

汽车

智电加速升级，龙头行稳致远

总量：新能源+出口表现亮眼，2024年有望稳健增长

2024年前4月乘用车销量表现良好，同比增长超过10%，渠道库存略有下降。2024年前4月新能源销量超预期，渗透率达到36%，其中插混提升速度更快。出口保持较快增长，2024年前4月出口销量同比增长34.7%。展望全年，以旧换新政策落地，中央地方齐发力，有望拉动乘用车换车需求50-100万辆。预计2024年乘用车销量有望达到2730万辆，同比+4.9%，其中新能源乘用车销量有望达到1200万辆，渗透率达到44%。

乘用车：低端消费需求旺盛，智驾带动高端放量

2024年汽车消费两大特征：1) 12万以下低端市场、三线和四线城市及以下销量占比提升；2) 30万以上高端市场占比提升。新能源汽车中加强了这两个特征。分车企的销量增速也可以佐证：2024年销量排名靠前的车企包括奇瑞、吉利、长城、比亚迪，基本盘均为10-20万的车型。30万以上的市场则受智驾驱动，问界、蔚小理等新势力实现高增长。我们认为智驾是下一核心竞争要素，技术领先+销量兑现的车企有望脱颖而出。

零部件：短期弱势不改长期成长

2024年初以来，汽车零部件子行业走弱并跑输汽车行业，市场主要担忧四点：年降、大客户销量低预期、原材料涨价、汇率波动，但是估值已处于过去3年低位。长期来看，技术创新带来新的细分市场成长，出海打开长期空间。赛道方面，除电动和科技化之外，智能化赛道重点推荐高速连接器和智慧光源，远期看好机器人产业链。出口方面，当前国内优质零部件公司纷纷在海外建厂，2025年之后有望随大客户放量，打开海外空间。

商用车：盈利结构大幅优化，分红比例有望持续提升

商用车行业销量底部复苏，国内销量增速回升，海外延续增长。出口+天然气带动盈利结构大幅优化，其中天然气卡车销量占比持续攀升，气价有望持续处于低位，看好天然气卡车产业链。出口方面，新兴市场增长有望对冲俄罗斯增量下滑，整体延续稳定增长。商用车竞争格局优、未来资本开支少，龙头公司自由现金流长期优于净利润，且历史分红记录良好，2023年中国重汽/潍柴动力/宇通客车的分红比例分别达50%/50%/183%。看好商用车龙头随行业销量复苏，分红比例继续提升。

投资建议

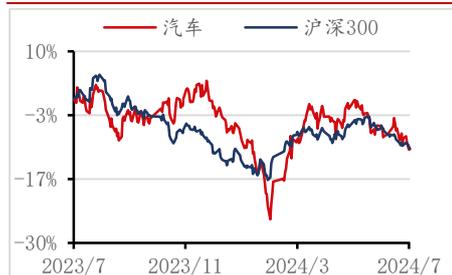
1) **技术领先+销量兑现的车企**：推荐比亚迪、吉利汽车、长安汽车、理想汽车、小鹏汽车等。2) **优质汽车零部件可通过技术创新打造新的成长曲线，智慧光源和高速连接器应用前景广阔**。推荐电连技术、伯特利、保隆科技、星宇股份、华阳集团、经纬恒润、德赛西威、科博达、继峰股份、拓普集团、新泉股份、银轮股份、凌云股份、华域汽车、福耀玻璃、森麒麟。3) **商用车内需出口双增，估值处于历史低位，龙头公司股息率可观**。推荐中国重汽、潍柴动力、宇通客车。

风险提示：汽车销量不及预期风险；原材料价格上行风险；行业空间测算偏差风险；汽车出口增速不及预期风险。

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

相对大盘走势



作者

分析师：高登

执业证书编号：S0590523110004

邮箱：gaodeng@glsc.com.cn

分析师：陈斯竹

执业证书编号：S0590523100009

邮箱：chenszh@glsc.com.cn

分析师：黄程保

执业证书编号：S0590523020001

邮箱：huangcb@glsc.com.cn

分析师：辛鹏

执业证书编号：S0590524030002

邮箱：xinp@glsc.com.cn

联系人：唐嘉俊

邮箱：tjj@glsc.com.cn

相关报告

1、《汽车：车路云一体化试点公布，产业迎来规模化发展机遇》2024.07.03

2、《汽车：中汽协5月销量点评：政策支持发力，五月销量同环比稳步向上》2024.06.16

正文目录

1. 总量：政策加码汽车消费，2024 年有望稳健增长	5
1.1 乘用车：2024 年 1-4 月销量表现亮眼.....	5
1.2 新能源：2024 年新能源乘用车销量有望达到 1200 万辆.....	6
1.3 出口：2024 年出口高景气延续.....	9
1.4 预计 2024 年乘用车销量有望达 2730 万辆.....	13
2. 乘用车：优质自主持续成长，智驾趋势有望加速	17
2.1 低价格带需求旺盛，30 万以上高端市场放量.....	17
2.2 优质自主有望持续受益低价格带需求旺盛.....	19
2.3 高阶智驾加速，有望逐步成为核心竞争要素.....	26
3. 汽车零部件：短期弱势不改长期成长	33
3.1 市场的近期关注.....	33
3.2 短期扰动不改产业成长逻辑.....	37
3.3 智能化趋势催生高成长赛道.....	39
3.4 人形机器人产业化进程加速.....	42
3.5 国内领先汽零出海打造第二曲线.....	44
4. 商用车：内需底部向上，出口保持增长，估值仍有提升空间	45
4.1 周期位置：底部回升，行业趋势向上.....	46
4.2 增长点：出口和天然气打开空间.....	48
5. 投资建议	55
5.1 乘用车：优质自主持续成长，看好智驾技术领先的车企.....	55
5.2 零部件：短期弱势且不改长期成长.....	55
5.3 商用车：重卡行业 ROE 上行带动估值修复，客车龙头估值切换.....	56
6. 风险提示	57

图表目录

图表 1：2024 年 1-4 月乘用车批发销量同比+10.6%.....	5
图表 2：2024 年 1-4 月乘用车上牌量同比+11.1%.....	5
图表 3：2024 年 1-4 月渠道库存累计减少 14.0 万辆.....	5
图表 4：2024 年 4 月渠道库存增加 6.8 万辆.....	5
图表 5：2024 年 4 月经销商库存系数 1.70.....	6
图表 6：2024 年 4 月乘用车优惠幅度为 14.3%.....	6
图表 7：2024 年 1-4 月新能源乘用车批发销量 278.8 万辆.....	7
图表 8：2024 年 1-4 月批发新能源乘用车渗透率为 36.3%.....	7
图表 9：2024 年 1-4 月新能源乘用车上牌销量 241.7 万辆.....	7
图表 10：2024 年 1-4 月上牌新能源乘用车渗透率为 38.4%.....	7
图表 11：2024 年 1-4 月纯电/插混销量为 168/111 万辆.....	8
图表 12：插电乘用车混渗透率提升速度更快.....	8
图表 13：2024 年 1-4 月各价格带新能源乘用车渗透率均有所提升.....	8
图表 14：预计 2024 年新能源乘用车批发销量约为 1200 万辆.....	9
图表 15：2024 年 1-4 月乘用车出口同比增长 34.7%.....	9
图表 16：国内乘用车出口呈现逐步提升态势.....	9
图表 17：中国乘用车分地区出口销量（万辆）.....	10
图表 18：中国乘用车分地区出口销量占比.....	10
图表 19：2024 年 1-4 月出口量 TOP10 国家（万辆）.....	10
图表 20：2024 年 1-4 月出口增量 TOP10 国家（万辆）.....	10
图表 21：2024 年 1-4 月出口量 TOP10 车企占比约 91%.....	11

图表 22:	2024 年 1-4 月比亚迪出口增速显著	11
图表 23:	2024 年 1-4 月出口量 TOP10 车企出口占比情况	11
图表 24:	国内部分车企海外产能分布	12
图表 25:	预计 2024 全年乘用车出口约 535 万辆	13
图表 26:	各地方政府陆续出台购车补贴活动	14
图表 27:	GDP 同比增速与汽车销量同比增速情况	15
图表 28:	规模以上工业增加值同比增速与汽车销量同比增速情况	15
图表 29:	固定资产投资完成额同比增速与汽车销量同比增速情况	16
图表 30:	全国居民人均可支配收入同比增速与汽车销量同比增速情况	16
图表 31:	2024 年乘用车销量预测	16
图表 32:	乘用车 12 万以下和 30 万以上市场扩容	17
图表 33:	新能源乘用车 12 万以下和 30 万以上市场份额提升明显	17
图表 34:	乘用车上牌分线级城市	18
图表 35:	新能源乘用车上牌分线级城市	18
图表 36:	2024 年 1-4 月乘用车批发销量增速前十的企业基本为优质自主和新势力	18
图表 37:	2024 年 1-4 月 12 万以下销量增长前五企业	19
图表 38:	2024 年 1-4 月 30 万以上销量增长前五品牌	19
图表 39:	2024 年 1-4 月主要自主/合资累计销量	20
图表 40:	比亚迪出口保持高增速	21
图表 41:	比亚迪第五代 DM 技术正式发布	21
图表 42:	秦 L DM-i 与海豹 06 DM-i 正式上市	21
图表 43:	年初以来极氪销量持续向上	22
图表 44:	吉利汽车出口开始提速	22
图表 45:	长城汽车中高端占比持续提升 (辆)	22
图表 46:	长城汽车出口再上台阶	22
图表 47:	奇瑞汽车国内上牌量高增	23
图表 48:	奇瑞汽车出口保持强势表现	23
图表 49:	1-4 月深蓝销量同比增长 107.76%	23
图表 50:	1-4 月长安汽车出口接近翻倍增长	23
图表 51:	价格战进一步导致主力合资品牌净利润率下滑	24
图表 52:	近期国内主要车企新车上市规划	25
图表 53:	电动化时代投资框架	26
图表 54:	电动化时代龙头比亚迪复盘	27
图表 55:	比亚迪产品矩阵实现价格带全覆盖	28
图表 56:	技术领先助比亚迪新能源乘用车实现快速增长	28
图表 57:	L2 及以上智驾渗透率有望提速	29
图表 58:	L2+智驾月度渗透率	29
图表 59:	各车企城市 NOA 功能规划	30
图表 60:	优质自主品牌高阶智驾规划	30
图表 61:	高速 NOA 月度渗透率	31
图表 62:	城市 NOA 月度渗透率	31
图表 63:	主机厂训练算力情况	31
图表 64:	M7 智驾版上市带动问界销量明显提升	32
图表 65:	问界新 M7 智驾版占比快速提升	32
图表 66:	2024 年 1-4 月主要新势力累计销量亮眼	32
图表 67:	汽车行业板块涨跌幅 (2024 年初至 6 月 28 日)	33
图表 68:	近三年汽零板块 1-5 月涨跌幅均跑输行业	33
图表 69:	重点汽零公司市场及业绩表现	34
图表 70:	特斯拉销量	34
图表 71:	冷轧板卷价格走势 (元/吨)	35
图表 72:	A00 铝价格走势 (元/吨)	35
图表 73:	PP 价格走势 (元/吨)	35
图表 74:	PVC 价格走势 (元/吨)	35

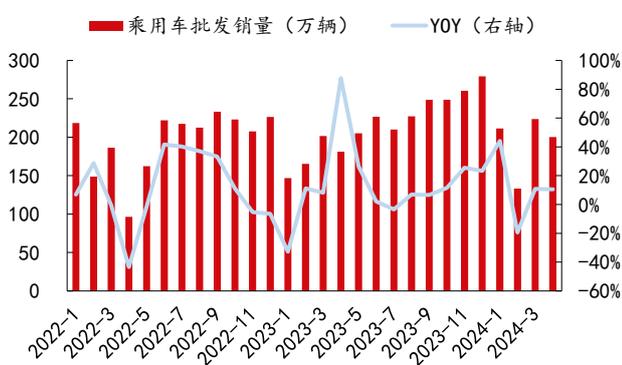
图表 75:	美元兑人民币汇率走势	36
图表 76:	欧元兑人民币汇率走势	36
图表 77:	人民币兑墨西哥比索汇率走势	36
图表 78:	汽零板块指数及估值 (2017 至今)	37
图表 79:	汽车零部件投资逻辑	38
图表 80:	汽车零部件电动化、智能化、科技化细分赛道行业空间 (亿元) 及 CAGR-3	38
图表 81:	汽车零部件主要赛道	39
图表 82:	汽车零部件主要产业链	39
图表 83:	国内智能驾驶高速连接器单车价值量提升 (元)	39
图表 84:	2022-2027 年国内汽车座舱高速连接器价值量	39
图表 85:	2022-2027 年国内汽车高速连接器市场规模	40
图表 86:	2019 年全球汽车连接器市场份额	40
图表 87:	全球汽车连接器厂商基本信息	40
图表 88:	2021-2027 年国内光场屏/ HUD/ 前大灯/ 高速连接器市场规模 (亿元)	41
图表 89:	2021-2027 年全球汽车照明市场空间	41
图表 90:	2021 年全球汽车照明市场竞争格局	41
图表 91:	2021-2027 年国内前大灯市场空间 (亿元)	42
图表 92:	2022 年国内车灯竞争格局	42
图表 93:	Tesla 机器人正从概念到逐步落地	42
图表 94:	Tesla Optimus 核心技术细节	42
图表 95:	特斯拉 Optimus 核心零部件拆分	43
图表 96:	人形机器人零部件各环节相关汽车零部件企业梳理	43
图表 97:	人形机器人未来市场空间测算 (亿元)	44
图表 98:	执行器各部件未来市场空间测算 (亿元)	44
图表 99:	国内主要汽零企业出海情况	44
图表 100:	重卡批发销量及同比增速	46
图表 101:	重卡上牌销量及同比增速	46
图表 102:	渠道库存当月变化	46
图表 103:	企业库存下降	46
图表 104:	中国重卡保有量跟随经济增长	47
图表 105:	行业销量结构情况 (万辆)	47
图表 106:	受疫情冲击 2022 年以来国内重卡销量落入销量中枢下限 (单位: 万辆)	48
图表 107:	历年大中客销量及增速	48
图表 108:	不同种类客车销量占比	48
图表 109:	重卡各类车型年销量变化值 (辆)	49
图表 110:	2023 年牵引车增量主要由天然气贡献 (万辆)	49
图表 111:	美国重卡跟随经济波动	49
图表 112:	德国重卡跟随经济波动	49
图表 113:	2024 年天然气重卡销量保持高增长	50
图表 114:	2019-2024 年柴油、天然气价格情况	51
图表 115:	重卡出口快速增长	51
图表 116:	分大洲重卡出口销量 (辆)	52
图表 117:	分大洲重卡出口销量结构	52
图表 118:	2022-2023 年俄罗斯分品牌销量及增速情况	52
图表 119:	2022-2023 年俄罗斯分品牌市占率	52
图表 120:	历年座位客车销量及增速	53
图表 121:	历年公交客车销量及增速	53
图表 122:	中国大中客出口销量及增速	53
图表 123:	2021-2023 年欧洲电动客车分品牌销量及市场份额	54
图表 124:	欧洲新能源客车分动力类型销量 (辆)	55
图表 125:	主要公司盈利预测表	56

1. 总量：政策加码汽车消费，2024 年有望稳健增长

1.1 乘用车：2024 年 1-4 月销量表现亮眼

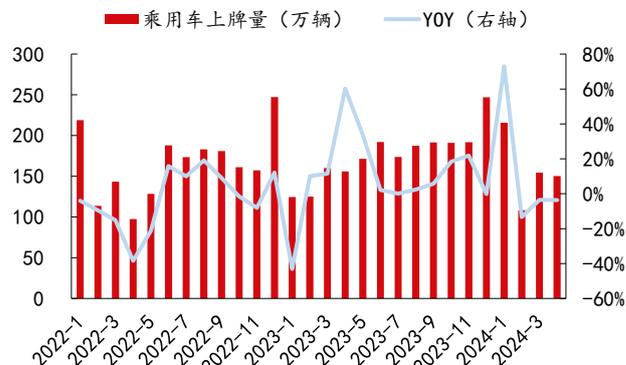
2024 年 1-4 月乘用车行业批发销量表现亮眼。批发端，2024 年 1-4 月乘用车累计批发 768.6 万辆，同比增长 10.6%，其中 4 月批发销量 200.1 万辆，同比增长 10.5%，环比下滑 10.5%。零售端，2024 年 1-4 月乘用车累计上牌 628.9 万辆，同比增长 11.1%。其中 4 月乘用车上牌 150.4 万辆，同比下滑 3.6%，环比下滑 2.5%。

图表 1：2024 年 1-4 月乘用车批发销量同比+10.6%



资料来源：中汽协，国联证券研究所

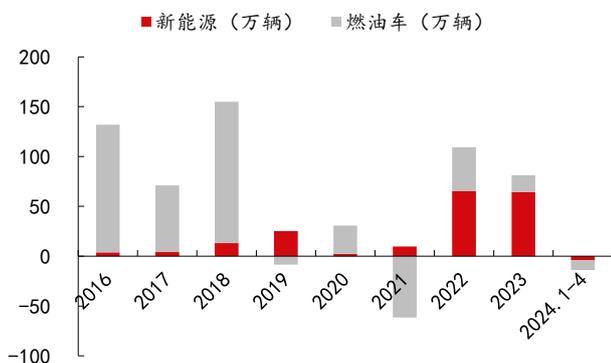
图表 2：2024 年 1-4 月乘用车上牌量同比+11.1%



资料来源：中保信，国联证券研究所

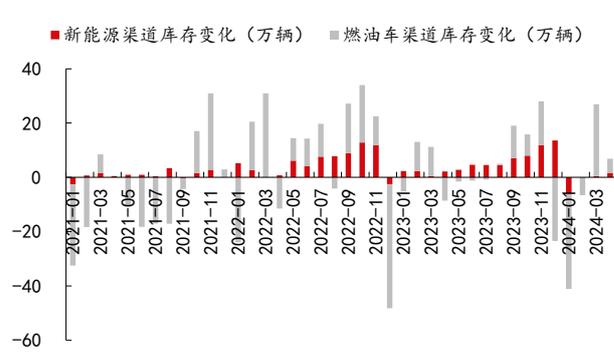
渠道库存略有下降，库存水平处于健康状态。回顾行业渠道库存变化，2021 年受缺芯影响渠道库存累计减少 51.9 万辆，2022 年行业持续补库，叠加疫情影响，渠道库存累计增加 109.3 万辆，2023 年下半年行业景气度回升，全年渠道库存进一步增加 81.1 万辆，2024 年 1-4 月渠道库存减少 14.0 万辆，库存水平略有下降。从库存系数角度来看，2024 年 4 月经销商库存系数 1.70，同比+12.6%，环比+9.0%，2024 年 4 月渠道库存系数同环比有所提升，仍处于正常水平。

图表 3：2024 年 1-4 月渠道库存累计减少 14.0 万辆



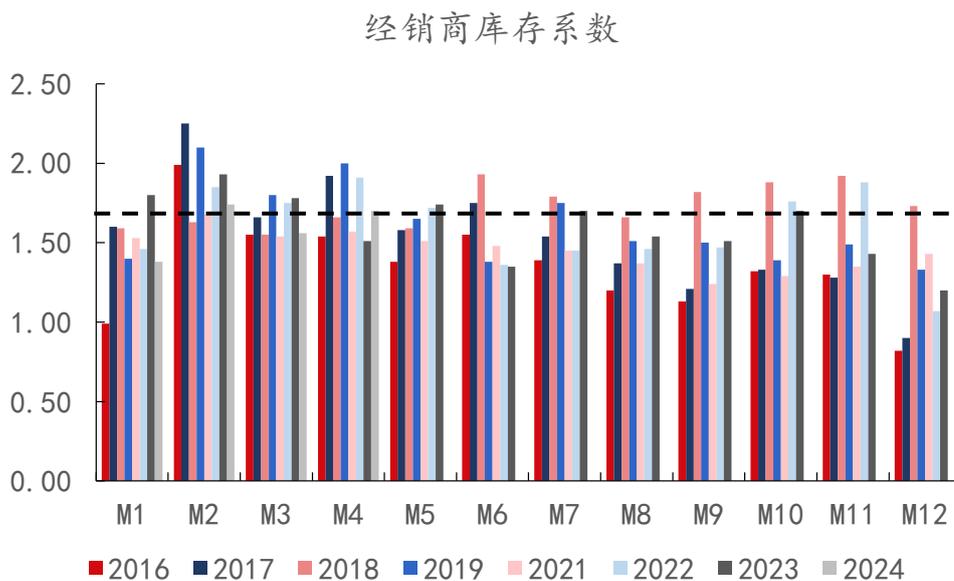
资料来源：中汽协，中保信，国联证券研究所

图表 4：2024 年 4 月渠道库存增加 6.8 万辆



资料来源：中汽协，中保信，国联证券研究所

图表5：2024年4月经销商库存系数1.70



资料来源：中国汽车流通协会，国联证券研究所

乘用车优惠幅度有所回落。从终端优惠力度来看，2023年初以来乘用车优惠幅度持续攀升，于2024年2月达到17.0%的高峰。春节后促销幅度有所回落，2024年3月优惠幅度15.8%，环比-1.2pct，2024年4月优惠幅度14.3%，环比-1.5pct。

图表6：2024年4月乘用车优惠幅度为14.3%



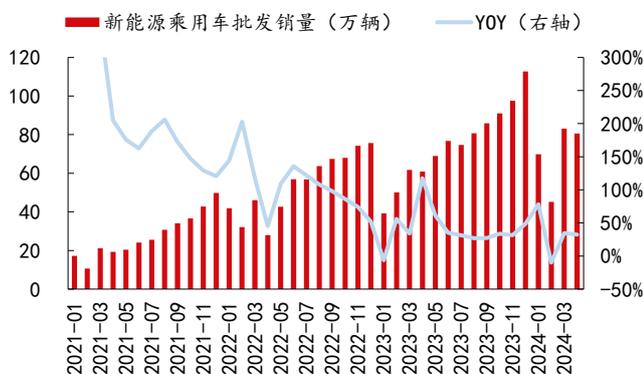
资料来源：中国汽车流通协会，国联证券研究所

1.2 新能源：2024年新能源乘用车销量有望达到1200万辆

新能源需求持续向上，2024年1-4月新能源批发渗透率达到36%。批发端来看，2024年1-4月新能源乘用车销量278.8万辆，同比增长31.5%。新能源渗透率为36.3%，同比提升5.8pct。上牌来看，2024年1-4月新能源乘用车销量241.7万辆，

同比增长 41.4%，新能源渗透率为 38.4%，同比提升 8.2pct。

图表7：2024年1-4月新能源乘用车批发销量278.8万辆



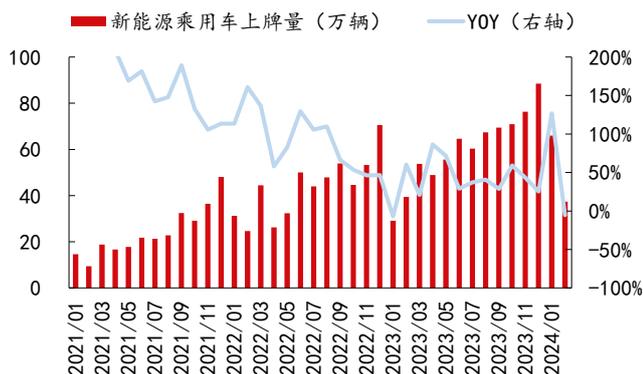
资料来源：中汽协，国联证券研究所

图表8：2024年1-4月批发新能源乘用车渗透率为36.3%



资料来源：中汽协，国联证券研究所

图表9：2024年1-4月新能源乘用车上牌销量241.7万辆



资料来源：中保信，国联证券研究所

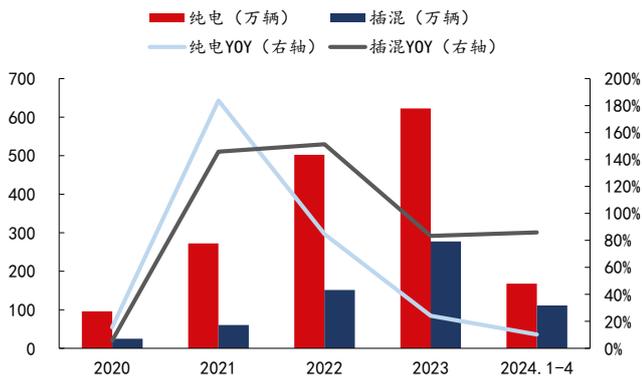
图表10：2024年1-4月上牌新能源乘用车渗透率为38.4%



资料来源：中保信，国联证券研究所

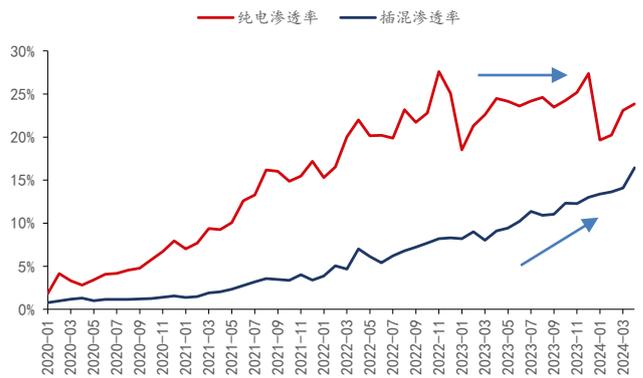
插混销量高速增长，渗透率快速提升。2024年1-4月纯电/插混批发销量分别为167.9/110.9万辆，同比分别增长10.2%/85.9%，渗透率分别为21.8%/14.4%，同比分别变化-0.1pct/5.8pct。分月度来看，纯电渗透率波动较大，整体维持在20%-25%之间；插混呈现持续提升态势，2024年4月渗透率已达到16.4%，同比+7.3pct。

图表11: 2024年1-4月纯电/插混销量为168/111万辆



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

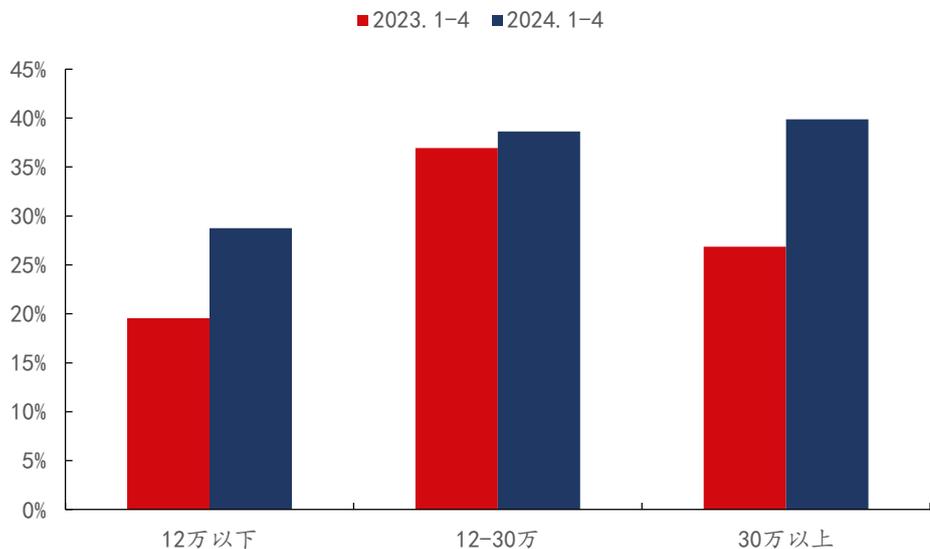
图表12: 插电乘用车混渗透率提升速度更快



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

分价格带来看, 低端市场 (12 万元以下) / 中端市场 (12-30 万元) / 高端市场 (30 万元以上) 的新能源渗透率分别为 28.8%/38.6%/39.9%, 同比分别 +9.2pct/+1.7pct/+13.0pct, 各价格带均有所提升, 低端市场新能源渗透率提升主要系海鸥、元 UP 等新车上量以及其他车型价格带下探, 高端市场新能源渗透率显著提升主要系问界 M7、问界 M9 等车型放量。

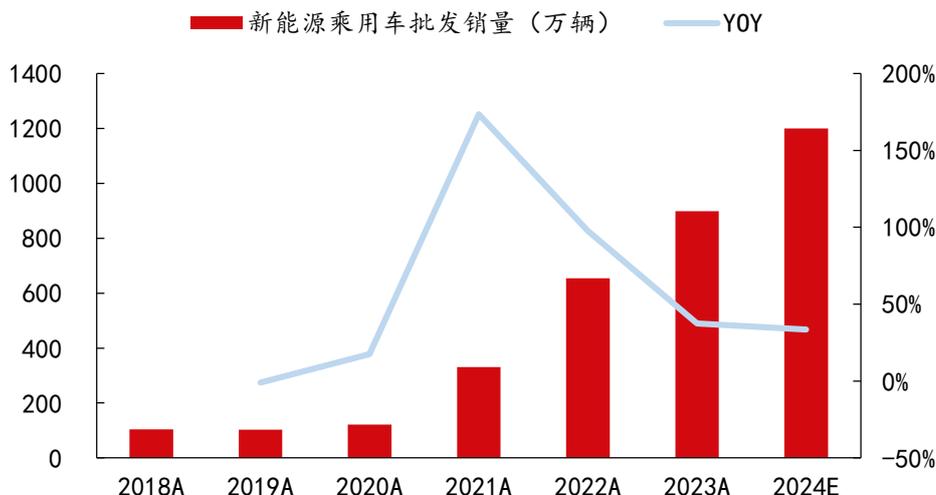
图表13: 2024年1-4月各价格带新能源乘用车渗透率均有所提升



资料来源: Marklines, 国联证券研究所

总量来看, 预计 2024 年新能源乘用车销量有望达到 1200 万辆, 新能源渗透率有望达到 44%。考虑到 2023-2027 年新能源购置税减免征收政策仍将保驾护航, 各主机厂在技术上推陈出新, 产品迭代加速, 叠加以旧换新政策支持新能源汽车消费, 预计新能源乘用车销量仍将保持快速增长。

图表14：预计 2024 年新能源乘用车批发销量约为 1200 万辆

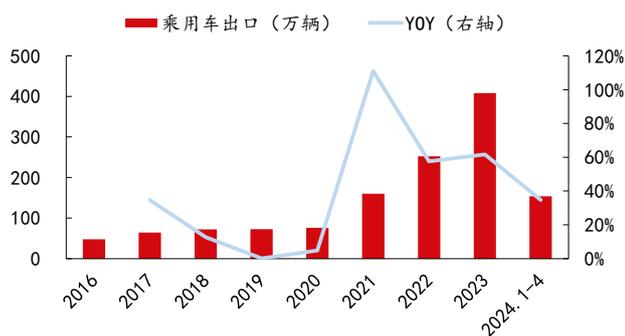


资料来源：中汽协，Marklines，国联证券研究所预测

1.3 出口：2024 年出口高景气延续

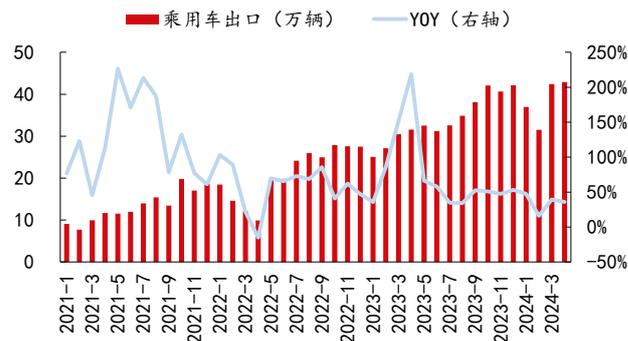
中国车企加速出海，出口高增抬升销量天花板。2024 年 1-4 月累计实现出口 153.8 万辆，同比增长 34.7%。2024 年 1-4 月单月出口量分别为 36.9/31.5/42.4/42.9 万辆，出口呈现逐步提升态势。随着国内优质产品的不断推出，产品竞争力逐渐增强，海外出口有望持续贡献增量。

图表15：2024 年 1-4 月乘用车出口同比增长 34.7%



资料来源：中汽协，国联证券研究所

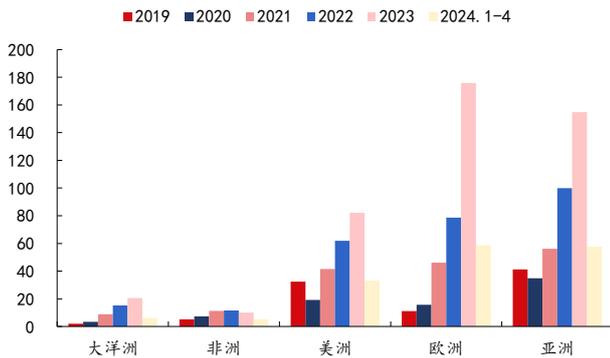
图表16：国内乘用车出口呈现逐步提升态势



资料来源：中汽协，国联证券研究所

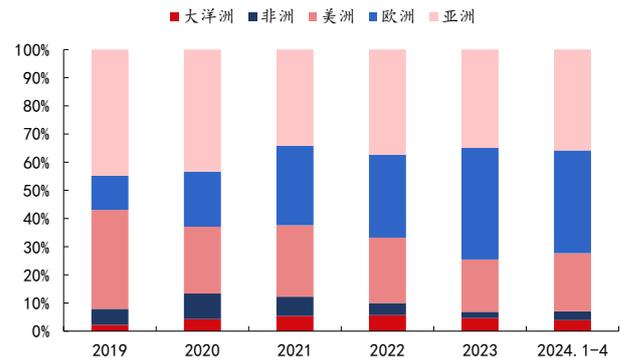
乘用车对全球多地区出口快速增长。从国内乘用车分地区来看，根据海关数据，2024 年 1-4 月国内乘用车对欧洲/亚洲/美洲/大洋洲/非洲出口量分别为 58.7/57.7/33.2/6.3/5.1 万辆，同比分别+14.1%/+40.1%/+53.2%/-19.8%/+77.5%，出口增量分别为 7.2/16.5/11.5/-1.6/2.2 万辆，出口量占比分别为 36.5%/35.8%/20.6%/3.9%/3.2%，同比分别 -4.7pct/+2.9pct/+3.3pct/-2.4pct/+0.9pct。

图表17：中国乘用车分地区出口销量（万辆）



资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表18：中国乘用车分地区出口销量占比

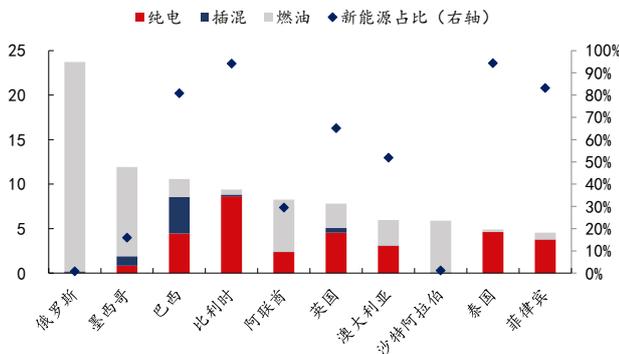


资料来源：海关总署，国联证券研究所

2024年1-4月出口TOP10目的国车型动力类型较为分化。分出口目的国来看，主要国家中俄罗斯/墨西哥/巴西的出口量分别为23.7/11.9/10.6万辆，新能源出口车型占比分别为0.8%/15.9%/80.7%。目前国内对俄罗斯和沙特阿拉伯的出口车型基本均为燃油车，对巴西、比利时、英国、泰国、菲律宾等国家的出口车型以新能源车为主。

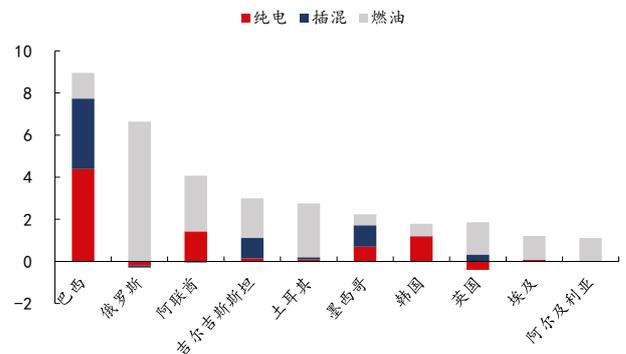
2024年1-4月对巴西新能源出口增量较大。分出口增量来看，主要国家中巴西、俄罗斯、阿联酋的出口增量分别为9.0/6.3/4.0万辆，其中巴西、阿联酋、吉尔吉斯斯坦、墨西哥、韩国等国家新能源出口增量较多。

图表19：2024年1-4月出口量TOP10国家（万辆）



资料来源：海关总署，国联证券研究所

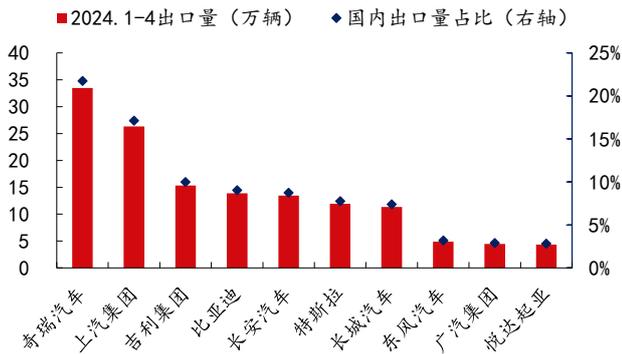
图表20：2024年1-4月出口增量TOP10国家（万辆）



资料来源：海关总署，国联证券研究所

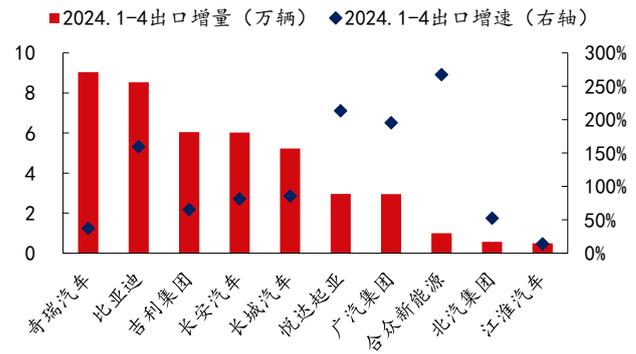
2024年1-4月比亚迪出口增速亮眼。分车企来看，国内出口量前十车企占比约为90.6%，其中奇瑞/上汽/吉利/比亚迪/长安分别出口33.5/26.3/15.3/13.9/13.4万辆，出口量占比分别为21.7%/17.1%/10.0%/9.0%/8.7%。出口增量方面，奇瑞/比亚迪/吉利/长安/长城位列前五，增量分别为9.0/8.5/6.0/6.0/5.2万辆，出口增速分别为37.0%/159.4%/65.0%/81.2%/85.1%，比亚迪出口增速亮眼。

图表21: 2024年1-4月出口量TOP10车企占比约91%



资料来源: 中保信, 国联证券研究所

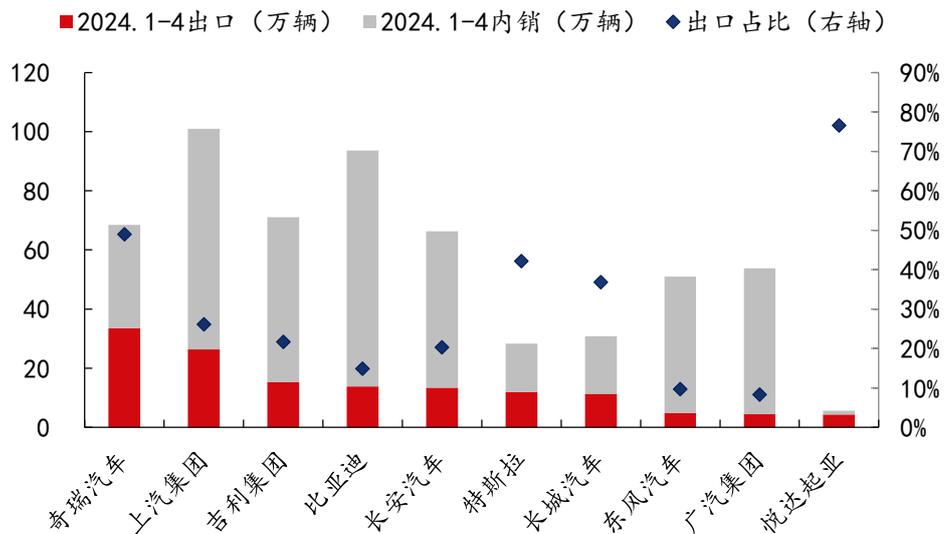
图表22: 2024年1-4月比亚迪出口增速显著



资料来源: 中保信, 国联证券研究所

车企出口占比仍有较大提升空间。从出口量前十车企的出口占比来看, 2024年1-4月奇瑞/上汽/吉利/比亚迪/长安/特斯拉/长城/东风/广汽/悦达起亚的出口量占总销量比重分别为 48.9% / 26.1% / 21.6% / 14.8% / 20.3% / 42.1% / 36.8% / 9.6% / 8.3% / 76.5%, 其中比亚迪、长安、吉利等车企出口占比仍有较大提升空间。

图表23: 2024年1-4月出口量TOP10车企出口占比情况



资料来源: 中汽协, 各公司公告, 国联证券研究所

持续加强海外布局, 优质自主出口有望高增。国内优质主机厂除了将产品通过贸易方式进行出口外, 还积极谋求在国外建设产能基地, 从而更好地服务当地市场。2024年1月, 比亚迪乌兹别克斯坦工厂生产启动, 同时比亚迪与匈牙利塞格德市政府正式签署乘用车工厂土地预购协议, 加速欧洲市场布局进度, 比亚迪泰国工厂也将于2024Q3投产。2024年4月奇瑞汽车与西班牙汽车公司 Ebro-EV Motors 签署协议, 双方将在西班牙巴塞罗那成立一家新合资公司, 共同生产新型电动汽车。在海外的产能布局有望助力车企进一步打开国际市场, 带动海外销量持续提升。

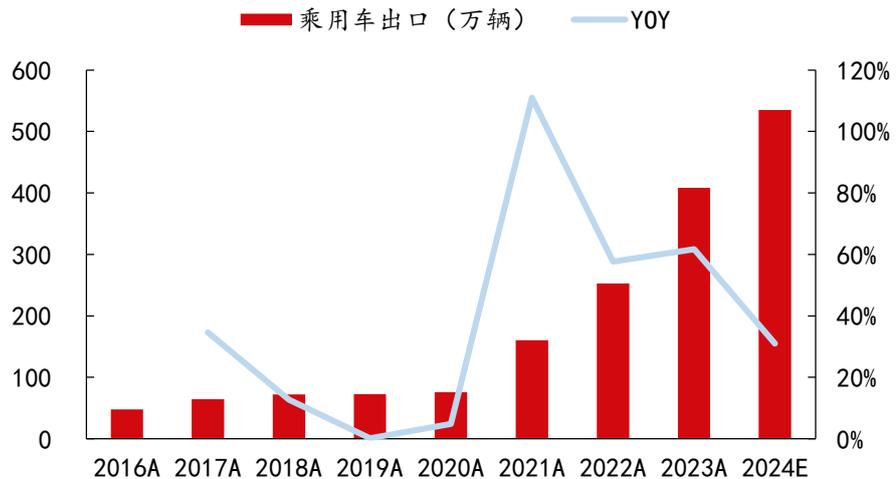
图表24：国内部分车企海外产能分布

	比亚迪	上汽	长安	长城	奇瑞	吉利	广汽	北汽	零跑
泰国	○	●	○	●			○		
马来西亚		●	●	○	●	●	●	○	
印度尼西亚	○	●			●				
韩国						○			
越南		●			○				
印度	●	●				●			
伊朗					●				
巴基斯坦		●	●	●	●	●		●	
乌兹别克斯坦	●			○	●				
俄罗斯				●	●			●	
瑞典						●			
斯洛伐克						○			
比利时						●			
匈牙利	○								
法国	○								
英国						●			
意大利					●				○
保加利亚				●					
西班牙					○				
美国						●			
巴西	○			○	●				
阿根廷					○				
厄瓜多尔				●					
埃及			○	○	●				
南非								●	
阿尔及利亚								●	

资料来源：MarkLines，国联证券研究所 注：实心圆为已有产能基地，空心圆为在建、拟建基地或建设计划

2024 年乘用车出口有望继续维持高增速。国内车企海外营销网络逐步丰富，海外产能布局逐步完善，有望进一步助推产品加速出海，我们预计 2024 年全年乘用车出口约 535 万辆，同比增长 31%，出口继续维持高增速。

图表25：预计 2024 全年乘用车出口约 535 万辆



资料来源：中汽协，国联证券研究所预测

1.4 预计 2024 年乘用车销量有望达 2730 万辆

以旧换新政策有望拉动乘用车更换需求。2024 年 4 月 26 日，商务部等 7 部门印发《汽车以旧换新补贴实施细则》的通知，文件提到对个人报废国三及以下燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前登记的新能源乘用车，并购买满足相关要求的新能源乘用车/2.0 升及以下排量燃油乘用车的消费者分别给予 10000/7000 元补贴。根据机动车上险数据，截至 2023 年底，国三及以下燃油乘用车保有量约 1371 万辆，6 年以上车龄新能源乘用车保有量约 84 万辆，符合报废条件的乘用车合计为 1455 万辆。考虑到目前车龄最短的国三车运行时间已接近 13 年，预计车主更新意愿较强。我们认为本次补贴政策的实施有望进一步加速国三及以下高排放乘用车报废，带动乘用车报废率提升，有效推升国内换车需求，预计政策可拉动 2024 年 50-100 万辆的乘用车更换需求。

补贴资金超百亿，地方政策陆续出台。2024 年 5 月 28 日，财政部发布《关于下达 2024 年汽车以旧换新补贴中央财政预拨资金预算的通知》，文件提到用于 2024 年汽车以旧换新的补贴金额约为 112 亿元，其中中央资金约 64.4 亿元，地方资金约 47.6 亿元。政策加码汽车消费，通过资金补贴的形式降低消费者的购车成本，目前各地方政府也在陆续出台地方性补贴政策，央地联动推进汽车终端消费需求提升。

图表26：各地方政府陆续出台购车补贴活动

地区	发布时间	补贴相关内容
上海	2024/3/2	1) 自2024年1月1日至12月31日，个人消费者报废或转让（不含变更登记）本人名下在上海市注册登记的国五及以下排放标准非营业性燃油小客车，并且在上海市市场监督管理部门登记的汽车销售企业购买国六B燃油小客车新车，注册使用性质为非营运的，可申请一次性2800元购车补贴。 2) 自2024年1月1日至12月31日，个人消费者报废或者转让（不含变更登记）本人名下在上海市注册登记的非营业性小客车，并且在上海市市场监督管理部门登记的汽车销售机构购买纯电动小客车新车，注册使用性质为非营运的，可申请一次性1万元购车补贴。
济南	2024/3/25	2024年3月28日至2024年6月30日注册使用性质为非营运的，可申请一次性政府补贴。补贴标准分为： 10万元以下：新能源车与燃油车统一1000元； 10-30万元：新能源车3000元/辆，燃油车2000元/辆； 30万元以上：新能源车5000元/辆，燃油车4000元/辆。
南京	2024/4/17	2024年4月15日（含）—6月30日（含） 1) 10万元（含）—30万元：燃油车补贴1000元/辆，新能源车补贴2000元/辆； 2) 30万元（含以上）：燃油车补贴3000元/辆，新能源车补贴4000元/辆； 3) 如参与以旧换新，在购买新车基础上叠加1000元/辆。
苏州	2024/4/17	2024年4月20日-2024年12月31日 1) 10-30万元：新能源车补贴4000元/辆，燃油车补贴3000元/辆； 2) 30万元以上：新能源车补贴6000元/辆，燃油车补贴5000元/辆。
广州	2024/4/23	2023年3月1日至12月31日期间，1) 在广州市注册登记的汽车销售企业购买“国六”排放标准推广车型范围内的新车，且在本市完成车辆注册登记的，每辆新车分档次给予最高1万元补贴；2) 对购买新能源汽车（含油电混动）分档次给予综合性补贴措施。
北京	2024/4/24	补贴政策实施时间为自2024年4月24日起，至2024年12月31日止， 1) 报废国三及以下排放标准燃油乘用车或2018年4月30日（含当日）前注册登记的的新能源乘用车，并购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车新车，补贴10000元/辆； 2) 报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车新车，补贴7000元/辆。
云南	2024/4/24	补贴政策实施时间为自2024年4月24日起，至2024年12月31日止， 1) 报废国三及以下排放标准燃油乘用车或2018年4月30日（含当日）前注册登记的的新能源乘用车，并购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车新车，补贴10000元/辆； 2) 报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车新车，补贴7000元/辆。
江西	2024/5/31	补贴政策实施时间为自2024年4月24日起，至2024年12月31日止， 1) 报废国三及以下排放标准燃油乘用车或2018年4月30日（含当日）前注册登记的的新能源乘用车，并购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车新车，补贴10000元/辆； 2) 报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车新车，补贴7000元/辆。

甘肃 2024/6/4

补贴政策实施时间为自 2024 年 4 月 24 日起，至 2024 年 12 月 31 日止，
 1) 报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日(含当日)前注册登记的新能源乘用车，并购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车新车，补贴 10000 元/辆；
 2) 报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车新车，补贴 7000 元/辆。

资料来源：各政府官网，国联证券研究所

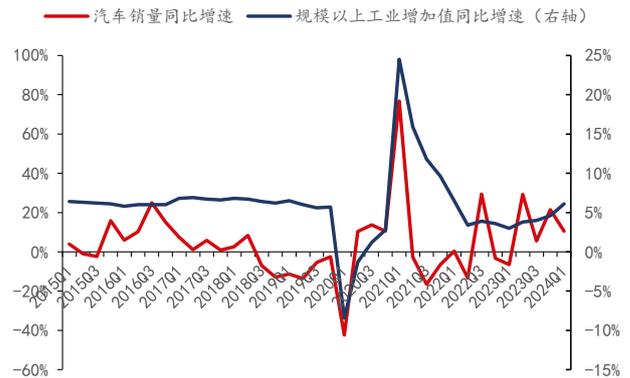
经济逐步回暖，带动汽车消费需求提升。 GDP 同比增速自 2022Q2 见底以来逐步回升，在 2023Q4 和 2024Q1 连续两个季度保持在 5% 以上。规模以上工业增加值同比增速逐步提升，2022Q2-2023Q2 维持在 3%-4% 之间，2023Q3 和 2023Q4 提升至 4% 以上，2024Q1 进一步提升至 6.1%。固定资产投资完成额同比增速在 2023Q2 见底，目前呈现底部回升趋势。全国人均可支配收入同比增速自 2022Q2 见底以来已连续 7 个季度维持在 4% 以上。自 2022 年下半年以来，汽车销量同比增速有所回升，国内经济逐步复苏对于汽车消费需求的释放具有正面拉动作用。

图表27: GDP 同比增速与汽车销量同比增速情况



资料来源：国家统计局，中汽协，国联证券研究所

图表28: 规模以上工业增加值同比增速与汽车销量同比增速情况



资料来源：国家统计局，中汽协，国联证券研究所

图表29：固定资产投资完成额同比增速与汽车销量同比增速情况


资料来源：国家统计局，中汽协，国联证券研究所

图表30：全国居民人均可支配收入同比增速与汽车销量同比增速情况


资料来源：国家统计局，中汽协，国联证券研究所

2024年乘用车销量有望达到2730万辆，同比+4.9%。2024年行业众多新品于北京车展亮相，新产品周期开启，行业供给持续优化。以旧换新政策有望通过补贴的方式助推下游消费需求提升。在供给和需求向好的背景下，我们预计2024年乘用车销量有望达到2730万辆，同比+4.9%。

图表31：2024年乘用车销量预测

单位：万辆	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
批发					
2021A	507	492	485	662	2147
2022A	554	481	663	657	2355
2023A	514	613	686	788	2601
2024E	568	634	701	826	2730
同比	10.6%	3.4%	2.3%	4.8%	4.9%
上牌					
2021A	522	483	477	556	2038
2022A	476	414	538	566	1993
2023A	410	520	553	630	2112
2024E	478	506	563	651	2199
同比	16.7%	-2.6%	1.9%	3.4%	4.1%
出口					
2021A	27	35	43	56	160
2022A	45	49	75	83	253
2023A	83	95	106	125	408
2024E	111	131	138	155	535
同比	34.2%	37.3%	30.7%	24.1%	31.0%
渠道库存变化					
2021A	-42	-26	-35	51	-52
2022A	33	18	50	8	109
2023A	21	-2	28	34	81
2024E	-21	-3	0	20	-4

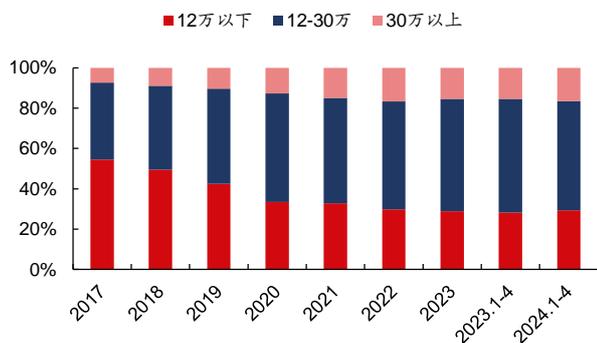
资料来源：中汽协，中保信，国联证券研究所预测

2. 乘用车：优质自主持续成长，智驾趋势有望加速

2.1 低价格带需求旺盛，30万以上高端市场放量

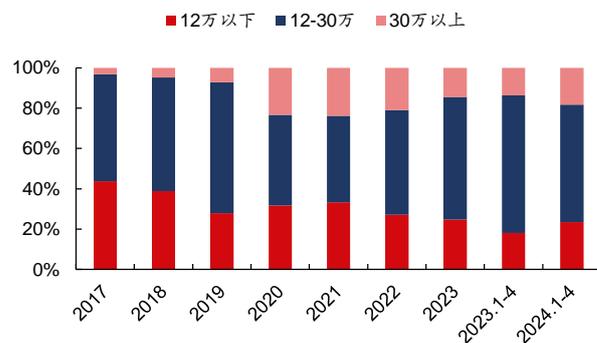
销量结构：12万以下低价和30万以上高端市场扩容。2024年1-4月，12万以下/12-30万/30万以上价格带销量分别为224.6/415.5/126.7万辆，同比分别+14.59%/6.24%/18.13%；销量占比分别为29.29%/54.19%/16.52%，同比分别+1.06/-2.14/+1.08pct。新能源方面，2024年1-4月，12万以下/12-30万/30万以上价格带销量分别为64.6/160.5/50.5万辆，同比分别+68.59%/11.17%/75.40%；销量占比分别为23.43%/58.25%/18.33%，同比分别+5.32/-10.03/+4.71pct。

图表32：乘用车12万以下和30万以上市场扩容



SS 资料来源：MarkLines，国联证券研究所

图表33：新能源乘用车12万以下和30万以上市场份额提升明显

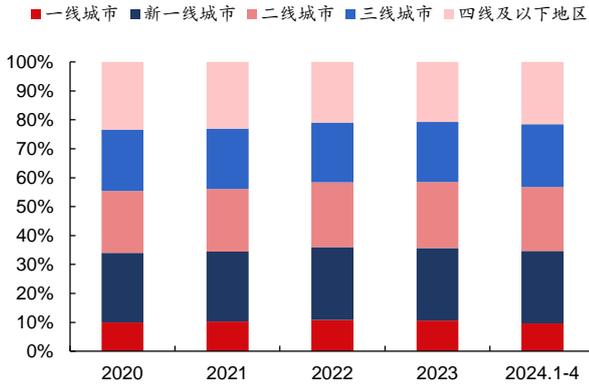


资料来源：MarkLines，国联证券研究所

三线和四线及以下销量占比提升。从线级城市看，2024年1-4月一线城市/新一线城市/二线城市合计乘用车销量占比为56.78%，同比-0.67pct；三线城市/四线城市及以下占比分别为21.73%/21.48%，同比分别+0.70/-0.04pct，三线城市销量占比提升幅度最大。

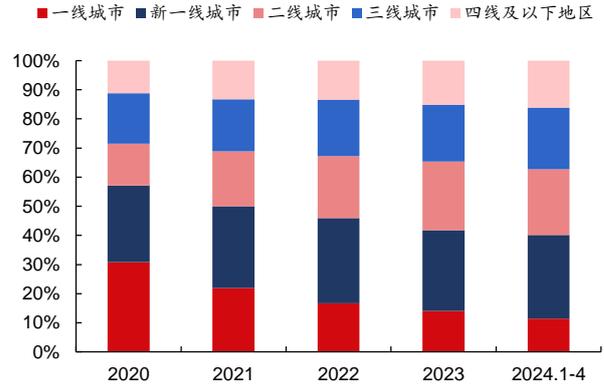
新能源方面，2024年1-4月一线城市/新一线城市/二线城市合计乘用车销量占比为62.71%，同比-4.29pct；三线城市/四线及以下占比分别为21.14%/16.16%，同比分别+2.10/2.18pct，三线城市/四线城市及以下新能源销量占比均有所提升。

图表34：乘用车上牌分线城市



资料来源：中保信，国联证券研究所

图表35：新能源乘用车上牌分线城市

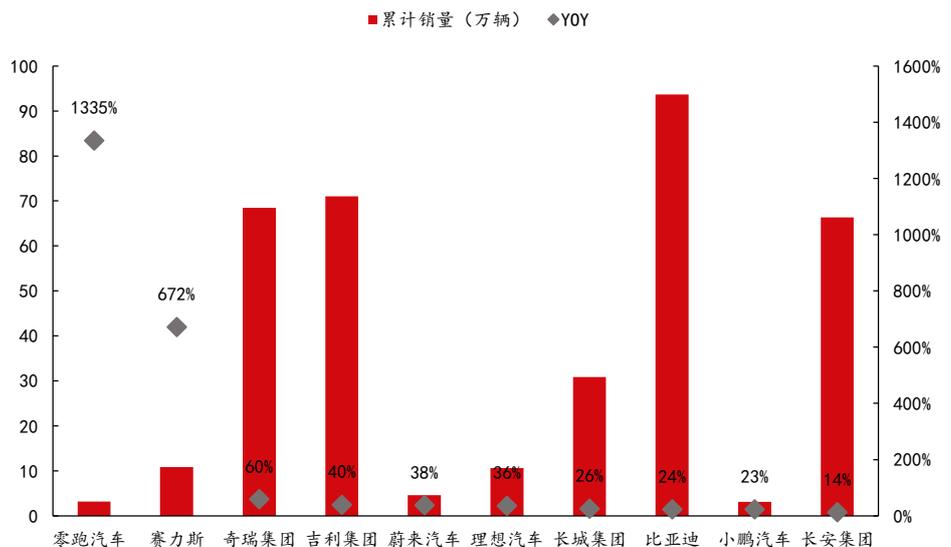


资料来源：中保信，国联证券研究所

通过分析销量结构，2024 年汽车消费具备两大特征：1) 12 万以下低价格带市场、三线和四线城市及以下销量占比提升，低价格带需求旺盛；2) 30 万以上高端市场占比提升。该消费特征在新能源乘用车体现更明显。

2024 年 1-4 月，乘用车累计批发销量增速前十的企业分别为零跑/赛力斯/奇瑞/吉利/蔚来/理想/长城/比亚迪/小鹏/长安，销量增速分别为 1335%/672%/60%/40%/38%/36%/26%/24%/23%/14%。销量增速前十的企业中，奇瑞/吉利/长城/比亚迪/长安/零跑销量基本盘均为 10-20 万车型，而赛力斯/蔚来/理想等又以 30 万以上市场为主，增速前十企业体现了我们所总结的消费特征。

图表36：2024 年 1-4 月乘用车批发销量增速前十的企业基本为优质自主和新势力

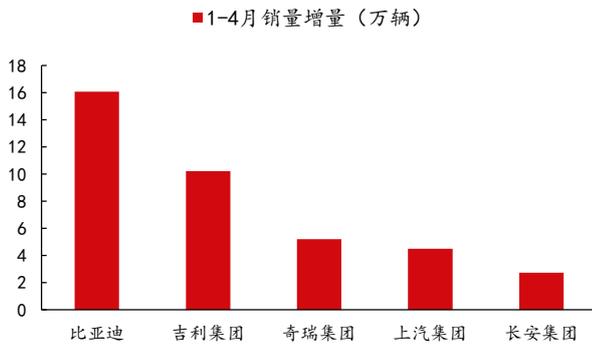


资料来源：MarkLines，国联证券研究所

从增量角度来看，2024 年 1-4 月，12 万以下销量增长前五名的企业分别为比亚

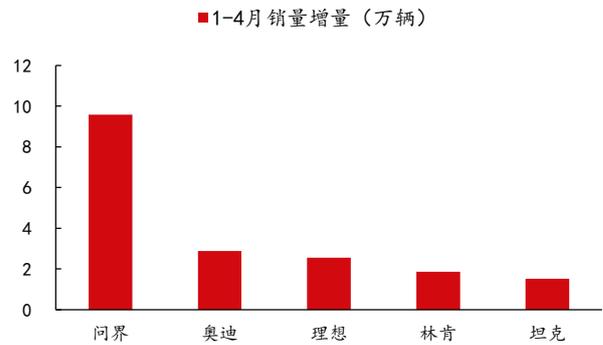
迪/吉利集团/奇瑞集团/上汽集团/长安集团，增量分别达到 16.1/10.2/5.2/4.5/2.7 万辆；30 万以上销量增长前五名的品牌分别为问界/奥迪/理想/林肯/坦克，增量分别达到 9.6/2.9/2.6/1.9/1.5 万辆。12 万以下市场销量占比提升主要系优质自主新能源放量；30 万以上销量占比提升主要系问界、理想、坦克等品牌销量快速增长。

图表37：2024 年 1-4 月 12 万以下销量增长前五企业



资料来源：MarkLines，国联证券研究所

图表38：2024 年 1-4 月 30 万以上销量增长前五品牌



资料来源：MarkLines，国联证券研究所

2.2 优质自主有望持续受益低价格带需求旺盛

销量回顾：优质自主表现亮眼，主要合资继续下滑。2024 年 1-4 月，优质自主品牌奇瑞汽车/吉利汽车/长城汽车/比亚迪/长安汽车销量分别为 68.4/62.9/30.8/93.6/66.32 万辆，同比分别增长 60%/47%/26%/24%/14%，增速高于行业整体。

外资及合资方面，特斯拉累计批发销量达到 28.3 万辆，同比下降 7%；东风本田/东风日产/广汽丰田/广汽本田/上汽通用/上汽大众/一汽大众/一汽丰田累计批发销量分别为 16.9/20.8/20.3/14.2/16.1/34.0/29.4/19.4 万辆，同比分别 +23%/+12%/-30%/-19%/-39%/+8%/+3%/-12%。剔除春节前后东风系燃油车销量高增因素，南北大众销量相对稳健，其余主要合资销量继续下滑。

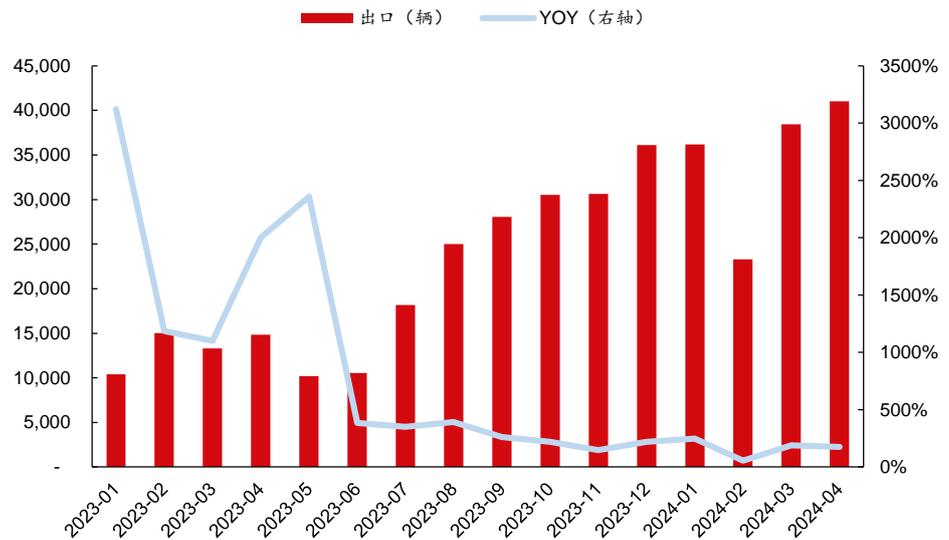
图表39：2024年1-4月主要自主/合资累计销量

批发：万辆	2020	2021	2022	2023	2023. 1-4	2024. 1-4	YOY
奇瑞汽车	66.09	90.48	116.18	176.82	42.89	68.44	60%
吉利汽车	132.02	132.71	137.68	164.85	42.82	62.90	47%
长城汽车	88.66	104.80	88.08	102.78	24.56	30.84	26%
比亚迪	42.05	73.49	186.26	301.29	75.74	93.64	24%
东风本田	85.03	76.19	66.13	60.48	13.74	16.95	23%
长安汽车	139.10	166.61	176.34	192.28	58.32	66.32	14%
东风日产	113.32	100.19	82.30	65.20	18.58	20.77	12%
上汽大众	135.43	118.60	127.31	116.87	31.47	34.01	8%
一汽大众	126.20	98.13	105.97	105.00	28.55	29.42	3%
特斯拉	13.81	47.31	71.09	94.77	30.52	28.30	-7%
一汽丰田	77.91	83.19	83.46	80.11	22.04	19.42	-12%
广汽本田	79.46	77.46	74.01	64.05	17.49	14.16	-19%
广汽丰田	76.50	82.80	100.50	94.81	29.17	20.33	-30%
上汽通用	146.75	133.07	117.45	100.10	26.60	16.12	-39%

资料来源：MarkLines，国联证券研究所

比亚迪：荣耀版车型上市助力市场份额提升，出口保持高增长。得益于深厚的混动技术积累和强大的成本管控能力，比亚迪年初以来陆续推出王朝/海洋主流车型的荣耀版车型，价格对比2023年的冠军版车型普遍下降1-2万元，荣耀版新车上市后带动公司订单迅速大幅提升，2024年1-4月公司在12万以下各价格带份额普遍提升，其中5-8万同比提升27.3pct，8-12万价格带份额同比提升1.1pct。出口方面，2024年1-4月公司累计实现出口销量13.9万辆，同比增长159.40%，出口高增助力公司打开销量天花板。

图表40：比亚迪出口保持高增速



资料来源：中汽协，国联证券研究所

技术为王，比亚迪产品竞争力进一步提升。2024年5月28日，比亚迪举行第五代DM技术发布暨秦L、海豹06上市发布会。第五代DM技术拥有46.06%全球最高的发动机热效率、2.9L全球最低的百公里亏电油耗以及2100km全球最长的综合续航里程。基于第五代DM技术打造的秦L DM-i与海豹06 DM-i同步上市，售价9.98万元起，高性价比有望带动比亚迪产品放量。

图表41：比亚迪第五代DM技术正式发布



资料来源：比亚迪汽车，国联证券研究所

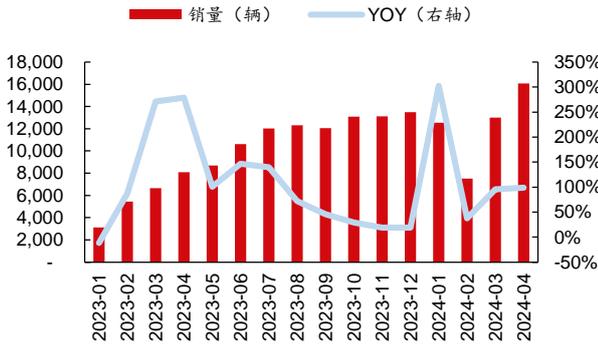
图表42：秦L DM-i与海豹06 DM-i正式上市



资料来源：比亚迪汽车，国联证券研究所

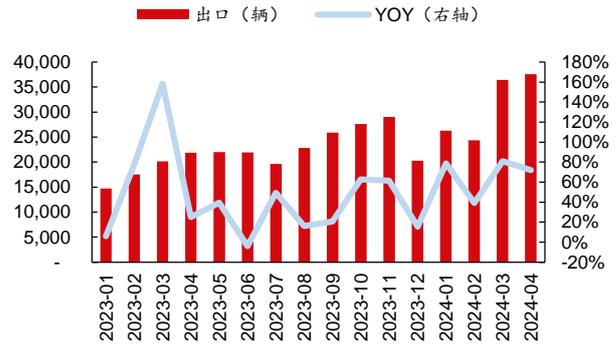
吉利汽车：油车强势增长，领克/极氪品牌向上加速。1-4月吉利汽车销量多点开花，燃油车销量达到43.3万辆，同比增长27.69%，主要受益于星瑞、星越L、博越等车型放量；领克和极氪品牌分别实现销量8.0/4.9万辆，同比分别增长55.91%/110.62%，吉利品牌向上持续加速。出口方面，1-4月实现出口销量12.5万辆，同比增长67.95%。

图表43: 年初以来极氪销量持续向上



资料来源: MarkLines, 国联证券研究所

图表44: 吉利汽车出口开始提速



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

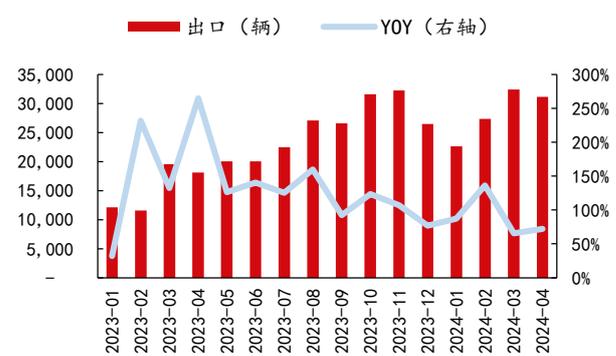
长城汽车: 高端化加速, 出口放量。2024 年以来, 长城汽车陆续推出坦克 700 Hi4-T、2024 款坦克 500/400 Hi4-T 等新车型, 能源形式进一步丰富扩充了坦克受众群体, 1-4 月坦克品牌累计销量 7.0 万辆, 同比增长 98.30%。魏牌 1-4 月累计销量 1.4 万辆, 同比增长 143.44%。坦克和魏牌销量高增带动公司中高端车型占比快速提升, 4 月长城汽车中高端品牌占比为 26.3%, 同比+12.0pct, 环比 3.8pct。出口方面, 1-4 月累计出口 11.4 万辆, 同比增长 85.13%。我们看好公司实现 2024 年出口 40-50 万销量目标。

图表45: 长城汽车中高端占比持续提升 (辆)



资料来源: MarkLines, 长城汽车, 国联证券研究所

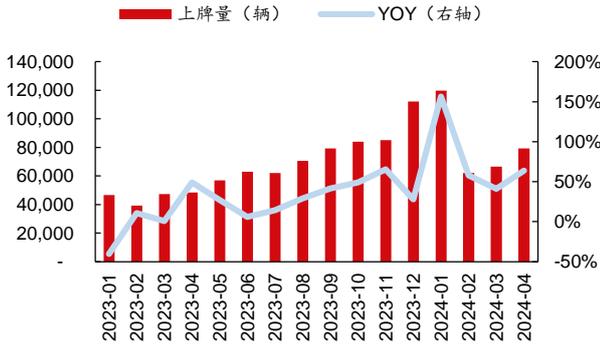
图表46: 长城汽车出口再上台阶



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

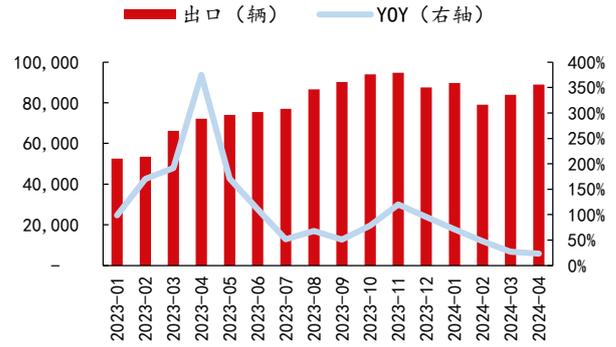
奇瑞汽车: 国内零售, 海外出口均实现高增长。奇瑞出口依然亮眼, 1-4 月累计出口 34.2 万辆, 同比增长 39.89%, 出口占比达到 49.92%, 出口占比高为奇瑞汽车带来业绩弹性。受益于星途、捷途等品牌放量, 1-4 月奇瑞汽车国内上牌量达到 32.8 万辆, 同比增长 80.34%。国内和海外出口共同放量助力公司销量高增。

图表47: 奇瑞汽车国内上牌量高增



资料来源: 中保信, 国联证券研究所

图表48: 奇瑞汽车出口保持强势表现



资料来源: MarkLines, 国联证券研究所

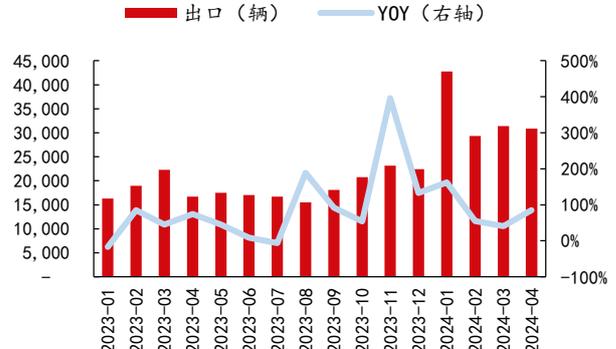
长安汽车：深蓝启源表现亮眼，出口销量高增。1-4月，启源实现批发销量4.5万辆，由于2023年同期启源还未开启交付，启源为长安汽车带来纯销售增量；深蓝品牌实现批发销量4.8万辆，同比增长107.76%，启源和深蓝助力长安汽车电动化加速。1-4月，长安汽车实现出口13.4万辆，同比增长81.16%，出口增量达到6.0万辆，出口放量打开长安销量天花板。

图表49: 1-4月深蓝销量同比增长107.76%



资料来源: MarkLines, 国联证券研究所

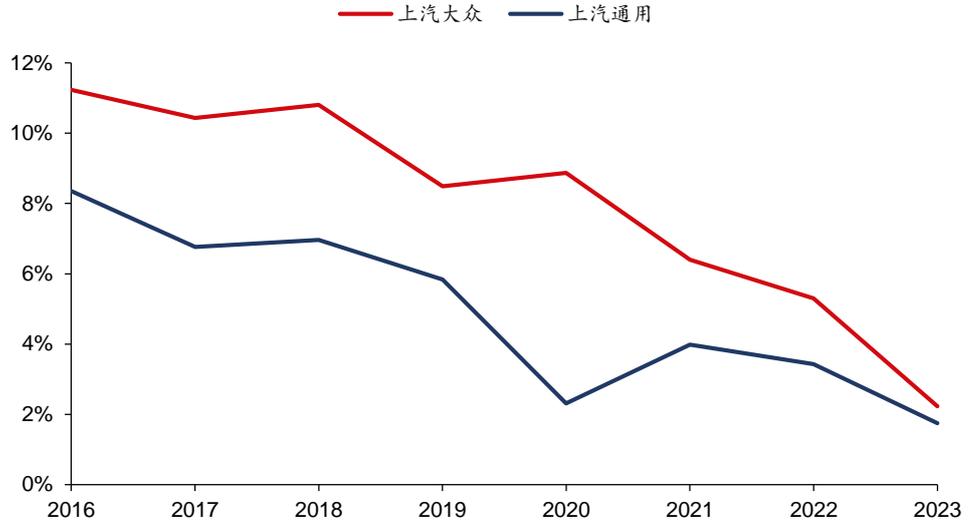
图表50: 1-4月长安汽车出口接近翻倍增长



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

竞争加剧，合资转型慢，盈利能力下滑明显。合资新能源转型慢，而新能源车型智能化程度整体较自主有差距，行业竞争加剧的情况下，被迫降价刺激销量，导致盈利能力下滑明显。以上汽大众和上汽通用为例，上汽大众2022和2023年归母净利率分别为5.3%/2.2%，上汽通用2022和2023年归母净利率分别为3.4%/1.8%，归母净利率下滑幅度较大。优质自主品牌和新势力已建立对合资的竞争优势，有望持续冲击合资在国内的市场份额。

图表51：价格战进一步导致主力合资品牌净利润率下滑



资料来源：上汽集团年报，国联证券研究所

车型储备来看，2024年下半年新车亮点十足。2024年下半年比亚迪、吉利、奇瑞、长安等品牌新车数量较多，比亚迪DM5.0平台将赋能多款新车，秦L与海豹06已经上市；吉利银河将发布L5/L9/E6/E7等多款新车，产品矩阵进一步丰富；奇瑞与华为合作的第二款智选车智界S9将上市，定位中大型SUV，同时继续完成两年内拓展至24款超能混动3.0和15款E0X高端电动新品目标；长安启源、深蓝和阿维塔加速新能源布局，预计将发布阿维塔15、深蓝L07等新车。

图表52：近期国内主要车企新车上市规划

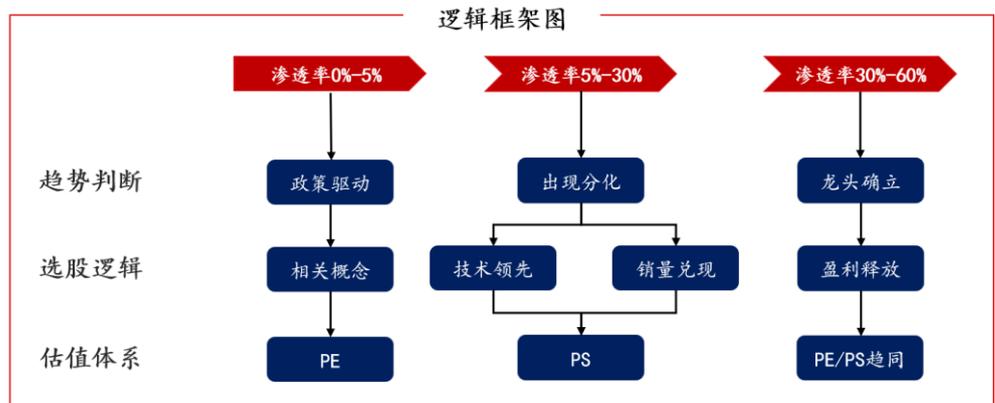
车企	品牌	车型	能源类型	上市时间	
比亚迪	王朝/海洋	宋 PLUS II 代	纯电	2024 年 8 月	
		纯电 SUV	纯电	2024Q3	
		汉唐换代	纯电	2025 年	
	方程豹	海豹改款	纯电/插混	2024 年 6 月	
		海豹 S	纯电	2024 年 9 月	
		海狮 Dmi	纯电	2024 年 10 月	
	腾势	C 级轿车	豹 8	插混	2024H2
			豹 3	纯电	2024H2
		D 级轿车	C 级轿车	-	2024Q3
			D 级轿车	-	2024Q3
吉利	银河	N9	-	2024Q3	
		银河 L5	PHEV	2024Q2	
		银河 L9	PHEV	2025	
		银河 E7	EV	2024Q2	
	领克	银河 E6	EV	2024Q3	
		领克 ZERO	EV	2024 北京车展亮相	
		紧凑型纯电 SUV	EV	2024	
极氪	极氪 MIX	EV	2024 年北京车展亮相		
中大型纯电 SUV	EV	2024			
奇瑞	捷途	山海 L6	PHEV	2024	
	智界	S9	EV	2024H2	
长安	启源	GD701	EV	2024	
		阿维塔 15	EV	2024	
		阿维塔 16	EV	2024H2	
	深蓝	L07	EV	2024	
		S05	EV	2024	
长城	哈弗	新 H6	HEV	2024H2	
		新 H9	ICE	2024H2	
	坦克	坦克 800	PHEV	预计 2024 年发布	
	魏牌	蓝山智驾版	PHEV	2024 年 H2	
小鹏	小鹏	MONA	EV	2024Q3	
		中型 SUV	EV	2024	
		P8	EV	2024	
北汽	北汽	SUV	EV	2024	
		BJ50	EV	2024	
		享界	S9	EV	2024
江淮汽车	傲界	X6		2024	
	瑞风	RF8	ICE	2023. 12	
小米	小米	轿车	PHEV	2024	
		SUV	EV	2024	

资料来源：MarkLines，汽车之家，搜狐汽车，有驾网，新浪汽车，易车网，懂车帝，快科技，太平洋汽车，腾讯网，网上车市等，国联证券研究所

2.3 高阶智驾加速，有望逐步成为核心竞争要素

电动化发展至今，主要可以分为三个阶段：1) 第一阶段为 2016-2019 年，新能源渗透率处于萌芽期，渗透率处于 0-5%，主要依靠政策补贴驱动行业发展；2) 第二阶段为 2020-2022 年，由于技术突破、新进入者和优质供给增加，新能源汽车行业渗透率处于 5%-30% 的加速成长期阶段；3) 第三阶段为 2023 年初以来，渗透率迈入 30%-60% 稳定增长的成熟期。我们通过趋势判断、选股逻辑和企业估值三个维度对电动化的三个阶段进行复盘，从而总结出一套对接下来智能化阶段，行之有效的投资框架。

图表53：电动化时代投资框架



资料来源：国联证券研究所整理

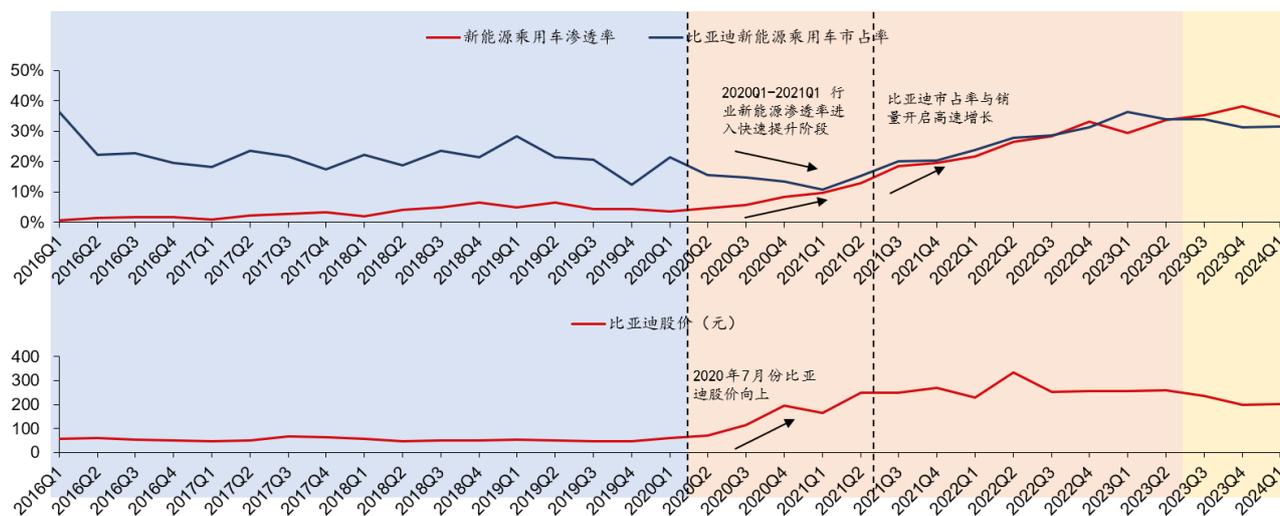
以龙头比亚迪为例，我们从行业趋势、公司股价、估值体系三个维度总结市场如何演绎：

1) 第一阶段（萌芽期）：2016-2019 年，行业新能源销量从 26 万辆增长至 103 万辆，新能源渗透率从 1.1% 提升至 4.4%，整体在低水平波动，行业销量主要依靠政策驱动，车企无明显差异化竞争力，此时估值体系仍选择 PE；

2) 第二阶段（快速成长期）：2020 年产业趋势逐渐明朗，第三季度新能源渗透率创历史新高，带动全行业景气向上，板块呈现普涨行情，属于拔估值阶段；2021-2022 年，行业渗透率快速提升，整车企业销量逐渐释放，收入快速增长，估值逐渐切换到 PS 估值；

3) 第三阶段（成熟期）：2023 年以后，龙头公司逐渐确立，以技术领先为特征，不同公司股价走势出现分化，销量兑现的公司开始切换成 PE 估值。

图表54：电动化时代龙头比亚迪复盘

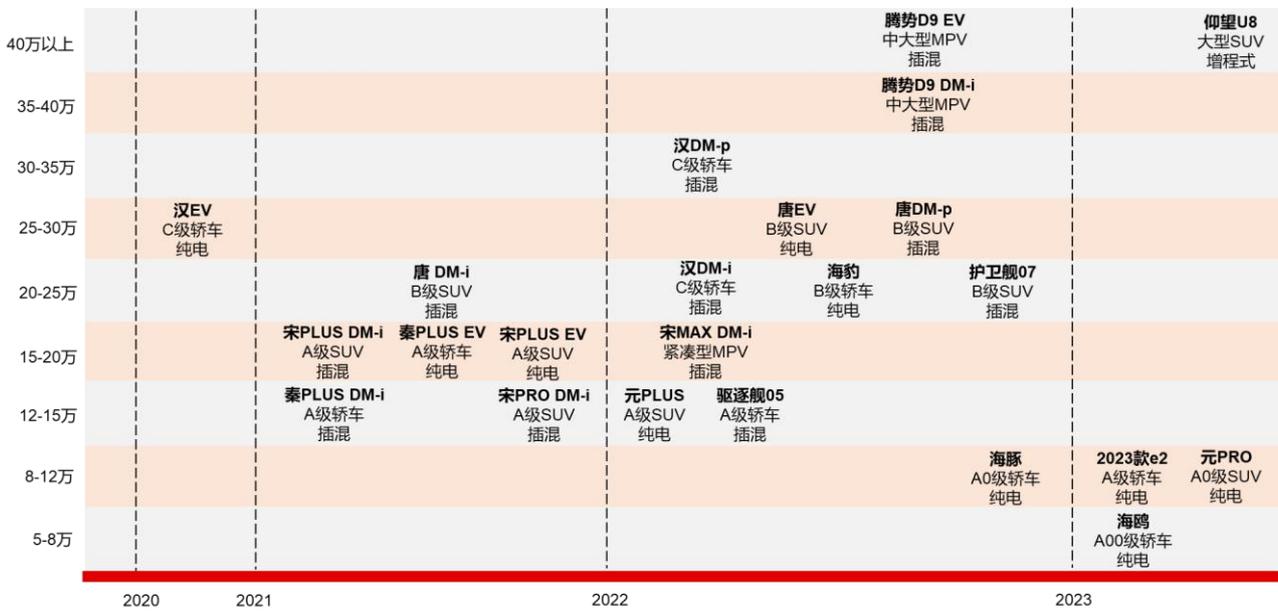


资料来源：Wind，中汽协，国联证券研究所

分析比亚迪成功原因，我们认为主要是在电动化趋势中，公司具备领先的电动化技术并打造竞争优势领先的产品，进而兑现为公司销量的快速增长。公司的主要优势在于产业链布局一体化和研发互相成就：1) **供应链垂直一体化**：比亚迪深度整合产业链各个环节，从上游原材料到中游重要零部件及整车制造，基本实现了新能源汽车产业链全覆盖，从而给比亚迪带来了极大成本优势；2) **技术优势**：比亚迪拥有庞大技术研发团队和强大科技创新能力。拥有电池、电机、电控及整车等核心技术，实现新能源汽车在动力性能、安全保护和能源消费等方面的多重领先优势。

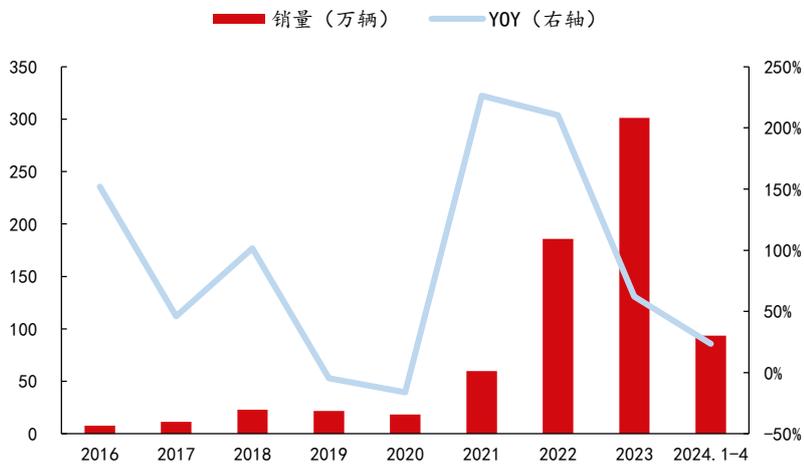
比亚迪通过其在新能源技术数量和质量方面的优势，将不同技术组合，形成产品差异化，最终拓展自身的产品矩阵，实现车型价格带的全覆盖。比亚迪构建王朝、海洋、腾势、方程豹、仰望五大产品系列，涵盖低端、中端、高端、豪华价格带。插混方面，王朝、海洋军舰等多款爆款车型搭载第四代混动技术 DM-i/DM-p，覆盖 10-30 万元价格，对燃油车形成有效替代；纯电方面，元、汉、海豚等车型定位明确，把握细分领域市场需求；腾势定位 30-50 万元的中高端价格带；方程豹系列主打个性，目前硬派越野车型豹 5 已上市；仰望品牌主打百万级豪华车型。

图表55：比亚迪产品矩阵实现价格带全覆盖



资料来源：比亚迪官网，汽车之家，国联证券研究所

图表56：技术领先助比亚迪新能源乘用车实现快速增长



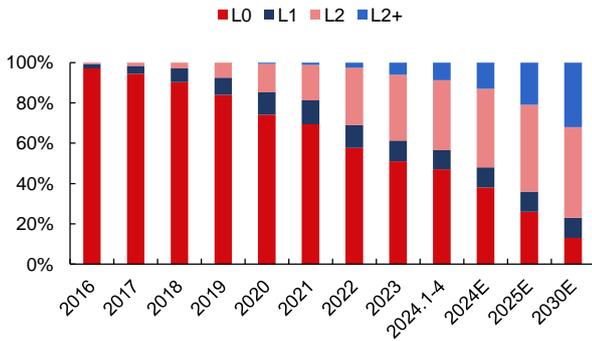
资料来源：MarkLines，国联证券研究所

通过复盘电动化，我们认为高阶智驾产业趋势已经确立，有望迎来渗透率快速提升。由于我国还未有针对 L3 的法律法规，我们将具备高速 NOA 或 ALC（自动变道辅助）功能的车定义为 L2+。2023 年以小鹏 G6、问界 M7、理想 L 系列为代表的可实现高速/城市 NOA 的车型上市放量，L2 及 L2+车型销量占比快速提升，L2 销量占比达到 32.75%，同比提升 3.66pct；L2+销量占比达到 5.98%，同比提升 3.34pct，L2 及以上车型销量占比合计为 38.73%。以 L2+为代表的具备高阶智驾功能的车型渗透率

进入 5%-30%阶段，有望迎来快速提升。

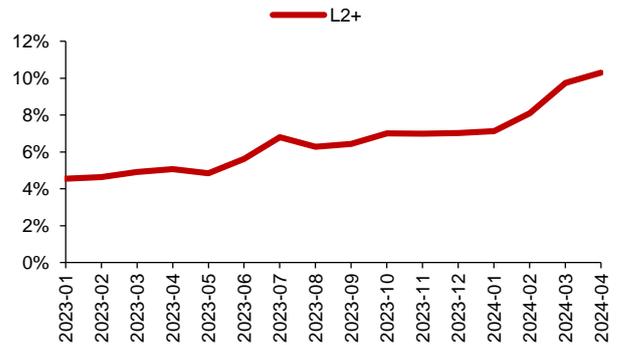
2024 年 1-4 月，L2 级销量占比为 34.79%，L2+销量占比为 8.70%，合计销量占比达到 43.49%，高阶智驾开始提速，主要系问界、小鹏、理想、蔚来、极氪等新势力具备相关功能的车型销量快速增长。

图表57：L2 及以上智驾渗透率有望提速



资料来源：高工智能汽车，中保信，国联证券研究所

图表58：L2+智驾月度渗透率



资料来源：高工智能汽车，中保信，国联证券研究所

智能网联汽车试点工作开启，L3 有望真正迎来加速。6 月 4 日，工信部等四部门发布，确定首批由 9 个汽车生产企业和 9 个使用主体组成的联合体，将在北京、上海、广州等 7 个城市展开智能网联汽车准入和上路通行试点，涵盖乘用车、客车以及货车三大类，企业包括长安汽车、比亚迪、广汽集团、上汽集团、北汽蓝谷、一汽集团、上汽红岩、宇通客车和蔚来汽车共 9 家。本次试点意义在于基于试点实证积累管理经验，支撑相关法律法规、技术标准制修订，加快健全完善智能网联汽车生产准入和道路交通安全管理体系，对 L3 及 L4 规模落地起到推动作用。

智驾加速过程中，如何评价主机厂高阶智驾能力？若只关注智驾环节，我们认为可从以下维度对现阶段主机厂高阶智驾能力或进展进行评价：1) 城市 NOA 开城数量和使用范围；2) 训练算力部署情况。

若以城市 NOA 开城数量和适用范围评价进展，小鹏/华为进展较快。由于各个城市交通情况不尽相同，评价主机厂高阶算法好坏，可以城区 NOA 可使用城市以及城市内可适用范围作为衡量标准，可使用城市数量多即扩大了消费群体。目前行业内小鹏、华为智选品牌城区 NOA 开城进展较快，其余新势力车企正快速跟进。

截至 2024 年 5 月底，小鹏汽车城区智驾已覆盖全国 283 座城市，并于 5 月 14 日迈入 100%无图阶段；截至 2024 年 5 月，华为 ADS 城区 NCA 领航覆盖超过 40000+ 城乡镇，ADS 智驾总里程超过 2.2 亿公里。

图表59：各车企城市 NOA 功能规划

车企	小鹏	华为	理想	蔚来	智己	小米
智驾系统名称	XNGP	乾昆 ADS	AD MAX	NAD	IM AD	Xiaomi Pilot
版本	Xmart OS 5.1.0	ADS 3.0	AD MAX 3.0	-	IMOS 2.7.0	-
搭载车型	X9/G9/P7i/G6 MAX 版	具备相关硬件车型均会升级	L 系列 MAX 版	蔚来 NT2.0 平台全系车型	智己 L7、L6 等	小米 SU7
功能名称	城市 NGP	城市 NCA	城市 NOA	城市 NOP+	城市 NOA	城市 NOA
NOA 进展	截至 2024 年 5 月底，城区智驾已覆盖全国 283 座城市；5 月 14 日城区功能迈入 100%无图阶段	截至 2024 年 5 月，城区 NCA 领航覆盖超过 40000+ 城镇，ADS 智驾总里程超过 2.2 亿公里	已向部分用户推送 AD Max 3.0 进阶版，城市 NOA 全国可使用	截至 4 月 30 日，蔚来宣布，全域领航辅助 NOP+ 城区路线开启 全量推送	IM AD “去高精地图城市 NOA” 在上海、深圳、广州、苏州 4 城正式落地，计划年内开通全国	2024 年 6 月 6 日城市 NOA 功能在北京、上海、广州、深圳、杭州、武汉、成都、西安、南京和苏州等 10 城向用户推送

资料来源：第一电动车网，小鹏汽车，小米汽车等，国联证券研究所

新势力引领，优质自主加速跟进。作为可能成为重要购车因素的环节，优质自主如比亚迪、长城汽车、吉利汽车和长安汽车也在加速推进高阶智驾功能研发。比亚迪在算法、芯片和产业链等环节已投入 4000 名研发人员，城市 NOA 将率先在腾势品牌落地。腾势 N7 的城市 NOA 功能在深圳已经可以使用，比亚迪目标在 2024 年底实现全国可用。长城汽车目前也已经实现无图城市 NOA 的开发，预计将在下半年上市的蓝山智驾版实现落地应用。优质自主品牌造车积累深厚，发力高阶智驾有望进一步加强自身车型竞争力，助力其销量持续增长。

图表60：优质自主品牌高阶智驾规划

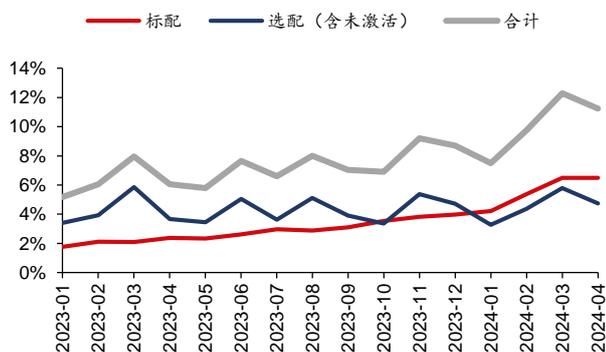
车企	高阶智驾规划及进展
比亚迪	计划在高阶智驾领域投入 1000 亿元，高阶智驾系统在 20 万以上车型选装，30 万以上车型标配。目前已经拥有 4000 多人研发团队，软件工程师 3000 多人。城市 NOA 率先在腾势品牌落地，腾势 N7 的城市 NOA 功能在深圳已经可以使用，目标在 2024 年底实现全国可用。
长城汽车	已经实现无图 NOA 开发，预计将在 2024 年下半年交付的魏牌蓝山智驾版实现量产落地。
吉利汽车	NOA 功能依托高端品牌极氪布局，截至 4 月，极氪高速领航功能已经覆盖 65 座城市，预计二季度内覆盖全国 90% 以上的地级市。
长安汽车	依托与华为合作，目前正在阿维塔车型搭载了华为 ADS 系统，可实现高速和城区领航功能；预计深蓝品牌也将与华为合作，推出搭载高阶智驾功能车型。

资料来源：腾讯汽车，经济观察报，中欧智能网联汽车等，国联证券研究所

优质供给推动 NOA 渗透率稳步提升。2024 年以来，高速 NOA 和城市 NOA 的渗透率快速提升，2024 年 4 月高速 NOA 标配渗透率达到 6.49%，同比+4.11pct；选配渗

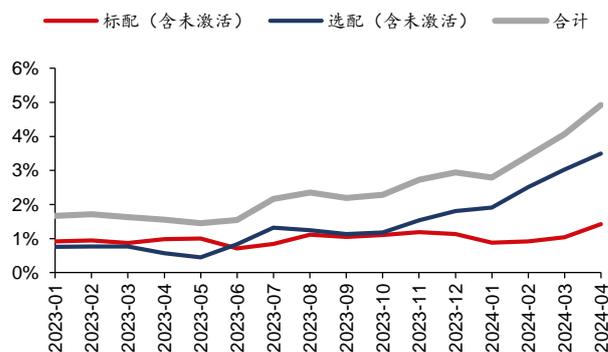
透率达到 4.74%，同比+1.06pct，合计渗透率已超过 10%。4 月城市 NOA 标配渗透率达到 1.42%，同比+0.44pct；选配渗透率达到 3.50%，同比+2.93%，合计渗透率达到 4.92%，同比+3.37pct。选配车型基本都预埋了用于实现城市 NOA 功能的硬件，主机厂可 OTA 的情况下，消费者后续可付费购买并使用该功能。

图表61：高速 NOA 月度渗透率



资料来源：高工智能汽车，中保信，国联证券研究所

图表62：城市 NOA 月度渗透率



资料来源：高工智能汽车，中保信，国联证券研究所

训练算力同样是主机厂核心竞争力。除了招揽智驾人才开发算法，主机厂还需要布局 AI 算力，通过海量的数据对算法模型进行训练，以实现更好的性能。目前常用的训练芯片包括英伟达的 A100/H100、华为昇腾 910 系列等，特斯拉和新势力在算力布局方面较为领先，特斯拉在 2024 年一季报会议上表示，年底希望将超算中心的总算力提升至 100EFLOPS；小鹏汽车在 5 月 20 日发布会表示 2024 年底会拥有 7000 训练卡；华为在北京车展期间表示已经有 3.5EFLOPS 的云端算力。

图表63：主机厂训练算力情况

公司	训练算力中心	算力大小	更新时间	备注
特斯拉	Dojo 超算中心	0EFLOPS	2024 年	-
华为	华为车 BU 算力中心	3.5EFLOPS	2024 年 4 月 25 日	4 月 11 日为 3.3EFLOPS
小鹏	“扶摇”智算中心	600PFLOPS	2024 年	5 月 20 日小鹏汽车表示 2024 年会拥有 7000 张卡
理想	理想智算中心	750PFLOPS	-	-
毫末智行	雪湖绿洲 MANA OASIS	670PFLOPS	2024 年	-

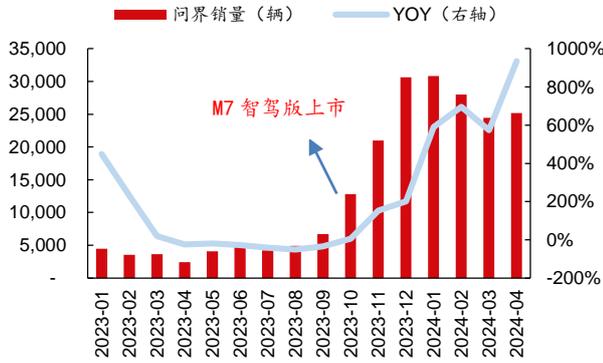
资料来源：电动星球，中国新闻周刊，芯榜上海，亚洲新能源汽车网等，国联证券研究所

对主推高阶智驾的新势力来讲，智能化或已开始成为推动销量增长的重要因素之一。以问界为例，2023 年 10 月推出问界 M7 智驾版后，带动问界月销量快速提升到 2 万辆以上，并在 2024 年 1 月达到 30855 辆。从 M7 销售结构来看，智驾版本占比从 2023 年 10 月提升至 2024 年 4 月的 79.71%，主要系华为 NOA 算法领先，年初以来持续优化并通过 OTA 方式让消费者体验更舒适的智驾功能，消费者尝试高阶智驾

功能的意愿逐步增强。

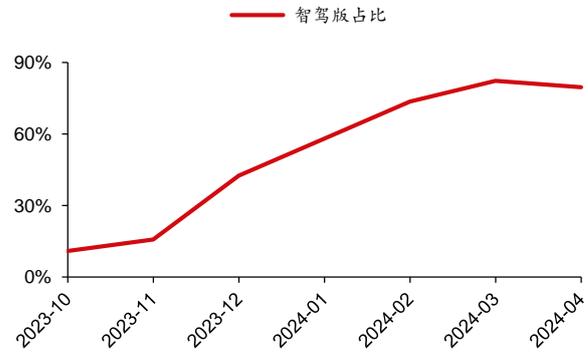
其他品牌方面，小鹏 G6 上市后 MAX 版本占比基本在 60%以上；小米 SU7 自 4 月初开始预定和交付后，可实现城市 NOA 功能的 MAX 版本订单占比在 40%以上。

图表64：M7 智驾版上市带动问界销量明显提升



资料来源：MarkLines，国联证券研究所

图表65：问界新 M7 智驾版占比快速提升



资料来源：中保信，国联证券研究所

2024 年 1-4 月，处于国内智驾第一梯队的新势力车企销量优异，小鹏/问界/理想/蔚来累计销量分别为 3.1/10.9/10.6/4.6 万辆，同比分别增长 23.33%/672.24%/35.68%/38.11%。小米 SU7 上市后锁单量已超过 8 万，4/5 月分别交付 7058/8630 辆，预计 6 月交付将超过 1 万辆。新势力车企销量持续增长有利于其更好迭代智驾算法，为消费者带来更好的智驾体验。

图表66：2024 年 1-4 月主要新势力累计销量亮眼

批发：辆	2024-01	2024-02	2024-03	2024-04	2023. 1-4	2024. 1-4	YOY
问界 AITO	30,855	28,020	24,441	25,199	14,052	108,515	672.24%
蔚来汽车	10,055	8,132	11,866	15,620	33,070	45,673	38.11%
理想汽车	31,166	20,252	28,984	25,787	78,265	106,189	35.68%
小鹏汽车	8,250	4,545	9,026	9,393	25,309	31,214	23.33%

资料来源：MarkLines，国联证券研究所

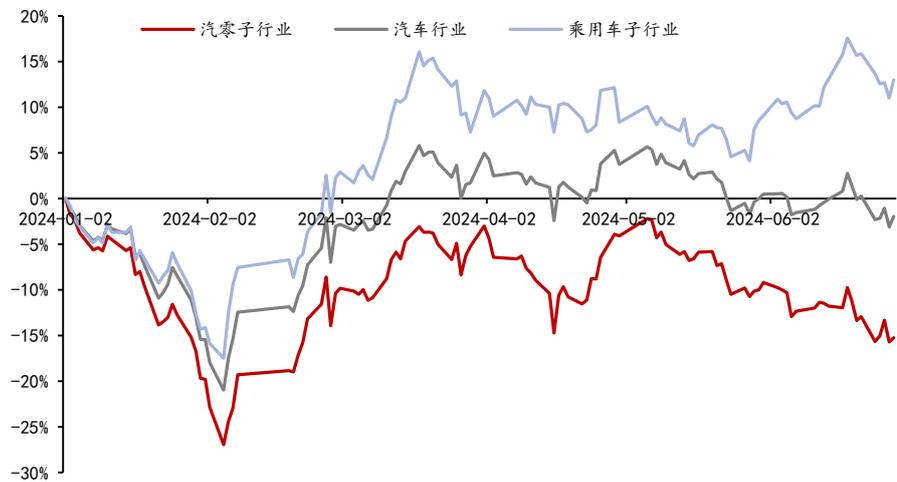
高阶智驾是基础，综合竞争能力决定销量规模。高阶智驾算法需要海量的高质量数据驱动，主机厂一方面通过测试车采集数据；另一方面需要卖出更多的车，通过消费者来搜集更多的 Corner Case 数据，从而持续强大算法性能。我们认为，现阶段高阶主机厂正通过持续优化的功能逐步加强消费者认知，我们看好高阶智驾逐步成为消费者购车时考虑的重要因素之一，智能化加速过程中，技术领先的企业有望率先受益，从而推动其销量增长。看好智能化技术领先的小鹏、理想、华为系车企等。

3. 汽车零部件：短期弱势不改长期成长

3.1 市场的近期关注

2024 年初以来，汽车零部件子行业走弱并跑输汽车行业。2024 年初至 6 月 28 日，汽车零部件子行业指数走势走弱。截至 2024 年 6 月 28 日，中信汽车零部件行业指数相较于年初跌幅为 15.25%，跑输汽车行业 13.28pct，跑输乘用车子行业 28.24pct，汽车零部件板块的相对走弱反映了市场对于汽车零部件子行业的短期关注点。

图表67：汽车行业板块涨跌幅（2024 年初至 6 月 28 日）



资料来源：Wind，国联证券研究所

关注一：年降对于汽车零部件盈利能力的影响。近三年来，每年年初都会进入汽零企业和下游主机厂客户的年降谈判期，受此影响，市场普遍担忧汽车零部件的盈利能力将大幅承压，板块走弱，故每年 1-5 月汽零板块走势均会跑输汽车行业整体走势。

图表68：近三年汽零板块 1-5 月涨跌幅均跑输行业

	汽零子行业	汽车行业	乘用车子行业
2024 年 1-5 月涨跌幅 (%)	-10.18	-0.84	6.37
2023 年 1-5 月涨跌幅 (%)	-3.24	-2.75	-6.72
2022 年 1-5 月涨跌幅 (%)	-20.38	-15.83	-9.52

资料来源：Wind，国联证券研究所

关注二：大客户特斯拉的销量增长面临挑战。我们分析了 2020-2022 年涨幅前 10 的汽车零部件公司，这些公司共同具备两大特征：均是电动化趋势带来的优质增量赛道；同时也是特斯拉产业链公司，这些公司在 2020-2022 年借助特斯拉销量高增成长。这些优质汽零公司在 2023 年及 2024Q1 的业绩大都表现优异，但年初至今跌

幅都较大，主要系市场对于其下游大客户销量的担忧：特斯拉今年处于产品小年，销量增长面临较大挑战。

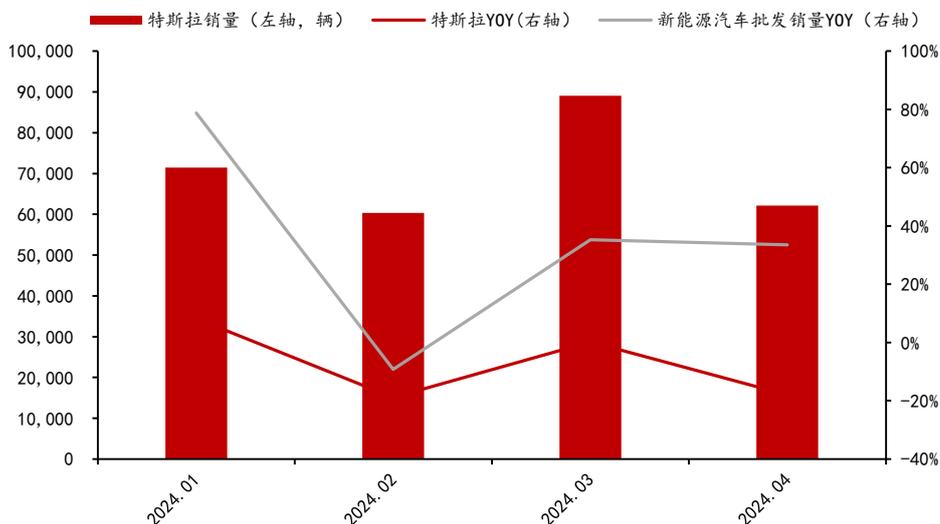
图表69：重点汽配公司市场及业绩表现

证券代码	证券简称	2020-2022年 涨跌幅 (%)	2023年 涨跌幅 (%)	2024年截至6月 8日涨跌幅 (%)	2023年 归母净利润 同比 (%)	2024Q1 归母净利润 同比 (%)	细分赛道
603179.SH	新泉股份	259.14	32.75	-15.20	71.19	34.74	内饰件
603596.SH	伯特利	257.57	-12.73	-24.60	27.57	21.85	智能化
002920.SZ	德赛西威	250.88	23.64	-22.71	30.57	16.41	智能化
601689.SH	拓普集团	241.28	26.25	-22.39	26.49	43.36	轻量化
002101.SZ	广东鸿图	212.08	-29.72	-27.58	-9.15	-13.99	轻量化
300432.SZ	富临精工	196.99	-25.81	-34.29	-184.12	107.60	锂电精密件
002906.SZ	华阳集团	185.41	7.06	-22.55	22.17	83.52	智能化
605333.SH	沪光股份	180.60	-6.66	36.23	32.17	504.60	智能化
300680.SZ	隆盛科技	176.83	-24.14	-0.59	94.28	30.18	轻量化
603348.SH	文灿股份	140.31	-32.38	-24.02	-78.77	2,344.25	轻量化

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

特斯拉今年销量增长面临挑战。由于特斯拉今年上半年未推出新车型，面对行业竞争加剧，其他车企新品迭出，特斯拉1-4月销量同比增速均低于行业，且出现负增长：1-4月累计销量28.3万辆，同比下滑7.2%，全年看特斯拉销量增长面临挑战。

图表70：特斯拉销量

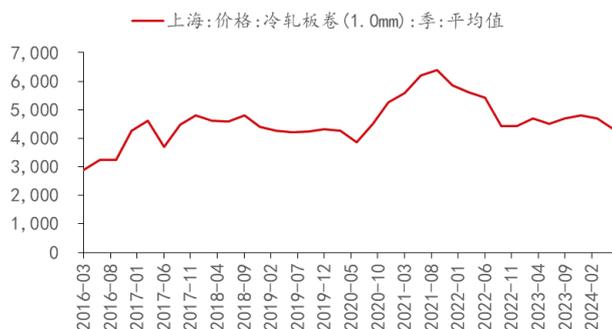


资料来源：Wind，国联证券研究所

关注三：原材料价格上涨对利润的压制。由于汽车行业主要原材料涉及钢铁（冷轧板为主）、铝、塑料等，故钢、铝、石油化工品等原材料价格波动对盈利水平有较大影响。

钢材价格企稳回落，铝价抬头趋势明显，聚丙烯、聚氯乙烯价格小幅上涨。2024年二季度冷轧卷板平均价为4286.5元/吨，同比下滑5.04%，环比下滑8.86%；二季

度铝价平均报 2.05 万元/吨，同比增长 10.82%，环比今年一季度增长了 7.78%，并且随着轻量化程度加深，铝用量将持续高增，铝价未来有持续抬头趋势，引发市场关注，轻量化汽零企业估值受压制。聚丙烯二季度均价 7664 元/吨，同比增长 7.16%，环比增长 3.25%；PVC 二季度均价 6088 元/吨，同比增长 3.31%，环比持平。

图表71：冷轧板卷价格走势（元/吨）


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表72：A00 铝价格走势（元/吨）


资料来源：ifind，国联证券研究所

图表73：PP 价格走势（元/吨）


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表74：PVC 价格走势（元/吨）


资料来源：ifind，国联证券研究所

关注四：汇率对于有海外收入汽零企业的影响。2022 年-2023 年美元兑人民币汇率持续走高：2022 年 1 季度-2023 年 4 季度期间，美元兑人民币季度平均汇率分别为：6.36、6.48、6.74、7.08、6.88、6.92、7.16、7.17，逐季走高，累计增幅高达 12.7%，故汽零出口类企业在 2022-2023 均有较好的汇兑收益。但从 2024 年二季度看，美元兑人民币汇率平均值为 1 美元兑 7.10 元人民币，同比增长 9.52%，环比下滑 0.05%；欧元兑人民币汇率平均值为 1 欧元兑 7.70 元人民币，同比增长 9.91%，环比下滑 0.56%； 环比相对稳定，故今年这类企业可能无法像 2022-2023 年那样有较大的汇兑收益。

图表75：美元兑人民币汇率走势



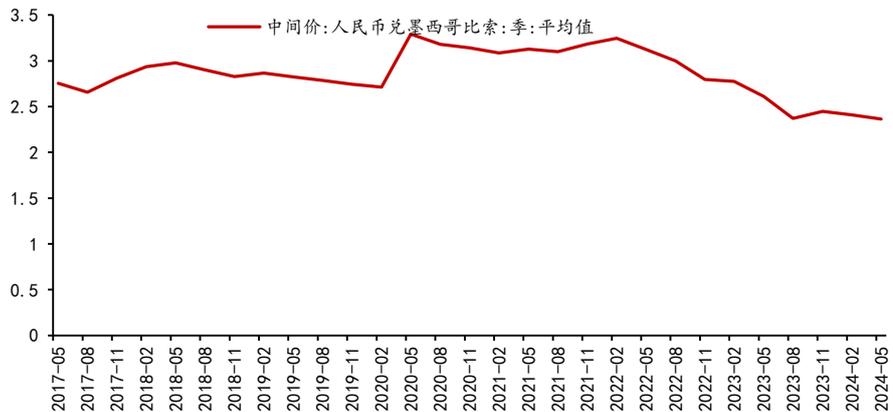
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表76：欧元兑人民币汇率走势



资料来源: Wind, 国联证券研究所

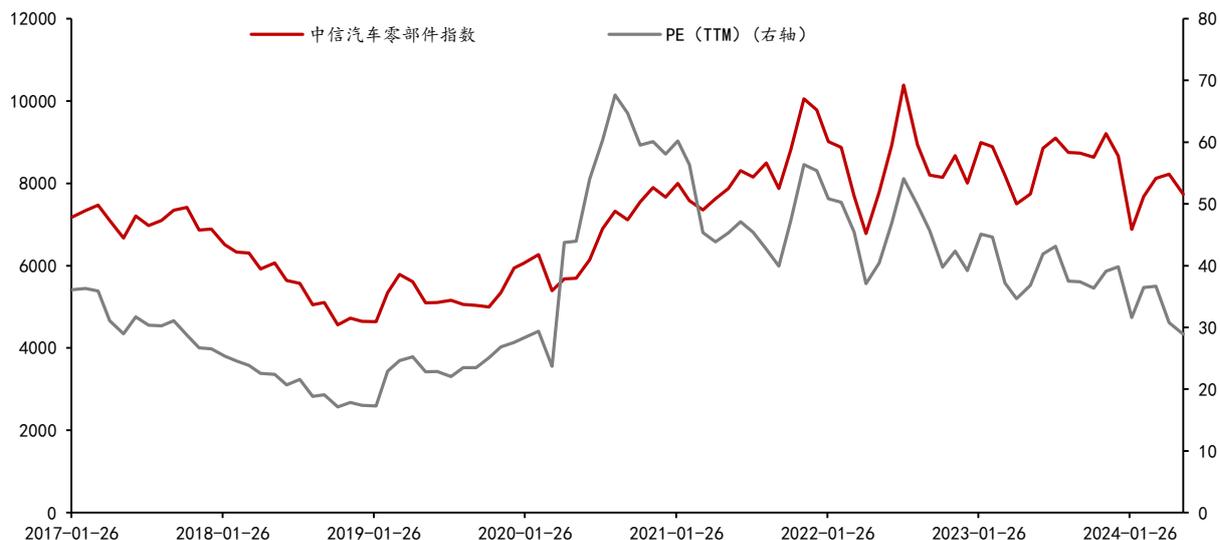
图表77：人民币兑墨西哥比索汇率走势



资料来源: Wind, 国联证券研究所

汽车零部件板块估值水平正处于近三年低位，配置价值凸显。汽车零部件板块随下游景气度经历多轮震荡，2023 年底至今，受主机厂年降及 2024 年一二季度下游需求景气度影响，板块指数震荡下行，估值承压，当前板块估值处于近三年低位，配置价值凸显。

图表78：汽零板块指数及估值（2017 至今）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

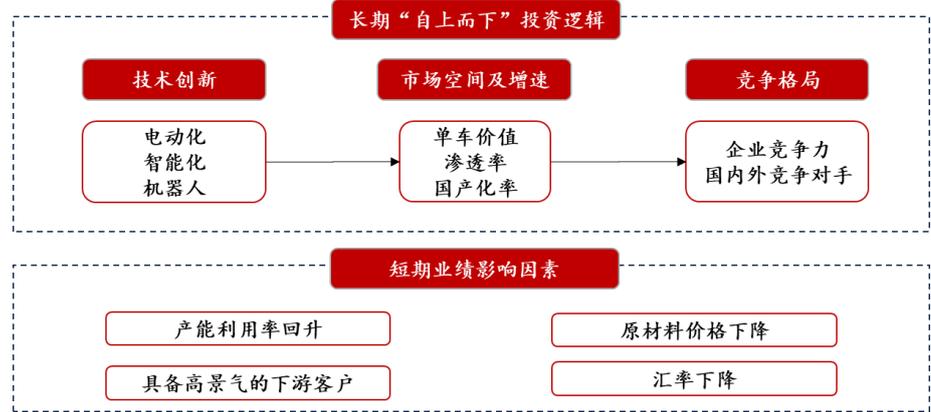
3.2 短期扰动不改产业成长长逻辑

我们认为，市场的短期关注点会对汽零板块估值造成短期压力，但汽零的长期投资逻辑在于把握产业链技术变革趋势，在优质赛道中挖掘优质公司。

具备成长属性的优质汽零公司具备穿越周期的能力。我们认为，应对市场阶段性对于下游客户景气度和公司盈利能力的短期担忧，应寻找具备优质成长性的汽零公司，这类公司一般处于高景气创新赛道，下游需求高增；同时优质客户及赛道格局决定了公司盈利能力的持续性。

零部件的成长性核心在于创新，创新带来新增零部件渗透率提升和价值量提升，以此寻找下一个具备成长性的细分赛道。再根据竞争格局好坏和企业竞争力强弱，筛选出有竞争力的公司。

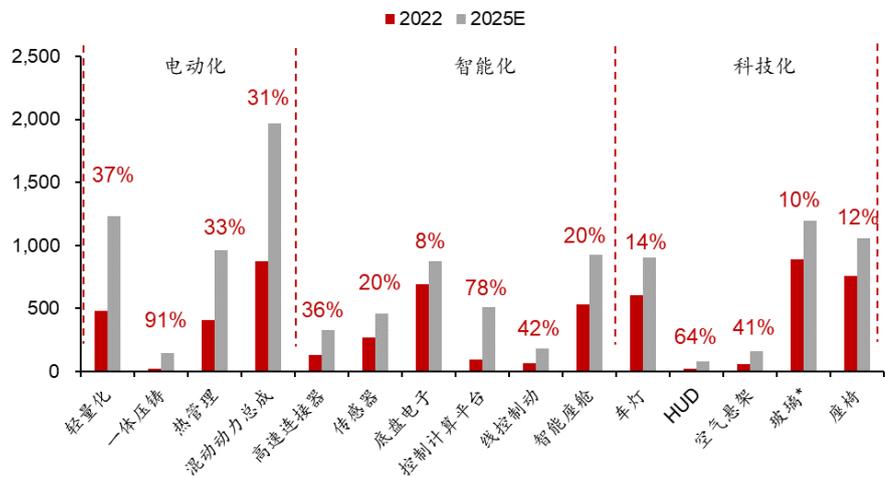
图表79：汽车零部件投资逻辑



资料来源：国联证券研究所

展望未来，我们认为首先还是选择技术创新驱动的成长赛道，建议重点关注**电动化、智能化、科技化和人形机器人赛道**。其中电动化赛道主要包含轻量化、一体化压铸、热管理、混合动力总成等；智能化赛道主要包含高频高速连接器、传感器、底盘电子、控制计算平台、线控制动、智能座舱等；科技化赛道主要包含车灯、HUD、空气悬架、玻璃和座椅等；这些赛道的3年复合增速在10%-91%不等。

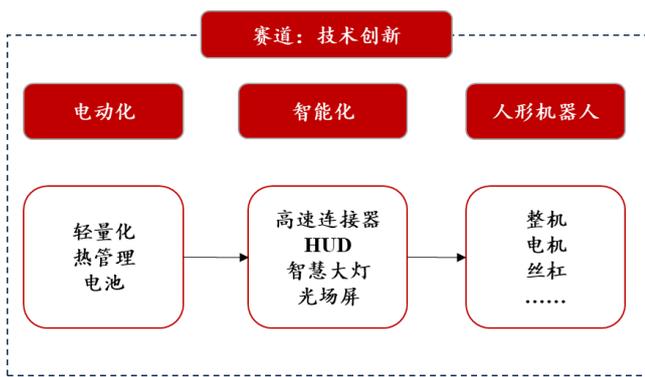
图表80：汽车零部件电动化、智能化、科技化细分赛道行业空间（亿元）及CAGR-3



资料来源：高工智能汽车，盖世汽车，佐思汽研，国联证券研究所

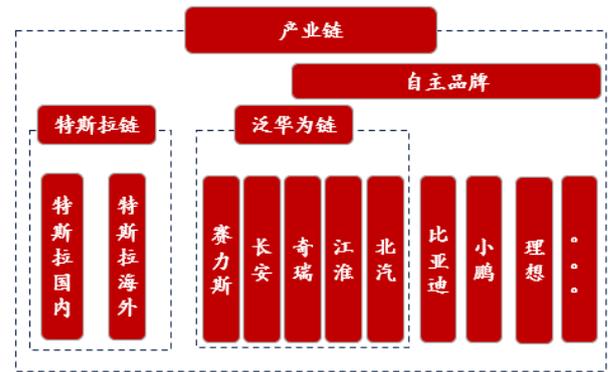
而对于产业链，**特斯拉产业链**随着未来新车型的推出和海外产能扩张，仍然有较强的增长空间。同时重视国内自主品牌崛起带来的产业链机遇，尤其是由华为技术创新驱动的**泛华为链**主机厂、及已有先发优势的**比亚迪和理想、小鹏**等产业链。

图表81：汽车零部件主要赛道



资料来源：国联证券研究所

图表82：汽车零部件主要产业链



资料来源：国联证券研究所

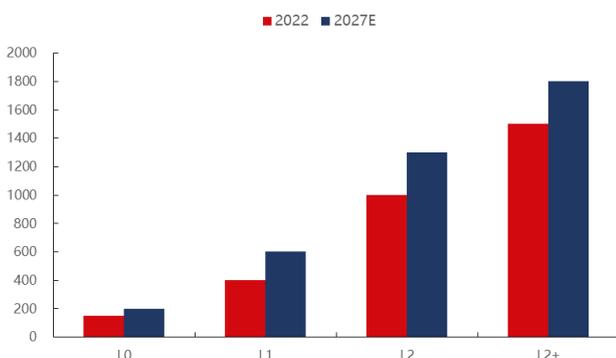
3.3 智能化趋势催生高成长赛道

如前文所言，汽车智能化渗透率不断提升。由此带来车内数据体量的提升，数据传输和数据表达等方向零部件有望受益，对应的方向分别为高频高速连接器、汽车智慧光源（HUD、智慧大灯、光场屏）等零部件环节。

高阶智驾与座舱共振，高速连接器单车价值量提升。受益于新能源渗透率快速提升，汽车连接器市场规模在过去三年实现快速增长。我们认为，智能化有望成为汽车高速连接器需求增长的新驱动力，受益于高阶智驾功能加速渗透、座舱交互硬件数量的稳步增长以及 EEA 向域集中式升级，预计单车高速连接器价值量有望大幅提升。

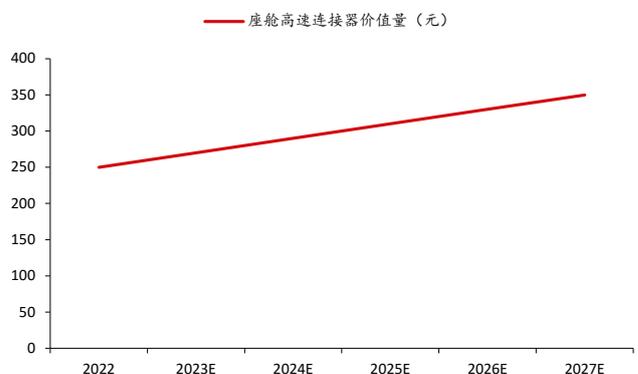
智能驾驶来看，预计 2027 年 L0/L1/L2/L2+级智驾高速连接器价值量分别为 200/600/1300/1800 元，较 2022 年分别提升 50/200/300/300 元；智能座舱来看，受益于光场屏、HUD、3D-ToF 等新交互硬件的应用，有望带动单车价值量的提升，预计 2027 年座舱高速连接器价值量有望达到 350 元，较 2022 年提升明显。

图表83：国内智能驾驶高速连接器单车价值量提升（元）



资料来源：高工智能汽车，国联证券研究所预测

图表84：2022-2027 年国内汽车座舱高速连接器价值量

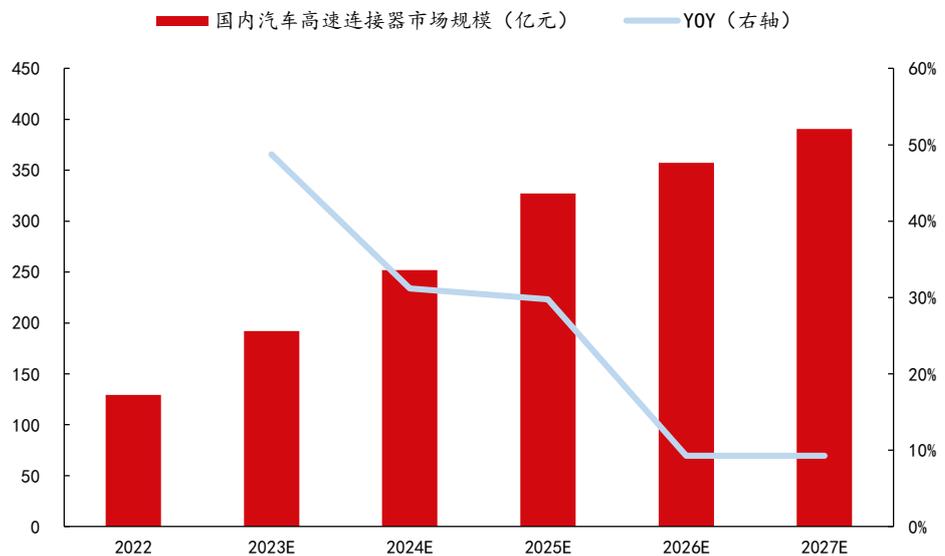


资料来源：Wind，高工智能汽车，MarkLines，国联证券研究所预测

国内汽车高速连接器行业规模保持快速增长。整体来看，预计 2027 年国内汽车高速连接器市场规模为 390.56 亿元，较 2022 年增长 202%，2022-2027 年复合增

速为 24.8%，国内汽车高速连接器市场规模有望快速增长。

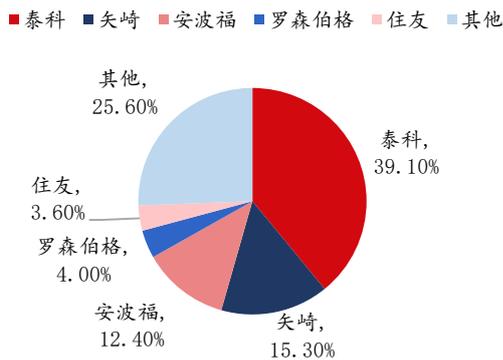
图表85：2022-2027年国内汽车高速连接器市场规模



资料来源：Wind，高工智能汽车，MarkLines，国联证券研究所预测

国产替代铸就优质竞争格局。汽车连接器可靠性要求高，外资占据大部分市场份额。外资如泰科、安费诺、安波福、罗森伯格等在汽车领域布局早，产品种类齐全且经过可靠性验证，占据大部分市场份额。故该赛道拥有很大的国产替代空间，国产高频高速连接器厂商有望借助行业高成长和国产替代红利迎来高速增长。

图表86：2019年全球汽车连接器市场份额



资料来源：中商产业研究院，Bishop&Associates，国联证券研究所

图表87：全球汽车连接器厂商基本信息

名称	成立时间	汽车连接器布局	22年营收 (亿美元)
罗森伯格	1958	涵盖汽车高速连接器、线缆组件、高压连接器和磁性连接器	16.41
安波福	1999	涵盖汽车高速连接器、线缆组件、高压连接器	42.37
泰科	1960	涵盖汽车高速连接器、线缆组件、高压连接器	125.22
莫仕	1938	涵盖汽车高速连接器、线缆组件、高压连接器	51.61

资料来源：各公司官网，线束世界，国联证券研究所
注：2022年营业收入指该公司在连接器业务的收入

智能化水平提升，光源应用逐步丰富。光源在汽车的使用最早大规模运用于车灯上，随着汽车电子技术进步，车载屏幕出现，光源应用场景进一步丰富。智能座舱时代，车载光源技术也有了新的应用，例如氛围灯、HUD、车载投影灯。我们认为在智能化加速的背景下，汽车有望进入智慧光源时代。光源持续升级背景下，车端应用已经不断丰富。我们认为，应重视车端智慧光源时代带来的投资机会，建议重点关注HUD、智慧大灯、光场屏等细分产品。

智慧光源未来三年有望保持快速增长。我们对国内 HUD、前大灯和光场屏市场规模进行测算，预计 2027 年市场规模有望分别达到 125.56/617.45/64.70 亿元，HUD 及前大灯 2022-2027 年复合增速分别为 47%/17%，光场屏 2024-2027 年复合增速为 195%。

细分环节来看，2027 年国内 AR-HUD、矩阵 LED+ADB+DLP 前大灯市场规模有望分别达到 87.08/509.57 亿元，2022-2027 年复合增速分别为 112%/38%，市场规模复合增速远超行业整体，为细分环节优质零部件企业打开新成长空间。

图表88：2021-2027 年国内光场屏/HUD/前大灯/高速连接器市场规模（亿元）

产品	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	22-27 年 CAGR
光场屏				2.51	13.68	34.49	64.70	195.54%
HUD	14.16	18.28	26.25	46.39	80.75	102.68	125.56	47.02%
其中：AR-HUD	0.94	2.02	4.53	16.86	46.77	66.52	87.08	112.28%
前大灯	221.35	279.26	322.63	363.81	419.99	502.75	617.45	17.20%
其中：矩阵 LED+ADB+DLP	51.40	101.06	145.65	198.25	269.45	368.92	509.57	38.21%

资料来源：MarkLines，高工智能汽车，佐思汽研，国联证券研究所预测
注：光场屏预计 2024 年实现产业化，最后一列表示 2024-2027 年复合增速

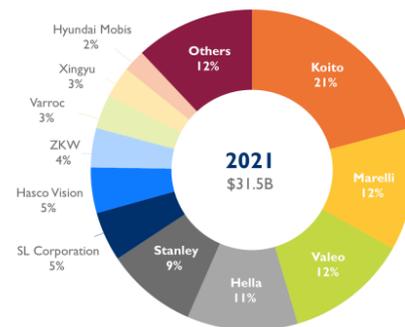
从格局来看，头部企业占据主要全球市场份额。2021 年，全球汽车照明市场中 66% 的市场份额集中在前五家企业手中：小糸制作所、马瑞利、法雷奥、海拉以及斯坦雷，市场集中度较高。

图表89：2021-2027 年全球汽车照明市场空间



资料来源：Yole，国联证券研究所

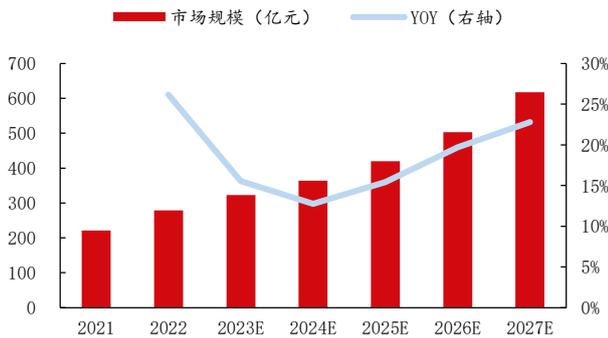
图表90：2021 年全球汽车照明市场竞争格局



资料来源：Yole，国联证券研究所

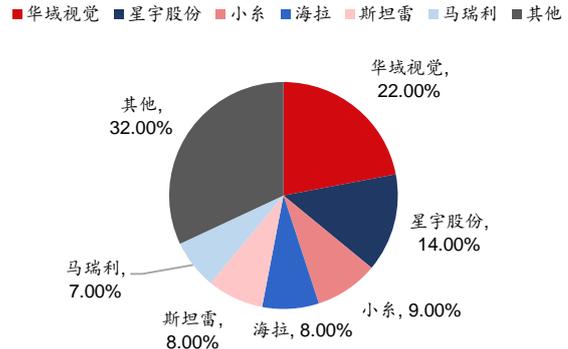
国内汽车车灯格局与全球类似，2022 年国内市场份额前四为华域视觉、星宇股份、小糸和海拉，CR4 超过 50%。国产汽零公司凭借快速响应及出色的产品取得领先份额优势，在车灯升级的大背景下，华域和星宇已经在 DLP 等方向积极布局，其中星宇 DLP 车灯在 2023 年底量产，有望持续提升市场份额，巩固行业地位。

图表91: 2021-2027年国内前大灯市场空间(亿元)



资料来源: 佐思汽研, 国联证券研究所预测

图表92: 2022年国内车灯竞争格局

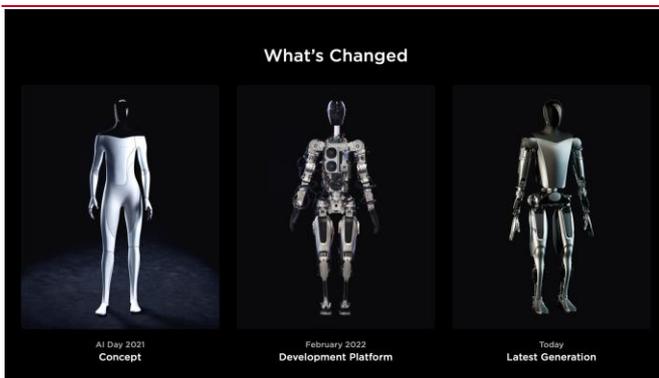


资料来源: 盖世汽车, 国联证券研究所

3.4 人形机器人产业化进程加速

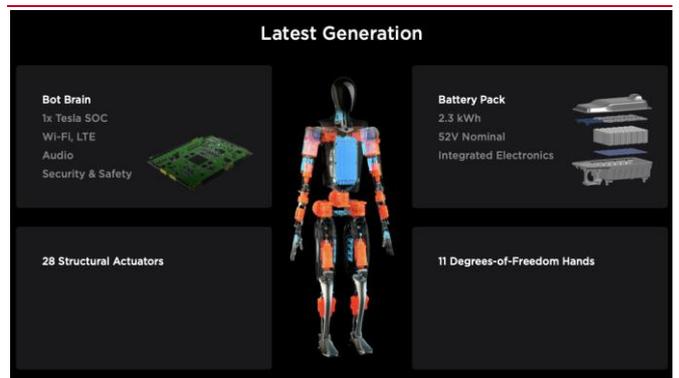
特斯拉入局加速人形机器人发展。马斯克在股东大会上提到特斯拉已经打通 FSD 与 Optimus 的底层模块, 实现算法复用, 通过摄像头识别周围环境并获取数据, 优化机器人的探索与记忆能力。我们认为 FSD 能够为 Optimus 的持续优化进行赋能, 推动 Optimus 产业化进一步加速。

图表93: Tesla 机器人正从概念到逐步落地



资料来源: Tesla, 国联证券研究所

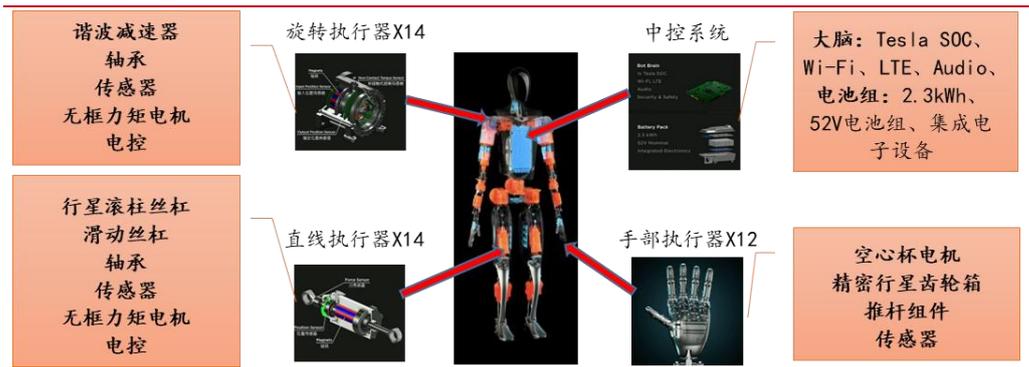
图表94: Tesla Optimus 核心技术细节



资料来源: Tesla, 国联证券研究所

人形机器人核心零部件包括芯片&系统、旋转/直线执行器、灵巧手、电池组等。特斯拉 Optimus 体重 73kg, 全身超 200 个自由度, 其中全身 28 个“关节”、手部各 11 个自由度, 用电功率静坐时 100W, 行走时 500W。1) 旋转执行器: 核心零部件包括谐波减速器、无框力矩电机、传感器等; 2) 直线执行器: 核心零部件包括行星滚柱丝杠、无框力矩电机、传感器等; 3) 灵巧手: 每只手 5 个手指、6 个执行器、11 个自由度, 核心零部件包含空心杯电机、精密行星齿轮箱等; 4) 芯片&系统: 特斯拉 SOC 芯片、FSD 系统等。

图表95：特斯拉 Optimus 核心零部件拆分



资料来源：Tesla，国联证券研究所

从各零部件来看：1) 执行机构：系统集成能力为技术难点，汽车热管理及线控制动供应商具有较好研发基础；2) 行星滚柱丝杠：滚珠丝杠在汽车中制动、转向及驻车系统应用较多，轴承类精密制造企业具有相关技术储备，随市场应用增加本土企业有望突破；3) 谐波减速器：新能源对动力系统转速、静谧性要求更高，因此对齿轮设计和制造精度要求提升。本土企业技术突破产品性能迎头赶上，加之成本优势显著，中国品牌谐波减速器市场份额正在提升；4) 无框力矩电机：体积小效率高，汽车微电机企业相关技术储备深厚；5) 传感器：融合感知实现行为精准控制，车端软硬件通用性高，国内 IMU 模块企业积极渗透，未来有望实现突破。

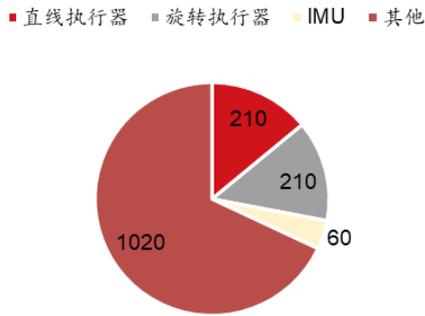
图表96：人形机器人零部件各环节相关汽车零部件企业梳理

环节	与汽车行业类似零部件	共通能力	汽车零部件相关企业
执行机构	汽车驱动、线控制动、热管理	系统集成能力	拓普集团
行星滚柱丝杠	滚珠丝杠	精密制造能力	拓普集团、贝斯特
谐波减速器	减速器、变速箱	精密制造能力 齿形设计能力	双环传动、蓝赛科技、精锻科技
无框力矩电机	汽车微电机	电控能力	德昌电机、拓普集团、恒帅股份
传感器	车用传感器、IMU 模块	MEMES 传感器、总成	华测导航、华依科技

资料来源：国联证券研究所

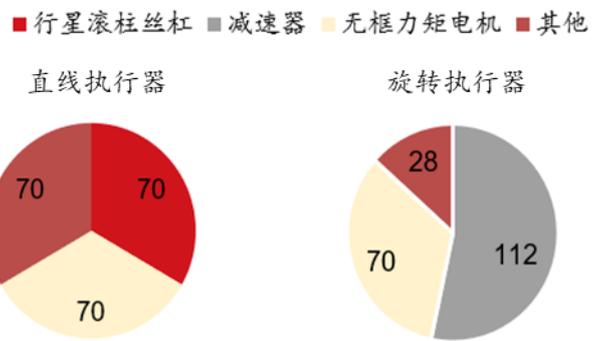
人形机器人是广阔大蓝海，将为相关零部件公司打开全新市场空间。人形机器人可以模拟人类的各种行动，一定程度上代替目前劳动者的工作，据 Goldman Sachs Research，人形机器人 2035 年销量有望达百万台，以单机售价 15 万元测算，远期市场规模可达 1500 亿元，其中行星滚柱丝杠、IMU 模块市场空间有望超 50 亿元，谐波减速器、无框力矩电机市场空间有望超 100 亿元。

图表97：人形机器人未来市场空间测算（亿元）



资料来源：Goldman Sachs Research, 国联证券研究所预测

图表98：执行器各部件未来市场空间测算（亿元）



资料来源：Goldman Sachs Research, 国联证券研究所预测

3.5 国内领先汽零出海打造第二曲线

在特斯拉的带动下，国内主要零部件企业在墨西哥实现产能布局与扩张，打开新的增长空间。2020年前，国内在墨西哥有布局的零部件企业较少，敏实集团为较早的一批，爱柯迪、三花智控、嵘泰股份也有所布局。2020年以来随着国内零部件企业综合竞争力提升明显，全球新能源替代加速，国内零部件出海逐步成为趋势，拓普集团、新泉股份、伯特利、旭升集团、文灿股份等头部企业近两年密集扩大墨西哥产能布局，以寻求新的发展机会。

图表99：国内主要汽零企业出海情况

公司	地区	出海情况
拓普集团	墨西哥	目前，公司墨西哥一期工厂正加快实施设备安装调试，有望在2024年投产。
	波兰	2023年11月，拓普海外团队持续奋斗，不到一年时间实现波兰热管理工厂的正式量产。
伯特利	墨西哥	墨西哥生产基地于2021年动工，年产能400万件轻量化零部件产品的一期项目已于2023年三季度末投产，拟加大墨西哥生产基地产能的二期项目扩建工作，预计2024年底投产。
爱柯迪	墨西哥	公司墨西哥一期生产基地2023年2季度正式投产；公司拟向特定对象发行股票募集资金不超过12亿元，用于建设墨西哥新能源汽车结构件及三电系统零部件生产基地募投项目。
	匈牙利	2024年1月2日晚间公告，公司拟通过成立子公司的方式最终投资建设匈牙利生产基地，预计总投资额不超过8600万欧元。
旭升集团	墨西哥	2023年3月，旭升集团发布公告称，公司拟通过分别成立子公司、孙公司最终投资建设墨西哥生产基地，项目预计累计总投资额不超过2.76亿美元。
新泉股份	墨西哥、美国、斯洛伐克、马来西亚	公司已在马来西亚和墨西哥投资设立公司并建立生产基地，并在美国、斯洛伐克设立子公司，培育东南亚、北美和欧洲市场并推动公司业务辐射至全球。
敏实集团	墨西哥	2024年3月，敏实集团宣布，将投资1.735亿美元在墨西哥阿瓜斯卡连特斯建设两座新工厂，包括一家生产电动汽车电池铝壳的工厂和一家汽车零部件喷涂工艺的工厂。
均胜电子	墨西哥	均胜电子在德国、罗马尼亚、匈牙利和波兰等地设有多个智能工厂，构建了业内领先的智能制造体系，能满足全球车企在欧洲地区的汽车智能化、新能源化升级需求，
福耀玻璃	美国	2023年2月8日，福耀玻璃发布公告，公司董事局同意公司对全资子公司福耀美国增加投资6.5亿美元。

松原股份	马来西亚	2024年5月27日，松原股份发布公告，公司拟通过新加坡或海南自贸港设立子公司，在马来西亚建立年产50万套的安全系统总成生产基地，预计2025年下半年量产。
嵘泰股份	泰国	2024年4月嵘泰股份公布，公司和公司子公司扬州嵘泰贸易有限公司拟共同在泰国设立公司并投资建设生产基地，计划投资金额不超过人民币4亿元。
	墨西哥	2021年IPO项目向墨西哥汽车轻量化铝合金零件扩产项目投资2.23亿元，已于2023年1月结项。2022年8月发行可转债，计划向墨西哥汽车精密铝合金铸件二期扩产项目投资2.71亿元，预计2024年投产，2026年全部达产。
森麒麟	摩洛哥	公司计划在摩洛哥建设1200万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目。2024年6月，森麒麟摩洛哥工厂成型车间等均已完成封顶，部分地面开始进行混凝土浇筑。
玲珑轮胎	塞尔维亚	玲珑国际（欧洲）有限公司（以下简称欧洲玲珑）位于塞尔维亚兹雷尼亚宁，项目契合“一带一路”倡议，是中国轮胎首个欧洲工厂项目，同时也是玲珑建设的第2个海外生产基地。项目总投资9.9亿美元，规划1200万条乘用车轮胎、160万条卡客车轮胎和22万条非公路胎。
银轮股份	墨西哥、波兰	2022年公司向上海银轮投资增资1.1亿元人民币，主要用于波兰生产基地建设2023年，公司海外建设全面提速，北美墨西哥工厂、欧洲波兰新工厂、美国莫顿后处理工厂均实现批产交付。其中，墨西哥一期工厂于2023年四季度实现扭亏为盈。当前，墨西哥二期厂房已在建设及产线布置中，预计2024年批产。
凌云股份	墨西哥	凌云股份在墨西哥设立两个子公司，全面开发北美市场，一是墨西哥WAM，主要生产汽车轻量化安全结构部件；二是墨西哥亚大，主要生产汽车管路系统。
赛轮轮胎	印尼	3月12日，公司发布对外投资公告，拟投资25144万美元（约合人民币18亿元），投建印度尼西亚工厂。规划年产能为360万条子午线轮胎，以及3.7万吨非公路轮胎。
文灿股份	墨西哥、匈牙利	公司通过外延并购整合，在国外已形成了覆盖法国、匈牙利、墨西哥、塞尔维亚等多个国家的全球化生产布局，目前墨西哥圣米格尔工厂已导入高压铸造产线并投入运营。此外，公司计划2024年择机在百炼集团匈牙利工厂导入超大型一体化高压铸造产线。
岱美股份	墨西哥	2018年公司收购Motus后获得法国生产基地，并扩建墨西哥工厂产能，为美国客户配套遮阳板、头枕及顶棚产品。公司目前主要产能布局于中国、墨西哥、法国，现有产能结构以遮阳板为主、顶棚为辅。
上声电子	墨西哥	2017年成立子公司墨西哥上声，从事车载扬声器系统生产、销售与服务，一号、二号产线分别于2018、2019年达到可使用状态。2022年上半年对墨西哥工厂进行生产线改进，并将新增低音炮、AVAS等产品生产线。2024年上声电子在墨西哥计划扩产，以满足北美客户的需求，并预计在2024年在Model Y中拿到100%份额。

资料来源：ifind，国联证券研究所

特斯拉产业链出海元年，有望进入利润收获期。我们认为，2024年是特斯拉产业链企业出海起量元年，随着特斯拉产业链海外工厂供货放量，规模效应释放，有望进入盈利期，未来有望借助海外工厂打造第二增长曲线。

4. 商用车：内需底部向上，出口保持增长，估值仍有提升空间

商用车板块经历周期下行，目前行业处于底部回升阶段。内需方面，经济缓慢复苏，库存略有增加，销量同比稳步提升，当前行业销量仍低于中枢水平，未来2-3年有望持续向上。出口保持平稳增长，中国车企渠道布局逐渐完善，产品力强，新兴市场增长有望对冲俄罗斯增量下滑，整体延续稳定增长。

4.1 周期位置：底部回升，行业趋势向上

重卡销量自 2021H2 下滑以来，2023H1 开始恢复向上，2024 年以来渠道库存有所上升。2023 年重卡批发销量为 91.1 万辆，同比增长 35.6%，行业销量触底反弹。2024 年 1-4 月重卡批发销量为 35.5 万辆，同比增长 9.3%，2024 年 1-4 月上牌销量为 20.0 万辆，同比下降 8.5%。库存方面，2024 年 1-4 月渠道库存累计增加 5.5 万辆。

图表100：重卡批发销量及同比增速



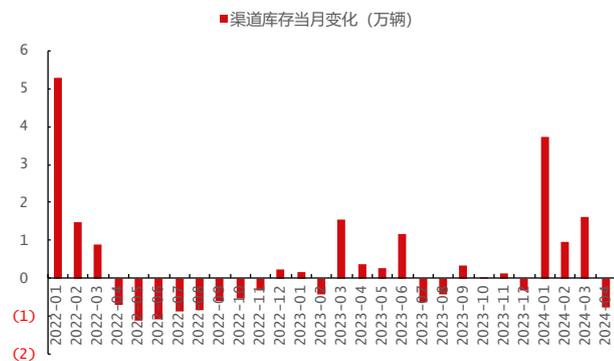
资料来源：中汽协，国联证券研究所

图表101：重卡上牌销量及同比增速



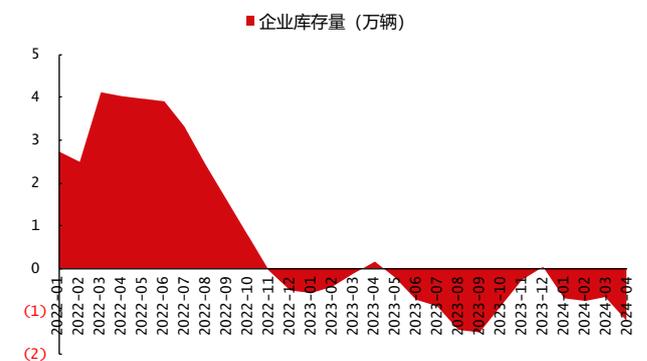
资料来源：中保信，国联证券研究所

图表102：渠道库存当月变化



资料来源：中汽协，中保信，国联证券研究所

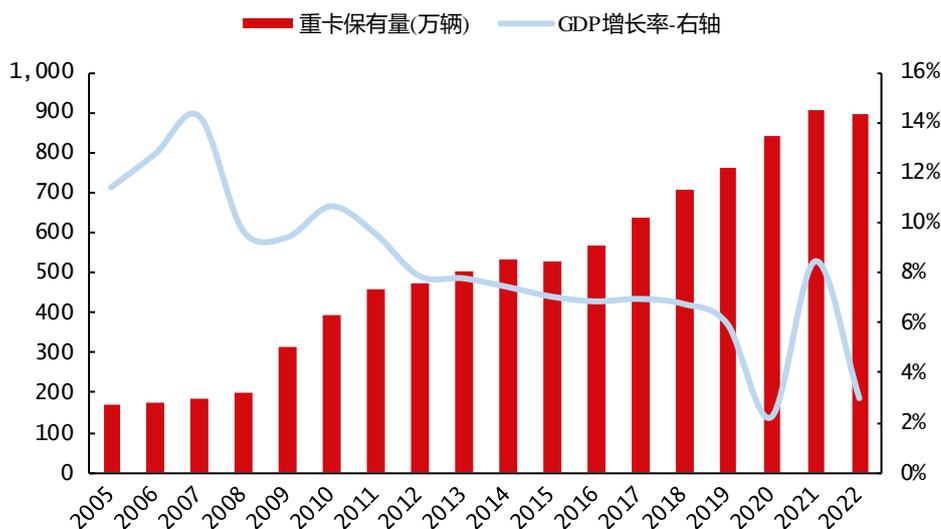
图表103：企业库存下降



资料来源：中汽协，国联证券研究所

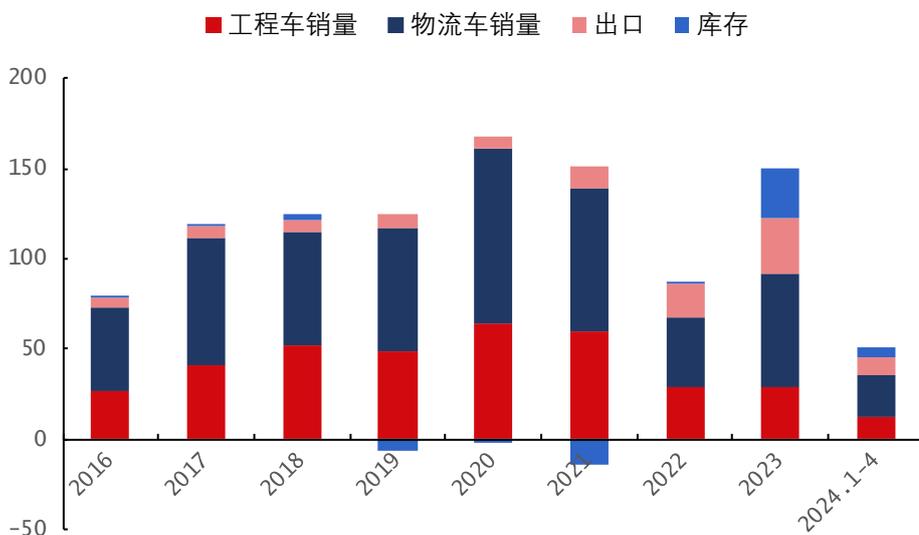
重卡保有量 2022 年已提升至 894 万辆以上，预计 2023 年国内销量中枢提升至 82 万辆。从保有量水平看，经过 2016 年以来持续收缩运力提升保有量，2022 年已经达到 894 万辆，以 5-8 年更换周期算，国内市场销量的运行区间在 51-112 万辆。因为排放标准切换，受前期需求透支影响，2022 年国内上牌销量仅为 47.9 万辆。2023 年国内市场重卡销量进入上行周期，全年实现销量约 61.3 万辆，虽然相较 2022 年有较大幅度的提升，但目前仍低于区间下限。

图表104：中国重卡保有量跟随经济增长



资料来源：ifind，国家统计局，国联证券研究所

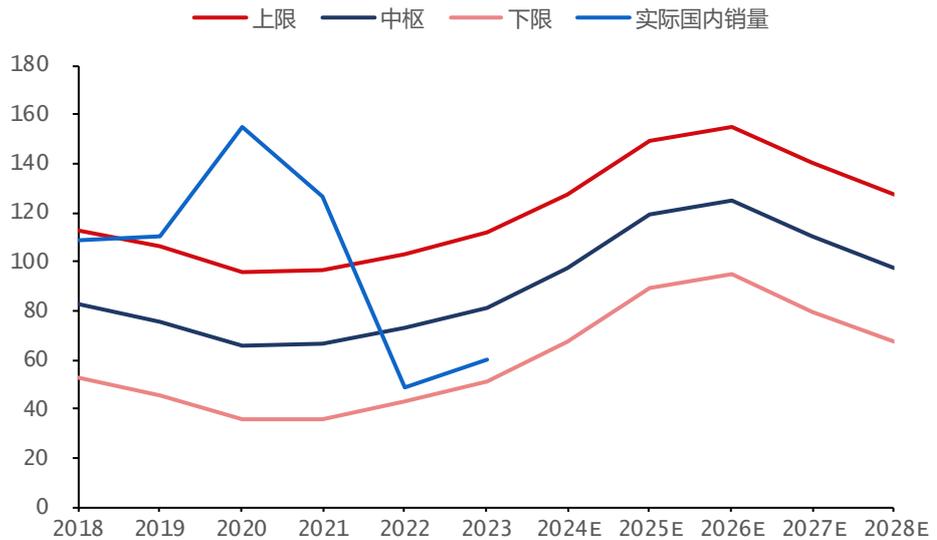
图表105：行业销量结构情况（万辆）



资料来源：中保信，中汽协，交强险，国联证券研究所

从国内的报废更新需求水平来看，重卡的更换周期一般在 5-8 年。根据历史销量测算，2024 年国内重卡的报废更新需求区间为 67-128 万辆，随宏观经济预期上下浮动。2020-2021 年，国六排放标准升级影响，提前透支部分重卡终端需求。2022/2023 年国内销量（零售口径）仅为 49/60 万辆，属于销量中枢区间的下限。当前宏观经济趋于稳定，随着对经济复苏的预期不断增强，2024 年国内重卡销量有望向销量中枢靠拢。

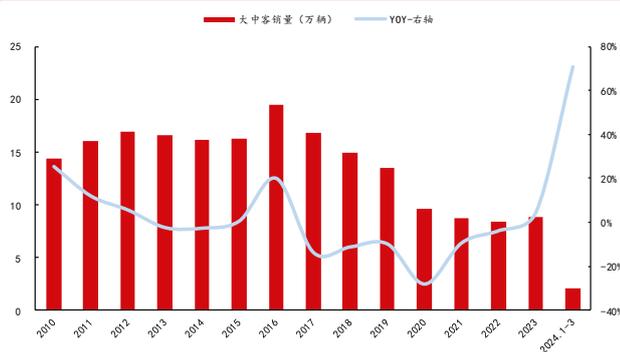
图表106：受疫情冲击 2022 年以来国内重卡销量落入销量中枢下限（单位：万辆）



资料来源：中保信，Wind，国家统计局，中国汽车工业协会，国联证券研究所

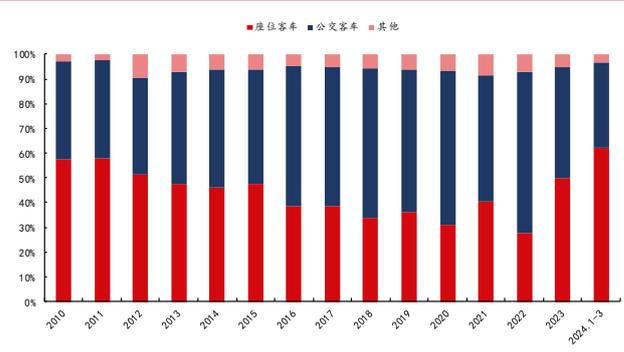
客车方面，历经六年下滑恢复正增长。2016 年以前，大中客（7 米以上）年销量总体上维持在 16 万辆的水平；受新能源客车补贴政策推动，2016 年中大客销量达到 19.5 万辆，创历史新高；2017 年以来连续六年下滑。2023 年中大客销量为 8.8 万辆，同比增长 4.4%。2023 年受益国内旅游逐步恢复，座位客车销量 4.4 万辆，同比增长 86.9%。2022 年受新能源补贴政策到期影响，透支部分公交客车销量，2023 年公交客车销量为 4.0 万辆，同比下滑 27.7%。

图表107：历年大中客销量及增速



资料来源：中客网，国联证券研究所

图表108：不同种类客车销量占比



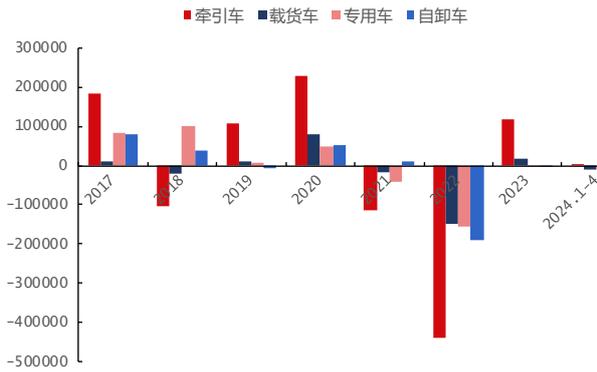
资料来源：中客网，国联证券研究所

4.2 增长点：出口和天然气打开空间

2023 年主要增长点在于物流运输增长，尤其是天然气卡车贡献。2016-2017 年：2016 年超限超载治理和 GB1589 新规实施后，物流车单车运力平均下降 20%左右，因此 2017 年主要增量来自于牵引车。随着供给逐步到位，供需关系逐渐平衡。2018 年：治超告一段落，牵引和载货负增长，专用（以工程为主）和自卸支撑了增量；2019-

2020年：牵引车再度发力，且与经济增速相悖，考虑有提前更换，即透支影响，包括环保和国五升国六；2021年起，重卡终端销量下滑，2021年减少了16.0万辆，其中牵引车减少了11.5万辆；2022年累计减少了93.4万辆，牵引车累计减少了44.1万辆。2023年随着疫情放开，物流运输需求率先恢复，叠加天然气价格不断下探，牵引车增加11.9万辆，其中11.2万增量来自于天然气重卡。

图表109：重卡各类车型年销量变化值（辆）



资料来源：中保信，国联证券研究所

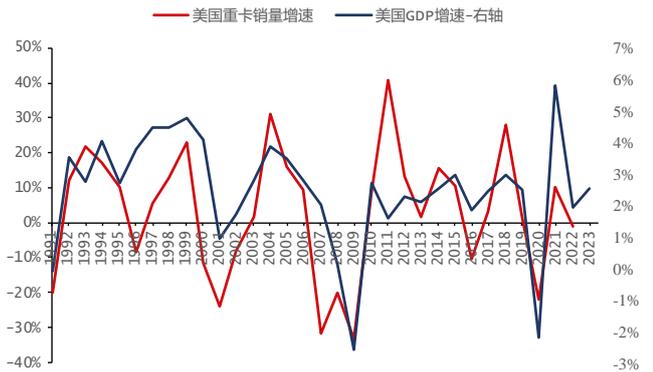
图表110：2023年牵引车增量主要由天然气贡献（万辆）



资料来源：中保信，国联证券研究所

一方面，从海外成熟市场来看，重卡销量增速和经济增长高度挂钩，存在一定的波动性，因此经济恢复，重卡销量有望向上。

图表111：美国重卡跟随经济波动



资料来源：ifind，国联证券研究所

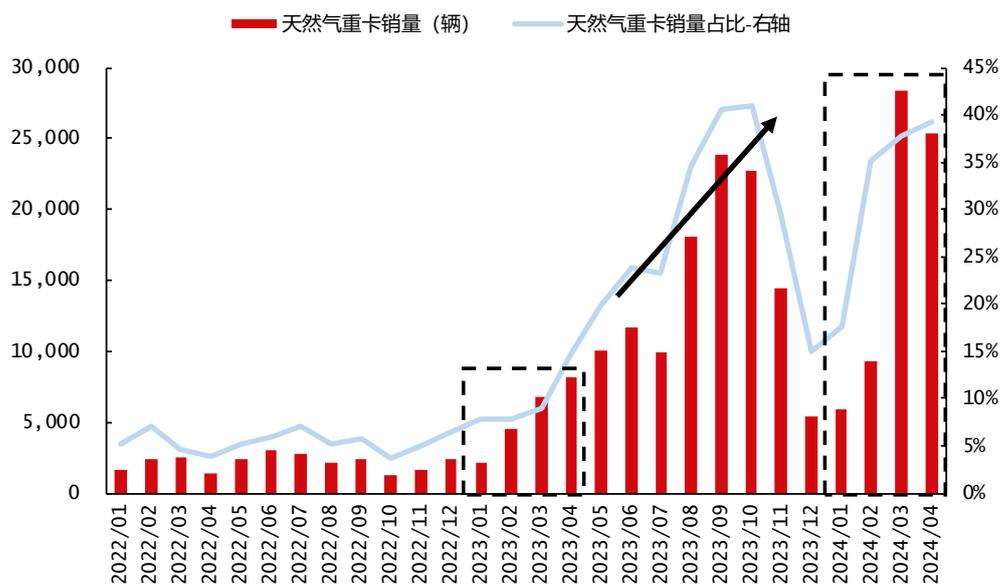
图表112：德国重卡跟随经济波动



资料来源：ifind，国联证券研究所

另一方面，2024年油气价差有望继续保持低位，带动天然气重卡增长。2023年天然气重卡销量创历史新高，天然气重卡销量达13.8万辆，同比增长430.9%，其中8-10月占国内销量比例达到30%以上。2024年1-4月，天然气价格保持低位，支撑天然气重卡延续增长趋势，实现销量6.9万辆，同比增长218.9%。

图表113：2024年天然气重卡销量保持高增长



资料来源：ifind，国联证券研究所

2023年天然气货车旺销原因主要是油气价差扩大带来经济性。2023年3月以来油气价差持续高于3000元/吨，其中7-9月份油气价差突破4000元/吨，超过2016年以来的最高值3667元/吨。油气价差扩大意味使用天然气运营成本更低，过去油气价差上下波动大，最低甚至为负，导致卡车司机对天然气卡车使用前景不明朗。进入2021年之后，油气价差的低位相较之前上了一个台阶，基本在1000元/吨以上，因此在2023年持续扩大的背景下，下游购买天然气重卡的意愿增强，且可持续性更高。

油气价差与天然气重卡渗透率有显著相关性。油气价差的新高一般领先于天然气重卡渗透率的提升，当油气价差超过2200元/吨，几乎都会刺激一轮天然气重卡渗透率的上涨行情。油气价差在高位保持的时间越久，对渗透率提升的刺激程度越高。从历史数据来看，油气价差大部分时间都在均值+1个标准差和-1个标准之间运行。从气价的需求和供给来看，未来长期需求将保持相对平稳，供给持续增长，有望抬高油气价差运行中枢，长期利好天然气重卡。

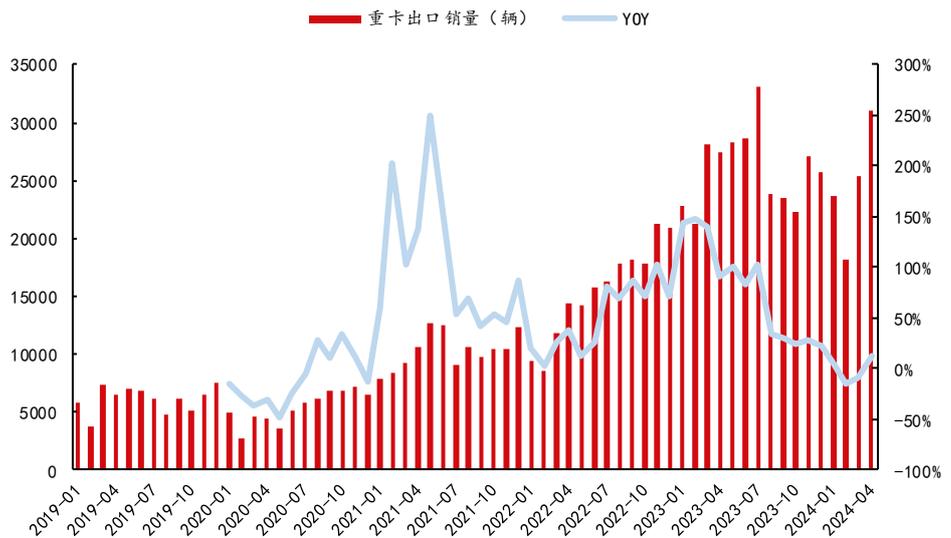
图表114：2019-2024年柴油、天然气价格情况



资料来源：ifind，国联证券研究所

出口需求持续强劲，中国企业竞争力提升，加速走向海外。众多海外国家在疫情后出台经济刺激政策，重卡需求增加，2021年起重卡出口进入高速增长阶段，2023年全年重卡出口31.2万辆，同比增长67.5%，单月出口量持续创新高。2024年1-4月出口9.8万辆，同比下降1.4%。

图表115：重卡出口快速增长

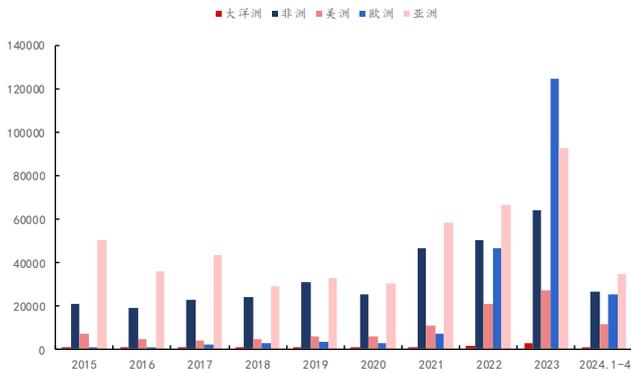


资料来源：ifind，国联证券研究所

分大洲来看，亚洲和欧洲为主，欧洲贡献主要增量。2023年出口量来看，亚洲和欧洲是最大的出口市场。亚洲出口销量9.3万辆，同比增长39.7%，占出口销量的

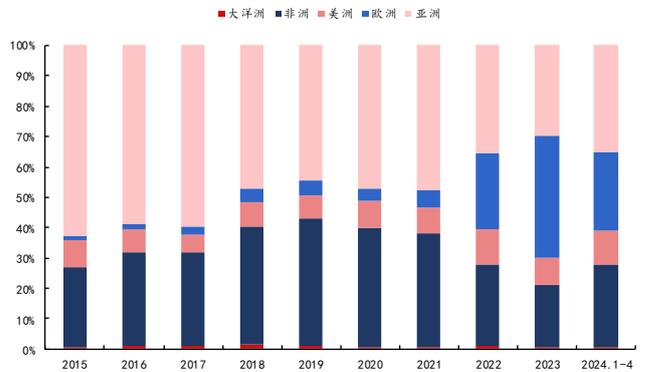
29.9%。欧洲市场出口销量12.5万辆，同比增长168.7%，占出口销量的40.1%。2024年1-4月美洲市场销量增长速度较快，销量为1.1万辆，同比增长52.4%，占出口总量的11.4%，同比增长4.0pct。

图表116：分大洲重卡出口销量（辆）



资料来源：Marklines，国联证券研究所

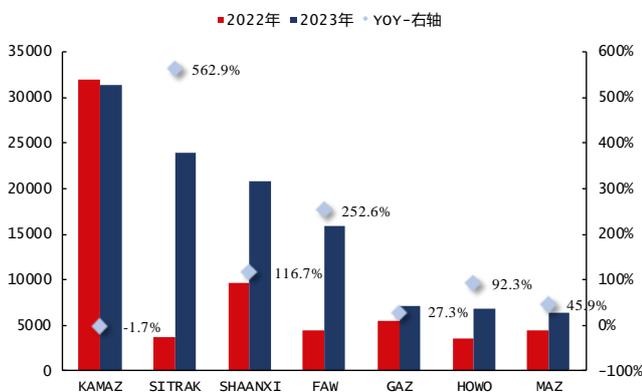
图表117：分大洲重卡出口销量结构



资料来源：Marklines，国联证券研究所

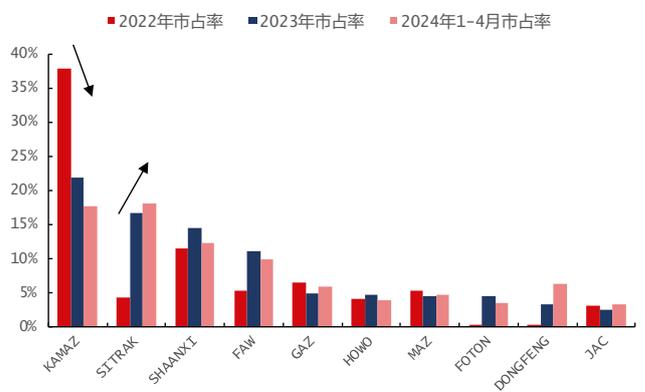
俄罗斯市场贡献2023年最大增量。受外部因素影响，欧美卡车品牌纷纷退出俄罗斯市场，中国品牌抓住机遇，迅速替代欧美品牌市场份额。2023年俄罗斯市场实现卡车销量14.4万辆，同比增长70.3%。分品牌来看，2023年俄罗斯市场的销量排前五的品牌为KAMAZ/SITRAK(中国重汽)/SHAANXI(陕重汽)/FAW(一汽解放)/GAZ，销量分别为3.1/2.4/2.1/1.58/0.7万辆，同比-1.7%/562.9%/116.7%/252.6%/27.3%，市占率分别为21.8%/16.6%/14.5%/11.0%/4.9%，同比-16.0/+12.4/+3.1/+5.7/-1.7pct。2024年1-4月俄罗斯实现卡车销量4.1万辆，同比增长6.2%，2024年俄罗斯卡车市场有望实现平稳增长。

图表118：2022-2023年俄罗斯分品牌销量及增速情况



资料来源：ifind，俄罗斯汽车市场观察，国联证券研究所

图表119：2022-2023年俄罗斯分品牌市占率



资料来源：ifind，俄罗斯汽车市场观察，国联证券研究所

客车方面，中国市场中座位客车恢复明显。座位客车2023年销量触底，2023年

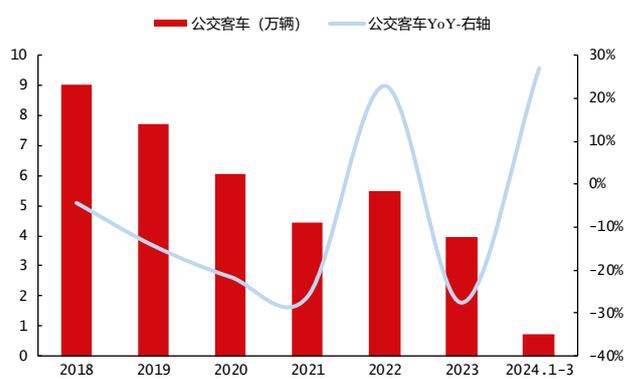
伴随旅游业的恢复销量逐步上行，2023 年座位客车销量 4.4 万辆，同比增长 86.9%。公交客车销量为 4.0 万辆，同比下滑 27.7%。2024 年 1-3 月座位客车延续高增长，实现销量 1.28 万，同比增长 60.0%；公交客车方面，2024 年有望触底反弹，1-3 月实现销量 0.70 万辆，同比增长 26.9%。

图表120：历年座位客车销量及增速



资料来源：中客网，国联证券研究所

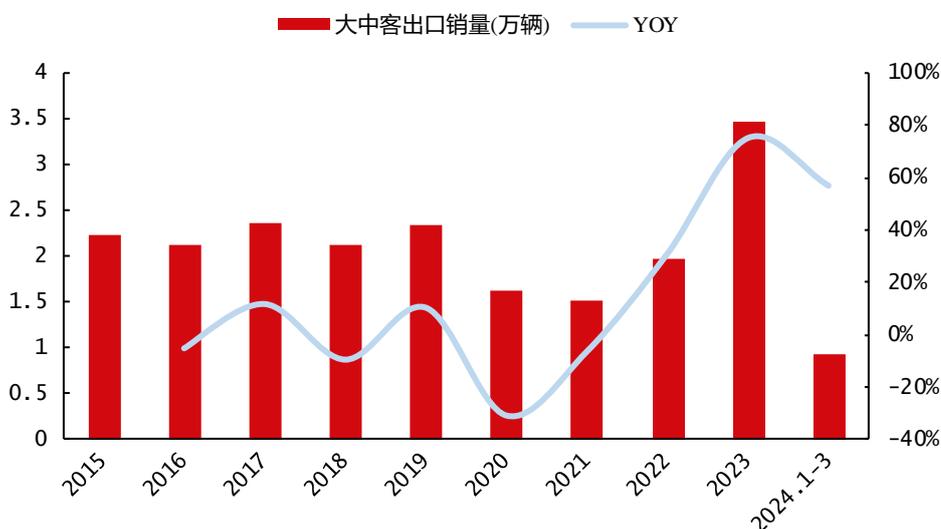
图表121：历年公交客车销量及增速



资料来源：中客网，国联证券研究所

出口来看，疫情前中国大中客出口销量约在 2.2 万台/年上下波动，疫情对出口影响明显，2021 年触底后向上。中国大中客出口可以分为两个阶段，2015-2019 年是疫情影响前的正常运行水平，约 2.2 万/年，2020 年受疫情影响下滑，出口销量 1.7 万辆，同比下滑 31.2%，2022 年逐步恢复。2023 年客车出口创历史新高，出口销量为 3.5 万辆，同比增长 75.5%。2024 年出口高增长有望延续，1-3 月大中客出口销量为 9292 辆，同比增长 57.1%。

图表122：中国大中客出口销量及增速



资料来源：海关总署，国联证券研究所

近年来欧洲客车新能源替代不断加速，宇通客车 2023 年电动客车市占率位于欧洲第三。根据欧洲汽车工业协会数据，2018-2023 年欧洲客车上牌量分别为 40194、43106、34694、34837、32658、39944 辆，其中柴油车占比最大并且上牌量逐年下滑，新能源替代趋势明显，上牌量分别为 3340、5940、7478、9813、9543、13466 辆，新能源渗透率从 2018 年的 8% 迅速上升至 2023 年的 34%。

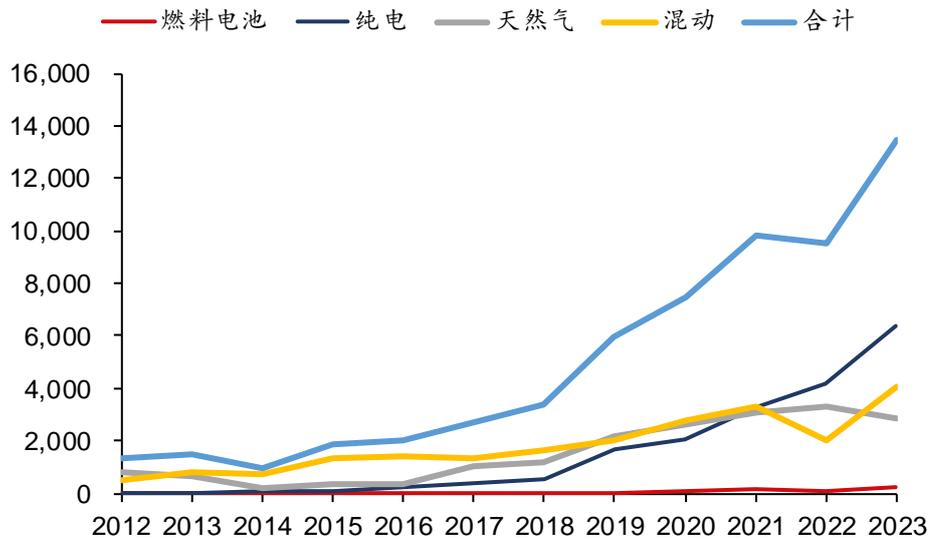
中国的新能源客车在经过最近 10 年国内的发展后，已经具备了很强的全球竞争力，宇通客车在欧洲的新能源客车市占率在 2022 年达到 11.5%，位列第一；2023 年市占率为 7.6%，仅次于 MAN 和 Solaris，位列第三。

图表 123：2021-2023 年欧洲电动客车分品牌销量及市场份额

	销量(辆)			市占率		
	2023 年	2022 年	2021 年	2023 年	2022 年	2021 年
MAN	785	230	134	12.40%	5.50%	4.10%
Solaris	725	342	390	11.40%	8.20%	11.90%
宇通	483	479	303	7.60%	11.50%	9.20%
Wrightbus	469	112	-	7.40%	2.70%	-
比亚迪-ADL	448	465	375	7.00%	11.20%	11.40%
梅赛德斯	446	405	333	7.00%	9.80%	10.10%
比亚迪	358	322	257	5.60%	7.80%	7.80%
Iveco BUS	356	347	274	5.60%	8.40%	8.30%
沃尔沃	345	232	211	5.40%	5.60%	6.40%
中通	249	-	-	3.90%	-	-
zonson	232	-	-	3.70%	-	-

资料来源：Sustainable Bus，国联证券研究所

图表124：欧洲新能源客车分动力类型销量(辆)



资料来源：Sustainable Bus，国联证券研究所

5. 投资建议

5.1 乘用车：优质自主持续成长，看好智驾技术领先的车企

2024 年汽车消费两大特征：1) 12 万以下低端市场、三线和四线城市及以下销量占比提升；2) 30 万以上高端市场占比提升。新能源汽车中加强了这两个特征。分车企的销量增速也可以佐证：2024 年销量排名靠前的车企包括奇瑞、吉利、长城、比亚迪，基本盘均为 10-20 万的车型。30 万以上的市场则受智驾驱动，问界、蔚小理等新势力实现高增长。我们认为智驾是下一核心竞争要素，技术领先+销量兑现的车企有望脱颖而出。推荐比亚迪、吉利汽车、长安汽车、理想汽车、小鹏汽车等。

5.2 零部件：短期弱势且不改长期成长

2024 年初以来，汽车零部件子行业走弱并跑输汽车行业，市场主要担忧四点：年降、大客户销量低预期、原材料涨价、汇率波动，但是估值已处于过去 3 年低位。长期来看，技术创新带来新的细分市场成长，出海打开长期空间。赛道方面，除电动和科技化之外，智能化赛道重点推荐高速连接器和智慧光源，远期看好机器人产业链。出口方面，当前国内优质零部件公司纷纷在海外建厂，2025 年之后有望随大客户放量，打开海外空间。推荐电连技术、伯特利、保隆科技、星宇股份、华阳集团、经纬恒润、德赛西威、科博达、继峰股份、拓普集团、新泉股份、银轮股份、凌云股份、华域汽车、福耀玻璃、森麒麟。

5.3 商用车：重卡行业 ROE 上行带动估值修复，客车龙头估值切换

重卡行业，工程机械类公司盈利波动较大，我们认为 PB-ROE 框架较为适用。在 PB-ROE 框架下，ROE 上行期往往伴随 PB 的快速提升。行业龙头公司潍柴动力、中国重汽等估值仍低于中枢，处于历史 25%-30%分位。鉴于 2024 年重卡行业销量复苏态势延续，出口+天然气占比提升带动盈利结构改善，ROE 有望继续提升。**推荐中国重汽、潍柴动力。**

客车行业，竞争格局集中、未来资本开支少，龙头公司自由现金流长期优于净利润，且历史分红记录良好，分红意愿高，高分红政策有望延续，因此我们认为这类型公司适合通过股息率法进行估值。鉴于 2024 年国内旅游客运等市场需求恢复，叠加海外新能源客车需求增长，业绩有望向上，分红比例再提升。**推荐宇通客车。**

图表125：主要公司盈利预测表

股票 代码	证券 简称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE (X)			CAGR- 3 (%)	评级
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
002594.SZ	比亚迪	6,731.79	389.44	505.94	633.34	17.29	13.31	10.63	28.2%	买入
0175.HK	吉利汽车	740.11	76.73	116.21	140.91	9.65	6.37	5.25	38.5%	买入
000625.SZ	长安汽车	1,176.00	96.02	125.17	156.81	12.25	9.40	7.50	11.5%	买入
2015.HK	理想汽车-W	1,425.56	108.11	178.63	292.46	13.19	7.98	4.87	48.5%	买入
9868.HK	小鹏汽车-W	493.99	-56.923	-7.17	29.32	-	-	16.85	-	买入
603596.SH	伯特利	228.97	11.84	15.84	20.57	19.34	14.46	11.13	32.1%	买入
600480.SH	凌云股份	98.66	7.35	9.02	10.57	13.42	10.94	9.33	18.7%	买入
601799.SH	星宇股份	353.70	15.45	19.87	24.79	22.89	17.80	14.27	31.0%	买入
300679.SZ	电连技术	171.02	6.42	8.28	10.36	26.64	20.66	16.51	42.7%	买入
603179.SH	新泉股份	212.95	11.06	14.79	18.77	19.25	14.40	11.35	32.6%	买入
002126.SZ	银轮股份*	150.26	8.46	11.26	13.96	17.76	13.35	10.76	31.6%	买入
603197.SH	保隆科技*	74.96	5.06	6.74	8.42	14.81	11.13	8.91	30.5%	买入
002906.SZ	华阳集团*	144.48	6.37	8.32	10.53	22.68	17.36	13.72	31.3%	买入
688326.SH	经纬恒润	74.24	0.66	2.74	4.40	112.38	27.11	16.87	-	买入
002920.SZ	德赛西威	561.94	21.11	27.28	33.77	26.62	20.60	16.64	29.7%	买入
603786.SH	科博达*	273.60	8.7614	11.28	13.97	31.23	24.26	19.59	31.9%	买入
603997.SH	继峰股份	139.52	5.74	9.60	14.34	24.31	14.53	9.73	91.6%	买入
601689.SH	拓普集团	685.81	28.39	38.44	51.06	24.16	17.84	13.43	33.4%	买入
600741.SH	华域汽车*	504.75	76.17	81.69	87.59	6.63	6.18	5.76	6.7%	买入
600660.SH	福耀玻璃	1,181.07	62.84	78.49	96.02	18.79	15.05	12.30	19.5%	买入
002984.SZ	森麒麟	259.99	22.33	27.50	33.67	11.64	9.45	7.72	35.0%	买入
000338.SZ	潍柴动力	1,336	115.39	139.16	156.20	11.58	9.60	8.55	20.1%	买入
000951.SZ	中国重汽	175.76	14.21	18.99	23.55	12.37	9.26	7.46	29.7%	买入
600066.SH	宇通客车	542.42	28.10	35.22	41.95	19.30	15.40	12.93	32.2%	买入

资料来源：ifind，国联证券研究所；股价取 XXXX 年 XX 月 XX 日收盘价

注：标*公司归母净利润取自 ifind 一致预期，其余公司盈利预测均来自国联汽车团队相关报告

6. 风险提示

1) **汽车销量不及预期风险**: 如果经济恢复不及预期, 消费者消费能力下降, 可能导致国内汽车销量下滑, 最终导致汽车零部件企业业绩下滑;

2) **原材料价格上行风险**: 汽车零部件企业处在行业中上游位置, 如果原材料价格处于高位, 将会压缩零部件企业的利润空间;

3) **行业空间测算偏差风险**: 市场空间测算是基于一些前提假设, 存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致市场空间测算结果偏差;

4) **汽车出口增速不及预期风险**: 汽车出口会受到海外政策、地缘因素等多种情况的影响, 外部因素恶化可能影响汽车出口增速。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼