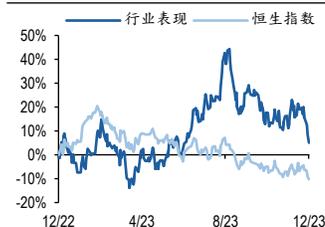


汽车行业

2024 年展望：汽车出海扬帆起航、智能驾驶加速落地

- 中国乘用车市场维持稳定增速，新能源替代燃油车趋势不可逆。我们预计 2023/2024 年乘用车销量同比增长 5.6%/2.0%，新能源汽车渗透率继续提升至 33.8%/44.6%。我们预计整车厂于 2024 年仍将保持较高的折扣力度来促销、去库存，价格战将趋于常态化。分价格段，我们预计 30 万元（人民币，下同）以上的高端市场的份额将持续扩大；10-20 万元价格带由于新能源渗透率仍较低，将成为新能源车企必争之地，2024 年的竞争将加剧。
- 预计自主品牌将继续抢占新能源市场。中国新能源车市场集中度进一步提升，最大玩家比亚迪的市场份额由 2021 年的 20% 跃升至 2023 年前十月的 35%，与第二梯队的差距进一步拉大；合资、外资品牌的新能源汽车发展仍然落后于自主品牌。自主品牌的市场份额已由 2020 年的 30-40% 逐步提升至目前近 60%。随着华为、小米等科技企业也入局汽车市场，有望将自主品牌的市场份额继续推高。
- 智能驾驶或将成为车企竞争的关键因素，领航辅助驾驶（NOA）大规模落地。自动驾驶政策密集落地，有望推动中国智能驾驶高速发展。我们认为华为的重感知轻地图智驾技术路线有可能成为主流。抛弃高精地图，实现城区 NOA 在更多城市的落地，已成为众多车企的短期目标。许多车企都宣布将在 2023 年下半年实现多城市的城区 NOA 功能。利好智能驾驶相关产业链标的。
- 中国汽车出口实现跨越式发展。2023 年前十月，我国汽车出口增速强劲，超越日本成为全球汽车出口第一大国。我们预计 2023 年全年可以实现超 50% 的同比增速，整车出口量超 510 万台；2024 年预测仍可实现 20-25% 的同比增速。随着我国自主品牌在海外的知名度逐步提升，将促进我国汽车出口销量的进一步增加。
- 具有出口实力和供应链优势的整车厂将在竞争激烈的乘用车市场跑出。我们认为作为新能源汽车领域的领头羊，比亚迪（1211 HK/买入）出口销量将维持高增速；而供应链优势和产品力使比亚迪具备定价权，在竞争白热化的中国新能源车市场维持主导地位。另外，我们认为长城（2333 HK/买入）转型提速带动新能源车渗透率上升，将会是公司股价的关键催化剂。新势力中，我们依然看好理想（2015 HK/买入）2024 年的新车节奏。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李易, CFA

iris.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1850

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	----每股盈利----		----市盈率----		----市账率----		股息率
					FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	
			(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)
比亚迪股份	1211 HK	买入	309.67	206.00	11.595	16.925	16.2	11.1	3.06	2.38	0.1
理想汽车	2015 HK	买入	196.11	146.60	3.872	6.357	34.6	21.1	4.93	3.99	NA
长城汽车	2333 HK	买入	12.25	10.98	0.751	0.833	13.3	12.0	1.34	1.26	3.4
吉利汽车	175 HK	买入	12.50	8.22	0.413	0.572	18.2	13.1	0.97	0.92	2.2
广汽集团	2238 HK	中性	4.43	3.59	0.491	0.549	6.7	6.0	0.29	0.28	7.4
蔚来汽车	9866 HK	沽出	61.20	56.45	-11.184	-6.755	NA	NA	9.25	-43.50	NA
小鹏汽车	9868 HK	沽出	39.70	63.75	-7.671	-7.241	NA	NA	4.19	8.76	NA
平均							17.8	12.7	3.43	-3.70	3.3

资料来源: FactSet、交银国际预测 *截至 2023 年 12 月 1 日收盘价

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

目录

投资摘要.....	3
2024 年乘用车展望：新能源渗透率持续提升、自主品牌强势崛起.....	4
预计 2023/2024 年乘用车销量实现 5.6%/2.0%同比增长.....	4
新能源渗透率持续上升.....	5
行业竞争加剧导致去库存压力仍在.....	7
汽车消费升级仍在继续，10-20 万元价格段竞争激烈.....	8
自主品牌继续抢占市场份额，合资、外资品牌风光不再.....	10
智能驾驶引领新能源乘用车下一个赛道.....	12
自动驾驶政策密集落地，有望推动中国智能驾驶高速发展.....	12
L2 级搭载率 62%、L2+超 13%，智能辅助驾驶爆发有望进一步提升 L2+搭载率.....	14
华为 ADS 2.0 赋能问界 M7.....	15
重感知轻地图智驾技术路线或将成为主流，NOA 功能正迅速成为购车风向标.....	18
中国汽车出海扬帆起航.....	20
出口总量迅速扩张，成为全球第一汽车出口大国.....	20
乘用车为出口最大组成部分，其中新能源汽车为增长动力.....	22
西欧、东南亚为出口重点.....	26
各车企加快出海布局.....	30
2023 年新势力销量表现比较.....	33
风险因素.....	37

投资摘要

中国乘用车市场维持稳定增速，新能源替代燃油车趋势不可逆。我们预计2023/2024年乘用车销量实现5.6%/2.0%同比增长，2023/2024/2025年新能源汽车渗透率将继续提升，分别为33.8%/44.6%/53.1%，销量约734万/987万/1,187万辆。我们预计整车厂于2024年仍将保持较高的折扣力度来促销、去库存，价格战将趋于常态化。分价格段来看，我们预计汽车消费升级的趋势将在2024年延续，30万元以上的高端市场的份额将持续扩大；10-20万元价格带由于新能源渗透率仍较低，将成为新能源车企的必争之地，2024年的竞争将加剧。

预计自主品牌将继续抢占新能源市场。中国新能源车市场集中度进一步提升，最大玩家比亚迪的市场份额由2021年的20%跃升至2023年前十月的35%，与第二梯队的差距进一步拉大；合资、外资品牌的新能源汽车发展仍然落后于自主品牌。自主品牌的市场份额已由2020年的30-40%逐步提升至目前近60%。随着华为、小米等科技企业也入局汽车市场，这两个品牌本身具备粉丝和流量基础，再加上他们在技术方面累积的优势，有望将自主品牌的市场份额继续提高。

智能驾驶或将成为车企竞争的关键因素，领航辅助驾驶（NOA）大规模落地。自动驾驶政策密集落地，有望推动中国智能驾驶高速发展。我们认为华为的重感知轻地图智驾技术路线有可能成为主流的路线。抛弃高精地图，实现城区NOA在更多城市的落地，已成为众多车企的短期目标。许多车企都宣布将在2023年下半年实现多城市的城区NOA功能。利好智能驾驶相关产业链标的。

中国汽车出口实现跨越式发展。2023年前十月，我国汽车出口增速强劲，超越日本成为全球汽车出口第一大国。我们预计2023年全年可以实现超50%的同比增速，整车出口量超510万台；2024年预测仍可实现20-25%的同比增速。新能源汽车在乘用车出口总量中的占比持续提升，由2018年16.9%提升至2023年前十月的40.4%。自2022年下半年以来，比亚迪凭借丰富的产品布局，全球销量已经稳定超越特斯拉，而吉利和广汽等品牌也迎头赶上。随着我国自主品牌在海外的知名度逐步提升，将促进我国汽车出口销量的进一步增加。

具有出口实力和供应链优势的整车厂将在竞争激烈的乘用车市场跑出。我们认为作为新能源汽车领域的领头羊，比亚迪（1211 HK/买入）将受益于全球汽车电动化发展的大趋势，出口销量将维持高增速；而供应链优势和产品力使比亚迪具备定价权，在竞争白热化的中国新能源车市场维持主导地位。另外，我们认为长城（2333 HK/买入）转型提速带动新能源车渗透率上升，将会是公司股价的关键催化剂，而长城的新能源车渗透率提升和盈利边际改善空间较大，是板块反弹中较好的选择。新势力中，我们依然看好理想（2015 HK/买入）2024年的新车节奏。

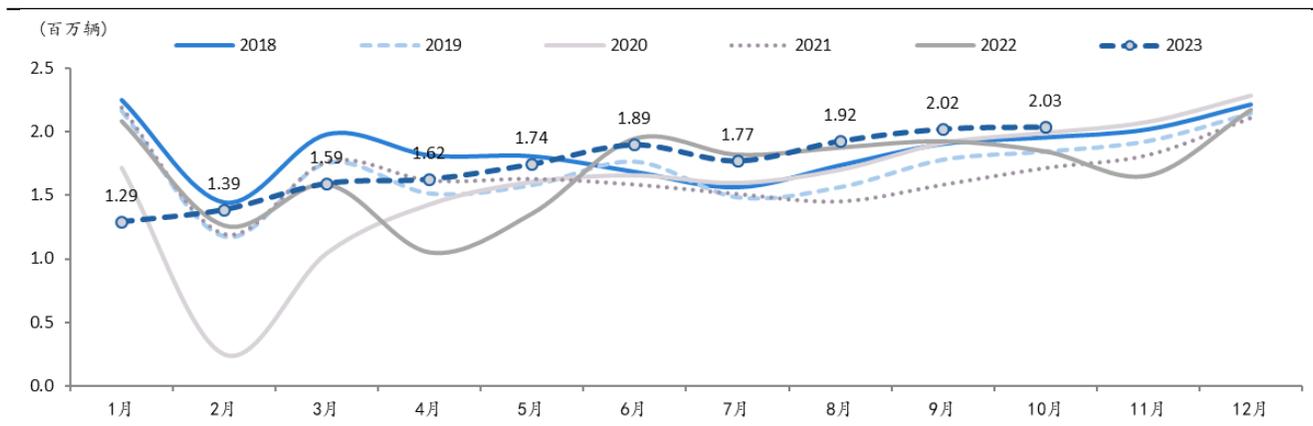
2024 年乘用车展望：新能源渗透率持续提升、自主品牌强势崛起

预计 2023/2024 年乘用车销量实现 5.6%/2.0%同比增长

2023 年全年销量稳步复苏。2023 年乘用车销量总体呈现稳步复苏态势，年初受购置税减免到期、特斯拉开启价格战等因素影响开局较为疲弱，但之后随着国家延长新能源汽车购置税减免政策，各地政府推出一系列补贴、活动刺激汽车消费，以及各车企纷纷减价让利促销，汽车销量逐步改善，8-10 月的销量更是连续三个月创 2018 年以来的同期高点。我们预测 11-12 月将维持环比微增的态势，全年零售销量约 2,170 万辆，同比增约 5.6%。

预计 2024 年销量延续同比上升态势。展望 2024 年，我们预计销量走势仍将先抑后扬，因 2023 年年末各车企为实现销售目标大力促销，将购车需求提前，2024 年春节前后整体销量可能较为疲软，之后随着新车型陆续上市、车展提升热度等因素，购车需求将逐步回暖。我们预测 2024 年全年销量 2,213 万辆，同比增长约 2.0%。

图表 1: 2018 年以来中国内地的汽车月度销量



资料来源：乘联会，交银国际

图表 2: 2019-2025E 中国内地乘用车零售销量



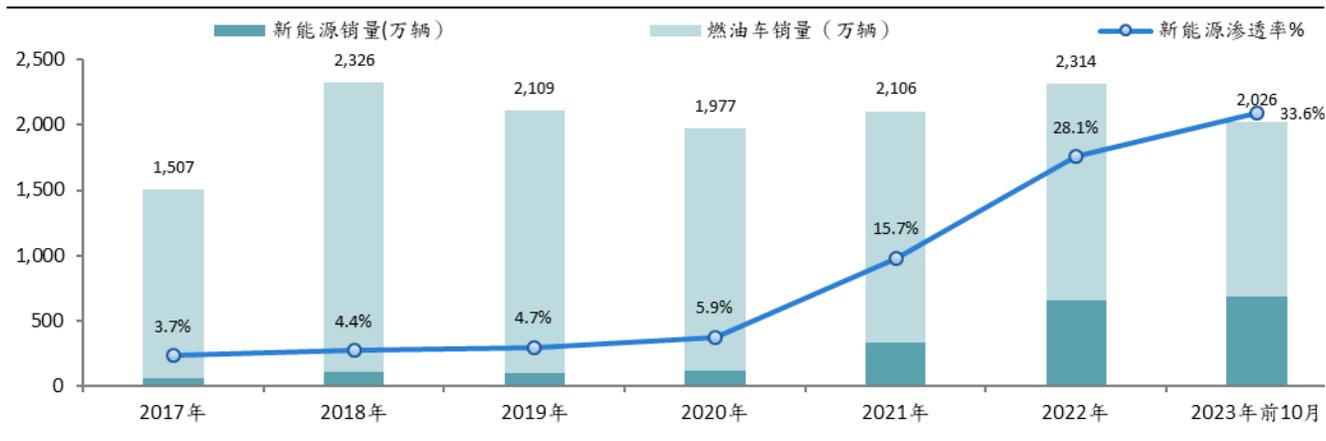
资料来源：乘联会，交银国际预测

新能源渗透率持续上升

新能源车替代燃油车的趋势更加明显。近年来，受惠于政策导向、油电平价等因素，新能源汽车的渗透率显著攀升，批发销量的占比由2020年的5.9%迅速提升至2023年前十月的33.6%。而燃油车的销量自2019年开始逐年下跌，燃油车/新能源车2018-2022年销量年均复合增长率分别为-7%/59%。

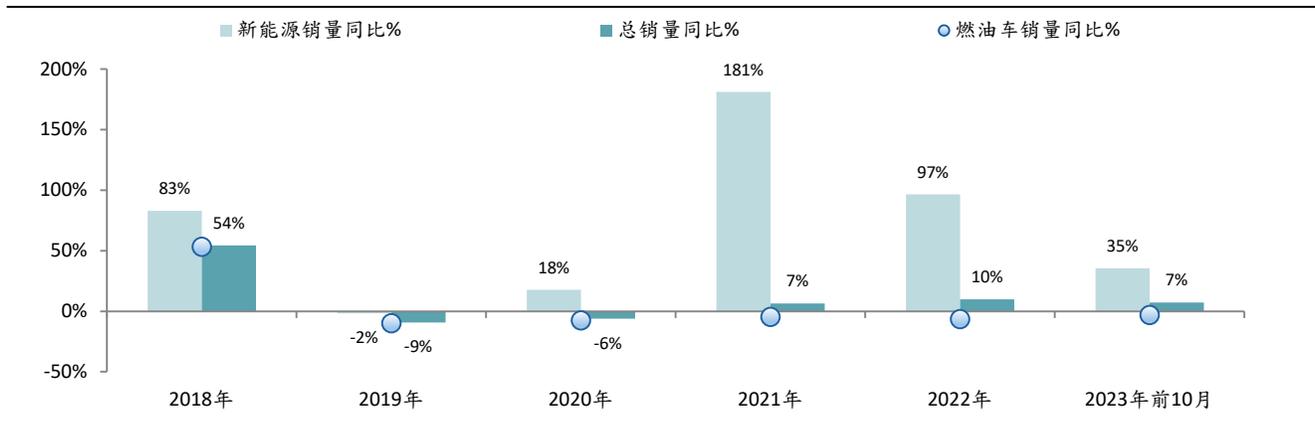
截至2023年9月，新能源汽车在我国的保有量仍较低，占总保有量的5.5%。在新能源车型不断推陈出新，上游动力电池原材料降价给予车企更多让利空间，以及充换电设备更加完善普及的情况下，我们预测2023/2024/2025年新能源汽车渗透率将继续提升，分别为33.8%/44.6%/53.1%，销量约734万/987万/1,187万辆，同比增长29.3%/34.6%/20.2%。

图表 3: 中国内地乘用车批发销量：新能源渗透率持续攀升



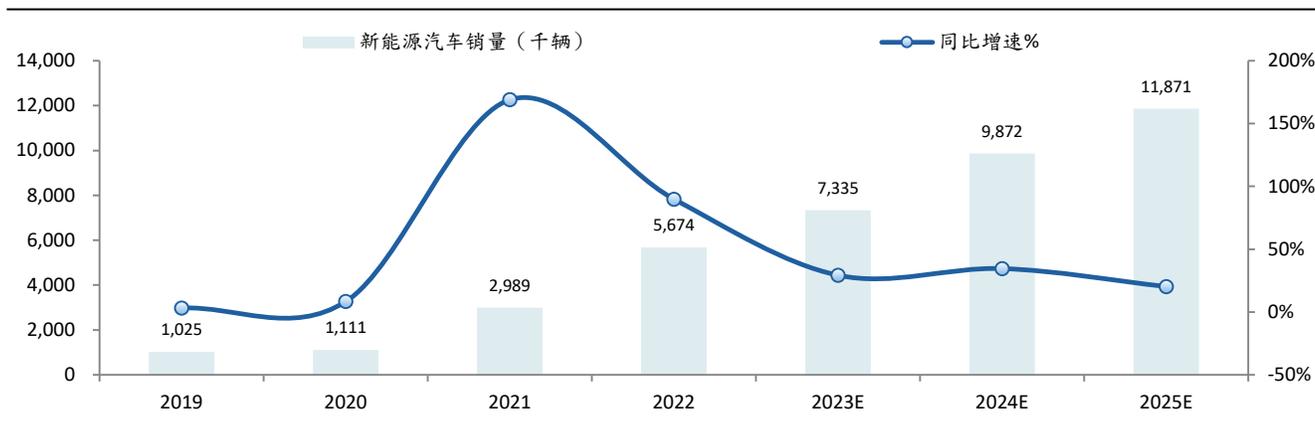
资料来源：乘联会，交银国际预测

图表 4: 中国内地燃油车销量自 2019 年开始连年下跌



资料来源：乘联会，交银国际预测

图表 5: 2019-2025E 中国内地新能源乘用车零售销量

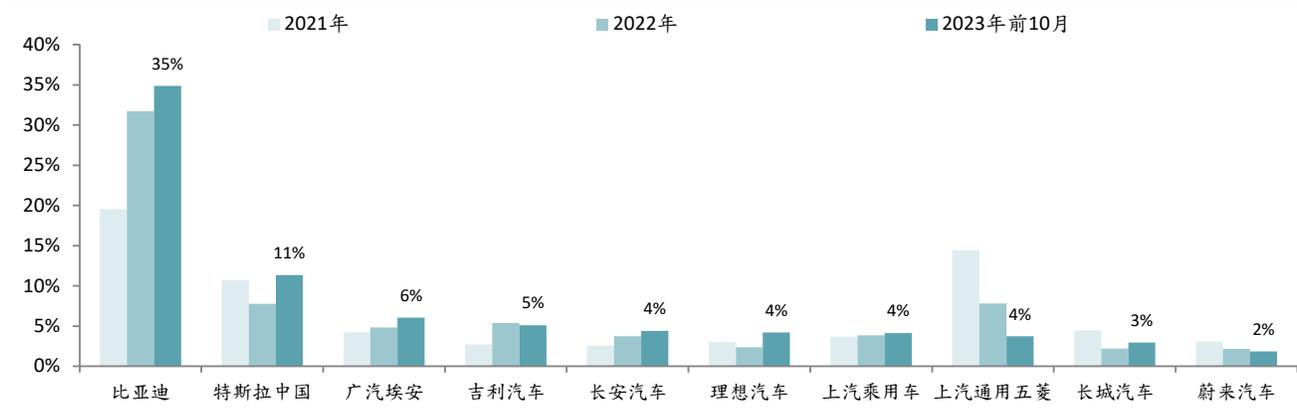


资料来源：乘联会，交银国际预测

中国新能源车市场集中度进一步提升，最大玩家比亚迪的市场份额由 2021 年的 20% 跃升至 2023 年前十月的 35%，与第二梯队的差距进一步拉大；前五大玩家 2021 年/2022 年/2023 年前十月的市场份额分别为 53%/58%/62%。前十玩家出现了洗牌，上汽通用五菱从往年的排名第 2 显著下滑至排名第 8，长城汽车也因新能源产品布局较晚由 2021 年排名第 4 跌落至第 9；而广汽埃安凭借具有竞争力的定价销量快速增长，排名上升至第 3；理想瞄准中大型 SUV 的产品缺口，迅速抢占市场，跃至第 6 的位置。

合资、外资品牌的新能源汽车发展仍然落后于自主品牌。合资品牌中目前只有大众汽车 ID 系列能打进中国的新能源汽车市场，但 ID 系列整体月销仍处于两万辆以下，2023 年前十月的销量仍低于蔚来、小鹏、哪吒、零跑等新势力。2023 年 10 月，自主品牌以 60.4% 的新能源汽车渗透率遥遥领先，其次是豪华品牌 19.6%，主流合资品牌仅 6.5%。

图表 6: 中国内地新能源汽车市场各车企市占率

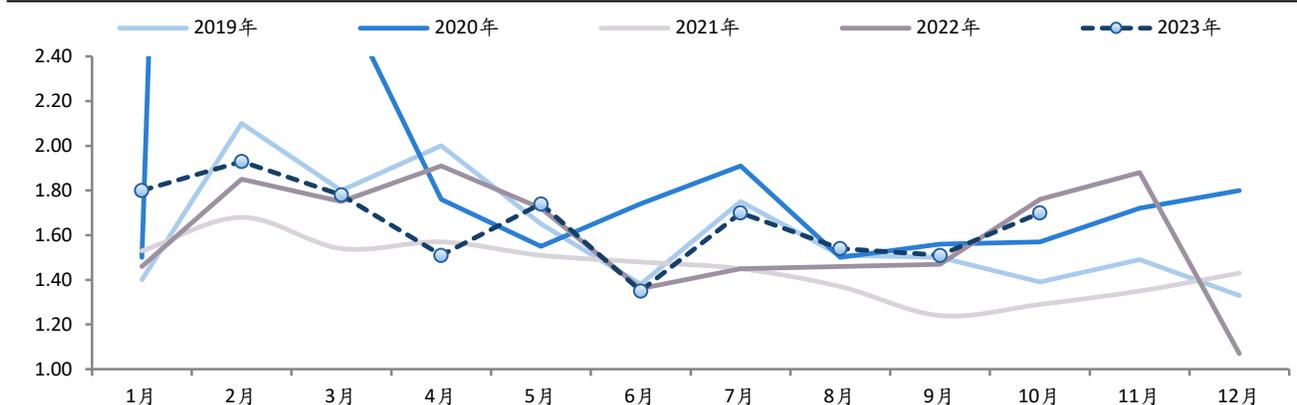


资料来源: 乘联会, 交银国际

行业竞争加剧导致去库存压力仍在

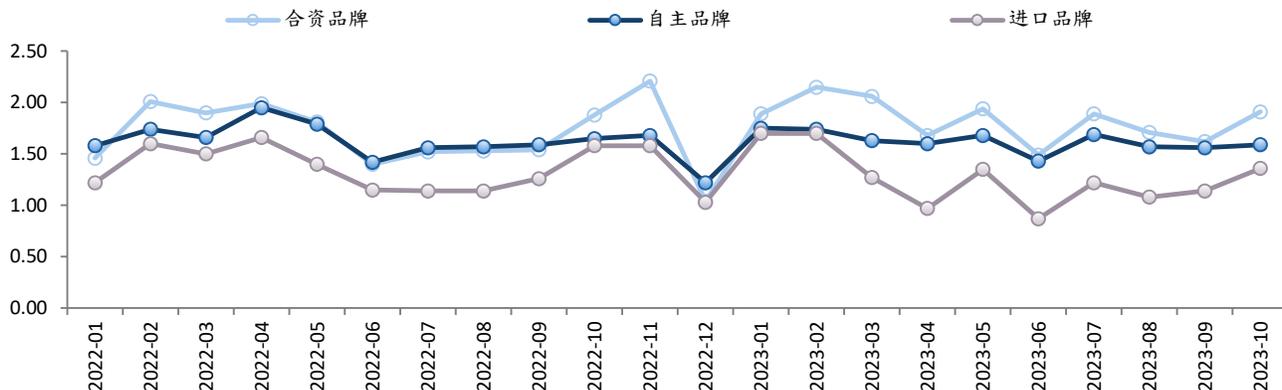
去库存压力仍在, 合资品牌库存最深。截至 2023 年 10 月, 汽车经销商的整体库存系数达到 1.7, 超过了 1.5 的警戒水平, 显示需求弱复苏情况下去库存压力仍在。分品牌来看, 合资品牌的库存压力最大, 库存系数达到 1.91, 主要受燃油车销量下滑拖累, 在油电平价的情况下, 燃油车去库存的难度较高; 自主品牌库存变化较平稳, 在荣枯线附近波动; 进口品牌的库存系数继 2023 年初去库存后, 基本处于合理范围内, 但下半年开始逐步回升, 接近 1.5 警戒线。我们预计自主和合资品牌 2024 年仍将保持较高的折扣力度来促销、去库存, 价格战将趋于常态化。

图表 7: 2019-2023 年月度中国内地汽车经销商库存系数



资料来源: 中国汽车流通协会, 交银国际 *库存系数=期末库存量/当期销售量; 库存系数在 0.8~1.2 之间, 反映库存处在合理范围; 库存系数>1.5, 反映库存达到警戒水平, 需要关注; 库存系数>2.5, 反映库存过高, 经营压力和风险都非常大

图表 8: 中国内地市场合资品牌库存系数较高

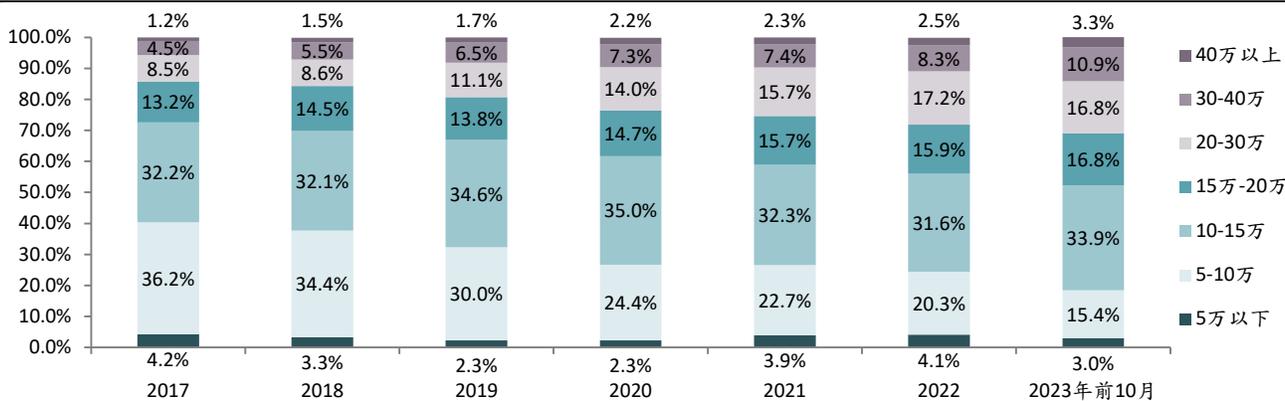


资料来源: 中国汽车流通协会, 交银国际 *库存系数=期末库存量/当期销售量; 库存系数在 0.8~1.2 之间, 反映库存处在合理范围; 库存系数 > 1.5, 反映库存达到警戒水平, 需要关注; 库存系数 > 2.5, 反映库存过高, 经营压力和风险都非常大

汽车消费升级仍在继续, 10-20 万元价格段竞争激烈

30 万元以上的高端市场份额不断扩大。分价格带来看, 10 万元以下的入门级汽车销量占比不断收窄, 由 2017 年的 40.4% 腰斩至 2023 年前十月的 18.4%; 而 30 万元以上的高端市场占比由 2017 年的 5.7% 倍增至 14.2%, 显示我国乘用车不断高端化, 消费结构持续改善。

图表 9: 2017-2023 年中国内地乘用车价格段销量占比



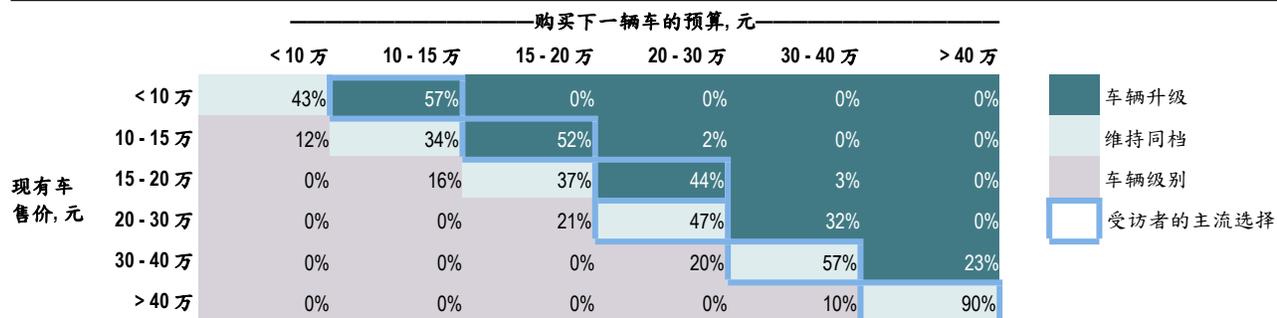
资料来源: 乘联会, 交银国际

汽车消费升级仍将是主流, 利好自主品牌新能源汽车。根据 2023 年麦肯锡中国汽车消费者调研, 现有车辆价格在 20 万元以下的车主 (占 2022 年总销量近 72%) 在增换购时, 主流的选择都是将车辆升级至下一个价格段。我们预计高端化趋势将在 2024 年延续, 30 万元以上的高端市场的份额将持续扩大。

在传统燃油车市场中, 高端市场主要由合资和 BBA 豪华品牌主导; 然而, 在新能源汽车市场中, 30 万元以上的高端区间由自主品牌占据主要份额, 主要凭借

国产品牌在智能化上的优势、优秀的品牌力、完善的服务体系等。从明年的新车上市计划来看，各自主品牌也布局了很多豪华新能源产品，例如定价 50-60 万元的理想 Mega，38.8 万元起售的小鹏 X9，预售价 70 万元的长城坦克 700 Hi4-T 等等。而且，这些车型开启预售，也收到了不错的预订量，显示消费者对于自主品牌高端产品的信任度。

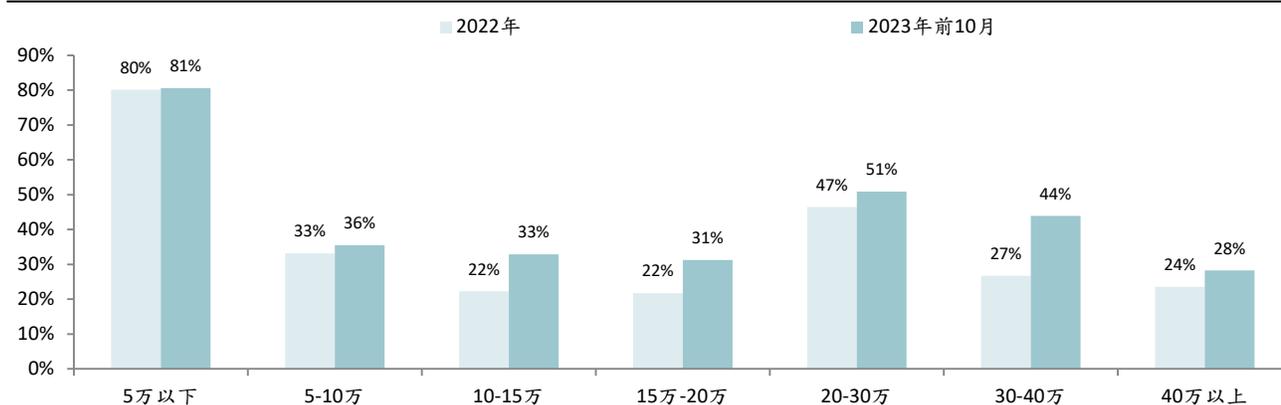
图表 10: 在 20 万元以下区间，汽车消费升级仍是主流



资料来源: 《2023 麦肯锡中国汽车消费者洞察》, 交银国际

10-20 万元价格带竞争将加剧。2023 年前十月，各价格带的新能源渗透率较 2022 年均有一定程度的提升，其中 10-15 万/30-40 万两个细分市场的增幅最大，分别提升 10.6/17.2 个百分点至 32.9%/43.9%。但目前，10-20 万元的主力价格带新能源渗透率仍较低，而 10-15 万元一直是占比最大的细分市场，2023 年前十月 10-20 万元价格带加起来占总销量的 50%，相信这两个细分市场是明年新能源车企的必争之地。随着明年车企加大这个价格区间的新能源车型的投放，我们预计这两个细分市场的新能源渗透率将明显提升。

图表 11: 中国内地市场各价格带的新能源渗透率



资料来源: 乘联会, 交银国际

自主品牌继续抢占市场份额，合资、外资品牌风光不再

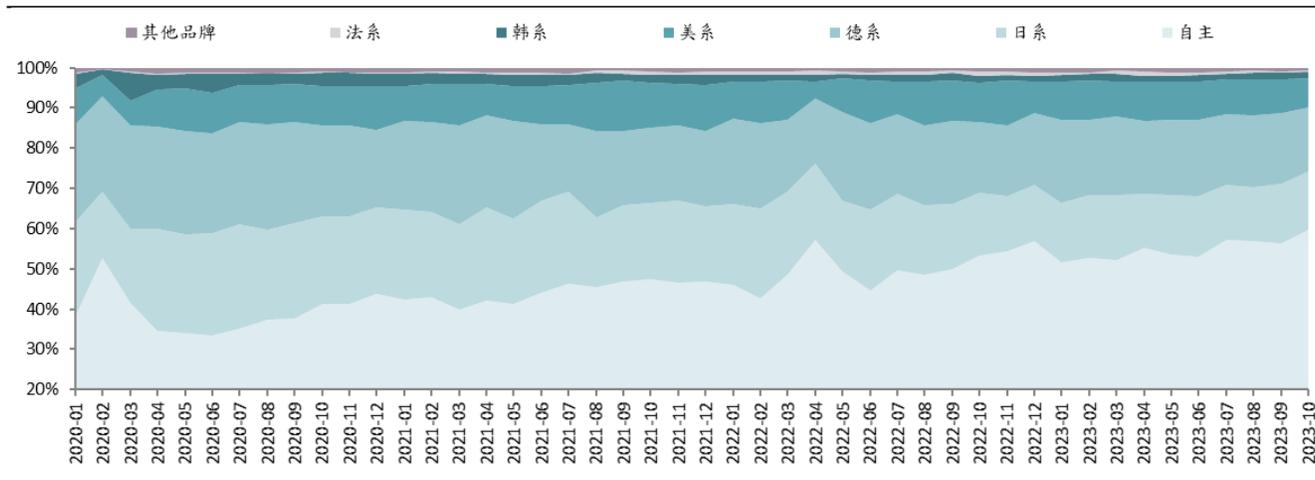
近年来，自主品牌的市场份额不断提升，由 2020 年的 30-40% 逐步提升至今已近 60% 的份额，其竞争优势体现在各个方面，包括先进的技术体系、更高的性价比、丰富的产品矩阵、全面贴心的配套服务和精准的营销定位等等。随着华为、小米等科技企业也入局汽车市场，这两个品牌本身具备粉丝和流量基础，再加上他们在技术方面累积的优势，有望将自主品牌的市场份额继续推高。

反观海外品牌，日系产品的市场份额收缩最为明显，由 2020 年 20% 以上的市占率下滑至目前 15% 左右，主要由于在当下新能源汽车加速替代燃油车的大环境下，日系品牌以往主打的省油已经不再吸引，除了丰田品牌较为坚挺，本田、日产的销量都大幅下滑。鉴于日系品牌的电动化进程较慢，我们预计日系的市场份额将进一步被自主品牌蚕食。

德系品牌的市占率流失较日系温和，仍能维持 15% 以上的市场份额，因 BBA 在豪华车市场仍受消费者认可。但从 2023 年广州车展的现场情况可以看到即使 BBA 品牌的关注度也逊色于头部自主品牌，主要由于其新能源车型目前仍不具备明显的竞争优势。随着自主品牌不断推出高端化的产品，搭配领先的智能驾驶技术，德系品牌的护城河也可能受到冲击，市场份额有可能继续下滑。

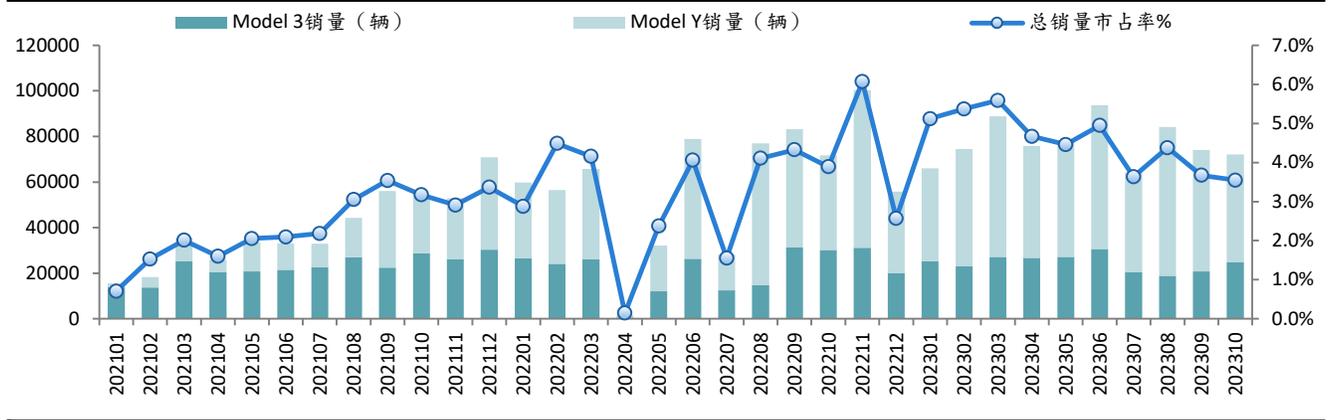
美系品牌中最大单一品牌特斯拉 2023 年也扭转前两年的强增长态势，整体市占率由年初的 5% 下滑至 10 月份的 3.5% 左右，即使在 2023 年 1 月、8 月连环降价，市占率也只是短暂回升，难以扭转下降的趋势。

图表 12: 中国内地市场自主品牌市场份额持续上升



资料来源: 万得, 交银国际

图表 13: 2021-2023 年中国内地市场特斯拉月度销量



资料来源: Marklines, 乘联会, 交银国际

智能驾驶引领新能源乘用车下一个赛道

自动驾驶政策密集落地，有望推动中国智能驾驶高速发展

随着自动驾驶技术的不断突破，相关政策、规范、标准、行动方案也在密集出台，为技术研发和产业落地提供了有力保障。自动驾驶相关法规体系正在逐步搭建，涉及道路安全和数据安全等方面，为自动驾驶产业的标准化测试和验证环境创造了条件。此外，政府还积极推动示范区的建设，通过政企合作的方式加速自动驾驶的商业化落地进程。

11 月 17 日，工业和信息化部、公安部、住房和城乡建设部、交通运输部联合发布《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》对智能网联汽车产业发展具有积极影响。《通知》的关键点主要有以下三个方面：

- ① 政策范围更具普适性：符合要求的的地级以上城市（含直辖市下辖区）均可申报试点，意味着自动驾驶道路测试将逐步在全国范围内开展。
- ② 创新组建联合体方式：如何组建符合要求的联合体是城市能否获准试点的关键。
- ③ 全文多处提及“安全”：涵盖车辆运行安全、网络安全、数据安全等方方面面，并对相关责任主体进行细化，明确责任认定。

同时《试点实施指南》明确了智能网联汽车生产企业需具备车辆设计验证能力，模拟仿真、封闭场地、实际道路、网络安全和数据安全、软件升级、数据记录等测试验证能力；建立与智能网联汽车产品相适应的产品信息数据库，具备自动驾驶系统开发和验证工具（含软件和设备）；并对车辆的动态驾驶任务执行、接管、最小风险策略、人机交互、产品运行安全、软件升级、数据记录作出要求，为智能网联汽车、车企提供了明确的行业标准，有利于推动自动驾驶产品的完善、开发与落地。

我们认为明确责任认定和政策范围更具普适性将有助推动智能网联汽车和自动驾驶产品的完善、开发与落地。我们预计 2024 年将是智驾爆发的元年，更多整车厂将会把重点放在智驾的研究和开发。特斯拉全自动驾驶（FSD）在法规完善后有望进入中国市场。

图表 14: 2023 上半年自动驾驶领域新出台政策一览

公布时间	发文机构	文件名称
6 月	北京市自动驾驶办公室	《北京市智能网联汽车政策先行区数据分类分级管理细则(试行)》
	成都市制造强市建设领导小组办公室	《成都市新能源和智能网联汽车产业发展规划(2023-2030 年)》
	海南省工信厅	10 司《海南省智能汽车道路测试和示范应用管理办法(征求意见稿)》
	江苏省交通运输厅	江苏省智慧交通建设标准《智慧公路车路协同路侧设施建设及应用技术指南》
	成都市经信局	《关于推进成都市智能网联汽车远程驾驶测试与示范应用的指导意见》
5 月	深圳市政府	《深圳市加快推动人工智能高质量高水平应用行动方案(2023-2024 年)》
	北京市政府	《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》
	安徽省发改委	《新能源汽车和智能网联汽车产业生态建设方案》
	湖北省政府	《湖北省数字经济促进办法》
	国家工信部	《京津冀产业协同发展实施方案》
	杭州市政府	《杭州市促进智能网联车辆测试与应用规定(草案)》征求意见稿
	北京市自动驾驶办公室	《北京市智能网联汽车政策先行区数据安全管理办法(试行)》
	重庆市政府	《渝西地区智能网联新能源汽车零部件产业发展倍增行动计划(2023-2027 年)》
	鄂尔多斯政府	《鄂尔多斯市智能网联汽车测试与示范应用管理办法(试行)》
	国家工信部	国标《智能网联汽车自动驾驶数据记录系统》征求意见稿
3 月	国家工信部	《国家汽车芯片标准体系建设指南(2023 版)》征求意见稿
	上海浦东新区人民政府	《上海市浦东新区促进无驾驶人智能网联汽车创新应用规定实施细则》
	阳泉市政府 21	《阳泉市智能网联汽车管理办法(草案)》征求意见稿
	国家自然资源部	《智能汽车基础地图标准体系建设指南(2023 版)》
2 月	临港新片区管委会	《中国(上海)自由贸易试验区临港新片区促进无驾驶人智能网联汽车创新应用实施细则(试行)》
	北京市经济和信息化局	《2023 年北京市高精尖产业发展资金实施指南(第一批)》
	贵阳市交通委员会	《贵阳贵安智能网联汽车测试与示范应用实施细则《征求意见稿)》
	上海市经济信息化委 市交通委 市公安局	《上海市无驾驶(安全)员智能网联汽车测试技术方案》
1 月	江苏省工信厅	《关于促进车联网和智能网联汽车发展的决定(征求意见稿)》
	无锡市工业和信息化局	《无锡市车联网发展促进条例》
	上海市经信委、市交通委、市公安局	《上海市智能网联汽车高快速路测试与示范实施方案》

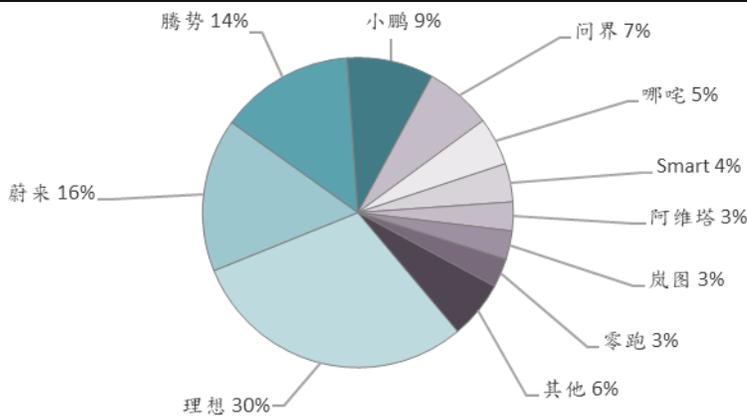
资料来源: 新战略低速无人驾驶产业研究所, 交银国际

L2 级搭载率 62%、L2+超 13%，智能辅助驾驶爆发有望进一步提升 L2+搭载率

根据市场调研机构 Canalis 发布的报告显示，2023 年第 1 季度中国新能源乘用车市场，前装标配 L2 级辅助驾驶功能的车辆批发量为 82.6 万辆，搭载率达到了 62.2%，其中前装标配 L2+辅助驾驶的新车批发量为 17.5 万辆，搭载率达到了 13.2%。

从市场供给来看，今年上市的多款重磅智能电动车型，不仅性能更加强劲，而且搭载了更加智能化的功能和系统。例如，一些车型已经实现了自动泊车、自动巡航、自动驾驶等功能，极大地提升了用户的驾驶体验和安全性能。智能辅助驾驶平台规划与落地，自主品牌领先合资品牌。在高阶辅助驾驶（也就是 L2+）的落地，造车新势力优势明显，标配 L2+的新车销量前十的品牌中，自主品牌占有 9 个位置，新势力品牌总装量超 70%。

图表 15: 2023 年第 1 季度中国内地前装 L2+ 新能源乘用车市场，理想和蔚来市占率~50%



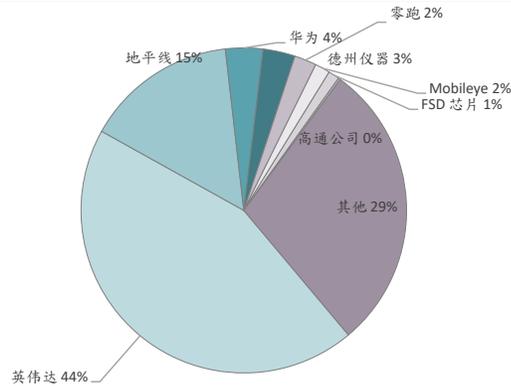
资料来源: Canalis, 交银国际

中国智能辅助驾驶的芯片市场，现阶段仍由英伟达和高通等国际巨头占据主导地位。不过，随着中国本土芯片供应商的崛起，这种局面正在逐渐发生改变。

根据 Canalis 的报告显示，2023 年 1 季度，英伟达在中国智能驾驶市场的市场占有率高达 44.2%，但地平线等中国厂商的市场份额也在不断提升，地平线的市场占有率已经达到了 15.1%。

除了地平线之外，华为、德州仪器、零跑汽车、Mobileye、特斯拉等厂商也在中国智能辅助驾驶芯片市场上拥有一席之地。其中，地平线、黑芝麻、华为和零跑汽车等中国本土芯片供应商，正在努力挑战英伟达的优势地位。地平线正在积极推动其最新、算力最大的征程 5 上车，并与轻舟智航、禾多科技等多家方案商合作，已经拿下了多家车企的前装量产车型。此外，地平线还通过投资等方式，不断扩大和巩固与合作伙伴的关系。另外搭载了华为 ADS2.0 智能驾驶系统的品牌，如问界，智界和阿维塔等将在 2023 年 4 季度开始放量，有助于大幅提升中国 L2+芯片市场分额。

图表 16: 2023 年第 1 季度中国内地前装 L2+ 新能源乘用车市场，英伟达市占率 ~44%



资料来源: Canalis, 交银国际

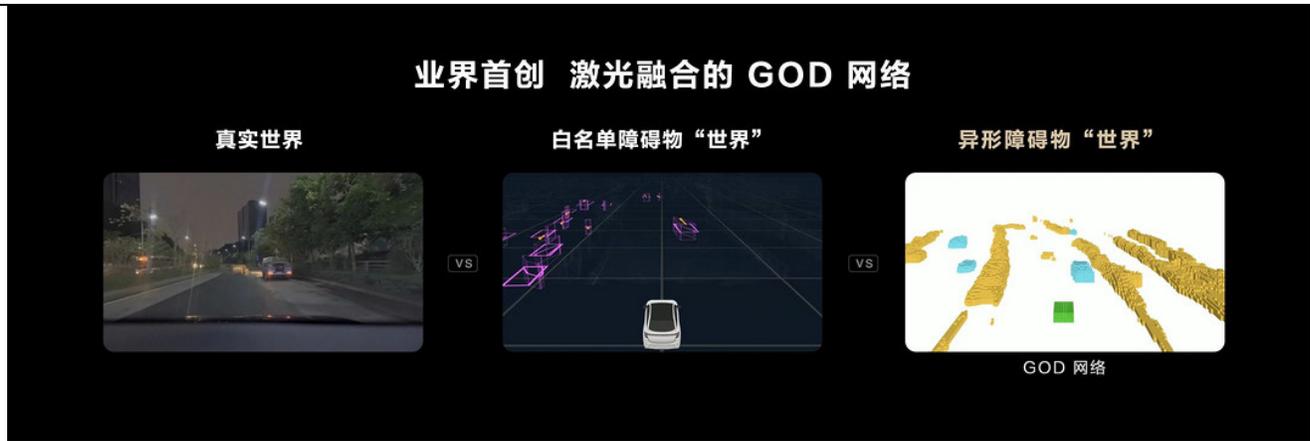
华为 ADS 2.0 赋能问界 M7

问界新 M7 车型发布的首销三周多时间，已经突破了 5 万台大定。至 11 月 14 日，大定数量突破了 90,000 辆。问界 M7 的成功，除了定价具性价比外，华为的 ADS 2.0 功不可没。相较于 ADS 1.0，华为 ADS 2.0 主要在传感器、地图和算法三个方面进行了提升。在传感器方面，ADS 2.0 更加注重实用性和性能的平衡，减少了对激光雷达的数量要求，增加了摄像头和超声波传感器的要求，以提高系统对非规则物体、异常天气和近距离切入等场景的适应性，同时降低成本。

在地图方面，ADS 2.0 采用了轻量化地图，减少了对高精地图的依赖。这种方式可以保证地图的实时更新，提高地图的新鲜度，但也对后端路径规划和车载芯片的性能提出了更高的要求。

在算法方面，ADS 2.0 采用了全新的感知融合算法，可以更好地融合多个传感器的数据，提高感知的准确性和稳定性。它还实现了城市 NOA 功能，在城区复杂交通场景下也能实现一定程度的智能驾驶，同时还增强了智能泊车等 ADS 1.0 就有的功能。

图表 17: HUAWEI ADS 2.0 GOD 网络



资料来源: 华为智能汽车解决方案, 交银国际

图表 18: AutoLab AEB 测试问题 M5 表现第一



测试项目	问界M5 (V1.3.1015P11)	智驾版 (4.3.1)	小鹏P7i (V11.1)(2023.12.300)	特斯拉Model Y (2024款智驾版)	沃尔沃XC60 (V4.4.0)	理想L9 (Banyan1.3.2CN)	蔚来ET5
正车尾静止车+行人混合场景	90kph	70kph	60kph	60kph	70kph	80kph	
侧翻车	90kph	/	/	/	/	/	/
非机动车横穿	75kph	/	/	45kph	35kph	35kph	
成人鬼探头	75kph	35kph	/	/	65kph	55kph	
夜间逆光横穿	85kph	/	/	/	/	/	/
侧卧假人	85kph	/	/	/	/	/	/
10%反射率塑料箱(夜间)	85kph	/	/	/	/	/	/
水马	85kph	/	/	/	/	/	/

/: 车辆无法响应该类型障碍物

资料来源: AutoLab, 交银国际

截至 10 月 7 日，M7 五座 MAX 版本的 ADS 高阶智驾包的选装率高达 70%，六座 MAX 版本的对应选装率也高达 68%。高阶智能驾驶在整个市场的渗透率也还不足 5%，华为的高阶智驾包能有如此之高的选装率，足以说明其智能驾驶技术受到消费者的认可。华为作为全球领先的信息与通信技术（ICT）解决方案提供商，在智能驾驶领域投入了大量的研发资源，并取得了多项技术突破。同时也反映出华为在智能驾驶市场的竞争力强。虽然目前高阶智能驾驶在整个市场的渗透率还很低，但随着技术的不断进步和应用场景的不断拓展，其市场潜力巨大。华为凭借其在智能驾驶领域的技术优势和品牌影响力，有望在这一市场中取得更大的市场份额。

图表 19: HUAWEI ADS 价格



资料来源:华为智能汽车解决方案，交银国际

重感知轻地图智驾技术路线或将成为主流，NOA 功能正迅速成为购车风向标

我们认为华为的重感知轻地图智驾技术路线有可能成为主流的路线，不再依赖高精地图，而是集成了多种传感器，可以实时获取周围环境的信息，从而实现自动驾驶的精准控制。这有两个主要优势：

- ⊕ **审核限制**：高精地图需要经过严格的审核和审批，这可能会导致时间和成本的增加。避开了这一限制，可以更快地实现在更多城市的高效落地。
- ⊕ **成本降低**：高精地图的采集和维护成本非常高，这会增加智能驾驶系统的成本。节省了这部分成本，从而降低了智能驾驶系统的成本。

另外高清地图同时存在数据“鲜度”远远不能满足高级别自动驾驶的问题，大部分地图只能做到一季度一更新。因此重感知轻地图路线，有望加快更高等级智驾落地。

抛弃高精地图，实现城区 NOA 在更多城市的落地，已成为众多车企的短期目标。许多车企都宣布将在 2023 下半年实现多城市的城区 NOA 功能。例如，理想汽车宣布开启城市 NOA 内测，年底将覆盖 100 个城市；小鹏汽车则宣布在广州、上海、深圳和北京开通城市导航辅助驾驶（NGP），未来将在更多城市开通该功能；蔚来汽车也宣布，将在 2023 下半年开启 NAD 服务中的“城区 NOP+ 服务”的上海区域先锋体验。通过“重感知+新地图”、甚至彻底摆脱对高精地图的依赖，借助纯感知和融合感知路线、以及 BEV+Transformer 模型实现城市 NOA，正逐渐成为行业共识。而小鹏、理想等车企推出的通勤模式，就是不借助高精地图，仅通过感知硬件识别、感知和学习来实现部分城市道路的高阶辅助驾驶功能。

图表 20: 整车厂 NOA 规划

品牌	城市 NOA 系统名称	当前覆盖城市	未来规划
华为	NCA	6 (北京、上海、广州、重庆、深圳、杭州)	2023 年底前覆盖全国
蔚来	NOP+	2 (北京、上海)	2023 年 4 季度城区领航辅助里程 6 万公里，2024 年 1 季度里程 20 万公里，2024 年 2 季度里程 40 万公里
小鹏	XNGP	5 (北京、上海、广州、深圳、佛山)	2023 年底覆盖 50 城市，2024 年覆盖
理想	NOA	2 (北京、上海,内测阶段)	2023 年底覆盖 100 城市
长城	NOH		200 城 年 1 季度开放北京、上海、保定 2024 年覆盖 100 城市

资料来源: 各公司资料, 交银国际

图表 21: 智能驾驶相关产业链标的



资料来源: 各公司资料, 交银国际

中国汽车出海扬帆起航

出口总量迅速扩张，成为全球第一汽车出口大国

近三年，由于全球疫情爆发，汽车产业供应链受到冲击，在全球面临芯片、动力电池等原材料短缺的情况下，中国汽车凭借自身的产业链优势迅速填补了全球汽车供给缺口。同时，中国新能源汽车凭借先进的智能化进展和成本优势，在国际市场上极具竞争力。因此，出口市场在 2021-2023 年得到迅速成长。

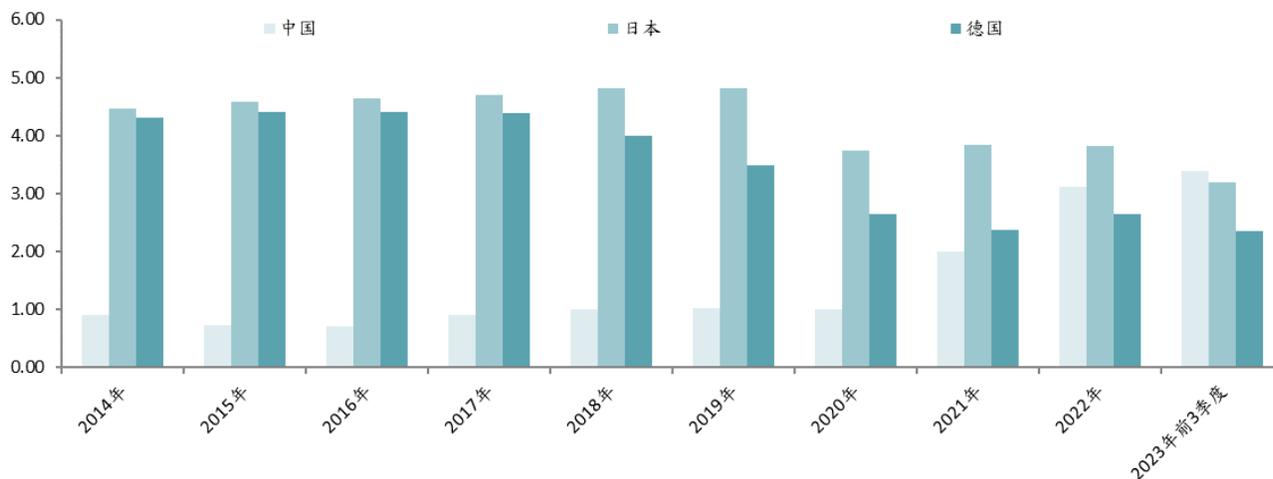
根据乘联会的数据，2020 年以前中国整车（含底盘）的出口量一直徘徊在 100 万辆上下，而 2021 年/2022 年/2023 年 1-10 月中国汽车出口 219/340/424 万台，实现 103%/55%/58% 的强劲同比增长，出口规模迅速打开。2022 年，我国汽车出口的数量已经超越德国，仅次于日本排名第二；而 2023 年前十月，我国更是超越日本，成为全球汽车出口第一大国。我们预计 2023 年全年可以实现超 50% 的同比增速，整车出口量超 510 万台；2024 年出口预测仍可实现 20-25% 的同比增速。

图表 22: 2007-2023 年中国整车（含底盘）出口趋势



资料来源: 乘联会, 交银国际

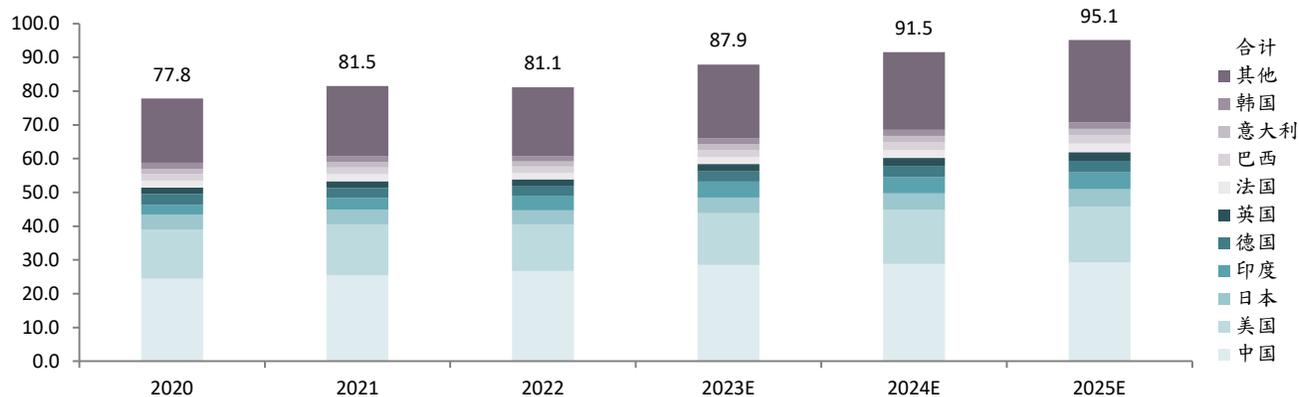
图表 23: 中国、日本、德国汽车出口量 (百万辆)



资料来源: 万得, 交银国际

根据 GlobalData 的预测, 2023/2024/2025 年全球轻型车销量将达 8,786/9,150/9,510 万辆, 同比增长 8.4%/4.2%/3.9%, 全球汽车市场增速良好。而 2022 年中国乘用车出口销量仅占海外市场的约 5%, 中国汽车出口成长空间广阔。

图表 24: 2020-2025E 全球汽车销量 (百万辆)

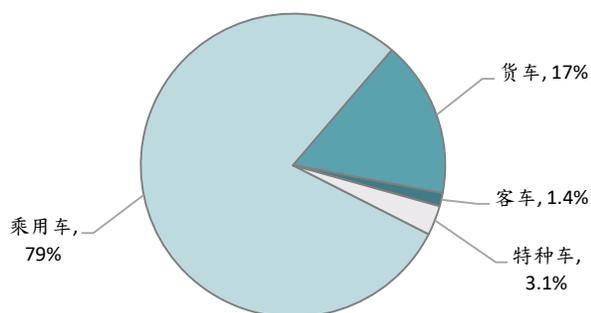


资料来源: Marklines, GlobalData, 交银国际 *E=GlobalData 预测

乘用车为出口最大组成部分，其中新能源汽车为增长动力

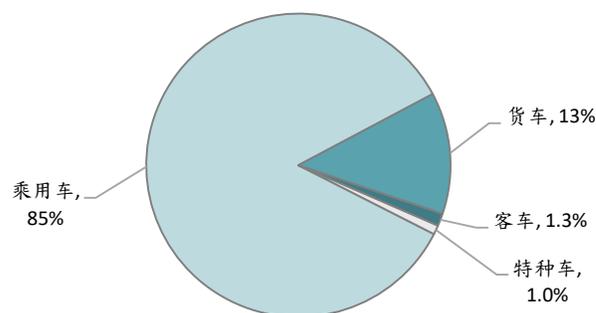
乘用车一直是汽车出口的最大组成部分，2023 年前十月我国乘用车出口 359 万辆，占比达到 85%，同比增加 6 个百分点。同期，货车出口 55 万辆，占比同比下降至 13%。从绝对值来看，各个汽车种类均录得同比正增长，乘用车增速最为强劲达 72%；客车和特种车因基数小，增速均在 50% 左右；货车增速最小为 18%。我们预计未来，乘用车仍将是出口增量的主要来源。

图表 25: 2022 年中国整车出口结构，按汽车类别



资料来源: 乘联会, 交银国际

图表 26: 2023 年前十月中国整车出口结构，按汽车类别

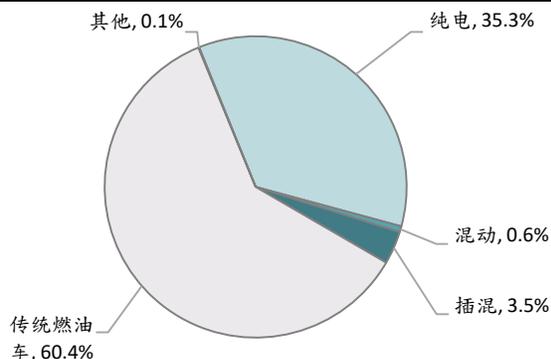


资料来源: 乘联会, 交银国际

新能源汽车在出口中的渗透率持续提升。由于海外的新能源汽车发展较落后，我国新能源汽车可以提供先进的智能座舱、智能驾驶等体验，在国际市场上认可度较高，因此新能源汽车在乘用车出口总量中的占比持续提升，由 2018 年 16.9% 提升至 2023 年前十月的 40.4%。我们预计随着全球各个国家加强对电动车的政策扶持以及相关的基础设施逐步完善，新能源汽车在出口中的渗透率也将持续提升。

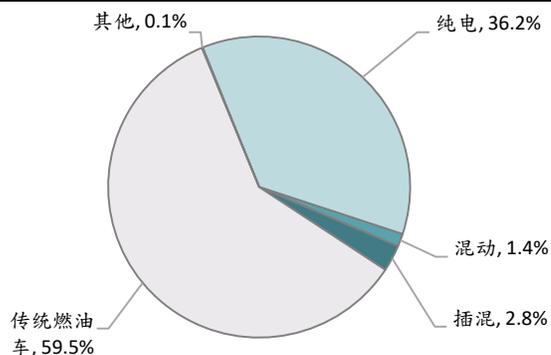
按能源类型来看，2023 年前十月传统燃油车仍然占乘用车出口总量近 60%，较 2022 年的 60.4% 略微下降，第二大能源类型为纯电车型，占比由 2022 年的 35.3% 提升至 36.2%。

图表 27: 2022 年中国乘用车出口结构，按能源动力划分



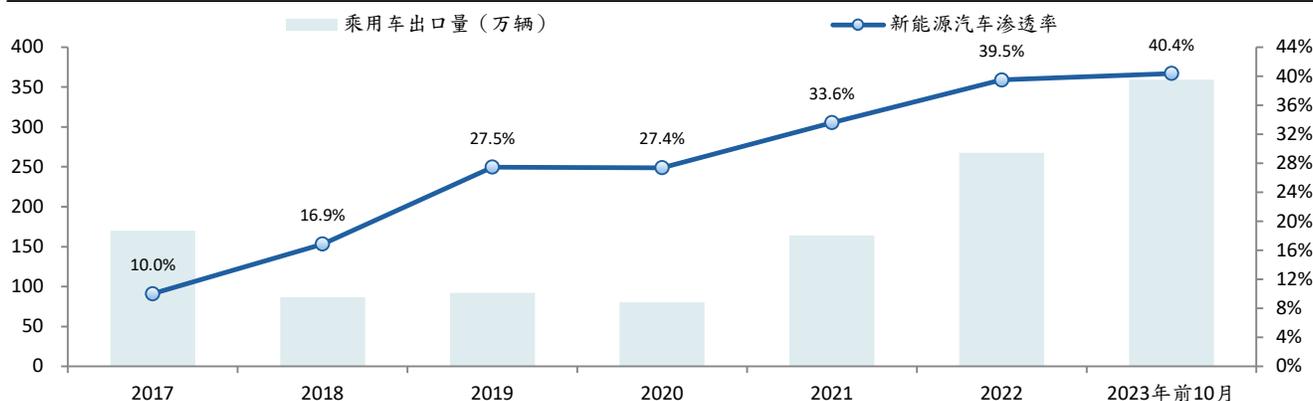
资料来源: 乘联会, 交银国际

图表 28: 2023 年前十月中国乘用车出口结构，按能源动力划分



资料来源: 乘联会, 交银国际

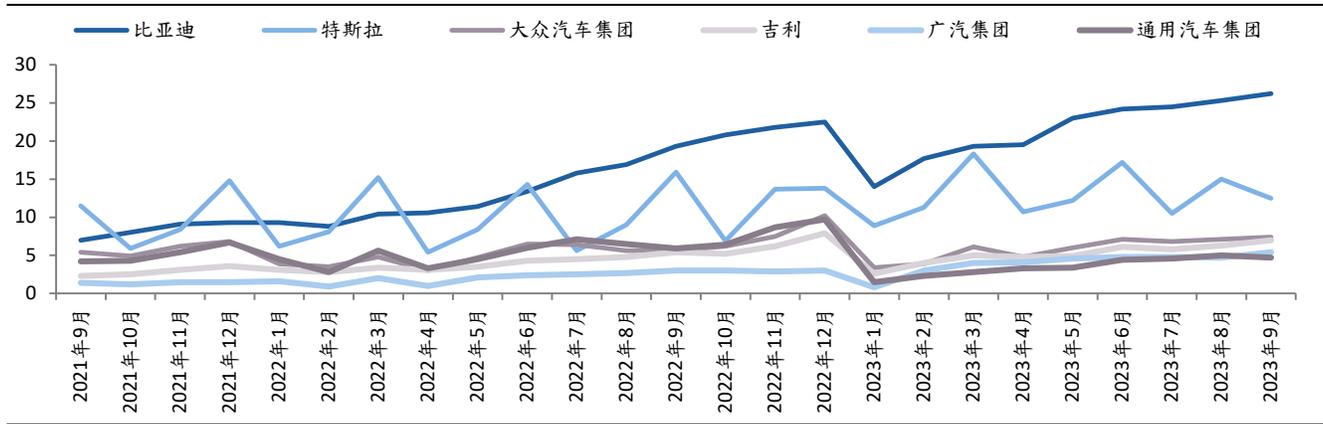
图表 29: 2018-2023 年中国乘用车出口量及新能源汽车渗透率



资料来源: 乘联会, 交银国际

全球新能源汽车市场中，我国自主品牌正强势崛起。自 2022 年下半年以来，比亚迪凭借丰富的产品布局，全球销量已经稳定超越特斯拉，而吉利和广汽也迎头赶上，超越了通用并拉近了与大众的差距。随着我国自主品牌在海外的知名度逐步提升，将促进我国汽车出口销量的进一步增加。

图表 30: 主要车企新能源汽车全球月度销量 (万辆)



资料来源: Marklines, 交银国际

图表 31: 2023 年 9 月全球销量前 10 的车型

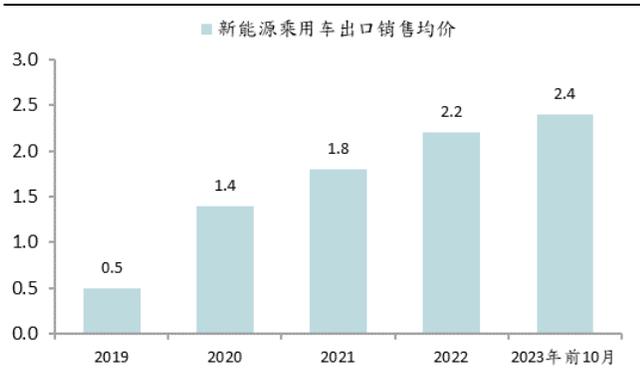
排名	车型	厂商/品牌	2023 年 9 月 (万辆)	同比	2023 年 1-9 月 (万辆)	同比
1	Model Y	特斯拉	9.6	3.20%	77.9	61.00%
2	宋 PLUS	比亚迪	4.1	N/A	28.1	N/A
3	海鸥	比亚迪	4	N/A	14.2	N/A
4	秦 PLUS DM-i	比亚迪	3.1	29.20%	24	60.00%
5	Aion Y	广汽埃安	2.7	107.70%	15.5	91.40%
6	Model 3	特斯拉	2.6	-57.40%	34.9	9.10%
7	元 PLUS/ATTO 3	比亚迪	2.4	41.20%	22.5	114.30%
8	宋 Pro	比亚迪	2.3	N/A	13.7	N/A
9	五菱缤果	五菱	2.2	N/A	12.6	N/A
10	Aion S	广汽埃安	2.2	57.10%	18.1	151.40%

资料来源: Marklines, 交银国际

我国新能源汽车出口均价不断上升。由于我国新能源汽车在高端化方面取得不错的进展，我国新能源乘用车出口的均价连年攀升，由 2019 年的 5000 美元迅速上升至 2023 年前十月的 2.4 万美元。根据高工智能汽车研究院监测数据，2022 年中国内地新能源汽车（不含进出口）的销售均价为 17.56 万元人民币（折合约 2.6 万美元）。按动力拆分，纯电车的均价持续上升，由 2020 年的 8000 美元提升至 2023 年前十月的 2.2 万美元；插混的均价最高，在 3 万美元上下，远高于传统汽油车 1.3 万美元左右的均价。

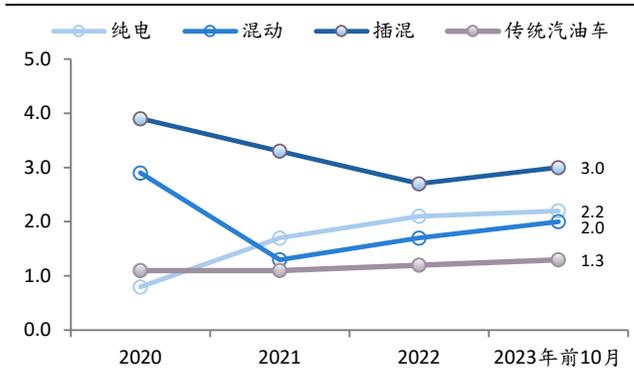
我们预计明年新能源车出口均价仍有望继续提升，因 1) 有更多高端化的车型出口，和 2) 随着出口目的地结构改善，我国向欧洲、澳大利亚等发达国家出口的量变大，整体均价也会提升。

图表 32: 中国新能源乘用车出口均价 (万美元/辆)



资料来源: 乘联会, 交银国际

图表 33: 中国乘用车出口均价 (万美元/辆), 按能源动力划分

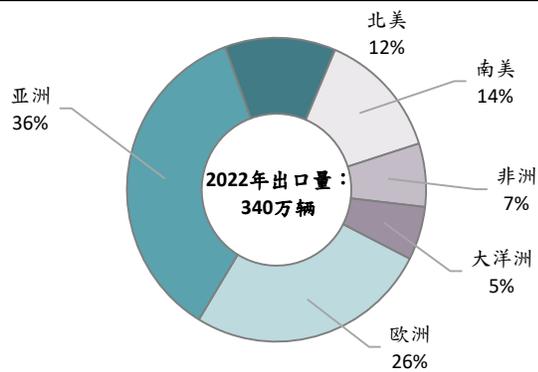


资料来源: 乘联会, 交银国际

西欧、东南亚为出口重点

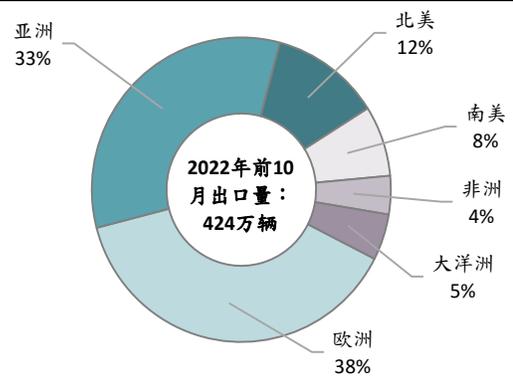
欧洲成为出口最大市场。分地区来看，2023 年前十月，向欧洲市场的出口量增长迅猛，超过亚洲成为最大的出口区域，占总量的 38%；北美的表现非常坚挺，占比维持在 12%，因发达国家的汽车需求较强。而亚洲市场有所回落，占比从 2022 年的 36% 下滑至 33%；南美、非洲等落后地区也受经济影响出口走弱。

图表 34: 2022 年中国整车出口量，按地区分布



资料来源: 乘联会, 交银国际

图表 35: 2023 年前十月中国整车出口量，按地区分布



资料来源: 乘联会, 交银国际

从具体出口目的地来看，2018-2020 年主要出口至伊朗、孟加拉、沙特、智利、埃及等国家，出口量波动剧烈，汽车需求不稳定；近年来，比利时、澳大利亚、英国等发达国家的占比显著提升（下图以深色背景显示）；俄罗斯在 2023 年前十月成为中国汽车出口的第一大市场。

图表 36: 2018-2023 年中国汽车出口前 10 大国家

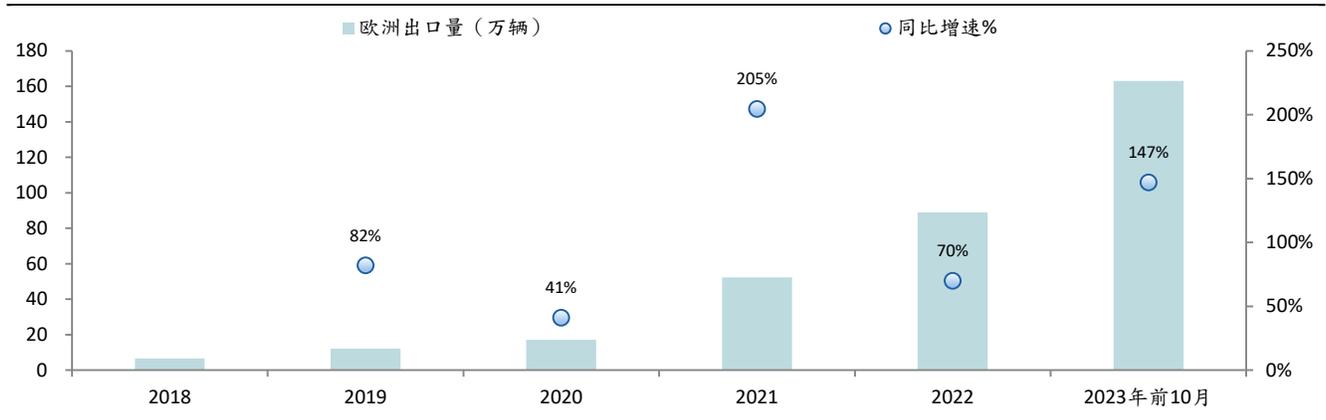
排名	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年前十月
1	伊朗	孟加拉	沙特	智利	墨西哥	俄罗斯
2	墨西哥	墨西哥	孟加拉	沙特	沙特	墨西哥
3	孟加拉	印度	埃及	俄罗斯	智利	比利时
4	智利	智利	智利	比利时	比利时	澳大利亚
5	美国	沙特	印度	澳大利亚	澳大利亚	沙特
6	印度	菲律宾	俄罗斯	墨西哥	英国	英国
7	埃及	秘鲁	澳大利亚	埃及	菲律宾	泰国
8	厄瓜多尔	马来西亚	美国	孟加拉	俄罗斯	阿联酋
9	越南	美国	马来西亚	英国	马来西亚	菲律宾
10	秘鲁	俄罗斯	墨西哥	菲律宾	阿联酋	西班牙

资料来源: 乘联会, 交银国际

欧洲出口情况分析

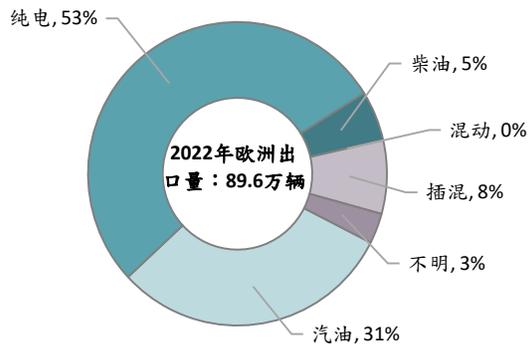
欧洲是中国汽车出口的主力地区，且近年来增速一直很快，2023 年前十月的出口量同比大增 147%。由于 2023 年前十月对俄罗斯的出口大增（同比+489%，占向欧洲出口量的 45%），导致欧洲区域出口的能源结构变化较大，汽油车占比由 2022 年的 31%增至 52%，纯电占比由 53%下滑至 35%。

图表 37: 中国整车对欧洲出口量及同比增速



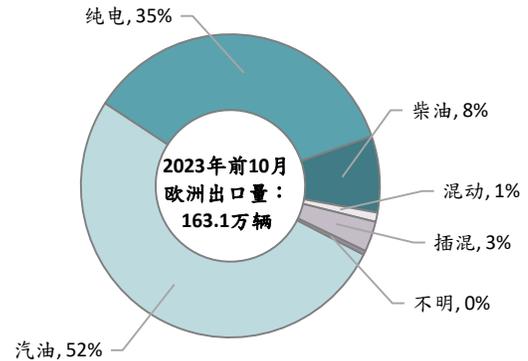
资料来源: 乘联会, 交银国际

图表 38: 2022 年中国整车对欧洲出口结构, 按能源动力划分



资料来源: 乘联会, 交银国际

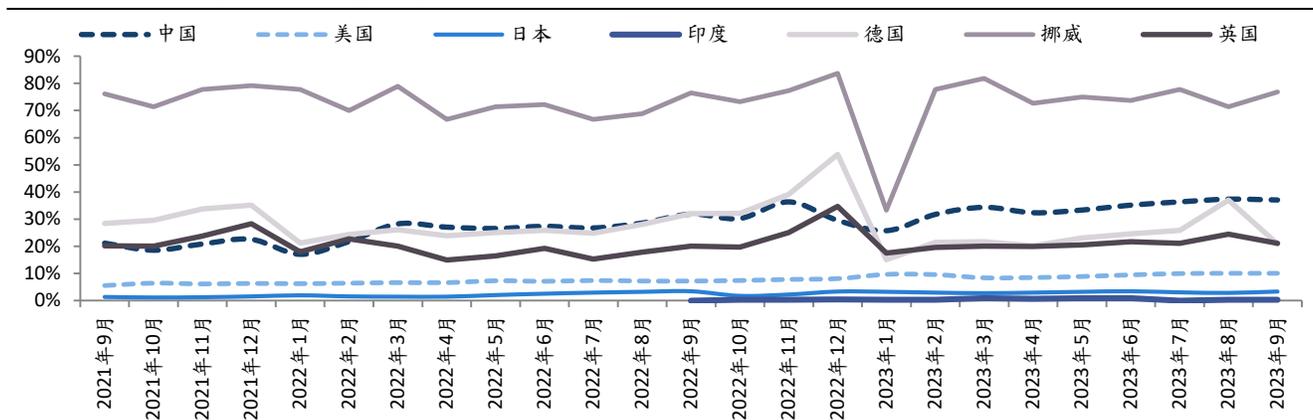
图表 39: 2023 年前十月中国整车对欧洲出口结构, 按能源动力划分



资料来源: 乘联会, 交银国际

车企仍以出口西欧国家为主要目标。北欧国家，如挪威、瑞典等，国民环保意识极强，因此汽车的新能源渗透率很高，在 50-70%，明显高于我国。但北欧国家体量较小，所以不会成为我国车企的首要出口方向。西欧国家，如德国、意大利、英国等地，汽车需求较高，而且新能源渗透率较低，都在 20%左右，有进一步提升的空间。同时，欧洲将实施更加严苛的减排政策，也将为我国新能源汽车出口创造更大的空间。

图表 40: 主要国家新能源车渗透率

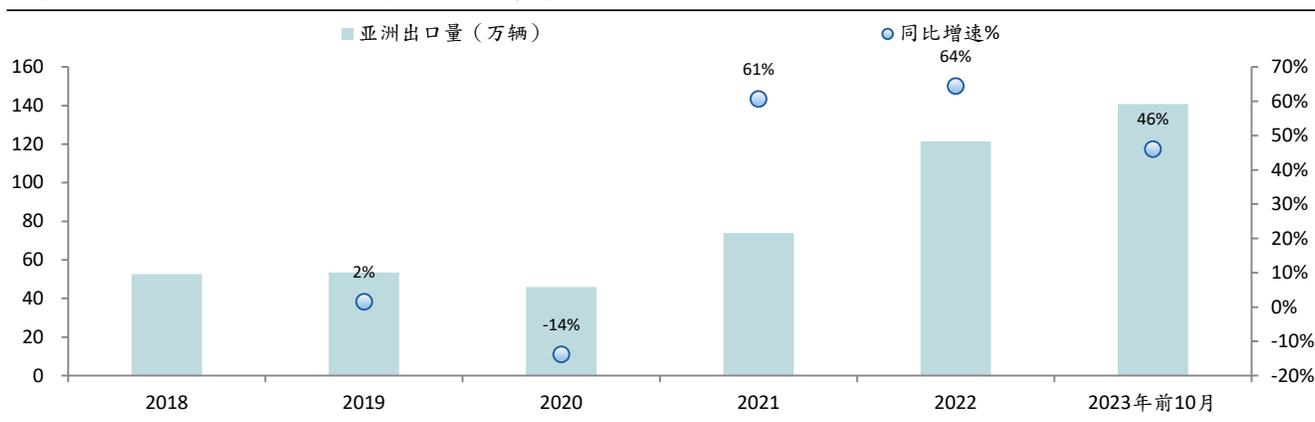


资料来源: Marklines, 交银国际

亚洲出口情况分析

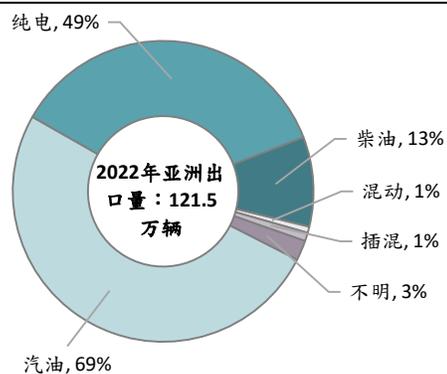
2023年前十个月，对亚洲地区的出口增速为46%，虽然较2020/2021年的增速略微回落，但仍然维持高增长态势。亚洲地区主要靠泰国、菲律宾等东南亚国家，东盟国家正加速推动汽车新能源转型，提供各类优惠政策如减免新能源汽车及关键零部件进口关税、并提供购车补贴、减免消费税等越来越多的车企将东南亚作为出口的重点，比如吉利收购马来西亚的宝腾，目标成为马来西亚第一、东盟第三的汽车品牌。

图表 41: 中国整车对亚洲出口量及同比增速



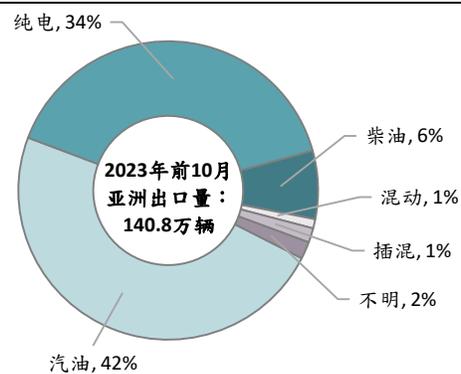
资料来源: 乘联会, 交银国际

图表 42: 2022 年中国整车对亚洲出口结构，按能源动力划分



资料来源: 乘联会, 交银国际

图表 43: 2023 年前十月中国整车对亚洲出口结构，按能源动力划分



资料来源: 乘联会, 交银国际

各车企加快出海布局

我国已有不少车企在海外出口方面积累了丰富的经验、建立了成熟的生产、销售网络。上汽已在海外 73 个国家进行销售，包括挪威、比利时、荷兰等多个欧洲国家，其中名爵品牌今年在欧洲市场的销量目标为 20 万辆。长城汽车作为我国最早一批出海的汽车企业，先后在日本、美国、德国、印度、加拿大、奥地利和韩国设立海外研发中心，在欧亚地区、泰国、巴西建立了 3 个全工艺整车生产基地，在厄瓜多尔、巴基斯坦等地拥有多家 KD（散件组装）工厂。

图表 44: 长城汽车海外布局发展历程



资料来源: 公司资料, 交银国际

另外，现在也有更多车企开始发力海外。比如比亚迪 2023 年前十月的出口增速达到 4.4 倍，增长强劲；比亚迪参加慕尼黑车展时也获得了相当的关注度。随着比亚迪在泰国的首个乘用车生产基地 2024 年投产后，我们预计比亚迪在东南亚的市场份额将进一步提升，在中国车企出口的排名也将继续攀升。

一众新势力也开始与海外车企合作，为打开海外市场奠定基础，包括小鹏与大众达成长期战略合作伙伴关系，Stellantis 入股零跑汽车、并将负责零跑汽车在海外市场的销售等。对于资金实力没那么雄厚的造车新势力来说，与海外车企合作可以利用合作方已有的渠道资源，又可以在海外迅速提升知名度。

图表 45: 2023 年 1-10 月中国车企出口排行榜

排名	车企	出口量(万辆)	市场份额	同比增速%
1	上汽	86.1	22.0%	26%
2	奇瑞	74.2	18.9%	104%
3	吉利	34.0	8.7%	113%
4	特斯拉中国	30.9	7.9%	41%
5	长安	29.1	7.4%	33%
6	长城	24.7	6.3%	86%
7	比亚迪	18.5	4.7%	440%
8	东风	18.0	4.6%	-10%
9	江汽	13.9	3.5%	54%
10	北汽	13.3	3.4%	41%

资料来源: 中汽协, 交银国际

图表 46: 比亚迪慕尼黑车展展区



资料来源: 媒体报道, 交银国际

图表 47: 零跑 C10 亮相慕尼黑车展



资料来源: 媒体报道, 交银国际

图表 48: 中国整车厂出口海外车型覆盖

车企	车型	出口国
比亚迪	ATTO3 (元 PLUS EV)	欧洲 (荷兰、德国、瑞典、丹麦等)、澳大利亚、东南亚等、日本、印度
	汉 EV	欧洲, 拉美
	唐 EV	欧洲、日本
	海豚、海豹	日本、欧洲、拉美
	元 EV	拉美
	秦 Plus DMi	拉美
	宋 DM	中东
	E6	印度、泰国
吉利	几何	沙特、科威特、巴林、卡塔尔、以色列
	领克	欧洲、亚太
上汽	MG+Marvel R	欧洲
	荣威 Ei5	欧洲
一汽	红旗 E-QM5、E-HS9	欧洲
长城	欧拉好猫	欧洲、东南亚、拉美
	魏摩卡 PHEV (Coffee 01)	欧洲
	哈弗 H6 PHEV	泰国
特斯拉中国	Model Y, Model 3	澳大利亚、新西兰、日本、新加坡, 德国、法国、意大利和瑞士
蔚来	ES8	挪威、荷兰、德国、瑞典、丹麦
	ET7	德国、荷兰、丹麦、瑞典
	ET5、EL7 (ES7)	德国、荷兰、丹麦、瑞典
小鹏	G3	挪威
	P7	挪威
	P5	挪威、荷兰、丹麦、瑞典
零跑	C10	欧洲
	T03	法国、土耳其、以色列
哪吒	哪吒 V	泰国
东风岚图	岚图 FREE	挪威

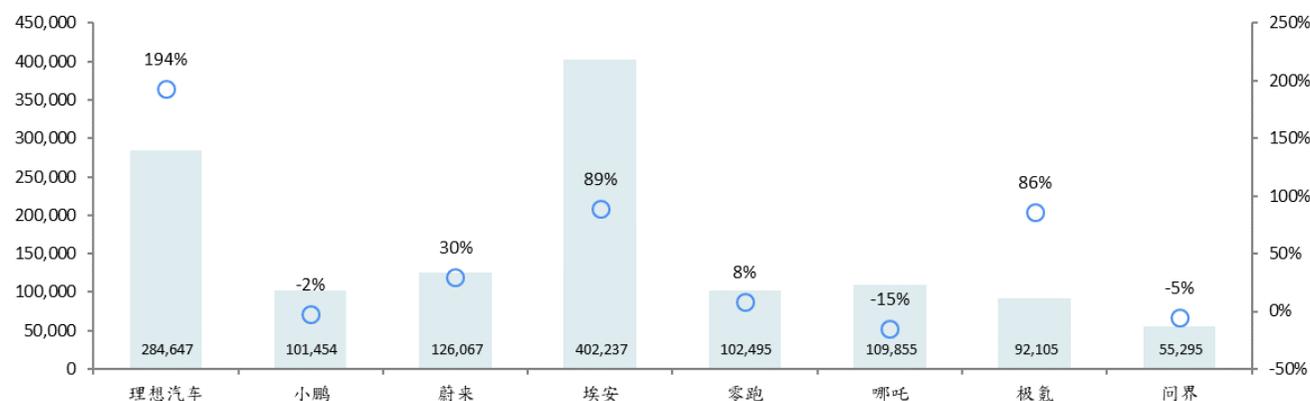
资料来源: 公司资料

2023 年新势力销量表现比较

2023 年前十月，理想汽车因精准的产品定位，销量迅速爬坡，10 月份的销量已突破 4 万辆，前十月的销量同比激增 194%，在新势力中表现最为亮眼；广汽埃安和极氪也分别录得 89% 和 86% 的同比增幅。蔚来虽然前十月累计销量同比增长 30%，但从 8-10 月的单月销量来看，已出现明显下滑的趋势；相反，小鹏和零跑月度销量持续提升，10 月份的单月销量突破 2 万辆和 1.8 万辆。问界 2023 年前八月销量疲软，但推出新款问界 M7 后销量迅速提升，预计 M9 上市后将进一步提振问界的销量。

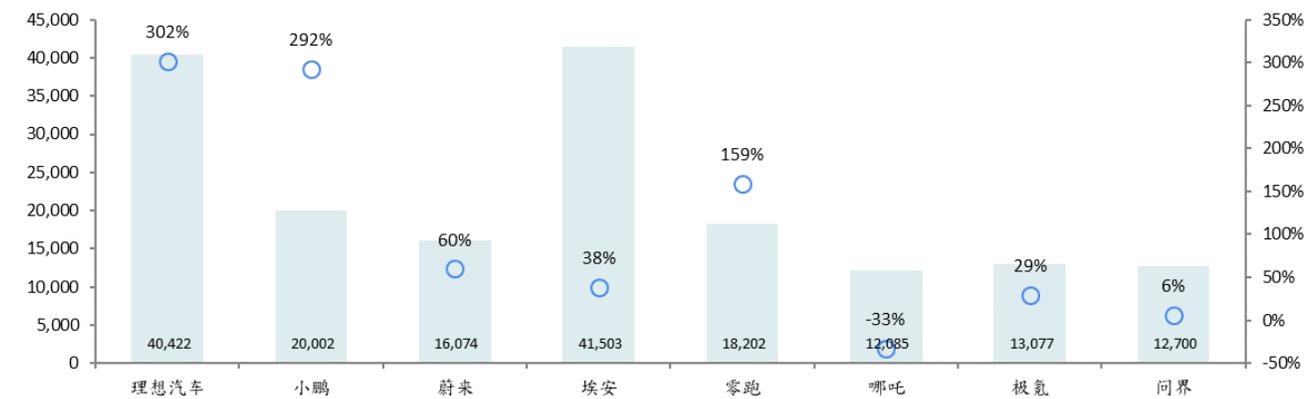
展望 2024 年，鉴于华为将与更多车企合作推出不同的华为智选车车型、小米汽车也有望上市，我们预计新势力的竞争会更加激烈，销量表现可能进一步分化，而智能驾驶有可能成为关键的竞争力之一。

图表 49: 2023 年 1-10 月新势力中国内地销量和同比增速



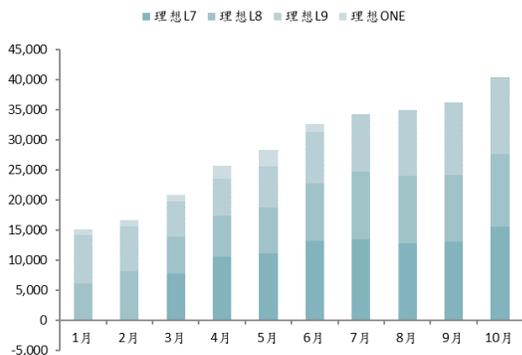
资料来源: Marklines, 公司资料, 交银国际

图表 50: 2023 年 10 月新势力中国内地销量和同比增速



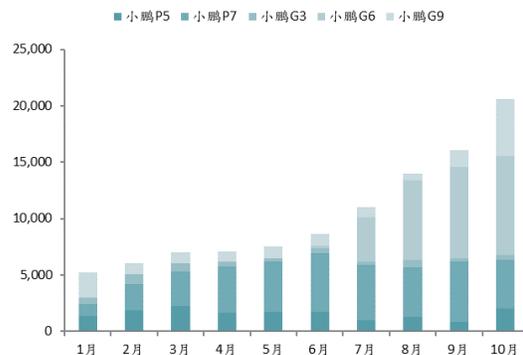
资料来源: Marklines, 公司资料, 交银国际

图表 51: 2023 年理想中国内地销量表现



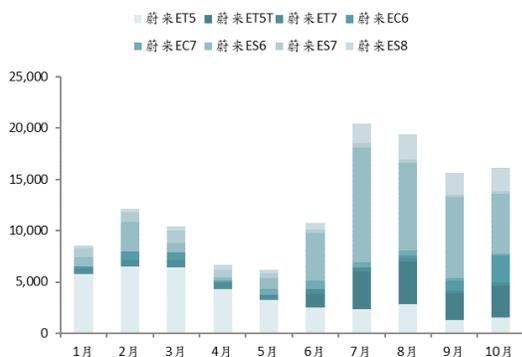
资料来源: Marklines, 公司资料, 交银国际

图表 52: 2023 年小鹏中国内地销量表现



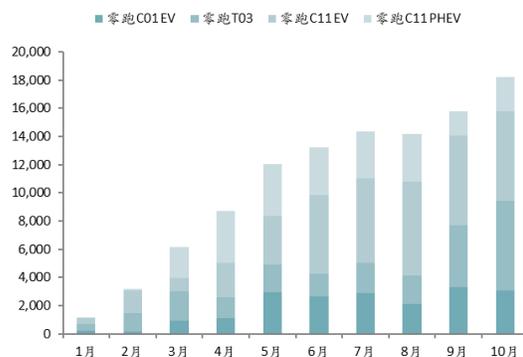
资料来源: Marklines, 公司资料, 交银国际

图表 53: 2023 年蔚来中国内地销量表现



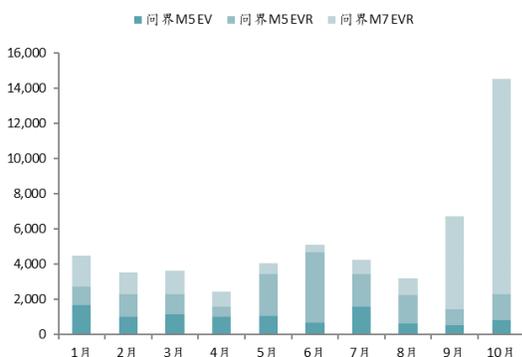
资料来源: Marklines, 公司资料, 交银国际

图表 54: 2023 年零跑中国内地销量表现



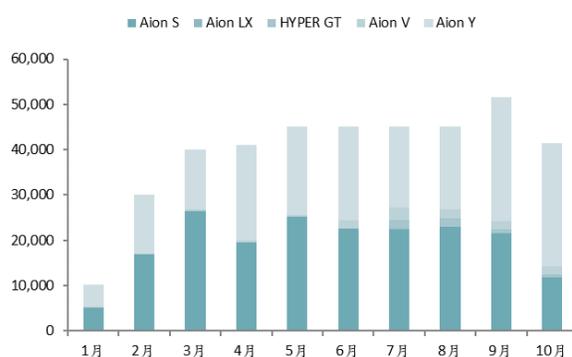
资料来源: Marklines, 公司资料, 交银国际

图表 55: 2023 年问界中国内地销量表现



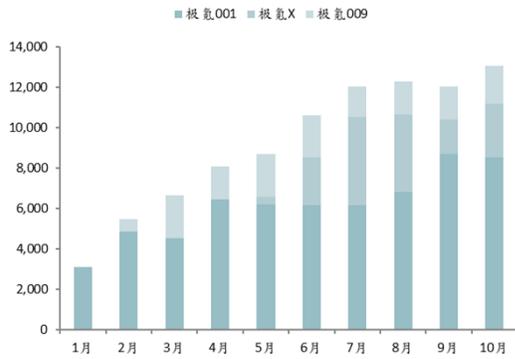
资料来源: Marklines, 公司资料, 交银国际

图表 56: 2023 年广汽埃安中国内地销量表现



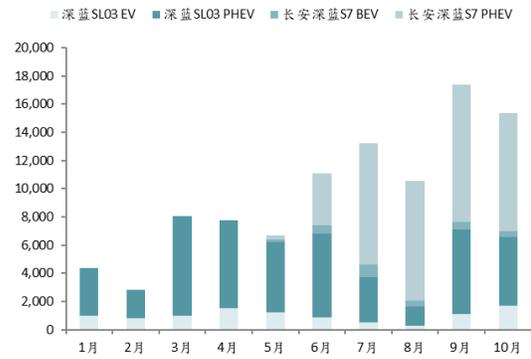
资料来源: Marklines, 公司资料, 交银国际

图表 57: 2023 年极氪中国内地销量表现



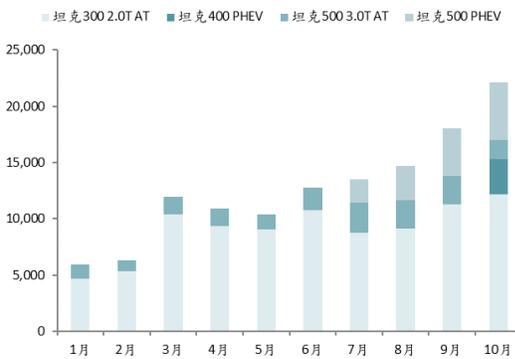
资料来源: Marklines, 公司资料, 交银国际

图表 58: 2023 年深蓝中国内地销量表现



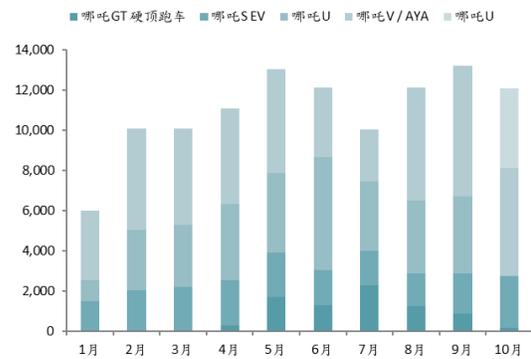
资料来源: Marklines, 公司资料, 交银国际

图表 59: 2023 年坦克中国内地销量表现



资料来源: Marklines, 公司资料, 交银国际

图表 60: 2023 年哪吒中国内地销量表现



资料来源: Marklines, 公司资料, 交银国际

图表 61: 汽车行业估值比较

股票代码	公司	货币 单位	价格	市值 (US\$bn)	Beta	3M ADTV* (US\$ m)	—EPS 增长—				PEG	—市盈率—			—ROE—		—P/B—		—股息率—		EV/S
							'23E	'24E	'25E	'22-25E		'23E	'24E	'23E	'24E	'23E	'24E	'23E	'24E	'23E	
传统整车厂							16.5	13.2	13.9	12.2	1.0	12.1	10.4	11.9	11.8	1.5	1.3	3.4	3.4	0.7	0.6
2333 HK	长城汽车	HKD	10.98	26.2	1.10	37	(22.9)	30.2	24.1	7.6	1.7	12.6	9.7	10.3	12.3	1.2	1.1	3.4	4.4	1.2	1.0
601633 CH	长城汽车-A	CNY	26.51	26.2	1.26	78	(12.4)	36.6	31.7	16.4	1.9	30.3	22.2	10.7	13.1	3.2	2.9	1.2	1.7	1.2	1.0
2238 HK	广汽集团	HKD	3.59	11.6	0.86	7	(43.5)	12.7	11.4	(10.8)	N/M	5.9	5.3	4.8	5.3	0.3	0.3	5.6	5.5	0.6	0.5
601238 CH	广汽集团-A	CNY	9.85	11.6	1.11	39	(42.2)	23.1	1.9	(10.2)	N/M	17.6	14.3	4.9	5.9	0.9	0.8	2.1	2.1	0.6	0.5
1211 HK	比亚迪	HKD	206	79.0	1.19	218	101.4	31.4	26.3	49.5	0.4	17.8	13.6	23.3	23.8	3.9	3.0	1.0	1.3	0.9	0.7
002594 CH	比亚迪-A	CNY	197.05	79.1	1.19	352	102.3	34.4	26.9	51.1	0.4	18.5	13.8	22.6	23.9	4.1	3.2	0.7	1.0	0.8	0.7
175 HK	吉利汽车	HKD	8.22	10.6	1.29	45	(6.5)	44.7	30.4	20.8	0.8	15.7	10.9	6.1	8.3	0.9	0.9	2.3	3.2	0.3	0.3
F US	福特汽车	USD	10.58	42.4	1.35	601	(6.1)	(5.4)	0.0	(3.9)	N/M	5.8	6.1	14.9	14.3	1.0	0.9	9.3	5.6	0.2	0.2
GM US	通用汽车	USD	32.36	44.3	1.34	502	3.4	(3.0)	3.7	1.3	3.3	4.4	4.5	14.9	11.1	0.6	0.5	1.1	1.6	0.2	0.2
000625 CH	长安汽车	CNY	19.18	23.1	1.36	483	29.9	(16.4)	26.4	11.1	1.6	17.9	21.5	15.2	11.4	2.7	2.4	1.6	1.3	0.9	0.7
600104 CH	上汽集团-A	CNY	14.86	24.4	1.00	45	(20.3)	9.5	10.7	(1.1)	N/M	11.3	10.3	5.5	6.4	0.6	0.6	2.4	2.6	0.4	0.4
VOW GR	大众集团	EUR	118.35	62.0	1.23	6	(5.2)	(1.9)	10.3	0.8	4.5	3.8	3.9	8.9	8.0	0.3	0.3	7.5	7.6	0.2	0.2
7267 JP	本田汽车	JPY	1529.5	56.6	1.14	187	39.4	9.0	4.1	16.5	0.5	7.6	7.0	8.8	8.8	0.6	0.6	4.0	4.2	0.7	0.6
7203 JP	丰田汽车	JPY	2833	314.7	1.29	514	71.9	0.1	2.7	20.9	0.4	9.1	9.1	14.2	12.7	1.2	1.1	2.8	3.0	1.6	1.5
005380 KS	现代汽车	KRW	182800	29.9	0.82	64	58.1	(6.4)	(2.4)	13.0	0.3	3.7	3.9	14.1	11.9	0.5	0.5	6.3	6.1	0.9	0.8
新势力整车厂							12.7	(8.3)	(24.0)	(25.7)	N/M	50.9	36.0	(40.2)	(34.4)	5.7	27.6	0.0	0.0	3.7	2.2
TSLA US	特斯拉	USD	238.83	759.2	1.61	28,367	(22.8)	26.5	37.1	10.2	7.6	77.0	60.9	19.1	20.7	14.5	11.9	0.0	0.0	7.6	6.3
9868 HK	小鹏	HKD	63.75	14.6	1.88	128	26.2	(35.1)	(59.5)	(30.7)	N/M	N/M	N/M	(36.5)	(28.9)	4.2	5.5	0.0	0.0	2.9	1.6
XPEV US	小鹏-ADR	USD	15.74	14.1	1.61	255	26.2	(35.1)	(59.5)	(30.7)	N/M	N/M	N/M	(36.5)	(28.9)	4.0	5.3	0.0	0.0	2.8	1.5
2015 HK	理想汽车	HKD	146.6	39.8	1.43	139		60.0	53.1		N/M	38.4	24.0	15.9	21.0	6.1	5.0	0.0	0.0	1.8	1.1
LI US	理想汽车-ADR	USD	36.3	38.5	0.93	235		60.0	53.1		N/M	37.2	23.2	15.9	21.0	5.9	4.8	0.0	0.0	1.8	1.1
9866 HK	蔚来汽车	HKD	56.45	12.1	1.54	15	58.4	(40.6)	(71.7)	(35.6)	N/M	N/M	N/M	(111.1)	(61.4)	8.7	127.2	0.0	0.0	1.5	1.0
NIO US	蔚来汽车-ADR	USD	7.15	11.9	1.29	502	58.4	(40.6)	(71.7)	(35.6)	N/M	N/M	N/M	(111.1)	(61.4)	8.6	125.9	0.0	0.0	1.5	1.0
9863 HK	零跑汽车	HKD	40.2	6.9		23	(13.6)	(35.6)	(87.4)	(58.8)	N/M	N/M	N/M	(57.3)	(67.9)	6.7	9.8	0.0	0.0	2.2	1.1
LCID US	LUCID 汽车	USD	4.33	9.9	1.41	163	37.2	(23.5)	(27.4)	(8.7)	N/M	N/M	N/M	(61.7)	(69.4)	2.0	3.4	0.0	0.0	12.2	5.3
TSP US	图森未来	USD	0.9398	0.2	2.22	2	(30.4)	3.0	19.2	(5.1)	N/M	N/M	N/M	(36.3)	(79.1)	0.3	2.8	0.0	0.0		
RIVN US	RIVIAN 汽车	USD	18.03	17.3	1.89	754	(25.7)	(30.3)	(49.3)	(36.0)	N/M	N/M	N/M	(43.1)	(44.1)	1.8	1.8			2.6	1.8
电池生产商							32.2	60.7	37.9	37.6	0.8	30.2	18.0	9.4	11.2	2.1	2.9	0.9	1.0	1.4	1.0
300750 CH	宁德时代	CNY	165.5	102.1	1.31	542	50.3	24.0	25.4	32.7	0.5	16.6	13.4	22.7	22.9	3.6	2.9	1.0	1.3	1.7	1.4
051910 KS	LG 化学	KRW	486500	26.5	1.51	131	(21.8)	77.6	54.3	28.9	0.7	19.6	11.0	5.8	9.5	1.1	2.9	2.0	2.4	1.0	0.8
6752 JP	松下	JPY	1508.5	25.2	1.13	105	105.5	(14.7)	19.2	27.8	0.3	8.3	9.7	11.5	9.2	0.9	3.0	2.3	2.6	0.5	0.5
002074 CH	国轩高科	CNY	21.68	5.4	1.61	35	45.7	78.5	48.1	56.8	1.0	57.7	32.3	2.8	4.8	1.6	2.9	0.0	0.1	1.9	1.4
300207 CH	欣旺达	CNY	36.3	38.5	0.93	235		60.0	53.1		N/M	37.2	23.2	15.9	21.0	5.9	3.2	0.0	0.0	1.8	1.1
3931 HK	中创新航	HKD	15.31	4.0	1.33	64	(10.8)	43.9	43.1	22.5	1.2	26.5	18.4	5.1	6.9	1.3	2.8	0.6	0.8	0.8	0.6
汽车零部件公司							37.8	26.8	24.5	28.9	0.7	19.7	15.2	15.3	16.8	3.0	2.5	2.6	3.2	2.2	1.8
603197 CH	保隆科技	CNY	58.35	1.7	1.38	24	127.3	30.2	31.8	57.4	0.5	27.8	21.4	15.4	17.0	4.3	3.7	0.8	1.4	2.4	1.8
002472 CH	双环传动	CNY	26.8	3.2	1.39	93	36.7	28.9	27.0	30.8	0.9	28.2	21.9	10.0	11.9	2.8	2.5	0.6	1.3	3.0	2.5
601689 CH	拓普集团	CNY	72.45	11.2	0.95	95	30.4	34.5	33.0	32.6	1.1	35.0	26.0	16.6	18.7	5.7	4.6	0.7	1.0	4.1	3.0
600741 CH	华域汽车	CNY	17.27	7.6	1.01	26	3.0	11.7	10.5	8.3	0.9	7.7	6.9	12.7	13.1	0.9	0.9	5.0	4.6	0.3	0.3
3606 HK	福耀玻璃	HKD	36.45	13.3	0.95	8	19.9	12.4	16.5	16.2	0.9	15.3	13.6	18.1	18.4	2.7	2.4	4.3	4.7	2.9	2.5
425 HK	敏实集团	HKD	16.6	2.5	1.13	5	26.2	24.3	25.0	25.2	0.4	9.0	7.2	10.9	12.4	0.9	0.8	4.4	5.5	1.1	0.9
558 HK	力劲科技	HKD	5.72	1.0	1.23	3	12.4	33.2	32.8	25.7	0.5	11.7	8.8	15.5	18.4	1.8	1.5	1.9	2.5	1.3	1.1
1760 HK	英恒科技	HKD	2.88	0.4	1.17	1	55.4	29.8	13.4	31.8	0.2	5.9	4.6	20.3	20.3	1.1	0.9	5.3	7.4	0.6	0.4
603596 CH	伯特利	CNY	78.95	4.8	0.88	42	29.1	36.4	30.5	32.0	1.1	36.5	26.7	18.5	20.6	6.7	5.4	0.4	0.5	4.5	3.5

资料来源：彭博预测, 交银国际

*注: 3M ADTV 指三个月日均成交量; 股价截至 2023 年 12 月 3 日

风险因素

- 1) 汽车销量不及预期；
- 2) 出口销量受国外经济因素影响低于预期；
- 3) 芯片等零部件短缺；
- 4) 原材料价格上涨对盈利能力产生不利影响。

图表 62: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
2015 HK	理想汽车	买入	146.60	196.11	33.8%	2023 年 11 月 10 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	8.22	12.50	52.1%	2023 年 08 月 23 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	10.98	12.25	11.6%	2023 年 07 月 17 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	206.00	309.67	50.3%	2023 年 03 月 29 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.59	4.43	23.4%	2023 年 08 月 28 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	沽出	63.75	39.70	-37.7%	2023 年 11 月 16 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	沽出	56.45	61.20	8.4%	2023 年 08 月 30 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 12 月 1 日

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼

总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。

香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2023年12月4日

汽车行业

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司及富景中国控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。