

汽车全球化2024H2投资策略： ——精选国内/外共振 α 品种

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

2024年6月26日

■ 汽车全球化投资节奏如何把握？

- 过去20年中国汽车行业主要矛盾在国内而非海外，因此汽车全球化并没有非常成功案例，从而导致汽车全球化投资框架是缺乏的。展望未来5-10年汽车各细分行业需要站在全球视角去审视，国内/海外实现产值1:1是目标，因此**国内/海外共振是投资全球化的前提**。【0-1阶段】【1-10阶段】【10-N阶段】是企业发展三部曲，而汽车全球化便是【10-N阶段】。**能真正实现全球化是少数优秀公司，【业绩驱动】是王道，估值中枢上移空间是相对有限的，个股 α 研究重于行业 β 研究。**

■ 2024H2汽车全球化如何配置？

- 基于【国内/海外共振+海外需资本开支投入越少越好】思路排序：**客车>重卡/乘用车/零部件**。
- 客车行业优选【**宇通客车**+金龙汽车】等。
- 重卡行业优选【中国重汽H+潍柴动力】等。
- 乘用车行业优选【比亚迪+长城汽车+零跑汽车】等。
- 零部件行业优选【**福耀玻璃**+均胜电子】等。

■ 风险提示：地缘政治冲突超出预期；全球汽车需求低于预期等

一、汽车全球化投资节奏如何把握？

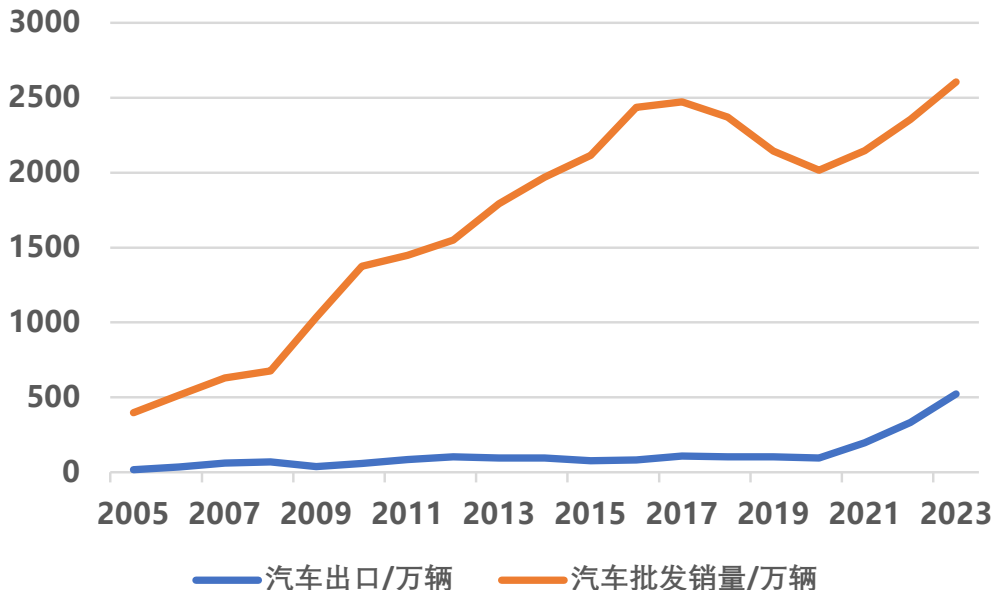
■ 要么生而全球，要么先国内崛起再辐射全球

- 为何美国公司创业之初就是定位全球化公司，而中国公司不是？这是一个值得深思的问题。“生而全球”需要强大国家背书能力。对于中国汽车行业而言，**全球化是企业追求第二增长曲线的必经之路，前提是国内市场站稳脚跟。**

■ 过去20年中国汽车行业主要矛盾在国内市场

- 中国汽车市场是全球规模最大的单一市场，从2005年至今经历了轿车-SUV-新能源三轮汽车消费潮流的变迁，自主品牌用了20年余年时间从配角走向了主角。无论车企还是供应链，大部分公司核心精力都在国内市场，海外市场始终是配角。

图：2005-2023年汽车出口销量/批发销量比较

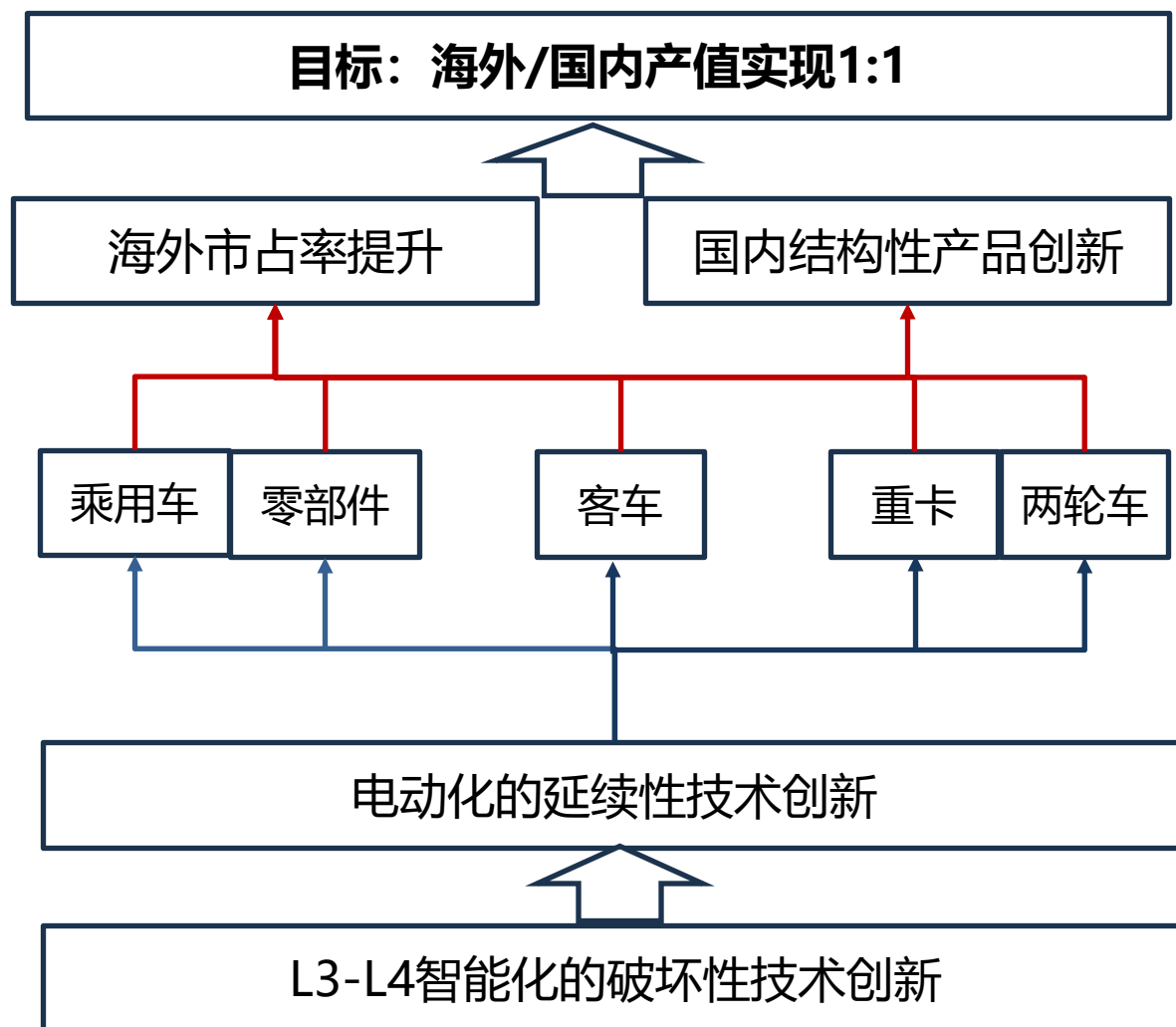


数据来源：wind，东吴证券研究所

■ 【实现海外/国内产值1:1】或是中国汽车行业全球化成功的标志性目标。

➤ 电动化/智能化技术创新是中国汽车行业未来10年实现全球化成功的底层驱动力

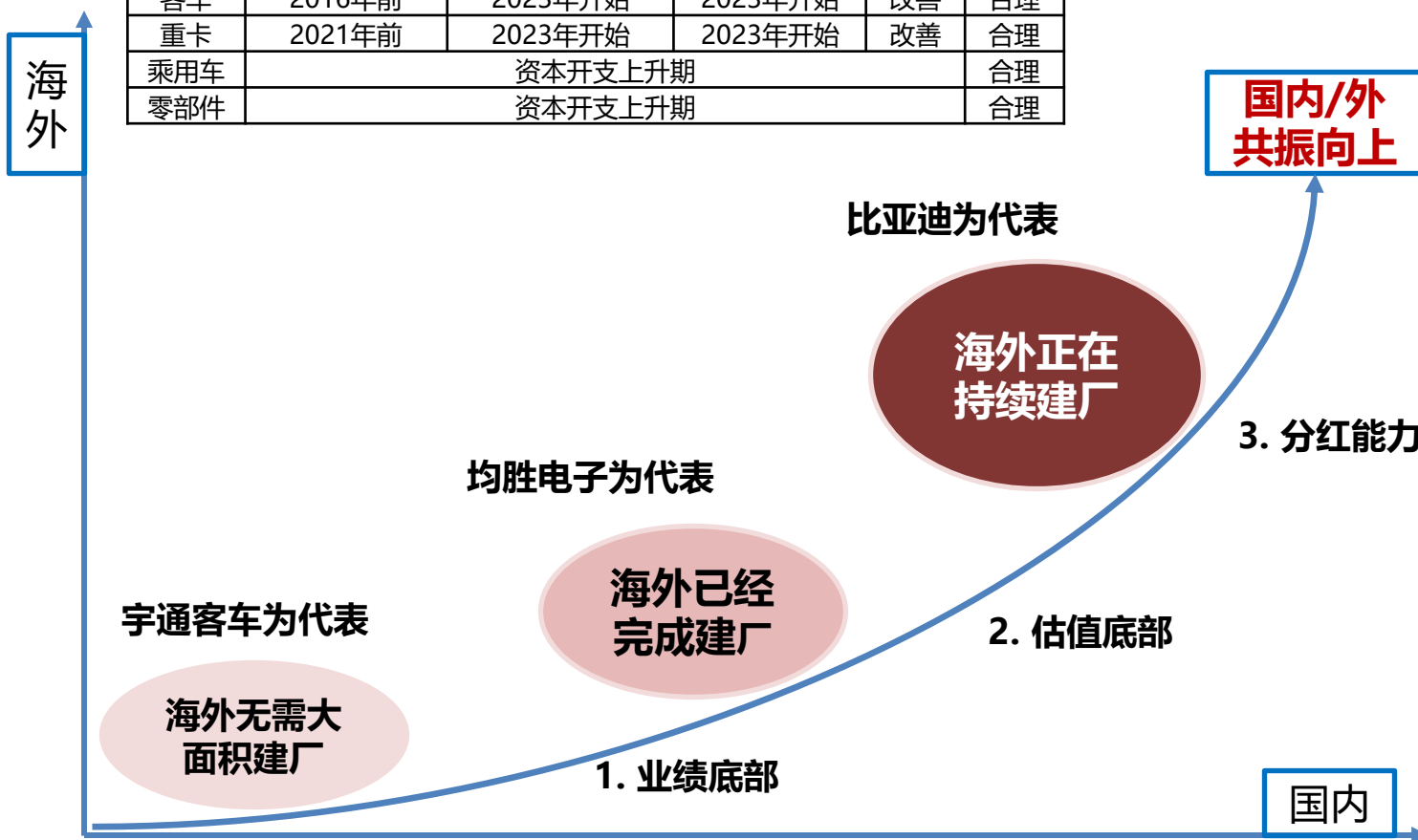
➤ To G (政府) /B (生产资料) 难度系数比To C (消费品) 更小一些, 也即达到天花板速度或更快。相比其他细分市场, 客车或率先实现全球化目标。



■ 汽车全球化投资是业绩驱动为主，估值中枢上移空间有限

- 资产负债表扩张—利润表修复—现金流改善是汽车全球化必经之路。
- 格局确定性>成长空间。只有做到海外客户【离不开你】才真正具备全球竞争力。
- 个股 α 研究>行业 β 研究。各个行业具备全球竞争力公司是少数玩家。

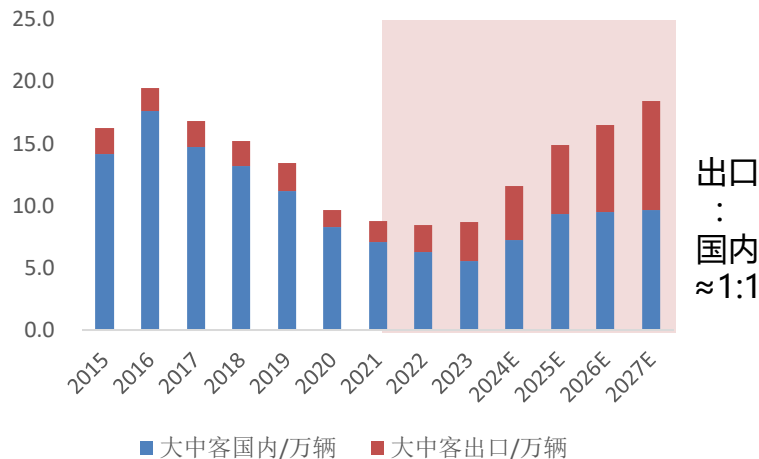
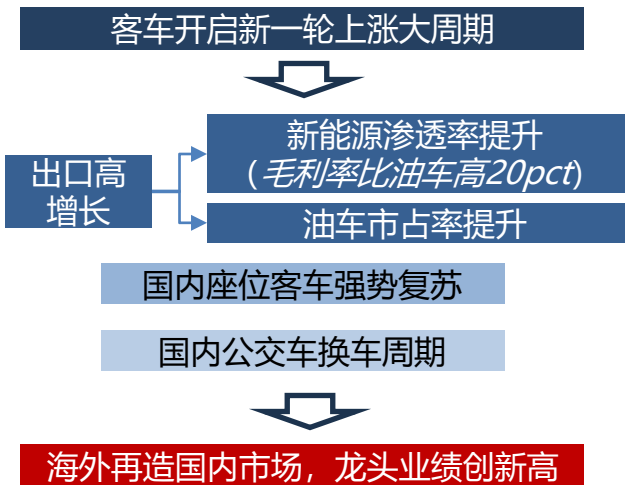
子行业	资产负债表扩张	利润表修复	现金流改善	分红	估值
客车	2016年前	2023年开始	2023年开始	改善	合理
重卡	2021年前	2023年开始	2023年开始	改善	合理
乘用车	资本开支上升期				合理
零部件	资本开支上升期				合理



二、汽车全球化2024H2如何配置？

2.1 客车全球龙头：宇通客车

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	营业收入/亿元			净利润/亿元			对应PE 2024
		2024年	2025年	2026年	2024年	2025年	2026年	
商用车国内外共振	600066.SH 宇通客车	347.3	414.5	499.4	29.7	39.8	49.5	20
商用车国内外共振	600686.SH 金龙汽车	209.7	237.5	267.6	3.1	6.3	8.9	18

注: 数据截至2024年6月24日, 盈利预测来自东吴证券研究所

客车出口将在5年内再造一个中国市场

- **新能源与传统客车双轮驱动，2027年海内外产值有望趋向1: 1。**
- **新能源客车：**经济性（决定了新能源渗透率的高度）及政策（决定了新能源切换的速度）双重驱动，欧洲、拉美、亚太为主力市场，2025年新能源客车海外市占率预计超过50%
- **传统客车：**性价比+渠道布局打开更广阔市场，拉美、亚洲、中东、非洲市场为增量市场

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
大中客年需求量/辆						
中国	62547	68802	77058	88617	93047	94908
YoY		10%	12%	15%	5%	2%
其中：新能源客车	41350	46534	52365	61997	66336	68247
新能源渗透率	66%	68%	68%	70%	71%	72%
海外	126508	136161	146712	158268	161725	165351
YoY		8%	8%	8%	2%	2%
其中：新能源客车	10252	19121	27335	36728	43524	51447
新能源渗透率	8%	14%	19%	23%	27%	31%
中国客车出口/辆						
中国客车出口量	22138	29262	37135	45967	53158	60800
YoY		32%	27%	24%	16%	14%
海外市场市占率	17%	21%	25%	29%	33%	37%
其中：传统车出口	17836	20488	23608	27127	30042	33181
海外市场市占率	15%	18%	20%	22%	25%	29%
其中：新能源出口	4302	8774	13527	18840	23116	27618
海外市场市占率	42%	46%	49%	51%	53%	54%
新能源出口占比	19%	30%	36%	41%	43%	45%
产值/亿元						
国内市场产值	506	559	627	726	765	782
海外出口产值	243	339	445	562	655	753

注：海外市场不考虑日本、印度、美国、加拿大市场

销量跟踪：5月国内座位客车/出口高景气持续

- ◆ **总量**：5月大中型客车销量分别为8755辆，同环比+17%/-14%。
- ◆ **出口**：5月大中型客车出口销量4138辆，同环比+37%/+4%，高景气度持续；新能源客车出口777辆，同环比-26%/+9%。

表：大中客月度/季度/年度数据预测

大中客	月度数据			季度数据								年度数据		
	24Q4	24Q5	24Q6E	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2E	24Q3E	24Q4E	2023	2024E	2025E
1.批发销量/辆	10175	8755	11329	11423	24049	24672	27279	20866	30259	31759	36864	87423	119748	154137
同比	59%	17%	11%	-20%	59%	30%	-22%	83%	26%	29%	35%	5%	37%	29%
环比	6%	-14%	29%	-67%				-24%	45%	5%	16%	-	-	
2.零售销量/辆	7426	5112	7032	7444	14570	17695	15125	13007	19570	20733	23448	54834	76757	98249
同比	76%	33%	8%	-16%	24%	27%	-44%	75%	34%	17%	55%	-11%	40%	28%
环比	62%	-31%	38%	-72%				-14%	50%	6%	13%	-	-	-
2.1公交车	1616	815	2046	2405	4464	6528	7701	3424	4477	9362	16494	21098	33757	50949
同比	1%	-19%	10%	-46%	-37%	-20%	-63%	42%	0%	43%	114%	-48%	60%	51%
环比	146%	-50%	151%	-89%	86%	46%	18%	-56%	31%	109%	76%	-	-	-
2.2座位客车	5456	4106	4686	3691	9151	9265	6560	8928	14248	10471	9354	28667	43001	47301
同比	139%	57%	10%	13%	147%	153%	40%	142%	56%	13%	43%	87%	50%	10%
环比	46%	-25%	14%	-21%				36%	60%	-27%	-11%	-	-	-
3.出口销量/辆	3967	4138	4297	5275	9123	8364	9083	9169	12402	11026	10394	31845	42991	55888
同比	36%	37%	35%	43%	124%	59%	13%	74%	36%	32%	14%	51%	35%	30%
环比	6%	4%	4%	-34%	73%	-8%	9%	1%	35%	-11%	-6%	-	-	-
3.1新能源出口/辆	714	777	1114	1708	2242	1930	2075	1651	2605	3304	5101	7955	12661	19330
同比	45%	-26%	60%	129%	203%	2%	-8%	-3%	16%	71%	146%	41%	59%	53%
环比	31%	9%	43%	-24%	31%	-14%	8%	-20%	58%	27%	54%	-	-	-

- **总体情况：2024年海外大中客市场可触及总规模约15万辆（排除美国/加拿大/日本/印度），当下我国客车在独联体/中东区域市占率较高，欧洲/拉美区市占率呈现快速提升态势**
- **客车海外终端调研总结：新能源化与总量上涨共振，海外整体趋势向好。** 1) 独联体区：区域客车整体需求处于疫情后修复阶段，预计今年总量还有提升空间；电动需求从23年明显启动，预计新能源化将持续推进 2) 欧洲区：新能源客车渗透率提升超预期，我们预计2026年新能源客车渗透率有望突破50% 3) 美洲区：客车需求仍处于疫情后总量修复周期，部分国家已经出现明显的新能源客车需求，新能源渗透率有望快速提升。

图：海外各区域市场情况总览

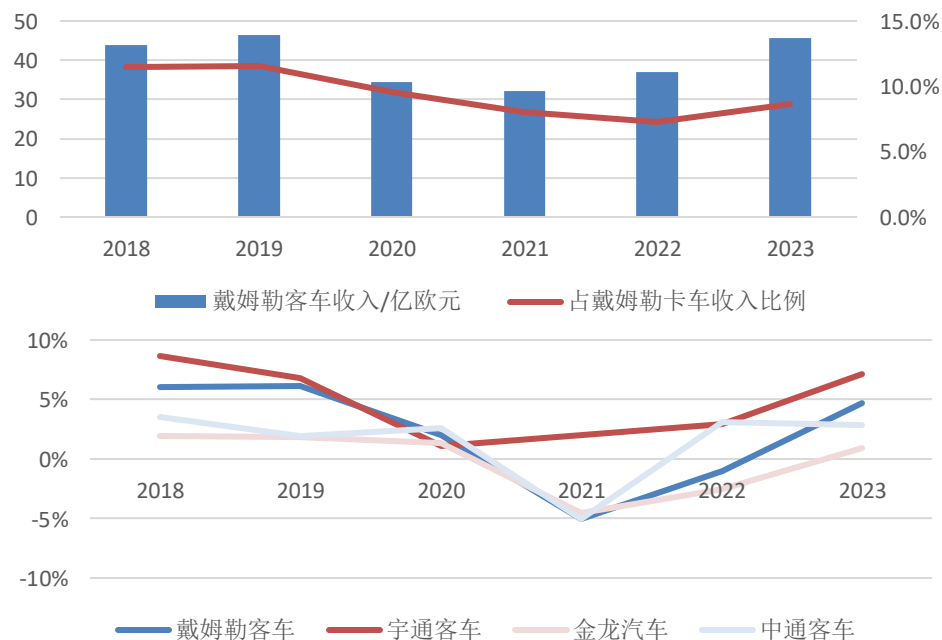
区域	2024年预计市场规模	竞争格局	新能源趋势	2023新能源渗透率	2023国内客车市占率	中长期后市占率	中长期出口规模
欧洲	4万辆	欧系品牌为主，中国品牌靠新能源突破	加速	18%	4%	10%	5000辆
东亚+东南亚 (除印度/日本)	2~3万辆	欧系/日韩品牌为主，底盘进口为主要模式，中国品牌突破	普及中	8%	30%	70%	约1.5万辆
独联体	2~3万辆	斯坦国中国客车主导，俄罗斯以本地品牌为主	普及中	4%	40%	60%	1.5万辆
中东	1万辆	中国品牌主导	普及中	0%	70%	90%	1万辆
非洲	1万辆	中国品牌实现对欧系二手车替代，市场持续扩容	普及中	2%	50%	70%	2万辆
拉美	4万辆	欧美系品牌占主要份额，中国客车通过性价比/新能源优势市占率提升。	加速	5%	12%	30%	1万辆
澳洲	2-3千辆	中国品牌已经具备相当市场份额，跟随新能源趋势市占率提升	加速	5%	30%	60%	2000辆
合计	15万辆	中国品牌靠油车性价比/电车产品力加速市占率突破		8%	24%	40%	>7万辆

- ◆ **和国内同行相比:** 1) 收入规模最大, 2023年行业市占率维持30%以上; 2) 成本控制最优, 毛利率领衔行业; 3) 费用管控最佳, 2023年销售+管理+财务费用率为10%且逐年下降; 4) 研发支出最多, 研发费用绝对额远高于同业; 5) 现金流最优, 2023年经营性现金流净额远高于归母净利润, 分红能力较强; 6) 海外积累深厚, 二十余年海外耕耘具备渠道及规模优势。
- ◆ **和海外同行相比:** 1) 专注主业, 海外龙头戴姆勒公司2023年客车收入仅占戴姆勒商用车的8.7%; 2) 盈利能力更强, 宇通/戴姆勒客车2023年EBIT率为7%/5%; 3) 规模更大, 2023年宇通/戴姆勒客车销量为3.7/2.6万辆; 4) 新能源积累更深厚, 中国客车具备超过十年新能源客车生产运营经验。

表: 国内客车一线企业横向对比 (2023年)

收入/销量对比				
	营业收入/亿元	海外收入占比	总销量/万辆	单车收入/万元
宇通	270	38%	3.7	74.05
金龙	194	48%	4.2	46.10
中通	42	56%	0.8	56.35
盈利能力对比				
	毛利率	海外毛利率	净利率	单车净利/万元
宇通	25.6%	31.7%	6.8%	4.98
金龙	11.6%	17.0%	0.4%	0.18
中通	23.9%	28.2%	1.6%	0.92
费用/减值/现金流对比				
	销售+管理+财务费用率	研发费用率	资产+信用减值/亿元	经营性现金流净额/亿元
宇通	9.9%	5.8%	3.89	47.17
金龙	8.5%	3.9%	-1.32	23.70
中通	12.3%	5.2%	1.29	4.36

图: 戴姆勒客车收入 (上图) 及国内外客车企业EBIT率



- ◆ **2024Q2业绩预测:** 24Q2公司销量预计环比增加60%以上，出口销量预计同比增加40%以上，受产销增长驱动二季度业绩有望录得同环比高增，我们预计24Q2归母净利润环比增长30%以上。
- ◆ **2024H2核心看点:** 1) 下半年通常为国内客车销量旺季，国内公交有望复苏，受益于更换周期+补贴政策驱动，国内公交有望从Q3开始迎来旺季，叠加座位客车持续高景气，国内有望销量高增长；2) 出口仍旧存在增长空间，欧洲为首的新能源高需求地区的客车需求有望高增。

表：宇通客车业绩预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/亿元	332	317	305	217	232	218	270	347	414	499
YoY		-4.4%	-4.0%	-28.8%	7.0%	-6.2%	24.1%	28.4%	19.3%	20.4%
总销量/万辆	6.8	6.1	6.2	4.2	4.2	3.0	3.7	4.6	5.6	6.5
YoY		-9.9%	1.1%	-32.1%	0.2%	-27.8%	20.9%	27.2%	20.0%	16.8%
综合毛利率	26.3%	25.3%	24.3%	17.5%	18.6%	22.8%	25.6%	26.8%	27.6%	28.2%
国内销量/万辆	5.9	5.4	5.4	3.8	3.7	2.5	2.6	3.3	3.8	4.3
国内毛利率	25.6%	25.7%	24.0%	15.9%	16.1%	20.4%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
出口销量/万辆	0.9	0.7	0.7	0.4	0.5	0.6	1.0	1.4	1.8	2.2
出口毛利率	32.3%	26.3%	30.0%	28.7%	31.3%	30.0%	31.7%	32.1%	33.1%	33.3%
期间费用率	19.3%	17.2%	18.4%	18.5%	17.3%	18.8%	15.7%	13.9%	13.3%	12.5%
归母净利润/亿元	31.3	23.0	19.4	5.2	6.1	7.6	18.2	29.7	39.8	49.5
YoY		-26.5%	-15.7%	-73.4%	19.0%	23.7%	139.4%	63.3%	34.1%	24.5%

- ◆ **2024Q2业绩预测:** 环比公司销量有望实现30%以上增长，出口增长更快，受益于出口占比提升及高价值量的新能源出口量占比提高，24Q2公司有望量利齐升，24Q1受减值影响基数较低，24Q2归母净利润有望实现环比翻倍以上增长。
- ◆ **2024H2核心看点:** 1) 受益于客车出口行业红利，公司作为行业龙二出口量有望高增；2) 24Q1公司新能源出口较弱，主要受交付节奏影响，有望在Q2及下半年补足；3) 公司内部管理持续改善，子公司整合成效初步显现，毛利率及费用率都有望出现积极变化。

表：金龙汽车业绩预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/亿元	177	183	179	140	154	182	194	210	238	268
YoY		3.1%	-2.2%	-22.0%	10.5%	18.3%	6.4%	8.1%	13.3%	12.6%
总销量/万辆	5.8	6.2	5.7	4.4	5.1	4.6	4.2	4.9	5.6	6.4
YoY		6.0%	-7.5%	-23.9%	16.3%	-8.9%	-8.9%	16.6%	14.0%	14.8%
1) 大中客/万辆	2.6	2.7	2.5	1.7	1.9	1.9	2.3	2.8	3.2	3.7
占比	43.9%	43.0%	42.9%	39.2%	38.3%	42.1%	53.9%	57.2%	57.3%	57.5%
2) 出口/万辆	1.4	1.9	2.5	1.6	1.7	1.5	1.9	2.3	2.7	3.3
占比	23.3%	30.8%	44.1%	36.9%	34.3%	32.3%	44.7%	46.0%	48.4%	50.6%
3) 出口-新能源	0.05	0.03	0.06	0.03	0.05	0.33	0.39	0.51	0.67	0.87
占比	3.7%	1.7%	2.5%	1.6%	3.1%	21.9%	21.0%	22.7%	24.6%	26.7%
综合毛利率	18.7%	14.0%	13.8%	12.4%	8.8%	9.6%	11.6%	14.0%	14.9%	16.3%
期间费用率	13.2%	11.9%	11.7%	11.6%	12.6%	10.8%	12.4%	12.3%	11.3%	11.3%
归母净利润/亿元	4.8	1.6	1.8	0.3	-6.0	-3.9	0.8	3.1	6.3	8.9
YoY		-66.8%	14.2%	-82.4%	-	-	-	306.1%	105.2%	42.3%

2.2 重卡：潍柴动力+中国重汽

推荐逻辑

内需

长期需求中枢抬升：公路货运需求跟随GDP总量正增长+更新需求随保有量中枢抬升是支撑重卡成长性的长逻辑
短期需求持续磨底：物流车需求因货运市场低迷而受抑制，工程物流需求随地产基建持续磨底

政策：短期，以旧换新政策或有实质性补贴方案出台刺激更新需求；长期，排放标准将持续升级

结构：短期，油气价差维持高位，天然气重卡置换柴油重卡支撑总量向上；长期，重卡大马力化、高端化带来ASP持续抬升，AMT、新能源技术渗透

外需

出口：国内供应链稳定+高性价比+口碑积累，市场持续突破

图：2015-2025E重卡销量预测（万辆）



跟踪指标

月度指标

总量

预计24年批发/零售/出口分别：
99.4/66/30万辆，同比分别+7.7/+8.7/+9.1%

结构



天然气重卡渗透率：
预测全年渗透率35%

覆盖标的

	当前市值 (亿元)	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE		
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	
000338.SZ	潍柴动力	1,343	2362.6	2505.3	115.9	133.7	11.6	10.0
3808.HK	中国重汽H	526	1015.2	1170.9	68.1	78.1	7.7	6.7
000951.SZ	中国重汽A	172	499.9	611.9	13.6	17.8	12.6	9.7
000800.SZ	一汽解放	373	761.0	918.2	10.3	17.2	36.3	21.6
600166.SH	福田汽车	183	634.9	698.4	13.4	16.7	13.7	11.0

市场空间：海外市场总规模/可触达市场规模约154+/56+万辆

- **总体情况：2024年海外重卡市场总规模约154+万辆，其中中国品牌可触达市场约56+万辆。**综合考虑当地竞争格局，假设市场规模不变，给定3~5年后市占率，测算得3~5年后出口量可达40万辆，中汽协口径下，2023年我国重卡出口量27.6万辆，3~5年累计有45.7%的增长空间。

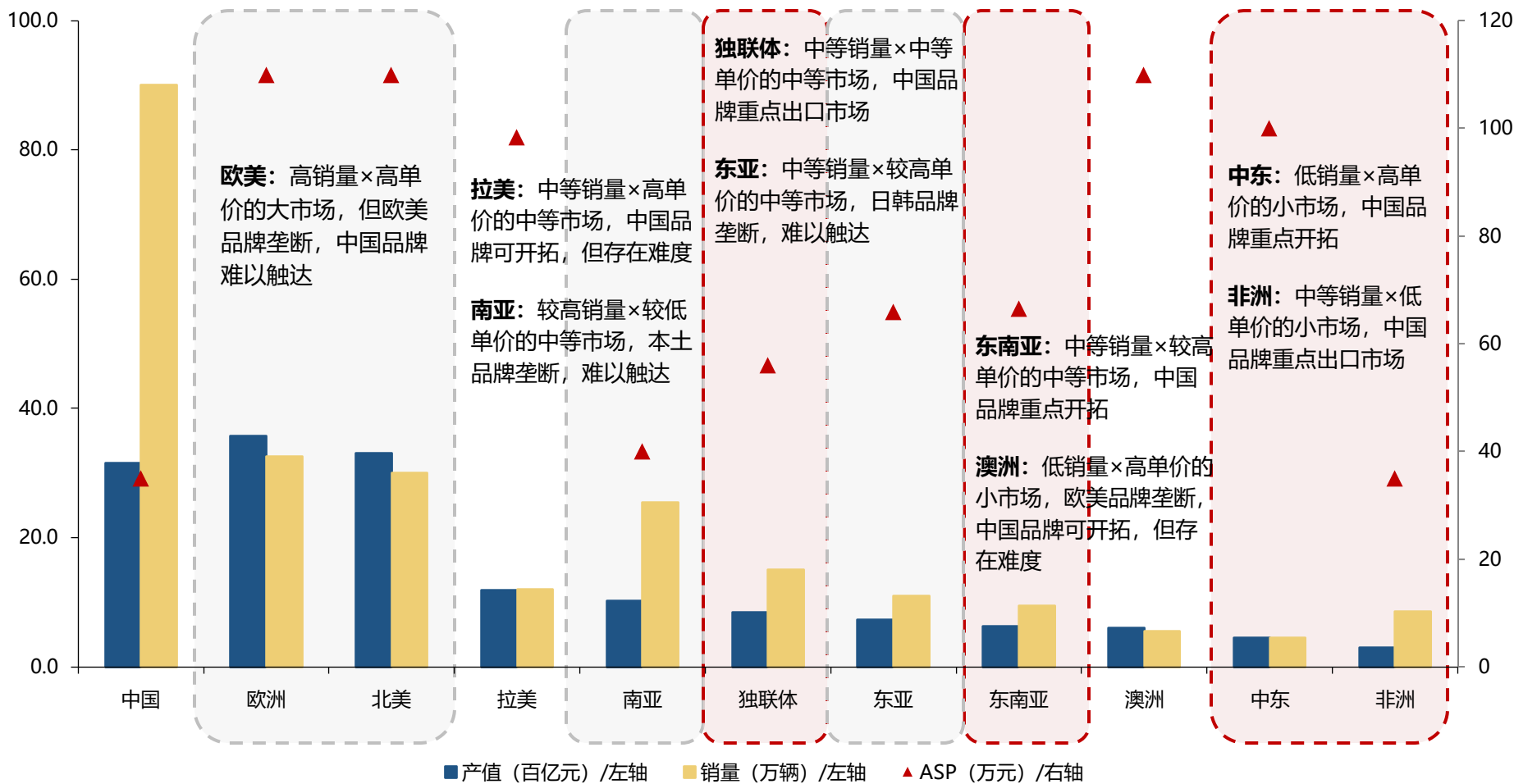
图：海外各区域市场情况总览

区域	24年市场规模	竞争格局	24年自主重卡可触达程度	预测3~5年后市占率	3~5年后出口规模
欧洲	30-35万辆	欧系品牌垄断	难触达	3.0%	约1万辆
北美	约30万辆	欧美四大品牌戴姆勒+帕卡+沃尔沃+纳威司达垄断	难触达	3.0%	约1万辆
东亚	约11万辆	日韩品牌为主，国际品牌主要为戴姆勒+塔塔 蒙古部分进口中国品牌	部分可触达	20.0%	约2.2万辆
南亚	25+万辆	印度市场为主，本土品牌塔塔+Ashok Leyland+Eicher主导	难触达	5.0%	1.3+万辆
东南亚	9-10万辆	日系主导，欧系次之，中国品牌替代日系二手车，占据一定份额	可触达，开拓中	60.0%	5.5-6万辆
独联体	15+万辆	中国品牌主导，23年市占率达60%+，本土品牌次之 俄罗斯进口政策有所收紧	可触达，已开拓	80.0%	12+万辆
中东	4-5万辆	进口欧美系为主，中国品牌凭借性价比优势占据一定市场	可触达，开拓中	60.0%	2.5-3万辆
非洲	8-9万辆	中国品牌实现对欧系二手车替代，市占率50%+，市场持续扩容	可触达，已开拓	85.0%	7+万辆
拉美	12+万辆	墨西哥+巴西市场为主，欧美系品牌占主要份额 巴西市场准入门槛较高	可触达，开拓前期	40.0%	4.8+万辆
澳洲	5-6万辆	当前中国品牌市占率低，有突破可能	可触达，开拓前期	50.0%	2.5-3万辆
合计	154+万辆	欧洲+北美+南亚+东亚难触达，其余市场为中国品牌出海空间	可触达市场合计56万辆	海外市占率26.2%	2030E出口量约40+万辆

市场空间：海外市场总产值/可触达市场产值约1.26/0.41万亿元

- 产值视角下，2024年全球重卡市场规模1.58万亿元，其中中国市场规模0.32万亿元，海外市场规模1.26万亿元；剔除欧美/日韩/南亚以外，海外可触达市场产值约0.41万亿元。

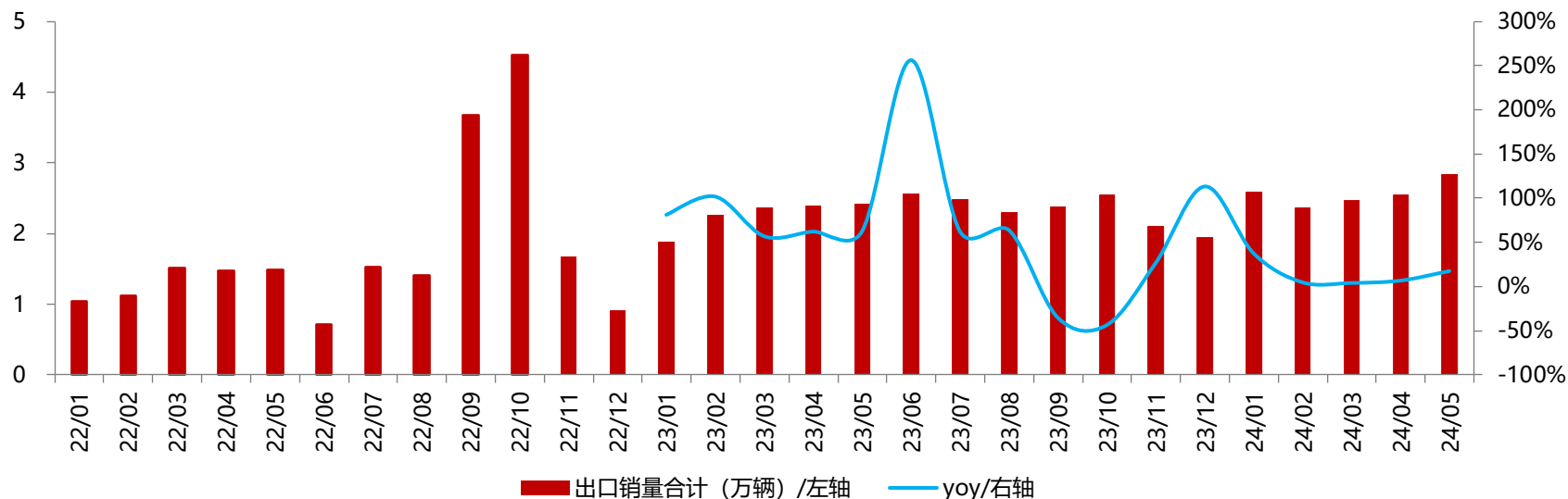
图：24年海外各区域市场中枢情况总览



销量预测：预计2024年重卡出口30万辆

- **4月重卡出口同环比上升。**据中汽协，2024年4月我国重卡行业出口2.54万辆，同环比分别+6.7%/+3.4%，表现亮眼。
- **预计2024年重卡出口总销量30万辆，同比+8.7%。**

图：重卡行业月度出口变化（万辆）



■ 中东：增量市场，沙特驱动，重汽为首。

- ✓ 1) 市场规模：沙特市场增长潜力大（23年1.5万辆，30年有望扩容至5万辆），伊朗呈下滑趋势。
- ✓ 2) 格局：23年中系重卡约4万台市占率60%+，仍有增长空间，其他竞争来自欧系二手车降价等。
- ✓ 3) 单价：重汽汕德卡品牌议价权价高，23年单价约10万美金，其他中系品牌终端价格约5万美金。

■ 非洲：持续景气，低端产品为主。

- ✓ 1) 市场规模：23年中系新车销量5-6万辆，对欧系二手车冲击大，市场增长潜力可期，市场规模有望2-3年内突破10万辆。
- ✓ 2) 格局：23年中系重卡市占率60%+，其中重汽、陕汽、解放位居前列。
- ✓ 3) 单价：以低端重卡为主，23年到岸价格3-4万美金。

■ 俄罗斯：KAMAZ供应链受限，中系品牌渗透率持续上升。

- ✓ 1) 市场规模：23年中系重卡出口8-10万台，其中20-30%通过中亚转口。俄罗斯政策要求本地建厂，后续整车贸易有受限风险。
- ✓ 2) 格局：俄本土品牌受供应链影响市占率下滑，23年中系品牌市占率约70%，重汽市占率约30%。

■ 东南亚&南美：东南亚增长有限，南美未来看涨。

- ✓ 23年东南亚市场中系重卡合计超5万辆规模，受限于民族情绪以及国际政治环境，未来中国品牌市占率增长或有限。
- ✓ 南美目前市场规模较小，但随经济平稳发展，存量市场有望稳步递增。

- **【总结】** 中东、非洲、俄罗斯地区中系出口仍有较大增长空间，其中以重汽为首。中东以沙特为主要驱动，非洲的中系品牌以低端产品快速抢占市场，俄罗斯则以高端产品提高市场渗透率。

- ◆ **2024Q2业绩预测:** 公司天然气发动机+大缸径出货有望同环比增长，产销同比有望改善，凯傲利润持续修复，Q2业绩预计同比改善。
- ◆ **2024H2核心看点:** (1) 9月开始重卡逐渐走出淡季，油气价差若维持高位，天然气重卡销量有望创新高，且发动机处于天然气重卡价值链核心环节，价/利有望维持；(2) 大缸径发动机排产有望同环比增长；(3) 凯傲利润持续修复；(4) 老旧柴油货车淘汰政策或刺激重卡需求增长，柴油发动机大马力化带动柴油发动机价/利提升。

表：潍柴动力业绩预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收/亿元	1743.61	1974.91	2035.48	1751.58	2139.58	2362.59	2505.33	2731.53
Yoy	9.5%	13.3%	3.1%	-13.9%	22.2%	10.4%	6.0%	9.0%
毛利率	21.80%	19.31%	19.46%	17.78%	21.09%	22.18%	22.94%	23.54%
销售费用率	6.45%	5.50%	5.36%	6.09%	6.00%	5.80%	5.50%	5.40%
管理费用率	3.96%	3.90%	3.96%	4.62%	4.60%	4.20%	4.20%	4.30%
研发费用率	3.00%	3.04%	3.38%	4.41%	4.10%	4.20%	4.20%	4.20%
归母净利润/亿元	91.05	92.07	92.54	49.05	90.13	115.88	133.71	156.96

- ◆ **2024Q2业绩预测**: 公司产销同环比有望增长, Q2业绩预计同环比增长。
- ◆ **2024H2核心看点**: (1) 老旧柴油货车淘汰政策或刺激重卡需求增长; (2) 油气价差若维持高位, 天然气重卡销量有望创新高, 且公司天然气重卡市占率稳步提升; (3) 出口亚非拉中东销量高增长, 公司稳居出口市占第一; (4) 供应链持续降本, 盈利能力有望稳步改善。

表: 中国重汽业绩预测

		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国重汽H	营收/亿元	985.09	936.41	592.91	854.98	1015.18	1170.94
	Yoy		-4.94%	-36.68%	44.20%	18.74%	15.34%
	重卡销量/万辆	27.84	28.18	15.78	22.70	26.12	29.59
	单价	35.4	33.2	37.6	37.7	38.9	39.6
	毛利率	19.94%	16.78%	16.89%	16.65%	17.20%	18.00%
	销售费用率	5.06%	4.85%	4.83%	4.68%	4.60%	4.60%
	管理费用率	3.09%	3.21%	3.80%	2.60%	2.70%	3.00%
	研发费用率	2.66%	3.50%	4.25%	2.87%	2.70%	2.90%
	归母净利润/亿元	68.51	43.22	17.97	53.18	68.13	78.12
		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国重汽A	营业收入/亿元	599.38	560.99	288.22	420.70	499.85	611.88
	Yoy	50.44%	-6.40%	-48.62%	45.96%	18.81%	22.41%
	重汽销量/万辆	20.61	20.22	9.60	12.75	14.91	16.80
	单价	29.1	27.7	30.0	33.0	33.5	36.4
	毛利率	9.49%	7.38%	6.10%	7.85%	8.41%	9.07%
	销售费用率	1.65%	1.76%	1.11%	1.05%	1.10%	1.15%
	管理费用率	1.18%	0.51%	0.92%	0.78%	0.95%	1.10%
	研发费用率	0.78%	1.07%	1.50%	1.40%	1.50%	1.45%
	归母净利润/亿元	18.80	10.38	2.14	10.80	13.63	17.78

2.3 乘用车：本地化建厂阶段

- **复盘100余年汽车历史的规律：一个国家的汽车产业出海有4种路径可以选择。**
- **类型一：厚积薄发（日本）。** 1) **技术**维度：遵守**最严格**的油耗/排放法规，实现**世界一流**的技术水平（油电混合+CVT自动变速器+VVT）。 2) **组织效率**：用**精益生产方式**成功颠覆了大规模流水线生产方式。 3) **市场**维度：**守正出奇**。“正”是率先攻克难度系数最大的美国市场，“奇”是后期突破其他新兴市场。
- **类型二：选择比努力更重要（德国）。** 1) 技术维度：遵守**较严格**的油耗/排放法规，实现**世界二流**的技术水平（柴油机+GDI+涡轮增压+VVT+发动机启停）。 2) 组织效率：在精益生产方式基础上优化出**平台化生产方式**。 3) 市场维度：**抓住黑马**。在21世纪初期全球四大新兴市场（中国俄罗斯印度巴西）中成功把握了【中国的腾飞】。
- **类型三：海外并购整合（美国）。** 本国**没有**严格油耗/排放法规压力，凭借强大美国国家背书+全球龙头地位（大型发动机技术优势+强大资金实力），直接通过在海外主流细分市场**收购当地二三线品牌**（具备小型发动机技术）进行全球扩张。
- **类型四：追求性价比（韩国）。** **缩小版的日本模式**。技术-组织-市场看起来类似于日本，但实际每一块均没有做到极致，最终获得全球市场份额远不及日本。
- **出海最终产生回报率排序（以带来净利率/ROE向上周期长度为标准）：**日本（30年）>德国（20年）>韩国（10年）>美国（出海盈利贡献甚微）。1994年是出海盈利重要拐点。
- **日本/德国/韩国的出海成功背后是：** 1) 在美国市场讲【存量替代逻辑】。 2) 在中国市场讲【做大蛋糕逻辑】。 **总结一句话：日本/德国/韩国承接了美国制造业外迁的红利。**

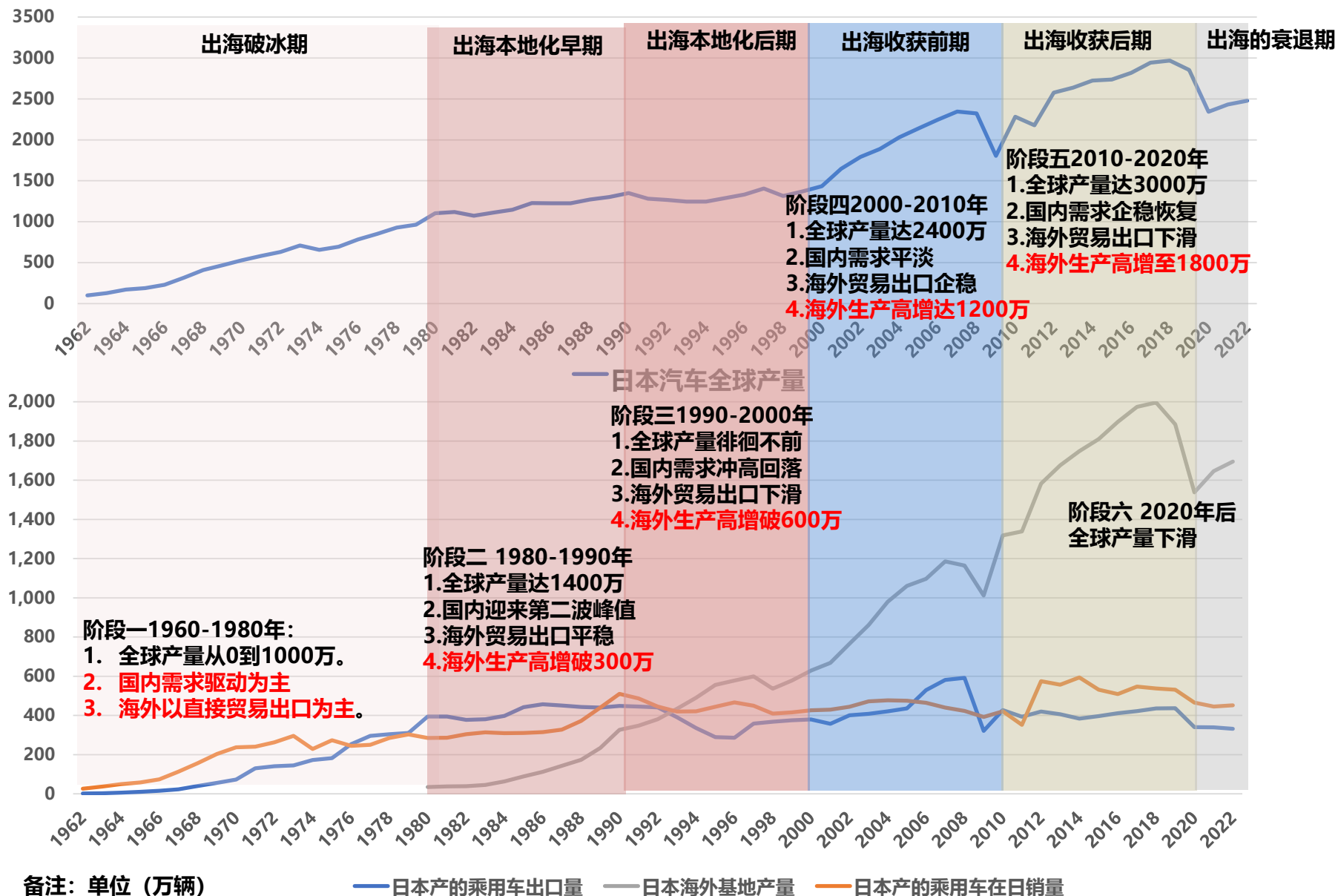
■ 中国乘用车全球化到哪个阶段了？

- 我们复盘日本汽车出海历史分为了六个阶段：出海破冰期，本地化前期，本地起后期，出海收获前期，出海收获后期，出海衰退期。如果类比日本，**中国乘用车出海我们认为当前正处于：破冰期即将结束进入本地化前期**。破冰期典型特征：我们技术和产品已经具备优势，通过贸易方式出海盈利非常好，海外市占率10%或是天花板（500-600万辆）。本地化前期典型特征：贸易摩擦频繁，车企/供应链均出海建设产能满足各个大区的本地化率，因此车企/供应链资本开支持续上升，ROR或承压。

■ 车企模式各有千秋，均需韬光养晦

- **车企出海模式分2大类**：1) 世界融入我们。这类更多强调我们的技术优势-效率优势-产品优势，**内生式方法出海为主**，以比亚迪/长城为代表。2) 我们融入世界。这类更多是强调尊重不同国家文化差异-强调资源整合重要性，**外延式出海为主**，以吉利/零跑为代表。而这2类模式车企在【本地化研发-生产-供应链-销售】均还需补足能力。
- **投资建议**：中短期关注【长城汽车/零跑汽车/吉利汽车/上汽集团】，长期关注【比亚迪】等。

日本汽车产业全球扩张的六阶段划分

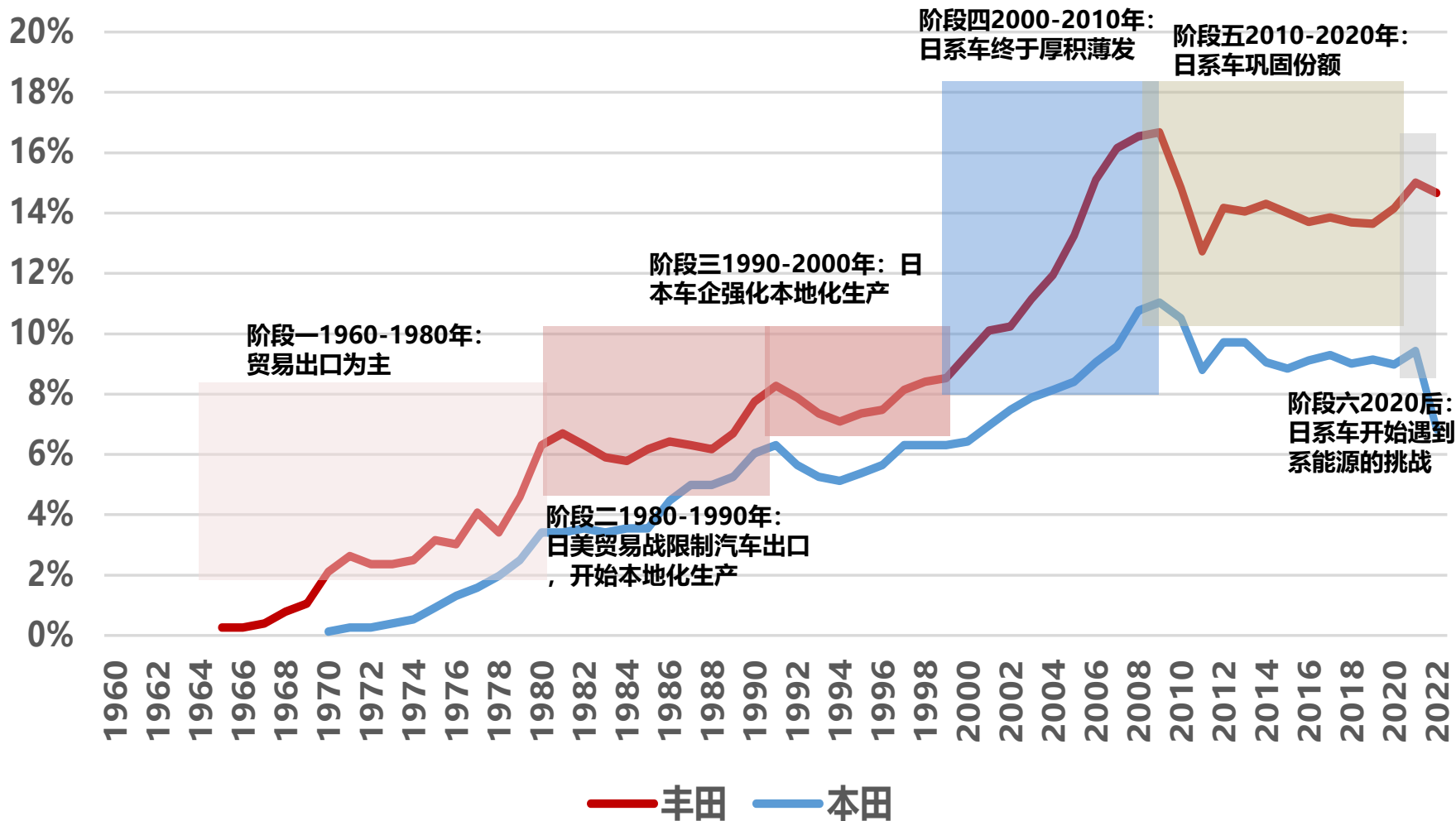


备注：单位（万辆）

数据来源：JAMA, Marklines, 东吴证券研究所绘制

日系车出海美国市场的六阶段划分

图：丰田/本田在美国市场的份额变化趋势



乘用车分区出口预测汇总

表：中国车企分区出口预测汇总

汇总预测	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
中国车企总出口量/万辆	164	267	443	512	588	711	
YOY/%	104%	63%	66%	15%	15%	21%	
独联体市场/万辆	16	18	111	129.7	147.4	167	
YOY/%	150%	9%	526%	16.80%	13.70%	13.30%	
在当地市占率/%	9%	22%	98%	95%	90%	85%	出口数据来源为海关总署，计算所得市占率高于实际。目前看独联体最大市场俄罗斯针对邻国出口/平行出口等进行限制，给市占率稍降预期
欧洲市场/万辆	32	65	91	92.1	93.5	118.5	出口数据来源为海关总署，计算所得市占率高于实际
YOY/%	221%	104.80%	40.60%	1.20%	1.50%	26.70%	
在当地市占率/%	2%	5%	6%	6%	6%	7%	双反调查下预计24-25年出口有压力
南美市场/万辆	28	34	36	40.7	48.9	57.5	
YOY/%	143%	48%	30%	13.30%	20.20%	17.70%	
在当地市占率/%	9%	10%	11%	12%	14%	16%	中国车企在当地有产能扩充计划
中东市场/万辆	28	51	67	80.8	100.3	128.2	
YOY/%	56%	81%	32%	21%	24%	28%	
在当地市占率/%	12%	22%	24%	25%	27%	30%	各车企在中东市场都在持续投入中，备件中心陆续建设中；土耳其市场规模约100w，其余中东国家200w
东南亚市场/万辆	14	33	45	58	69	87	
YOY/%	88%	128%	35%	30%	19%	26%	
在当地市占率/%	5%	10%	13%	17%	20%	25%	
北美市场/万辆	13	28	46	51.5	57.8	68.1	包含沃尔沃
YOY/%	—	111.40%	63.00%	11.40%	12.20%	17.80%	
在当地市占率/%	1%	2%	2%	3%	3%	4%	
澳新非洲市场/万辆	12	21	26	33.9	43.9	54.9	
YOY/%	64%	82%	24%	30%	30%	25%	
在当地市占率/%	7%	12%	14%	17%	21%	25%	
日韩印市场/万辆	20	18	21	25	27	29.2	
YOY/%	63.60%	-13.80%	22.70%	16.40%	8.00%	8.00%	
在当地市占率/%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	

中国车企海外产能布局汇总

表：中国车企海外产能布局汇总

汇总预测	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
中国车企海外产能规划/万辆	155	155	155	182	228	292	包含宝腾沃尔沃
独联体市场合计/万辆	14	14	14	27	34	41	
比亚迪汽车	0	0	0	5	5	10	乌兹别克斯坦，投资项目一、二期计划产量为5万辆
吉利汽车	6	6	6	6	6	6	白俄罗斯
长城汽车	8	8	8	8	15	15	俄罗斯
江淮汽车	0	0	0	8	8	10	哈萨克斯坦
欧洲市场合计/万辆	45	45	45	45	47	56	
吉利汽车	45	45	45	45	45	45	沃尔沃工厂
比亚迪汽车	0	0	0	0	0	5	2023年12月宣布在匈牙利建厂
奇瑞汽车	0	0	0	0	2	4	投资4亿欧元（约30亿元人民币），于2024Q4率先投产欧萌达等车型
上汽集团	0	0	0	0	0	2	选址中
长城汽车	0	0	0	0	0	2	选址中
南美市场合计/万辆	16	16	16	16	26	41	
奇瑞汽车	15	15	15	15	15	15	巴西/阿根廷
江淮汽车	1	1	1	1	1	1	巴西
比亚迪汽车	0	0	0	0	5	15	巴西
长城汽车	0	0	0	0	5	10	巴西
中东市场合计/万辆	6	6	6	6	6	6	除土耳其外其余国家关税政策相对友好
奇瑞汽车	6	6	6	6	6	6	
东南亚市场合计/万辆	74	74	74	82	94	112	
上汽正大	10	10	10	10	10	10	泰国
上汽通用五菱	6	6	6	6	6	6	印尼
长城汽车	8	8	8	8	8	8	泰国
比亚迪	0	0	0	5	10	15	泰国
长安汽车	0	0	0	0	5	10	泰国
广汽埃安	0	0	0	3	5	5	泰国
奇瑞汽车	0	0	0	0	0	5	
合众汽车	0	0	0	0	0	3	
吉利汽车	50	50	50	50	50	50	马来西亚，宝腾工厂
北美市场合计/万辆	6	6	6	6	21	36	
江淮汽车	6	6	6	6	6	6	墨西哥，2017年投产
比亚迪	0	0	0	0	5	15	墨西哥，选址中
奇瑞汽车	0	0	0	0	5	10	墨西哥，选址中
上汽集团	0	0	0	0	5	5	墨西哥，选址中

- ◆ **2024Q2业绩预测:** 公司Q2产批规模同环比有望大幅提升, 荣耀版批量交付支撑终端销量, 海外出口保持高位; 我们预计Q2公司归母净利润同环比均实现30%以上的高速增长。
- ◆ **2024H2核心看点:** 1) **DM5.0插混技术平台换代, 新车批量推出。** 秦L/海豹06后, 王朝/海洋网其余车型陆续切换至DM5.0插混技术平台, 进一步挤压合资品牌份额, 技术迭代实现量价齐升。2) **腾势、方程豹等国内加速转型, 欧盟关税政策落地释放出口潜力。** 24H2国内市场腾势、方程豹、仰望多品牌高端车上市, 梳理高端品牌形象; 欧盟关税政策落地, 打开中长期海外出口成长空间。

表: 比亚迪业绩预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
汽车销量/万辆	74	187	302	391	465	541
营业收入/亿元	2161	4241	6023	7067	8224	9121
YOY	38.0%	96.2%	42.0%	17.3%	16.4%	10.9%
毛利率/%	13.0%	17.0%	20.2%	19.6%	19.5%	19.5%
归母净利润/亿元	30.5	166.2	300.4	352.2	424.2	510.4
YOY	53.4%	445.9%	80.7%	19.6%	16.3%	13.5%
归母净利率/%	1.4%	3.9%	5.0%	5.0%	5.2%	5.6%

- ◆ **2024Q2业绩预测:** 公司Q2产批规模环比季节性提升, 出口持续爆发, 同比继续向上。出口贡献较大盈利弹性, 公司Q2归母净利润同环比有望持续提升
- ◆ **2024H2核心看点:** 1) **海外市场出口销量持续增长。**公司于独联体、拉美、东南亚等地区产能、新品、渠道等布局加速, 坦克/皮卡/哈弗等多品牌聚焦不同细分市场, 匹配差异化需求, 因地制宜, 出口销量有望持续向上。2) **新车持续推出, 国内加速高阶智驾布局。**24H2魏牌蓝山激光雷达版本、全新一代哈弗H6有望上市开启批量交付。

表: 长城汽车业绩预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长城汽车合计销量/万	119.7	106.8	123.0	157.4	186.4	220.1
新能源销量/万	8.7	12.5	26.2	66.9	114.9	157.1
PHEV	3.6	3.6	15.3	47.0	81.0	113.1
哈弗	0.0	0.0	7.7	25.0	41.0	56.0
魏牌	3.6	3.6	4.2	12.0	19.0	27.1
坦克			3.4	10.0	21.0	30.0
EV	5.1	7.8	10.9	19.9	33.9	44.0
燃油车销量/万	111.0	94.3	96.9	90.5	71.5	63.0
新能源占比	7.3%	11.7%	21.3%	42.5%	61.6%	71.4%
出口销量/万	9.9	12.2	26.8	45.0	70.0	100.0
出口占比	8.3%	11.4%	21.8%	28.6%	37.6%	45.4%
营业收入/亿元	1364.0	1373.4	1732.1	2243.8	2548.7	2833.8
毛利率	16.2%	19.4%	18.7%	19.7%	20.7%	21.7%
归母净利润/亿元	67.3	82.7	70.2	89.0	116.9	150.7
Yoy	25.4%	22.9%	-15.1%	26.8%	31.3%	28.9%

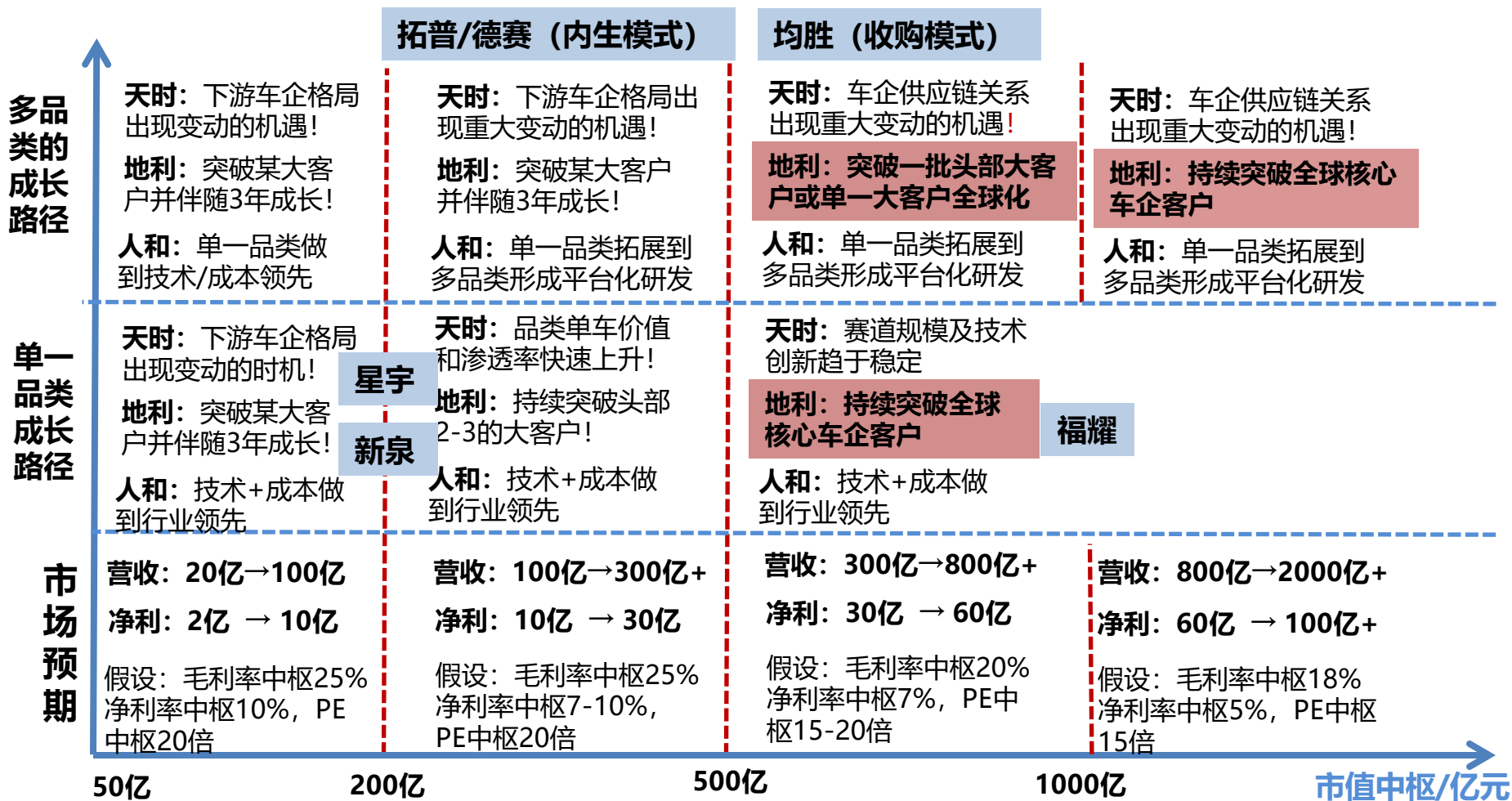
- ◆ **2024Q2业绩预测**: 环比而言公司产销有望改善, C10交付占比提升, 单季度毛利率有望转正。
- ◆ **2024H2核心看点**: 1) **海外市场开拓**: 零跑国际将自9月起在欧洲9个国家开启销售; 2024Q4进一步开拓南美市场(巴西&智利)、亚太(澳大利亚&新西兰&泰国&马来西亚&印度)、中东和非洲市场。渠道层面计划在今年年底前共计拓展包括Stellantis & You网络在内的200家销售网点, 并于2026年将销售网络拓展至500家。车型&品牌层面C10+T03是首先两款面临全球化的车型, 至27年预计将有6款全新车型陆续上市。2) **新车上市**: 全新中大型SUV C16预计于6月底上市, 丰富产品矩阵。

表: 零跑汽车业绩预测

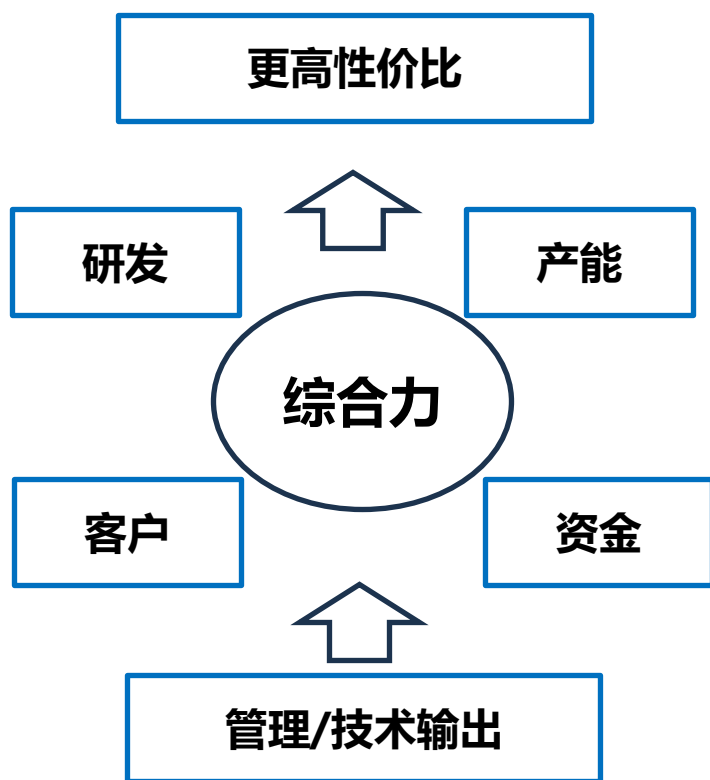
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销量/万辆	11.1	14.4	24.6	43.5	60.0
YOY	148%	30%	71%	77%	38%
单价/万元	11.1	11.6	13.4	14.8	15.0
营收/亿元	123.9	167.5	330.2	642.0	901.6
YOY	295%	35%	97%	94%	40%
毛利率/%	-15.4%	0.5%	5.5%	10.0%	11.0%
研发费用率	-11.4%	-11.5%	-7.3%	-3.5%	-3.0%
管理费用率	-6.8%	-5.1%	-3.2%	-1.8%	-2.0%
销售费用率	-9.0%	-10.7%	-6.7%	-4.3%	-4.3%
归母净利润/亿元	-51.1	-42.2	-33.0	8.8	29.6

2.4 汽车零部件：内生/外延模式均值得重视

◆ 无论单品类还是多品类，零部件全球化核心竞争力是【如何以不变应万变，不管车企格局如何变化，都不影响公司全球份额】，也即【如何让客户离不开你】。



◆站在汽车全球化视角，内生模式和外延模式各有利弊。以均胜电子为代表外延模式中国汽车零部件过去10年已经在全球范围内布局了完善产能且海外具备研发-生产-销售-资金闭环能力的优势。以拓普集团为代表内生模式汽车零部件过去3年夯实了研发能力和新能源客户群优势。

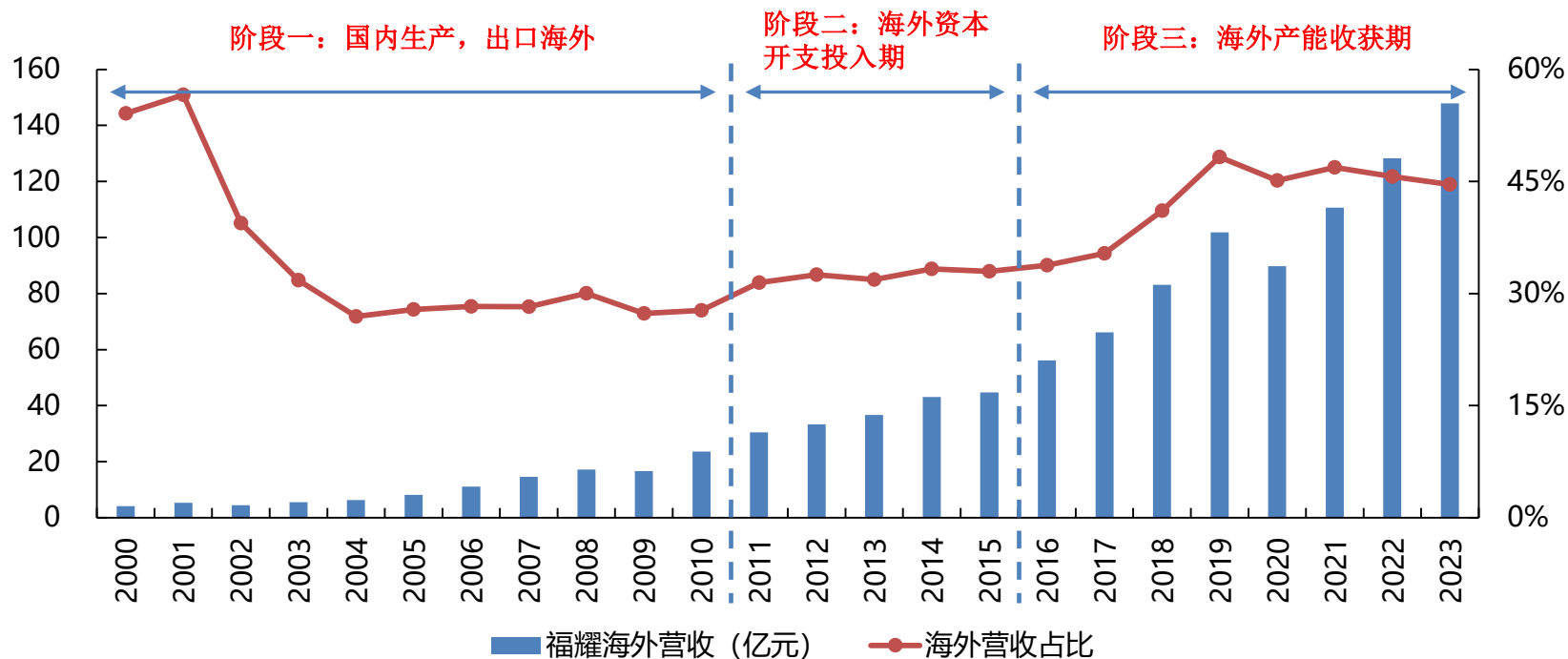


	收购模式代表	内生模式代表
	均胜电子	新泉股份
研发	海外为主，国内协同	国内为主，海外协同
客户	海外车企为主，新能源大力拓展	新能源车企为主，海外车企拓展
产能	海外布局完善且逐步优化成本	海外建厂扩张阶段
资金	全球合规	逐步完善

■ 根据公司海外市场的供应模式，可以将福耀出海的历程划分为三个阶段。

- ✓ **第一阶段：** 主要是利用国内较低的生产成本，通过国内生产、出口海外的方式拓展海外市场。但随着业务体量的增长，潜在的贸易壁垒可能开始出现。
- ✓ **第二阶段：** 福耀开始进入海外资本开支周期，开始建设俄罗斯工厂和美国工厂。
- ✓ **第三阶段：** 这一阶段公司海外产能正式释放，海外生产本地配套的收入占比持续提升。其中，福耀美国工厂自2016年投产以来营收持续增长，盈利能力也在逐年持续提升。

表：福耀玻璃全球化发展的不同阶段



- ◆**2024Q2业绩预测：**环比来看，国内、北美和欧洲等公司主要下游市场的汽车销量环比均有望实现增长或改善；盈利能力方面，预计成本端整体保持稳定，24Q2海运费上涨或造成一定影响；整体看，公司24Q2归母净利润预计环比将持续增长。
- ◆**2024H2核心看点：**汽玻业务在全球各区域的市场份额仍将持续提升（包括OEM和AM业务）；单车配套价值量也将随着汽车玻璃的持续升级从而不断提升。

表：福耀玻璃业绩预测（单位：百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	23,603	28,099	33,161	39,285	42,796	48,475
YOY		19.0%	18.0%	18.5%	8.9%	13.3%
毛利率	35.9%	34.0%	35.4%	37.0%	37.3%	37.6%
销售费用	1,151	1,351	1,539	1,807	1,883	2,084
销售费用率	4.9%	4.8%	4.6%	4.6%	4.4%	4.3%
管理费用	1,944	2,143	2,486	2,946	3,124	3,539
管理费用率	8.2%	7.6%	7.5%	7.5%	7.3%	7.3%
研发费用	997	1,249	1,403	1,650	1,712	1,939
研发费用率	4.2%	4.4%	4.2%	4.2%	4.0%	4.0%
财务费用	687	-1,011	-687	27	-80	-214
财务费用率	2.9%	-3.6%	-2.1%	0.1%	-0.2%	-0.4%
归属于母公司股东的净利润	3,146	4,756	5,629	6,841	7,841	8,930
YOY		51.2%	18.4%	21.5%	14.6%	13.9%
归母净利率	13.3%	16.9%	17.0%	17.4%	18.3%	18.4%

- ◆ **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, 海外零部件积极与主机厂谈判寻求涨价机会; 2) 安全业务海外盈利中枢持续上移, 国内主机厂份额提升, 安全业务量利齐升; 3) 汽车电子业务享受行业红利, 智能化业务有望有进一步落地, 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

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	561.81	616.99	478.90	456.70	497.93	557.28	604.16	676.92	757.59
YOY		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
毛利率	17.0%	16.0%	13.3%	11.6%	12.0%	15.1%	16.9%	17.9%	18.4%
期间费用率	15.2%	14.2%	15.3%	15.9%	11.7%	12.3%	12.0%	11.5%	11.0%
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%
归母净利润/亿元	13.2	9.4	6.2	-37.5	3.9	10.8	15.1	20.5	27.5
YOY		-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%

四、风险提示

- 地缘政治冲突超出预期：世界主要大国关系恶化会加剧汽车贸易摩擦。
- 全球汽车需求低于预期：全球经济不及预期会影响全球汽车需求增速

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

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）），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