

证券研究报告

2024年09月30日

行业报告 | 行业深度研究

三重成长共振，新周期开启

作者：

分析师 邵将 SAC执业证书编号：S1110523110005

分析师 郭雨蒙 SAC执业证书编号：S1110524080003



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

库存周期展望：景气度边际企稳，趋势好转发生于2023年3月，库存周期和朱格拉周期于2022H2共振上行。我们通过对2019年以来电动化浪潮下的汽车周期复盘，发现汽车景气度趋势下行期汽车板块仍可以实现稳定超额收益。因此我们把观测景气度的指针进一步划分为周期项（周期的趋势和周期的边际变化）及成长性两个维度。2019年至今汽车板块几个产生超额收益的时段景气度指针的加权组合是不同的。2021年汽车板块的超额收益最重要的驱动为成长性（渗透率快速上行）和周期边际改善（2021Q1乘用车月度增速同比的边际改善）的交替影响。从年化销量增速视角来看，2022年5月份开启行业本轮新复苏，中间受到疫情管控、行业价格战影响，本轮复苏过程中年化增速呈波段式上升的节奏。2024H1年化销量增速进一步波段式向上，从而带动板块性投资机会。我们预计2024Q3行业销量增速有望阶段触底，板块交易复苏预期带来的估值修复区间，看好板块2024年Q4的估值修复行情。

总量维稳，出口增长成核心看点。2020年前中国汽车出口规模低于百万辆，2021年开始受到疫情对全球供应链的影响，2022年开始受到俄乌冲突的影响，中国汽车出口高速增长。受益于国内领先的电动化布局及强劲的产品力，当下核心车企纷纷布局欧洲、东盟等核心海外市场。伴随着电动车出口持续加速，汽车出口规模有望持续提升。

自主全面崛起，整零关系重塑，产业融合提速，进入并购窗口期。伴随着智能化的下半场拉开序幕，自主品牌车企有望凭借对产品定义、需求把握和差异化竞争，进一步加速市占率提升节奏，行业竞争格局2025年后有望开始集中。自主市占率的快速提升，有望加速自主供应链的崛起，同时整车和零部件的关系有望重塑，产业融合提速，开始进入并购的窗口期。

供给端全面发力，低价高阶智驾落地可期。2023年随着小鹏G6发布，核心车企纷纷公布城市NOA的落地规划，同时伴随着智驾硬件规模化降本的快速实现，高阶智驾有望往20W价格内加速渗透，未来随着技术成熟，NOA成本下沉，模型迭代加速下智驾体验不断提升，市场由供给端发力逐步向需求端发力转变，智能驾驶渗透率有望加速提升。

投资建议：我们结合汽车长短周期嵌套建议关注主线如下：1）基于行业复苏再次确认带来板块估值修复，推荐**长安汽车、比亚迪和长城汽车**；看好本轮智能化加速渗透带来的行业格局变化，推荐**江淮汽车和小鹏汽车**（与海外组联合覆盖），建议关注**赛力斯**；2）智能化：智能驾驶渗透趋势提速，无人驾驶催化板块行情，推荐**伯特利、德赛西威**，建议关注**科博达、华阳集团、经纬恒润、均胜电子、中鼎股份、亚太股份**；3）出海：零部件出海打开成长空间，推荐**新泉股份、拓普集团、银轮股份、继峰股份、沪光股份、爱柯迪、松原股份**等；4）华为产业链：建议关注华为智选车及安徽汽车产业链相关标的**瑞鹄模具、星宇股份、飞龙股份**。

风险提示：智能电动汽车发展不及预期；行业竞争格局恶化；城市NOA推进不及预期；终端消费不及预期。

目录

- 1、行业观点：短期或有震荡，中期上行趋势或确立
- 2、主线一：总量增速趋稳，出口是核心看点
- 3、主线二：成本与需求剪刀差逆转，自主供应链全面受益
- 4、主线三：科技企业加速布局，智能化下半场拉开序幕
- 5、投资建议及重点标的梳理
- 6、风险提示

1

行业观点：短期或有震荡，中期上行趋势确立

1.1 行业周期定位：库存周期和朱格拉周期共振上行

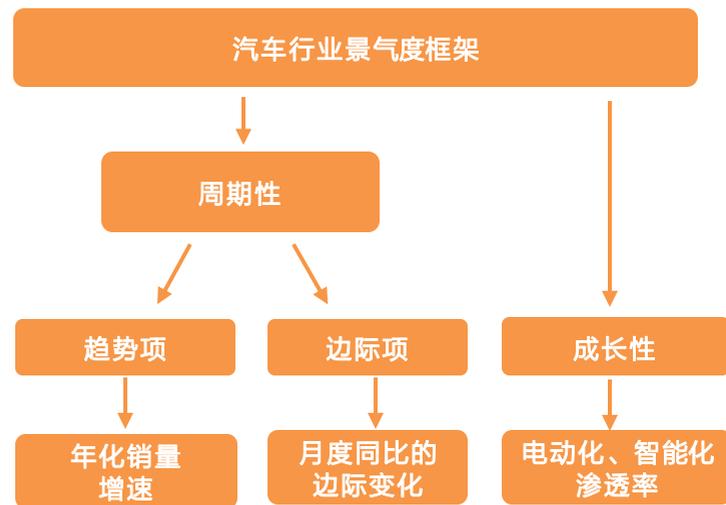
- 我们将汽车周期划分为景气周期的“春夏秋冬”，不同“时区”采取相应的投资策略。通过类比库存周期框架，我们用汽车行业年化销量增速和库存增速构建汽车投资时钟，并定义被动去库（复苏期）为行业“春季”；主动补库（过热期）为行业“夏季”；被动补库（滞胀期）为行业“秋季”，主动去库（衰退期）为行业“冬季”。汽车时钟的意义在于令我们清晰地描述行业的周期位置，进而对不同“时区”采取相应的投资策略。
- 我们把景气度的指针划分周期趋势项、周期边际项以及成长性三个指针。景气度的表征可以划分为周期项（趋势和边际的变化）及成长性（电动智能化渗透率）两个维度，行业景气度的变化为三个指针的加权组合。

表：汽车投资时钟各阶段投资特征

汽车投资时钟	春	夏	秋	冬
美林时钟	复苏期	过热期	滞胀期	衰退期
库存周期	被动去库	主动补库	被动补库	主动去库
供需情况	需求回升，边际向好 供给来不及反应	需求上升，明显向好 供给预期积极	需求下降，边际变差 供给来不及收缩	需求下降，趋势变差 供给预期消极
超额收益	√	√	不确定	不确定
投资特征	估值修复	盈利驱动	补涨滞胀	防范风险

资料来源：天风证券研究所

图：汽车行业景气度研判框架

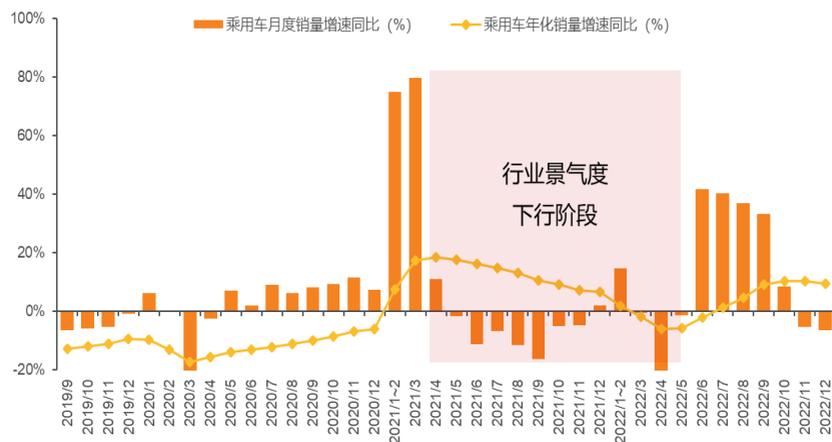


资料来源：天风证券研究所

1.2 板块超额收益和景气度关系

- 2021汽车板块走势与行业景气度显著背离。
- 年化销量增速为行业景气度核心衡量指标，从乘用车年化销量增速指标进行数据监测来看，2021Q2至2021年底行业景气度趋势下行，而从板块行情走势来看，该阶段板块实现超额收益，行情走势与景气度走势显著偏离。
- 从周期的角度看，该阶段股价和景气度背离的阶段，周期的边际变化（月度同比增速的边际变化趋势）是一个值得关注的变量。

图：2019-2022年汽车销量月度及年化同比增速



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图：2019年9月-2022年12月板块涨跌幅走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（注：以2019年9月首个交易日为基准日进行涨跌幅测算）

1.3 板块超额收益和景气度关系

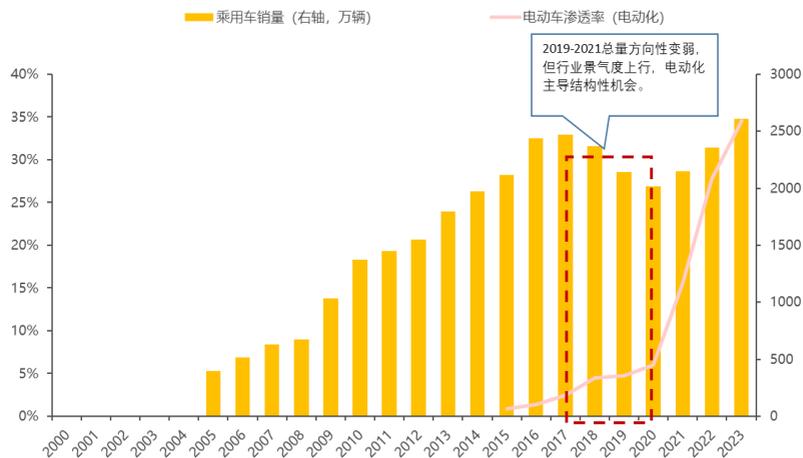
- 电动化渗透率快速提升带来板块结构性行情。
- 2021Q2开始新能源乘用车月度渗透率进入快速普及阶段，单月新能源渗透率于2022年初提升至20%以上。
- 在2021年乘用车行业批发销量总量平稳增长的情况下，新能源渗透率快速提升叠加行业边际性企稳回升是行业景气度下行过程中股价背离的两个重要因素。

图：新能源月度渗透率



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图：乘用车销量的增速下行并不意味着景气度向下



资料来源：中汽协，天风证券研究所

1.3 板块超额收益和景气度关系

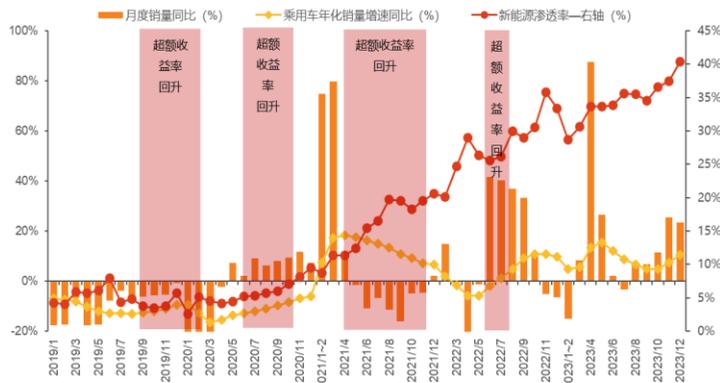
- 2021年景气度和板块股价走势背离的核心是周期边际改善及成长维度交替影响。
- 2019年至今汽车板块几个产生超额收益的时段景气度指针的加权组合是不同的。
- 2021年汽车板块的超额收益最重要的驱动为成长性（渗透率快速上行）和周期的边际改善（2021Q4开始乘用车月度同比增速呈现持续性的环比边际改善）。

图：2019年9月以来本轮周期板块超额收益率曲线



资料来源：wind，天风证券研究所

图：2019年来月度销量同比、年化销量同比、新能源车渗透率走势



资料来源：wind，中汽协，天风证券研究所

图：基于景气度研究框架的2019年至今历次反弹回测分析

阶段	2019.09-2020.06	2020.02-2020.10	2021.04-2021.11	2022.05-2022.07
投资时钟所处位置	复苏期	复苏期	滞涨期	复苏期
期间月度同比边际改善与否	是	是	否	是
期间新能源车渗透率变化	3.8%-5.1%	5.2%-7.0%	11.3%-19.5%	26.3%-19.5%

资料来源：中汽协，天风证券研究所

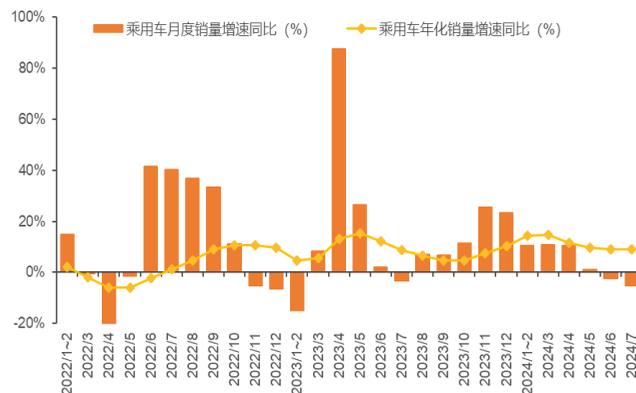
1.4 板块投资节奏：政策效果显著，中期上行趋势或确立

- **景气度+风险溢价指数预示着板块中期上行趋势或确立**
- 从年化销量增速视角来看，2022年5月份开启行业本轮新复苏，中间受到疫情、行业价格战影响，本轮复苏过程中年化增速呈波段式上升的节奏。2024H1年化销量增速进一步波段式向上，从而带动板块性投资机会，从风险溢价指标来看，当前处于负2倍标准差以下，下穿历史底部位置。综合判断，当下景气度+风险溢价指数预示板块中期上行趋势或确立。

图：当前风险溢价指数处于历史相对底部位置 图：2021-2024年乘用车年化及月度销量同比增速 图：以旧换新申请数据跟踪（台）



资料来源：wind，天风证券研究所



资料来源：中汽协，天风证券研究所

日期	政策下发	增量	日均新增
4月27日	申请量=10000	10000	400
5月29日	申请量=20000	10000	1429
6月2日	申请量=30000	10000	2500
6月6日	申请量=40000	10000	2500
6月25日	申请量=113000	73000	3842
6月30日	申请量=364000	37000	7400
7月25日	申请量=410000	214000	8560
8月2日	申请量=450000	86000	10750
8月16日	申请量=600000	150000	10714
8月22日	申请量=680000	80000	13333
9月1日	申请量=810000	130000	13000

资料来源：崔东树公众号，商务部，新华社视点公众号，天风证券研究所

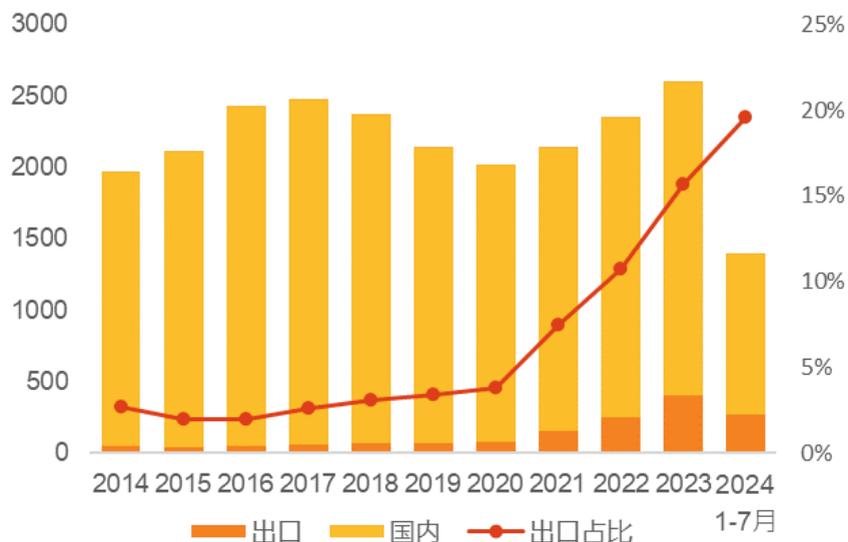
2

总量增速趋稳，出口是核心看点

2. 国内需求维稳，出口为总量增长核心驱动因素

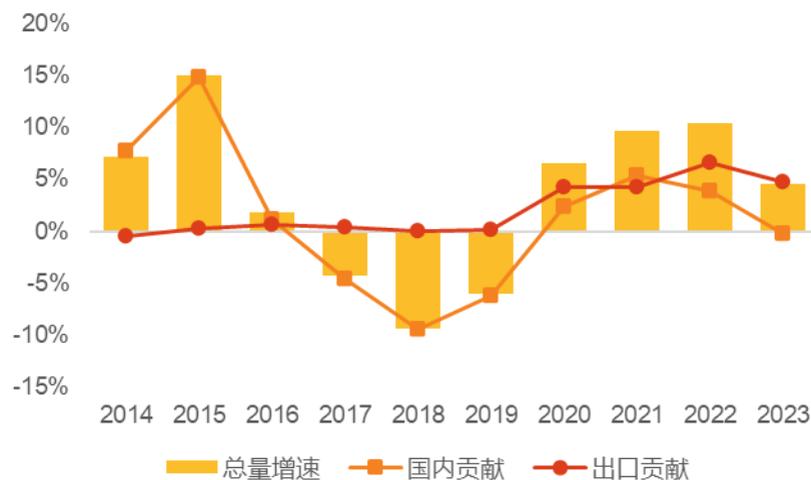
- 出口占比持续提升，带动总量向上。**2014-2020年中国汽车出口规模低于一百万辆，2021年开始受到疫情对全球供应链的影响，2022年开始受到俄乌冲突的影响，中国汽车出口快速增长。中汽协预测，预计2024年中国汽车出口有望达550万辆。受益于国内领先的电动化布局及强劲的产品力，当下核心车企纷纷布局欧洲、东盟等核心海外市场。伴随着电动车出口持续加速，汽车出口规模有望持续提升。

图：历年乘用车出口和国内销量拆分（万辆，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：历年乘用车批发销量增速贡献因子拆分

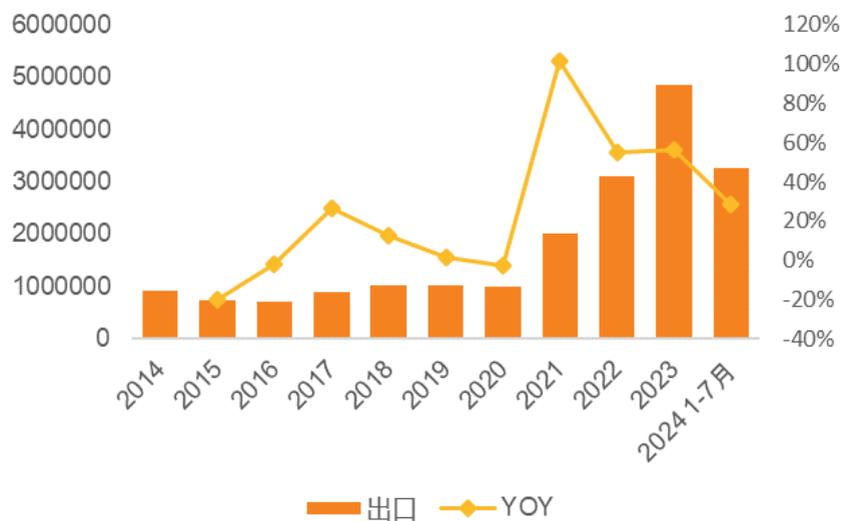


资料来源：wind，天风证券研究所

2. 国内需求维稳，出口为总量增长核心驱动因素

- 总量维稳，出口增长成核心看点。** 2014-2020年中国汽车出口规模低于一百万辆，2021年开始受到疫情对全球供应链的影响，2022年开始受到俄乌冲突的影响，中国汽车出口快速增长。预计2024年中国汽车出口有望达550万辆。受益于国内领先的电动化布局及强劲的产品力，当下核心车企纷纷布局欧洲、东盟等核心海外市场。伴随着电动车出口持续加速，汽车出口规模有望持续提升。

图：汽车出口及同比表现（辆，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：2014-2024年7月乘用车出口及同比表现（辆，%）

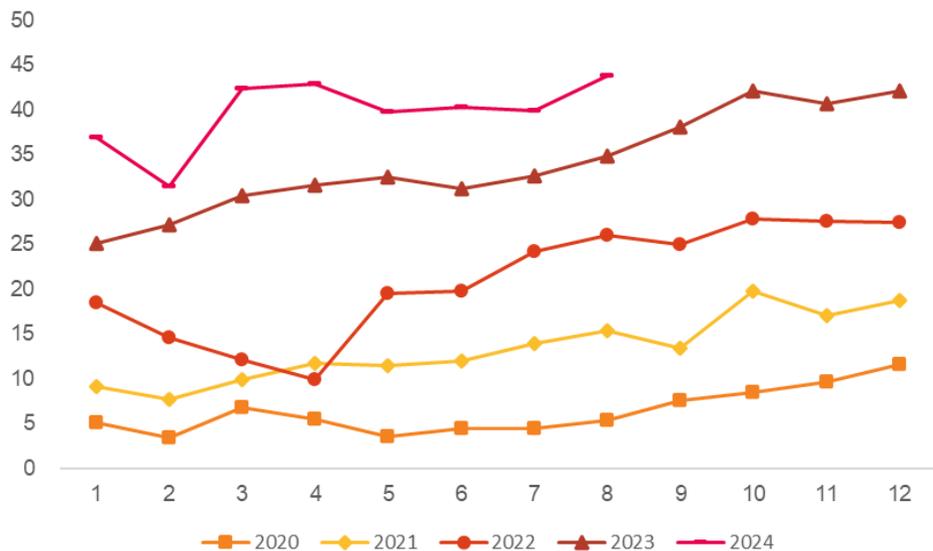


资料来源：wind，天风证券研究所

2. 国内需求维稳，出口为总量增长核心驱动因素

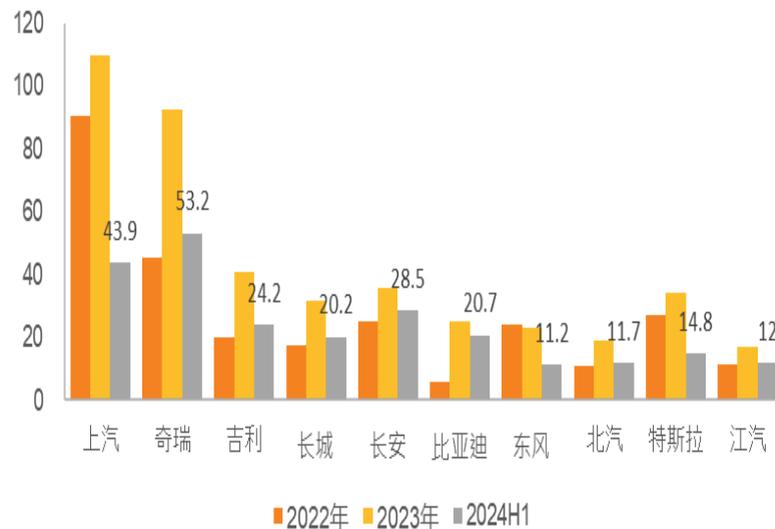
- **头部车企出口仍旧保持高增长。**2024年1-6月，比亚迪出口20.7万辆，同比增长1.6倍；长城出口20.2万辆，同比增长62.6%；长安出口28.5万辆，同比增长60.4%。

图：2020年至今月度乘用车出口数据（万辆）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：头部车企2024H1出口销量（万辆）



资料来源：中汽协会数据公众号，天风证券研究所

3

**主线二：成本与需求剪刀差逆转，自主
供应链全面受益**

3.1 电动化下半场开启，生态开放模式占优

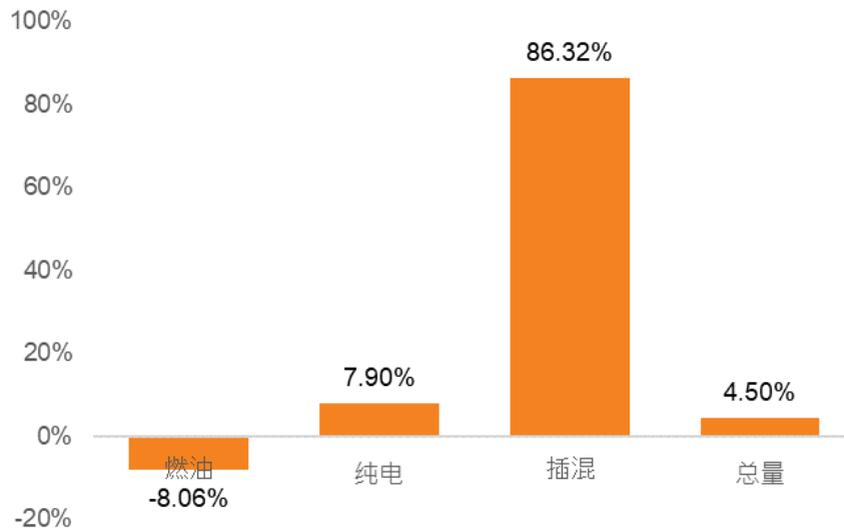
- **纯电增速下滑，插混成为核心驱动因素。**从2024年1-7月份销量表现来看，燃油/纯电/插混的增速分别为-8.06%/+7.90%/86.32%。燃油车对总量增速实现拖累，同时伴随着核心自主加大混动化产品布局 and 混动专网建设，PHEV成为最重要的增长引擎。

图：乘用车分动力类型销量（万辆，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：2024年1-7月分动力类型增速



资料来源：wind，天风证券研究所

3.1 电动化下半场开启，生态开放模式占优

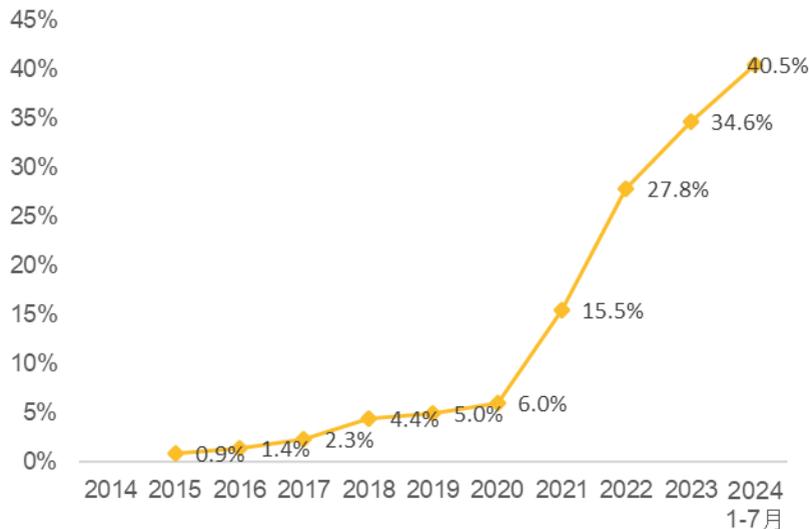
- 1-7月份新能源乘用车销量565万辆，同比+30.8%，新能源渗透率达40.5%。上半年新能源仍旧保持高速增长，整体渗透率已突破40%，下半年伴随着更多新车上市及补能网络逐步完善，新能源销量有望保持高增速。

图：新能源乘用车销量及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图：新能源渗透率

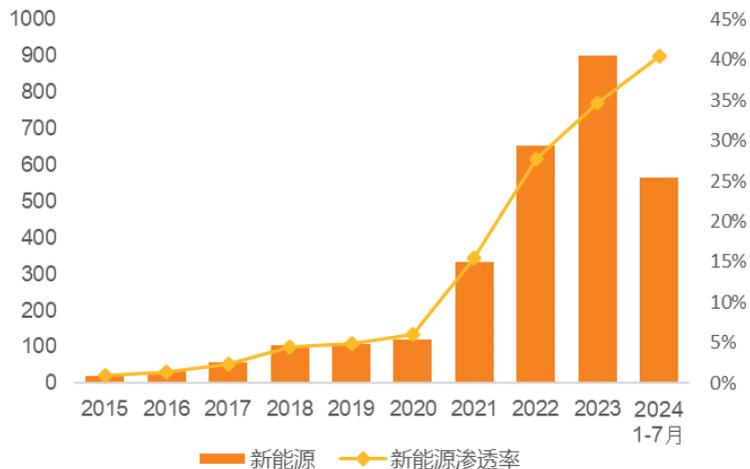


资料来源：wind，天风证券研究所

3.1 电动化后半场开启，生态开放模式占优

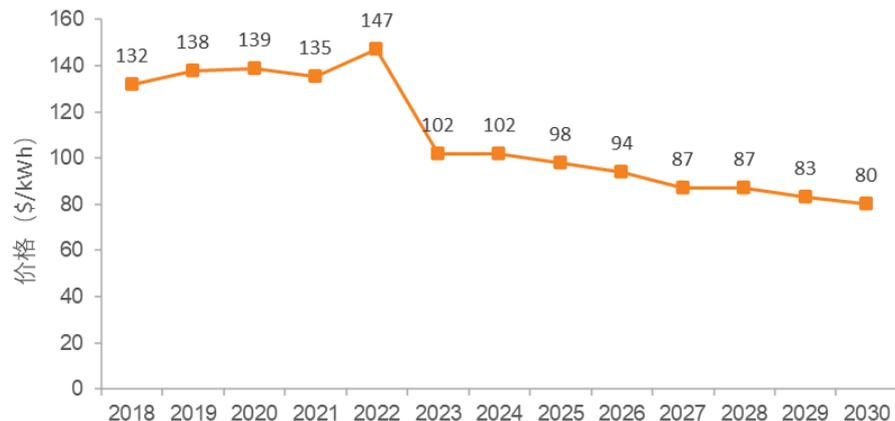
- 电动化的后半场需求和成本的剪刀差逆转，自主向上带动自主供应链全面崛起
- 电动化渗透率从10-30%突破的前半场，受制于上游原材料扩产节奏，整体呈现高成本-低需求占比的特征。2024年开始进入电动化下半场，渗透率增速曲线边际放缓、销量规模大幅提升，动力电池成本快速下行。根据Esource预测，2025年动力电池成本有望较2022年下降超33%，伴随着成本快速下行，利润环节加速转移。电动化前半场，高成本-低需求占比情况下具备供应链垂直整合能力的车企充分受益，电动化后半场预计随着电池成本快速下行，生态开放的模式将占优，自主向上有望充分带动自主供应链全面崛起。

图：历年新能源乘用车销量及渗透率（万辆，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：2025年全球动力电池成本有望较2022年下降33%

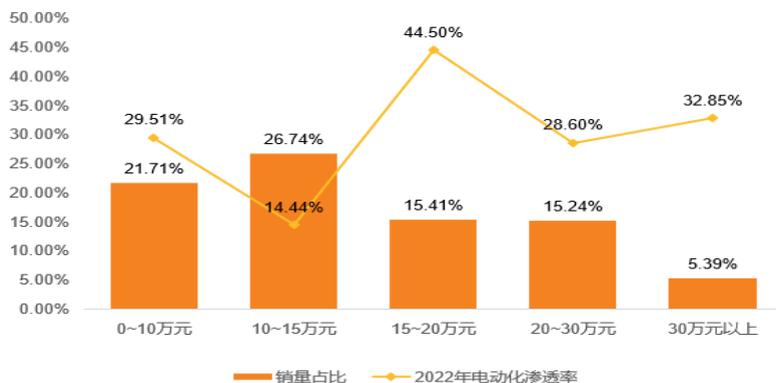


资料来源：Esource，天风证券研究所

3.2 行业竞争加剧，规模化下的成本控制能力是核心

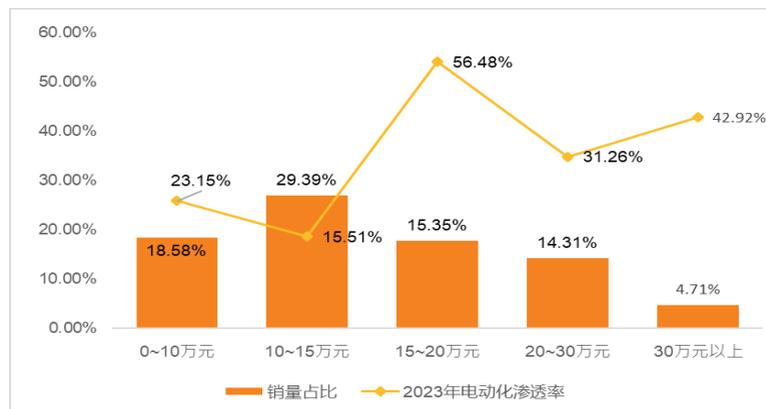
- 电动化下半场会强化头部自主的集中度，规模化带来的成本控制能力重要性提升。
- 当前增换购是车市的核心增长动力，消费升级趋势明显。从分价格占比情况来看，2023年15W以下市场份额下滑超过3%，而30W以上市场占比提升明显。30W以上市场占比提升主要由以新势力为代表的自主高端电车、大六座家庭用车等场景化需求增长所致。
- 当前10-15W价格区间销量占比高、电动化渗透率低。伴随着电池成本快速下行，该市场电动化渗透率有望加速上行。行业竞争加剧背景下，规模化效应下的成本管控能力成为核心竞争力。

图：2022年分价格区间销量占比及新能源渗透率



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图：2023年分价格区间销量占比及新能源渗透率

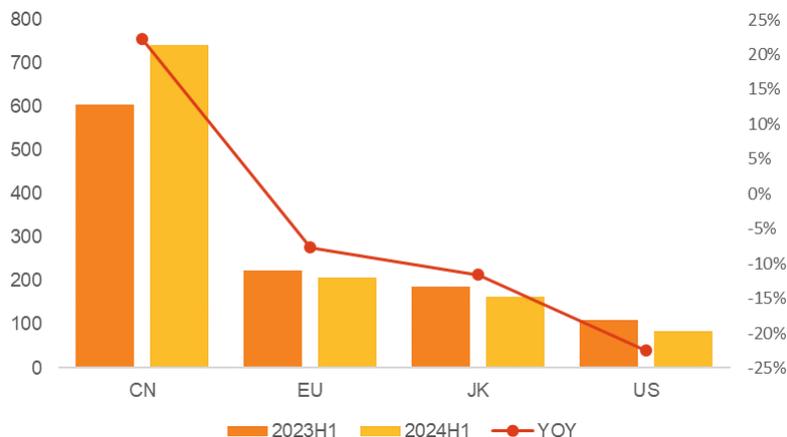


资料来源：中汽协，天风证券研究所

3.2 自主份额提升后整零关系重塑，产业融合或将提速

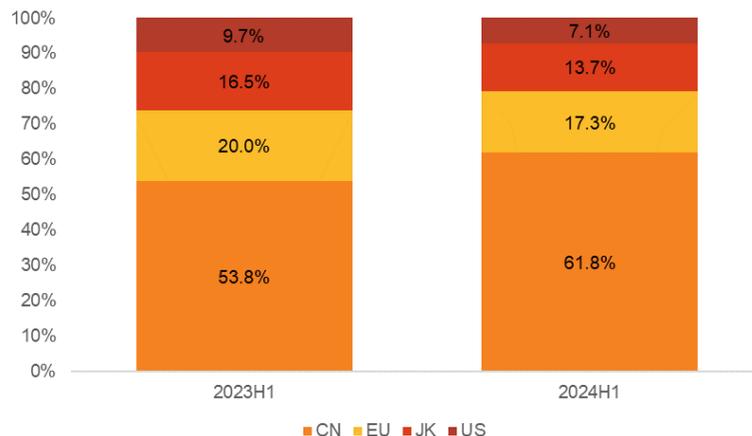
- 自主品牌份额提升后整零关系重塑，产业融合提速，进入并购窗口期。
- 2021年电动化渗透率突破10%阈值，以比亚迪为代表的自主车企加速电动化转型节奏。凭借着电动化技术积累、转型态度和成本管控能力，自主品牌车企实现弯道超车，市占率由2020年的38%快速提升至2023年的56%。伴随着智能化的下半场拉开序幕，自主品牌车企有望凭借对产品定义、需求把握和差异化竞争，进一步加速市占率提升节奏，行业竞争格局2025年后有望开始集中。自主品牌车企市占率的快速提升，有望加速自主供应链的崛起，同时整车和零部件的关系有望重塑，产业融合提速，开始进入并购的窗口期。

图：2023H1、2024H1乘用车分派系销量（单位：万辆）



资料来源：盖世汽车每日速递公众号，天风证券研究所

图：2023H1、2024H1乘用车分派系销量市场份额



资料来源：盖世汽车每日速递公众号，天风证券研究所

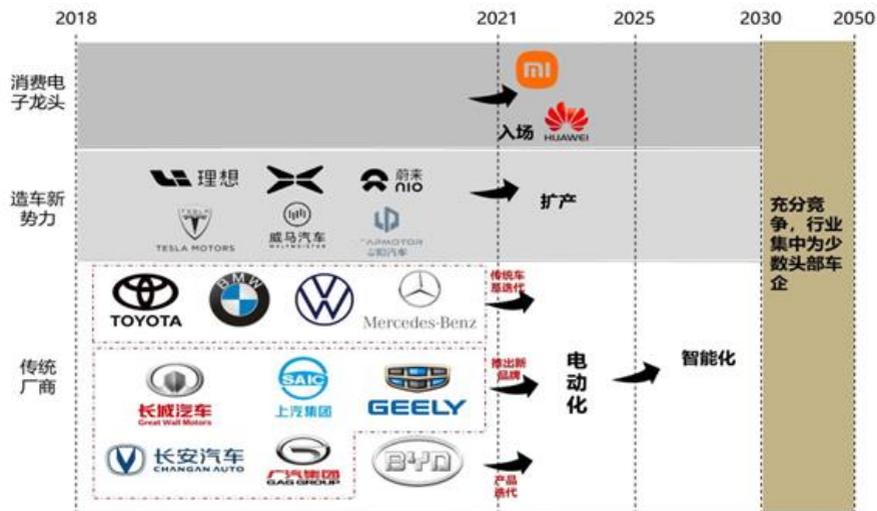
4

主线三：科技企业加速布局，智能化下半场拉开序幕

4.1 科技企业加速布局，智能化下半场拉开序幕

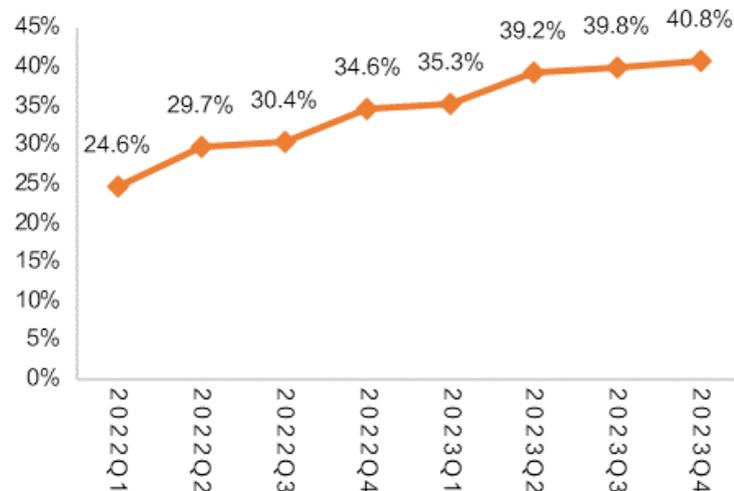
- 智能化上半场开启，供给端全面发力。
- 当前行业已进入软硬件共同定义汽车时代，伴随车辆电子电气架构持续升级、域控加速落地，软件或将成为智能汽车差异化竞争的核心。随着小米等科技公司入局，汽车行业或将加速进入类消费电子时代，电动智能化下半场有望加速推进，进一步带动市场集中度提升。科技巨头入局加速行业智能化渗透率提升，行业有望复刻电动化上半场的结构性投资机会。

图：科技企业加速入局



资料来源：各公司官网，界面新闻公众号、第一财经公众号等，天风证券研究所

图：2022-2023年L2及以上自动驾驶渗透率情况



资料来源：盖世汽车社区公众号，天风证券研究所

4.2 NOA加速落地，智能化体验成核心竞争力

- **供给端全面发力，低价高阶智驾落地可期。**2023年随着小鹏G6发布，核心车企纷纷公布城市NOA的落地规划，同时伴随着智驾硬件规模化降本的快速实现，高阶智驾有望往20W价格内加速渗透，未来随着技术成熟，NOA成本下沉，模型迭代加速下智驾体验不断提升，消费者买单意愿加强，从而进一步带动市场由供给端发力逐步向需求端发力转变，智能驾驶渗透率有望加速提升。

图：主要车企城市NOA对比

企业	最新智驾系统	售价	现阶段功能
特斯拉	AutoPilot	增强版EAP3.2万元 全自动驾驶FSD 6.4万元	高速NOA，城市NOA(北美)
蔚来	NIO Pilot+ NAD	NIO Pilot+ 380元/月 NAD 680元/月	高速NOP，城市NOP
华为	HUAWEI ADS 2.0	一次性购买3.6万元 订阅7200元/年，720元/月	高速/城区NCA
智己	IM AD全功能包	3.68万元	高速NOA
飞凡	RISING PILOT	一次性购买3万元 订阅6000元/年，700元/月 连续包月630元	高速NOA、停车场记忆泊车
理想	AD	免费	高速NOA
小鹏	Xpilot 4.0	免费	高速/城区NGP、VPA停车场记忆泊车
埃安	ADiGO 4.0	ADiGO 4.0 免费 部分车型智能泊车1.24万	高速NAD
极氪	ZEEKR AD	3.5万元	高速/城市NZP

资料来源：搜狐汽车公众号，天风证券研究所

5

投资建议及重点标的梳理

5 投资建议

- 1) 整车板块：推荐**长安汽车**、**比亚迪**和**长城汽车**；看好本轮智能化加速渗透带来的行业格局变化，推荐**江淮汽车**和**小鹏汽车**（与海外组联合覆盖）；建议关注**赛力斯**
- 2) 智能化：智能驾驶渗透趋势提速，无人驾驶催化板块行情，推荐**伯特利**、**德赛西威**，建议关注**科博达**、**华阳集团**、**经纬恒润**、**均胜电子**、**中鼎股份**、**亚太股份**；
- 3) 出海：零部件出海打开成长空间，推荐**新泉股份**、**拓普集团**、**银轮股份**、**继峰股份**、**沪光股份**、**爱柯迪**、**松原股份**等；
- 4) 华为产业链：建议关注华为智选车及安徽汽车产业链相关标的**瑞鹄模具**、**星宇股份**、**飞龙股份**。

风险提示

风险提示

- 1、智能电动汽车发展不及预期：因政策、消费者需求等变化，导致汽车智能化和电动化的发展速度不及预期。
- 2、竞争格局恶化：当前行业总量趋稳，行业内部竞争格局加剧，可能存在行业竞争加剧恶化的风险。
- 3、城市NOA推进不及预期：以新势力为代表的车企纷纷推出城市NOA落地计划，可能存在落地节奏不及预期、智能化体验不及预期的风险。
- 4、终端消费不及预期：终端价格体系不稳定，消费者持观望太低，汽车消费市场具有不达预期的风险。

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS