

公司研究

和时间赛跑，与爆发力同行

——汽车行业 2022 年投资策略

要点

汽车板块受经济与行业景气周期、投产/车型周期、业绩基本面/估值等因素影响。当前整车板块处于估值中枢上移阶段（2020 年至今约 35x PE）；预计智能电动化引领产业变革，销量增速仍是导致板块与个股是否具有吸引力的关键。

传统车企整装待发，民营车企或具更高转型成功概率：特斯拉引领全球智能电动化趋势，新势力处于市场定位/车型定价范围扩大阶段（或逐步下切），传统车企尚处于智能电动车子品牌成立初期。我们判断，智能电动化是长期过程，传统车企具有较强现金流与成本控制/供应链管理（分拆子品牌的用户定位也呈逐步清晰化趋势），预计机会仍存；1）从技术层面的横向对比来看，传统车企在插电混动、以及三电等产业链方面相比于特斯拉/新势力具有明显优势；2）从战略/理念、人才、以及组织架构层面的横向比较来看，传统车企已参考特斯拉/新势力进行相应的理念切换与战略调整，股权激励计划落地性更强/覆盖面更广，尚处于组织架构调整并逐步完善阶段，预计民营车企或具有更高转型成功概率。

芯片短缺或将逐步缓解，补库带动市场销量稳健增长：鉴于 4Q21E 芯片短缺或逐步缓解、以及旺季对应的补库趋势，我们预计 2021E 芯片短缺对国内乘用车销量拖累影响约 1%-3%；鉴于芯片供应呈边际改善趋势，我们预计 2022E 其对国内乘用车销量拖累影响仅约 0.5%-1.5%。我们看好消费升级、以及芯片短缺逐步缓解/供求结构改善带动的车市稳健增长前景，预计 2021E 国内乘用车销量增速区间约 4%-7%，预计 2022E/2023E 国内乘用车销量增速区间均约 4%-5%。

新能源汽车市场仍将维持高速增长，插电混动比例或将抬升：鉴于当前电动车与燃油车成本差异与消费偏好，我们预计带动渗透率持续抬升的主导车型或切换至针对主力细分市场的 A 级插电混动 SUV、以及 B 级插电混动轿车；此外，消费升级/车企分拆子品牌的多款中高端车型上市或带动定价人民币 30 万以上的 B 级纯电动车型销量爬坡。我们预计 1) 2021E 国内新能源汽车销量同比增长 156% 达近 350 万辆；其中，新能源乘用车销量同比增长 157%-165% 至约 320-330 万辆。2) 预计 2022E 国内新能源汽车销量同比增长近 50% 至约 520-530 万辆；其中，新能源乘用车销量同比增长约 50%+ 至 500 万辆。

投资展望：行业景气度（销量爬坡与增速）仍是影响估值高低、以及导致板块与个股是否具有吸引力的关键。鉴于芯片缓解/供求结构改善驱动的补库趋势、以及新能源汽车持续高速增长前景，预计销量支撑估值的格局或将延续。

推荐标的：我们看好具有较强产品周期（芯片供应缓解具有较强销量与盈利弹性）、智能电动化转型推进路径明确清晰、以及产品定义/成本控制优化的车企。乘用车板块推荐特斯拉、吉利汽车、以及长城汽车，建议关注比亚迪。

风险提示：芯片短缺缓解不及预期；补库趋势不及预期；需求修复不及预期；销量与爬坡不及预期；毛利率爬坡不及预期；成本费用控制不及预期；市场风险。

推荐公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (市场货币)	EPS (财报货币)			PE (X)			投资 评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
TSLA.O	特斯拉	1018.43	2.24	6.15	8.70	455	166	117	买入
0175.HK	吉利汽车	27.05	0.56	0.69	0.94	40	33	24	买入
601633.SH	长城汽车 (A)	66.49	0.58	0.92	1.36	114	72	49	增持
2333.HK	长城汽车 (H)	34.70	0.58	0.92	1.36	49	31	21	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-26；汇率按 1HKD=0.83CNY 换算

汽车和汽车零部件
买入（维持）

作者

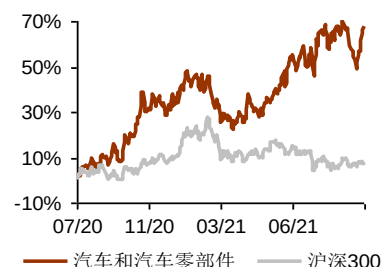
分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

9 月乘用车新能源渗透率近 20%，看好 4Q21E 新能源车爬坡前景

——2021 年 9 月汽车销量跟踪报告
(2021-10-19)

新能源乘用车零售渗透率创新高，看好 4Q21E 新能源车爬坡前景

——汽车和汽车零部件行业 9 月乘用车数据跟踪报告 (2021-10-12)

3Q21 特斯拉与新势力交付量超预期，撬动估值体系重构

——特斯拉与新势力销量跟踪报告
(2021-10-03)

投资聚焦

当前汽车板块处于智能电动化渗透率抬升驱动的估值中枢上移阶段（整车板块估值中枢已从 2015-2019 年约 15x-25x PE 上移至 2020 年至今约 35x PE）。

本篇报告复盘 2015 年至今的整车板块，将传统车企与特斯拉/新势力进行多维度的横向比较，分拆 2022E 行业销量预测并得出相应的投资观点。

关键预测

- 1) 预计 2021E 芯片短缺对国内乘用车销量拖累影响约 1%-3%；预计 2022E 其对国内乘用车销量拖累影响仅约 0.5%-1.5%。
- 2) 预计 2021E 国内乘用车销量增速区间约 4%-7%；预计 2022E/2023E 国内乘用车销量增速区间均约 4%-5%。
- 3) 预计 2021E 国内新能源汽车销量同比增长 156%达近 350 万辆（预计全球占比 50%+）；其中，新能源乘用车销量同比增长 157%-165%至约 320-330 万辆（新能源乘用车渗透率同比增加约 9pcts 至 15%+）。预计 2022E 国内新能源汽车销量同比增长近 50%至约 520-530 万辆；其中，新能源乘用车销量同比增长约 50%+至 500 万辆（渗透率有望同比增加约 7pcts 至 22%+）。

我们区别于市场的观点

- 1) 特斯拉/新势力（约 10x-15x PS）撬动整车板块估值体系重构；
- 2) 在智能电动化早期渗透率抬升阶段，销量规模或是导致车企估值差异的核心；其中，技术对应的产品市场竞争力、以及销售渠道均会对销量爬坡程度产生影响。
- 3) 智能电动化是长期过程；长期来看，鉴于硬件性能逐步趋同、叠加数据呈正态分布等特征或导致自动驾驶功能差异性逐步缩小，预计供应链管理能力和用户精准定位、以及服务等或将成为关键。传统车企具有较强现金流与成本控制/供应链管理能力和（分拆子品牌的用户定位也呈逐步清晰化趋势），预计机会仍存。
- 4) 各车企在战略/理念、人才、以及组织架构方面的布局则是导致技术驱动产品力/销量规模差异的决定性因素；其中，民营车企或具有更高转型成功概率。

股价上涨的催化因素

- 1) 芯片等供应链缓解超预期，行业补库超预期；
- 2) 销量增长/新能源汽车渗透率爬坡超预期；
- 3) 规模效应/毛利率爬坡超预期；
- 4) 传统车企转型超预期。

投资展望

行业景气度（销量爬坡与增速）仍是影响估值高低、以及导致板块与个股是否具有吸引力的关键。鉴于芯片缓解/供求结构改善驱动的补库趋势、以及新能源汽车持续高速增长前景，预计销量支撑估值的格局或将延续。

推荐标的

我们看好具有较强产品周期（芯片供应缓解具有较强销量与盈利弹性）、智能电动化转型推进路径明确清晰、以及产品定义/成本控制优化的车企；结合估值与销量预期，乘用车板块推荐特斯拉、吉利汽车、以及长城汽车，建议关注比亚迪。

目录

1、智能电动化引领新纪元	7
1.1、第一阶段：估值与业绩双振（2015-2017 年）	9
1.2、第二阶段：估值与业绩双杀（2018-2019 年）	11
1.3、第三阶段：估值中枢上移（2020 年至今）	13
2、智能电动化--转型是关键	16
3、智能电动化横向比较--各有侧重	18
3.1、子品牌重塑估值体系	18
3.2、销量影响因素——技术/产品力与销售渠道	20
3.2.1、技术/产品力各有侧重	20
3.2.2、销售渠道仍在于理念转变	27
4、智能电动化决定性因素--组织架构转型	28
4.1、战略/理念已逐步切换	28
4.2、人才激励或陆续到位	31
4.3、组织架构转型仍有待推进	35
5、2022E 投资展望	36
5.1、2021E-2022E 国内乘用车销量预测	36
5.2、2021E-2022E 国内新能源车销量预测	38
5.3、投资建议	43
5.4、推荐标的	43
5.4.1、特斯拉（TSLA.O）	44
5.4.2、吉利汽车（175.HK）	45
5.4.3、长城汽车（601633.SH/2333.HK）	46
5.5、附录	47
6、风险提示	47

图目录

图 1: 2021 年至今中信 A 股汽车指数/沪深 300 指数/中证 500 指数	7
图 2: 2021 年至今中信 H 股汽车指数/恒生指数/恒生国企指数	7
图 3: 2015 年至今主要整车公司股价涨跌幅（前复权）	8
图 4: 乘用车销量变化与购置税政策变紧密相关	8
图 5: 2015-2017 年传统车企涨跌幅	9
图 6: 2015-2017 年传统车企 PE 估值	9
图 7: 2015-2017 年传统车企自主销量增速	10
图 8: 2015-2017 年传统车企自主单车盈利	10
图 9: 2015-2017 年传统车企自主 ASP	10
图 10: 2015-2017 年传统车企自主汽车业务毛利率	10
图 11: 吉利博越产品周期与股价涨跌幅	10
图 12: 2015-2017 年吉利产品矩阵及售价	10
图 13: 广汽传祺 GS4 产品周期与股价涨跌幅	11
图 14: 2015-2017 年广汽产品矩阵及售价	11
图 15: 2018-2019 年传统车企涨跌幅	12
图 16: 2018-2019 年传统车企 PE 估值	12
图 17: 2017-2019 年传统车企自主销量增速	12
图 18: 2017-2019 年传统车企自主单车盈利	12
图 19: 2017-2019 年传统车企自主 ASP	12
图 20: 2017-2019 年传统车企自主汽车业务毛利率	12
图 21: 2020 年至今新势力车企涨跌幅	14
图 22: 2020 年至今新势力车企 PS 估值	14
图 23: 2020 年至今新势力车企各车型月销量	14
图 24: 1Q20-2Q21 新势力车企毛利率	14
图 25: 2020 年至今传统车企涨跌幅	14
图 26: 2020 年至今传统车企 PE 估值	14
图 27: 2019-1H21 传统车企自主销量增速	15
图 28: 2019-1H21 传统车企自主单车盈利	15
图 29: 2019-1H21 传统车企自主 ASP	15
图 30: 2019-1H21 传统车企自主汽车业务毛利率	15
图 31: 2020 年至今长城涨幅及哈弗 H6、坦克、欧拉销量	15
图 32: 2020 年至今比亚迪涨幅及比亚迪汉销量	15
图 33: 2016-2021 年前 9 月国内新能源乘用车销量及渗透率	16
图 34: 智能化——智能网联汽车技术路线图 2.0	16
图 35: 汽车电子产业链协同趋势明显	16
图 36: 车企销量核心影响与驱动因素分拆	18
图 37: 传统车企销售模式转型路径	27
图 38: 经销与直销模式对比	27
图 39: 2020-2021E 新势力车企门店数量	27

图 40: 2020-2021E 蔚来中心与蔚来空间数量分拆.....	27
图 41: 2020 年特斯拉与新势力的研发费用及费用率	32
图 42: 2020 年新势力研发人员数量占比.....	32
图 43: 2020 年传统车企研发投入及占收入的比例	32
图 44: 2019-2020 年传统车企研发人员数量占比.....	32
图 45: 百度阿波罗组织架构.....	35
图 46: 理想目标组织架构	35
图 47: 长城组织架构.....	35
图 48: 长安组织架构.....	35
图 49: 比亚迪组织架构	36
图 50: 吉利组织架构.....	36
图 51: 2015-2021 年前 9 月国内乘用车销量与年同比增速	37
图 52: 2015-2021 年前 9 月各车系品牌乘用车市占率分拆	37
图 53: 2021/1-9 自主、合资、以及进口汽车经销商库存系数	37
图 54: 1Q15-3Q21 国内乘用车产量分季度分拆	38
图 55: 2021/1-9 国内车企的汽车与乘用车月末库存量	38
图 56: 2017-2021 前 9 月国内新能源乘用车销量分拆与同比增速	39
图 57: 2020/1-2021/9 国内新能源乘用车按车型销量占比分拆	39
图 58: 2020/1-2021/9 国内插电混动市场按车型销量占比分拆	39
图 59: 2020/1-2021/9 国内纯电动市场按车型销量占比分拆	39
图 60: 2021/1-2021/9 国内乘用车总零售市场按车型占比分拆	40
图 61: 2021/1-2021/9 国内主要新能源车型的细分市场渗透率	40
图 62: 2019-2021E 国内与全球新能源汽车销量	40
图 63: 2019-2021E 国内与全球新能源汽车渗透率.....	40
图 64: 2020-2021/9 国内乘用车分品牌新能源乘用车零售渗透率	41
图 65: 2015-2022E 国内乘用车销量、以及新能源乘用车销量与渗透率.....	42

表目录

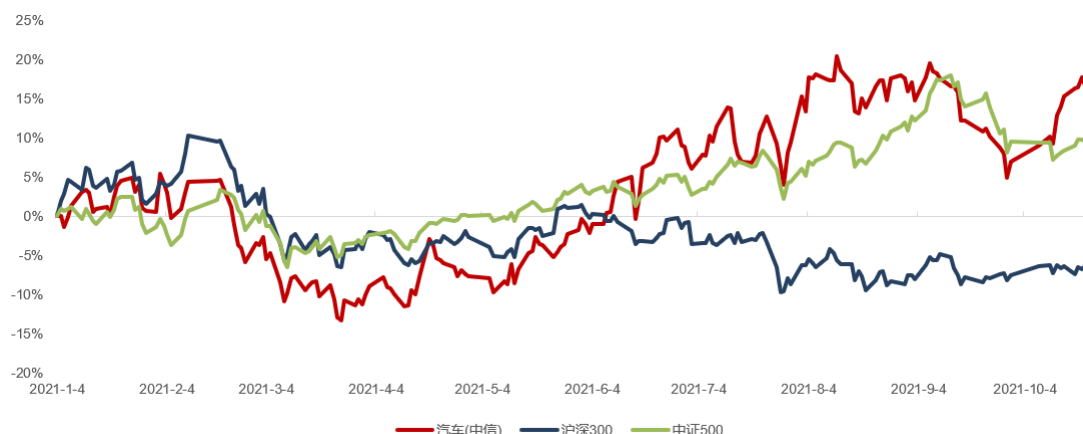
表 1：车企软件自研情况	17
表 2：特斯拉与新势力车企车型分拆	19
表 3：传统车企新能源汽车品牌及车型分拆	19
表 4：传统车企模块化平台布局	21
表 5：传统车企插电混动技术方案	22
表 6：传统车企纯电技术方案	22
表 7：传统车企氢能技术布局	23
表 8：百度自动驾驶产品	24
表 9：新势力车企自动驾驶硬件搭载及软件功能	24
表 10：传统车企自动驾驶硬件搭载及软件功能	25
表 11：新势力车企智能座舱搭载情况	26
表 12：传统车企智能座舱搭载情况	26
表 13：传统车企新分拆的智能电动车子品牌渠道销售方式	28
表 14：特斯拉/新势力、以及消费电子/互联网公司创始人梳理	29
表 15：特斯拉与新势力的战略目标梳理	29
表 16：传统车企、新势力、互联网及消费电子高管基本介绍	30
表 17：传统车企战略梳理	31
表 18：特斯拉与新势力人才计划	32
表 19：传统车企智能人才计划	33
表 20：特斯拉股权激励方案梳理	33
表 21：新势力股权激励方案梳理	34
表 22：传统车企股权激励方案梳理	34
表 23：2019-2023E 国内乘用车销量预测	38
表 24：2022E 国内新能源乘用车增量预测	42
表 25：推荐公司盈利预测、估值与评级	43
表 26：覆盖公司盈利预测、估值与评级	47

1、智能电动化引领新纪元

2021 年至今，中信 A 股汽车指数上涨 17.5%（vs. 沪深 300 指数/中证 500 指数分别下跌 5.9%/上涨 8.4%），中信 H 股汽车指数上涨 8.2%（vs. 恒生指数/恒生国企指数分别下跌 4.9%/12.7%）。

其中，A 股汽车涨幅前三的分别为长城汽车-A（601633.SH，涨幅 65.5%）、北汽蓝谷（600733.SH，涨幅 56.7%）、以及广汽集团-A（601238.SH，涨幅 35.1%）；H 股汽车涨幅靠前的分别为比亚迪股份-H（1211.HK，涨幅 32.5%）、以及长城汽车-H（2333.HK，涨幅 30.0%）。

图 1：2021 年至今中信 A 股汽车指数/沪深 300 指数/中证 500 指数



资料来源：Wind，光大证券研究所整理
注：数据时间截至 2021/10/22

图 2：2021 年至今中信 H 股汽车指数/恒生指数/恒生国企指数



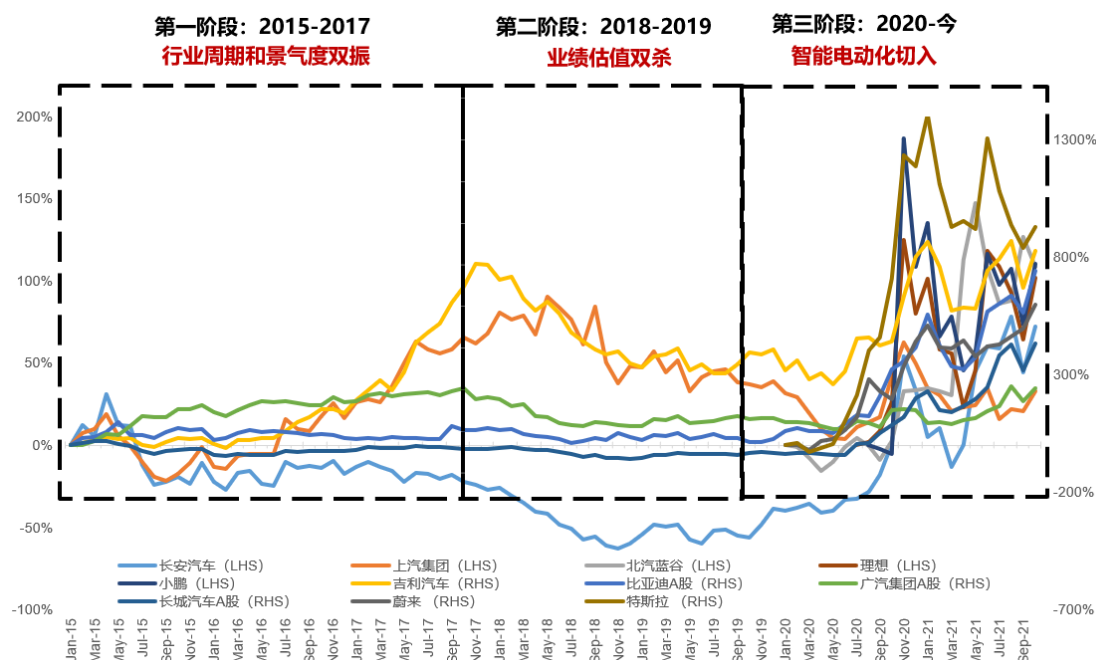
资料来源：Wind，光大证券研究所整理
注：数据时间截至 2021/10/22

我们复盘 2015 年至今的整车板块，并将其按行业景气周期分拆为三个阶段。

1) 汽车板块受经济与行业景气周期、投产/车型周期、业绩基本面/估值等多因素影响。2) 当前板块处于智能电动化渗透率抬升驱动的估值提振阶段；其中，整车具有更强的 Beta 属性。3) 鉴于新能源与传统燃油车的成本差异，预计当

前销量爬坡程度仍是导致估值差异的主要因素。4) 长期来看, 供应链管理能力和用户精准定位、以及服务等或将成为驱动销量的关键; 此外, 各车企在战略/理念、人才、以及组织架构方面的布局则是导致技术驱动产品力差异的核心。

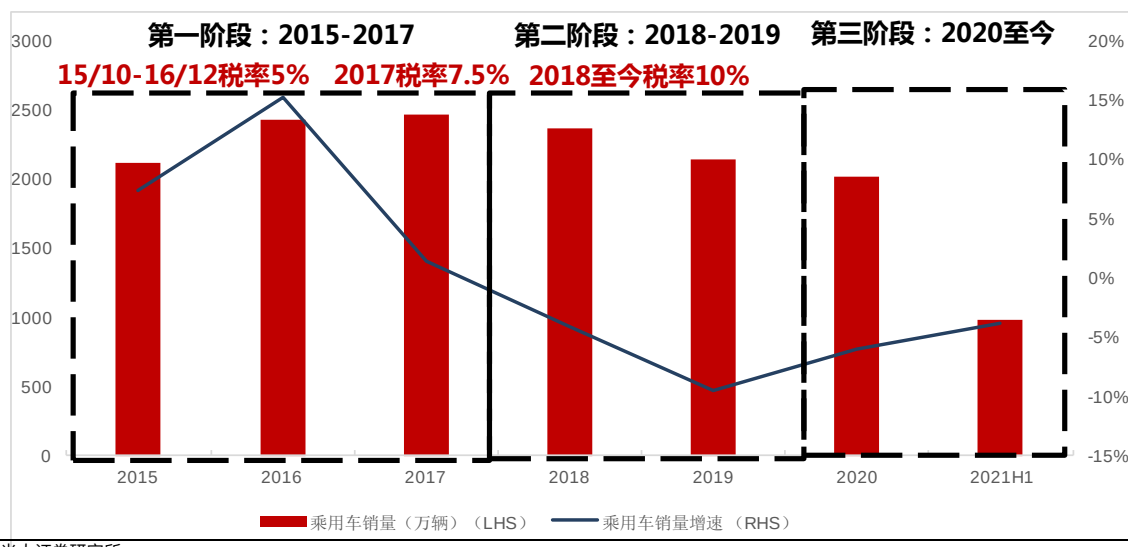
图 3: 2015 年至今主要整车公司股价涨跌幅 (前复权)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

注: 1) 北汽蓝谷于 2018 年取得北汽新能源 100% 的股权, 所属行业由房地产变为汽车制造, 考虑其特殊性在第三阶段 (2020 至今) 纳入分析; 2) 新势力车企均在第三阶段纳入分析; 3) A/H 股公司中选取 A 股公司作为代表; 3) 数据截至 2021/10/22

图 4: 乘用车销量变化与购置税政策变紧密相关



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所

1.1、 第一阶段：估值与业绩双振（2015-2017 年）

2015/10-2017/12 国内推出小排量购置税率优惠政策（2015/10-2016/12 为 5%，2017 年 7.5%）；受益于此，2015-2016 年国内乘用车销量恢复此前高个位数至双位数的增长节奏（年销量增速分别达 7.3%/14.9% vs. 2017 年回落至 1.4%）。

2015-2017 年，大幅跑赢板块与市场为吉利汽车（1175.HK，涨幅高达 770.0%）、以及广汽集团（601238.SH/2238.HK，涨幅高达 204.9%/185.5%）；其中，吉利与广汽均实现销量大幅增长，带动毛利率与单车盈利稳步爬坡。

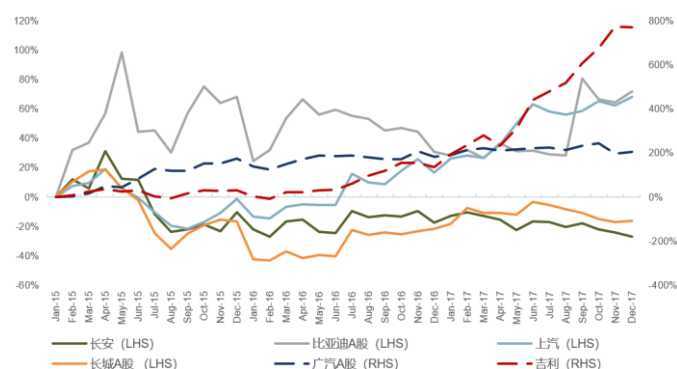
1) 吉利汽车：2015-2017 年销量/归母净利润 Cagr 分别约 56%/117%，期间毛利率稳步爬坡至 18.2%/18.3%/19.4%，估值中枢约 10x-15x PE。

2) 广汽集团：2015-2017 年广汽传祺销量 Cagr 约 57%，期间乘用车毛利率稳步爬坡至 12.1%/20.6%/22.2%，2016-2017 年剔除投资收益后的合并口径下单车扣非归母净利润分别约人民币 688/3,857 元（vs. 2015 年约亏损人民币 4,190 元），A/H 估值中枢分别约 15x PE/5x-10x PE。

我们判断，2015-2017 年吉利与广汽股价大幅反弹的主要驱动因素为政策扶持带动行业景气度抬升、叠加自主 SUV 强车型周期（吉利博越周期/广汽传祺 GS4 周期），通过产品结构优化/销量强劲爬坡驱动的估值与业绩双振（vs. 2015-2017 年长城处于 H6 换代与 WEY 新品牌成立导致的费用与毛利率承压阶段，长安处于主力车型销量不及预期与折扣/官降等导致的业绩承压阶段）。

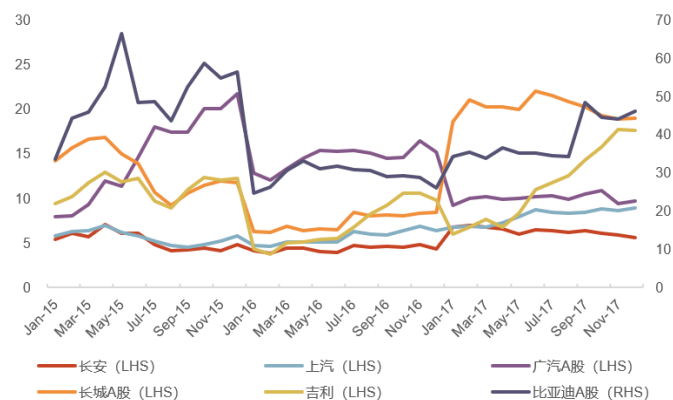
2015-2017 年整车板块估值中枢约 15x PE；其中，剔除比亚迪后的整车板块估值中枢约 10x PE（vs. 比亚迪 A/H 估值中枢约 40x PE/25x PE）。

图 5：2015-2017 年传统车企涨跌幅



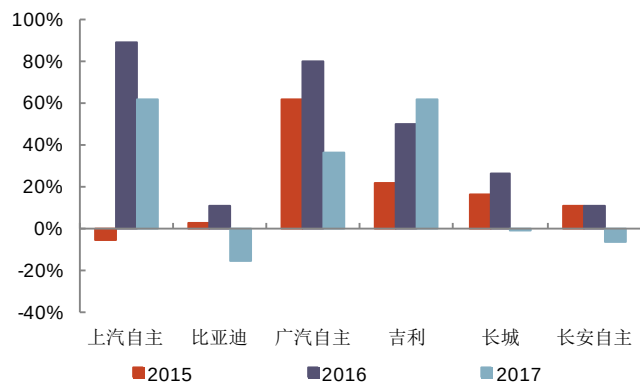
资料来源：Wind，光大证券研究所整理
注：A/H 股公司中选取 A 股公司作为代表

图 6：2015-2017 年传统车企 PE 估值



资料来源：Wind，光大证券研究所整理
注：1 港元=0.83 人民币

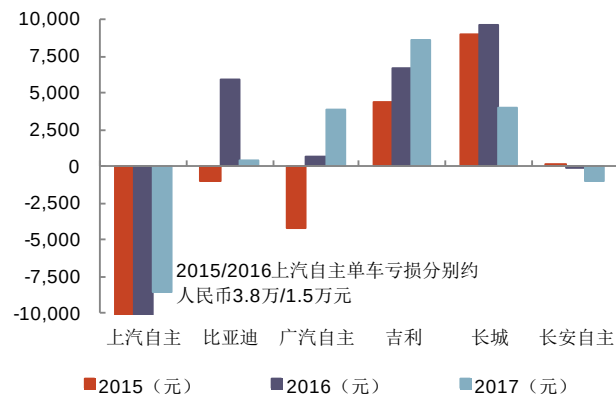
图 7：2015-2017 年传统车企自主销量增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：吉利销量数据剔除领克销量

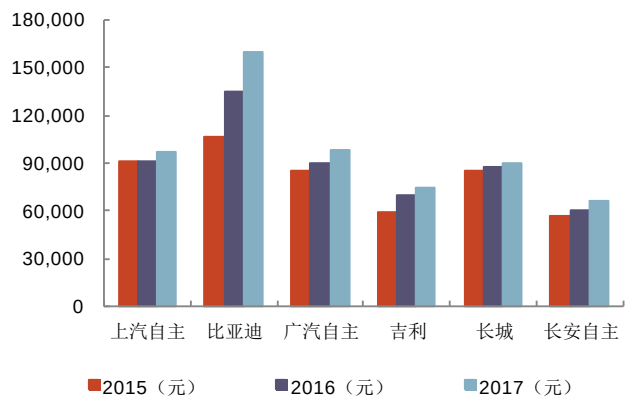
图 8：2015-2017 年传统车企自主单车盈利



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：比亚迪单车盈利计算剔除电池、以及二次充电电池光伏业绩

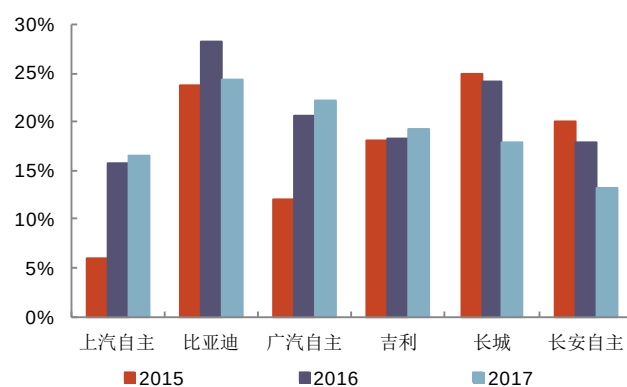
图 9：2015-2017 年传统车企自主 ASP



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：2015 上汽自主为母公司主营业务收入/销量，2016-2017 为母公司整车业务收入/销量

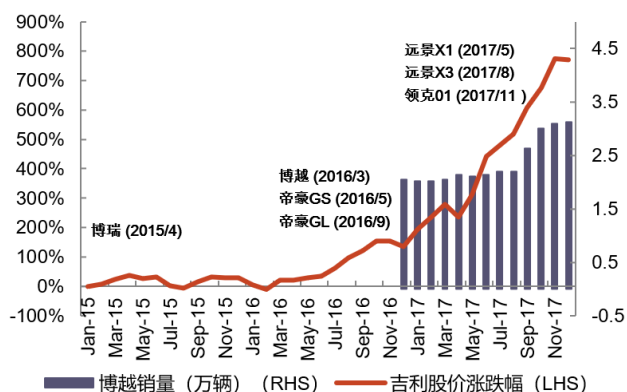
图 10：2015-2017 年传统车企自主汽车业务毛利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：2015 上汽自主为母公司主营业务毛利率，2016-2017 为母公司整车业务毛利率

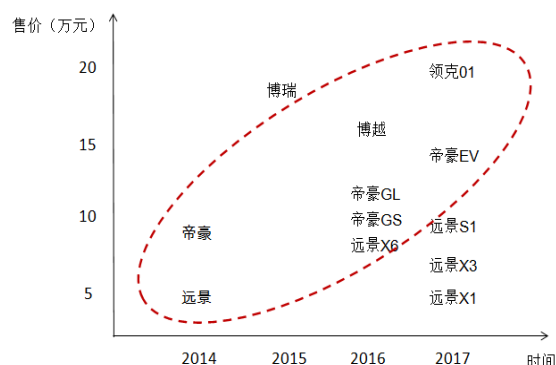
图 11：吉利博越产品周期与股价涨跌幅



资料来源：Wind，公司官网，交强险，光大证券研究所整理

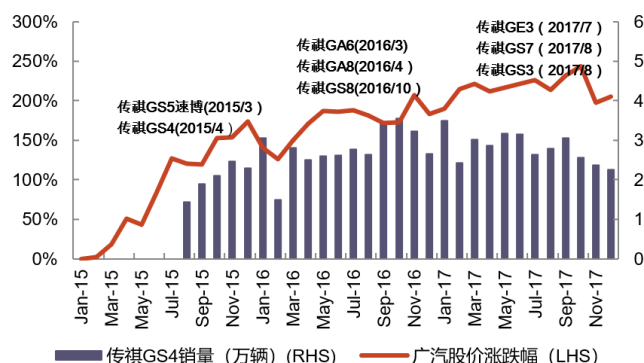
注：数据时间为 2015/1-2017/12

图 12：2015-2017 年吉利产品矩阵及售价



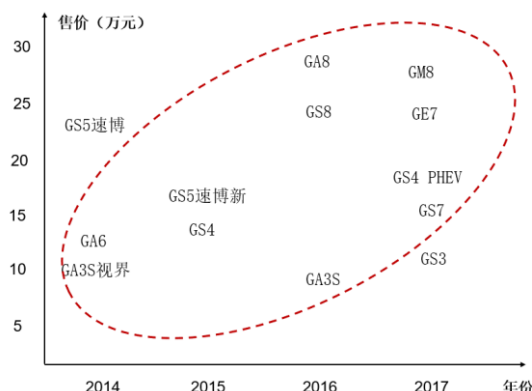
资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

图 13：广汽传祺 GS4 产品周期与股价涨跌幅



资料来源：Wind，公司官网，交强险，光大证券研究所整理
 注：数据时间为 2015/1-2017/12

图 14：2015-2017 年广汽产品矩阵及售价



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

1.2、 第二阶段：估值与业绩双杀（2018-2019 年）

2018 年起小排量购置税率由 7.5% 恢复至 10%；鉴于需求回落，乘用车销量首次出现负增长（同比下降 4.1%），2019 年乘用车销量同比降幅扩大至 9.6%。

在此阶段，整车板块出现集体回调，下跌幅度高达 20%-30%；其中，第一阶段涨幅领先的吉利汽车、以及广汽集团 A/H 分别下跌 36.7%、以及 27.5%/14.9%。

根据统计局数据，2018-2019 年全国汽车制造业营业收入分别同比增加 3.4%/ 同比下降 1.8%，毛利率同比回落 0.2pcts/0.3pcts 至 15.9%/15.6%，利润总额分别同比下降 4.7%/15.9%（利润率同比回落 0.5pcts/1.0pcts 至 7.3%/6.3%）。

我们判断，1) 2018-2019 年板块大幅回调的主要原因在于扶持政策退出/行业景气度下行（需求回落）、以及 2019 年主要省市国 V 至国 VI 切换（国 V 清库/促销让利）等导致的估值与业绩双杀；2) 各车企车型周期的差异（长安 CS75 Plus 周期、以及长城皮卡/F 系列等新车型提振 vs. 吉利博越/广汽传祺 GS4 车型周期步入中后期）导致基本面有所分化，但具有较强车型周期的车企依然受制于行业周期下行导致销量与业绩弹性、以及其对估值提振影响相对有限。

2018-2019 年整车板块估值中枢约 25x PE；其中，剔除比亚迪后的整车板块估值中枢约 10x-15x PE（vs. 比亚迪 A/H 估值中枢约 75x/60x PE，2017-2019 比亚迪合并口径下归母净利润 Cagr 约 -37%，新能源车销量 Cagr 约 42%）。

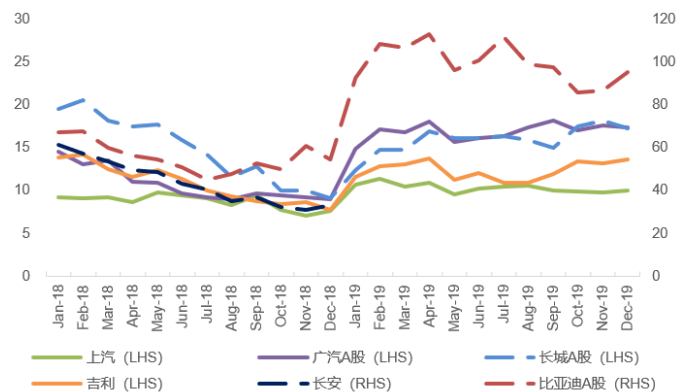
图 15: 2018-2019 年传统车企涨跌幅



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

注: A/H 股公司中选取 A 股公司作为代表

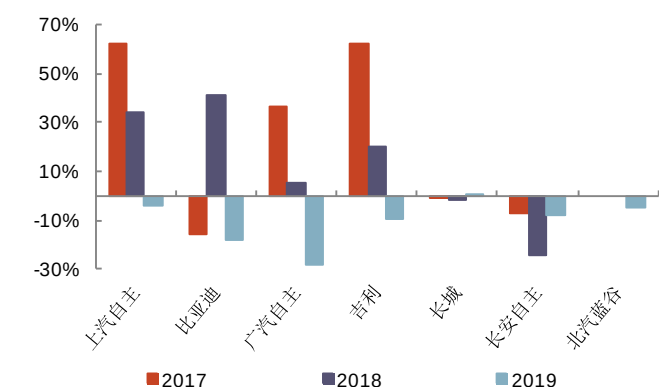
图 16: 2018-2019 年传统车企 PE 估值



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

注: 1) 长安 2019 年 PE 为负值, 予以剔除; 2) 1 港元=0.83 元

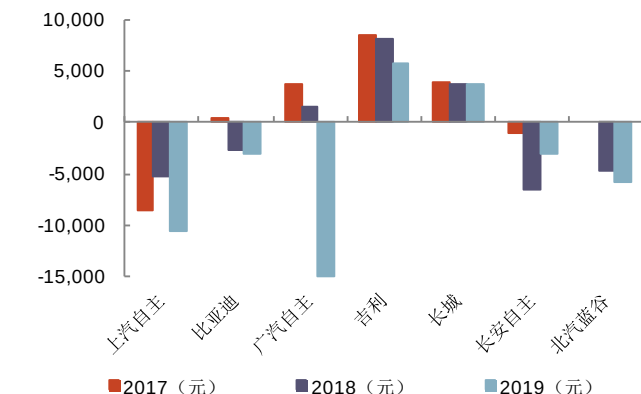
图 17: 2017-2019 年传统车企自主销量增速



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

注: 1) 吉利销量数据剔除领克销量; 2) 北汽蓝谷 2018 开始交付

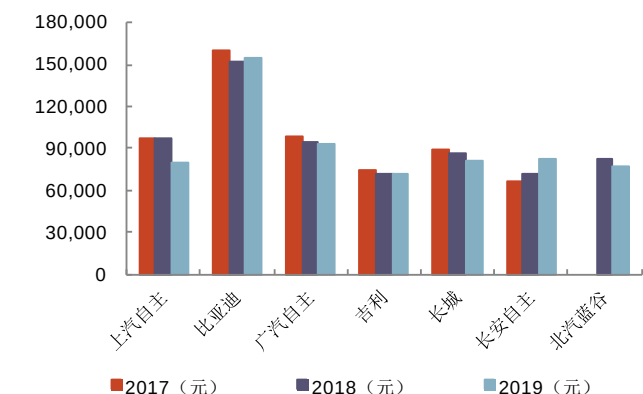
图 18: 2017-2019 年传统车企自主单车盈利



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

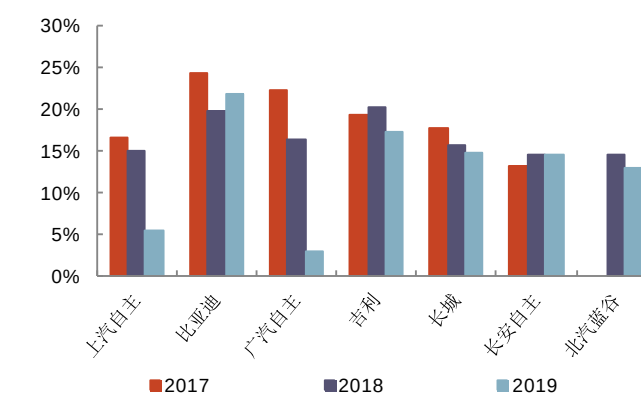
注: 比亚迪单车盈利计算剔除电池、以及二次充电电池光伏业绩

图 19: 2017-2019 年传统车企自主 ASP



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 20: 2017-2019 年传统车企自主汽车业务毛利率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

1.3、 第三阶段：估值中枢上移（2020 年至今）

受疫情后的需求修复拉动，2Q20 开始国内乘用车销量同比降幅逐月收窄至 2020 年全年同比下降 6.0%（vs. 1Q20 同比下降 45.4%）。受低基数、以及疫情反复/供应链短缺等综合影响，2021 年前 9 月国内乘用车销量同比增长 11.0%，新能源车渗透率稳步抬升至 13.8%（vs. 2020 约 6.2%）；其中，9 月渗透率达 19.5%。

2020 年至今，智能新能源汽车蔚然成风。2020/1 特斯拉国产 Model 3 正式开启交付；理想、以及小鹏成功实现美股与港股两地 IPO 上市（理想 2020/7 美股上市，2021/8 港股上市；小鹏 2020/8 美股上市，2021/7 港股上市 vs. 蔚来 2018/9 美股上市）；期间，特斯拉首次实现市值超越丰田/大众，新势力实现市值翻番。

在此阶段，车企表现分化；2020/1/1 至 2021/10/22，跑赢板块与市场的主要车企分别为长城汽车（601633.SH/2333.HK，涨幅约 735.2%/638.9%）、比亚迪（002594.SZ/1211.HK，涨幅约 431.1%/638.2%）、以及长安汽车（000625.SZ，涨幅约 185.9%）。

长城汽车：1）受益于疫情后周期的行业需求回暖、叠加强车型周期释放（包括全新平台的第三代哈弗 H6 与多款全新车型上市、以及坦克品牌成功定位与销量爬坡等）驱动的单车盈利与估值修复；2）自动辅助驾驶自研定位驱动的估值中枢上移（2020 年至今 A/H 估值中枢分别约 35x PE/15x-20x PE）。

比亚迪：1）受益于新能源车渗透率抬升、叠加车型周期持续向上（汉 EV 等纯电动、Dmi-系统插电混动销量稳步爬坡、以及海洋系列规划上市等）驱动的产品结构改善/估值中枢上移；2）动力电池外供、以及半导体分拆上市有序推进驱动的产业链优势/估值溢价（2020 年至今 A/H 估值中枢分别约 95x PE/75x PE）。

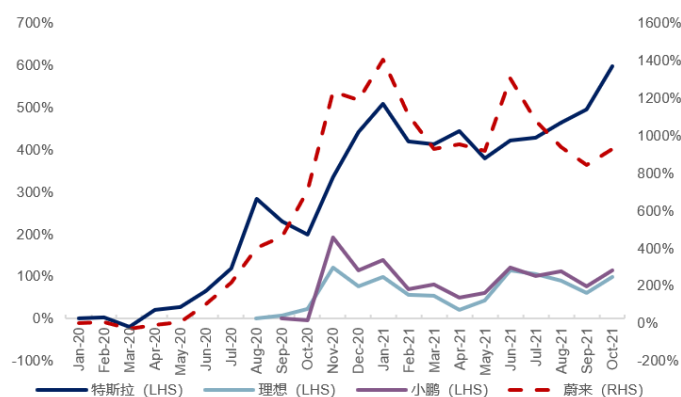
长安汽车：1）受益于疫情后周期的行业需求回暖、叠加自主+合资强车型周期释放（包括自主 CS75 Plus/Uni-系列、以及长安福特车型爬坡等）驱动的单车盈利与估值修复；2）与华为、以及宁德时代（300750.SZ）合作的全球架构 CHN、以及智能电动车子品牌阿维塔（首款车型 E11 分别搭载华为与宁德最新技术），驱动的估值中枢上移（2020 年至今 A 估值中枢分别约 20x PE）。

我们判断，2020 年至今的长城/比亚迪/长安股价大幅反弹的主要驱动因素为 1）基于行业需求改善与新能源汽车渗透率抬升带动的行业景气度回暖、叠加强车型周期驱动的销量稳步爬坡与估值修复（受供应链瓶颈与原材料价格上涨、以及新能源车与燃油车成本差异，预计盈利修复幅度或弱于 2015-2017 年阶段）；2）智能电动化稳步推进（参考特斯拉/新势力 PS 估值），驱动的估值中枢上移。

2020 年至今整车板块估值中枢已从 2015-2019 年约 15x-25x PE 上移至约 35x PE，剔除比亚迪后的估值中枢已从 2015-2019 年约 10x-15x PE 上移至约 20x PE（vs. 比亚迪 A/H 估值从约 40x-75x PE/25x-60x PE 上移至约 95x PE/75x PE）。

我们判断，1）特斯拉/新势力（约 10x-15x PS 估值）撬动整车板块估值体系重构，传统车企陆续分拆智能电动车子品牌，板块或将在渗透率快速抬升阶段呈现估值中枢上移趋势。2）销量仍是主导因素；预计长期来看，供应链管理、用户精准定位、以及服务等或将成为关键。3）各车企在战略/理念、人才、以及组织架构方面的布局则是导致技术驱动产品力/销量规模差异的决定性因素。

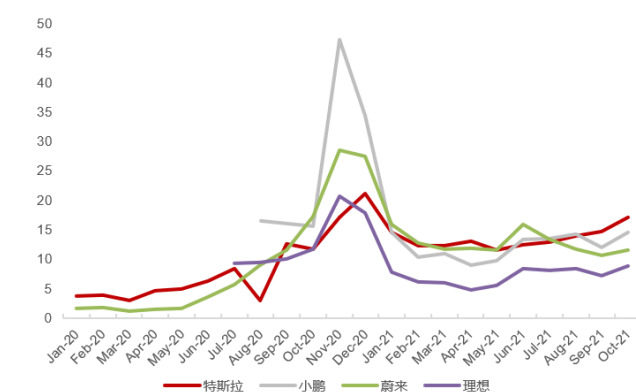
图 21: 2020 年至今新势力车企涨跌幅



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

注: 数据截至 2021/10/22

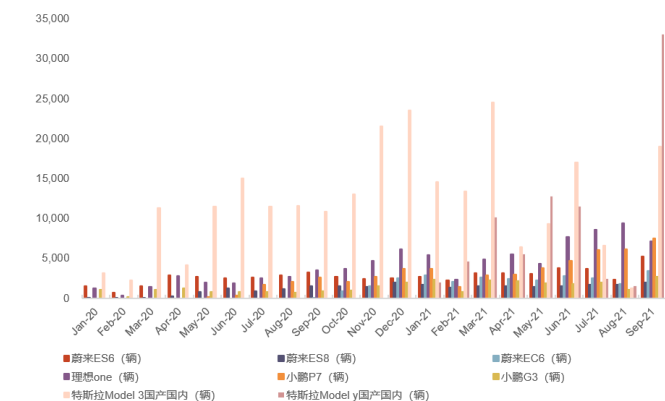
图 22: 2020 年至今新势力车企 PS 估值



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

注: 数据截至 2021/10/22

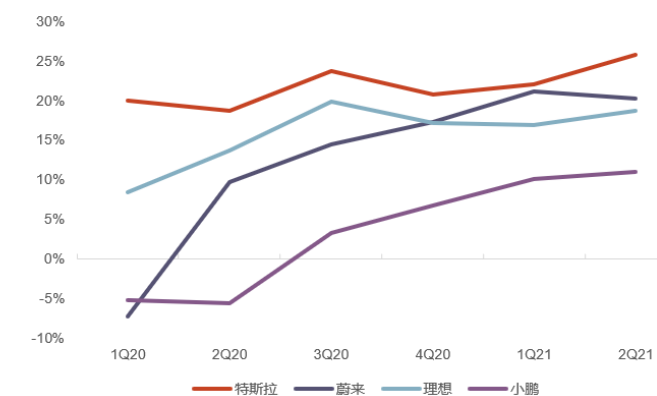
图 23: 2020 年至今新势力车企各车型月销量



资料来源: 公司公告, 交强险, 光大证券研究所整理

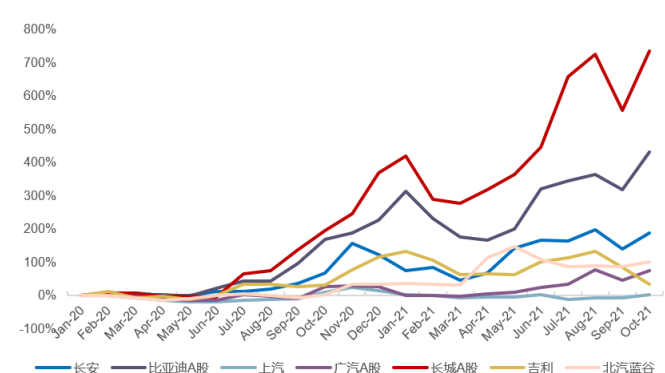
注: 特斯拉 Model 3/Y 国产包括出口, 国内零售为国产剔除出口 (交强险数据)

图 24: 1Q20-2Q21 新势力车企毛利率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

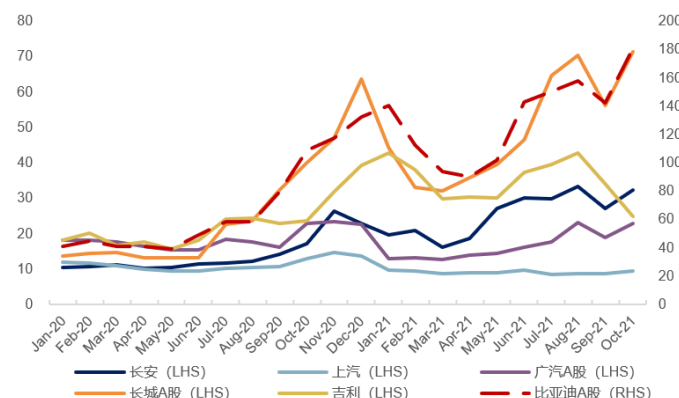
图 25: 2020 年至今传统车企涨跌幅



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

注: 1) A/H 股公司中选取 A 股公司作为代表; 2) 数据截至 2021/10/22

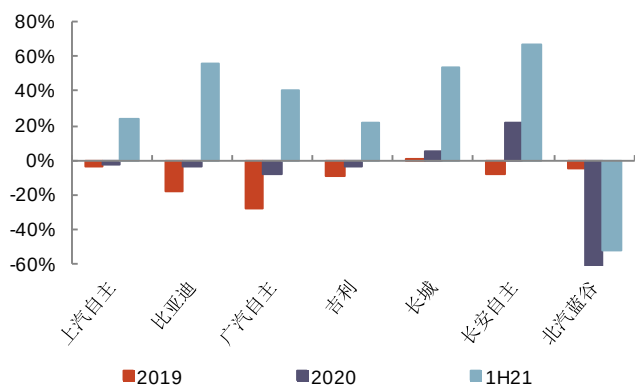
图 26: 2020 年至今传统车企 PE 估值



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

注: 1) 北汽蓝谷 PE 为负值, 予以剔除; 2) 1 港元=0.83 人民币; 3) 数据截至 2021/10/22

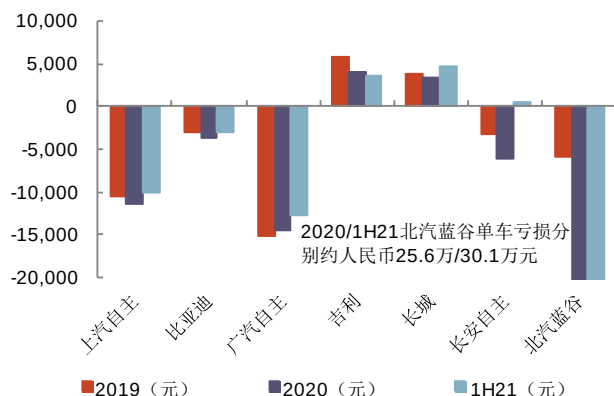
图 27: 2019-1H21 传统车企自主销量增速



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所整理

注: 1) 吉利销量数据剔除领克销量; 2) 1H21 比亚迪与北汽蓝谷销量为产销快报数据, 其他为半年报、以及年报数据

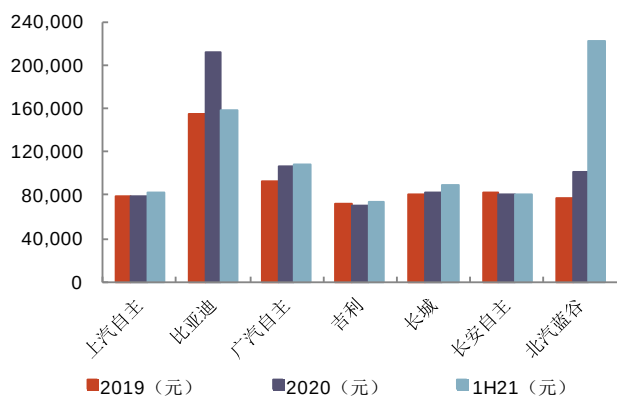
图 28: 2019-1H21 传统车企自主单车盈利



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

注: 比亚迪单车盈利计算剔除电池、以及二次充电电池光伏业绩

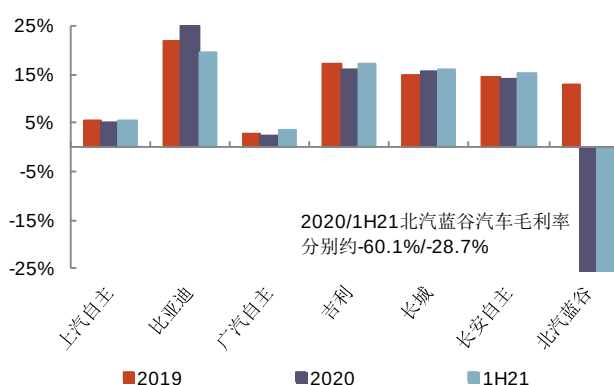
图 29: 2019-1H21 传统车企自主 ASP



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所整理

注: 1) 1H21 上汽自主为母公司主营业务收入/销量, 2019-2020 为母公司整车业务收入/销量; 2) 1H21 比亚迪与北汽蓝谷销量为产销快报数据, 其他为半年报、以及年报数据

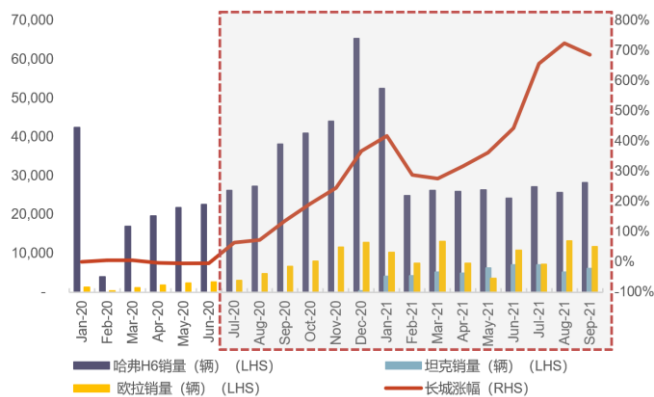
图 30: 2019-1H21 传统车企自主汽车业务毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所整理

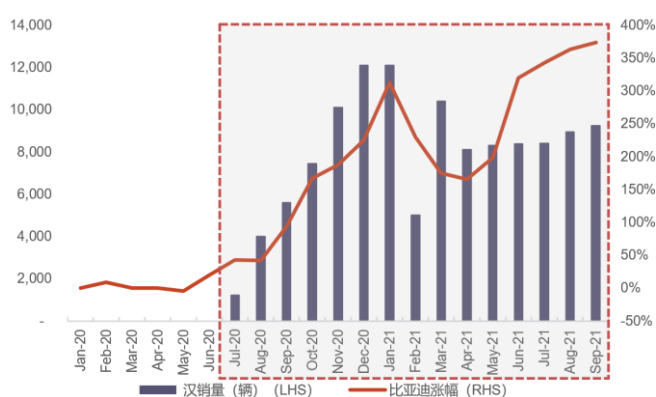
注: 1) 1H21 长城毛利率为总毛利率, 其他为汽车业务毛利率; 2) 1H21 上汽自主毛利率为母公司主营业务收入/销量, 2019-2020 为母公司整车业务收入/销量

图 31: 2020 年至今长城涨幅及哈弗 H6、坦克、欧拉销量



资料来源: Wind, 交强险, 光大证券研究所整理

图 32: 2020 年至今比亚迪涨幅及比亚迪汉销量



资料来源: Wind, 交强险, 光大证券研究所整理

2、智能电动化--转型是关键

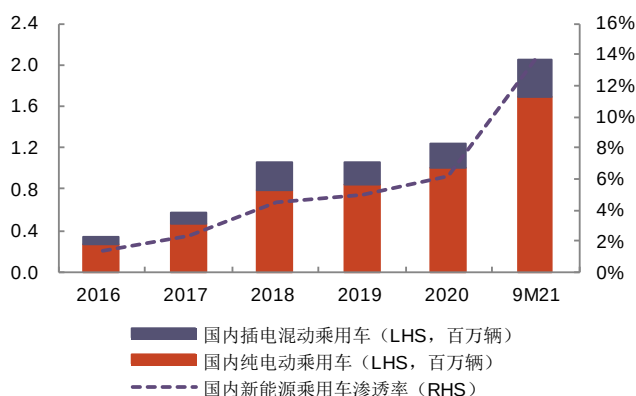
根据工信部数据，当前国内 L2 级智能网联乘用车渗透率约 20%；其中，我们预计新能源汽车的 L2 级配置比例更高。智能化与电动化同步推进已成趋势。

我们判断，1) 在智能电动化早期渗透率抬升阶段，销量规模仍是导致车企估值差异的核心（传统车企或通过成立智能电动车子品牌带动品牌/估值溢价）；其中，技术对应的产品市场竞争力、以及销售渠道等均会对销量爬坡程度产生影响。

2) 长期来看, 鉴于硬件性能逐步趋同、叠加数据呈正态分布等特征或导致自动驾驶功能差异性逐步缩小, 预计供应链管理与交付能力/成本控制能力(车型性价比)、用户精准定位、以及服务等将成为销售规模的关键。

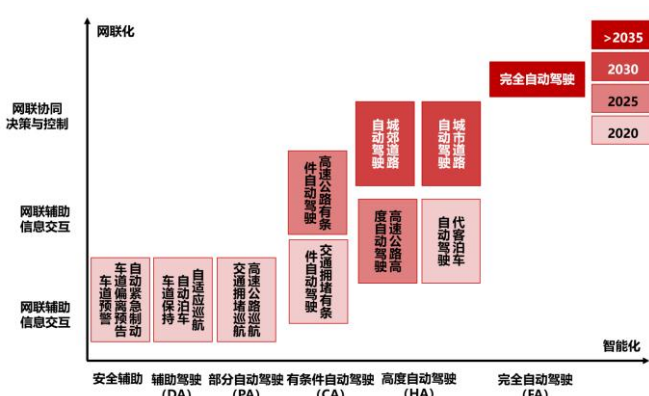
3) 鉴于行业属性呈更多元化、以及电子电气架构从分布式至域集中式推进，预计产业链协同将为必然趋势；其中，传统车企已通过自主或合作方式陆续加大软件/算法等投入，用以增强技术研发（用户驾乘体验）与品牌/车型市场竞争力。

图 33: 2016-2021 年前 9 月国内新能源乘用车销量及渗透率



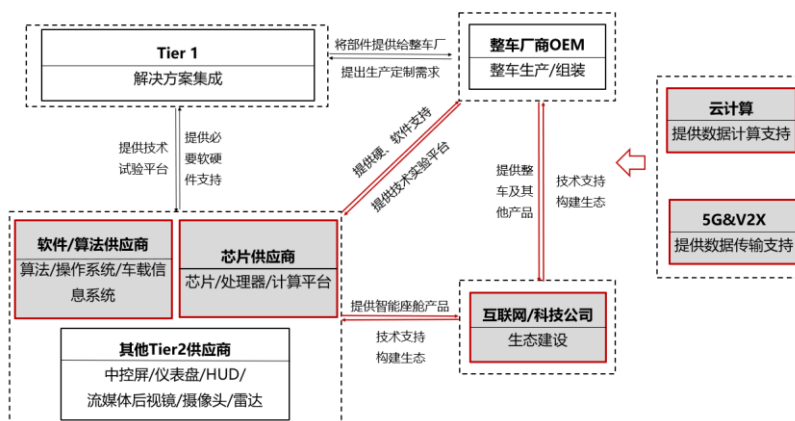
资料来源：中汽协，光大证券研究所整理

图 34：智能化——智能网联汽车技术路线图 2.0



资料来源：智能网联汽车技术路线图 2.0（2020/11），光大证券研究所整理

图 35：汽车电子产业链协同趋势明显



资料来源：亿欧咨询，光大证券研究所整理

表 1：车企软件自研情况

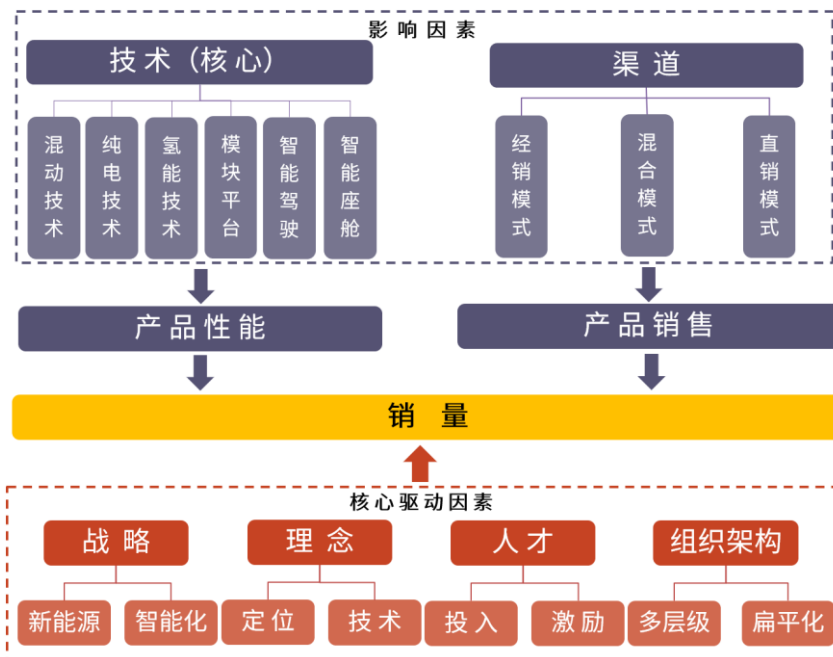
车企	自研或合作方式	具体情况
新势力	特斯拉 自研 设立软件团队	Autopilot 团队约 200 名软件工程师（2020），架构为车辆软件/操作系统与内部应用/AI 算法/软件集成与验证/底层代码，预计将进一步招募相关技术人员
	蔚来 自研 设立软件团队	自动驾驶作为关键竞争点，拆分为北京/上海软件团队（2019），研发内容包含自动驾驶/数字系统/信息架构/智能座舱等业务
	理想 自研 设立软件团队	重视自动驾驶技术研发，相关技术人员 2021 年底预计达 800+，研发费用 50%以上投入至自动驾驶领域
	小鹏 自研 设立软件团队	重视自动驾驶技术研发（XPiLOT），预计 2021 年底自动驾驶人员规模将增加一倍，或达到 1,500 人
传统车企	自研 数字化中心部门（2020）	囊括智能驾驶/智能座舱/数字化营销平台/数据中台/用户运营，2021 长城整体软件开发团队 1,000 人，2023 年预计达 10,000 人
	长城 自研 毫末智行（2019）	自动驾驶技术：HWA 高速驾驶辅助系统—小魔盒 1.0 批量装配长城摩卡；NOH 智慧领航辅助驾驶系统将于 2021/10 正式发布；2022E，毫末智行有望成为国内算力最大的自动驾驶计算平台
	合作 仙豆智能（2019）	智能座舱技术：长城汽车将在仙豆智能的助力下，引入腾讯车联 TAI 汽车智能系统生态产品
	广汽 自研 广汽研究院智驾技术部	自动驾驶技术：核心在于软硬解耦和架构设计以实现软件后续低成本升级
	合作 华为（2021）	基于广汽 GEP3.0 底盘平台、华为 CCA（计算与通信架构）构建的新一代智能汽车数字平台，搭载华为全栈智能汽车解决方案
	自研 研究院智软中心	自动驾驶技术
	吉利 自研 亿咖通（子公司）（2016）	智能座舱产品较为成熟：核心产品包括车载芯片/智能座舱系统/智能驾驶/高精度地图等
	自研 Zenseact（沃尔沃子公司）（2016）	聚焦自动驾驶和汽车主动安全软件的研发，2021 年获亿咖通战略投资
	自研 人工智能实验室（2018）	助力研发自动驾驶：聚焦智能出行/智能制造/智能驾驶等特定应用场景，2021 年具备 200+具备国内外名校背景的研发人员
	上汽 自研 零束软件分公司（2020）	助力自动驾驶研发，开发中央集中式电子架/SOA 软件平台和开发者平台/数据工厂等核心技术体系，2021 年计划达到 1000 人，2023 年达到 2200 人
	合作 Momenta（2021）	助力自动驾驶研发，2021 年 3 月及 9 月上汽集团两次宣布投资 Momenta，进一步深化双方在智能驾驶核心技术领域的战略合作
	长安 自研 重庆长安汽车软件科技（2019）	聚焦智能驾驶/智能座舱/智能车控/智能车云等软件研发，2021 年起将导入 1000 人规模高端研发团队，预计 10 年内累计营收 35 亿+，累计研发投入 30 亿+
	合作 华为/宁德时代（2020）	打造全新高端智能汽车品牌、智能电动汽车平台、超级“人车家”智慧生活和智慧能源生态；2020-2025 将推出 105 款车型，其中包括 23 款新能源汽车
比亚迪	自研 设立软件团队	NA
北汽蓝谷	合作 华为（2018）	北汽蓝谷负责硬件/三电等板块，华为负责软件/自动驾驶领域等工作

资料来源：公司官网，汽车之家，搜狐新闻，腾讯新闻，光大证券研究所整理

在传统车企与特斯拉/新势力的比较方面，1) 特斯拉先以 Model S/X 高端智能电动车树立品牌形象，再通过车型定价下移（Model 3/Y 上市爬坡）切入主流细分市场，抢占市场份额（预计定价 2.5 万美元的全新车型或依然有望上市）。2) 蔚来、理想、以及小鹏通过差异化定位（蔚来主打高端用户定位/服务、理想主打家庭定位/缓解里程焦虑、以及小鹏主打中国版自动驾驶）进军国内新能源汽车市场；其中，三者均已规划通过扩大车型定价范围用以覆盖更多消费群体（蔚来或以成立中低端子品牌等方式进军主流细分市场）。3) 传统车企尚处于明确以用户体验为核心、成立智能电动车子品牌、以及陆续切换至直营模式的阶段。

我们判断，1) 特斯拉引领全球智能电动化趋势，新势力处于定位/车型定价范围扩大阶段（或逐步下切），传统车企尚处于智能电动车子品牌成立初期。2) 智能电动化是长期过程；传统车企具有较强现金流、成本控制/供应链管理能力和分拆的子品牌用户定位也呈逐步清晰化趋势；预计战略/理念、人才、以及组织架构转型将是带动各车企在此轮智能电动化周期形成差异化的决定性因素。

图 36：车企销量核心影响与驱动因素分析



资料来源：光大证券研究所整理

3、智能电动化横向比较--各有侧重

3.1、子品牌重塑估值体系

车企或以成立子品牌（初期中高端市场定位）的方式切入新能源汽车市场；其中，1) 特斯拉已稳步下沉（或进一步下沉至中低端市场）；2) 蔚来/理想/小鹏均已明确拓宽价格带的定位（蔚来通过子品牌下沉 vs. 理想/小鹏仍规划通过中高端新能源车型上市爬坡提振品牌力）；3) 传统车企已处于纯电动车子品牌筹备逐步完善阶段（首款中高端车型或陆续于 4Q21E-2023E 上市）；4) 百度（互联网）与小米（消费电子）也或采取相似策略进军市场（百度首款或定价人民币 20+万，2022E-2023E 上市；小米定价区间人民币 10-30 万，首款 2024E 上市）。

我们判断，1) 自主品牌主力车型在燃油车市场以人民币 10-15 万的用户群体为主，智能电动化的推进或重塑市场竞争格局（自主存在抢占合资市占率的机会）；其中，新能源车子品牌分拆成立有望通过其与燃油车明确的品牌差异化定位，实现品牌力与估值体系重构。2) 成本端的费用增加（与燃油车的成本差异、以及硬件配置增加等），是导致新能源车定价上移的因素之一；预计在品牌力逐步确立的基础上，规模降本有望带动子品牌后续车型定价逐步下沉（拓宽细分市场）。

表 2：特斯拉与新势力车企车型分拆

车企	品牌、车型名称	首次上市时间	车型	动力	价格区间（万元）
蔚来	ES8	2017/12	SUV	纯电	46.80-56.60
	ES6	2018/12	SUV	纯电	35.80-46.80
	EC6	2020/7	轿车	纯电	36.80-46.80
	ET7	2022E	轿车	纯电	44.80-52.60
	Gemini（预计 ES7）	2022E	SUV	纯电	NA
	PEGASUS（预计 ET5）	2022E	轿车	纯电	NA
	规划上市针对中高端大众市场的全新品牌	NA	NA	NA	价格带下沉
理想	理想 ONE	2018/10	SUV	增程	32.80
	X01	2022E	中大型 SUV	增程	预计 40.00+
小鹏	G3（2021/7 G3i 上市）	2018	SUV	纯电	14.98-19.98（G3i 14.98-18.58）
	P7	2020/4	轿车	纯电	21.99-40.99
	P5	2021/9	轿车	纯电	15.79-22.39
	中大型 suv	2022E	SUV	纯电	预计 30.00+
特斯拉	Model S	2014	轿车	纯电	86.00-106.00
	Model X	2016	SUV	纯电	91.00-100.00
	Model 3 国产	2020	轿车	纯电	23.60-34.00
	Model Y 国产	2021	SUV	纯电	27.60-38.80

资料来源：公司官网，搜狐新闻，腾讯新闻，光大证券研究所整理

注：小鹏 G3 的中期改款车型 G3i 于 2021 年 7 月上市，对外观和智能座舱有升级

表 3：传统车企新能源汽车品牌及车型分拆

车企	品牌	车型名称	上市时间	车型	动力	价格区间（万元）
长安	长安自主	CS55 E-Rock	2021	SUV	纯电	15.99-20.09
		奔奔 E-Star	2021	SUV	纯电	2.98-7.48
	阿维塔	C385	2022E	轿车	纯电	NA
		E11	2022E	SUV	纯电	NA
吉利	极氪	001	2021	跨界车	纯电	28.10-36.00
		002	2022E	MPV	纯电	NA
		003	2022E	SUV	纯电	NA
上汽	荣威	Clever	2020	微型车	纯电	4.50-4.90
		ei5	2021	SUV	纯电	13.98-15.38
	R 品牌	ER6	2020	轿车	纯电	15.58-20.08
		Marvel R	2021	SUV	纯电	21.98-25.98
	智己	智己 L7	2022E	轿车	纯电	40.88（预售）
北汽蓝谷	ARCFOX	阿尔法 T	2020	SUV	纯电	24.19-31.99
		阿尔法 S	2021	轿车	纯电	25.19-34.49
		阿尔法 S 华为 HI 版	4Q21E	轿车	纯电	38.89/42.99（预售）
		N60AB-HBT Pilot（代号）	2022E	SUV	纯电	NA
		N50AB（代号）	2023E	SUV	纯电	NA
		N51AB（代号）	2023E	轿车	纯电	NA
长城	欧拉	好猫	2021	SUV	纯电	10.39-14.39
		白猫	2021	轿车	纯电	7.18-8.88
		黑猫	2021	轿车	纯电	6.98-8.48
		IQ	2021	SUV	纯电	10.48-13.28

比亚迪	沙龙智行	好猫 GT-木兰	2021	轿车	纯电	13.80+ (预售)
		樱桃猫	4Q21E	SUV	纯电	预计 14.39+
		朋克猫	2022E	轿车	纯电	预计 15.00-25.00
		芭蕾猫	2022E	轿车	纯电	预计 15.00-25.00
		闪电猫	2022E	轿车	纯电	预计 15.00-25.00
	比亚迪	C30-C01	2022E	SUV	纯电	预计 30.00+
		汉 DM	2020	轿车	插电混动	21.98-23.98
		汉 EV	2020	轿车	纯电	20.98-27.95
		唐 DM-i	2021	SUV	插电混动	18.98-21.68
		宋 PLUS DM-i	2021	SUV	插电混动	14.68-19.98
		秦 PLUS DM-i	2021	轿车	插电混动	10.58-14.58
		宋 Plus EV	2021	SUV	纯电	16.98-18.68
		秦 Plus EV	2021	轿车	纯电	12.98-16.68
		新款唐 EV	2021	SUV	纯电	27.95-31.48
	全新高端品牌	海豚	2021	轿车	纯电	9.38-12.18
		NA	2023E	NA	NA	预计 50.00-80.00
广汽	埃安	AION S	2019	轿车	纯电	13.98-17.98
		AION LX	2019	SUV	纯电	22.96-34.96
		AION Y	2021	SUV	纯电	10.46-14.86
		AION S PLUS	2021	轿车	纯电	13.96-17.26
		AION V PLUS	2021	SUV	纯电	17.26-23.96
		AH8 (代号)	2023E	SUV	纯电	预计 30.00+或 40.00+

资料来源：公司官网，搜狐新闻，腾讯新闻，光大证券研究所整理

3.2、销量影响因素——技术/产品力与销售渠道

对于新品牌或子品牌而言，资金、以及销量爬坡节奏将是影响其能否成功的主要因素；其中，传统车企具有较强的现金流与较完善的融资渠道，预计技术对应的产品竞争力（定价与用户驾乘体验）、以及渠道等或是导致销量规模差异的关键。

3.2.1、技术/产品力各有侧重

我们将技术对应的产品力分拆为三大类的六个方面，分别为模块化平台、新能源技术（混动/纯电动/氢能技术）、以及智能化技术（智能驾驶/智能座舱）。

● 模块化平台

传统车企在整车制造/模块化平台等方面具有领先优势；其中，自主品牌的吉利、比亚迪、广汽、以及北汽蓝谷均推出纯电动整车专享平台，预计传统车企基于平台化的销量规模扩大与降本前景可期。

此外，特斯拉规划在全球范围内扩建工厂并升级其电池与整车制造工艺（我们预计 4Q21E-2022E 美国德州/德国柏林工厂 Model Y 有望量产），新势力的小鹏/理想自建整车工厂与平台（vs. 蔚来虽然采用代工但也自主研发整车平台）。

我们判断，1) 模块化平台的核心在于通过加速车型迭代/全新车型上市，带动规模降本与业绩爬坡。2) 当前新势力均采取每年至少 1 款全新车型上市的方式带动销量爬坡；鉴于智能电动化架构体系差异性、以及车型迭代/上市周期或缩短，预计传统车企模块化平台相较于新势力的优势或逐步缩小。

表 4：传统车企模块化平台布局

车企	平台名称	首款车型上市时间	支持车型	支持动力	代表车型
上汽	SIGMA	2020	A/B 级车型；轿车、MPV、SUV	传统燃油、HEV、PHEV、BEV	荣威 iMAX8 (MPV) 等
吉利	SPA	2002	A/B/C/D/E 级车型；轿车、SUV	传统燃油、MHEV、PHEV	沃尔沃 XC90 等、领克 09 等
	CMA	2017	A/B/C 级车型；品类：轿车、SUV	传统燃油、MHEV/HEV、PHEV、EV	吉利星越/星瑞、领克 01/02/03 等
	BMA	2018	A0/A 级车型；轿车、SUV	传统燃油、MHEV/HEV、PHEV、EV	吉利缤瑞/缤越等
	SEA 浩瀚架构 (纯电平台)	2021	A/B/C/D/E 级车型；轿车、SUV、MPV、跑车	EV	极氪 001 等
长城	柠檬平台	2020	A0/A/B/C/D 级；轿车、SUV、MPV	传统燃油、PHEV、BEV、FCEV	哈弗第三代 H6/大狗/初恋/赤兔等、以及欧拉好猫等
	坦克平台	2020	B/C/D+级；SUV、皮卡	传统燃油、HEV、PHEV	坦克 300 等
长安	蓝鲸 NE 动力平台	2019	A/B/C/D 级；轿车、SUV、MPV	传统燃油、MHEV/HEV、PHEV、EV	长安 CS35 Plus 蓝鲸版/逸动蓝鲸版、UNI-K PHEV 等
比亚迪	e 平台 (纯电平台)	2019	A0/A/B/C 级；轿车、SUV	EV	元 EV、海豚 (e 平台 3.0 首款车型，2021) 等
	Dmi	2021	A/B/C 级车型；轿车、SUV	PHEV	秦 Plus DMI /宋 Plus DMI /唐 Dmi 等
	全新平台 (高端品牌)	NA	NA	NA	NA
北汽蓝谷	BE21	2020	A/B/C/D 级；轿车、SUV	EV	极狐阿尔法 T/阿尔法 S 等
广汽	GPMA	2019	A0/A/B 级；轿车、SUV、MPV	PHEV、HEV	广汽传祺 EMPow55/第二代 GS4 等
	GEP2.0	2019	A0/A/B/C 级；轿车、SUV、MPV	EV、FCEV	广汽埃安 S/V/Y/LX 等
	GEP3.0	NA	A0/A/B/C 级；轿车、SUV、MPV	EV	NA

资料来源：公司官网，搜狐汽车，盖世汽车，光大证券研究所整理

● 新能源技术布局（混动、纯电动、以及氢能技术）

与特斯拉/新势力专注于纯电动相比，传统车企的新能源布局更为全面（涵盖混动、纯电动、以及氢能；其中，比亚迪聚焦插电混动+纯电动、以及电池产业链）。

1) 新能源汽车渗透率的持续上行，或仍需人民币 10-20 万主力价格带的销量支撑。鉴于成本差异，预计当前插电混动或仍为人民币 10-20 万新能源车的主力车型、叠加牌照等政策扶持优势，预计插电混动前景依然可期；其中，比亚迪、长城、长安、吉利、以及广汽均已积极布局全新插混技术（有望于 4Q21E-2022E 陆续上市 vs. 比亚迪 Dmi-插混已于 2021/3 上市）。

2) 新能源车（尤其电动车）与燃油车的主要成本/定价差异在于电池，传统车企具有更强的资金与产业链优势；其中，比亚迪具有行业领先的电池自研与量产工艺，长城蜂巢能源的无钴电池已具备量产能力，预计传统车企在电池等核心零配件的供应链管理与成本控制等方面或更具竞争力（vs. 特斯拉/大众均已规划自研量产电池；其中，4Q21E-2022E 特斯拉 4680 电池有望搭载于 Model Y 量产）。

我们判断，在插电混动/三电产业链积极布局的传统车企相比于新势力具有明显优势。1) 2025E 电动车与燃油车或实现平价；在此之前，以传统车企为主的 10-20 万价格带插电混动车型或依然存在市场竞争力。2) 电池等核心零配件的供应链管理与成本控制等，或仍是导致车型定价/销量与业绩爬坡的主要因素之一。

表 5：传统车企插电混动技术方案

车企	比亚迪			上汽	广汽	吉利	长城	长安
技术名称	Dmi 超级混动（EHS 电混系统）			EDU2	绿擎技术	GHS2.0	柠檬混动 DHT	蓝鲸 iDD
混动方案	以电为主/发动机为辅 骁云发动机/EHS 双电机/刀片电池			单电机+电控离合器 6 档发动机+4 档电机	自研 2.0ATK 混动 发动机+GMC 混动 专用变速器	混动专用发动机 +DHT 双电机布局	一套 DHT/两种动力 架构/三套动力总成	1.5T 发动机 +高效电驱变速器
混动方案优势	增强效率/降低油耗			强效率与动力/降本	性能提升/油耗降低	改善亏电模式下的 燃油经济性	灵活混合动力架构， 满足不同路况	全速域/全场域/全 温域/全时域布局
品牌/车型	唐 Dmi PHEV	宋 PLUS DM-I PHEV	秦 PLUS DM-I PHEV	荣威 RX5 eMAX PHEV	预计 2022E 上市	尚未上市	唐 Dmi PHEV	宋 PLUS DM-I PHEV
价格（万元）	18.98-21.68	14.68-19.98	10.58-14.58	19.58-23.58	NA	NA	18.98-21.68	14.68-19.98
发动机热效率 （%）	43	43	43	NA	42	43	43	43
亏电油耗 （L/100km）	5.3	4.4-5.2	3.8	NA	NA	预计<5.0	5.3	4.4-5.2
综合工况油耗 （L/100km）	NA	0.9-1.5	0.7-1.2	1.4	NA	NA	NA	0.9-1.5
发动机排量（L）	1.5	1.5	1.5	1.5	NA	NA	1.5	1.5
发动机最大功 率（kw）	102	81-102	81	124	NA	NA	102	81-102
百公里加速 度（s）	8.5-8.7	5.9-8.5	7.3-7.9	7.8	7.3	NA	8.5-8.7	5.9-8.5
最大综合续航 （km）	1050	1200	1245	NA	NA	NA	1050	1200
电池容量 （kWh）	9.98-21.5	8.32-18.32	8.32-18.32	16.6	NA	NA	9.98-21.5	8.32-18.32
电动机功率 （kw）	145-160	120/132-145	132-145	90	NA	NA	145-160	120/132-145
NEDC 综合工况 纯电续航（km）	52-112	51-110	55-120	70	NA	NA	52-112	51-110

资料来源：公司官网，搜狐新闻，腾讯新闻，盖世汽车，光大证券研究所整理

表 6：传统车企纯电技术方案

三电技术	吉利	长城	长安	比亚迪	北汽蓝谷	广汽
电池	宁德时代/LG /孚能科技等	孚能科技/宁德时代等	宁德时代/中航锂电 /比亚迪等	比亚迪磷酸铁锂 /比亚迪三元电池	宁德时代 /孚能科技等	孚能电池/中航锂电 /宁德时代等
	吉利欣旺达/威睿电动 /衡远新能源等	长城蜂巢能源 （无钴电池/大禹电池）				广汽海绵硅负极电池/超级 快充电池/弹匣电池等
	外购（科列技术等） +自研	外购+自研（长城蜂巢能源）	外购+自研	自研	外购（孚能科技 等）+自研	自研
电驱	电机	NA	自研（蜂巢电驱动）	NA	自研	NA
	逆变器	NA	自研	NA	自研	NA
	减速器	NA	自研（蜂巢传动）	NA	自研	NA
	三合一集成	外购（日本电产等）	自研	自研	自研	外购（日本电产等）+自研
电控	电控	自研	外购+自研（蜂巢电驱动）	自研	自研	外购

资料来源：搜狐汽车，新浪汽车，光大证券研究所整理

注：电驱三合一集成指电机、逆变器、减速器

表 7：传统车企氢能技术布局

车企	计划	投入资金	氢燃料电池整车产品	建厂/成立公司
上汽	2025 年前推出 10+款燃料电池整车，形成万辆级燃料电池整车产销规模（市占率 10%+）	氢燃料电池项目总投资 5 亿人民币	荣威 950 燃料电池轿车（2016 年）	2018 年成立捷氢科技；聚焦燃料电池电堆和系统研发制造
长安	2022-2024 两个燃料电池平台	投资 5 亿人民币（持有 T3 科技平台 3.13%股权）	长安志翔燃料电池汽车（2010 年）；长安 CS75 氢燃料电池车型（2021 年）	2020 年与一汽/东风等公司成立 T3 科技平台公司
长城	2021 年内推出氢燃料 SUV；2025 年已投 20 亿人民币，全球氢能市占率前三	未来三年还将投入 30 亿人民币	NA	NA
北汽	聚焦商用车；2023 年累计推广燃料电池投资近 5 亿人民币，池商用车 4,000 辆	（持有联合燃料电池 5%股权）	北汽福田旗下多款客车（商用车）	2020 年丰田/广汽/一汽/东风/北汽/北京亿华通联合成立联合燃料电池系统研发公司
广汽	2021 年投放 10 台氢燃料电池车开展投资近 5 亿人民币示范运行	（持有联合燃料电池 5%股权）	乘用车 Aion LX Fuel Cell（2020 年）	
吉利	2025 年推出采用氢燃料电池的量产车型	NA	氢燃料电池公交客车 F12（商用车）	2021 年与韩国 SK 集团、百度设立氢能合资公司

资料来源：搜狐汽车，新浪汽车，光大证券研究所整理

● 智能化技术（智能驾驶、以及智能座舱）

1) 在智能驾驶方面，特斯拉/百度/新势力均以自动辅助驾驶为主要切入点；其中，特斯拉软硬件技术全球领先（芯片+软件算法全栈自研，深度耦合）；百度聚焦软件算法，对标 Google Waymo（核心功能 ANP 领航辅助驾驶与 AVP 自主泊车全栈自研+高精地图/车联网等全面布局）或通过 L4 级降维至 L2/L2+级进军市场；新势力基于软件算法能力的排序依次为小鹏（已实现全栈自研软件算法）、蔚来、以及理想（此外，蔚来/小鹏均有相应的芯片自研规划）。

鉴于电子硬件/软件算法与整车制造工艺的差异性，传统车企在自动辅助驾驶领域落后于新势力，但均已通过加大自研投入、以及与第三方合作的方式积极布局；其中，长城规划全栈自研软件算法，通过华为与其自动驾驶子公司毫末科技市场化竞争，进一步反哺增强其自研软件算法能力；吉利则通过集团旗下 Volvo 自动驾驶子公司 Zenseact、亿咖通、以及极氪团队推进软件算法自研。

2) 在智能座舱方面，新势力与传统车企积极布局（vs. 特斯拉或更偏重于智能驾驶），均采用硬件外购+交互算法自研或与第三方合作开发的方式推进；其中，新势力相比于传统车企具有更强的软件算法能力（语言交互功能或更为成熟）。

我们判断，1) 从智能化（包括智能驾驶/智能座舱）的依次排序来看，特斯拉已完成自动驾驶芯片+软件算法全产业链布局，百度与新势力已具备软件算法自研能力（百度 Apollo 具备 L4 级纯视觉解决方案），传统车企尚处于软件算法自研定位初期（或仍需采取与第三方合作的方式推进相应功能落地）。

2) 当前全球自动驾驶辅助系统尚处于 L2/L2+级，人车交互体验尚处于功能优化/场景拓宽阶段；由于硬件或仍以外购为主，预计智能化推进的核心在于软件算法（数据积累）。鉴于数据呈正态分布的特征，预计长期智能化功能或逐步趋同；其中，具备较强车型走量基础（供应链管理与成本控制/车型定价优势）、以及较强软件算法自研能力（OTA 功能自主导入）的车企或具有更强市场竞争力。

表 8：百度自动驾驶产品

百度自动驾驶		1.0 产品 (AVP)	2.0 产品 (AVP+ANP)	3.0 产品 (AVP+ANP)
推出时间		2020/12	2021 年底	2023E 量产
平台	自动驾驶级别	L2.5+ (L4 技术降维应用)	L2.5+ (L4 技术降维应用)	L2.5+ (L4 技术降维应用)
	自动驾驶计算平台	五仁	四喜 (TDA4.0 芯片)	三鲜
	计算平台算力	1.5TOPS	8-32TOPS	100-200TOPS
应用	应用情境	泊车	泊车+行车	城市出行全域
	具体功能	公共停车场自动泊车 (驾驶员在车外 500 米内) + 智能召唤	新增高速领航辅助驾驶功能	新增城市领航辅助驾驶 (可应对普通城区复杂道路)
	搭载车型	威马 W6、长城 WEY 摩卡、广汽埃安	威马 W6 及后续车型	NA

资料来源：公司官网，搜狐新闻，光大证券研究所整理

注：ANP (Apollo Navigation Pilot) 领航辅助驾驶，AVP (Apollo Valet Parking) 自主泊车

表 9：新势力车企自动驾驶硬件搭载及软件功能

自动驾驶		Tesla model S	蔚来 ET7	小鹏 P5	理想 one (2021)
自动驾驶级别		L2+	L2+	L2+	L2+
芯片	自动驾驶芯片	自研 FSD	英伟达 Orin	英伟达 Xavier	地平线征程 3
	单颗算力 (TOPS)	72TOPS (整车 144TOPS, 搭载两颗)	200TOPS (整车 1,016TOPS, 搭载 4 颗)	30	5
	有无自研芯片倾向	√ (2019 年起搭载 FSD 芯片)	√	√	NA
传感器	激光雷达	0	1	0	0
	超声波雷达	12	12	12	12
	毫米波雷达	1	5	5	5
	摄像头	8	11	13	5
自动驾驶功能	软件算法自研	已实现全栈自研	全栈自研定位	已实现全栈自研	全栈自研定位
	ACC 自适应巡航系统	√	√	√	√
	LKA 车道保持辅助	√	√	√	√
	LDW 车道偏离预警系统	√	√	√	√
	AEB 自动紧急制动系统	√	√	√	√
	LCC 车道居中辅助系统	√	NA	√	NA
	LCA 并线辅助	√	√	√	√
	APA 全自动泊车辅助	√	√	√	√
	BSD 盲区监测预警	√	√	√	√
	TSR 交通标识识别	√	√	√	NA
	TJA 交通拥堵辅助	√	√	√	NA
	HWA 高速公路驾驶辅助	√ (NOA)	√ (NOP)	√ (NGP)	NA
	TJP 交通拥堵自动驾驶	NA	NA	NA	NA
	AVP 自动代客泊车	NA	NA	NA	NA
	自动驾驶功能收费	10,000 美元; 订阅价: 99-199 美元/月 (EAP)	NAD 辅助驾驶服务 订阅价: 680 元/月	XPILOT 3.0 软件及升级服务 定价: 20,000 元/36,000 元	标配未收费

资料来源：公司官网，汽车之家，光大证券研究所整理

表 10：传统车企自动驾驶硬件搭载及软件功能

自动驾驶		北汽	广汽	长安	上汽		吉利	长城	比亚迪
		极狐阿尔法 S HI 版	埃安 Aion V plus	UNI-T 旗舰型	Marvel R Pro 版	智己 L7		WEY 摩卡激光雷达版 (尚未上市)	汉 EV 高性能版
上市时间		4Q21	2021/9	2020/6	2021/2	2022E	2021/4	4Q21E	2020/7
自动驾驶级别		L2+	L2+	L2+	L2+	L2+	L2+	L2+	L2+
芯片	自动驾驶芯片	昇腾 610	Mobileye EyeQ4	地平线征程 2	Mobileye EyeQ4	英伟达 Orin	Mobileye EyeQ5H	Mobileye EyeQ4	NA
	单颗芯片算力	200TOPS (整车 400TOPS)	2.5TOPS	4 TOPS	2.5 TOPS	200TOPS	24 TOPS (整车 48TOPS)	2.5	NA
	芯片布局	与 Imagination 成立北京核芯达	NA	NA	与地平线合作		NA	与高通合作	与地平线合作
传感器	激光雷达	3	0	0	0	NA	0	3	0
	超声波雷达	12	12	12	12	NA	12	12	12
	毫米波雷达	6	5	5	3	NA	1	8	3
	摄像头	13	7	6	6	NA	15	8	5
自动驾驶功能	软件算法自研	合作 (华为)	自研+合作 (华为)	自研+合作 (华为)	关键算法自研+合作 (Momenta)	NA	自研+合作 (Mobileye)	自研+合作	自研 (DiPilot)
	ACC 自适应巡航	√	√	√	√	NA	√	√	√
	LKA 车道保持辅助	√	√	NA	√	NA	√	NA	√
	LDW 车道偏离预警	√	√	√	√	NA	NA	NA	√
	AEB 自动紧急制动	√	√	√	√	NA	√	√	√
	LCC 车道居中辅助	√	NA	NA	NA	NA	NA	√	NA
	LCA 并线辅助	√	√	√	√	NA	√	√	√
	APA 全自动泊车辅助	√	√	√	√	NA	√	√	√
	BSD 盲区监测预警	√	√	√	√	NA	√	√	√
	TSR 交通标识识别	√	√	√	√	NA	√	√	√
	TJA 交通拥堵辅助	√	√	NA	√	NA	NA	√	√
	HWA 高速公路驾驶辅助	√ 高速公路辅助驾驶	√ NDA 高速智能领航辅助	NA	NA	NA	√ NZP 高速自主领航	√ NOH 高速智能领航辅助	NA
	TJP 交通拥堵自动驾驶	NA	NA	√ 40km/h 以下	NA	NA	NA	NA	NA
	AVP 自动代客泊车	√	√ 高精地图自主泊车 (PAVP) √ 超长距离记忆泊车 (HAVP)	NA	NA	NA	√	NA	NA
	城区辅助驾驶	√	NA	NA	NA	NA	√ NZP 城市自主领航	NA	NA
	选装包价格	NA	NA	NA	NA	NA	1.6-3.5 万人民币	1.5 万人民币	NA

资料来源：公司官网，汽车之家，光大证券研究所整理

表 11：新势力车企智能座舱搭载情况

智能座舱	特斯拉 Model S 2021 款 Plaid 版	蔚来 ET7 2021 款 100kwh	理想 one 2021 款 增程 6 座版	小鹏 P5 2021 款 550E
芯片	AMD NAVI 23 GPU 芯片	高通骁龙 SA8155 芯片	通骁龙 820A、德州仪器 Jacinto 6	高通骁龙 SA8155 芯片
仪表盘	NA	10.2 英寸	12.3 英寸	12.3 英寸
HUD	NA	标配	NA	NA
中控屏	17 英寸	12.8 英寸	16.2 英寸	15.6 英寸
流媒体后视镜	NA	NA	NA	NA
行车记录仪	标配	标配	标配	NA
后排液晶显示	标配	NA	NA	标配
车联网	标配	标配	标配	标配
智能系统	NA	NOMI 车载人工智能系统	NA	Xmart OS3.0 车载智能系统
语音交互	支持多媒体/导航/电话/空调	支持声纹识别/精准听音辨位/免打扰的独立音区交互能力	智能语音助手/四音区锁定功能/全车自由对话/可跨音区上下对话/免打扰独立音区交互能力	支持全景智能语音/全车范围语音交互/支持 20 秒内连续语音对话/可对车机系统进行语音打断

资料来源：公司官网，汽车之家，光大证券研究所整理

表 12：传统车企智能座舱搭载情况

智能座舱	车企车型 车款	上汽 Marvel R 四驱 Pro 版	吉利极氪 001 超长续航双电机 YOU 版	长城 WEY 摩卡 2.0T 四驱特醇版	长安 UNI-T 1.5T 运动版 旗舰型	比亚迪汉 EV 标准续航版豪 华型	北汽极狐αS 2021 款 603H	广汽 AIONV 2021 款 PLUS90 超长续航版
硬件	中控屏	19.4 英寸	15.4 英寸	14.6 英寸	12.3 英寸	15.6 英寸	20.3 英寸	15.6 英寸
	液晶仪表盘	12.3 英寸	8.8 英寸	9.2 英寸	12.3 英寸	12.3 英寸	12.3 英寸	10.25 英寸
	HUD	NA	标配	标配	NA	NA	标配	NA
	流媒体后视镜	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	行车记录仪	标配	标配	标配	标配	标配	标配	NA
	后排液晶显示	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	车联网	标配	标配	标配	标配	标配	标配	标配
软件	智能系统	斑马智行 Venus2.0	AI Mate 智能助理	AI 语音助理	NA	NA	鸿蒙 OS	NA
	语音交互	全场景对话 /声控智驾	模糊语义/打断/声 源定位/数据学习	支持多媒体/导航 /电话/空调/天窗	音区识别功能	NA	声纹识别/声源定位 /人机交互/连续对话	声控支持（导航/天窗 /尾门/雨刮/空调）
	面部识别	标配	标配	标配	标配	NA	标配	标配
	手势识别	标配	NA	NA	标配	NA	NA	NA

资料来源：公司官网，汽车之家，光大证券研究所整理

结合技术层面三大类的六个方面横向比较来看，1) 模块化平台方面，传统车企相较于新势力的优势或逐步缩小；其中，鉴于浩瀚模块化平台与百度/富士康合作的定位，预计吉利规模降本前景更为突出。2) 新能源与产业链方面，在插电混动、以及三电等产业链积极布局的传统车企相比于新势力依然具有明显优势；其中，比亚迪优势更为突出，其次为长城。3) 在智能化方面，传统车企落后于新势力（尚处于软件算法自研定位初期），预计长期智能化功能或逐步趋同，产品定义/销量规模仍为关键；其中，长城明确软件算法全栈自研，其次为吉利。

我们看好传统车企基于技术/产品力的依次排序分别为比亚迪、长城、以及吉利。

3.2.2、销售渠道仍在于理念转变

销售渠道也是影响销量规模的核心因素之一；其中，特斯拉采用的直营模式改变传统车企此前沿用的经销商授权体系，具有优化库存与改善成本结构等特点（vs. 商务返点政策约 5%-10%）。此外，直营渠道拓宽也有助于进一步提振品牌力。

当前新势力均处于加大渠道（尤其直营渠道）投入的阶段；其中，蔚来规划 2021E 门店拓宽至 343 家，增幅高达约 68%（蔚来空间加盟数量或逐步缩减至全部直营），小鹏上调 2021E 门店至 350 家，增幅高达近 120%（预计直营比例约 60%），理想规划 2021E 门店拓宽至 200 家，增幅高达约 285%（全部采用直营模式）。

传统车企分拆的智能电动车子品牌也均纳入直营模式；其中，上汽 R/智己、以及吉利极氪采用直营，北汽极狐、比亚迪、以及广汽埃安采用直营与经销混合式。

我们判断，1) 新势力/小米在直销售渠道的门店数量方面占有优势，预计 2021E 新势力直营门店数量约 200-250 家，预计小米具有汽车展厅功能的直营门店数量近 300 家（其中，旗舰店 11 家，150 平方米以上的小米之家 289 家）；与之相比，传统车企陆续成立的智能电动车子品牌尚处于直销售渠道布局早期。

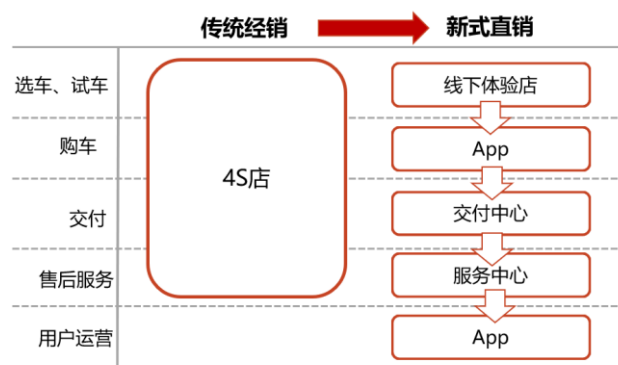
2) 传统车企具有现金流与融资渠道优势，其与新势力/小米在销售渠道方面的差距有望不断缩短；预计销售渠道扩建不涉及竞争力（主要或在于销售理念转变）。

图 37：传统车企销售模式转型路径



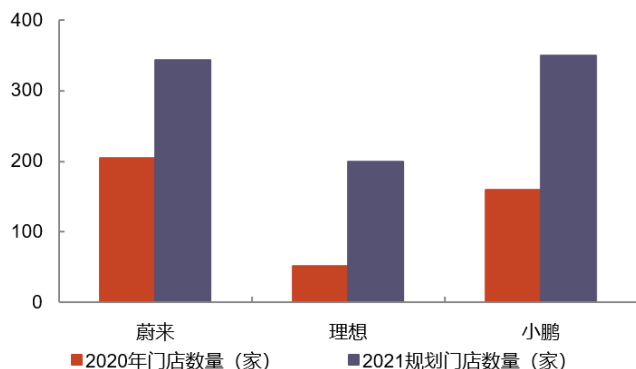
资料来源：光大证券研究所整理

图 38：经销与直销模式对比



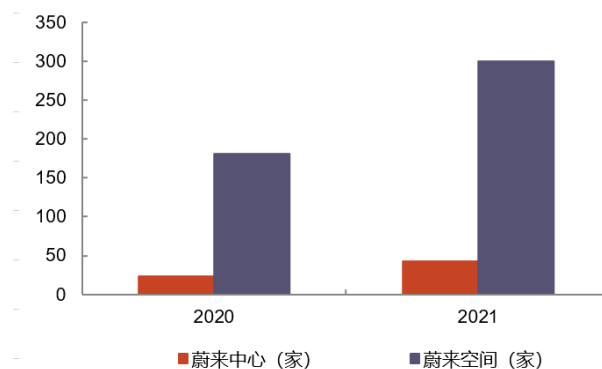
资料来源：光大证券研究所整理

图 39：2020-2021E 新势力车企门店数量



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

图 40：2020-2021E 蔚来中心与蔚来空间数量分拆



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

表 13：传统车企新分拆的智能电动车子品牌渠道销售方式

车企	品牌	经营方式	2021 规划
上汽	R	直营模式	NA
	智己	直营模式	NA
长城	沙龙智行	NA	NA
长安	阿维塔	NA	NA
北汽	极狐	混合模式（直营+经销+与互联网公司合作销售）	2021 年底，建成 100 家销售门店（直营+分销） 2022E，建成 150 家销售门店（直营+分销）
比亚迪	NA	混合模式（直营+经销）	NA
广汽	埃安	混合模式（直营+经销），分销为主	NA
吉利	极氪	直营模式	2021 年底，建成 2 家极氪中心、60 家极氪空间、36 家交付中心、60 家服务中心

资料来源：公司官网，搜狐新闻，腾讯新闻，光大证券研究所整理

注：1) 截止 2021/10/5, 吉利极氪开设了 1 家极氪中心（杭州），2 家极氪空间（杭州、天津）；2) 广汽埃安开设了 1 家直营体验店；3) R 汽车开设了 77 家体验中心

4、智能电动化决定性因素--组织架构转型

我们判断，汽车产业从燃油车至智能电动车的转变涉及行业属性、技术与架构体系、以及产业链与渠道等多方面变革；其中，预计在产业变革过程中，通过技术/产品力与渠道影响销量爬坡的核心决定性因素分别为各车企的战略/理念、人才团队搭建与激励、以及组织架构体系，我们将其与特斯拉/新势力进行对比分析。

4.1、战略/理念已逐步切换

● 特斯拉、新势力、以及小米/百度

从创始人角度来看，大多拥有互联网等相关创业经验（均具有理工科相关背景），通过二次创业等方式切入智能电动车市场；其共性特点为 1) 资金投入较高（持续融资需求）；2) 团队年轻，以偏互联网的用户与服务为导向/OKR 为考核管理方式；3) 注重智能驾驶产业链核心技术（软件算法等）自主研发；4) 注重人才组建并给予团队负责人高度自主权（可向创始人/董事长兼 CEO 直接汇报）。

从战略布局角度来看，1) 给予较高的市占率目标；其中，特斯拉规划 2030E 全球新能源汽车销量 2,000 万辆（全球市占率近 2/3），2025E 小鹏/理想国内新能源汽车市占率目标约 10%/20%（vs. 蔚来或达 100+万辆）。2) 规划推进全球化，对主要价格带的新能源汽车市场进行全覆盖；其中，特斯拉通过全球扩建工厂/本土化生产交付或更具市场竞争优势（vs. 蔚来自建海外零售中心，小鹏采用海外出口）。3) 研发重点倾向于智能驾驶产业链，定位软件算法全栈自研，并预计在 2023E 前后实现 L4 级（其中，特斯拉定位纯视觉且已实现自研自动驾驶芯片+软件算法落地，截止 2021/10 小米已投资三电系统/激光雷达/芯片/智能驾驶方案等 37 家产业链相关公司）。4) 采用超充/快充或充换电等创新模式。

表 14：特斯拉/新势力、以及消费电子/互联网公司创始人梳理

车企	高管（创始人、董事长兼 CEO）	企业/创始人特点	教育背景
特斯拉	马斯克（1971）	企业：技术全球领先（涉及汽车/自动驾驶芯片/电池等）； 创始人：具有极强学习/创新力、前瞻判断力、以及影响力	宾夕法尼亚大学经济学和物理学双学士； 斯坦福大学材料科学和应用物理学博士退学创业
蔚来	李斌（1974）	企业：用户思维，强化用户体验与服务； 创始人：曾创立易车	北京大学社会学学士； 北京大学辅修法律及计算机专业
理想	李想（1981）	企业：用户思维，采用 OKR 目标管理考核机制； 创始人：曾创立汽车之家	创业
小鹏	何小鹏（1977）	企业：注重技术研发； 创始人：曾创立 UC	华南理工大学计算机学士
小米	雷军（1969）	企业：用户思维，注重品牌力/技术研发； 创始人：具有前瞻判断力/执行力	武汉大学计算机学士
百度	李彦宏（1968）	企业：重视生态构建/信息技术和人工智能； 创始人：技术研发，专注于人工智能	北京大学信息管理学士； 布法罗纽约州立大学计算机科学硕士

资料来源：Wind，领英，公司官网，搜狐新闻，光大证券研究所整理

表 15：特斯拉与新势力的战略目标梳理

车企	目标销量/市占率	新车规划	国际化战略	智能化战略（自动驾驶）	充电换电模式
蔚来	国内市场或达 100+万辆； 2022E 通过子品牌进军大众市场	每年至少 1 款全新车型 (2022E 3 款全新车型)	建立 Nio House 零售中心； 2021 进入挪威， 2022E 将进入另 5 个欧洲国家	软件算法：全栈自研定位； 芯片：英伟达 Orin（有自研意向）； 方案：激光雷达（2022E 计划实现 L4+级）	BaaS 可充可换可升级
理想	家庭用户群体；2025E 中国 新能源汽车市占率 20%（内新纯电动车型（2022E 推出部预测达 160 万辆）	2023E 起每年至少 2 款全新尺寸增程 SUV	设立海外办公室； 2021 建立海外产品/渠道团队	软件算法：全栈自研定位； 芯片：英伟达 Orin（无自研意向）； 方案：激光雷达（2023E 计划实现 L4+级）（400Kwh +800V）	1) 2023E 之前增程模式； 2) 超级快充+高压平台
小鹏	年轻消费群体；2025E 中国 新能源汽车市占率 10%+	2023 起每年 2-3 款全新车型（2022E 中大型 SUV）	出口海外； 2022E 完成海外市场基础布局 2023E 推出多款全球化车型	软件算法：已实现全栈自研； 芯片：英伟达 Orin（有自研意向）； 方案：激光雷达（2023E/2025E 计划实现 L4/L5 级）	充电为主 或将切入换电领域
特斯拉	2030E 全球销量 2,000 万辆 (内部预测约占全球 2/3)	4Q21-2022E 美国德州/德国柏林 Model Y 有望量产 2023E Cybertruck 或量产	全球扩建工厂/本土化生产交付（美国/中国/德国工厂）	软件算法全栈自研+芯片自研量产； 方案：纯视觉解决方案 (2021E 年底前计划实现 L5 级)	坚持超充路线

资料来源：Wind，公司官网，搜狐新闻，腾讯新闻，光大证券研究所整理

注：1) 截至 2021/9，蔚来全国布局换电站 445 座，超充站 300 座；2025 年底全球换电站目标 4,000+座（中国 3,000+座）；2) 理想增程器充电是指利用汽油为电池充电，计划 2023E 推出纯电动新车型或运用超级快充和高压平台充电方式；3) 截至 2021/8，小鹏全国布局品牌充电站 400 座站点，目的地充电站 81 座，免费充电站累计 1596 座；4) 截至 1H21，特斯拉全球布局超级充电站 2,966 座，超级充电桩 26,900 座；中国大陆地区超充站 870 座，超充桩数量 6700+根。

● 传统车企

与特斯拉/新势力等不同，传统车企的高管均具有极其丰富的汽车行业相关从业与管理经验（具有工程机械或经管类相关背景）；其中，1) 部分传统车企引入职业经理人模式；2) 注重销量规模、成本控制、以及供应商/经销商体系维护；3) 注重插电混动等新能源、以及三电等产业链布局；4) 推动组织机制变革，推进用户定义品牌的理念；5) 加大智能网联（尤其软件算法）的自主研发投入。

从战略角度来看，1) 扩宽海外市场，给予较高的全球销量目标；2025E 长城/上汽集团/长安品牌/吉利/广汽集团新能源汽车总销量分别约 320 万辆/270+万辆/105 万辆/100+万辆/85+万辆；其中，2025E 分拆的子品牌吉利极氪/广汽埃安分别约 65 万辆/40 万辆（vs. 2023E 长城欧拉约 100+万辆）。2) 分拆的子品牌团队呈年轻化趋势，注重产品定义/用户维护，或逐步切换至直营模式。3) 持续加大基于插电混动/三电等产业链的投入，软件算法的自主研发投入占比增加。

表 16：传统车企、新势力、互联网及消费电子高管基本介绍

车企	企业特点	负责人	职位	教育背景	职业经历
上汽	职业经理人 新品牌转型	陈虹 (1961)	上汽集团董事长	同济大学工业电气自动化学士；	1985 加入上海大众，最高任厂长；1997 加入上汽通用，最高任总经理；2014 至今任上汽集团董事长
		王晓秋 (1964)	上汽集团总裁 智己董事长	工程管理专业硕士； 材料学博士	1988 加入上海大众，2002 任零部件公司总经理；2013 起任上汽通用汽车总经理；2014 任上汽乘用车公司总经理兼技术中心主任；2019 至今任上汽集团总裁
		姜辉	R 品牌首席运营官	NA	曾任荣威品牌大区经理 荣威品牌营销部 R 标新零售级用户运营总监
吉利	职业经理人 管理层年轻化 自主品牌转型 注重用户思维 集团研发孵化	李书福 (1963)	吉利董事长	哈尔滨理工大学管理工程学士； 燕山大学机械工程硕士； 哈尔滨工业大学博士；	1986 创办吉利集团；1997 进入汽车行业；截至 2021 吉利连续 10 年位列《财富》世界 500 强
		淦家阅 (1985)	吉利集团 CEO	本科毕业	2003 本科毕业进入吉利，历任吉利子公司财务经理、汽车集团财务管理部部长、经营管理高级总监、高级副总裁兼采购公司总经理等职务，2021/3 至今任吉利汽车集团 CEO
		安聪慧 (1970)	极氪 CEO	湖北经济管理大学高级工商管理学硕士	2003 任吉利控股董事、总裁及吉利汽车总经理；2011 任吉利控股总裁，吉利汽车总裁兼 CEO；2021/3 至今任吉利汽车董事长、极氪公司 CEO
长城	执行力/激励完善 自主品牌转型 研发/产品定义 注重产业链布局	魏建军 (1964)	长城集团董事长	河北省委党校企业管理专业	1991 承包长城工业公司；1998 成为国内皮卡行业龙头；2000 由皮卡过渡至 SUV；2001 至今任长城汽车股份有限公司董事长
		文飞	沙龙智行 CEO	北大光华管理学院 MBA 硕士	2006 进入汽车行业；2018 加入长城汽车后，历任哈弗品牌营销副总经理、哈弗品牌营销总经理和哈弗品牌总经理；2021/3 至今任沙龙智行 CEO
广汽	职业经理人 新能源品牌转型	曾庆洪 (1961)	广汽集团董事长	华南理工大学工商管理学院管理科学与工程专业博士/管理学博士	1999 任广汽本田党委书记、董事、执行副总经理；2001 起最高任广汽工业集团董事长、党委书记，2016 任广汽股份董事长（2021 退休续任董事长）
		冯兴亚 (1969)	广汽集团总经理	西安交通大学工商管理硕士	2004 加入广汽丰田，任销售部副部长，此后最高任广州汽车集团股份有限公司党委副书记、董事、总经理等；2017 至今兼任广汽新能源董事长
		古惠南	广汽埃安新能源汽车有限公司总经理	NA	1982 加入广州标致，此后先后就职于广汽丰田发动机、广汽传祺和广汽新能源，2017 至今任广汽新能源董事、总经理
比亚迪	产业链技术领先	王传福 (1966)	比亚迪董事长	中南大学冶金物理化学学士； 北京有色金属研究总院硕士	1990 任职于北京有色金属研究总院；1995 创办比亚迪公司，以电池业务起家；2003 带领企业成为全球第二大电池生产厂商，通过收购秦川车厂正式进入汽车行业并开始布局新能源业务（2005 组建研发团队布局 IGBT）；2003 至今任比亚迪董事长
		何龙 (1972)	比亚迪副总裁电池事业群 CEO	北京大学应用化学理学学士； 北京大学法学学士； 北京大学放射化学理学硕士	历任第一事业部，第二事业部品质部经理，第二事业部副总经理等，2008 至今任比亚迪股份有限公司副总裁
		陈刚 (1977)	比亚迪半导体董事长及总经理	北京大学化学学士； 北京大学工商管理硕士	本科毕业后加入比亚迪，历任品质工程师，第七事业部总经理等职，2020 至今任比亚迪半导体股份有限公司董事长、总经理
		杨冬生 (1979)	产品规划及汽车新技术研究院院长 DM 技术总设计师	东北大学机械电子工程专业硕士	硕士毕业后加入比亚迪，历任公司汽车工程研究院高级工程师、汽车工程研究院底盘部副经理等，2021/3 至今任比亚迪股份有限公司副总裁
		赵长江 (90 后)	高端品牌负责人	硕士	2009 加入比亚迪，历任京津地区营销总监、销售公司副总经理等，2017 年，任比亚迪销售总经理；2021 调任高端品牌负责人
		刘宇 (1976)	北汽新能源董事长 北汽蓝谷董事长	北京理工大学工商管理学士； 在职研究生	2012-2015 历任北汽副总经理、总经理；2016 至今北汽副总裁；2021/1 至今北汽蓝谷董事长
北汽蓝谷	管理层年轻化 品牌高端转型 积极推进合作	代康伟 (1983)	北汽新能源总经理 北汽蓝谷总经理	北京理工大学博士；	2008-2021/5 任职北汽，曾任北京新能源汽车股份有限公司工程研究院副院长等；2021/4 至今任北京新能源汽车股份有限公司董事、总经理
长安	自主品牌转型 注重自主研发 积极推进合作	朱华荣 (1965)	长安汽车董事长	北京理工大学车辆工程系学士； 重庆大学汽车工程学院硕士；	历任长安公司（原江陵机器厂）发动机研究所所长，技术部副部长高级副总经理等，2009 至今任长安集团董事长
		王俊 (1972)	长安汽车总裁	硕士	曾任长安技术中心科研管理处处长，科技质量部科技管理处处长；2011-2018 任副总裁；2020 至今任长安董事、总裁
		谭本宏 (1975)	阿维塔科技董事长兼首席执行官	硕士	曾任长安汽车技术处副处长/产品技术经理/汽车工程研究院技术规划研究所所长，现任长安汽车股份有限公司副总裁、阿维塔 CEO

资料来源：Wind，领英，公司官网，搜狐新闻，光大证券研究所整理
 注：负责人姓名括号内表示出生年份，未标注的表示未找到相关信息

表 17：传统车企战略梳理

车企	汽车总销量目标	新能源战略		智能化战略	
		品牌及市场定位	新能源汽车上市与销量规划	智能投入	核心技术方向
长城	2025E 销量 400 万辆（海外 100 万辆）	欧拉：女性群体 沙龙：中高端智能	2025 年前推出 50+款新能源车型； 2023E 欧拉全球销量 100+万辆； 2025E 新能源汽车销量 320 万辆（占比 80%）	2021-2025E 新能源及智能化领域累计投入 1,000 亿元	纯电/纯电/氢能 柠檬混动平台 咖啡智能平台 DHT 混动技术
上汽	预计 2025E 集团销量 850+万辆（其中，自主 480+万辆）	智己/R：中高端智能	2025 年前推出近百款新能源车型（自主 60 款）； 2025E 集团新能源汽车销量 270+万辆（占比 32%+），自主新能源汽车销量 180+万辆（自主占比 38%+）	2021-2025E 智能电动等创新领域累计投入 3,000 亿元	三电技术 氢燃料电池
比亚迪	2025E 销量 300 万辆	NA	2022E 新能源汽车销量 150 万辆	NA	动力电池 DM-i 混动技术 IGBT
长安	2025E 长安品牌销量 300 万辆；2030E 长安品牌销量 450 万辆（海外占比 30%）	阿维塔：中高端智能	2025E 前推出 33 款新能源车型（纯电动 21 款/插电混动 12 款）；2025E 长安品牌新能源汽车销量 105 万辆（占比 35%）；2030E 长安品牌新能源汽车销量 270 万辆（占比 60%）	2021-2025E 全产业链累计投入 1,500 亿元；（2025E 智能化软件人才占比达 50%）	智能电动网联 汽车平台（CHN）
吉利	2025E 销量 365 万辆（自主市占率第一）	极氪：主要价格带覆盖	2025E 智能电动汽车销量 100+万辆（占比 30%+）；其中，极氪销量 65 万辆	NA	GHS2.0 混动技术 SEA 浩瀚平台
广汽	2025E 集团销量 350 万辆（其中，自主 100 万辆）； 2035E 集团销量 500 万辆	埃安：通过与华为合作，增强市场竞争力	2025E 集团新能源汽车销量 85+万辆（占比 25%+）；其中，广汽埃安销量 40 万辆；2035E 集团新能源汽车销量 250 万辆（占比 50%）	计划在智能网联/新能源三电核心技术等领域累计投入 850-1,000 亿元；	三电技术 纯电平台 GEP ADiGO 智驾系统
北汽蓝谷	NA	极狐：中高端智能	计划 2021-2025 全球投放至少 8 款车型	NA	三电技术 智能网联/自动驾驶 换电布局

资料来源：Wind，公司官网，搜狐新闻，腾讯新闻，光大证券研究所整理

我们判断，传统车企、以及特斯拉/新势力均规划加大全球化布局且 2025E 均指引较高的销量与市占率目标。其中，1) 传统车企在供应链管理/成本控制、整车制造/规模量产、以及插混/三电产业链等方面具有优势，更偏重于销量与市占率考核。2) 特斯拉/新势力等在软件算法方面具有自主研发优势，智能驾驶推进更为激进（预计 2023E 前后实现 L4 级 vs. 传统车企预计 2022E-2025E 实现 L4 级）。

我们预计智能电动化是长期过程（当前尚处于渗透率抬升早期），传统车企已参考特斯拉/新势力进行相应的理念切换与战略调整（包括强化用户产品定义/用户体验、陆续采用直营模式、以及加大软件算法自主研发投入等）；预计两者推进的主要区别或在于 1) 人才团队搭建与激励，2) 组织架构体系（运营管理模式）。

4.2、 人才激励或陆续到位

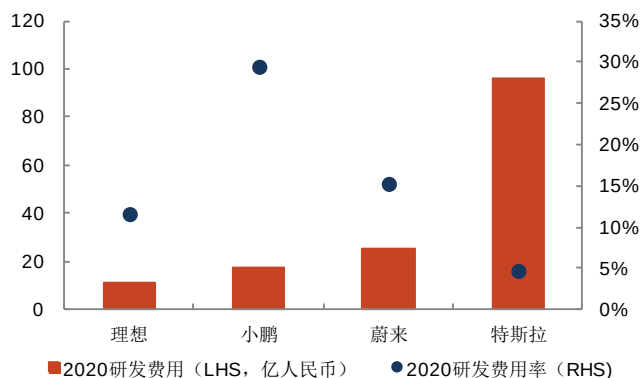
从新势力与传统车企的研发对比来看，1) 新势力的研发投入比重高于传统车企（2020 年小鹏/蔚来/理想的研发投入占比分别约 30%/15%/12% vs. 大部分传统车企约 5%），预计 2021E 蔚来的研发投入金额或已与大部分传统车企基本持平（我们预计约 50 亿人民币 vs. 预计小鹏/理想分别约 30+亿人民币）。

2) 新势力的研发投入聚焦于智能驾驶产业链（尤其软件算法）领域，且仍处于自动驾驶团队人员数量持续扩充阶段（预计 2021E 年底均有望翻倍）；其中，小鹏或扩充至上千人（vs. 蔚来/理想分别约 800/600 人）；与之相比，传统车企的研发投入则更为广泛涵盖插电混动/氢能、三电产业链、以及智能网联等。

我们判断，1) 传统车企均已提出相应的智能型人才引入计划（预计长期规划的软件算法团队人员数量或与新势力相近；其中，长城较为激进）。2) 预计在理

念切换/战略调整的基础上，内部培养与激励机制、以及品牌定位/号召力等，均会对人才引入与团队搭建起到重要作用。

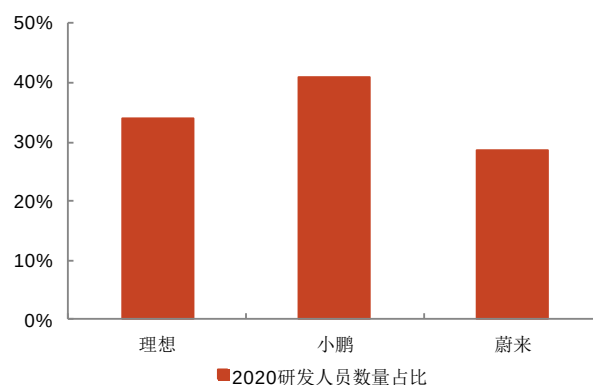
图 41：2020 年特斯拉与新势力的研发费用及费用率



资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

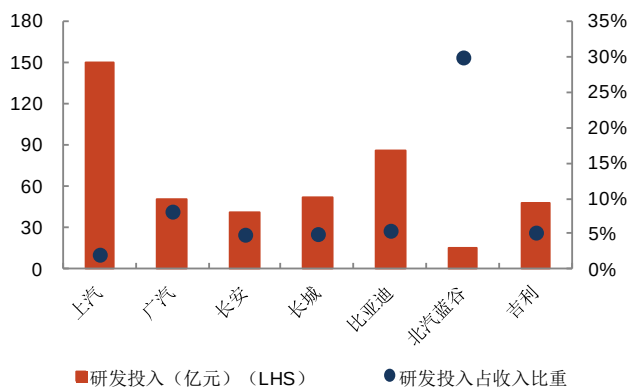
注：1) 1 美元=6.45 人民币；2) 特斯拉与新势力研发全部费用化

图 42：2020 年新势力研发人员数量占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

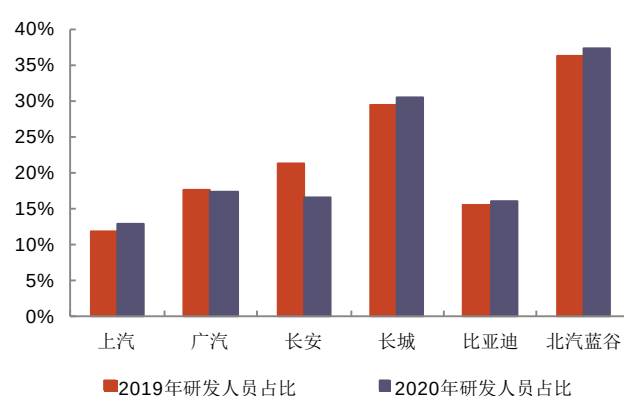
图 43：2020 年传统车企研发投入及占收入的比例



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

注：2020 年上汽/广汽/长安/长城/比亚迪/北汽蓝谷/吉利的研发投入资本化占比分别约 11%/83%/24%/56%/13%/94%/88%

图 44：2019-2020 年传统车企研发人员数量占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

表 18：特斯拉与新势力人才计划

车企	整体人才计划	自动驾驶团队人才计划
理想	2021 年宣布建立上海研发中心，预计 2021E 年底扩充至 3,000+ 人；积极与高校科研院所展开合作	1H21 规模大约 300 人，预计 2021E 年底将达到 600 人 负责人：王凯（曾任伟世通全球首席架构师及自动驾驶总监）
小鹏	预计 2021E 年底研发团队扩充超过 4,500 人 (vs. 年初 2,000) 2H21 自动驾驶团队人数 600 人，预计 2021E 年底自动驾驶的软件硬件以及大数据和地图的研发人员	将会较大幅度增加面对全球化的自动驾驶的软件、硬件、配套基础设施团队的总人员将超过 1,500 人 负责人：吴新宙（原高通自动驾驶负责人）
蔚来	预计 2021E 年底研发团队人数 4,000+ (vs. 2020 年底 2,000+)	1H21 汽车自动驾驶相关团队规模约 500 人，预计 2021E 年底或达 800 人。 负责人章健勇（原上汽自动驾驶负责人），任少卿（原 Momenta 研发总监）
特斯拉	通过 AI Day (2021/8) 招聘人工智能及相关硬件等方面的核心技术人才	目前核心团队人数约 300 人，芯片设计人数 100+，正在寻求核心技术人才 负责人：马斯克

资料来源：公司官网，搜狐新闻，腾讯新闻，光大证券研究所整理

表 19：传统车企智能人才计划

车企	智能人才计划	模块化/插电混动人才布局
上汽	预计 2021E/2022E 上汽零束软件团队达 1,000/2,000+人； 2024E 智己汽车研发团队达 2,000+人	NA
比亚迪	NA	混动技术：2021 比亚迪混动技术团队拥有工程师 2,000 人
广汽	预计 2025E 广汽形成拥有 30 人以上的领军人才、20%的软件人才团队、 以及 3,000 人的智能网联新能源技术研发团队	NA
吉利	2017-2019 吉利校招计算机软件/新能源类/电子电控类专业人才整体增幅 达 203%/60%/60%	模块化：吉利欧洲研发中心主要负责模块化平台，2018 拥有员工近 2,000 人
长城	“万人计划”：预计 2023E 全球范围内的研发人员达到 3 万人，其中，软 件开发人才达 1 万人（vs. 2020 研发人员约 1.5 万人）	混动技术：“柠檬混动 DHT” 研发核心团队人数 300+人，设计项目相 关技术人员 800+人
长安	预计 2025E 打造 5,000 人开发团队；其中，智能化软件人才占比达 50%； 大力引进全球领军人才	模块化：蓝鲸 NE 动力拥有来自 10 个国家的工程师 200 人
北汽蓝谷	2021/7 启动大规模人才招聘，主要集中在质量、采购、极狐品牌、信息数 字化以及核心三电及智能网联五大方向	NA

资料来源：公司官网，搜狐新闻，腾讯新闻，光大证券研究所整理

在人才激励方面，特斯拉/新势力、以及部分传统车企（长城/吉利/广汽/长安）均通过设立股权激励机制，吸引并保留优质人才。

从对比来看，1) 鉴于创业型企业的特点，特斯拉/新势力的股权激励考核均以里程碑式的目标完成度为基准；其中，特斯拉的考核条件包括市值、以及产品/销量/业绩等。2) 传统车企的股权激励考核则更偏向于销量与业绩/分红等财务指标；其中，长城基于销量/市占率给予更高的考核权重。

我们判断，新势力的股权激励考核目标更为激进，且或仍主要偏向于高管。与之相比，传统车企的股权激励落地性更强/覆盖面更广且涵盖核心技术人员；此外，传统车企还采用商业保险/子女教育/住房支持等福利进一步增强企业吸引力。

表 20：特斯拉股权激励方案梳理

车企	草案通过时间	激励标的	激励数量 (万份)	占总股 数比	激励对象	激励人数	业绩条件	计划有效期
特斯拉	2019	限制性股份/股份单位 期权；股票/股息增值权	不超过 1,300	NA	员工、董事和顾问	NA	NA	NA
	2018	股票期权	2,026.40	NA	CEO	1	市值要求、以及对收入或调整后 EBITDA 业绩要求	10 年
	2014	股票期权	107.30	NA	高管团队 (不包括 CEO)	NA	完成第一辆 Model X 量产车生产 (1/4)；Model 3 量产车生产 (1/4)；连续 12 个月汽车总产量达 10 万辆 (1/4)；任意连续三年毛利率>30% (1/4)	NA
	2012	股票期权	527.49	NA	CEO	1	市值至 40 亿美元；完成 Model X Alpha 与 Beta 原型设计 (各 1/10)；完成 Model 3 Alpha 与 Beta 原型设计 (各 1/10)；完成 Model X 与 Model 3 生产 (各占 1/10)；连续四个季度毛利率>=30% (1/10)、累计产量达 10、20、30 万辆 (各占 1/10)	10 年
	2010	股权期权	不超过 1,292.38	NA	员工、董事和顾问	NA	NA	NA
	2010	股权期权	68.33	NA	高管团队	NA	完成 Model S Alpha 原型设计 (1/4)；Model S beta 原型设计 (1/4)；完成第一辆 Model S 生产 (1/4)；完成第 10,000 辆 Model S 生产 (占 1/4)	4 年
	2009	股权期权	335.60	4%	CEO	1	完成 Model S Alpha 原型设计 (1/4)；Model S beta 原型设计 (1/4)；完成第一辆 Model S 生产 (1/4)；完成第 10,000 辆 Model S 生产 (占 1/4)	4 年
	2003	股权期权/限制性股票	不超过 1,474.62	NA	员工、董事和顾问	NA	NA	NA

资料来源：公司官网，搜狐新闻，腾讯新闻，光大证券研究所整理

注：2018 年特斯拉股权激励条件（市值需满足要求、以及收入或调整后 EBITDA 任一项需满足要求）：市值达到 1,000 亿美元并且收入达 200 亿美元或调整后 EBITDA 达到 15 亿美元；此后市值以 500 亿美元为增加单位至 4,500 亿美元，对应收入条件为 350/550/750/1,000/1,250/1,500/1,750 亿美元，调整后 EBITDA 条件为 30/45/60/80/100/120/140 亿美元。

表 21：新势力股权激励方案梳理

车企	草案通过时间	激励标的	激励数量(万份)	占总股数比	激励对象	激励人数	业绩条件	计划有效期
理想	2021	股权期权/限制性股票	10,855.74	2.03%	董事会主席	1	理想汽车在任何连续 12 个月交付量总数 50、100、150、200、250、300 万辆	10 年
	2020	股权期权/限制性股票	16,569.66	8.07%	雇员/顾问/董事	1,884	未披露具体业绩条件	10 年
	2019	股权期权	14,108.35	6.88%	雇员/顾问/董事	297	未披露具体业绩条件	10 年
小鹏	2019	限制性股份/股份单位	6,319.20	4.00%	合格员工及董事	2,700+	未披露具体业绩条件	10 年
蔚来	2018	限制性股份/股份单位 期权；股票/股息增值权	2,300.00	1.40%	员工、董事和顾问	NA	NA	5 年
	2017	限制性股份/股份单位 期权；股票/股息增值权	3,300.00	2.01%	员工、董事和顾问	NA	NA	7-10 年
	2016	限制性股份/股份单位 期权；股票/股息增值权	1,800.00	1.10%	员工、董事和顾问	NA	NA	5 年
	2015	限制性股份/股份单位 期权；股票/股息增值权	4,626.44	2.82%	员工、董事和顾问	NA	NA	5 年

资料来源：公司官网，搜狐新闻，腾讯新闻，光大证券研究所整理

表 22：传统车企股权激励方案梳理

车企	计划公告日	激励标的	激励数量(万份)	占总股数比	激励对象	激励(人数)	对应业绩考核目标	有效期
长城	2021/5/26	股权期权	39,710	4.32%	中高级管理层/技术骨干	8,784	业绩目标达成率=21/22/23 销量不低于 149/190/280 万辆*55%+净利润不低于 68/82/115 亿元*45%，组合绩效系数均大于等于 1	4 年
	2021/5/26	限制性股票	4,318	0.47%	中高级管理层/技术骨干	586	业绩目标达成率=21/22/23 销量不低于 149/190/280 万辆*55%+净利润不低于 68/82/115 亿元*45%，组合绩效系数均大于等于 1	4 年
	2020/1/28	股权期权/限制性股票	17,835	1.95%	中高级管理层/技术骨干	1,966	业绩目标达成率=20/21/22 销量不低于 111/121/135 万辆*65%+净利润不低于 47/50/55 亿元*35%，组合绩效系数均大于等于 1	均为 4 年
	2019/9/7	股权期权/限制性股票	18,509	2.03%	中高级管理层/技术骨干	1,928	业绩目标达成率=19/20/21 销量不低于 107/115/125 万辆*65%+净利润不低于 42/45/50 亿元*35%，组合绩效系数均大于等于 1	均为 4 年
吉利	2021/8/20	限制性股票	15,000	0.0698	选定参与者	3,393	业绩条件包括销售目标（2025 极氪年销量不低于 65 万辆）、市占率排名（2025 全球高端智能电动车市场行业前三）、EBITDA 盈利指标等	NA
长安	2020/7/14	限制性股票	9,500	1.98%	中高级管理层/技术骨干	1,292	以 2019 年净利润为基数，21/22/23 年净利润年复合增长率≥50%/42%/32%；21/22/23 年净资产收益率≥1.7%/4.8%/5.5%，且上述指标均不得低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；△EVA 为正。	6 年
广汽	2020/9/25	股权期权/限制性股票	22,000	2.14%	中高级管理层/技术骨干	3,200	以 2019 年净利润为基数，21/22/23 年净利润年增长率≥3%/20%/34%；21/22/23 年净资产收益率≥4.6%/5.2%/5.5%，且上述指标均不得低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；21/22/23 主营收入占比≥96%；现金分红比例≥30%；研发投入占比≥4%	均为 5 年
	2017/10/30	股权期权/限制性股票	45,045	7.00%	中高级管理层/技术骨干	2,600	以 2016 年净利润为基数，18/19/20 年净利润年增长率≥12%/22%/41%；18/19/20 年净资产收益率≥6%/6.5%/7%，且上述指标均不得低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；18/19/20 现金分红比例≥25%	均为 6 年

资料来源：公司官网，搜狐新闻，腾讯新闻，光大证券研究所整理

注：股权期权有效期指从首次授予到行权或注销时间；限制性股票有效期指自首次授予至所有限制性股票全部解除限售或回购注销完毕之日

我们判断，1) 新势力与传统车企均处于加大研发投入阶段。其中，新势力的研发投入金额或逐步达到传统车企水平，且更聚焦于智能驾驶领域；此外，新势力基于智能化具有更明确的品牌定位/号召力（自动驾驶团队负责人均为相关领域的领军人物），在吸引人才与组建团队方面占有优势。2) 传统车企的股权激励计划或陆续到位且落地性更强/覆盖面更广、叠加其他福利政策，或具备吸引力。

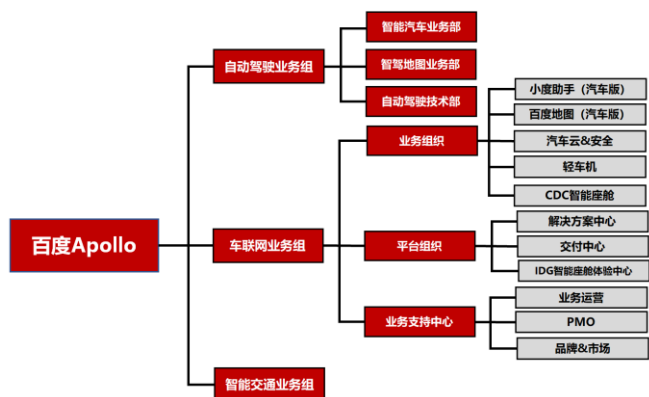
鉴于人才与团队的波动性/流动性等特征，预计项目的快速稳定推进与落实才是导致其是否成功的关键；其中，核心或在于组织架构体系与运营管理机制。

4.3、组织架构转型仍有待推进

从组织架构的对比来看，1) 特斯拉与新势力的组织架构体系相对简单且呈扁平化特征；其中，特斯拉的扁平化程度最高（特斯拉自动驾驶团队中硬件工程/AI/全栈算法/基础代码/软件集成和验证的负责人均可向马斯克直接汇报）。百度基于智能驾驶产业链的阿波罗架构体系清晰完善，有助于后续项目推进与落地。

2) 与创业型企业相比，传统车企的业务线条众多且架构体系相对复杂，当前均处于架构体系逐步调整完善阶段；其中，长城调整后的架构体系最为清晰，逐步剥离零部件业务，打造市场化/全球化战略。长城推出强后台+大中台+小前台的组织架构，在产品规划初期即打通品牌/企划/研发等前中后端职能部门，并通过各品牌的作战单元与企划/研发/生产部门沟通（也可向董事长兼 CEO 直接汇报）用于进一步加强业务协调、品牌管理、以及以用户为导向的市场竞争。

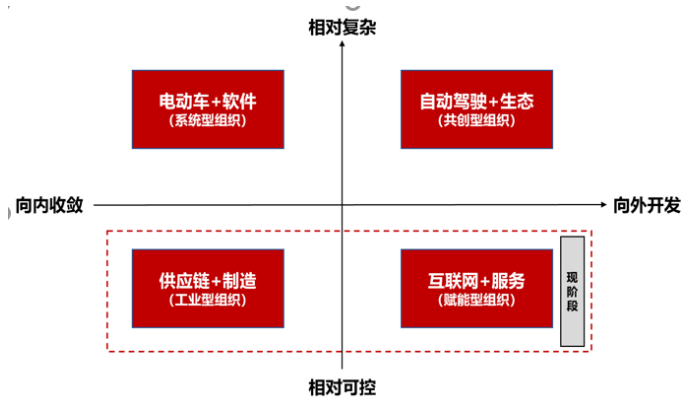
图 45：百度阿波罗组织架构



资料来源：车家号，光大证券研究所整理

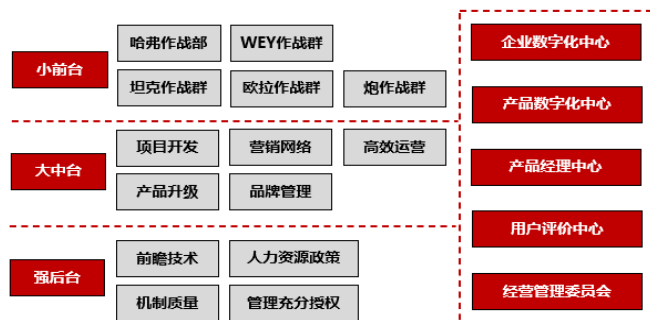
注：2019/12 百度在原有车联网业务组和自动驾驶业务组基础上新增智能交通业务组

图 46：理想目标组织架构



资料来源：理想公众号，光大证券研究所整理

图 47：长城组织架构



资料来源：长城公众号，光大证券研究所整理

图 48：长安组织架构



资料来源：腾讯新闻，光大证券研究所整理

图 49：比亚迪组织架构



资料来源：亿欧网，腾讯新闻，光大证券研究所整理

图 50：吉利组织架构



资料来源：吉利官网，搜狐新闻，盖世汽车，光大证券研究所整理

我们判断，扁平化/市场化的组织架构具有更强的灵活性与主动性，可进一步提高决策效率。1) 特斯拉与新势力的架构体系与运营管理模式相对更简单/直接；2) 传统车企仍处于组织架构体系调整完善阶段，预计民营车企切换速度与程度或优于国企/央企背景车企；其中，预计民营车企的长城或转型更为突出。

结合战略/理念、人才、以及组织架构的横向比较来看，1) 战略/理念方面，传统车企均已参考特斯拉/新势力进行相应的理念切换与战略调整；2) 人才方面，虽然新势力基于智能化具有更明确的品牌定位/号召力，但传统车企的股权激励计划落地性更强/覆盖面更广（通过分拆的子品牌增强智能化定位）；3) 组织架构方面，传统车企尚处于逐步调整完善阶段，预计民营车企或具有更高成功概率。

我们预计民营车企在战略/理念、人才、以及组织架构转型方面或更具优势，看好其转型的依次排序分别为长城、以及吉利/比亚迪。

5、2022E 投资展望

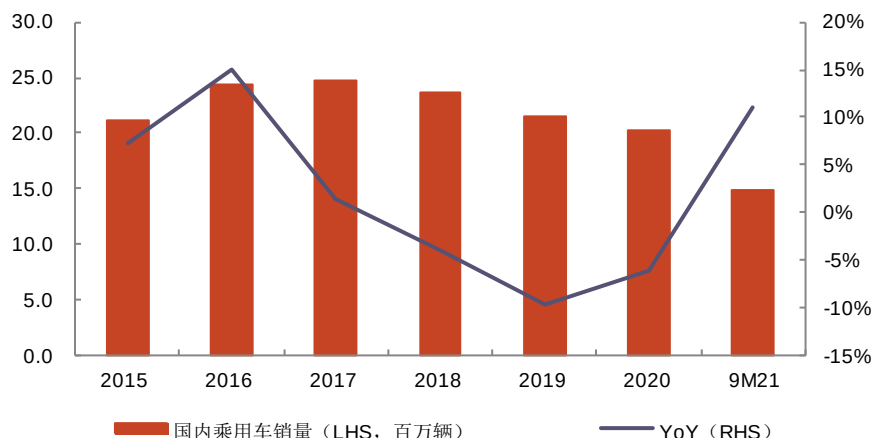
我们判断，1) 汽车板块基本面驱动因素为产品结构（ASP）、销量（规模效应带动毛利率爬坡）、以及成本控制（扣非后单车业绩）；其中，销量为最主要因素。2) 当前板块处于智能电动车早期渗透率抬升/销量爬坡对应的估值中枢上移阶段（2020 年至今估值中枢约 35x PE vs. 2015-2019 年约 15x-25x PE），预计行业销量增速与各车企车型周期/销量爬坡等仍是导致板块是否具有吸引力、以及各车企差异化的关键（vs. 供应链瓶颈与原材料价格上涨、新能源车与燃油车成本差异、以及分拆子品牌的初期运营投入等，或导致盈利修复幅度相对有限）。

5.1、2021E-2022E 国内乘用车销量预测

2021 年前 9 月国内汽车市场库存维持低位，乘用车销量同比增长 11.0%；其中，自主品牌销量同比增长 31.9%（vs. 日系/德系分别同比下降 0.7%/5.5%），市占率相比于 2020 年增加 5.0pcts（vs. 日系/德系分别下降 1.8pcts/2.5pcts）。

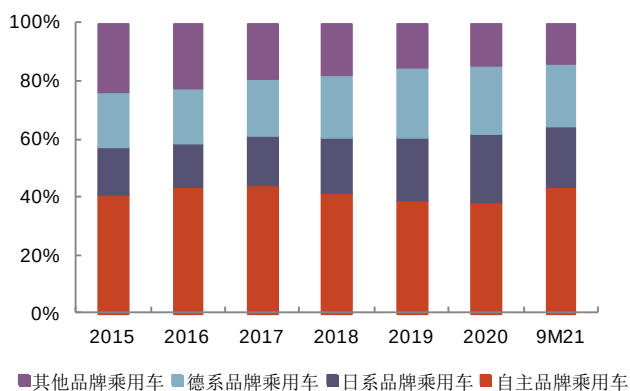
预计 2021E 销量增速的主要下行风险仍在于芯片等供应链短缺造成的供给收缩。

图 51: 2015-2021 年前 9 月国内乘用车销量与年同比增速



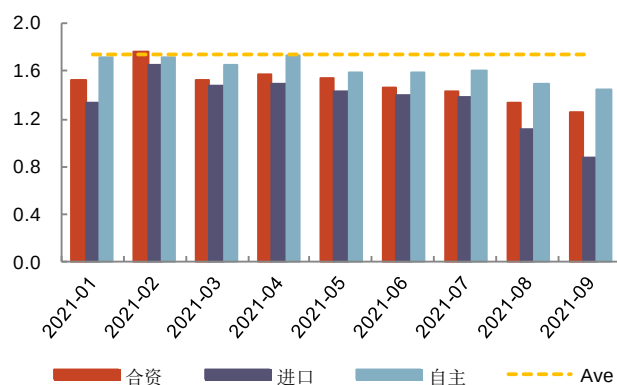
资料来源: Wind, 中汽协

图 52: 2015-2021 年前 9 月各车系品牌乘用车市占率分拆



资料来源: Wind, 中国汽车工业信息网

图 53: 2021/1-9 自主、合资、以及进口汽车经销商库存系数



资料来源: Wind, 中国汽车流通协会

产量方面，2021 年前 9 月国内乘用车产量同比增长 11.0%，但仍相较于 2019 年前 9 月同比下降 2.7%；其中，在马来西亚芯片短缺导致 2021/8 较低基数的情况下，2021/9 国内乘用车产量环比增速仅约 18.1%（vs. 2005-2020 年平均 9 月环比增速约 21.4%）。

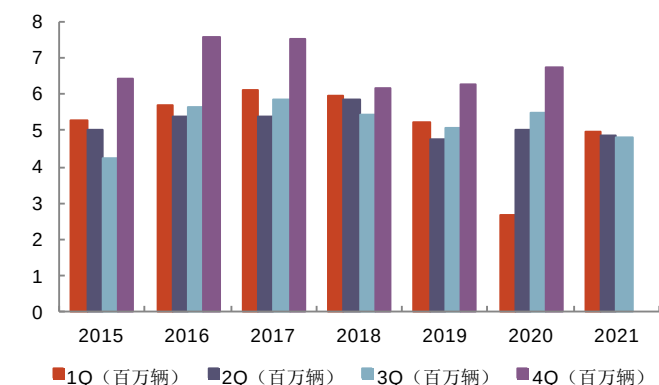
1) 我们预计在没有芯片短缺影响下，疫情后需求修复有望带动 2021E 国内乘用车市场实现高个位数或近 10% 的销量同比增长。

2) 虽然 2021/9 市场仍受芯片短缺拖累，但车企库存已略有回升，预计芯片短缺或已略有缓解。鉴于晶圆代工厂的扩产爬坡周期，我们预计芯片短缺影响或将延续至 2022E，但有望呈边际改善趋势（预计影响或仍主要集中于 2Q21-3Q21）。

鉴于 4Q21E 芯片短缺或逐步缓解、以及旺季对应的补库趋势，我们预计 2021E 芯片短缺对国内乘用车销量拖累影响约 1%-3%；鉴于芯片供应呈边际改善趋势，我们预计 2022E 其对国内乘用车销量拖累影响仅约 0.5%-1.5%。

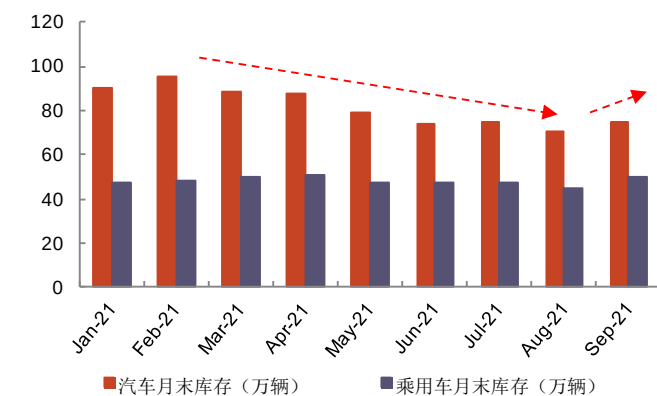
我们看好消费升级、以及芯片短缺逐步缓解/供求结构改善带动的车市稳健增长前景，预计 2021E 国内乘用车销量增速区间约 4%-7%，预计 2022E/2023E 国内乘用车销量增速区间均约 4%-5%。

图 54：1Q15-3Q21 国内乘用车产量分季度分拆



资料来源：Wind，中汽协

图 55：2021/1-9 国内车企的汽车与乘用车月末库存量



资料来源：Wind，中汽协

表 23：2019-2023E 国内乘用车销量预测

2019-2023E 国内乘用车销量预测情景分析					
2019 国内乘用车销量 (百万辆)	21.4	21.4	21.4	21.4	21.4
2020 国内乘用车销量 (百万辆)	20.2	20.2	20.2	20.2	20.2
年同比增速	-6.0%	-6.0%	-6.0%	-6.0%	-6.0%
2021E 国内乘用车销量 (百万辆, 在无芯片短缺的情况下)	21.2	21.4	21.7	22.0	22.2
年同比增速	5.0%	6.0%	7.5%	9.0%	10.0%
预计 2021E 国内乘用车芯片短缺影响 (百万辆)	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
2021E 国内乘用车销量 (百万辆, 在芯片短缺的情况下)	21.0	21.1	21.3	21.5	21.6
年同比增速	4.0%	4.5%	5.5%	6.5%	7.0%
2022E 国内乘用车销量 (百万辆, 在芯片短缺的情况下)	21.9	22.0	22.3	22.6	22.7
年同比增速	4.0%	4.3%	4.6%	4.8%	5.1%
2023E 国内乘用车销量 (百万辆)	22.7	22.9	23.3	23.6	23.8
年同比增速	4.0%	4.2%	4.4%	4.6%	4.8%

资料来源：中汽协，光大证券研究所测算

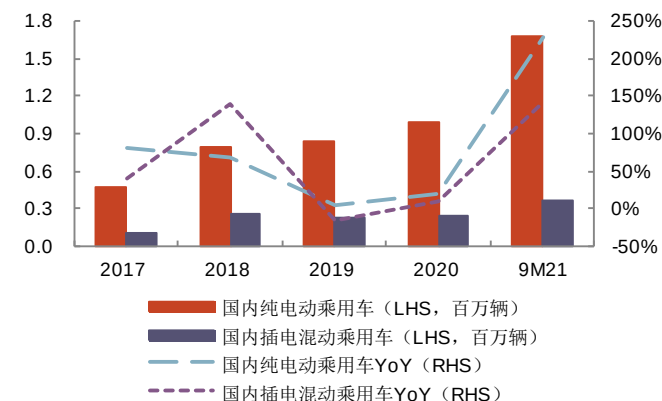
5.2、2021E-2022E 国内新能源车销量预测

2021 年前 9 月国内新能源汽车销量呈逐月稳步爬坡趋势，新能源乘用车同比增长 208.7%至 204.5 万辆（新能源汽车占比约 94.8%）；其中，纯电动乘用车同比增长 228.6%至 168.0 万辆，插电混动乘用车同比增长 141.4%至 36.5 万辆。

从市场拆分来看，1)纯电动乘用车仍是主要贡献群体（约占新能源乘用车 82.2%，相较于 2020 年增加 1.9pcts；约占新能源汽车 77.9%，相较于 2020 年则增加 4.8pcts），持续呈沙漏型特征且低端车型稳步爬坡（2021 年前 9 月 A00 级轿车的纯电动乘用车占比约 38.4%，B 级及以上轿车+SUV 占比约 30%+）。

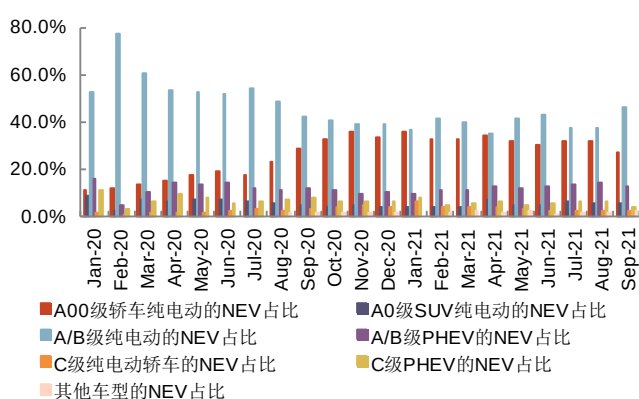
2)插电混动乘用车的市场贡献占比略有回落（约占新能源乘用车 17.8%，相较于 2020 年减少 1.9pcts；约占新能源汽车 16.9%，相较于 2020 年减少 1.1pcts）；其中，插电混动仍以主力 A 级/B 级车型为主（2021 年前 9 月 A 级/B 级插电混动乘用车合计占比约 68.5%；其中，A 级 SUV 约 26.1%，预计 B 级轿车近 25%）。

图 56: 2017-2021 前 9 月国内新能源乘用车销量分拆与同比增速



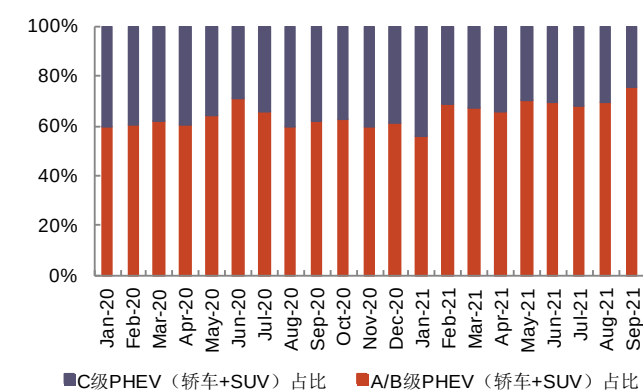
资料来源: Wind, 中汽协

图 57: 2020/1-2021/9 国内新能源乘用车按车型销量占比分拆



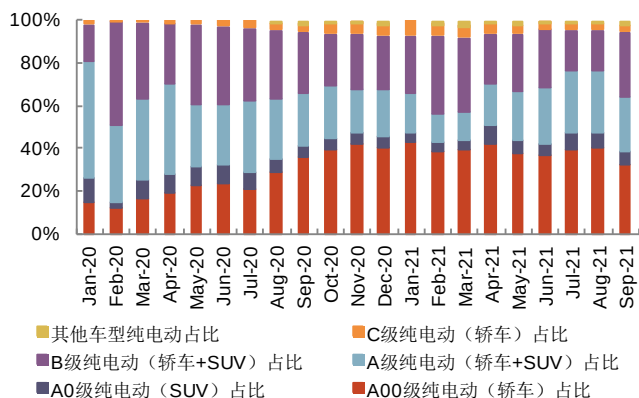
资料来源: 乘联会

图 58: 2020/1-2021/9 国内插电混动市场按车型销量占比分拆



资料来源: 乘联会

图 59: 2020/1-2021/9 国内纯电动市场按车型销量占比分拆



资料来源: 乘联会

我们预计 1) 2021E 将是国内新能源汽车渗透率首次步入双位数的原始年; 其中, 2C 需求端 (尤其是低端纯电动乘用车 2C 需求端) 稳步释放, 或是导致新能源汽车销量快速增长的主要因素之一。此外, 特斯拉季末冲量/出口比例调整或导致国内月度零售渗透率、以及 B 级纯电动销量占比有所波动。

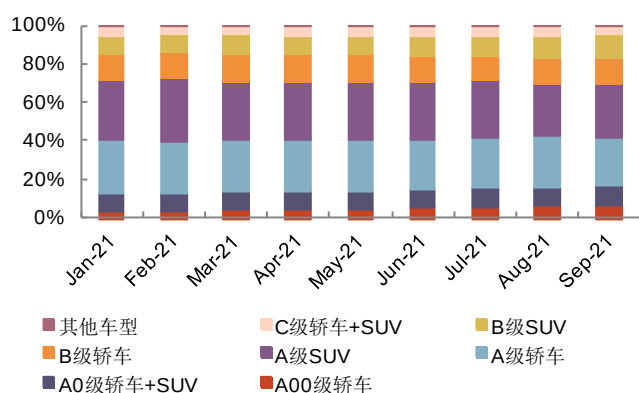
2) 芯片短缺对应的自主品牌市占率增加、以及上游供应商与车企资源的再分配, 也或是导致 2021E 渗透率快速抬升的影响因素之一。

3) 从市场结构与趋势来看, A 级/B 级仍是国内乘用车市场主力车型 (2021 年前 9 月总零售占比分别约 56.8%/23.7% vs. A0 级约占 9.9%, A00 级轿车约占 4.2%); 我们预计新能源汽车渗透率持续向上, 或仍需针对主力细分市场的 A 级/B 级新能源车型销量爬坡支撑 (2021 前 9 月 A 级/B 级纯电动渗透率约 6.7%, A 级/B 级插电混动渗透率约 2.1% vs. A00 级轿车中纯电动渗透率已近 100%)。

我们判断，新能源汽车渗透率抬升幅度的决定性因素或仍在 2C 需求端。鉴于当前电动车与燃油车成本差异与消费偏好，我们预计带动渗透率持续抬升的主导车型或切换至针对主力细分市场的 A 级插电混动 SUV、以及 B 级插电混动轿车；此外，消费升级/车企分拆子品牌的多款中高端车型上市或带动定价人民币 30 万以上的 B 级纯电动销量爬坡（vs. A 级纯电动尤其轿车，或覆盖 2B 市场）。

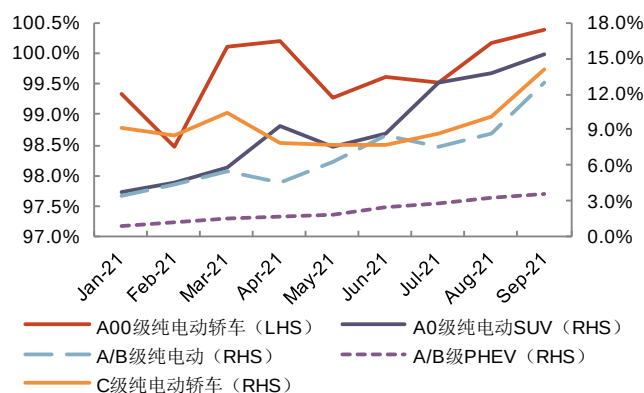
我们预计，2021E 国内新能源汽车销量同比增长 156% 达近 350 万辆（预计全球占比 50%+）；其中，预计 2021E 国内新能源乘用车销量同比增长 157%-165% 至约 320-330 万辆（基于我们对乘用车销量预测的中性假设，预计 2021E 国内新能源汽车/新能源乘用车渗透率分别约 13%+/15%+）。

图 60：2021/1-2021/9 国内乘用车总零售市场按车型占比分析



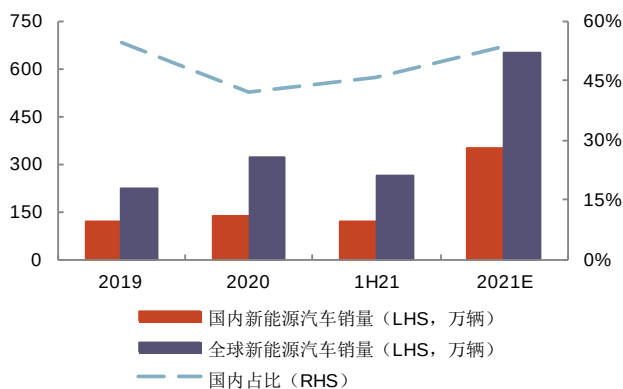
资料来源：乘联会

图 61：2021/1-2021/9 国内主要新能源车型的细分市场渗透率



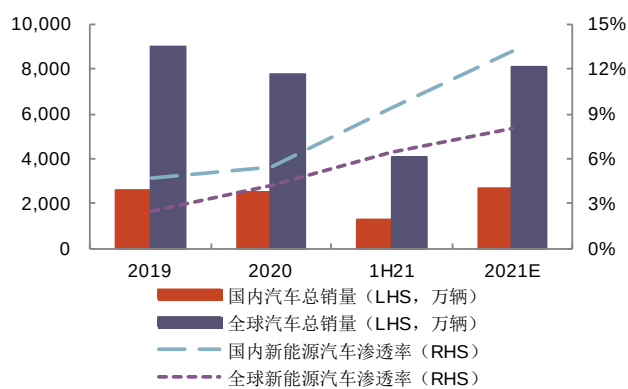
资料来源：乘联会

图 62：2019-2021E 国内与全球新能源汽车销量



资料来源：EV volume, GGII, 中汽协, 乘联会, 光大证券研究所预测

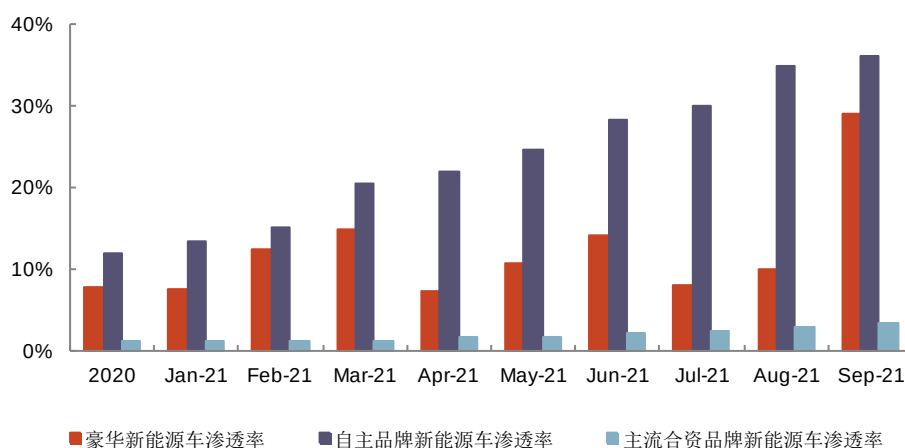
图 63：2019-2021E 国内与全球新能源汽车渗透率



资料来源：EV volume, GGII, 中汽协, 乘联会, 光大证券研究所预测

我们认为影响 2022E 国内新能源汽车渗透率与销量预测的主要因素包括，1) 芯片短缺逐步缓解或导致合资品牌乘用车市占率企稳回升，合资较低渗透率对明年的拖累影响（2021 前 9 月自主零售渗透率约 25.0% vs. 主流合资仅约 2.0%）；2) 乘用车主力细分市场（定价人民币 10-20 万价格带）的新能源销量爬坡前景。

图 64：2020-2021/9 国内乘用车分品牌新能源乘用车零售渗透率



资料来源：交强险，乘联会

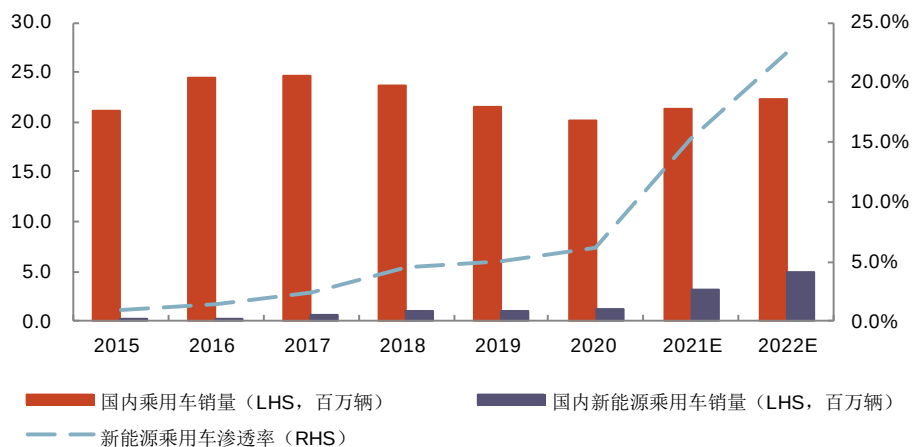
注：1) 豪华品牌包括 BBA、保时捷、雷克萨斯、凯迪拉克、捷豹、沃尔沃、英菲尼迪、讴歌、特斯拉等（2021/1 特斯拉 Model 3 国产交付，2021/1 Model Y 国产）；2) 2020-2021/1 新能源分品牌为上牌量数据，其余为乘联会数据

基于我们对国内乘用车市场的中性预测，预计 2021E 自主市占率增加，对新能源乘用车市场的销量拉动影响约 20-40 万辆，约占我们 2021E 全年新能源乘用车销量预测约 320-330 万辆的 6%-12%。我们预计在剔除自主市占率抬升的情况下，2021E 国内新能源乘用车实际销量规模或约 300 万辆。

我们以此为基准，预计 2022E 国内新能源汽车销量同比增长近 50%至约 520-530 万辆，新能源乘用车销量同比增长约 50%+至 500 万辆（渗透率有望同比增加约 7pcts 至 22%+）；其中，1) 鉴于芯片短缺导致 2021E 新上市车型时间点延后，预计 2021E 新上市车型的 2022E 全年销量爬坡增量约 140 万辆，2) 鉴于 2022E 新上市车型规划，预计 2022E 新车型爬坡量约 60 万辆。

我们持续看好国内新能源汽车销量快速增长前景，但由于短期针对乘用车市场主力价格带的新能源车型或仍以 A 级/B 级插电混动为主、结合传统车企基于插电混动新技术/新车型的上市规划，预计插电混动销量占比或稳步抬升。

图 65：2015-2022E 国内乘用车销量、以及新能源乘用车销量与渗透率



资料来源：中汽协，光大证券研究所预测（基于 2021E-2023E 国内乘用车销量中性假设数据）

表 24：2022E 国内新能源乘用车增量预测

2021E 上市的新车型/改款车	新能源车型类型	预计 2021E 国内销量 (辆)	预计 2022E 国内销量 (辆)	预计 2022E 新增国内销量 (辆)
新势力	纯电动	155,500	264,500	109,000
	插电混动 (增程式)	80,000	115,500	35,500
自主品牌	纯电动	793,800	1,525,400	731,600
	插电混动	271,500	575,000	303,500
合资品牌	纯电动	86,000	269,400	183,400
	插电混动	23,000	41,800	18,800
豪华品牌	纯电动	210	660	450
	插电混动	200	3,000	2,800
合计	新能源 (纯电动+插电混动)	1,410,210	2,795,260	1,385,050
2022E 上市的新车型/改款车	新能源车型类型	预计 2022E 国内销量 (辆)		
新势力	纯电动	47,500		
	插电混动 (增程式)	11,000		
自主品牌	纯电动	230,000		
	插电混动	282,000		
合资品牌	纯电动	5,000		
	插电混动	5,000		
豪华品牌	纯电动	200		
	插电混动	5,100		
合计	新能源 (纯电动+插电混动)	585,800		

资料来源：光大证券研究所测算

5.3、投资建议

当前整车板块处于估值中枢上移阶段（2020 年至今约 35x PE）；预计智能电动化引领产业变革，销量增速是导致板块与个股是否具有吸引力的关键。

行业销量预测方面，1) 鉴于消费升级、以及芯片短缺逐步缓解/供求结构改善趋势，预计 2021E-2022E 国内乘用车销量增速区间分别约 4%-7%、以及 4%-5%；其中，鉴于旺季补库，预计 4Q21E 乘用车销量环比增速或高达 25%-35%。

2) 预计 2021E-2022E 国内新能源汽车市场或仍将保持高速增长（同比增速分别约 156%/50%至近 350 万辆/520-530 万辆）；其中，2021E-2022E 国内新能源乘用车同比增速分别约 157%-165%/50%+至约 320-330 万辆/500 万辆（新能源乘用车渗透率有望分别增加约 9pcts/7pcts 至 15%+/22%+）。

长期来看，智能电动化或有序推进；其中，传统车企具有较强现金流、成本控制/供应链管理能力和且分拆的子品牌用户定位也呈逐步清晰化趋势，机会仍存。

我们分析，各车企的技术/产品力与渠道布局差异性导致车型定位/销量爬坡产生分化；其中，战略/理念、人才、以及组织架构体系或是核心决定因素。1) 从模块化平台/新能源与产业链方面/智能化对比来看，传统车企在插电混动、以及三电产业链布局方面具有优势，排序分别为比亚迪、长城、以及吉利；2) 从战略/理念、人才、以及组织架构对比来看，传统车企均已处于逐步调整完善阶段，预计民营车企或具有更高转型成功概率，排序分别为长城、以及吉利/比亚迪。

我们预计行业景气度（销量爬坡与增速）仍将是影响估值高低、以及导致板块与个股是否具有吸引力的关键。我们预测 2021E-2022E 国内乘用车销量稳健增长；其中，新能源汽车或仍将保持快速增长。鉴于芯片缓解/供求结构改善驱动的补库趋势、以及新能源汽车渗透率抬升前景，预计销量支撑估值的格局或将延续。

5.4、推荐标的

我们看好具有较强产品周期（芯片供应缓解具有较强销量与盈利弹性）、智能电动化转型推进路径明确清晰、以及产品定义/成本控制优化的车企；结合估值与销量预期，乘用车板块推荐特斯拉、吉利汽车、以及长城汽车，建议关注比亚迪。

表 25：推荐公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (市场货币)	EPS(财报货币)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E	本次	变动
TSLA.O	特斯拉	1018.43	2.24	6.15	8.70	455	166	117	49.6	35.2	25.0	买入	维持
0175.HK	吉利汽车	27.05	0.56	0.69	0.94	40	33	24	3.3	3.2	2.9	买入	维持
601633.SH	长城汽车 (A)	66.49	0.58	0.92	1.36	114	72	49	10.6	9.7	8.6	增持	维持
2333.HK	长城汽车 (H)	34.70	0.58	0.92	1.36	49	31	21	4.6	4.2	3.7	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-26；汇率按 1HKD=0.83CNY 换算

5.4.1、特斯拉 (TSLA.O)

全球需求持续释放，3Q21 毛利率/经营利润率稳步爬坡：3Q21 特斯拉全球交付量同环比增长 73%/20%至 24.1 万辆，总收入同环比增长 57%/15%至 137.8 亿美元，Non-GAAP 归母净利润同环比增长 139%/30%至 20.9 亿美元，符合我们预期。3Q21 受益于上海工厂持续爬坡、以及规模降本对冲 ASP 回落，剔除积分收入后的汽车毛利率同环比增加 5.1pcts/3.0pcts 至 28.8%，经营利润率同环比增加 5.3pcts/3.6pcts 至 14.6% (vs. 管理层中期约低双位数的指引)。

4Q21E 现有工厂持续爬坡或对冲新工厂投产拖累：1) 持续看好全球电动车需求释放，美国+欧洲出口驱动的交付量结构改善、以及国产 Model Y 标准续航上市驱动的国内交付量爬坡前景，维持 2021E 特斯拉全球交付量 90+万辆预测 (同比增速约 80%+)。2) 鉴于芯片短缺等供应链瓶颈，加州与上海工厂尚未满产 (截至 3Q21，加州 S/X 与 3/Y 产能分别约 10 万辆与 50 万辆，上海 3/Y 产能约 45+万辆)；预计随着芯片供应缓解、以及全新 S/X 交付，产能利用率提升驱动的加州/上海工厂毛利率进一步爬坡前景可期。3) 预计 4Q21E 交付量爬坡、以及现有工厂业绩持续改善，有望对冲全新工厂投产初期对业绩拖累 (管理层指引 2021E 年底德州/柏林工厂的全新 Model Y 有望投产)。

全球唯一自研芯片+软件/算法+整车制造的车企：1) 特斯拉为当前全球唯一可以自研量产芯片、全栈软件/算法、以及整车制造的车企，其核心优势在于软件/算法与芯片设计的高度匹配、基于视觉 (神经网络学习) 的软件/算法处于全球领先水平、以及搭载自动驾驶系统的实测路况数据量位居全球第一 (数据闭环驱动自动驾驶系统的高效迭代)。2) 自动驾驶以安全为核心 (涉及用户与场景数据)，预计各国或将陆续出台更具针对性的自动驾驶标准与监管体系 (根据 IHS Markit，2020 中国/北美/欧洲的全球新车市占率分别约 30%+/20%+/20%+)，看好特斯拉在产业链的竞争优势、用户规模扩大、以美国场景为主体的 FSD 技术变现前景、以及由技术/理念等引领全球智能电动车变革驱动的估值溢价。

维持“买入”评级：我们维持 2021E/2022E/2023E Non-GAAP 归母净利润分别约 60.8 亿/86.1 亿/107.1 亿美元；维持目标价 US\$1,067.96 (对应约 15x 2022E Non-GAAP P/S)，维持“买入”评级。

风险提示：交付量/毛利率爬坡不及预期；扩产与新工厂投产初期对盈利的拖累；FSD/电池等推进不及预期；融资配售风险；芯片短缺风险；疫情与市场风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万美元)	24,578	31,536	52,539	72,580	83,177
营业收入增长率	14.5%	28.3%	66.6%	38.1%	14.6%
Non-GAAP 归属母公司净利润 (百万美元)	36	2,455	6,084	8,613	10,707
Non-GAAP 归属母公司净利润增长率	NA	6719.4%	147.8%	41.6%	24.3%
Non-GAAP EPS (美元)	0.03	2.24	6.15	8.70	10.82
Non-GAAP ROE (归属母公司) (摊薄)	1%	11%	21%	21%	21%
Non-GAAP P/S	37.2	36.4	19.7	14.3	12.4
P/B	136.5	49.6	35.2	25.0	20.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-26

注：股本暂未考虑股权激励的全面摊薄影响

5.4.2、吉利汽车 (175.HK)

4Q21E 芯片短缺缓解+新车型上市提振：2021 年前 9 月公司累计销量同比增长 5%至 92.2 万辆（9 月销量同比下降 18%/环比增长 18%至 10.4 万辆；其中，领克品牌约 1.6 万辆，吉利品牌主力车型博越/星瑞/新车型星越 L 分别约 1.7 万辆/1.0 万辆/1.0 万辆）。2H21E 公司规划上市新车型包括第四代帝豪/星越 L、极氪 001、领克 09、以及几何 A00 级 SUV；我们预计新车型需求/订单表现强劲，4Q21E 芯片短缺缓解/行业补库、叠加新车型提振，有望带动公司销量稳健增长。

1H21 毛利率平稳，费用率改善：1H21 公司收入同比增长 22%至人民币 450.3 亿元（剔除领克后的 ASP 同比增长 6%至人民币 7.5 万元），毛利率同比持平约 17%，SG&A 费用率同比下降 0.3pcts 至 12.9%（其中，研发费用率同比增加 0.4pcts 至 5.1%），归母净利润同比增长 4%至人民币 23.8 亿元（剔除股权激励费用后的归母净利润同比增长 31%至人民币 30.2 亿元）。1H21 公司单车盈利同比下降 12.8%至人民币 3,778 元（剔除股权激励费用后的单车盈利同比增长 11%至人民币 4,795 元）；其中，应占领克合资公司投资收益同比增长 145%至人民币 2.3 亿（领克净利润率同比增加 0.9pcts 至 3.2%）。

2021E 极氪 001 可交付订单已售罄，看好智能电动化推进：1) 传统燃油/混动等方面，看好星瑞/星越 L 与 CMA 版博越等 4.0 时代全新车型开启的销量与业绩爬坡前景、以及 GHS2.0 混动系统技术布局。2) 智能电动方面，看好电动车 2C 需求释放前景增强、以及极氪 001 较强竞品力驱动的销量爬坡趋势（今年可交付订单已售罄，预计明年单月销量望爬坡前景可期）。此外，001 搭载 Mobileye EyeQ5H 全新自动驾驶芯片，可与 Mobileye 共享底层数据用于共同研发软件包（2022E 极氪或导入城市辅助驾驶功能）。我们看好集团内部自动驾驶核心硬件技术推进、浩瀚平台架构软硬件集成/开放生态模式、以及与百度/富士康等合作对应的平台降本能力。预计吉利或为有望转型至智能电动车成功的传统车企之一，看后极氪销量爬坡驱动的长期市值撬动前景。

维持“买入”评级：我们维持 2021E/2022E/2023E 归母净利润分别约人民币 67.4 亿元/92.1 亿元/122.7 亿元；持续看好极氪订单/销量爬坡的估值中枢提振前景，维持目标价 HK\$30.93（对应约 27.4x 2022E PE），维持“买入”评级。

风险提示：需求修复不及预期，新车型上市/销量爬坡不及预期，芯片短缺，原材料价格上涨，成本费用控制不及预期，双积分风险，市场/金融风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	97,401	92,114	106,562	138,137	155,392
营业收入增长率	-8.6%	-5.4%	15.7%	29.6%	12.5%
归母净利润（百万元）	8,190	5,534	6,736	9,208	12,265
归母净利润增长率	-34.8%	-32.4%	21.7%	36.7%	33.2%
EPS（元）	0.89	0.56	0.69	0.94	1.25
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.18%	8.76%	9.95%	12.44%	14.86%
P/E	25	40	33	24	18
P/B	3.8	3.3	3.2	2.9	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-26（1 港币=0.83 人民币）

5.4.3、长城汽车（601633.SH/2333.HK）

新车型周期延续：2021 前 9 月公司累计销量同比增长 30%至 88.4 万辆（其中，9 月销量同比下降 15.1/环比增长 35%至 10.0 万辆，哈弗/WEY/皮卡/欧拉/坦克品牌分别约 5.5/0.5/2.0/1.3/0.8 万辆），2H21E 包括哈弗 H6S/神兽、WEY 玛奇朵/拿铁/摩卡激光雷达车型（IBEO 固态激光雷达，准 L3 级辅助驾驶系统）、以及坦克 500 等新车型有望上市。持续看好 4Q21 行业补库+公司新车型周期驱动的销量稳步增长、以及全新平台换代/新车型销量爬坡带动的单车盈利修复前景。

2Q21 业绩修复：1H21 公司营业总收入同比增长 72%至人民币 619.3 亿元（整车销售收入同比增长 73%至人民币 552.1 亿元，ASP 同比增长 10%至人民币 8.9 万元），毛利率同比增加 1.5pcts 至 16.3%（2Q21 环比增加 2.3pcts 至 17.4%），扣非后归母净利润同比增长 254%至人民币 28.4 亿元，扣非后单车盈利同比增长 126%至人民币 4,579 元（其中，2Q21 环比增长 37%至人民币 5,392 元）。我们判断，主机厂有望通过返利政策调整对冲供应链波动影响；其中，较强车型周期的车企或有望通过产品结构调整/返利回收等带动更高单车盈利修复弹性。

转型至智能电动化最有可能成功的传统车企之一：我们判断，自动辅助驾驶取决于软件算法（人才/团队）、以及数据量积累，预计资金与销量规模或将为长期影响因素。管理层指引，2025E 长城全球总销量 400 万辆（海外销量 100 万辆，新能源汽车占比 80%），2025E 高阶自动驾驶前装渗透率超过 40%。公司规划新车型与汽车数字化研发项目总投资约人民币 143 亿元（2021/7 公司成功发行 A 股可转债人民币 35 亿元）。我们看好，1）长城全球化布局、自动驾驶全栈自研的定位、企业组织机制变革、以及以用户为核心（细分品类化精准定位）的转型模式；2）预计用户细分品类的精准定位+智能电动化功能导入、以及车型迭代周期加快（2021E 10+款新车型，2023E 60+款新车型），有望驱动 ASP 稳步抬升，规模效应带动单车生产成本下降（vs. 研发投入持续扩大）。我们判断，长城在动力系统技术革新、以及自动驾驶推进方面，处于传统车企转型的头部阵营，预计长城或为转型至智能电动化最有可能成功的传统车企之一。

维持 H 股“增持”评级，维持 A 股“增持”评级：我们维持 2021E/2022E/2023E 归母净利润分别约人民币 84.8 亿元/125.3 亿元/153.6 亿元。维持 H 股“增持”评级，维持 A 股“增持”评级。

风险提示：芯片短缺缓解不及预期；原材料价格上涨；行业销量不及预期；新车型上市不及预期；换代/新车型毛利率爬坡不及预期；疫情波动与市场风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	95,108	103,308	138,488	195,206	234,580
营业收入增长率	-2.75%	8.62%	34.05%	40.96%	20.17%
净利润（百万元）	4,497	5,362	8,480	12,533	15,356
净利润增长率	-13.64%	19.25%	58.13%	47.81%	22.52%
EPS（元）	0.49	0.58	0.92	1.36	1.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.27%	9.35%	13.41%	17.52%	19.04%
P/E	135	114	72	49	40
P/E（H 股）	58	49	31	21	17

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-26（1 港币=0.83 人民币）

5.5、附录

表 26：覆盖公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (市场货币)	EPS(财报货币)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E	本次	变动
TSLA.O	特斯拉	1018.43	2.24	6.15	8.70	455	166	117	49.6	35.2	25.0	买入	维持
0175.HK	吉利汽车	27.05	0.56	0.69	0.94	40	33	24	3.3	3.2	2.9	买入	维持
3669.HK	永达汽车	12.74	0.85	1.26	1.51	13	8	7	1.7	1.6	1.4	买入	维持
2238.HK	广汽集团(H)	7.57	0.58	0.79	1.07	11	8	6	0.8	0.8	0.8	买入	维持
600297.SH	广汇汽车	2.95	0.19	0.36	0.37	16	8	7	0.6	0.5	0.5	买入	维持
601633.SH	长城汽车(A)	66.49	0.58	0.92	1.36	114	72	49	10.6	9.7	8.6	增持	维持
2333.HK	长城汽车(H)	34.70	0.58	0.92	1.36	49	31	21	4.6	4.2	3.7	增持	维持
601238.SH	广汽集团(A)	17.83	0.58	0.79	1.07	31	23	17	2.2	2.1	1.9	增持	维持
NIO.N	蔚来	40.47	-4.32	-2.26	-0.66	NA	NA	NA	11.3	16.4	14.5	增持	维持
LI.O	理想汽车	33.08	-0.32	-0.27	-0.21	NA	NA	NA	6.2	5.3	5.1	增持	维持
XPEV.N	小鹏汽车	45.34	-6.48	-4.45	-2.92	NA	NA	NA	6.4	4.9	4.7	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-26；汇率按 1HKD=0.83CNY，1USD=6.4CNY 换算

6、风险提示

主要风险

芯片等供应链短缺恶化/补库力度不及预期；经济/行业回暖不及预期；新车型/改款车上市不及预期；销量爬坡与增速不及预期；原材料价格上涨与汇率波动风险；毛利率爬坡不及预期；成本与费用控制不及预期；盈利修复幅度不及预期。

市场风险

政策风险；全球化布局不及预期；市场竞争加剧；疫情反复风险。

其他风险

智能电动化相关技术推进不及预期；战略/理念转型不及预期；人才与团队组建不及预期；组织架构调整与落地不及预期；充电桩等基础设施建设不及预期。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE