

战略看好央企车企估值系统性重塑

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199790

二零二四年四月十五日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

现状分析：市占率持续下滑，合资品牌拖累较多

- 国有企业是汽车工业中重要的市场主体，新一轮电动化产业创新变革下央国企车企市占率有所下滑。央国企车企2023年销量为1673万辆，市占率为66%，与高峰时期市占率86%相比下滑约20pct。新能源市场中央国企车企2023年市占率仅有32%。油车时代央国企合资品牌销量/盈利能力领先，合资品牌在行业新能源转型浪潮中步伐较慢，央国企车企市占率/盈利能力随之下滑较快。2023年上汽/广汽/东风对联营和合营企业的投资收益之和为203.9亿元，同比-46%；扣非后归母净利润之和为96.21亿元，同比-64%。
- 自上而下角度，国资委多次表态下央国企车企转型紧迫性/重要性提升：1) 强调央企市值管理；2) 对汽车央企进行新能源汽车业务单独考核；3) 对央企新能源转型提出更高要求。
- 梳理2024年央国企车企销量目标可知除一汽集团外目标同比增速均在9%以上。具体拆分目标销量，核心支撑在于**新能源（自主）&出口增长**。

电动化：自主新能源转型/合资转型加速下央国企车企市占率向下空间有限

- 对央国企市占率乐观预期下2024年市占率有望见底，2026年市占率回升至60%；对央国企市占率中性预期下2025年市占率有望见底，2026年回升至57.8%。
- 从目前的新能源渗透率及总量来看，上汽/长安/广汽三家央国企新能源总量/渗透率在央国企车企中排序靠前。展望2024年后续规划，多数央国企车企均在积极布局独立品牌推动新能源渗透率提升。长安启源+深蓝+阿维塔三品牌共振；上汽荣威-中低端+MG-海外+智己-中高端转型均有显著成效；广汽在电动化层面上布局较完善，投资电池电驱等工厂，埃安向上突破+传祺XEV转型并行；东风23年下半年开始设立多个新能源品牌积极推动转型等。
- 合资品牌市占率自新能源渗透率开始提升之后持续下滑。2024年2月合资品牌（不包含特斯拉）销量市占率为35%，较2017年以来历史高峰相比下滑约32pct。从盈利能力而言，汽车行业规模效应极强，车企销量下滑随之带来的盈利下滑非常迅速且极致。**合资品牌转变思路**：部分合资车企转变原先“决策、研发在外，生产、销售在华”的传统合资模式，反向取经，与中方共同开发新能源车型，探讨合资合作新路径。

智能化：央国企车企内生增长+拥抱华为有望领先行业

- **央国企+华为互利共赢：车BU集中央企+华为优势，智能化产业变革再加速。** 2023年11月华为将智能汽车解决方案业务的核心技术和资源整合至新成立公司中，长安汽车及关联方将投资该公司，并与华为共同支持该公司的未来发展。新公司最终交易文件将于Q2完成签署，东风等车企也在积极推动相关入股事宜。
- **智选模式车企&零部件将持续受益：品牌力深入人心+智能化技术领先=华为系整车销量持续兑现。** 华为多年终端业务积累使得华为在消费者洞察、产品定义等方面具有独特优势，消费者认知度高，渠道+营销等实力领先。同时华为在智能化方面秉持平台+生态的战略，建立全栈式智能化解决方案，处于行业领先水平，自研深度硬实力将为华为长期领先保驾护航。奇瑞/江淮/北汽三家地方性国企均与华为达成智选合作，合作车型销量有望持续兑现。

全球化：央国企车企为出口主力

- **央国企车企是中国乘用车出口的主力**，上汽/奇瑞2023年分别出口102/90万辆，占全行业出口量的25%/22%。从2024年的规划而言，央国企均给出了较高的目标，积极推动整车出海，提升中国车企的全球竞争力。
- **合资品牌销量下滑，合资车企现有产能利用率逐年降低**，部分合资车企依靠中国成本优势+本土化能力，将中国工厂打造为出口基地，覆盖亚洲/大洋洲等市场。**反向出口的趋势在2023年以来体现的更为明显。**

核心结论&投资建议：央国企在电动化逻辑下行空间有限+智能化与华为紧密合作+全球化主力

- **电动化逻辑下央国企市占率下行区间已较有限，展望后续行业大逻辑：**1) 智能化层面：我们看好央国企内生增长+与华为优势互补下逐步走向行业领先；2) 全球化层面：央国企车企均在积极推动本地化生产战略，提升中国车企的全球竞争力，同时合资品牌反向出口趋势也较为明确，央国企是中国乘用车出口的主力。因此在央国企整体估值较低前提下我们战略看好央国企车企系统性的估值重塑，推荐长安汽车/江淮汽车/上汽集团/广汽集团，关注北汽蓝谷/东风集团股份等央国企标的。

风险提示

- 智能驾驶相关技术迭代/落地不及预期，车企新车销量不及预期，地缘政治不确定性风险等



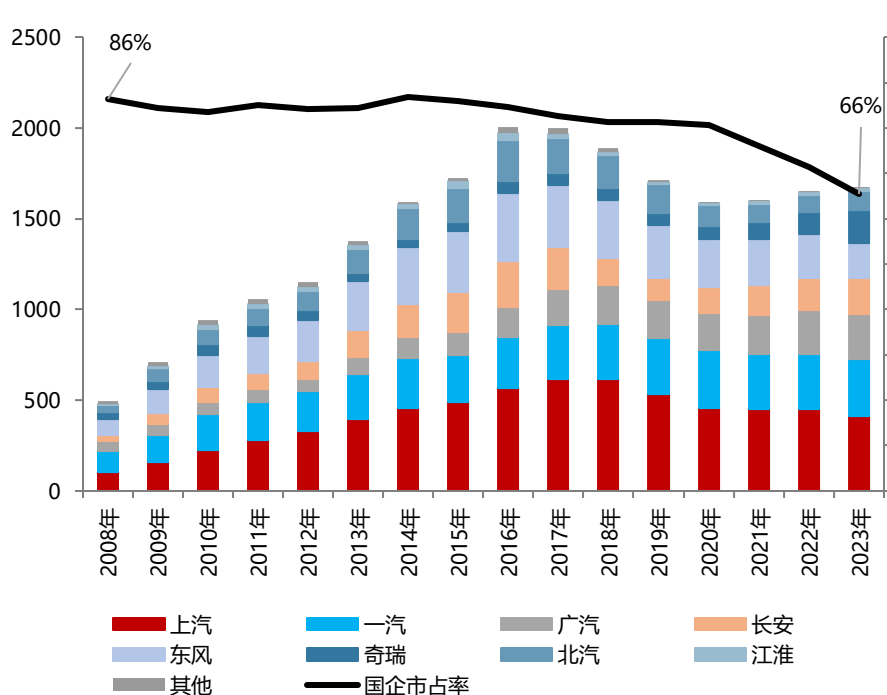
- **一、现状分析：**
央国企车企市占率持续下滑，合资品牌拖累较多
- **二、电动化：**
央国企车企市占率向下空间有限
- **三、智能化：**
央国企车企内生增长+拥抱华为有望领先行业
- **四、全球化：**
央国企车企为出口主力
- **五、投资建议和风险提示**

一、现状分析：央企车企市占率持续下滑，合资品牌拖累较多

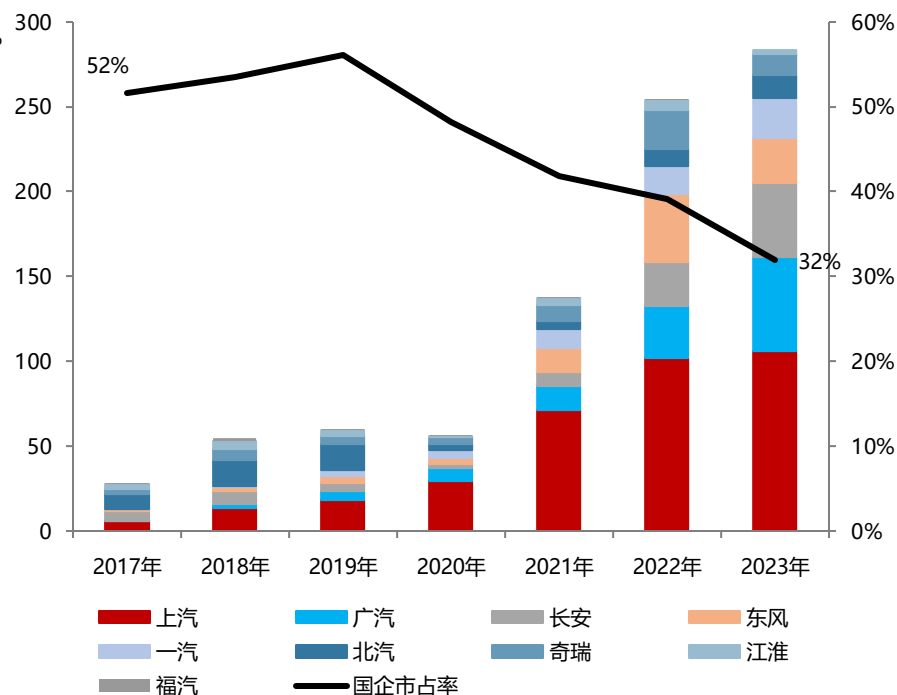
央国企车企在新能源转型中市占率下滑明显

◆ 央国企车企2023年销量为1673万辆，市占率为66%，与高峰时期市占率86%相比下滑约20pct。新能源市场中央国企车企2023年市占率仅有32%。新一轮电动化产业创新变革下央国企车企市占率下滑明显。

图：央国企车企销量（左轴/万辆）及占比情况（右轴/%）

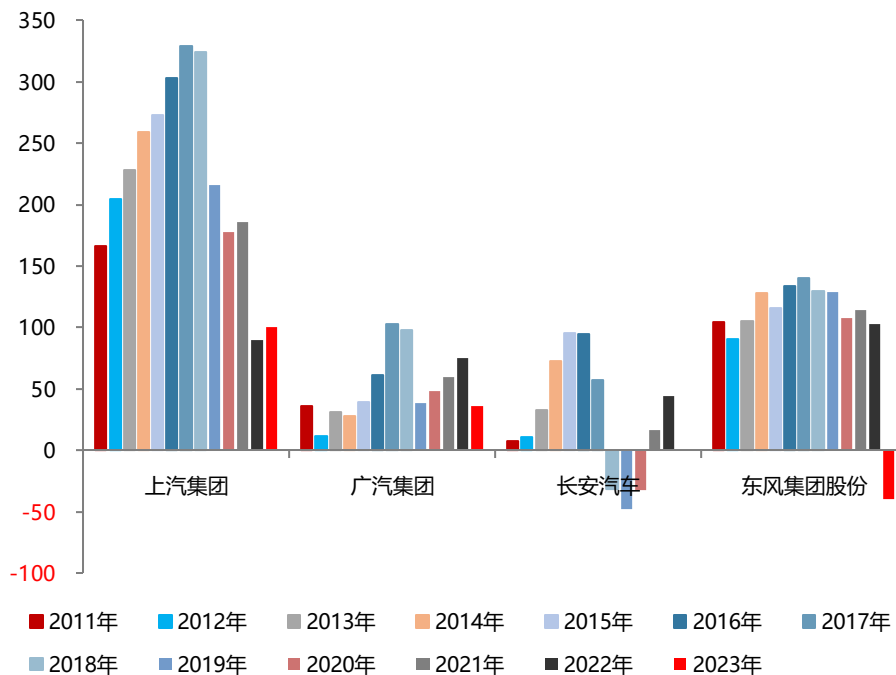
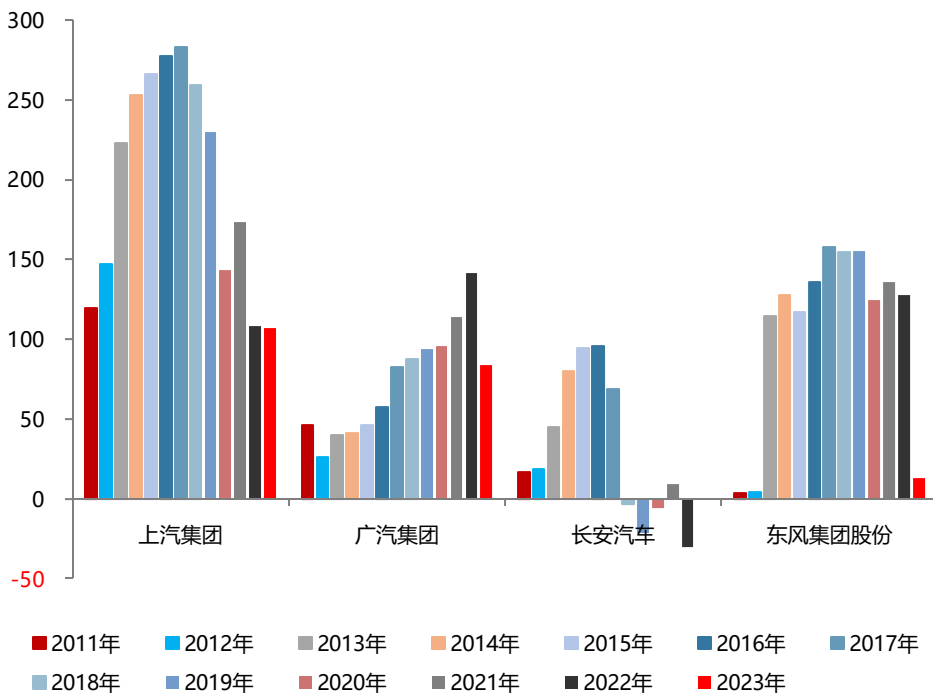


图：央国企车企新能源车销量（左轴/万辆）及占比情况（右轴/%）



◆ 油车时代央企合资品牌销量/盈利能力领先，合资品牌在行业新能源转型浪潮中步伐较慢，央企车企市占率/盈利能力随之下滑较快。2023年上汽/广汽/东风对联营和合营企业的投资收益之和为203.9亿元，同比-46%；扣非后归母净利润之和为96.21亿元，同比-64%。

图：2011-2023年央企车企对联营和合营企业的投资收益变化/亿元 图：2011-2023年央企车企扣非后归母净利润变化/亿元



注：长安汽车2023年报暂未公布；东风集团股份为港股上市公司，对联营和合营企业投资收益采用权益性投资损益科目代替，扣非后归母净利润采用归属于普通股股东净利润科目代替

◆ 自上而下角度，国资委多次表态下央国企车企转型紧迫性/重要性提升

- **强调央企市值管理：**2024年1月24日国务院国资委有关负责人表示将进一步研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。
- **对汽车央企进行新能源汽车业务单独考核：**2024年3月5日国务院国资委主任张玉卓在采访中提到：从国资监管来讲主要是要激励企业大胆创新，破除一些影响高质量发展的体制机制障碍。比如新能源汽车，国有汽车企业在这方面发展还不够快，国资委调整政策对三家汽车央企进行新能源汽车业务的单独考核，而非仅考核当期利润，考核公司技术/市场占有率/未来发展。
- **对央企新能源转型提出更高要求：**2024年3月15日国委员有关领导表示，总体上看中央企业发展新能源汽车的步伐还不够快、成效还不够明显，在产品竞争力、市场占有率、前瞻性、引领性技术创新等方面急需加力加速，奋力追赶。

汽车央企



汽车国企



◆ 我们预期2024年行业整体批发销量增速为6.1%，梳理2024年央国企车企销量目标可知除一汽集团外目标同比增速均在9%以上。具体拆分目标销量，核心支撑在于**新能源&出口增长**。

图：央国企车企2024年销量目标拆分

车企	集团		新能源			出口		品牌	自主品牌	
	销量目标 (万辆)	同比增速	销量目标 (万辆)	同比增速	渗透率目标	销量目标 (万辆)	同比增速		销量目标 (万辆)	同比增速
广汽集团	275	10%	——	——	——	15	98%	广汽埃安	65	35%
								广汽传祺	45	11%
上汽集团	545	9%	185	65%	34%	135	12%	上汽通用五菱	150	7%
								上汽大众	125	3%
								上汽通用	95	-5%
								上汽乘用车	120	22%
								智己	10	161%
长安汽车	280	10%	75	56%	27%	48	33%	长安启源	25	938%
								深蓝汽车	28	153%
								阿维塔	9	363%
东风集团	270	29%	58.7	69%	22%	22.5	33%	猛士	0.6	——
								岚图	10	148%
								风神新能源	18	73%
								奕派	10	——
								纳米	10	541%
一汽集团	347	2.9%	50	115%	14%	15.8	236%	——	90	91%
奇瑞汽车	超行业10-20个百分点		——	——	——	——	——	——	——	——

注：北汽集团/江淮汽车暂未公布2024年全年销量目标

图：央国企车企董事长梳理

车企	董事长	出生年月	年龄	上任时间	主要背景
东风集团	杨青	1966/7	58	2023/10	2016/6—2016/8，东风商用车有限公司总经理； 2016/8—2017/3，东风汽车集团股份有限公司副总裁、东风商用车有限公司总经理； 2017/3—2018/3，东风汽车公司党委常委、副总经理兼东风汽车集团股份有限公司副总裁、东风商用车有限公司总经理； 2018/2—2018/7，东风汽车集团有限公司党委常委、副总经理兼东风汽车集团股份有限公司副总裁、东风商用车有限公司总经理、东风商用车有限公司党委书记； 2020/4，任东风汽车集团有限公司党委常委、副总经理兼东风汽车集团股份有限公司副总裁； 2020/7，任东风汽车集团有限公司董事、党委副书记； 2021/2，任东风汽车集团有限公司董事、总经理、党委副书记，后任东风汽车集团有限公司薪酬委员会成员； 2023/3，主持东风工作； 2023/10，任东风汽车集团有限公司董事长、党委书记； 2023/11，任东风汽车集团有限公司董事长、党委书记，东风汽车集团股份有限公司董事长； 2024/2，任东风汽车有限公司法定代表人、董事长。
长安汽车	朱华荣	1965/3	59	2020/6	1986年，毕业于北京理工大学车辆工程系，分配到长安公司（当时的江陵机器厂）工作，他历任技术员、室主任、发动机研究所副所长、发动机研究所所长、技术部副部长、汽车制造厂总工程师、总经理助理、汽车技术中心主任、副总经理，长安（集团）公司副总裁兼长安汽车工程研究院院长； 2014/12，任长安汽车股份有限公司总裁、党委书记； 2020/6，任重庆长安汽车股份有限公司董事长、总裁、党委书记，兼任长安福特汽车有限公司董事长； 2023/12，任重庆长安汽车股份有限公司董事长、党委书记，兼任阿维塔科技董事长、长安福特汽车有限公司董事长。
中国一汽	邱现东	1969/11	55	2023/8	2003/1，任神龙公司副总经理兼财务部部长； 2011/1，任神龙公司执行副总经理； 2012/10，任神龙公司总经理； 2016/8，任东风汽车集团股份有限公司副总裁； 2017/3，任中国第一汽车集团公司党委常委、副总经理； 2020/7，任中国第一汽车集团有限公司董事、总经理、党委副书记； 2023/8，任中国第一汽车集团有限公司董事长、党委书记； 2024/1，任一汽丰田汽车有限公司法定代表人、董事长

图：央企车企董事长梳理（绪）

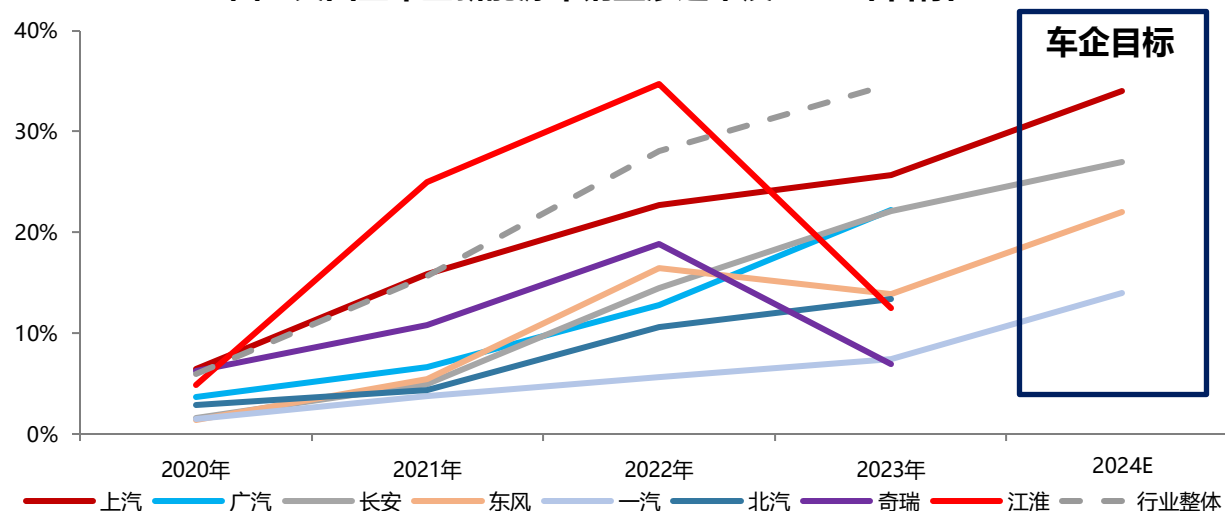
车企	董事长	出生年月	年龄	上任时间	主要背景
上汽集团	陈虹	1961/3	63	2014/5	1980/9—1984/7，同济大学工业电气自动化专业本科学习，获工学学士学位； 1997/6—2003/3，上海通用汽车有限公司（1997/6-1999/7，副总经理；1999/7—2003/3，总经理）； 2003/3—2004/12，上海汽车工业（集团）总公司副总裁兼上海通用汽车有限公司总经理； 2004/12—2007/5，上海汽车集团股份有限公司总裁、党委副书记； 2007/5—2013/12，上海汽车工业（集团）总公司副董事长、党委副书记，上海汽车集团股份有限公司总裁、副董事长、党委副书记； 2013/12—2014/5，上海汽车集团股份有限公司党委书记、总裁、副董事长； 2014/5—至今，上海汽车集团股份有限公司党委书记、董事长。
北汽集团	张建勇	1976	48	2024/3	2001/7—2003/12，中国电力科学院财务资产部主管会计； 2003/12—2010/12，历任北汽控股资产财务部经理助理、财务部副经理，财务部经理； 2010/12—2015/6，历任北汽集团财务部部长及财务副总监兼财务部部长（2013.04-2014.06 历任北京汽车国际发展有限公司副总经理等职务）； 2015/6—2022/11，北京汽车集团有限公司副总经理； 2022/11—2024/3，北京市国资委党委委员、副主任； 2024/3—至今，北京汽车集团有限公司党委书记、董事长。
奇瑞集团	尹同跃	1962/11	62	2004/2	1991年10月，在一汽-大众汽车有限公司任总装车间主任兼物流科科长，曾获一汽“十大杰出青年”称号； 1996年11月，奇瑞执行副总经理； 2004年02月，奇瑞汽车有限公司党委书记、董事长兼总经理； 2010年11月，奇瑞汽车有限公司党委书记、董事长兼总经理，中国汽车人才研究会副理事长。
广汽集团	曾庆洪	1961/7	63	2016/9	1977/9—1999/7，历任广州公安知青农场知青、广州客车厂汽车修理工、工艺科组长、副科长、技术中心主任、综合部部长、总经理助理、副总经理、常务副总经理、副董事长； 1999/8—1999/12，广汽本田汽车有限公司 党委书记 ； 1999/12—2005/6，广汽本田汽车有限公司董事、执行副总经理； 2001/5—2005/6，广州汽车工业集团有限公司、广州汽车集团有限公司总经理助理、董事、副总经理(期间：2002/9—2009/12华南理工大学工商管理学院管理科学与工程专业博士研究生) 2005/6—2016/9，广州汽车集团股份有限公司副董事长、总经理； 2016/9—至今，广州汽车工业集团有限公司董事长、党委书记、广州汽车集团股份有限公司董事长、党委书记。
江汽集团	项兴初	1970/8	54	2021/4	2013年，担任安徽江淮汽车股份有限公司总经理； 2016年，担任安徽省质量管理协会理事长； 2018/6，任安徽江淮汽车集团控股有限公司党委副书记、安徽江淮汽车集团股份有限公司总经理； 2021/4，任安徽江淮汽车集团控股有限公司董事长。

二、电动化：央国企车企市占率向下空间有限

◆ 从目前的新能源渗透率及总量来看，上汽/长安/广汽三家央企新能源总量/渗透率在央企车企中排序靠前。展望2024年后续规划，多数央企车企均在积极布局独立品牌推动新能源渗透率提升。

➤ 长安启源+深蓝+阿维塔三品牌共振；上汽荣威-中低端+MG-海外+智己-中高端转型均有显著成效；广汽在电动化层面上布局较完善，投资电池电驱等工厂，埃安向上突破+传祺XEV转型并行；东风23年下半年开始设立多个新能源品牌积极推动转型等。

图：央企车企新能源车销量渗透率及2024年目标/%



图：央企车企2024年新能源汽车销量目标&同比增速&渗透率目标

车企	新能源		
	销量目标 (万辆)	同比增速	渗透率目标
上汽集团	185	65%	34%
长安汽车	75	56%	27%
东风集团	58.7	69%	22%
一汽集团	50	115%	14%

注：2024E指车企自身目标，非东吴证券研究所预测；且此处仅统计明确披露新能源销量目标车企

- ◆ **长安汽车：启源+深蓝+阿维塔三品牌共振，深度合作华为提升智能化水平**
- **启源+深蓝+阿维塔覆盖高中低价格带，1) 长安启源：**2024年为新车型当打之年，启源A05/Q05/A07均于2023Q4陆续上市，以价格/动力/续航以及油耗等性价比优势与比亚迪展开竞争。2024年全年目标25万辆，同比+938%。**2) 深蓝汽车：**深蓝SL03/S7上市后销量表现稳定，2024年Q2/Q3深蓝还将发布两款全新车型，全年销量目标28万辆，同比+153%。**3) 阿维塔：**CHN技术平台为长安与华为和宁德时代联合打造，具备“新架构、强计算、高压充电”三大特征，定位电动品牌形象提升者。2024年销量目标9万辆，同比+363%。
 - **智驾技术领域**自研SDA聚焦底层架构，目标架构集中化+硬件标准化+软件服务化，以更低成本实现高质量“软件定义汽车”，并保障快速OTA迭代升级。同时积极拥抱华为，共同成立合资公司，**股权形式深化赋能，以全闭环自研高阶智驾技术赋能自身多品牌新车**，提升产品竞争力，市场份额有望加速提升。

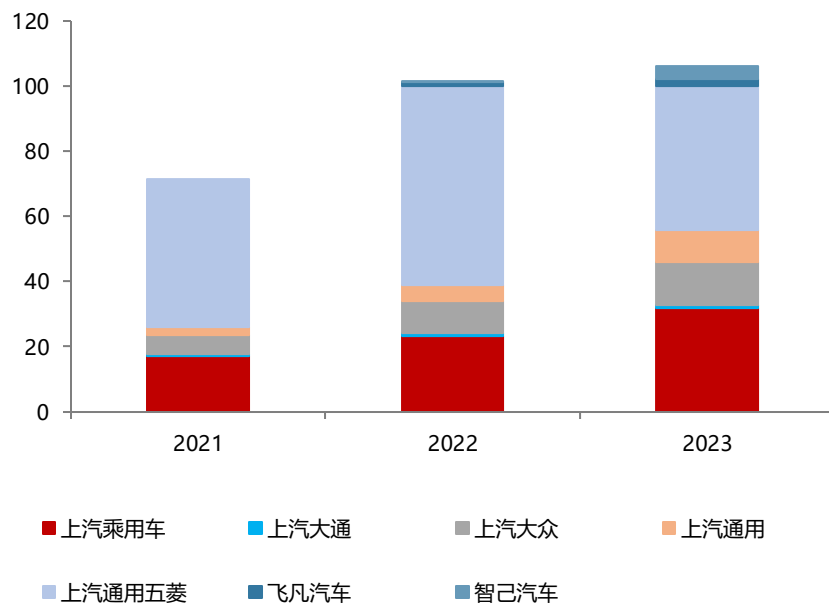
		定位	新车及销量目标
长安新能源	长安启源	覆盖主流价格带及PHEV/EV/EREV多种能源类型，品牌调性偏舒适家用	新车：2024Q4 CD701；C798 销量规划：25万辆，同比+938%
	深蓝汽车	15-30万元纯电品牌，EV/EREV能源类型，定位年轻科技数字品牌	新车：2024Q2 G318；Q3 C857 销量规划：28万辆，同比+153%
	阿维塔	高端智能电动品牌，EV/EREV能源类型	新车：2024Q3 E15；Q4 E16 销量规划：9万辆，同比+363%

2.1 自主新能源品牌转型进度加快——上汽集团

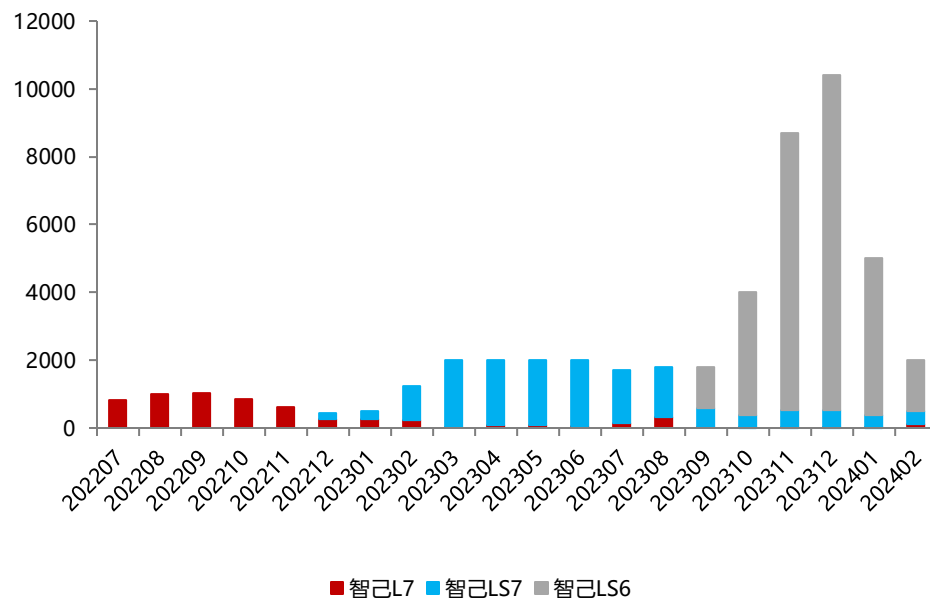
◆ 上汽集团：荣威-中低端+MG-海外+智己-中高端转型均有显著成效

➤ **自主品牌：精简合并，乘用车公司+智己两大团队发力新能源转型。**1) **飞凡回归荣威**：2023年上汽逐步明确在新能源品牌布局方面的思路，飞凡或将回归荣威品牌。2) **智己开卷**：2023年10月智己发布LS6，起售价下探至23万元，核心卖点在于大空间+动力提升+智驾卓越（全系标配Orin X芯片+激光雷达）。渠道方面也积极布局，至23年10月底全国渠道总数超210家。上市后订单表现较佳，智己逐步打开局面。3) **MG海外发力**：全球车MG4 EV基于上汽星云纯电专属架构打造，上市后在海外销量表现出色，2023年海外累计销量突破了10万辆。集团海外新能源出口车型以MG为主力，是中国新能源车型出海领军品牌之一。

图：上汽集团新能源车销量梳理（万辆）



图：智己汽车批发数据情况（辆）



2.1 自主新能源品牌转型进度加快——上汽集团（续）

◆ 上汽集团：自主品牌2024年新车规划汇总如下

品牌	2024年新能源 销量目标	同比增速	新车规划
   飞凡 MG ROEWE	50万辆	48%	2024H1：荣威D5X；飞凡ES37 2024H2：荣威iMAX 8 PHEV；MG ZS 纯电SUV
 IM 智己汽车	10万辆	136%	2024H1：智己L7新款；智己L6 2024H2：智己LS7新款
 WULING	70万辆	56%	2024H1：五菱缤果PLUS；宝骏悦也 PLUS；五菱扬光纯电物流车；五菱星光 EV；五菱F510S PHEV/EV 2024H2：宝骏中型纯电轿车/紧凑型纯电 SUV；五菱宏光新能源；宝骏中型SUV PHEV/EV

2.1 自主新能源品牌转型进度加快——广汽集团

◆ 广汽集团：传祺+埃安双品牌布局，产业链一体化布局优势明显

- **新能源产业链：实现自研电池、电驱产业化，新能源“三电”核心零部件自主可控。**因湃电池智能生态工厂、锐湃智能生态电驱工厂相继实现投产；广州青蓝半导体IGBT项目实现投产；与立讯精密合资设立立昇科技补强功率半导体及智能网联核心零部件产研一体化能力。
- **核心技术：以全新架构平台i-GPMA为依托，钜星智控底盘、夸克智强三电技术以及ADiGO智驾生态互联系统于一体，打造出智能新能源汽车整体技术解决方案——传祺智电科技i-GTEC。**
- **传祺：油车正增长，2023年新能源转型在插混MPV市场中寻找增量。**2023年传祺油车表现相对坚挺，MPV车型M8/M6销量表现较佳。陆续发布2款新能源MPV车型传祺E9/传祺E8以及1款插混SUV车型ES9，插混车型2023年销量3万辆，新能源渗透率7.5%。
- **埃安：布局主流纯电市场，To B端打开销量，逐步发力品牌高端化。**埃安布局10-20万元主流纯电市场，依靠产品本身性价比及网约车市场需求销量快速增长。2023年推出中高端品牌昊铂发力To C业务。

定位及规划



定位XEV（PHEV+REV+HEV）。
按照公司规划，后续仍将在油车领域不断升级换代进行产品升级；同时发力插混/增程/油混市场。

新车及销量目标

新车规划：到2025年，将推出8款全新插电混动和增程混动车型
销量目标：2024年45万辆，同比+11%
(2024年自主品牌合计目标为110万辆)



AION 埃安

定位EV市场。埃安+昊铂双品牌覆盖10-30万元主流市场。

新车规划：2024年H2推出3款产品（埃安，大5座SUV+A级纯电轿车；昊铂，大6座的纯电SUV）
销量目标：2024年65万辆，同比+35%

2.1 自主新能源品牌转型进度加快——东风集团

- ◆ **东风集团股份：在技术/品牌上进入转型加速期**
- **2023年下半年起新品牌布局加快：**岚图现已发布三款车型，2023年起月度销量稳步提升，已初步在自主豪华市场站稳。2023年起集团陆续发布东风纳米（10万元以内经济型纯电车型）+东风奕派（15-20万元纯电+增程车型）两个全新品牌补足新能源产品谱系。
- **平台技术层面：**发布“2+1”乘用车电动化平台。猛士采用MORA豪华新能源越野车架构，兼顾BEV/REV，覆盖D-E级SUV；岚图/纳米/eπ采用量子架构平台（2023年4月发布），覆盖BEV/REV/FCV入门级/中级/高端车型，兼顾A-E级Sedan/SUV/MPV全品类。

NANMI
东风纳米



定位

新车及2024年销量目标

10万元以内经济型纯电车型。2023年8月发布品牌，2024年1月推出首款车型

新车：纳米01（已上市）
销量规划：10万辆

后续以15万元以内PHEV车型为主

新车：P57 插混SUV
销量规划（指新能源销量）：18万辆

15-25万级主流市场纯电+增程车型。2023年底发布品牌，同日推出首款车型。

新车：eπ007（已上市）；S59 SUV
销量规划：10万辆

中高端品牌，覆盖PHEV+EREV+EV多种能源类型

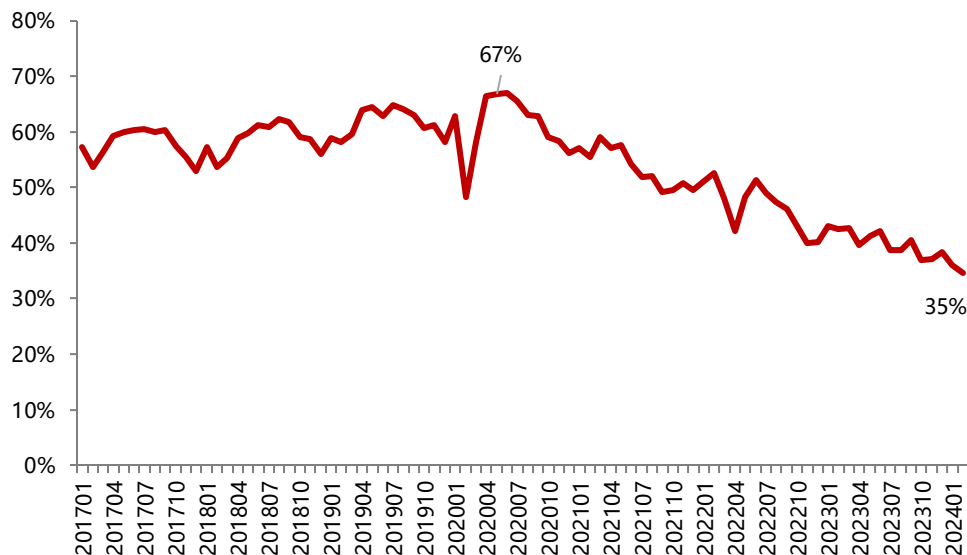
新车：H37 SUV
销量规划：10万辆

豪华电动越野品牌；2024年无新车规划

2.2 合资品牌：市占率已下滑至35%

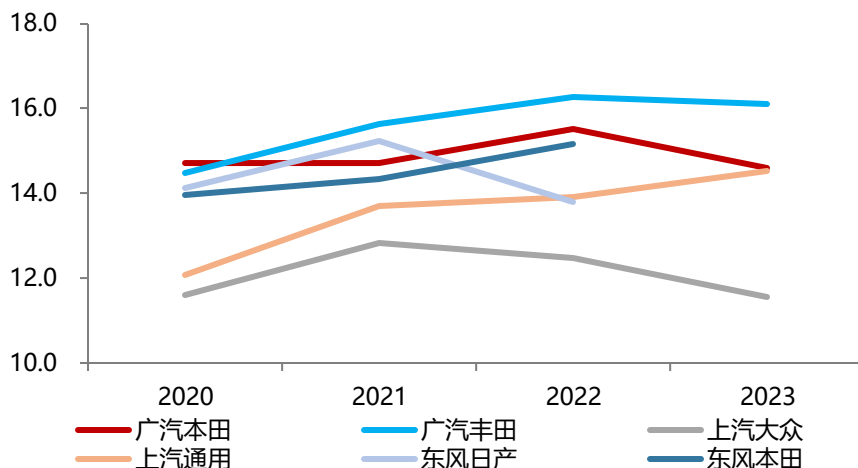
- ◆ 从销量市占率角度而言，合资品牌市占率自新能源渗透率开始提升之后持续下滑。2024年2月合资品牌（不包含特斯拉）销量市占率为35%，较2017年以来历史高峰相比下滑约32pct。
- ◆ 从盈利能力而言，合资品牌单车盈利下滑较多。随着市场竞争加剧，销量下滑/终端让利损伤合资盈利水平。以上汽大众为例，单车盈利水平从2020年2.1万元/辆下滑至2023年0.5万元/辆。

图：合资品牌批发口径市占率情况/%（剔除特斯拉）

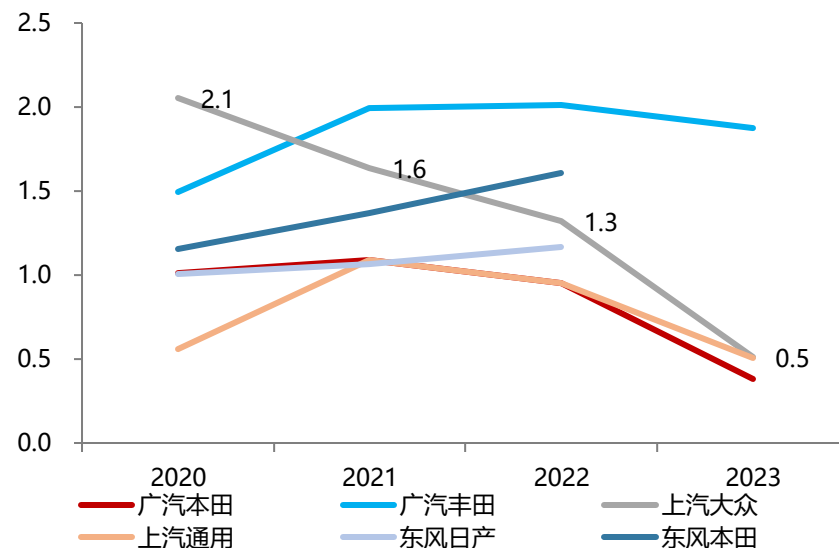


注：合资品牌单车盈利数据由上市公司报表数据近似计算。东风集团股份2022年完整年报暂未公布，但根据快报可得盈利下滑较多

图：合资品牌单车收入情况/万元



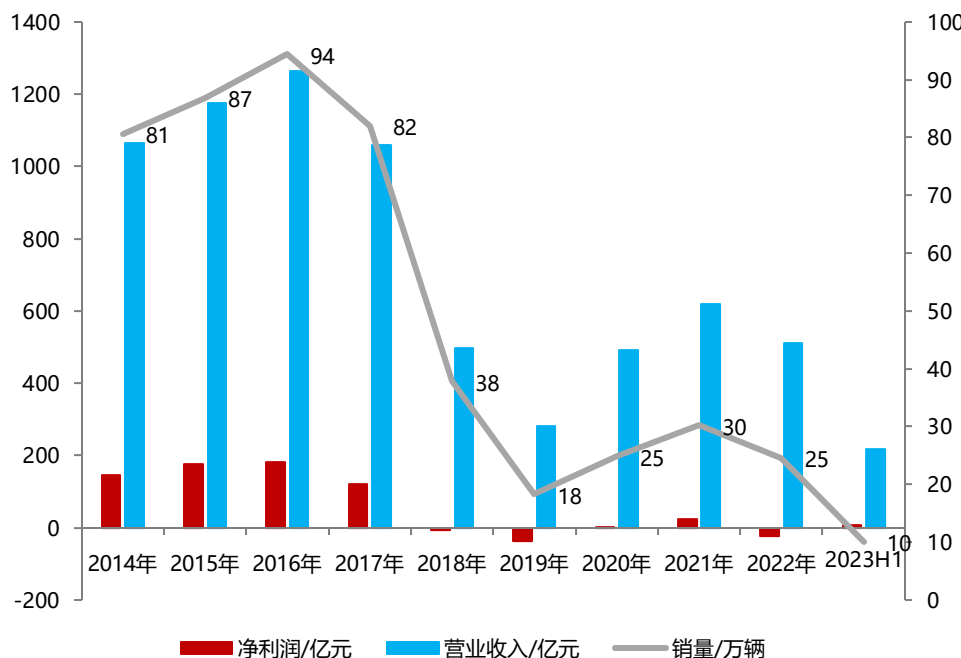
图：合资品牌单车净利情况/万元



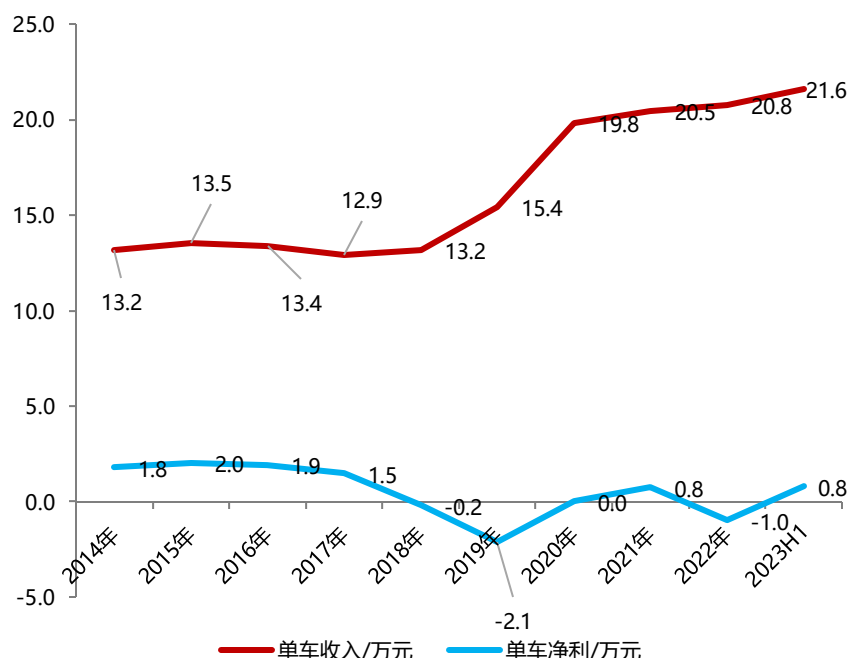
2.2 合资品牌：盈利迅速下滑

- ◆ 汽车行业规模效应极强，车企销量下滑随之带来的盈利下滑非常迅速且极致。
- 长安福特由于产品推新节奏慢/本土化战略推进不积极，在行业整体竞争加剧下快速下滑，2018年/2019年批发销量分别同比-53.9%/-51.8%，盈利能力也随之快速下滑，净利润由2017年121.7亿元快速下滑至2018年亏损8.0亿元。
- 东风本田/日产2023年盈利能力也出现快速下滑，东风集团2023年应占合营企业溢利为5.13亿元（2022年全年为118.84亿元），其中东风日产同比2022年减少41.88亿元，东风本田同比2022年减少46.94亿元。

图：长安福特营收/净利润（左轴，亿元）及销量（右轴，万辆）情况



图：长安福特单车收入/单车净利变化（单位：万元/辆）



2.2 合资品牌：各取所长与中国车企走向共同开发

- ◆ 部分合资车企转变原先“决策、研发在外，生产、销售在华”的传统合资模式，反向取经，与中方共同开发新能源车型，探讨合资合作新路径。
- **比亚迪&丰田**：2019年11月，丰田宣布将与比亚迪在2020年成立纯电动车研发公司，双方共同开展纯电动车及车辆所用平台、零件的设计、研发等相关业务。2022年10月，搭载着比亚迪的刀片电池和驱动电机的一汽丰田bZ3上市。
- **上汽&大众/通用**：上汽持续深化与合资伙伴的战略合作，将电动智能转型的先发优势向合资企业溢出。2023年公司与奥迪签署合作谅解备忘录，共同开发面向中国市场的多款全新智能电动车型；与通用汽车整合优势资源，在上汽通用新设软件及数字化中心。
- **长安&马自达**：2023年4月的上海车展上马自达宣布将与长安汽车共同开发新能源车型，其中马自达负责设计及行驶系统等行驶性能，长安汽车负责电动化、车联网技术及自动驾驶等领域。
- **小鹏&大众**：2023年小鹏汽车与大众汽车达成战略合作，共同开发两款面向中国市场的中级车。

图：2023年7月18日上汽与奥迪签署谅解备忘录



图：2023年大众/小鹏达成战略合作

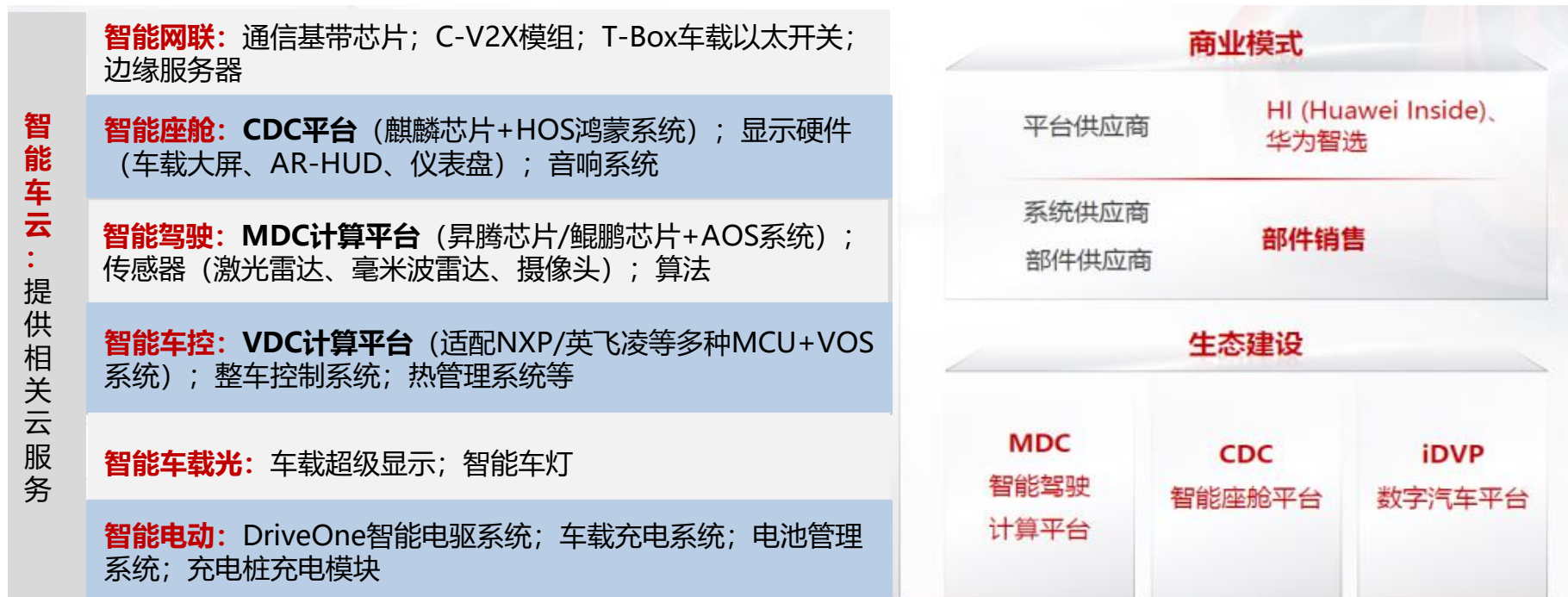


三、智能化：央国企车企内生增长+拥抱华为有望领先行业

3.1 车BU集中央国企+华为双方优势

- ◆ 国务院国有资产监督管理委员会副主任苟坪在3月公开会议上表示，鼓励支持中央企业开展高质量投资并购，专业化整合，加快掌握产业核心资源。东风/一汽等车企同样在积极跟进华为智能汽车解决方案业务投资事宜。车企入股有望进一步发挥双方优势，加速车企尤其是央国企车企新能源车销量提升。
- ◆ **央国企+华为互利共赢：车BU集中央国企+华为优势，智能化产业变革再加速。** 2023年11月华为将智能汽车解决方案业务的核心技术和资源整合至新成立公司中，长安汽车及关联方将投资该公司，并与华为共同支持该公司的未来发展。新公司最终交易文件将于Q2完成签署，东风等车企也在积极推动相关入股事宜。
- **车BU投入：**自2019年智能汽车解决方案BU成立以来，截至2023年底累计投入已达300亿人民币，研发团队达到7,000人的规模（2021年投入为10亿美元，研发团队为5000人）。
- **车BU收入：**2023年华为车BU部门营收为47.37亿元，同比+128.1%。

图：华为智能汽车解决方案业务构成及生态建设方案



3.1 车BU集中央国企+华为双方优势（续）

- ◆ 东风集团旗下岚图/猛士于2024年先后与华为达成战略合作，3月7日公司表示正联合一汽集团积极推进参股华为智能汽车解决方案业务事宜，智能转型进程有望加快。公司在业绩说明会上表示和华为合作的首款基于HI模式的车型有望在年底落地。

图：东风岚图与华为达成战略合作



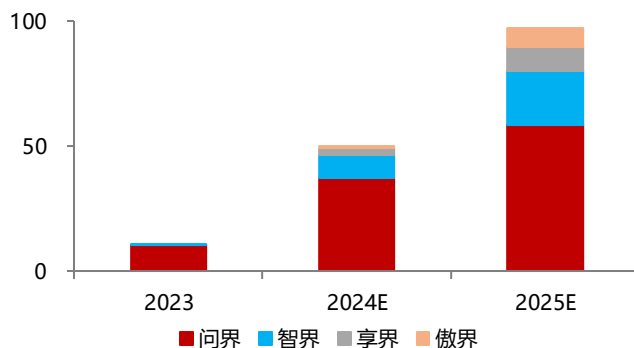
图：东风猛士与华为达成战略合作



3.2 智选模式下合作央企销量有望持续兑现

◆ **智选模式车企&零部件将持续受益：品牌力深入人心+智能化技术领先=华为系整车销量持续兑现。** 华为多年终端业务积累使得华为在消费者洞察、产品定义等方面具有独特优势，消费者认知度高，渠道+营销等实力领先。同时华为在智能化方面秉持平台+生态的战略，建立全栈式智能化解决方案，处于行业领先水平，自研深度硬实力将为华为长期领先保驾护航。**奇瑞/江淮/北汽三家地方性国企均与华为达成智选合作，合作车型销量有望持续兑现。**

华为智选车销量预期/万辆



合作车型



落地时间



定价区间

华为智选模式

华为深度参与产品定义和整车设计以及渠道销售

赛力斯

SUV: M5/M7/M9/M8

M5: 2021年12月 (2023年4月智驾版)
M7: 2022年7月 (2023年9月新M7)
M9: 2023年12月

M5: 25-33万元
M7: 25-38万元
M9: 47-57万元

奇瑞汽车

轿车: 智界S7
SUV: EHY

智界S7: 2023年11月
EHY: 2024年

智界S7: 25-35万元

江淮汽车

预计为高端轿车

预计为2024Q4

预计为60万元+

北汽蓝谷

享界S9

2024Q2

预计为30-50万元

3.3 央企智能化技术储备充足

◆ 上汽集团：

- **智能化层面：**核心推动架构自研，加强对等智能汽车的“大脑和灵魂”的自主掌控。子公司上汽零束独立开发，使汽车产品具备硬件预装、软件迭代的订阅式服务能力。同时上汽也是Momenta最大机构股东，共同推进自动驾驶解决方案落地。上汽投资地平线、黑芝麻、晶晨半导体、智芯半导体等十余家芯片公司，加快汽车芯片的产业链布局。从 2024 年起，上汽全栈 3.0 智能解决方案将分步落地。

◆ 广汽集团：

- **智能化层面：**广汽在2022年初成立了X Lab自动驾驶团队。在自动驾驶技术领域中，广汽同时布局了主流的“多传感融合技术”和前瞻性的“无图纯视觉技术”两大技术路线，都将摆脱对高精地图的依赖，广汽的目标是“有路就有广汽智能车”。其中，2024年4月发布的无图纯视觉智驾系统将在2026年量产搭载，实现高阶智能驾驶；基于多传感融合路线的城市NDA已搭载在昊铂车型上，正逐步开放给所有昊铂用户，力争2024年下半年实现“全国都覆盖”。

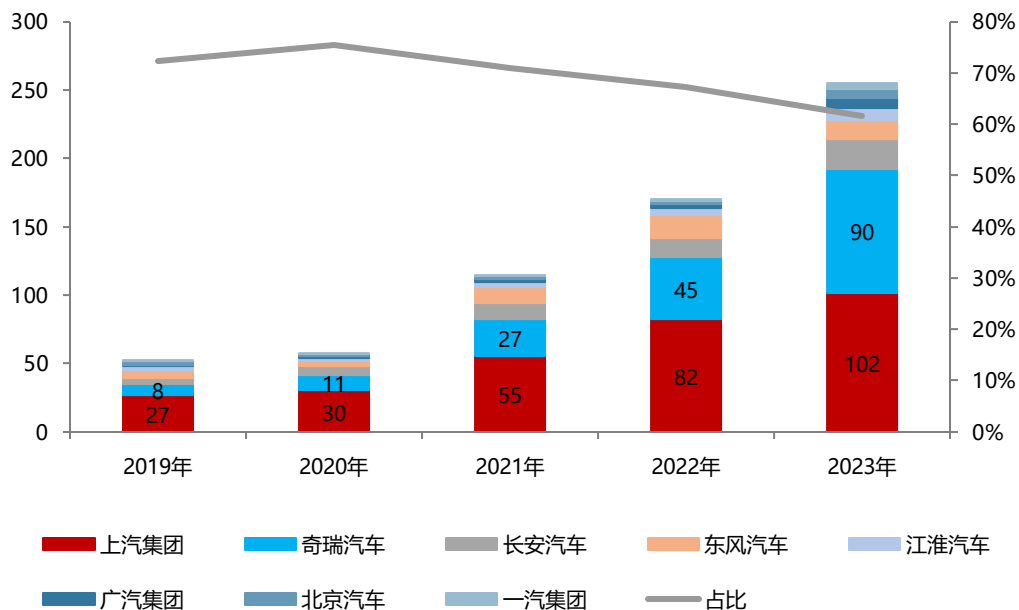
四、全球化：央企车企为出口主力

4.1 央企出口布局积极

◆ 央企车企是中国乘用车出口的主力，上汽/奇瑞2023年分别出口102/90万辆，占全行业出口量的25%/22%。从2024年的规划而言，央企企均给出了较高的目标，积极推动整车出海，提升中国车企的全球竞争力。

➤ 积极推动本地化生产战略：广汽国际推进马来西亚CKD（全散件组装）工厂建设，计划于2024年实现首款车型量产下线；广汽埃安成立泰国制造子公司，推进泰国工厂项目，快速以SKD（半散件组装）方式实现海外工厂生产能力，建成后产能达5万辆/年，预计2024年第三季度实现量产。上汽已在泰国、印尼、印度设立了3个海外整车制造基地，同时公司已经启动欧洲整车制造基地的选址工作。长安将投资200亿泰铢在罗勇府建立全球的“右舵车生产基地”，首期产能10万辆，将于2025年一季度投产。

图：央企车企出口量（左轴/万辆）及占比情况（右轴/%）



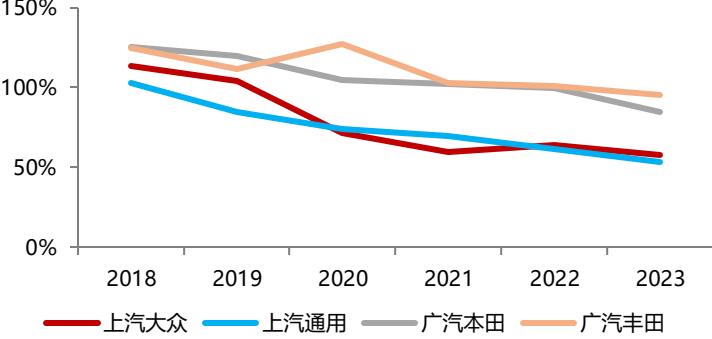
图：央企车企出口量（左轴/万辆）及同比增速情况（右轴/%）

车企	出口	
	2024销量目标/万辆	同比增速
广汽集团	15	98%
上汽集团	135	12%
长安汽车	48	33%
东风集团	22.5	33%
一汽集团	15.8	236%

4.2 合资品牌反向出口趋势逐渐明显

◆ 合资车企销量下滑，产能利用率逐年降低，部分合资车企依靠中国成本优势+本土化能力，将中国工厂打造为出口基地，覆盖亚洲/大洋洲等市场。反向出口的趋势在2023年以来体现的更为明显。

图：部分合资车企产能利用率/%



图：合资车企反向出口规划梳理

品牌	发布日期	详情	量化指引
广汽本田	2023年4月	广汽本田宣布开启出口计划；2023年9月增城工厂生产的奥德赛在东莞新沙港码头装船发运，正式整车反向出口至日本市场销售	2024年超过3万
福特中国	2023年5月	出口是福特在华业务的新方向之一，福特将更加关注中国市场的商用车业务同时也计划在中国的工厂用作经济型电动汽车和燃油商用车的出口中心	——
东风本田	2023年5月	开始向欧洲出口CR-V(混动和插电式混动)和e:NS1(纯电动)两款车型	——
悦达起亚	2023年9月	官宣将盐城工厂打造为全球出口基地，2024年4月起起亚EV5在盐城智能工厂批量生产并出口至澳大利亚等国	——
北京现代	2023年10月	发布转型发展的四项举措，其中之一即为成为现代汽车全球出口基地	力争三年内出口量达10万
东风神龙	2023年10月	神龙将成立国际事业部，将出口纳入新的战略重点	——
日产中国	2023年12月	日产计划将在中国生产和开发的内燃机汽车及即将推出的纯电动与混动汽车出口至海外市场。从2025年开始启动，第一步设定的出口销量目标为10万辆，其中包含四款日产品牌的新能源汽车，并且将根据实际情况不断加大出口数量	第一阶段出口目标10万

投资建议和风险提示

◆ 对国企市占率乐观预期下2024年市占率有望见底，2026年市占率回升至60%：

图：分地区新能源渗透率假设（乐观预期）

渗透率	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
东北	1%	4%	12%	23%	31%	36%	41%
华北	4%	9%	19%	29%	37%	42%	47%
华东	5%	14%	28%	37%	47%	52%	57%
华南	8%	18%	31%	40%	51%	56%	61%
华中	5%	14%	24%	33%	43%	48%	53%
西北	3%	8%	18%	28%	38%	43%	48%
西藏	1%	1%	5%	9%	14%	17%	20%
西南	4%	12%	24%	31%	43%	48%	53%
新疆	1%	3%	8%	17%	20%	22%	25%
直辖市	18%	28%	39%	43%	51%	56%	61%
新能源批发渗透率/%	5.9%	15.6%	28.0%	34.7%	43.7%	47.9%	51.9%

图：自主品牌/央国企市占率假设（乐观预期）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
自主品牌批发销量/万辆	750	947	1183	1481	1499	1698	1906
自主品牌市占率/%	38.0%	45.0%	51.1%	58.0%	57.2%	60.7%	62.8%
自主品牌新能源销量/万辆	117	330	649	887	973	1180	1386
自主品牌在新能源市场中的市占率/%	74.6%	76.7%	82.1%	82.1%	85.0%	88.0%	88.0%
自主油车销量/万辆	633	617	534	594	525	519	520
自主品牌在油车市场中的市占率/%	34.1%	34.7%	32.1%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%
央国企批发销量/万辆	1594	1603	1653	1673	1557	1675	1822
央国企市占率/%	80.8%	76.1%	71.4%	65.5%	59.4%	59.9%	60.0%

◆ 对国企市占率中性预期下2025年市占率有望见底，2026年回升至57.8%：

图：分地区新能源渗透率假设（中性预期）

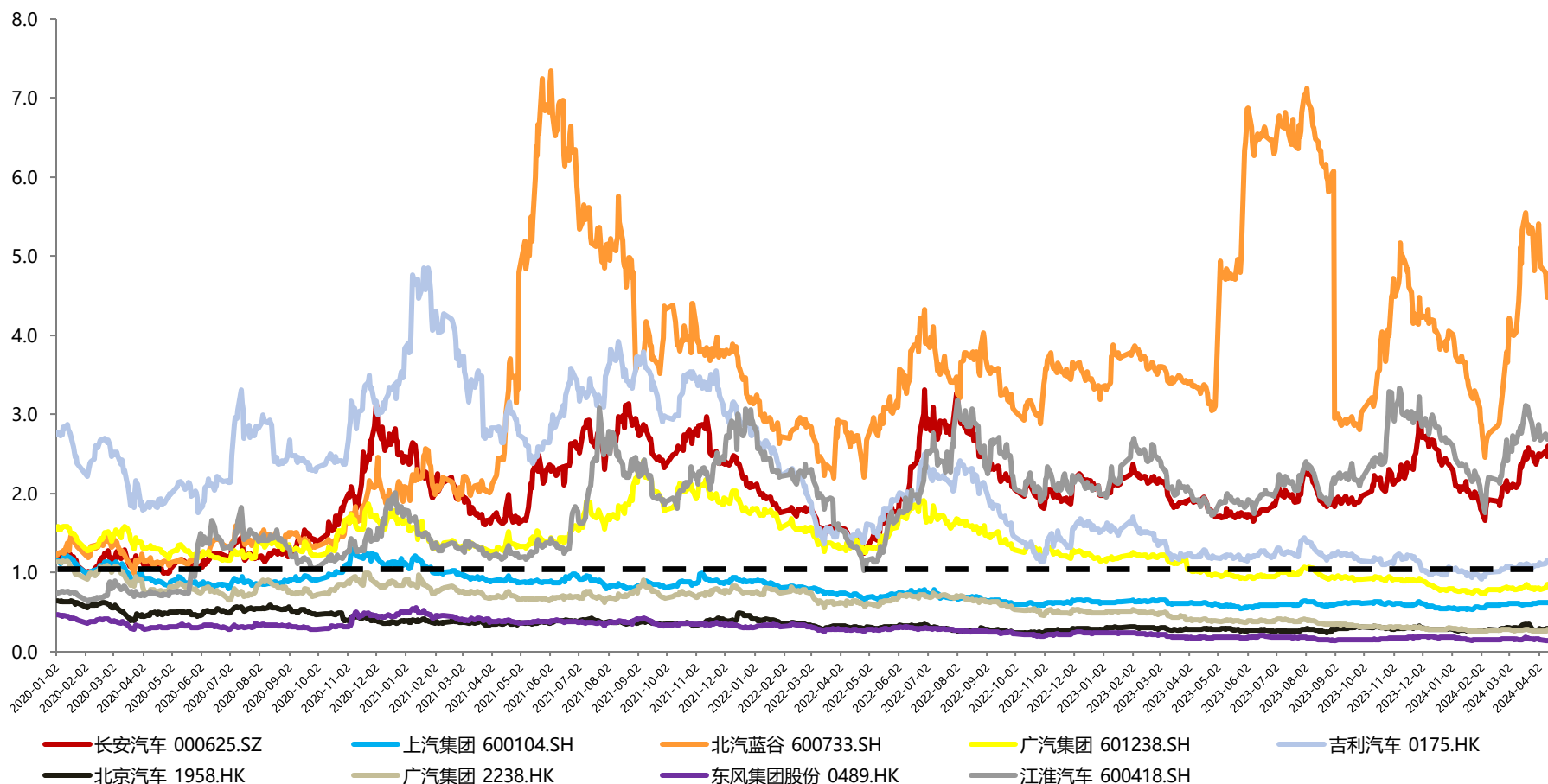
渗透率	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
东北	1%	4%	12%	23%	35%	43%	53%
华北	4%	9%	19%	29%	41%	50%	61%
华东	5%	14%	28%	37%	51%	61%	73%
华南	8%	18%	31%	40%	55%	66%	79%
华中	5%	14%	24%	33%	47%	58%	71%
西北	3%	8%	18%	28%	42%	54%	68%
西藏	1%	1%	5%	9%	14%	17%	22%
西南	4%	12%	24%	31%	47%	60%	76%
新疆	1%	3%	8%	17%	20%	22%	26%
直辖市	18%	28%	39%	43%	55%	64%	77%
新能源批发渗透率/%	5.9%	15.6%	28.0%	34.7%	46.9%	55.1%	63.9%

图：自主品牌/央国企市占率假设（中性预期）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
自主品牌批发销量/万辆	750	947	1183	1481	1540	1803	2096
自主品牌市占率/%	38.0%	45.0%	51.1%	58.0%	58.8%	64.5%	69.1%
自主品牌新能源销量/万辆	117	330	649	887	1044	1355	1705
自主品牌在新能源市场中的市占率/%	74.6%	76.7%	82.1%	82.1%	85.0%	88.0%	88.0%
自主油车销量/万辆	633	617	534	594	496	448	391
自主品牌在油车市场中的市占率/%	34.1%	34.7%	32.1%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%
央国企批发销量/万辆	1594	1603	1653	1673	1547	1610	1753
央国企市占率/%	80.8%	76.1%	71.4%	65.5%	59.0%	57.6%	57.8%

◆ 多数央企车企PB估值 < 1，华为智选模式下北汽蓝谷/江淮汽车估值率先实现估值重塑。

图：央企车企市净率PB(MRQ)情况



现状分析：市占率持续下滑，合资品牌拖累较多

- 国有企业是汽车工业中重要的市场主体，新一轮电动化产业创新变革下央国企车企市占率有所下滑。央国企车企2023年销量为1673万辆，市占率为66%，与高峰时期市占率86%相比下滑约20pct。新能源市场中央国企车企2023年市占率仅有32%。油车时代央国企合资品牌销量/盈利能力领先，合资品牌在行业新能源转型浪潮中步伐较慢，央国企车企市占率/盈利能力随之下滑较快。2023年上汽/广汽/东风对联营和合营企业的投资收益之和为203.9亿元，同比-46%；扣非后归母净利润之和为96.21亿元，同比-64%。
- 自上而下角度，国资委多次表态下央国企车企转型紧迫性/重要性提升：1) 强调央企市值管理；2) 对汽车央企进行新能源汽车业务单独考核；3) 对央企新能源转型提出更高要求。
- 梳理2024年央国企车企销量目标可知除一汽集团外目标同比增速均在9%以上。具体拆分目标销量，核心支撑在于**新能源（自主）&出口增长**。

电动化：自主新能源转型/合资转型加速下央国企车企市占率向下空间有限

- 对央国企市占率乐观预期下2024年市占率有望见底，2026年市占率回升至60%；对央国企市占率中性预期下2025年市占率有望见底，2026年回升至57.8%。
- 从目前的新能源渗透率及总量来看，上汽/长安/广汽三家央国企新能源总量/渗透率在央国企车企中排序靠前。展望2024年后续规划，多数央国企车企均在积极布局独立品牌推动新能源渗透率提升。长安启源+深蓝+阿维塔三品牌共振；上汽荣威-中低端+MG-海外+智己-中高端转型均有显著成效；广汽在电动化层面上布局较完善，投资电池电驱等工厂，埃安向上突破+传祺XEV转型并行；东风23年下半年开始设立多个新能源品牌积极推动转型等。
- 合资品牌市占率自新能源渗透率开始提升之后持续下滑。2024年2月合资品牌（不包含特斯拉）销量市占率为35%，较2017年以来历史高峰相比下滑约32pct。从盈利能力而言，汽车行业规模效应极强，车企销量下滑随之带来的盈利下滑非常迅速且极致。**合资品牌转变思路**：部分合资车企转变原先“决策、研发在外，生产、销售在华”的传统合资模式，反向取经，与中方共同开发新能源车型，探讨合资合作新路径。

智能化：央国企车企内生增长+拥抱华为有望领先行业

- **央国企+华为互利共赢：车BU集中央国企+华为优势，智能化产业变革再加速。** 2023年11月华为将智能汽车解决方案业务的核心技术和资源整合至新成立公司中，长安汽车及关联方将投资该公司，并与华为共同支持该公司的未来发展。新公司最终交易文件将于Q2完成签署，东风等车企也在积极推动相关入股事宜。
- **智选模式车企&零部件将持续受益：品牌力深入人心+智能化技术领先=华为系整车销量持续兑现。** 华为多年终端业务积累使得华为在消费者洞察、产品定义等方面具有独特优势，消费者认知度高，渠道+营销等实力领先。同时华为在智能化方面秉持平台+生态的战略，建立全栈式智能化解决方案，处于行业领先水平，自研深度硬实力将为华为长期领先保驾护航。奇瑞/江淮/北汽三家地方性国企均与华为达成智选合作，合作车型销量有望持续兑现。

全球化：央国企车企为出口主力

- **央国企车企是中国乘用车出口的主力**，上汽/奇瑞2023年分别出口102/90万辆，占全行业出口量的25%/22%。从2024年的规划而言，央国企均给出了较高的目标，积极推动整车出海，提升中国车企的全球竞争力。
- **合资品牌销量下滑，合资车企现有产能利用率逐年降低**，部分合资车企依靠中国成本优势+本土化能力，将中国工厂打造为出口基地，覆盖亚洲/大洋洲等市场。反向出口的趋势在2023年以来体现的更为明显。

核心结论&投资建议：央国企在电动化逻辑下行空间有限+智能化与华为紧密合作+全球化主力

- **电动化逻辑下央国企市占率下行区间已较有限，展望后续行业大逻辑：**1) 智能化层面：我们看好央国企内生增长+与华为优势互补下逐步走向行业领先；2) 全球化层面：央国企车企均在积极推动本地化生产战略，提升中国车企的全球竞争力，同时合资品牌反向出口趋势也较为明确，央国企是中国乘用车出口的主力。因此在央国企整体估值较低前提下我们战略看好央国企车企系统性的估值重塑，推荐长安汽车/江淮汽车/上汽集团/广汽集团，关注北汽蓝谷/东风集团股份等央国企标的。

风险提示

- 智能驾驶相关技术迭代/落地不及预期，车企新车销量不及预期，地缘政治不确定性风险等

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园