

2020.11.24

评级: **增持**
 上次评级: 增持

自主品牌新能源车业务的价值重估

乘用车整车思考系列之一

	吴晓飞(分析师)	徐伟东(分析师)	陈麟瓚(分析师)
	0755-23976003	021-38674744	010-83939831
	wuxiaofei@gtjas.com	xuweidong@gtjas.com	chenlinzan@gtjas.com
证书编号	S0880517080003	S0880519060002	S0880520080004

本报告导读:

造车新势力的高估值来自于新盈利模式打造和成长确定性,自主品牌的新能源车业务的成长确定性已经具备,新盈利模式差距较大但也在逐步改善,有望迎来价值重估。
摘要:

- **造车新势力估值不断创新高,自主品牌的新能源车业务有望迎来价值重估。**蔚来等造车新势力估值不断创新高反映的是市场对其新盈利模式打造以及成长确定性的认可。自主品牌战略调整的及时性以及中国新能源产业链的配套优势使其在新能源车领域同样具备成长的确定性;而在新盈利模式打造差距较大但在逐步改善。两个方面的不断改善推动自主品牌新能源车业务的价值重估,推荐标的:吉利汽车、长安汽车、广汽集团等。
- **造车新势力的高估值来自于新盈利模式的打造和成长的确定性。**从盈利模式看,传统车企是制造类企业,利润来源是销量*单车净利,而造车新势力正在逐步改变汽车行业的盈利模式,通过软件和出行等领域扩大单车盈利,同时盈利对象有望从增量市场延伸至存量市场;在成长确定性方面,新能源汽车对燃油车的替代已经成为行业共识,对于没有历史包袱和内部掣肘的造车新势力而言,未来有望持续受益新能源化浪潮。
- **自主品牌和造车新势力一样都是新能源浪潮的受益者,其在新能源车的成长确定性已经具备,而在盈利模式的差距有望逐步缩小,其新能源车业务有望迎来价值重估。**作为燃油车市场的后进入者和追赶者,自主品牌并没有很强的组织惯性,从国家战略&配套产业链支持以及战略调整及时性角度考虑,自主品牌也将享受新能源车行业的成长确定性。而从盈利模式构建来看,自主品牌在自动驾驶等技术领域已经初步具备,但在运营模式和电子电气架构上还有较大差距。随着在盈利模式端的改进和在成长确定性被市场认知,自主品牌的新能源车业务将迎来价值重估。
- **推荐标的:吉利汽车**(推出浩瀚架构在智能电动车领域开启新时代,预计会在运营模式和电子电气架构上不断创新),**长安汽车**(与华为、宁德时代联合创建智能汽车高端品牌,在智能电动汽车平台、智慧能源生态更贴近市场需求),**广汽集团**(新能源车战略更加明确,新能源品牌 AION/埃安正式独立运营,2024 年推出全新电子电气架构量产 L4)
- **风险提示:**从生产制造向运营出行转变低于预期,新能源车行业增长低于预期

相关报告

运输设备及零部件制造业《国产版 ID.4 亮相,推荐大众产业链》	2020.11.09
运输设备及零部件制造业《整车行情进入第二阶段:价值重估》	2020.11.08
运输设备及零部件制造业《板块β属性不断增强,继续推荐整车龙头》	2020.11.02
运输设备及零部件制造业《预期逐步修正下,继续推荐整车龙头》	2020.10.26
运输设备及零部件制造业《消费属性明显、爆发式增长的大排量摩托》	2020.08.31

目 录

1. 传统车企新能源车业务的价值重估：新盈利模式和成长确定性	3
1.1. 造车新势力高估值来自于新盈利模式打造和成长确定性	3
1.2. 自主品牌的新能源车业务的价值重估	7
2. 投资建议	10
3. 风险提示	11

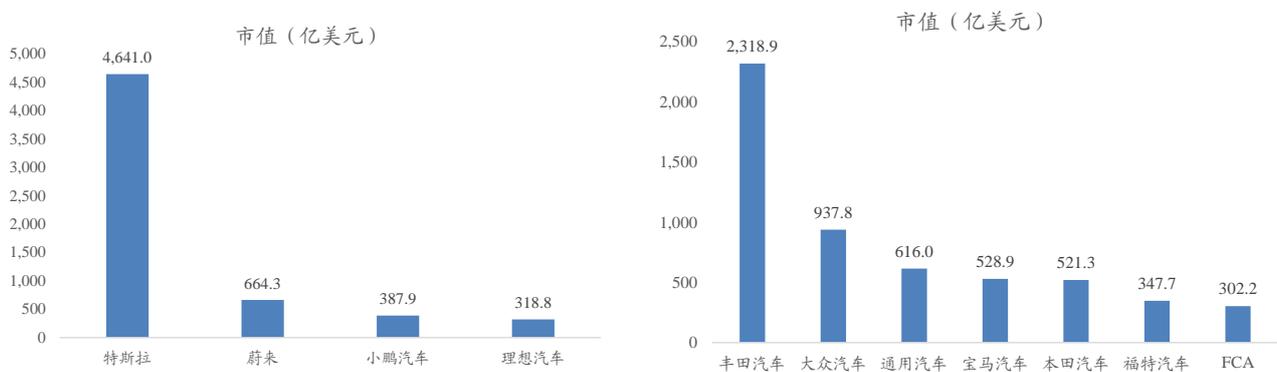
1. 传统车企新能源车业务的价值重估: 新盈利模式和成长确定性

造车新势力估值不断创新高，基于新盈利模式打造和成长确定性，自主品牌的新能源车业务有望迎来价值重估。特斯拉、蔚来、小鹏、理想等造车新势力，在销量仍处在起步期的阶段市值达到了可比肩燃油车整车巨头的水平，反映的是市场对其新盈利模式打造以及成长确定性的认可。对于国内的传统车企而言，战略调整的及时性以及中国新能源产业链的配套优势使其在新能源车领域同样具备成长的确性；而在新盈利模式打造方面，传统车企与新造车势力在自动驾驶领域的差距逐步缩小，但在运营模式以及电子电气架构领域差距仍然较大。未来传统车企在两个方面的改善将带动其价值重估。

1.1. 造车新势力高估值来自于新盈利模式打造和成长确定性

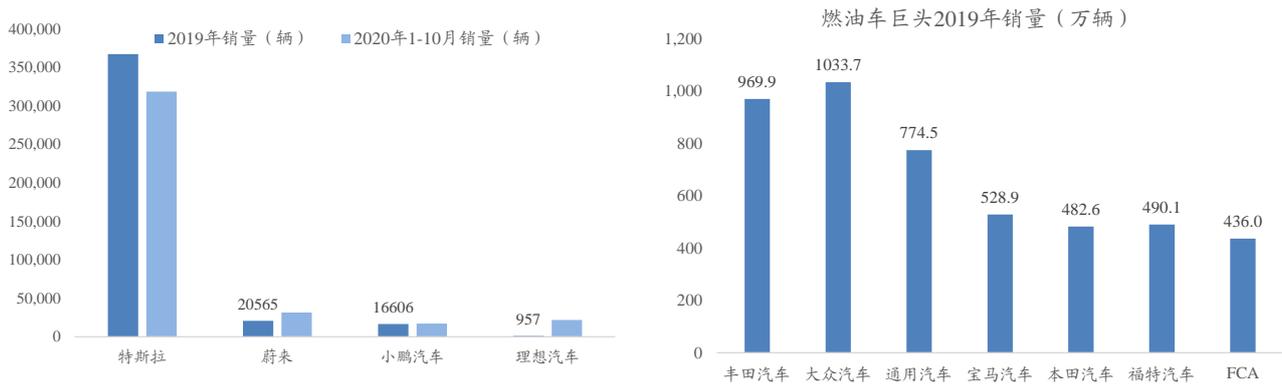
市值不断创新高的造车新势力。截至 2020 年 11 月 22 日，特斯拉、蔚来、小鹏和理想的市值分别达到 4641、664、388、319 亿美元，而传统车企巨头丰田、大众、通用的市值分别为 2319、938、616 亿美元，在市值上造车新势力企业已经逼近甚至超过了部分传统巨头；而从销量看，造车新势力和传统巨头的差距还较大，2019 年大众的销量超过 1000 万辆，丰田和通用的销量分别达到了 970/775 万辆，而特斯拉 2019 年销量超过 36 万辆，预计 2020 年销量能达到 50 万辆左右，其它造车新势力的销量还在 10 万辆以下。

图 1: 造车新势力的估值不断创新高，蔚来市值已经超过通用和宝马



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究, 市值截至 2020 年 11 月 22 日

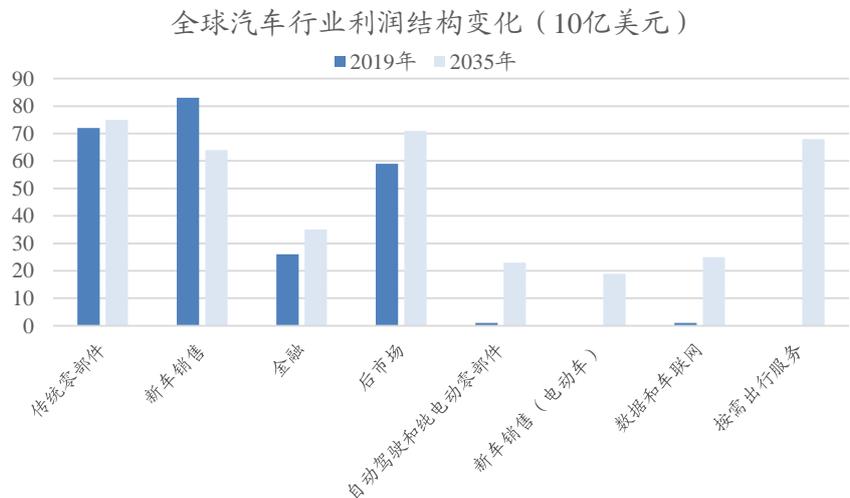
图 2: 与传统车企相比, 造车新势力在销量上差距十分明显



数据来源: 各公司公告, 国泰君安证券研究, 其中特斯拉 2020 年销量为 1-9 月销量

造车新势力的高估值来自于新盈利模式打造和成长的确性。从盈利模式看, 传统车企是制造类企业, 利润来源就是销量*单车净利, 而造车新势力正在逐步改变汽车行业的盈利模式, 通过软件和出行等领域扩大单车盈利, 同时盈利对象有望从增量市场延伸至存量市场; 在成长确定性方面, 新能源汽车对燃油车的替代已经成为行业共识, 对于没有历史包袱和内部掣肘的造车新势力而言, 未来有望持续受益新能源化浪潮。

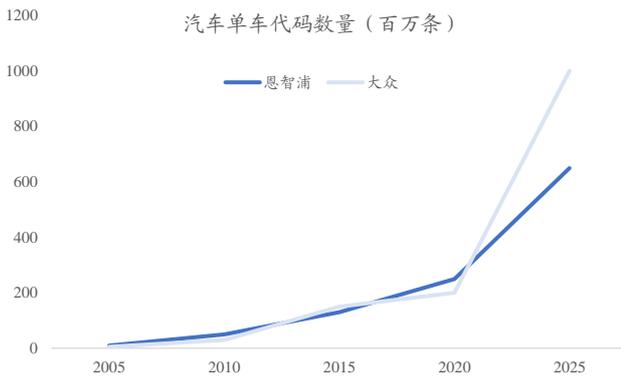
图 3: 软件和按需出行等正在成为汽车行业新的利润增长点



数据来源: BCG, 国泰君安证券研究

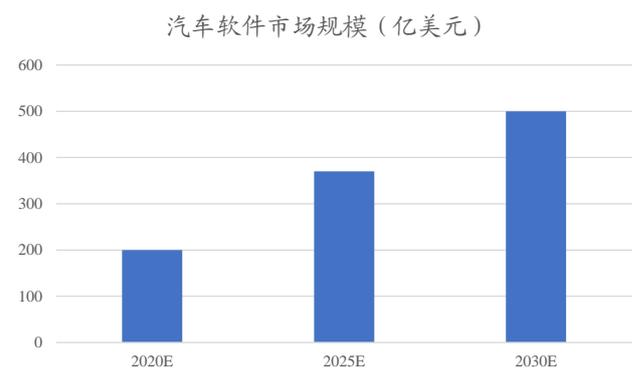
软件市场规模在快速增长, 这在智能电动车领域更加明显。随着汽车智能化、网联化水平的提升, 单车代码数量高速增长, 汽车软件市场正高速增长, 预计 2030 年全球汽车软件市场规模达到 500 亿美元; 同时软件和服务类业务具备更高的盈利能力, 以苹果和特斯拉为代表的科技巨头在软件业务上的收入和盈利贡献在不断提升, 以苹果为例, 2019 年其软件&服务毛利率超过 60%, 毛利占比达到 30%, 特斯拉 autopilot 的海外选装包价格也达到 7000 美元。

图 4: 单车代码数量将继续高速增长



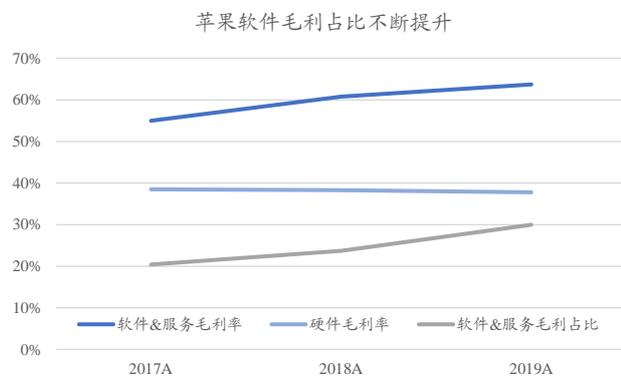
数据来源: 恩智浦年报, 国泰君安证券研究

图 5: 汽车软件市场预计 2030 年达到 500 亿美元



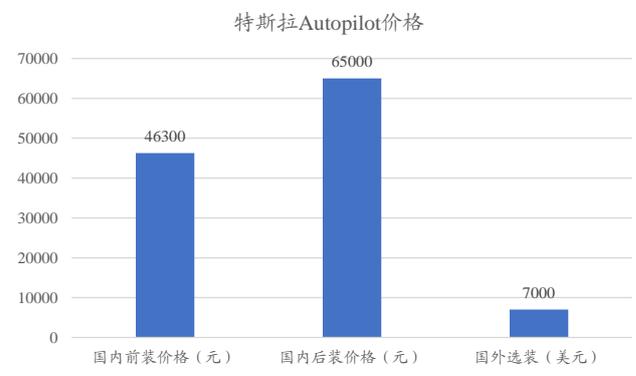
数据来源: 恩智浦年报, 国泰君安证券研究

图 6: 苹果软件毛利占比不断提升



数据来源: 苹果公司公告, 国泰君安证券研究

图 7: 特斯拉自动驾驶系统成为重要增量



数据来源: 特斯拉公司官网, 国泰君安证券研究

盈利群体从增量向存量转变。对于传统车企而言, 盈利的对象主要是每年新增的销量, 存量市场的后市场服务是经销商的重要盈利来源; 对于造车新势力而言, 通过付费 OTA 升级从存量市场获得盈利正在逐步实现, 以特斯拉为例, 它在加速包、座椅加热以及续航升级等领域已经实现了付费升级服务。

表 1: 特斯拉已经在部分领域实现了付费升级服务

主要功能	介绍
加速包	四驱长续航版 Model 3 百公里加速从 4.6 秒提升至 4.1 秒, 升级价格为 14100 元;
座椅加热	标准续航版和标准续航升级版 Model 3, 在线激活后排座椅加热功能, 升级价格 2400 元;
续航升级	仅限 model S 60 和标准续航版 model 3, model S 60 可付费升级至 model S 75 同等续航, 升级费用 19800 元, 标准续航版 model 3 可以付费升级至标准续航版 model 3

数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

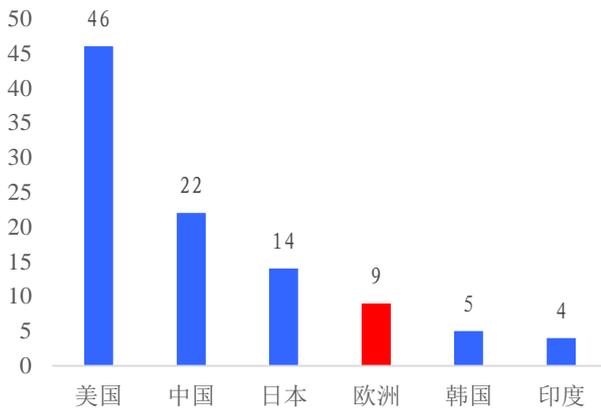
在新能源化浪潮中, 造车新势力车企具备更强的成长确定性。对于新能源车的发展趋势市场基本达成了共识, 而由于历史包袱和内部掣肘等原因, 传统燃油车巨头往新能源领域转型面临较大阻力, 这就为造车新势

力提供了较好的成长空间；同时，中国新能源车产业链的优势也为中国的造车新势力提供了有力支持。

传统整车巨头尤其是欧洲车企由于社会阻力和历史惯性等原因，发展新能源车行业面临较大阻力。欧洲整个技术创新 21 世纪以来表现的特征是基础创新继续快速发展，应用创新相对不足，从智能手机开始在全球的智能应用产品的竞争力上在不断下降；同时欧洲产业分工已经相对固化，对于家族控股+职业经理人模式的车企巨头而言，战略的调整面临巨大的内部阻力。

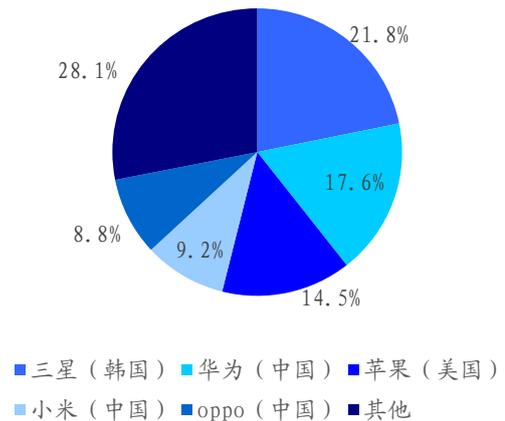
欧洲从智能手机开始，在创新应用领域的全球竞争力在逐步下降。2019 年在 2019 年全球价值 TOP100 的科技公司中，欧洲的数量为 9 家，远低于美国和中国的 46/22 家；在智能手机时代，欧洲传统的通讯巨头诺基亚和西门子就淡出了市场，市场被中国、美国和韩国企业所瓜分。欧洲的创新经济呈现出的特点是基础性研发优势明显，但是产业转化渠道不畅通，导致应用性创新竞争力不足。

图 8: 在 2019 年全球价值 TOP100 的科技公司中，欧洲公司数量远少于美国和中国



数据来源: Brand Finance, 国泰君安证券研究

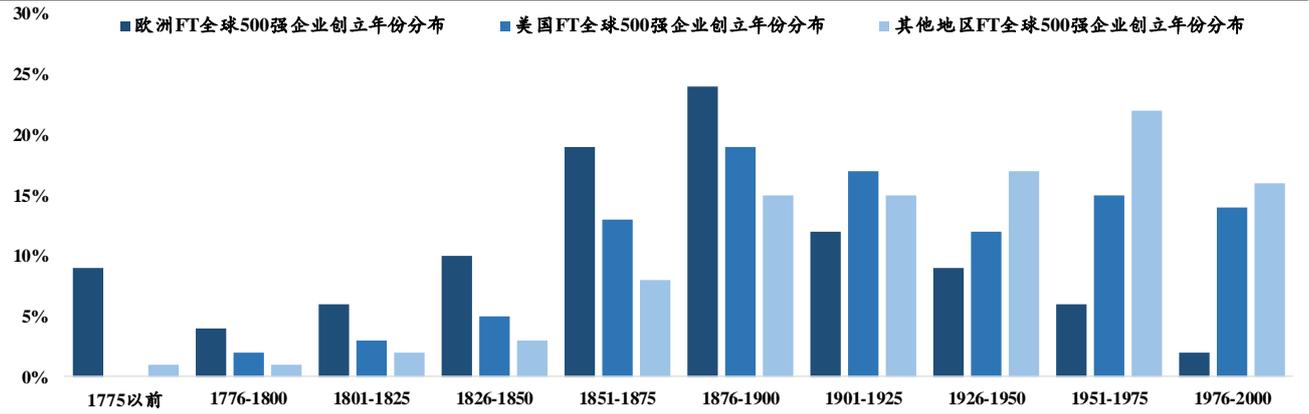
图 9: 2019 年全球智能手机市场份额



数据来源: Garner, 国泰君安证券研究

欧洲产业分工已经相对固化，车企巨头的战略调整面临巨大阻力。20 世纪中叶以后，欧洲大企业的诞生速度显著下降，2007 年《金融时报》评选的 500 强企业中，欧洲地区的企业 92% 诞生于 1950 年及以前，欧洲整个社会和产业分工已经比较固化。汽车作为欧洲的重要支柱产业，在传统燃油车时代已经具备了显著的竞争优势，推动新能源汽车发展的社会阻力本身就较大；同时欧洲车企巨头和零部件巨头是典型的家族控股+职业经理人模式，在制定战略上相对短视，这也进一步加大了向新能源转型的内部阻力。

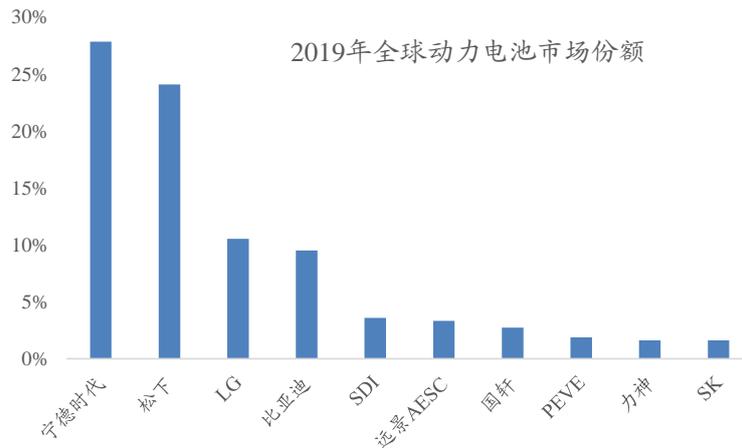
图 10: 汽车电子的演进阶段: 向智能化、集成化方向发展



数据来源: Financial Times, The Demographics of Global Corporate Champions, 国泰君安证券研究

中国新能源车行业的产业溢价不断提升, 在电池、智能化领域形成了一批具备全球竞争力的企业, 助力中国造车新势力的快速发展。新能源汽车国家层面的重要战略新兴产业, 在各个层面获得了政策支持; 同时中国在新新能源车的重要配套产业中, 形成了一批具备全球竞争力的优质企业, 助力造车新势力的快速发展。

图 11: 在动力电池领域中国企业已经具备了全球竞争力



数据来源: SNE Research, 国泰君安证券研究

1.2. 自主品牌的新能源车业务的价值重估

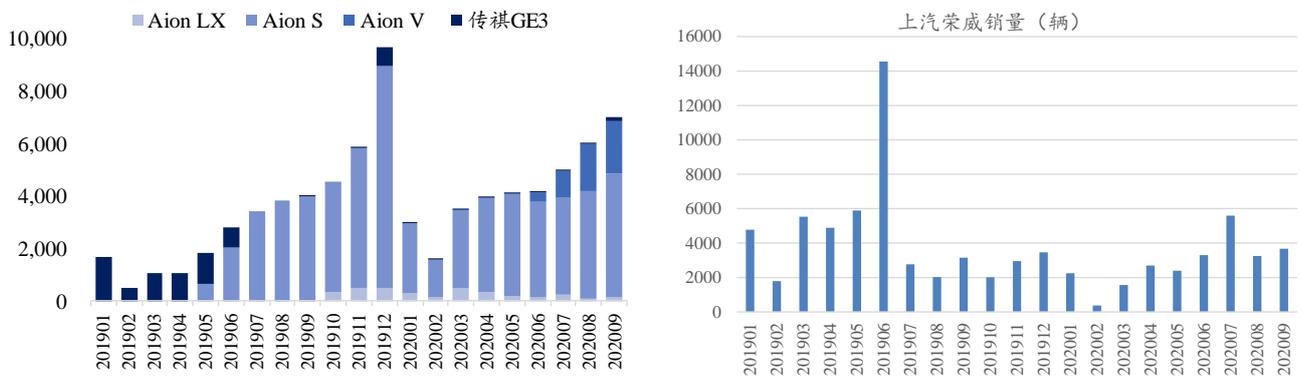
自主品牌的新能源车销量在快速增长, 从销量看已经不弱于造车新势力。2019年以来, 自主品牌的新能源车销量在快速增长, 广汽传祺和上汽荣威的月销量能达到2000-5000辆, 2020年9月开始欧拉也带动长城汽车的新能源销量快速增长。从销量上比较部分传统车企的新能源车销量已经不弱于造车新势力。从结构上看, 传统车企的新能源车销量来自于C端零售端的占比在不断提升, 以广汽的AION S为例, 我们预计2019年其30%的销量来源于C端, 2020年其50%以上的销量来源C端。

图 12: 部分传统车企的新能源车月销量超过造车新势力 (辆)



数据来源: 中汽协, 国泰君安证券研究

图 13: 广汽等传统车企的新能源车月销量也达到了 3000-5000 辆 (辆)



数据来源: 中汽协, 国泰君安证券研究

在自动驾驶等方面, 自主品牌在不断推进, 缩短和造车新势力差距。对于自动驾驶而言, 最关键的是运行车辆的数据带来的不断优化。传统车企通过与科技巨头合作, 不断提升自身在自动驾驶领域的水平, 同时通过燃油车以及新能源车的运行在训练和优化自动驾驶系统, 其和造车新势力的差距在不断缩小。

表 1: 传统车企和造车新势力在自动驾驶领域的差距在不断缩小

新势力车企自动驾驶系统	具体配置
蔚来 NIO Pilot	芯片采用 Mobileye EyeQ4, 配置 1 个三目摄像头、4 个全景系统摄像头、5 个毫米波雷达、12 个超声波雷达、1 个驾驶状态检测摄像头。
威马 Living pilot	芯片为博世提供, 配置 1 个高清摄像头 (分辨率 1280 x 960, 探测距离 120m, 可以识别 4 根车道线 +16 个物体)、3 个毫米波雷达 (一前两后, 前雷达探测距离 160m, 探测角度 90 度; 后雷达探测距离 80m, 探测角度 150 度)、4 个全景摄像头、12 个超声波雷达。
小鹏 XPILOT	芯片为英伟达 Xavier 芯片, 配置 12 个超声波传感器、5 个高精度毫米波雷达、13 个摄像头 (包括 4 个全景系统摄像头、1 个三目摄像头模块、1 个前置安全辅助摄像头、5 个增强感知摄像头、4 个环视摄像头)、1 个车内摄像头。
广汽 ADiGO	该系统的功能基于“高精地图+高精雷达+Mobileye EyeQ4 摄像头”等软硬件实现, 其配备 1 个前向中距离毫米波雷达、4 个短距离侧向毫米波雷达、12 个超声波雷达、4 个全景摄像头
长安汽车的方舟架构	核心布置预留 36 个传感器 (6 个毫米波雷达、13 个摄像头、5 个激光雷达、12 个超声波雷达), 高

精度地图和定位, 5G-V2X 模组, 2 个高算力域控制器, 冗余制动、冗余转向和冗余电源, 在实现 L3 级有条件自动驾驶的量产基础上, 未来可支持实现更多自动驾驶场景和更高等级的自动驾驶

数据来源: 公司官网, 电驹, 国泰君安证券研究

传统车企和新造车势力的在智能电动车的差距更多的体现在电子电气架构上。传统车企在发展智能电动车的起步期, 对于燃油车的分布式电子电气架构、线束传输等基本都会沿用, 在这种情况下即使实现 OTA 功能其效果也相对有限。以特斯拉、蔚来为代表的造车新势力, 通过域控制器、以太网传输等新的电子电气架构, 更好的实现了智能化水平。

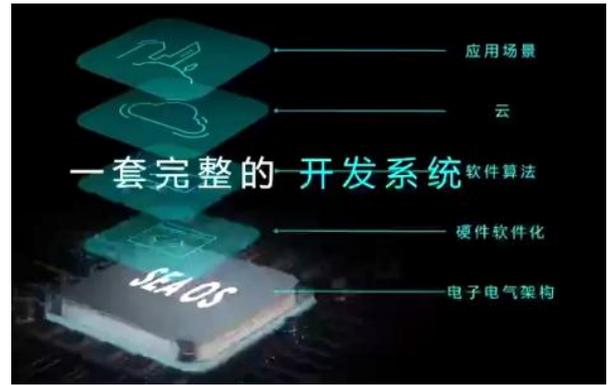
图 14: 蔚来 ES8 高性能电子电气系统



数据来源: 公司官网

自主品牌正在逐步推出全新的智能电动车平台, 在电子电气架构等方面不断完善。以吉利汽车的浩瀚架构为例, 目标实现电子电气架构从分布式向三域融合再向中央集成的转变, 核心芯片等元器件逐步自研, 硬件软件化 API 接口不断增加。

图 15: 吉利汽车将在智能电动车平台浩瀚架构上打造新一代的电子电气架构



数据来源：公司官网

与造车新势力相比，自主品牌在新能源车的成长确定性已经具备，而在盈利模式的差距有望逐步缩小，其新能源车业务有望迎来价值重估。从国家战略&配套产业链支持以及战略调整及时性角度考虑，自主品牌也将享受新能源车行业的成长确定性。而从盈利模式来看，国内传统车企与新造车势力仍存在较大差距，但从边际上看在逐步改善。

表 2：自主品牌有望在新能源车的盈利模式打造以及成长确定性上迎来价值重估

	造车新势力	传统车企
盈利模式	借助更贴近市场的运营模式和更先进的的电子电气架构和领先的自动驾驶技术，在快速增长的汽车软件等增量市场占据先机，也为存量市场的开发做好准备。	传统车企在自动驾驶等领域不断缩小和造车新势力的差距，但是在运营模式以及电子电气架构等领域差距仍然巨大。
成长确定性	新造车势力没有类似于欧美整车巨头的历史包袱和内部掣肘等，未来有望持续受益新能源化浪潮；同时，中国在新能源车产业链上的配套优势也为造车新势力提供了助力	国内传统车企在新能源车领域也具备很强的成长确定性：国内车企尤其是民营企业而言，战略调整迅速，在智能电动车自发需求快速形成的2020年快速加码智能电动布局；而对于国企巨头而言，合资的红利接近尾声，它们通过智能电动化实现自主品牌的中高端化的路线愈发清晰；国内的传统车企也将受益于中国新能源车产业链上的配套优势

数据来源：国泰君安证券研究

2. 投资建议

国内自主品牌的新能源车业务将从新盈利模式打造和成长确定性两个方面得到价值重估，推荐标的：吉利汽车，长安汽车，广汽集团，比亚迪等

表 3：自主品牌正从盈利模式打造和成长确定性两个方面不断改进

车企	介绍
吉利汽车	吉利汽车打造智能电动车平台浩瀚架构，开启智能造车新时代：传统的开发模式是基于一个 V 字型的开发周期，36-44 个月的周期，，浩瀚将来的软件开发目标是比传统嵌入式的开发减少 50%的时间；目前实现了三域融合（智能驾驶域、智能座舱域、运动和能量域），之后可以自然升级到中央控制；硬件软件化是 SEA 架构区别于别的架构的主要特征，将来会把底层抽取出来变成标准化的服务接口(API)，
长安汽车	2020 年 11 月，长安汽车、华为和宁德时代联合创建智能汽车高端品牌，包括了一个全球领先、自主可控的智能电动汽车平台，一系列智能汽车产品和一个超级“人车家”智慧生活和智慧能源生态，推出的方舟架构具有

	以下特征：以智能和大数据赋能车身、底盘等整车基础性能迭代进化，集高阶自动驾驶前置化布局、智慧成长型电子电气架构、不断精进的基础模块化平台等
广汽集团	2020年11月20日，广汽集团在广州车展正式发布“1615战略”，2025年销售目标为350万辆，新能源汽车产品占整车产销规模超20%，成为行业先进的移动出行服务商。根据规划，“十四五”期间，广汽集团将围绕“新四化”方向，2025年自主品牌全面实现电气化，2023年L3大批量应用，2024年推出全新电子电气架构量产L4，2025年实现特定场景下L4智能驾驶商业运营。同时新能源品牌（AION/埃安）正式独立运营。

数据来源：搜狐汽车，公司官网，国泰君安证券研究

表 4：重点公司盈利与估值表

股票代码	股票名称	收盘价	EPS			PE			评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
000625	长安汽车	21.98	-0.55	0.60	0.64	-39.96	36.63	34.34	增持
0175.HK	吉利汽车	23.40	0.81	1.19	1.51	28.89	19.66	15.50	增持
601238	广汽集团	15.06	0.65	0.69	0.81	23.17	21.83	18.59	增持

数据来源：wind，国泰君安证券研究

3. 风险提示

从生产制造向运营出行转变低于预期。生产制造是传统车企的强项，但是在系统构建和运营出行等领域缺乏经验，以德国大众为例，作为最早转型新能源车行业的传统整车巨头，其在电子电气架构的改革上也遇到了较大困难，需要时间去逐步克服

新能源车行业增长低于预期。2020年下半年以来，中国新能源车销量在逐步回暖并实现高速增长，这中间有多重因素贡献，包括疫情过后需求的集中释放、上海北京等地区的政策推动，以及中高端新能源车自发需求的形成，前两个因素较为短期，如果自发需求增速放缓会导致行业的销量低于预期

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		