</b>	<b>3.9</b>	<b>10.8</b>	<b>15.1</b>	<b>20.5</b>	<b>27.5</b>
<b>YOY</b>		-28.7%	-34.5%	/	扭亏为盈	174.8%	39.7%	35.6%	34.1%
归母净利润率	2.3%	1.5%	1.3%	-8.2%	0.8%	1.9%	2.5%	3.0%	3.6%

- ◆ **2024Q2业绩预测：** 公司前期多项业务研发投入较多导致盈利承压，24Q2后我们预计公司新产品放量+研发费用增速放缓+公司成本管控初见成效，我们预计亏损有望收窄。
- ◆ **2024H2核心看点：** 1) 新客户新产品放量，吉利/小米等项目有望放量；2) 智能化产品步入新一轮量产周期，区域控制器、ADAS解决方案等产品收入快速释放；3) 国际化战略推进，海外客户订单开始释放，跟进公司2023年年报公司海外业务毛利率优于国内，进一步带动公司盈利中枢抬升。

表：经纬恒润业绩预测/亿元

注：盈利预测源自东吴汽车团队

经纬恒润	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>15.39</b>	<b>18.45</b>	<b>24.79</b>	<b>32.62</b>	<b>40.22</b>	<b>46.78</b>	<b>54.99</b>	<b>71.49</b>	<b>80.44</b>
YOY		19.9%	34.3%	31.6%	23.3%	16.3%	17.6%	30.0%	12.5%
<b>电子产品业务</b>	9.12	12.18	18.00	24.98	30.78	34.19	39.31	45.21	53.67
<b>研发服务及解决方案</b>	6.17	6.16	6.34	7.07	9.33	12.33	16.02	20.83	26.04
<b>高级别智能驾驶整体解决方案</b>	0.04	0.08	0.39	0.39	0.03	0.12	0.24	0.49	0.73
<b>综合毛利率</b>	<b>39.3%</b>	<b>34.4%</b>	<b>32.8%</b>	<b>30.9%</b>	<b>29.0%</b>	<b>25.6%</b>	<b>26.0%</b>	<b>27.0%</b>	<b>28.0%</b>
<b>期间费用率</b>	<b>38.2%</b>	<b>38.6%</b>	<b>29.5%</b>	<b>26.8%</b>	<b>26.0%</b>	<b>30.2%</b>	<b>26.5%</b>	<b>24.6%</b>	<b>24.4%</b>
销售费用率	10.2%	10.0%	7.2%	6.0%	5.4%	5.0%	4.8%	4.6%	4.6%
管理费用率	10.6%	10.6%	7.3%	6.6%	6.7%	6.6%	6.2%	6.0%	6.0%
研发费用率	17.2%	17.6%	14.2%	14.0%	16.3%	20.7%	17.5%	16.0%	15.8%
<b>归母净利润</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>1.5</b>	<b>2.3</b>	<b>-2.2</b>	<b>0.0</b>	<b>2.0</b>	<b>3.6</b>
YOY		-387.2%	扭亏为盈	98.4%	60.5%	/	/	/	80.2%
归母净利润率	1.4%	-3.2%	3.0%	4.5%	5.8%	-4.6%	0.1%	2.8%	4.5%

- ◆ **2024Q2业绩预测**：24Q1公司受下游年降、墨西哥工厂产能爬坡等因素影响较大，24Q2我们预计随着下游产销环比修复、公司墨西哥工厂如期产能释放，预计公司盈利中枢上移，24Q2归母净利润同比+30%左右，环比+15%左右。
- ◆ **2024H2核心看点**：1) 线控制动放量，核心客户奇瑞、吉利、长安等新能源平台车型销量有望提升；2) 关注公司转向、悬架等业务进展；3) 墨西哥工厂买入产能快速爬坡期，盈利能力有望扭亏为盈。

表：伯特利业绩预测/亿元

注：盈利预测源自东吴汽车团队

伯特利	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	26.02	31.57	30.42	34.92	55.39	74.74	101.31	141.26	187.88
YOY		21.29%	-3.63%	14.81%	58.61%	34.93%	35.55%	39.43%	33.00%
盘式制动器	11.68	13.44	12.87	13.42	15.17	20.04	23.56	27.34	31.44
轻量化制动零部件	5.79	7.38	7.87	7.54	11.44	13.64	19.10	31.70	47.55
EPB	7.20	8.73	7.61	10.79	14.02	16.58	20.60	26.33	33.70
线控制动				1.86	6.18	9.41	15.53	25.30	37.95
机械转向	0.00	0.00	0.00	0.00	2.77	4.83	6.04	7.25	8.70
毛利率	24.59%	25.93%	26.43%	24.19%	22.44%	22.57%	21.40%	21.25%	22.00%
费用率	8.67%	7.95%	8.85%	9.67%	9.45%	8.99%	8.80%	8.60%	8.60%
销售费用率	2.1%	2.3%	0.9%	0.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
管理费用率	2.2%	2.2%	2.6%	2.4%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用率	3.9%	4.0%	5.7%	6.9%	6.8%	6.0%	5.8%	5.7%	5.7%
归母净利润	4.06	4.02	4.61	5.05	6.99	8.91	12.10	16.59	21.84
YOY		-1.04%	14.93%	9.33%	38.49%	27.59%	35.73%	37.11%	31.63%
归母净利润率	15.6%	12.7%	15.2%	14.4%	12.6%	11.9%	11.9%	11.7%	11.6%

- ◆ **2024H1业绩预测**: 24H1我们预计收入端亚太区将贡献较大增量, 整体收入有望同比提升; 利润端, 随着外部扰动消退, 原材料波动等预计对公司利润影响不大, 公司归母净利润有望实现同比提升。
- ◆ **2024H2核心看点**: 1) 中国区产能进一步提升, 新获订单进一步释放, 收入端贡献更多增量; 2) 北美/欧洲区盈利能力修复, 公司通过产能整合、成本控制等方式有望实现盈利能力进一步提升; 3) 关注线控转向产业最新进展, 特斯拉Robotaxi有望搭载线控转向。

表: 耐世特业绩预测/亿美元

注: 盈利预测源自东吴汽车团队

耐世特	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营收</b>	<b>39.22</b>	<b>35.83</b>	<b>30.39</b>	<b>33.68</b>	<b>38.46</b>	<b>42.13</b>	<b>44.95</b>	<b>49.00</b>	<b>52.43</b>
YOY		-8.7%	-15.2%	10.8%	14.2%	9.6%	6.7%	9.0%	7.0%
<b>EPS</b>				23.26	26.18	28.55	29.99	35.26	37.46
<b>CIS</b>				3.18	3.70	3.79	3.98	4.18	4.31
<b>HPS</b>				1.37	1.66	1.68	1.68	1.59	1.59
<b>DL</b>				5.78	6.86	7.99	8.39	8.81	9.07
<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>8.9%</b>	<b>11.0%</b>	<b>13.5%</b>	<b>15.0%</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>7.61%</b>	<b>7.50%</b>	<b>7.40%</b>	<b>7.40%</b>
研发费用	3.1%	3.6%	5.1%	3.5%	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
销售费用	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	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%	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>0.37</b>	<b>1.38</b>	<b>1.82</b>	<b>2.25</b>
YOY		-38.8%	-49.8%	1.4%	-51.0%	-36.7%	275.8%	31.5%	23.8%

## 三、风险提示

- **全球AI技术创新低于预期。** Open AI/苹果/微软等美国科技巨头AI进展低于预期
- **特斯拉FSD入华进展低于预期。** 因地缘政治等综合因素，特斯拉FSD入华时间表低于预期。
- **国内L3智能化渗透率低于预期等。** 国内消费者对车企L3智能化买单意愿低于预期。

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