



Research and  
Development Center

# 当前时点，怎么看汽车板块的投资机会？

汽车行业

2024年10月10日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

汽车

投资评级 看好

上次评级 看好

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号：S1500522060001

联系电话：13816900611

邮箱：lujiamin@cindasc.com

徐国铨 汽车行业研究助理

邮箱：xuguoquan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
B座

邮编：100031

## 当前时点，怎么看汽车板块的投资机会？

2024年10月10日

### 本期内容提要：

- 从历史复盘看，汽车板块在历次牛市中都不会缺席。在A股历次牛市行情中，汽车板块受宏观经济恢复、产业或消费升级、政策支持等因素的驱动，相对大盘能表现出较好的收益。2008-2009年，受全球金融危机后中国政府推出的“四万亿”经济刺激计划的推动，汽车行业获得了显著政策支持，包括购置税减免、旧车报废补贴等措施，促进了消费者购车意愿，推动汽车销量快速回升，汽车板块超额收益明显。2019-2021年，新能源汽车产业进入发展拐点，电动车自主崛起及关键零部件国产化加速，汽车板块获得显著的超额收益，尤其是龙头企业表现更为突出。总体来看，**政策推动、需求复苏、产业升级是汽车板块实现超额收益的核心驱动因素。**
- 汽车股在牛市中表现突出，源于其兼具“制造-消费-科技”三重属性。
  - ①**制造属性**：作为中国制造业的核心产业，汽车行业在国民经济中的占比正不断提升，也有望成为后续财政政策逆周期调节时持续重点支持方向。
  - ②**消费属性**：汽车作为大宗消费品，受经济周期波动影响显著。经济复苏期间，消费需求的回暖往往能直接带动销量增长，进而推动企业盈利改善。
  - ③**科技属性**：科技创新为行业提供了新的增长动能，尤其是新能源汽车和智能网联技术的快速发展，持续创造激发新的消费需求的同时，有望为汽车企业打开新的盈利增长模式。综上所述我们认为，汽车产业的“制造-消费-科技”三重属性将为汽车股提供“进可攻、退可守”的韧性和抗风险能力。
- 当前时点，如何参与汽车板块投资机会？经过9月末以来的市场整体快速上涨及估值修复，当前时点我们认为市场或逐步从资金和情绪面推动的第一阶段“普涨”行情转向业绩和成长驱动的第二阶段“分化”行情，业绩和成长为王。

（1）板块方面，**建议继续超配汽车板块**，汽车板块当前估值仍处于近五年较低水平（截止10月8日，位于近5年分位点26.96%），仍有一定提升空间。而汽车板块的【制造-消费-科技】三重属性在大盘β平稳向上阶段有望表现出更好的收益弹性。同时，相较零部件板块，整车板块由于①更贴近消费终端，有望最先受益于财政政策后续发力及消费需求复苏；②处于汽车产业链核心地位，产业链话语权更强，也是本轮汽车智能化革命的核心主导力量；因此我们认为**整车板块配置顺序当前优于零部件板块。**

（2）个股方面，**关注业绩及成长确定性高，竞争优势不断加强，竞争格局持续改善的细分赛道龙头公司。**

整车板块，受益于格局优化和新车周期发力的【比亚迪、江淮汽车、赛力斯、长安汽车、长城汽车】、港股【理想汽车、吉利汽车、零跑、蔚来、小鹏】等；以及高分红、低估值的商用车龙头【宇通客车、中国

**重汽】。**

零部件板块，建议关注以下三个方向：（1）单品类龙头，市占率稳固且竞争优势显著的公司，如【**玻璃-福耀玻璃；车灯-星宇股份；制动-伯特利；域控-德赛西威；热管理-银轮股份；内饰-新泉股份；发动机-潍柴动力；线缆-卡倍亿**】等；（2）多品类扩张、具有平台型优势，如【**拓普集团、中鼎股份、双林股份**】等；（3）此前超跌，估值仍有修复空间的的优质零部件，如【**爱柯迪、保隆科技、无锡振华、博俊科技**】等。

综上，目前重点关注【**拓普集团、比亚迪、伯特利、星宇股份、保隆科技**】等标的，行业龙头&业绩稳定性&成长潜力&估值偏低，关注其在牛市中戴维斯双击机会。

- **风险因素：**财政政策推出力度不及预期、国内车市复苏不及预期、智能驾驶利好政策落地不及预期、车市竞争加剧等。

## 目录

1. 历史复盘看，汽车板块在牛市表现如何？ .....	5
2. 汽车股超额收益来自其“制造-消费-科技”三重属性 .....	6
3. 当前时点，如何参与汽车板块投资机会？ .....	8
4. 风险因素 .....	9

## 表目录

表 1：2018-2023 年比亚迪年度销量（万辆）、同比增速与净利率 .....	6
表 2：2015-2023 年特斯拉年度销量（万辆）、同比增速与净利率 .....	7

## 图目录

图 1：汽车板块及万得全 A 复盘对比 .....	5
图 2：汽车行业在国民经济中占比 .....	6
图 3：汽车销量增速与 GDP 增速对比 .....	7
图 4：深圳引望 2022 年、2023 年、2024 年上半年营收与利润（亿元） .....	8
图 5：2015 年至今汽车指数（931008.CSI）市盈率（PE-TTM） .....	9

## 1. 历史复盘看，汽车板块在牛市表现如何？

从历史复盘看，汽车板块在历次牛市中都不会缺席。在 A 股历次牛市行情中，汽车板块受宏观经济恢复、产业或消费升级、政策支持等因素的驱动，相对大盘能表现出相对较好的收益。2008-2009 年，受全球金融危机后中国政府推出的“四万亿”经济刺激计划的推动，汽车行业获得了政策支持，包括购置税减征、汽车下乡、以旧换新等措施，促进了消费者购车意愿，推动汽车销量快速回升，汽车板块超额收益明显。2019-2021 年，新能源汽车产业进入发展拐点，电动车自主崛起及关键零部件国产化加速，汽车板块获得显著的超额收益，尤其是龙头企业表现更为突出。**政策推动、需求复苏、产业升级是汽车板块实现超额收益的核心驱动因素。**

### 汽车板块与万得全 A 历次牛市对比：

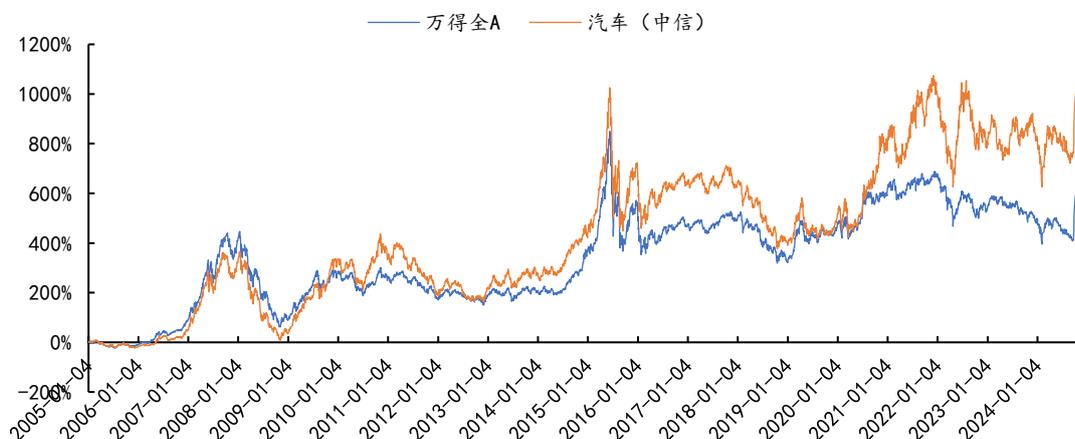
(1) 2005 年 6 月-2007 年 10 月：万得全 A 收益率 561.5%，汽车指数收益率 433.8%。2005 年的股权分置改革开始，牛市行情启动，彼时汽车产业仍处于高速成长期，伴随牛市到来，汽车板块取得较好收益，但受原材料价格上涨、自主品牌车型普遍陷入低端竞争等问题影响，该阶段汽车板块收益稍弱于大盘。

(2) 2008 年 11 月-2009 年 8 月：万得全 A 收益率 130.0%，汽车指数收益率 199.4%。2009 年受金融危机影响，国家制定了基建与地产领域的“四万亿计划”刺激内需，针对汽车行业出台了购置税减征、汽车下乡和以旧换新等方案刺激消费，显著刺激了汽车消费，2009 年全年实现汽车销量 1362.2 万辆，同比+45.5%，该轮行情中汽车板块显著跑赢万得全 A。

(3) 2014 年 6 月-2015 年 6 月：万得全 A 收益率 219.5%，汽车指数收益率 193.1%。本轮牛市行情主要驱动因素为创业板改革，叠加互联网经济兴起、一带一路等利好。同期汽车板块在经济持续降速的宏观背景下，消费者的购车能力和买车信心受影响使得汽车市场需求持续走弱，该阶段汽车板块收益与大盘接近。此外在 2015 年 10 月-2016 年 12 月国家针对汽车行业出台燃油车购置税减半政策，带动汽车板块在 2015 年 10 月-2016 年 12 月期间表现优于大盘（汽车板块收益率 15.0%，万得全 A 收益率 9.5%）。

(4) 2019 年 1 月-2021 年 12 月：万得全 A 收益率 87.3%，汽车指数收益率 136.1%。该轮牛市行情主要驱动因素为新能源汽车产业进入发展拐点，一方面特斯拉进入中国大规模量产，另一方面国内车企加速电动化转型，优质车型供给端不断打开，电动车自主崛起及关键零部件国产化加速，带动汽车板块获得显著的超额收益，尤其是龙头企业如比亚迪等，表现更为突出。

图 1：汽车板块及万得全 A 复盘对比



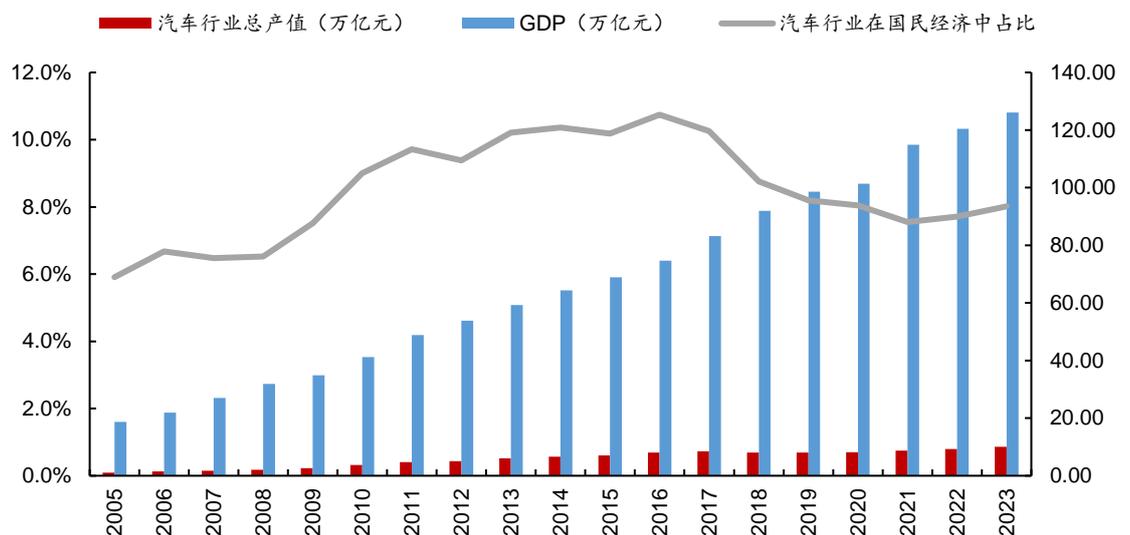
资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 2. 汽车股超额收益来自其“制造-消费-科技”三重属性

汽车股在牛市中表现突出，源于其兼具“制造-消费-科技”三重属性，提供“进可攻、退可守”的韧性和抗风险能力。

汽车的【制造属性】，使其成为政策重点发力方向，同时规模效应下汽车股盈利弹性更为可观。一方面，作为制造业的核心产业，汽车行业在国民经济中的占比不断提升，有望成为后续财政政策持续支持的重点方向。当中国经济增长面临压力时，政府通常会出台一系列政策刺激汽车消费，以拉动内需并促进经济复苏。例如，为应对2008年全球金融危机影响，政府推出了“汽车下乡”政策和小排量汽车购置税减半等措施，大幅提升了农村和城市地区的汽车需求，2009年中国汽车销量达1364万辆，首次超过美国成为世界第一，同比增速高达46%。同样，在2020年新冠疫情冲击下，国务院明确将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长2年，进一步推动了新能源车的普及。这些政策不仅带动了汽车销量，也推动了汽车产业链上下游的复苏，有效缓解了经济增长的下行压力。

图2：汽车行业在国民经济中占比（右轴（单位：万亿元）：汽车行业总产值、GDP；左轴：汽车行业在国民经济中的占比）



资料来源：ifind，信达证券研发中心

另一方面，汽车产业由于研发、销售及固定资产投入大，导致行业利润率普遍偏低，且高度依赖规模效应。当政策支持下销量放大后，相关费用和折旧得以迅速摊薄，从而显著改善利润率。

以比亚迪和特斯拉为例，规模效应对车企的利润影响尤为明显。2018-2021年，处于新能源转型早期的比亚迪净利率分别为2.73%、1.66%、3.84%、1.84%；2022年比亚迪实现销量186.9万辆，同比+152.5%，随着销量的快速增加固定成本和研发投入得以有效摊薄，净利润实现快速增长；2022年开始公司净利率迈上新台阶，2022年、2023年、2024年上半年公司净利率分别为4.18%、5.20%、4.69%。

表1：2018-2023年比亚迪年度销量（万辆）、同比增速与净利率

年份	销量 (万辆)	同比增速	净利率
2018	52.1	-	2.7%
2019	46.1	-11.4%	1.7%
2020	42.7	-7.5%	3.8%

2021	74.0	73.3%	1.8%
2022	186.9	152.5%	4.2%
2023	302.4	61.9%	5.2%

资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

从 2017 年交付突破 10 万辆开始, 特斯拉净利率进入持续修复阶段; 2020 年销量 50.0 万辆, 实现净利率 2.2%, 首度实现转正; 2021 年、2022 年特斯拉销量同比增速分别为 87.4%、40.3%, 净利率持续提升至 15.5%。得益于高产能利用率和全球市场的强劲需求, 特斯拉利用规模效应优化了供应链成本, 显著改善了利润率。

表 2: 2015-2023 年特斯拉年度销量 (万辆)、同比增速与净利率

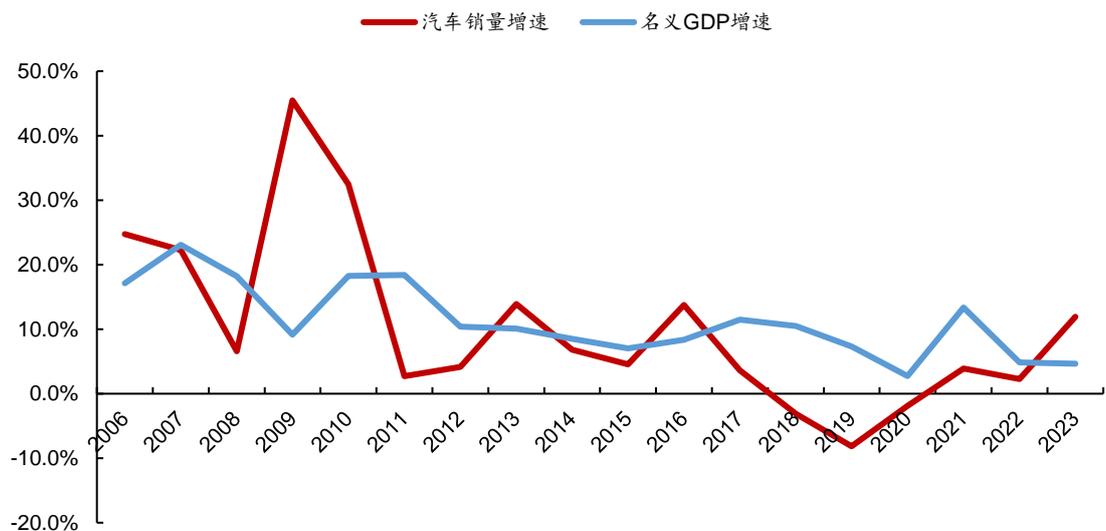
年份	销量 (万辆)	同比增速	净利率
2015	3.3	-	-22.0%
2016	6.2	85.8%	-11.0%
2017	10.3	67.5%	-19.1%
2018	24.6	138.3%	-5.0%
2019	36.7	49.6%	-3.2%
2020	50.0	36.1%	2.7%
2021	93.6	87.4%	10.5%
2022	131.4	40.3%	15.5%
2023	180.9	37.7%	15.5%

资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

综合来看, 两家公司在销量达到一定临界点后, 规模效应的增强显著改善净利率, 随着产销量的进一步提升, 车企有望展现更大盈利弹性。

汽车的【消费属性】, 使得汽车需求具备早周期特性, 且波动大于宏观经济变化。汽车作为大宗消费品, 受经济周期波动影响显著。我们将汽车销量增速与名义 GDP 增速进行对比, 发现二者高度相关 (汽车消费围绕 GDP 波动更大), 且汽车销量增速略领先于 GDP 增速 1-2 年。经济复苏期间, 消费需求的回暖往往能直接带动销量增长, 进而推动企业盈利改善。

图 3: 汽车销量增速与 GDP 增速对比



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

汽车的【科技属性】推动行业变革, 智能化赋予了全新的商业模式和成长路径。科技创新, 特别是新能源汽车和智能网联技术的快速发展, 不仅为传统车企的转型升级带来机遇, 也为新兴

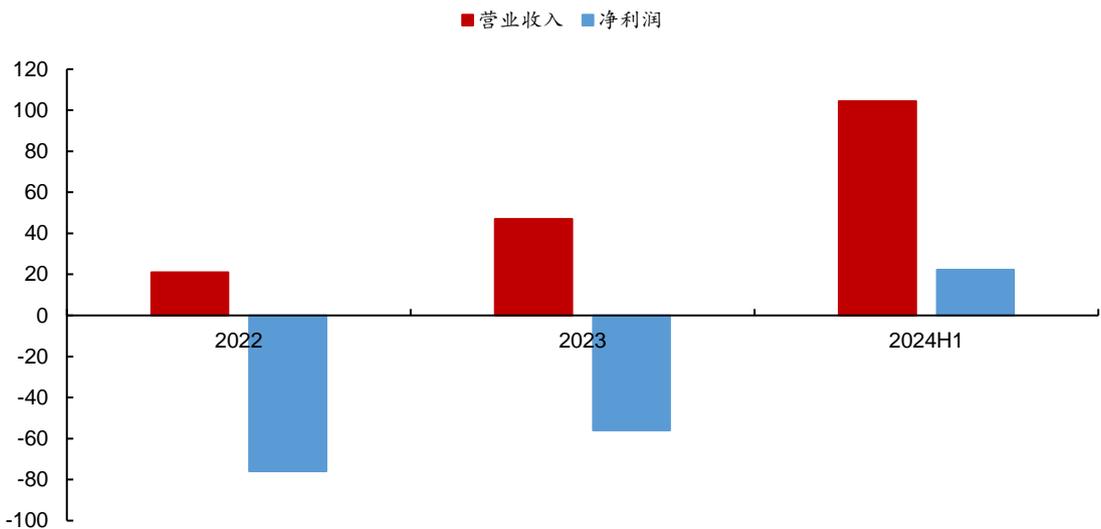
企业开辟了广阔的成长空间。

**智能化服务有望为车企贡献新的营收与利润增量，带动估值提升。**在软件定义汽车的趋势下，车企以及智能化供应商通过付费软件和持续 OTA 升级实现营收与盈利的增长成为可能。消费者可以为解锁高级自动驾驶、个性化配置等功能支付额外费用，我们认为未来车企将不仅仅依赖于整车销售，其还有望通过软件订阅和数据服务获得持续收益，有望带动车企从**单纯的硬件制造商变为“硬件+软件”收费模式**，销售收入由一次性的“销量×单车售价”变为持续性的“保有量×软件订阅费”的形式，拓宽车企收入增长来源的同时，有望提升公司估值中枢。

根据赛力斯公告的引望审计报告，2022 年、2023 年、2024 年上半年华为通过鸿蒙智行赋能车企智能化实现的营收分别为 21.0 亿元、47.0 亿元、104.4 亿元，随着鸿蒙智行旗下车型交付规模快速提升，2024 年上半年鸿蒙智行模式已实现盈利 22.3 亿元，实现大幅扭亏为盈。华为通过软件定义汽车实现盈利的实践，验证了智能化服务的广阔盈利弹性。

新能源汽车借助电池技术和智能驾驶发展，正逐步取代传统内燃机车，而智能网联技术则提升了车辆安全性和用户体验，为行业带来更多基于数据和软件的盈利机会。对于新兴企业，科技创新为其提供了超越传统车企的机会。总体来看，我们认为**智能化和科技化将重塑行业格局，推动整个板块的成长和估值提升。**

图 4：深圳引望 2022 年、2023 年、2024 年上半年营收与利润（亿元）



资料来源：ifind，公司公告，信达证券研发中心

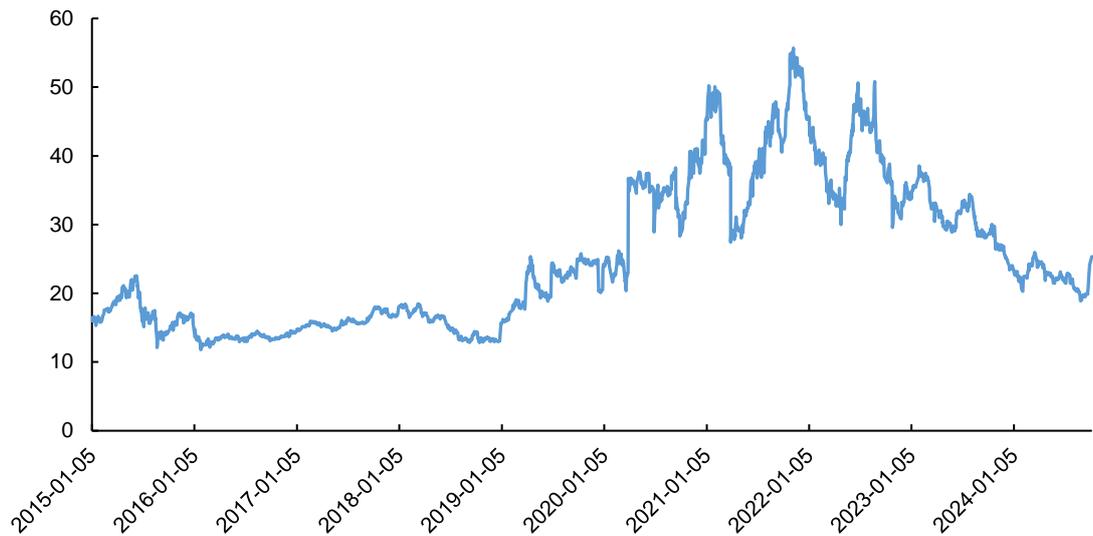
### 3. 当前时点，如何参与汽车板块投资机会？

经过 9 月末以来的市场整体快速上涨及估值修复，当前时点我们认为市场或逐步从资金和情绪面推动的第一阶段“普涨”行情转向业绩和成长驱动的第二阶段“分化”行情，业绩和成长为王。

(1) 板块方面，**建议继续超配汽车板块**，汽车板块当前估值仍处于近五年较低水平（截止 10 月 8 日收盘，近 5 年分位点 26.96%），仍有一定提升空间。而汽车板块的【制造-消费-科技】三重属性在大盘 β 平稳向上阶段有望表现出更好的收益弹性。同时，相较零部件板块，整车板块由于①更贴近消费终端，或最先受益于财政政策后续发力及消费需求复苏；②处于汽车产业链核心地位，产业链话语权更强，也是本轮汽车智能化革命的核心主导力量；因此我们认为整

车板块配置顺序当前整体优于零部件板块。

图 5：2015 年至今汽车指数（931008.CSI）市盈率（PE-TTM）



资料来源：ifind，信达证券研发中心

（2）个股方面，关注业绩及成长确定性高，竞争优势不断加强，竞争格局持续改善的细分赛道龙头公司。

整车板块，受益于格局优化和新车周期发力的【比亚迪、赛力斯、江淮汽车、长安汽车、长城汽车】、港股【理想汽车、吉利汽车、零跑、蔚来、小鹏】等；以及高分红、低估值的商用车龙头【宇通客车、中国重汽】等。

零部件板块，建议关注以下三个方向：（1）单品类龙头，市占率稳固且竞争优势显著的公司，如【玻璃-福耀玻璃；车灯-星宇股份；制动-伯特利；域控-德赛西威；热管理-银轮股份；内饰-新泉股份；发动机-潍柴动力；线缆-卡倍亿】等；（2）多品类扩张、具有平台型优势，如【拓普集团、中鼎股份、双林股份】等；（3）此前超跌，估值仍有修复空间的优质零部件，如【爱柯迪、保隆科技、无锡振华、博俊科技】等。

## 4. 风险因素

财政政策推出力度不及预期、国内车市复苏不及预期、智能驾驶利好政策落地不及预期、车市竞争加剧等。

## 研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020年新浪金麒麟第4名团队核心成员，2023年WIND金牌分析师第二名。擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘华为汽车产业链、特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

徐国铨，中国社会科学院大学应用经济学硕士，主要覆盖智能化、新势力、自主整车等领域。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。