

证券研究报告·行业深度

整车研究框架（二）：增量、电动化空间及格局

分析师：程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号：S1440520070001

SFC 编号：BQR089

分析师：陈怀山

chenhuai shan@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号：S1440521110006

分析师：陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-85156397

SAC 编号：S1440518060002

分析师：马博硕

maboshuo@csc.com.cn

010-85156397

SAC 编号：

S1440521050001

分析师：胡天贶

hutiankuang@csc.com.cn

010-85156397

SAC 编号：

S1440523070010

发布日期：2023年09月08日

核心观点

- 核心观点:

- 1、当前汽车需求虽仍受宏观环境压制，但降价增配、刺激政策等托底国内总量，出口强化韧性，预计9月进入消费旺季后，行业景气将回升；
- 2、国内售价20万元以上新能源乘用车是核心增量市场，新车供给加速下，规模化走量及高端化是车企降本增效主要手段，城市智驾是胜负手；
- 3、看好造车新势力及比亚迪受益高端市场扩容+替代BBA增量空间，关注传统自主品牌电动化转型拐点。

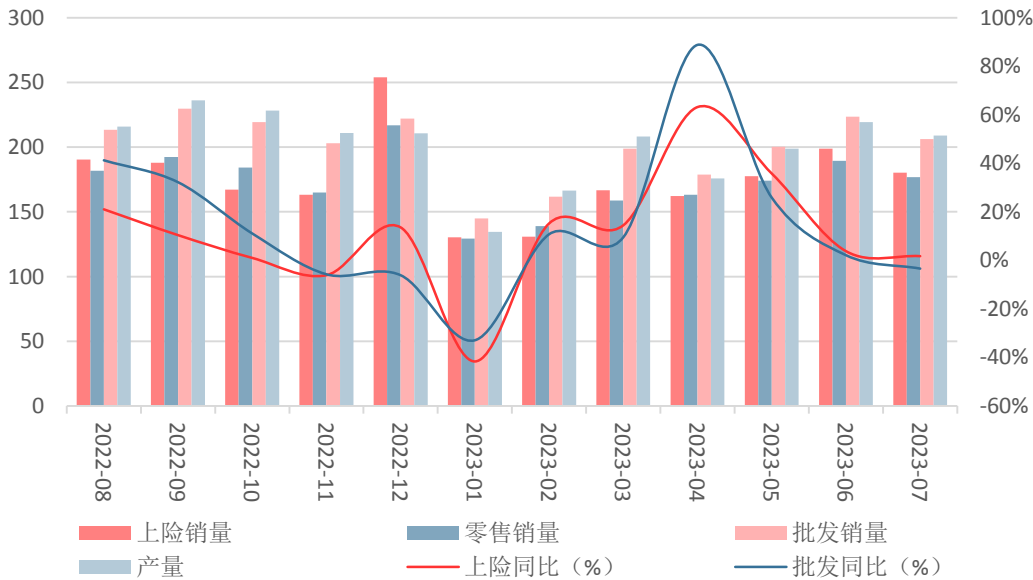
- 研究结论:

- 1、参照国家人均GDP目标、复盘海外国家保有量及销量，2035年中国汽车年销量有望达4千万辆，22-35年CAGR=3.2%；当前汽车需求仍受宏观环境压制，但降价增配、刺激政策等托底国内总量，出口强化韧性，预计23年乘用车产量2448万，同比+4.6%，其中出口335万辆，同比+32%。
- 2、国内乘用车需求已从首购转向增换购，消费结构K型分化，23年1-7月>20万元价格带零售量同比+18%；而新能源车贡献中高端市场增量，售价15-30万电动化率同比+11pct。当前EV销量增速边际放缓，电池降本及超充普及速度边际影响较大；插混降价增配加速渗透，预计2023年国内新能源乘用车产量为915万，同比+38%；25年有望达1445万辆，渗透率51%，CAGR 26%，其中>20万元价格带占比约44%，渗透率约61%。
- 3、智能电动化推动自主品牌市占率提升及高端化，比亚迪国内市占率跃居首位，新势力在高端市场起量，比亚迪、特斯拉及理想确立领先地位。23年新车供给加速、降价促销、盈利分化加大等现状将导致行业竞争加剧，特斯拉、小鹏、华为、理想等城市NOA覆盖场景及技术迭代加速。当前车企新车战略主要包括丰富产品矩阵、发力高端化、巩固规模优势等，降本增效及智驾是核心竞争要素，高端化及规模是战略方向。
- 4、高端市场扩容+替代BBA贡献增量空间，产品序列补齐及爆款打造+渠道完善是抓手。23年国内20万以上乘用车销量预计可达714万辆，同比+7.1%，其中新能源316万，同比+52%；22年BBA在中国销量合计192万辆，在>30万元价格带合计市占率稳定在五成。我们看好新势力发力高端市场，关注传统自主电动化拐点：1) 重点推荐理想汽车，公司正向循环持续强化，盈利向上弹性兑现，24年首款30万以下增程及4款纯电新车上市将贡献新增量空间，预计实现销量达60.6万辆，营收1950亿，净利润155亿元，对应PS 1.6倍、PE 20倍，维持“买入”评级。此外，建议关注蔚来/小鹏，当前困境反转预期强化，智驾领先优势夯实。2) 推荐比亚迪，公司作为全球新能源车龙头，确立技术、规模及成本领先后实现量利齐升，高端化及全球化贡献中长期成长空间；关注长安/长城/吉利等传统自主，2023年新车供给强劲，关注电动化转型拐点。

研究内容：自上而下聚焦增量、结构及格局

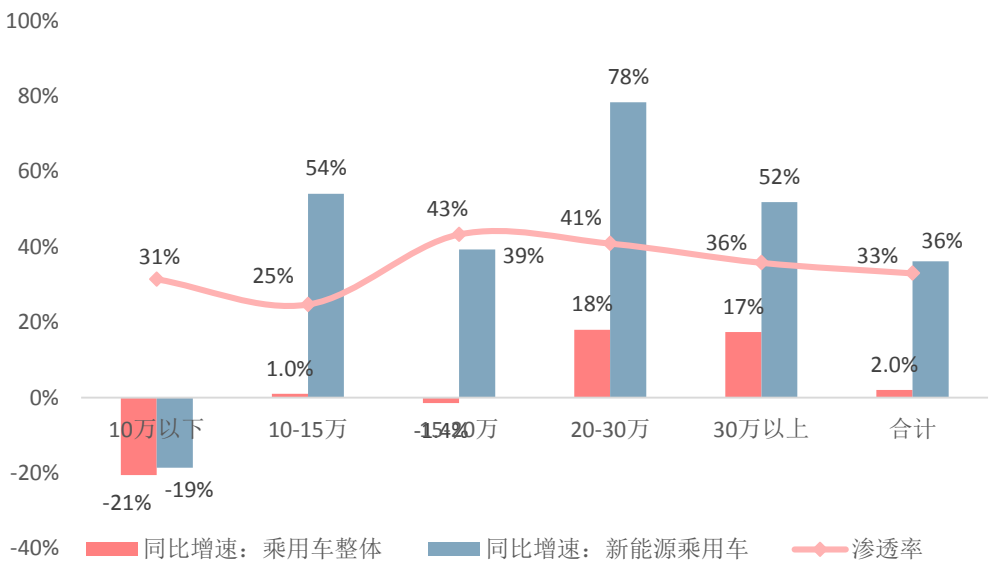
- 研究背景：
 - 总量维度，2023年至今国内乘用车市场景气波动较大，从Q1低景气低预期到Q2向上修复，当前主机厂降价促销又引发景气预期下修；顺周期视角下，应该如何把握汽车板块长期的增量空间以及中短期景气节奏？
 - 结构维度，当前国内新能源车渗透率已超过三成，分价格带及技术路线增速差异较大，未来电动化的主要增量市场及优质细分在哪里？
 - 格局维度，电动化是自主品牌崛起的最大助推器，比亚迪及特斯拉确立领先地位，新车加速供给下如何评估行业竞争要素？
 - 投资维度，2023年传统主机厂发力插混市场，新势力逐步从困境反转走向正向循环，当前时点如何测算两类车企销量空间及投资价值？

图：近一年国内乘用车月度产销量及同比增速（单位：万辆）



资料来源：交强险，乘联会，中信建投

图：2023年1-7月国内乘用车分价格零售销量增速及新能源渗透率



资料来源：乘联会，中汽协，中信建投

研究内容：2023/2025国内乘用车销售结构

		2021年	2022年	2023E	同比增速	渗透率	2025E		CAGR		渗透率或占比	
							中性保守	中性乐观	中性保守	中性乐观	中性保守	中性乐观
10万以下	BEV	98.8	128	80.0	-37%	29%	67	82	-8%	1%	27%	30%
	PHEV	0.0	0.0	10.0	激增	3.6%	12	19	12%	39%	5.0%	7.0%
	合计	98.8	128	90	-29%	33%	80	101	-5.9%	6%	32%	37%
10-15万	BEV	45.8	96.4	140	45%	22%	156	185	5%	15%	25%	27%
	PHEV	11.9	25.6	40	56%	6.2%	62	82	25%	43%	10%	12%
	REEV	0.0	1.2	2.0	65%	0.3%	3.1	10	25%	127%	0.5%	1.5%
	合计	57.7	123	182	48%	28%	221	278	10%	24%	36%	41%
15-20万	BEV	28.2	74.1	95	28%	24%	102	122	4%	13%	26%	28%
	PHEV	13.3	50.2	80	59%	21%	102	130	13%	28%	26%	30%
	REEV	0.0	2.0	12	505%	3.1%	32	52	62%	108%	8.0%	12%
	合计	41.5	126	187	48%	48%	236	304	12%	28%	60%	70%
20-30万	BEV	48.2	76.2	145	90%	35%	174	202	10%	18%	40%	42%
	PHEV	14.6	30.6	45	47%	11%	61	77	16%	31%	14%	16%
	REEV	0.9	4.7	6.0	29%	1.4%	17	29	70%	119%	4.0%	6.0%
	合计	63.6	112	196	76%	47%	253	307	14%	25%	58%	64%
30万以上	BEV	22.9	50.6	60	18.7%	18%	93	115	25%	39%	25%	28%
	PHEV	5.0	11.2	25	123%	7.3%	37	49	22%	41%	10%	12%
	REEV	9.6	17.1	35	104%	10%	52	74	22%	45%	14%	18%
	合计	37.5	78.9	120	52%	35%	183	239	23%	41%	49%	58%
国内新能源乘用车零售量	BEV	244	425	520	22%	25.1%	593	706	7%	17%	29%	31%
	PHEV	44.8	118	200	70%	9.6%	275	358	17%	34%	13%	16%
	REEV	10.4	25.0	55	120%	2.7%	104	165	38%	73%	5.0%	7.2%
	总计	299	567	775	37%	37%	972	1229	12%	26%	47%	54%
国内乘用车零售量		2007	2053	2073	1.0%	100%	2073	2286	0.0%	5.0%	100%	
10万以下		407	345	276	-20%	13%	249	274	-5%	-0.3%	12.0%	
10-15万		690	648	648	0%	31%	622	686	-2.1%	2.8%	30.0%	
15-20万		325	389	389	0%	19%	394	434	0.7%	5.7%	19.0%	
20-30万		326	363	418	15%	20%	435	480	2.1%	7.2%	21.0%	
30万以上		259	307	342	11%	17%	373	411	4.4%	9.7%	18.0%	
乘用车出口量	新能源	30.7	67.5	110	63%	33%	158	216	20%	40%	36%	38%
	整体	161	253	335	32%	100%	443	566	15%	30%	100%	100%
乘用车新增库存	新能源	6.0	29	30	5%							
	整体	-75	34	40	16%							
乘用车产量	新能源	336	664	915	38%	37%	1131	1445	11%	26%	45%	51%
	整体	2094	2340	2448	4.6%	100%	2517	2852	1.4%	7.9%	100%	100%

单位：万辆
备注：红色底色单元格为假设值
资料来源：乘联会，中信建投

- 我们预计2023年国内新能源乘用车产量可达915万辆，其中国内零售775万，同比+37%，渗透率37%；出口110万辆，同比+63%。
- 2025年国内新能源车零售销量有望达972-1229万辆，对应渗透率47%-54%，其中15-20万、20-30万有望超过六成；30万以上超过五成。



- 一. 长期总量：复盘海外各国，人均保有量及销量具备提升空间
- 二. 短期景气：降价增配、刺激政策托底国内总量，出口强化韧性
- 三. 结构增量：增换购下中高端占比提升，25年电动化率有望超五成
- 四. 格局演变：电动化推动自主品牌崛起，新车供给加速导致竞争加剧
- 五. 竞争要素：规模化放量及降本增效是首要，智能驾驶是中长期胜负手
- 六. 投资建议：看好新势力发力高端市场，关注传统自主电动化拐点

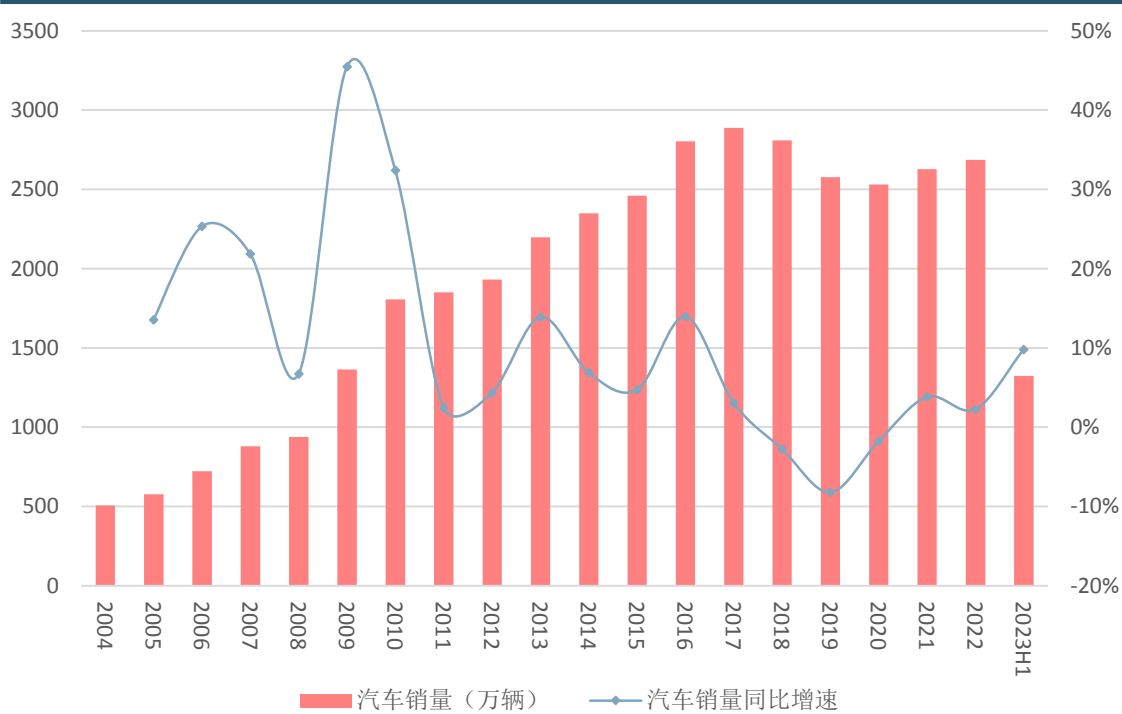
目录

- 一. 长期总量：复盘海外各国，人均保有量及销量具备提升空间
- 二. 短期景气：降价增配、刺激政策托底国内总量，出口强化韧性
- 三. 结构增量：增换购下中高端占比提升，25年电动化率有望超五成
- 四. 格局演变：电动化推动自主品牌崛起，新车供给加速导致竞争加剧
- 五. 竞争要素：规模化放量及降本增效是首要，智能驾驶是中长期胜负手
- 六. 投资建议：看好新势力发力高端市场，关注传统自主电动化拐点

总量：增速中枢下行，周期波动下具备韧性

- 2017年前：经济增长&汽车下乡及购置税减征等政策刺激（2009-2010、2015-2017），国内汽车总量逐步见顶；
- 2018-2019年：政策阶段性透支需求&经济预期转弱，国内汽车总量持续回落；
- 2020-2022年：疫情冲击压制供需两端，稳增长政策持续发力，国内汽车总量弱复苏；
- 2023年至今：经济及消费复苏疲软，新能源车供给端发力&降价促销，汽车出口延续强势，汽车总量具备韧性。

图：历年中国汽车销量及同比增速（万辆）



资料来源：中汽协，中信建投

图：历年全球各国汽车销量（万辆）

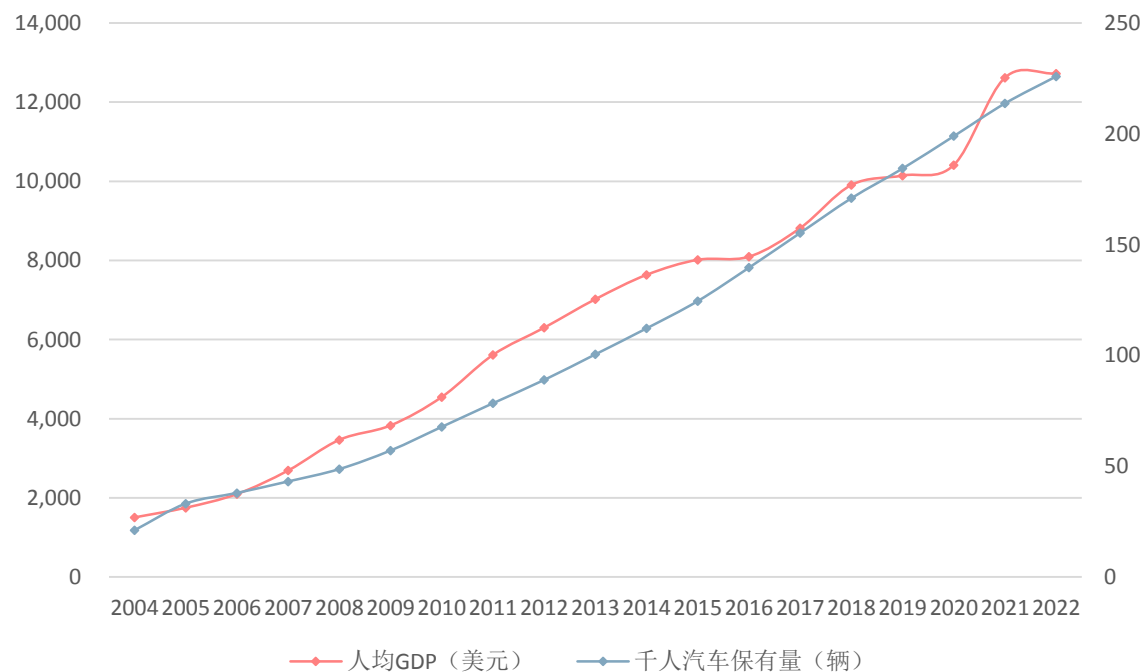
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	占比
中国	2198	2349	2460	2803	2888	2808	2577	2531	2627	2686	33.8%
美国	1595	1693	1792	1796	1765	1783	1758	1499	1555	1440	18.1%
印度	324	318	343	367	402	440	382	294	376	476	6.0%
日本	537	556	504	496	523	526	519	459	445	420	5.3%
德国	321	331	349	365	375	376	396	322	292	291	3.7%
巴西	377	350	257	205	224	257	279	206	212	210	2.6%
法国	217	218	233	246	259	268	274	210	214	193	2.4%
英国	260	284	306	308	291	273	269	193	201	190	2.4%
意大利	139	146	170	201	215	208	209	153	163	146	1.8%
韩国	154	166	183	183	179	181	178	187	171	167	2.1%
加拿大	178	189	194	198	208	204	197	159	171	157	2.0%
西班牙	78	99	121	135	146	156	149	102	102	94	1.2%
俄罗斯	278	249	160	143	160	180	176	160	167	69	0.9%
墨西哥	110	114	135	160	153	142	132	95	101	109	1.4%
澳大利亚	114	111	116	118	119	115	106	92	105	108	1.4%
印尼	120	119	95	101	100	105	95	49	82	105	1.3%
泰国	126	84	77	73	87	102	103	80	77	89	1.1%
比利时	54	53	56	61	62	63	63	50	45	42	0.5%
波兰	29	33	35	42	49	53	56	43	45	46	0.6%
越南	10	13	21	27	25	28	31	28	28	36	0.5%
中东地区	224	275	302	288	147	134	144	123	154	152	1.9%
其他	812	785	831	832	888	863	811	669	705	721	9.1%
全球总计	8254	8534	8740	9146	9266	9265	8901	7705	8038	7947	100%
同比增速	4.0%	3.4%	2.4%	4.6%	1.3%	0.0%	-3.9%	-13.4%	4.3%	-1.1%	

资料来源：Marklines，中信建投

总量：对标海外，国内人均汽车保有量具备提升空间

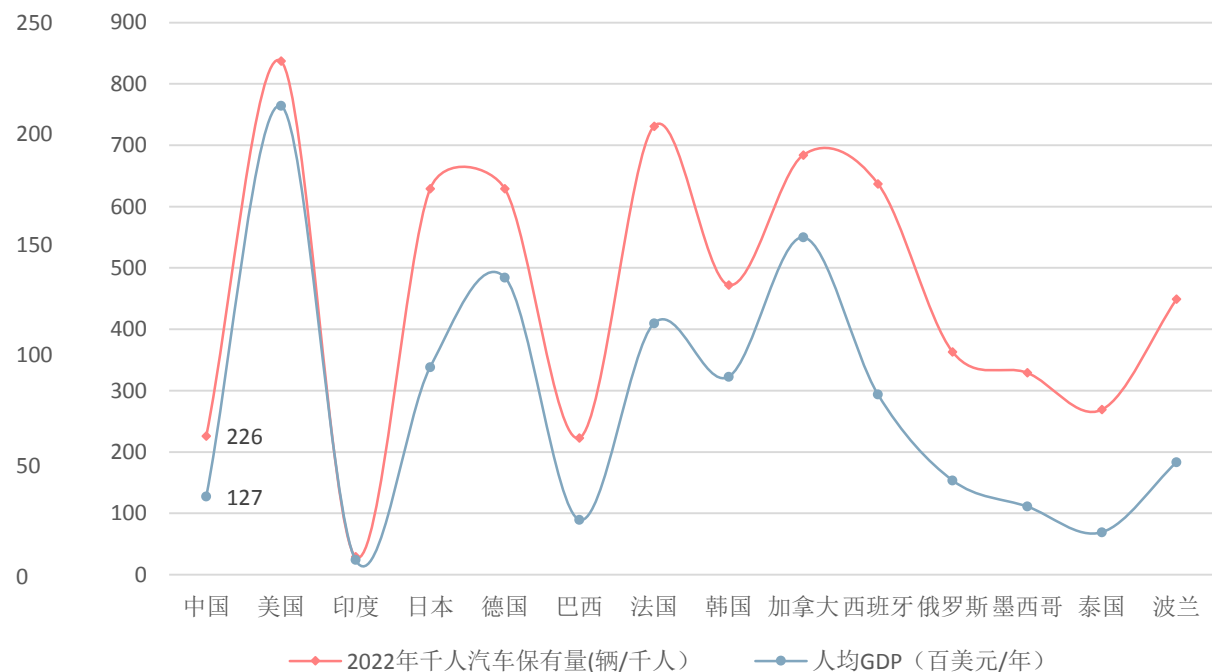
- 人均汽车保有量与人均GDP水平高度相关。2004-2022年，国内人均GDP从1509美元提升至12720美元（8.43倍），千人汽车保有量从21辆提升至226辆（10.7倍），经济发展推动汽车保有量水平提升。
- 对标海外，2022年美国、日本人均GDP分别约7.64、3.38万美元，千人汽车保有量分别为837、629辆。

图：中国历年人均GDP（左轴）及千人汽车保有量（右轴）



资料来源：Wind，世界银行，中信建投

图：各国人均汽车保有量与人均GDP水平关联度较高



资料来源：Wind，世界银行，中信建投

总量：长期仍有增量空间，年销量稳健增长

- 保有量：按照国家制定的2035年人均GDP达到中等发达国家水平的远景目标，参照美日德等国家人均汽车保有量水平，2035年我国千人汽车保有量有望由2022年226辆提升至400辆，假设人口维持14亿规模，则汽车保有量可达5.65亿辆；
- 年销量：参照海外国家汽车保有量/年销量水平（成熟市场置换需求下，比例约14-17），假设2035年中国汽车保有量/年销量为14.0，则年销量有望达4千万辆，较2022年增长50%，2022-2035年CAGR约3.2%。

图：2035年中国汽车保有量、销量空间测算

	美国	德国	日本	韩国	巴西	印度	中国			
	2022年						2022年	2035E	增长空间	CAGR
总人口（亿人）	3.34	0.84	1.25	0.52	2.15	14.17	14.12	14.12	0%	0.0%
人均GDP（美元）	76,399	48,432	33,815	32,255	8,918	2,389	12,720	25,440	100%	5.5%
千人汽车保有量（辆）	837	629	629	472	223	29	226	400	77%	4.5%
汽车保有量（万辆）	27,989	5,306	7,869	2,436	4,801	4,109	31,900	56,470	77%	4.9%
保有量/年销量	16.5	14.7	14.3	13.5	17.1	8.6	11.8	14.0	-	-
汽车年销量（万辆）	1700	360	550	180	280	476	2,686	4,034	50%	3.2%

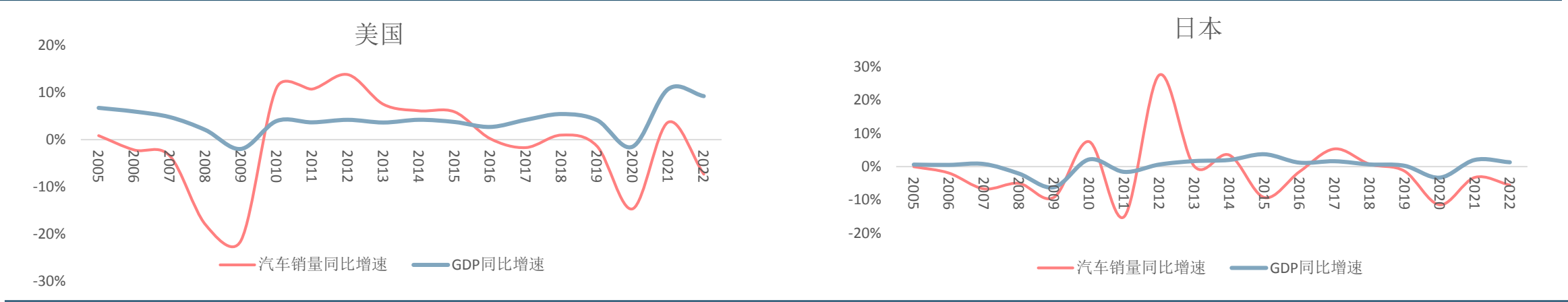
资料来源：Wind，世界银行，中信建投

目录

- 一. 长期总量：复盘海外各国，人均保有量及销量具备提升空间
- 二. 短期景气：降价增配、刺激政策托底国内总量，出口强化韧性
- 三. 结构增量：增换购下中高端占比提升，25年电动化率有望超五成
- 四. 格局演变：电动化推动自主品牌崛起，新车供给加速导致竞争加剧
- 五. 竞争要素：规模化放量及降本增效是首要，智能驾驶是中长期胜负手
- 六. 投资建议：看好新势力发力高端市场，关注传统自主电动化拐点

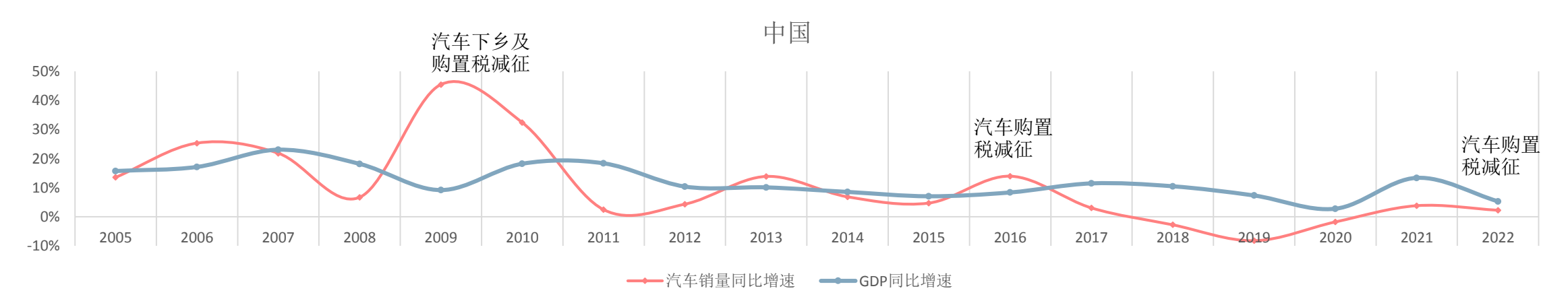
趋势：经济及政策环境是影响汽车销量增速的核心因素

图：美国及日本等发达国家汽车销量增速跟GDP增速高度相关，且弹性更大



资料来源：Marklines，wind，中信建投

图：中国汽车销量增速跟购置税减征等刺激政策关联性高

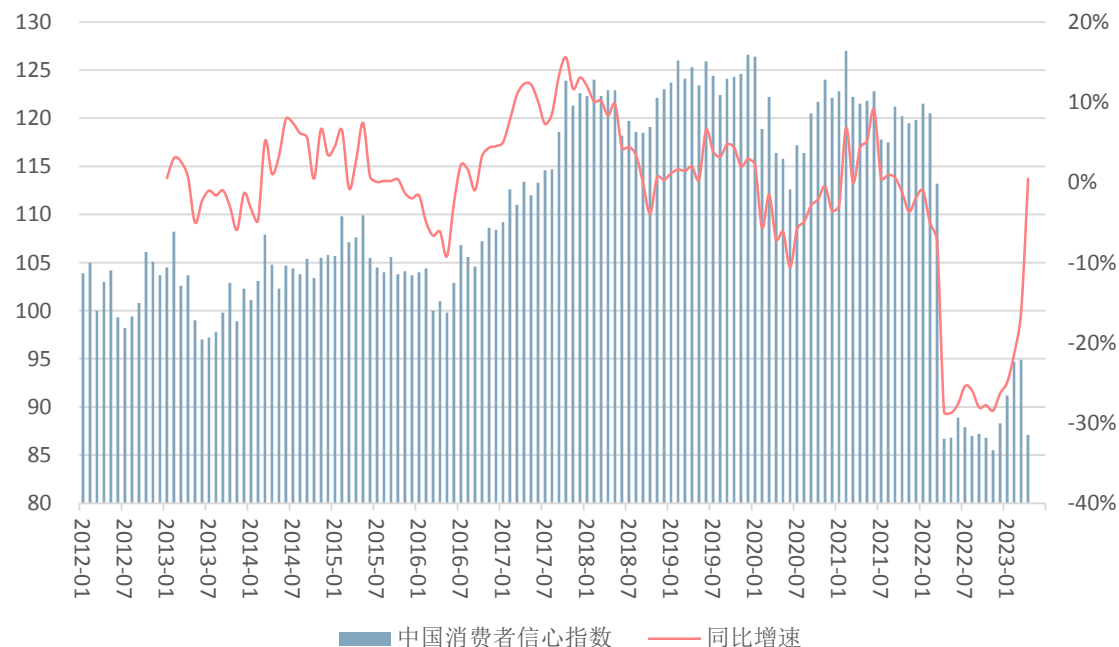


资料来源：密西根大学，wind，中信建投

趋势：当前汽车消费需求受宏观环境压制

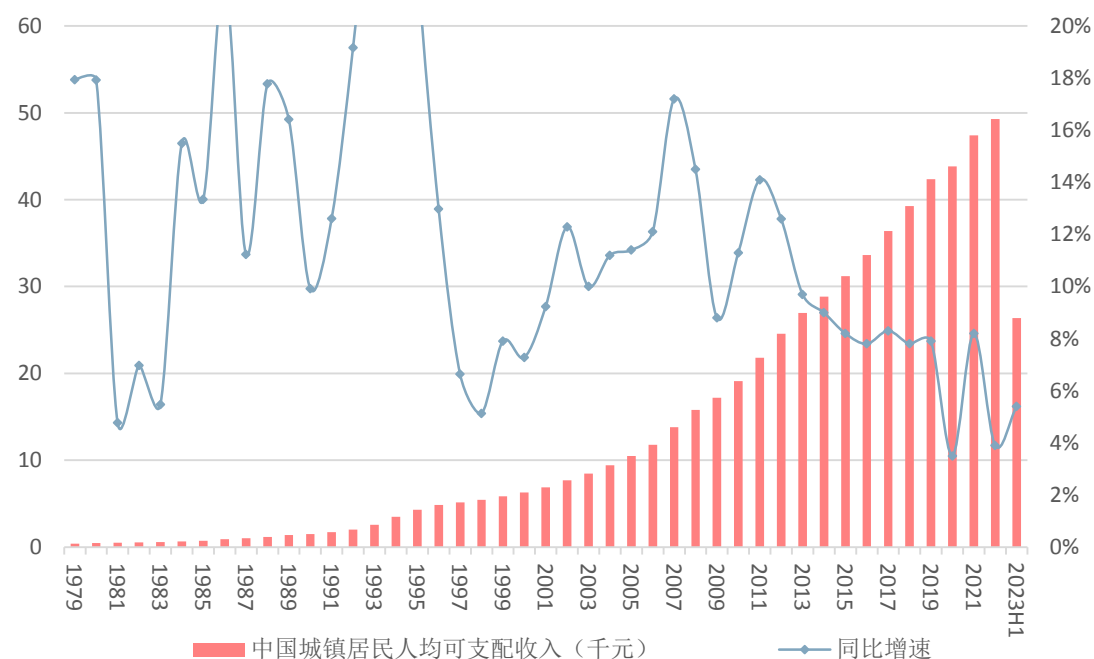
- 2021年中央经济工作会议明确我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，2020年以来人均可支配收入（反映居民消费能力）同比增速回落较大，这对汽车这类大宗可选消费品的需求形成明显压制；
- 受疫情冲击等多重因素影响，2022年以来中国消费者信心指数处于历史低位，同比回落幅度接近三成。

图：2012年至今中国消费者信心月度指数及其同比增速



资料来源：Wind，国家统计局，中信建投

图：历年中国城镇居民人均可支配收入及其同比增速

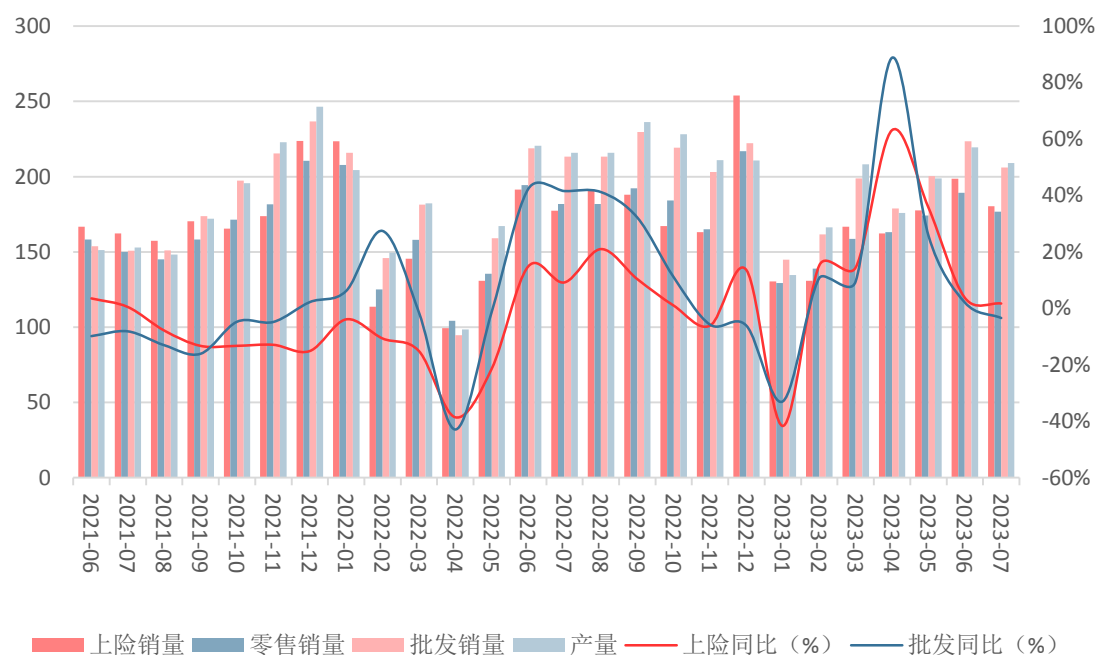


资料来源：Wind，国家统计局，中信建投

趋势：当前汽车消费呈现较强韧性，Q2景气回升

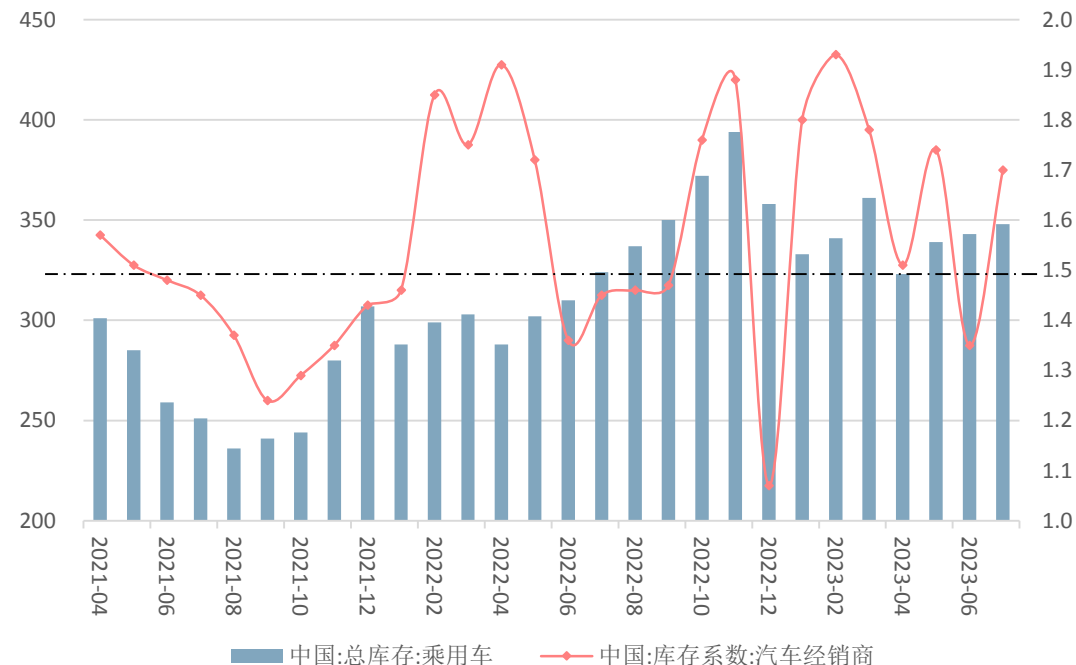
- 月度产销量及库存是跟踪汽车行业景气度的重要高频指标，汽车消费具备较强季节性，Q1（春节后）及Q3（7-8月）是消费淡季，Q4（金九银十及春节前）是消费旺季；国内汽车经销商库存一般1-2个月。
- 2023年H1国内乘用车景气处于逐月回升通道，Q1消费需求弱势下主机厂降价促销，Q2新车集中上市、地方消费刺激政策落地等因素推动产销量持续回升，汽车消费韧性显著强于房地产、消费电子等其他可选消费品。

图：国内乘用车各类口径月度产销量及同比增速（单位：万辆）



资料来源：Wind，中汽协，中信建投

图：中国乘用车库存（万辆，左轴）及库存系数（个月，右轴）

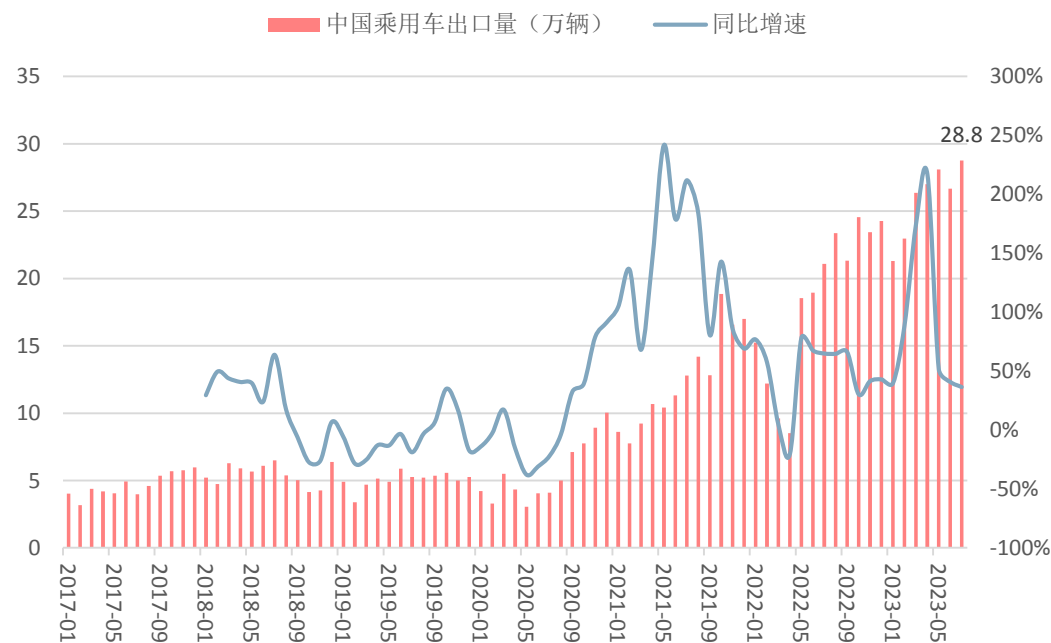


资料来源：Wind，中汽协，中信建投

趋势：出口增量进一步强化汽车总量韧性

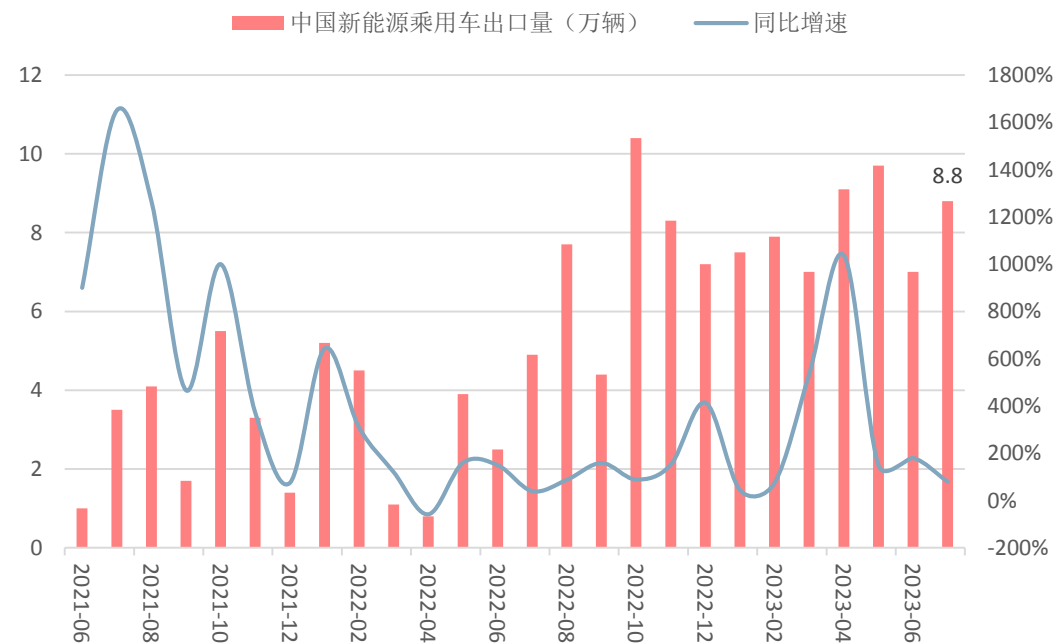
- 2023年1-7月国内乘用车出口181万辆，同比+74%，占总批发销量14%，贡献约91%批发销量增量；
- 新能源乘用车出口57万辆，同比+149%，占出口比例约31%，贡献约44%出口增量。

图：2022年下半年至今国内乘用车出口量大幅增长



资料来源：中汽协，中信建投

图：2022年下半年至今新能源乘用车贡献主要出口增量



资料来源：中汽协，中信建投

趋势：车型降价增配、稳增长政策托底国内总量

- 新老车型降价增配推动汽车消费需求从观望转向释放。2023年电动化渗透率提升导致燃油车价格体系下行，Q1特斯拉等车企大幅降价加剧了市场观望情绪；Q2新能源新车加速上市及降价增配，观望需求陆续转化为订单。
- 8月淡季新能源在售车型再次集中降价。本轮降价暂时以在售纯电车型为主，需求增速回落或是主要原因，7月国内新能源车销售78万辆，同比+32%，其中纯电动销售54万辆，同比+18%；此外，电池采购价格回落或也是重要推动力。

图：2023年至今新能源在售及新车型售价统计

品牌	车型	现价（万元）	原价（万元）	降价增配及上市
特斯拉	Model 3	23.19-33.19	26.59-34.99	1月初宣布降价
	Model Y	26.19-36.19	28.89-39.79	2-4.8万元
比亚迪	秦Plus DM-i冠军版	9.98-14.58	11.38-15.38	降价0.8-1.4万元
	汉EV冠军版	20.98-29.98	21.48-28.45	1万元购车补贴
	唐DM-i冠军版	20.98-23.38	20.58-27.98	（持续到4月30日）
	宋pro DM-i冠军版	13.58-15.98	13.58-16.08	低配纯电续航由51km提升至71km
零跑	零跑C11增程	14.98-18.58	-	3.1定价上市
	零跑C11纯电	15.58-21.98	18.58-23.58	降价1.6-3.0万
	零跑C01	14.98-22.88	19.38-28.68	降价4.4-5.8万
长城	枭龙MAX	15.98-17.98	-	5.15定价上市
吉利	银河L7	13.87-17.37	-	5.31定价上市
长安	深蓝S7	14.99-20.29	-	6.25定价上市
蔚来	ES6改款	33.8/39.6	41.5/43.1/47.1	6.12宣布全系车型降价3万元
	ET5	29.8/35.6	32.8/38.6	
小鹏	G6	20.99-27.69万	-	6.29上市定价较预售价低1.5万
大众	ID.4/ ID.6	-	19.6-29.3/25.9-33.7	8.1官宣降价4.2/5.0万元
零跑	C01/C11纯电版	18.98-22.88/19.98-21.98	17.38-20.88/18.98-20.98	8.1官宣最高降价1-2万元
欧拉	好猫/闪电猫	-	13.0-16.6/19.0-27.0	8.4官宣降价2.2/3.0万元
极氪	极氪001	30.0-38.6	26.9-34.9	8.11官宣限时降价3-3.7万元
特斯拉	Model Y长续航/高性能版	29.99/34.99	31.39/36.39	8.14官宣8千Model 3保险优惠
哪吒	哪吒 S	15.98-23.38	-	8.15官宣降价2.6-4.9万元
特斯拉	Model 3焕新版	25.99-33.19	23.19-33.19	9.1开启预售，低配版贵2.8万元

资料来源：车企官网，中信建投

趋势：车型降价增配、稳增长政策托底国内总量

- 稳增长刺激政策（逆周期调控）推动需求进一步释放。2023年Q2中央明确扩大汽车消费内需总基调，包括新能源车下乡、继续免征购置税及促进充电基础设施建设等；地方政府适时出台新能源车增换购补贴、发放消费券以及放宽限牌、汽车下乡具体细则等政策，推动汽车消费进一步回暖。

图：2023年至今国内汽车稳增长政策不完全统计

出台时间	扶持车型	优惠类型	范围	政策及活动细则	出台部门
6.16	新能源车	农村消费	全国	价格补贴、发放消费券、提供配套服务、充电打折等手段	工信部等5部门
6.21	新能源车	购置税减征	全国	2024-2025年免征，2026-2027年减半征收	财政部等3部委
7.7	汽车	促消费	全国	搞活汽车流通，加快活跃二手车市场，丰富汽车金融服务等	商务部等17部门
7.21	汽车	促消费	全国	优化汽车限购管理，支持老旧汽车更新消费等十条措施	发改委及工信部
7.31	汽车	促消费	全国	组织百城联动汽车节、千县万镇新能源汽车下乡等活动	商务部
9.1	汽车	稳增长	全国	《汽车行业稳增长工作方案（2023—2024年）》，提出包括支持扩大新能源汽车消费、稳定燃油汽车消费、推动汽车出口提质增效等7项举措	工信部、财政部、交通运输部等7部门
2.27	新能源车	置换补贴	上海市	2023年6月30日前个人消费者报废或转出名下小客车，并购买纯电动汽车的，给予每辆车10000元的财政补贴	上海市商务委
3.15	新能源车	置换补贴	合肥市	2023年2月4日-6月30日个人消费者报废或出售本人名下非营运乘用车，购买新能源乘用车新车最高补贴5000元	合肥市商务局
3.22	新能源车	置换补贴	北京市	2023年3月1日至8月31日报废或转出1年以上的乘用车，根据使用期限，给予8000或10000万元补贴	北京市商务局
3.23	新能源车	购车补贴	西安市	2023年3月21日至4月30日在西安市购买新能源乘用车并上牌的消费者给予单车补贴2000-6000元	西安市商务局
7.14	汽车	购车补贴	长沙市	汽车促消费活动，最高补贴6000元，消费券总额1000万元	长沙市商务局
7.24	新能源车	充电设施及下乡	浙江省	《浙江省完善高质量充电基础设施网络体系促进新能源汽车下乡行动方案（2023—2025年）》	浙江省政府办公厅
7.28	新能源车	购车补贴	海口市	海口发放5000万元新能源汽车消费券，最高可补6000元	海口市商务局
8.1	汽车	购车补贴	江西省	江西省今年下半年将发6000万元汽车消费券	江西省政府
8.1	汽车	放宽限购	广东省	广东省正推动放宽广州、深圳限牌	广东省商务厅
8.4	汽车	购车补贴	河南省	河南省将购车补贴政策延续至2023年12月底，省内新购汽车的消费者按照购车价格的5%给予补贴（最高不超过1万元）	河南省政府办公厅

资料来源：国家部委及地方政府官网，中信建投

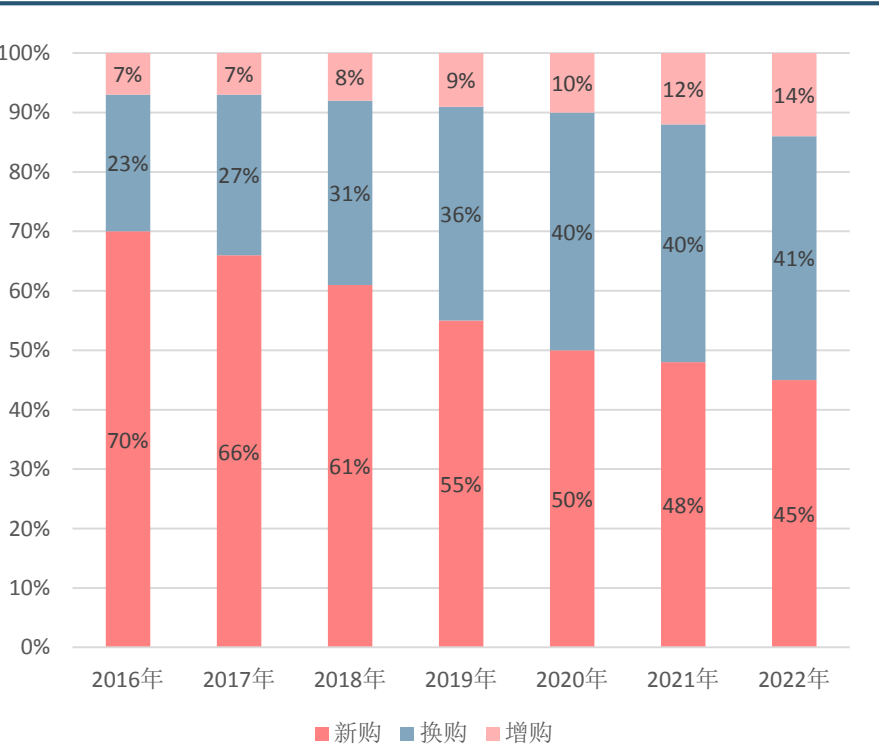
目录

- 一. 长期总量：复盘海外各国，人均保有量及销量具备提升空间
- 二. 短期景气：降价增配、刺激政策托底国内总量，出口强化韧性
- 三. 结构增量：增换购下中高端占比提升，25年电动化率有望超五成
- 四. 格局演变：电动化推动自主品牌崛起，新车供给加速导致竞争加剧
- 五. 竞争要素：规模化放量及降本增效是首要，智能驾驶是中长期胜负手
- 六. 投资建议：看好新势力发力高端市场，关注传统自主电动化拐点

总量结构：需求从首购转向换购及增购，中高端占比提升

- 中国汽车市场首购刚需回落（出生人口下滑&普及率提升），换购稳健增长（消费升级），增购爆发（中产阶级家庭用车）；根据乘联会统计，2016-2020年换购需求占比累计+17pct，2020-2022年增购需求占比累计+4pct。
- 当前中国汽车消费结构呈现K型分化特征，中高端（15万元以上）乘用车销量增速高于中低端，尤其20万元以上SUV近两年同比增速均维持两位数；2023年1-7月售价20万元以上乘用车销量同比+18%。

图：2016-2022年中国乘用车消费结构占比



表：2021-2023年国内乘用车分价格带零售销量结构（单位：万辆）

	2021年销量	占比	2022年销量	占比	同比增速	2022.1-7月销量	占比	2023.1-7月销量	占比	同比增速
5万以下	69.3	3.5%	57.1	2.8%	-17.6%	36.6	3.3%	21.3	1.9%	-41.7%
[5,10)	337.3	16.8%	288.1	14.0%	-14.6%	161.8	14.6%	136.2	12.1%	-15.8%
[10,15)	689.8	34.4%	648.4	31.6%	-6.0%	351.4	31.7%	354.9	31.4%	1.0%
SUV	298.8	43.3%	260.5	40.2%	-12.8%	144.5	41.1%	153.1	43.1%	5.9%
CAR	373.8	54.2%	377.9	58.3%	1.1%	201.3	57.3%	195.6	55.1%	-2.8%
MPV	17.2	2.5%	10.1	1.6%	-41.4%	5.6	1.6%	6.3	1.8%	11.4%
[15,20)	325.3	16.2%	388.8	18.9%	19.5%	203.5	18.4%	200.6	17.8%	-1.4%
SUV	181.8	55.9%	219.5	56.5%	20.8%	115.8	56.9%	111.5	55.6%	-3.7%
CAR	136.7	42.0%	159.7	41.1%	16.8%	83.6	41.1%	84.8	42.3%	1.5%
MPV	6.8	2.1%	9.7	2.5%	41.9%	4.1	2.0%	4.2	2.1%	2.7%
[20,30)	326.4	16.3%	363.4	17.7%	11.3%	186.4	16.8%	219.9	19.5%	18.0%
SUV	179.0	54.9%	183.2	50.4%	2.3%	95.3	51.1%	121.3	55.1%	27.3%
CAR	123.1	37.7%	160.3	44.1%	30.2%	79.7	42.8%	88.4	40.2%	10.9%
MPV	24.2	7.4%	19.9	5.5%	-18.0%	11.4	6.1%	10.2	4.7%	-9.9%
[30,40)	157.5	7.8%	189.7	9.2%	20.4%	103.1	9.3%	121.3	10.7%	17.7%
SUV	90.0	57.1%	110.9	58.5%	23.2%	59.5	57.8%	65.7	54.2%	10.4%
CAR	55.4	35.1%	60.4	31.9%	9.1%	34.3	33.3%	38.5	31.8%	12.2%
MPV	12.1	7.7%	18.3	9.7%	51.0%	9.2	8.9%	17.1	14.1%	85.3%
40万以上	101.8	5.1%	117.4	5.7%	15.4%	64.7	5.8%	75.6	6.7%	16.9%
CAR	54.1	53.2%	52.1	44.4%	-3.7%	29.9	46.2%	31.8	42.0%	6.4%
SUV	44.0	43.2%	58.6	49.9%	33.2%	31.6	48.8%	33.9	44.9%	7.5%
MPV	3.6	3.6%	6.7	5.7%	83.2%	3.2	5.0%	9.9	13.1%	激增
总计	2007.4	100%	2053.0	100%	2.3%	1107.5	100%	1130.0	100%	2.0%

资料来源：乘联会，中汽协，中信建投

资料来源：乘联会，中信建投

备注：车系包括CAR（轿车）、SUV（运动型多用途汽车）、MPV（多用途汽车）

总量结构：中高端增量需求主要由新能源车贡献

- 乘用车市场增量：2022年国内B/C级贡献率约57.1%；2023年1-7月贡献率进一步提升至79.3%；
- B/C级新能源车：2022年同比新增104万辆，占B/C级整体增量的86%；2023年1-7月同比新增70万辆，贡献全部增量。

图表： 2021-2022全年及2023年1-7月国内乘用车整体销量（万辆）

	2021年	2022年	同比增速	新增量	2022.1-7	2023.1-7	同比增速	新增量
A00	94	132	40%	38	69	31	-55%	-38
A0	209	204	-2.2%	-5	110	133	21%	23
A	1150	1207	5.0%	58	653	682	4.4%	29
B	510	591	16%	81	308	340	11%	33
C	149	189	27%	40	94	131	38%	36
D	0	0		0	0	5		5
总计	2112	2324	10%	212	1235	1322	7.1%	87

资料来源：中汽协，中信建投

图表： 2021-2022全年及2023年1-7月国内新能源乘用车销量（万辆）

	2021年	2022年	同比增速	新增量	2022.1-7	2023.1-7	同比增速	新增量
A00	93	131	42%	39	68	31	-55%	-37
A0	26	59	126%	33	28	57	99%	28
A	98	239	144%	141	109	171	57%	62
B	86	149	73%	63	66	114	72%	47
C	30	71	138%	41	31	54	73%	23
D					0.3	5.4	1786%	5.1
总计	333	650	95%	316	303	431	42%	128

资料来源：中汽协，中信建投

电动化结构：新能源车契合增换购需求

表：2021-2023年国内新能源乘用车零售销售结构（单位：万辆）

	2021年销量	占比	2022年销量	占比	同比增速	2022年1-7月销量	占比	渗透率	2023年1-7月销量	占比	渗透率	同比增速
5万以下	60.7	20.3%	51.2	9.0%	-15.6%	32.5	11.9%	89%	19.8	5.3%	93%	-39.1%
CAR	60.7	100.0%	50.7	99.0%	-16.5%	32.1	99.0%	100%	19.7	99.6%	100%	-38.7%
SUV	0.0	0.0%	0.5	1.0%		0.3	1.0%	59.9%	0.1	0.4%	47.9%	
[5,10)	38.1	12.7%	76.3	13.4%	100.2%	38.1	13.9%	24%	37.7	10.1%	28%	-1.2%
CAR	30.5	80.0%	59.5	78.0%	95.1%	29.8	78.2%	33%	31.8	84.5%	38%	6.8%
SUV	7.6	19.9%	16.8	22.0%	121.0%	8.3	21.8%	14%	5.8	15.5%	15%	-29.8%
MPV	0.0	0.0%	0.0	0.0%		0.0	0.0%	0.0%	0.0	0.0%	0.0%	
[10,15)	57.7	19.3%	123.2	21.7%	113.3%	58.1	21.2%	17%	89.6	24.0%	25%	54.1%
SUV	12.8	22.2%	25.1	20.4%	96.1%	12.3	21.1%	9%	26.2	29.3%	17%	113.3%
CAR	44.5	77.1%	97.7	79.3%	119.4%	45.7	78.7%	23%	63.2	70.5%	32%	38.1%
MPV	0.4	0.7%	0.4	0.3%	-11.1%	0.1	0.2%	1.9%	0.2	0.2%	3.2%	87.8%
[15,20)	41.5	13.9%	126.3	22.3%	204.4%	58.3	21.3%	29%	81.1	21.8%	40%	39.3%
SUV	21.8	52.4%	77.8	61.6%	257.6%	35.6	61.0%	31%	50.3	62.0%	45%	41.5%
CAR	17.1	41.2%	42.6	33.7%	149.0%	20.6	35.4%	25%	28.7	35.4%	34%	39.2%
MPV	2.6	6.3%	5.9	4.7%	125.1%	2.1	3.6%	50%	2.1	2.6%	50%	2.2%
[20,30)	63.6	21.3%	111.5	19.7%	75.2%	47.9	17.5%	26%	85.5	22.9%	39%	78.5%
SUV	30.0	47.1%	50.2	45.0%	67.5%	20.7	43.3%	22%	49.6	58.1%	41%	139.6%
CAR	32.9	51.7%	60.9	54.6%	84.8%	27.0	56.4%	34%	35.3	41.4%	40%	30.9%
MPV	0.8	1.2%	0.5	0.4%	-34.8%	0.2	0.4%	1.5%	0.5	0.6%	4.7%	176.5%
[30,40)	26.1	8.7%	56.0	9.9%	114.3%	28.7	10.5%	28%	39.9	10.7%	33%	39.3%
SUV	22.0	84.2%	47.1	84.2%	114.2%	25.9	90.3%	43%	27.2	68.2%	41%	5.2%
CAR	4.0	15.2%	7.7	13.8%	93.7%	2.7	9.3%	8%	9.7	24.3%	25%	264.2%
MPV	0.1	0.6%	1.2	2.1%	激增	0.1	0.4%	1%	3.0	7.6%	18%	激增
40万以上	11.4	3.8%	23.0	4.0%	101.2%	10.3	3.7%	16%	19.2	5.1%	25%	86.9%
CAR	4.0	35.3%	7.3	31.9%	81.5%	3.7	36.1%	12.4%	2.4	12.6%	7.6%	-34.7%
SUV	7.4	64.7%	14.7	64.2%	99.8%	6.5	63.4%	21%	10.4	54.1%	31%	59.6%
MPV	0.0	0.0%	0.9	3.9%	激增	0.1	0.5%	2%	6.4	33.3%	64%	激增
总计	299.2	100%	567.5	100%	89.7%	273.8	100%	25%	372.7	100%	33%	36.1%

资料来源：乘联会，中信建投

- 新能源车契合增换购市场需求，中高端SUV电动化率高。新能源车使用成本低于燃油车，智能化等配置更强，适合城市通勤及家庭等增换购需求，中高端新能源SUV成为重要增量市场。
- 国内乘用车售价15-30万电动化率约四成，30万以上约三成。2023年1-7月20-30万价格带新能源车销量同比+79%，电动化率约39%，同比大幅+13pct。

电动化结构：纯电占据主导，但增速下行，插混增速更高

表：2021-2023年国内乘用车零售销售结构（单位：万辆）

	2021年销量	占比	2022年销量	占比	同比增速	2022.1-7月销量	占比	2023.1-7月销量	占比	渗透率	同比增速
5万以下	69.3	3.5%	57.1	2.8%	-17.6%	36.6	3.3%	10.3	0.9%	100%	-71.9%
EV	60.7	3.0%	51.2	2.5%	-15.6%	32.5	2.9%	19.8	1.7%	193%	-39.1%
燃油	8.7	0.4%	5.9	0.3%	-32.0%	4.1	0.4%	1.6	0.1%	15%	-62.1%
[5,10)	337.3	16.8%	288.1	14.0%	-14.6%	161.8	14.6%	172.6	15.3%	100%	6.7%
EV	38.1	1.9%	76.3	3.7%	100%	38.1	3.4%	32.4	2.9%	19%	-15.1%
PHEV						0.0	0.0%	5.3	0.5%	3.1%	激增
燃油	299.2	14.9%	211.8	10.3%	-29.2%	123.6	11.2%	134.9	11.9%	78%	9.1%
[10,15)	689.8	34.4%	648.4	31.6%	-6.0%	351.4	31.7%	362.4	32.1%	100%	3.1%
EV	45.8	2.3%	96.4	4.7%	110%	45.1	4.1%	69.1	6.1%	19%	53.3%
PHEV	11.9	0.6%	25.6	1.2%	114%	12.2	1.1%	19.9	1.8%	5.5%	62.7%
HEV	15.7	0.8%	14.3	0.7%	-8.9%	6.9	0.6%	10.8	1.0%	3.0%	56.1%
REEV	0.0	0.0%	1.2	0.1%		0.9	0.1%	0.6	0.1%	0.2%	-28.1%
燃油	616.4	30.7%	511.0	24.9%	-17.1%	286.4	25.9%	262.0	23.2%	72%	-8.5%
[15,20)	325.3	16.2%	388.8	18.9%	19.5%	203.5	18.4%	187.4	16.6%	100%	-7.9%
EV	28.2	1.4%	74.1	3.6%	162.9%	36.6	3.3%	41.9	3.7%	22%	14.4%
PHEV	13.3	0.7%	50.2	2.4%	277.6%	21.5	1.9%	33.9	3.0%	18%	57.8%
REEV	0.0	0.0%	2.0	0.1%	激增	0.2	0.0%	5.3	0.5%	2.8%	激增
HEV	4.3	0.2%	7.5	0.4%	72.7%	4.7	0.4%	1.9	0.2%	1.0%	-58.6%
燃油	279.5	13.9%	255.0	12.4%	-8.7%	140.6	12.7%	104.3	9.2%	56%	-25.8%
[20,30)	326.4	16.3%	363.4	17.7%	11.3%	186.4	16.8%	208.9	18.5%	100%	12.1%
EV	48.2	2.4%	76.2	3.7%	58.0%	32.0	2.9%	60.7	5.4%	29%	89.3%
PHEV	14.6	0.7%	30.6	1.5%	110%	13.5	1.2%	22.1	2.0%	10.6%	63.1%
HEV	31.8	1.6%	32.1	1.6%	1.1%	19.6	1.8%	17.4	1.5%	8.3%	-11.2%
REEV	0.9	0.0%	4.7	0.2%	447%	2.3	0.2%	2.7	0.2%	1.3%	17.2%
燃油	231.0	11.5%	219.7	10.7%	-4.9%	118.9	10.7%	106.1	9.4%	51%	-10.8%
[30,40)	157.5	7.8%	189.7	9.2%	20.4%	103.1	9.3%	104.3	9.2%	100%	1.1%
EV	15.8	0.8%	37.3	1.8%	136.1%	19.1	1.7%	20.5	1.8%	20%	7.2%
HEV	9.6	0.5%	19.6	1.0%	104.1%	11.7	1.1%	13.5	1.2%	13%	15.0%
REEV	9.6	0.5%	13.1	0.6%	36.1%	8.2	0.7%	13.4	1.2%	13%	64.7%
PHEV	0.7	0.0%	5.6	0.3%	669%	1.4	0.1%	6.0	0.5%	5.7%	333%
燃油	121.8	6.1%	114.1	5.6%	-6.3%	62.7	5.7%	50.8	4.5%	49%	-18.9%
40万以上	101.8	5.1%	117.4	5.7%	15.4%	64.7	5.8%	60.9	5.4%	100%	-5.8%
EV	7.1	0.4%	13.3	0.6%	85.7%	7.3	0.7%	7.1	0.6%	11.6%	-2.6%
PHEV	4.3	0.2%	5.6	0.3%	31.6%	3.0	0.3%	6.9	0.6%	11.3%	133%
REEV	0.0	0.0%	4.1	0.2%		0.0	0.0%	5.2	0.5%	8.5%	激增
HEV	0.0	0.0%	1.7	0.1%		1.0	0.1%	0.8	0.1%	1.4%	-14.2%
燃油	90.3	4.5%	92.8	4.5%	2.7%	53.4	4.8%	40.9	3.6%	67%	-23.4%
总计	2007	100%	2053	100%	2.3%	1107	100%	1130	100%	100%	2.0%

资料来源：乘联会，中信建投

备注：乘用车技术路线包括EV（纯电动）、PHEV（插电混动）、REEV（增程）、HEV（非插电混动），前三者为新能源

		2022.1-7月	2023.1-7月	同比增速	占比	渗透率
10万以下	BEV	70.6	52.1	-26.2%	91%	28.5%
	PHEV	0.0	5.3	激增	9.3%	2.9%
	合计	70.6	57.4	-18.6%	100%	31.4%
10-15万	BEV	45.1	69.1	53.3%	77%	19.1%
	PHEV	12.2	19.9	62.7%	22%	5.5%
	REEV	0.9	0.6	-28.1%	0.7%	0.2%
	合计	58.1	89.6	54.1%	100%	24.7%
15-20万	BEV	36.6	41.9	14.4%	52%	22.3%
	PHEV	21.5	33.9	57.8%	42%	18.1%
	REEV	0.2	5.3	激增	6.6%	2.8%
	合计	58.3	81.1	39.3%	100%	43.3%
20-30万	BEV	32.0	60.7	89.3%	71%	29.0%
	PHEV	13.5	22.1	63.1%	26%	10.6%
	REEV	2.3	2.7	17.2%	3.2%	1.3%
	合计	47.9	85.4	78.4%	100%	40.9%
30万以上	BEV	26.4	27.6	4.5%	47%	16.7%
	PHEV	4.3	12.9	196.4%	22%	7.8%
	REEV	8.2	18.6	127.8%	32%	11.3%
	合计	38.9	59.1	51.9%	100%	35.8%
国内新能源车零售量	BEV	211	251	19.3%	67%	22.2%
	PHEV	51.6	94.1	82.3%	25%	8.3%
	REEV	11.5	27.3	137.2%	7.3%	2.4%
	总计	274	373	36.1%	100%	33.0%

- 2023年1-7月纯电动、插电混动、增程乘用车国内零售销量同比分别+19%、+82%、+137%，其中EV渗透率最高的20-30万价格带同比+89%，渗透率29%；PHEV渗透率最高的15-20万价格带同比+63%，渗透率18%。



电动化趋势：插混加速大众市场平替，纯电依赖降本速率

- 插混空间：1) 15-20万与同类燃油车平价替换；2) 20万以上市场高端化替代HEV；3) 15万以下规模化降本后再渗透；
- 纯电空间：1) 20万以上高端市场依托智能化等差异化功能及向上品牌力加速替代；2) 15万以下中低端市场依托电池降本提升性价比，替代速率与电池降本节奏高度相关；
- 增程空间：1) 30万以上高端家庭用户市场已完成渗透；2) 15-30万市场加速推出新车型，作为纯电及插混重要补充。

图表：国内新能源乘用车零售销量增长空间分析

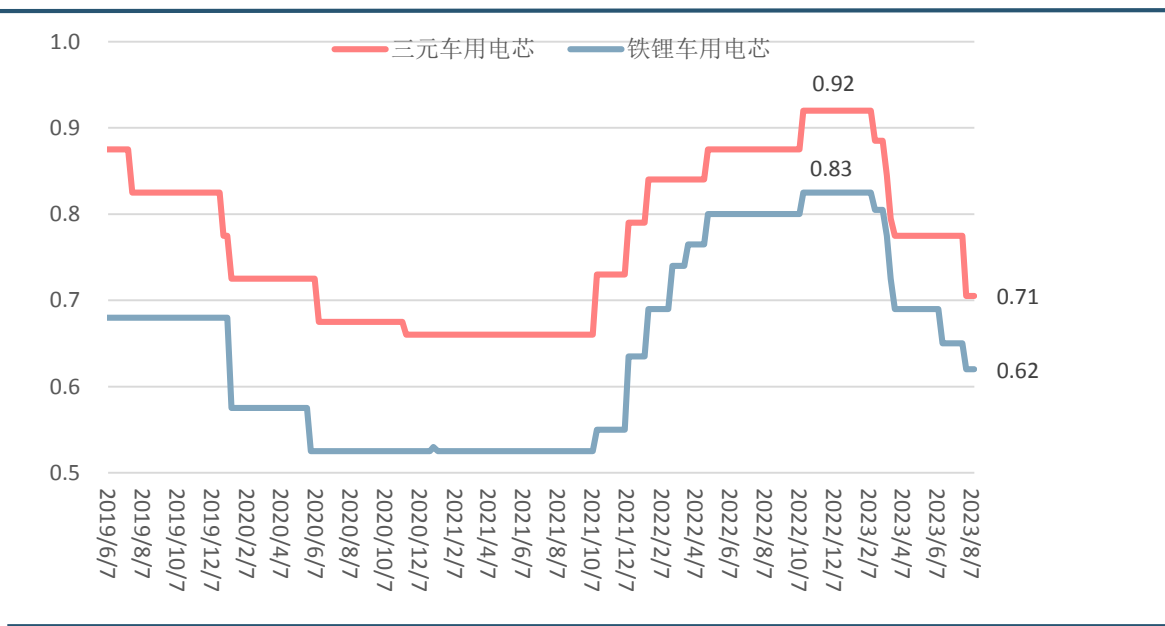
	2021年销量	占比	2022年销量	占比	同比增速	2022.1-7月销量	占比	2023.1-7月销量	占比	渗透率	同比增速	电动化趋势
HEV	61.4	100%	75.2	100%	22.5%	43.9	100%	44.5	100%	3.9%	1.4%	插混加速替代HEV，相对优势包括： 1) 插混纯电续航更高，城市通勤等使用场景更有经济性； 2) 大众型插混车型百公里油耗已下探至5L以下，燃油经济性较HEV接近； 3) 插混规模化下成本及售价下探空间大； 4) 插混享受新能源车免税等政策支持。
[10,15)	15.7	26%	14.3	19%	-8.9%	6.9	16%	10.8	24%	3.0%	56.1%	
[15,20)	4.3	7.0%	7.5	9.9%	72.7%	4.7	10.6%	1.9	4.3%	1.0%	-58.6%	
[20,30)	31.8	52%	32.1	43%	1.1%	19.6	45%	17.4	39%	8.3%	-11.2%	
[30,40)	9.6	16%	19.6	26%	104.1%	11.7	27%	13.5	30%	13%	15.0%	
40万以上	0.0	0.0%	1.7	2.3%		1.0	2.2%	0.8	1.9%	1.4%	-14.2%	
燃油	1647	100%	1410	100%	-14%	790	100%	701	100%	62.0%	-11.3%	目前已基本实现纯电化 短期插混是替代主力，规模化降本后定价再下探；长期纯电靠电池大幅降本提升经济性 燃油车最大单一市场，插混及纯电齐发力，其中插混增速更高，纯电主要看电池降本速率 插混最大单一市场，短期插混及增程新车型主要投放区间，加速电动化 纯电最大且增速最快的单一市场，智能化普及加速电动化，插混及增程稳健增长 BBA主导的高端燃油市场，高度依赖差异化性能及品牌力，电动化替代将加速
5万以下	8.7	0.5%	5.9	0.4%	-32.0%	4.1	0.5%	1.6	0.2%	15%	-62.1%	
[5,10)	299	18%	212	15%	-29.2%	124	16%	135	19%	78%	9.1%	
[10,15)	616	37%	511	36%	-17.1%	286	36%	262	37%	72%	-8.5%	
[15,20)	279	17%	255	18%	-8.7%	141	18%	104	15%	56%	-25.8%	
[20,30)	231	14%	220	16%	-4.9%	119	15%	106	15%	51%	-10.8%	
[30,40)	121.8	7.4%	114.1	8.1%	-6.3%	62.7	7.9%	50.8	7.3%	49%	-18.9%	
40万以上	90.3	5.5%	92.8	6.6%	2.7%	53.4	6.8%	40.9	5.8%	67%	-23.4%	

资料来源：乘联会，中信建投

电动化趋势：电池价格下跌及超充普及推动纯电渗透

- 新能源车（尤其是纯电动）动力电池成本高是压制性价比的关键。2023年随着上游碳酸锂以及中游锂电材料价格回落，动力电芯售价年初至今累计下跌约0.21元/Wh（-20%~25%），以续航500+km的B级纯电动车（单车带电量约60kWh）为例，单车电池成本下降约1.26万元。
- 充电时间长及充电设施少是目前限制新能源车普及的重要使用瓶颈。2023年为超充开始普及的元年，小鹏G6、理想G6等新势力主力纯电车型均采用800V超充解决方案；8月中旬宁德时代发布神行电池超充解决方案，采用4C铁锂电池降本，充电10min续航提升400km，年底阿维塔拟发布的E12车型有望首搭。

图：车用动力电芯价格（元/Wh）



资料来源：鑫椤资讯，高工锂电，中信建投

图：采用高压超充的新能源车型统计

车企	车型	超充功率 (kW)	超充电压 (V)	充电倍率	充电时间 (续航或SOC)	发布时间	备注
保时捷	Taycan	270	800		90min, 80%	2019年	
特斯拉	Model 3/y	250	500		10min, 240km	2019年	V3超级充电桩
		350	1000		10min, 400km	2023年	V4超级充电桩
小鹏	G9	480	800	4C三元	10min, 400km	2022Q4	
	G6	480	800	4C三元	10min, 400km	2023Q2	
理想	Mega	400	800	5C	9.5min, 400km	2023Q4	
极氪	001	360	400	2.2C	10min, 200km	2021年	第一代超充液冷
	X	600	800		30min, 50%	2023年	第二代超充液冷
广汽	昊铂GT	480	800		15min, 350km	2023年	
阿维塔	E11		750		10min, 200km	2022年底	
	E12		750	4C铁锂	10min, 400km	2023年底	配置CATL超充深行电池

资料来源：公司官网，中汽协，中信建投

电动化趋势：从一线城市、华南/华东及To B扩散

- 一线城市汽车限购限行及高消费力是新能源车高渗透率主因，南方区域电动化率高于北方。2023年H1一线城市新能源车销量占比约15%，渗透率约41%，其中上海及深圳当期销量分别约15.3、10.4万辆，渗透率分别达45%、52%；新一线城市中杭州及成都销量分别达10、9.8万辆，渗透率分别约48%、35%；而北京销量约8.2万，渗透率仅29%。
- 出租租赁乘用车已基本实现电动化。2023年H1新能源类型销量达35万辆，渗透率达88%，高于To C端约28%渗透率。

图：2023年上半年国内乘用车上牌量分区域及终端结构（单位：万辆）

乘用车整体上牌量及占比		
华北（二省二市）	114	12%
东北（四省）	67	6.9%
华东（六省一市）	341	35%
华中（三省）	129	13%
华南（三省）	131	14%
西南（四省一市）	118	12%
西北（五省）	66	6.9%
总计	966	100%

乘用车整体上牌量及占比		
一线城市(4个)	106	11%
新一线城市（15个）	247	26%
二线城市（30个）	219	23%
三线城市（70个）	198	20%
四五线城市（218个）	197	20%
总计	966	100%

新能源乘用车上牌量		占比	渗透率
华北（二省二市）	32	11%	27.6%
东北（四省）	12	4.0%	17.8%
华东（六省一市）	117	40%	34.3%
华中（三省）	37	12%	28.6%
华南（三省）	52	18%	39.7%
西南（四省一市）	32	11%	27.3%
西北（五省）	14	4.8%	21.3%
总计	296	100%	30.6%

新能源乘用车上牌量		占比	渗透率
一线城市(4个)	44	15%	41%
新一线城市（15个）	85	29%	34%
二线城市（30个）	69	23%	32%
三线城市（70个）	56	19%	28%
四五线城市（218个）	42	14%	21%
总计	296	100%	30.6%

乘用车整体及新能源分终端上牌量及分布					
	整体	占比	新能源	占比	渗透率
出租租赁	40	4.1%	35	12%	87.7%
非营业	926	95.9%	262	88%	28.3%
总计	966	100%	297	100%	30.7%

- 分区域：华南及华东电动化率分别约40%、34%，新能源车国内销量占比分别约18%、40%；北方区域（尤其东北）渗透率尚低
- 分城市：一线、新一线、二线、三线及四五线的电动化率分别约41%、34%、32%、28%和21%，其中新一线及二线的汽车总量合计占国内49%、三线、四五线分别占20%、20%，一线城市占11%；
- 分终端：出租租赁占新能源车销量比例约12%，电动化率高达88%，非营业（私人）电动化率约28%。

资料来源：交强险，中信建投

电动化空间：2025年渗透率有望超五成

		2021年	2022年	2023E	同比增速	渗透率	2025E		CAGR		渗透率或占比	
							中性保守	中性乐观	中性保守	中性乐观	中性保守	中性乐观
10万以下	BEV	98.8	128	80.0	-37%	29%	67	82	-8%	1%	27%	30%
	PHEV	0.0	0.0	10.0	激增	3.6%	12	19	12%	39%	5.0%	7.0%
	合计	98.8	128	90	-29%	33%	80	101	-5.9%	6%	32%	37%
10-15万	BEV	45.8	96.4	140	45%	22%	156	185	5%	15%	25%	27%
	PHEV	11.9	25.6	40	56%	6.2%	62	82	25%	43%	10%	12%
	REEV	0.0	1.2	2.0	65%	0.3%	3.1	10	25%	127%	0.5%	1.5%
	合计	57.7	123	182	48%	28%	221	278	10%	24%	36%	41%
15-20万	BEV	28.2	74.1	95	28%	24%	102	122	4%	13%	26%	28%
	PHEV	13.3	50.2	80	59%	21%	102	130	13%	28%	26%	30%
	REEV	0.0	2.0	12	505%	3.1%	32	52	62%	108%	8.0%	12%
	合计	41.5	126	187	48%	48%	236	304	12%	28%	60%	70%
20-30万	BEV	48.2	76.2	145	90%	35%	174	202	10%	18%	40%	42%
	PHEV	14.6	30.6	45	47%	11%	61	77	16%	31%	14%	16%
	REEV	0.9	4.7	6.0	29%	1.4%	17	29	70%	119%	4.0%	6.0%
	合计	63.6	112	196	76%	47%	253	307	14%	25%	58%	64%
30万以上	BEV	22.9	50.6	60	18.7%	18%	93	115	25%	39%	25%	28%
	PHEV	5.0	11.2	25	123%	7.3%	37	49	22%	41%	10%	12%
	REEV	9.6	17.1	35	104%	10%	52	74	22%	45%	14%	18%
	合计	37.5	78.9	120	52%	35%	183	239	23%	41%	49%	58%
国内新能源乘用车零售量	BEV	244	425	520	22%	25.1%	593	706	7%	17%	29%	31%
	PHEV	44.8	118	200	70%	9.6%	275	358	17%	34%	13%	16%
	REEV	10.4	25.0	55	120%	2.7%	104	165	38%	73%	5.0%	7.2%
	总计	299	567	775	37%	37%	972	1229	12%	26%	47%	54%
国内乘用车零售量		2007	2053	2073	1.0%	100%	2073	2286	0.0%	5.0%	100%	
10万以下		407	345	276	-20%	13%	249	274	-5%	-0.3%	12.0%	
10-15万		690	648	648	0%	31%	622	686	-2.1%	2.8%	30.0%	
15-20万		325	389	389	0%	19%	394	434	0.7%	5.7%	19.0%	
20-30万		326	363	418	15%	20%	435	480	2.1%	7.2%	21.0%	
30万以上		259	307	342	11%	17%	373	411	4.4%	9.7%	18.0%	
乘用车出口量	新能源	30.7	67.5	110	63%	33%	158	216	20%	40%	36%	38%
	整体	161	253	335	32%	100%	443	566	15%	30%	100%	100%
乘用车新增库存	新能源	6.0	29	30	5%							
	整体	-75	34	40	16%							
乘用车产量	新能源	336	664	915	38%	37%	1131	1445	11%	26%	45%	51%
	整体	2094	2340	2448	4.6%	100%	2517	2852	1.4%	7.9%	100%	100%

单位：万辆
备注：红色底色单元格为假设值
资料来源：乘联会，中信建投

- 我们预计2023年国内新能源乘用车产量可达915万辆，其中国内零售775万，同比+37%，渗透率37%；出口110万辆，同比+63%。
- 2025年国内新能源车零售销量有望达972-1229万辆，对应渗透率47%-54%，其中15-20万、20-30万有望超过六成；30万以上超过五成。

目录

- 一. 长期总量：复盘海外各国，人均保有量及销量具备提升空间
- 二. 短期景气：降价增配、刺激政策托底国内总量，出口强化韧性
- 三. 结构增量：增换购下中高端占比提升，25年电动化率有望超五成
- 四. 格局演变：电动化推动自主品牌崛起，新车供给加速导致竞争加剧**
- 五. 竞争要素：规模化放量及降本增效是首要，智能驾驶是中长期胜负手
- 六. 投资建议：看好新势力发力高端市场，关注传统自主电动化拐点

格局：电动化推动自主品牌崛起-市占率提升

- 2021年至今，国内自主品牌乘用车销量增长强劲，2022年/2023年H1市占率同比分别提升4.2/7.2个百分点；2023年上半年自主品牌、欧系、日系、美系及韩系市占率分别约54%、20%、15%、10%、1.6%，其中日系下滑幅度较大。
- 新能源贡献了自主品牌绝大部分增量，2023年H1自主品牌电动化率约47%，贡献增量比例约67%，自主品牌新能源乘用车市占率约79%；此外，美系因特斯拉降价后放量，电动化率及市占率分别提升至47%、13.5%。

表： 2021-2023年国内乘用车销量分车系分布（单位：万辆）

		2021年销量	市占率	2022年销量	市占率	同比增速	销量变动	渗透率	2022年H1销量	市占率	2023年H1销量	市占率	同比增速	销量变动	渗透率
乘用车整体	中系	899	45%	1005	49%	11.8%	106		467	46%	593	54%	27.0%	126	
	欧系	468	23%	467	23%	-0.2%	-0.7		222	22%	221	20%	-0.4%	-1.0	
	日系	444	22%	419	20%	-5.7%	-25		208	21%	167	15%	-19.6%	-41	
	美系	218	11%	192	9.3%	-12.1%	-26		94	9.4%	107	10%	13.5%	13	
	韩系	49.1	2.4%	34.7	1.7%	-29.4%	-14.4		15.6	1.5%	18.2	1.6%	16.8%	2.6	
	总计	2007	100%	2053	100%	2.3%	46		1007	100%	1107	100%	9.9%	100	
新能源乘用车	中系	248	74%	479	82%	93.5%	232	47.7%	194	78%	279	79%	44.1%	85	47.0%
	欧系	30	9.1%	38	6.5%	25.6%	7.8	8.2%	20	8.0%	22	6.2%	9.4%	1.9	9.9%
	日系	4.4	1.3%	6	1.0%	33.7%	1.5	1.4%	3	1.2%	3.2	0.9%	5.3%	0.2	1.9%
	美系	50	15%	59	10%	18.7%	9.4	31.0%	32	13%	51	14%	58.6%	18.7	47.1%
	韩系	0.4	0.1%	0.1	0.0%		-0.2	0.4%	0.1	0.0%	0.0	0.0%		-0.1	0.0%
	总计	333	100%	583	100%	75.1%	250	28.4%	248	100%	354	100%	42.7%	106	32.0%

资料来源：乘联会，中汽协，中信建投

格局：电动化推动自主品牌崛起-高端化

图表：2021/2023年乘用车分价格带及分品牌销量（单位：万辆）

	2021年总计		市占率	2022年总计		市占率	同比增速	2022年H1总计		市占率	2023年H1总计		市占率	同比增速	2023年H1新能源总计	市占率	渗透率
5万以下	69.3			57.1			-17.6%	33.2			10.3			-69.1%	8.7		
中系	69.1	100%		57.9	101%		-16.3%	33.2	100%		10.3	100%		-69.1%	8.7	100%	85%
[5,10)	337.3			288.1			-14.6%	173.5			173			-0.5%	39.3		23%
中系	305.0	90.4%		254.8	88.5%		-16.4%	135.5	78.1%		148.3	86%	9.5%		36	92%	24%
欧系	32.8	9.7%		25.7	8.9%		-21.5%	14.9	8.6%		8.5	4.9%	-43.1%		3.1	7.9%	37%
日系	41.3	12.2%		22.1	7.7%		-46.5%	11.6	6.7%		6.9	4.0%	-40.5%			0.0%	
美系	8.1	2.4%		5.9	2.1%		-26.9%	4.0	2.3%		5.2	3.0%	31.7%			0.0%	
韩系	25.3	7.5%		10.3	3.6%		-59.3%	7.5	4.3%		3.6	2.1%	-51.8%			0.0%	
[10,15)	689.8			648.4			-6.0%	312.8			362		15.9%		88.5		24%
中系	345.5	50%		373.4	58%		8.1%	171.1	55%		242.2	67%	41.6%		88	99%	36%
日系	164.8	24%		155.2	24%		-5.8%	77.9	25%		62.4	17%	-19.9%			0%	0%
欧系	91.2	13%		82.2	13%		-9.8%	38.5	12%		32.3	8.9%	-16.2%		0.6	0.6%	2%
美系	45.5	7%		36.3	6%		-20.3%	20.2	6%		15.3	4.2%	-24.1%			0%	0%
韩系	15.9	2%		17.1	3%		7.4%	5.1	2%		10.2	2.8%	99.4%		0.0	0%	0%
[15,20)	325.3			388.8			19.5%	169.1			187		10.8%		76.8		41%
中系	97.7	30%		168.3	43%		72.3%	68.3	40%		100.8	54%	47.6%		71	93%	71%
日系	124.5	38%		119.1	31%		-4.3%	58.0	34%		40.3	21.5%	-30.5%		1.4	1.8%	3%
欧系	59.2	18%		63.7	16%		7.5%	29.8	18%		33.0	17.6%	10.7%		2.2	2.9%	7%
美系	31.7	10%		28.4	7%		-10.4%	10.7	6%		9.7	5.2%	-9.7%		2.0	2.6%	20%
韩系	6.0	2%		5.2	1%		-13.1%	2.2	1%		3.6	1.9%	62.7%		0.0	0.0%	0%
[20,30)	326.4			363.4			11.3%	168.7			209		23.9%		91.0		44%
美系	81.8	25%		66.7	18%		-18.5%	29.3	17%		61.6	30%	110.6%		42.7	47%	69%
中系	54.4	17%		102.5	28%		88.5%	42.4	25%		51.1	24%	20.4%		37.9	42%	74%
欧系	100.1	31%		106.1	29%		6.0%	47.4	28%		50.9	24%	7.3%		8.6	9.5%	17%
日系	102.8	31%		99.1	27%		-3.5%	48.9	29%		44.6	21%	-8.7%		1.8	2.0%	4%
韩系	1.8	0.6%		2.1	0.6%		14.6%	0.7	0.4%		0.8	0.4%	6.8%		0.0	0%	0%
[30,40)	157.5			189.7			20.4%	88.0			104		18.4%		34.5		33%
欧系	91.9	58%		91.2	48%		-0.7%	41.4	47%		50.5	48%	22.2%		3.4	10%	7%
中系	21.5	14%		33.1	17%		54.0%	11.7	13%		28.5	27%	144.0%		25.4	74%	89%
美系	32.9	21%		44.6	24%		35.6%	24.1	27%		12.9	12.4%	-46.3%		5.7	16%	44%
日系	10.6	6.7%		21.6	11.4%		104.0%	10.9	12.4%		12.3	11.8%	12.7%		0.0	0%	0%
韩系	0.1	0.1%		0.1	0.0%		-53.9%	0.0	0.0%		0.0	0.0%	7.0%		0	0%	0%
40万以上	101.8			117.4			15.4%	62.0			61		-1.7%		15.5		25%
欧系	92.4	91%		97.9	83%		5.9%	49.7	80%		45.5	75%	-8.4%		3.9	25%	9%
中系	6.0	5.9%		15.4	13.1%		156.6%	5.1	8.3%		12.1	20%	135.6%		11.5	74%	95%
美系	18.1	18%		9.8	8%		-45.6%	6.2	10%		2.3	3.8%	-62.6%		0	1%	5%
日系	0.2	0.2%		1.9	1.6%		703.6%	1.0	1.5%		1.0	1.6%	1.0%		0.0	0%	0%
总计	2007			2053			2.3%	1007			1107		9.9%		354.4		32%

- 自主品牌在燃油乘用车市场仍集中在中低端。2022年20-30万、30-40万、40万以上价格带市占率分别约27%、17%、12%，低于整体。
- 高端新能源乘用车市场由自主品牌主导。2023年H1国内30-40万、40万以上价格带市占率均达74%；20-30万最低，但也达42%。新能源车放量推动自主品牌乘用车高端化。

总量格局：比亚迪在大众市场赶超，新势力高端市场起量

- 2021年至今，比亚迪及特斯拉分别在10-20万、20-30万乘用车市场销量超过大众（居第一），两家车企已实现全部新能源化；30万以上市场，BBA仍占据领先地位，2023年H1市占率49.6%，但理想及腾势等新势力品牌销量增长较快。

图表：2021-2023年国内乘用车分价格带及分品牌销量及市占率（单位：万辆）

2021年 销量 市占率			2022年 销量 市占率			2022年 H1销量 市占率			2023年 H1销量 市占率			2021年 销量 市占率			2022年 销量 市占率			2022年 H1销量 市占率			2023年 H1销量 市占率		
5万以下	70.1	3.4%		57.9	2.7%		33.2	3.3%		10.3	0.9%	[20,30)	340.9	16.4%		376.5	17.8%		168.7	16.7%		208.9	18.9%
五菱	50.1	71%	五菱	37.8	65%	五菱	21.6	65%	五菱	3.1	30%	大众	59.9	17.6%	大众	73.9	19.6%	大众	32.8	19.4%	特斯拉	42.0	20.1%
科莱威	4.7	6.7%	奇瑞	9.5	16.3%	奇瑞	5.4	16.2%	奇瑞	2.5	23.9%	丰田	57.1	16.8%	丰田	51.7	13.7%	丰田	27.6	16.4%	大众	34.0	16.3%
比亚迪	2.9	4.2%	东风	3.4	5.8%	东风	2.6	7.7%	几何	1.7	16.2%	本田	37.3	10.9%	比亚迪	44.1	11.7%	本田	18.3	10.9%	比亚迪	25.6	12.3%
其他	12.4	18%	其他	7.2	12%	其他	3.6	11%	其他	3.1	30%	特斯拉	32.4	9.5%	本田	42.7	11.3%	比亚迪	15.2	9.0%	丰田	21.5	10.3%
[5,10)	412.5	19.8%		318.9	15.1%		173.5	17.2%		172.6	15.6%	别克	20.8	6.1%	特斯拉	24.9	6.6%	特斯拉	10.5	6.2%	本田	20.9	10.0%
吉利	40.0	9.7%	吉利	36.1	11.3%	吉利	20.1	11.6%	奇瑞	22.5	13.1%	其他	133.4	39%	其他	139.2	37%	其他	64.2	38%	其他	65.0	31%
奇瑞	33.9	8.2%	五菱	32.4	10.1%	奇瑞	18.5	10.7%	长安	22.5	13.0%	[30,40)	157.0	7.6%		190.7	9.0%		88.0	8.7%		104.3	9.4%
五菱	28.3	6.9%	长安	32.3	10.1%	长安	12.2	7.0%	吉利	17.5	10.2%	宝马	31.4	20.0%	特斯拉	28.1	14.7%	特斯拉	18.5	21.0%	宝马	15.7	15.1%
长安	22.8	5.5%	奇瑞	30.8	9.7%	五菱	11.0	6.3%	五菱	15.4	8.9%	奔驰	21.7	13.8%	宝马	27.9	14.6%	宝马	13.3	15.1%	奔驰	13.7	13.1%
MG	21.7	5.3%	丰田	13.3	4.2%	MG	9.3	5.4%	MG	13.8	8.0%	奥迪	18.9	12.0%	奔驰	22.4	11.8%	奔驰	10.3	11.6%	奥迪	11.8	11.4%
其他	265.8	64%	其他	173.9	55%	其他	102.3	59%	其他	80.8	47%	特斯拉	14.9	9.5%	奥迪	21.1	11.0%	奥迪	8.1	9.2%	理想	9.7	9.3%
[10,15)	662.8	31.9%		664.2	31.4%		312.8	31.1%		362.4	32.7%	理想	9.0	5.8%	丰田	12.5	6.5%	丰田	6.3	7.2%	丰田	9.0	8.7%
大众	75.9	11.5%	大众	69.2	10.4%	大众	32.2	10.3%	比亚迪	46.5	12.8%	其他	61.1	39%	其他	78.8	41%	其他	31.6	36%	其他	44.3	42%
吉利	59.1	8.9%	比亚迪	62.6	9.4%	丰田	27.4	8.8%	长安	31.3	8.6%	40万以上	116.7	5.6%		125.0	5.9%		62.0	6.2%		60.9	5.5%
丰田	55.3	8.3%	丰田	61.7	9.3%	长安	25.4	8.1%	丰田	29.2	8.1%	奔驰	29.6	25.3%	宝马	32.8	26.2%	宝马	16.3	26.3%	宝马	15.5	25.5%
哈弗	55.1	8.3%	长安	58.4	8.8%	比亚迪	23.7	7.6%	大众	25.1	6.9%	奥迪	27.0	23.1%	奔驰	31.1	24.9%	奔驰	14.7	23.8%	奔驰	14.4	23.6%
本田	54.7	8.2%	日产	45.9	6.9%	本田	23.3	7.4%	奇瑞	25.0	6.9%	宝马	25.5	21.8%	奥迪	21.9	17.5%	奥迪	12.7	20.5%	奥迪	10.7	17.6%
其他	362.7	55%	其他	366.5	55%	其他	180.8	58%	其他	205.4	57%	别克	9.9	8.5%	沃尔沃	9.7	7.7%	沃尔沃	5.3	8.6%	腾势	4.5	7.3%
[15,20)	319.0	15.3%		384.7	18.2%		169.1	16.8%		187.4	16.9%	沃尔沃	9.2	7.9%	蔚来	9.5	7.6%	蔚来	4.7	7.6%	理想	4.3	7.0%
大众	54.8	17.2%	比亚迪	67.5	17.5%	大众	27.5	16.3%	比亚迪	37.3	19.9%	其他	15.6	13%	其他	20.1	16%	其他	8.2	13%	其他	11.6	19%
本田	43.9	13.8%	大众	59.1	15.4%	比亚迪	24.4	14.4%	大众	31.0	16.5%	总计	2079	100.0%		2118	100.0%		1007	100.0%		1107	100.0%
日产	36.5	11.4%	本田	43.2	11.2%	本田	21.7	12.8%	丰田	14.9	8.0%												
丰田	33.0	10.3%	丰田	39.8	10.3%	丰田	18.2	10.8%	本田	13.0	6.9%												
别克	18.7	5.9%	日产	30.7	8.0%	日产	15.4	9.1%	日产	10.2	5.5%												
其他	132.2	41%	其他	144.5	38%	其他	61.8	37%	其他	80.9	43%												

资料来源：乘联会，中汽协，中信建投 备注：2021-2022年销量为乘联会国内零售销量；2023H1和2022H1为中汽协批发销量口径。

新能源格局：比亚迪统治大众市场，特斯拉/理想高端市场占优

- 2022年至今，比亚迪在10-20万新能源乘用车市占率接近一半（埃安约12.7%），5-10万市占率大幅提升至21%；特斯拉在20-30万价格带市占率大幅提升至46%；理想在30-50万价格带市占率约28%，蔚来及腾势分别约10.4%、8.9%。

图表：2021-2023年国内新能源乘用车分价格带及分品牌销量及市占率（单位：万辆）

	2021年 销量	市占率	2022年 销量	市占率	2022年 H1销量	市占率	2023年 H1销量	市占率
5万以下	57.0	17.1%	52.2	8.9%	29.4	11.9%	8.7	2.5%
五菱	42.9	75%	34.1	65%	19.3	66%	2.7	31%
科莱威	4.7	8.2%	9.5	18.1%	5.4	18.3%	2.5	28.2%
长安	1.9	3.4%	2.7	5.2%	2.0	6.9%	1.7	19.1%
其他	7.5	13%	5.9	11%	2.7	9%	1.9	22%
[5,10)	42.6	12.8%	75.0	12.9%	32.8	13.2%	39.3	11.1%
欧拉	8.4	19.7%	13.9	18.6%	5.3	16.1%	8.1	20.7%
奇瑞	7.7	18.1%	9.9	13.1%	4.7	14.4%	7.7	19.7%
哪吒	5.8	13.7%	9.6	12.9%	4.1	12.6%	6.4	16.3%
长安	5.7	13.5%	9.6	12.7%	3.3	10.1%	3.1	7.9%
零跑	3.9	9.3%	6.2	8.2%	2.6	7.9%	2.7	6.8%
其他	11.0	26%	25.8	34%	12.7	39%	11.3	29%
[10,15)	62.7	18.8%	124.0	21.3%	48.6	19.6%	88.5	25.0%
比亚迪	27.4	43.7%	62.6	50.5%	23.7	48.8%	46.5	52.5%
埃安	8.7	13.8%	15.8	12.7%	6.9	14.2%	16.5	18.6%
欧拉	5.1	8.1%	8.6	7.0%	3.1	6.4%	8.5	9.6%
东风	3.1	4.9%	4.8	3.9%	2.6	5.4%	3.3	3.8%
吉利	2.8	4.5%	4.7	3.8%	2.0	4.1%	1.4	1.6%
其他	15.6	25%	27.5	22%	10.3	21%	12.3	14%
[15,20)	45.3	13.6%	124.1	21.3%	47.0	18.9%	76.8	21.7%
比亚迪	12.6	27.8%	67.5	54.4%	24.4	51.9%	37.3	48.6%
荣威	4.9	10.9%	9.6	7.7%	2.5	5.2%	4.5	5.9%
小鹏	3.2	7.0%	4.0	3.2%	2.1	4.4%	4.0	5.2%
埃安	3.0	6.7%	3.8	3.1%	1.9	4.0%	2.8	3.6%
大众	3.0	6.6%	3.1	2.5%	1.7	3.6%	2.2	2.9%
其他	18.6	41%	36.1	29%	14.5	31%	26.0	34%

	2021年 销量	市占率	2022年 销量	市占率	2022年 H1销量	市占率	2023年 H1销量	市占率
[20,30)	74.0	22.2%	119.1	20.4%	47.1	19.0%	91.0	25.7%
特斯拉	32.4	43.8%	44.1	37.0%	15.2	32.4%	42.0	46.1%
比亚迪	17.6	23.7%	24.9	20.9%	10.5	22.4%	25.6	28.2%
大众	8.1	11.0%	15.7	13.2%	7.0	14.8%	4.5	4.9%
小鹏	4.9	6.6%	7.3	6.1%	4.2	8.8%	3.2	3.5%
红旗	1.8	2.4%	5.1	4.2%	1.8	3.8%	2.1	2.3%
其他	9.2	12%	22.1	19%	8.4	18%	13.7	15%
[30,40)	34.3	10.3%	61.5	10.5%	30.6	12.3%	34.5	9.7%
特斯拉	14.9	43.3%	28.1	45.6%	18.5	60.5%	9.7	28.0%
理想	9.0	26.4%	7.5	12.3%	6.0	19.8%	5.7	16.5%
蔚来	4.9	14.2%	4.9	8.0%	1.3	4.1%	3.9	11.2%
宝马	2.4	7.0%	3.4	5.6%	0.8	2.7%	2.6	7.4%
小鹏	1.0	2.9%	2.9	4.7%	0.8	2.6%	2.2	6.5%
其他	2.1	6%	14.6	24%	3.2	10%	10.5	30%
40万以上	17.0	5.1%	27.1	4.6%	12.9	5.2%	15.5	4.4%
宝马	4.5	26.5%	9.5	35.0%	4.7	36.5%	4.5	28.7%
蔚来	4.4	25.9%	5.9	21.8%	4.3	33.6%	4.3	27.4%
奔驰	4.4	25.6%	3.9	14.4%	2.1	16.2%	2.1	13.8%
沃尔沃	2.2	12.8%	3.5	12.8%	0.7	5.6%	1.3	8.4%
奥迪	0.6	3.5%	1.1	4.0%	0.4	3.5%	1.2	7.7%
其他	1.0	6%	3.3	12%	0.6	5%	2.2	14%
	333	100%	583	100%	248	100%	354	100%

资料来源：乘联会，中汽协，中信建投 备注：2021-2022年销量为乘联会国内零售销量；2023H1和2022H1为中汽协批发销量口径。

纯电格局：比亚迪、特斯拉及蔚来主导中高端市场

- 比亚迪在稳固10-20万纯电乘用车市场后，上下齐攻20-30万、5-10万价格带；2023年特斯拉在20-40万价格带市占率稳定在54%上下，降价后20-30万市占率提升至六成；蔚来在30万以上纯电市场具备领先优势，6月降价后迅速起量。

图表：2021-2023年国内纯电动乘用车分价格带及分品牌销量及市占率（单位：万辆）

EV	2021年销量	市占率	2022年销量	市占率	2022年H1销量	市占率	2023年H1销量	市占率
5万以下	57.0	21.3%	52.2	12.0%	29.4	15.4%	8.7	3.5%
五菱	42.9	75%	五菱	34.1	65%	五菱	19.3	66%
科莱威	4.7	8.2%	奇瑞	9.5	18.1%	奇瑞	5.4	18.3%
长安	1.9	3.4%	东风	2.7	5.2%	东风	2.0	6.9%
其他	0.0	0%	其他	0.0	0%	其他	0.0	0%
[5,10)	42.6	15.9%	75.0	17.3%	32.8	17.2%	35.1	13.9%
欧拉	8.4	19.7%	长安	13.9	18.6%	长安	5.3	16.1%
奇瑞	7.7	18.1%	奇瑞	9.9	13.1%	奇瑞	4.7	14.4%
哪吒	5.8	13.7%	五菱	9.6	12.9%	哪吒	4.1	12.6%
长安	5.7	13.5%	哪吒	9.6	12.7%	零跑	3.3	10.1%
零跑	3.9	9.3%	零跑	6.2	8.2%	欧拉	2.6	7.9%
其他	0.0	0%	其他	0.0	0%	其他	0.0	0%
[10,15)	49.5	18.5%	97.8	22.5%	39.0	20.4%	72.3	28.7%
比亚迪	16.0	32.4%	比亚迪	40.3	41.2%	比亚迪	15.5	39.7%
埃安	8.7	17.5%	埃安	15.8	16.1%	埃安	6.9	17.6%
欧拉	5.1	10.3%	东风	8.6	8.8%	欧拉	3.1	8.0%
东风	3.1	6.2%	几何	4.8	4.9%	东风	2.6	6.7%
吉利	2.5	5.0%	欧拉	4.7	4.8%	哪吒	2.0	5.1%
其他	0.0	0%	其他	0.0	0%	其他	0.0	0%
[15,20)	29.4	11.0%	70.3	16.2%	27.5	14.4%	41.6	16.5%
比亚迪	4.6	15.6%	比亚迪	23.8	33.9%	比亚迪	9.3	33.7%
小鹏	3.2	10.7%	埃安	9.6	13.7%	埃安	2.5	9.0%
埃安	3.0	10.3%	几何	3.8	5.4%	小鹏	1.9	6.9%
大众	3.0	10.2%	别克	3.4	4.8%	几何	1.7	6.1%
威马	2.7	9.2%	小鹏	3.1	4.4%	威马	1.4	5.2%
其他	0.0	0%	其他	0.0	0%	其他	0.0	0%
[20,30)	56.9	21.3%	81.9	18.9%	32.5	17.1%	69.3	27.5%
特斯拉	32.4	57.0%	特斯拉	24.9	30.4%	特斯拉	10.5	32.4%
比亚迪	9.7	17.1%	比亚迪	20.4	24.9%	比亚迪	7.2	22.0%
小鹏	4.9	8.7%	大众	11.4	14.0%	大众	4.8	14.7%
大众	4.6	8.1%	小鹏	7.3	8.9%	小鹏	4.2	12.8%
红旗	1.8	3.1%	极氪	5.1	6.2%	极氪	1.3	4.1%
其他	0.0	0%	其他	0.0	0%	其他	0.0	0%
[30,40)	24.0	9.0%	42.8	9.9%	22.6	11.9%	19.3	7.6%
特斯拉	14.9	62.0%	特斯拉	28.1	65.5%	特斯拉	18.5	81.7%
蔚来	4.9	20.4%	宝马	3.4	8.0%	宝马	1.3	5.6%
宝马	2.3	9.5%	蔚来	2.9	6.8%	小鹏	0.8	3.7%
小鹏	1.0	4.1%	极氪	2.1	5.0%	极氪	0.6	2.5%
极氪	0.4	1.5%	比亚迪	2.0	4.6%	蔚来	0.5	2.3%
其他	0.0	0%	其他	0.0	0%	其他	0.0	0%
40万以上	8.2	3.1%	14.1	3.2%	7.0	3.7%	5.7	2.3%
蔚来	4.4	53.5%	蔚来	9.5	67.2%	蔚来	4.70	67.0%
宝马	2.1	26.0%	宝马	1.8	12.8%	宝马	1.13	16.1%
奔驰	0.7	8.0%	特斯拉	0.8	5.5%	特斯拉	0.45	6.4%
红旗	0.5	6.7%	奔驰	0.7	5.1%	奔驰	0.42	5.9%
小鹏	0.3	3.9%	红旗	0.5	3.3%	红旗	0.24	3.4%
其他	0.0	0%	其他	0.0	0%	其他	0.0	0%
总计	267.6	100%	434.1	100%	190.9	100%	252.0	100%

资料来源：乘联会，中汽协，中信建投 备注：2021-2022年销量为乘联会国内零售销量；2023H1和2022H1为中汽协批发销量口径。

混动格局：比亚迪及理想主导中高端市场

- 比亚迪是国内PHEV乘用车市场王者，2023年上半年在30万价格带市占率约73%，规模优势支撑公司插混价格带持续下沉，秦plus冠军版是目前唯一一款售价低于10万的插混车型。理想汽车在30万以上增程乘用车市场具备统治地位。

图表：2021-2023年国内插混及增程乘用车分价格带及分品牌销量及市占率（单位：万辆）

PHEV/REEV	2021年销量	市占率	2022年销量	市占率	2022年H1销量	市占率	2023年H1销量	市占率			
[5,10)							4.3	4.2%			
						比亚迪	4.3				
						其他	0.0				
[10,15)	13.2	20.2%	26.2	17.6%	9.6	16.7%	16.2	15.8%			
比亚迪	11.4	86.2%	比亚迪	22.3	85.2%	比亚迪	8.2	85.7%	比亚迪	14.0	86.4%
荣威	0.81	6.2%	吉利	2.4	9.0%	日产	0.80	8.4%	哈弗	0.92	5.7%
日产	0.63	4.8%	日产	1.4	5.3%	吉利	0.47	4.9%	零跑	0.45	2.8%
其他	0.38	2.9%	其他	0.11	0.4%	其他	0.10	1.1%	其他	0.83	5.1%
[15,20)	15.9	24.3%	53.8	36.2%	19.6	34.0%	35.2	34.4%			
比亚迪	8.0	50.6%	比亚迪	43.6	81.1%	比亚迪	15.2	77.4%	比亚迪	23.4	66.4%
荣威	2.8	17.9%	长安	2.0	3.7%	长安	1.3	6.9%	深蓝	3.4	9.5%
MG	1.4	8.7%	深蓝	1.6	3.1%	别克	0.62	3.2%	哈弗	1.8	5.2%
别克	1.4	8.7%	荣威	1.6	3.0%	MG	0.61	3.1%	长安	1.6	4.6%
领克	0.62	3.9%	哈弗	1.0	1.9%	荣威	0.51	2.6%	欧尚	1.1	3.1%
其他	1.6	10.3%	其他	3.9	7.2%	其他	1.3	6.8%	其他	3.9	11.2%

PHEV/REEV	2021年销量	市占率	2022年销量	市占率	2022年H1销量	市占率	2023年H1销量	市占率			
[20,30)	17.2	26.3%	37.2	25.0%	14.5	25.3%	21.7	21.2%			
比亚迪	7.9	45.8%	比亚迪	23.7	63.7%	比亚迪	8.1	55.7%	比亚迪	15.2	70.0%
大众	3.5	20.6%	AITO	4.5	12.0%	大众	2.2	15.0%	大众	1.9	8.6%
本田	1.6	9.2%	大众	4.3	11.5%	AITO	1.8	12.4%	AITO	1.3	6.1%
丰田	1.2	7.3%	本田	1.4	3.7%	本田	0.79	5.5%	哪吒	0.93	4.3%
MG	1.1	6.1%	WEY	0.95	2.6%	领克	0.57	3.9%	WEY	0.66	3.0%
其他	1.9	10.9%	其他	2.4	6.5%	其他	1.1	7.6%	其他	1.7	7.9%
[30,40)	10.3	15.8%	18.6	12.5%	7.9	13.8%	15.2	14.9%			
理想	9.0	87.6%	理想	7.5	40.5%	理想	6.0	76.1%	理想	9.7	63.4%
岚图	0.57	5.5%	比亚迪	3.0	15.9%	领克	0.79	10.0%	WEY	1.2	7.6%
腾势	0.32	3.1%	AITO	2.6	13.8%	岚图	0.54	6.8%	腾势	1.1	7.3%
DS	0.13	1.2%	理想	1.9	10.1%	WEY	0.25	3.2%	岚图	1.1	7.1%
宝马	0.12	1.1%	领克	1.4	7.6%	AITO	0.23	2.9%	比亚迪	1.0	6.9%
其他	0.15	1.4%	其他	2.3	12.1%	其他	0.09	1.1%	其他	1.2	7.8%
40万以上	8.8	13.4%	13.0	8.7%	5.9	10.2%	9.8	9.5%			
奔驰	3.7	42.2%	奔驰	5.2	39.9%	奔驰	3.9	66.7%	理想	4.3	43.5%
宝马	2.4	27.0%	理想	3.9	30.0%	宝马	1.0	16.4%	腾势	4.1	42.2%
沃尔沃	2.2	24.7%	宝马	1.7	12.8%	沃尔沃	0.72	12.2%	奔驰	0.64	6.5%
奥迪	0.43	4.9%	沃尔沃	1.1	8.3%	奥迪	0.13	2.3%	沃尔沃	0.42	4.3%
路虎	0.09	1.0%	腾势	0.48	3.7%	路虎	0.13	2.2%	宝马	0.21	2.2%
其他	0.02	0.2%	其他	0.70	5.4%	其他	0.01	0.2%	其他	0.13	1.3%
总计	65.3	100%	148.8	100%	57.5	100%	102.4	100%			

资料来源：乘联会，中汽协，中信建投 备注：2021-2022年销量为乘联会国内零售销量；2023H1和2022H1为中汽协批发销量口径。

目录

- 一. 长期总量：复盘海外各国，人均保有量及销量具备提升空间
- 二. 短期景气：降价增配、刺激政策托底国内总量，出口强化韧性
- 三. 结构增量：增换购下中高端占比提升，25年电动化率有望超五成
- 四. 格局演变：电动化推动自主品牌崛起，新车供给加速导致竞争加剧
- 五. 竞争要素：规模化放量及降本增效是首要，智能驾驶是中长期胜负手**
- 六. 投资建议：看好新势力发力高端市场，关注传统自主电动化拐点

新车战略：丰富产品矩阵，发力高端化，巩固规模优势

图表：2023年至今比亚迪、特斯拉及造车新势力新车型上市规划

车企	车型名称	技术路线	车型	级别	指导价(万元)		7月销量 (辆)	上市时间
					下限	上限		
比亚迪	秦PLUS DM-i冠军版	PHEV	CAR	A	9.98	14.58	30322	2023.2
	海鸥	BEV	CAR	A00	7.38	8.98	30700	2023.4
	唐DM-i冠军版	PHEV	SUV	B	20.98	23.38	14650	2023.4
	汉DM-i冠军版	PHEV	CAR	B	18.98	29.18	14051	2023.5
	汉EV冠军版	BEV	CAR	B	20.98	29.98	11860	2023.5
	宋PLUS DM-i冠军版	PHEV	SUV	A	16.48	21.88	24643	2023.6
	护卫舰07	PHEV	SUV	B	20.28	28.98	4030	2023.1
	腾势D9	PHEV	MPV	B	33.58	44.58	10241	2023.1
		BEV	MPV	B	39.58	46.58	918	2023.1
	腾势N7	BEV	SUV	B	30.18	37.98	待交付	2023.6
	腾势N8	EV/PHEV	SUV	B	待定		待交付	2023.8
	仰望U8	PHEV	SUV	D	109.8		待交付	2023.8
	方程豹 豹5	PHEV	SUV	B	待定		待交付	2023.8
	海豹DM-i	PHEV	CAR	B	待定		待交付	2023.8
特斯拉	Model 3 highland	BEV	CAR	B	待定		待交付	2023.9
	Cybertruck	BEV	皮卡	B/C	待定		待交付	2023Q4
	Model Y highland	BEV	SUV	B	待定		待交付	2024
	Model Q	BEV	CAR	B	待定		待交付	待定
理想	L7	REEV	SUV	C	31.98	37.98	12183	2023.3
	Mega	BEV	MPV	C	50	60	待交付	2023Q4
	L6	REEV	SUV	B	20	30	待交付	2024Q1
	w02/w03/w04	BEV	SUV	B/C	20	40	待交付	2024Q2
蔚来	ET5T	BEV	CAR	B	29.8	35.6	3662	2023.6
	EC7	BEV	SUV	C	51.6	54.8	493	2023.3
	ES6	BEV	SUV	B	33.8	39.6	11118	2023.5
小鹏	P7i	BEV	CAR	B	24.99	33.99	4666	2023.3
	G6	BEV	SUV	B	20.99	27.69	5260	2023.6

- ✓ 极致性价比：秦、海鸥等价格下探，15万以内价格带走量
- ✓ 巩固基本盘：宋/唐/汉等增配降价，支撑15-30万价格带高市占率
- ✓ 发力高端化：腾势、方程豹、仰望等高端品牌拓展30万以上高端市场
 - 拓展新品类：电动皮卡Cybertruck
 - 巩固基本盘：爆款车型Model 3/y 全球扩产，降价改款强化性价比
 - 打造新爆款：极致降本推出20万以内价格带首款车型Model Q
- ◆ 产品定位：20万以上家庭用车
- ◆ 价格下沉：20-30万首款增程车型L6
- ◆ 补齐纯电：2024年一次性上市4款纯电



资料来源：公司官网，汽车之家，中信建投

新车战略：丰富产品矩阵，发力高端化，巩固规模优势

图表：2023年至今传统主机厂及部分新势力品牌新能源新车型上市规划

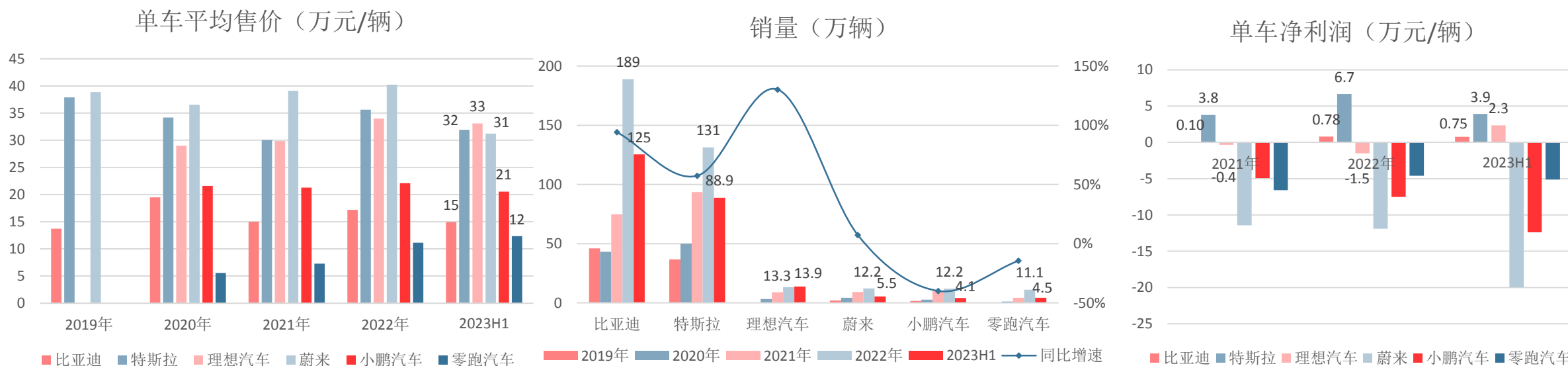
车企	车型名称	技术路线	车型	级别	指导价(万元)		7月销量 (辆)	上市时间
					下限	上限		
长安	长安UNI-V IDD	PHEV	CAR	A	14.49	15.99	3003	2023.2
	深蓝S7	REEV	SUV	B	16.99	19	8103	2023.5
		BEV	SUV	B	18.99	23	948	2023.5
	欧尚Z6 idd	PHEV	SUV	A	15.58	17.58	7734	2023.2
	启源A07	REEV/EV	CAR	C	待定		待交付	2023.8
	三款插电混动	PHEV	SUV/CAR	A/B	待定		待交付	2023.9
长城	阿维塔E12	BEV	CAR	B	待定		待交付	2023Q4
	哈弗二代大狗PHEV	PHEV	SUV	A	16.28	17.58	2565	2023.4
	哈弗枭龙 PHEV	PHEV	SUV	A	13.98	17.98	6128	2023.5
	WEY蓝山 DHT	PHEV	SUV	C	27.38	30.88	5701	2023.4
	坦克500 PHEV	PHEV	SUV	C	33.5		2420	2023.6
	哈弗猛龙 PHEV	PHEV	SUV	A	待定		待交付	2023.8
吉利	WEY高山 DHT	PHEV	MPV	C	待定		待交付	2023.9
	银河L7	PHEV	SUV	A	15.37	17.37	10008	2023.6
	极氪X	BEV	SUV	A	20.98	22.98	4660	2023.5
	领克08	PHEV	SUV	B	21.8	27.8	待交付	2023.8
	银河L6	PHEV	CAR	A	待定（预估12-15）		待交付	2023.8
	银河E8	BEV	CAR	待定	待定（预估18-24）		待交付	2023Q4
埃安	极氪CS1E	BEV	CAR	待定	待定		待交付	2023Q4
埃安	HYPER GT	BEV	CAR	B	21.99	33.99	2184	2023.6
零跑	C01	BEV	CAR	B	14.98	22.88	2090	2023.1
	零跑C11	REEV	SUV	B	14.98	18.58	3907	2023.1
五菱	宝骏云朵	BEV	SUV	A	9.58	12.38	1818	2023.8
合众	哪吒GT	BEV	CAR	B	17.88	22.68	2195	2023.4
	哪吒S	REEV	CAR	B	21.88	24.28	1500	2023.1
		BEV	CAR	B	27.28	32.28	210	2023.1
	哪吒AYA	BEV	SUV	A0	7.38		待交付	2023.8
丰田	bZ3	BEV	CAR	B	16.98	19.98	2373	2023.3
飞凡	F7	BEV	CAR	B	22.99	30.19	2157	2023.3
智己	LS7	BEV	SUV	C	32.98	45.98	1572	2023.1

- 长安、长城、吉利2023年加速新能源转型，发力15-30万混动市场，且多以全新品牌或产品序列推出新车型，重点车型包括深蓝S7、启源A07、魏牌蓝山/高山、哈弗枭龙/猛龙、银河L7/L6等。
- 传统主机厂新车战略主要对标比亚迪主力混动车型，新车型上量是首要目标。零跑、深蓝、启源及哪吒同款车型同时布局增程及纯电两种技术路线。

竞争要素：降本增效是核心，高端化及规模是胜负手

- 在新能源车新车供给加速及渗透率增速边际放缓的现状下，2023年车企降价增配下产销及盈利表现分化较大，核心影响因素是车型定位（中高低端）及规模效应（产销规模）：
- ✓ 比亚迪及特斯拉分别在大众、高端新能源车市场确立领先优势，2023年比亚迪通过丰富产品矩阵及高端化，特斯拉通过降价促销及新产能加速投放，仍实现较好销量增长及盈利表现，销量同比+50%-100%，单车净利润大幅领先行业；
- ✓ 蔚小理聚焦20万元以上中高端市场，2023年理想通过新车投放确立30万以上家庭用车领先优势，H1销量同比+130%，单车净利润从亏损大幅提升至2.3万元；蔚来及小鹏6月以后通过降价及推新车等方式，逐步产生销量预期拐点。

图：比亚迪、特斯拉及造车新势力单车售价、销量及单车净利润



资料来源：公司公告，wind，中信建投

备注：单车平均售价为不含增值税官方指导价

比亚迪单车净利润未包含子公司比亚迪电子

竞争要素：中长期智驾是技术及功能端胜负手

- 2023年上半年标配NOA功能（L2+级城市导航辅助驾驶）的车辆交付量达到20.94万辆，同比增长109%；配置车型数量超过50款，约为去年同期2倍多（高工智能汽车统计口径）。虽然NOA的渗透率仅约2%，但发展势头不错；一方面，搭载NOA车型的数量增加、价格下探；另一方面，华为、小鹏、理想等更高性能的城市NOA功能逐步在今年落地。
- 城市智驾有望成为主机厂差异化竞争优势，当前特斯拉、华为、小鹏等研发及产业化进度领先。我们预计：2025年，L2系统渗透率有望达45%，L3系统实现量产应用，渗透率达到5%；2030年，L3系统渗透率达到40%，L4系统初步实现量产，渗透率达到15%。

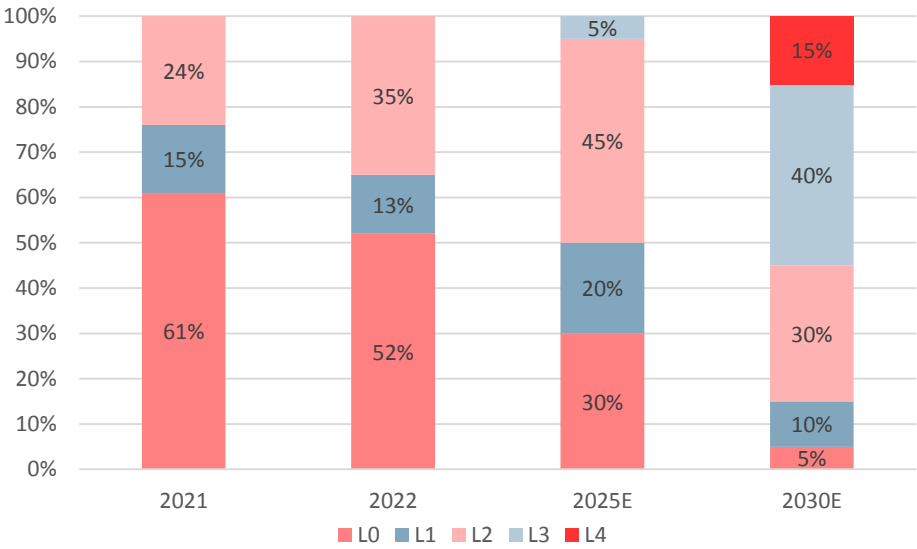
图：特斯拉及造车新势力智能驾驶产业化进展

主机厂	城市NOA（导航辅助驾驶）落地计划
特斯拉	2020年10月启动FSD Beta海外测试，截至2023年中累计行驶里程达5亿公里。
华为赛力斯	截至2023年8月，基于高精地图的城市NCA已在深圳、上海、广州、杭州及重庆落地；目标Q3实现15个无图城市的落地，Q4再新增30个无图城市的落地，达到45城。
小鹏汽车	城市NGP自2022年9月在广州试点，2023年Q2在广州、深圳、上海、北京开放基于高精地图的城市NGP，目标年底实现50个城市无高精地图的NGP。
理想汽车	城市 NOA 在2023年 6 月份推送内测用户，不依赖高精地图，目标年底向全国 100 个城市推送。
蔚来汽车	城市 NOA 导航辅助驾驶会在 2023 年底开始落地。
长城毫末智行	NOH已经在保定和北京做大规模泛化测试，即将在2023Q3实现功能落地，目标到2024年上半年将推广至100个城市。

资料来源：公司官网，中信建投

备注：NOA指领航辅助驾驶，是在自适应巡航、车道保持等基础L2级功能上，增加变道、超车、进出匝道等功能，能按导航路线实现“点到点”的全过程辅助驾驶。根据场景，NOA分为高速NOA和城市NOA，城市NOA难度最大。

图：国内乘用车智能驾驶L0至L4渗透率预测



资料来源：高工智能汽车，中汽协，中信建投

目录

- 一. 长期总量：复盘海外各国，人均保有量及销量具备提升空间
- 二. 短期景气：降价增配、刺激政策托底国内总量，出口强化韧性
- 三. 结构增量：增换购下中高端占比提升，25年电动化率有望超五成
- 四. 格局演变：电动化推动自主品牌崛起，新车供给加速导致竞争加剧
- 五. 竞争要素：规模化放量及降本增效是首要，智能驾驶是中长期胜负手
- 六. 投资建议：看好新势力发力高端市场，关注传统自主电动化拐点

投资建议：看好新势力/比亚迪发力高端市场，关注传统自主电动化拐点

• 核心观点：

- 1、当前汽车需求虽仍受宏观环境压制，但降价增配、刺激政策等托底国内总量，出口强化韧性，预计9月进入消费旺季后，行业景气将回升；
- 2、国内售价20万元以上新能源乘用车是核心增量市场，新车供给加速下，规模化走量及高端化是车企降本增效主要手段，城市智驾是胜负手；
- 3、新能源整车竞争加剧下，看好造车新势力及比亚迪受益高端市场扩容+替代BBA增量空间，关注传统自主品牌电动化转型拐点。

• 研究结论：

- 1、参照国家人均GDP目标、复盘海外国家保有量及销量，2035年中国汽车年销量有望达4千万辆，22-35年CAGR=3.2%；当前汽车需求仍受宏观环境压制，但降价增配、刺激政策等托底国内总量，出口强化韧性，预计23年乘用车产量2448万，同比+4.6%，其中出口335万辆，同比+32%。
- 2、国内乘用车需求已从首购转向增换购，消费结构K型分化，23年1-7月>20万元价格带零售量同比+18%；而新能源车贡献中高端市场增量，售价15-30万电动化率同比+11pct。当前EV销量增速边际放缓，电池降本及超充普及速度边际影响较大；插混降价增配加速渗透，预计2023年国内新能源乘用车产量为915万，同比+38%；25年有望达1445万辆，渗透率51%，CAGR 26%，其中>20万元价格带占比约44%，渗透率约61%。
- 3、智能电动化推动自主品牌市占率提升及高端化，比亚迪国内市占率跃居首位，新势力在高端市场起量，比亚迪、特斯拉及理想确立领先地位。23年新车供给加速、降价促销、盈利分化加大等现状将导致行业竞争加剧，特斯拉、小鹏、华为、理想等城市NOA覆盖场景及技术迭代加速。当前车企新车战略主要包括丰富产品矩阵、发力高端化、巩固规模优势等，降本增效及智驾是核心竞争要素，高端化及规模是战略方向。
- 4、高端市场扩容+替代BBA贡献增量空间，产品序列补齐及爆款打造+渠道完善是抓手。23年国内20万以上乘用车销量预计可达714万辆，同比+7.1%，其中新能源316万，同比+52%；22年BBA在中国销量合计192万辆，在>30万元价格带合计市占率稳定在五成。我们看好新势力发力高端市场，关注传统自主电动化拐点：1) 重点推荐理想汽车，公司正向循环持续强化，盈利向上弹性兑现，24年首款30万以下增程及4款纯电新车上市将贡献新增量空间，预计实现销量达60.6万辆，营收1950亿，净利润155亿元，对应PS 1.6倍、PE 20倍，维持“买入”评级。此外，建议关注蔚来/小鹏，当前困境反转预期强化，智驾领先优势夯实。2) 推荐比亚迪，公司作为全球新能源车龙头，确立技术、规模及成本领先实现量利齐升，高端化及全球化贡献中长期成长空间；关注长安/长城/吉利等传统自主，2023年新车供给强劲，关注电动化转型拐点。

增量空间：高端市场扩容+替代BBA

- 纯电、插混及增程渗透率最高的价格带分别是20-30万、15-20万、30-40万，对应渗透率分别为29%、18%、13%。
- 2023年30万以上EV销量增速回落，主要因为特斯拉等豪华品牌降价导致价格带下沉，1-7月20万以上销量同比+51%。

图表：国内新能源车分技术路线及价格带销量结构（单位：万辆）

2021年销量		占比	2022年销量		占比	同比增速	2022年1-7月销量		占比	2023年1-7月销量		占比	分价格带渗透率	同比增速
EV	244	100%	425	100%	74.1%		211	100%	251	100%	22%	19.3%		
5万以下	60.7	25%	51.2	12%	-15.6%		32.5	15.4%	19.8	7.9%	193%	-39.1%		
[5,10)	38.1	16%	76.3	18%	100.2%		38.1	18%	32.4	13%	19%	-15.1%		
[10,15)	45.8	19%	96.4	23%	110.3%		45.1	21%	69.1	27%	19%	53.3%		
[15,20)	28.2	12%	74.1	17%	162.9%		36.6	17%	41.9	17%	22%	14.4%		
[20,30)	48.2	20%	76.2	18%	58.0%		32.0	15%	60.7	24%	29%	89.3%	合计同比+51%，渗透率24%	
[30,40)	15.8	6.5%	37.3	8.8%	136.1%		19.1	9.1%	20.5	8.2%	20%	7.2%		
40万以上	7.1	2.9%	13.3	3.1%	85.7%		7.3	3.5%	7.1	2.8%	11.6%	-2.6%		
PHEV	44.8	100%	117.6	100%	162.7%		51.6	100%	94.1	100%	8.3%	82%		
[5,10)	0.0	0.0%	0.0	0.0%			0.0	0.0%	5.3	5.7%	3.1%	激增		
[10,15)	11.9	27%	25.6	22%	114.5%		12.2	24%	19.9	21%	5.5%	62.7%		
[15,20)	13.3	30%	50.2	43%	277.6%		21.5	42%	33.9	36%	18%	57.8%		
[20,30)	14.6	33%	30.6	26%	110.4%		13.5	26%	22.1	23%	10.6%	63.1%	合计同比+96%，渗透率9.3%	
[30,40)	0.7	1.6%	5.6	4.8%	669.4%		1.4	2.7%	6.0	6.4%	5.7%	激增		
40万以上	4.3	10%	5.6	4.8%	31.6%		3.0	5.7%	6.9	7.3%	11.3%	132.7%		
REEV	10.4	100%	25.0	100%	139.3%		11.5	100%	27.3	100%	2.4%	137%		
[10,15)	0.0	0.0%	1.2	4.8%			0.9	7.4%	0.6	2.2%	0.2%	-28.1%		
[15,20)	0.0	0.0%	2.0	7.9%			0.2	1.4%	5.3	20%	2.8%	激增		
[20,30)	0.9	8.2%	4.7	19%	447.3%		2.3	20%	2.7	10%	1.3%	17.2%	合计同比+103%，渗透率5.7%	
[30,40)	9.6	92%	13.1	52%	36.1%		8.2	71%	13.4	49%	13%	64.7%		
40万以上	0.0	0.0%	4.1	16%			0.0	0.2%	5.2	19%	8.5%	激增		



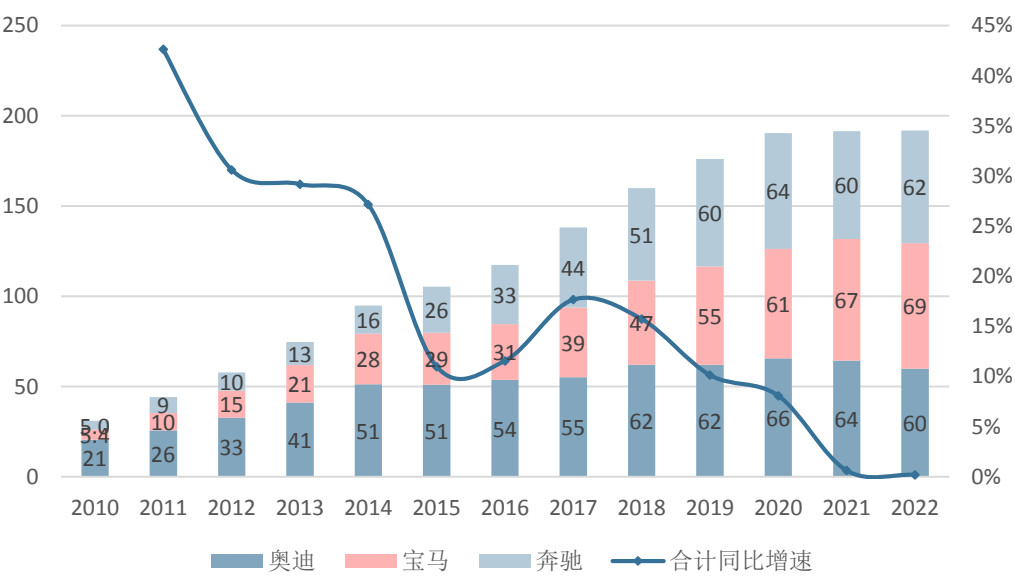
中信建投证券

资料来源：乘联会，中汽协，中信建投

增量空间：高端市场扩容+替代BBA

- 2022年BBA在中国销量合计192万辆，占全球总销量的35%，连续三年销量相对稳定，其中宝马、奔驰、奥迪销量分别约69、62、60万辆，在国内高端乘用车（售价30万元以上）市占率分别约18.9%、17.0%、13.6%，合计约49.8%。
- 2023年H1理想汽车在国内高端乘用车市占率大幅提升至8.4%，同比+4.2pct，而BBA合计市占率市占率仍高达49.6%；当期新能源车渗透率约30%，未来高端新能源车品牌（新势力为主）市占率具备提升空间。

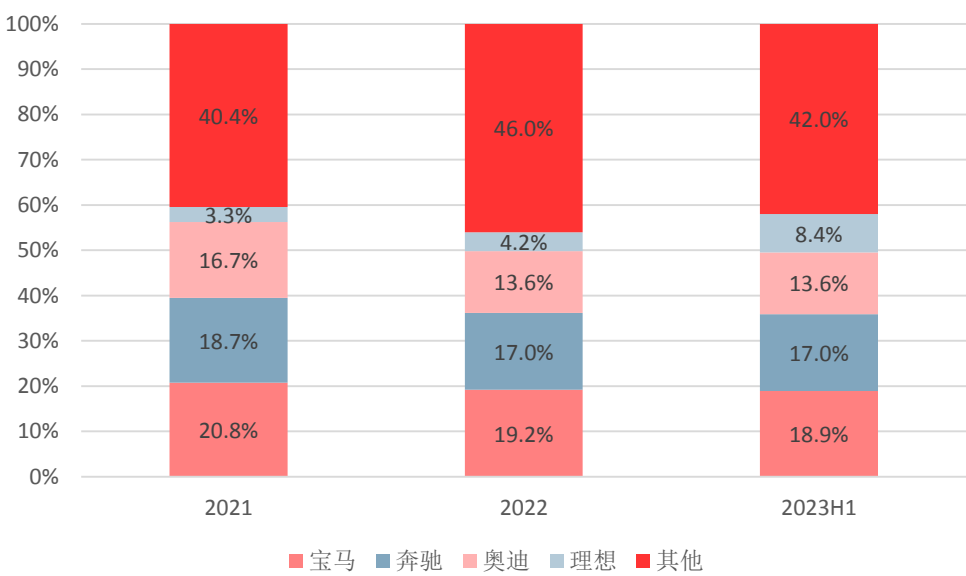
图：BBA在中国市场历年销量（单位：万辆）



资料来源：Marklines，中信建投

备注：BBA指一线传统汽车豪华品牌奔驰、宝马及奥迪的简称。

图：近三年中国售价30万元以上高端乘用车市占率



资料来源：中汽协，乘联会，中信建投

增量途径：产品序列补齐及爆款打造+渠道完善

图表： 2023年6月BBA及蔚小理在售车型参数及销量

品牌	车系	车型类型	车型级别	技术路线	官方指导价（万元）		6月国内销量（辆）
					下限	上限	
奥迪	奥迪 A4L	CAR	B	普通燃油	32.2	40.0	18,500
	奥迪 A6L	CAR	C	普通燃油	45.5	65.7	14,901
	奥迪 Q5L	SUV	B	普通燃油	39.8	42.0	9,896
	奥迪 Q3	SUV	A	普通燃油	27.9	33.0	7,990
	奥迪 A3 Sportback	CAR	A	普通燃油	20.3	24.5	4,038
	奥迪 A3L Limousine	CAR	A	普通燃油	21.0	25.1	3,836
	奥迪 Q2L	SUV	A0	普通燃油	22.9	26.9	3,552
	奥迪 Q4 e-tron	SUV	A	纯电动	29.0	37.7	2,541
	奥迪 A7L	CAR	C	普通燃油	43.7	77.8	1,547
	奥迪 Q5L Sportback	SUV	B	普通燃油	42.7	50.0	1,324
宝马	宝马 X3	SUV	B	普通燃油	40.0	48.7	11,508
	宝马 3系L	CAR	B	普通燃油	32.2	40.0	10,118
	宝马 X5	SUV	C	普通燃油	61.2	71.9	9,164
	宝马 5系L	CAR	C	普通燃油	43.7	52.3	8,131
	宝马 i3	CAR	B	纯电动	35.4	41.4	4,237
	宝马 X1	SUV	A	普通燃油	28.0	35.0	3,846
	宝马 ix3	SUV	B	纯电动	40.5	44.5	2,753
	宝马 3系 NB	CAR	B	普通燃油	30.0	38.2	2,677
	宝马 X2	SUV	A	普通燃油	28.9	33.3	1,913
	宝马 1系 NB	CAR	A	普通燃油	20.9	25.0	1,795
奔驰	E级L	CAR	C	普通燃油	44.0	57.0	16,400
	C级L	CAR	B	普通燃油	33.2	37.8	14,200
	GLC级 L	SUV	B	普通燃油	40.6	53.1	9,708
	GLB级	SUV	A	普通燃油	30.0	36.5	8,467
	A级 L	CAR	A	普通燃油	21.5	27.2	4,016
	GLA级	SUV	A	普通燃油	28.8	34.5	2,000
	V级	MPV	B	普通燃油	47.9	64.7	1,735
	威霆	MPV	B	普通燃油	29.4	35.5	1,541
	奔驰 EQE SUV	SUV	C	纯电动	48.6	63.1	1,533

车企	车型名称	技术路线	车型	级别	指导价(万元)		6月销量（辆）
					下限	上限	
理想	L7	增程	SUV	C	31.98	37.98	13,107
	L8	增程	SUV	C	33.98	39.98	8,451
	L9	增程	SUV	C	43.98	45.98	9,618
	Mega	纯电	MPV	C	50	60	待交付
	L6	增程	SUV	B	20	30	待交付
	w02/w03/w04	纯电	SUV	B/C	20	50	待交付
蔚来	ES6	纯电	SUV	B	33.8	39.6	4,677
	ET5	纯电	CAR	B	29.8	35.6	2,479
	ET5 Touring	纯电	CAR	B	29.8	35.6	1,339
	EC7	纯电	SUV	C	51.6	54.8	1,224
	ES7	纯电	SUV	C	43.8	51.8	340
	ES8	纯电	SUV	C	49.8	59.8	588
	EC6	纯电	SUV	B	39.6	49.4	22
小鹏	P7i	纯电	CAR	B	24.99	33.99	3,138
	P7	纯电	CAR	B	20.99	24.99	2,058
	P5	纯电	CAR	A	15.69	20.29	1,721
	G9	纯电	SUV	C	30.99	41.99	1,025
	G3	纯电	SUV	A	14.89	17.69	434
	G6	纯电	SUV	B	20.99	27.69	-

- 2023年BBA每家主力在售车型（月销超过1千辆）均超过10款，其中月销超过1万辆的车型2-3款，超过5千辆车型4-5款。
- 理想在售车型数量仅3款，平均月销1万+；蔚来及小鹏在售车型分别约6款，但6月销量超过1千的车型均仅有4款，没有超过5千的车型。



增量途径：产品序列补齐及爆款打造+渠道完善

- **对比BBA：**特斯拉及国内新势力豪华品牌在一二线城市绝对销量差距较大；在三四五线（低线）城市提升空间更大，2023年H1 BBA在一线、新一线、二线、三线、四五线城市销量占比分别约14%、31%、27%、17%、11%，整体更均衡；
- **对比特斯拉：**理想、蔚来在一线、新一线城市销量差距较大；2023H1特斯拉在两类城市的销量占比分别高达24%、41%，合计销量分别是理想、蔚来的2.5、5.1倍。

图表： 2023年国内豪华乘用车品牌销量分区域分布（单位：万辆）

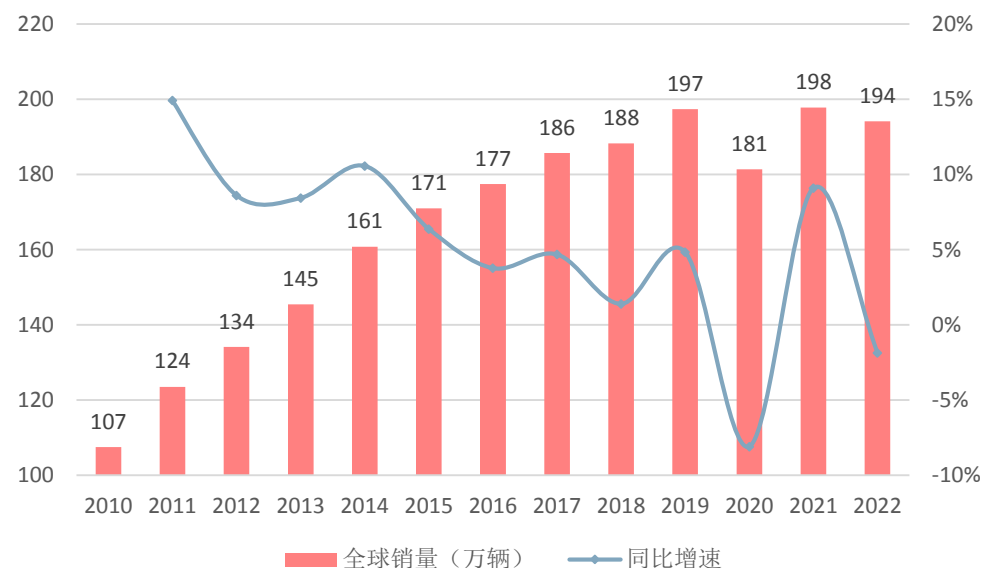
	2023H1上牌销量					2023H1上牌销量占比				
	BBA	特斯拉	新势力豪华品牌	理想	蔚来	BBA	特斯拉	新势力豪华品牌	理想	蔚来
一线城市(4个)	15.7	7.03	5.42	2.22	1.79	14.3%	23.6%	18.6%	15.7%	31.7%
新一线城市（15个）	34.3	12.3	10.7	5.53	1.99	31.3%	41.1%	36.5%	39.1%	35.2%
二线城市（30个）	29.1	7.95	8.09	4.07	1.56	26.5%	26.6%	27.7%	28.8%	27.6%
三线城市（70个）	18.3	2.20	3.60	1.70	0.27	16.7%	7.4%	12.3%	12.0%	4.8%
四五线城市（218个）	12.3	0.39	1.43	0.63	0.04	11.3%	1.3%	4.9%	4.4%	0.6%
总计	109.7	29.8	29.2	14.1	5.7	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：交强险，中信建投
备注：新势力豪华品牌销量统计包括理想、蔚来、小鹏、腾势、极氪、问界、高合等

盈利空间：毛利率20%+，净利率10%+

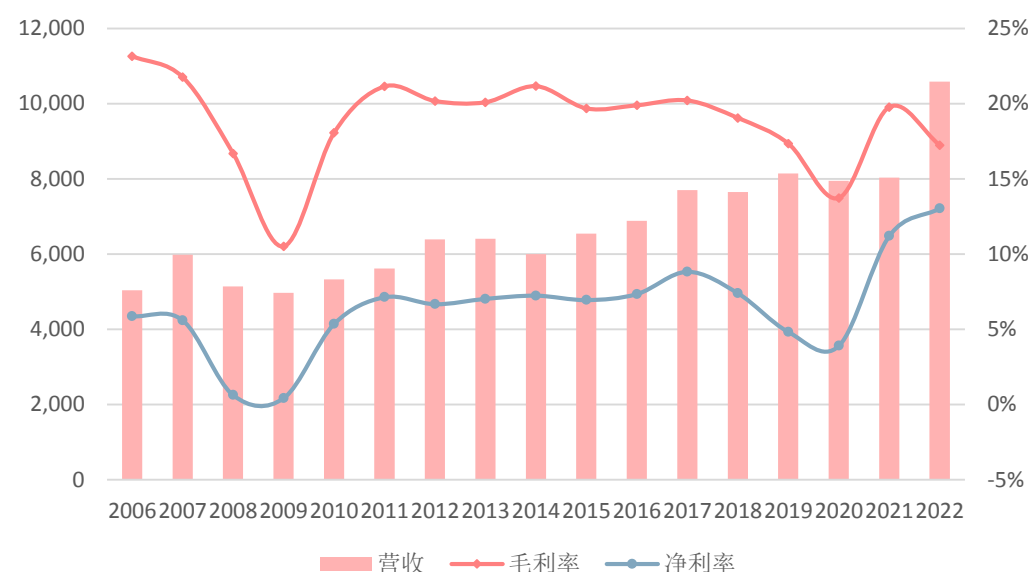
- 宝马品牌乘用车2010-2017年全球销量处于持续增长通道，公司当期毛利率及净利率稳定在20%、7.0%附近。
- 2018-2023年公司全球销量稳定在180-200万辆区间，但受制于疫情及通胀等外部环境恶化，2020年毛利率及净利率回落至14%、3.9%；近两年2022年公司通过降本增效等方式，盈利能力稳健复苏，2021-2022年毛利率分别为20%、17%。

图：历年宝马品牌乘用车全球销量（单位：万辆）



资料来源：Marklines，中信建投

图：宝马集团全球历年营收（亿元人民币）及盈利能力



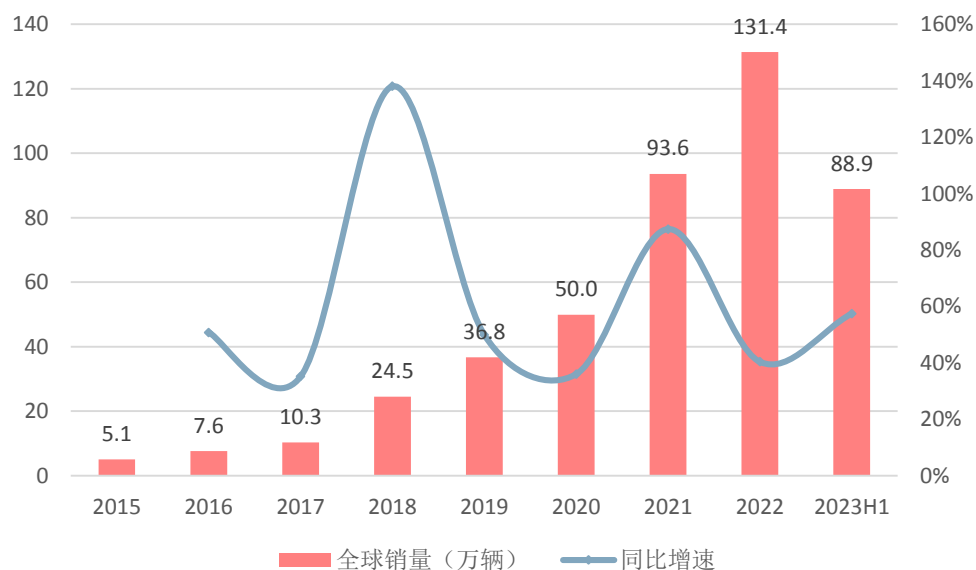
资料来源：Wind，中信建投

备注：2021-2022年宝马集团其他财务收入分别为84、663亿元

盈利空间：毛利率20%+，净利率10%+

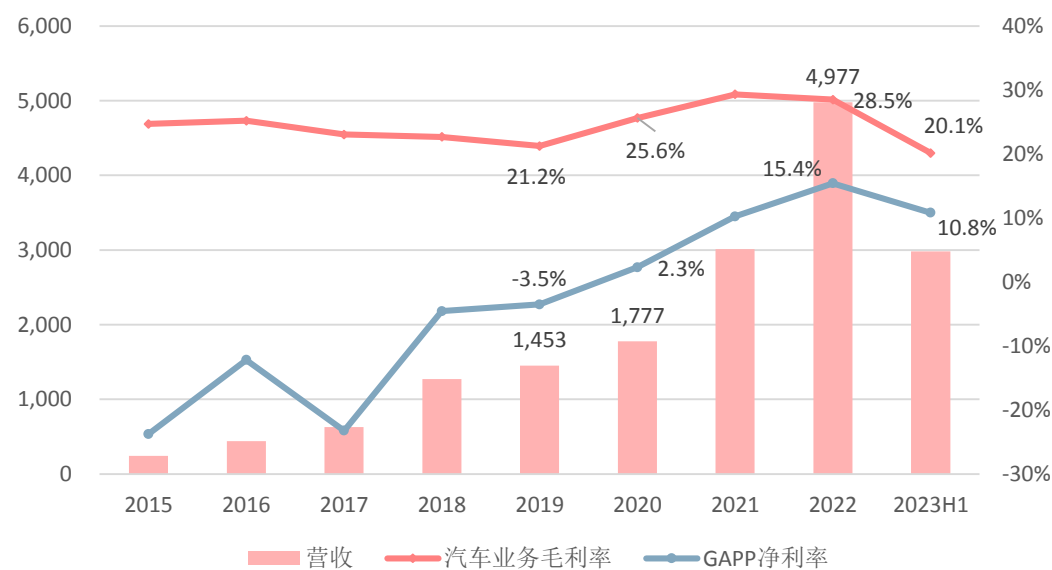
- 特斯拉2020年开始呈现强劲的盈利向上弹性，2019-2022年公司全球销量从36.8万提升至131万辆，营收从1453亿增长至4977亿人民币，汽车业务毛利率从21.2%提升至28.5%，净利率从-3.7%提升至15.4%。
- 2023年H1特斯拉销量同比+57%至88.9万辆，但受制于降价促销，公司毛利率及净利率分别回落至20.1%、10.8%，仍显著高于传统车企。

图：历年特斯拉全球销量（单位：万辆）



资料来源：Marklines，中信建投

图：特斯拉全球历年营收（亿元人民币）及盈利能力



资料来源：Wind，中信建投

备注：2021-2022年宝马集团其他财务收入分别为84、663亿元

推荐理想汽车：高端新能源车领导者，从增程拓展至纯电

- 增程车型：全尺寸的L9会坚守40-50万的价格区间，中大型的L8和L7会坚守30-40万的价格区间，中型的L6和L5（非SUV形态）会坚守20-30万的价格区间；不会有20万以内的车型，三种（全尺寸、中大型、中型）尺寸级别车型的价格区间都会严格遵守。
- 纯电车型：2023年开始基于Whale、Shark两大平台每年推出至少2款高端纯电动产品，2024年实现4款纯电车型上市。
- 2025年产品矩阵：将包括一款超级旗舰车型、五款增程电动车型和五款纯电车型。

图表：公司新能源车型产品谱系及销量预测

平台	发布时间	车型	级别	座椅	官方指导价	销量（辆）		
						2022年	2023E	2024E
增程平台	2019.4	理想ONE	中大型SUV	六座/七座	32.8万元			
	2019.10	2020款理想ONE	中大型SUV	六座/七座	32.8万元			
	2021.5	2021款理想ONE	中大型SUV	六座	33.8万元	78,791	9,568	停产
	2022.6	L9	全尺寸SUV	六座	45.98万元	38,973	107,511	108,000
	2022.9	L8 Air/Pro/Max	中大型SUV	六座	35.98 万/39.98 万	15,482	108,624	108,000
	2023.2	L7 Air/Pro/Max	中大型SUV	五座	33.98 万/ 37.98 万		130,414	120,000
	2024Q1	L6	中型SUV	五座	20-30万			150,000
	2025	L5	中型（非SUV）	五座	20-30万			
纯电平台	2023Q4	Mega	大型MPV	七座/八座	50万以上			36,000
	2024	W02/W03/W04	中大型SUV	五座/六座	40-50/30-40/20-30万			8,4000
合计						133,246	356,117	606,000

资料来源：理想汽车公司公告，公司官方微博，中信建投

备注：假设纯电车型W02-W04平均月销5000/8000/10000辆，24年分别销售6/3/3个月



推荐理想汽车：正向循环持续强化，盈利向上弹性兑现

- 2023年公司L9/L8/L7销量表现强劲，产生正向盈利拐点，其中Q1、Q2毛利率分别提升至20.4%、21.8%，单车净利润分别高达1.78、2.67万元人民币；全年预计公司销量可达35.6万辆，实现营收1211亿元，GAPP净利润89亿元。
- 2024年公司L6及4款纯电车型上市有望支撑公司全年销量超过60万辆，实现营收1950亿，净利润155亿元，对应PS 1.55倍、PE 19.5倍，维持“买入”评级。

图表：理想汽车盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E
销量（万辆）	3.26	9.05	13.32	35.6	60.6
单车均价（万元/辆）	28.54	28.87	33.10	33.43	32.18
营业收入(亿元)	94.57	270.1	452.9	1211	1950
同比增速		186%	68%	167%	61%
毛利率	16.38%	21.33%	17.27%	21.57%	21.28%
毛利（亿元）	15.49	57.61	78.20	261.1	414.9
同比增速		272%	36%	234%	59%
期间费用（亿元）	22.45	-61.0	-115.7	-192.0	-280.0
研发费用		-32.9	-67.8	-110.0	-160.0
销售、行政及一般费用		-34.9	-56.7	-100.0	-140.0
利息收支		6.8	8.7	18.0	20.0
期间费用率	23.7%	-22.6%	-25.6%	-15.9%	-14.4%
单车净利润（万元/辆）	-0.47	-0.35	-1.52	2.50	2.56
GAAP净利润(亿元)	-1.52	-3.21	-20.32	89.11	154.9
同比增速				转盈	74%
P/S（倍）	31	10.8	6.4	2.50	1.55
EPS(元/股，摊薄)	-0.07	-0.15	-0.97	4.27	7.43
P/E(倍)	-	-	-	33.9	19.5

资料来源：公司公告，中信建投

备注：估值计算市值以2023.9.5收盘价

关注蔚来/小鹏：困境反转预期强化，智驾领先优势夯实

- 蔚来：2023年H1销量5.5万，7月2.1万，Q4月销目标冲击3万，全年20万辆；24年预期蔚来月销2.5-3万，年销量30-35万（不考虑新车及新品牌阿尔卑斯增量），对应营收900-1000亿（维持ASP 31万），当前市值约1300亿人民币，PS 1.3-1.4倍。
- 小鹏：年H1销量4.2万，7月1.1万，9月目标1.5万，Q4月销冲击2万，全年14万辆；24年预期小鹏月销2.0-2.5万，销量25-30万（不考虑新车超预期），对应营收500-600亿（维持ASP 20万+），当前市值约1200亿人民币，PS 2.0-2.4倍。
- 潜在催化：城市导航辅助驾驶落地进度超预期；海外一线车企合作落地等。
- 潜在风险：售价20-30万纯电车型内卷降价，新车量产爬坡进度低预期，毛利率改善低预期。

图表：蔚来/小鹏汽车销量预测

车企	车型名称	技术路线	车型	级别	指导价(万元)		销量(辆)		
					下限	上限	2023.6	2023.7	2023E
蔚来	ES6	纯电	SUV	B	33.8	39.6	4,677	11,118	81,558
	ET5	纯电	CAR	B	29.8	35.6	2,479	2,337	48,536
	ET5 Touring	纯电	CAR	B	29.8	35.6	1,339	3,662	27,501
	ET7	纯电	CAR	C	42.8	53.6	506	397	
	EC7	纯电	SUV	C	51.6	54.8	1,224	493	
	ES7	纯电	SUV	C	43.8	51.8	340	520	42,428
	ES8	纯电	SUV	C	49.8	59.8	588	1917	
	EC6	纯电	SUV	B	39.6	49.4	22	18	
合计			SUV/CAR	B/C	29.8	59.8	10,707	20,462	200,023
小鹏	P7i	纯电	CAR	B	24.99	33.99	3,138	4,908	54,953
	P7	纯电	CAR	B	20.99	24.99	2,058		
	P5	纯电	CAR	A	15.69	20.29	1,721	980	19,079
	G9	纯电	SUV	C	30.99	41.99	1,025	872	13,008
	G3	纯电	SUV	A	14.89	17.69	434	311	6,222
	G6	纯电	SUV	B	20.99	27.69	-	3,937	47,937
合计			SUV/CAR	A/B/C	14.89	41.99	8,620	11,008	141,199

资料来源：公司公告，中汽协，中信建投

图表：小鹏/蔚来等智驾推进规划

主机厂	城市NOA（导航辅助驾驶）落地计划
小鹏汽车	城市NGP自2022年9月在广州试点，2023年Q2在广州、深圳、上海、北京开放基于高精地图的城市NGP，目标年底实现50个城市无高精地图的NGP。
理想汽车	城市 NOA 在2023年 6 月份推送内测用户，不依赖高精地图，目标年底向全国 100 个城市推送。
蔚来汽车	城市 NOA 导航辅助驾驶会在 2023 年底开始落地。
特斯拉	2020年10月启动FSD Beta海外测试，截至2023年中累计行驶里程达5亿公里。

资料来源：公司公告，中信建投



推荐比亚迪：新能源车龙头，发力高端化及全球化

- 技术周期与产品周期共振，规模效应与结构优化。
 - ✓ 技术迭代：DMO、易四方、云辇、刀片电池、第四代插混技术、第三代纯电e平台拉开技术代际；
 - ✓ 品牌向上：汉的成功托举了比亚迪整体的品牌形象，带动基础产品提价的接受度；
 - ✓ 产品谱系扩展：与王朝系列共平台的海洋系列布局完成，中高端品牌腾势、方程豹、高端品牌仰望投放。
- 公司确立技术、规模及成本领先后实现量利齐升。23Q2公司乘用车销量70.02万辆，同比+98.1%，其中高端车型腾势D9表现抢眼；23Q2归母净利润为68.2亿，同比增长144.9%。
- 长期空间：预计24年公司乘用车销量有望达360万辆，ASP提升至17.4万元，对应汽车业务营收6299亿元，总营收7807亿元；净利率有望达到4.9%左右，对应归母净利润359亿元左右，对应PE 19.01倍，维持“买入”评级。

图表：比亚迪盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E
销量（万辆）	42.7	74.0	186.9	304.6	362.0
营业收入(亿元)	1566	2161	4241	6438	7807
YOY(%)		38%	96%	52%	21%
净利润(亿元)	42.3	30.5	166.2	282.6	358.9
YOY(%)		-28%	446%	68%	28%
EPS(摊薄/元)	1.45	1.05	5.72	9.71	12.33
P/E(倍)			40.99	24.14	19.01

资料来源：公司公告，中信建投

备注：估值计算市值以2023.9.5收盘价

关注长安/长城/吉利：新车供给强劲，关注电动化转型拐点

- 长安、长城、吉利2023年加速新能源转型，发力15-30万混动市场，且多以全新品牌或产品序列推出新车型，重点车型包括深蓝S7、启源A07、魏牌蓝山/高山、哈弗枭龙/猛龙、银河L7/L6等。
- 传统主机厂新车战略主要对标比亚迪主力混动车型，新车型上量是首要目标，短期新能源业务盈利能力或有所承压。

图表：长安长城吉利在售新能源车型及新车规划

车企	车型名称	技术路线	车型	级别	指导价(万元)		7月销量 (辆)	上市时间
					下限	上限		
长安	长安UNI-V IDD	PHEV	CAR	A	14.49	15.99	3003	2023.2
	深蓝S7	REEV	SUV	B	16.99	19	8103	2023.5
		BEV	SUV	B	18.99	23	948	2023.5
	欧尚Z6 idd	PHEV	SUV	A	15.58	17.58	7734	2023.2
	启源A07	REEV/EV	CAR	C	待定		待交付	2023.8
	三款插电混动	PHEV	SUV/CAR	A/B	待定		待交付	2023.9
		BEV	CAR	B	待定		待交付	2023Q4
长城	哈弗二代大狗PHEV	PHEV	SUV	A	16.28	17.58	2565	2023.4
	哈弗枭龙 PHEV	PHEV	SUV	A	13.98	17.98	6128	2023.5
	WEY蓝山 DHT	PHEV	SUV	C	27.38	30.88	5701	2023.4
	坦克500 PHEV	PHEV	SUV	C	33.5		2420	2023.6
	哈弗猛龙 PHEV	PHEV	SUV	A	待定		待交付	2023.8
	WEY高山 DHT	PHEV	MPV	C	待定		待交付	2023.9
吉利	银河L7	PHEV	SUV	A	15.37	17.37	10008	2023.6
	极氪X	BEV	SUV	A	20.98	22.98	4660	2023.5
	领克08	PHEV	SUV	B	21.8	27.8	待交付	2023.8
	银河L6	PHEV	CAR	A	待定（预估12-15）		待交付	2023.8
	银河E8	BEV	CAR	待定	待定（预估18-24）		待交付	2023Q4
	极氪CS1E	BEV	CAR	待定	待定		待交付	2023Q4

资料来源：公司公告，中汽协，中信建投

风险提示

- **行业景气不及预期。**2020年至今汽车消费需求受宏观经济预期转弱等因素影响较大，叠加产业链芯片等零部件环节供给偏紧冲击，行业供需两端波动较大。2022年汽车购置税减征等稳增长政策刺激下，下半年行业呈现高景气，2023年政策扶持退坡预期下，未来行业景气或存在波动。
- **行业竞争格局恶化。**汽车电动智能化趋势下，国内主机厂及零部件供应商竞相布局，随着技术进步、新产能投放等供给要素变化，未来行业竞争或将加剧，公司市场份额及盈利能力或将有所波动。
- **客户拓展及新项目量产进度不及预期。**汽车电动智能化趋势下，公司加速主机厂新客户拓展，考虑到车企新车型项目研发节奏波动，特定时间段内或存在项目定点周期波动；此外，公司新产能建设或受不可控因素影响而导致量产进度不及预期。

分析师介绍

程似骐：汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，4年证券行业研究经验。2017年新财富第二团队核心成员，2020年新浪财经新锐分析师第一名团队。深度覆盖整车，零部件，把握智能化电动化浪潮。

陈怀山：汽车行业分析师，上海交通大学机械工程硕士。曾任职于长江证券研究所，4年证券行业研究经验，2017-2019年新财富第一团队成员。2021年加入中信建投证券，对新能源车、零部件及整车等均有研究。

陶亦然：汽车行业分析师，澳大利亚国立大学金融学硕士，IT和金融学双学士，5年证券行业研究经验。历任银河证券中小盘、汽车行业研究员，2018年加入中信建投证券，2018/19年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020年金牛最佳行业分析团队核心成员。

马博硕：汽车行业分析师，美国哥伦比亚大学统计学硕士，爱荷华大学数学、精算双专业学士，北美准精算师协会会员。2018年加入中信建投证券。

胡天颢：汽车行业分析师，中国人民大学经济学硕士，华中科技大学经济统计学学士。2021年加入中信建投证券。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔
2103室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处
广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk