

行业研究

出口启航，智能起舞

——汽车和汽车零部件 2024 年投资策略报告

要点

截至 2023/10/31，汽车板块 A/H PE TTM 估值分别为 31x/21x；A 股位于 2020 年至今的估值均值-1x 标准差以下，H 股位于 2020 年至今的估值均值附近。展望 2024 年，1) 鉴于总量需求仍待有序恢复、以及特斯拉/比亚迪主力价格带的产品矩阵已相对完善，预计 2024E 国内新能源车销量增速或将回落，市场竞争/价格战或进一步加剧，预计行业以价换量+智能化主题趋势或将延续。2) 看好出口（欧盟反补贴调查仍存调查窗口期）+智能科技主线驱动的投资机会。

自主品牌出海浪潮渐起：1) 国内汽车市场竞争加剧+自主品牌的市场扩张需求驱动国内汽车出口保持强势增长态势，2023 年前 9 月乘用车出口同比+60%至 257 万辆，新能源乘用车出口同比+110%至 73 万辆。2) 通过复盘全球两大汽车龙头日本丰田与德国大众的发展历程，建厂+并购是实现海外产销规模扩大的有效方案；其中，最大程度本土化发展或是海外布局的关键因素。3) 我们预计 2025E 自主新能源乘用车在海外市场的销量有望达 150 万辆以上（预计 2025E 比亚迪的海外市场规模或达 50-70 万辆）。4) 预计东南亚或为自主新能源车出海的确信性较大市场，增量弹性空间或来自于欧洲市场。5) 对于欧盟已决定进行的中国新能源汽车反补贴调查，预计自主品牌仍有望通过加快在欧盟当地建厂、收购欧盟当地车企等方案规避潜在政策风险；核心仍在于后续能否贴合欧洲市场的用户画像打造爆款车型从而带动销量爬坡。

智能化与新技术推进，看好特斯拉及华为系车型供应链细分赛道：智能化与新技术有望带来主题性投资机会：1) 大模型在智能驾驶的应用领域或逐步从现有感知层拓宽至全面端到端，“AI+”高阶智能驾驶及产业链预期有望持续升温。2) 特斯拉已在一体压铸取得重大突破，车企/压铸厂商推进大型高真空压铸一体化进程或快于预期。3) 特斯拉 Optimus 有望带动人形机器人产业快速发展，或带动产业链上游核心零部件业务拓宽。我们看好 2024E 由智能化及新技术推进带动的相关产业链投资机会，看好存在催化剂的特斯拉（尤其北美）产业链、以及华为系车型供应链两条细分赛道。

投资建议：维持板块“买入”评级。看好出口+智能科技主线驱动的投资机会。整车：推荐理想汽车、长安汽车，建议关注赛力斯、小鹏汽车、特斯拉。零部件：1) 智能化，推荐伯特利，建议关注德赛西威、经纬恒润、科博达、耐世特；2) 特斯拉产业链，推荐福耀玻璃，建议关注爱柯迪、嵘泰股份、旭升集团；3) 华为产业链，建议关注瑞鹄模具。

风险提示：销量爬坡与增速不及预期；市场竞争加剧+降价幅度超预期；全球化布局（出口+海外建厂推进）不及预期；智能化推进不及预期。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (市场货币)	EPS (财报货币)			PE (X)			投资评级
			22A	23E	24E	22A	23E	24E	
LI.O	理想汽车	33.81	0.02	5.55	8.10	12172	44	30	买入
000625.SZ	长安汽车	15.13	0.79	1.07	0.92	19	14	16	买入
603596.SH	伯特利	75.75	1.70	2.04	2.57	45	37	29	买入
600660.SH	福耀玻璃	37.20	1.82	2.16	2.46	20	17	15	买入
3606.HK	福耀玻璃	35.65	1.82	2.16	2.46	18	15	14	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间 2023-10-31；（汇率按 1HKD=0.9332CNY、1USD=7.2CNY 换算）

汽车和汽车零部件
买入（维持）

作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

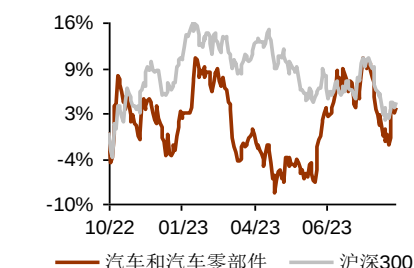
021-52523876

niyj@ebsecn.com

联系人：孟祥庭

mengxiangting@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

风起云涌，扬帆立潮头——新能源乘用车海外出口专题报告（2023-09-28）

从伯仲之间，至大有径庭——新势力复盘与思考（2023-08-15）

吐故纳新，如日方升——AI 大模型应用于汽车智能驾驶梳理（2023-07-06）

目 录

1、汽车板块复盘	5
1.1、A/H 股汽车指数跑赢市场	5
1.2、阶段一：市场开启对价格战的担忧	8
1.3、阶段二：利好事件密集出台，高阶智能化推进	9
1.4、阶段三：价格战仍未结束，关注主题性投资机会	10
2、自主品牌出口步入快车道	12
2.1、建厂+并购双线并行，最大化实现本土发展	12
2.2、自主新能源车出海浪潮渐起	20
3、智能化与新技术推进	24
3.1、智能驾驶 AI 大模型应用	24
3.2、一体压铸应用	28
3.3、人形机器人	31
4、行业、以及板块观点和估值	33
4.1、整车	33
4.1.1、方向一：产品矩阵拓宽	33
4.1.2、方向二：智能化	34
4.2、汽车零部件	35
4.2.1、零部件赛道一：特斯拉（北美）产业链	36
4.2.2、零部件赛道二：华为系车型供应链	38
5、重点推荐公司	40
5.1、理想汽车（LI.O）	40
5.2、长安汽车（000625.SZ）	41
5.3、福耀玻璃（600660.SH、3606.HK）	42
5.4、伯特利（603596.SH）	43
6、风险提示	44

图目录

图 1: 2023/1/1-2023/10/31 中信 A 股汽车指数 vs. 沪深 300 指数/中证 500 指数涨跌幅	5
图 2: 2023/1/1-2023/10/31 中信 H 股汽车指数 vs. 恒生指数/恒生国企指数涨跌幅	5
图 3: 2019/1/2-2023/10/31 中信 A 股汽车板块 PE-TTM	6
图 4: 2019/1/2-2023/10/31 中信 H 股汽车板块 PE-TTM	6
图 5: 2019/1/2-2023/10/31 中信二级整车板块 PE-TTM	6
图 6: 2019/1/2-2023/10/31 中信二级零部件板块 PE-TTM	6
图 7: 2023/1/1-2023/5/31 期间 A/H 股汽车与大盘指数涨跌幅	8
图 8: 2023/3-2023/5 期间自主/合资/进口燃油 SUV 平均折扣	8
图 9: 2023/3-2023/5 期间自主/合资/进口燃油轿车平均折扣	8
图 10: 2023/6/1-2023/7/31 期间 A/H 股汽车与大盘指数涨跌幅	10
图 11: 2023/8/1-2023/10/31 期间 A/H 股汽车与大盘指数涨跌幅	11
图 12: 2022/1-2023/9 乘用车及新能源乘用车出口销量	12
图 13: 2022/1-2023/9 新能源乘用车出口销量及自主品牌渗透率	12
图 14: 2023 年前 9 月中国新能源乘用车出口销量分品牌占比	13
图 15: 2023 年前 9 月中国新能源乘用车出口销量分品牌占比（剔除特斯拉）	13
图 16: 1950-2022 年丰田日本销量及市场份额	13
图 17: 1975-2022 年丰田本土+海外销量及海外销量占比	13
图 18: 1997-2022 年各大洲丰田市场份额	15
图 19: 1966-2022 年丰田各大洲销量（单位：辆）	15
图 20: 1997-2021 年丰田在欧洲市场份额	16
图 21: 2013-2022 年法国 Yaris 系列车型市场份额	16
图 22: 1957-2018 年大众德国销量及市场份额	18
图 23: 1957-2018 年大众本土+海外销量及海外销量占比	18
图 24: 大众品牌收购情况以及对应的子品牌 2006-2022 年销量（单位：千辆）	18
图 25: 2000-2023 年丰田单车 ASP 及同比增速	20
图 26: 2000-2023 年丰田单车盈利及单车净利率	20
图 27: 2006-2022 年大众单车 ASP 及同比增速	20
图 28: 2006-2022 年大众单车盈利及单车净利率	20
图 29: 比亚迪海外车型价格（单位：人民币万元）	21
图 30: 2023/1-2023/9 比亚迪出口销量	21
图 31: 1H23 比亚迪海外销量分地区占比	21
图 32: BEV+Transformer 的实现思路	24
图 33: 特斯拉自动驾驶感知算法迭代历程	25
图 34: 特斯拉 Dojo 投产计划	26
图 35: 手机与汽车产业链对比图	27
图 36: 华为+新势力自动驾驶推进计划	27
图 37: 特斯拉“开箱工艺（Unboxed Assembly Process）”示意图	29
图 38: 大型高真空压铸产业链	30
图 39: 特斯拉人形机器人	32

图 40：人形机器人产业链	32
图 41：2018-2023 年前 9 月新能源汽车分价格带占比	34
图 42：2018-2023 年前 9 月各价格带新能源汽车渗透率.....	34
图 43：比亚迪产品矩阵	34
图 44：华为系车型产品矩阵.....	35

表目录

表 1：2018-3Q23 A 股汽车行业业绩表现.....	7
表 2：2018-1H23 H 股汽车行业业绩表现	7
表 3：2023/1-2023/5 各品牌定价调整方案	9
表 4：2023/1-2023/5 各品牌分地区汽车补贴.....	9
表 5：丰田发展历程.....	14
表 6：丰田海外工厂布局情况	16
表 7：大众工厂布局.....	18
表 8：比亚迪元 PLUS、海豚车型分国家参数对比	21
表 9：2022A-2025E 海外市场自主品牌及比亚迪新能源汽车销量测算	22
表 10：高精地图特点.....	24
表 11：特斯拉 FSD V12 软硬件变动情况.....	25
表 12：特斯拉和主要新势力自动驾驶技术对比.....	28
表 13：已应用一体压铸车企车型及应用部件整理.....	28
表 14：特斯拉一体压铸进度表	29
表 15：各车企一体压铸规划.....	30
表 16：大型高真空压铸国内市场空间测算	31
表 17：2H23E 各企业无图城市 NOA 规划梳理	35
表 18：美国通胀削减法案 IRA 梳理.....	36
表 19：计划/已经在墨西哥投产的中国零部件公司	37
表 20：华为与车企合作模式汇总	38

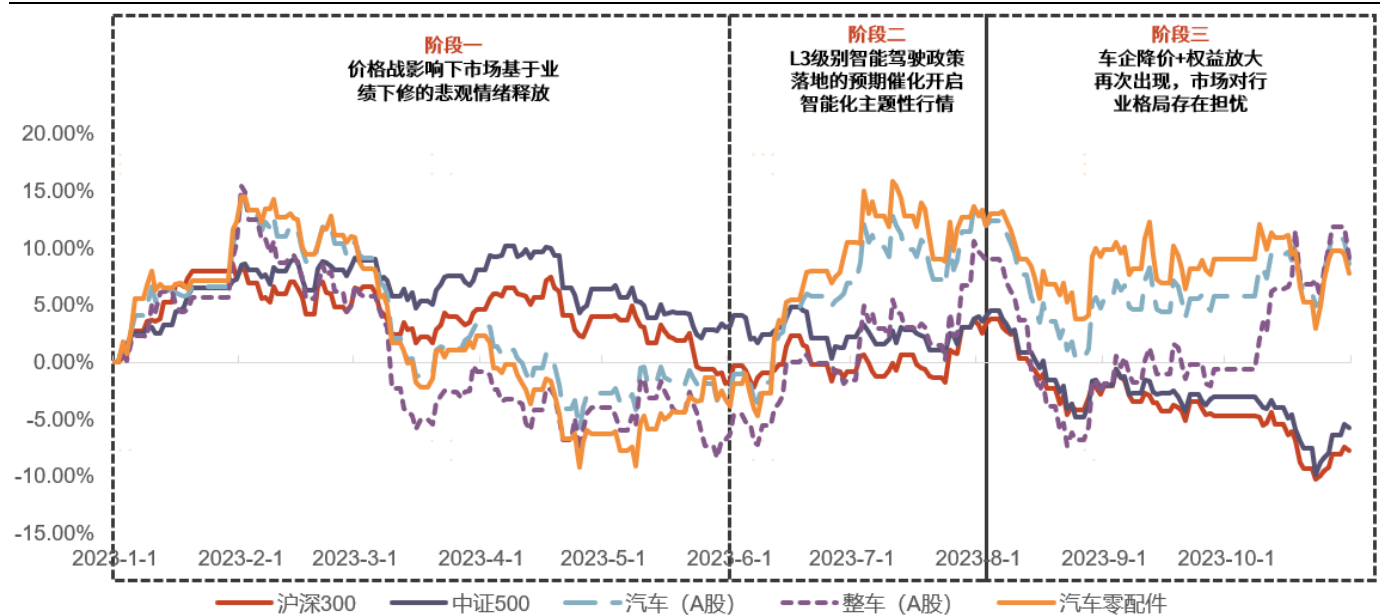
1、汽车板块复盘

1.1、A/H 股汽车指数跑赢市场

2023/1/1-2023/10/31，中信 A 股汽车指数上涨 8.7%，跑赢 A 股市场（vs. 沪深 300 指数/中证 500 指数分别下跌 7.7%/下跌 5.7%）；其中，中信整车指数上涨 9.1%，中信汽车零部件指数上涨 7.8%，整车表现优于零部件。

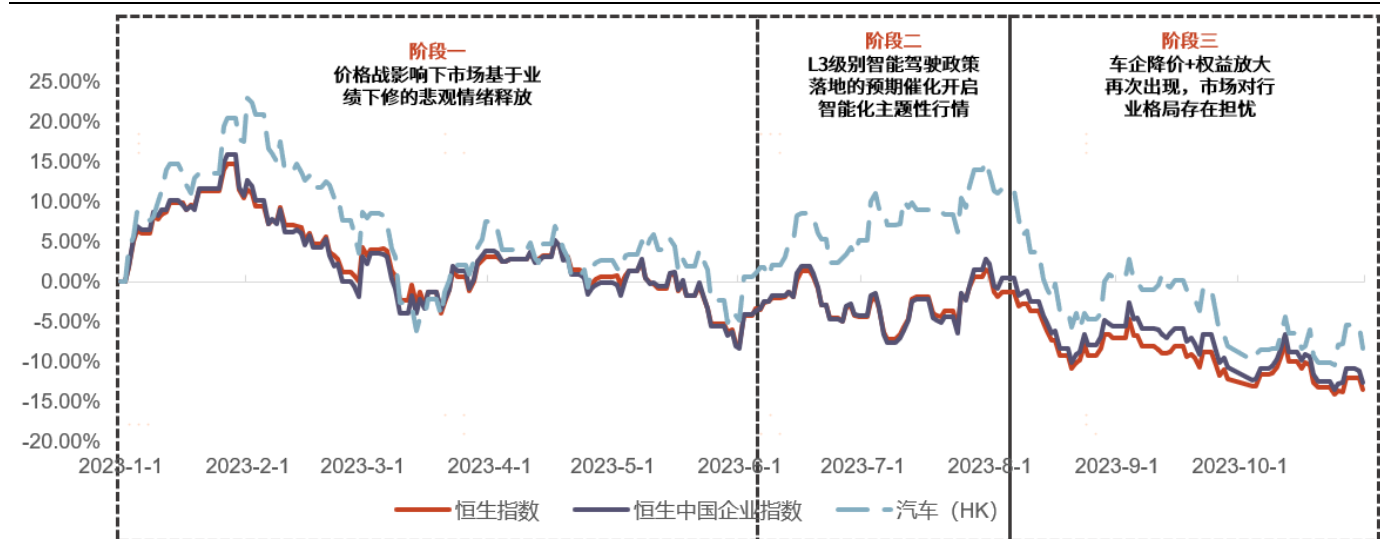
2023/1/1-2023/10/31，中信 H 股汽车指数下跌 8.4%，跑赢 H 股市场（vs. 恒生指数/恒生国企指数分别下跌 13.5%/下跌 12.6%）。

图 1：2023/1/1-2023/10/31 中信 A 股汽车指数 vs. 沪深 300 指数/中证 500 指数涨跌幅



资料来源：Wind、光大证券研究所整理（注：数据截至 2023/10/31）

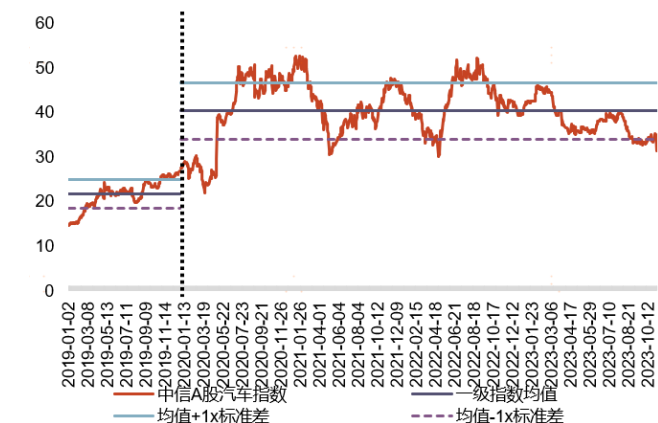
图 2：2023/1/1-2023/10/31 中信 H 股汽车指数 vs. 恒生指数/恒生国企指数涨跌幅



资料来源：Wind、光大证券研究所整理（注：数据截至 2023/10/31）

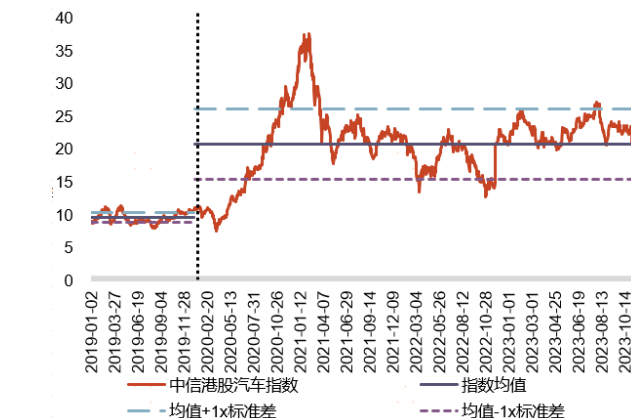
截至 2023/10/31，中信 A 股汽车指数 PE-TTM 估值约 31x，位于 2020 至今估值均值-1x 标准差以下；其中，中信二级乘用车指数 PE-TTM 估值约 30x（位于 2020 至今估值均值与-1x 标准差之间），中信二级零部件指数 PE-TTM 估值约 36x（位于 2020 至今估值均值-1x 标准差以下）。截至 2023/10/31，中信 H 股汽车指数 PE-TTM 估值约 21x，位于 2020 至今估值均值附近。

图 3：2019/1/2-2023/10/31 中信 A 股汽车板块 PE-TTM



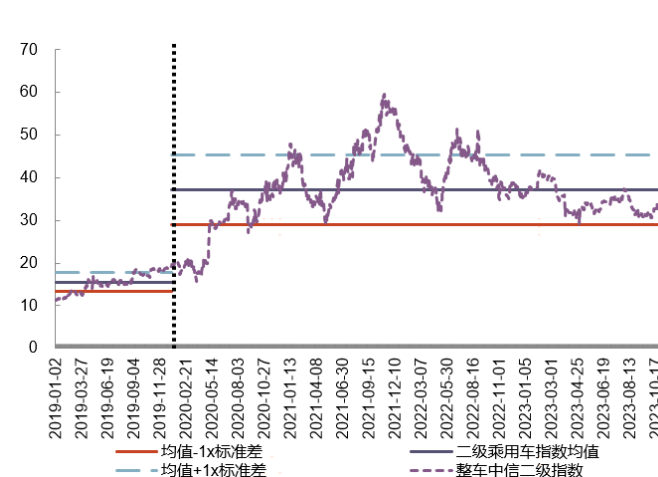
资料来源：Wind、光大证券研究所整理（注：数据截至 2023/10/31，隔断为区分 2019、2020-至今数据）

图 4：2019/1/2-2023/10/31 中信 H 股汽车板块 PE-TTM



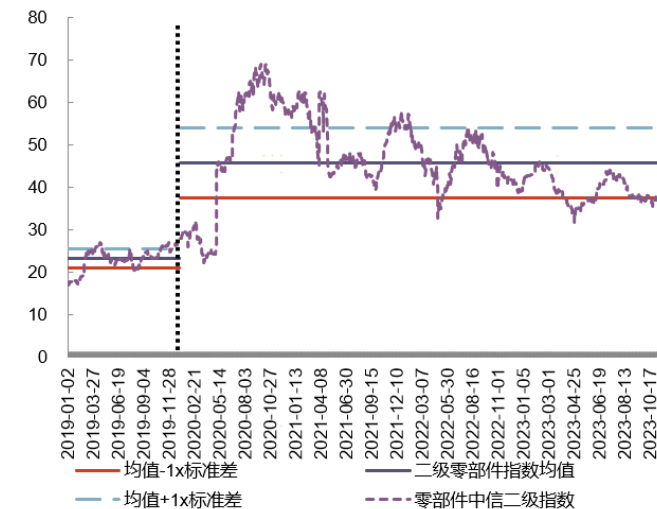
资料来源：Wind、光大证券研究所整理（注：数据截至 2023/10/31，隔断为区分 2019、2020-至今数据）

图 5：2019/1/2-2023/10/31 中信二级整车板块 PE-TTM



资料来源：Wind、光大证券研究所整理（注：数据截至 2023/10/31，隔断为区分 2019、2020-至今数据）

图 6：2019/1/2-2023/10/31 中信二级零部件板块 PE-TTM



资料来源：Wind、光大证券研究所整理（注：数据截至 2023/10/31，隔断为区分 2019、2020-至今数据）

业绩表现来看，2023 年前三季度 A 股主要乘用车+零部件上市公司总营业收入同比+17.3%，毛利率同比+1.3pcts 至 15.1%，归母净利润同比+19.6%，ROE 同比+0.6pcts 至 6.4%。1H23 港股汽车收入同比+27.1%，毛利率同比+0.9pcts 至 15.7%，归母净利润同比-1.7%，ROE 同比-0.5pcts 至 3.9%。

综合来看，2023 年前三季度整车业绩表现好于零部件。乘用车在行业竞争加剧/降价促销的背景下，通过产品结构升级、海外市场拓展、以及产业链降本驱动业绩改善；零部件当前可通过多元业务+规模效应支撑业绩增长。

表 1：2018-3Q23 A 股汽车行业业绩表现

	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23
整车								
营业收入（亿元）	13400.6	12682.1	11926.4	13583.4	15930.9	3691.7	4435.8	5027.6
营业收入 YoY	4.2%	-5.4%	-6.0%	13.9%	17.3%	5.0%	45.5%	13.6%
归母净利润（亿元）	550.6	359.5	312.5	383.2	459.9	142.3	126.25	199.50
归母净利润 YoY	-12.0%	-34.7%	-13.1%	22.6%	20.0%	6.0%	30.5%	32.7%
毛利率	14.3%	12.8%	12.0%	10.9%	13.0%	13.3%	13.3%	15.8%
净资产收益率	11.0%	6.9%	5.8%	6.3%	6.9%	2.1%	1.9%	2.9%
汽车零部件								
营业收入（亿元）	5803.5	5995.5	6088.2	7136.6	7621.6	1847.7	2092.4	2218.0
营业收入 YoY	11.9%	3.3%	1.5%	17.2%	6.8%	1.2%	29.7%	9.4%
归母净利润（亿元）	350.1	305.1	317.3	339.6	298.2	82.5	116.4	125.2
归母净利润 YoY	-13.7%	-12.8%	4.0%	7.0%	-12.2%	-10.4%	48.1%	13.5%
毛利率	27.6%	19.1%	18.5%	16.9%	16.4%	16.7%	17.1%	17.0%
净资产收益率	9.3%	7.6%	7.3%	7.1%	6.0%	1.6%	2.3%	2.3%
累计								
营业收入（亿元）	19204.1	18677.6	18014.6	20720.1	23552.5	5539.5	6528.3	7245.6
营业收入 YoY	6.4%	-2.7%	-3.5%	15.0%	13.7%	3.7%	40.0%	12.3%
归母净利润（亿元）	900.6	664.6	629.8	722.9	758.1	224.7	242.7	324.7
归母净利润 YoY	-12.7%	-26.2%	-5.2%	14.8%	4.9%	-0.7%	38.4%	24.6%
毛利率	18.3%	14.8%	14.2%	13.0%	14.1%	14.4%	14.5%	16.2%
净资产收益率	10.3%	7.2%	6.4%	6.7%	6.5%	1.9%	2.0%	2.6%

资料来源：Wind、光大证券研究所整理（注：标的为中信汽车指数成分股；乘用车包括比亚迪、长城、上汽、广汽、长安、江淮、北汽蓝谷、赛力斯；零部件剔除 3Q20、1Q21 数据缺失成分股）

表 2：2018-1H23 H 股汽车行业业绩表现

	2018	2019	2020	2021	2022	1H23
营业收入（亿元）	9863.7	10126.4	10968.3	12759.9	15749.2	8469.9
营业收入 YoY	8.1%	2.7%	8.3%	16.3%	23.4%	27.1%
归母净利润（亿元）	634.1	507.6	473.4	571.9	686.4	320.2
归母净利润 YoY	44.1%	-20.0%	-6.7%	20.8%	20.0%	-1.7%
毛利率	17.2%	15.7%	16.1%	14.6%	15.2%	15.7%
净资产收益率	11.5%	8.6%	7.6%	7.9%	8.6%	3.9%

资料来源：Wind、光大证券研究所整理（注：标的为中信 H 股指数成分股，剔除商用车成分股）

复盘来看，年初至今的板块表现分为三个阶段：1）阶段一（2023/1-2023/5）价格战引发市场对年降等业绩下修风险的担忧（其中，年初特斯拉降价与投资者日的预期，催化市场对以价换量+产业链新技术推进的情绪升温，带动 A/H 股汽车板块出现短期反弹）；2）阶段二（2023/6-2023/7）L3 级智能驾驶政策落地的预期催化，开启智能化主题性行情；3）阶段三（2023/8-至今）智能化主题延续+市场对持续价格战的担忧抬升（车企降价+权益放大再次出现）。

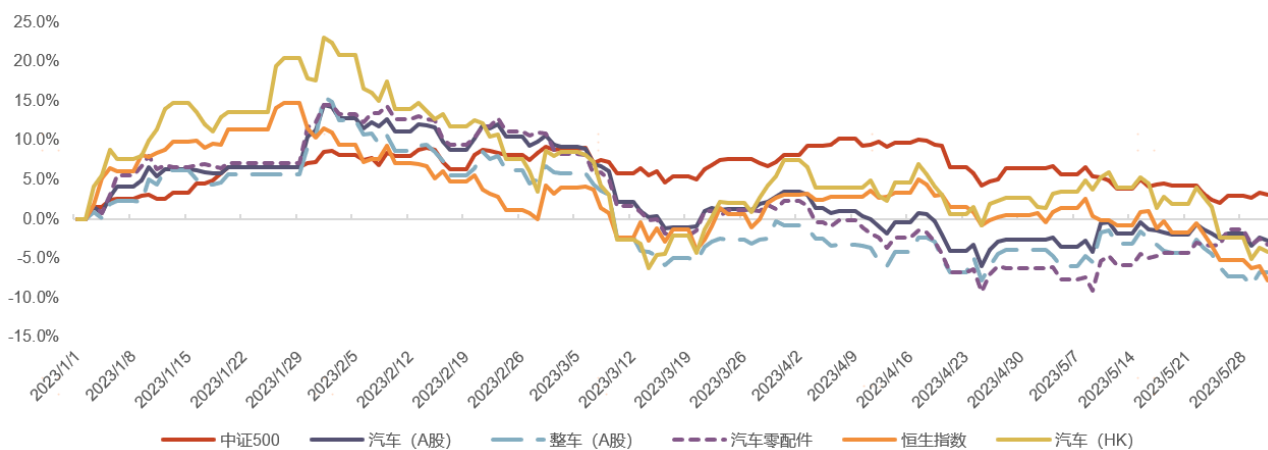
1.2、阶段一：市场开启对价格战的担忧

阶段一（2023/1-5）：中信 A 股汽车指数下跌 2.7%，跑输 A 股市场（vs. 中证 500 指数上涨 3.1%）；其中，零部件表现好于整车。中信 H 股汽车指数下跌 4.2%，跑输 H 股市场（vs. 恒生指数下跌 7.8%）。

1) 销量方面，受益于各地促消费活动的持续推进、以及去年同期较低基数等因素影响，2023 年 1-5 月国内乘用车累计销量同比+4.2%至 763.2 万辆。2) 业绩方面，1Q23 A 股汽车板块营业收入同比个位数增长，归母净利润同比下降；其中，乘用车业绩表现整体好于零部件，主要受益于行业龙头规模效应、以及长安汽车旗下长安新能源并表确认投资收益等因素影响。

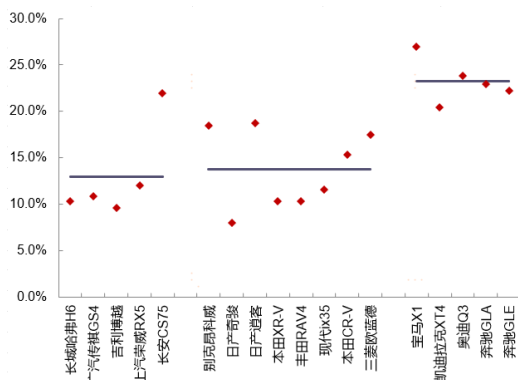
我们判断，1 月特斯拉引发的新能源车降价、3 月合资车企跟进的燃油车去库存降价，加剧市场对新能源车+燃油车持久价格战、以及部分地方政府针对性补贴的担忧，市场情绪和板块估值回落（A 股、以及 H 股板块 PE-TTM 估值分别回落至 36x、以及 22x，分别位于 2020 至今估值均值与-1x 标准差之间、以及 2020 至今估值均值+1x 标准差之间 vs. 1 月特斯拉降价与投资者日的预期，催化市场对以价换量+产业链新技术推进的情绪升温，带动板块出现短期反弹）。

图 7：2023/1/1-2023/5/31 期间 A/H 股汽车与大盘指数涨跌幅



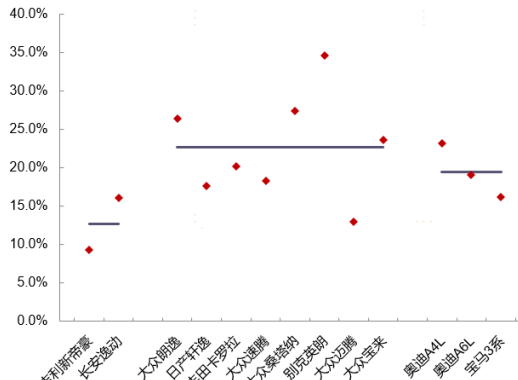
资料来源：Wind、光大证券研究所整理（注：数据截至 2023/5/31）

图 8：2023/3-2023/5 期间自主/合资/进口燃油 SUV 平均折扣



资料来源：车主之家、光大证券研究所整理（注：价格统计时间截至 2023/5/15）

图 9：2023/3-2023/5 期间自主/合资/进口燃油轿车平均折扣



资料来源：车主之家、光大证券研究所整理（注：价格统计时间截至 2023/5/15）

表 3：2023/1-2023/5 各品牌定价调整方案

方案类型	车企	方案发布时间	方案涉及车型	保价&涨价&优惠方案
新能源汽车	上汽荣威	5月15日	eRX5	售价下调 11,000 元
	奇瑞新能源	3月27日	旗下全系车型	指导价下调 8,000-11,000 元
	长安深蓝	3月10日	深蓝 sl03	现金补贴 22,000 元（限 1 万台） （变相降价 22,000 元）
	比亚迪	3月9日	宋 PLUS、海豹、宋 PRO	88 元抵扣 8,888（宋 PLUS、海豹）、 88 元抵扣 6,888（宋 PRO） （变相降价 8,800/6,800 元）
	福特电马	3月8日	旗下全系车型	指导价下调 40,000 元
	岚图汽车	3月1日	梦想家七座版	指导价下调 40,000 元
	零跑汽车	3月1日	T03/C01/C11	指导价下调 22,600-58,000 元
	长城汽车	2月17日	哈弗 H6 PHEV 版 55km 悦行版	指导价下调 15,000 元
	广汽丰田	2月9日	纯电动 SUV bZ4X	指导价下调 30,000 元
	飞凡汽车	2月2日	飞凡 R7	指导价下调 22,600 元
	上汽通用五菱	1月31日	宏光 MINIEV	指导价下调 3,000 元
	零跑汽车	1月20日	零跑 C01	付定 5,000 元最高可抵 30,000 元 （变相降价 25,000 元）
	小鹏汽车	1月17日	小鹏 P7、G3、P5	指导价下调 20,000-36,000 元
	Aito 汽车	1月13日	问界 M5 EV、问界 M7	指导价下调 28,800-30,000 元
燃油车	领克汽车	5月1日	领克 01、领克 05、领克 06、领克 09	指导价下调 4,000-16,000 元

资料来源：各品牌官网、光大证券研究所整理

表 4：2023/1-2023/5 各品牌分地区汽车补贴

方案类型	车企	方案发布时间	方案涉及车型	优惠方案
综合补贴	上汽通用五菱	2月11日	旗下相关车型	补贴 1,000 元（限广西省）
	东风汽车	3月3日	旗下七大品牌	政企综合补贴最高 90,000 元（限湖北省）
	上汽荣威	3月3日	旗下相关车型	政企综合补贴 10,000-50,000 元（限湖北省）
	上汽大众	3月1日	旗下相关车型	综合优惠至高 70,000 元（限湖北省）
	上汽通用	3月7日	别克旗下相关车型	政企综合补贴最高 70,000 元（限湖北省）
	上汽名爵	3月3日	旗下相关车型	综合优惠至高 20,000-40,000 元（限湖北省）
	一汽丰田	3月1日	旗下全系车型	补贴至高优惠 50,000 元（限湖北省）
	中国一汽	3月1日	旗下全系车型	补贴 5,000-37,000 元（限吉林省）
	东风本田	3月1日	旗下全系车型	补贴至高优惠 85,000 元（限安徽地区）
	东风本田	3月8日	旗下全系车型	补贴至高优惠 80,000 元（限川渝地区）
	广汽本田	3月15日	旗下全系车型	补贴最高 80,000 元（限广州地区）
	广汽丰田	5月7日	旗下相关车型	至高 20,000 元的置换补贴（含广州市政府以旧换新补贴），至高 10,000 元的购置税限时补贴（限广州地区）
新能源汽车	奔驰	3月7日	旗下相关车型	补贴 50,000-70,000 元（限北京地区）
	沃尔沃	1月	沃尔沃 S60 T8	20,000 元的牌照补贴和 10,000 元置换补贴（限上海地区）
燃油车	广汽集团	3月15日	旗下相关车型	赠送粤 A 蓝牌（限广州地区）
	广汽丰田	5月7日	旗下相关车型	至高 16,000 元的拍牌补贴（限广州地区）

资料来源：懂车帝、i 柳州、AMT 论坛、太平洋汽车、车宇世界、南方网等、光大证券研究所整理

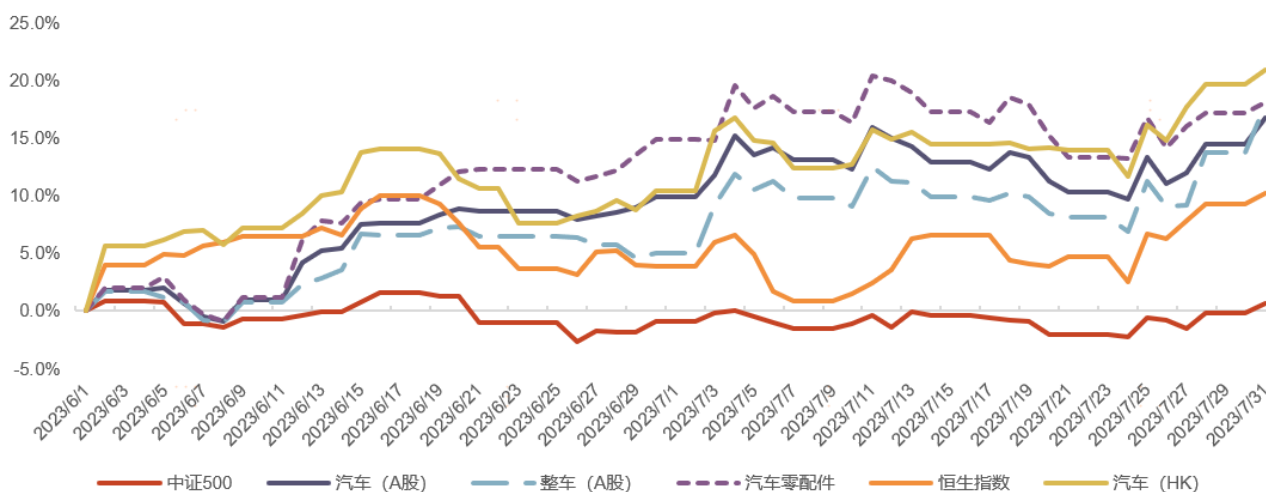
1.3、阶段二：利好事件密集出台，高阶智能化推进

阶段二（2023/6-7）：中信 A 股汽车一级指数上涨 16.7%，跑赢 A 股市场（vs. 中证 500 指数上涨 0.6%）；其中，零部件/整车分别上涨 18.1%/17.9%。中信 H 股汽车指数上涨 20.9%，跑赢 H 股市场（vs. 恒生指数上涨 10.2%）。

我们判断，利好事件密集出台+智能化主题预期升温+市场对年降压力过度担忧后的预期修正，是此阶段内板块出现大幅反弹的主要原因。1) **利好政策**：2023/6 起中央层面关于汽车的利好政策持续出台，地方层面的消费补贴也持续跟进且部分地区新能源汽车补贴力度大于燃油车；多重政策利好因素驱动销量及市场情绪逐步修复。2) **智能化主题**：5 月底马斯克访华、6 月中上旬 L3 级自动驾驶标准落地的政策预期升温、叠加新势力+华为基于 BEV+Transformer 大模型应用的技术兑现，带动市场对“AI+”高阶自动驾驶及产业链的预期不断升温。3) **业绩预期修正**：2Q23 A 股汽车营业收入与归母净利润同比显著抬升；其中，零部件受此轮价格战影响相对有限，通过多元化业务布局/新客户拓展+规模效应部分对冲主机厂年降压力，零部件表现相对优于整车。

我们判断，6-7 月板块系统性反弹，主要由于利好事件密集出台、市场基于 AI+智能化主题升温、以及业绩基于年降悲观预期下的修正；市场情绪+板块估值修复，A 股、以及 H 股 PE-TTM 估值分别抬升至 40x、以及 27x，分别位于 2020 年至今估值均值、以及 2020 年至今估值均值+1x 标准差以上。

图 10：2023/6/1-2023/7/31 期间 A/H 股汽车与大盘指数涨跌幅



资料来源：Wind（注：数据截至 2023/7/31）

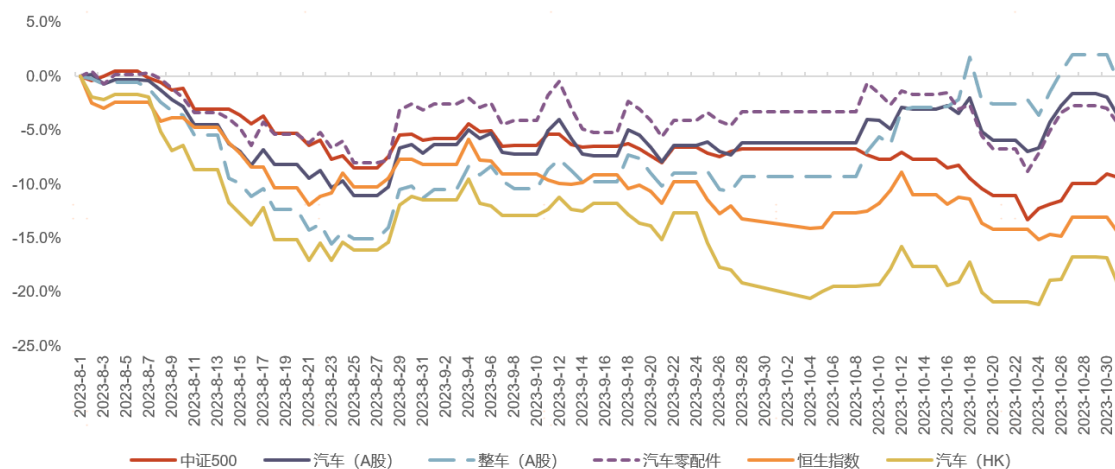
1.4、阶段三：价格战仍未结束，关注主题性投资机会

阶段三（2023/8-至今）：中信 A 股汽车指数下跌 3.6%，跑赢 A 股市场（vs. 中证 500 指数下跌 9.4%）；其中，整车下跌 0.5%，零部件下跌 4.4%。中信 H 股汽车指数下跌 19.3%，跑输 H 股市场（vs. 恒生指数下跌 14.5%）。

我们判断 2023/8 至今，板块以震荡+主题性投资机会为主。1) 针对扶持+扩大基于汽车消费的政策超预期可能性或相对有限（或仍需贴合总量+顺周期政策兑现）；此外，8 月起部分车企再次出现权益放大+降价活动（8 月/9 月国内狭义乘用车零售销量同比+2.5%/+5.0%），引发市场对于新一轮价格战的担忧。2) 9 月新款问界 M7 上市，初期订单表现大超预期，带动华为智能化主题延续。3) 板块基于业绩的悲观预期已逐步消化，3Q23 A 股整车+零部件营业收入、以及归母净利润均同比增长，乘用车业绩表现好于零部件，主要受益于主机厂降本增效、海外市场放量、高 ASP 车型交付/产品结构改善等因素影响。

当前 A 股、以及 H 股板块 PE-TTM 估值分别为 31x、以及 21x，A 股估值位于 2020 年至今估值均值-1x 标准差以下、H 股估值接近 2020 年至今估值均值。

图 11：2023/8/1-2023/10/31 期间 A/H 股汽车与大盘指数涨跌幅



资料来源：Wind、光大证券研究所整理（注：数据截至 2023/10/31）

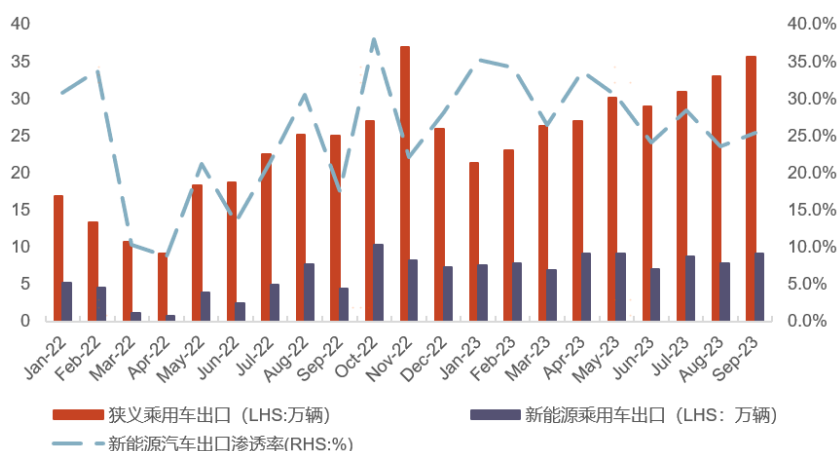
展望来看，1）地方政府补贴持续推进+终端优惠与车市旺季逐步临近、以及主机厂新能源车新车型陆续上市，看好 4Q23E 新能源车销量爬坡前景，维持 2023E 国内新能源乘用车（零售+出口）850-900 万辆的判断。2）鉴于总量需求仍待有序恢复、以及特斯拉/比亚迪主力价格带的产品矩阵已相对完善，预计 2024E 国内新能源车销量增速或将回落，市场竞争/价格战或进一步加剧，预计行业以价换量+智能化主题趋势或仍将延续。3）建议关注出口（欧盟反补贴调查仍存调查窗口期）、以及智能化新技术推进的产业链主题机会。

2、自主品牌出口步入快车道

2.1、建厂+并购双线并行，最大化实现本土发展

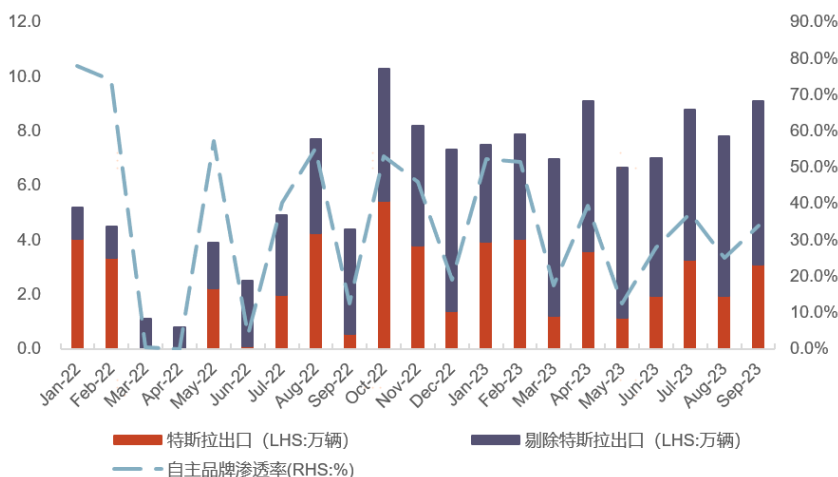
2022 年起中国乘用车出口迎来快速增长。2023 年前 9 月国内乘用车出口同比增长 60.4%；其中，新能源乘用车出口同比+109.6%至 73.4 万辆（新能源乘用车出口渗透率同比+6.7pcts 至 28.6%）。我们预计在全球电动化加速推进的背景下，自主新能源乘用车出海或带来确定性增量；其中，海外新能源乘用车出口龙头效应明显，上汽集团/比亚迪占新能源乘用车出口总量 34.0%/15.7%（剔除特斯拉，上汽集团/比亚迪占新能源乘用车出口总量 47.7%/22.1%）。

图 12：2022/1-2023/9 乘用车及新能源乘用车出口销量



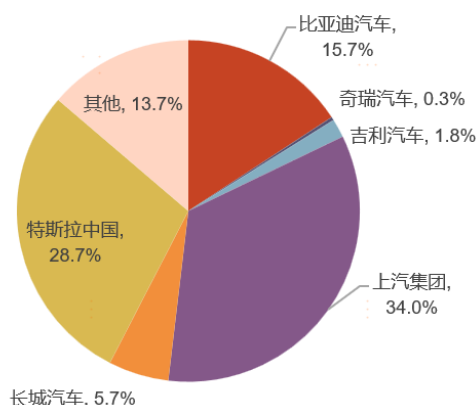
资料来源：乘联会、光大证券研究所整理

图 13：2022/1-2023/9 新能源乘用车出口销量及自主品牌渗透率



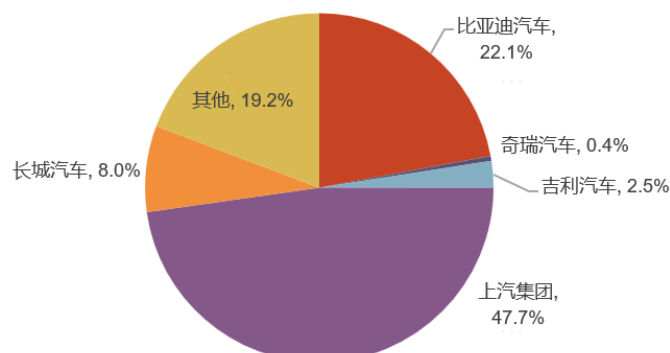
资料来源：乘联会、光大证券研究所整理

图 14：2023 年前 9 月中国新能源乘用车出口销量分品牌占比



资料来源：中汽协、光大证券研究所整理

图 15：2023 年前 9 月中国新能源乘用车出口销量分品牌占比（剔除特斯拉）



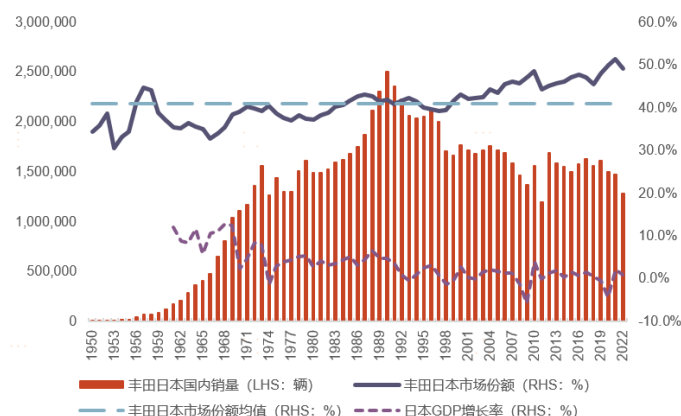
资料来源：中汽协、光大证券研究所整理

我们判断，1) 鉴于国内竞争加剧，当前自主品牌都已逐步加大海外新能源车市场布局。2) 我们复盘全球两大汽车龙头日本丰田与德国大众的发展历程，建厂+并购是实现海外产销规模扩大的有效方案，有望带动全球销量实现稳步爬坡。

● 丰田全球发展历程复盘

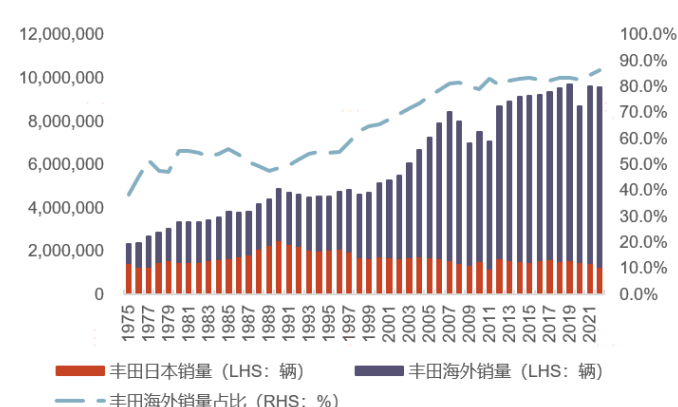
1950s 年代受益于自动化生产线的快速爬坡，丰田在日本本土市占率已达 40%-50%。为实现销量持续的快速增长，丰田在海外通过车型导入+建厂/本土化投建等策略，带动海外市场销量快速抬升；当前海外已成为拉动丰田全球销量的主要市场（2022 年海外销量占比全球销量分别为 86.5%）。

图 16：1950-2022 年丰田日本销量及市场份额



资料来源：丰田官网、光大证券研究所整理

图 17：1975-2022 年丰田本土+海外销量及海外销量占比



资料来源：丰田官网、光大证券研究所整理

我们将丰田的海外布局分为三个阶段：1) 60s-70s 年代：在石油危机背景下针对美国导入燃油经济车型提振品牌认知度，后续拓展至东南亚市场并率先进行本土建厂。2) 80s-90s 年代：在美国、东南亚均有产能布局实现本土化生

产。3) 90s 年代以后：主攻欧洲+中国市场；其中，欧洲以深入本土化布局实现消费者品牌认知的转变，中国市场顺应政策环境通过合资模式生产运营。

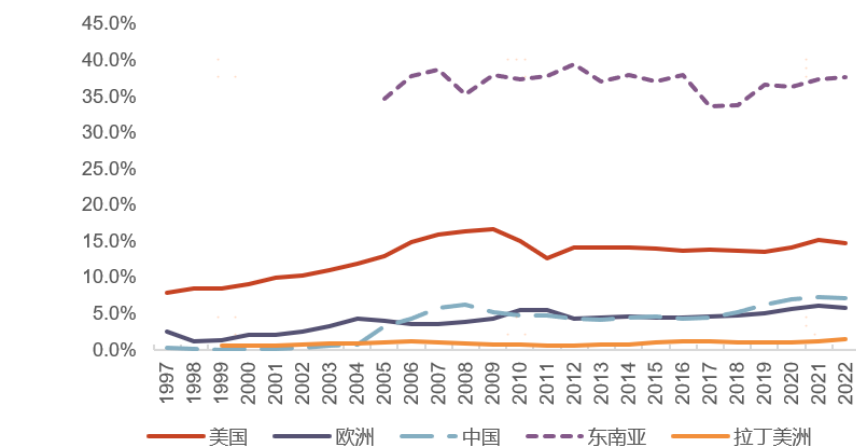
表 5：丰田发展历程

时间周期	宏观事件	全球化布局	公司事件
发展初期：50 年代	1955 NA	NA	皇冠车型上市
	1957 NA	皇冠样车出口美国	NA
成长期：60-70 年代	1961	1) 与美国、欧洲各国经销商开启合作 2) 向美国、欧洲各国进行卡罗拉等代表性车型导入；	丰田引入 TQC 防范对产品质量全面控制
	1963 日本国内经济快速发展		丰田内部采用看板方法管理提升经营效率
	1965		丰田第一款跑车 sports 800 上市
	1967	3) 与东南亚进行政府性质的合作出口	丰田超级跑车 200GT 上市
	1970 石油危机		凯美瑞的前身车型 Celica 上市
	1973		NA
扩张期：80-90 年代	1980	1) 日本与美国贸易摩擦& 日元汇率上涨影响北美市场出口 2) 日本与美国福特、通用等公司合作 NUMMI 工厂进行本土化生产 3) 在东南亚海外建厂	建立了全新的 Vista 销售体系，加上原有的 Corolla、TOYOPET、TOYOTA、NETZ 五个销售网络体系
	1981		丰田 Soarer 高端车型上市
	1982		丰田自动车工业和丰田自动车贩卖两个公司整合为全新的丰田公司
	1983 日本与美国出现贸易摩擦 日元升值		为探索美国市场设立高端品牌雷克萨斯
	1983		丰田紧凑型轿车雷凌上市
	1984		丰田第一款中置后驱跑车 MR2 上市
	1986		丰田 Supra 超级轿跑上市
	1989		雷克萨斯 LS400 上市
成熟期：90 年代至今	1992 涉及到汽车行业的贸易摩擦	1) 全球本土化产能扩张，90 年美国大规模建厂 2) 2000 年以后在欧洲、中国建厂并在欧洲、中国地区开启本土化合作研发	丰田基本经营理念建成
	1997 签订《京都协议书》对碳排放做出限制		首款混动车型普锐斯上市
	2001 NA		丰田之道手册更明确了丰田的价值观、开始布局中国市场
	2009 金融危机		巅峰日系超跑雷克萨斯 LFA 上市
	2011 日元升值、日本大地震、泰国洪水		NA
	2012 NA		集团重组并在当年销量达到 1000 万辆，是世界汽车工业史上第一家销量超过 1000 万辆的车企
	2014 NA		首款氢燃料车型 Mirai 上市
	2015 签订《巴黎协议》对碳排放做出限制		丰田推行全新 TNGA 和 DNGA 架构的设计制造理念、提出“丰田环境挑战 2050”
	2020 新冠疫情		NA
	2022 俄乌战争		纯电 bZ4X 车型上市

资料来源：丰田官网、光大证券研究所整理

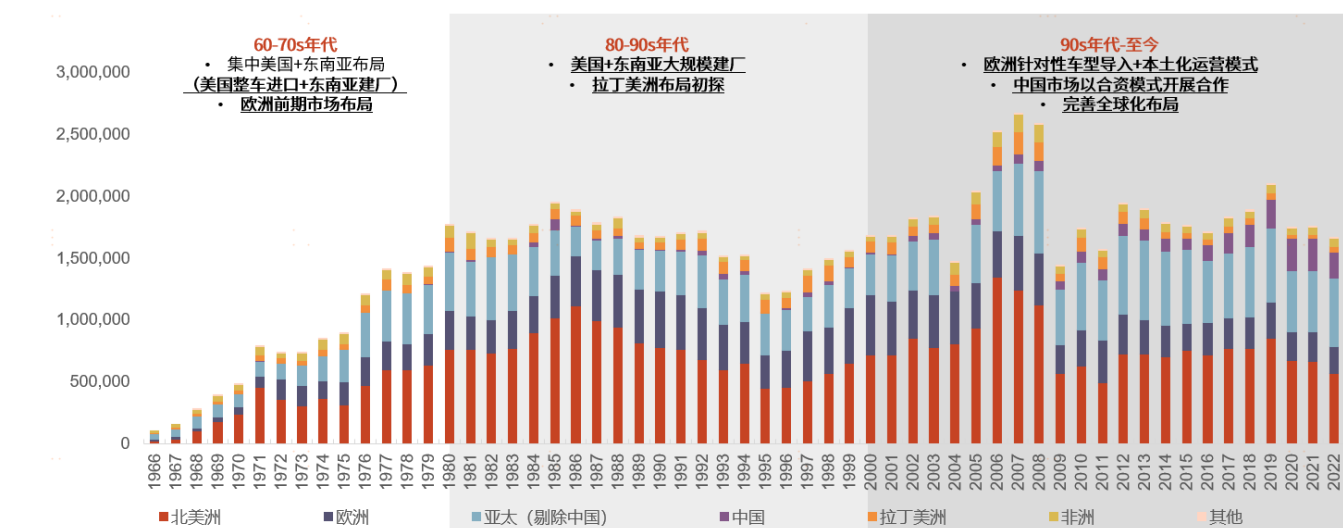
从全球化布局的程度来看，当前丰田在海外市场份额的排序依次为东南亚>美国>中国>欧洲>拉丁美洲。拆分来看，**1) 东南亚（市占率 35%+）**：50s 年代开始向东南亚地区出口车辆，后期受益于产能提前布局+政策保护形成稳定市场份额。**2) 美国（市占率 15%左右）**：70s 年代石油危机背景下，丰田通过低油耗打入美国市场；80s 年代开启规模化的本土生产+车型开发。**3) 中国（市占率 5%-10%）**：90s 年代在完成东南亚、美国市场布局后转向中国市场，通过与政府、以及本土品牌谈判协商以合资形式在本地发展。**4) 欧洲（市占率 5%左右）**：50-60s 年代开始经销商+车型布局，但受限於欧洲本土企业保护前期未进行大规模发展，后期再次进行本土化开发带动市场份额。**5) 拉丁美洲（本土化市占率 1%-2%）**：50s 年代进入拉丁美洲市场，鉴于当地政策+市场偏好/欧美车型影响，拉丁美洲市场份额仍存在提升空间。

图 18：1997-2022 年各大洲丰田市场份额



资料来源：丰田官网、marklines、Wind、光大证券研究所整理

图 19：1966-2022 年丰田各大洲销量（单位：辆）

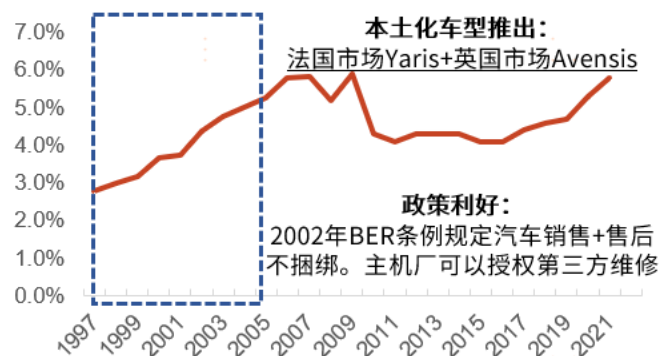


资料来源：丰田官网、光大证券研究所整理

我们分析，1) 2022 年美国、欧洲约占全球汽车销量规模的 17.5%、14.2%，是车企全球化布局+扩增量的两个最大弹性市场。2) 日本资源相对匮乏，整车研发之初就以低油耗为研发重心，并在全球市场具备一定的品牌认知度。在美国市场，丰田在 70s 年代由于石油危机+低油耗/高性价比的特点，成功切入北美市场，并在 80s 年代开启美国本土化量产（当前在美市占率稳定在 15%左右）。2) 丰田在欧洲市占率仅约 5%，并先后经历出口受当地贸易保护、本土化生产/运营/管理导入、以及爆款车型上市爬坡驱动市占率抬升的三个阶段。丰田在欧洲市场的成功或主要归功于 Yaris 的上市爬坡。

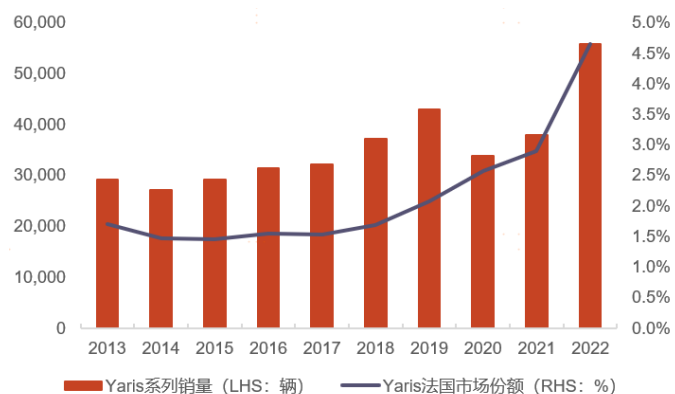
1997 年丰田针对欧洲本土化开发的全新车型 Yaris 上市（vs. 1992 年、1994 年先后在英国、土耳其建工厂）。受益于 Yaris 新车周期，丰田在欧洲（尤其法国）市场份额显著抬升。我们复盘 Yaris 车型成功的原因，除了欧洲对非本土汽车品牌的接受度在提升之外，Yaris 通过欧洲本土化研发设计，基于低油耗、低保养费用、以及前卫设计+空间在欧洲具备较高的性价比。

图 20：1997-2021 年丰田在欧洲市场份额



资料来源：ACEA、光大证券研究所整理

图 21：2013-2022 年法国 Yaris 系列车型市场份额



资料来源：marklines、光大证券研究所整理

参考丰田的全球化布局，1) 海外工厂扩张+车型开发导入，是带动丰田海外销量增长的关键。2) 从市场开发节奏角度，欧洲市场的布局周期较长/进入难度较大。市场突破取决于 90s 年代对欧洲市场集中进行本土化开发；其中，本土化工厂+渠道+运营管理，尤其车型的竞争力或为关键。3) 欧洲市场具备较强且全球知名的车企与供应链、叠加欧洲消费者对本土品牌/车型的偏好，本土化生产/运营/管理导入仅为规避政策风险的第一步，我们判断核心仍在于后续能否贴合欧洲市场的用户画像打造爆款车型从而带动销量爬坡。

表 6：丰田海外工厂布局情况

地区	国家	开始生产年月	工厂类型	公司名称	主要产品
北美	加拿大	1985 年 2 月	零部件工厂	丰田加拿大汽车零部件公司(CAPTIN)	铝制轮毂
		1988 年 11 月	整车工厂	丰田汽车制造加拿大公司 (TMMC)	RX、NX、RAV4 (雷克萨斯)
	美国	1988 年 5 月	零部件工厂	丰田肯塔基州汽车制造公司 (TMMK)	RAV4 HEV, 凯美瑞、ES、发动机、动力总成相关零部件
		1993 年 6 月	零部件工厂	丰田密苏里州汽车制造公司 (TMMMO)	铝铸件
		1998 年 11 月	零部件工厂	丰田西弗吉尼亚州汽车制造公司(TMMWV)	发动机、传动装置
		1999 年 2 月	整车工厂	丰田印第安纳州汽车制造公司(TMMI)	汉兰达、塞纳 HEV
		2003 年 4 月	零部件工厂	丰田阿拉巴马州汽车制造公司 (TMMAL)	发动机
		2006 年 11 月	整车工厂	丰田汽车制造公司(TMMTX)	坦途, 红杉 HEV
		2011 年 10 月	整车工厂	丰田密西西比州汽车制造公司(TMMMS)	卡罗拉
		2021 年 9 月	整车工厂	美国马自达丰田制造有限公司(MTM)	卡罗拉
	墨西哥	2004 年 9 月	整车工厂	丰田汽车制造加利福尼亚州公司(TMMBC)	塔科马
		2019 年 12 月	整车工厂	丰田瓜纳华托汽车制造厂(TMMGT)	塔科马
拉丁美洲	阿根廷	1997 年 3 月	整车工厂	丰田阿根廷有限公司 (TASA)	海拉克斯、Fortuner (SW4)
	巴西	1959 年 5 月	整车工厂	丰田巴西有限公司 (TDB)	卡罗拉、卡罗拉 cross、Etios、Yaris
	委内瑞拉	1981 年 11 月	整车工厂	TDV	卡罗拉、Fortuner、海拉克斯
欧洲	捷克	2005 年 2 月	整车工厂	丰田汽车制造捷克共和国公司(TMMCZ)	Yaris (包括 HEV)、Aygo X
	法国	2001 年 1 月	整车工厂	丰田汽车制造法国有限公司 (TMMP)	Yaris (包括 HEV)、Yaris Cross
	波兰	2002 年 4 月	零部件工厂	丰田汽车制造波兰公司 (TMMP)	发动机、传动装置、动力总成相关零部件
	葡萄牙	1968 年 8 月	整车工厂	丰田卡埃塔诺葡萄牙有限公司 (TCAP)	Land Cruiser "70" series
	土耳其	1994 年 9 月	整车工厂	丰田汽车制造土耳其公司 (TMMT)	卡罗拉 Sedan (包括 HEV)、C-HR (包括 HEV, PHEV)、插电式混合动力电池

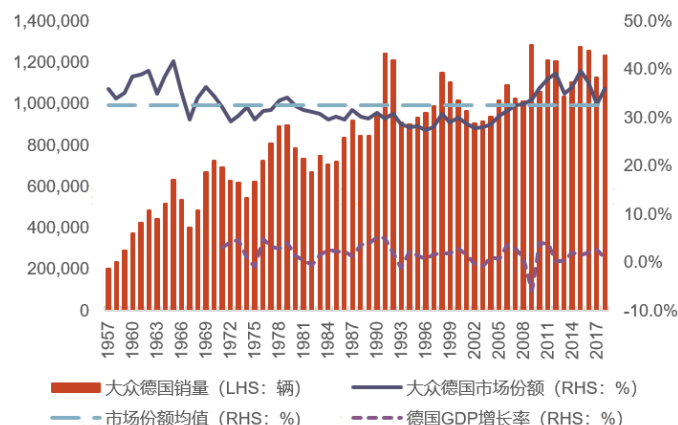
	英国	1992 年 8 月	整车工厂	丰田汽车制造英国有限公司 (TMUK)	卡罗拉 Touring Sports (包括 HEV)、卡罗拉 Hatchback (包括 HEV)、发动机
非洲	肯尼亚	1977 年 8 月	整车工厂	联合车辆装配有限公司 (AVA)	Land Cruiser、Hiace、海拉克斯
	南非	1962 年 6 月	整车工厂	丰田南非汽车 (私人) 有限公司 (TSAM)	卡罗拉系列 (包括 HEV)、海拉克斯、Fortuner、Hiace
	埃及	2012 年 4 月	整车工厂	阿拉伯美国车辆公司 (AAV)	Fortuner
	加纳	2021 年 6 月	整车工厂	丰田通商制造加纳有限公司	海拉克斯
亚太	中国	1986 年 1 月	整车工厂	国瑞汽车股份有限公司 (台湾)	卡罗拉系列 (包括 HEV)、威驰、Sienta、Town Ace、冲压件
		1998 年 5 月	零部件工厂	天津丰金汽车零部件有限公司 (TFAP)	CVJ Axles
		1998 年 7 月	零部件工厂	一汽丰田发动机 (天津) 有限公司 (FTET)	发动机
		1998 年 12 月	零部件工厂	天津丰田锻造有限公司 (TTFC)	锻造零件
		2000 年 12 月	整车工厂	一汽丰田汽车 (成都) 有限公司 (FTCC)	柯斯达、亚洲龙 (包括 HEV)
		2002 年 10 月	整车工厂	一汽丰田汽车有限公司 (FTMC)	卡罗拉系列、亚洲狮 (包括 HEV)、奕泽 IZOA (包括 HEV)、皇冠、bZ4X、格瑞维亚 HEV、bZ3
		2003 年 10 月	整车工厂	一汽丰田汽车 (成都) 有限公司长春风月分公司 (FTCF)	RAV4 (包括 HEV, PHEV)、凌放 Harrier (包括 HEV)
		2004 年 12 月	零部件工厂	一汽丰田发动机 (长春) 有限公司 (FTEC)	发动机
		2005 年 1 月	零部件工厂	广汽丰田发动机有限公司 (GTE)	发动机
		2006 年 5 月	整车工厂	广汽丰田汽车有限公司 (GTMC)	凯美瑞 (包括 HEV)、汉兰达 (包括 HEV)、雷凌 (包括 HEV)、雷凌 GT (包括 HEV)、C-HR (包括 HEV)、威兰达 (包括 HEV、PHEV)、塞纳 HEV、锋兰达 (包括 HEV)、威飒 (包括 HEV)、bZ4X
		2014 年 7 月	零部件工厂	丰田汽车 (常熟) 汽车零部件有限公司 (TMCAP)	动力总成零件
		2015 年 9 月	零部件工厂	新中源丰田汽车能源系统有限公司	汽车镍氢蓄电池组, 汽车锂离子蓄电池组
	印度	1999 年 12 月	整车工厂	丰田基洛斯卡汽车私人有限公司 (TKM)	Innova Crysta、Innova Hycross、Fortuner、凯美瑞 (HEV、ES HEV)、Urban Cruiser Hyryder、海拉克斯
		2002 年 7 月	零部件工厂	丰田基洛斯卡汽车零部件私人有限公司 (TKAP)	车轴传动轴, 传动装置
	印尼	1970 年 5 月	整车工厂	丰田汽车制造印度尼西亚公司 (TMMIN)	Innova、Innova Zenix、Fortuner、Yaris、Yaris Cross、Veloz、Calya、发动机
		2003 年 12 月	整车工厂	P.T. 阿斯特拉大发汽车 (ADM)	Avanza、Rush、Calya、Agya、Raize 等
		2009 年 12 月	零部件工厂	日野汽车制造印尼公司 (HMMI)	动力零件
	巴基斯坦	1993 年 3 月	整车工厂	印度河汽车有限公司 (IMC)	卡罗拉、海拉克斯、Fortuner、Yaris
	菲律宾	1989 年 2 月	整车工厂	丰田汽车菲律宾公司 (TMP)	Innova、威驰
		1992 年 9 月	零部件工厂	丰田爱信菲律宾公司 (TAP)	传动装置、CV joints
	泰国	1964 年 2 月	整车工厂	丰田汽车泰国有限公司 (TMT)	凯美瑞 (包括 HEV)、卡罗拉 (包括 HEV)、卡罗拉 Cross (包括 HEV)、威驰、Yaris、海拉克斯、Fortuner
		1989 年 7 月	零部件工厂	暹罗丰田制造有限公司 (STM)	发动机
	越南	1996 年 8 月	整车工厂	丰田汽车越南有限公司 (TMV)	威驰、Innova、Fortuner、Veloz、Avanza
	缅甸	2022 年 9 月	整车工厂	丰田缅甸有限公司 (TMY)	海拉克斯

资料来源: 丰田官网、光大证券研究所整理

● 大众全球发展历程复盘

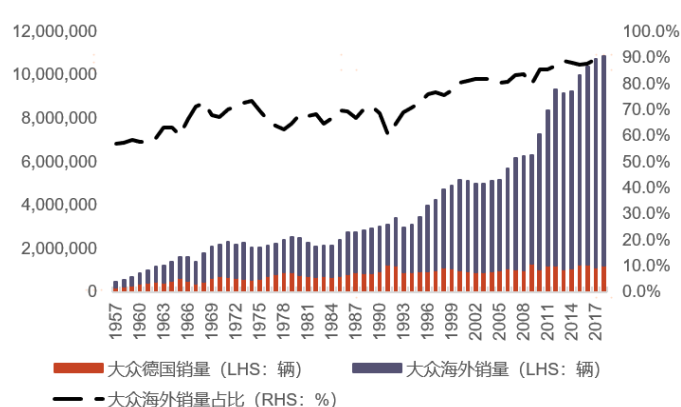
1970s 年代至今, 大众在德国市场份额维持在 30%-40%。除大众品牌之外, 集团旗下另有 9 个品牌, 分别对应不同的车型与市场定位。1) 车型定位: 斯柯达、西雅特主要为经济型产品; 奥迪为高端性能车; 兰博基尼、保时捷为跑车; 宾利、布加迪为顶级豪华品牌; 斯堪尼亚、MAN 定位商用车市场。2) 市场布局: 大众通过收购模式实现在德国以外地区的市场布局, 其中, 斯柯达主要辐射中欧+东欧地区; 西雅特主要辐射欧洲西南部的伊比利亚半岛地区。

图 22：1957-2018 年大众德国销量及市场份额



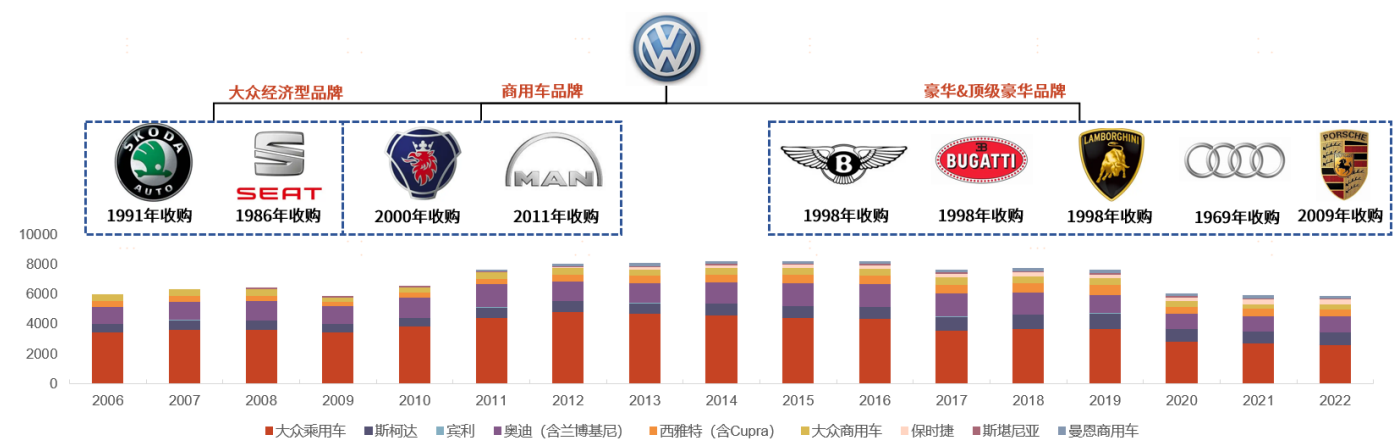
资料来源：大众官网、光大证券研究所整理

图 23：1957-2018 年大众本土+海外销量及海外销量占比



资料来源：大众官网、光大证券研究所整理

图 24：大众品牌收购情况以及对应的子品牌 2006-2022 年销量（单位：千辆）



资料来源：大众公司公告、光大证券研究所整理（注：旗下斯柯达、西雅特、斯堪尼亚、MAN、宾利、布加迪、兰博基尼、奥迪、保时捷为收购品牌）

表 7：大众工厂布局

地区	国家	工厂类型	工厂名称	主要产品
亚洲	印度	整车工厂	浦那工厂（Puna Plant）	斯柯达 FABIA/大众 POLO/大众 VENTO/斯柯达 RAPID
		整车工厂	奥兰加巴德工厂（Aurangabad Plant）	大众捷达/斯柯达 OCTAVIA、SUPERB/YETI/奥迪 A4、Q3、Q5、Q7
		整车工厂	皮萨姆浦尔工厂（Pithampur Plant）	卡车
	泰国	整车工厂	安美德工业城工厂（Amata City Plant）	杜卡迪摩托车
	中国	整车工厂	一汽大众长春一厂	奥迪 A4L、奥迪 A6L、奥迪 Q5L、大众探影
		整车工厂	一汽大众长春二厂	高尔夫/迈腾/速腾/CC/奥迪 A4L/奥迪 A5
		整车工厂	一汽大众成都工厂	捷达/新宝来/奥迪 A6L
		整车工厂	一汽大众佛山工厂	高尔夫 7/奥迪 A3/奥迪 Q3
		零部件工厂	一汽大众发动机变速器厂（长春）	EA113 发动机/EA111 发动机/MQ 手动变速箱
		零部件工厂	一汽大众成都发动机厂	EA211 发动机
		整车工厂	一汽大众天津工厂	TAYRON/奥迪 Q3L/大众探岳
		整车工厂	一汽大众青岛工厂	奥迪 A3L/宝来
		整车工厂	上汽大众上海一厂	大众 Polo/斯柯达晶锐

		整车工厂	上汽大众上海二厂	大众 Lavida
		整车工厂	上汽大众上海三厂	大众 Tiguan/大众 Touran
		整车工厂	上汽大众南京工厂	大众全新帕萨特/帕萨特插电式混合动力版/斯柯达品牌全新速派及柯米克
		整车工厂	上汽大众仪征工厂	大众品牌桑塔纳/途岳/斯柯达品牌昕锐
		整车工厂	上汽大众宁波工厂	大众品牌凌渡 L/途昂 X/途岳/威然/斯柯达品牌明锐 Pro/柯珞克
		整车工厂	上汽大众新疆工厂	大众品牌桑塔纳/途岳
		整车工厂	上汽大众长沙工厂	大众品牌朗逸/朗逸 Plus//全新途安 L/斯柯达品牌柯迪亚克/柯迪亚克 GT
非洲	南非	整车工厂	象泉镇工厂 (Olifantsfontein Plant)	巴士
		整车工厂	派恩敦工厂 (Pinetown Plant)	卡车/零部件/巴士底盘
		整车工厂	埃滕哈赫工厂 (Uitenhage Plant)	大众 POLO/POLO VIVO/POLO VIVO 三厢/发动机
北美洲	美国	整车工厂	查塔努加工厂 (Chattanooga Plant)	帕萨特/Atlas
	墨西哥	整车工厂	普埃布拉工厂 (Puebla Plant)	捷达/捷达 NAR/甲壳虫/甲壳虫敞篷/高尔夫/高尔夫旅行版/发动机/零部件/铸造件
		零部件工厂	锡劳工厂 (Silao Plant)	发动机
		整车工厂	克雷塔罗工厂 (Queretaro Plant)	巴士/卡车
南美洲	巴西	整车工厂	安谢塔工厂 (Anchieta Plant)	高尔 4/高尔 6/SAVEIRO/POLO/POLP 三厢/T2/发动机/变速箱
		整车工厂	库里提巴工厂 (Curitiba Plant)	FOX/高尔夫/SURAN
		整车工厂	圣保罗工厂 (Sao Paulo Plant)	FOX/卡车/巴士底盘/发动机/零部件
		整车工厂	雷森迪工厂 (Resende Plant)	卡车/零部件/巴士底盘
		零部件工厂	圣卡洛斯工厂 (Sao Carlos Plant)	发动机
		整车工厂	陶巴特工厂 (Taubate Plant)	GOL/VOYAGE
	阿根廷	零部件工厂	科尔多瓦工厂 (Cordoba Plant)	MQ250 手动变速器/MQ200 手动变速器
		整车工厂	帕切科工厂 (Pacheco Plant)	SURAN/AMAROK
		零部件工厂	图库曼工厂 (Tucuman Plant)	动力总成零部件
欧洲	英国	整车工厂	克鲁工厂 (Crewe Plant)	慕尚/飞驰/欧陆 GT/发动机
	葡萄牙	整车工厂	塞图巴尔工厂 (Setubal Plant)	EOS/尚酷/夏朗/西雅特欧悦搏
	西班牙	零部件工厂	巴塞罗那工厂 (Barcelona Plant)	零部件/冲压车间
		整车工厂	玛托雷尔工厂 (Martorell Plant)	IBIZA/LEON/ALTEA/奥迪 A3/发动机 (只装配)
	法国	整车工厂	莫尔斯海姆工厂 (Molsheim Plant)	威航
		整车工厂	昂热工厂 (Angers Plant)	卡车/货车/巴士
	比利时	整车工厂	布鲁塞尔工厂 (Brussels Plant)	奥迪 A1
	意大利	整车工厂	圣亚加塔·波隆尼工厂 (Sant' Agata Bolognese Plant)	Aventador/Huracan/发动机
		整车工厂	Borgo Panigale 工厂 (Borgo Panigale Plant)	摩托车
	荷兰	整车工厂	兹沃勒工厂 (Zwolle Plant)	卡车/货车/巴士
	波兰	整车工厂	博列斯拉夫工厂 (Mlada Boleslav Plant)	Fabia/RapidP/Octavia/发动机/变速箱/零部件
	斯洛伐克	整车工厂	布拉迪斯拉发工厂 (Bratislava Plant)	途锐/UP!/E-UP!/奥迪 Q7/变速箱 (只装配)

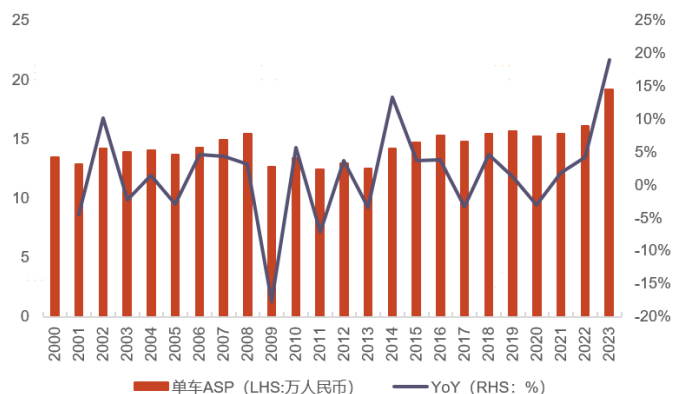
资料来源: Aitecar、光大证券研究所整理

参考大众的全球化布局，海外建厂+品牌收购同步推进，补齐海外市场+不同细分市场车型矩阵。在品牌收购方面，1) 保留原始风格，收购后的品牌仍在本地进行生产运营（大众仅提供产线等技术支持）。2) 协作主要体现在技术+战略两方面，a) 技术协作作为实现生产规模化、以及保证产品质量，以平台统一+相同的核心供应商选择模式为主。b) 战略协作：通过营销、设计、以及性能调校等方面的差异化与原有品牌形成产品区分。

我们判断，1) 海外市场成为丰田与大众的第二成长曲线。2) 当前自主品牌或仍以海外工厂扩张为主，少数以吉利、上汽为代表的车企通过收购（主要为欧

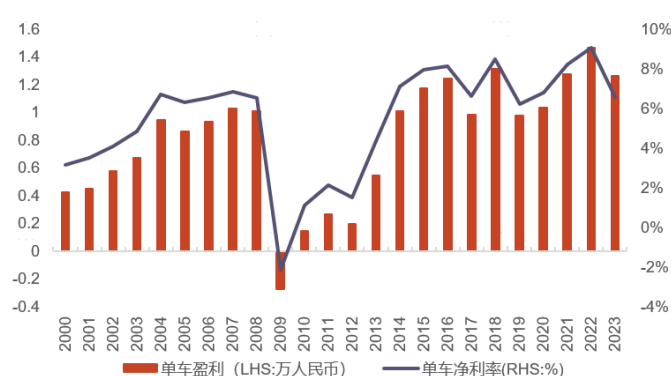
系品牌收购) 实现品牌与区域的拓宽。3) 我们预计东南亚或为自主新能源车出海的确性较大市场, 增量弹性空间或来自于欧洲市场。预计欧洲本土化生产/运营/管理导入仅为规避政策风险的第一步, 核心仍在于后续能否贴合欧洲市场的用户画像打造爆款车型从而带动销量爬坡。4) 或也可参考大众的全球化品牌收购理念, 通过保留原有品牌定位+国产车型导入带动上量爬坡。

图 25: 2000-2023 年丰田单车 ASP 及同比增速



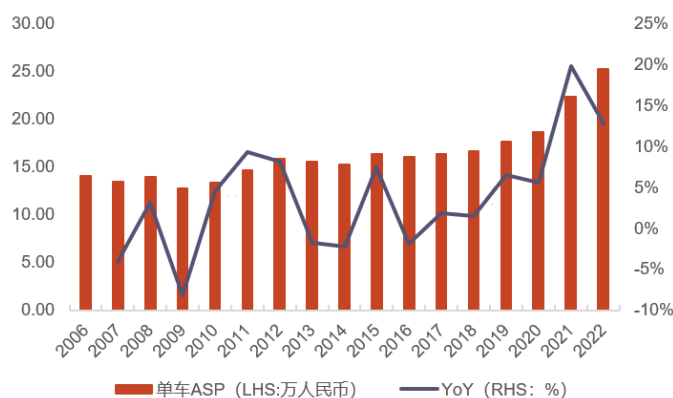
资料来源: 丰田官网、光大证券研究所整理 (注: 汇率 1CNY=20.22JPY, 丰田财年周期以 2021 年为例完整周期 2020/4-2021/3)

图 26: 2000-2023 年丰田单车盈利及单车净利率



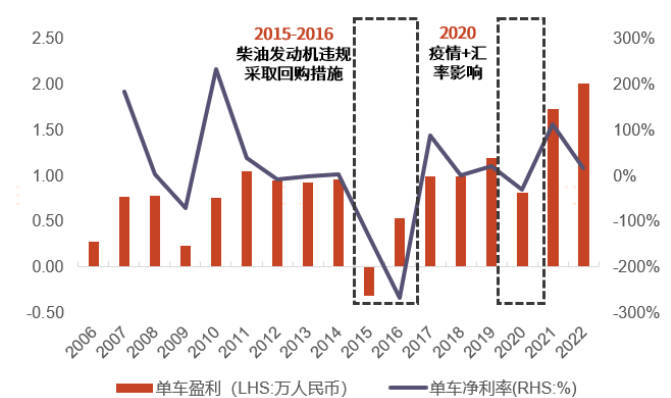
资料来源: 大众官网、光大证券研究所整理 (注: 汇率 1CNY=20.22JPY, 丰田财年周期以 2021 年为例完整周期 2020/4-2021/3)

图 27: 2006-2022 年大众单车 ASP 及同比增速



资料来源: 大众官网、光大证券研究所整理 (注: 1EUR=7.69CNY)

图 28: 2006-2022 年大众单车盈利及单车净利率

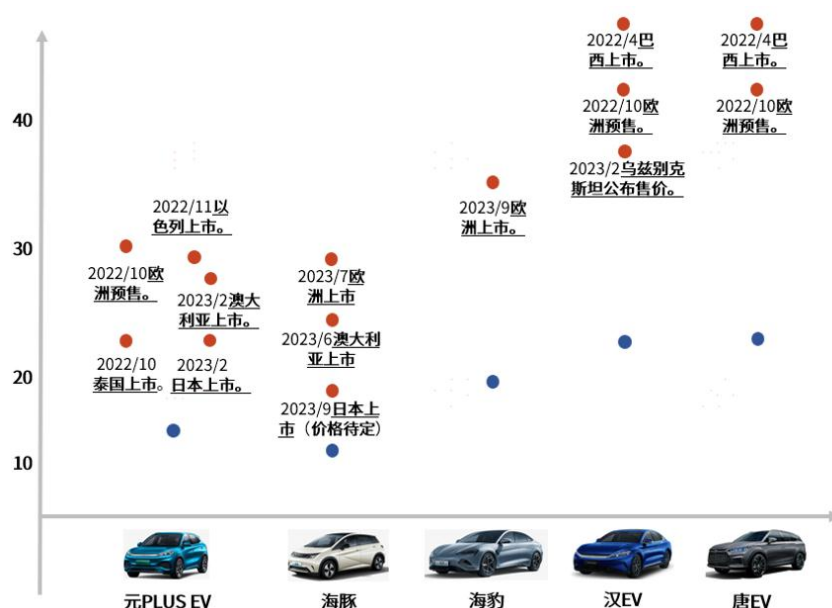


资料来源: 大众官网、光大证券研究所整理 (注: 1EUR=7.69CNY)

2.2、自主新能源车出海浪潮渐起

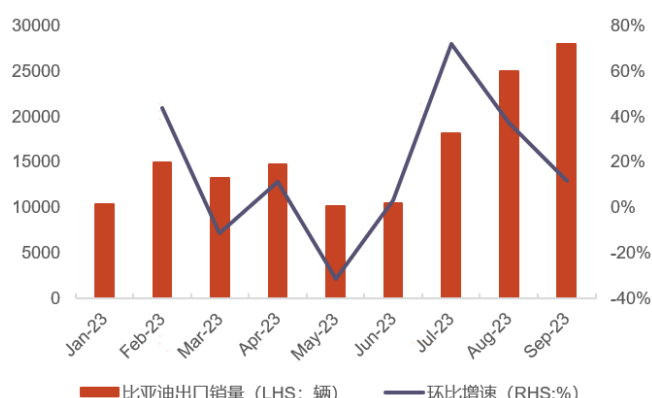
我们预计自主车企或陆续加大海外布局规划。以自主龙头比亚迪为例, 公司当前海外布局集中在车型导入、经销商合作、以及海外建厂。1) 车型导入: a) 主推元 PLUS、海豚紧凑车型 (不同地区的配置差异性主要体现在电池容量/续航等方面); b) 海外车型定价高于国内, 且欧洲地区售价远高于其他地区 (欧洲>澳大利亚>日本>泰国>中国)。2) 经销商合作: 比亚迪已与重点合作区域的大型经销商合作, 欧洲地区通过与租赁公司合作提升品牌认知。3) 海外建厂: 已明确的本土化工厂包括巴西、泰国、乌兹别克斯坦 (合资)。

图 29：比亚迪海外车型价格（单位：人民币万元）



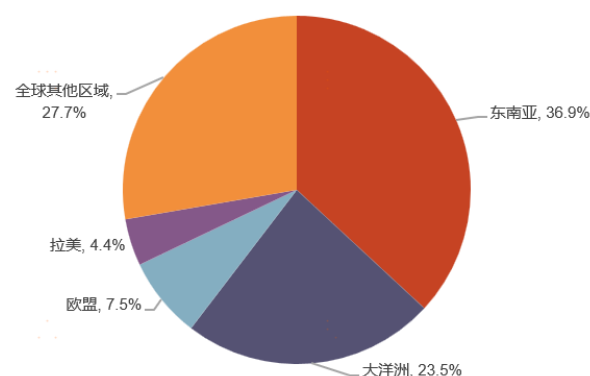
资料来源：各国比亚迪官网、光大证券研究所整理（注：价格统计时间截至 2023/10/31；蓝点表示国内市场价）

图 30：2023/1-2023/9 比亚迪出口销量



资料来源：比亚迪公告、光大证券研究所整理

图 31：1H23 比亚迪海外销量分地区占比



资料来源：marklines、光大证券研究所整理（注：全球其他地区以以色列为主）

表 8：比亚迪元 PLUS、海豚车型分国家参数对比

类别/车型	元 PLUS EV					海豚			
国家	中国	泰国	日本	欧洲	澳大利亚	中国	日本	欧洲	澳大利亚
续航里程 (km)	430/510	410/480	470	420	400/480	401/420	400/476	310/427 (WLTP)	410/490
车身重量 (kg)	1625/1690	1680/1750	1750	1750	NA	1780/1825	1520/1680	1658	NA
最大功率 (kW)	150	150	150	150	150	70/130	70/150	70/150	70/150
最大扭矩 (N.m)	310	310	310	310	310	180/290	180/310	180/310	180/310
电池容量 (kWh)	49.92/60.48	49.92/60.48	58.56	60.48	50.1/60.4	44.928	44.9/58.56	44.9/60.4	44.9-60.48
电耗 (kWh/100km)	12.2/12.5	14.9	12	15.6	NA	10.5/11.3	12.9/13.8	15.2/15.9	NA

资料来源：各国比亚迪官网、光大证券研究所整理

我们预计 2025E 自主新能源乘用车海外市场规模有望至 150 万辆以上（预计 2025E 头部自主车企比亚迪的海外市场规模或达 50-70 万辆）。

测算假设包括，a) 汽车销量增速：鉴于后疫情时代的全球汽车市场平稳修复，我们预计海外各国 2023-2025E 的销量同比增速约 3%。b) 全球新能源车渗透率：欧洲新能源车渗透率已处于稳步抬升阶段；除欧洲之外的其他大多数市场仍处于新能源车的消费认知转变阶段，渗透率存在爬坡周期。我们预计 2023-2025E 全球新能源车渗透率为 11.3%/15.2%/21.1%，预计不同市场的渗透率表现存在分化。c) 自主新能源车市场份额：当前积极布局新能源车出海的自主品牌包括名爵、领克、比亚迪、长城、江淮等。2022 年自主品牌在海外新能源车市场份额约为 11.7%；其中，欧洲市场以名爵和领克为主；长城在东南亚、江淮在拉美市场均具备一定的销量基础。我们预计 2023-2025E 自主品牌海外新能源车市场份额分别为 15.2%/19.9%/24.9%。d) 比亚迪市场份额：2022 年比亚迪仍为海外布局的初探阶段，海外新能源市场份额约为 0.5%。当前比亚迪海外布局已初显成效，通过强产品力在多地蝉联本土纯电汽车销量冠军，预计 2023-2025E 比亚迪在海外的新能源市场份额分别为 2.9%/5.8%/9.0%。

1) 欧洲市场：欧洲呈现定价高/基础设施完善+市场空间较大等特点；其中，消费者偏好紧凑型小车（对车身的舒适性、操控性、后备箱容积有较高需求）。对于欧盟已决定的中国新能源汽车反补贴调查，预计潜在的结果或为加征额外关税/消费税、减少欧盟当地的补贴；我们判断自主品牌或依然存在半年至一年左右的窗口期进行规划布局，仍有望通过加快在欧盟当地建厂、收购欧盟当地车企等方案规避潜在在欧盟反补贴风险(vs. 当前自主品牌在欧洲市场仍处于车型导入+经销商合作阶段)。预计欧洲或为自主新能源车出口弹性最大市场。

2) 东南亚市场：成本/定价、配置功能或为东南亚地区消费者购买新能源汽车的主要考量因素。我们认为，与燃油车相比，自主品牌的紧凑级车型更具备综合使用成本优势+智能化功能升级优势，自主品牌在东南亚市场具备走量基础。东南亚市场政策存在产业本土化导入倾向，对本地 CKD 组装车型+零部件进口的税收优惠额度大于整车进口。预计东南亚为增长确定性较强的市场。

3) 拉丁美洲市场：拉美地区给予购买新能源汽车的消费者部分免税优惠，但政策补贴力度仍相对偏弱；鉴于当地消费者的用户偏好+政策导向，预计拉美市场存在新能源车（尤其插混 SUV）较大销量爬坡空间。

4) 大洋洲市场：自主品牌性价比较高且提供较长保修期，在澳大利亚已形成较好品牌口碑、叠加当地基于新能源汽车消费的政策扶持。看好自主品牌在具备一定新能源车品牌力基础上，通过较高性价比推进大洋洲市场的出口布局。

5) 全球其他市场（以色列、乌兹别克斯坦等）：看好政策扶持+地缘政治因素影响下的以色列（石油价格偏高/电价偏低）、乌兹别克斯坦等全球其他市场的自主电动车走量前景。

表 9：2022A-2025E 海外市场自主品牌及比亚迪新能源汽车销量测算

地区	类型	2022A	2023E	2024E	2025E
欧洲地区	燃油车销量（辆）	10,058,335	9,887,216	9,582,418	9,023,958
	新能源汽车销量（辆）	2,292,213	2,807,343	3,492,978	4,443,700
	新能源汽车渗透率	18.6%	22.1%	26.7%	33.0%
	自主新能源市场份额	11.00%	12.0%	13.0%	14.0%
	比亚迪新能源市场份额	0.2%	0.6%	1.3%	2.3%
	自主新能源销量（辆）	252,143	336,881	454,087	622,118
	比亚迪销量（辆）	4,367	16,480	45,509	103,136

大洋洲地区	燃油车销量 (辆)	1,206,949	1,191,773	1,123,527	1,021,088
	新能源汽车销量 (辆)	38,971	91,525	198,269	340,363
	新能源汽车渗透率	3.1%	7.1%	15.0%	25.0%
	自主新能源市场份额	15.1%	28.0%	35.0%	40.0%
	比亚迪市场份额	9.7%	20.0%	23.0%	25.0%
	自主新能源销量 (辆)	5,885	25,627	69,394	136,145
	比亚迪销量 (辆)	3,797	18,305	45,602	85,091
东南亚地区	燃油车销量 (辆)	3,392,579	3,418,046	3,418,046	3,385,502
	新能源汽车销量 (辆)	35,555	112,932	251,406	469,704
	新能源汽车渗透率	1.0%	3.2%	6.9%	12.2%
	自主新能源市场份额	29.7%	50.0%	55.0%	60.0%
	比亚迪新能源市场份额	1.0%	25.0%	28.0%	30.0%
	自主新能源销量 (辆)	10,560	56,466	138,273	281,822
	比亚迪销量 (辆)	342	28,233	70,394	140,911
拉丁美洲	燃油车销量 (辆)	4,348,289	4,446,940	4,418,598	4,251,497
	新能源汽车销量 (辆)	12,114	44,276	207,354	513,233
	新能源汽车渗透率	0.3%	1.0%	4.5%	10.8%
	自主新能源市场份额	35%	55.0%	60.0%	63.0%
	比亚迪新能源市场份额	4.1%	25.0%	28.0%	30.0%
	自主新能源销量 (辆)	4,204	24,352	124,412	323,337
	比亚迪销量 (辆)	494	11,069	58,059	153,970
全球其他地区	燃油车销量 (辆)	6,507,447	6,641,578	6,671,835	6,546,409
	新能源汽车销量 (辆)	135,295	200,447	375,450	712,295
	新能源汽车渗透率	2.0%	2.9%	5.3%	9.8%
	自主新能源市场份额	15.5%	25.0%	30.0%	35.0%
	比亚迪新能源市场份额	2.8%	10.0%	12.0%	14.0%
	自主新能源销量 (辆)	20,971	50,112	112,635	249,303
	比亚迪销量 (辆)	3,740	20,045	45,054	99,721
合计	燃油车销量 (辆)	25,513,599	25,585,552	25,214,423	24,228,454
	新能源汽车销量 (辆)	2,514,148	3,256,523	4,525,457	6,479,295
	新能源汽车渗透率	9.0%	11.3%	15.2%	21.1%
	自主新能源市场份额	11.7%	15.2%	19.9%	24.9%
	比亚迪新能源市场份额	0.5%	2.9%	5.8%	9.0%
	自主新能源销量 (辆)	293,762	493,438	898,802	1,612,725
	比亚迪销量 (辆)	12,740	94,132	264,618	582,828

资料来源: marklines、光大证券研究所预测 (注: 全球其他地区包括日本、乌兹别克斯坦、以色列、阿联酋、阿拉伯; 自主品牌涵盖自主收购的海外品牌)

3、智能化与新技术推进

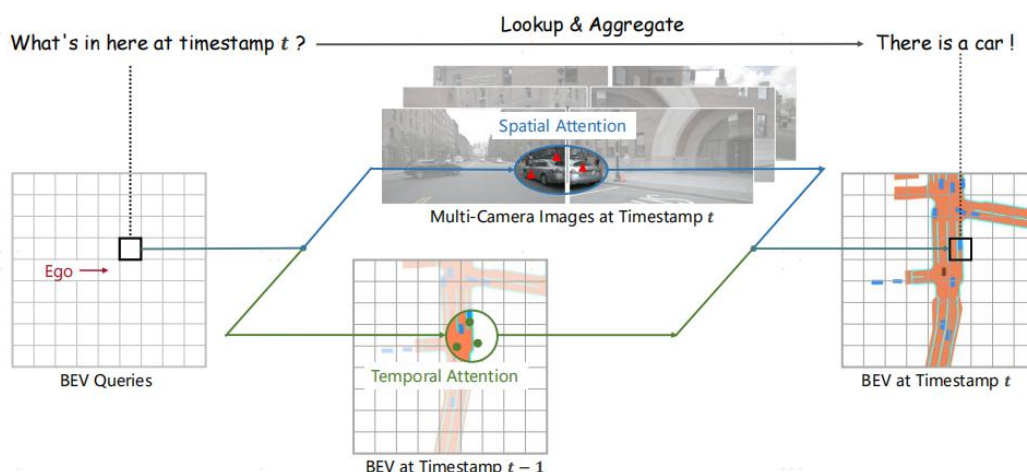
3.1、智能驾驶 AI 大模型应用

2023 年市场对“AI+”高阶自动驾驶及产业链的预期不断升温。1) 工信部明确扶持 L3 级商业化落地；2) 新势力与华为基于 BEV+Transformer 大模型应用的技术逐步兑现，摒弃高精地图的大模型应用正在城市场景有序推广。

我们判断，智能化的主题投资机会或将延续。1) 行业有望逐步从电动化向智能化切换，智能化将成为品牌/车型竞争力的关键；2) 技术升级有望带动降本、以及功能优化；3) 智能化相关车型上市初期订单超预期+交付有望爬坡。

从技术拆分来看，此次 AI 大模型应用（BEV+Transformer）主要在感知层，与原有技术路径（2D+CNN）的相比，突破点在于可通过 Transformer 将提取的 2D 特征通过 BEV Queries 映射到 3D 的 BEV 空间；1) BEV 视角可减少物体遮挡；2) BEV 空间内可融合不同视角的传感器信息至同一坐标系，方便编写后续规划和控制命令；3) BEV 可实现时序融合，输出感知信息精准度更高。

图 32：BEV+Transformer 的实现思路



资料来源：Zhiqi Li 等《BEVFormer: Learning Bird's-Eye-View Representation from Multi-Camera Images via Spatiotemporal Transformers》

表 10：高精地图特点

	特点	特点描述
“三高”	高精度	可以达到厘米级，是立体图
	高鲜度	必须高频更新地图信息，动态信息（实时交通流量、红绿灯状态）+静态信息（道路变更、维修）
	高丰富度	可包含上百个数据要素，包含道路形状、交通标志、道路标记以及周围障碍物等信息
“三难”	成本高	厘米级地图的测绘效率约为每天每车 100 公里道路，成本每公里千元左右（vs. 分米级地图测绘效率约为每天每车 500 公里道路，成本每公里 10 元左右）
	更新难	目前大多数图商以月度/季度为单位进行更新，城市道路变化频繁很难实现日/周级更新
	资质难	2022 年开始自然资源部明确收紧高精地图测绘资质，自动驾驶汽车收集道路环境信息是测绘行为，相关企业主体应当申请测绘资质或将工作委托给有资质的第三方

资料来源：腾讯新闻、蓝鲸财经，光大证券研究所整理

从横向比较来看，我们将当前实现 AI 智能驾驶大模型商业化应用的车企划分为三个梯队；1) 第一梯队，特斯拉；2) 第二梯队，华为（软硬件，传感器/芯片+算法）；3) 第三梯队，新势力（小鹏，理想，蔚来）。

● 第一梯队：特斯拉

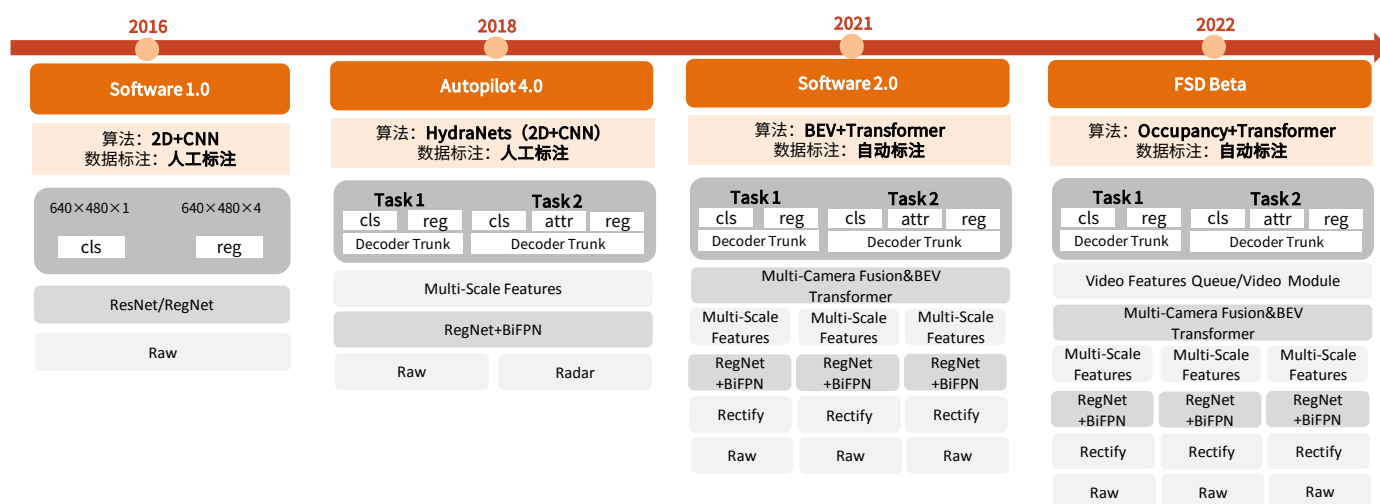
特斯拉自 2016 年开始自研算法后的重大技术突破包括：1) 2018 年软硬件全栈自研；2) 2021 年采用自动标注；3) 2021-2022 年算法持续升级；4) 规划推出全新车载芯片+云端超算平台 Dojo。我们认为，与同行业相比，特斯拉在智能驾驶硬件+软件+数据方面具有全方位优势。

硬件：1) 特斯拉全栈自研车载芯片，当前已升级至 HW4.0（已搭载于 Model 3 焕新版），包含 2 个 FSD 2.0 芯片，算力可达 300-500TOPS；2) 全栈自研云端超算平台已于 2023/7 开始逐步投产超级计算机 Dojo，计划于 2024 年末算力达 100Exaflops（vs. 世界最先进超算 Frontier 算力仅为 1.1Exaflops vs. 当前国内仅华为有自研超算平台，新势力或租用/外购外部超算中心）。

软件：1) 率先采用大模型感知算法，并已升级至 Occupancy+Transformer，引领业界实现从机械式学习向总结归纳的迈进；2) 2023/8 测试 FSD Beta v12 已应用全面端到端算法，或实现自动驾驶全面端到端算法首次商业化落地。

数据：1) 数量：车队规模全球领先，可通过数据引擎+数据单元+影子模式采集大量数据、通过模拟仿真丰富数据来源；2) 质量：采用自动标注，可提高数据质量+降低成本+提高效率。特斯拉的数据积累及数据回灌提高模型精度的优势短时间内或难以被其他车企超越。

图 33：特斯拉自动驾驶感知算法迭代历程



资料来源：36 氪，汽车之心，光大证券研究所整理

表 11：特斯拉 FSD V12 软硬件变动情况

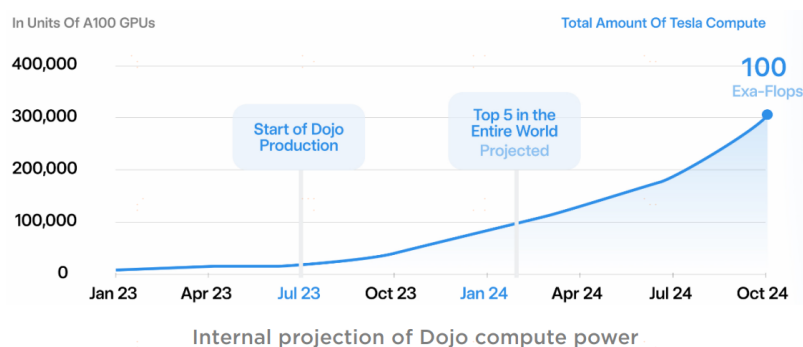
变化情况	
硬件	车端：HW3.0 硬件
	云端：使用 10,000 颗 H100 GPU 的新训练集群+少量使用 Dojo
软件	没有为减速带、停车标志或环形交叉路口编写显示规则
	C++代码控制减少 10 倍
	推理过程仅需 100W 功率支持，且无需联网

使用 Python 选择视频用于训练

保留当前 FSD 感知结果输出

资料来源：腾讯新闻、智驾最前沿等，光大证券研究所整理

图 34：特斯拉 Dojo 投产计划



资料来源：特斯拉官网，光大证券研究所整理

● 第二梯队：华为

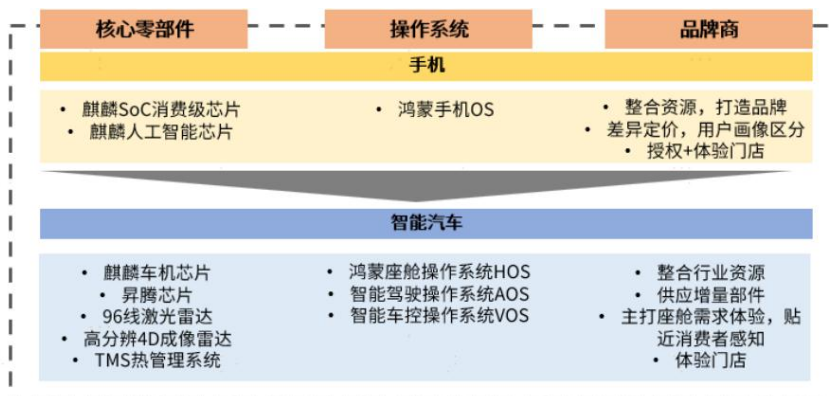
凭借智能汽车与智能手机产业链底层相似的逻辑，华为已形成包括云服务、智能互联、智能能源、智能网联、以及智能驾驶的生态化布局。我们判断，华为智能驾驶主要优势体现在软硬件集成、以及较强的手机端用户引流优势。

软件：1) 高阶智能驾驶系统 ADS 2.0 搭载激光融合 GOD 网络（融合激光雷达的 Occupancy+Transformer）；2) 已发布盘古汽车大模型，可在数字孪生空间生成复杂场景样本+加速智能驾驶迭代升级（自动驾驶学习训练周期从 2 周以上缩短至 2 天内），且应用可拓宽至汽车行业多场景，或共驱产业智能化升级；3) 深度布局智能座舱，鸿蒙智能座舱 3.0 可与华为生态系统深度融合实现无缝连接和智能控制，或实现智舱与智驾的完美联动。

硬件：基于自研昇腾芯片系列，华为推出自动驾驶域控制器 MDC 平台（MDC 810 为业界目前已量产的最大算力智能驾驶计算平台）、以及昇腾 AI 云服务（训练效能可以调优到业界主流 GPU 的 1.1 倍）。华为手机芯片麒麟 9000S 已实现 7nm 制程限制突破，有望将手机端芯片突破向车端延伸。

除软硬件集成外，华为在消费电子领域经验丰富，消费者洞察能力强，可迅速响应市场变化并进行技术升级，当前华为 ADS 2.0 无图运营推广计划已加速（或于年底全国开放 vs. 原计划到 4Q23 开放 45 座城市）。

图 35：手机与汽车产业链对比图



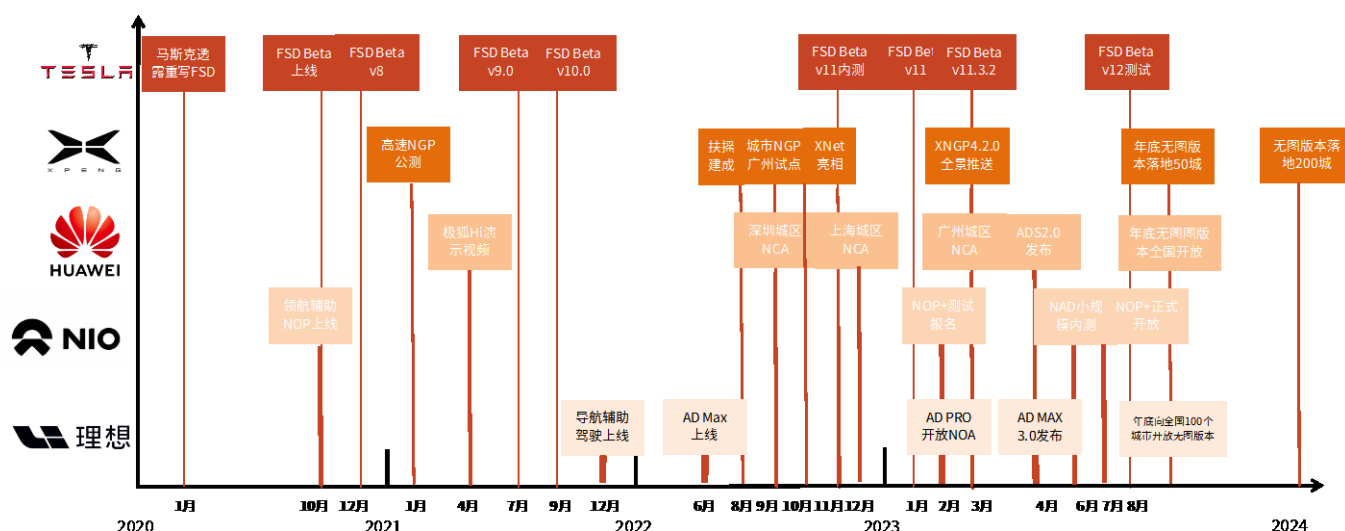
资料来源：元宇宙网，光大证券研究所整理

● 第三梯队：新势力

新势力凭借全栈算法自研+数据积累的先发优势已逐步获得市场认可，小鹏、理想、蔚来已先后宣布/公开城市领航辅助驾驶功能落地，我们判断，2024E 有望迎来城市领航辅助驾驶大规模落地；其中，理想基于智能驾驶的数据规模在国内占优，小鹏智能驾驶算法框架迭代最快、部署最前瞻。

我们判断，1) 2024E 新势力智能驾驶技术或有望迎来变现转折点（滴滴与小鹏合作车型 Mona 预计 2024E 量产推出、小鹏将于 2024-2025E 收到来自大众的技术服务费）。2) 特斯拉引领全球智能驾驶技术与商业化落地；当前华为+新势力均处于突破早期（尚处于无图版城市陆续推进期），预计各家差距或随着 4Q23E-2024E 无图版推进节奏、以及智驾版车型销量表现而逐渐拉开。

图 36：华为+新势力自动驾驶推进计划



资料来源：电动知士、各公司官网，光大证券研究所整理

表 12：特斯拉和主要新势力自动驾驶技术对比

	特斯拉	华为 ADS2.0	小鹏	理想	蔚来
传感器	摄像头*8 毫米波雷达*1 超声波雷达*12	摄像头*11 毫米波雷达*3 超声波雷达*12 激光雷达*1 (自研)	摄像头*11 毫米波雷达*5 超声波雷达*12 激光雷达*2	摄像头*11 毫米波雷达*1 超声波雷达*12 激光雷达*1	摄像头*11 毫米波雷达*5 超声波雷达*12 激光雷达*1
车载芯片	HW4.0, 整车算力 144TOPS	华为昇腾 610, 算力 200TOPS	双英伟达 Orin (整车算力 508TOPS)	双英伟达 Orin (整车算力 508TOPS)	四颗英伟达 Orin (整车算力 1,016TOPS)
硬件	搭载英伟达 A100 的超算平台 1.8exaflops	昇腾自动驾驶训练 AI 算力平台	基于阿里云智能计算平台建成 (超算中心扶摇 600pflops)	计划购买超算云服务	由 NVIDIA HGX A100 8-GPU 和 NVIDIA Mellanox InfiniBand ConnectX-6 构建
计算平台	未来转向自研 Dojo 1.1 exaflops (计划搭建 7 个 Dojo, 共约 8exaflops)				
导航地图	百度地图	华为 Petal Map	高德地图	高德地图	四维图新、百度地图
软件 高精地图	NA	四维图新+自研	已收购高精地图资质 (智途科技)	高德地图	百度地图、计划与腾讯合作
算法	Occupancy+Transformer+时 序融合	GOD (增加了激光雷达融合的 Occupancy) +Transformer	Xnet (BEV+Transformer+时序融合)	Occupancy+Transformer+时序融合	BEV+Transformer
价格策略	国内一次性购买 64,000 元 (简配 EAP 32,000 元)	ADS2.0 一次性购买 36,000 元 (2023/6/1-12/31 期间仅需 18,000 元); 订阅包年: 7,200 元 (订阅包月: 720 元) 购买赠送 6 个月 ADS2.0	标配 (仅 G9、G6 和 P7i Max) 和其他版本价差 2 万元	标配未收费 (仅 AD MAX 版本) 和其他版本价差 4 万元	订阅包月: 380 元
辅助驾驶累积行驶里程	2023/6FSD Beta 用户累积行驶 3.06 亿公里	NA	2022/6 高速 NGP 功能里程渗透率 62%	2023/3/23 辅助驾驶里程 5.5 亿公里 NOA 公里超 1 亿公里	2023/4/25 用户累积行驶里程超 100 亿公里; 辅助驾驶里程 8.2 亿公里、NOP 里程 3.1 亿公里、NOP+里程 2730 万公里
城市 NOA 开放规划	FSD Beta 尚未国产导入	2Q23 完成广州/深圳/上海/重庆/杭州五座城市落地 (使用高精地图); 3Q23 无图版本将落地 15 个城市, 4Q23 将开放到 45 个城市 (最新计划到 2023 年底全国开放)	已在广州、深圳、上海开放	2023/6 将向北京、上海内测用户交付, 2H23 将逐步增加开放区域	2023/1 部分用户开放 Beta 版本; 2023/7/1 试用体验结束开启订阅付费模式 (均为高精地图方案)
功能 高速场景	高速领航 NOA	上下匝道、车道保持	NGP (自动变道、自动超越慢车、自动进出匝道、自动调整限速)	高速智能驾驶功能	首个落地高速 NOA 的自主品牌
泊车场景	垂直泊车、平行泊车	APA、AVP 代客泊车辅助	VPA (自动寻找空位、自动泊入泊出、自动记忆常用停车位)	视觉泊车	S-APA
当前等级	L2+	L2+	L2+	L2+	L2+
渠道	门店数一线 79 家/新一线 107 家/二线 84 家/三线 19 家/港澳台 9 家 (共计 298 家覆盖 70 个城市)	当前华为近 1,000 家门店承担汽车销售 (或单独建立华为智选车渠道)	一线 90 家/新一线 153 家/二线 154 家/三线 76 家/四线 39 家/五线 6 家 (共计 518 家覆盖 152 个城市)	一线 65 家/新一线 169 家/二线 128 家/三线 112 家/四线 24 家/五线 11 家 (共计 509 家覆盖 154 个城市)	一线 64 家/新一线 115 家/二线 135 家/三线 39 家/四线 15 家/港澳台 1 家, 共计 369 家覆盖 98 个城市

资料来源：各车企官网、腾讯新闻、IT 之家等，光大证券研究所整理（注：门店统计时间为 2023/6/30，城市等级划分依据《2022 城市商业魅力排行榜》）

我们分析，1) 大模型符合高阶智能驾驶基于数据规模+模型精度增加的算法升级需求，数据是驱动大模型在高阶智能驾驶落地的关键。2) 预计在 L2/L2+级向 L3 级迈进的阶段，三大要素重要性排序为数据>算法>硬件；随着智能驾驶等级的推进，预计决策算法提升硬件重要性，三大要素重要性排序或为硬件>=算法>数据。3) 从对比来看，华为基于智能驾驶的软硬件占优，理想基于智能驾驶的数据规模占优。4) 预计大模型在智能驾驶的应用领域仍有望逐步拓宽（从现有的感知层拓宽至全面端到端智能驾驶），产业链有望持续受益。

3.2、一体压铸应用

当前，一体压铸主要应用于后底板，后续有望进一步应用于前机舱+中底板、或一体化下车身。与原有的冲压+焊接工艺相比，一体压铸具备重资产/低成本、生产效率高、零件性能优等特点。此外，随着大型高真空压铸一体化程度不断加深，生产环节+所需员工数量将减少，生产成本有望进一步下降。

表 13：已应用一体压铸车企车型及应用部件整理

车企	车型	应用部件
特斯拉	Model Y	后底板+前机舱
蔚来	ET5	后底板
	ET7	后底板

	ES7	后底板
	ES6	后底板
	EC6	后底板
小鹏	G6	后底板+前机舱
理想	Mega	后底板
问界	M9	一体化下车身
奇瑞	Sterra ES	后底板
	Sterra ET	后底板
高合	HiPhi Z	后底板

资料来源：腾讯新闻、太平洋汽车等，光大证券研究所整理

从一体压铸的技术应用与推进角度来看，当前特斯拉或已在一体压铸取得重大突破，即所有车底复杂零件压铸成一个整体，成本或有望降低 50%。

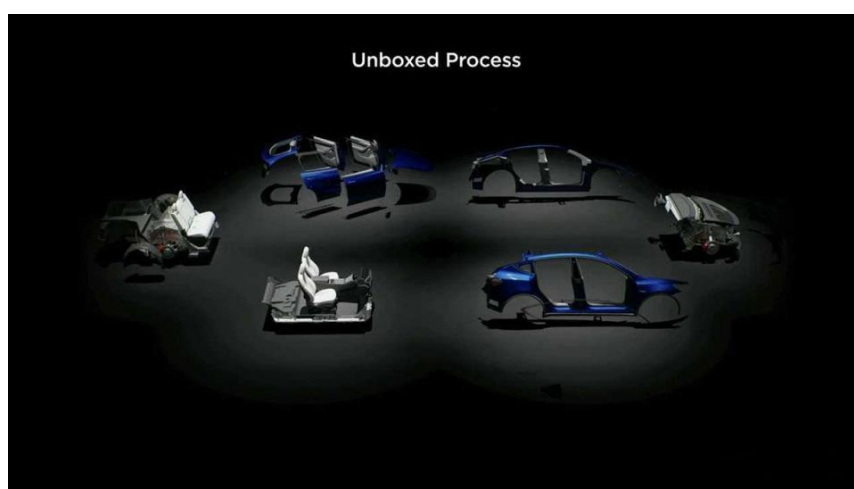
我们判断，车企/压铸厂商推进大型高真空压铸一体化程度进度或快于预期，1) 新势力与传统主机厂或陆续推出更多搭载大型高真空压铸结构件的新车型、一体化程度也有望逐步加深（或从后底板延伸至前机舱+中底板）；2) 特斯拉全新平台有望搭载最新一体压铸工艺（或于 2025E 投产），产业链存催化剂。

表 14：特斯拉一体压铸进度表

时间	一体压铸进度
2019 年 1 月	特斯拉发布免热处理铝合金专利
2019 年 7 月	发布“汽车车架的多向车身一体化成型铸造机和相关铸造方法”专利
2020 年	特斯拉宣布购买两台 6,000T 压铸机
2020 年 9 月	宣布 Model Y 采用一体化后底板
2021 年 2 月	上海工厂 Model Y 采用一体化压铸
2021 年 5 月	前舱实现一体化压铸
2022 年 4 月	前车身一体压铸亮相得州工厂开幕式
2022 年 5 月	意德拉首发 9,000T 压铸机计划应用到 Cybertruck 后底板
2023 年 9 月	一体压铸取得重大突破

资料来源：腾讯新闻、懂车帝等，光大证券研究所整理

图 37：特斯拉“开箱工艺（Unboxed Assembly Process）”示意图



资料来源：特斯拉投资者日，光大证券研究所整理

表 15：各车企一体压铸规划

发布/上市时间	车企	车型	一体压铸技术进展
2020 年 9 月	特斯拉	Model Y	宣布 Model Y 采用一体压铸后底板
2021 年 5 月	特斯拉	Model Y	前舱一体化总成下线
2021 年 12 月	蔚来	ET5	宣布采用一体压铸后底板
2022 年 1 月	奔驰	VISION EQXX	车身后部
2022 年 2 月	高合	HiPhi Z	超大压铸车身后舱量产下线
2022 年 5 月	一汽	-	伊之密与一汽铸造建立 9000T 压铸整体解决方案的战略合作关系
2022 年 8 月	长安	-	首个一体化前机舱铸件成功产出
2022 年 10 月	长城	-	成功试制一体化压铸免热处理超大型结构件
2022 年 11 月	吉利	极氪 009	后底板采用 7200T 一体压铸件
2023 年 4 月	小鹏	G6	亮相上海车展，宣布采用前后一体式车身
2023 年 4 月	赛力斯	问界 M9	亮相华为新品发布会，宣布应用全球最大的一体压铸后车体
预计 2023 年内上市	理想	Mega	后底板
预计 4Q23 发布	特斯拉	Cybertruck	9,000T 一体压铸后底板
预计 2025 年发布	沃尔沃	E 型车	车身体下结构
预计 2026 年发布	大众	Trinity	后底板
预计 2026 年发布	丰田	电动汽车	车身后部和前部

资料来源：懂车帝，百度新闻等，光大证券研究所整理

从产业链角度来看，当前国内大型高真空压铸的主要参与者包括：1) 上游：压铸机+材料+模具；2) 中游：压铸商+主机厂；3) 下游：主机厂。

我们判断，1) 当前大型高真空压铸仍处于“0-1”阶段（大规模应用大型高真空压铸结构件的车企仍为特斯拉+新势力），预计 2025 年后大型高真空压铸市场或步入“从 1 到 10”的快速增长阶段（2022-2025E 年化增速超 100%）。2) 预计短期（1-3 年），市场参与者或以头部压铸供应商为主（客户主要为新势力）+部分自主主机厂自研；中长期（3-5 年），主机厂掌握核心技术/把握话语权的诉求抬升，供应商或反哺主机厂实现主机厂自主开发；长期（5 年后），市场或回归至供应商，看好具备较强工艺+模具设计的压铸厂商。

图 38：大型高真空压铸产业链



资料来源：光大证券研究所绘制

我们预计 2025E 国内大型高真空压铸市场空间约 96 亿元（2022-2025E 年化增速 cagr 约 111%）。测算假设包括，1) 预计 2023E 国内新能源乘用车销量约 850-900 万辆（按中位数 875 万辆测算），预计 2024E/2025E 销量增速回落至 25%/20%；2) 基于搭载一体压铸的车型销量测算，预计 2023E 一体压铸后底板/前机舱/下车体的渗透率分别为 6.5%/0.4%/0.1%；3) 鉴于当前后底板/前机舱已搭载于部分车型（vs. 一体压铸下车体尚未得到广泛应用），预计 2024E-2025E 一体压铸后底板渗透率分别为 9.5%/12.5%、前机舱渗透率分别为 3.0%/6.0%、下车体渗透率分别为 1.0%/3.0%；4) 预计当前后底板/前机舱/下车体的单车价值量分别约 3,000/2,000/10,000 元，按年降 3%-5%，预计 2025E 后底板/前机舱/下车体的单车价值量分别约 2,700/1,840/9,210 元。

表 16：大型高真空压铸国内市场空间测算

	2022	2023E	2024E	2025E
新能源车销量（万辆）	650	875	1,094	1,313
一体压铸后底板渗透率	5.61%	6.45%	9.45%	12.45%
一体压铸后底板车型销量（万辆）	36	56	103	163
一体压铸后底板市场空间（亿元）	10	17	30	45
一体压铸前机舱渗透率	0	0.43%	3.00%	6.00%
一体压铸前机舱车型销量（万辆）	0	4	33	79
一体压铸前机舱市场空间（亿元）	0	0.76	6.30	14.52
一体压铸下车体渗透率	0	0.06%	1.00%	3.00%
一体压铸下车体车型销量（万辆）	0	1	11	39
一体压铸下车体市场空间（亿元）	0	0.5	10.5	36.3
车身一体压铸结构件市场空间（亿元）	10	18	47	96

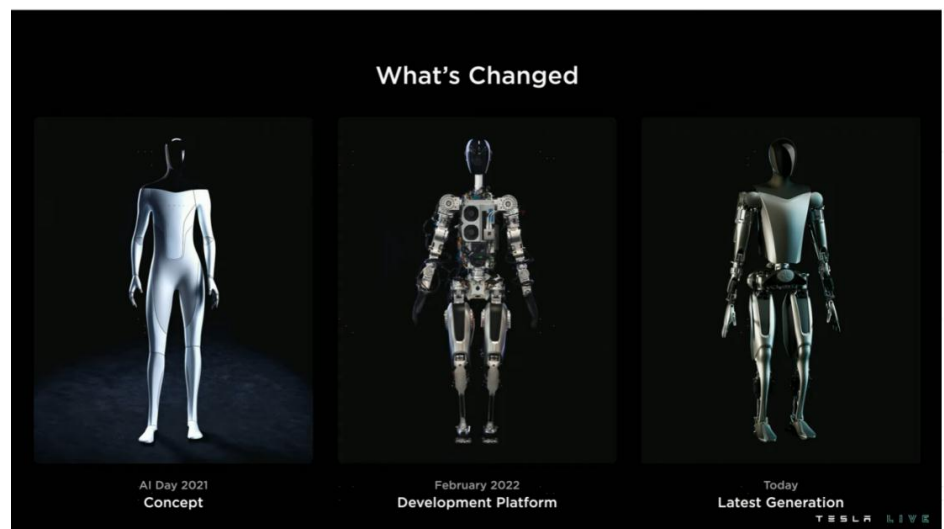
资料来源：乘联会，光大证券研究所预测（注：特斯拉柏林工厂、德州工厂生产 Model Y 已应用一体压铸前机舱，上海工厂尚未应用）

3.3、人形机器人

人形机器人与传统工业机器人相比主要特点在于：1) 功能更复杂：用于模仿人类运动行为，并可与人类进行交互（vs. 工业机器人主要用于执行重复单一任务）；2) 外观更接近人：具有头部、上肢、下肢等人体部位（vs. 工业机器人仅由多轴运动和机械臂结构构成）；3) 应用领域交互性更强：更多用于社交、娱乐以及服务领域（vs. 工业机器人主要用于工业生产）。我们判断，人形机器人的落地关键在于通过感知+AI 大模型来判断、运动控制从而实现具身智能。

预计特斯拉推出 Optimus 后人形机器人产业或步入高速发展期；其中，特斯拉人形机器人具备两大优势：1) 可实现技术复用：Optimus 视觉感知系统主要基于特斯拉汽车 FSD 方案、机器人面部配备 8 个汽车同款 Autopilot 摄像头、可参考汽车传动方案设计机器人执行器；2) 有望通过技术降本推动量产：特斯拉已在车端推出一体压铸等技术实现大规模降本，或在人形机器人领域也具备相应的技术+制造大规模降本能力（Optimus 最终价格将达 2 万美元 vs. 2021-2022 年作为世界最先进的类人机器人 ASIMO 单台价值高达 250 万美元）。

图 39：特斯拉人形机器人



资料来源：特斯拉 2022 AI DAY，光大证券研究所整理

人形机器人核心零部件包括传感器、末端执行器、控制器、伺服系统和减速器，估计占成本 70%以上。从最新的特斯拉人形机器人技术推进角度来看，当前已具有强大的运动、平衡能力（可做“瑜伽”）、能够借助端到端神经网络仅依靠视觉对物体进行分类，商业化落地进度或超预期。我们预计特斯拉人形机器人 Optimus 或于 2024E-2025E 开始逐步放量，看好人形机器人量产带动产业链上游核心零部件供应商的业务拓宽前景。

图 40：人形机器人产业链



资料来源：前瞻产业研究院，光大证券研究所绘制

4、行业、以及板块观点和估值

截至 2023/10/31，中信 A 股汽车指数 PE-TTM 估值约 31x，位于 2020 至今估值均值-1x 标准差以下；其中，中信二级乘用车指数 PE-TTM 估值约 30x（位于 2020 至今估值均值与-1x 标准差之间），中信二级零部件指数 PE-TTM 估值约 36x（位于 2020 至今估值均值-1x 标准差以下）。截至 2023/10/31，中信 H 股汽车指数 PE-TTM 估值约 21x，位于 2020 至今估值均值附近。

我们判断，当前市场总量需求仍处于修复阶段，以特斯拉/比亚迪为代表的头部新能源车企的主力价格带产品矩阵已相对完善。预计 2024E 国内新能源车销量增速或将回落、行业竞争/价格战或进一步加剧，预计行业以价换量+智能化主题趋势或仍将延续。**整车：推荐理想汽车、长安汽车，建议关注赛力斯、小鹏汽车、特斯拉。零部件：1) 智能化，推荐伯特利，建议关注德赛西威、经纬恒润、科博达、耐世特；2) 特斯拉产业链，推荐福耀玻璃，建议关注爱柯迪、嵘泰股份、旭升集团；3) 华为产业链，建议关注瑞鹄模具、华阳集团。**

4.1、整车

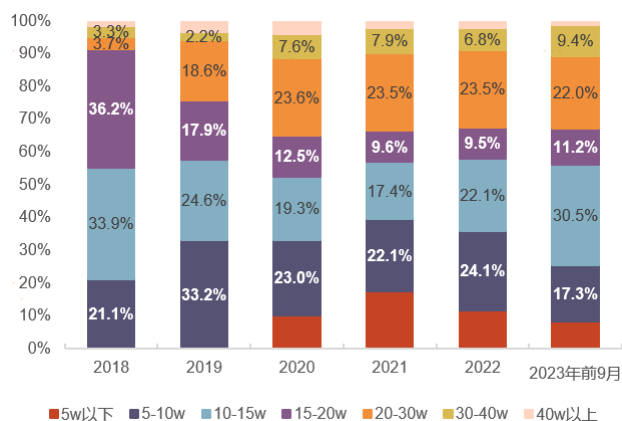
我们看好整车板块基于出口、国内细分市场产品拓宽+智能化的投资机会。1) 产品矩阵拓宽：在自主品牌对主流价格带市场加速布局的背景下，我们相对更看好用户画像定位清晰，并有望凭借多元化车型定位+智能化配置拓宽产品价格带边界的主机厂，推荐理想汽车。2) 智能化：华为智驾产品功能体验已行业领先、叠加华为针对汽车业务已进行包括战略、渠道、以及产品等方面升级，产品已步入销量兑现阶段。看好与华为深度合作+积极推进自主转型的头部自主、以及智能化标杆车企，推荐长安汽车，建议关注赛力斯、小鹏汽车、特斯拉。

4.1.1、方向一：产品矩阵拓宽

从国内新能源车价格带拆分来看，1) 2023 年前 9 月，10-20 万元新能源车销量占比相比于 2022 年全年增加 10.1pcts 至 41.7%；其中，10-15 万元、15-20 万元的新能源车渗透率分别稳步爬坡至 33.9%/25.4%。2) 10-20 万元新能源车市场竞争的核心在于性价比；其中，产品需要与传统燃油车区分（突出电动化），价格需要充分考虑市场竞争（油电同价）。我们判断，以 10-20 万元为代表的主流市场燃油车+新能源车竞争或将同步加剧。

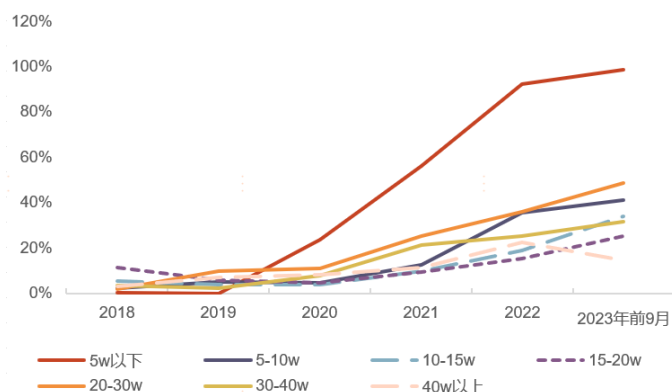
当前国内 30 万元以上的新能源车渗透率仍处于爬坡期。以比亚迪为代表的头部自主车企在现有产品矩阵的基础上，也已逐步向 30 万元以上的新能源车细分市场切换。预计主机厂有望通过价格带+空间等方面的差异化，区分目标用户群体，看好定位细分市场/智能化配置拓宽产品边界的新势力，推荐理想汽车。

图 41：2018-2023 年前 9 月新能源汽车分价格带占比



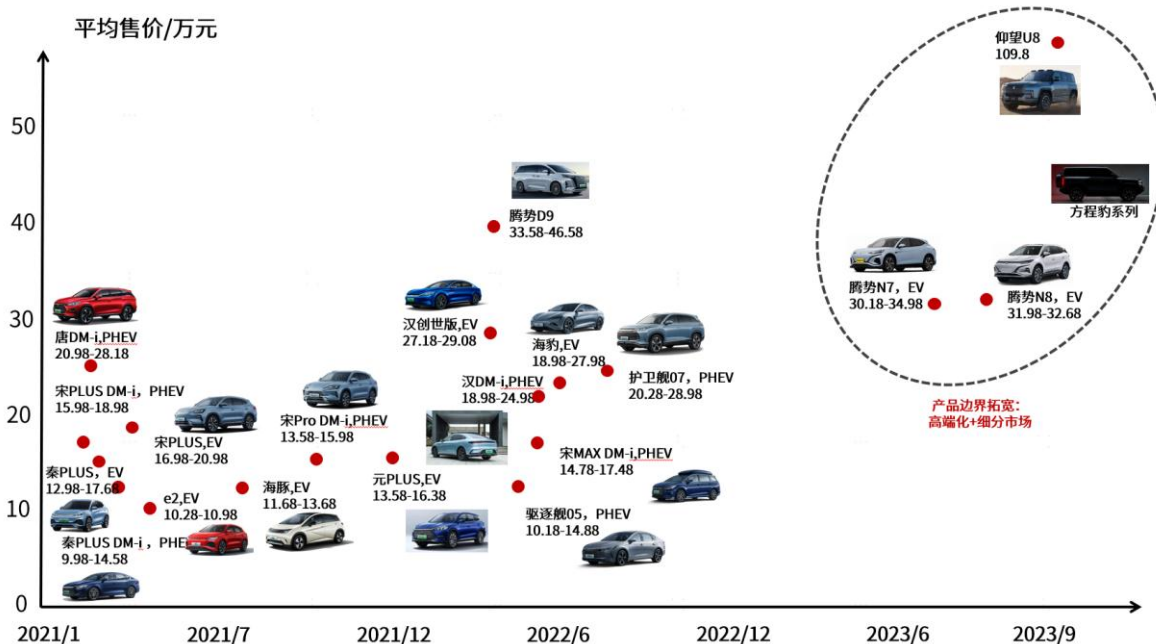
资料来源：乘联会、光大证券研究所整理

图 42：2018-2023 年前 9 月各价格带新能源汽车渗透率



资料来源：乘联会、光大证券研究所整理

图 43：比亚迪产品矩阵



资料来源：比亚迪各子品牌官网、光大证券研究所整理（注：价格统计时间截至 2023/10/31）

4.1.2、方向二：智能化

9/12 新款问界 M7 上市，初期订单表现超预期。我们认为，新款 M7 的订单表现在受华为手机热度引流的同时，同步受益于华为汽车业务在产品迭代、管理体系、渠道服务、以及产能交付等方面的边际改善。

华为系车型布局方向，1) 预计智界 S7、问界 M9 将分别于 2023/11、2023/12 上市。其中，S7 为华为系首款纯电轿车（鸿蒙 4.0 系统），有望补齐消费者差异化的需求；更大空间/尺寸的 M9 相较于 M7 在车机系统、舱内配置等方面有进一步的功能升级与突破，有望驱动 M9 销量爬坡。

我们判断，华为定位于智能化，其智选模式多款車型也在按计划逐步落地。1) 有望通过差异化卖点+不同定位/定价，区分潜在购车用户，合力形成以智能化为核心的华为汽车生态联盟。2) 有望进一步提振国内消费者基于汽车智能化的产品认知与消费购买力。2H23E 华为+新势力陆续扩大基于城市无图版本的智能驾驶系统推广。预计随着领航辅助驾驶的应用场景拓宽，消费者基于智能化功能的关注度或不断抬升，看好智能化体验升级驱动的高阶自动驾驶车型销量兑现前景。我们看好与华为深度合作+积极推进新能源车转型的自主车企、以及智能化标杆车企，推荐长安汽车，建议关注赛力斯、小鹏汽车、特斯拉。

图 44：华为系车型产品矩阵



资料来源：汽车之家、华为官网、玩车情报、光大证券研究所整理（注：价格统计时间截至 2023/10/31）

表 17：2H23E 各企业无图城市 NOA 规划梳理

企业名称	智能驾驶系统	推进计划
小鹏	XNGP	2H23E 开放无图版本，2023 年底落地 50 城、2024 年落地 200 城市
理想	城市 NOA	预计年底向全国 100 个城市推送城市 NOA，不依赖于高精地图
华为	HUAWEI ADS2.0	高阶无图智能驾驶年底全国开放
毫末智行	NOH	重感知轻地图的城市 NOA 方案预计搭载长城魏牌摩卡以及蓝山
智己汽车	城市 NOA	城市 NOA 领航辅助以及替代高精地图的数据驱动道路环境感知模型预计将于 2023 年内开启公测
大疆车载	全新一代智能驾驶解决方案	不依赖高精地图、不依赖激光雷达、仅有摄像头

资料来源：36 氪、澎湃新闻等，光大证券研究所整理

4.2、汽车零部件

我们看好汽车零部件基于智能化的相关主题投资机会，推荐伯特利，建议关注德赛西威、经纬恒润、科博达、耐世特。预计 2024E 存在两条细分赛道：1) 特斯拉（北美）产业链：IRA 或催化特斯拉北美产业链、叠加 Cybertruck 交付爬坡+第三代平台车型预期，推荐福耀玻璃，建议关注爱柯迪、嵘泰股份、旭升集团；2) 华为产业链，建议关注瑞鹄模具。

4.2.1、零部件赛道一：特斯拉（北美）产业链

2020/7/1 全新的北美自贸协定 USMCA 正式生效；汽车方面，对减免关税、铝铝原材料所属地、以及零部件工人时薪等提出要求。明确至 2025 年，需满足 75% 以上零部件在美、加、墨三国生产的乘用车/轻卡可享受免关税。全新的北美自贸协定、结合 IRA 美国通胀法案（2023/4/18 正式生效）对车辆必须满足关键矿物和电池组件的相应比例、以及在北美完成最终组装的要求，或助推国内零部件供应商赴墨西哥建厂，催化特斯拉北美产业链。

鉴于美国新能源车渗透率稳步爬坡、特斯拉全新车型 Cybertruck 即将投产交付+第三代平台车型预期，我们看好特斯拉北美产业链的相关投资机会，推荐福耀玻璃，建议关注旭升集团、嵘泰股份、爱柯迪。

表 18：美国通胀削减法案 IRA 梳理

通胀削减法案 IRA				
签署时间		2022/8/16		
汽车相关内容		对 2032 年前购买的清洁车辆恢复 7,500 美元税收抵免； 将插混纳入清洁车辆范围，新补贴针对纯电、插混、氢燃料电池汽车； 2032/12/31 以后的汽车不再享受税收抵免优惠		
具体内容				
说明		具体生效时间		
前提条件	车辆最终组装要求	车辆最终组装必须在北美地区进行	法案通过后即生效（即 2022/8/16 开始生效）	
具体要求	电池中关键矿物（镍锰钴锂/石墨等）必须满足一定比例在美国有自贸协定的地区提取或加工，或在北美回收利用 注：从 2025 年开始，符合条件的车辆不得含有由外国敏感实体开采、加工或回收的任何关键矿物			
	满足电池关键矿物组分要求可抵免 3,750 美元	车辆投入使用时间	比例要求	
		2024/1/1 以前	40%	2023/4/17 细则发布后生效 关键组分要求确认步骤： 1. 确定采购链； 2. 确定合格的关键矿物； 3. 计算合格的关键矿物含量。
		2024 年	50%	
		2025 年	60%	
		2026 年	70%	
		2026/12/31 以后	80%	
	电池组件（电池/电芯/电极活性材料）必须满足一定比例在美国或与美国有自贸协定的国家制造和组装 注：从 2024 年开始，符合条件的车辆不得含由有关外国敏感实体制造的任何电池部件			
	满足电池组件要求可抵免 3,750 美元	车辆投入使用时间	比例要求	电池组件要求确认步骤： 1. 确定在北美制造或组装的电池部件； 2. 确定每个电池部件的增量价值，包括北美的电池部件； 3. 确定电池组件的总增量价值； 4. 通过将北美电池部件的总增量价值除以所有电池部件的总增量价值，计算出合格的电池部件含量
		2024/1/1 以前	50%	
		2024 年/2025 年	60%	
		2026 年	70%	
		2027 年	80%	
		2028 年	90%	
		2028/12/31 以后	100%	
各制造商补贴车辆数目限制		取消 20 万辆的上限		
其他限制	购车人收入限制	收入不超过 15 万美元的单身纳税人、不超过 22.5 万美元的户主、或共同申报且收入不超过 30 万美元的已婚夫妇 2022/12/31 后开始生效		
	车辆售价限制	面包车/SUV/皮卡不超过 80,000 美元，其他类型车辆不超过 55,000 美元		

资料来源：美国国会官网，美国财政部官网，光大证券研究所整理

表 19：计划/已经在墨西哥投产的中国零部件公司

计划在墨西哥投产的中国零部件公司							
所属汽车系统	公司	公告内容	投资额	业务	产能规划	当前是否已给特斯拉配套	配套零部件
车身底盘/内外饰/热管理	拓普集团	2022 年 9 月 30 日公告拟在墨西哥新设全资子公司“拓普集团墨西哥有限公司”并投资建厂，预计总投资额不超过 2 亿美元	注册子公司资本 50,000 墨西哥比索（总投资额不超过 2 亿美元）	生产轻量化底盘、内饰系统、热管理系统及机器人执行器等	NA	是	转向节、悬挂铸件等底盘系统和内饰系统
车身底盘/动力系统/热管理	旭升集团	2023 年 3 月 29 日公告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	子公司墨西哥制造注册资本 5 万墨西哥比索；孙公司墨西哥工业注册资本 5 万墨西哥比索	NA	NA	是	动单元壳体、散热器壳体等、储能壳体
热管理	银轮股份	2021 年 10 月 11 日公告拟向上海银轮投资合伙企业增资用于墨西哥生产基地建设	总投资额 27,000 万元	电动车热管理模块和油冷器产品	投资建设期 2 年（预计 2023 年投产，2025 年达产）	是	前端换热模块、空调箱模块、集成换热模块、电池冷却总成、电池及芯片液冷板等多品类热管理产品
车身底盘	伯特利	2020 年审议通过墨西哥年产 400 万件轻量化零部件建设项目；2021 年 2 月 6 日公告以自有资金先行投资相关项目暨墨西哥子公司设立完成	总投资额 5,000 万美元	铸铝转向节、控制臂等	预计 2023 年投产，具备每年 400 万件铸铝转向节、控制臂等底盘零部件的生产能力	否	NA
车身底盘	祥鑫科技	2022 年 4 月 30 日公告拟与全资子公司东莞市骏鑫金属制品有限公司在墨西哥投资设立子公司，12 月 22 日公告向墨西哥子公司增资	注册资本 2,000 万美元	产销汽车金属结构件	NA	否	NA
已在墨西哥投产/扩建或存在墨西哥子公司的中国零部件公司							
所属汽车系统	公司	公告内容	投资额	业务	产能规划	当前是否已给特斯拉配套	配套零部件
车身底盘	嵘泰股份	2016 年成立莱昂嵘泰；1H23 莱昂嵘泰二期完成厂房建设	子公司莱昂嵘泰注册固定资本 3,000 墨西哥比索，可变资本 1.6 亿墨西哥比索	汽车精密压铸件	NA	是	Cybertruck 配套供应
车身底盘	爱柯迪	2014 年 9 月通过全资子公司爱柯迪香港在墨西哥投资成立 IKD FAEZA；2017 年向墨西哥子公司增资不超过 667 万美元；2022 年年报披露墨西哥工厂一期将于 2Q23 投产；2023 年 4 月拟通过成立子公司的方式最终投资建设墨西哥生产基地，总投资额不超过 1.8 亿美元	注册资本 180 万墨西哥比索	制造铝合金、压铸零件及零部件的精密加工和装配	NA	是	部分雨刮、转向、制动系统产品
车身底盘	立中集团	2020 年 7 月 30 日立中墨西哥注册；2021 年 2 月 10 日增资 1.7 亿美元；2022 年计划在墨西哥蒙特雷工业园区新建年产 360 万只超轻量化铝合金车轮产能	注册资本 5 亿墨西哥比索（注册总投资额 1.7 亿美元）	汽车铝合金车轮	NA	是	免热处理铝合金
车身底盘	文灿股份	2020 年收购法国百炼集团获得两个墨西哥工厂，1H22 已开始在墨西哥工厂导入高压铸造产线，将在 3Q23 完成高压铸造产线布局	NA	高压铸造	NA	是	铝合金车身结构件
车身底盘/内外饰	华域汽车	2020 年子公司延锋汽车旗下延锋座椅在墨西哥建厂；旗下公司赛科利有墨西哥公司	NA	金属件、软饰、大型汽车外覆盖件	NA	是	赛科利 2020 年配套特斯拉铝电池盒
车身底盘/动力系统	凌云股份	2017 年审议通过投资 675 万美元由全资子公司 Waldaschaff Automotive GmbH 拟在墨西哥设立子公司；2023 年 4 月 25 日公告为子公司墨西哥亚太提供担保额度 3,000 万元人民币	注册资本 955 万墨西哥比索	碰撞管理系统、型材结构件、新能源汽车电池管理系统	NA	是	热成型、部分锻压产品、尼龙管路，可能为特斯拉配套储能柜热管理系统管路、高强度钢车身结构件
车身底盘	敏实集团	2014 年 10 月 13 日成立墨西哥子公司	注册资本 16.85 亿墨西哥比索	包括但不限于金属、塑料及衍生产品的组装、制造、转化、存储和销售，用于制造汽车零部件	NA	是	铝饰条进入供应体系，负责供应柏林工厂 Model Y 相关零件
车身底盘	玲珑轮胎	2017 年 6 月 30 日公告墨西哥子公司完成注册登记	注册资本 1 万墨西哥比索	轮胎	NA	否	NA
车身底盘	富奥股份	2019 年 7 月 24 日董事会审议通过关于墨西哥建厂项目议案，成立墨西哥子公司，主要为大众供货	注册资本 2458.8 万元	串联泵	NA	否	NA
内外饰	宁波华翔	2018 年成立墨西哥子公司，2021 年开始将北美产能向墨西哥转移，2021 年 12 月墨西哥工厂已经在生产	NA	内饰件、外饰件、金属件、电子件	NA	是	Model 3&Y 装饰条
内外饰	继峰股份	2020 年收购格拉默，取得格拉默两家墨西哥子公司（格拉默子公司 Toledo Molding 在北美和墨西哥多处有工厂）	NA	功能塑料件、座椅	NA	是	内饰件和功能性塑料件
内外饰	福耀玻璃	2019 年由全资子公司 FYSAM 购买 SAM 资产，取得墨西哥子公司 FYSAM 汽车饰件（墨西哥）有限公司	NA	汽车铝饰件	NA	是	汽车玻璃
内外饰	岱美股份	2018 年收购 Motus，获得墨西哥岱美子公司；2019 年 8 月 29 日公告拟变更“汽车内饰件生产基地建设项目”部分募集资金 2 亿元投入墨西哥岱美；2022 年 10 月 27 日公告投资 8.23 亿元拟通过购置土地并新建厂房及生产线方式新增墨西哥汽车内饰件产品产能	NA	遮阳板、顶棚等内饰件	2022 年公告项目建成后可年产汽车顶棚系统集成产品 30 万套、汽车顶棚产品 60 万套，（截止 2023 半年报，墨西哥新厂房仍未完工）	是	遮阳板
内外饰/电子电器	均胜电子	2013 年收购德国普瑞，取得墨西哥普瑞子公司；2014 年收购 Quin GmbH，取得墨西哥 Quin 子公司并在	NA	墨西哥普瑞：生产汽车板空调排放中心及控制中心；Quin：HMI、高端方向盘总成和内饰功能件总成级产品；	NA	是	中控电子类产品、方向盘、安全气囊

	墨西哥新建厂；2016 年收购 KSS 公司，取得墨西哥子公司	KSS：主被动安全产品				
内外饰	新泉股份	2020 年开始在墨西哥设立全资子公司并建立生产基地；2021 年 1 月 13 日投资总额 600 万美元，注册资本墨西哥子公司设立完成；2021 年 5 月 8,044 万墨西哥比索；增资后投 18 日公告对子公司增资 3,000 万美元；2023 年 2 月对子公司新增投资 5,000 万美元	仪表板总成、座椅背板	2022 年内已完成 25 万套仪表板总成、170 万只座椅背板生产基地建设并进入试生产阶段	否	NA
内外饰	亚普股份	2016 年 8 月 2 日注册成立亚普墨西哥子公司	注册资本 1,400 万美元	汽车零件及塑料制品	NA	否 NA
内外饰	*ST 银亿	2016 年收购宁波昊圣，间接持有 ARC 集团相关资产，取得墨西哥子公司以及生产基地	NA	汽车安全气囊气体发生器	NA	否 NA
电子电器	上声电子	2017 年 7 月 3 日成立墨西哥上声	最低固定资本 9,340.12 万墨西哥比索	车载扬声器系统生产、销售与服务	NA	是 扬声器（含低音炮）
热管理	三花智控	墨西哥工厂已经实现多类产品的产能落地和爬坡	NA	微通道换热器、膨胀阀（墨西哥三花 150 万产能）	NA	是 电子膨胀阀
热管理	奥特佳	2015 年收购空调国际集团，取得墨西哥子公司；2022 年 8 月 16 日公告增加对国际空调海外业务投资 7,000 万美元	注册资本 3,000 墨西哥比索	暖通空调系统（HVAC）、动力总成冷却系统（PTC）、变速箱油冷却（TOC）和电动车热能管理系统	NA	是 热泵系统空调箱
热管理/动力系统	中鼎股份	2017 年收购 Tristone Flowtech Holding S.A.S，取得墨西哥子公司	NA	发动机和电池冷却管、进气管等	NA	否 NA

资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

4.2.2、零部件赛道二：华为系车型供应链

华为定位软硬件系统集成商、增量部件供应商，已与多家车企展开深度合作，全方位赋能汽车。目前华为与车企有三种合作模式：1) 标准化零部件供应模式；2) HI 模式（Huawei Inside）；3) 华为智选模式。我们认为，HI 模式及智选模式以产品打包形式销售，盈利性相较于零部件供应商更强。

我们认为，华为在汽车智能化业务方面具有核心竞争力：1) 包括传感器（激光雷达、毫米波雷达、超声波雷达）、芯片（智能舱芯片/智驾芯片）、以及电驱系统等硬件自研/自供+软硬件深度解耦，尤其 7nm 手机制程限制突破已带动手机畅销+用户导流至车端。2) 智能座舱：持续进化车机系统，秋季计划推出的最新 Harmony OS 4.0 可实现多人多设备+多屏多音区；此外，新一代 HUAWEI 车载的语音助手已接入 AI 大模型、智慧屏点击图标响应速度或达 119ms，同时，HUAWEI x HUD 有望实现业界量产的最大画幅。2) 智能驾驶：华为高阶智能驾驶系统 ADS 2.0 搭载业界首创的激光融合 GOD 网络，障碍识别更加精准，计划到年底全国开放（原计划 4Q23E 开放 45 座城市，进程或加速）。

9/12 问界全新 M7 上市初期订单表现超预期；此外，智界 S7、以及问界 M9 或分别于今年 11 月、以及 12 月上市。我们认为，新车型优化华为系产品矩阵+手机热度催化进店量增长+智能智驾核心竞争优势，华为系智能车型强势开启新一轮车型周期，华为系车型供应链有望受益；建议关注瑞鹄模具。

表 20：华为与车企合作模式汇总

合作模式	合作车企	品牌	车型	合作板块
零部件供应模式	一汽	奔腾	EOS	智能电动
		红旗	EHS6	智能座舱
	吉利	吉利	博越 Pro、星瑞	智能座舱
		领克	领克 05	智能座舱
		沃尔沃	XC90	智能座舱
	上汽	通用五菱	新宝骏 Kiwi	智能驾驶
		飞凡	R7	智能座舱
		大通	EUNIQ5、EUNIQ6	智能电动
	奇瑞	捷途	大圣	智能驾驶
	奔驰	奔驰	S 级	智能网联
	宝马	宝马	7 系	智能网联
	比亚迪	比亚迪	宋 PLUS EV	智能电动

	福田	TBD	TBD	智能驾驶、智能网联
	大众	保时捷	帕拉梅拉	智能网联
		奥迪	Q7	智能驾驶、智能网联
	合众	哪吒	哪吒 5	智能驾驶、智能座舱、智能网联
	东风	东风	乘龙 T7、M3	智能驾驶、智能座舱、智能网联
HI 模式	北汽	极狐	阿尔法 S HI 版	智能驾驶、智能座舱、智能电动
	长安	阿维塔	阿维塔 11	智能驾驶、智能座舱、智能电动
	赛力斯	赛力斯	智选 sf5	智能座舱、智能电动、销售渠道
智选模式	赛力斯	问界	M5	智能座舱、智能电动、内外设计、销售渠道
	赛力斯	问界	M7	智能座舱、智能电动、内外设计、销售渠道
	奇瑞	智界	S7	智能座舱、智能电动、内外设计、销售渠道
	江淮	未知	未知	智能座舱、智能电动、内外设计、销售渠道

资料来源：懂车帝，百度新闻等，光大证券研究所整理

5、重点推荐公司

5.1、理想汽车 (LI.O)

2Q23 Non-GAAP 归母净利润表现稳健：2Q23 总收入同比增长 228.1%/环比增长 52.5%至 286.5 亿元，毛利率同比增长 0.3pcts/环比增长 1.4pcts 至 21.8%，Non-GAAP 归母净利润环比增长 92.3%至 27.1 亿元。

毛利率持续爬坡，规模效应显现：1) 2Q23 汽车收入同比增长 229.7%/环比增长 52.6%至 279.7 亿元（ASP 同比增长 9.3%/环比下降 7.3%至 32.3 万元，主要由于产品结构差异性），汽车业务毛利率同比下降 0.2pcts/环比增长 1.2pcts 至 21.0%。2) 2Q23 研发费用率同比下降 9.1pcts/环比下降 1.4pcts 至 8.5%，SG&A 费用率同比下降 7.1pcts/环比下降 0.7pcts 至 8.1%。3) 2Q23 Non-GAAP 单车盈利环比增长 16.8%至 3.1 万元（vs. 2Q22 Non-GAAP 单车亏损 5,590 元），自由现金流净流入约 96.2 亿元（截至 2Q23 末的在手现金合计约 737.7 亿元）。管理层指引 3Q23E 交付量 10.0-10.3 万辆。

产品大年步入兑现期，矩阵型组织模式优势释放：我们认为，理想的竞争优势主要体现在：1) 对家庭用户画像定义清晰，品牌力、产品力、渠道三方面领先于其他新势力竞争对手；2) 产品升级/规模效益显现+组织运行效率高，驱动销量与业绩持续爬坡；3) 有望凭借销量优势率先兑现智能化功能。此外，渠道+充电站、以及纯电产品也在同步推进（截至 2023/7/31，理想已拥有全国 337 家零售中心，当前已建成 37 座超级充电站）。我们预计理想短期交付或仍受供应链上限影响，预计 4Q23E 交付量有望进一步爬坡（管理层指引 4Q23E 单月交付量有望爬坡至 4 万辆），预计全年产品放量驱动业绩兑现趋势明确。

维持“买入”评级：维持 2023E/2024E/2025E Non-GAAP 归母净利润人民币 115.8 亿元/169.0 亿元/267.0 亿元。我们看好理想基于家庭的明确定位、以及 L7/L8/L9 的车型周期；维持目标价 US\$62.20，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期+新增订单回落；行业竞争加剧；市场风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	27,010	45,287	119,334	154,965	217,179
营业总收入增长率	185.6%	67.7%	163.5%	29.9%	40.1%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	780	41	11,578	16,896	26,697
Non-GAAP 归母净利润增长率	NA	-94.7%	28173.6%	45.9%	58.0%
Non-GAAP EPS（元，摊薄）	0.41	0.02	5.55	8.10	12.80
Non-GAAP ROE（归属母公司，摊薄）	1.9%	0.1%	18.6%	20.5%	23.7%
P/S	8.4	5.2	2.1	1.6	1.2
P/B	5.5	5.3	4.1	3.1	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-10-31（1 美元=7.20 人民币）；注：1) 每股 ADS 代表 2 股 A-Class 普通股；2) 2021/2022 年分别约 18.5 亿/19.4 亿普通股，预计 2023E-2025E 约 20.9 亿普通股。

5.2、长安汽车（000625.SZ）

3Q23 归母净利润同比改善：2023 年前三季营业收入同比+26.8%至 1,082.1 亿元，归母净利润同比+43.2%至 98.8 亿元，扣非后归母净利润同比-5.9%至 36.1 亿元。3Q23 营业收入同比+48.4%/环比+38.1%至 427.1 亿元，归母净利润同比+113.9%/环比+226.5%至 22.3 亿元，扣非归母净利润同比+184.5%/环比+7421.0%至 21.0 亿元。2023 年前三季公司毛利率同比-2.4pcts 至 17.9%，3Q23 毛利率同比-2.9pcts/环比+2.0pcts 至 18.4%。我们测算 3Q23 公司自主利润（扣非归母净利润-应占合营联营投资收益）同比+61.3%/环比+1086.1%至 17 亿元，单车盈利同环比显著增长。3Q23 业绩同环比改善，主要原因为 1) 自主燃油车毛利率稳定，新能源毛利率环比改善；2) 采购降本成效显著。

应占合营联营企业投资收益扭亏为盈：2023 年前三季公司应占合营联营投资收益 2.0 亿元（vs. 去年同期亏损 2.5 亿元），3Q23 应占合营联营投资收益 3.8 亿元（vs. 3Q22/2Q23 分别亏损 3.3/1.2 亿元）。我们判断，应占合营联营企业投资收益扭亏为盈主要受益于长安福特经营能力改善、以及阿维塔减亏。1) 3Q23 长安福特销量同比-13.0%/环比+27.3%至 6.8 万辆，长安马自达销量同比+13.8%/环比+26.9%至 2.3 万辆；其中，长安福特为把握智能电动化发展趋势，2023/10 福特与长安共同成立长安福特新能源汽车科技有限公司，后续产品将会引入长安汽车技术并提升本地化开发的权重。2) 3Q23 阿维塔销量环比+34.2%至 0.7 万辆。阿维塔 11 鸿蒙座舱版通过华为赋能高阶辅助驾驶+定制化车机交互系统提升车型竞争，上市 7 天内大定订单至 5,000+台；阿维塔 12 计划 2023/11 上市并在年内交付，预计两款车型将为阿维塔陆续贡献销量增量。

全价格产品矩阵带动公司新能源转型步伐领先：公司启源+深蓝通过全价格产品覆盖加速推进新能源转型。1) 深蓝：当前 S7 与改款 sl03 在手订单充分，稳态月销有望接近 2 万辆。24E 深蓝品牌规划一季度至少一款车（包括新车型+改款），考虑到深蓝已与华为于 2023/8 签订合作框架，预计将有搭载华为高阶智能驾驶功能车型上市。2) 启源：启源定位家庭用户需求，根据车型划分为 A/Q/E0 产品序列。2023/9、2023/10 公司分别上市 A07（中大型轿车）/A05（紧凑型轿车），年内计划上市包括 A06/Q05。此外，公司发布了 E0 序列首款产品（内部代号 CD701），预计将搭载长安自研智驾技术并于 2024E 上市。

维持“买入”评级：我们维持 2023-2025E 归母净利润预测为 105.7 亿元/90.9 亿元/107.7 亿元。维持公司“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、自主品牌销售不及预期、合资品牌销量低于预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	105,142	121,253	156,057	185,473	205,570
营业收入增长率	24.33%	15.32%	28.70%	18.85%	10.84%
净利润（百万元）	3,552	7,798	10,570	9,093	10,769
净利润增长率	-6.87%	119.52%	35.54%	-13.97%	18.43%
EPS（元）	0.47	0.79	1.07	0.92	1.09
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.37%	12.41%	14.87%	11.89%	12.81%
P/E	32.5	19.2	14.2	16.5	13.9
P/B	2.1	2.4	2.1	2.0	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-10-31（注：2021 年股本为 76.32 亿股，2022 年股本为 99.22 亿股，预计 2023 年及以后总股本为 99.19 亿股）

5.3、福耀玻璃（600660.SH、3606.HK）

3Q23 业绩表现符合预期：前三季营业收入同比+16.6%至 238.3 亿元，归母净利润同比+5.8%至 41.26 亿元；其中，3Q23 归母净利润同比-15.1%/环比-32.9%至 12.9 亿元。3Q23 归母净利润环比下降主要由于欧元汇兑损失影响（剔除汇兑损失 3Q23 利润总额同比+35.9%/环比+23.6%至 18.39 亿元）。

海外汽车玻璃收入加速提升，3Q23 毛利率表现亮眼：前三季公司汽车玻璃收入同比增长 15.1%；其中，国内、海外汽车玻璃收入分别同比增长 19.1%、以及 10.4%（vs. 1H23 由于海外售后业务去库导致海外汽车玻璃收入同比增速仅约 5.5%）。3Q23 毛利率同比+1.4pcts/环比+1.3pcts 至 36.3%，主要受益于海运费+纯碱价格下降、折旧摊销费用降低。3Q23 销管研费用率同比-0.4pcts/环比+0.1pcts 至 15.9%。我们判断，纯碱价格下行趋势仍将延续、叠加高附加值产品占比持续提升，公司收入与利润同步提升前景可期。

智能电动化趋势、叠加海外市占率持续提升，公司头部效应有望持续增强：

1) 量：竞争对手量产承压+公司产能优势，有望带动福耀全球市占率稳步抬升。2) 价：看好天幕/HUD 渗透率提升、带摄像头的 ADAS 前挡玻璃/钢化夹层隔音/隔热/调光等高附加值产品收入占比持续增加、以及智能电动化驱动全新技术+产品落地，驱动的国内 ASP 改善前景、以及全球知名度抬升驱动海外订单 ASP 抬升前景（管理层指引 ASP 年化增速约 10%）。3) 利：我们预计 ASP 增长+上游成本回落+公司精益化运营管理，带动利润率趋稳改善。看好公司规模效应、智能电动化助力业务持续向上以及汽车玻璃与铝饰条长期协同。

维持 A 股“买入”评级，H 股“买入”评级：我们维持 2023E/2024E/2025E 归母净利润人民币 56.4 亿元/64.1 亿元/74.2 亿元。维持 A/H 目标价分别为人民币 53.74 元/46.35 港币（分别对应 25x/20x 2023E PE）。我们看好公司长期成长性逻辑与业绩增长趋势，维持 A 股“买入”评级，H 股“买入”评级。

风险提示：下游需求、产能利用率爬坡不及预期；智能电动化推进/高附加值产品应用比例增加幅度不及预期；成本控制不及预期；毛利率爬坡不及预期；德国 SAM 持续拖累风险；全球市占率抬升不及预期；汇率风险；市场风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	23,603	28,099	32,568	38,141	44,489
营业收入增长率	18.57%	19.05%	15.90%	17.11%	16.64%
净利润（百万元）	3,146	4,756	5,644	6,410	7,423
净利润增长率	20.97%	51.16%	18.68%	13.57%	15.81%
EPS（元）	1.21	1.82	2.16	2.46	2.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.96%	16.40%	17.98%	18.94%	20.18%
P/E	31	20	17	15	13
P/E（H 股）	28	18	15	14	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，A/H 股价时间为 2023-10-31，汇率：按 1HKD=0.9332CNY 换算

5.4、伯特利（603596.SH）

三季度业绩披露：前三季度营收同比增长 38.6%至 51.1 亿元，归母净利润同比增长 24.4%至 5.9 亿元；其中，3Q23 营收同比增长 28.1%至 20.1 亿元，毛利率同比增加 0.82pcts/环比下降 0.14pcts 至 22.6%，销管研费用率同比基本持平/环比下降 1.5pcts 至 9.0%，归母净利润同比增长 21.1%至 2.4 亿元。

智能电控销量规模稳步增加：前三季分产品来看，智能电控、盘式制动器、轻量化制动销量分别同比增长 75.5%、28.3%、14.4%。我们认为伯特利的优势主要体现在：1) 深耕汽车底盘制动系统，可自研量产 EPB/ESC、以及线控制动 one box 产品，并已向转向、悬架、以及 ADAS 产品拓宽；2) 成本管控能力强，通过研发设计、采购降本、以及规模效应/生产效率提升，不断推进降本路径；3) 产能布局/爬坡、新产品及新技术研发推进速度快。我们看好公司绑定核心自主品牌、叠加自主智能电动化快速转型驱动的定点爬坡放量前景。

产能布局+新业务拓展稳定，线控制动首获海外定点突破：1) 产能布局：2023/6 公司已开始筹建新增墨西哥年产 50 万套电子驻车制动系统卡钳生产线，我们预计 2H23E 将建设完成线控制动第六条产线、2024 年底墨西哥二期轻量化项目投产；2) 新增定点：公司底盘相关智能电控业务持续获新订单，前三季 ADAS、线控制动、电动助力转向分别新增定点 7 项、42 项、9 项（线控制动首次获得某国际著名汽车整车厂定点）；3) 研发进展：公司 ADAS 高精地图功能技术已开发完成，WCBS 2.0 研发顺利推进将于 1H24E 量产、首轮 EMB 功能样件已顺利研发完成，DP-EPS、R-EPS、线控转向研发均顺利推进。我们认为，1) 公司战略规划贴合轻量化+智能化主线，产品品类拓宽规划明确，或以电动转向研发为突破逐步带动线控转向产品落地；2) 产能建设及研发能力为量产交付新增订单奠定良好基础，有望凭借海外产能布局加速全球化发展。

维持“买入”评级：维持 2023E/2024E/2025E 归母净利润 8.9/11.2/14.1 亿元。看好公司定点释放+底盘全面布局的长期规划前景，维持“买入”评级。

风险提示：下游行业竞争加剧；线控制动业务盈利能力不及预期；线控制动及线控转向渗透率不及预期；美国汽车市场消费不及预期；全球汇率波动。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,492	5,539	7,537	9,713	11,338
营业收入增长率	14.81%	58.61%	36.07%	28.87%	16.72%
净利润（百万元）	505	699	886	1,116	1,407
净利润增长率	9.33%	38.49%	26.85%	25.96%	26.03%
EPS（元）	1.24	1.70	2.04	2.57	3.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.43%	16.59%	17.75%	18.36%	19.04%
P/E	61	45	37	29	23
P/B	8.9	7.4	6.6	5.4	4.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-10-31

6、风险提示

主要风险

需求恢复不及预期；销量爬坡与增速不及预期；市场竞争加剧+降价幅度超预期；新车型/改款车型上市不及预期；原材料价格上涨与汇率波动风险；毛利率爬坡不及预期；成本与费用控制不及预期。

市场风险

全球化布局（出口+海外建厂推进）不及预期。

其他风险

智能化相关技术推进不及预期；企业战略/理念转型、人才团队组建不及预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP