



中信证券研究部

核心观点



陈俊斌
首席制造产业
分析师
S1010512070001



尹欣驰
汽车分析师
S1010519040002

预计 2021 年国内乘用车销量增速回升至 15% 以上，行业景气回升加速；除了电动化、智能化，乘用车消费升级、个性化趋势日渐明显。同时，中国制造在全球的比较优势日益显著，零部件、新能源汽车的全球替代趋势明确。此外，两轮车的消费升级、电动化等渗透率快速提升，带来新的成长领域。

乘用车：预计 2021 年国内销量增长 15% 以上，消费升级、个性化趋势明显。自 2020 年 5 月乘用车批发销量增速转正以来，行业景气回升明确；预计 2021 年国内乘用车销量增速将回升至 15% 以上，主要受益于：新冠疫情导致 2020 年一季度的低基数以及 2021 年迎来的换购高峰期。根据汽车流通协会的统计数据，3-6 年是消费者购入新车后的第一个换购高峰期，2017 年前后是中国乘用车销量的高峰期，均达到 2400 万辆左右，预计将给 2021 年带来明显的换购需求。消费结构上，除了电动化、智能化，预计消费升级、个性化将日渐明显，豪华品牌、个性化、出新节奏快的自主品牌有望市场份额持续提升。

商用车：高景气有望延续，产品升级与国六切换带来新机遇。预计重卡行业 2020 年将继续创历史新高，达到 160 万辆；考虑国三淘汰、超限超载治理等继续严格执行，预计 2021 年重卡依然会保持 130 万辆以上的高位。同时，考虑国六排放升级、安全法规强制执行等带来的单车价值量提升以及行业竞争格局的优化，预计行业龙头公司的盈利仍将保持正增长。此外，考虑国六排放的全面实施，预计将给国六产业链以及轻卡行业的龙头公司带来显著的增量和投资机会。客车行业最差的时间已经过去，预计 2021 年受益于新能源补贴延续、氢燃料电池示范运营开启、北京冬奥会等，行业景气将明显回升。

零部件：电动智能带来增量，全球替代加速推进。伴随着汽车的电动化、智能化，给零部件供应链带来了明显的单车配套价值量提升，尤其在汽车电子方面，渗透率加速提升。同时，全球车企同时面临加大电动智能研发投入与销量盈利下滑的矛盾，纷纷转向中国供应链企业寻求降本空间。此外，今年新冠疫情更是加速了中国企业全球替代的进程。建议重点关注三条投资主线：1、客户增量，主要是围绕下游市场份额提升的客户展开，如：特斯拉产业链、新势力产业链等；2、产品增量，主要是围绕单车配套量快速提升的产品展开，如：汽车电子产业链等；3、份额增量，如：全球市场份额持续提升的优秀中国零部件企业。

两轮车：增量看消费升级，存量看格局优化。伴随居民消费能力的提升，两轮车正逐渐从出行工具转变为休闲娱乐用品，例如：大排量摩托车、电踏车、高端电动自行车等，不仅带来 ASP（单车售价）的提升，而且预计渗透率将从目前 3% 以下持续提升至 10% 以上，带动行业持续快速增长。同时，对于存量的约 4000 万辆电动自行车市场，预计伴随着新国标的实施，行业格局将不断优化，目前行业中我们估计约 40% 仍是地方小企业的尾部供给，考虑这部分供给而言，预计龙头公司的市场份额将持续提升，规模优势日益明显。此外，中国的电动两轮车具有全球竞争力，预计海外市场将是下一个长期增量来源。

风险因素：汽车行业销量不及预期；终端价格竞争加剧；海外疫情再次爆发影响出口；原材料价格大幅上涨等。

汽车行业

评级 **强于大市（维持）**

投资策略：预计 2021 年国内乘用车销量增速回升至 15% 以上，行业电动化、智能化趋势加速，维持行业“强于大市”评级。在行业总量搭台，电动智能唱戏的背景下，重点推荐：1、乘用车板块，短期看板块贝塔，中期看车型周期，长期看电动智能。例如：长城汽车（A+H）、长安汽车、吉利汽车（H）、广汽集团（A+H）、上汽集团、东风集团股份、比亚迪（A+H）等。2、零部件板块，紧扣特斯拉产业链、汽车电子、全球份额提升三条逻辑。例如：华域汽车、福耀玻璃、拓普集团、旭升股份、新泉股份、均胜电子、银轮股份、文灿股份、宁波华翔、华阳集团、德赛西威、星宇股份、科博达、保隆科技、伯特利、耐世特（H）、中鼎股份、宁波高发、敏实集团、爱柯迪、豪能股份、精锻科技、岱美股份、贝斯特、新坐标、继峰股份、天成自控、松芝股份、万里扬等。3、两轮车板块，增量看消费升级，存量看格局优化。例如：雅迪控股（H）、小牛电动（美股）、八方股份等。4、商用车板块，产品升级和国六切换带来的新机遇。例如：潍柴动力（A+H）、中国重汽（A、H）、宇通客车等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
乘用车								
长城汽车	26.60	0.49	0.49	0.88	54	54	30	买入
长城汽车(H)	12.90	0.49	0.49	0.88	26	26	15	买入
长安汽车	20.58	-0.49	0.88	0.96	-42	23	21	买入
吉利汽车(H)	19.60	0.83	0.74	0.99	23	27	20	买入
广汽集团	14.29	0.65	0.57	0.91	22	25	16	买入
广汽集团(H)	8.02	0.65	0.57	0.91	12	14	9	买入
上汽集团	27.12	2.19	1.96	2.57	12	14	11	买入
东风集团股份	7.24	1.49	1.12	1.27	5	6	6	买入
比亚迪	176.06	0.59	1.62	2.10	298	108	84	买入
比亚迪(H)	154.85	0.59	1.62	2.10	262	95	74	买入
零部件								
华域汽车	33.58	2.05	1.53	2.21	16	22	15	买入
福耀玻璃	40.93	1.16	1.10	1.46	35	37	28	买入
拓普集团	34.80	0.43	0.61	1.00	80	57	35	买入
旭升股份	37.46	0.46	0.72	0.97	81	52	39	买入
新泉股份	28.38	0.58	0.81	1.05	49	35	27	买入
均胜电子	26.42	0.69	0.02	0.86	38	1643	32	买入
银轮股份	11.61	0.40	0.47	0.58	29	25	20	买入
文灿股份	34.18	0.28	0.39	1.60	121	87	21	买入
宁波华翔	17.08	1.57	1.44	1.79	11	12	10	买入
华阳集团	25.40	0.16	0.23	0.42	161	110	60	买入
德赛西威	83.03	0.53	0.73	0.96	156	114	86	买入
星宇股份	198.70	2.86	3.75	4.69	69	53	42	增持
科博达	68.69	1.19	1.20	1.55	58	57	44	增持
保隆科技	33.40	1.04	1.23	1.60	32	27	21	买入
伯特利	40.57	0.98	1.04	1.43	41	39	28	买入
耐世特(H)	7.38	0.61	0.26	0.59	12	28	12	买入
中鼎股份	13.95	0.49	0.39	0.62	28	36	22	买入

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
宁波高发	16.86	0.80	0.87	1.03	21	19	16	买入
敏实集团(H)	34.32	1.46	0.97	1.37	23	35	25	买入
爱柯迪	16.94	0.51	0.44	0.63	33	38	27	买入
豪能股份	23.76	0.56	0.87	1.19	42	27	20	买入
精锻科技	19.11	0.43	0.42	0.54	45	46	36	买入
岱美股份	29.77	1.08	1.07	1.51	28	28	20	买入
贝斯特	27.69	0.84	0.90	1.22	33	31	23	买入
新坐标	37.28	1.26	1.45	1.98	30	26	19	买入
继峰股份	9.35	0.29	-0.28	0.65	32	-34	14	买入
天成自控	10.85	-1.45	0.19	0.38	-8	58	28	买入
松芝股份	6.74	0.28	0.31	0.42	24	22	16	买入
万里扬	10.76	0.30	0.53	0.67	36	20	16	买入
两轮车								
雅迪控股(H)	10.69	0.17	0.30	0.39	62	36	27	买入
小牛电动(美股)	234.42	2.54	3.06	6.04	92	77	39	买入
八方股份	193.71	2.70	3.57	4.76	72	54	41	买入
商用车								
潍柴动力	17.92	1.15	1.26	1.36	16	14	13	买入
潍柴动力(H)	14.64	1.15	1.26	1.36	13	12	11	买入
中国重汽	37.82	1.82	2.73	2.70	21	14	14	增持
中国重汽(H)	17.01	1.21	1.93	2.43	14	9	7	买入
宇通客车	17.26	0.88	0.36	0.68	20	48	25	买入
中集车辆(H)	6.11	0.69	0.70	0.87	9	9	7	买入
经销商								
美东汽车(H)	27.58	0.44	0.59	0.83	62	47	33	买入
中升控股(H)	52.31	1.98	2.22	2.65	26	24	20	买入
永达汽车(H)	9.89	0.75	0.75	0.86	13	13	12	买入

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2020 年 11 月 20 日收盘价, 汇率: 1 港币=0.8485 人民币; 1 美元=6.56 人民币; 对于美股, 股价为 ADS 价格, EPS 为每 EPS 的 GAAP 净利润

目录

乘用车:需求恢复趋势明确, 2021 年有望双位数增长	1
商用车: 行业高景气有望持续, 产品升级与国六切换带来新机遇	5
零部件: 全球替代进行时, 板块性投资机会	10
长期视角: 增量市场和存量替代带来板块性机会	10
2021 年展望: 全球渗透加速, 汽车智能升级	11
投资机会	14
两轮车: 增量看消费升级, 存量看格局优化	15
长期视角: 消费升级和格局优化打造潜在全球竞争力	15
2021 年展望: 需求爆发, 优秀供给拉高行业空间	19
风险因素	21
投资建议	21

插图目录

图 1: 2018 年-2021 年中国乘用车批发销量预测及月度同比增速 (单位: 万辆)	1
图 2: 2001 年-2025E 中国乘用车批发销量级同比增速 (单位: 万辆, %)	2
图 3: 中国历年二手车车龄分布	2
图 4: 2017 年-2020 年经销商库存系数及终端折扣率 (单位: 月)	3
图 5: 2017 年 3 月-以来分级别城市乘用车销量同比增速 (单位: %)	3
图 6: 2009 年-2020 年 9 月自主品牌整车企业分车型销量及头部六家车企 CR6 (单位: 万辆)	4
图 7: 2010-2020 年豪华品牌零售销量、渗透率 (单位: 辆, %) 及豪华车中新能源车结构占比 (单位: %)	4
图 8: 2005-2021E 中国卡车及客车行业销量 (单位: 万辆)	6
图 9: 2005-2021E 重卡销量预测 (万辆)	7
图 10: 2019-2021E 中国重卡行业销量及预测 (单位: 万辆)	7
图 11: 中国纯电与天然气重卡销量 (单位: 万辆)	7
图 12: 重型柴油车国六后处理技术路线	8
图 13: 2012-2020 年 1-9 月全国大中型客车销量 (辆)	8
图 14: 2012 年至今全国客车分结构销量 (万辆)	9
图 15: 2013 年至今国家纯电动客车补贴上限值 (万元)	9
图 16: 2012 年至 2020 年 1-9 月国内客车行业分车企销量占比 (%)	9
图 17: 2017-2020 年 1-9 月 6 米以上新能源客车行业格局 (%)	10
图 18: 2015 至 2019 年全球 14 家主流汽车集团的销量和研发费用情况	11
图 19: 全球汽车产业链国内供应商成长路径	12
图 20: 2020 年智能驾驶领域大事记	14
图 21: 汽车零部件投资的九宫格	15
图 22: 我国两轮车发展历程及品类升级趋势	16
图 23: 国内电动两轮车市场空间	16
图 24: 部分地区“新国标”政策截止日期	17
图 25: 2013-2019 年各公司市场份额 (单位: %)	18
图 26: 2019 年各公司市场份额占比 (单位: %)	18
图 27: 2019 年自行车行业结构及各分类的销售地区分布	18
图 28: 意大利 2019 年电动踏板车及电动摩托车各品牌份额	19
图 29: 2018 年欧洲电踏车市场各品牌份额	19
图 30: “新国标”需求释放测算 (万辆)	19
图 31: 美团电单车 (左)、青桔电单车 (右)	20
图 32: “换电模式”与传统充电桩模式对比	20
图 33: 电动自行车品牌矩阵图 (销量 vs. 价格)	21
图 34: 摩托车品牌矩阵图 (销量 vs. 价格)	21

表格目录

表 1: 2021 年分车型销量预测 (单位: 万辆)	1
表 2: 2020 年造车新势力及传统车企融资情况	4
表 3: 电动化、智能化趋势对零部件单车价值量的影响	10
表 4: 2020 年至今国内电动智能产品统计	12
表 5: 海外主要零部件供应商 2020 年上半年营收和业绩表现	13
表 6: 电动两轮车和摩托车的豪华品牌占比 (单位: %)	20
表 7: 重点公司盈利预测	22

■ 乘用车:需求恢复趋势明确, 2021 年有望双位数增长

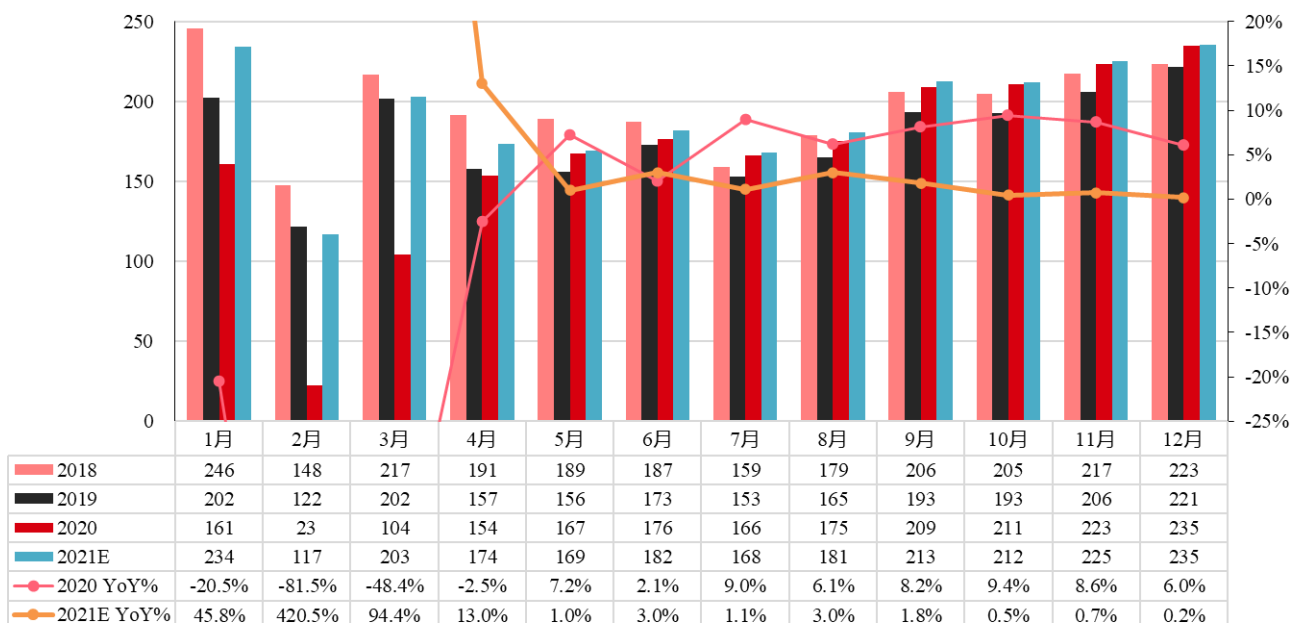
预计 2021 年国内汽车销量为 2642 万辆 (同比+7.0%), 其中乘用车销量为 2312 万辆 (同比+15.5%), 月度增速呈现“前高后平”的趋势。受新冠疫情的冲击, 2020 年 1-9 月, 中国汽车总销量为 1710 万辆, 同比-6.9%, 其中乘用车 1-9 月销 1336 万辆 (同比-12.3%)。一季度之后, 随着新冠疫情的影响逐渐消退, 乘用车行业销量迅速回暖, 在 5 月份批发销量结束了连续 22 个月的月度同比下滑, 并维持了连续 5 个月的月度同比正增长。我们预计 2020 年四季度行业销量将维持高个位数的增长, 2021 年有望在今年低基数的基础上实现全年 15.5% 的增长。分季度看, 2021 全年有望呈现“前高后平”的趋势, 预计 2021 年实现汽车销量为 2783 万辆 (同比+10.5%)。

表 1: 2021 年分车型销量预测 (单位: 万辆)

单位: 万辆	2019	YoY%	2020.01-09	YoY%	2020E	20E YoY%	2021E	21E YoY%
汽车总计	2,576.9	-8.2%	1,709.5	-6.9%	2,517.5	-2.3%	2783.0	10.5%
商用车	432.4	-1.1%	373.9	19.9%	515.1	19.1%	471.0	-8.6%
乘用车	2,144.4	-9.6%	1,335.6	-12.3%	2,002.4	-6.6%	2312.0	15.5%
-新能源	106.2	-2.7%	64.3	-19.5%	100.3	-5.6%	157.0	56.5%
-燃油车	2,038.2	-20.2%	1,271.2	-11.9%	1,902.1	-6.7%	2135.5	12.3%

资料来源: 中国汽车工业协会, 中信证券研究部预测

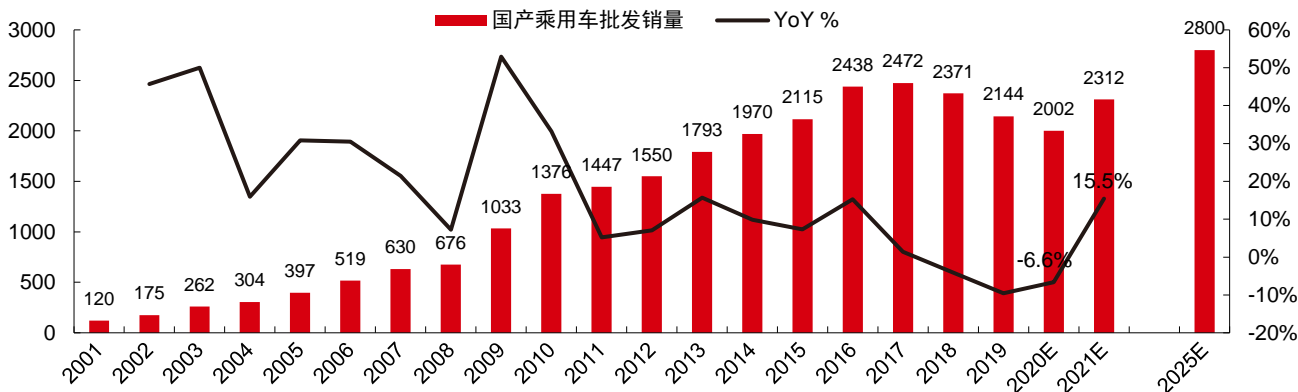
图 1: 2018 年-2021 年中国乘用车批发销量预测及月度同比增速 (单位: 万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, 中信证券研究部预测

长期看, 中国乘用车千人保有量增速最快阶段已经过去, 但预计换购和家庭增购的需求将成为汽车消费的主动动力。考虑到 2009-2010 年销量高峰年份的乘用车即将迎来批量淘汰, 我们预计乘用车行业自 2021 年起有望维持 5% 左右的复合增速, 并在 2025 年达到约 2800 万辆。其中, 新能源汽车渗透率有望达到 20%, 未来 5 年复合增速有望达到 41%。

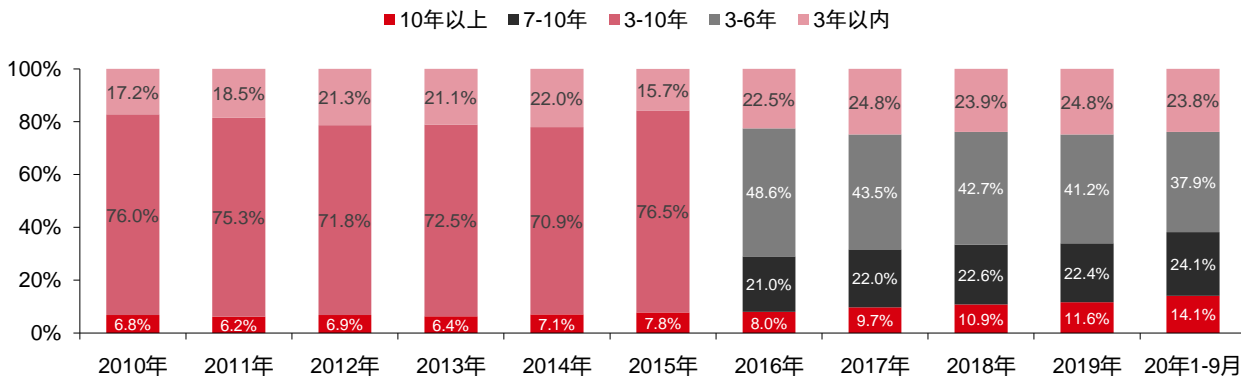
图 2：2001 年-2025E 中国乘用车批发销量级同比增速（单位：万辆，%）



资料来源：中国汽车工业协会，中信证券研究部预测

3-6 年换购周期为 2021 年车市提供自然恢复的基础。根据中国汽车流通协会数据，二手车交易市场中，3-6 年车龄的二手车占比最高，从另一个角度讲，车辆 3-6 年后迎来第一个换购高峰。2017 年中国乘用车市场实现销量 2472 万辆，是近年来销量巅峰；当年购入的车，3-6 年后迎来第一次换车周期，对应 2021 年左右将出现较强的换车需求，新车销量具备自然恢复的基础。

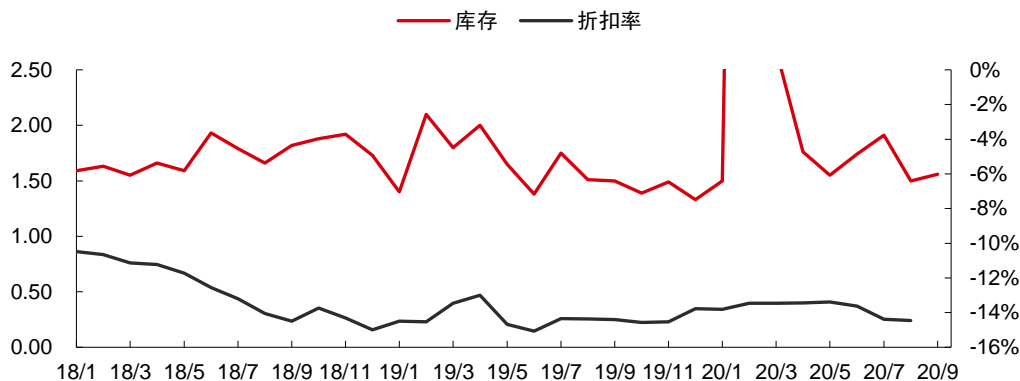
图 3：中国历年二手车车龄分布



资料来源：中国汽车流通协会，中信证券研究部

库存和价格跟踪：库存水平健康，终端价格企稳，最差的时间已经过去。截至 2020 年 9 月，经销商平均库存为 1.56 月，较去年同期的 1.50 月基本持平，好于 2018 年 9 月的 1.82 月，体现出当前库存水平总体健康。从零售价格端看，国六切换后终端乘用车平均折扣率一直保持平稳，2020 年 8 月终端整体平均折扣为 14.5%。预计随着汽车消费的逐渐回暖，终端价格大概率将维持平稳，爆发价格战的可能性较低。

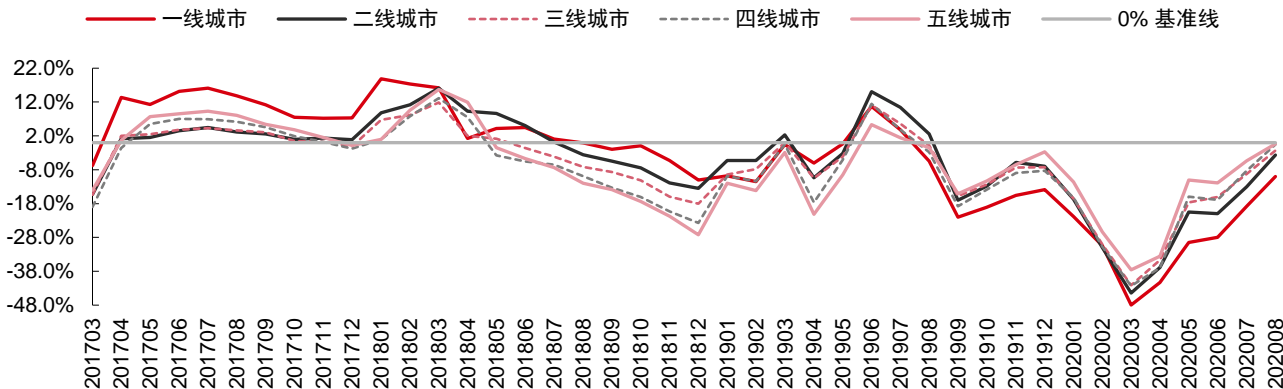
图 4：2017 年-2020 年经销商库存系数及终端折扣率（单位：月）



资料来源：中国汽车流通协会，安路勤，中信证券研究部

为何看好 2021 年汽车需求转暖的高确定性？ 根据我们分城市零售销量的数据跟踪，2018Q2 起，受宏观经济增速下行和购置税优惠退出的影响，四五线城市乘用车零售销量同比增速大幅下滑，引发 2018 年汽车行业的阶段性衰退。自 2019 年 Q4 开始，四五线城市的零售量同比增速开始反超一二线城市。特别是 2020 年一季度在疫情影响下，汽车普及率相对较低的三四五线城市催生了首次购车人群的“出行刚需”，销量同比恢复显著快于一二线城市。我们认为，低线城市汽车需求更具有“可选消费属性”，其需求回暖的趋势确认意味着乘用车需求最差时间已经过去，2021 年销量回升的确定性较强。

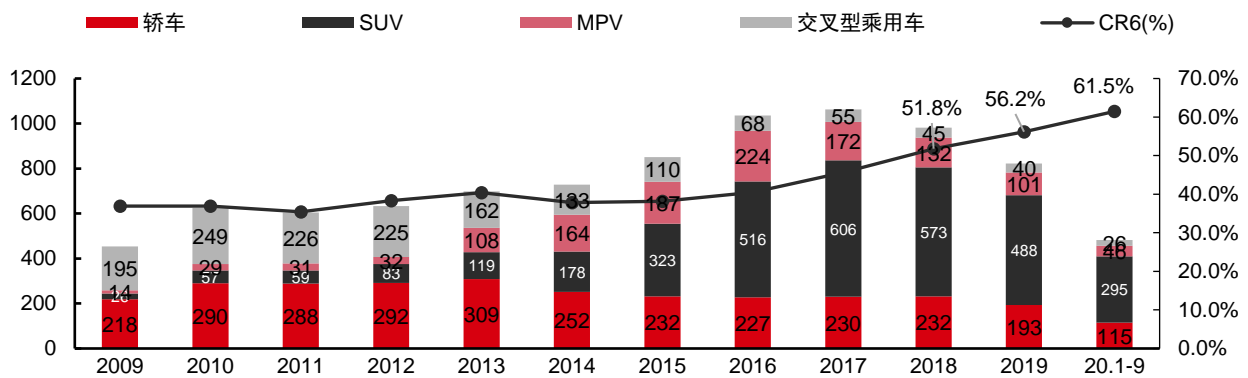
图 5：2017 年 3 月-以来分级别城市乘用车销量同比增速（单位：%）



资料来源：Daas-Auto，中信证券研究部

一线自主格局向好，“个性化”助力自主车企品牌向上。 过去 10 年间，自主品牌依靠 SUV 市场的快速扩容红利期，实现了快速成长。但自 2017 年自主品牌进入下行通道开始，自主品牌在车市下行通道中持续承压，一线和二线自主品牌分化差异明显：2020 年前三季度一线自主品牌 CR6 为 61.5%，较 2019 年的 56.2% 继续大幅提升。今年疫情得到控制之后，一些主打个性化标签的自主品牌如长城汽车（炮系列皮卡，坦克越野车）、长安汽车（uni 系列，CS75 Plus）和主打年轻人市场的领克品牌销量明显跑赢大市，占据更多市场份额。我们认为，随着乘用车普及率的提升和消费升级，消费者将更青睐于“个性化”而非四平八稳的车型，品牌定位有特点、产品设计有差异化的自主品牌有望率先领跑行业。

图 6：2009 年-2020 年 9 月自主品牌整车企业分车型销量及头部六家车企 CR6（单位：万辆）

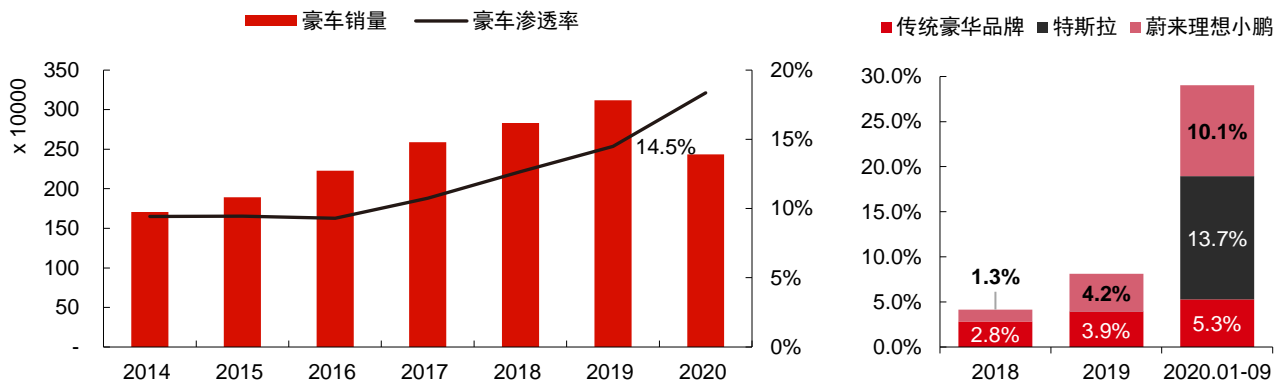


资料来源：中汽协，中信证券研究部

注：CR6 的 6 个自主品牌分别为长城、吉利、上汽乘用车、广汽乘用车、长安、比亚迪

豪华品牌的结构性机会持续，预计 2021 年继续跑赢市场。随着中国汽车千人保有量的提升，乘用车消费需求逐渐从新增购车为主转向换购需求为主，消费升级趋势明显。2020 年前三季度，中国乘用车市场豪华品牌零售销量总计为 243.6 万辆，同比增长 7.1%，远好于乘用车整体的-12.3%。今年疫情得到控制以来，豪华品牌的销量恢复领跑市场，体现了中国车市消费升级的强大动力。我们认为中长期豪华品牌的市场份额有望维持 20% 甚至更高水平，预计经营效率领先、战略布局卓越的豪华品牌经销商将持续受益，重点推荐：中升控股、美东汽车、永达汽车。

图 7：2010-2020 年豪华品牌零售销量、渗透率（单位：辆，%）及豪华车中新能源车结构占比（单位：%）



资料来源：Thinkercar，中信证券研究部 注：豪华车销量包含国产+进口；2018 年起将特斯拉、蔚来、理想、小鹏计入豪华车销量；左图 2020 年指当年 1-9 月。

表 2：2020 年造车新势力及传统车企融资情况

企业	状态	日期	融资类型	发行价格	募集资金	募投项目	发行对象
蔚来汽车	完成	2020/4/29			70 亿人民币	蔚来中国引入合肥国资委作为战略投资者	合肥国资委
	完成	2020/6/11	定增	5.95 美元	4.3 亿美元	销售网络建立、研发开支、生产和供应链建设	腾讯等
	完成	2020/8/31	定增	17 美元	17.3 亿美元	增加蔚来中国股本、增加在蔚来中国的所有权	-
理想汽车	完成	2020/7/1	D 轮	-	5.5 亿美元	-	美团、王兴
	完成	2020/7/30	基石	10.5 美元	3.8 亿美元	-	美团、王兴、字节跳动等
	完成	2020/7/30	IPO	10.5 美元	10.9 亿美元	资本开支、研发开支、补充流动资金	-
小鹏汽车	完成	2020/7/20	C+轮	-	近 5 亿美元	-	高瓴、红杉等
	完成	2020/8/7	C++轮	-	近 4 亿美元	-	阿里巴巴等

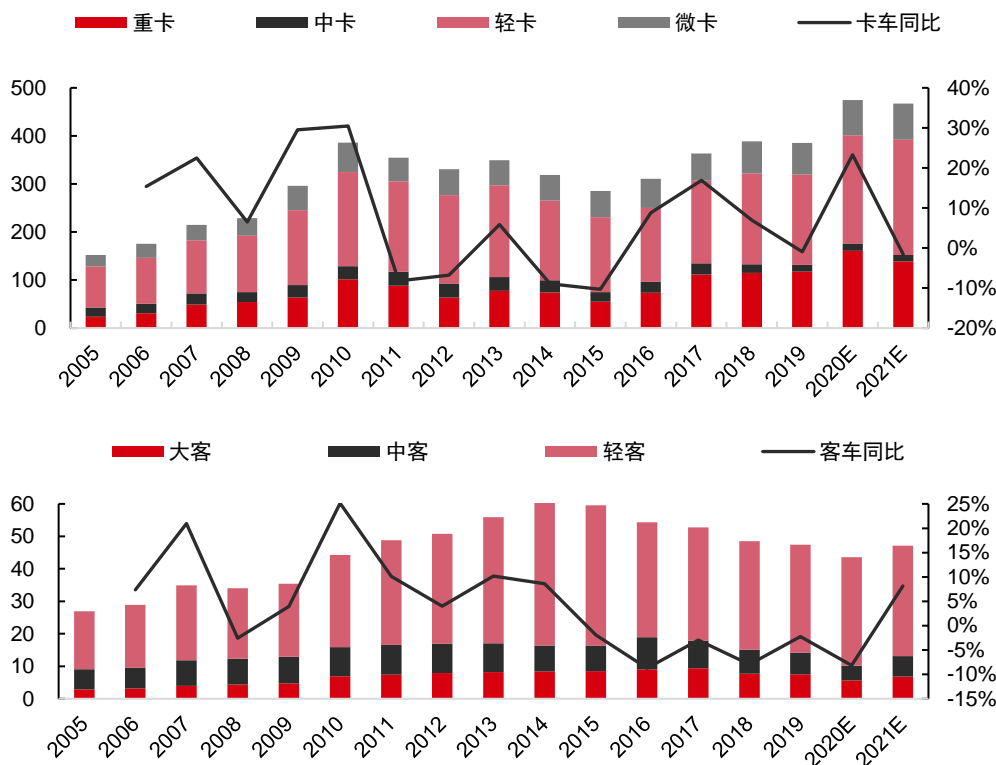
企业	状态	日期	融资类型	发行价格	募集金额	募投项目	发行对象
	完成	2020/8/27	IPO	15 美元	15 亿美元	研发开支、市场营销和渠道建设等	-
广汽蔚来	未知	2020H2	pre-A 轮		数十亿		
吉利汽车	完成	2020/6/5	配售	10.8 港元	64.8 亿港元	公司及附属公司业务发展和一般营运资金	-
	未完成	-	A 股发行	-	200 亿	新车型产品研发、前瞻技术研发、生产收购等	-
长安汽车	完成	2020/10/26	定增	10.7 元	60 亿元	合肥二期工厂、NE1 发动机项目、CD569 项目	兵装集团、南方基金等
东风集团	未完成		A 股发行				
小康	完成	2020/4/16	定增	11.76 元	38.5 亿元	向东风汽车集团购买东风小康 50% 股权	东风汽车集团
	未完成	-	定增		27 亿元	SERES 系列车型开发、营销渠道建设等	

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

■ 商用车：行业高景气有望持续，产品升级与国六切换带来新机遇

商用车全年销量有望创历史记录，卡车景气度高。2020 年 1-9 月，全国商用车销量为 373.9 万辆（同比+19.9%）；其中卡车销量 344.4 万辆（同比+23.2%），客车销量 29.6 万辆（同比-8.9%）。卡车板块中，重卡销量 123.4 万辆（同比+38.8%），中卡销量 11.5 万辆（同比+10.5%），轻卡销量 159.4 万辆（同比+17.6%），微卡销量 50.0 万辆（同比+12.0%）。客车板块中，轻客销量 23.0 万辆（同比+0.3%）；大中客受疫情冲击较大，仅销 6.5 万辆（同比-31.0%），但随着疫情影响的逐步消退，其销量有望在 2021 年迎来转机。预计 2020 年商用车销量达到 515.1 万辆（同比+19.1%），创历史记录（上一纪录为 2018 年的 437.1 万辆）。在国三淘汰、超载治理、基建刺激、物流行业快速发展等因素的影响下，预计商用车板块将在 2021 年上半年持续高景气，但是下半年受到国六切换的影响，行业可能出现短暂的销量波动，预计 2021 年商用车行业将实现销量 471 万辆（同比-8.6%）。

图 8：2005-2021E 中国卡车及客车行业销量（单位：万辆）

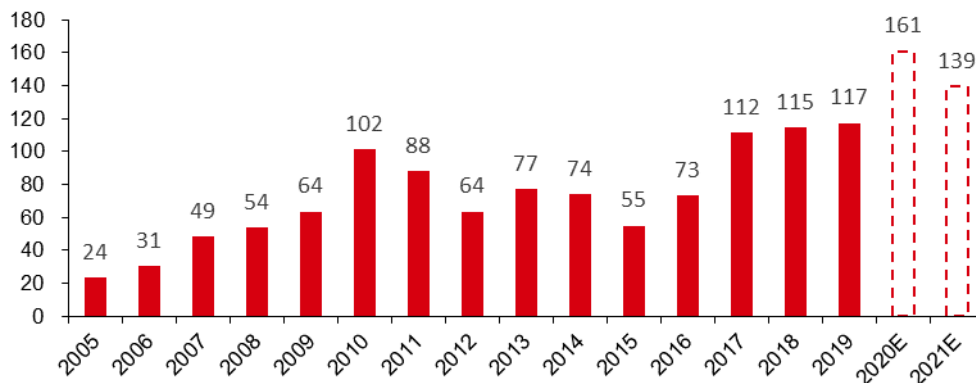


资料来源：中汽协，中信证券研究部预测

重卡行业仍有望维持较高的景气度，清洁能源商用车或将成为发展趋势。2020 年重卡销量或将达到 160 万辆，创历史记录。预计驱动重卡高景气的因素在 2021 年上半年仍将持续：国三淘汰仍有空间，超载超限治理常态化，基建刺激政策逐步落地。若参照重卡行业上一轮周期顶点（2010 年）之后的销量走势，2021 年重卡销量或将达到 139 万辆左右，继续保持百万辆以上的高景气度。此外，天然气重卡和纯电重卡表现值得期待：2020 年前三季度，天然气重卡销量约 11.6 万，纯电重卡销量为 1803 辆。此外，燃料电池商用车类似于 10 年前锂电汽车行业的阶段，处于从“0”到“1”的产业化爆发拐点。我们看好 2021 年清洁能源商用车（天然气、电动、氢燃料）的快速发展，渗透率有望继续提升，成为行业发展新趋势。

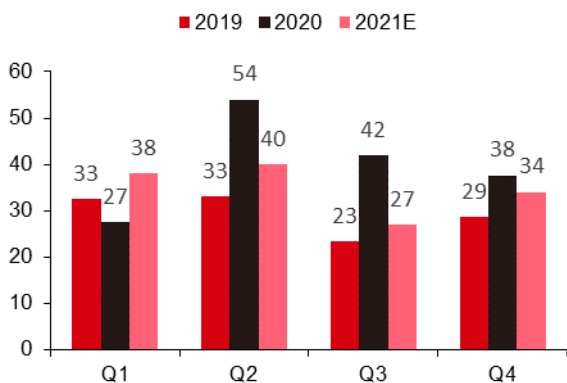
产品高端化趋势显著，行业盈利能力与竞争格局有望优化。在国六排放升级、安全法规趋严、用户舒适度要求提升等因素的加持下，重卡高端化趋势显著，对发动机的可靠性、油耗、寿命的要求也愈发提高，“高技术、长寿命、轻量化、低排放”的高端重卡车型将成为行业主流。重卡整车与发动机的高端化将提升其平均单价与盈利能力，叠加行业格局的进一步优化，或将对冲销量下滑所带来的影响，行业龙头公司的利润水平或将相对平稳。重点推荐大马力发动机龙头潍柴动力、高端重卡龙头中国重汽 H 和受益于新产品投放的中国重汽 A。

图 9: 2005-2021E 重卡销量预测 (万辆)



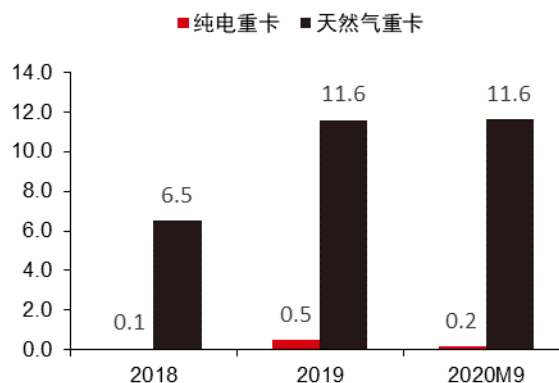
资料来源: 中汽协, 中信证券研究部预测

图 10: 2019-2021E 中国重卡行业销量及预测 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 中信证券研究部预测

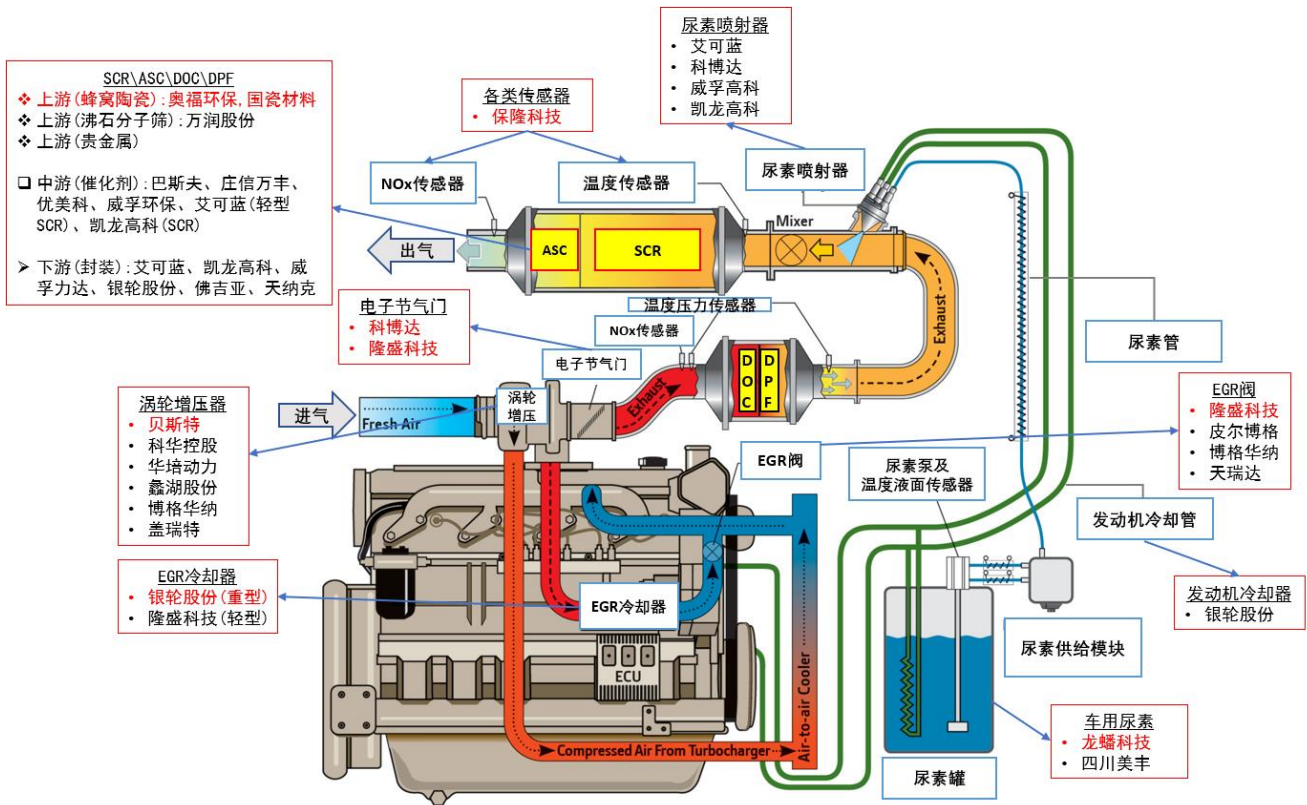
图 11: 中国纯电与天然气重卡销量 (单位: 万辆)



资料来源: 达示汽车, 中信证券研究部

国六实施在即, 产业链或将迎来爆发式增长。重型车国六 a 标准将于 2021 年 7 月 1 日起全面实施, 并将在 2023 年 7 月 1 日全面实施国六 b 标准。相比国五标准, 国六标准在多个指标上大幅度提高标准限值, 汽车尾气处理升级成为必选项, EGR、DPF、DOC、SCR、ASC 等尾气处理系统均有望迎来需求增量, 市场空间显著扩容。建议重点关注在 EGR、蜂窝陶瓷、催化剂、关键传感器和封装总成等赛道有望逐步实现市占率的提升与进口替代的优质零部件标的。

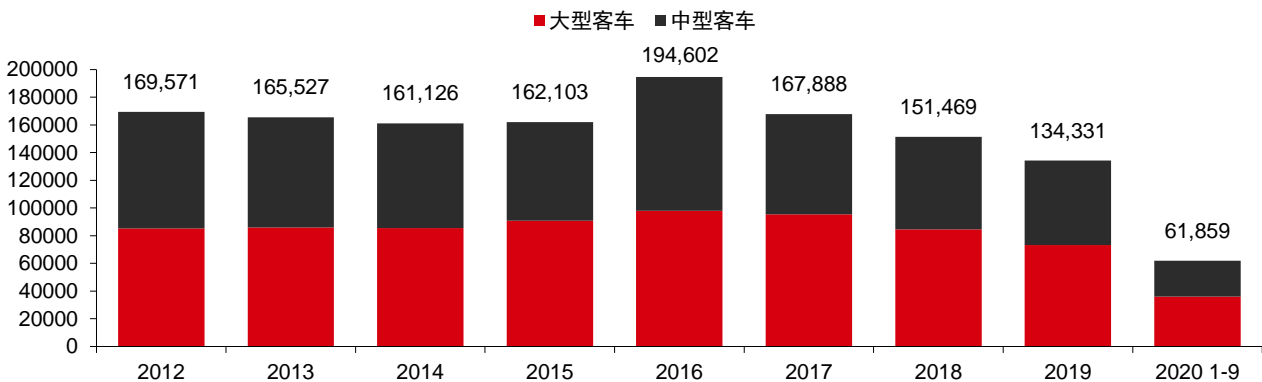
图 12: 重型柴油车国六后处理技术路线



资料来源: John Deere, 中信证券研究部

客车: 最差时间已经过去, 龙头竞争力在提升。2017-2019年, 全国大中型客车销量分别为 16.8/15.1/13.4 万辆, 已经连续三年下滑, 2020 年 1-9 月受到新冠疫情影响, 行业销量仅为 6.2 万辆, 同比-33.7%, 但是分季度看, 20Q1/Q2/Q3 销量分别为 1.26/2.20/2.28 万辆, 环比销量持续改善。由于 2021 年新能源客车补贴预计将退坡 10%, 因此料 2020 年四季度将存在抢装, 销量有望持续向好。

图 13: 2012-2020 年 1-9 月全国大中型客车销量 (辆)

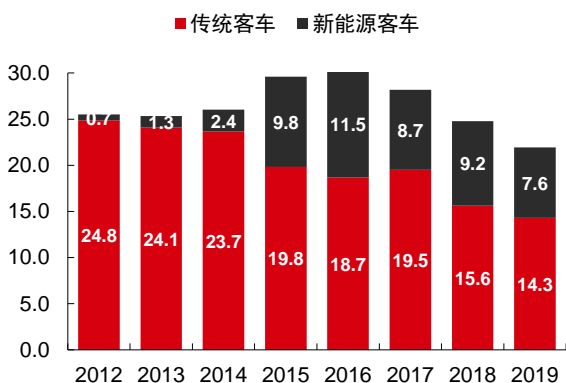


资料来源: 中国客车信息网, 中信证券研究部 注: 大型客车指 10m 以上(不含)客车; 中型客车指 7m 以上, 10m 以下客车

新能源补贴退坡压制需求, 但影响在弱化, 冬奥会有望带来新需求。2015 年新能源

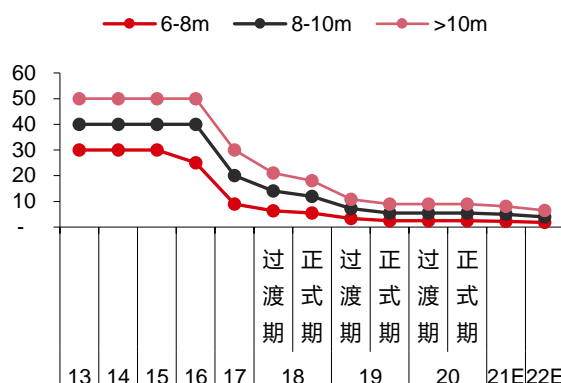
客车迎来爆发式增长，贡献客车行业主要增量需求，全年销量 9.8 万辆（同比+300%），但是随着 2017 年开始，新能源客车补贴持续下降，行业整体需求受到冲击，2019 年销量仅为 7.6 万辆（同比-17%）。随着 2020 年补贴退坡放缓（2020 年不退坡，2021-2022 年退坡 10%、20%），补贴退坡对行业影响有望弱化，预计未来行业长期需求将维持在 8 万台左右。2022 年冬奥会将在北京举办，预计将带动新能源客车整体需求提升。

图 14：2012 年至今全国客车分结构销量（万辆）



资料来源：第一商用车网，中国客车信息网，中信证券研究部

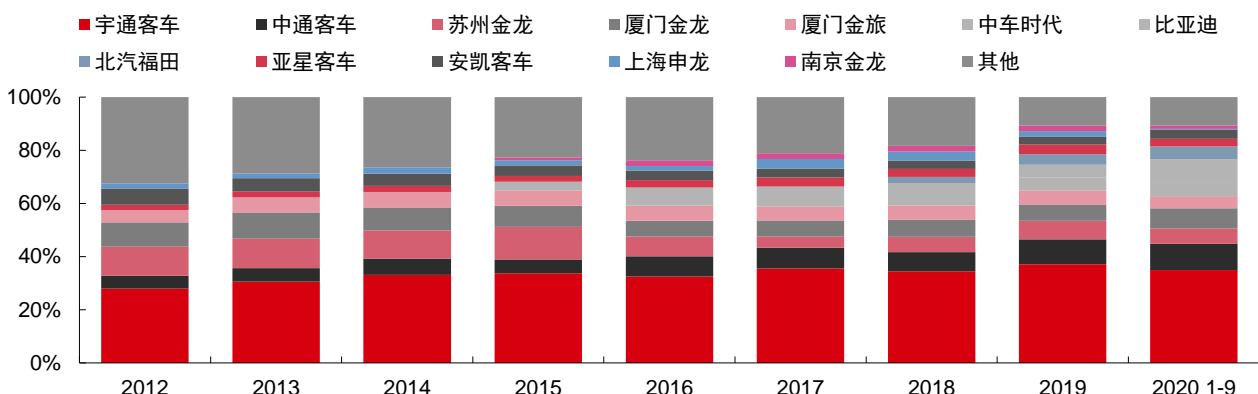
图 15：2013 年至今国家纯电动客车补贴上限值（万元）



资料来源：工信部等部门，中信证券研究部

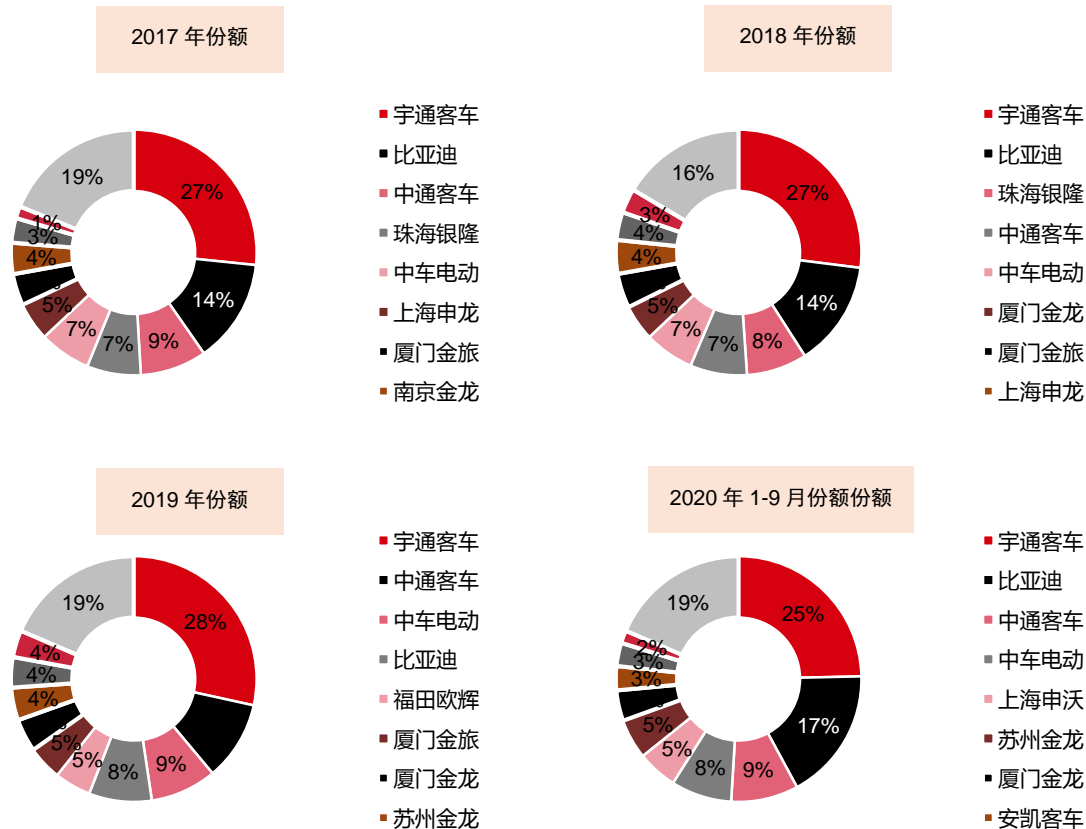
竞争格局持续优化，宇通、中通、比亚迪等企业龙头地位明显。从 2012 年至 2020 年 9 月客车行业分企业份额可以看出，虽然行业需求有所下滑，但是头部企业的整体份额在持续提升，目前头部 12 家企业的市场份额已经接近 90%。新能源客车方面，头部宇通、比亚迪、中通等企业份额保持高位，其中宇通客车在新能源客车领域市场份额始终保持在 25% 以上。

图 16：2012 年至 2020 年 1-9 月国内客车行业分车企销量占比（%）



资料来源：中国客车信息网，中信证券研究部

图 17: 2017-2020 年 1-9 月 6 米以上新能源客车行业格局 (%)



资料来源：第一商用车网，中信证券研究部

■ 零部件：全球替代进行时，板块性投资机会

长期视角：增量市场和存量替代带来板块性机会

汽车电动化、智能化升级给零部件行业带来增量空间。新能源三电系统、热管理系统、智能驾驶辅助系统等细分领域有可能孕育出新的零部件龙头；座舱电子、汽车玻璃、车灯和底盘等行业在智能化升级的趋势下产品升级，行业空间扩容；此外，受传统燃油车比例下降影响较小的汽车零部件细分行业，如汽车内外饰、座椅和轮胎等，也有可能借助下游整车的结构变化进一步整合市场，扩大龙头优势。

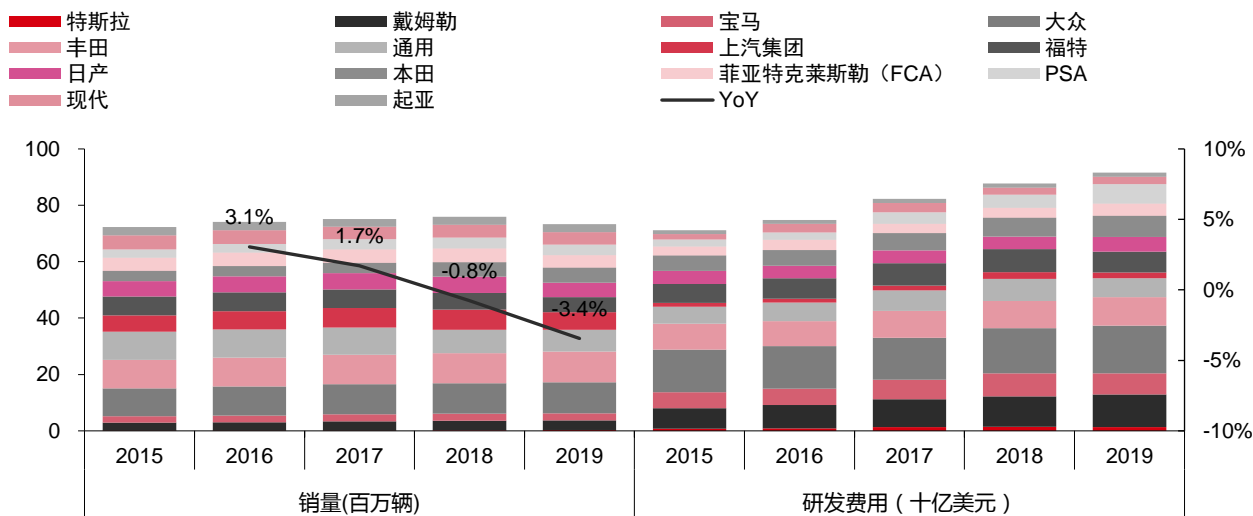
表 3: 电动化、智能化趋势对零部件单车价值量的影响

从传统燃油车向新能源、智能汽车进化		
价值量提升的零部件	动力电池系统	50000 元以上
	电驱动系统	10000 元以上
	热管理系统	3000 元以上
	ADAS (智能驾驶辅助系统)	1500 元以上
	智能座舱系统	3000 元以上
价值量不受影响的零部件	汽车内饰、座椅	6000 元以上
	饰条、轮胎等	
价值量降低的零部件	发动机、变速箱等	

资料来源：中信证券研究部

全球整车厂在销量下滑和研发转型的双重压力下，需要更具性价比的供应商伙伴，纷纷加大中国供应商的份额。我们统计了全球 14 家主流整车厂 2015 年至今的销量和研发费用情况：一方面，14 家企业的合计销量增速显著放缓，2016 年至今同比增速分别为 3.1%/1.7%/-0.8%/-3.4%，表明全球汽车市场已经从稳步增长逐渐过渡至存量竞争；另一方面，在电动化、智能化技术升级的背景下，14 家企业研发投入逐年提升，分别为 710/750/820/880/920 亿美元。在下游增长趋缓和新技术投入的双重压力下，全球整车厂亟需调整自身的采购战略，在全球范围寻求更具性价比的供应商伙伴。在这一背景下，优质的中国零部件供应商有望在全球范围内进一步提升市场份额。

图 18：2015 至 2019 年全球 14 家主流汽车集团的销量和研发费用情况



资料来源：各公司公告，Bloomberg，中信证券研究部

2021 年展望：全球渗透加速，汽车智能升级

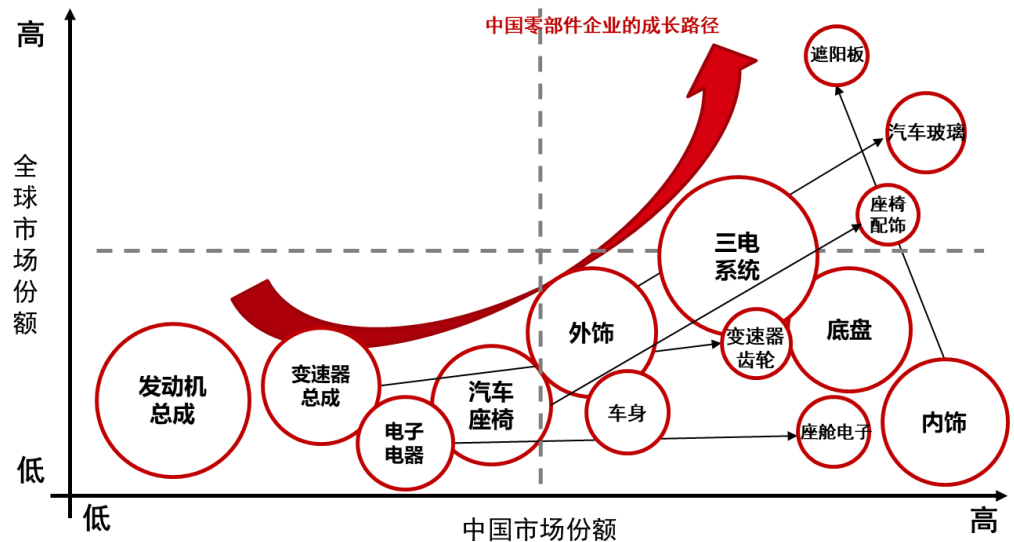
下游景气回升叠加新车型加速投放，零部件全球渗透加速。2020 年三季度，国内乘用车销量同环比均显著回升，上游零部件企业料将受益于车市回暖，营收同环比有望恢复增长。同时，外资和自主车企均加快新车型投放，保时捷、奔驰、丰田和现代均推出了新款纯电车型，续航里程均在 400 公里以上，多数配置了触控大屏、定速巡航、智能网联等功能；蔚来、长安、长城和比亚迪等自主品牌也各自推出了多款智能电动车型，多数配置了智能网联和自动驾驶辅助系统。整车产电动智能车型投放加快，上游电动化、轻量化和智能化产品相关零部件供应商将显著受益。当期部分产品，如自动驾驶辅助系统及传感器、轻量化底盘系统等，由于国内供应商技术积累不深，份额不高；未来整车企业的电动、智能技术升级步伐将进一步加快，需要具有更快的响应速度和更具性价比的供应链，中国供应链有望逐步开始实现替代。

表 4：2020 年至今国内电动智能产品统计

品牌	具体车型名称	电池容量/续航里程	车载智能装备
保时捷	Taycan 2020 款	414km	倒车影像、定速巡航、10.0 寸触控液晶屏、支持 carplay
北京奔驰	奔驰 EQC	415km	倒车影像、定速巡航、加热按摩前排座椅、10.25 英寸触控液晶屏、支持 carplay/carlife
广汽丰田	丰田 C-HR EV	400km	9 英寸触控液晶屏、支持 Carlife 原厂互联/映射、语音识别控制系统
北京现代	菲斯塔纯电动	490km	NSCC 基于导航的智能巡航控制、HDA 高速公路驾驶辅助、智能网联平台、手机蓝牙钥匙
小鹏汽车	G3 2020 460i	460km	360 度全息影像、全速自适应巡航、15.6 英寸触控液晶屏
蔚来	EC6	440/615km	9.8 寸液晶显示屏、HUD 平头显示、智能语音控制、NIO Pilot、NOMI 车载人工系统
威马	EX5-Z FUN/NEX/Pro EX6 Plus/ Plus Nex/Pro	400km/520km 408km/505km	360 度全景影像、全速自适应巡航、12.8 英寸触控液晶屏
长安	奔奔 E-STAR CS55 E-Rock	301km 403km/605km	4G-TBOX 远程操控、远程在线系统升级（含三电、车机系统）、无钥匙进入+启动系统、in Call 智能车载互联系统
长城	欧拉白猫 eQ1	305/360/401km 401/501km	全高清 23 寸大屏、360 度全景影像、语音控制自动泊车 ORA-Fisheye 360° 全景融合影像、ORA 咖啡智能车控系统、猫式舒适座舱
比亚迪	汉 EV 唐 EV E2 E3	550/605km 505/565km 305/405km 305/405km	Dilink 3.0 智能网联系统、DiPilot 智能驾驶辅助系统、手机 NFC 车钥匙、自适应旋转悬浮 Pad、全息透明影像系统、遥控驾驶
广汽新能源	Aion LX Aion V Aion S	520km 400/500/600km 460/510km	智能电动尾门、ADiGO 自动驾驶系统、智能物联系统、5G 智能座舱
上汽通用五菱	新宝骏 E300 宏光 MINI EV 宝骏 E200	305km 120/170km 250/305km	360 度全景影像、全速自适应导航、倒车影像、后外视镜电动调节、加热

资料来源：汽车之家，各公司官网，中信证券研究部

图 19：全球汽车产业链国内供应商成长路径



资料来源：各公司公告，各公司官网，Bloomberg，中信证券研究部

疫情冲击下海外零部件企业经营压力加剧，中国制造份额有望提升。我们统计了 18 家已经披露 2020 财年中报的海外零部件上市公司的经营情况：受到疫情冲击，18 家企业在 2020 年上半年经营下滑严重，营收和归母净利润同比增速中位数为-28%/-216%。在海

外零部件企业经营下滑、现金流状况大幅恶化的情况下，部分企业已在考虑剥离部分业务，甚至破产重组；主机厂为了在疫情得到控制之后快速恢复经营，亟需供应链保证供货稳定。我们认为在主机厂重新拉动供应链的需求以及海外企业供给能力受疫情削弱的双重因素下，全球汽车零部件份额有望加速向中国企业转移。预计 2021 年及以后，中国优质零部件企业还将加速成长。

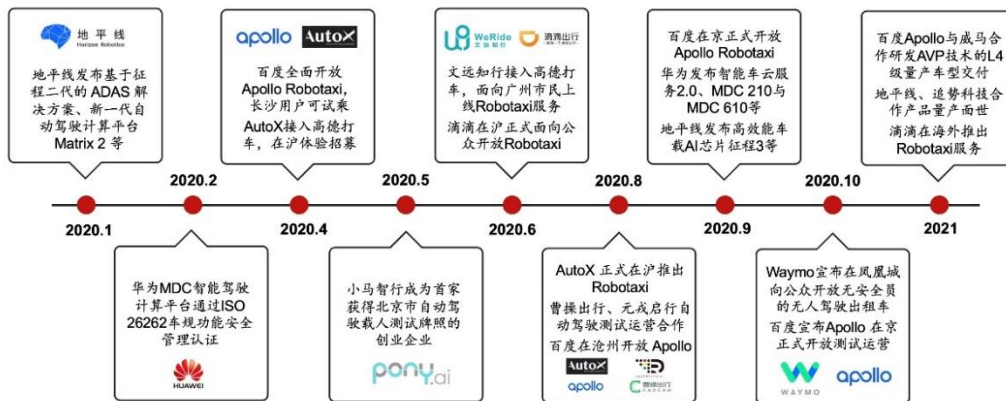
表 5：海外主要零部件供应商 2020 年上半年营收和业绩表现

	公司名称	英文名称	营业收入			净利润			单位
			2020H1	2019H1	Yoy	2020H1	2019H1	Yoy	
1	日本电装	DENSO	20235	27072	-25%	-1579	1320	-220%	亿日元
2	采埃孚	ZF Friedrichshafen AG	135.09	183.66	-26%	-9.11	1.64	-655%	亿欧元
3	现代摩比斯	Hyundai Mobis	159,585	182,001	-12%	5,835	11,303	-48%	亿韩元
4	爱信精机	AISIN SEIKI Co., Ltd.	14680	19928	-26%	-883.16	606.24	-246%	亿日元
5	大陆集团	Continental AG	165.32	223.11	-26%	-4.45	10.82	-141%	亿欧元
6	麦格纳	MAGNA INTERNATIONAL INC.	129.5	207.17	-37%	-4.0	15.51	-126%	亿美元
7	法雷奥	Valeo	70.58	97.76	-28%	-12.15	1.62	-850%	亿欧元
8	佛吉亚	FAURECIA	61.7	89.72	-31%	-4.20	3.78	-211%	亿欧元
9	舍弗勒集团	Schaeffler Group	55.74	72.26	-23%	-3.53	2.73	-229%	亿欧元
10	天纳克	Tenneco Inc	64.73	89.88	-28%	-11.89	-0.91	-1207%	亿美元
11	李尔	Lear Corporation	69.02	101.68	-32%	-2.17	4.12	-153%	亿美元
12	松下	Panasonic	31,269.0	38,108.0	-18%	425.0	1,691.0	-75%	亿日元
13	博格华纳	BorgWarner Inc.	37.05	51.17	-28%	0.31	3.32	-91%	亿美元
14	均胜电子	Joyson Electronic Corp.	205.3	308.27	-33%	-8.47	9.19	-192%	亿元
15	海斯坦普	Gestamp	30.45	45.138	-33%	-1.99	1	-299%	亿欧元
16	彼欧	Plastic Omnium	29.62	42.68	-31%	-4.04	1.55	-361%	亿欧元
17	德纳	Dana Incorporated	30.04	44.69	-33%	-1.35	0.35	-486%	亿美元
18	奥托立夫	Autoliv	28.94	43.29	-33%	-0.99	2.21	-145%	亿美元

资料来源：各公司财报，中信证券研究部

自动驾驶是下一个大赛道。在智能化升级趋势下，汽车正在从传统的运输工具逐渐向手机一样的智能终端进化。汽车最终能否为驾驶员和乘客提供更多的场景切换，如社交空间和娱乐空间，关键的技术底层在于自动驾驶。2020 年，特斯拉推出 FSD 芯片和 L5 级别自动驾驶 beta 版系统；Waymo 于 10 月份宣布将向公众开放无安全员的无人驾驶出租车项目。海外自动驾驶头部企业的技术升级和商业化步伐显著加快，国内的自动驾驶相关公司也紧密跟随。地平线于 2020 年 1 月发布基于征程二代的 ADAS 解决方案和新一代自动驾驶计算平台 Matrix 2，于 9 月发布高效能车载 AI 芯片征程 3；2 月，华为 MDC 智能驾驶计算平台通过 ISO 26262 车规功能安全管理人证，6 月发布 MDC 210 和 MDC 610；6 月，文远知行接入高德打车，面向广州市民上线 Robotaxi 服务；8 月，Auto X 正式在沪推出 Robotaxi。我们预计未来自动驾驶和 Robotaxi 的技术推广和落地还将进一步加速，自动驾驶和汽车电子相关领域标的关注度将进一步提升。

图 20：2020 年智能驾驶领域大事记



资料来源：各公司官网，中信证券研究部

投资机会

关注汽车零部件投资的三条主线：客户增量、产品增量和份额增量。我们认为，零部件行业的增量主要来自三个方面，即客户增量（特斯拉产业链）、产品增量（汽车电子产业链）和份额增量（工艺平台企业的全球份额提升）。1. 客户增量：特斯拉凭借自身在电动、智能技术上的领先优势，在北美市场录得现象级销量，实现了豪华品牌入门级车型细分市场的扩容，后续有望在中国、欧洲市场延续这一势头，对全球汽车销售而言是绝对增量。2. 产品增量：在Waymo、特斯拉等海外头部企业的标杆示范效应下，传统汽车企业也将紧密跟随智能化技术和产品升级趋势，推动汽车智能化配置渗透率提升，汽车电子行业空间扩容确定性强。3. 份额增量：近年全球汽车销量增速放缓，主流整车企业一方面要保持份额，另一方面要加大电动化、智能化研发投入，对成本的敏感度显著提高；中国优质零部件企业，尤其是将细分工艺、产品性价比做到极致的“隐形冠军”，是整车厂优化成本的最好合作伙伴，全球份额有望加速提升。

结合估值维度的汽车零部件投资“九宫格”。针对以上梳理的三条投资主线，我们将具体标的根据当前估值情况划分为三类：1. 估值处于历史较高水平，在中枢为上方1个标准差以上。这类公司主要是赛道好、龙头地位稳固和下游客户优质，如特斯拉产业链的拓普集团、三花智控和福耀玻璃等。2. 估值处于历史估值中枢位，在中枢至上方一个标准差以内。这类公司可能是由于份额次于龙头，或处于经营周期的低谷，如旭升股份、华阳集团和贝斯特等。3. 估值处于历史估值中枢下方。这类公司可能是由于处于经营底部，市场关注度有待提升，但是上行空间大，如保隆科技、均胜电子、继峰股份和天成自控等。

图 21：汽车零部件投资的九宫格

	特斯拉产业链	汽车电子 (智能驾驶)	工艺平台型 (经营向上)
估值位于历史高位	拓普集团、三花智控、华域汽车、新泉股份	德赛西威、星宇股份	福耀玻璃、敏实集团、豪能股份
估值位于历史中枢	均胜电子	科博达	爱柯迪、精锻科技、岱美股份
估值位于历史中枢下方	旭升股份、银轮股份、文灿股份、宁波华翔、	保隆科技、华阳集团、伯特利、中鼎股份、宁波高发、耐世特 (H)	贝斯特、新坐标、万里扬、继峰股份、松芝股份、天成自控

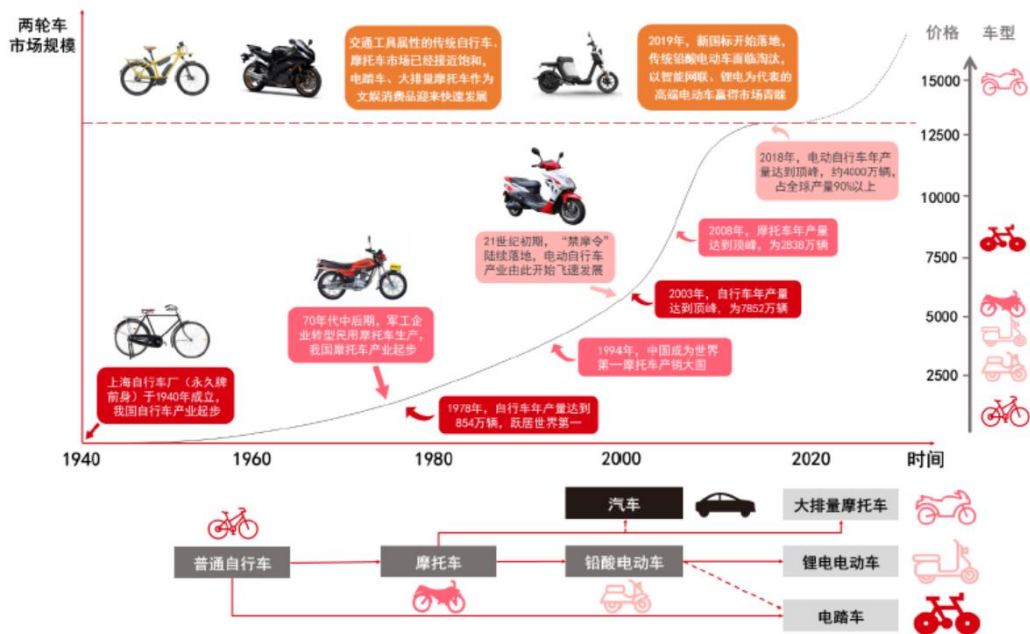
资料来源：中信证券研究部

■ 两轮车：增量看消费升级，存量看格局优化

长期视角：消费升级和格局优化打造潜在全球竞争力

两轮车市场迎来消费升级，从传统交通工具步入休闲娱乐消费品。我国是传统的两轮车生产大国，2003 年我国自行车年产量达到顶峰 7852 万辆，2008 年摩托车年产量达到顶峰 2838 万辆，具有交通工具属性的两轮车市场已趋于饱和，陷入增长瓶颈。随着 2019 年新国标落地，电动两轮车（包括电动自行车和轻便电摩）在使用端和生产端均得到规范，行业逐渐进入优秀供给和消费升级相互促进的良性循环。目前欧洲电踏车市场份额不断扩大，而国内电踏车仍处于探索阶段，增长空间可期。在我国“限摩令”政策的背景下，大排量摩托车（250CC 以上）作为娱乐工具的发展趋势已逐步显现，具有广阔市场空间。

图 22：我国两轮车发展历程及品类升级趋势



资料来源：中国国家统计局，中国汽车工业协会，中国自行车协会，中信证券研究部（含预测）

高端电动两轮车、电踏车、大排量摩托车等仍处于需求爆发初期。电动自行车→电动轻便摩托车→电踏车/电动摩托车单车 ASP 逐级提升，产品导向也从功能性出行工具趋向消费性户外休闲娱乐产品。根据中国自行车协会、中国汽车工业协会，2019 年我国电动两轮车（包含电动自行车、电动轻便摩托车、电摩）销量规模约 4000 万辆。欧洲电踏车市场 2019 年销量为 340 万辆，国内电踏车仍处于起步阶段，市场规模不足万辆，电踏车将可能为国内自行车市场带来新的结构性增长。预计 2020 年摩托车部分，小排量通路摩托车销售规模为 1000 万辆，市场趋于饱和；2020 年大排量摩托车销售规模约为 30 万辆。作为年轻人追捧的休闲娱乐工具之一，大排量摩托车将成为摩托车市场新的增长点。

图 23：国内电动两轮车市场空间

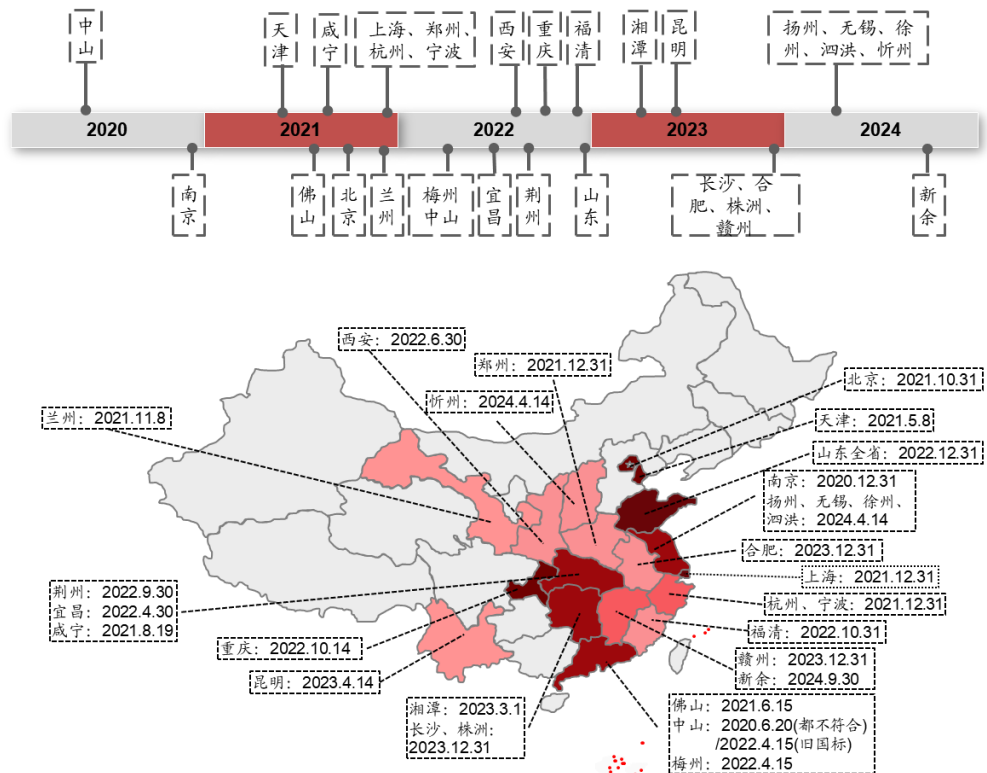


资料来源：国家统计局，中国汽车工业协会，中国自行车协会，中信证券研究部预测

新国标实施不仅带来超标车置换需求，长期利于行业健康发展。“新国标”以近年电动车发生的各类事故为基础设计，对电池安全性与道路适应性问题均做出针对性规定。新国标实际执行因各地政府而异：1) 针对管理严格地区，由于轻便电摩归入机动车管理

并通常伴随“禁摩令”，轻便电摩使用门槛提高，事实上促进了向电动自行车的政策性置换需求；2) 其它地区，通常对轻便电摩没有具体的替换要求，但可据新国标着手解决此前困扰行业的管理无序问题，譬如逐步要求上牌、佩戴头盔安全行驶等，推动行业长期健康发展、面向更宽层面消费者群体。根据政策梳理，明确超标车替换的地区中，针对不符合新国标的超标车，绝大多数地区设置了三年过渡期，预计 2022 年是置换高峰期。仅有少数地区设置三到五年过渡期，过渡期截至日到 2023 年底至 2024 年初。此外，其它部分城市的政策正在制定中。

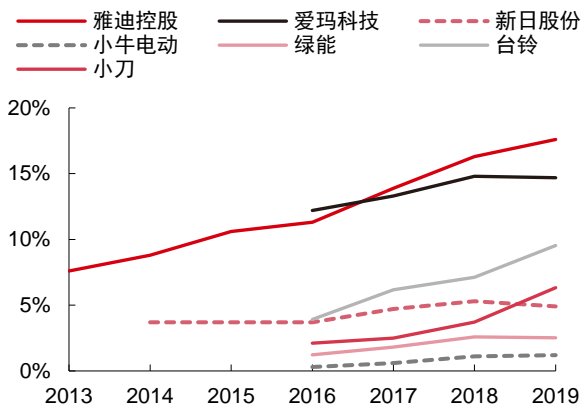
图 24：部分地区“新国标”政策截止日期



资料来源：各地方政府网站，中信证券研究部

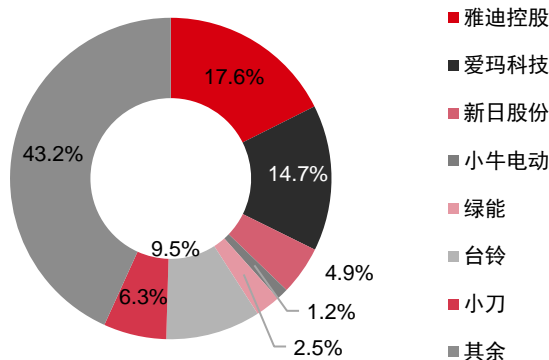
电动两轮车行业的整体格局持续优化，目前仍有约 40% 尾部产能，头部集中趋势明显。其中，龙头企业的市场份额自 2013 年到 2019 年稳步提升，根据中国汽车工业协会、中国自行车协会数据测算，CR5 合计的市场份额从 2016 年的 33.2% 迅速提升至 2019 年的 53.1%。此外，百万销量以下企业竞争激烈，2019 年电动两轮车行业 CR6 以外的企业占据整个行业市场份额的 43.2%，预计伴随“新国标”政策的实施，行业准入门槛提升，其未来有较大的概率被加速整合，市场集中度将持续提高。

图 25：2013-2019 年各公司市场份额（单位：%）



资料来源：各上市公司年报，中信证券研究部

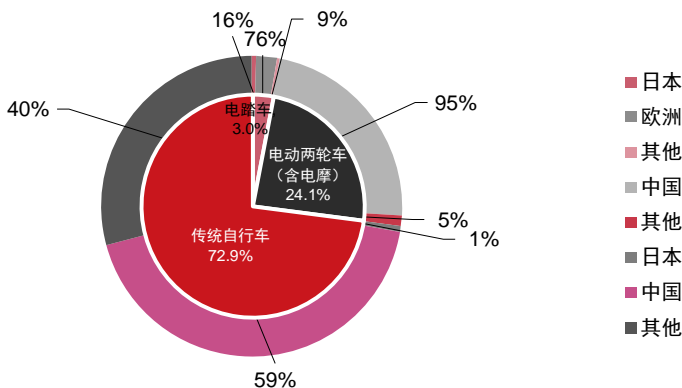
图 26：2019 年各公司市场份额占比（单位：%）



资料来源：ZDC 互联网消费调研中心，中信证券研究部

两轮车是交通末梢的重要交通工具，中国是传统的两轮车生产大国。2019 年，我国两轮车的产/销量分别达到 1.1 亿辆/5500 万辆。目前传统自行车仍是全球两轮车市场的重要组成部分，其产量占市场结构的 72.9%，其中 59%由中国生产，2019 年中国自行车产量达到 5400 万辆。电动两轮车产量占两轮车市场的 24.1%，而中国几乎垄断了电动两轮车的生产，2019 年中国电动车产量达 3600 万辆，占了全球电动车产量的 95%。兼具通勤+运动休闲功能的电踏车在海外兴起，目前其产量占全球两轮车市场结构的 3%，欧洲是全球电踏车市场的主要市场，电踏车产量占全球电踏车产量的 76%，中国市场仍处于起步阶段。

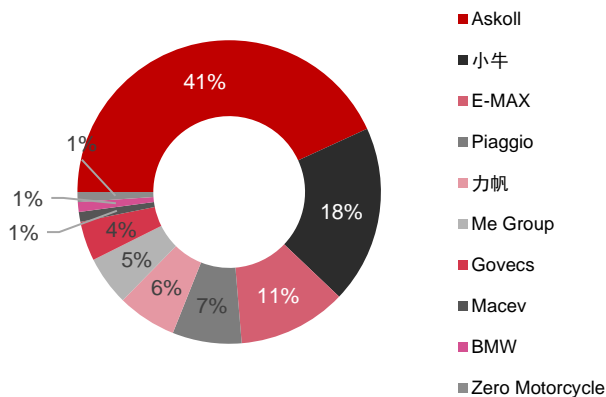
图 27：2019 年自行车行业结构及各分类的销售地区分布



资料来源：OCIA, WHO, 各国自行车行业协会，中信证券研究部

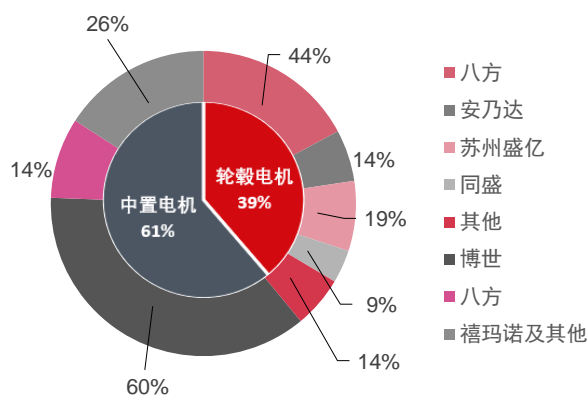
中国品牌有强大的海外输出能力，在海外市场有着优秀表现。小牛电动于 2018 年在纳斯达克上市，专注于锂电两轮车领域，处于国内领先地位。小牛的产品也已打入海外市场，2019 年海外市场销售占公司收入的 20.9%。截至 2019 年末，小牛已签署了 29 个国际分销协议，覆盖 38 个国家及地区，目前在欧洲市场拥有较高市场份额。八方股份是国内生产电机等电动车配件的龙头企业，其产品品种全面且性价比较高，电机型号多于博世、禧玛诺等传统巨头，八方在欧洲中置电机市场上的占有率大约为 14%，与禧玛诺等位居第二梯队。

图 28：意大利 2019 年电动踏板车及电动摩托车各品牌份额



资料来源：Askoll 年报，意大利基础设施和运输部。中信证券研究部

图 29：2018 年欧洲电踏车市场各品牌份额

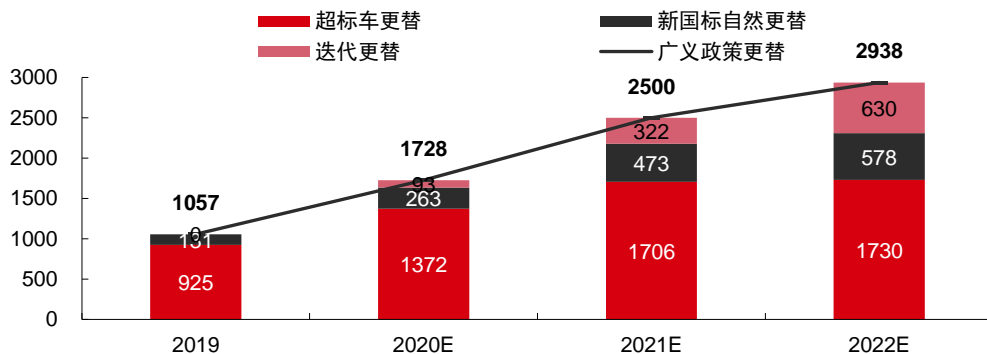


资料来源：八方股份招股说明书，中信证券研究部

2021 年展望：需求爆发，优秀供给拉高行业空间

新国标实施逐催化超标车置换需求，预计 2022 年是置换高峰。随着“新国标”的逐渐落地，电单车的置换需求逐渐释放。根据各地已出台的新国标管理政策，我们的测算结果显示，2019 年受“新国标”政策影响，存量超标车的更替需求接近 1000 万辆；到 2022 年，存量新国标车以及后续新增电动车的自然更替需求分别达到 578 及 630 万辆，叠加 1730 万辆超标车直接更替需求，预计 2022 年总更替需求达到近 3000 万辆的高峰。

图 30：“新国标”需求释放测算（万辆）



注释1：只有部分城市颁布具体措施，目前仅根据已有政策的城市测算
 注释2：新国标自然更替是指新国标车现有存量因使用磨损等自然的更换
 注释3：迭代更替是指因政策需要所替换的新增新国标车因使用磨损等的更换
 注释4：我们赋予不同年份自然更替需求与迭代更替需求不同权重且前几年递增

资料来源：国家统计局，第一财经·新一线城市研究所《2020 城市商业魅力排行榜》，中信证券研究部测算

共享电动自行车投放加速，换电业务模式崭露头角。2020 年是共享电单车投放大年，哈啰、青桔、美团已成为共享电单车行业的三巨头，我们估算三家市场份额合计占到 90%，我们预计到 2020 年末将会有超过 500 万辆共享电单车投放市场。共享电单车的运营核心是电池管理。行业发展初期多采用的固定桩充电方法，存在寻找困难、充电时间长、利用效率低等弊端，难以满足用户的即时出行需求。“换电”模式的逐步发展则有效地解决了共享电单车的充电问题。2019 年 6 月，蚂蚁金服、哈啰出行和宁德时代共同出资 10 亿推

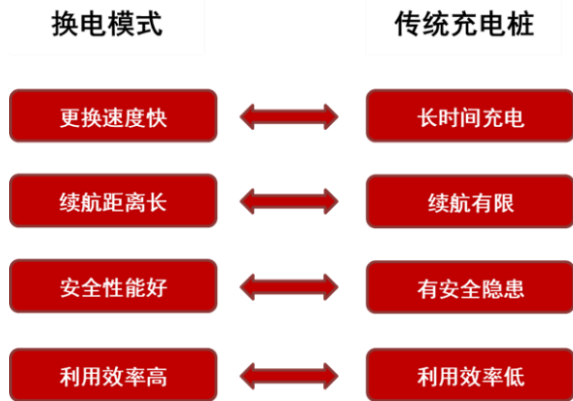
出定位两轮电动车基础能源网络的服务品牌“哈啰换电”，其以“车电分离”为经营思路，统一动力标准，以自助换电的方式解决充电痛点，预计将成为未来发展的主流方向，将为共享电单车行业的持续稳定盈利提供技术保障。

图 31：美团电单车（左）、青桔电单车（右）



资料来源：新浪财经

图 32：“换电模式”与传统充电桩模式对比



资料来源：中信证券研究部绘制

电动两轮车逐渐从交通工具升级到户外休闲娱乐用品，预计高端产品占比会持续提升。随着乘用车行业的发展演进，人们的出行需求逐步升级，从以往的代步工具需求升级为休闲娱乐用品需求，对乘用车的功能性和智能性都提出了更高的要求。从豪华品牌占乘用车的销量比重来看，根据中国汽车工业协会数据，电动两轮车、摩托车高端化的渗透率较低，摩托车大排量渗透率仅为 3%，电动两轮车高端占比仅为 1%。高端产品市场仍存在可观市场空间，预计未来在该领域新进入者会增加，高端电动两轮车、大排量摩托车的渗透率将逐步提升。

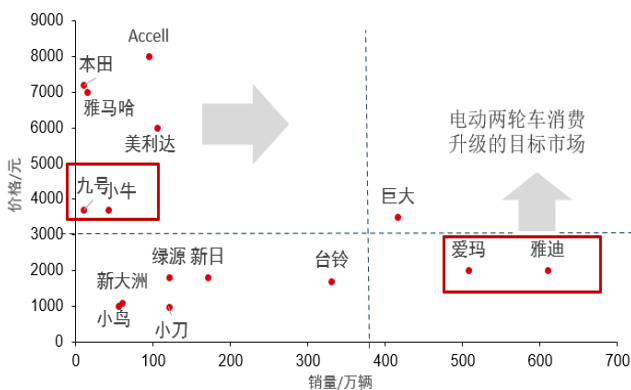
表 6：电动两轮车和摩托车的豪华品牌占比（单位：%）

	数量(万辆)	售价(万元)	代表企业(品牌)		数量(万辆)	售价(万元)	代表企业(品牌)
电动两轮车	3500	0.25	雅迪、爱玛、新日	乘用车(中国)	2000	12	长城、吉利、大众、丰田
高端	40	0.5	小牛、九号	豪华品牌	300	25	奔驰、宝马、奥迪
渗透率	1.14%			渗透率	15.00%		
摩托车	1000	1	隆鑫、宗申	乘用车(全球)	8000	14	大众、丰田、通用
大排量	30	2.5	春风、钱江、隆鑫	豪华品牌	900	28	奔驰、宝马、奥迪
渗透率	3.00%			渗透率	11.25%		

资料来源：OICA，中国汽车工业协会，中信证券研究部

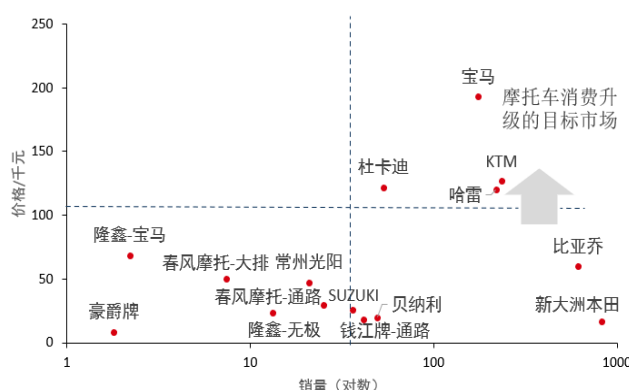
优秀供给加速推动产品升级，高端市场仍是蓝海。目前，随着造车新势力的加入及传统龙头的产品升级，国内电动两轮车企业已培育国内市场并向全球高端市场进军；但目前高端电动两轮车销量规模仍然较小，随着高端电动两轮车渗透率提升、适度下沉，高端两轮车市场拥有巨大全球扩张空间。大排量摩托车市场，国际传统巨头仍享受巨大品牌溢价，占据全球高端市场主要份额；在国内，由于缺乏产品使用文化，目前正处于培育市场阶段，根据中国汽车工业协会数据，国内摩托车生产商已凭借性价比优势占据 95%以上份额，未来伴随国内市场成熟，有望涌现具备全球竞争力的大排量摩托车品牌。

图 33：电动自行车品牌矩阵图（销量 vs. 价格）



资料来源：各公司财报及官网，中信证券研究部绘制

图 34：摩托车品牌矩阵图（销量 vs. 价格）



资料来源：各公司财报及官网，中信证券研究部绘制

风险因素

- 1) 汽车行业销量不及预期；
- 2) 终端价格竞争加剧；
- 3) 海外疫情再次爆发影响出口；
- 4) 原材料价格大幅上涨等。

投资建议

预计 2021 年国内乘用车销量增速回升至 15% 以上，行业电动化、智能化趋势加速，维持行业“强于大市”评级。在行业总量搭台，电动智能唱戏的背景下，重点推荐：1、乘用车板块，短期看板块贝塔，中期看车型周期，长期看电动智能。例如：长城汽车（A+H）、长安汽车、吉利汽车（H）、广汽集团（A+H）、上汽集团、东风集团股份、比亚迪（A+H）等。2、零部件板块，紧扣特斯拉产业链、汽车电子、全球份额提升三条逻辑。例如：华域汽车、福耀玻璃、拓普集团、旭升股份、新泉股份、均胜电子、银轮股份、文灿股份、宁波华翔、华阳集团、德赛西威、星宇股份、科博达、保隆科技、伯特利、耐世特（H）、中鼎股份、宁波高发、敏实集团、爱柯迪、豪能股份、精锻科技、岱美股份、贝斯特、新坐标、继峰股份、天成自控、松芝股份、万里扬等。3、两轮车板块，增量看消费升级，存量看格局优化。例如：雅迪控股（H）、小牛电动（美股）、八方股份等。4、商用车板块，产品升级和国六切换带来的新机遇。例如：潍柴动力（A+H）、中国重汽（A、H）、宇通客车等。

表 7：重点公司盈利预测

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
长城汽车	26.60	0.49	0.49	0.88	54	54	30	买入
长城汽车(H)	12.90	0.49	0.49	0.88	26	26	15	买入
长安汽车	20.58	-0.49	0.88	0.96	-42	23	21	买入
吉利汽车(H)	19.60	0.83	0.74	0.99	23	27	20	买入
广汽集团	14.29	0.65	0.57	0.91	22	25	16	买入
广汽集团(H)	8.02	0.65	0.57	0.91	12	14	9	买入
上汽集团	27.12	2.19	1.96	2.57	12	14	11	买入
东风集团股份	7.24	1.49	1.12	1.27	5	6	6	买入
比亚迪	176.06	0.59	1.62	2.10	298	108	84	买入
比亚迪(H)	154.85	0.59	1.62	2.10	262	95	74	买入
华域汽车	33.58	2.05	1.53	2.21	16	22	15	买入
福耀玻璃	40.93	1.16	1.10	1.46	35	37	28	买入
拓普集团	34.80	0.43	0.61	1.00	80	57	35	买入
旭升股份	37.46	0.46	0.72	0.97	81	52	39	买入
新泉股份	28.38	0.58	0.81	1.05	49	35	27	买入
均胜电子	26.42	0.69	0.02	0.86	38	1643	32	买入
银轮股份	11.61	0.40	0.47	0.58	29	25	20	买入
文灿股份	34.18	0.28	0.39	1.60	121	87	21	买入
宁波华翔	17.08	1.57	1.44	1.79	11	12	10	买入
华阳集团	25.40	0.16	0.23	0.42	161	110	60	买入
德赛西威	83.03	0.53	0.73	0.96	156	114	86	买入
星宇股份	198.70	2.86	3.75	4.69	69	53	42	增持
科博达	68.69	1.19	1.20	1.55	58	57	44	增持
保隆科技	33.40	1.04	1.23	1.60	32	27	21	买入
伯特利	40.57	0.98	1.04	1.43	41	39	28	买入
耐世特(H)	7.38	0.61	0.26	0.59	12	28	12	买入
中鼎股份	13.95	0.49	0.39	0.62	28	36	22	买入
宁波高发	16.86	0.80	0.87	1.03	21	19	16	买入
敏实集团(H)	34.32	1.46	0.97	1.37	23	35	25	买入
爱柯迪	16.94	0.51	0.44	0.63	33	38	27	买入
豪能股份	23.76	0.56	0.87	1.19	42	27	20	买入
精锻科技	19.11	0.43	0.42	0.54	45	46	36	买入
岱美股份	29.77	1.08	1.07	1.51	28	28	20	买入
贝斯特	27.69	0.84	0.90	1.22	33	31	23	买入
新坐标	37.28	1.26	1.45	1.98	30	26	19	买入
继峰股份	9.35	0.29	-0.28	0.65	32	-34	14	买入
天成自控	10.85	-1.45	0.19	0.38	-8	58	28	买入
松芝股份	6.74	0.28	0.31	0.42	24	22	16	买入
万里扬	10.76	0.30	0.53	0.67	36	20	16	买入
雅迪控股(H)	10.69	0.17	0.30	0.39	62	36	27	买入
小牛电动(美股)	234.42	2.54	3.06	6.04	92	77	39	买入
八方股份	193.71	2.70	3.57	4.76	72	54	41	买入
潍柴动力	17.92	1.15	1.26	1.36	16	14	13	买入

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
潍柴动力(H)	14.64	1.15	1.26	1.36	13	12	11	买入
中国重汽	37.82	1.82	2.73	2.70	21	14	14	增持
中国重汽(H)	17.01	1.21	1.93	2.43	14	9	7	买入
宇通客车	17.26	0.88	0.36	0.68	20	48	25	买入
中集车辆(H)	6.11	0.69	0.70	0.87	9	9	7	买入
美东汽车(H)	27.58	0.44	0.59	0.83	62	47	33	买入
中升控股(H)	52.31	1.98	2.22	2.65	26	24	20	买入
永达汽车(H)	9.89	0.75	0.75	0.86	13	13	12	买入

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2020 年 11 月 20 日收盘价, 汇率: 1 港币=0.8485 人民币; 1 美元=6.56 人民币; 对于美股, 股价为 ADS 价格, EPS 为每 EPS 的 GAAP 净利润

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融行为管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。