

# 汽车

## 北京车展“出圈”，“以旧换新”落地

我们于4月25日（首日）参加了2024年北京国际车展。2022年北京车展因疫情停办，距离上次北京车展已时隔四年。本次车展全球首发车117款，其中跨国车企全球首发车30款；参展车型中新能源车278款，与去年上海车展的271款相近，远超2020年的160款。本次车展的总体感受：行业高度内卷，车型同质化严重，科技企业入场使得营销和流量变得更加重要；越野赛道开始变得拥挤；对新功能、新价值的探索成为车企亟需解答的课题。合资企业虽然仍缺乏有竞争力的产品，但也意识到中国市场的挑战而开始变得务实。此外，“以旧换新”政策于4月26日正式出台，我们测算有望拉动今年汽车销售约100万台，短期将催化市场对汽车产业链的投资情绪、利好自主品牌，但对股价的正向刺激或较短暂，中长期仍需选择具有竞争优势的车企。

■ **造型功能同质化，差异化营销抢占用户心智。**延续我们去年在广州车展的感受，伴随新能源车型的前脸简约化、车身流线化趋势，新车造型的辨识度有所降低，仿佛很难出现令人眼前一亮或有显著记忆点的造型。而标新立异的理想Mega在遭遇黑公关事件后，车企在造型创新上可能会更加小心翼翼，我们认为这对行业的发展并不是好事。配置上，经过去年理想L系列车型的热销，“冰箱彩电大沙发”逐渐成为标配。“降价格、送权益”也成为新车发布的必选项。在这种趋势下，我们认为营销能力的重要性愈发凸显，小米SU7的成功便是这一结论的有力注脚：

1) 车展现场，小米汽车和雷军的流量可谓一骑绝尘，消费者对SU7的关注度显然超出了车型本身，在造型、动力、续航之外，还有颜色、防晒和收纳，以及“人车家”的生态，甚至对创始人的喜爱等。

2) 对于科技企业和很多的造车新势力，创始人本人已经成为了产品的最佳代言人，而不再像传统车企一样依赖娱乐或体育明星，创始人亲自为车型站台、讲解，深入到销售和服务的具体环节，更能获得当代年轻人的认可。本次北京车展创始人之间的互动获得了最多的流量。这方面已经有传统车企开始效仿，比如长城汽车。而国企在这方面劣势相对明显。

■ **高压快充、智能座舱和智能驾驶快速成为新车型标配。**我们认为，虽然成熟的智能驾驶至少还需要几年时间的打磨，但智驾的配置已经是车企在同质化越来越严重的情况下尝试差异化的重要一环。今年有望成为“城市NOA”的元年，在华为和小鹏争夺第一名的同时，诸多车企也发布了今年的开城计划，其中小米、极越拥有较好的软件基础，而比亚迪和理想有望凭借领先的资源储备迎头赶上。连在智驾上相对落后的合资品牌也纷纷与中国供应商合作加速智驾产品的落地，比如大众和丰田。

续航和补能一直是纯电车的痛点，随着技术的迭代和电池成本的降低，今年推出的中高端纯电车型的续航几乎全系超过600km，包括小米、鸿蒙智行、极氪、智己等。外资豪华品牌也逐步推出800V高压平台产品，如本次亮相的保时捷Macan EV和奥迪Q6 e-tron等。

智能座舱中高通8295芯片成为标配，基于大语言模型的智能语音助手也成为重要卖点，例如“理想同学”和“小爱同学”，在智能座舱功能的开发中，同时拥有手机、平板等业务生态的科技企业拥有更多优势。

■ **越野赛道逐渐拥挤。**随着坦克品牌为长城带来可观的销量和利润贡献，硬派越野赛道开始吸引更多玩家，除比亚迪的方程豹品牌和东风的猛士品

优于大市  
(维持)

中国汽车行业

史迹, CFA

(852) 3761 8728

shiji@cmbi.com.hk

窦文静, CFA

(852) 6939 4751

douwenjing@cmbi.com.hk

覆盖股票列表:

公司名称	股份代码	评级	目标价 (本地)
理想汽车	LI US	买入	48
理想汽车	2015 HK	买入	187
蔚来汽车	NIO US	持有	6.2
小鹏汽车	XPEV US	持有	10.5
小鹏汽车	9868 HK	持有	41
吉利汽车	175 HK	买入	14
长城汽车	2333 HK	买入	14
长城汽车	601633 CH	买入	32
比亚迪	1211 HK	买入	262
比亚迪	002594 CH	买入	285
广汽集团	2238 HK	买入	5.5
广汽集团	601238 CH	买入	14
亿和控股	838 HK	买入	1.5
永达汽车	3669 HK	买入	2.7
美东汽车	1268 HK	买入	4

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

相关报告:

[“中国汽车行业—2023广州车展: 产品定义与技术创新并重”—2023年11月20日](#)

牌外，奇瑞捷途也变成主攻越野车的品牌，本次车展捷途展台摆放的几乎全部为越野车。一汽丰田复活了普拉多，利用混动技术把发动机排量从3.5L降到2.4T，预售价45.98万起，初期排产规划3,000-4,000/月。福特烈马 Bronco 在美国月销近万台，其国产车型在此次北京车展上市，定价29.98万起，我们认为具有一定的竞争力。此外以越野造型为卖点的纯电车型也层出不穷，例如奇瑞 iCAR V23 和此前上市的宝骏悦也 Plus。随着行业内卷升级，越野车市场也有成为红海的风险，这也是投资者对长城的担忧之一。

■ **自主品牌深度布局 MPV 市场。**过去 MPV 作为相对小众的市场，几乎被日系品牌和别克 GL8 所垄断，近几年随着多胎家庭及乘坐体验的需求增长，自主品牌逐步推出一些有竞争力的产品并获得较好的利润，例如腾势 D9、极氪 009 等，广汽传祺也逐渐变成一个主销 MPV 的品牌。今年以来，小鹏 G9、理想 Mega 纷纷入局，本次车展首发的极氪 Mix 也以“宝宝巴士”的昵称在网络流传，前排旋转座椅和对开门设计展现了较好的差异化。极氪 009 光辉四座版也于车展前夕上市，售价 78.9 万元，我们预计其毛利率或达 35-45%。此外亮相的自主品牌 MPV 新车型还包括：奇瑞星途 E08、上汽大通大家 7、江淮瑞风 RF8 鸿蒙版、东风风行星海 V9 等。

■ **重要新车选择独立发布，车展仅作为亮相的平台，销售人员或比车模更重要。**不同于过去车企往往选择借助车展的流量推动新车上市，随着信息碎片化程度加深、社交媒体的兴起、车型周期缩短，我们注意到现在自主品牌很少会在车展的发布会上首发最新技术或推出重要新车型，另一方面，很多在官方统计口径中的首发车型，也因为工信部车型申报或谍照的传播而被消费者提前熟知，车展车型的新鲜感已经有所下降。自主品牌中比较期待的小鹏 Mona，蔚来第二品牌乐道 L6 和极氪 CX1E 全新中型 SUV 都没有在本次车展亮相，不少新车型的内饰也没有公开。北京车展或对海外媒体和汽车人的冲击会更大一些。而不少自主品牌的销售人员在媒体日上也不遗余力地推销车型。

与之相对，很多外资品牌/合资车企仍然保持了在车展上市新车的惯例，本次在北京车展正式上市的外资品牌重点新车包括：江铃福特烈马 Bronco、一汽丰田全新普拉多、保时捷 Macan EV、凯迪拉克 IQ 傲歌、别克 GL8 陆尊 PHEV、起亚索奈等。

■ **外资车企意识到中国市场的挑战，但短期仍缺乏有竞争力的新能源车。**我们注意到，北京车展媒体和观众对合资品牌的兴趣超过广州车展，这可能跟南北方新能源渗透率的差异有关。本次车展，我们能感受到外资品牌对中国市场新能源转型的重视度提升，包括广汽本田推出 e:NP2、首发和广汽联合开发的全新品牌的首款车型烨 P7，广汽丰田推出铂智 3X，东风本田首发灵犀 L，宝马亮相新世代、Mini Aceman，奔驰亮相 EQG，别克推出 GL8 PHEV，凯迪拉克推出 IQ 傲歌，大众亮相 ID.7S 和 ID.UNYX（与众）等。大部分外资车企开始变得更加务实，包括在定价、成本控制以及与本土供应商的合作。

我们在 4 月 24 日还参加了大众的中国资本市场日，我们认为，大众已经意识到了中国市场的挑战，然而在短期（2024-25 年）仍然缺乏具有竞争力的车型，只能以降本为主，并不设其 2024-25 年在中国的销量和盈利目标。虽然 1Q26 上市的与小鹏合作的车型仍基于 MEB 平台，其为中国专门打造的 CMP 平台也将于 2026 年量产，目标单车成本下降 40%。除了全方位解析其“在中国，为中国”（in China, for China）的战略，大众提到最多的关键词就是“推出市场速度”，为此，大众设立中国的研发中心，提高沟通速度、降低沟通成本，并放弃全栈自研。

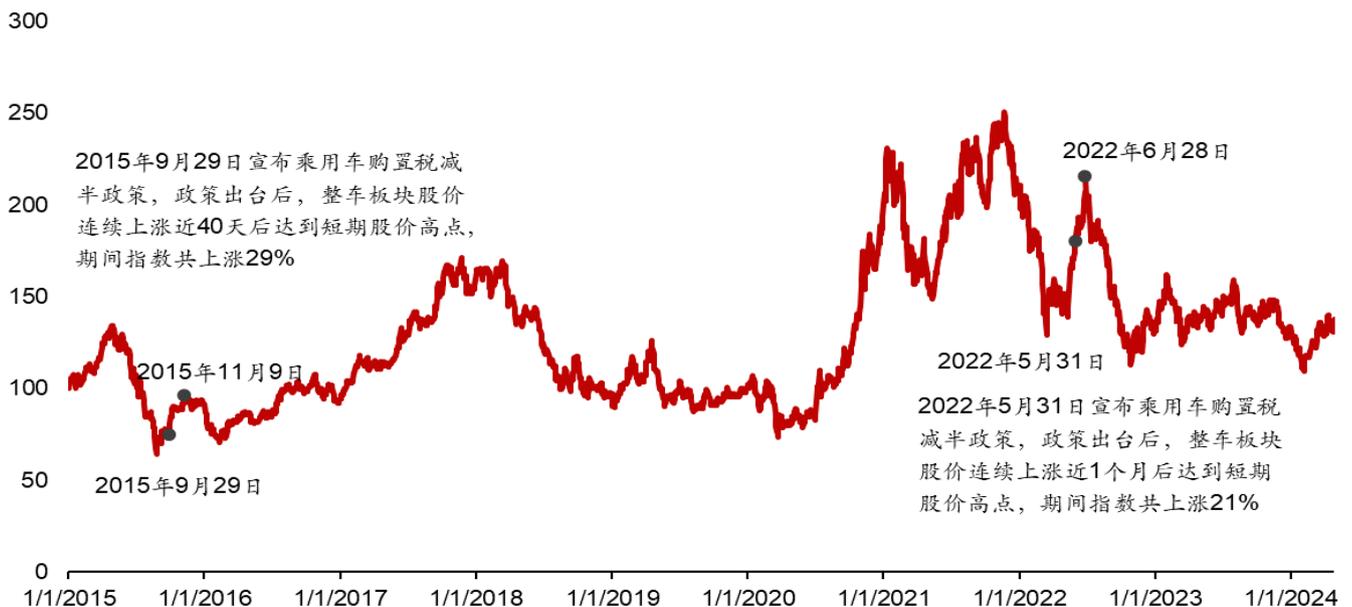
- 我们预计“以旧换新”政策有望拉动约100万新车零售增量，但对股价的正向刺激或较短暂。4月26日，市场期待已久的“以旧换新”政策正式出台，对报废两类旧车（国三及以下或2018年4月30日前注册登记的新能源乘用车）并购买新能源乘用车的，补贴1万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车的，补贴7,000元，其中中央政府出资50-70%。

我们测算符合两类旧车标准的乘用车保有量约为1,400万辆，由于之前的价格战已经愈演愈烈，此次的刺激政策可能会使折扣加深速度稍缓，所以测算仅因为刺激政策带来的增量难度较大，我们提升2024年全年零售销量100万台至2,245万台（从同比-1.0%到+3.5%），提升2024年批发销量113万台至2,763万台（从同比+2%到+6%）。

我们回顾2022年和2015-17年的购置税减半刺激政策，主机厂的股价都在政策宣布约一个月后达到短暂的顶峰，平均涨幅分别为29%和21%。在2022年购置税减半政策中，长安汽车（000625 CH，未评级）、吉利和长城股价受益最多。与购置税减半政策利好燃油车不同，此次刺激政策也同时利好新能源，比亚迪销量或受益最大。

- **投资建议：**“以旧换新”政策落地短期将利好整体汽车产业链，特别是自主品牌。但是政策刺激带来的繁荣总是短暂的，无论是对于行业基本面还是公司股价，最终决定企业竞争格局和估值的仍然是产品竞争力和真实的市场需求。推荐关注吉利汽车，今年公司还将推出多款值得期待的新能源车型，包括极氪品牌两款、吉利品牌三款、领克品牌三款，电动化全面加速。虽然Mega的不及预期以及连带的L系列的连锁反应让投资者很难判断理想汽车短期的股价底部，但我们认为公司对产品定义的能力仍在，公司也有望从挫折中迭代成长，其1Q24业绩或为全年盈利能力定下大体的基调，到时或是买入的机会。

图1：2015/2022年两轮购置税减半政策出台后，中国乘用车板块股价表现回顾（以2015年1月1日为基数还原）



资料来源：彭博、招银国际环球市场

注：该股价指数由8支整车厂标的按市值加权拟合而成，包含长安汽车（000625 CH）、吉利汽车（175 HK）、长城汽车（2333 HK）、比亚迪（1211 HK）、广汽集团（2238 HK）、上汽集团（600104 CH）、华晨中国（1114 HK）、北京汽车（1958 HK）。

图 2：北京车展重点新车梳理

品牌	车型	类别	动力类型	上市时间	定价(含估计)
小米	小米 SU7	中大型轿车	BEV	3月28日已上市	21-30万
理想	理想 L6	中大型 SUV	EREV	4月18日已上市	25-28万
鸿蒙智行-享界	享界 S9	中大型轿车	BEV	预计6月上市	预计30-50万
鸿蒙智行-智界	智界 S7	中大型轿车	BEV	4月11日已上市	25-35万
比亚迪	秦 L DM-i	中型轿车	PHEV	预计2季度上市	预计12万起
比亚迪	海豹 06 DM-i	中型轿车	PHEV	预计2季度上市	预计12-15万
比亚迪	Ocean-M	紧凑型轿车	BEV	预计3季度上市	预计15-20万
比亚迪	海狮 07 EV	中型 SUV	BEV	预计5月上市	预计20万左右
方程豹	豹 8	大型 SUV	PHEV	预计3季度上市	预计50万左右
仰望	仰望 U7	大型轿车	BEV	预计下半年上市	-
腾势	腾势 Z9 GT	中大型轿车	BEV	预计年中上市	-
零跑	零跑 C16	中型 SUV	BEV/EREV	预计6月上市	预计15-20万
哪吒	哪吒 S 猎装版	中大型轿车	BEV/EREV	预计年中上市	预计20-30万
哪吒	哪吒 L	中型 SUV	BEV/EREV	4月22日已上市	13-16万
极氪	极氪 Mix	中型 MPV	BEV	预计2季度上市	预计20万起
领克	领克 07 EM-P	中型轿车	PHEV	预计5月上市	预计18-21万
极越	极越 07	中型轿车	BEV	预计下半年上市	预计22万起
广汽传祺	传祺 M6 MAX	紧凑型 MPV	ICE	预计5月上市	预计10-15万
广汽传祺	传祺 GS4 MAX	紧凑型 SUV	ICE	4月18日已上市	11-12万
广汽埃安	埃安 V	紧凑型 SUV	BEV	预计7月上市	预计15-20万
坦克	坦克 700 Hi4-T	中大型 SUV	PHEV	2月26日已上市	43-70万
哈弗	哈弗 H6 换代	紧凑型 SUV	ICE	预计下半年上市	预计10-15万
哈弗	哈弗 H9 换代	中大型 SUV	ICE	预计5月上市	预计20-25万
长安启源	启源 E07	中大型 SUV	BEV	预计下半年上市	-
深蓝	深蓝 G318	中大型 SUV	EREV	预计6月上市	预计25-30万
奇瑞 iCAR	iCAR V23	紧凑型 SUV	BEV	预计4季度上市	-
星途	星纪元 ET	中大型 SUV	BEV/EREV	4月15日已上市	20-33万
星途	星途瑶光 C-DM	中型 SUV	PHEV	3月11日已上市	16-23万
捷途	山海 T1	紧凑型 SUV	PHEV	预计4季度上市	-
捷途	山海 T2	紧凑型 SUV	PHEV	4月22日已上市	18-21万
捷途	山海 L6	紧凑型 SUV	PHEV	预计3季度上市	预计10-15万
捷途	山海 L7	中型 SUV	PHEV	预计3季度上市	-
奇瑞	探索 06 C-DM	紧凑型 SUV	PHEV	北京车展上市	13-14万
奇瑞	风云 T9	中型 SUV	PHEV	-	16-20万
东风风行	风行星海 V9	中大型 MPV	PHEV	预计5月上市	预计18-28万
东风风行	风行星海 S7	中型轿车	BEV	预计6月上市	预计13-20万
东风 eπ	eπ 008	中大型 SUV	BEV/EREV	预计3季度上市	-
东风风神	风神 L7	紧凑型 SUV	PHEV	北京车展上市	13-16万
红旗	国雅	大型轿车	HEV	-	-
红旗	HQ9 PHEV	中大型 MPV	PHEV	北京车展上市	36-54万
北京	BJ30	紧凑型 SUV	ICE/HEV	预计5月上市	预计12-16万
极狐	极狐 αS5	中型轿车	BEV	预计2季度上市	20-22万
智己	智己 L6	中大型轿车	BEV	预计5月上市	预计23-33万
上汽荣威	D5X DMH	紧凑型 SUV	PHEV	预计5月上市	预计12-15万
上汽大通	大家 9	中大型 MPV	PHEV	预计5月上市	26-35万
上汽大通	大家 7	中型 MPV	PHEV	预计5月上市	20-25万
江淮	瑞风 RF8 鸿蒙版	中大型 MPV	PHEV/ICE	北京车展上市	21-26万
Mini	Mini Aceman	小型 SUV	BEV	预计下半年上市	-
Mini	Mini Cooper	小型轿车	BEV	-	预计21-27万
Mini	Mini JCW Countryman	紧凑型 SUV	ICE	3月11日已上市	40万
奥迪	Q6 e-tron	中型 SUV	BEV	预计25年上市	海外63-82万
大众	迈腾换代	中型轿车	ICE	预计5月上市	-

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 2：北京车展重点新车梳理（续）

品牌	车型	类别	动力类型	上市时间	定价（含估计）
大众	途观 L Pro	中型 SUV	ICE	预计 5 月上市	-
大众	ID.UNYX 与众	紧凑型 SUV	BEV	预计年内上市	-
保时捷	Macan EV	中型 SUV	BEV	北京车展上市	73-97 万
梅德赛斯-奔驰	奔驰 G580	中大型 SUV	BEV	预计下半年上市	-
梅德赛斯-奔驰	迈巴赫 EQS SUV	大型 SUV	BEV	北京车展上市	160-192 万
本田	极湃 2	紧凑型 SUV	BEV	北京车展上市	19 万
本田	猎光 2	中型轿车	BEV	预计 6 月上市	预计 16-18 万
本田	烨 P7	中型 SUV	BEV	预计年底上市	-
本田	烨 S7	中型 SUV	BEV	预计年底上市	-
本田	灵悉 L	紧凑型轿车	BEV	预计下半年上市	-
丰田	全新国产普拉多	中大型 SUV	HEV	4 月 24 日已上市	46-55 万
丰田	铂智 3X	紧凑型 SUV	BEV	-	-
马自达	马自达 EZ-6	中型轿车	BEV/EREV	预计下半年上市	预计 15-20 万
雪佛兰	探界者 Plus	中型 SUV	PHEV	北京车展上市	15-18 万
雪佛兰	探界者 EV	中型 SUV	BEV	预计年中上市	海外 25 万起
别克	GL8 陆尊 PHEV	中大型 MPV	PHEV	4 月 24 日已上市	36-42 万
福特	烈马 Bronco	中型 SUV	ICE	北京车展上市	30-44 万
凯迪拉克	IQ 傲歌	中型 SUV	BEV	北京车展上市	24-27 万
北京现代	IONIQ 5 N 中国版	中型 SUV	BEV	预计下半年上市	海外售价约 40 万
北京现代	索奈	小型 SUV	ICE	北京车展上市	9-10 万
北京现代	胜达换代	中大型 SUV	ICE	预计 8 月上市	-
沃尔沃	沃尔沃 EX30	紧凑型 SUV	BEV	预计上半年上市	预计 21-26 万

资料来源：公司资料、招银国际环球市场

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章) 下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章) 所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。