

中国汽车行业

2023 广州车展：产品定义与技术创新并重

我们在 11 月 17 日参加了 2023 广州国际车展。本届车展共有超过 90 家主流车企 1,132 台车参展，其中新能源车 469 台，约 3/4 来自自主品牌，也吸引了大多数的人气。我们注意到理想、小鹏、方程豹、极氪和华为的鸿蒙智行展台人气相对较旺，而合资品牌展台普遍冷清。车展的总体感受与我们之前预期的行业趋势一致：自主品牌继续侵蚀合资品牌份额，竞争进一步加剧，继续推荐波段交易，继续首推理想，吉利、长城和华为产业链值得关注。

■ **纯电车型的前脸趋于雷同，或导致其他维度的竞争加剧。**随着进气格栅的取消，在对风阻系数的追求下，纯电车型的前脸变得简单，在早期学习借鉴特斯拉之后，绝大部分纯电车型前脸造型都能符合基础的大众审美需求，但趋于雷同，缺乏以前燃油车各自标志性的家族式前脸，导致令人惊艳的纯电车型前脸设计也很少。我们认为这可能会导致两个趋势：

- 1) 主机厂会对车型的其他竞争维度更加重视，包括内饰、智能化、乘坐舒适度、驾驶感受等，我们也已经看到主机厂在这些方面的营销侧重。
- 2) 这并不意味着外观创新已经没有任何空间，比如**理想 MEGA**在量产车中独树一帜的造型风格产生了大量的流量。而且我们认为 MEGA 5.3 米的车长绝不仅仅为了乘坐空间的卖点，其造型和空间或能满足家庭用车在不同场景的改造弹性和功能，是市面上其他车型无法提供的。所以从某种意义上说，李想当年说的纯电车型会出一个全新的品类是对的，MEGA 并不是一个简单意义上的 MPV。相对于理想 MEGA 整体造型的出圈，也有车企在智能前脸下功夫，比如**阿维塔 12**的 HALO 屏以及**极氪 007**的巨幕灯带。

小鹏 X9是除理想 MEGA 以外的很受关注的 MPV 车型，我们认为实车比之前的图片展示效果稍好一些，但总体中规中矩。为了避免与腾势 D9、极氪 009、传祺 E9 的前脸趋同，小鹏在保持前脸上半部分家族式设计的情况下，希望在前脸的底部做文章，引入类似鳞片的效果，但我们感觉不如理想整体造型简约而不简单的效果。另外，小鹏 X9 设计了第三排座椅可翻转使乘坐方向朝车外，提供野外休闲功能，无独有偶，**传祺 E8**也带来了这样的设计，可见车企也意识到了在外观趋于雷同的情况下，在其他方面创新的重要性。

■ **中型/中大型纯电轿车竞争白热化，轿跑型 SUV 或成下一个竞争的细分市场。**本次车展中新近发布的中型和中大型纯电轿车令人眼花缭乱，包括阿维塔 12、大众 ID.7/ID.NEXT、智界 S7、星纪元 ES、银河 E8、极氪 007、红旗 EH7、宝马 i5 等。我们认为这会对老车型（包括蔚来 ET5、比亚迪汉/海豹 EV、小鹏 P7、极氪 001）形成较大的销量冲击，我们预计中型/中大型的纯电智能轿车在 2024 年的主力价格区间会继续下移至 20 万人民币甚至更低。

阿维塔 12标配 3 颗激光雷达，前风挡下面配备灯珠组成的 HALO 屏，车内仪表板采用纯平无按键的创新极简设计，并在上方远端布置了贯穿座舱左右的 35.4 英寸一体宽屏，用于显示驾驶相关信息，并在两端显示流媒体后视镜的视野信息。我们认为此设计虽然娱乐功能不如**吉利银河 E8**的 45 英寸长屏，但日常实用功能性和耐看程度要超过简单的大屏堆砌。所以我们认为阿维塔 12 的 30.08 万元的起售价仍具备竞争力。

我们认为**极氪 007**的 22.99 万的起售价基本符合预期，在考虑 Model 3 的标杆影响之后，向上要避免让极氪 001，同时又面临自家银河 E8 的竞争。我们估算极氪 007 的毛利率在此售价下依然为正。

优于大市（维持）

中国汽车行业

史迹, CFA
(852) 3761 8728
shiji@cmbi.com.hk

顾思捷
jasongu@cmbi.com.hk

窦文静, CFA
(852) 6939 4751
douwenjing@cmbi.com.hk

股票覆盖：

公司	代码	评级	目标价 (LC)
理想汽车	LI US	买入	50
理想汽车	2015 HK	买入	195
蔚来汽车	NIO US	持有	10
小鹏汽车	XPEV US	持有	16
小鹏汽车	9868 HK	持有	62
吉利汽车	175 HK	买入	14
长城汽车	2333 HK	买入	13
长城汽车	601633 CH	买入	32
比亚迪	1211 HK	买入	290
比亚迪	002594 CH	买入	300
广汽集团	2238 HK	买入	6.5
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	5
美东汽车	1268 HK	买入	7.2

来源：彭博，招银国际环球市场

我们在车展体验这些新车型还能感受到的一个现象是，虽然后排腿部的空间充足，但座椅普遍偏矮，影响乘坐的舒适性。这是由于电机布置自由度高，使得纯电动平台的新车普遍拉长了轴距，座舱前后空间就会较为宽裕，但底部的电池减少了垂直空间，加上溜背造型的普及，使得车型设计时需降低座椅的高度，给后排乘客留下一定头部空间。我们认为在轿车解决此类问题有难度的情况下，车企可能会更多考虑开发纯电轿跑型 SUV 来平衡造型、风阻和空间，比如极越 01 和智己 LS6。我们在极越 01 的后排乘坐体验要显著好于纯电轿车。

- **方程豹 vs 坦克：不同的越野理念。**越野市场可能成为另一个将被新能源技术深刻影响的赛道，比亚迪方程豹和长城坦克的展区热度都很高。长城坦克的各款车型都推出了 Hi4-T 的插电混合动力版本。与 Hi4 的 P2 + P4 的混动架构不同的是，Hi4-T 采用的是 P2 + 9HAT 变速箱的架构，其本质依旧是以其经过二十年市场考验的燃油车越野技术为核心，混动是作为系统的辅助以及降低城市场景的油耗来吸引更多的用户进入越野圈。而比亚迪的方程豹则采用了完全不同 P1 + P3 + P4 的电四驱的路线，省略了机械中央差速结构和复杂的变速箱，降低了发动机排量，虽然多了两个电机，但总体架构的成本或与 Hi4-T 的方案相近，同时响应更快，城市场景可以更节油，百公里馈电油耗在 7.8 升左右，比坦克 400Hi4-T 节约将近 2 升。

我们认为电四驱降低了相关机械技术的门槛，凭借新能源方面技术的积累，豹 5 的整体产品具有竞争力，但越野是个相对小众的市场，用户粘性高，爆发式宣传的性价比低，更多需要用户群体的口碑积累。方程豹作为市场的新进入者，在用户需求的把握和产品深度体验的反馈上可能有一定的缺失，对于越野市场的格局重塑可能需要一定的时间。

- **增程式混动路线或被更多车企采用。**虽然今年比亚迪的插电混动市场份额有所下降，但仍占据 55% 的市场份额。大部分车企短期在成本上无法与比亚迪的 P1+P3 架构抗衡的情况下，或选择成本和技术难度更低的增程式路线来参与竞争。虽然高速馈电工况由于不能发动机直驱，能耗会更高，但由于发动机和传动系统解耦，布置更灵活，同等条件下可以获得更多的车内空间。
- **传统车企在新能源上已完成第一轮试错，车型开始大爆发。**比起造车新势力，大部分传统车企早期的新能源车型主要以补贴为导向，导致 2020 年新能源市场化开始之后，车型缺乏竞争力。此次车展，奇瑞复活了风云系列并带来山海系列，长安面向偏主流用户市场的启源品牌车型集中亮相，都把展台挤得满满当当。这再次验证了我们之前强调的竞争只会加剧，周期的底部时间可能比投资者之前想象的要长。
- **合资品牌热度持续下降。**此次车展丰田凯美瑞、宝马 5 系、奔驰 E 级等都带来了换代产品，但反响平平。非豪华合资品牌的展位基本都比较冷清。以凯美瑞为例，其在 2017 年底的上次换代时新造型给人的惊艳感，以及丰田导入全新 TNGA 平台的营销效果，让人对其销量和盈利充满信心，丰田也因此在中国迎来销量的爆发。经过近几年中国市场的白热化竞争后，用户面对大量的选择，而合资车企的造车思维还普遍停留在原先的竞争维度上，这让新一代的凯美瑞或其他合资品牌车型缺少让消费者购买的冲动。缺少亮眼的卖点又没有价格冲击力，车展上很多合资品牌已经基本放弃了社媒营销。

根据我们在车展的观察和梳理，主流合资品牌的车型布局其实较为完整，做工和细节也都到位（比如第三排的乘坐体验），但问题在于很多细分品类只有油车，智能化水平弱，换代周期长导致车型相对老旧，价格竞争力不足，而核心研发在海外不能紧跟中国市场需求。这些都是合资品牌需要解决的问题。我们认为在竞争日益激烈的中国车市里面，合资品牌可能会受到的冲击最大。

- **投资建议：**理想 MEGA 的实车展出效果基本验证了我们此前认为的 MEGA 会成为理想股价的正面催化剂，理想汽车仍然是我们的首选标的。传统车企带来更多的具有竞争力的新能源车型，竞争会进一步加剧，所以我们也仍然维持波段交易的推荐。传统车企推荐关注吉利汽车和长城汽车。华为汽车产业链也值得关注。

图 1: 中型 / 中大型纯电轿车前脸对比, 猜一猜对应品牌和车型



资料来源: 汽车之家, 招银国际环球市场

备注: 从左至右从上到下依次为:

东风 eπ007、启源 A07、哪吒 S、星途星纪元 ES、
零跑 C01、智界 S7、极狐αS、红旗 HS7、
蔚来 ET5、小鹏 P7、智己 L7、飞凡 F7、
比亚迪汉、比亚迪海豹、特斯拉 Model 3、大众 ID.7、
吉利银河 E8、阿维塔 12、极氪 007、宝马 i5

敬请参阅尾页之免责声明

图 2: 理想 MEGA



资料来源：广州车展、招银国际环球市场

图 3: 小鹏 X9



资料来源：广州车展、招银国际环球市场

图 4: 坦克 400 Hi4-T



资料来源：广州车展、招银国际环球市场

图 5: 方程豹 5



资料来源：汽车之家、招银国际环球市场

图 6: 阿维塔 12 内饰



资料来源：新车评、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 个月的潜在涨幅在-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	：招银国际环球市场并未给予投资评级

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策。

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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策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关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个人。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任何其他人士。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。