

2024Q3汽车投资策略： 优选智能化/全球化

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6月26日

■ **板块景气度：总量平淡，出口/新能源/天然气是亮点。** 复盘2024上半年乘用车/重卡/客车景气度共同特征是：内需拖累，外需亮眼；预计该趋势依然延续到2024H2。2024Q3核心数据：乘用车批发销量/上险/出口分别704/535/133万辆，同比增速+4.2%/-2.6%/+26.1%；重卡批发/上险/出口分别23.5/17.3/7.1万辆，同比增速+7.5%/+12.6%/-0.7%；客车批发/上险/出口分别3.2/2.1/1.1万辆，同比增速+29%/+17%/+32%。

■ **看好2024Q3汽车智能化主线投资机会。** 核心催化剂：重大事件驱动（特斯拉8月robotaxi发布/FSD入华进展+华为ADS3.0发布/S9等新车上市+小鹏Mona03上市等）。**整车优选【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】。零部件优选【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）】**，其次特斯拉产业链【新泉股份+拓普集团等】。

■ **看好2024Q3汽车全球化主线投资机会。** 核心催化剂：季度业绩持续兑现。客车优选【宇通客车+金龙汽车】等。重卡优选【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。零部件优选【福耀玻璃+均胜电子】等。

■ **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；地缘政治冲突超出预期；全球汽车需求低于预期等



■ 一、2024Q3/全年汽车景气度预测

■ 二、汽车智能化主线：曙光将现

■ 三、汽车全球化主线：精选强 α

■ 四、风险提示

一、2024Q3/全年汽车景气度预测

◆Q3乘用车景气度预期：新能源继续高增长

➤零售口径来看，同比而言我们预计2024Q3产批均微增，零售数据预计同比下降，观望情绪逐步转化但政策刺激效果目前不明显。新能源方面我们预计零售渗透率将持续快速上升。

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	2023Q4	2024Q1	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E	2023	2024E
1. 产量-乘联会	509	594	677	777	545	605	684	796	2557	2630
YOY	-5.3%	22.7%	2.1%	19.8%	7.1%	1.9%	1.0%	2.4%	9.6%	2.8%
2. 批发-乘联会	505	602	675	773	557	605	704	741	2555	2625
YOY	-7.2%	27.4%	3.5%	19.9%	10.3%	0.5%	4.2%	-4.1%	10.4%	2.7%
新能源批发	150	204	236	297	194	262	333	384	887	1173
YOY	26.7%	60.5%	26.3%	37.4%	29.3%	28.5%	40.9%	29.4%	36.8%	32.3%
新能源批发渗透率	29.7%	33.9%	35.0%	38.4%	34.8%	43.3%	47.4%	51.8%	34.7%	44.7%
3. 交强险零售	406	517	549	626	475	486	535	592	2098	2088
YOY	-13.7%	26.2%	2.9%	11.3%	17.0%	-6.0%	-2.6%	-5.5%	6.2%	-0.5%
新能源零售	123	171	199	238	175	228	276	321	732	1000
YOY	22.3%	56.0%	35.7%	40.7%	41.5%	33.2%	38.8%	34.7%	39.0%	36.6%
新能源零售渗透率	30.4%	33.1%	36.2%	38.0%	36.8%	46.9%	51.6%	54.2%	34.9%	47.9%
4. 出口	83	95	106	125	111	123	133	145	383	512
YOY	82.5%	93.3%	40.4%	50.6%	34.3%	28.9%	26.1%	16.2%	51.6%	33.7%
新能源出口	22	25	26	30	29	30	26	30	104	154
5. 总体库存变化	21	(18)	22	26	(40)	(4)	16	58	76	30
企业库存变化	4	(8)	2	5	(12)	(0)	(20)	55	2	5
渠道库存变化	17	(10)	20	21	(28)	(4)	35	3	74	25

注：括号意为负值

数据来源：乘联会，交强险，东吴证券研究所

图：2024年Q3部分新车汇总

车企	品牌	车型	能源类型	预计上市时间	类型
比亚迪	仰望	仰望U7	纯电	H2	轿车
		仰望U9	纯电	H2	轿车
	方程豹	豹8	插混	Q3	SUV
		豹3	插混	Q4	SUV
	海洋	海狮05	纯电/插混	H2	SUV
		海狮06	纯电/插混	H2	SUV
		海豹07	插混	H2	轿车
	王朝	汉L	插混	Q3	轿车
		宋L	插混	Q3	SUV
		唐L	插混	Q4	SUV
	腾势	腾势Z9GT	纯电/插混	Q3	轿车
小鹏汽车	小鹏	Mona	纯电	Q3	轿车
蔚来	乐道	L60	纯电	Sep-24	SUV
华为	享界	S9	纯电	Aug-24	轿车
	智界	R7	纯电	Sep-24	SUV
长城	哈弗	H9	燃油	Q3	SUV
	坦克	坦克800	插混	Q3	SUV
长安	深蓝	华为智驾赋能版本		24Q3	
	启源	CD701	纯电	2024Q4	SUV
		C657	插混	2024H2	SUV
		C798	混动	2024H2	SUV
	阿维塔	阿维塔07	增程/纯电	2024Q3	SUV
吉利	银河	L5	插混	2024H2	SUV
		E5	纯电	Q3	轿车
	领克	领克zero	纯电	Jul-24	轿车
		领克SUV	纯电	Q4	SUV
	极氪	MIX	纯电	Q3	MPV
		极氪SUV	纯电	Q4	SUV
	吉利	吉利小车	纯电	Q4	轿车

表：乘用车交强险总量及预测/万辆

交强险/绝对值	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2015	221	157	134	144	146	131	143	148	171	178	186	261
2016	252	121	166	154	169	157	168	188	212	200	233	327
2017	189	112	168	160	173	168	178	200	218	211	238	323
2018	210	154	161	155	169	150	165	175	181	176	179	247
2019	264	89	147	145	164	209	138	145	176	165	174	235
2020	180	18	102	133	151	156	157	166	191	186	194	257
2021	227	125	167	157	162	160	156	152	164	162	170	219
2022	218	112	141	96	127	186	172	182	180	160	157	246
2023	124	123	158	155	170	191	172	186	191	189	192	246
2024	215	107	153	150	166							
2024预测	215	107	153	150	166	170	170	178	187	180	185	227
月度同比	73.2%	-12.8%	-3.7%	-3.2%	-2.8%	-11.2%	-1.4%	-4.4%	-1.9%	-4.7%	-3.5%	-7.5%
月度环比	-12.6%	-45.0%	42.0%	-1.5%	10.1%	2.7%	0.0%	4.7%	5.1%	-3.7%	2.8%	22.8%

图：新能源乘用车交强险总量及预测/万辆

新能源交强险口径	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2018	2.6	1.9	3.9	4.7	9.6	6.8	5.3	6.6	7.4	7.8	11.5	28.2
2019	10.3	2.8	9.3	6.1	8.7	19.8	3.7	4.5	5.9	5.1	7.0	9.2
2020	4.5	1.0	5.0	5.5	6.7	7.9	9.0	9.4	11.6	12.6	17.9	22.9
2021	14.8	9.5	18.9	16.8	17.9	21.9	21.5	22.9	32.3	29.2	35.0	48.4
2022	31.6	24.7	44.5	26.5	32.7	50.5	44.3	48.3	53.9	44.8	53.6	70.9
2023	29.4	39.7	54.2	49.3	56.4	65.5	60.7	68.1	70.0	71.3	77.6	89.3
2024	66.4	37.7	70.6	68.5	78.5							
2024预测	66	38	71	68	78	81	84	90	102	100	105	116
月度同比	125.5%	-5.0%	30.1%	39.0%	39.1%	23.7%	38.4%	32.2%	45.7%	40.2%	35.3%	29.8%
月度环比	-25.7%	-43.2%	87.1%	-2.9%	14.5%	3.2%	3.7%	7.1%	13.3%	-2.0%	5.0%	10.4%
月度渗透率	30.9%	35.1%	46.2%	45.5%	47.4%	49.1%	49.4%	50.6%	54.5%	55.6%	56.8%	51.7%

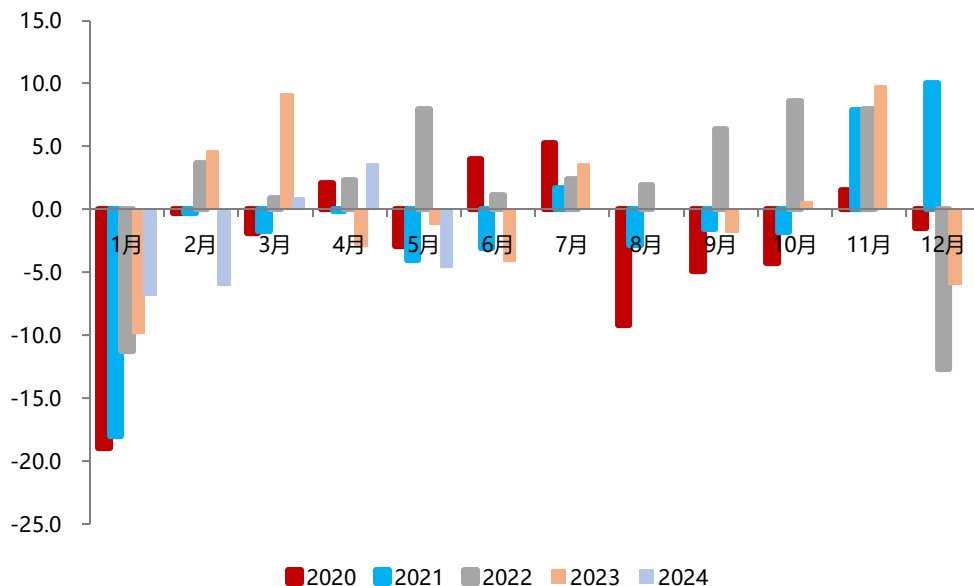
◆ Q2价格竞争回顾：价格竞争换销量趋势仍比较明显，油车反击力度不强

➢ Q2新能源品牌价格策略普遍较积极，合资油车层面德系（大众/宝马）5月底开始加折扣，其余油车品牌目前思路仍是接受中低端车型销量下滑主动减产，经销商在减少配车的情况下自行寻求平衡。

◆ Q3价格竞争状态推演：整体趋缓

➢ 我们认为合资品牌层面价格跟进幅度有限，主要原因为1) 合资厂商决心有分化：量利选择上部分合资品牌对利润要求更高；2) 经销商层面盈利能力较弱，样本反馈经销商层面23年丰田/本田/大众销售毛利率-4%/ -4.5%/-7%，经销商可让利空间非常有限。多数新能源品牌目前订单表现良好。整体而言价格竞争有望趋缓。

图：行业当月渠道库存/万辆



图：行业渠道库存系数变化



重卡景气度预测：Q3出口/内需稳中有升

- ◆**2024H1总结**：总体略低于预期。出口符合预期，内需天然气符合预期，内需柴油重卡低于预期。
- ◆**展望2024Q3**：出口预计同比-0.7%，零售（上险）预计同比+12.6%，批发预计同比+7.5%。

图：2024全年及分季度天然气重卡景气度预测数据

	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E	2023	2024E	2025E
产量/万辆	21.0	22.0	26.5	23.0	23.0	27.0	91.6	99.5	105.9
Yoy	75.0%	71.9%	8.3%	-4.6%	9.4%	22.8%	45.1%	8.6%	6.4%
批发/万辆	21.8	20.4	27.3	23.8	23.5	25.0	91.1	99.6	105.9
Yoy	52.4%	37.3%	13.0%	-3.5%	7.5%	22.3%	35.6%	9.3%	6.4%
上险/万辆	15.4	14.0	13.5	16.8	17.3	18.0	61.3	65.6	73.4
Yoy	26.8%	34.0%	-17.3%	8.0%	12.6%	28.2%	27.8%	7.0%	12.0%
其中：天然气重卡	5.4	4.5	4.5	6.7	6.9	6.5	15.2	24.6	33.0
Yoy			135.4%	96.5%	27.5%	46.4%		61.8%	34.4%
天然气渗透率	35.2%	31.8%	33.5%	39.9%	39.9%	36.3%	24.8%	37.5%	45.0%
其中：柴油类重卡	9.1	8.0	7.9	8.6	8.8	9.6	42.5	34.9	32.3
Yoy			-43.5%	-24.4%	-3.1%	19.5%		-17.8%	-7.4%
其中：新能源重卡	0.8	1.4	1.1	1.4	1.6	1.9	3.4	6.0	8.1
Yoy			143.7%	104.3%	93.5%	32.4%		76.8%	34.6%
出口/万辆	7.1	6.6	7.5	8.1	7.1	7.3	27.6	30.0	32.5
Yoy	8.4%	89.7%	14.8%	10.6%	-0.7%	10.7%	58.6%	6.9%	8.4%

重卡景气度预测：Q3出口/内需稳中有升

- ◆**2024H1总结**：总体略低于预期。出口符合预期，内需天然气符合预期，内需柴油重卡低于预期。
- ◆**展望2024Q3**：出口预计同比-0.7%，零售（上险）预计同比+12.6%，批发预计同比+7.5%。

图：2024分月度天然气重卡景气度预测数据

2024年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
批发销量/万辆	9.7	6.0	11.6	8.2	7.8	7.8	6.6	7.7	9.2	8.8	8.6	7.6	99.6
Yoy	99.1%	-22.2%	0.3%	-1.0%	0.9%	-9.8%	7.6%	8.2%	6.7%	8.4%	20.9%	45.9%	9.3%
环比	86.2%	-38.1%	92.9%	-28.9%	-5.0%	-0.2%	-15.4%	16.7%	18.8%	-3.8%	-2.3%	-11.6%	
零售销量/万辆	3.4	2.6	7.5	6.5	5.4	4.9	4.9	5.8	6.6	6.3	6.2	5.5	65.6
Yoy	20.3%	-55.8%	-1.7%	17.0%	6.1%	-0.3%	14.7%	10.8%	12.5%	13.5%	27.0%	52.6%	7.0%
环比	-5.6%	-23.5%	189.0%	-13.7%	-17.3%	-8.7%	0.0%	18.4%	13.8%	-4.5%	-1.6%	-11.3%	
天然气	0.6	1.0	2.9	2.6	2.1	2.0	1.9	2.3	2.8	2.6	2.2	1.7	24.6
柴油	2.4	1.5	4.0	3.4	2.7	2.5	2.5	3.0	3.2	3.1	3.3	3.2	34.9
新能源	0.4	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	6.0
天然气渗透率	18.7%	36.9%	39.0%	40.6%	39.1%	39.8%	38.0%	39.0%	42.0%	42.0%	36.0%	30.0%	37.6%
柴油渗透率	69.6%	56.9%	53.7%	52.2%	51.0%	51.0%	52.0%	52.0%	49.0%	48.5%	54.0%	58.0%	53.2%
新能源渗透率	10.6%	7.8%	7.0%	7.1%	9.6%	9.2%	10.0%	9.0%	9.0%	9.5%	10.0%	12.0%	9.1%
出口销量/万辆	2.6	2.4	2.5	2.5	2.8	2.8	2.3	2.4	2.4	2.5	2.5	2.3	30.0
Yoy	38.6%	6.4%	4.1%	6.7%	17.5%	7.6%	-7.3%	4.5%	1.2%	-2.0%	18.7%	18.7%	8.7%
环比	34.2%	-7.7%	2.5%	3.4%	11.4%	-3.0%	-16.4%	4.3%	0.0%	4.2%	0.0%	-8.0%	
渠道库存	3.70	1.00	1.60	(0.80)	(0.39)	0.15	(0.60)	(0.50)	0.15	0.00	(0.10)	(0.20)	4.02

客车预测：Q3出口/内需继续高增长

- ◆ **2024H1总结**：总体符合预期。出口符合预期，内需座位客车略超预期，内需公交车略低于预期。
- ◆ **展望2024Q3**：出口预计同比+32%（其中新能源同比+71%），零售预计同比+17%，批发预计同比29%。

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%	-	-	-

二、汽车智能化主线：曙光将现

■ 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。其次特斯拉产业链【新泉股份+拓普集团等】。

未来10年：智能化或是汽车主角，或是AI黑马

■ 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。

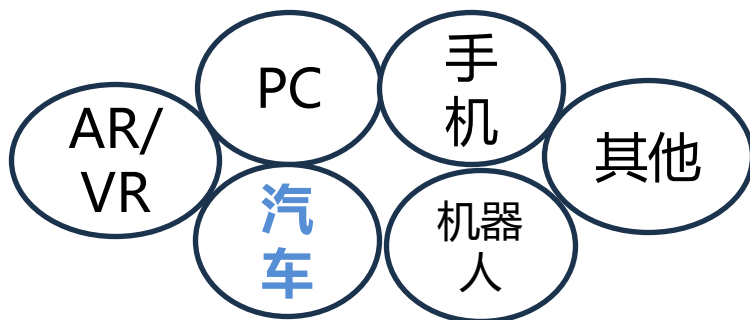
应用

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

终端



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

底座

算力

算法

数据

英伟达
Open AI等

寒武纪等

2024H2智能化行情的催化剂汇总

■ 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

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。

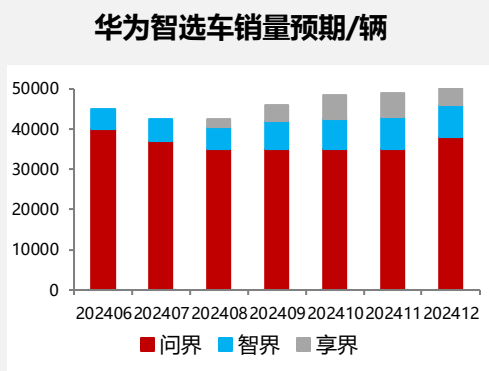
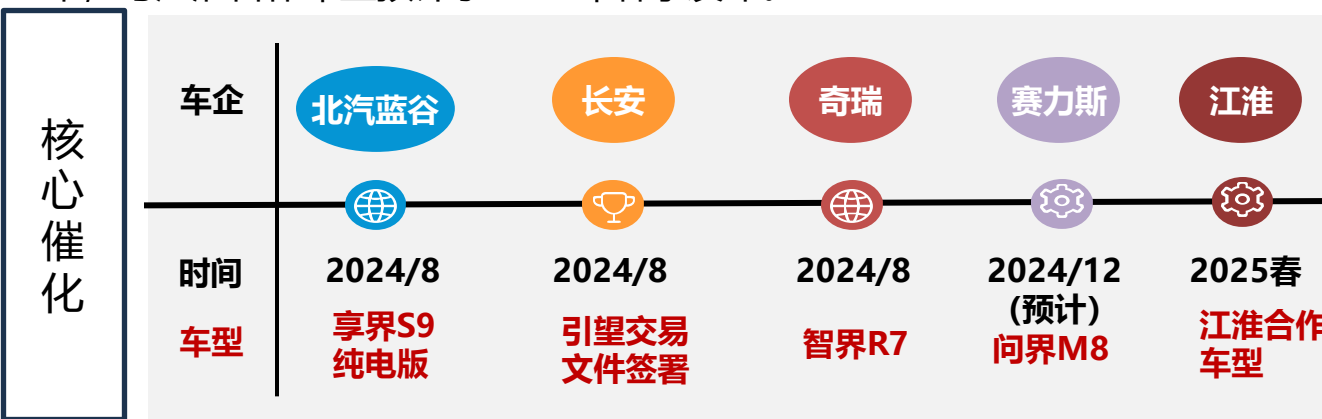
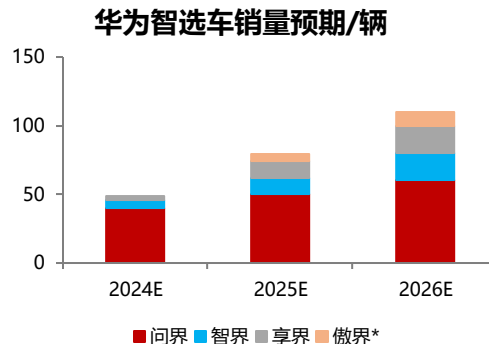
表：小鹏汽车业绩拆分（未特别注明，单位为亿元）

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%

风险提示：价格竞争超预期；需求不及预期等

- ◆ **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

风险提示：价格竞争超预期；需求不及预期等

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

风险提示：价格竞争超预期；需求不及预期等

- ◆ **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

风险提示：价格竞争超预期；需求不及预期等

◆**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

风险提示：价格竞争超预期；需求不及预期等

- ◆ **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
营业总收入	54.1	53.4	68.0	95.7	149.3	219.1	285.1	369.4	461.7
YOY		-1.3%	27.4%	40.7%	56.0%	46.7%	30.1%	29.6%	25.0%
智能座舱	51.7	48.7	60.3	78.9	117.6	158.0	188.7	222.6	278.3
自动驾驶				13.9	25.7	44.9	70.4	110.6	153.5
毛利率	24.0%	22.7%	23.4%	24.6%	23.0%	20.4%	19.7%	19.8%	20.0%
期间费用率	15.2%	18.4%	15.7%	15.3%	15.3%	12.9%	12.2%	11.7%	11.6%
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%
归母净利润	4.2	2.9	5.2	8.3	11.8	15.5	22.9	30.8	39.6
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%

风险提示: 下游乘用车需求复苏不及预期, 乘用车价格战超出预期。

- ◆ **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
营业总收入	34.69	33.83	33.74	44.88	56.38	71.37	90.33	112.23	132.78
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
毛利率	20.5%	22.4%	23.6%	21.6%	22.1%	22.4%	21.1%	21.4%	21.5%
期间费用率	19.9%	19.0%	18.0%	15.6%	15.2%	14.7%	13.4%	13.4%	13.0%
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%
归母净利润	0.17	0.74	1.8105	2.99	3.80	4.65	6.52	8.94	11.22
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%

风险提示: 下游乘用车需求复苏不及预期, 乘用车价格战超出预期。

三、汽车全球化主线：精选强 α

■ 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。**

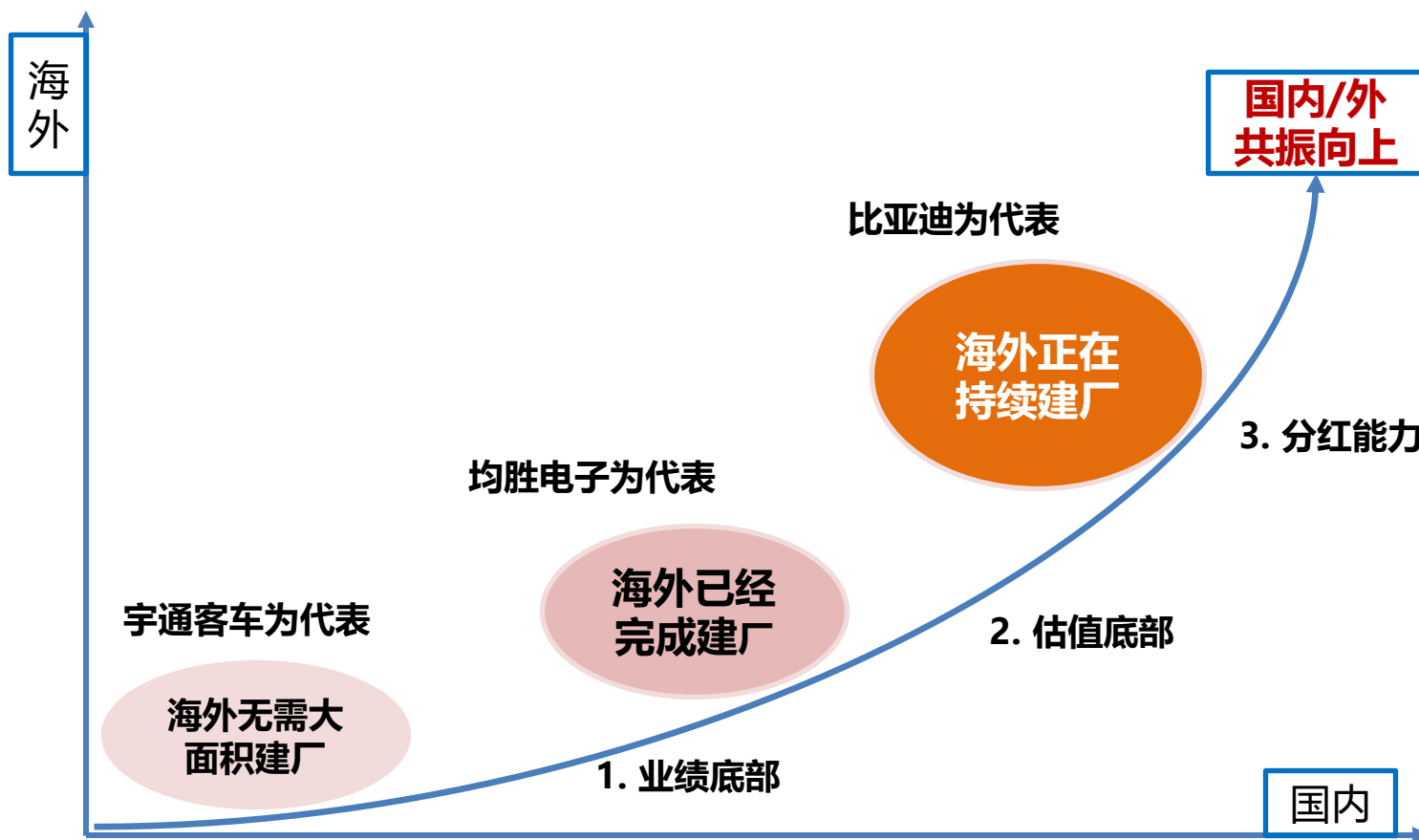
■ 2024H2汽车全球化如何配置？

- 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。

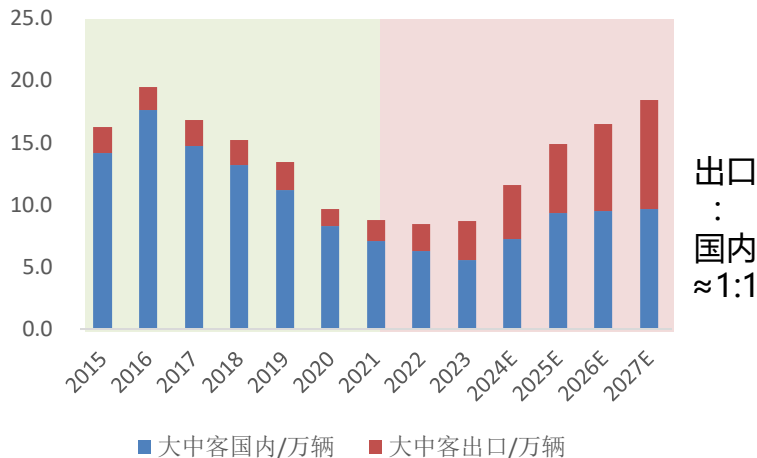
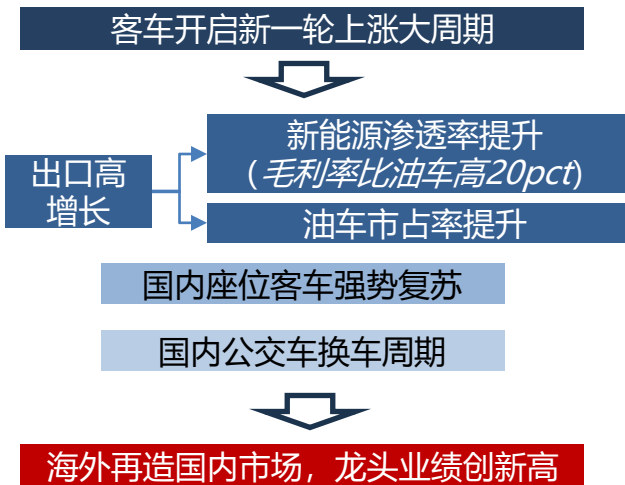
■ 风险提示：地缘政治冲突超出预期；全球汽车需求低于预期等

■ 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。



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

2027年客车海外产值有望和国内1:1

- **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

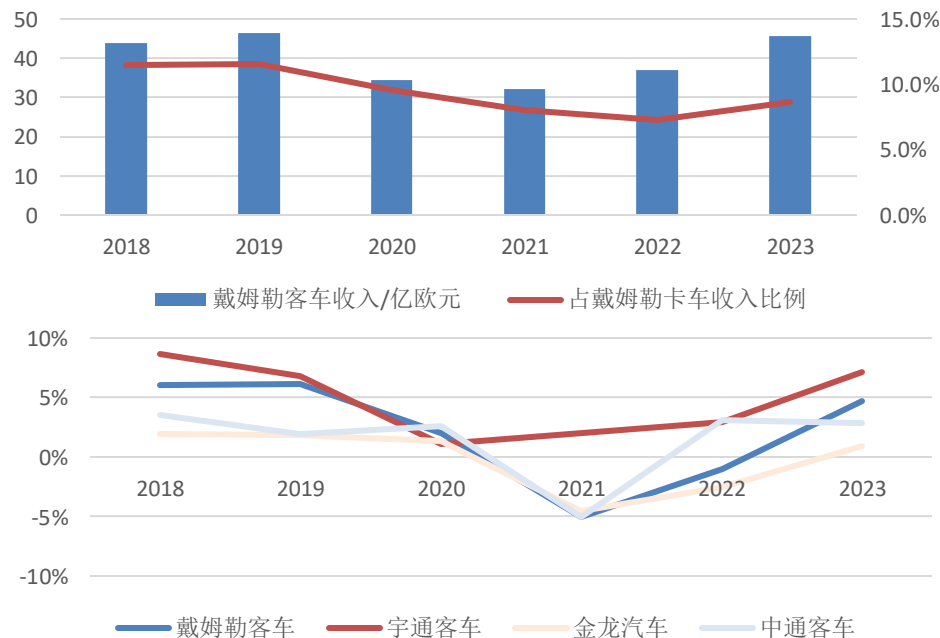
注：海外市场不考虑日本、印度、美国、加拿大市场

- ◆ **和国内同行相比:** 1) 收入规模最大, 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, 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/亿元
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%

风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

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

- ◆ **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

风险提示：国内物流行业复苏不及预期；海外经济波动超预期等。

- ◆ **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

风险提示：国内物流行业复苏不及预期；海外经济波动超预期等。

- **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。

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%	

- ◆ **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%

风险提示: 价格竞争加剧风险; 海外贸易环境不稳定风险等

- ◆ **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%

风险提示: 价格竞争加剧风险; 海外贸易环境不稳定风险等

- ◆ **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。

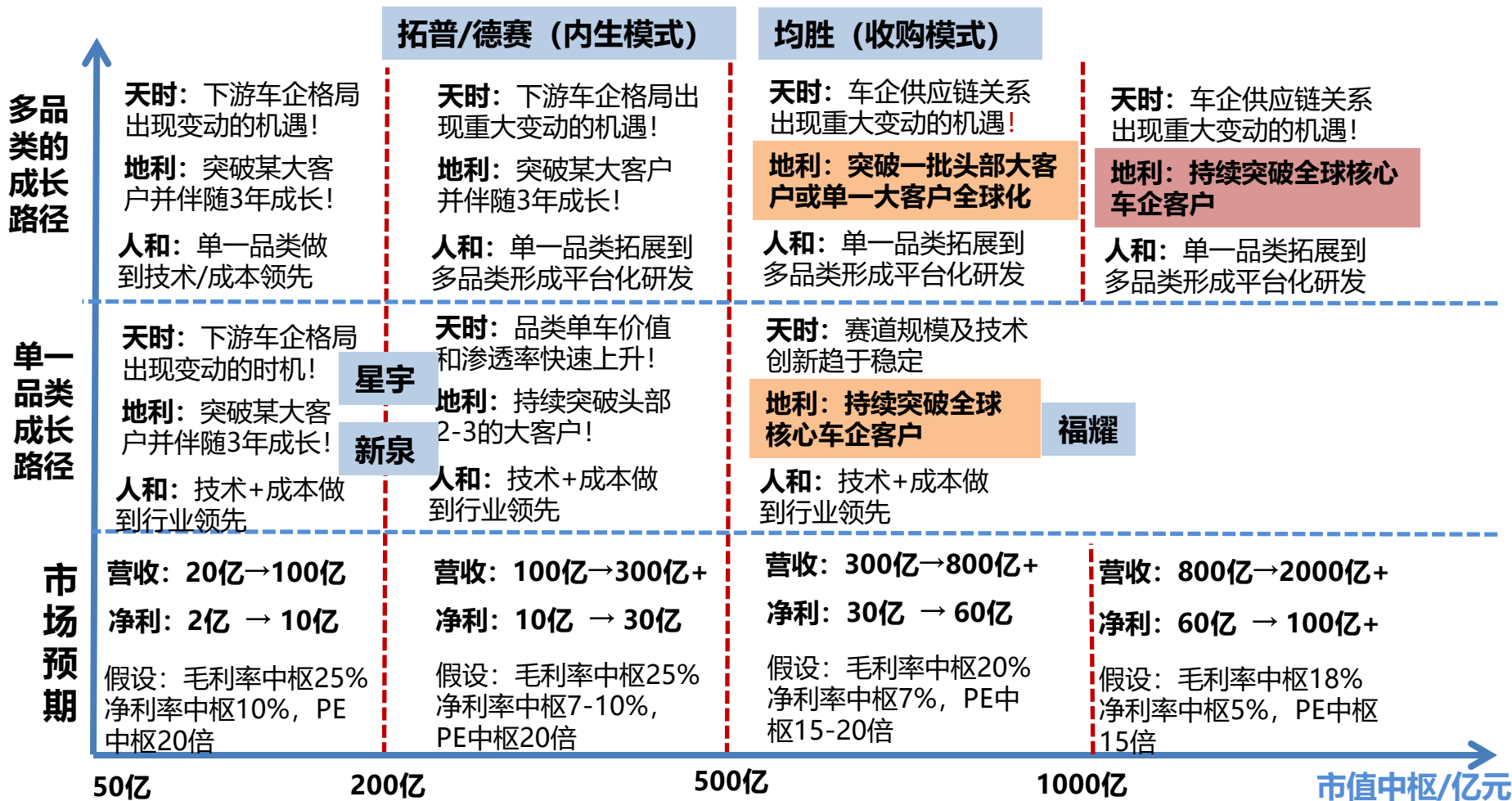
表: 零跑汽车业绩预测

	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

风险提示: 价格竞争加剧风险; 海外贸易环境不稳定风险等

零部件全球化的背后逻辑

◆ 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**】。



- ◆ **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%

风险提示：乘用车价格战超预期，全球新能源渗透率低于预期，地缘政治不确定性风险增大。

- ◆ **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%

风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，汽车安全业务修复不及预期。

五、风险提示

- ◆ **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 财富家园