

汽车行业点评报告

汽车行研札记 05 期：十年汽车研究得与失（十问十答）

2024 年 09 月 19 日

增持（维持）

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

投资要点

■ **前言：十年初识汽车之貌，见证自主崛起之幸。享受认知的进步是研究汽车最大乐趣。**

■ **1. 汽车框架到底是什么？“框架”这词有一种“最熟悉的陌生人”感觉。很多时候我们都以为自己是“有框架”的，但却总是会犯错。研究汽车行业以来，我们一直在思考“框架到底是什么”？我们倾向于认为：“框架”是评估事物的标准，而标准背后是“三观”。也即：最终不同人对于汽车行业投资机会把握取决于“认知的能力差异”。因此对汽车行业的研究，一般情况我们要经历 3 个阶段：跟随市场（没有框架/不知道自己想要什么）-独立观点（固定框架/清楚自己想要什么）-前瞻判断（灵活框架/清楚自己的同时也要理解他人）。**

■ **2. 为何汽车全覆盖难度系数很大？**刚入行汽车曾设置了小目标：3 年时间能把汽车各个细分领域都覆盖好。这也是十年汽车研究走过最大的弯路。回溯我们经历：2012Q4-2014Q2 研究乘用车，2014Q3-2017 年研究零部件/商用车，2018-2019 年重回聚焦乘用车（减掉零部件-商用车），2020-2022 年继续聚焦乘用车-适当零部件，2023-2024 年重新研究商用车。我们所理解的【汽车全覆盖】是能兼顾【制造-消费-TMT-周期】四个维度知识框架体系，而且能在不同阶段辨识清楚【哪个维度是股价的核心驱动因素】，且这四个维度对应的思维方式是有很大差异，背后是需要不断突破自我。因此我们建议：汽车行业研究全覆盖不能操之过急，需要稳扎稳打。

■ **3. 汽车研究是先看整车还是先看零部件？**如果汽车子领域可以做优先级选择，我们建议先整车后零部件。核心原因是 2 点：1) 先难后易的原则；2) 车子卖得好才是王道。100 多年的汽车行业全球发展历史规律看，无论技术如何变迁，整车公司是产业链话语权核心拥有者，只要从下游找出能够热卖车型，则向上游供应链“顺藤摸瓜”即可。【如何找出热卖车型（所谓爆款车型）】一直是整车难题（尤其是乘用车）。我们过去 10 年总结来看：1) 供给创造需求的爆款车型。大概率是乐观主义者的能力圈，需要拥有对前瞻技术落地成功且激发新一轮消费潮流的穿透力，愿意在一轮产业趋势导入期去下注（往往是反人性的）。2) 对标需求的爆款车型。【快速反应+勤奋度+资源支持力】能力圈是可以大概率可以找出。

■ **4. 汽车整车是先看乘用车还是商用车？**如果有选择权的话，我们相对支持【先看乘用车再看商用车】。乘用车投资核心考验是【快速学习能力】，商用车核心考验是【耐得住寂寞能力】。对于同一个人要驾驭两者，需要性格的两面性（能动能静，收放自如）。乘用车我们需要适应：一个数据库/一个模型能用 3 年就非常不错，不断做资本开支，不断去寻找新的龙头。商用车我们需要适应：谁能跟踪这个板块超过 3 年就是优秀，超过 5 年或是卓越。

■ **5. 理解汽车行业研究最重要的三个点是什么？**汽车四大细分行业（乘用车-零部件-客车-重卡）的投资均有共同底层规律，我们总结下来核心是三点：1) β 更重要。判断产业景气度趋势是第一位，其次是判断哪家公司更好抓住本轮产业趋势及业绩兑现能力。2) 销量是第一变量。第一判断总量的周期位置；第二判断结构性升级需求的销量渗透率。3) 底色是制造业属性。汽车每个细分市场的每一轮产业趋势一旦渗透率到了临界点（例如：30%）或销量出现天花板就会进入价格战阶段。

行业走势



相关研究

《汽车周观点：9 月第二周交强险同比-6.2%，继续看好汽车板块！》

2024-09-19

《8 月行业产批符合预期，新能源车批发渗透率为 48.9%》

2024-09-18

- **6.商用车研究与乘用车区别在哪？**销量是第一指标但：1) 商用车可预测性更难，无论是行业还是公司的，更看重公司指引且其准确度高于乘用车。2) 商用车可跟踪频率更低，准确周度数据获取难度大于乘用车，月度频率就够用。背后最核心原因是三者行业属性的区别：乘用车是 ToC 消费品，重卡是 ToB 生产资料，客车是 ToG/B 公共出行（基础民生问题）。经济周期+政策都是三者销量预测的基础变量，但乘用车技术创新周期速度和频率都高于商用车，乘用车核心是基于每一轮技术创新周期来预测新消费潮流品类的销量。消费品数据统计可获得性好于生产资料/公共出行。【业绩】都是验证指标但：商用车格局更优，业绩改善周期与景气度向上的周期基本同步。也即理论上：只要景气度向上周期过程中，年度销量趋势没有掉头向下，不用过早去担心业绩是否见顶。而乘用车格局更差且变数大，每一轮技术创新带来的新品类渗透率上升周期，都会产生新的龙头标的，且渗透率超过 30%或进入价格战持续恶化阶段，再加上数据可获得性强，市场很容易“抢跑”。
- **7.为什么真正在乘用车领域能赚钱的人很少？**乘用车投资分为 3 类：1) 依赖高频数据来做右侧投资。2) 深入研究某 1-2 家车企，跟随其波动成长。3) 横跨多家车企能够驾驭周期的波动。乘用车属性是【量-价-利-估值】会同方向共振或下杀的板块，因此容易大涨大跌，这也是为何外资特别喜欢乘用车的缘故。如果想很好驾驭乘用车需同时具备以下条件：1) 看乘用车时间超过 6 年，也即至少完整经历过一轮乘用车产业趋势或者亲身经历过一个车企的完整周期。2) 有自己的整车框架且能自我否定重新迭代能力。例如：经历了 SUV 完整周期总结了整车框架 1.0 版本，但如果只是简单把这个框架套在新能源周期依然是会犯错，需要完成整车 2.0 版本迭代。3) 不能产生主观感情，时刻保持理性判断。4) 相信常识。整车行业竞争是非常残酷的，再优秀的企业家也会犯错，且车企的成长是螺旋式的上涨，一轮成长周期往往就是解决一个能力圈的突破。
- **8.乘用车的框架需要怎么迭代？**油车时代（例如：2012-2017 年 SUV 红利）可以等一款新车上市后甚至是爬坡半年后再做投资都来得及（数据验证了再投资）；电车时代（2020-2022 年新能源红利）提前预判新车上市及周度紧密跟踪爆款程度（边看数据边投资）；智能车时代（2023 年及以后）提前预判产业趋势且预判爆款车型销量（按照预期先投资再等数据验证，且快速的纠错机制）。也即：油车时代（预测比反应更重要）-电车化时代（预测&反应都重要）-智能车时代（反应比预测更重要）
- **9.2005-2022 年汽车行业投资逻辑是什么？**国内市场是主矛盾，建立了完善的国内汽车研究投资范式，实现了中国汽车品牌的国内崛起。2005-2012 年：乘用车/重卡/客车均完成第一次普及，成长股的投资范式。2013-2022 年：【法规政策+技术创新+消费升级】驱动乘用车/重卡/客车均【结构性升级】，渗透率的投资范式。
- **10.展望 2023-2030 年汽车行业投资逻辑？**需建立全球汽车研究投资范式，电动化为基，智能化叠加全球化，中国汽车品牌将实现全球崛起。国内讲【产品创新】，出海讲【市占率提升】。基本前提：全球宏观经济稳中向上。主驱动因素：L3-L4 智能化的破坏性技术创新。次驱动因素：电动化的延续性技术创新。时间节奏：2023-2025 年为酝酿期，2026 年开始或进入爆发期。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险；出口不及预期风险等

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>