2020 年 12 月 25 日
行业研究●证券研究报告

汽车

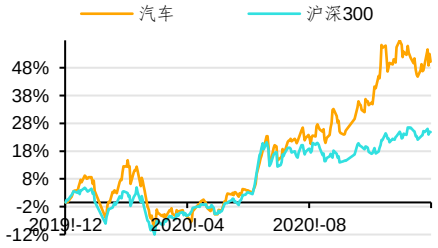
行业年度策略

拥抱电动智能化浪潮下的黄金机遇

投资评级 领先大市-A 维持

首选股票		评级
601633	长城汽车	买入-B
002594	比亚迪	买入-B
002920	德赛西威	买入-B
002050	三花智控	买入-B
601799	星宇股份	买入-A
000951	中国重汽	买入-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.73	11.14	25.40
绝对收益	-3.91	20.55	50.69

分析师 林帆
SAC 执业证书编号：S0910520120001
linfan@huajinsc.cn
021-20377188

报告联系人 王欢
wanghuan@huajinsc.cn
021-20655765

相关报告

汽车：第 52 周周报：12 月第 2 周零售同比+15%，长城汽车发布“柠檬混动 DHT”技术 2020-12-20

汽车：11 月汽车产销分析：产销延续高增长，新能源车累计增速转正 2020-12-13

汽车：第 51 周周报：11 月汽车产销继续增长，景气上行 2020-12-13

汽车：第 50 周周报：11 月重卡销量同比+26%，新势力销量继续增长 2020-12-06

汽车：第 49 周周报：商务部提稳定扩大汽车消费，行业景气度持续回升 2020-11-29

投资要点

- **行业景气度上行延续，产销量将实现较高增长：**受疫情影响，汽车行业 2 月产销水平大幅下降，但是 4 月开始增速转正，呈现 V 型反转，销量连续 7 个月增速保持在 10%以上。1-11 月实现销量 2247 万辆，同比下降 2.9%，预计全年销量 2530 万辆，同比下降 1.8%，好于预期。从行业净利润以及盈利能力来看，前 10 月行业净利润增速为+1.2%，三季度 ROE 为+6.1%。销量的高增长以及盈利能力的快速恢复均奠定了汽车行业的上行景气度。在 GDP 增速上行以及消费者信心指数的快速回升下，预计 2021 年汽车产销将实现较高增长。我们预测 2021 年汽车销量为 2730 万辆，同比增长约 7.9%；商用车在投资的带动下将实现较高增长，预计增速达到约 10.0%，乘用车增速约为 7.4%。

- **电动化趋势进一步强化，新能源车普及将加速：**各国碳中和目标坚定，其中我国承诺于 2030 年实现碳达峰，于 2060 年实现碳中和；其他多数国家碳中和时间定于 2050 年。供给端方面，全球主要车企明确电动车渗透率目标，主要时间节点为 2025 年渗透率达到 20%和 2030 年渗透率达到 30%，该目标与我国新能源车产业规划渗透率目标基本一致。在政策以及供给双轮驱动下，我国新能源车或将加速普及，预计 2025 年新能源车渗透率达到 20%，实现销量 600 万辆，年均复合增速达到 36.9%。

- **智能化有望成为继新能源化后的另一黄金赛道：**汽车智能化主要围绕智能驾驶、智能座舱以及智能网联。ADAS 功能不断升级，2020 年以后将正式进入 L3 级时代，到 2025 年市场规模有望超 2000 亿元，未来五年 CAGR 可达 21.3%。智能座舱的中控、仪表产品技术不断升级，单车价值由 5 年前的约 1000 元提升至现阶段的约 4000 元，随着 HUD、流媒体后视镜等产品的不断加配，单车价值或将提升至未来的约 8000 元，到 2025 年市场规模有望达到约 1030 亿元，CAGR 可达 15.2%。科技巨头与车企合作将成为未来主要智能化趋势，其中华为已与长安汽车、宁德时代合作造车，其 L4 级高阶自动驾驶系统 ADAS 预计 2022 年 Q1 量产。2020 年或将成为汽车电动智能化变革元年，以电动为载体智能为终端的趋势将进一步强化，未来智能化赛道在广度和深度上将呈现快速增长。

- **造车新势力的峰回路转，有望提升传统车企的估值：**特斯拉自 2018 年起销量大幅增长，2020 年全年销量有望达到 50 万辆。国内造车新势力蔚来、小鹏、理想等也于今年开始放量，销量进入快速增长期。上市新造车企业市值高企，或将给行业带来估值的蝶变：首先，基于智能化电动化网联化汽车从功能汽车向智能汽车转变，从交通工具向移动终端转变，通过软件硬件互相催化快速迭代，**摩尔定律将赋能电动车**；其次，OTA 功能升级、后服务市场和软件增值等新型服务内容降低整车周期性，重塑车企盈利点。通过对比传统车企如比亚迪、上汽集团与蔚来的市值和整车销量水平，传统车企估值或仍有较大增长空间。

- **投资建议：**因为新冠疫情的影响，汽车行业景气度自今年 3 月开始 V 型反转并

持续至今；基于对 2021 年国内经济有望迎来“高增长+低通胀”的黄金组合，预计全年汽车产销将实现近年来较高速的增长。电动化趋势达成高度一致，新能源汽车有望加速普及，基于此的智能化有望开拓另一条黄金赛道。故我们维持对行业“领先大市-A”的投资评级不变。**重点推荐：**1）与电动智能化产业链相关的龙头企业：**长城汽车、比亚迪、德赛西威、三花智控、星宇股份；**2）业绩有望超预期的重卡企业：**中国重汽。**

- **风险提示：**中美贸易摩擦反复的风险，通胀超预期的风险。

内容目录

一、行业景气度上行将延续 5
（一）2020 年行业景气度实现 V 型反转，好于预期 5
（二）景气上行将延续 6
（三）对 2021 年的预测 8
二、电动智能化趋势将强化 10
（一）全球碳中和目标坚定 10
（二）全球主要整车企业步伐更一致 11
（三）中国的新能源汽车规划目标保证高增长 12
（四）智能化有望成为又一黄金赛道 12
三、造车新势力崛起的蝶变 14
（一）全球造车新势力的崛起 14
（二）新造车企业市值高企带来的估值蝶变 16
1、摩尔定律赋能电动车 16
2、商业模式重塑车企盈利点 18
（1）OTA 降低整车周期性 18
（2）基于软件的增值服务 18
（3）新势力布局后服务市场 19
四、投资建议 21
（一）长城汽车 21
（二）比亚迪 22
（三）德赛西威 23
（四）三花智控 24
（五）星宇股份 25
（六）中国重汽 26
五、风险提示 27

图表目录

图 1：历年汽车销量及增速 5
图 2：2020 年月度销量及增速 5
图 3：行业净利润及增速 5
图 4：行业 ROE 5
图 5：新能源车销量及增速 6
图 6：2020 年新能源车月销量及增速 6
图 7：年初以来各板块涨跌幅排名（1-11 月） 6
图 8：GDP 增速 7
图 9：消费者信心指数 7
图 10：2021 年销量预测 8
图 11：2021 年轿车销量及增速预测 8
图 12：2021 年 SUV 销量及增速预测 8
图 13：自主品牌乘用车销量及占比预测 9
图 14：重卡销量及增速预测 9
图 15：新能源车销量及增速预测 10

图 16：2025 年新能源车销量预计达到 600 万辆 12
图 17：ADAS 市场规模测算（亿元） 13
图 18：智能座舱市场规模测算（亿元） 13
图 19：华为进入智能化赛道 13
图 20：特斯拉历年销量（辆） 14
图 21：蔚来、小鹏、理想销量（辆） 14
图 22：2008 年-2020 年全球 TOP20 市值车企（单位：亿美元） 15
图 23：各车企 PE（TTM） 15
图 24：各车企 PS（TTM） 16
图 25：汽车从功能汽车向智能汽车转型 16
图 26：摩尔定律 16
图 27：摩尔定律赋能电动车 17
图 28：智能车基于软件的快速迭代过程（以特斯拉 Autopilot 为例） 18
图 29：比亚迪与蔚来市值对比（单位：亿元） 20
图 30：2020 年 1-11 月蔚来与比亚迪新能源车销量 20
图 31：上汽集团与蔚来市值对比（单位：亿元） 21
图 32：2020 年 1-11 月蔚来与上汽乘用车销量 21
图 33：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速 22
图 34：公司近 5 年净利润（亿元）及同比增速 22
图 35：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速 23
图 36：公司近 5 年净利润（亿元）及同比增速 23
图 37：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速 24
图 38：公司近 5 年净利润（亿元）及同比增速 24
图 39：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速 25
图 40：公司近 5 年净利润（亿元）及同比增速 25
图 41：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速 26
图 42：公司近 5 年净利润（亿元）及同比增速 26
图 43：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速 27
图 44：公司近 5 年净利润（亿元）及同比增速 27

表 1：各地促汽车消费政策 7
表 2：各国碳中和时间 10
表 3：各车企新能源车规划 11
表 4：主要车企 OTA 功能 18
表 5：特斯拉增值服务 19
表 6：蔚来小鹏理想造车新势力售后服务 19
表 7：蔚来三大服务体系 19
表 8：重点覆盖公司盈利预测及估值 27

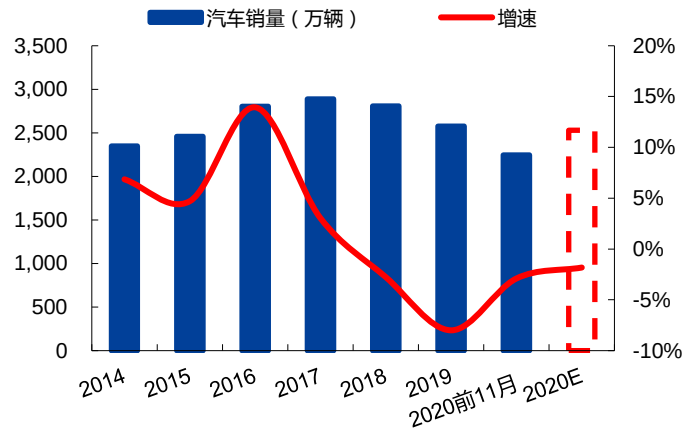
一、行业景气度上行将延续

（一）2020 年行业景气度实现 V 型反转，好于预期

前 11 月销量同比下降 2.9%，预计全年同比下降 1.8%，总体表现好于预期。2020 年一季度受新冠疫情影响销量大幅下滑，二季度以来经济复苏需求释放，加上中央及各地出台刺激政策，国内汽车销量快速回暖。

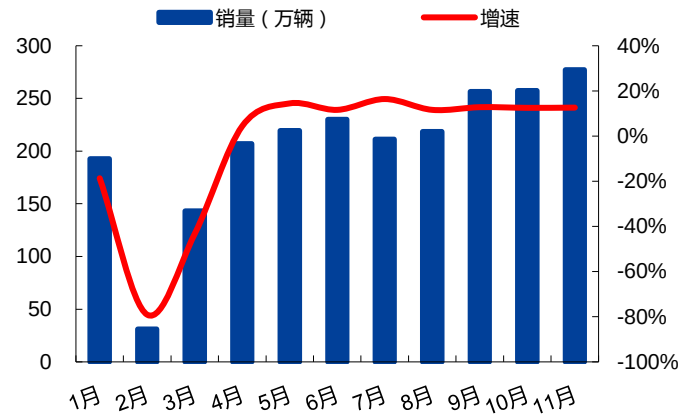
受疫情影响，2 月产销水平大幅下降，但 4 月增速转正，呈现 V 型反转。2020 年 11 月全国产销量分别完成 284.7 万辆和 277.0 万辆，环比分别增长 11.5%和 7.6%，同比分别增长 9.6%和 12.6%，产销量已连续 8 个月呈现增长，其中销量已连续七个月增速保持在 10%以上。2020 年 1-11 月，汽车产销分别完成 2237.2 万辆和 2247.0 万辆，产销同比分别下降 3.0%和 2.9%。降幅较 1-10 月分别继续收窄 1.6 个百分点和 1.8 个百分点。

图 1：历年汽车销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

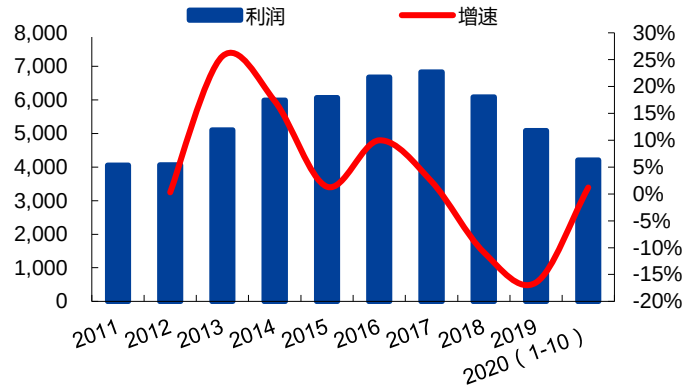
图 2：2020 年月度销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

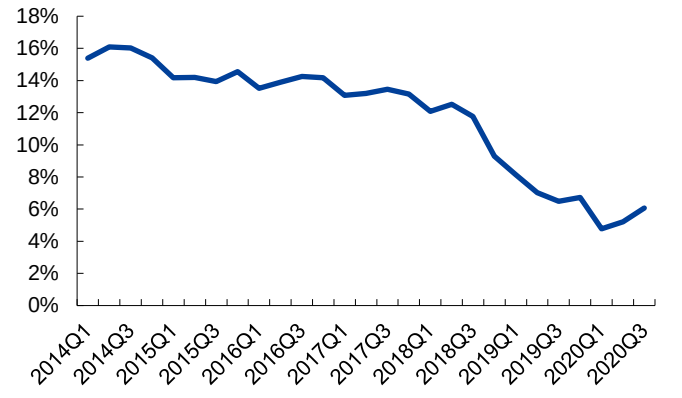
行业净利润增速转正，ROE 开始反转。在销量快速恢复的情况下，汽车行业总体盈利能力表现好于预期，行业净利润增速转正，板块盈利能力反转向上。汽车行业前 10 月净利润增速为+1.2%，其中第三季度 ROE 为+6.1%，开始反转。

图 3：行业净利润及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

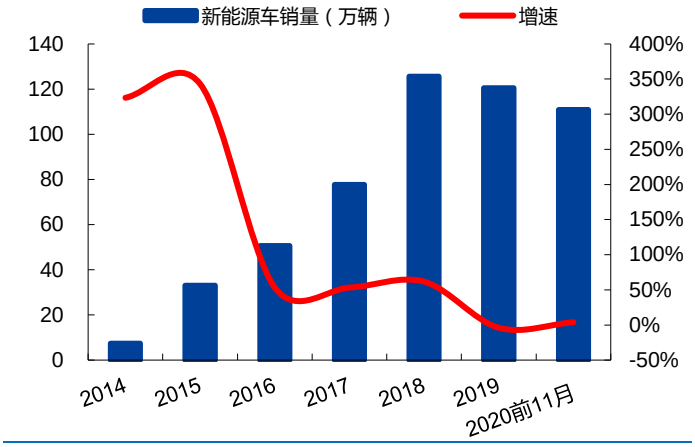
图 4：行业 ROE



资料来源：Wind，华金证券研究所

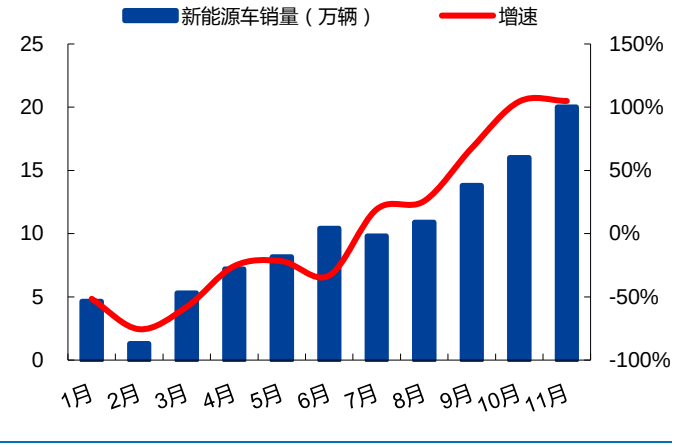
前 11 月新能源汽车累计销量 110.9 万辆，增速转正，同比+3.9%。今年自 7 月份以来新能源车销量实现了连续正增长，恢复水平好于汽车行业整体情况，前 11 月在行业销量同比微降的情况下实现了+3.9%的正增长。预计全年新能源车销量有望突破 130 万辆，同比增长约 7.8%。

图 5：新能源车销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

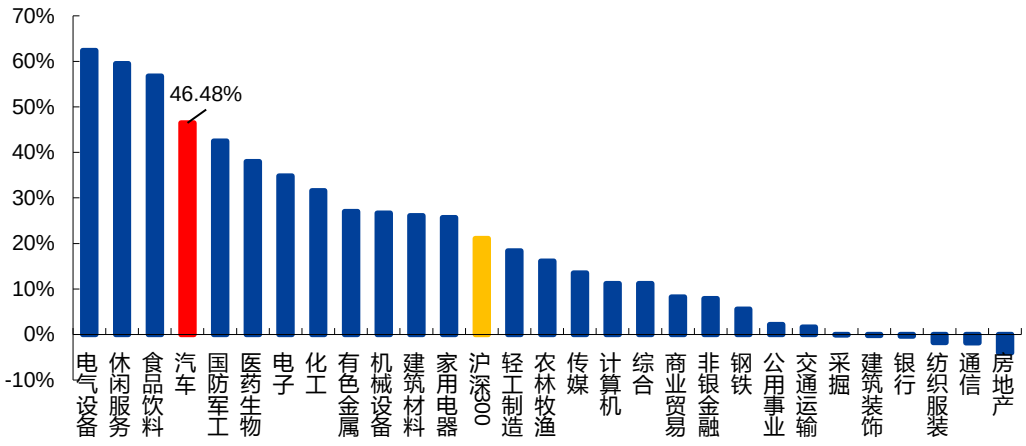
图 6：2020 年新能源车月销量及增速



资料来源：中汽协，华金证券研究所

汽车板块涨幅靠前，表现好于市场。从板块涨跌幅情况来看，汽车板块涨幅排名靠前。截至今年 11 月，在申万 28 个行业板块中，汽车板块涨幅排名第四位，上涨 46.5%，同期沪深 300 涨幅为 21.1%。

图 7：年初以来各板块涨跌幅排名（1-11 月）

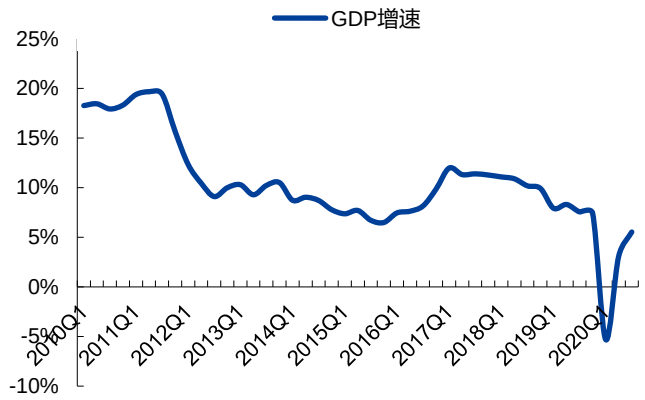


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）景气上行将延续

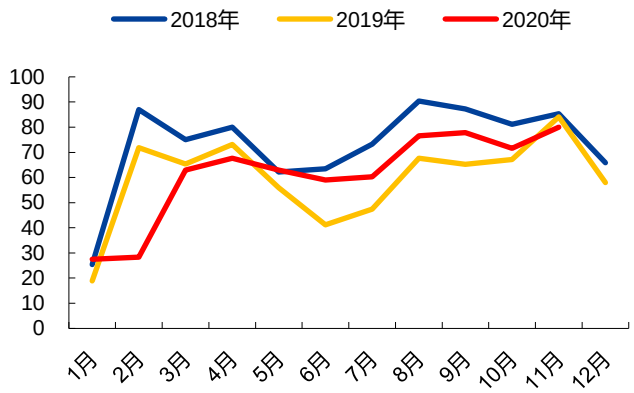
宏观经济增速上行，消费者信心指数回升。汽车消费增长宏观上主要与 GDP 增速正相关，在微观层面主要看消费者的信心指数。国内 GDP 增速于今年二季度之后开始快速回升，预计全年增速可达约 2%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家；根据 IMF 和世界银行等机构的预测，2021 年中国经济增速约为 8%-9%，加快趋势较为明显。根据中国汽车流通协会的调查，汽车消费者信心指数恢复较快，自 7 月份以来信心指数持续上行，总体表现好于 2019 年。我们认为以上因素均有力支持行业景气度上行的延续。

图 8：GDP 增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：消费者信心指数



资料来源：中国汽车流通协会，华金证券研究所

跟随国家步伐，各地出台促进汽车消费的政策。今年以来，各地跟随国家政策，积极出台促进汽车消费的政策，明确给予新车销售补贴。各地方补贴大约保持在 2000-3000 元/辆的水平，广州等地明确对新能源车销售给予支持。促汽车消费政策的出台也有力支持了景气度的恢复。

表 1：各地促汽车消费政策

区域	政策出台时间	政策内容
重庆	1 月 2 日	1）对在本市购买新能源汽车的单位和个人，按规定给予补贴； 2）全面取消二手车限迁政策，除国家要淘汰的黄标车意外，对复合国家在用机动车排放和安全标准，在环保定期检验有效期和年检有效期内的二手车均可办理迁入手续
佛山	2 月 3 日	1）购买新车，补贴 2000 元/辆；旧车更新换代，3000 元/辆 2）同一消费者一次性购买 5 台及以上大、中、重型客运、载货汽车（单价不低于 50 万元），补助 5000 元/辆
深圳	2 月 21 日	稳定汽车等大宗消费，加快广州、深圳新增汽车指标放好，优先保障家庭首购需求
株洲、湘潭	3 月 2 日	补贴 3000 元/台，每人限购一台
广州	3 月 3 日	1）新能源汽车 1 万元/辆； 2）购买国六标准新车，3000 元/辆
珠海	3 月 11 日	1）对在珠海注册登记的汽车销售企业购买“国六”标准排量汽车的消费者给予补助，对符合规定的车展布展企业、车展汽车销售企业，给予场地、宣传投入补助和销售奖励。 2）简化汽车登记、二手车交易手续、优化汽车金融服务。
长沙	3 月 14 日	在长沙上牌落户，可获得裸车价款 3%的一次性补贴，每台车最高补贴不超过 3000 元。
黑龙江	3 月 2 日	2019 年主营业务收入 1 亿元以上，2020 年新增流动资金贷款 1000 万元以上的制造业企业，照疫情期间企业实付利息的 50%贴息。
吉林	3 月 3 日	1）对 2019 年零售额亿元以上，且 2020 年一季度同比增量达到 500 万元（含）-1000 万元的汽车销售企业，每户企业给予一次性奖励资金 20 万元； 2）2020 年一季度零售额同比增量达到 1000 万元及以上的，每户企业给予一次性奖励资金 30 万元
杭州	3 月 25 日	1）2020 年一次性增加 2 万个小客车指标，按 3:1 的比例通过个人阶梯摇号和县（市）个人指标摇号的方式进行配置，即个人阶梯摇号 15000 个、县（市）个人指标摇号 5000 个。 2）于 2020 年 5 月 29 日组织一次个人阶梯摇号，完成 15000 个指标的配置。
南昌	3 月 25 日	1）对疫情期间在南昌市内购买新车（含乘用车和商用车），按 1000 元/辆给予补贴。 2）对 2020 年销售额增速超过全市平均增速的限上商贸企业，在 2019 年该企业销售额基础上，每增加 1000 万元销售额给予 1 万元奖励，单个企业 20 万元封顶。

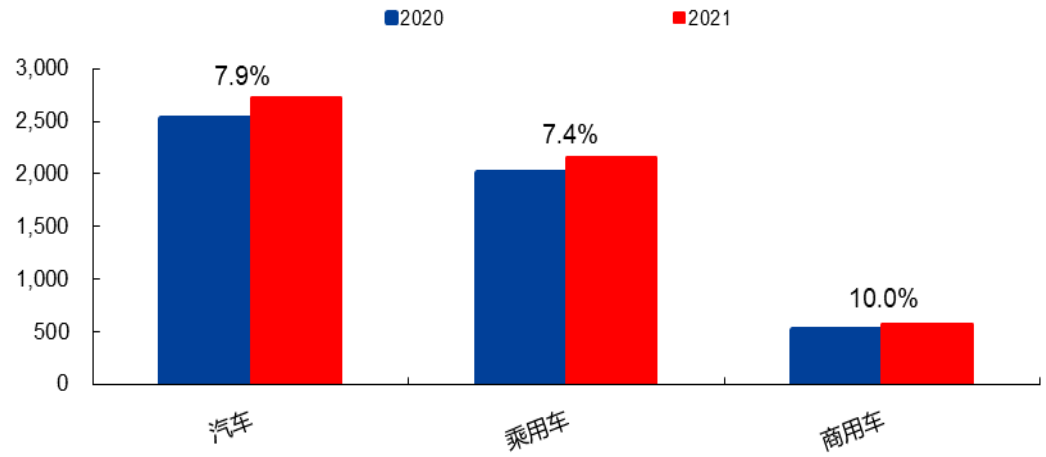
区域	政策出台时间	政策内容
宁波	3 月 27 日	1）消费者购买本地生产、销售的乘用车，给予每辆车让利 5000 元，每家企业限让利销售 6000 辆。 2）宁波将根据企业季度增速，给予每百分点最低 5 万元、最高 100 万元支持。

资料来源：盖世汽车网，百度，华金证券研究所

（三）对 2021 年的预测

基于宏观经济复苏加快及消费者信心回升，明年汽车预计可实现较高增长。我们预测 2021 年汽车总销量约为 2730 万辆，同比增长约 7.9%。其中乘用车销量 2158 万辆，同比长约 7.4%；商用车在投资拉动下增速快于乘用车，预计增速约为 10%，销量为 572 万辆。

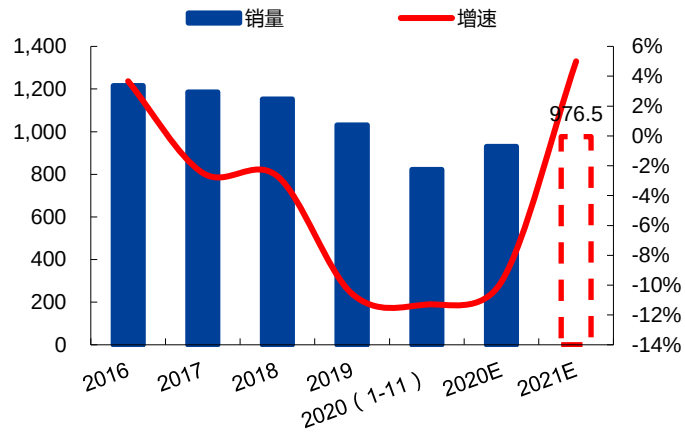
图 10：2021 年销量预测



资料来源：中汽协，华金证券研究所

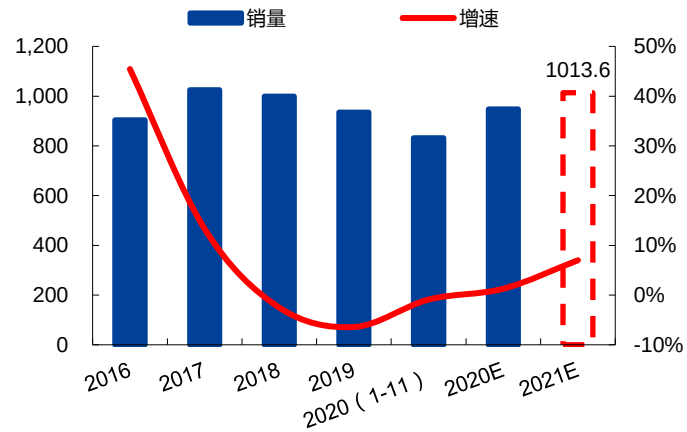
乘用车：SUV 仍保持领先增长趋势。国内汽车消费升级仍会持续，因此我们预测 SUV 销量增速仍将高于轿车。我们预计 2021 年 SUV 销量约 1013 万辆，同比增长约 7%；轿车销量约 976 万辆，同比增长约 5%。

图 11：2021 年轿车销量及增速预测



资料来源：中汽协，华金证券研究所

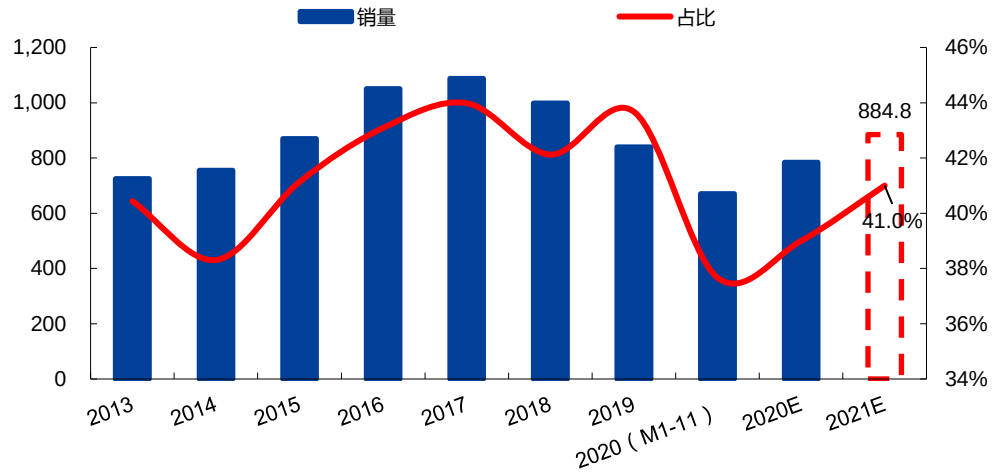
图 12：2021 年 SUV 销量及增速预测



资料来源：中汽协，华金证券研究所

自主品牌新品加速推出，市占率有望回升。国内多家自主品牌车企今年新车型集中上市，预计明年延续新品周期，有望带动自主品牌市占率回升。我们预计 2021 年自主品牌乘用车销量约为 884 万辆，同比增长约 12.8%；在乘用车市场中市占率维持约 41%，较 2020 年提升约 2 个百分点。

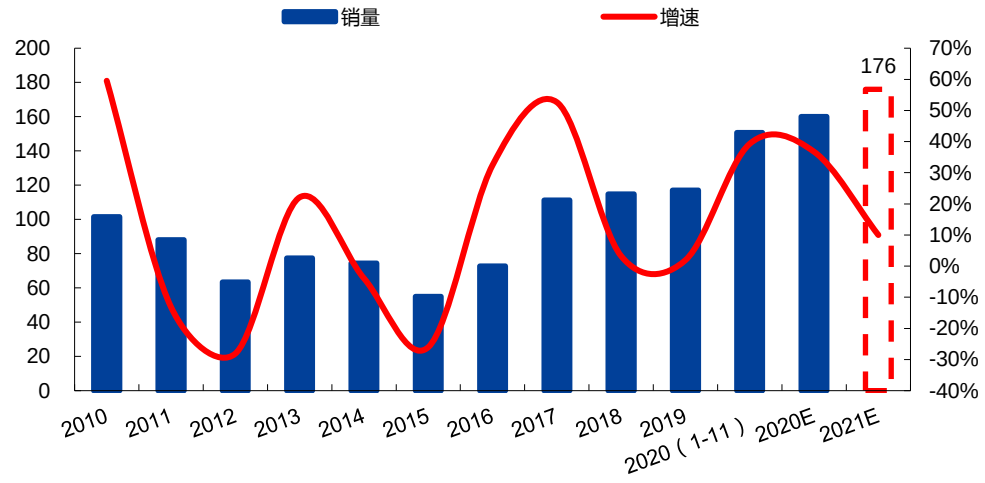
图 13：自主品牌乘用车销量及占比预测



资料来源：中汽协，华金证券研究所

商用车：重卡高景气度继续维持。2020 年 1-11 月国内重卡已经实现销量 150 万辆，全年有望实现销量 160 万辆。基建工程发力支撑工程重卡销量增长，以及国家出台政策加速淘汰国三重卡，重卡行业高景气度有望继续维持。我们预测 2021 年重卡销量约 176 万辆，同比增长约 10%。

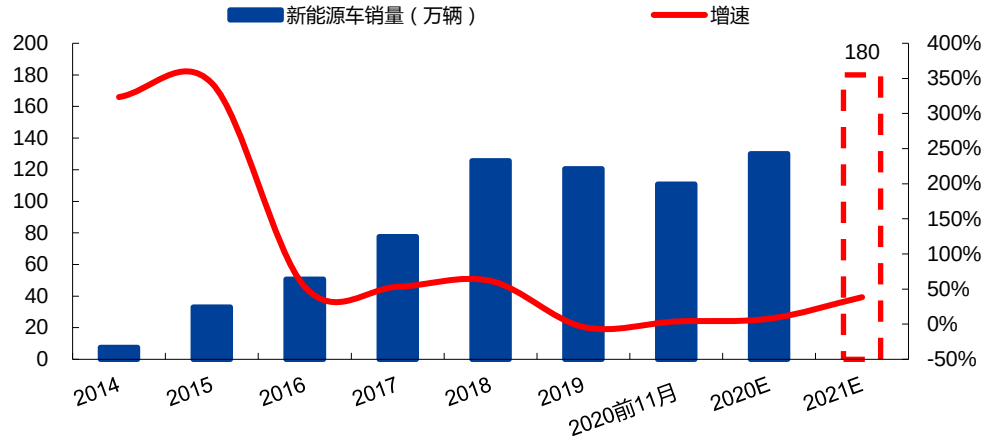
图 14：重卡销量及增速预测



资料来源：中汽协，华金证券研究所

新能源车在政策和供给驱动下，有望实现高增长。我国碳达峰和碳中和时间目标已经确定，汽车产业规划也明确新能源车渗透率目标，新能源车已经明确为长期发展方向。供给方面，各大车企纷纷明确推出电动车及插电混动车短期及中期渗透率目标。2021 年新能源车在政策和供给双重驱动下，我们中性预测销量有望达到约 180 万辆，同比增长约 38%，但不排除超预期的可能。

图 15：新能源车销量及增速预测



资料来源：中汽协，华金证券研究所

二、电动智能化趋势将强化

（一）全球碳中和目标坚定

碳中和为长期目标，新能源车需加速助力。为了完成《巴黎气候协定》的目标，全球多数国家已经明确了碳中和时间，基本设定为 2050 年，碳中和目标坚定。中国预计于 2030 年前实现碳达峰，2060 年前实现碳中和，过渡时间仅 30 年，较发达国家更为激进，意味着我们在节能减排的力度上将会进一步加强。全球碳中和目标的设定，或将在加大新能源的利用上形成共振，未来新能源汽车的普及有望加速。

表 2：各国碳中和时间

国家地区	碳中和时间	具体内容
中国	2060 年	2030 年前实现碳达峰，2060 年前实现碳中和
奥地利	2040 年	2030 年实现 100%清洁电力，2040 年实现碳中和
加拿大	2050 年	2050 年实现碳中和
智利	2050 年	2024 年前关闭 28 座燃煤电厂中的 8 座，并在 2040 年前逐步淘汰煤电
哥斯达黎加	2050 年	2050 年实现碳中和
丹麦	2050 年	2030 年起禁止销售新的汽油和柴油车，并支持电动车； 2050 年实现碳中和
欧盟	2050 年	2050 年实现净零排放
斐济	2050 年	2050 年实现净零排放
冰岛	2040 年	2040 年实现碳中和
爱尔兰	2050 年	2050 年实现碳中和，在未来十年内每年减排 7%
新西兰	2050 年	2050 年实现碳中和，生物甲烷将在 2017 年的基础上减少 24-47%
斯洛伐克	2050 年	2050 年实现碳中和
韩国	2050 年	2050 年前使经济脱碳，并结束煤炭融资
瑞典	2045 年	2045 年实现碳中和

资料来源：搜狐网，新浪网，华金证券研究所

（二）全球主要整车企业步伐更一致

各车企新能源车规划明确时间明确，电动化共识基本达成。全球主要车企的新能源车投放时间目标比较一致，均以 2025 年和 2030 年为时间节点。而在渗透率上，全球各车企目标基本保持在 2025 年 20%，2030 年 50%水平，步伐基本一致，电动化的共识基本达成。

表 3：各车企新能源车规划

地区	车企	规划
德国	大众	**2020** 年到 **2024** 年投入 600 亿欧元在混合动力、电动出行和数字化领域中，其中 330 亿欧元将投入电动化领域； 到 **2029** 年推出 75 款 EV 车型、60 款 PHEV/HV 车型； 到 **2029** 年纯电动汽车销量达到 2600 万辆，其中 2000 万辆将基于 MEB 平台生产、600 万辆将基于 PPE 平台生产； 在 **2029** 年之前销售近 **600** 万辆混合动力汽车； 到 **2020** 年纯电动汽车渗透率约为 **4%**，到 2025 年提升至超过 **20%**。
	奥迪	**2020** 年计划推出 5 款纯电动车型，插电式混合动力车型增加至 12 款； **2020** 年-**2024** 年五年内预计投资总额为 **370** 亿欧元，用于研发、厂房和设备支出，已投入 120 亿欧元自建电池组装厂研发新能源产品； 预计到 **2025** 年，奥迪电动化车型销量占到全球总销量的 **40%**左右。
	宝马	**2021** 年底，公司将推出 5 款纯电动车，分别为 i3、Mini Cooper SE、iNEXT 和 i4； 到 **2023** 年推出的新能源产品达到 25 款，其中 12 款为纯电动、13 款为插电混动车； 到 **2025** 年，在新技术研发方面投入超过 **300** 亿欧元； 到 **2030** 年，宝马集团的目标在全球交付 **700** 万辆电动车； 自研电动车平台，新平台将在 **2025** 年后在匈牙利新工厂使用。
	梅赛德斯奔驰	梅赛德斯奔驰于 10 月 6 日宣布全新战略，向电动和智能看齐。其全新战略包括推出两个纯电平台和自研汽车操作系统。 计划至 **2030** 年，在电动车型占新车销量一半以上份额的同时，在内燃机车型上的投资将迅速减少，届时传统内燃机车型的数量将减少 70%。 旗下高性能品牌梅赛德斯-AMG、超豪华品牌梅赛德斯-迈巴赫和 G 级越野车将推出电动车型。 加速推进“电动为先”战略，在 48V 智能电机技术、插电式混合动力汽车、纯电动汽车等各个领域全面发力； 在 **2021** 年推出大型纯电车型架构（EVA）平台，生产全新纯电车型； 到 **2025** 年，实现 25%以上的销量为纯电动车型； 到 **2030** 年，插电式混合动力及纯电动车型将占全球销量的 50%以上。
日本	**丰田**	**2020** 年，全球混合动力车型销量达 150 万辆，累计销量达 1500 万辆； 到 **2025** 年力争在全球市场的电动化汽车年销量达到 550 万辆，其中零排放的纯电动及燃料电池车型力争年销量达到 100 万辆以上。
	本田	预计在 **2030** 左右实现全球汽车销量总数的 2/3 为混合动力车、插电式混合动力车及零排放车型； 计划到 **2025** 年在欧洲销售的全部车型均实现电动化。
美国	**福特**	到 **2020** 年底，福特将在欧洲推出 14 款电动车。
	通用	**2025** 年前，通用对电动车和自动驾驶的投资将增加至 270 亿美元，较此前预计的 200 亿美元多出 70 亿美元； 未来 **5** 年通用汽车在全球推出的 30 款纯电动车型，将覆盖包括凯迪拉克、GMC、别克、雪佛兰在内的所有品牌； 其中，通用在中国推出的新车型中，新能源车型占比将超过 40%。

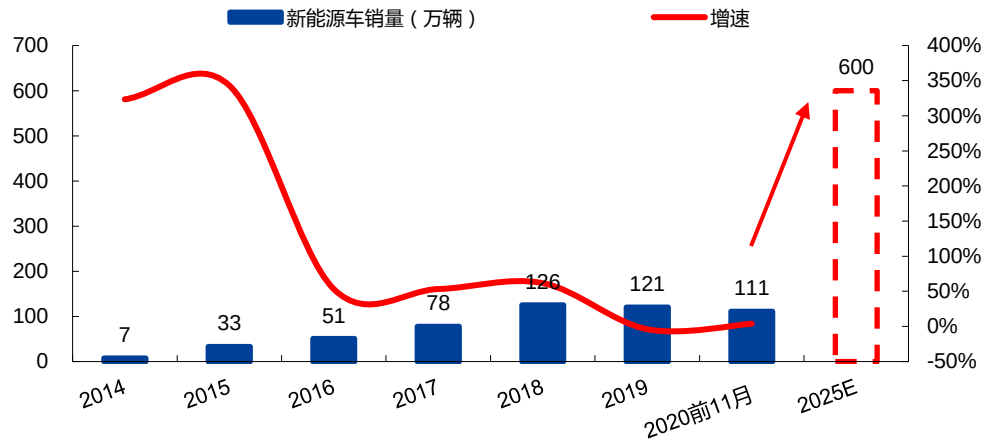
地区	车企	规划
韩国	起亚	2021 年将推出全新纯电动汽车，作为 2025 年前 11 款电动车系列的先导车型，也是 2027 年前推出 7 款纯电动车计划的一部分； 将新能源汽车作为重点布局方向，目标是在 2030 年新能源汽车销售比例超过 30%，实现市场领先地位。
英国	宾利	发布超越 100（Beyond 100）战略，计划在 2026 年之前将旗下车型全部升级为插电混动和纯电动汽车； 在 2030 年之前淘汰内燃机车型； 同时，作为长期计划的一部分，宾利将整个车型阵容切换为纯电动汽车，以大幅减少排放。 在 2021 年增加两款插电式混合动力汽车，并于 2025 年推出首款纯电动汽车。
意大利	玛莎拉蒂	将为旗下全部 6 款车型提供纯电动版本，其所有纯电动车型将被归入 Folgore 的产品线中； 通过给所有车型配备纯电动版本，掀起一场“纯电动汽车革命”（BEVolution）并从中获益； 到 2025 年时，玛莎拉蒂预计其参考市场的电动汽车数量将提升到 30 款，全球销量将达到 65 万辆。

资料来源：盖世汽车网，汽车之家，华金证券研究所

（三）中国的新能源汽车规划目标保证高增长

2020 年 11 月 2 日，国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》，明确 2025 年新能源车渗透率约 20%，我们估算 2025 年新能源车产销量约 600 万辆。行业从政策驱动转向市场驱动，新能源车产销量在 2021 年-2025 年期间，将可实现年均复合 36.9%的增长。

图 16：2025 年新能源车销量预计达到 600 万辆



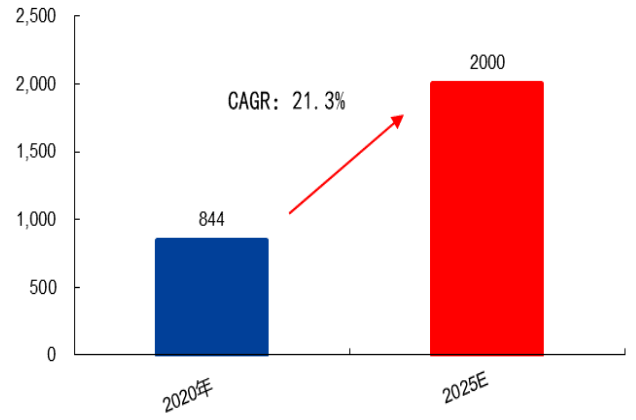
资料来源：中汽协，华金证券研究所

（四）智能化有望成为又一黄金赛道

ADAS 功能不断升级，到 2025 年市场规模有望超 2000 亿元，未来五年 CAGR 达 21.3%。根据各大车企车型产品分析，2015 年以前主要为 L1/L0 级辅助驾驶，单车配套价值约 7000 元；2016 年逐步进入 L2 级别，目前 L2 及以下级别自动驾驶单车价值约为 1.5 万元左右；2020 年以后，随着 5G 网络的逐步普及，将正式进入 L3 级时代，L3 及以下单车配套价值约为 2.5 万元。根据盖世汽车网测算，2020 年国内 ADAS 市场大约为 844 亿元，2025 年可达约 2250 亿元左右，CAGR 达 21.3%。

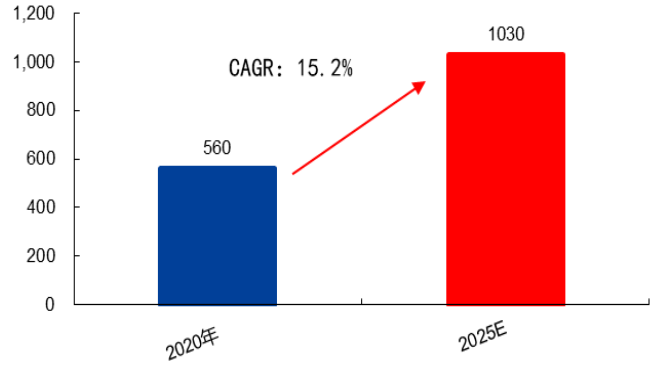
智能座舱升级，到 2025 年市场规模或超 1000 亿元，未来五年 CAGR 达 15.2%。中控、仪表产品不断升级，单车价值由 5 年前的约 1000 元提升至现阶段的约 4000 元，随着 HUD、流媒体后视镜等产品的不断加配，单车价值或将提升到未来的约 8000 元。根据盖世汽车网测算，2020 年国内智能座舱市场规模约 560 亿元，2025 年或可达 1030 亿元，CAGR 达 15.2%。

图 17：ADAS 市场规模测算（亿元）



资料来源：盖世汽车，华金证券研究所

图 18：智能座舱市场规模测算（亿元）



资料来源：盖世汽车，华金证券研究所

华为汽车业务的愿景“把数字世界带入每一辆车”，其 L4 级高阶自动驾驶系统 ADAS 预计 2022 年 Q1 量产。华为已与长安汽车、宁德时代合作造车。

特斯拉是率先将自动驾驶商品化的公司，今年十月份已宣布旗下所有新车都将配备支持自动驾驶功能的设备，L4 级别自动驾驶技术已在测试中。

科技巨头与车企合作将成为未来主要智能化趋势，2020 年或为电动智能化变革元年，以电动为载体智能为终端的趋势将进一步强化，智能化赛道在广度和深度上将呈现快速增长。

图 19：华为进入智能化赛道



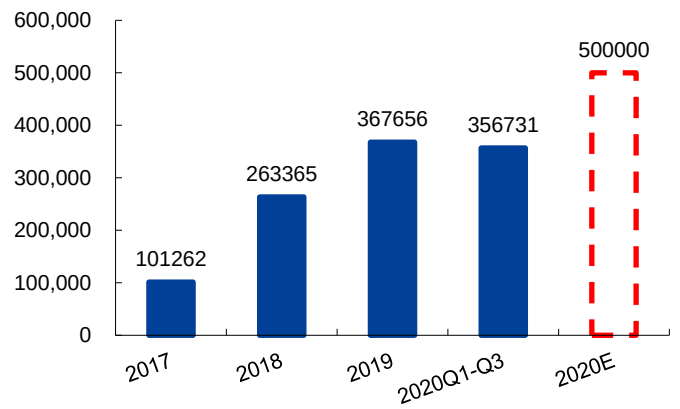
资料来源：车壹条，华金证券研究所

三、造车新势力崛起的蝶变

（一）全球造车新势力的崛起

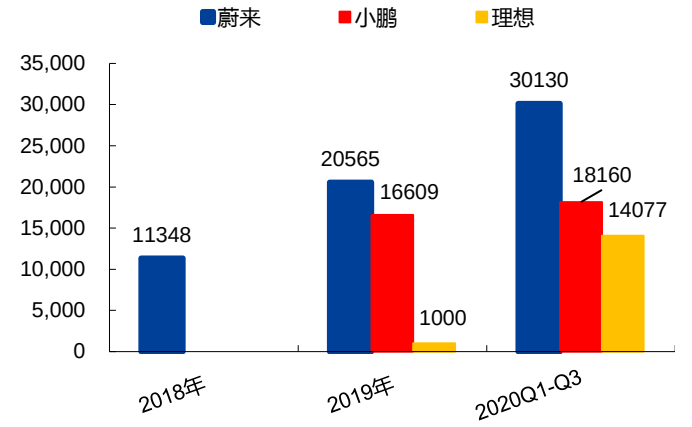
特斯拉自 2018 年起销量大幅增长，2020 年全年销量有望实现 50 万辆。国内造车新势力今年开始放量，销量进入快速增长期。作为新势力的代表，特斯拉自 2018 年后销量快速增长。2020 年可以看作国内新势力代表蔚来、小鹏、理想的放量元年，其未来前景可以期待。

图 20：特斯拉历年销量（辆）



资料来源：盖世汽车网，公司官网，华金证券研究所

图 21：蔚来、小鹏、理想销量（辆）



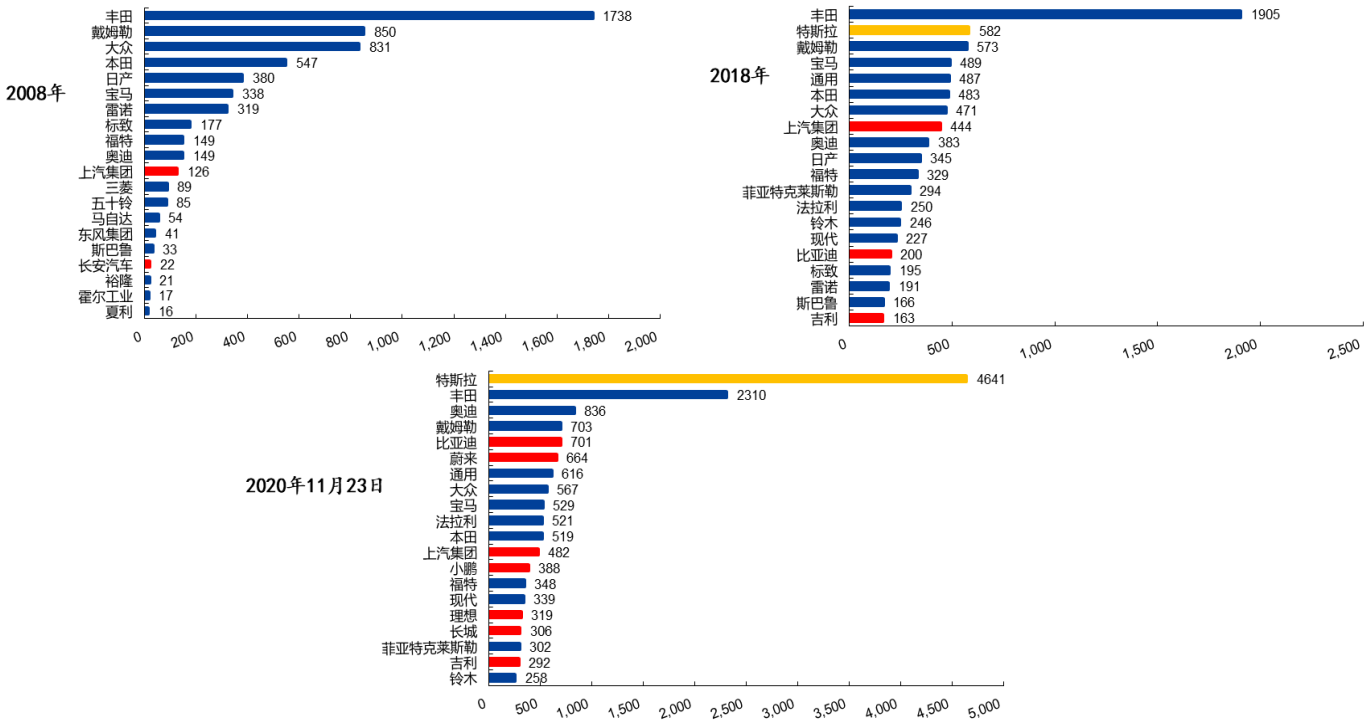
资料来源：中汽协，公司官网，华金证券研究所

在全球汽车行业，外资企业一直处于领先地位。在 2008 年的市值排名中，外资品牌包揽前十，丰田更是以领先第二名一倍的优势长年雄据榜首，市值接近 2000 亿美元，而进入前二十的中国自主品牌只有上汽和长安。

但是最近几年发生了较大的变化，最引人注目的是特斯拉的崛起。特斯拉在 2018 年市值排名第二，随后以飞快的增长速度超过丰田位居榜首。截至 2020 年 11 月 23 日，特斯拉市值已达 4641 亿美元，超过第二名的丰田一倍。

另外，在排名前 20 的车企名单中，今年出现了许多造车新势力。2020 年中国自主品牌车企表现亮眼，全球市值前 20 中，中国自主品牌车企达到创纪录的 7 家，比亚迪和蔚来更是以 701 亿美元和 664 亿美元的市值分别位居第五和第六名。

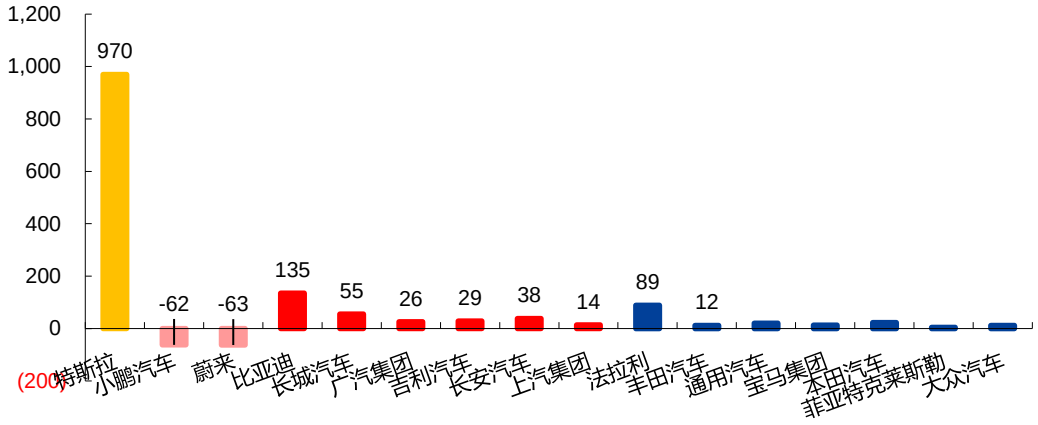
图 22：2008 年-2020 年全球 TOP20 市值车企（单位：亿美元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

以特斯拉为代表的新能源车新秀 PE 估值明显高于其他传统车企。数据显示，传统车企的 PE 大多在 30 以下，主营高端跑车的法拉利 PE 为 89，而比亚迪为 135，特斯拉更是高达 970。

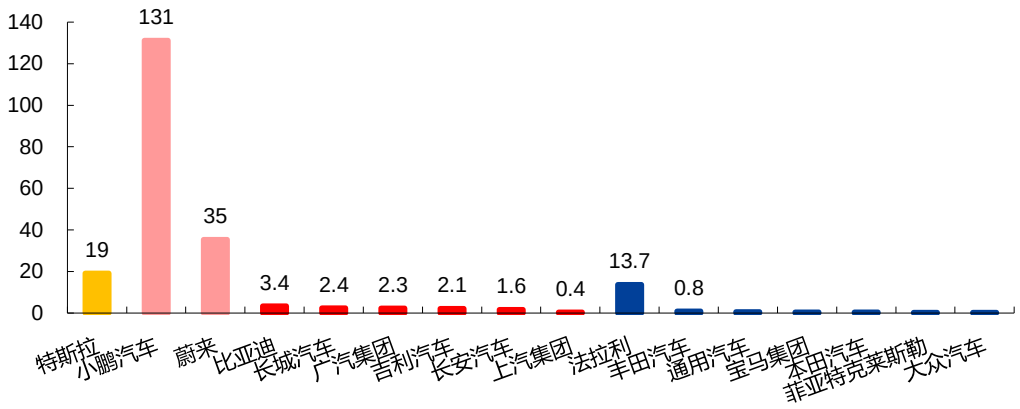
图 23：各车企 PE（TTM）



资料来源：Wind，华金证券研究所

PS 方面，小鹏蔚来明显高于其他传统车企。小鹏汽车市销率高达 135，蔚来为 35，特斯拉为 19。总体来看新势力的 PS 值明显高于其他传统车企，而在新势力里，小鹏、蔚来表现突出。

图 24：各车企 PS（TTM）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）新造车企业市值高企带来的估值蝶变

1、摩尔定律赋能电动车

智能化使汽车从功能汽车向智能汽车转变，从交通工具向移动终端转变。

摩尔定律是由英特尔(Intel)创始人之一戈登·摩尔(Gordon Moore)提出来的。其为：当价格不变时，集成电路上可容纳的晶体管数目，约每隔 18 个月便会增加一倍，性能也将提升一倍。换言之，每一美元所能买到的电脑性能，将每隔 18 个月翻两倍以上。性能提高一倍的同时，价格降低 50%。

图 25：汽车从功能汽车向智能汽车转型



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 26：摩尔定律



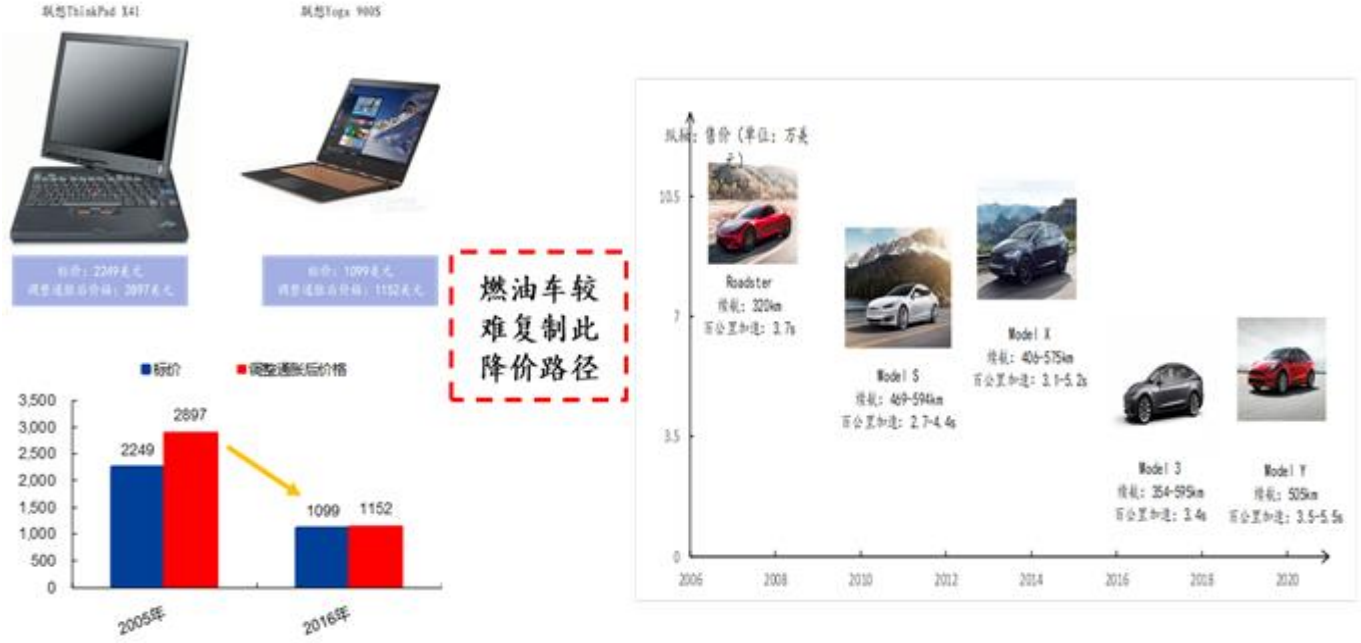
资料来源：IT 百科，华金证券研究所

为什么说摩尔定律赋能电动车？

- **摩尔定律先是一条经济方面的定律，然后才是工程科学方面的定律。**摩尔定律主要是针对计算机、手机上的核心硬件——芯片而言的，但芯片性能的提高反过来又会促进软件的性能提升，软件性能提升同时又可以将芯片硬件性能放大。所以当一个产品由软件和

硬件组合起来后，其性价比增长速度是呈现指数级的。以计算机售价发展路径来看，我们选取各年代标志性计算机作为参考，2005 年标志性计算机 ThinkPad X41 标价为 2249 美元，调整通胀后的售价为 2897 美元；到 2016 年标志性计算机联想 Yoga 900S 售价为 1099 美元，调整通胀后售价为 1152 美元。售价降幅达到 60%，处理器性能继续提升，电池续航时间延长。**特斯拉在车企里实现了该路径发展。**2006 年特斯拉正式推出 Roadster 跑车，起步售价为 9.8 万美元，该跑车百公里加速度约 3.7 秒。Model 3 于 2016 年 3 月发布，2017 年年底交付，标准版起步价为 3.5 万美元、续航里程可达 354 公里，百公里加速可达 3.4 秒，与 Roadster 相比，售价下降 64%，但是加速性能等指标反而有所提高。

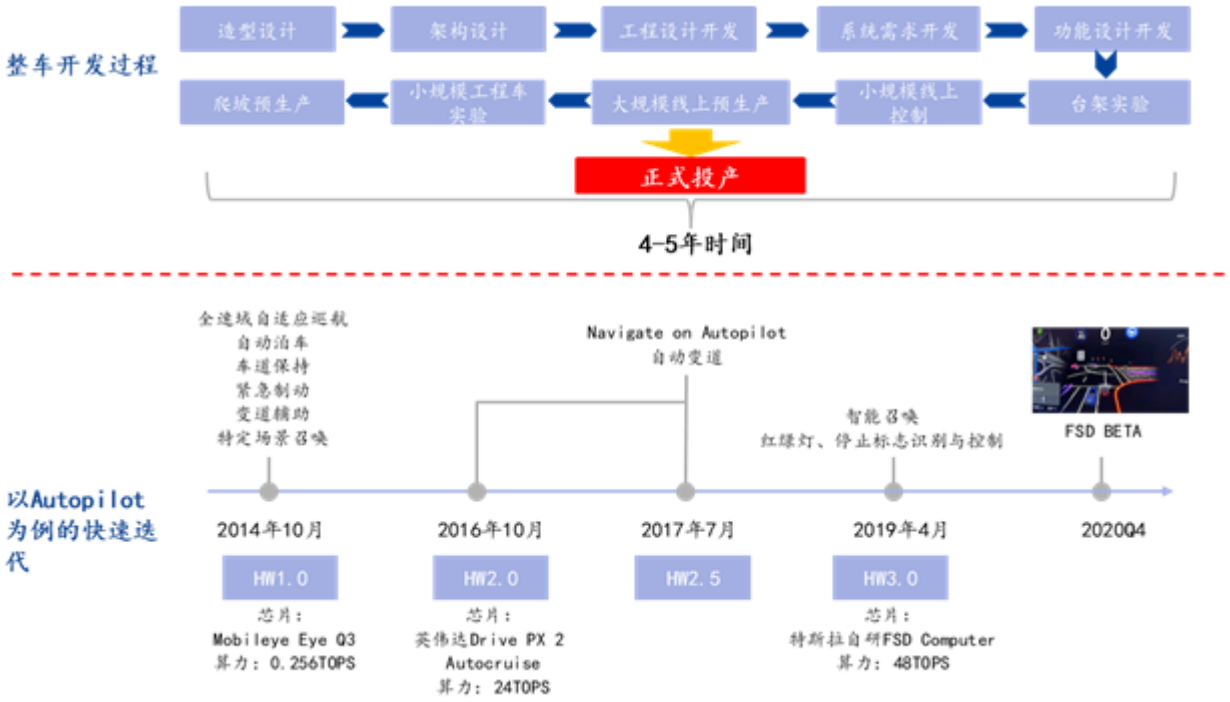
图 27：摩尔定律赋能电动车



资料来源：中关村，特斯拉官网，华金证券研究所

- **以软件为基础的快速迭代过程。**传统燃油车的技术基石围绕着发动机、变速箱和底盘。如果传统燃油车想提升车辆性能，只能通过优化动力系统来实现。传统汽车领域是与摩尔定律基本绝缘的领域，因为其上软件价值量占比非常小。软件的一大特点是在成本很低的情况下就可以对原有的产品进行迭代与更新。但在以发动机为心脏的传统燃油车上，如果想要以很低的成本去对硬件刷新以及迭代，是一件十分困难的事情。

图 28：智能车基于软件的快速迭代过程（以特斯拉 Autopilot 为例）



资料来源：OK TESLA，特斯拉官网，华金证券研究所

2、商业模式重塑车企盈利点

（1）OTA 降低整车周期性

OTA 功能可以不定期更新整车性能、自动驾驶技术和智能座舱功能。以特斯拉为例，其销售期间推出智能驾驶功能相关的基础版本，如增加约 50 匹马力的动力输出，同时 60 英里加速时间可提高至约 3.9 秒，则需要收费 2000 美元；在智能座舱基础功能版上如需要有后座椅加热，费用则为 2400 元人民币。

OTA 功能升级可以全生命周期收费，整车周期性下降。

表 4：主要车企 OTA 功能

企业	驾驶功能相关 OTA	座舱相关 OTA
特斯拉	增加约 50 匹马力的动力输出，同时 60 英里加速时间可提高至约 3.9 秒，收费 2000 美元	后座椅加热，费用 2400 元人民币
蔚来	底盘悬架行驶质感提升 新增悬架轻松进入	新增 nfc 卡片钥匙支持 Nomi 体验升级
小鹏	低温电池预热 智能泊车功能优化	全语音交互 头枕模式智能开关 防晕车模式
理想	新增货车并线预警	高德地图版本升级版 新增 bilibili 视频应用

资料来源：公司官网，华金证券研究所

（2）基于软件的增值服务

特斯拉已形成软件增值服务的收费模式。1）FSD 付费模式：特斯拉车型在售出后标配 Autopilot 辅助驾驶功能，但是自动泊车、智能召唤的 FSD 全自动驾驶功能是需要付费使用的。**2）订阅服务：**2019Q4 推出定价 9.9 美元/月的车联网高级连接服务，包括流媒体、卡拉 OK、影院模式等功能。2020Q2，特斯拉宣布计划在年底推出定价 100 美元/月的 FSD 套件订阅服务，为 FSD 的使用提供另一选择。**3）软件应用商城服务：**类似于手机应用商城，可即时购买性能升级软件包（包括辅助驾驶功能、FSD 及各类性能升级包），通过 OTA 进行升级。

表 5：特斯拉增值服务

软件服务	具体项目	收费模式
完全自动驾驶（FSD）	全自动驾驶包	一次性购买，最新价格 1 万美元
订阅服务	可视化实时路况显示、卫星地图、流媒体视频、流媒体音乐、互联网浏览器等网络服务	月度订阅，9.99 美元/月
软件应用商城类	OTA 加速包、后排加热座椅升级、续航升级等等；以 OTA 更新升级为主	一次性购买，按照具体增值功能不同费用不同
超级充电网络	充电缴费、停车位占位延时罚款	按照具体充电情况或者占位延时情况缴费
车辆保险	特斯拉汽车相关保险	车险缴费模式

资料来源：特斯拉官网，华金证券研究所

（3）新势力布局后服务市场

蔚来、小鹏、理想造车新势力售后服务创新收。国内的造车新势力如蔚来、小鹏、理想等均推出了售后服务收费。以蔚来为例，其无忧服务 2.0 收费情况为 1.26-2.36 万元/年，如其年均销量达到 40 万辆，将带来 50.4-94.4 亿元的收入。这将为传统车企的盈利模式带来新的增长点。

表 6：蔚来小鹏理想造车新势力售后服务

车企	服务内容	收费情况
蔚来	终身质保、道路救援、车联网、扫码换电、定期保养等；NIO House；	免费
	蔚来无忧服务 2.0：五项保险、全年保修保养、道路级事故救援、上门取车等；	1.26-2.36 万元/年
	蔚来专属服务：划痕补漆、基础保养、上门补胎、维修代步。	1680 元/年
小鹏	整车质保、无忧救援、代步服务、远程诊断、移动上车等；	免费
	悦鹏服务：上门取送车、基础保养、一键加电、事故安心等；	999 元/年
	动力电池终身质保；	3999 元/年（P7） 2999 元/年（G3）
理想	整车质保 5 年或 10 万公里、三电系统质保 8 年或 12 万公里、免费家用充电桩及基础安装服务等；	免费
	理想 PLUS 尊享服务：保养权益、上门取送车、无限流量等。	999 元/年

资料来源：各车企官网，华金证券研究所

蔚来形成三大服务体系。蔚来现以形成三大主要服务体系，分别为 NIO House，Nio Power，和 NIO Service。随着造车技术逐渐成熟，车企为提升品牌竞争力需开辟后市场服务领域，建立与用户互联的生态，蔚来的服务体系也将为传统车企提供参考。

表 7：蔚来三大服务体系

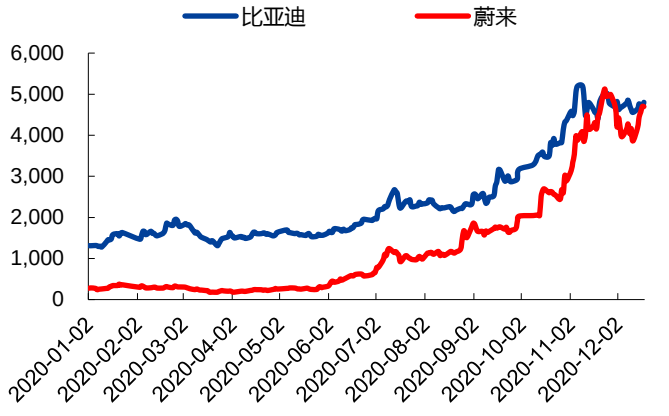
服务	核心功能	内容	收费方式
NIO House	共享办公区	可预订的会议室和共享工作空间	积分（来源包括购车、推荐购车以及在蔚来汽车专属 APP 上
	图书馆	知识图书馆，放松、独处的空间	

服务	核心功能	内容	收费方式
	咖啡厅	品尝蔚来专属咖啡	的互动分享等）
	亲子中心	孩子的游乐园，寄托孩子的场所	
	展厅	了解蔚来品牌和产品	
	休息室	轻松舒适的休息区	
	剧场	思想、灵感碰撞的剧场	
NIO Power	终身异地换电	每年至多 12 次	免费
	终身换电	首任车主每月至多 6 次	免费
	一键加电	专人上门取送车、代客加电	能量无忧套餐：10800 元/年，980 元/月
	扫码换电	用户自驾、专员代客换电	
NIO Servic	终身质保	不限期、不限里程	免费
	终身道路救援	不限期、不限距离	免费
	终身车联网服务	每月 8GB 流量	免费
	五项保险	交强险、三者险、车损险、三者险车损险、驾乘人员意外险	服务无忧 2.0 套餐：12600-23600 元/年
	增强保养	每年 6 万公里内车辆保养全保	
	维修取送车服务	不限次数，专人上门取送	
	补痕喷漆	提供多至 2 个覆面的喷漆服务	保险无忧套餐：1680 元/年
	上门补胎	不限次数	

资料来源：蔚来汽车，华金证券研究所

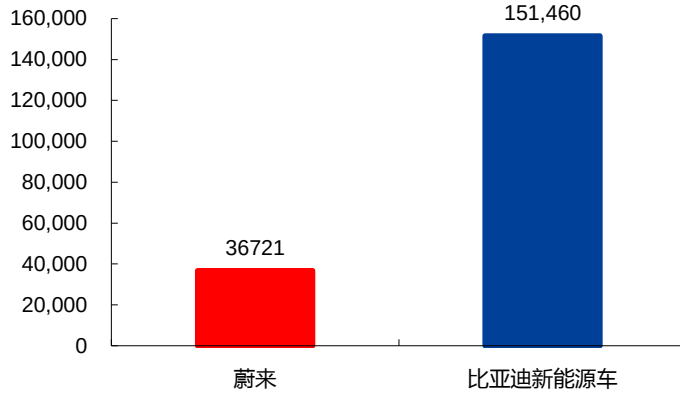
与蔚来对标，比亚迪、上汽集团尚有较大增长空间。在市值方面，比亚迪与蔚来基本相当，而上汽集团的市值远远低于前者。但是无论在新能源车还是在整车销量方面，比亚迪和上汽乘用车的销量均远远领先于蔚来。当摩尔定律以及商业模式创新，为传统车企带来新的盈利模式以及发展路径后，传统车企的估值有望得到提升。

图 29：比亚迪与蔚来市值对比（单位：亿元）



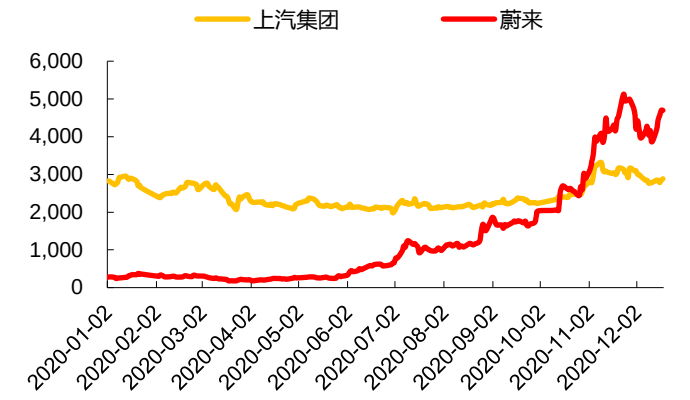
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 30：2020 年 1-11 月蔚来与比亚迪新能源车销量



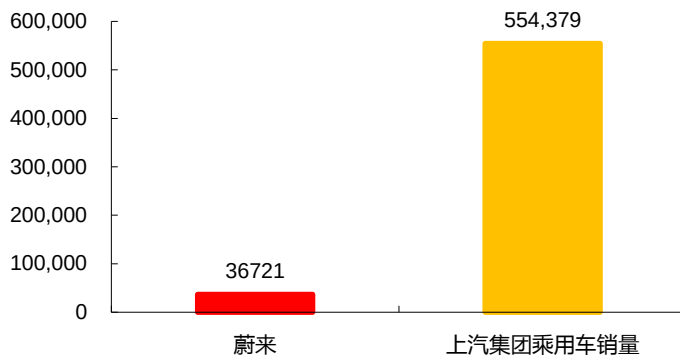
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 31：上汽集团与蔚来市值对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 32：2020 年 1-11 月蔚来与上汽乘用车销量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、投资建议

由于新冠疫情的影响，汽车行业景气度自今年 3 月开始 V 型反转并持续至今；基于对 2021 年国内经济有望迎来“高增长+低通胀”的黄金组合，预计全年汽车产销将实现近年来较高速的增长。电动化趋势达成高度一致，新能源汽车有望加速普及，基于此的智能化有望开拓另一条黄金赛道。故我们维持对行业“领先大市-A”的投资评级不变。

重点推荐：1、与电动智能化产业链相关的龙头企业；2、业绩有望超预期的重卡企业。

（一）长城汽车

推荐逻辑：

（1）**国内 SUV 行业龙头，持续研发投入。**公司是国内 SUV 行业的龙头企业，2019 年 SUV 销量国内第一，市场占有率达 9.5%。在技术研发上，公司坚持采取“过度投入、精准研发”的策略，近年来公司的研发支出持续增长，研发中心布局全球，研发业务围绕关键零部件布局全面。

（2）**基于新平台，开启 SUV 产品强周期。组织结构的大幅调整，迎接电动智能化时代。**推出全新“柠檬+坦克”两大全球智能模块化技术平台，模块化平台的推出有望缩短公司新车研发周期，提升研发效率，促进零部件通用化率，毛利率有望增长。公司核心动力系统全面升级，动力性经济性进一步提升，年内量产配套新车型，增强公司产品竞争力。模块化平台配合全新升级动力系统，公司下半年迎来新产品周期，神车哈弗 H6 全新换代，大狗/白猫/坦克 300 全新上市，伴随新平台渗透率提升，公司有望开启销量与单车盈利双升的强劲新产品周期。公司自有电动车及与宝马合资电动车，在未来两年均有望迎来较高速的增长。

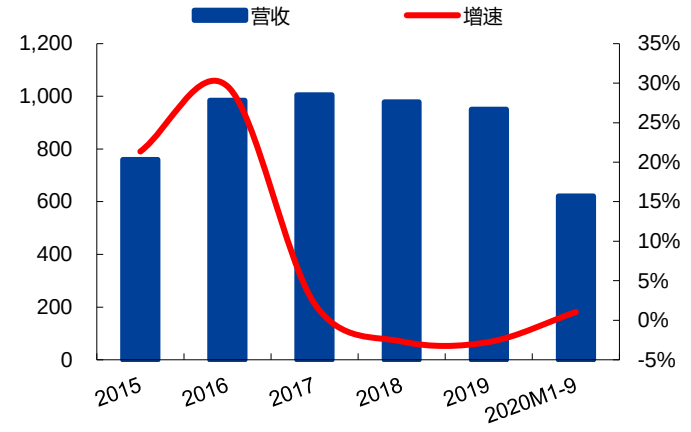
（3）**皮卡渗透率有望提升，龙头首先受益。**长城汽车以皮卡起家，深耕皮卡市场，于 2019 年上市长城炮弥补了国内高端乘用化皮卡的空白，皮卡销量位居行业第一，市占率达到将近 50%。目前国内皮卡渗透率仅为 2%，远低于全球 6%~7%的水平。从需求端来看，皮卡需求有望受益于消费升级，对微卡、微型货车进行替代；从乘用需求来看，皮卡有望成为多用途车，拓展到一

至三线城市消费人群，满足城市中收入较高人群的户外活动需求。预计皮卡行业 2025 年销量有望达到 104 万辆，渗透率约为 3.6%。在皮卡行业渗透率提升的情况下，公司作为皮卡行业的龙头企业将首先受益。

投资建议：我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 46.7 亿元、64.7 亿元和 82.6 亿元。维持公司“买入-B”的投资评级。

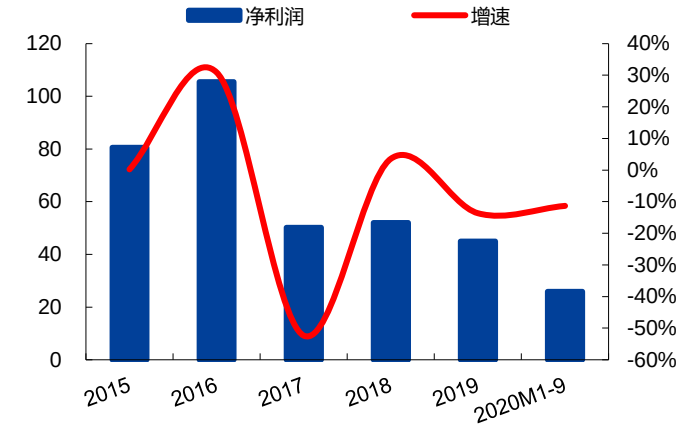
风险提示：乘用车行业需求复苏低于预期；新车销量低于预期；新平台降本不及预期；汇率波动造成损失。

图 33：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 34：公司近 5 年净利润（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）比亚迪

推荐逻辑：

（1）**电动智能化龙头。**公司业务高度垂直整合，唯一掌握三电、IGBT 等新能源汽车产业链核心技术的车企。发布刀片电池，并实现量产搭载在新上市车型“汉”上，安全性能及性价比提升明显。同时，公司是国内唯一拥有 IGBT 完整产业链的整车企业，技术达到领先水平，打破海外垄断。

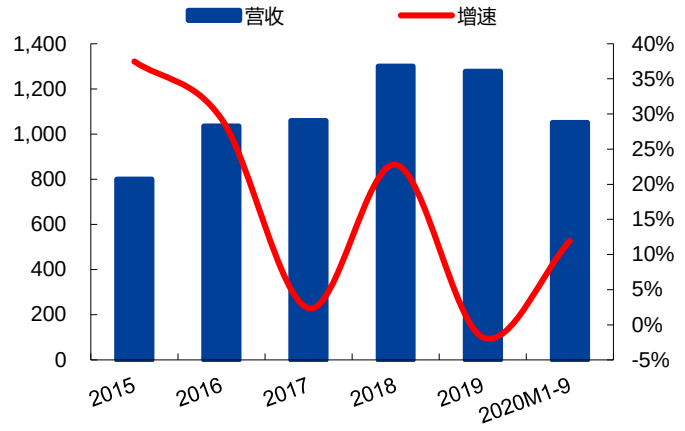
（2）**国内新能源车销量冠军，主力车型汉、唐销量发力，盈利水平提升：**分车型看，汉、唐销量表现强劲，新品汉于 7 月上市，9 月实现销量 0.56 万辆，环比增长 40%，Q3 总销量为 1.08 万辆，高配版本占比较高。唐 DM 上市带来新增需求，9 月唐家族实现销量 5,085 辆，环比增长 211%，Q3 销量共 8314 辆，环比增速翻番。汉和唐等主打产品的畅销，将有利于公司盈利能力的提升。

（3）**发布全新升级插混平台，产品竞争力进一步提升：**公司发布全新升级插混平台，分别为 DM-p 和 DM-i 两个版本。DM-p 沿用了三擎四驱或双擎四驱平台，提升了 BSG 电机和发动机的融合。DM-i 以节能为主要特点，续航里程提高，油耗降低，成本进一步下降，产品竞争力提升。

投资建议：我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 39.6 亿元、50.7 亿元和 61.6 亿元。维持公司“买入-B”的投资评级。

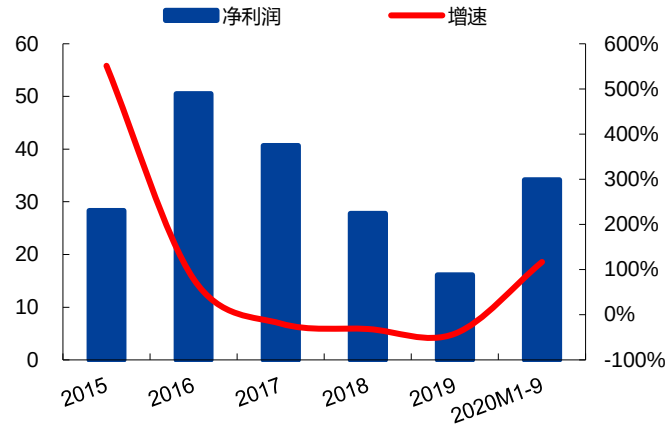
风险提示：行业复苏不及预期；新车销量不及预期；电池外供进程不及预期。

图 35：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 36：公司近 5 年净利润（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）德赛西威

推荐逻辑：

（1）**汽车电子龙头，基本面改善：**公司是国内汽车电子领导者，业务由智能座舱向智能驾驶延伸。公司以车载娱乐系统、信息系统、空调控制器等产品起家，国内前装导航市场份额超过 20%。伴随整车内部架构升级演进，公司业务升级跟进，目前主要业务以智能座舱、智能驾驶、车联网为主要核心业务。

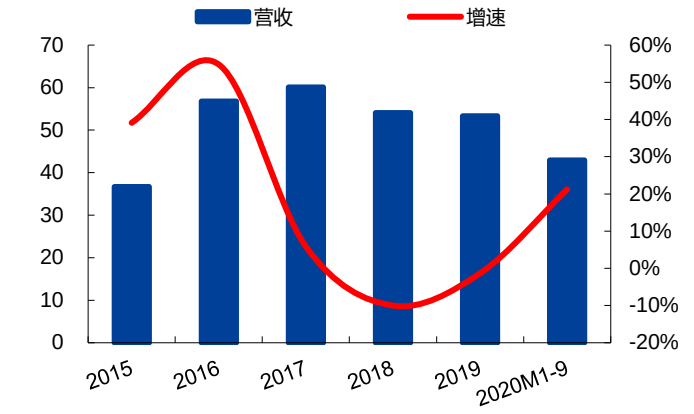
（2）**营收环比增长，毛利率改善：**2020 年 Q1-Q3 营收分别为 11.5 亿元、14.5 亿元、17.0 亿元，营收逐季环比增长，同比分别增长+14.2%、+14.4%、+33.5%。前三季度毛利率为 22.9%，同比增加 0.16pct。费用管理方面，Q1-Q3 期间费用率为 17.2%，同比下降 2.8pct，总体来看伴随营收规模的增长，盈利能力逐步提升。

（3）**业务进入回报期，贡献增量：**公司智能驾驶、智能座舱等新产品在多家核心客户的众多车型中配套供货。多屏互动智能驾驶座舱产品已在理想、长安、奇瑞等车型上配套量产，大屏显示模组已获得一汽大众、上汽大众、吉利、上汽通用五菱等主机厂项目订单，持续放量。

投资建议：我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 4.6 亿元、5.9 亿元和 8.3 亿元。维持公司“买入-B”的投资评级。

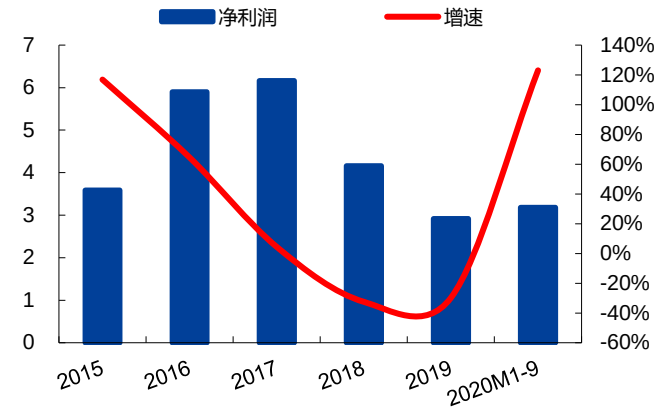
风险提示：汽车销量不及预期；客户拓展不及预期；智能网联业务拓展不及预期。

图 37：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 38：公司近 5 年净利润（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）三花智控

推荐逻辑：

（1）**制冷部件龙头企业，各业务之间协同发展：**公司成立三十年来一直专注于生产和研发热冷转换、智能控制的环境热管理核心零部件。公司依托制冷技术的优势，拓展了业务范围，现有业务包括汽车空调及热管理、微通道换热器以及洗碗机零配件等业务等，有望协同发展。

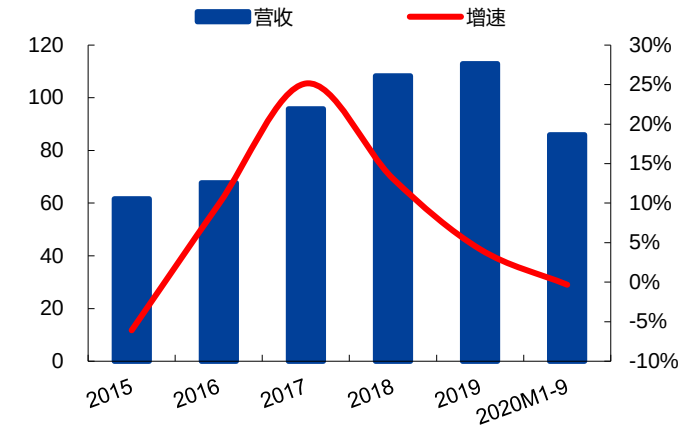
（2）**汽零业务放量明显，成长性确定：**Q1-Q3 汽零业务实现营收 16.0 亿元，同比增长 33.0%，其中 Q3 实现营收 6.5 亿元，同比增长 48.0%，单季度实现高增长。核心客户方面，特斯拉 Q3 交付 13.9 万辆，同比增长 44.0%；蔚来 Q3 实现销量 12206 辆；上半年日系客户破冰；大众 MEB 平台产品开始放量；全年汽零业务营收增速有望实现高增长。在供应产品方面，公司逐渐转向组件供应方式，积极推动模块集成化项目，可以提升单车配套价值量，并且加强与主机厂的粘性，保持新能源热管理领域的领先优势。

（3）**公司传统制冷业务市占率第一，业绩增长稳健：**公司的主要阀类产品截止阀、四通换向阀、电子膨胀阀市占率全球第一，分别达到 35%、66%和 58%。三花微通道因其特有的优势，市占率达到 45%，位居全球第一。我国洗碗机普及率较低，但是随着人口老龄化以及年轻一代对生活品质的追求，普及率有望提升，给亚威科业务带来较大的成长空间。

投资建议：我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 15.3 亿元、19.4 亿元和 23.8 亿元。维持公司“买入-B”的投资评级。

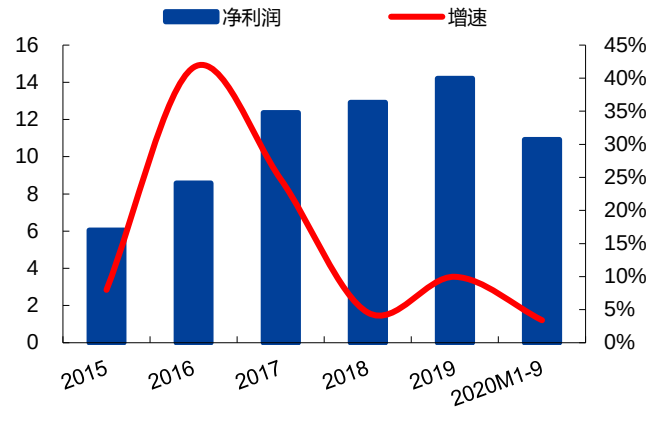
风险提示：新能源热管理业务发展不及预期；空调行业回暖不及预期；原材料价格上涨风险；特斯拉销量不及预期；募投项目进展进度不及预期

图 39：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 40：公司近 5 年净利润（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

（五）星宇股份

推荐逻辑：

（1）**稳健成长的内资车灯龙头，将继续受益于行业竞争格局带来的国产替代大空间。**公司上市以来实现了营收和净利润年均 24.97%和 15.95%的稳健增长，快速成长为内资车灯龙头，成为国内车灯“一超多强”之一。与外资车灯企业相比，星宇拥有成本优势，在国内整车企业间竞争加剧的市场格局下，产品有望加速实现国产替代。

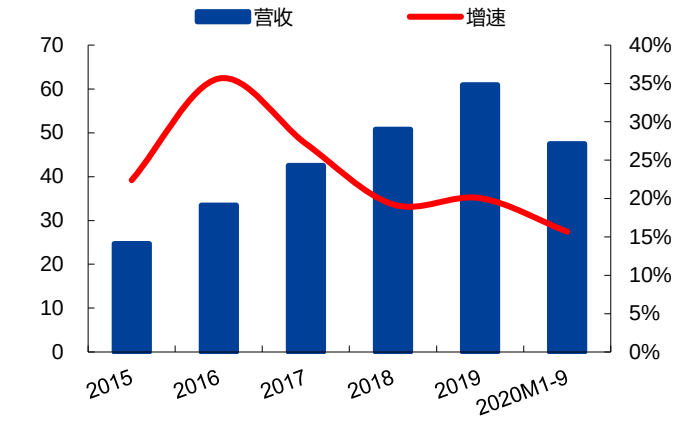
（2）**主要客户销量强势回归，公司出货量增加：**在上半年汽车行业销量同比下滑的情况下，公司营收逆势增长，主要原因在于核心客户销量回升。公司主要客户为一汽大众和一汽丰田，这两个客户分别占营收的 40%和 13%左右。其中一汽大众上半年实现销量 84.4 万辆，夺得国内汽车市场销量冠军，市场份额达到 11.0%；一汽丰田上半年实现销量 34.7 万辆，市场份额为 4.5%。同时公司的第一款 ADB 大灯量产客户红旗于上半年实现销量 7 万辆，同比增长 110.7%的佳绩。在主要客户销量回升的带动下，公司营收同比增长 6.3%。

（2）**产品结构改善，毛利水平持续提升：**上半年毛利率水平为 24.9%，比去年同期提升 1.5 个百分点。公司毛利率提升的原因主要在于：1）产品结构改善，技术壁垒高、毛利水平高的前照灯和后组合灯收入占比提升；2）LED 大灯产品上量，车灯均价不断提高，带动毛利率水平提升；3）客户结构高端化，核心客户逐渐由自主品牌（一汽、奇瑞等）升级至合资品牌（一汽大众、一汽丰田和奥迪等），还新增了北京奔驰、宝马、捷豹路虎、沃尔沃等豪华车客户。客户结构高端化也有助于公司盈利能力提升。

投资建议：我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 9.2 亿元、11.7 亿元和 14.9 亿元。维持公司“买入-A”的投资评级。

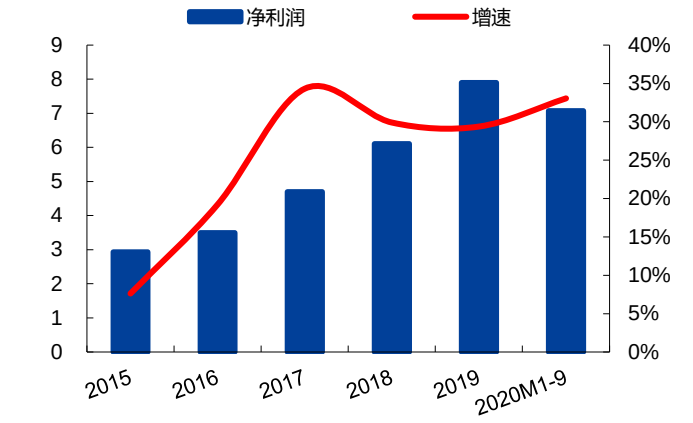
风险提示：LED 车灯出货量增长不及预期；公司下游客户销量增速低于预期；新工厂产能投放进度不及预期。

图 41：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 42：公司近 5 年净利润（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）中国重汽

推荐逻辑：

（1）**重卡高景气度，全年有望实现 160 万辆销量：**2020 年 1-11 月重卡行业累计销量 150.2 万辆，同比增长 39%，行业持续高景气度。2020 年重卡销量持续超预期，自今年 4 月份以来行业销量持续刷新历史销量纪录，同比增速均保持在 60%以上。重卡高景气度的核心推动力来自治理超载、国三淘汰以及基建发力带来的增量，呈现出淡季不淡的现象。重卡全年高景气度基调基本奠定，全年重卡行业销量有望达到 160 万辆，同比增长 36.8%。

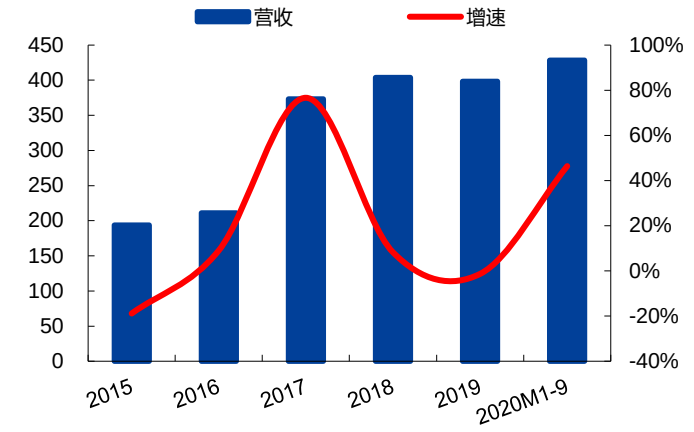
（2）**国内重卡龙头企业之一，销量排名稳居前三：**中国重汽集团重卡 1-11 月销量 25.5 万辆，同比上涨 50%，行业排名第三，龙头地位稳固。重卡行业市场集中度一直维持于高位，2010 年-2019 年，我国重卡行业 CR5 一直维持在 82%-83%，CR8 从 2010 年的 92%提升到 2019 年的 94%，这表示重卡行业销量被前八大厂商占有，头部企业有较高优势，公司重卡销量将受益于行业集中度的提升。

（3）**业绩保持稳健，降本增效成果已现：**2019 年公司营收水平下降 1.33%，但归母净利润同比增长 35.16%，净利润增幅高于收入增幅，公司的盈利能力进一步增强。公司 2019 年毛利率为 10.50%，相较于 2018 年的 8.86%增长了 1.64 个百分点；2019 年净利率为 3.99%，相较于 2018 年的 3.00%增长了 0.99 个百分点，降本增效改革成果显现。

投资建议：我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 18.1 亿元、19.2 亿元和 20.4 亿元。维持公司“买入-A”投资评级。

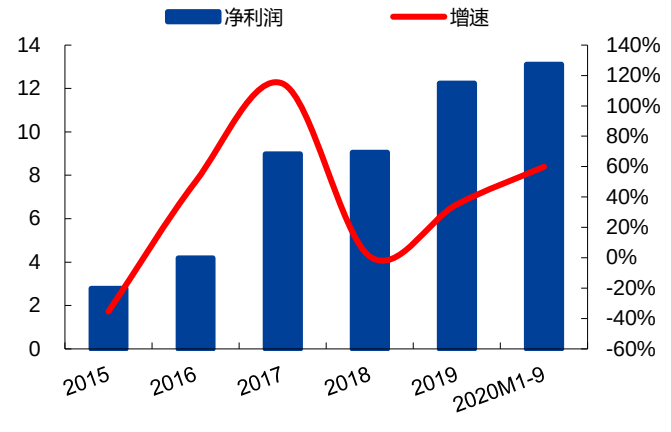
风险提示：重卡行业产销量增长低于预期；公司降本增效改革效果低于预期；治超执行力度低于预期。

图 43：公司近 5 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 44：公司近 5 年净利润（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 8：重点覆盖公司盈利预测及估值

证券代码	公司名称	收盘价	EPS				PE				投资评级
		2020-12-24	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
601633.SH	长城汽车	32.47	0.49	0.51	0.71	0.9	66.3	63.7	45.7	36.1	买入-B
002594.SZ	比亚迪	183.00	0.59	1.45	1.86	2.24	310.2	126.2	98.4	81.7	买入-B
002050.SZ	三花智控	24.41	0.51	0.43	0.56	0.66	47.9	56.8	43.6	37.0	买入-B
002920.SZ	德赛西威	74.70	0.53	0.84	1.08	1.52	140.9	88.9	69.2	49.1	买入-B
601799.SH	星宇股份	183.82	2.86	3.34	4.24	5.4	64.3	55.0	43.4	34.0	买入-A
000951.SZ	中国重汽	30.44	1.82	2.7	2.86	3.03	16.7	11.3	10.6	10.0	买入-A

资料来源：Wind，华金证券研究所

五、风险提示

1、中美贸易摩擦反复的风险：中美贸易摩擦近期有所缓和，但 2021 年美国新任总统上任后的政策走向仍具有较高不确定性：若贸易摩擦重回恶化局面，或将对中美两个当事国的经济前景带来负面的影响，也会拖累全球经济增长。如全球经济特别是国内经济复苏不达预期，将给汽车行业增长带来较大压力。

2、通胀超预期的风险：因为今年疫情影响低基数原因，2021 年国内经济增速有望实现高增长，而猪周期向下将导致通胀处于较低水平，因此明年有望迎来“高增长+低通胀”的经济黄金发展期；但是国外输入性通胀对国内的影响不可忽视，若国内通胀因此过高，将影响经济发展和汽车消费。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn