

证券研究报告
2023年7月24日



造车新势力复盘&展望：拐点已至，成长可期

太平洋证券汽车团队

证券分析师：文姬 执业资格证书编码：S1190523050001

- **复盘新势力造车销量与市值表现，历史上曾经历三阶段：**
 - **阶段一为萌芽概念期：**新势力造车横空出世叠加前卫的设计、时尚的外观、智能电动的先进理念、出色的营销手段，该阶段市值快速提升。**阶段二为高速成长期：**新势力经过第一阶段估值已到达历史高位，但缺乏销量及利润支撑估值下探，至2022年10月左右造车新势力市值到达低点。**阶段三为盈利改善期：**伴随新车上市销量逐渐起步亏损收窄，公司利润弹性释放市值有望进一步回升，该阶段造车新势力表现出现分化。
- **理想汽车精准定位中大型家庭SUV，率先迎来盈亏平衡拐点：**
 - **切入中大型SUV细分市场获成功，布局持续完善价量齐升可期：**理想汽车目前产品包括L7、L8、L9均为家庭舒适车型，定位精准销量持续攀升，2023年6月实现销量3.26万辆。2022Q4起理想进入稳定盈利阶段，2023Q1净利润达到9.30亿元。后续理想加码L系下沉与纯电车型布局，产品序列持续完善，销量、盈利有望进一步增长。
- **蔚来、小鹏重磅新车驱动反转，ES6/G6驱动复苏向上可期：**
 - **销量表现震荡上行，重磅新车上市开启二次增长拐点：**蔚来NT2.0平台全新ES6和ET5t近期上市，有望大幅改善销量。小鹏近期推出搭载SEPA 2.0[扶摇]架构G6车型，后续有望基于扶摇架构打造多款新车型。得益于重磅新车上市及销售策略调整，2023年6月蔚来小鹏销量显著复苏。在新车周期、智能自动驾驶、营销战略、补能体系等多重因素催化下，蔚来、小鹏销量拐点已至盈亏平衡可期。
- **新势力成长空间广阔：**
 - **尚未盈利的蔚来、小鹏采用PS估值，已盈利的理想采用PE估值，成长空间均广阔：**通过PS、PE方法，我们测算2023年至2025年蔚来汽车市值平均成长空间为77%、175%、250%，小鹏市值平均成长空间为17%、130%、201%，理想汽车市值成长空间为3%、71%、119%，产业链有望同步受益。
- **重点标的：**
 - **整车：**蔚来汽车、理想汽车、小鹏汽车；**零部件：**文灿股份、继峰股份、拓普集团、多利科技、三花智控、上声电子、明新旭腾、广东鸿图、欣锐科技、德赛西威、保隆科技、中鼎股份、伯特利等

目录

一

新势力三阶段分化成长，版图渐完善

二

平台迭代+智能化，车型竞争百花齐放

三

估值底部向上，成长空间广阔

四

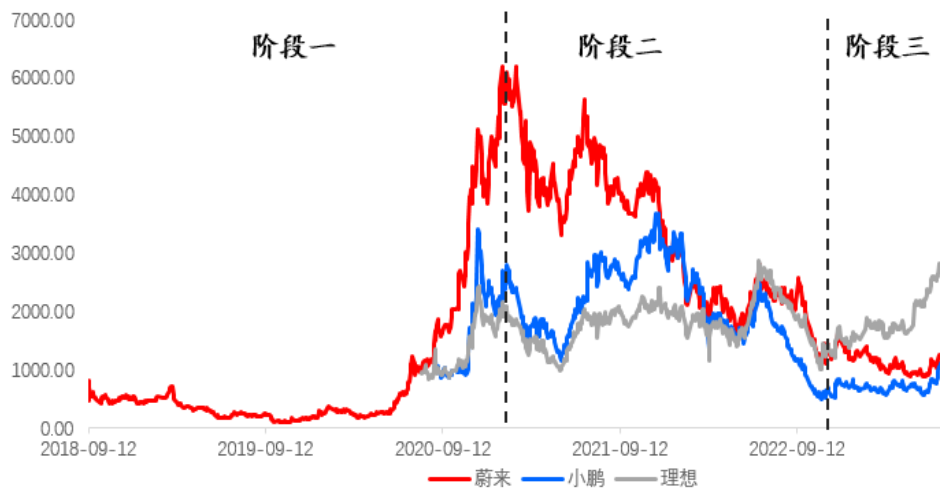
产业链及重点标的

新势力造车表现经历三阶段，底部拐点向上明确

复盘市值表现，新势力造车发展经历三阶段：

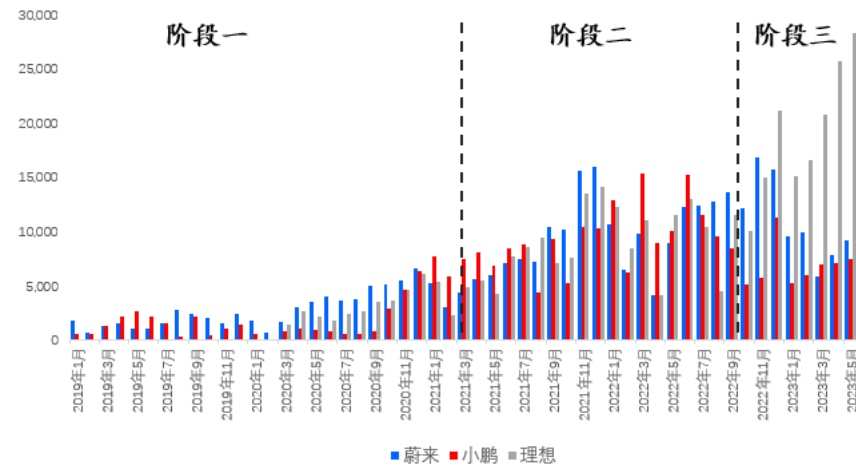
- **第一阶段：萌芽概念期：**新势力造车横空出世叠加前卫的设计、时尚的外观、智能电动的先进理念、出色的营销手段，上市之初被资本市场寄予厚望。尽管蔚小理三家早期经历反复，但在2020年新能源汽车行情爆发后整体销量复苏，蔚小理都于2021年2月左右达到市值高位。
- **第二阶段：高速成长期：**造车新势力经过第一阶段演变估值已达到热度高点，但该阶段销量及利润增长尚不足以支撑高估值，估值高位逐步下探，2022年10月左右造车新势力市值达到低点。
- **第三阶段：盈利改善期：**估值消化完毕跌至低位，市值表现伴随盈利出现分化。总体伴随新车上市销量逐渐起步，亏损收窄净利润由亏转盈，进入稳步增长期，伴随公司价量弹性释放市值进一步回升。

图表1：蔚小理历史市值表现（亿元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表2：蔚小理月度销量（辆）

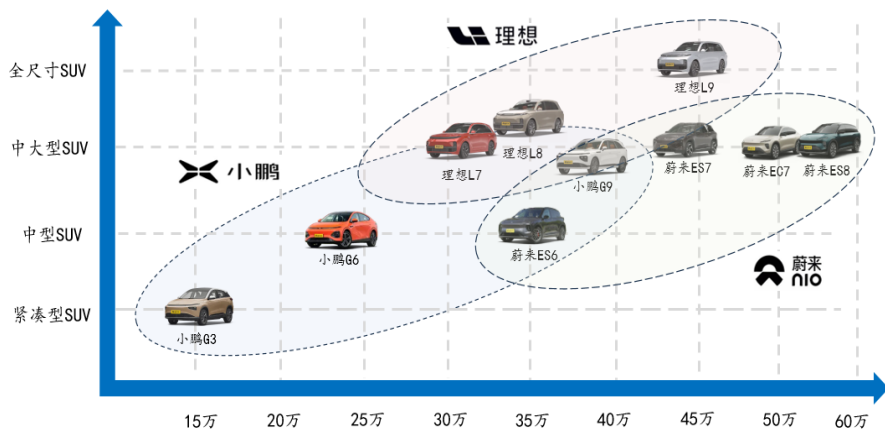


资料来源：Marklines，太平洋研究院整理

新势力产品&价格带：产品矩阵完善，价格带扩宽

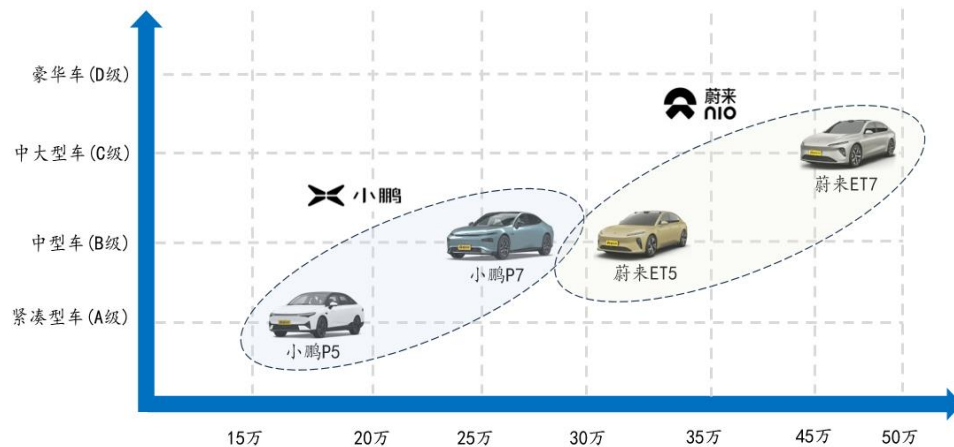
- **从0到1，多产品确立市场地位：**蔚来、小鹏、理想推出重磅车型蔚来ES6、理想ONE、小鹏P7重新定义汽车产品。随后理想L7\L8\L9、蔚来ES7\EC7\ET7\ET5、小鹏P5\G9\G6等多款产品上市，多产品确立市场新势力造车市场地位。
- **从1到N，新势力造车产品矩阵逐步完善：**2025年，蔚来有望形成由蔚来主品牌和阿尔卑斯等子品牌组成的产品矩阵；理想力争打造1+5+5的产品矩阵，推出1款超级旗舰+5款纯电车型+5款插混车型；小鹏有望完善XPNG产品矩阵，车型覆盖轿车、SUV、MPV等车型。
- **价格带逐渐扩宽，交互延伸持续：**我们预计蔚来和小鹏、理想后续有望推出低价品牌或更紧凑车型，价格带有望持续延伸。

图表3：新势力造车SUV价格带和产品矩阵图



资料来源：懂车帝，太平洋研究院整理 备注：蔚来售价含电池

图表4：新势力造车轿车价格带和产品矩阵图



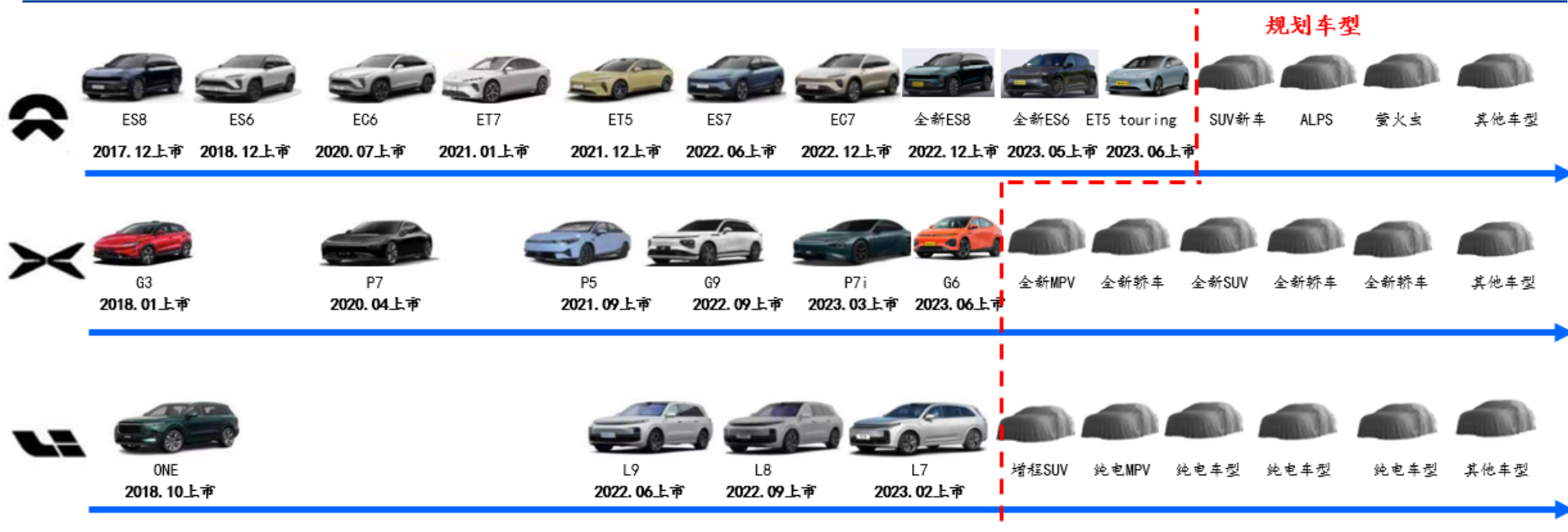
资料来源：懂车帝，太平洋研究院整理 备注：蔚来售价含电池

产品布局：产品矩阵逐渐完善，后续新车持续加码

2023年至2025年蔚来、小鹏、理想新车持续上市，产品矩阵不断完善：

- **蔚来：**近期全新ES6、ET5 touring等重磅车型持续上升，后续有望全面进入NT2.0时代，另外公司后续有望上市ALPS及萤火虫品牌，价格带有望进一步下沉，我们预计至2023Q4蔚来月销量有望达到2万辆。
- **理想：**首款纯电车型预计年内正式发布，后续将持续推出多款纯电车型，实现增程+纯电双轨并行，另外新款增程SUV有望于上市，持续完善产品品类，我们预计2023年后续月份理想汽车月销有望维持3万以上。
- **小鹏：**后续有望上市多款基于扶摇2.0架构的SUV、MPV及轿车，产品矩阵持续完善。我们预计至2023Q4小鹏月销量有望达到2万辆。

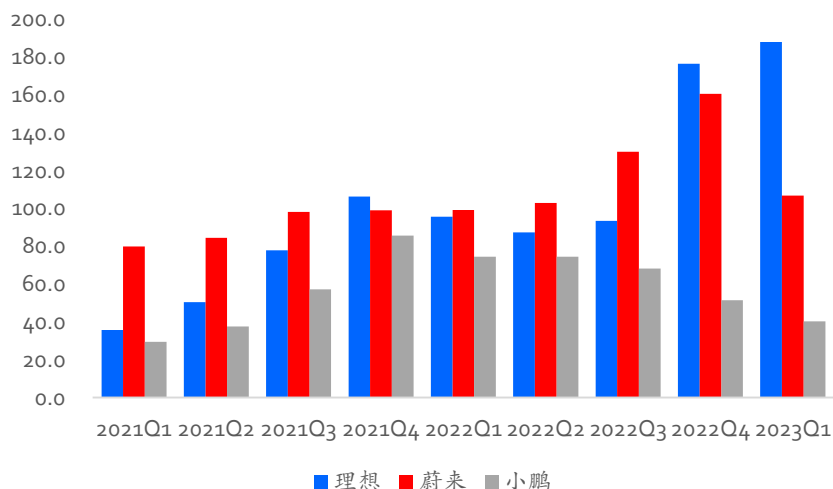
图表5：蔚小理车型矩阵与规划



财务表现：理想率先盈亏平衡，蔚来小鹏尚未盈利

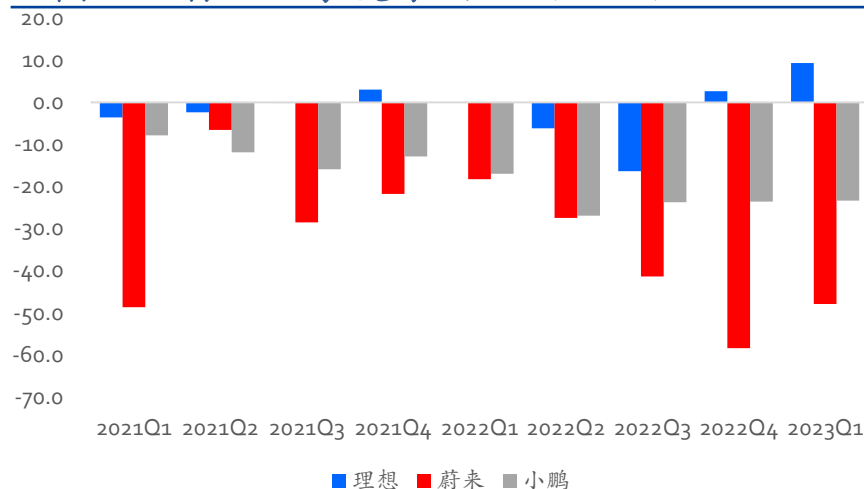
- 理想汽车收入利润快速增长，2023Q1蔚来小鹏环比下降：2023Q1蔚来实现营收106.8亿元，同比增长7.73%，环比下降33.4%；理想实现营收187.9亿元，同比增长96.48%，环比增长6.44%；小鹏单车营收40.33亿元，同比下降45.90%，环比下降21.53%。
- 理想汽车率先由亏转盈，小鹏、蔚来短期亏损扩大：2023Q1理想汽车实现净利润9.30亿元，同比增长8656%，环比增长262%，实现连续两个季度盈利。2023Q1蔚来、小鹏净利润分别为-48、-23.4亿元，亏损扩大短期盈利承压。
- 小鹏、蔚来单车利润同比环比下行，理想2023Q1单车净利润1.8万元/台：2023Q1蔚来单车净利润亏损15.5万元/台，去年同期亏损7.1万元/台，2022Q4为亏损14.6万元/台；小鹏单车净利润亏损12.8万元/台，去年同期亏损4.9万元/台，2022Q4为亏损10.6万元/台；理想单车净利润1.8万元/台，去年同期亏损0.1万元/台。

图表6：蔚小理季度营收（亿元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表7：蔚小理季度净利润（亿元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

产能布局：自建&收购产能应对销量增长

蔚小理产能布局（持续更新中）：

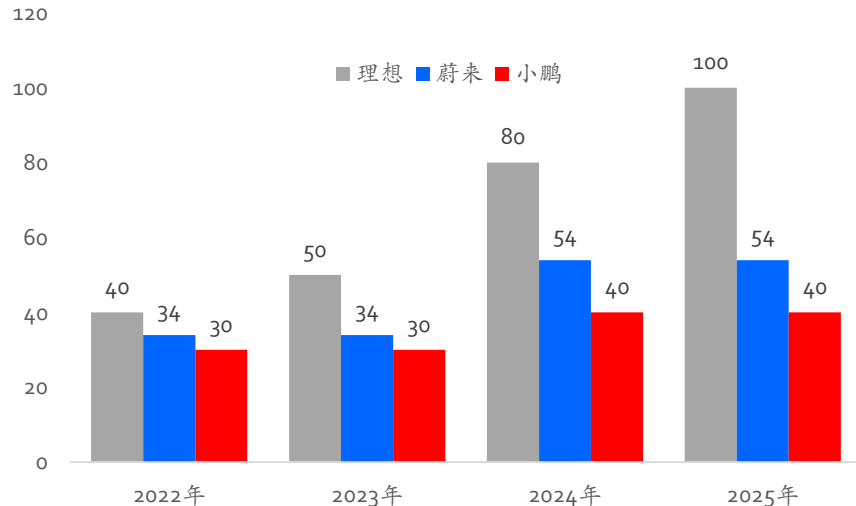
- 理想**：根据marklines数据，理想现有两个生产基地，江苏常州基地产能为40万辆，生产L7/L8/L9等车型及后续车型，北京基地产暂时规划产能10万辆，预计2023年年底投产，有望进一步提升，用于生产W平台车型，后续伴随理想汽车销量增长，产能有望进一步提升。
- 蔚来**：根据marklines数据，蔚来现有两个生产基地，合肥第一工厂设计产能为24万辆，主要生产ES8/ES7/EC7/ET7/ES6/EC6车型；合肥第二工厂现阶段产能为10万辆，主要生产ET5车型，2024年该工厂将扩产至30万辆，届时蔚来总产能为54万辆。
- 小鹏**：根据marklines数据，小鹏现有两个生产基地，广东肇庆基地设计产能为20万辆，主要生产P7/P5/G9/G3车型；广东广州基地设计产能为10万辆，主要生产G9/G6等车型；小鹏预计2025年推出多款车型，产能有望进一步提升。

图表8：蔚小理预计产能梳理

车企	基地	车型	预计产能
理想	江苏常州	L7/8/9等车型	40万
	北京	W平台等	10万（待投产）
蔚来	合肥第一工厂	ES8/ES7/EC7/ET7/ ES6/EC6等	24万
	合肥第二工厂	ET5等	10万辆，预计2024 年扩产至30万辆
小鹏	广东肇庆	P7/P5/G9/G3等	20万辆
	广东广州	G9/G6等	10万辆

资料来源：Marklines，太平洋研究院整理

图表9：蔚小理产能测算（万辆）



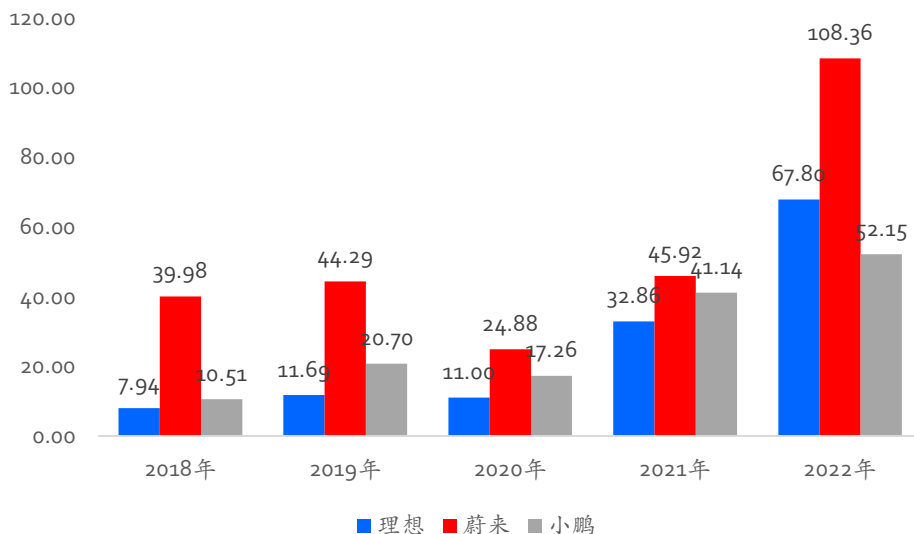
资料来源：Marklines，太平洋研究院整理 备注：部分产能数据根据销量推断

资本开支：研发&CAPEX高峰已过，利润有望加速释放

产能建设初具规模，自动驾驶、平台研发等CAPEX表现分化

- 新势力产能建设相关CAPEX：**伴随销量增长预期，蔚来、小鹏、理想持续扩充产能，我们预计蔚来2023年至2025年产能达到34、54、54万辆，小鹏产能达到30、40、40万，理想产能达到50、80、100万辆，伴随产能布局完善CAPEX有望边际递减。
- 研发&自动驾驶相关CAPEX：**伴随理想汽车布局纯电车型，宣布三年资本支出大约为180亿元，包括理想4C超级充电站建设的费用。小鹏汽车已基本完成了对两大生产基地的投资，早期自动驾驶与纯电平台开发初见成效，后续资本开支下降可期。蔚来汽车产能投放与纯电平台开发高点已过，换电站布局初备，预测后续边际CAPEX呈现递减。

图表10：蔚小理历年研发投入（亿元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表11：蔚小理资本开支

费用类型	车企	2020年	2021年	2022年
CAPEX (亿元)	蔚来	13.79	46.71	72.52
	小鹏	13.62	43.41	46.80
	理想	6.75	40.00	51.00
单车CAPEX (万元)	蔚来	3.15	5.11	5.34
	小鹏	5.05	4.42	3.88
	理想	1.85	4.42	3.83

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

目录

一

新势力三阶段分化成长，版图渐完善

二

新品周期+智能催化，车型竞争百花齐放

三

估值底部向上，成长空间广阔

四

产业链及重点标的

蔚来汽车：SUV+轿车98765并行，NT2.0全新换代

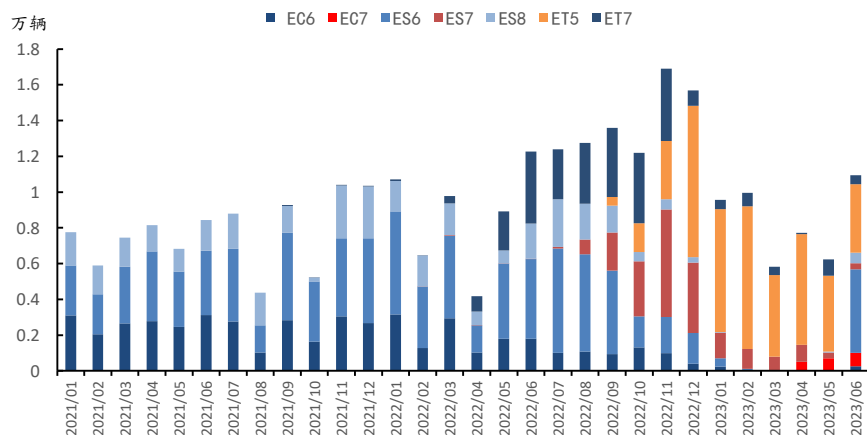
- 车型矩阵渐完善，品牌整体定位中高端：蔚来实现SUV+轿车的全布局，全系车型分为ES、EC和ET三个系列，其中ES定位纯电SUV，EC定位纯电轿跑SUV，ET定位纯电轿车及旅行。
- 5566奠定销量基石，全新ES6上市有望助力销量增长：2023年6月蔚来ET系列销量0.43万辆，占总销量的39%，ES系列销量0.56万辆，占比达到51%。全新ES6与ET5t车型已于近期上市，有望成为蔚来汽车销量增长主要推动力。
- 蔚来全系开启NT2.0换代周期，车型陆续升级：主力车型均已升级至NT2.0平台。6月16日ET5旅行版重磅上市，产品定价29.8万元起，与ET5定价相同。下半年新车陆续投放，下半年新车驱动蔚来汽车销量大幅增长。

图表12：蔚来产品矩阵



资料来源：懂车帝，太平洋研究院整理

图表13：蔚来月度销量结构



资料来源：Marklines，太平洋研究院整理

蔚来NT2.0平台：硬件及智能化表现显著升级

- **NT2.0平台相较于NT1.0平台硬件显著提升：**蔚来NT2.0平台相较于NT1.0平台增配激光雷达，此外还配备Aquila超感系统，包括33个高性能感知硬件（1个激光雷达、7个ADAS摄像头、4个环视摄像头、5个毫米波雷达、12个超声波雷达、2个高精度定位单元、1个车路协同感知和1个增强主驾感知）。
- **NT2.0平台建立新一代自动驾驶技术NIO Autonomous Driving。**NAD全面自研，构建于蔚来汽车内部开发的感知算法、定位、控制策略及平台软件架构，其中NIO Adam超算平台搭载4颗Nvidia Drive Orin芯片，算力高达1016T，相较于NT1.0平台所搭载的Mobileye EyeQ4自动驾驶芯片，NAD改善了研发的自主性及限制性。NIO Aquila超感系统帮助实现多处场景全覆盖，提升自动驾驶体验感及安全性。

图表14：NT2.0平台相较于NT1.0提升

	NT1.0	NT2.0
产品	NIO Autonomous Driving	NIO Pilot
传感器	1个三目摄像头、4个环视摄像头、1个毫米波雷达、12个超声波雷达、1个驾驶状态检测摄像头组成	1个激光雷达、7个ADS摄像头、4个环视摄像头、5个毫米波雷达、12个超声波雷达、2个高精度定位单元、1个车路协同感知和1个增强主驾感知
硬件	Mobileye EyeQ4	4颗英伟达NVIDIA Drive Orin芯
功能	将逐步实现高速、城区、停车、加电等场景下的点到点自动驾驶	自动辅助导航驾驶(NOP)和视觉融合全自动泊车系统(S-APA withFusion)等超过20项辅助驾
智能驾驶程度	点到点自动驾驶	自动辅助驾驶

资料来源：懂车帝，太平洋研究院整理

图表15：NT2.0平台亮点

Aquila超感系统 33个高精度感知硬件 800万像素高清摄像头 超远距高精度激光雷达 360°视觉冗余 全向盲区融合	Adam蔚来超算平台 4颗NVIDIA Orin芯片 1,016T算力 超级图像处理流水线 超高带宽骨干数据网络 热备份冗余设计
自动驾驶算法 多方案相互校验感知 多源组合高精定位 多模态预测规控 群体智能 个性化训练	自动驾驶整车平台 NVOS底层操作系统 核心控制器供电通讯冗余 转向系统控制冗余 驻车制动冗余 双电机动力冗余

资料来源：蔚来汽车，太平洋研究院整理

蔚来重点新车：全新ES6与ET5t放量可期

- **全新蔚来ES6基于蔚来第二代NT2.0技术平台打造，性能卓越：**全新ES6采用第二代设计语言，延续“Design for AD”的设计理念，内饰采用HAPTEX生物基合成皮，该材质生产过程不涉及任何溶剂和锡催化剂，将碳排放降到最低。动力和续航方面全新ES6搭载前150kW/后210kW双电机，最大输出总扭矩 700N·m，续航方面标准续航电池包（75kWh）490km，长续航电池包（100kWh）625km，新车75kWh电池的全新ES6售价33.8万元。
- **蔚来ET5旅行版车型设计与ET5基本保持一致，后部舍弃溜背造型空间更宽敞：**蔚来ET5旅行版的前脸采用蔚来家族前脸设计，与ET5轿车基本保持一致。但ET5旅行版舍弃轿车版的溜背式设计，车顶的线条更加平缓，后排的头部空间进一步增大，同时后备厢空间以及开口尺寸也得到了提升。此外蔚来ET5旅行版还提供车顶行李架导轨和拖挂套装可供选择，可满足消费者的多样化用车需求。

图表16：蔚来ES6外观



资料来源：懂车帝，太平洋研究所

图表17：ET5旅行版



资料来源：懂车帝，太平洋研究所

蔚来汽车：换电权益分离降3万，经营策略调整成效显著

- 2023年6月12日蔚来汽车官方宣布新车降价3万，实现用车权益分离。车价方面全系车型起售价减3万元。新购车用户首任车主用车权益调整为：整车6年或15万公里质保，其中三电系统可享10年不限里程质保；6年免费车联网；终身免费道路救援。加3万元购买“权益升级包”后可享受：终身免费换电（每月4次）；整车10年不限里程质保；终身免费车联网，每月8GB流量；终身免费道路救援。本次蔚来售价调整实质为权益分离并且实现起售价降低，用户可根据需要选择是否购买额外权益。
- 蔚来换电站分布不均匀，权益解绑或有助于促进换电站较少地区销量。蔚来换电站地图显示目前蔚来换电站集中于长三角、珠三角及京津冀地区，从而导致原始模式下其余地区车主花高价购买蔚来汽车后无法享受免费换电服务，进而影响这些地区销量。本次蔚来将免费换电权益分离，换电站较少地区有望享受更实惠价格，推动销量提升。

图表18：蔚来汽车降价后售价

车型	整车购买价格	BaaS购买价格
ET5	29.8万起	22.8万起
全新ES6	33.8万起	26.8万起
ET7	42.8万起	35.8万起
ES7	43.8万起	36.8万起
EC7	45.8万起	38.8万起
全新ES8	49.8万起	42.8万起

资料来源：太平洋证券研究院整理

图表19：2023年6月蔚来换电站分布图



资料来源：NIO，太平洋证券研究院

理想车型矩阵与销量：移动的家，打造1+5+5产品矩阵

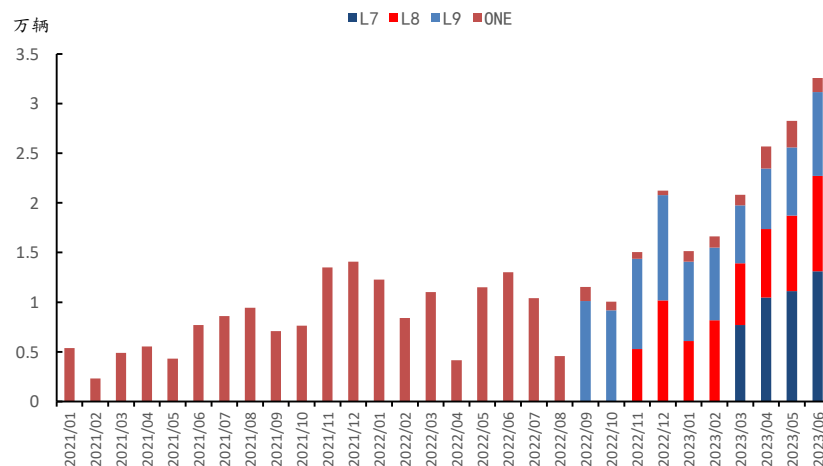
- **L系列增程车型爬坡上行，销量持续超预期：**2023年6月，理想销量3.26万辆，其中L7销量破万达到1.31万辆，占理想总销量的40%，L8次之，销量为0.96万辆，占比为29%；L9销量为0.85万辆，占比26%；One现已停产，销量为0.14万辆，占比仅4%。
- **布局纯电车型补齐战略短板，增程车型向下拓展：**理想后续车型规划增程、纯电和超级旗舰三个系列，理想汽车目前车型均为增程车型，后续纯电车型有望持续推出，至2025年有望进去发布5款纯电产品，纯电MPV有望于近期推出。增程车型方面2023年理想推出L8 Air和L7车型，展望后续理想增程系列有望推出低价车型，产品序列持续完善。

图表20：理想产品矩阵



资料来源：懂车帝，太平洋研究院整理

图表21：理想月度销量结构



资料来源：Marklines，太平洋研究院整理

理想高压快充+智能座舱+自动驾驶三驾马车： 增程式迈向纯电布局，城市NOA加速实现

- **高压快充方案发布，增程与纯电并驾齐驱：**在电能战略上理想汽车将打造“充电9分30秒，续航400公里”的5C车型、5C超级充电网络和自动充电机器人，有效解决充电速度慢、长途充电难两大问题，带来超越燃油车的补能体验。公司拟于2023年底发布高压纯电动平台和基于此平台的未来车型。
- **自动驾驶大模型上车，城市NOA加速实现：**在智能方面，理想汽车有望采用大模型算法，自研Mind GPT，并将AI技术引入到车机「理想同学」中。据发布会介绍，Mind GPT使用了1.3万亿个token进行基座模型训练，数十TB的原始训练数据经过精心过滤和去重，相当于具备人类高质量知识总和，同时理想汽车发布了不依赖高精地图的城市NOA产品。

图表22：理想5C补能方案

图表23：理想汽车产品规划



小鹏车型矩阵：MPV/SUV推陈出新产品矩阵逐步完善

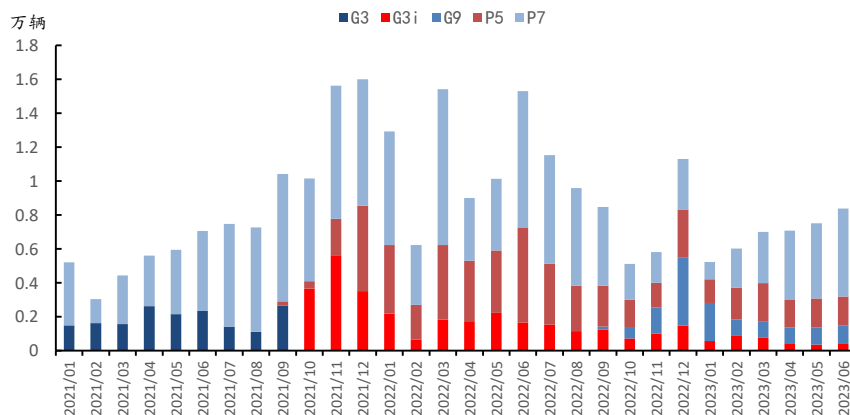
- **XPNG全面布局，产品矩阵完善：**小鹏全系车型分为XPNG四个系列，其中X系列定位MPV车型，P系列定位轿车，N系列或定位为网约车，G系列定位SUV车型，当前小鹏汽车产品价格带覆盖15-47万元。
- **P7销量当前占比过半，后续G6有望接力：**2023年6月，小鹏销量0.84万辆，其中P7为最畅销车型，销量为0.52辆，占小鹏总销量的62%，P5次之，销量为0.17万辆，占比为20%；G9销量为0.1万辆，占比12%；6月29日小鹏G6上市，首次将高阶智能辅助驾驶和800V快充适配至20万元价格带，采用前后一体式压铸技术并搭载智能化座舱，产品性价比卓越，后续有望成为主力销售车型，销量表现值得重点关注。
- **聚焦纯电领域，2023至2024年新车周期来临：**2023年小鹏推出P7i和G6车型。展望后续2023年小鹏有望推出MPV车型，2024-2025年有望持续发布走量车型。

图表24：小鹏产品矩阵



资料来源：懂车帝，太平洋研究院整理

图表25：小鹏月度销量结构



资料来源：Marklines，太平洋研究院整理

小鹏G6：扶摇架构引领下的销量增长新中枢

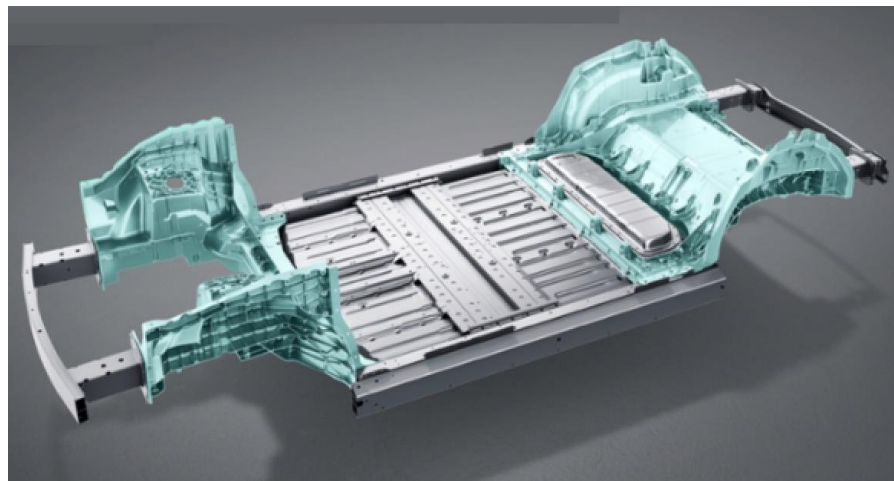
- ▶ 小鹏G6采用前后一体化压铸，搭载高压快充，综合性能表现出色。6月29日小鹏G6正式上市，定位为中型SUV。小鹏G6搭载800V高压SiC平台，实现充电十分钟、续航增加300km，续航里程最高则可以达到同级别领先的755km。另外小鹏G6采用目前唯一量产的前后一体式铝压铸车身，前后一体压铸集成零件数161个，车身结构一次压铸成形，零部件整合也大幅减轻了车身重量，比传统钢车身减重约17%，电池采用CIB电池车身一体化技术，将电池包上盖当作车身地板，降低整车质心高度的同时节省5%垂向车内空间。
- ▶ 小鹏G6在续航里程、补能速度、自动驾驶方面相较于竞争对手性价比凸显。小鹏G6重点车型包括特斯拉Model Y、唐EV、宋PLUS EV冠军版，小鹏G6起步价相较于Model Y优势显著；在动力及续航里程方面，小鹏G6搭载800V高压快充并且最长续航里程可达755KM，相较于对手优势显著。小鹏G6搭载XPILOT 3.0自动驾驶系统，标配双Orin-X自动驾驶芯片，在同价位车型表现出色。

图表26：小鹏G6外观设计



资料来源：懂车帝，太平洋研究院整理

图表27：小鹏G6一体化压铸



资料来源：汽车之家，太平洋研究院整理

小鹏汽车：城市NGP持续布局，智能硬件成本有望下探

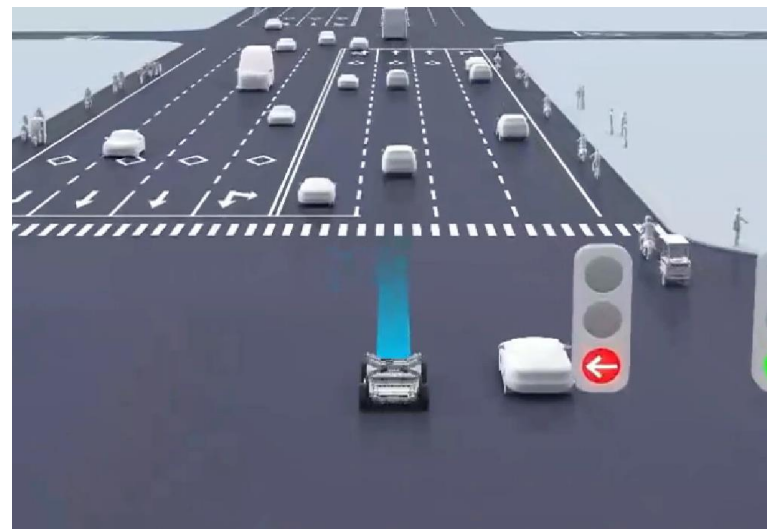
- **小鹏持续投入自动驾驶，积极布局城市NGP：**小鹏免费提供自动驾驶服务，功能迭代有序推进，覆盖面逐步拓展。截至2023年6月小鹏成功在北上广深四个城市落地城市NGP功能，在全国开放红绿灯识别和快速通过路口能力，并且预计在2023年底全国数十个城市落地城市NGP功能，2024年底实现全国100座城市NGP功能，相较于竞争对手进度领先。
- **进入体系化造车阶段，自动驾驶BOM成本有望进一步下探：**平台模块化和技术创新这两个方向来推进降本，2023年开始电子电器架构、动力系统、智能辅助驾驶的软硬件将都会进入到平台化、体系化造车的阶段。因此小鹏将用更快的速度、更低的成本，为用户提供体验更好和质量更好的产品，自动驾驶硬件成本有望进一步下探。

图表28：城区及高速辅助驾驶落地情况

品牌	高速辅助驾驶	城区辅助驾驶	今年开通	明年开通
小鹏	有	北京、上海、广州、深圳、佛山	约50城	约200城
理想	有	北京、上海内测	约100城	
问界	有	上海、广州、深圳、杭州、重庆	约45城	
阿维塔	有			
蔚来	有	下半年测试		
特斯拉	有	FSD未进入中国，国外已开通		

资料来源：鞭牛士，太平洋研究院整理

图表29：XNGP智能辅助驾驶系统



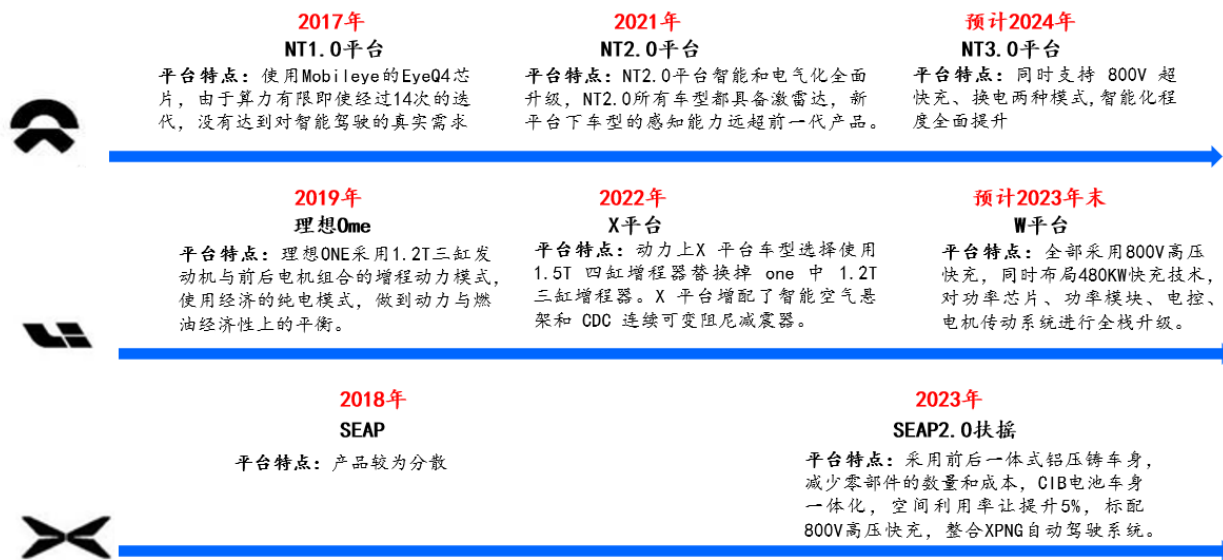
19

资料来源：小鹏汽车，太平洋研究院整理

平台构架方案对比：蔚来动力升级，小鹏聚焦快速补能

- **蔚来NT2.0平台**：搭载第二代高效电驱平台，采用前180kW永磁电机、后300kW感应电机的方案，应用碳化硅功率模块，碳化硅的加持让第二代电驱动系统峰值功率比第一代峰值显著提升。
- **小鹏扶摇架构**：扶摇架构采用CIB电池车身一体化技术，在减重的同时进一步提高了电池的安全性。另外扶摇架构标配全域800V，不仅支持800V高压快充，包括电机、电控在内的整车高压架构和充电桩等都是800V。
- **理想W平台**：Whale&Shark是高压纯电动车平台，其中Whale预计是纯电MPV，Shark为主打性能方面的产品。据每日经济新闻报道，理想首款纯电产品基于Whale纯电平台研发，拥有800V高压平台、搭载宁德时代4C（充电倍率）麒麟电池，配合大功率充电桩，可以实现充电10分钟续航400公里。

图表30：新势力造车平台迭代升级



自动驾驶BEV+Transformer： 视觉方案大势所趋，新势力纷纷入场

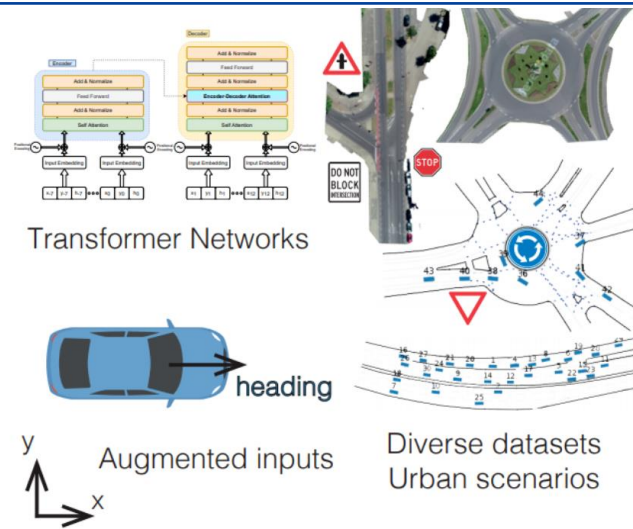
- 早期自动驾驶方案采用激光雷达+高精度地图为主：该方案对道路结构、车道线等静态环境元素的感知强依赖高精度地图，而实时的动静态障碍物信息则强依赖激光雷达。高精地图成为一项“基础设施”，将很多在线难以解决的问题提前存储到地图数据中，行车时作为一项重要的感知数据来源，减轻传感器和控制器的压力。由于该方案自动驾驶只能在有图地区行驶，被一些人形象的称为“有轨电车”。
- BEV+Transformer横空出世，新势力纷纷布局：BEV (Bird's Eye-View, 即鸟瞰图) 通过神经网络将各个摄像头和传感器获取的信息进行融合，生成基于俯视的鸟瞰图。Transformer可实现多模态数据的处理，应对图像分类、目标检测、图像分割功能，并实现对3D点云、图像等数据的融合处理。2022年小鹏G9发布上市，成为国内首家落地BEV+Transformer的车企。理想汽车表示基于BEV感知和Transformer模型，实现端到端训练的城市NOA导航辅助驾驶预计在2023年底落地。蔚来最新版本的Banyan2.0.0车机系统是算力聚合功能的系统，蔚来的BEV+Transformer模型正式量产上车。

图表31：BEV环境感知



资料来源：钛媒体，太平洋研究院整理

图表32：Transformer大模型信息处理



资料来源：钛媒体，太平洋研究院整理

自动驾驶方案对比：持续完善迭代，三家各有所长

- 蔚来NAD硬件性能卓越，Adam3.0智能化进一步提升：据蔚来官网介绍，蔚来Adam超算平台搭载4颗英伟达DRIVE Orin芯片，算力高达1,016Tops，Aquila超感系统拥有33个高性能感知硬件，包含视觉自动驾驶技术与雷达波自动驾驶技术。Bayan2.0.0系统新增自动规划加电路线、能够显示信号灯和更多路面标识信息、增加遥控泊车辅助功能，智能化进一步提升。
- 小鹏XNGP摆脱高精地图限制：据小鹏官网信息，小鹏XNGP基于BEV+Transformer技术架构，摆脱高精地图限制，搭载的双Orin-X芯片带来508Tops算力，智能驾驶系统包含城市NGP、高速NGP、LCC增强版车型居中辅助、SR驾驶环境模拟显示等多个功能，成功实现高精地图城市的全场景导航辅助驾驶，据汽车之家消息预计小鹏2024年有望完成全国无高精地图全场景导航辅助驾驶。
- 理想AD Max 3.0模拟人类识别场景：根据上海车展理想汽车“双能战略”发布会信息，理想AD Max 3.0采用英伟达Orin X芯片，至高达508TOPS算力，大模型AI算法可以像人类司机一样实时感知、决策、规划，并摆脱对高精地图的依赖，理想AD Max 3.0城市NOA的软件与服务终身免费。

图表33：蔚小理自动驾驶迭代升级



图表34：蔚小理重点新车智驾硬件与性能对比

对比维度	具体项目	理想L7	小鹏G6	蔚来ES6
基本参数	车型图示			
	上市时间	2023.02	2023.06	2023.05
	售价	31.98-97.98万元	20.99-27.69万元	33.80-39.60万
	级别	中大型SUV	中型SUV	中型SUV
智能驾驶硬件	辅助驾驶系统	理想AD Pro/Max	Xpilot 3.0/XNGP	NIO Autonomous Driving
	辅助驾驶芯片	1颗 地平线征程5/2颗 英伟达 Orin-X	1颗/2颗 英伟达 Orin X	4颗 英伟达Orin X
	芯片总算力	128 TOPS/508 TOPS	254 TOPS/508 TOPS	1016 TOPS
	摄像头数量	10个/11个	12个	11个
	超声波雷达数量	12个	12个	12个
	毫米波雷达数量	1个	5个	5个
智能驾驶功能	激光雷达	1个 (Max版本/128线)	2个 (Max版本/96线)	1个 (300线)
	并线辅助 (BSM/BSD)	✓	✓	✓
	车道偏离警告 (LDWS)	✓	✓	✓
	车道保持 (LKAS)	✓	✓	✓
	车道居中保持	✓	✓	✓
	道路交通标识识别	✓	✓	✓
	前方碰撞预警	✓	✓	✓
	后方碰撞预警	✓	✓	✓
	主动刹车	✓	✓	✓
	自动变道辅助	✓	✓	✓
	匝道自动驶出/入	✓	✓	✓ (选配)
倒车循迹	-	✓	-	
自动驾驶辅助	高速路段/城区道路	高速路段/城区道路	高速路段/城区道路 (选配)	

资料来源：太平洋号，太平洋研究院整理

资料来源：汽车之家，易车，太平洋研究院整理

充电补能方案对比： 小鹏理想800V布局，蔚来可充可换可升级

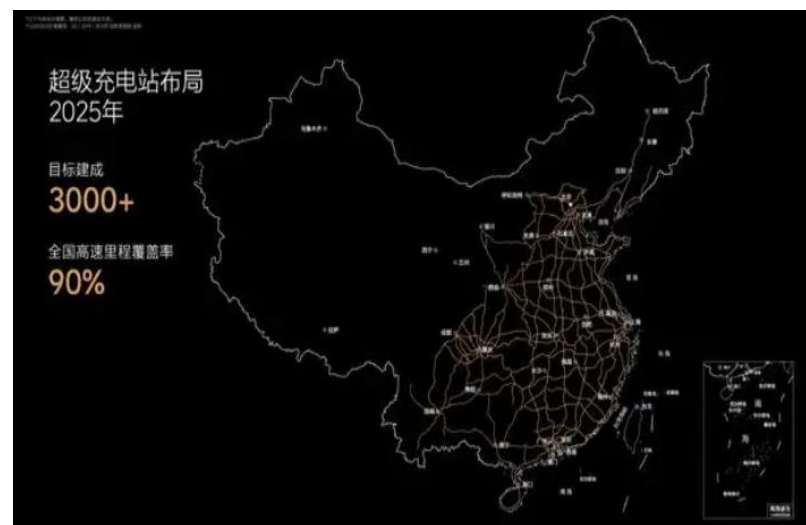
- **蔚来可充可换可升级，补能网络进一步完善：**蔚来专注补能基建布局，是中国市场建设充电桩数量最多的汽车品牌。截至2023年6月25日，蔚来汽车全国累计建成1,500座换电站和16,204根充电桩。
- **小鹏自建从高压快充电站与第三方相结合完善补能体系：**截至2023年3月1日小鹏汽车充电网络站点共计1948座充电站，小鹏自营站共计1018座。其中小鹏自营超充站816座；小鹏自营目的地站202座；第三方站点（免费权益可用）930座。
- **理想纯电车型发布，加快建设补能体系：**根据理想汽车发布的双能战略规划，到2025年理想汽车计划形成“1款旗舰车型+5款增程电动车型+5款高压纯电车型的产品矩阵。补能网络建设方面，2023年公司会大力投入对超充网络的建设，计划在年底之前建成300个高速充电场站，覆盖京津冀、长三角、大湾区和成渝四大经济带，并在2025年底将充电站拓展至3000个，覆盖全国90%高速里程和一二三线主要城市。

图表35：蔚来汽车补能体系



资料来源：蔚来官网，太平洋研究院整理

图表36：理想汽车补能布局



资料来源：理想汽车，太平洋研究院整理

目录

一

新势力三阶段分化成长，版图渐完善

二

平台迭代+智能化，车型竞争百花齐放

三

估值历史底部，成长空间广阔

四

产业链及重点标的

PS估值阶段性规律：早期PS估值，三阶段变化规律探讨



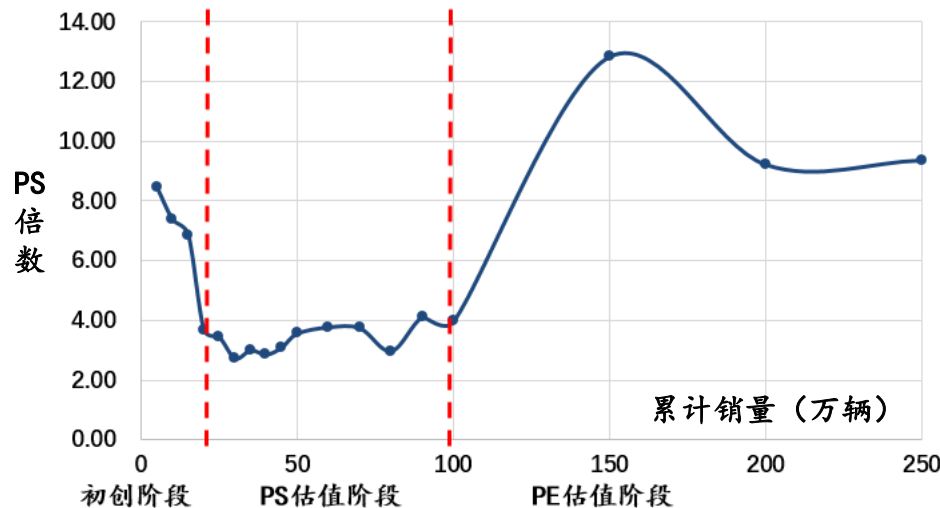
- 伴随累计销量增长，PS估值呈现阶段分化表现：我们对比特斯拉、理想汽车、比亚迪等盈利车企在盈利早期、中期，后期对应汇总销量的PS表现，总体可归纳为四个阶段：
- 第一阶段：在0-30万辆区间为初创阶段，PS-TTM高点逐步下行，对应区间在3-8倍；
- 第二阶段：30-100万辆区间为PS估值阶段，PS-TTM低位盘整，对应PS区间在3-4倍；
- 第三阶段：100-150万辆区间为PE估值阶段，PS-TTM快速增长后进入利润兑现阶段车企实现盈亏平衡，该阶段采用PE估值。

图表37：特斯拉比亚迪理想累计销量与PS对应表

累计销量(万辆)	特斯拉PS-TTM	比亚迪非电子PS-TTM	理想PS-TTM	平均PS-TTM
5	12.2	1.77	11.45	8.47
10	7.3	1.82	13.04	7.39
15	7.3	-0.81	6.44	6.88
20	5.4	0.76	4.97	3.70
25	5.8	1.12	3.63	3.44
30	4.4	1.04	3.57	2.74
35	4.7	1.35	3.78	3.01
40	4.2	1.55	4.52	2.86
45	3.3	2.94		3.11
50	3.3	3.80		3.57
60	2.3	5.31		3.78
70	1.8	5.66		3.75
80	1.8	4.20		2.98
90	3.1	5.15		4.12
100	4.3	3.68		3.98
150	24.0	1.73		12.85
200	17.5	0.97		9.23
250	16.83	1.93		9.38

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表38：新能源车企业基于累计销量的PS表现

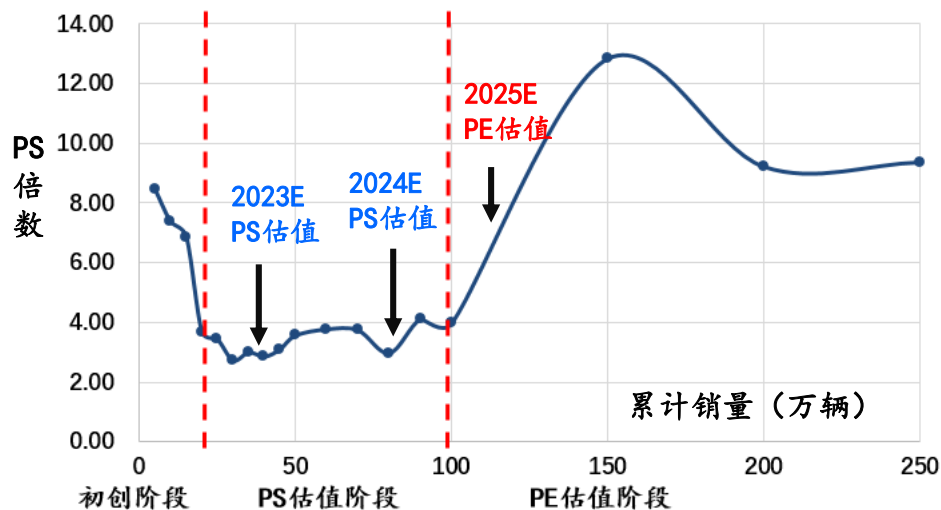


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

新势力阶段估值：2023-2025小鹏PS，蔚来有望转向PE

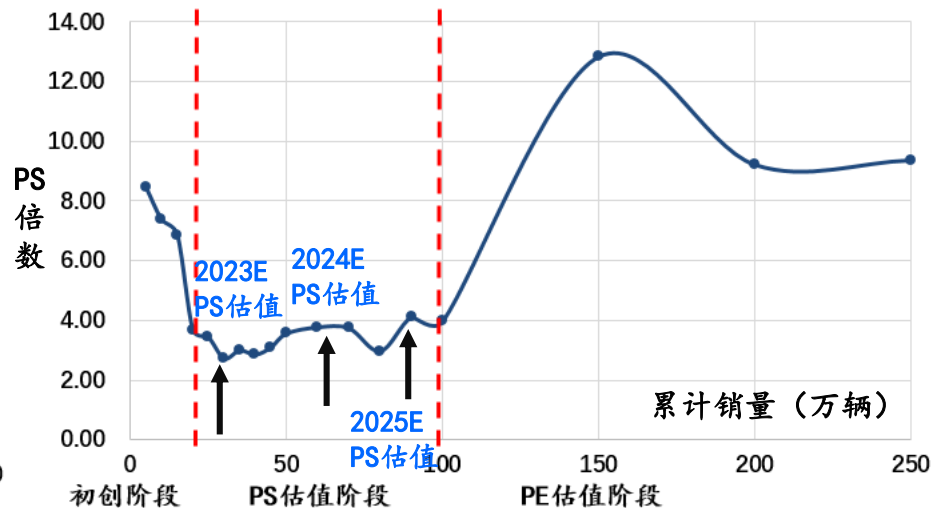
- 预计2023-2025年小鹏均位于阶段二，蔚来汽车2025年起向阶段三进发：我们预计2023-2025年蔚来的累计销量分别为49/77/117万辆，参考特斯拉和理想的销量节点估值水平，我们预计2023至2024年蔚来PS主要在3-4倍水平，该阶段采用PS估值，2025年开始蔚来进入阶段三，参考特斯拉销量与利润表现，预计该阶段蔚来已进入盈利周期，2025年起采用PS估值。小鹏汽车2023-2025年累计销量分别为40/67/103万辆，2023至2025年均处于阶段二，可采用PS估值，PS范围为3-4倍。

图表39：蔚来汽车累计销量与PS对应关系



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表40：小鹏2023-2025预期销量节点

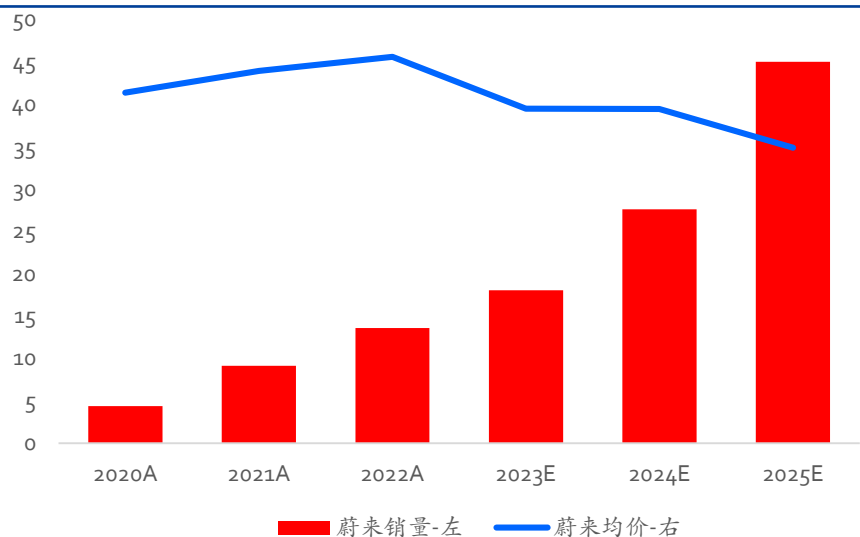


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

蔚来估值结论：销量快速增长，2025有望释放利润弹性

- 蔚来汽车2023-2024年采取PS估值：**我们预计2023年至2024年蔚来汽车销量为18、28万辆，预计2023-2024年蔚来汽车单车价值量为35.53、35.50万元，PS=3情形下2023-2024年市值分别为1919、2982亿元，相较于当前增长空间为51%、135%，PS=4情形下2023-2024年市值分别为2558、3976亿元，相较于当前增长空间为102%、214%。在次阶段根据分析，PS在3-4波动，增长平均增长率为77%、175%。
- 蔚来汽车2025年采用PE估值：**参考特斯拉、比亚迪、理想的销量与利润表现，2025年起蔚来汽车有望释放利润，采用PE估值。我们参考可比公司平均PE为31.41倍，净利率10%，我们预计2025年蔚来汽车市值为4435亿元，相较于当前增长空间为250%。

图表41：蔚来汽车销量（万元）与均价（万辆）



资料来源：Marklines，汽车之家，太平洋研究院整理

图表42：2023-2025 蔚来市值增长空间

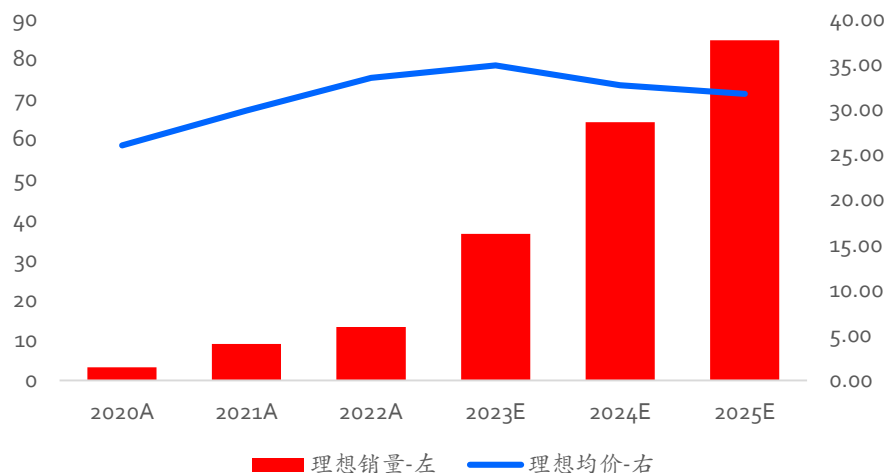
	2023年	2024年	2025年
销量 (万辆)	18	28	45
均价 (万元)	35.53	35.50	31.38
PS=3	3	3	-
PS=4	4	4	-
净利率	-	-	10%
PE	-	-	31.41
PS=3市值 (亿元)	1918.62	2981.69	-
PS=4市值 (亿元)	2558.16	3975.59	-
PE市值 (亿元)	-	-	4435.41
当前市值 (亿元)	1267	1267	1267
PS=3增长空间	51.43%	135.33%	-
PS=4增长空间	101.91%	213.78%	-
PE增长	-	-	250.07%

资料来源：太平洋研究院整理

小鹏估值结论：销量增长ASP企稳，成长空间广阔

- **2023-2025年小鹏汽车均采用PS估值，销量增长成长空间广阔：**我们预计2023年至2025年销量为14、27、36万辆，经测算单车ASP为21.44、21.80、21.46万元，单车ASP整体保持稳定。因小鹏汽车2023-2025年均位于第二阶段，因此采用PS估值，PS区间范围为3-4倍。
- **估值结论：**PS=3的情形下，我们预计2023-2025年小鹏汽车市值为900、1766、2318亿元，2023-2025年相较于当前市值成长空间为0.3%、97%、158%。PS=4情形下，2023-2025年我们预计小鹏2023-2025年市值为1201、2354、3091亿元，2023-2025年相较于当前市值增长空间为34%、162%、244%。2023-2025年平均增长率为17%、130%、201%。

图表43：小鹏汽车销量（万元）与均价（万辆）



资料来源：Marklines，汽车之家，太平洋研究院整理

图表44：2023-2025 小鹏市值增长空间

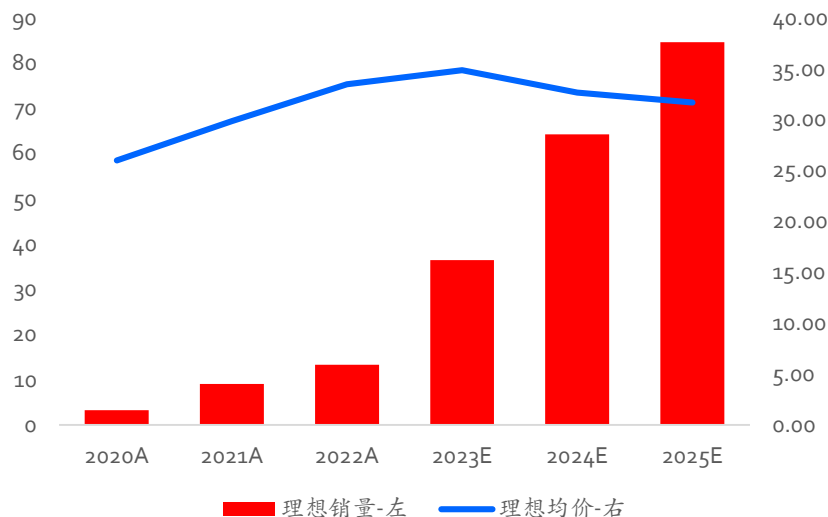
	2023年	2024年	2025年
销量 (万辆)	14	27	36
均价 (万元)	21.44	21.80	21.46
PS=3	3	3	3
PS=4	4	4	4
PS=3市值 (亿元)	900.67	1765.47	2318.12
PS=4市值 (亿元)	1200.90	2353.96	3090.83
当前市值 (亿元)	898	898	898
PS=3增长空间	0.30%	96.60%	158.14%
PS=4增长空间	33.73%	162.13%	244.19%

资料来源：太平洋研究院整理

理想PE估值：PE兑现阶段，价量齐升通道开启

- 理想汽车转亏为盈，进入PE估值阶段：理想汽车首款车型理想One于2019年底交付，2020Q1至2022Q3期间整体处于亏损状态，仅2020Q4、2021Q4两个季度短暂实现盈利。2022Q4至2023Q1进入稳定盈利阶段，其中2023Q1净利润达到9.30亿元，对应2023Q1销量为5.2万辆，单车净利润达到1.8万元，公司整体实现扭亏为盈稳定盈利，进入PE估值阶段。
- 盈利公司可比PE中枢当前31倍，公司成长空间广阔：长城汽车、长安汽车、上汽集团、广汽集团、比亚迪、特斯拉等重点车企当前PE平均值为31.41倍。我们预测，2023年至2025年理想汽车销量分别为36、64、85万辆，考虑到公司上行趋势明显智能化表现卓越，给与20%估值溢价，则相对应理想汽车市值有望达到2843、4722、6044亿元，相较于当前市值成长空间为3%、71%、119%。

图表45：可比重点车企估值变化



图表46：理想汽车销量与均价（万元）

	2023年	2024年	2025年
重点公司平均PE	31.41	31.41	31.41
理想平均ASP（万元）	34.93	32.62	31.44
理想汽车销量（万辆）	36	64	85
净利率	6%	6%	6%
汽车净利润（亿元）	75.44	125.28	160.36
估值溢价	20%	20%	20%
市值（亿元）	2843.42	4722.04	6044.33
市值空间	3.25%	71.46%	119.47%
当前市值	2754	2754	2754

蔚来小鹏理想市值空间结论：空间广阔，弹性可期

- 蔚来空间广阔，2023-2024采用PS估值，2025年采用PE估值。预计在PS=3情形下，蔚来汽车2023-2024年市值分别为1919、2982亿元，相较于当前增长空间为51%、135%，在PS=4情形下蔚来汽车2023-2024年市值分别为2558、3976亿元，相较于当前增长空间为102%、214%。2025年起蔚来汽车有望释放利润采用PE估值，我们预计2025年蔚来汽车市值4435亿元，增长空间为250%。2023-2025年平均成长空间为77%、175%、250%。
- 小鹏弹性充足，2023-2025年采用PS估值。PS=3的情形下，我们预计2023-2025年小鹏汽车市值为900、1766、2318亿元，2023-2025年相较于当前市值成长空间为0.3%、97%、158%。PS=4情形下，我们预计小鹏2023-2025年市值为1201、2354、3091亿元，2023-2025年相较于当前市值增长空间为34%、162%、244%。2023-2025年平均增长率为17%、130%、201%。
- 理想汽车价量叠加表现亮眼，2023-2025采用PE估值。重点车企当前PE平均值为31.41倍，我们预测，2023年至2025年理想汽车销量分别为36、64、85万辆，考虑到公司上行趋势明显智能化表现卓越，给与20%估值溢价，则相对应理想汽车市值有望达到2843、4722、6044亿元，相较于当前市值成长空间为3%、71%、119%。

图表47：蔚来小鹏理想未来市值预测（亿元）

	小鹏		蔚来			理想
	PS=3	PS=4	PS=3	PS=4	PE估值	PE估值
当前市值	898	898	1267	1267	2754	2754
2023年	900.67	1200.90	1918.62	2558.16	-	2843.42
2024年	1765.47	2353.96	2981.69	3975.59	-	4722.04
2025年	2318.12	3090.83	-	-	4435.41	6044.33
2023增长空间	0.30%	33.73%	51.43%	101.91%	-	3.25%
2024增长空间	96.60%	162.13%	135.33%	213.78%	-	71.46%
2025增长空间	158.14%	244.19%	-	-	250.07%	119.47%

市场空间潜力探讨： 中高端豪华车市场容量广阔，万亿市值龙头可期

- **中高端轿车及SUV市场空间为1.23万亿元：**我们定义中高端豪华车价格带为20万元以上，根据历史数据，20万以上价格带乘用车销量约占据20%的市场份额，2200万辆乘用车市场对应440万辆的市场空间。我们假设2030年中高端轿车及SUV的纯电渗透率升至80%，对应市场规模为352万辆，按照ASP35万元计算，其市场空间为1.23万亿元。
- **中高端MPV市场空间为1470亿元：**我们假定MPV稳定现有的100万台销量水平，预计2030年MPV市场电动化率有望升至70%，对应新能源MPV市场规模为70万辆，假定中高端MPV的市场份额为60%，则中高端新能源MPV市场规模为42万辆，ASP35万元，其市场空间为1470亿元。
- **当前蔚小理市值区间在700-3000亿，市场短期无市值天花板向上空间可期：**中高端及豪华车型市场空间约为1.4万亿元/年。若上市公司占据其30%的市场份额，对应0.42万亿元产值，若按照10%净利润率计算，对应净利润为420亿元，中高端电动车市场有望孵化8400亿市值空间，当前蔚小理市值区间在700-3000亿，市场短期均无市值天花板。

图表48：中高端及豪华车型市场空间测算

	轿车及SUV	MPV	合计
市场规模（万辆）	2200	100	-
中高端以上车型	20%	60%	-
电动化率	80%	70%	-
电动车市场规模（万辆）	352	42	-
ASP（万元）	35	35	-
市场空间（万亿）	1.23	0.15	1.38

目录

一

新势力三阶段分化成长，版图渐完善

二

平台迭代+智能化，车型竞争百花齐放

三

估值历史底部，成长空间广阔

四

产业链及重点标的

蔚来、小鹏、理想产业链重点上市公司：

- **蔚来：**文灿股份、继峰股份、拓普集团、多利科技、三花智控、上声电子、明新旭腾等
- **小鹏：**广东鸿图、欣锐科技、德赛西威、明新旭腾、星宇股份、中创新航等
- **理想：**保隆科技、拓普集团、中鼎股份、伯特利、常熟汽饰、继峰股份、爱柯迪、新泉股份

图表49：蔚小理产业链重点上市公司



一体化压铸 座椅 底盘轻量化 冲压件 热管理 声学系统 包覆材料
 文灿股份 继峰股份 拓普集团 多利科技 三花智控 上声电子 明新旭腾



一体化压铸 车载电源 智能座舱 包覆材料 车灯 动力电池
 广东鸿图 欣锐科技 德赛西威 明新旭腾 星宇股份 中创新航



空气弹簧 底盘轻量化 冷却管路 线控制动 内饰板 座椅 铝压铸 门板
 保隆科技 拓普集团 中鼎股份 伯特利 常熟汽饰 继峰股份 爱柯迪 新泉股份

保隆科技：成长板块逐渐兑现，空气悬挂放量将至

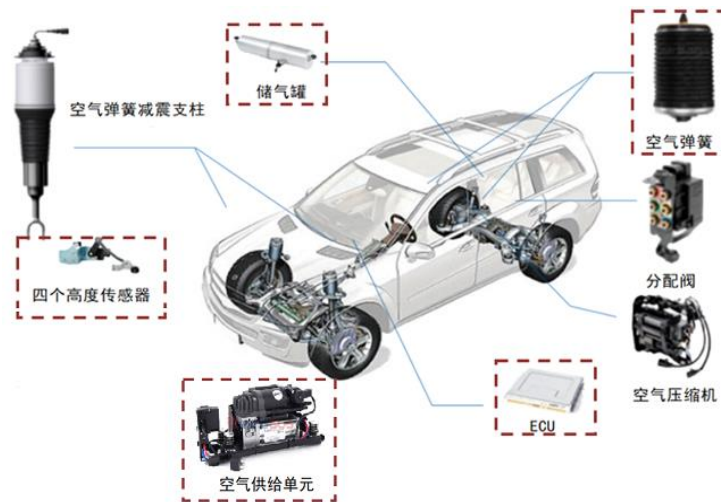
- 公司主营业务分为传统业务及增量业务。传统业务包括轻量化、气门嘴、金属管件及TPMS等，增量业务主要为智能感知业务和空气悬挂，其中智能感知业务分为传感器和ADAS，传感器主要产品为压力、光学、速度、位置、电流、加速度传感器，ADAS主要产品为摄像头和雷达。
- 空气悬挂领域公司立足智能传感优势，布局空气弹簧、传感器、ECU。公司2017年开始进军乘用车空气弹簧领域，为国内领先的乘用车空气弹簧供应商。2018年公司组建团队研发ECU和空气悬架系统集成，全面进入空气悬架系统领域。目前公司供应产品包括空气弹簧、空气供给单元、传感器、ECU、储气罐。

图表50：保隆科技供应产品



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表51：保隆科技空气悬挂配套产品

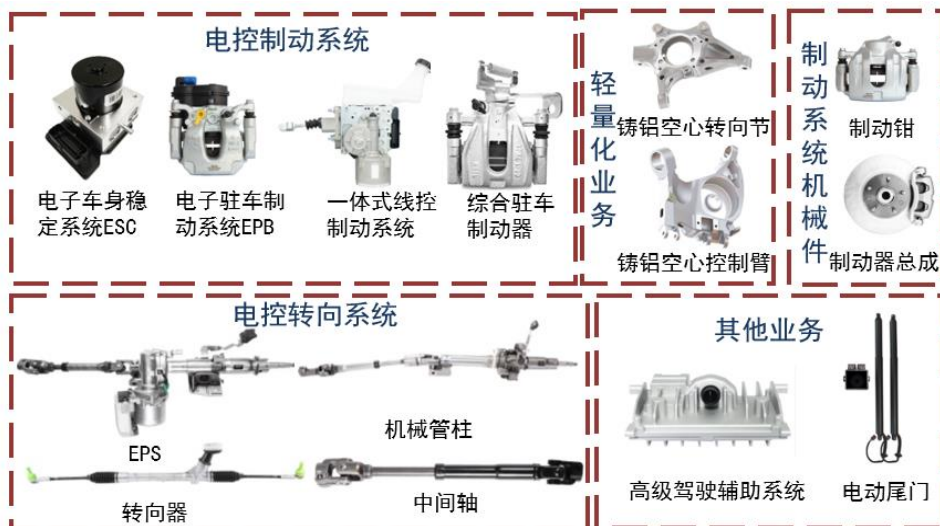


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

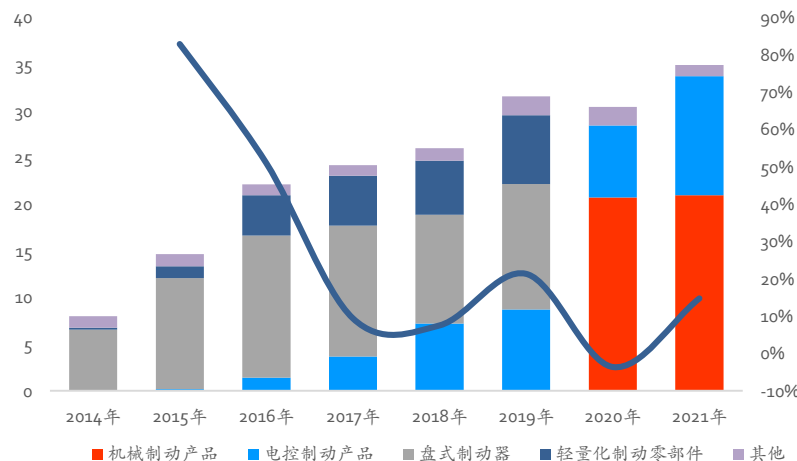
伯特利：深耕汽车制动领域，线控制动国产替代龙头

- 公司的主营业务是汽车制动系统产品，并于近年拓展了底盘轻量化及ADAS业务。制动类业务主要产品分机械制动产品和智能电控制动产品两大类，机械制动产品主要产品为制动钳、制动盘等，智能电控制动产品主要包括电子驻车制动系统（EPB）、制动防抱死系统（ABS）、电子稳定控制系统（ESC）、线控制动系统（WCBS）等。近年拓展了底盘轻量化、基于前视摄像系统的ADAS业务，进军整车轻量化、智能化领域。
- 电控制动业务放量，公司营收稳健增长。2016年公司电控制动业务营收仅为1.42亿元，占公司总营收比例为6.4%，2021年公司电控制动业务达到12.75亿元，占公司营收比例为36.5%。2014年公司营收为8.01亿元，2021年营收达到34.92亿元，CARG达到28%。

图表52：伯特利主要配套产品






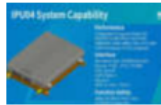



图表53：公司历年营收（亿元）及增速



德赛西威：汽车智能化专家，智能驾驶持续发力

- 公司专注于汽车智能化，当前分为智能座舱、智能驾驶和网联服务三大板块：2019年为顺应汽车行业电动化、智能化、网联化和共享化趋势，公司将业务调整为智能座舱、智能驾驶和网联服务三大板块，2022年营收占比分别为82%、15%、3%。
- 公司智能驾驶业务致力于提供传感器及感知、定位、规划及决策、控制等智能驾驶整体解决方案：公司新一代轻量级智能驾驶平台可实现高低速自动驾驶辅助功能融合，目前已获得多家主流自主品牌及合资车厂的项目定点；第一代高算力自动驾驶域控制器平台主打高性能，已率先在小鹏P7、P5车型上大规模量产供货；下一代IPU04自动驾驶域控制器已与理想汽车展开战略合作。

图表54：德赛西威主要产品及主要客户

业务	主要产品	客户	产品示意图
智能座舱 (82%)	<ul style="list-style-type: none"> • 座舱域控制器 • 信息娱乐系统 • 显示模组及系统 • 液晶仪表 	<ul style="list-style-type: none"> • 长城、广汽埃安、奇瑞、理想汽车等 • 一汽大众，上汽大众、长城汽车、吉利汽车，广汽乘用车，奇瑞汽车等 • 东风日产、小鹏汽车等 • 比亚迪、吉利、长城、广汽乘用车等 	  <p>信息娱乐系统 座舱域控制器</p>
智能驾驶 (15%)	<ul style="list-style-type: none"> • IPUD1-IPU04大算力域控制 • 智能泊车系统 • 行泊一体系统 • 1-80X • V2X • 360度高清环视系统 	理想汽车、小鹏汽车、蔚来汽车、上汽通用、长城汽车、上汽乘用车、一汽红旗、吉利汽车、奇瑞汽车、广汽乘用车等多家传统自主品牌和新造车势力；第一代高算力自动驾驶域控制器平台已率先在小鹏汽车的P7、P5车型上大规模量产供货	    <p>汽车传感器 自动泊车 大算力控制器 车载智能计算平台</p>
智能网联 (3%)	<ul style="list-style-type: none"> • 整车级OTA • 网络安全 • 蓝鲸OS终端软件 • 智能进入座舱安全管家 • 信息安全 	一汽大众、长安福特、广汽丰田、上汽通用五菱、江淮大众、赢彻科技等多个客户订单；蓝鲸4.0系统已在合创汽车的新车型上搭载	 <p>德赛西威助力捷达V57车型首次车联网OTA升级</p>

继峰股份：突破主流合资，智能座椅自主龙头

- **公司主营业务覆盖商用座椅、汽车内饰和头枕三大板块：**2022 年公司实现销售收入179.67 亿元，同比增长6.74%，在扣除长期资产（含商誉）减值计提以及乘用车座椅费用等特殊事项影响后，公司实现归母净利润 1.82 亿元。目前，公司座椅在手定点5个，合计产值约50亿元。产能方面，合肥乘用车座椅基地在5月正式投产，第一个定点项目准备交付，常州、长春等基地建设顺利，2025年产能有望升至100万辆。
- **自主品牌向主流合资进阶，收入中枢继续上行：**公司通过格拉默获取某造车新势力座椅订单，实现汽车座椅总成从0到1的突破；2023年公司获得奥迪座椅总成项目订单，实现了乘用车座椅在主流中高端品牌的突破。展望后续，公司国产替代之路明确，加速切入传统乘用车与主流合资品牌座椅市场，收入中枢进一步上移。

图表55：继峰股份主要业务

业务板块	业务内容
乘用车座椅	头枕、扶手、中控系统、内饰部件、操作系统、隐藏式电动出风口及创新性的热塑解决方案等
商用车座椅	卡车座椅、非道路车辆座椅部件、轨道交通、公共汽车座椅、重卡智能家居式座舱
其他业务	延展金属技术、微米级加工工艺

资料来源：公司年报及公告，太平洋证券研究院

图表56：继峰股份主要客户

产品领域	主要客户
乘用车座椅	奥迪、宝马、菲亚特克莱斯勒、戴姆勒、捷豹路虎、保时捷、大众、斯柯达、沃尔沃、通用、福特、凯迪拉克、特斯拉、本田、丰田、日产等国外主流厂商，以及一汽、上汽、东风、长城、红旗、比亚迪、吉利汽车、小鹏、蔚来、理想
卡车和房车座椅	戴姆勒、福特卡车、MAN、帕卡、上汽集团、陕汽、陕汽商用、一汽解放、一汽青岛、福田等
农业和建筑机械座椅	AGCO、卡特彼勒、CLAAS、CNH、迪尔公司、久保田、利勃海尔等
物料运输车和草坪车座椅	皇冠、现代、永恒力、凯傲、曼尼通、丰田等
轨道交通和公共汽车座椅	阿尔斯通、庞巴迪、大宇、德国联邦铁路、西门子、斯塔德勒等

资料来源：公司年报及公告，太平洋证券研究院

拓普集团：Tier0.5平台供应商，海外第二成长期开启

- 公司八大业务板块实现整车关键零件全覆盖，Tier0.5平台化供应商前景可期：公司主要业务包括汽车NVH减震系统、内外饰系统、车身轻量化、智能座舱部件、热管理系统、底盘系统、空气悬架系统及智能驾驶系统八大业务板块，可为客户提供一站式、系统级、模块化的产品与服务，公司产品逐渐实现对车辆关键零部件的全覆盖。
- 拓普集团围绕大客户提供一站式服务：集团秉持“快速响应，全力配合”的合作理念，围绕大客户探索一站式、模块化、系统级的产品与解决方案的供应商模式，由特斯拉贡献的营收占比持续提升。

图表57：公司主要产品及价值量



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

科博达：灯控行业龙头，业务拓展域控崭露头角

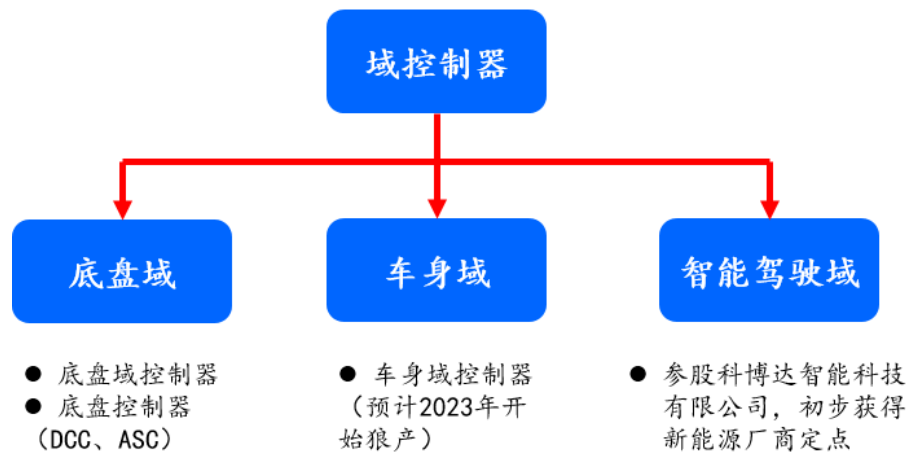
- 科博达传统业务为汽车照明控制系统、电机控制系统、能源管理系统和车载电器与电子四大板块：科博达于2003年9月成立，当前主要业务为汽车照明控制系统、电机控制系统、能源管理系统和车载电器与电子四大板块。2004年起逐渐发展为大众重要战略合作伙伴，目前已经成长为全球车灯控制器龙头，主要客户包括大众、福特、雷诺、东风日产等。
- 域控制器持续突破，进军智能驾驶领域：上海科博达智能科技有限公司成立标志着科博达正式进军汽车智能驾驶新领域。底盘、车身、智能驾驶三大域控拿到国产新势力项目定点，有望逐步转向底盘域+车身域+智能驾驶域的平台化供应商。

图表58：科博达四大传统业务



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表59：科博达域控业务



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

重点标的一览：新势力向上，产业链修复上行

- **整车**：造车新势力标的，主要包括蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车
- **零部件**：新势力造车相关产业链，主要包括文灿股份、继峰股份、拓普集团、多利科技、三花智控、上声电子、明新旭腾、广东鸿图、欣锐科技、德赛西威、星宇股份、保隆科技、中鼎股份、伯特利等

图表60：重点标的汇总

分类	证券代码	证券简称	归母净利润（亿元）				PE					
			股价*	总市值*	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
整车	LI.O	理想汽车	38.18美元	397.9亿美元	-20.12	30.37	76.08	150.94	-70.53	94.64	35.12	18.66
	NIO.N	蔚来	11.73美元	201.7亿美元	-91.39	-77.03	-53.11	-16.39	-6.42	-11.57	-16.78	-33.72
	XPEV.N	小鹏汽车	16.01美元	138.6亿美元	-145.59	-153.12	-85.23	-3.52	-7.98	-7.97	-15.64	-97.83
	2015.HK	理想汽车-W	149.8港元	3122.7亿港元	-20.12	30.37	76.08	150.94	-70.53	94.64	35.12	18.66
	9868.HK	小鹏汽车-W	65港元	1125.5亿港元	-91.39	-77.03	-53.11	-16.39	-6.42	-11.57	-16.78	-33.72
	9866.HK	蔚来-SW	91.8港元	1533.5亿港元	-145.59	-153.12	-85.23	-3.52	-7.98	-7.97	-15.64	-97.83
零部件	603348.SH	文灿股份	55.66	146.69	2.38	3.31	5.67	7.77	156.13	26.33	17.17	13.55
	603997.SH	继峰股份	15.92	180.83	-14.17	3.76	7.17	11.88	135.04	41.69	21.10	13.26
	601689.SH	拓普集团	73.21	806.81	17.00	23.90	32.92	43.79	63.46	35.28	25.39	18.91
	001311.SZ	多利科技	57.21	105.11	4.46	5.33	6.78	8.48	0.00	20.52	16.21	12.58
	002050.SZ	三花智控	28.04	1,027.28	25.73	31.25	38.36	46.64	45.25	32.45	26.32	21.68
	688533.SH	上声电子	50.12	80.19	0.87	1.71	2.74	3.79	151.39	44.60	29.06	20.87
	605068.SH	明新旭腾	23.76	38.62	1.00	1.70	2.40	3.27	30.25	22.48	15.40	11.83
	002101.SZ	广东鸿图	20.22	106.94	4.65	5.72	6.78	8.33	38.20	19.31	16.13	12.87
	300745.SZ	欣锐科技	43.60	72.00	-0.28	1.69	3.05	4.35	188.10	35.58	19.68	13.50
	002920.SZ	德赛西威	152.16	844.79	11.84	16.18	22.11	28.42	70.23	55.20	40.35	31.15
	002590.SZ	万安科技	11.85	56.84	0.72	0.00	0.00	0.00	176.07	0.00	0.00	0.00
	601799.SH	星宇股份	137.80	393.67	9.41	11.99	15.77	19.64	38.32	31.63	23.88	19.26
	603197.SH	保隆科技	56.94	118.99	2.14	3.96	5.28	6.91	36.78	30.81	22.84	17.45
	000887.SZ	中鼎股份	13.42	176.67	9.64	12.57	15.84	18.79	19.74	13.88	11.37	9.47
	603596.SH	伯特利	86.53	356.32	6.99	9.63	13.30	17.00	65.14	37.67	27.74	21.27
	603035.SH	常熟汽饰	20.26	76.99	5.12	6.42	7.60	9.19	19.22	11.79	9.66	7.95
	600933.SH	爱柯迪	23.75	212.82	6.49	8.30	10.66	13.82	51.91	24.92	19.11	14.69
603179.SH	新泉股份	48.36	235.66	4.71	7.77	10.75	14.06	66.04	29.98	21.29	16.45	

风险提示



- 风险一：行业竞争加剧风险
- 风险二：原材料成本上升风险
- 风险三：新能源汽车销量不及预期

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁镔	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。