汽车

发布时间：2024-02-18

证券研究报告 / 公司深度报告

优于大势

奇瑞汽车深度报告：出海持续增长，新能源转型高弹性

上次评级:优于大势

报告摘要：

奇瑞汽车成立于 1997 年，在这近 30 年的发展历程中，业务板块不断扩大、产品矩阵不断完善。从奇瑞的销量周期来看，可以划分为快速崛起（2001-2010）、战略失误（2011-2013）、艰难前行（2014-2019）、重整旗鼓（2020 至今）四个阶段，其中 2001-2010 年期间主要依托中国汽车行业的导入期红利以及一代神车奇瑞 QQ 的爆火，2011-2013 年间是其首次冲击高端市场战略失误，同时又一定程度上错失 SUV 红利，随后 2014-2019 年间冲击高端化再度失利，但也为后续的战略调整奠定了良好基础，自 2020 年至今，奇瑞品牌矩阵更加清晰，并且伴随着出海和新能源转型打开了新的销量周期。

海外市场：深耕多年，厚积薄发。奇瑞早在 2001 年就打开了出海业务，近年来出口量迎来快速增长，2021-2023 年奇瑞出口占整体批发量的比例由 31%增长至 53%。从车型角度看，奇瑞出口的车型以 SUV 为主，且销量靠前的车型主要靠出口带动。从奇瑞在海外各国家地区表现看，俄罗斯是 2023 年增量最大和增速最快的国家之一，主要系疫情、地缘政治等因素为自主品牌带来了机遇，从量、价、格局等角度看后续俄罗斯也仍然是海外重要的一块市场，此外如墨西哥、土耳其、哈萨克斯坦、南非、中东等国家或地区也贡献了较大增量。我们认为，国内车企凭借坚韧的汽车供应链以及多年来的海外布局，在疫情、缺芯时期迅速打开海外市场、占据优势，伴随着国内车企从产能、研发、营销、渠道等多维度持续布局，我国汽车出海有望持续增长。奇瑞作为海外布局最早的车企之一，也有望受益先发优势、带动产销打开更大的空间。

新能源转型：布局“插混+纯电”路线，积极推进转型。插混方面，推出鲲鹏混动 CD-M 架构，并且规划了全新的插混序列“风云”以及全新的插混渠道，且旗下品牌奇瑞、星途、捷途将全面混动化；纯电方面，基于高端纯电平台 E0X 平台，一方面打造星纪元系列车型，包括纯电、增程等动力架构，另一方面与华为进行智选模式的合作，推出智界品牌，在华为的深度赋能下有望带来进一步增长。奇瑞此前在新能源领域的布局可谓“起大早、赶晚集”，如今，奇瑞在新能源领域大力布局，插混、纯电双线推进，随着新能源渗透率的持续提升，新能源转型有望为奇瑞销量带来更大的弹性。

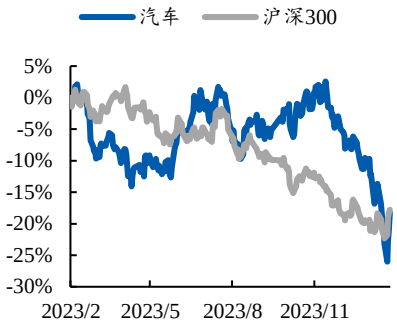
投资建议：奇瑞作为自主车企佼佼者，车型矩阵、产品谱系、渠道布局等方面持续完善，出海成为重要增量且有望保持优势，新能源积极转型有望带来进一步弹性，多重增长因素叠加有望带动奇瑞进入新一轮上行销量周期，其产业链也将受益奇瑞车型销量增长，建议关注奇瑞汽车相关汽车零部件标的如瑞鹄模具、伯特利等。

风险提示：海外销量不及预期；新能源转型不及预期。

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
瑞鹄模具	21.95	0.76	1.04	1.63	28.88	21.11	13.47	买入
伯特利	59.29	1.71	2.12	2.81	34.67	27.97	21.10	买入

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-8%	-19%	-19%
相对收益	-10%	-12%	-2%

行业数据

成分股数量（只）	293
总市值（亿）	30147
流通市值（亿）	12406
市盈率（倍）	26.95
市净率（倍）	1.83
成分股总营收（亿）	32606
成分股总净利润（亿）	859
成分股资产负债率（%）	60.07

相关报告

《硬派越野车行业报告：国产硬派越野车崛起新能源助力抢占新市场》

--20231228

《美国电动车行业专题报告：美国电动车群雄逐鹿，渗透率提升前景可期》

--20231204

证券分析师：李恒光
执业证书编号：S0550518060001
021-61001510 lihg@nesc.cn

研究助理：姜育恒
执业证书编号：S0550122050032
15821163658 jiangyh@nesc.cn

目 录

1. 奇瑞汽车：自主品牌佼佼者 5
1.1. 奇瑞汽车概况 5
1.2. 奇瑞汽车销量周期复盘 7
2. 海外市场：深耕多年，厚积薄发 13
2.1. 奇瑞前瞻布局，成为出海龙头车企 13
2.2. 俄罗斯是重要市场，自主车企积极把握机遇 17
3. 新能源转型：布局“插混+纯电”路线，积极推进转型 22
3.1. 插混：以鲲鹏动力为基，产品、渠道多方面布局 24
3.2. 纯电：以 E0X 平台为基，星纪元+智界双线推进 26
3.2.1. 星纪元：高端纯电品牌 29
3.2.2. 智界：与华为智选模式合作 31
4. “瑶光 2025”战略 37
4.1. 火星架构 38
4.2. 鲲鹏动力 41
4.3. 雄狮智舱&大卓智驾 43
4.4. 银河生态 45
5. 部分产业链梳理 46
5.1. 瑞鹄模具 46
5.2. 伯特利 51
6. 投资建议及风险提示 54
6.1. 投资建议 54
6.2. 风险提示 55

图表目录

图 1：奇瑞汽车发展历程 5
图 2：奇瑞控股集团业务架构 6
图 3：奇瑞控股旗下各板块业务 7
图 4：2004-2023 年奇瑞汽车销量复盘 7
图 5：2004-2010 年奇瑞的车型周期 8
图 6：2008-2014 年瑞麒+威麟销量 9
图 7：2010-2016 年我国狭义乘用车销量结构 10
图 8：2010-2016 年部分自主品牌 SUV 销量 10
图 9：2008-2014 年奇瑞的车型周期 10
图 10：2014-2020 年观致、凯翼、开瑞等品牌销量 11
图 11：2014-2020 年奇瑞的车型周期 11
图 12：2020 年至今奇瑞的车型周期 12
图 13：奇瑞汽车旗下品牌车型矩阵 13
图 14：2021-2023 年奇瑞国内与出口销量 14
图 15：2022-2023 年奇瑞分车型国内与出口销量 14
图 16：2006-2023 年奇瑞在海外国家的销量 15
图 17：2016-2022 年乘用车出口总量及增速 16
图 18：AFS 估算 2021 年因缺芯全球汽车减产数量（万辆） 16
图 19：奇瑞全球主要生产及研发基地布局图（2017 年） 17
图 20：2006-2024E 年俄罗斯汽车销量 18

图 21：奇瑞部分车型国内厂商指导价和俄罗斯当地售价对比（万元人民币） 20
图 22：残值最高的 5 款 4 年车龄 SUV 车型 21
图 23：残值最高的 5 款 6 年车龄 B 级车型 21
图 24：2022 年 1 月至 2023 年 10 月俄罗斯经销商数量与结构对比 21
图 25：俄罗斯部分品牌经销商数量（截至 2023 年 10 月） 22
图 26：2011-2023 年奇瑞汽车新能源销量占比与行业新能源渗透率对比 23
图 27：奇瑞新能源产品矩阵 24
图 28：奇瑞燃油车、插电混动车型与比亚迪插电混动车型价格对比 25
图 29：哈弗新能源独立销售渠道——哈弗龙网 25
图 30：吉利、长安推出新序列并采用独立渠道 25
图 31：奇瑞风云序列的 Logo 及渠道布局 26
图 32：星途星纪元 E0X 平台物理架构的五大特点 27
图 33：E0X 平台采用一体化压铸车身+铸铝底盘 28
图 34：E0X 平台打造超舒适底盘 28
图 35：星途星纪元 E0X 平台基于 SOA 服务的跨域融合 EE 架构 29
图 36：星途星纪元 ES 30
图 37：星纪元 ET 外观申报图 30
图 38：星纪元 ET 选装申报图 30
图 39：星途星纪元 ET 31
图 40：华为智能汽车解决方案 5 大板块下包含多款零部件 32
图 41：极狐阿尔法 S HI 版车辆尾部的 HI 标识 32
图 42：阿维塔 11 车身侧面的 HI 标识 32
图 43：智界 S7 定价与款式 33
图 44：智界 S7 车型亮点 34
图 45：2022 奇瑞科技 DAY 37
图 46：2023 奇瑞科技 DAY 38
图 47：奇瑞“瑶光 2025”技术进阶布局 38
图 48：博世对汽车电子电气架构的演进阶段划分 39
图 49：奇瑞火星架构发展规划 39
图 50：奇瑞超级混动平台&EEA4.0 40
图 51：奇瑞 EEA5.0 架构 40
图 52：S²ma-可扩展智能火星架构 41
图 53：奇瑞鲲鹏动力发展规划 41
图 54：奇瑞混动专用发动机及混动专用变速箱 42
图 55：奇瑞新能源电驱技术 42
图 56：奇瑞电池技术 43
图 57：奇瑞驱动技术进阶&电池技术进阶 43
图 58：雄狮智舱核心技术 44
图 59：大卓智能双轨战略——Pilot 产品线 44
图 60：大卓智能双轨战略——Drive 产品线 45
图 61：奇瑞银河生态 46
图 62：2019-2023Q3 公司营业总收入及同比增速 48
图 63：2019-2023Q3 公司归母净利润及同比增速 48
图 64：2019-2023Q3 公司毛利率及归母净利率情况 48
图 65：2019-2023Q3 公司营业总收入及同比增速 52
图 66：2019-2023Q3 公司归母净利润及同比增速 52
图 67：2019-2023Q3 公司毛利率及归母净利率情况 53

表 1：2004-2010 年我国汽车市场分品牌市占率 8
表 2：部分车企退出俄罗斯时间表 18
表 3：2019-2023 年俄罗斯汽车市场格局 19

表 4：自主插混技术平台对比 26
表 5：星纪元 ES、智界 S7 及相关竞品配置对比 35
表 6：公司 2019-2022 年前五大客户 47
表 7：公司主要业务产能利用率情况 49
表 8：公司主要扩产项目 49
表 9：增资前瑞鹄轻量化注册资本及股权结构 50
表 10：增资后瑞鹄轻量化注册资本及股权结构 51
表 11：伯特利主营产品 52
表 12：公司的项目情况 53
表 13：公司主要产能布局情况 54

1. 奇瑞汽车：自主品牌佼佼者

1.1. 奇瑞汽车概况

奇瑞汽车股份有限公司（下简称“奇瑞汽车”）成立于 1997 年，至今已有近 30 年的历史。奇瑞在成立两年后实现了自研第一台发动机下线、第一台轿车“风云”下线，并于 2001 年先后实现在国内上市首批轿车、出口首批轿车到叙利亚。2005 年，奇瑞发布了中国首个自主汽车发动机品牌 ACTECO。2010 年奇瑞控股有限公司（后更名为“奇瑞控股集团有限公司”，下简称“奇瑞控股”）成立，标志着奇瑞迈入集团化发展新阶段。2012 年与捷豹路虎成立合资公司，并于 2014 年下线首款合资车型揽胜极光。此外，奇瑞汽车旗下还有众多零部件子公司并孵化多家上市公司，包括伯特利、瑞鹄模具、埃夫特等。

图 1：奇瑞汽车发展历程

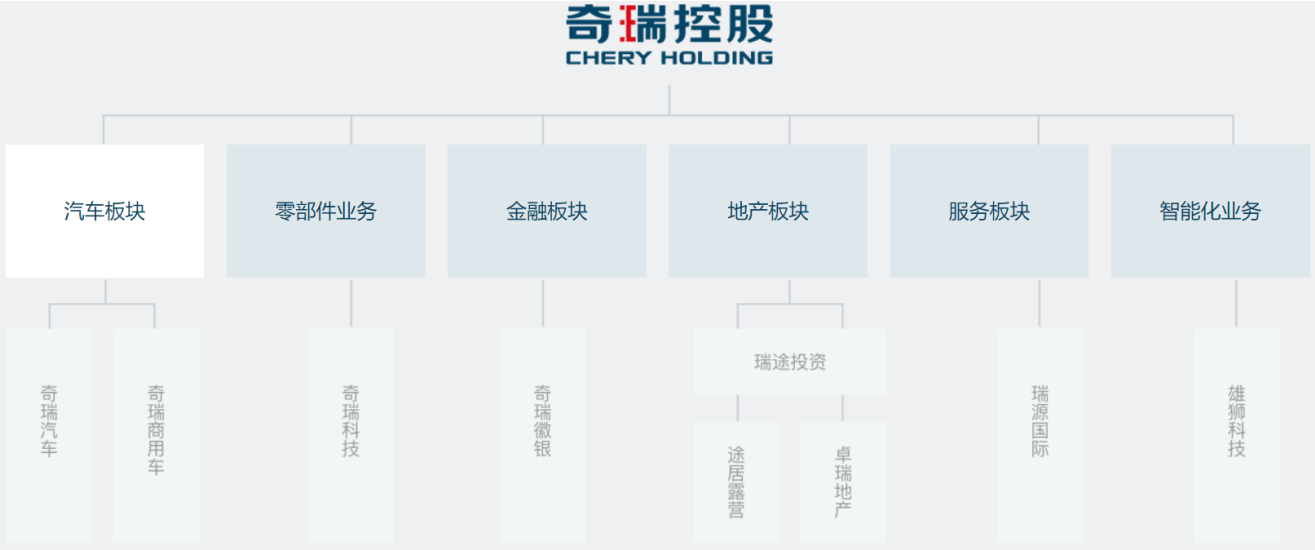


数据来源：奇瑞控股，奇瑞汽车，东北证券

奇瑞汽车作为非上市公司，股权结构尚未完整披露。根据立讯精密于 2022 年 2 月发布的公告，立讯精密与奇瑞控股、奇瑞股份、奇瑞新能源于芜湖共同签署了《战略合作框架协议》，同时，立讯精密的控股股东立讯有限公司与青岛五道口签署《股权转让框架协议》，协议约定立讯有限以 100.54 亿元人民币购买青岛五道口持有的奇瑞控股 19.88%股权、奇瑞股份 7.87%股权和奇瑞新能源 6.24%股权，交易完成后，立讯有限不对奇瑞控股、奇瑞股份及奇瑞新能源构成控制。《股权转让框架协议》签署前，青岛五道口持有奇瑞控股 46.77%股权，系奇瑞控股第一大股东。此外，根据奇瑞控股和奇瑞汽车于 2022 年 10 月 5 日发布的官方声明，奇瑞汽车的前四大股东分别为奇瑞控股集团有限公司、安徽省信用融资担保集团有限公司、芜湖市建设投资有限公司、立讯有限公司 LUXSHARE LIMITED。

从奇瑞控股集团的维度看，集团以汽车为核心进行多元化发展，形成了包含整车、汽车零部件、金融、地产、现代服务等在内的多个业务板块。

图 2：奇瑞控股集团业务架构



数据来源：奇瑞控股，东北证券

整车板块是核心业务，涵盖乘用车、商用车、专用车、特种车等产品的研发、生产和销售，其中乘用车品牌包括奇瑞、星途、捷途、iCAR、奇瑞捷豹路虎、凯翼等，实现入门级到豪华车型全方位布局，商用车品牌包括开瑞、瑞弗、万达客车等。此外，零部件板块的奇瑞科技、金融板块的奇瑞汽金、智能化业务的雄狮科技等也是集团业务的重要组成部分。

图 3：奇瑞控股旗下各板块业务

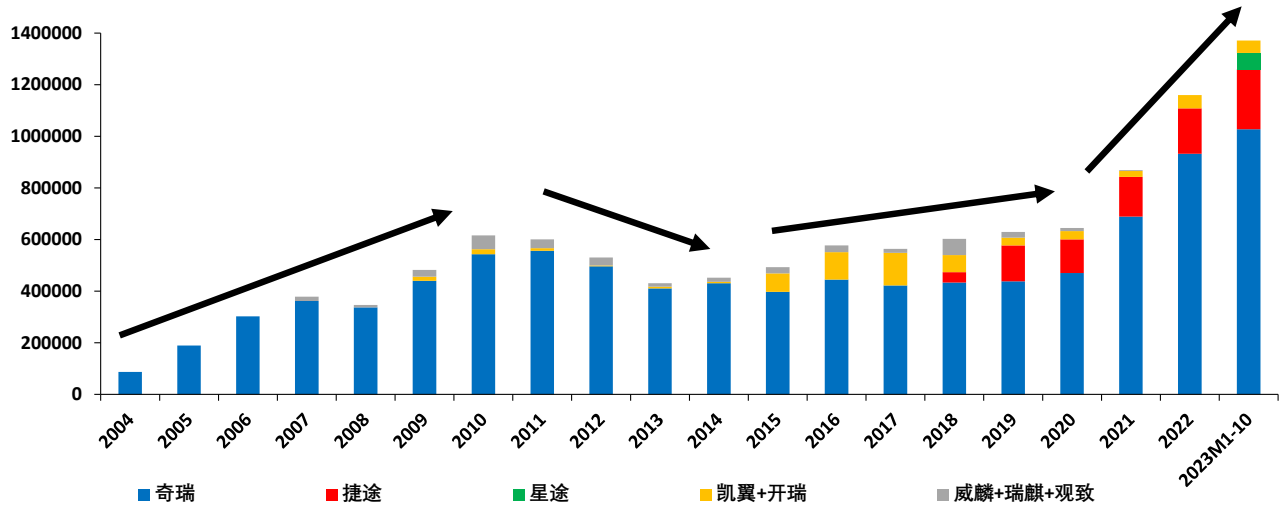


数据来源：奇瑞控股，东北证券

1.2. 奇瑞汽车销量周期复盘

复盘奇瑞汽车的销量周期，可以将其分为四个阶段，分别是快速崛起（2001-2010）、战略失误（2011-2013）、艰难前行（2014-2019）、重整旗鼓（2020 至今）。

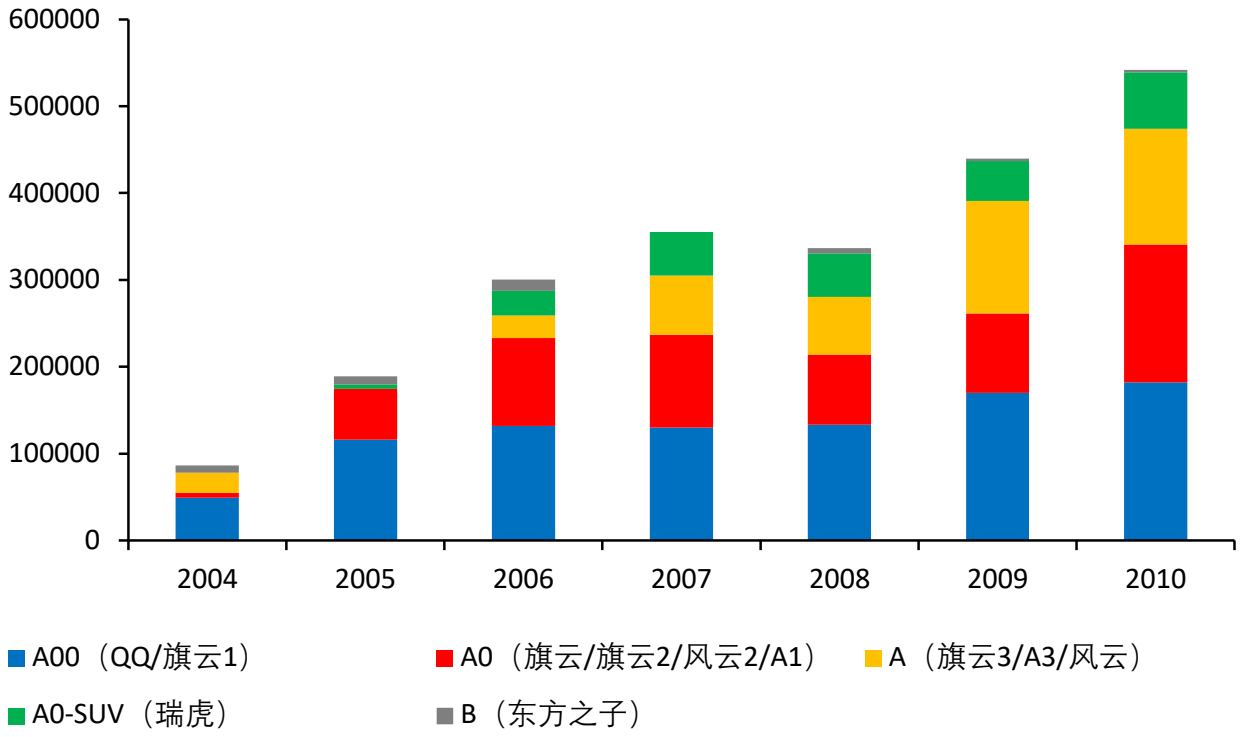
图 4：2004-2023 年奇瑞汽车销量复盘



数据来源：Marklines，东北证券

快速崛起（2001-2010）：在中国汽车行业的导入期阶段，需求增长迅速，而在 A 级及以上级别市场中合资车占据主导地位，国产品牌大多从中低端车做起，包括微面、A00/A0 级等。2003 年，一代“神车”奇瑞 QQ 系列上市， 5 万以下的定价使奇瑞 QQ 成为彼时最具性价比的平民车型之一，奇瑞也凭借其迅速起量。随后，奇瑞陆续向 A0、A 级拓展如旗云、风云，核心仍然是高性价比、价格带聚焦在 8 万以下。奇瑞凭借强势车型周期也连续多年位居自主销量榜首。

图 5：2004-2010 年奇瑞的车型周期



数据来源：Marklines，东北证券

表 1：2004-2010 年我国汽车市场分品牌市占率

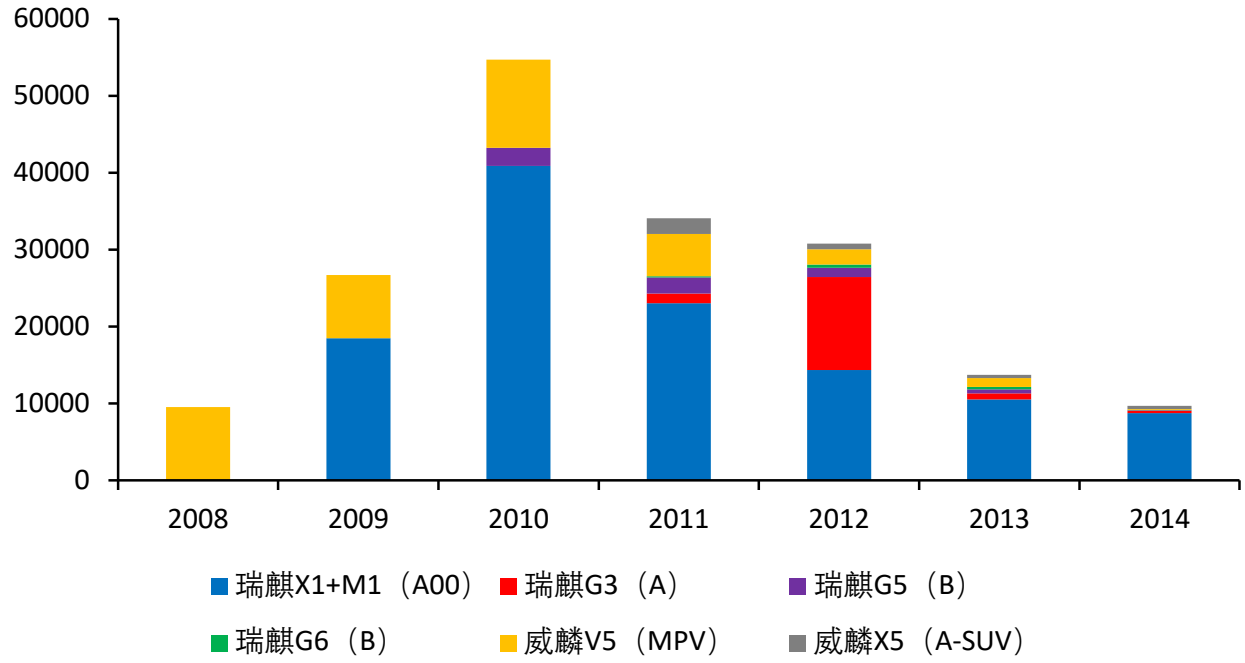
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
大众	24.38%	14.48%	14.68%	15.21%	14.71%	13.44%	13.20%
本田	8.75%	8.49%	8.33%	8.95%	9.22%	7.24%	6.01%
丰田	4.12%	5.15%	7.55%	9.02%	9.72%	7.59%	6.98%
现代	8.23%	9.91%	7.79%	4.55%	5.26%	6.83%	6.29%
别克	7.99%	8.05%	7.20%	6.38%	4.99%	5.27%	4.86%
日产	2.88%	5.48%	5.06%	5.42%	6.47%	6.32%	5.99%
奇瑞	**3.56%**	**6.25%**	**7.24%**	**6.96%**	**6.02%**	**5.27%**	**4.85%**
雪佛兰	2.80%	3.52%	3.48%	3.69%	3.64%	3.90%	4.84%
吉利	2.48%	4.13%	4.89%	4.22%	3.96%	3.82%	3.08%
比亚迪汽车	0.77%	0.38%	1.44%	1.93%	3.05%	5.37%	4.65%
铃木	5.40%	3.90%	3.78%	3.09%	3.20%	2.76%	2.46%
夏利	4.73%	5.94%	3.88%	3.16%	3.05%	2.46%	2.19%
福特	1.94%	2.08%	3.14%	3.35%	2.79%	2.76%	2.72%
马自达	4.19%	4.13%	3.05%	1.76%	2.01%	2.04%	2.05%
起亚	0.28%	1.44%	1.91%	1.85%	2.54%	2.89%	2.98%
雪铁龙	3.20%	2.04%	2.60%	1.91%	1.61%	1.91%	2.00%
奥迪	2.55%	1.66%	1.85%	1.77%	1.89%	1.76%	1.85%
标致	0.46%	1.33%	1.95%	1.77%	1.37%	1.32%	1.34%
安徽江淮汽车	1.00%	1.04%	0.82%	0.93%	1.04%	1.48%	1.79%
海马	0.00%	0.00%	0.00%	2.52%	1.72%	1.09%	1.26%
中华(Brilliance)	0.00%	0.00%	0.86%	1.59%	1.33%	1.29%	1.37%

长安汽车	0.07%	0.50%	0.43%	1.07%	0.77%	1.31%	1.74%
斯柯达	0.00%	0.00%	0.00%	0.61%	1.08%	1.54%	1.70%
三菱	1.80%	1.84%	1.67%	1.47%	0.99%	0.43%	0.42%
长城汽车	1.12%	0.94%	0.20%	0.13%	0.29%	1.00%	1.29%

数据来源：Marklines，东北证券

战略失误（2011-2013）：长期聚焦于中低端市场会导致品牌难以向上、盈利性差，为了提振品牌形象、进一步提升市占率、向中高端市场进军，奇瑞于 2009 年提出多品牌战略，形成了“奇瑞+开瑞+瑞麒+威麟”的品牌矩阵，其中瑞麒、威麟主要面向中高端市场。从销量表现上看，瑞麒、威麟旗下大多数车型的车型周期短、峰值销量低，而表现最好的瑞麒 M1 虽然在 2010 年实现 4 万余台的年销量，但实际上仍然是 A00 级车型、定价在 5 万左右，并没有实现品牌向上的效果。

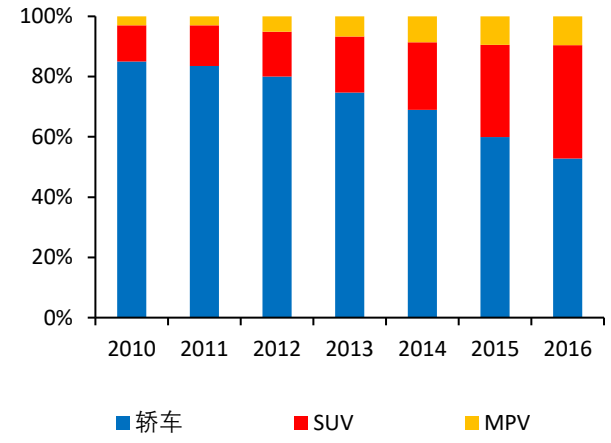
图 6：2008-2014 年瑞麒+威麟销量



数据来源：Marklines，东北证券

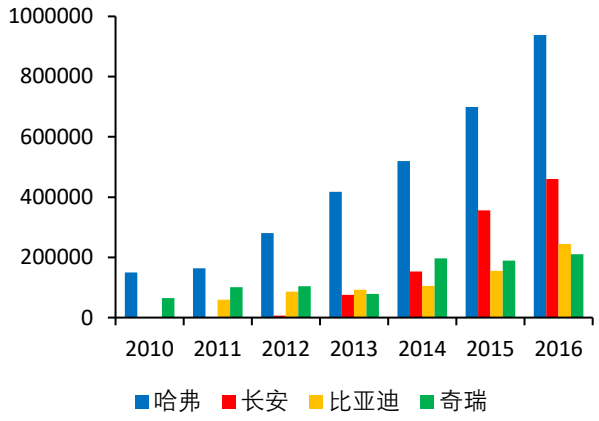
2012 年前后，随着汽车消费升级，以及 SUV 车型燃油经济性提高、大空间+高性价比的优势，我国汽车消费迎来 SUV 红利期，尤其是以长城为首的国产品牌推出爆款 SUV 车型、带动市占率迅速提升。虽然奇瑞在 SUV 市场布局早，但彼时奇瑞战略重心在多品牌、高端化，SUV 投入有限、新车型少，主要是瑞虎（2005 年上市）、瑞虎 5（2013 年上市），未能完全把握市场红利，SUV 车型销量也分别在 2015、2016 年分别被后来者长安、比亚迪超越。

图 7：2010-2016 年我国狭义乘用车销量结构



数据来源：Marklines，东北证券

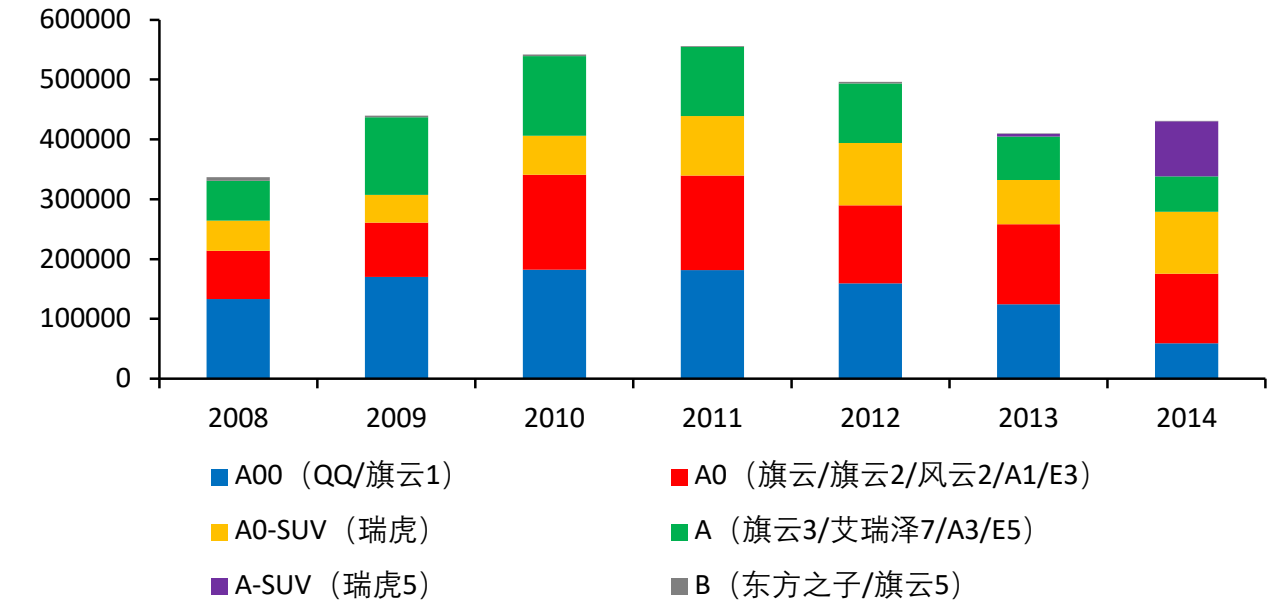
图 8：2010-2016 年部分自主品牌 SUV 销量



数据来源：Marklines，东北证券

多品牌、高端化战略受挫，以及一定程度上错失了 SUV 红利，导致奇瑞销量在 2011 年开始逐渐下行。在首次冲击中高端的多品牌策略受挫之后，奇瑞于 2013 年 4 月发布“一个奇瑞”战略，宣布调整产品架构、整理产品序列。

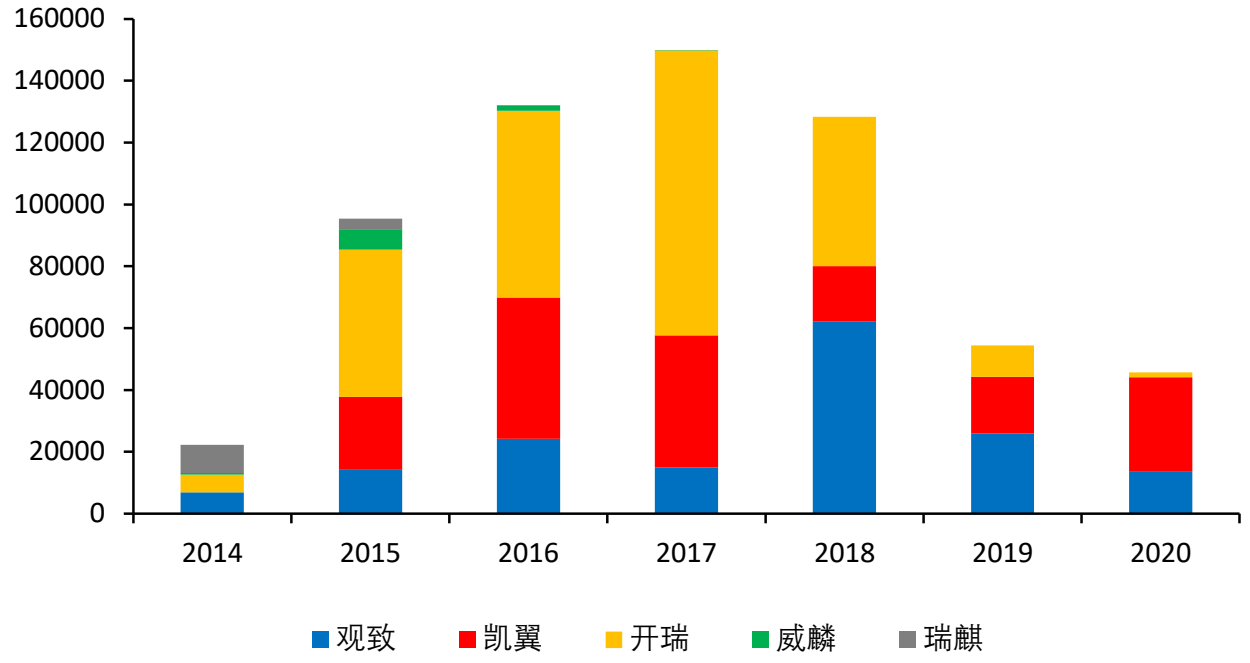
图 9：2008-2014 年奇瑞的车型周期



数据来源：Marklines，东北证券

艰难前行（2014-2019）：有了上一轮多品牌战略的经验，奇瑞在整合主品牌产品序列的同时，重新打造多品牌策略，形成了“奇瑞+观致+凯翼+开瑞”的品牌矩阵，其中奇瑞仍然主打主流的中端市场；观致是奇瑞与以色列集团共同创立，拥有国际化团队、面向全球化布局，定位高端市场，首款车型观致 3 于 2013 年 11 月上市；凯翼成立于 2014 年，具备时尚、运动的特征，主打下沉市场；开瑞主要面向商用车市场。虽然各品牌定位相较于此前更加清晰，但市场反馈仍不佳，随着 2017 年 12 月凯翼汽车股权变更后迁入宜宾、宝能集团战略投资观致，奇瑞的高端化、多品牌策略再度失利。

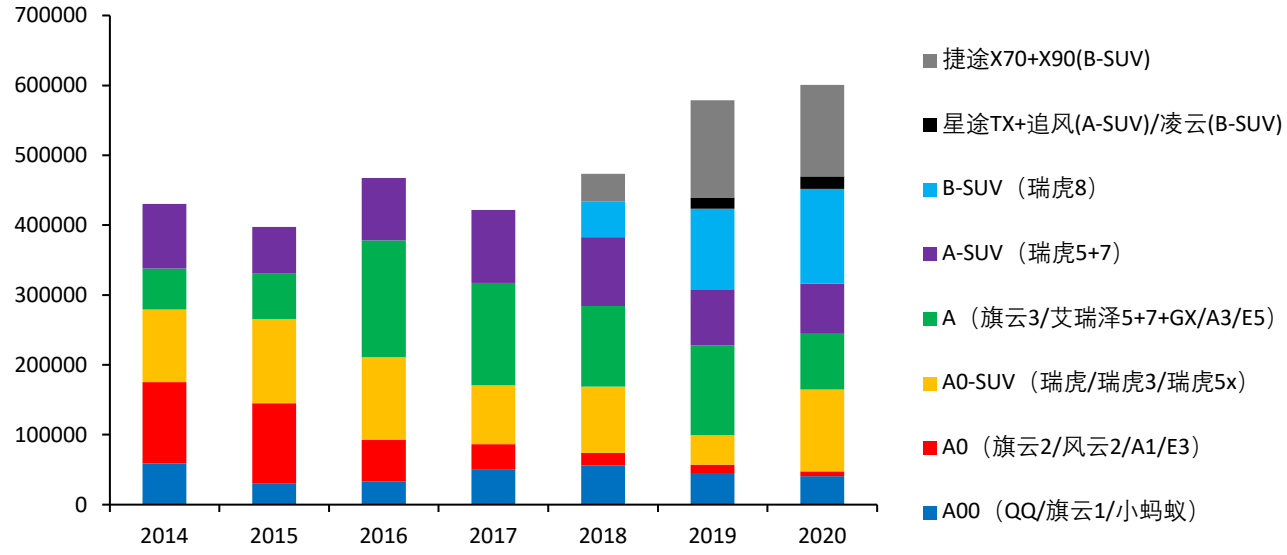
图 10：2014-2020 年观致、凯翼、开瑞等品牌销量



数据来源：Marklines，东北证券

摆脱 A00 依赖，新品牌开始放量。随着数次品牌战略探索，奇瑞进一步梳理了旗下产品布局，分别于 2017 年 9 月发布星途 Exeed 品牌面向中高端市场、于 2018 年 1 月发布捷途产品序列面向旅行细分市场（捷途于 2021 年 7 月升级为独立品牌）。伴随着主品牌持续热销、新品牌逐渐放量，奇瑞已逐渐摆脱对 A00 低端车型的依赖，产品结构开始向上。

图 11：2014-2020 年奇瑞的车型周期

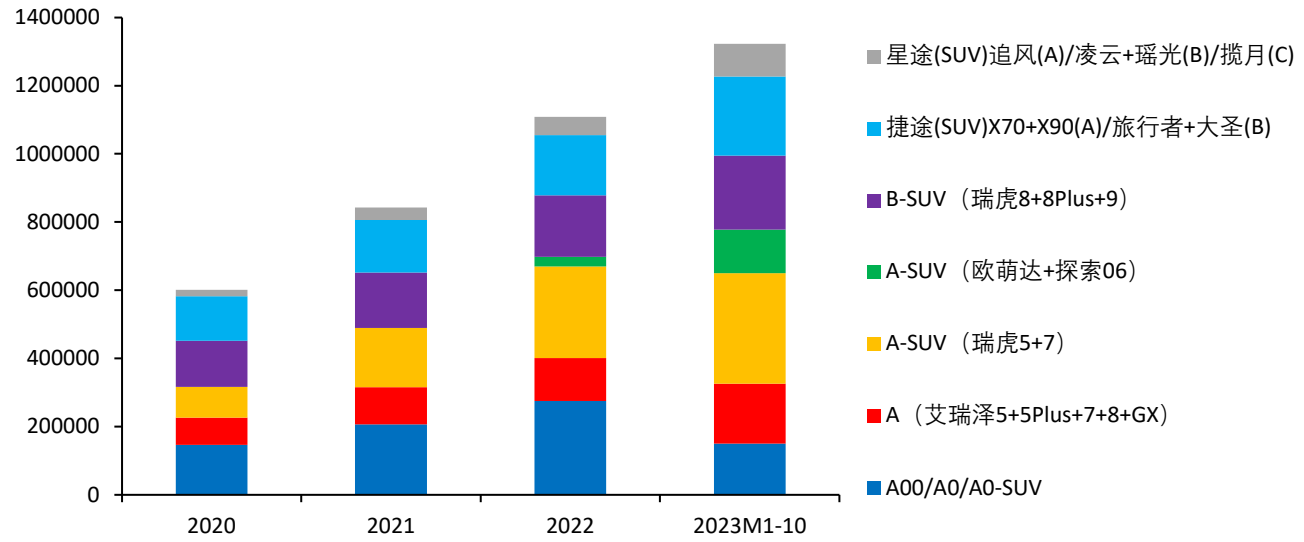


数据来源：Marklines，东北证券

重整旗鼓（2020 至今）：目前，奇瑞已形成了奇瑞主品牌+捷途+星途+iCar 的品牌矩阵，其中主品牌包括瑞虎 SUV 序列、艾瑞泽轿车序列、探索+欧萌达（个性化序列、

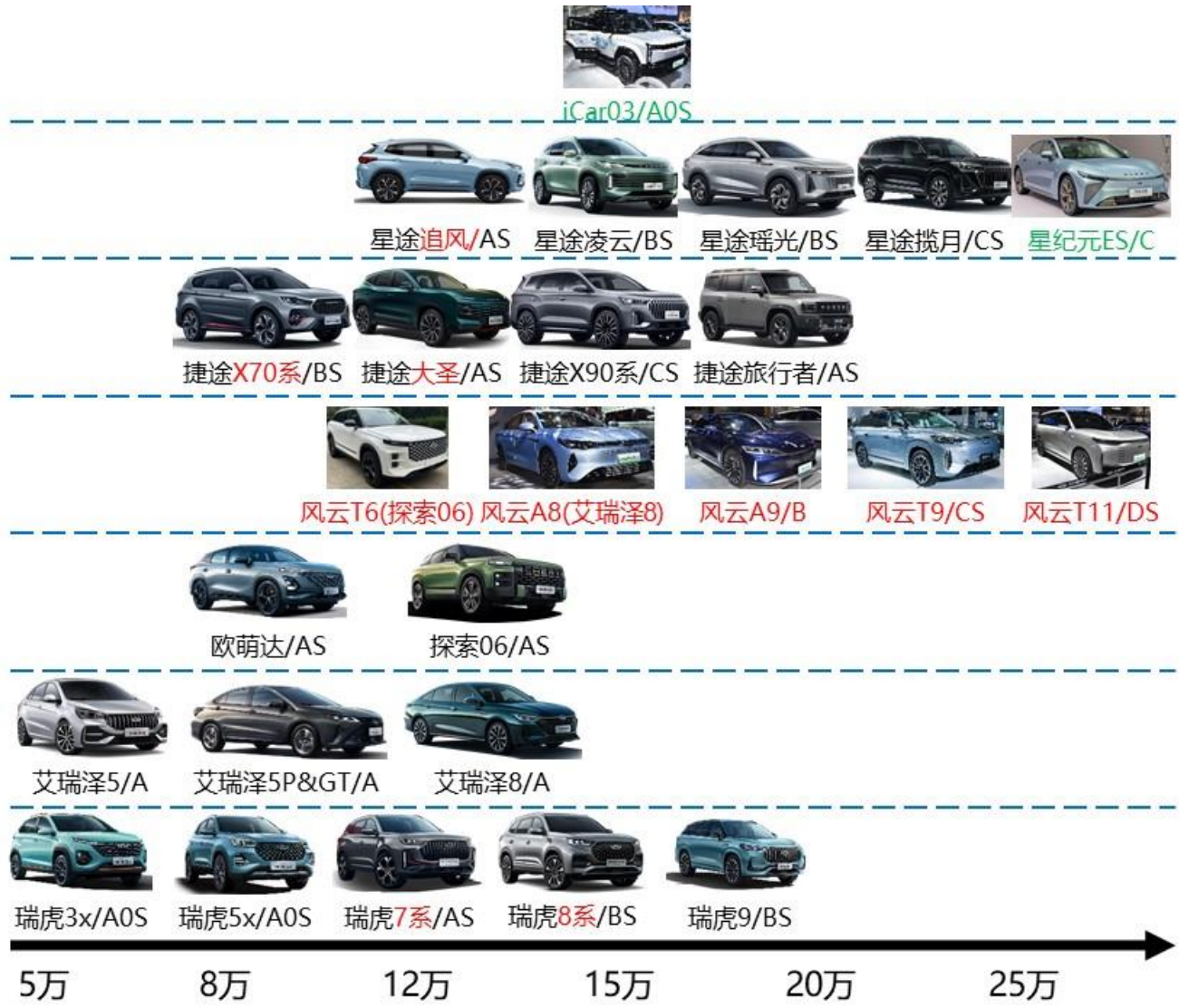
主打海外）、风云插混序列，捷途、星途、iCar 则分别面向旅行市场、中高端市场、新能源市场，近年来销量也在持续增长。

图 12：2020 年至今奇瑞的车型周期



数据来源：Marklines，东北证券

图 13：奇瑞汽车旗下品牌车型矩阵



注：文字表示“车型/级别”，黑色字体表示燃油车、红色字体表示插混、绿色字体表示纯电，两种字体颜色表示该车型具有两种动力形式的车型。

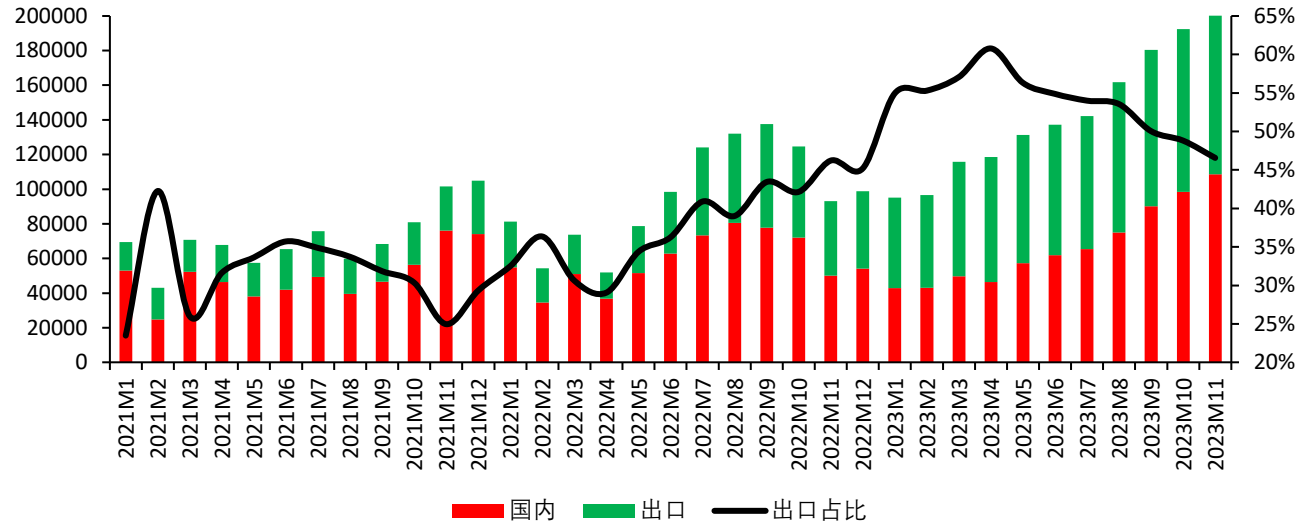
数据来源：奇瑞各品牌官网，汽车之家，东北证券

2. 海外市场：深耕多年，厚积薄发

2.1. 奇瑞前瞻布局，成为出海龙头车企

奇瑞早在 2001 年就打开了出海业务，近年来出口量迎来快速增长。2021 年全年奇瑞出口量为 26.6 万辆，占整体批发量的比例为 30.8%；2022 年奇瑞出口量同比增长 68.6%至 44.9 万辆，占整体批发量的比例为 39.1%；2023 年奇瑞出口进一步增长，前 11 个月出口量同比大幅增长 106.7%、占整体批发量的比例增长至 53.1%。

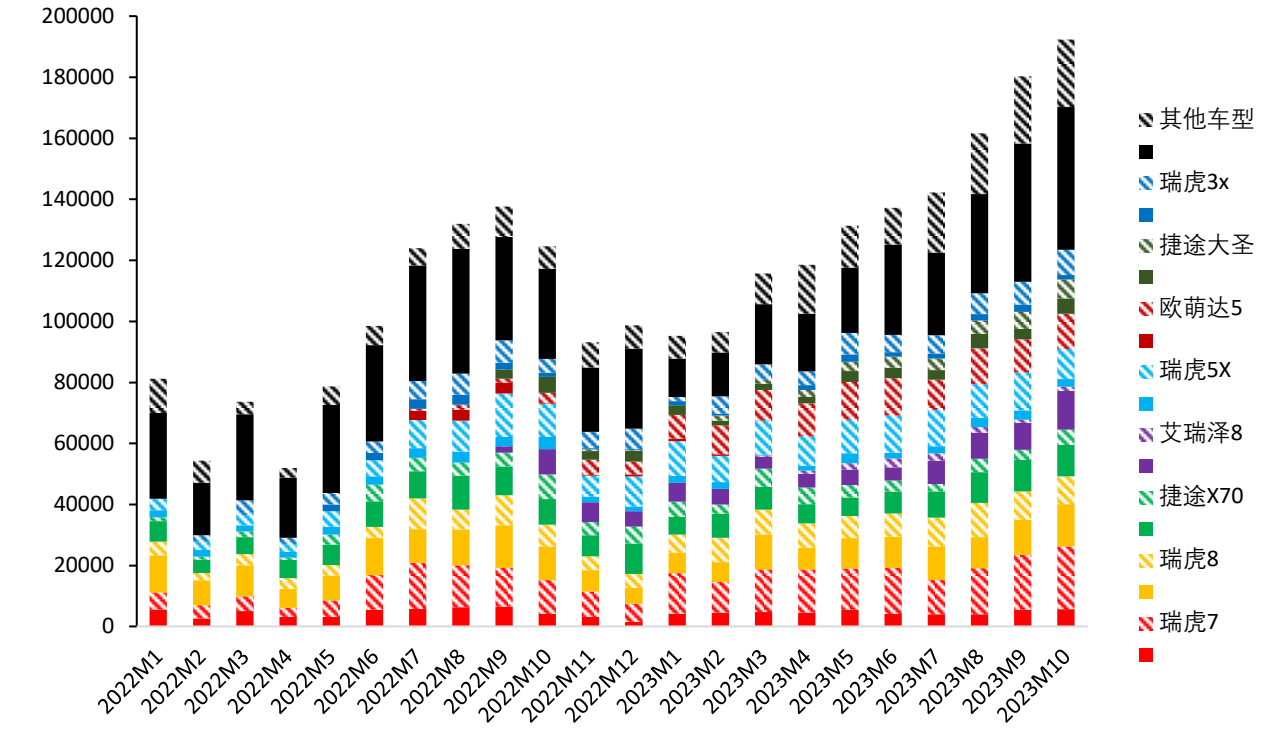
图 14：2021-2023 年奇瑞国内与出口销量



数据来源：乘联会，东北证券

从车型角度看，奇瑞出口的车型以 SUV 为主，且销量靠前的车型主要靠出口带动，如瑞虎 7、瑞虎 5x、瑞虎 3x 等车型出口占比在 75%以上，欧萌达作为主打海外的车型则是几乎全部出口。

图 15：2022-2023 年奇瑞分车型国内与出口销量

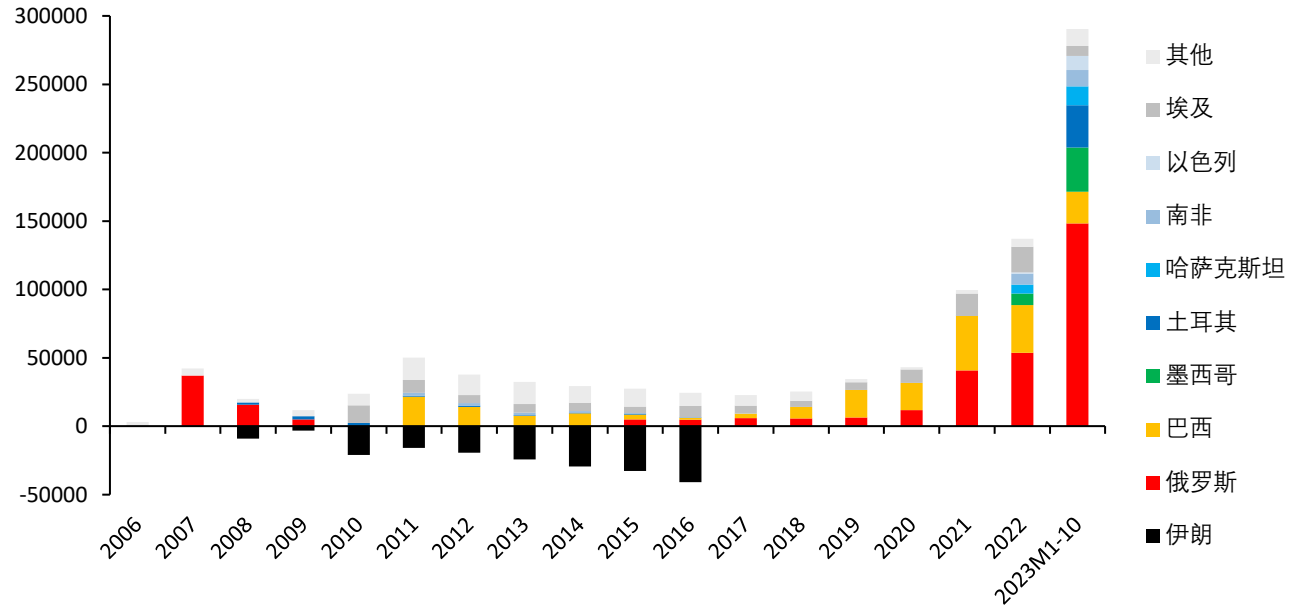


注：斜线填充的是出口量，实心填充的是国内销量

数据来源：乘联会，东北证券

从奇瑞在海外各国家或地区表现看，俄罗斯是 2023 年增量最大和增速最快的国家之一，此外如墨西哥、土耳其、哈萨克斯坦、南非、中东等国家或地区也贡献了较大增量，其中不乏首次进入的市场。

图 16：2006-2023 年奇瑞在海外国家的销量



注 1：Marklines 自 2017 年起不再统计伊朗等部分国家数据，为避免歧义放在轴下

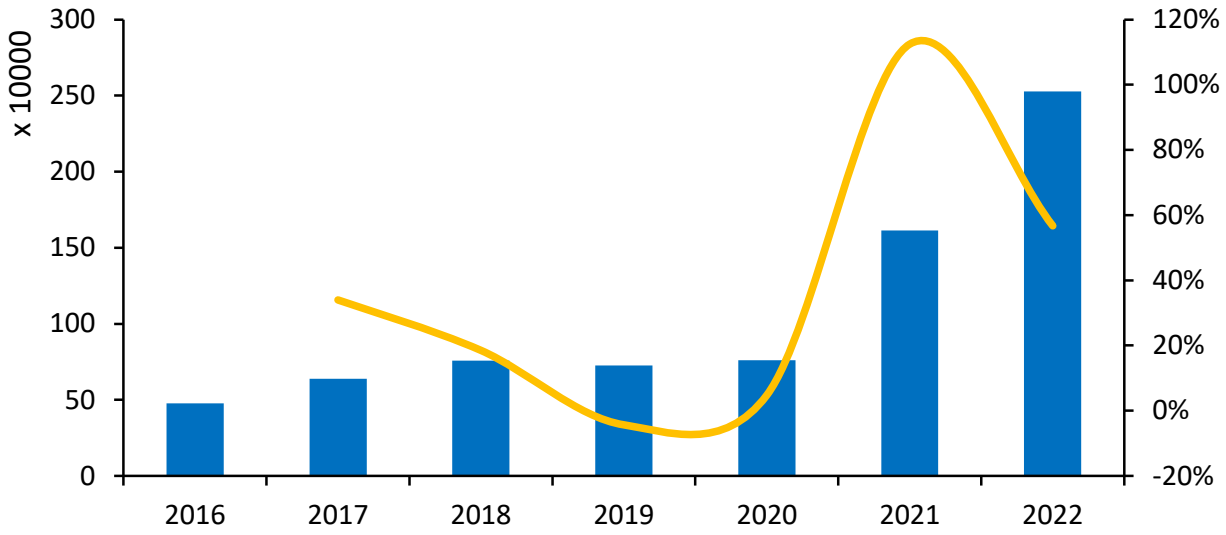
注 2：由于 Marklines 数据中各国数据披露时间点不同，统一采用截至 2023 年 10 月的数据进行研究分析，此外，为保持数据一致性且不影响分析，乘联会相关数据也采用相同的时间口径。

数据来源：Marklines，东北证券

从行业角度看，包括奇瑞汽车在内的众多国内车企自 2021 年起都迎来了出口高增长，主要驱动因素在于疫情及缺芯下的供应链优势，叠加海外布局的多年深耕。

一方面，2021 年全球疫情及汽车缺芯下的供应链优势，使得中国汽车产业抓住机遇，出口快速增长。2021 年中国乘用车出口 161 万辆，同比+112%，呈现爆发式增长，在此之前中国乘用车出口基本维持在 60-70 万辆左右，没有太大增长。根据国家统计局指引，2021 年中国汽车出口能保持较高增长，主要有两个因素影响较为突出：首先，汽车行业产业链链条较长，对企业相关配套各方面要求较高。我国产业体系比较完整，配套能力比较强。在全球疫情的背景下，很多国外企业在物流、生产供应和链条方面遇到许多问题，但我国在这些方面拥有较好的优势。其次，中国的疫情防控在全球范围做得也较好，国内生产秩序、生活秩序维持得较好，有利于生产稳定运行。

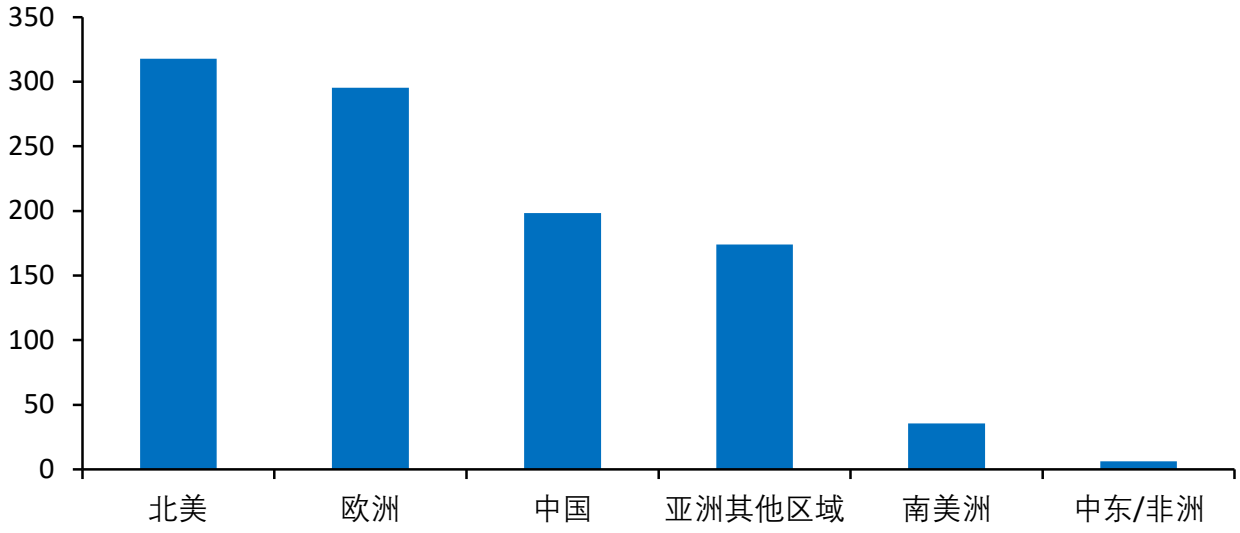
图 17：2016-2022 年乘用车出口总量及增速



数据来源：中汽协，东北证券

此外，从行业来看，随着智能电动化的发展，新能源汽车的芯片使用量要比传统燃油车更多。而 2021 全球新能源汽车销量呈现爆发式增长，引发了更多的汽车芯片需求，但由于疫情、工厂产能等问题，ST、瑞萨、英飞凌等主流汽车芯片厂商在 2021 年芯片供应出现较大问题，导致了 2021 年全球汽车行业出现较为严重的缺芯问题。而根据 ASF 机构的估算，中国汽车生产整体受芯片缺芯的影响要小于美国、欧洲等车市。此外，虽然 2021 年缺芯对国内汽车生产造成一定影响，但依靠经销商库存作为缓冲，中国整体的汽车销量和出口并没有受到太大影响，2021 年 Q1-Q3 国内乘用车渠道去库存 103 万，到 21 年 Q4 时，汽车缺芯问题基本已经缓解。整体而言，2021 年全球疫情及汽车缺芯的大背景下，中国凭借供应链优势，使得中国汽车产业抓住机遇，出口迎来快速增长。

图 18：AFS 估算 2021 年因缺芯全球汽车减产数量（万辆）



数据来源：Auto Forecast Solutions，东北证券

另一方面，从内因角度看，中国汽车出口迎来爆发式增长也与国内品牌多年的海外深耕布局有关。以奇瑞汽车为例，之所以能达到出口占其总销量过半的情况，主要

是奇瑞较早的布局了汽车出口战略，而近年来逐渐收获之前的布局成果。自奇瑞2001年开始海外出口战略，经过20余年的深耕，目前车型已销往全球80多个国家和地区在中东、东南亚、南美等当地市场落地生根，建立起一定的知名度和品牌认知。

图 19：奇瑞全球主要生产及研发基地布局图（2017 年）

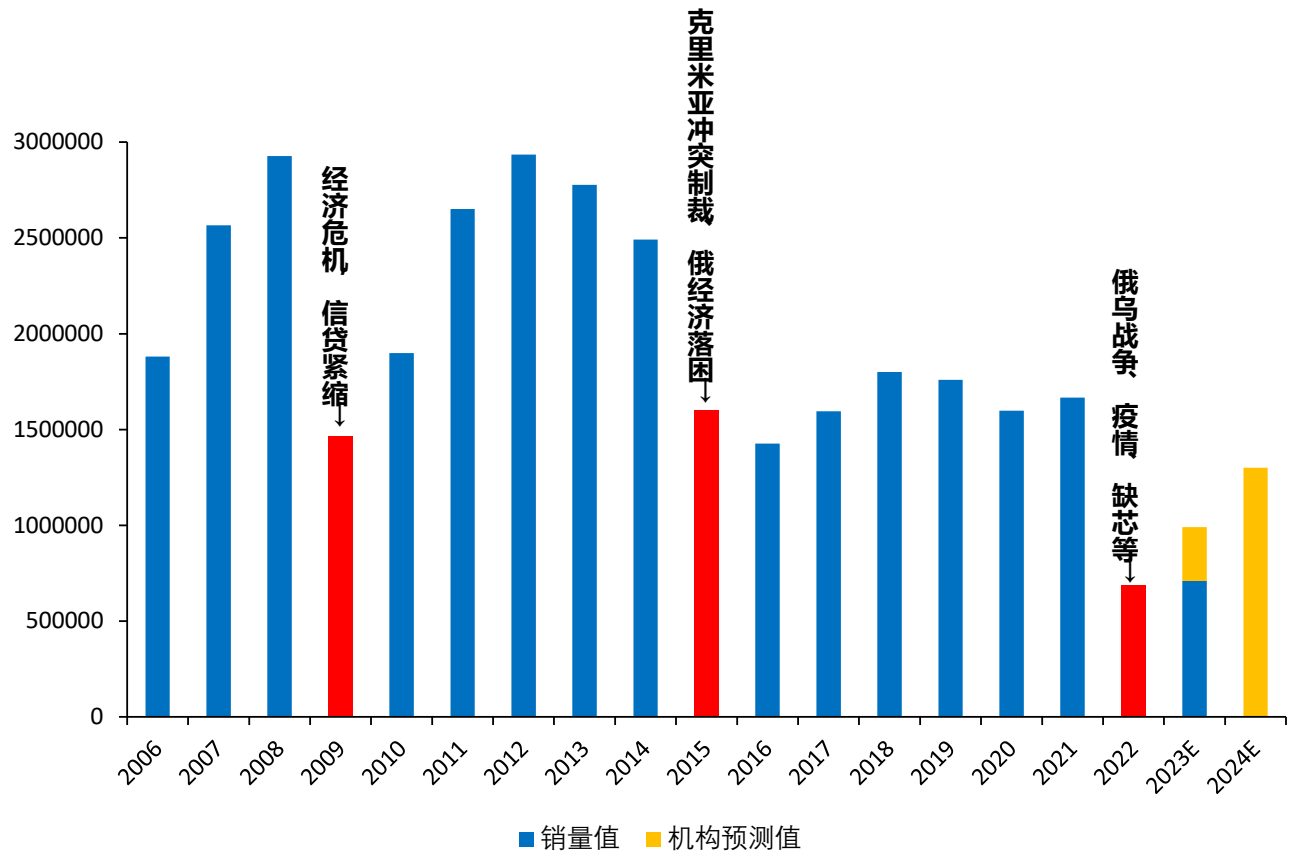


数据来源：奇瑞控股，东北证券

2.2. 俄罗斯是重要市场，自主车企积极把握机遇

俄罗斯汽车行业早在2008年和2012年曾达到近300万的年销量，是彼时欧洲仅次于德国的汽车大国，但经历过数次经济受挫、外部制裁后，俄罗斯汽车年销量由300万下降到2017-2021年的150-180万辆、再到2022年的69万辆。随着2023年局势缓和、俄罗斯经济逐渐回暖，俄罗斯车市呈现强势复苏，预计全年销量在100万辆左右。

图 20：2006-2024E 年俄罗斯汽车销量



数据来源：Marklines，ABTOCTAT，东北证券

作为奇瑞 2023 年增量最大且增速最快的国家之一，俄罗斯区别于其他国家的个性因素在于俄乌战争导致部分车企对俄进行制裁，包括奔驰、宝马、大众、福特、沃尔沃等欧美系车企和日产、丰田等日系车企纷纷停止业务或出售资产。

表 2：部分车企退出俄罗斯时间表

日期（2022 年）	事件
3 月	阿斯顿马丁、戴姆勒卡车、宝马、现代、捷豹路虎、日产、奔驰、丰田、沃尔沃、大众停止在俄业务或生产
4 月 19 日	stellantis 暂停俄罗斯生产及进出口业务
5 月 16 日	雷诺以 1 卢布出售其伏尔加 86%股份
9 月 23 日	丰田关闭俄罗斯工厂，退出俄罗斯
10 月 11 日	日产汽车向俄罗斯政府出售其在俄资产
10 月 20 日	大众考虑出售其在俄资产，退出俄罗斯
10 月 26 日	奔驰旗下工业及金融服务子公司出售给汽车连锁经销商 Avtodom
10 月 26 日	福特以“名义”价格出售其合资企业 Sollers Ford 49%股份

数据来源：爱卡汽车，东北证券

从俄罗斯汽车市场格局看，其特征与早期中国市场类似，本土品牌 LADA 市占率最高但竞争力不强、主要面向中低端车型，中高端市场则被韩系、欧系、日系等外资品牌主导，中国车企市占率较低。自 2022 年外资陆续撤退起，外资车企份额快速下

滑，至 2023 年俄罗斯车市几乎没有合资车型供给，本土品牌 LADA 凭借高性价比及本土品牌优势将市占率进一步提升至 40%，但其定位难以承接外资车企的空缺，进而催生了对中高端车型的大量需求。此时中国品牌凭借车型竞争力迅速占据俄罗斯市场，2023 年 1-10 月奇瑞+长城+吉利+长安四家车企（含子品牌）在俄罗斯的市占率达到 45%。

表 3：2019-2023 年俄罗斯汽车市场格局

	2019	2020	2021	2022	2023M1-10
LADA	**20.6%**	**21.5%**	**21.0%**	**27.4%**	**39.9%**
起亚	12.8%	12.6%	12.3%	9.6%	1.5%
现代	10.2%	10.2%	10.0%	8.0%	0.2%
雷诺	8.2%	8.0%	7.9%	5.8%	0.0%
大众	6.4%	6.6%	5.5%	2.7%	0.2%
丰田	5.9%	5.7%	5.9%	2.9%	0.1%
斯柯达	5.0%	5.9%	5.4%	2.7%	0.2%
GAZ	3.6%	3.2%	3.4%	6.1%	6.1%
哈弗+长城	**0.7%**	**1.1%**	**2.3%**	**5.1%**	**14.2%**
日产	3.7%	3.5%	3.1%	2.1%	0.0%
奇瑞+Exeed+Omoda	**0.4%**	**0.7%**	**2.5%**	**7.8%**	**20.7%**
UAZ	2.2%	2.3%	1.9%	4.9%	4.0%
宝马	2.4%	2.7%	2.8%	1.4%	0.1%
梅赛德斯-奔驰	2.5%	2.5%	2.7%	1.5%	0.1%
吉利	**0.4%**	**0.8%**	**1.4%**	**3.6%**	**8.1%**
三菱	2.3%	1.8%	1.7%	1.2%	0.0%
马自达	1.7%	1.7%	1.8%	1.3%	0.1%
福特	1.7%	0.9%	1.3%	0.9%	0.1%
雷克萨斯	1.3%	1.3%	1.2%	0.3%	0.0%
奥迪	0.9%	1.0%	1.0%	0.5%	0.0%
Datsun	1.3%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
长安汽车	**0.2%**	**0.4%**	**0.3%**	**0.8%**	**1.6%**
沃尔沃汽车	0.5%	0.5%	0.5%	0.2%	0.0%
其他	5.2%	4.1%	4.1%	3.1%	2.8%

数据来源：Marklines，东北证券

从售价方面看，国产品牌车型在俄罗斯当地的价格高于国内厂商指导价，且车型定位越高、价差幅度越大，如瑞虎 7（国内厂商指导价 8-15 万元）、瑞虎 8（国内厂商指导价 10-18 万元）的部分配置售价高于 30 万元，星途部分车型价格达到 40 万元以上。之所以会出现车型售价在国内和俄罗斯存在较大差异的情况，一部分原因在于俄罗斯消费者对中高端车型存在需求，且中国品牌填补了稀缺性的同时具备一定议价权，而更重要的原因在于俄罗斯对于进口车收取高额税费。此外，自 2023 年 8 月 1 日起，俄罗斯联邦政府对进口车辆的报废税进行上调。

(注：在下列计算中，根据 Wind 俄罗斯央行发布人民币兑卢布 2023 年 7 月 1 日至 2023 年 12 月 30 日平均汇率为 12.8933 进行计算。)

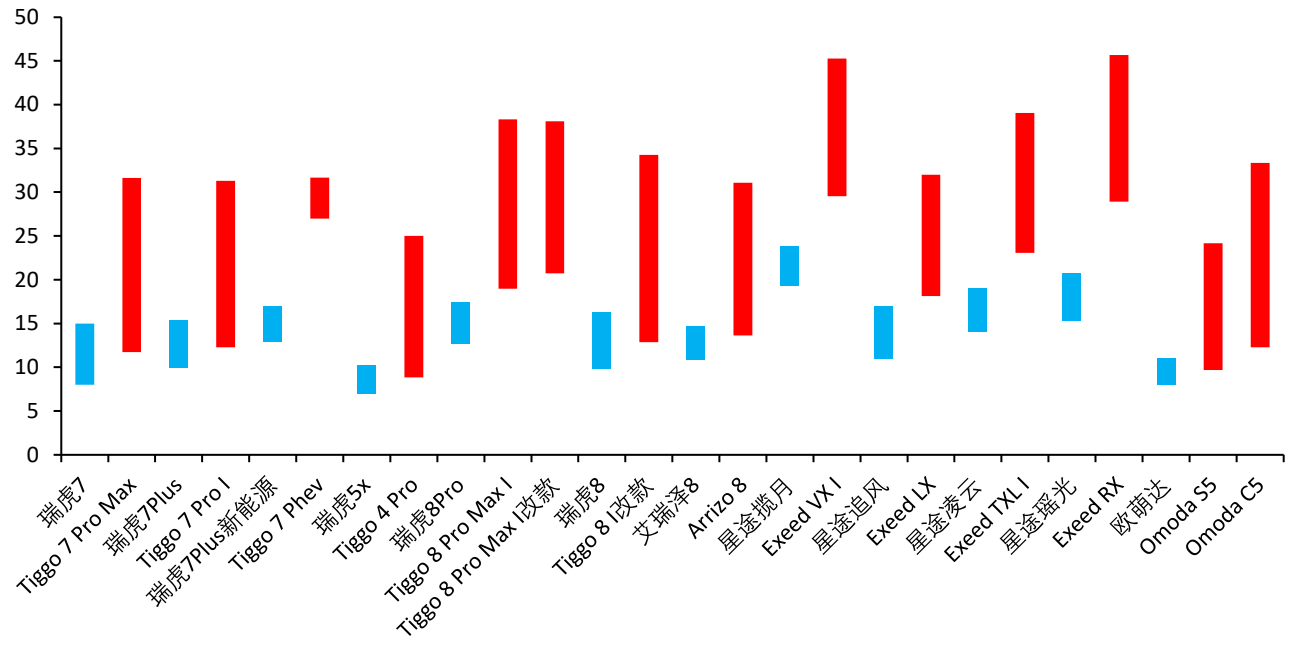
以瑞虎 7 Plus “2023 款 冠军版 1.5TGDI DCT 旗舰型”为例，厂商指导价 11.99 万元、折合约 154.6 万卢布作为海关价，发动机为 1.5T、排量 1499mL、最大功率 135kW，新车主要税费如下：

（1）报关费：海关价处于 1200001-2700000 卢布区间，8530 卢布；
（2）报废税：排量处于 1001-2000 cm³区间，300600 卢布；
（3）消费税：功率处于 112.5kW-150kW 区间，531*135/0.75= 53763.75 卢布；
（4）关税：15%*154.6 万=231886 卢布；
（5）增值税：（海关价+消费税+关税）×20%=366311.3 卢布。
五项税费合计为 961091.05 卢布（约 7.5 万人民币），为海关价的 62.2%。

以星途凌云“2024 款 400T 四驱国际版”为例，厂商指导价 18.99 万元、折合约 244.8 万卢布作为海关价，发动机为 2.0T、排量 1998mL、最大功率 192kW，新车主要税费如下：
（1）报关费：海关价处于 1200001-2700000 卢布区间，8530 卢布；
（2）报废税：排量处于 1001-2000 cm³区间，300600 卢布；
（3）消费税：功率处于 150kW-225kW 区间，869*192/0.75= 222464 卢布；
（4）关税：15%*244.8 万=367265.7 卢布；
（5）增值税：（海关价+消费税+关税）×20%=607633.5 卢布。
五项税费合计为 1506493.2 卢布（约 11.7 万人民币），为海关价的 61.5%。

此外，加上俄罗斯经销商收取渠道费用等，车的终端售价将会进一步提高。

图 21：奇瑞部分车型国内厂商指导价和俄罗斯当地售价对比（万元人民币）

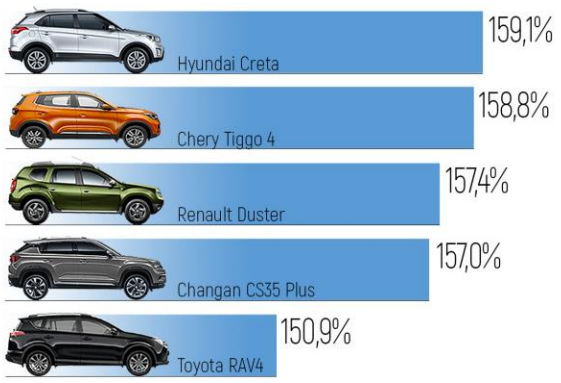


注：蓝色为国内售价，红色为海外零售价；国内外车型款式存在差异，价格带并非一一对应

数据来源：汽车之家，Auto.RU，东北证券

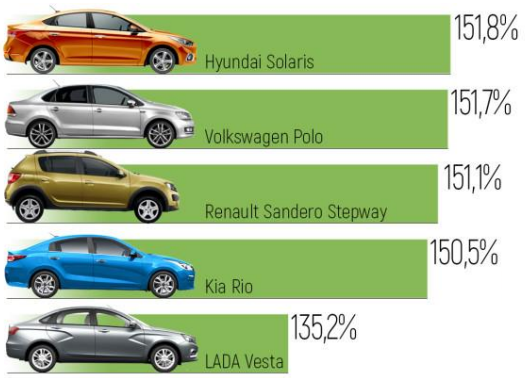
此外，俄罗斯还有相当一部分量的二手车市场，但二手车尤其是日韩欧系品牌的价格甚至高于新车，原因包括以下几个方面：（1）俄罗斯消费者汽车需求强劲；（2）上述外资品牌在俄罗斯市场仍有很高的认可度，但是市场供给稀缺；（3）卢布贬值、通货膨胀、物价上涨以及汽车报废税上涨等。据统计，部分热销车型的二手车价格即使 5 年左右的车龄也会达到 1.5 倍左右新车价格。

图 22：残值最高的 5 款 4 年车龄 SUV 车型



数据来源：ABTOCTAT，东北证券

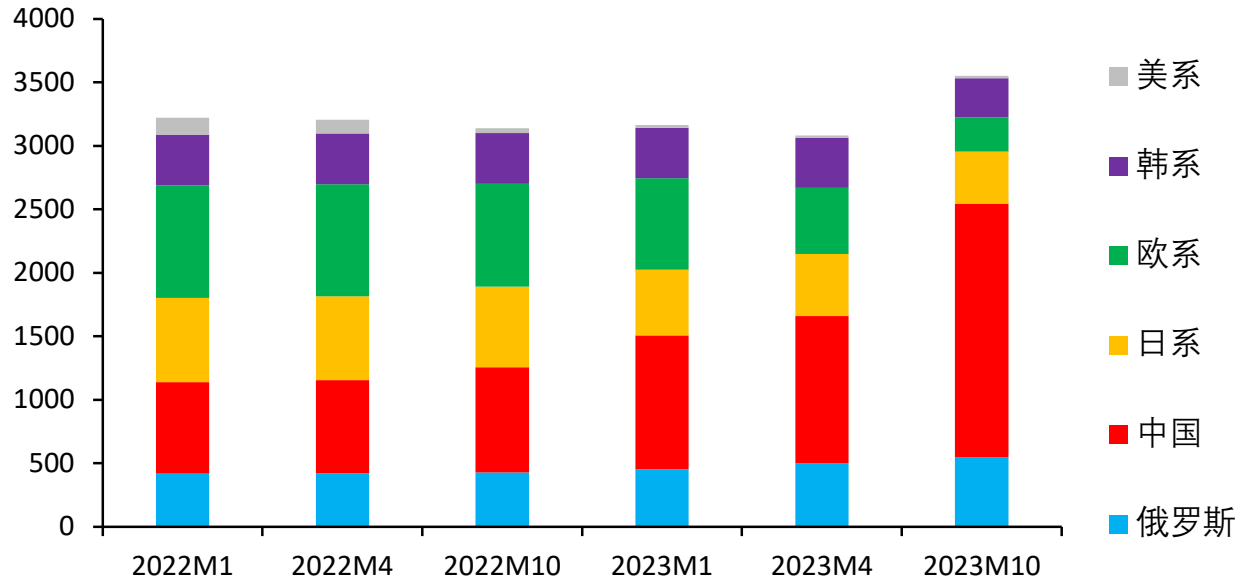
图 23：残值最高的 5 款 6 年车龄 B 级车型



数据来源：ABTOCTAT，东北证券

国产品牌车型在海外售价较高，但仍然能够占据如此高的份额，除了产品稀缺性、配置高、竞争力强等因素外，渠道布局完善也是销量的重要保障。虽然 2022 年、2023 年大量车企退出俄罗斯市场，但俄罗斯经销商数量不降反增，其中重要增量则是来源于中国品牌。截至 2023 年 10 月，俄罗斯全国经销商数量同比增长 13.0%至 3550 家，其中中国品牌占比同比提升 29.9pct 至 56.3%，数量同比增长 141.0%至约 2000 家。

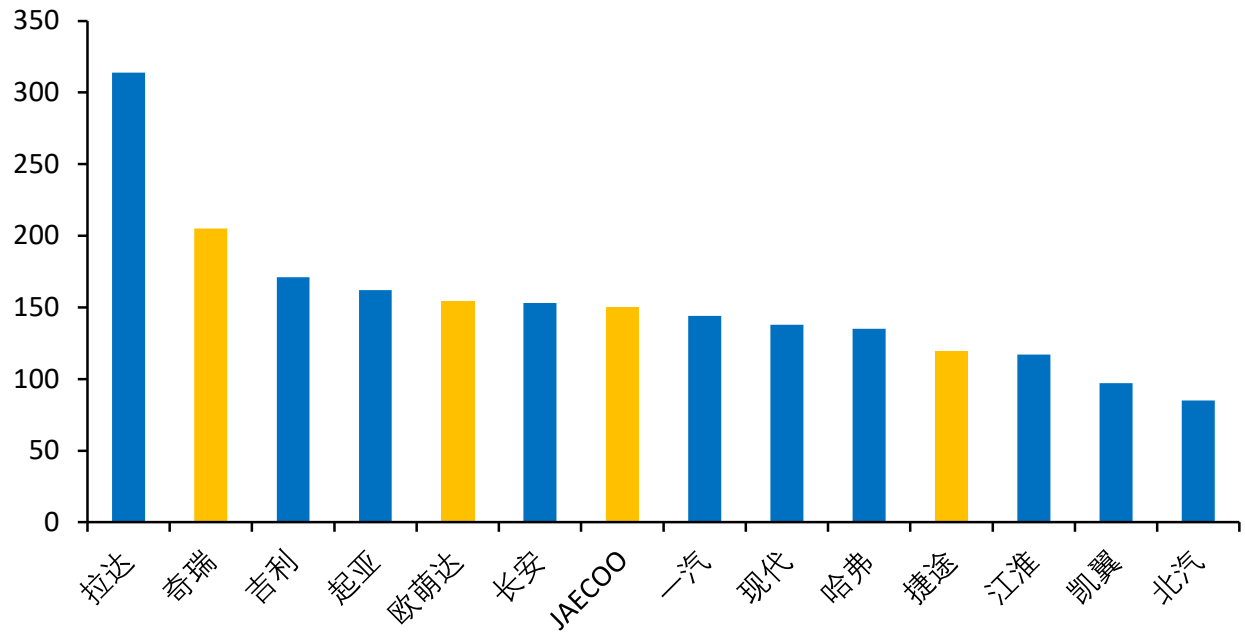
图 24：2022 年 1 月至 2023 年 10 月俄罗斯经销商数量与结构对比



数据来源：ABTOCTAT，东北证券

具体到品牌维度，经销商数量最多的是 LADA、共 314 家，其后分别是奇瑞 205 家、吉利 171 家、起亚 162 家、欧萌达 154 家，前五品牌占比达到 28.3%。若以集团口径进行计算，奇瑞+欧萌达+Jaecoo+捷途共 628 家、占比达到 17.7%，经销商渠道布局广泛也是奇瑞能够在俄罗斯占据高份额的重要原因。

图 25：俄罗斯部分品牌经销商数量（截至 2023 年 10 月）



数据来源：ABTOCTAT，东北证券

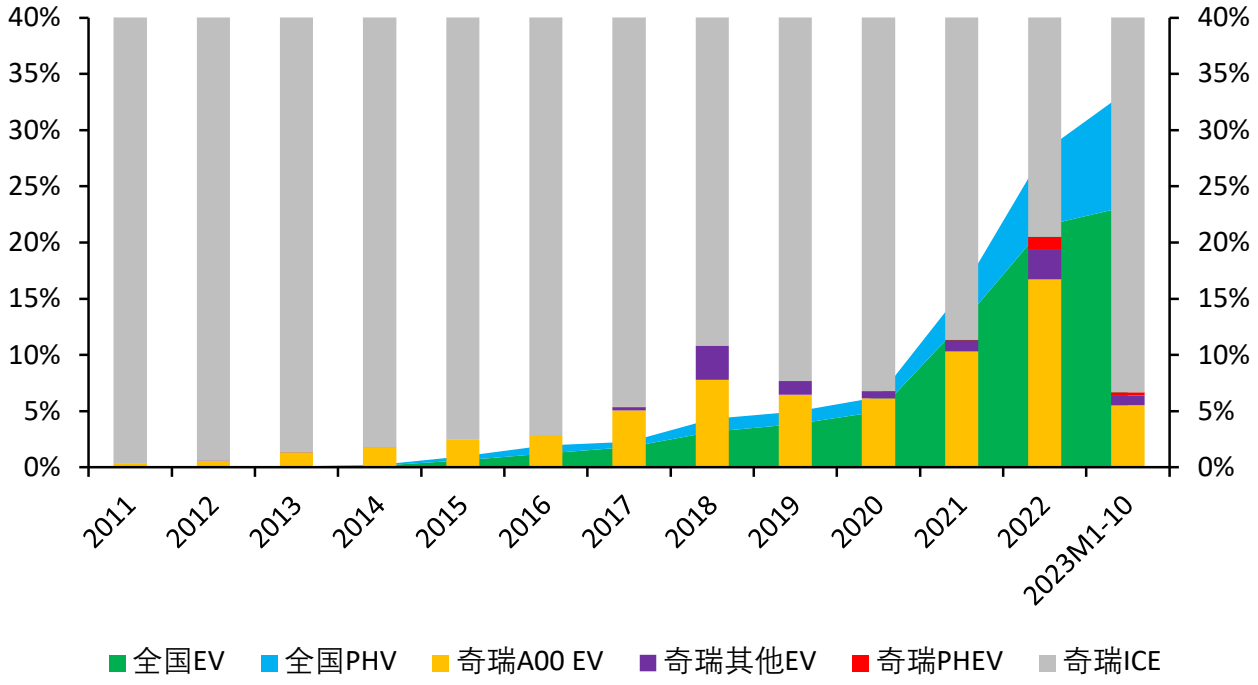
展望俄罗斯车市后续，量的角度看，俄罗斯车市仍在复苏中，二手车市场价格体系也可以侧面印证需求，2024 年有望保持增长；**价的角度看，**随着越来越多中国品牌和新车型进入俄罗斯市场，竞争可能会有所加剧，同时税费上涨带动指导价提高，但直接让消费者完全承担这部分涨价对于销售也是不利的，因此后续中国品牌车型存在终端售价下探的可能性，此外，价格也受汇率、通胀等因素影响；**格局角度看，**已停止业务或出售资产的车企短期内回归俄罗斯市场的可能性较低，市场格局仍以俄罗斯本土品牌和中国品牌为主，且二者在定位上分层较清晰，而对于汽车行业，产品力、价格并非全部影响因素，渠道数量、品牌认可度、配套售后体系等等同样重要，例如奇瑞、长城、长安、吉利等在俄罗斯布局早、品牌知名度高的车企将更加受益，此外，当地有工厂产能的车企能够享受一定程度的税率优惠，进而有利于终端价格下探。

我们认为，国内车企凭借坚韧的汽车供应链以及多年来的海外布局，在疫情、缺芯时期迅速打开海外市场、占据优势，伴随着国内车企从产能、研发、营销、渠道等多维度持续布局，我国汽车出海有望持续增长。奇瑞作为海外布局最早的车企之一，也有望受益先发优势、带动产销打开更大的空间。

3. 新能源转型：布局“插混+纯电”路线，积极推进转型

与燃油车时代相似，奇瑞在新能源领域布局同样很早。新能源发展早期，纯电动车在 A00 级别迅速渗透，奇瑞顺势推出 QQ3EV、小蚂蚁等热销车型，奇瑞内部新能源渗透率也连续多年超过行业。然而自 2020 年新能源行业开始放量、渗透率快速提升，加之 A00 级别竞品增多、需求增速逐渐放缓，奇瑞在新能源领域逐渐落后，且过度依赖 A00 级别。

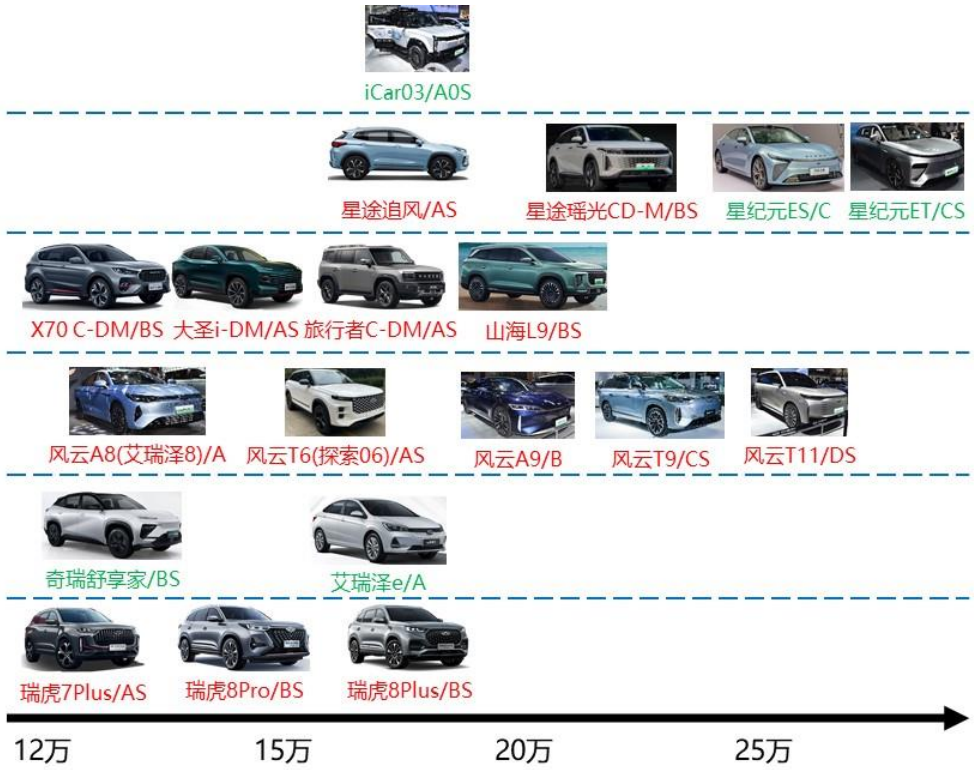
图 26：2011-2023 年奇瑞汽车新能源销量占比与行业新能源渗透率对比



数据来源：Marklines，东北证券

如今，奇瑞在新能源领域大力布局，插混、纯电双线推进，主品牌推出插混序列“风云”，高端品牌星途基于 E0X 纯电平台打造了星纪元以及华为智选品牌智界。

图 27：奇瑞新能源产品矩阵



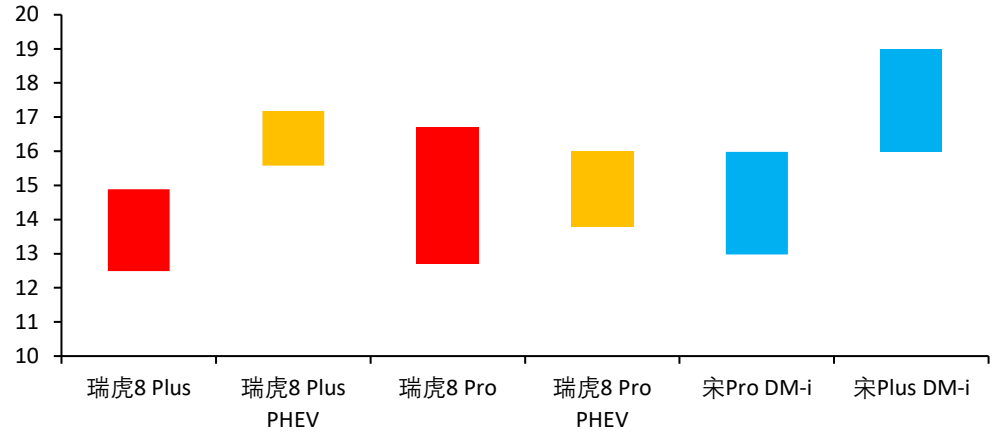
注：文字表示“车型/级别”，红色字体表示插混、绿色字体表示纯电。

数据来源：汽车之家，东北证券

3.1. 插混：以鲲鹏动力为基，产品、渠道多方面布局

插电市场崛起的时间拐点是 2021 年 3 月比亚迪 DM-i 车型上市，其后各家车企也纷纷推出混动技术平台及车型产品。奇瑞于 2021 年发布了鲲鹏混动技术及 3 挡 DHT 架构，后搭载在 2022 年 1 月上市的瑞虎 8Plus 鲲鹏 e+车型以及后续的瑞虎 8 PRO 新能源、瑞虎 7 PLUS 新能源等车型上，但市场反馈一般。从产品力角度看，彼时的鲲鹏混动平台的发动机仍然是采用奥托循环的 SQRE4T15C 燃油车发动机，热效率低于比亚迪等的混动专用发动机，再加上采用了 3 挡 DHT 架构，油耗表现不占优；从渠道角度看，此前包括长城、吉利、长安、奇瑞在内的车企的插混产品多是油车的同系车型且在油车渠道进行销售，油车时代的包袱一定程度上会拖累新能源转型，且插混产品的价差在油车的对比下难以被消费者接受（如瑞虎 7 Plus 油车 9.99-15.39 万、插混 12.99-16.69 万，瑞虎 8 Plus 油车 11.79-16.29 万、插混 15.58-17.18 万）。

图 28：奇瑞燃油车、插电混动车型与比亚迪插电混动车型价格对比



数据来源：汽车之家，东北证券

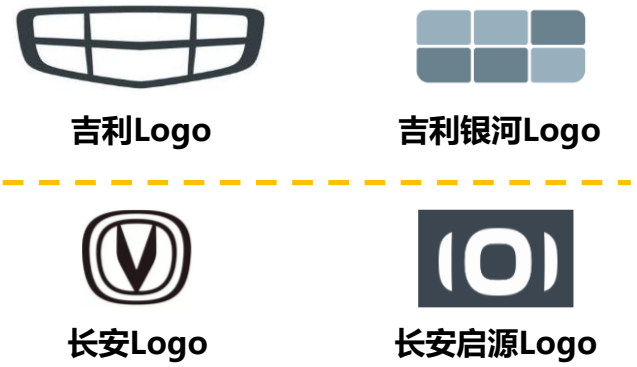
随着各家新能源转型进一步推进，车企逐渐抛弃原有策略，采用新序列+新渠道的方式。长城仍然采用哈弗品牌但车型设计和命名是全新的，如枭龙、枭龙 MAX 等，且规划了龙网新能源渠道；吉利推出银河序列、长安推出启源序列，采用新的 Logo 并规划新能源独立渠道。

图 29：哈弗新能源独立销售渠道——哈弗龙网



数据来源：哈弗，东北证券

图 30：吉利、长安推出新序列并采用独立渠道



数据来源：公司官网，东北证券

后来居上。如今，奇瑞从技术平台、产品序列、渠道等多角度布局。**技术方面，**推出鲲鹏混动 CD-M，搭载混动专用发动机 SQRH4J15、热效率达 44.5%，馈电油耗 4.2L/100km、燃油经济性提升，并且根据不同车型推出了 1-3 挡 DHT 架构；**产品序列和渠道方面，**奇瑞于 2023 年 11 月 9 日正式发布“风云”序列并规划了风云 A8、T6 等多款车型，采用新序列、新 Logo、新渠道，已建成 400 家销售网点、1500 家服务网点。鲲鹏 CD-M 技术加持下，奇瑞、星途、捷途三大品牌将全面混动化。在 2023 年 11 月广州车展上，奇瑞宣布风云序列预计两年内将推出共 11 款全新车型，产品布局覆盖各个细分市场。奇瑞插混车型矩阵和渠道布局不断完善，有望随着插混行业持续增长而实现增量。

表 4：自主插混技术平台对比

	奇瑞 鲲鹏 DHT	奇瑞 鲲鹏 CD-M	比亚迪 DM-i	吉利 雷神 8848	长城 柠檬 DHT	长城 Hi-4
发动机	SQRE4T15C	SQRH4J15	BYD472QA	BHE15-BFZ	GW4B15D	GW4B15H
热效率	37.10%	44.50%	43.04%	44.26%	38.30%	41.50%
排量	1.5T	1.5T	1.5L	1.5T	1.5T	1.5L
技术	奥托循环、多点电喷	米勒循环、直喷	阿特金森循环、多点电喷	米勒循环、直喷	米勒循环、直喷	阿特金森循环、直喷
发动机最大功率 kW	115	115	81	120	113	85
发动机最大扭矩 N·m	230	220	135	255	223	140
电机最大功率 kW	125	-	145	107	130	70+150
电机最大扭矩 N·m	315	-	325	338	300	100+350
代表车型	瑞虎 8 PLUS 鲲鹏 e+/瑞虎 8 PRO 新能源	捷途 X70 CD-M/风云 T6/山海 L9	宋 Plus DM-i/唐 DM-i	银河 L7	哈弗 H6 新能源	哈弗枭龙/哈弗枭龙 MAX
架构	3DHT	1-3DHT	单挡 DHT	3DHT	2DHT	2DHT
零百加速 s	7/-	-	7.9/-	6.9	7.8	6.8
馈电油耗 L/100km	5/5.9	5.3(山海 L9，B-SUV)	4.5/5.5	5.23	5.6	5.5

数据来源：汽车之家，各家车企官网，东北证券

图 31：奇瑞风云序列的 Logo 及渠道布局



数据来源：“2023 奇瑞风云新能源之夜”发布会，东北证券

3.2. 纯电：以 E0X 平台为基，星纪元+智界双线推进

在纯电领域，奇瑞潜心打造高端电动平台“星纪元 E0X 平台”，该平台耗时 4 年、投入上百亿。

E0X 平台物理架构有五大特点，分别是柔性带宽、安全及轻量化、高效电驱、电池系统、驾控及舒适，其中：

柔性带宽：E0X 平台适配不同级别、不同车身形式、不同车长/轴距、不同动力形式（纯电+增程）；

安全及轻量化：E0X 平台搭载一体化压铸车身技术，采用轻量化铸铝底盘件，整车高强钢使用比例超过 80%；

高效电驱：E0X 平台采用 800V 高压平台、SiC 功率模块，CLTC 系统效率可达 91%，功率密度可达 6kW/kg；

高安全电池系统：E0X 平台兼容 2C-8C 电芯，可实现 15 分钟补能 SOC 30%到 80%；

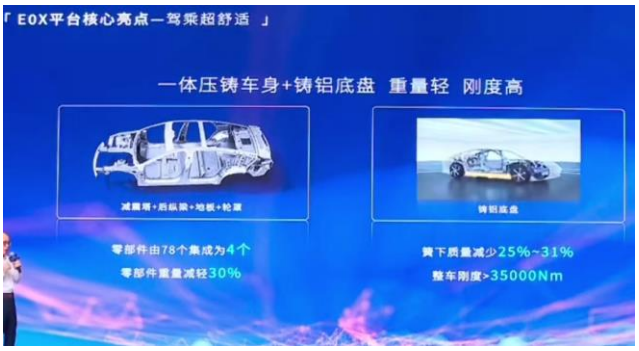
驾控及舒适：E0X 平台采用前双叉臂+后多连杆悬架，以及空气弹簧、后轮转向等配置进一步提升驾控体验。

图 32：星途星纪元 E0X 平台物理架构的五大特点



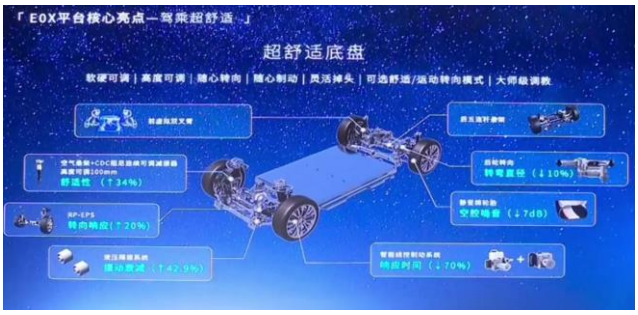
数据来源：星途星纪元，东北证券

图 33：E0X 平台采用一体化压铸车身+铸铝底盘



数据来源：星途星纪元，东北证券

图 34：E0X 平台打造超舒适底盘



数据来源：星途星纪元，东北证券

E0X 平台电子电气架构基于 SOA 服务，具备五大技术特点：高算力硬件架构、SOA 双解耦软件架构、高带宽安全通讯架构、高速 OTA 迭代、全球设计，其中：

高算力硬件架构：采用 3 计算中心+3 区域控制器，AI 算力达到 1000TOPS，架构包含 100 多个控制器、48 个智能化传感器、可支撑 12 块高清屏幕；

SOA 双解耦软件架构：支持行业领先的服务化功能，实现了硬件和基础软件以及基础软件和应用软件双解耦，架构包含 2971 个 API、满足个性化功能定制需求；

高带宽安全通讯架构：行业领先地将千兆以太网作为主干网络，采用 CANFD&以太网双冗余通讯，速度快、更安全；

高速 OTA 迭代：可实现 15 分钟更新迭代整车计算中心，1 分钟可迭代更新 50 多个控制器，升级更高效；

全球设计：平台设计满足 50 多个国家的法律法规要求，支持 20 多种语言，赋能全球化布局。

图 35：星途星纪元 E0X 平台基于 SOA 服务的跨域融合 EE 架构



数据来源：星途星纪元，东北证券

基于 E0X 平台，奇瑞选择双线推进，一是基于自有品牌、搭载自研技术推出星纪元车型序列，二是与华为进行智选模式的合作并打造智界品牌。

3.2.1. 星纪元：高端纯电品牌

星纪元。2023 年 12 月 20 日，星纪元 ES 正式上市，定位 C 级轿车，提供 400V 和 800V 高压平台选择，前者售价区间 22.58 万-23.58 万元，后者售价区间 26.98 万-33.98 万元。星纪元 ES 具备以下核心亮点：

（1）低能耗：基于 E0X 平台，星纪元 ES 在车长大于 4.75 米的电动车型中能耗水平领先，百公里电耗仅为 11.7kWh，Max+超长续航版的续航可达 905km。

（2）大空间：星纪元 ES 以平地板、大进深的设计和 70.2%的超竞品空间“得房率”，重新定义舒适空间。

（3）舒适驾控：截至上市时，星纪元 ES 全系标配 IAS 智能空气悬架+CDC 电磁减振系统，是 30 万内唯一全系标配该系统的车型，其前高阶双叉臂+后五连杆独立悬架作为云动架构的核心，采用大量铝合金底盘部件，簧下重量降低 25%，进一步提升了云台底盘的舒适性。

（4）智能化：星纪元 ES 首发量产大模型，搭载的 Lion AI 大模型具备全场景、自学习、可进化的高维智能交互大脑，搭载奇瑞第三代 NEP 智能驾驶，选用两颗算力高达 508 TOPS 的 NVIDIA DRIVE Orin 芯片，配备 30 多个高性能感知硬件，最终实现端到端、全场景覆盖。

面临 20 万+价格带纯电车型激烈的市场竞争，星纪元 ES 在 1 月 7 日推出限量 2 万元购车红包的优惠活动，并新增推出减配空悬的丐版车型、将起售价进一步下探至 19.88 万元。

渠道方面，星纪元已布局超 200 座城市的 300 余家门店，到 2024 年全国门店将超过 460 家；补能方面，2024 年星纪元将围绕 28 个核心城市建成品牌场站 120 余座，为用户提供更舒心的出行体验。

图 36：星途星纪元 ES



数据来源：奇瑞汽车，东北证券

2023 年 10 月，星纪元序列下同样基于高性能电动平台 E0X 打造的第二款车型星纪元 ET 完成工信部申报，定位 C 级 SUV，后于 2024 年 1 月 19 日首批量下线，进一步加快奇瑞新能源转型步伐。

图 37：星纪元 ET 外观申报图



数据来源：工信部，东北证券

图 38：星纪元 ET 选装申报图



数据来源：工信部，东北证券

图 39：星途星纪元 ET



数据来源：EXEED 星途汽车公众号，东北证券

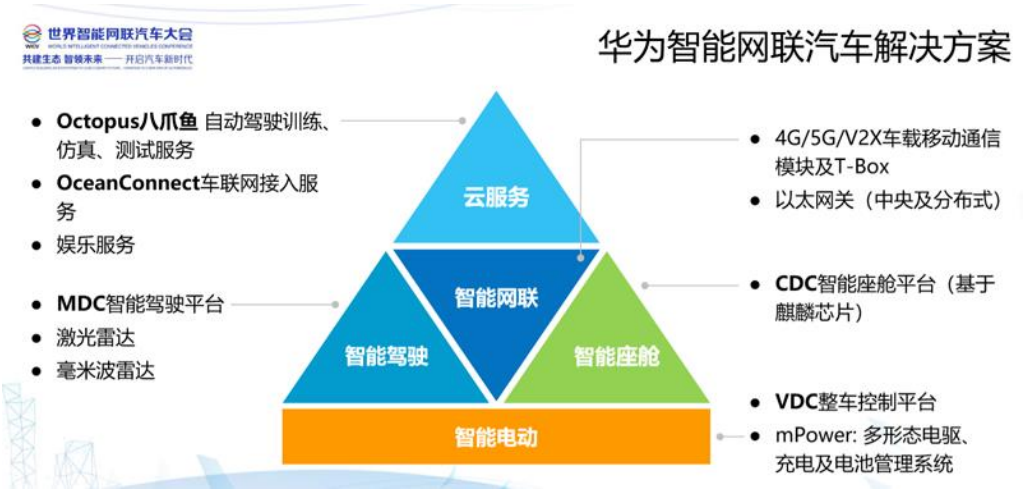
3.2.2. 智界：与华为智选模式合作

目前华为与车企合作的模式主要有三种，分别是 Tier 1、HI 模式、智选模式。

Tier 1 模式即零部件供应模式，华为向车企供应零部件，包括电机、电池管理系统、智能驾驶和智能座舱相关部件等，是传统的 Tier1 合作方式。与传统 Tier1 供应商不同的是，华为依托过去在 ICT 领域的技术优势以及不断的智能汽车研发投入，发力电动化、智能化、网联化等方向，聚焦智能网联汽车的增量零部件。

据华为 2022 年报，自智能汽车解决方案 BU 成立以来累计投入已达到 30 亿美元，研发团队规模达 7000 人。目前华为已上市包括 Harmony OS 智能座舱、智能驾驶、毫米波雷达、MDC、网关、T-BOX、AR HUD 等 30 多款零部件，截至 2022 年底已发货近 200 万套部件。**在 Tier 1 模式下，车企通常以采购软硬件为主，华为不提供全套解决方案。**

图 40：华为智能汽车解决方案 5 大板块下包含多款零部件



数据来源：世界智能网联汽车大会，东北证券

在 Tier 1 模式的基础上，华为推出了 Huawei Inside 模式（HI 模式），即车企使用华为全栈智能汽车解决方案，包括计算与通信架构、智能座舱、智能驾驶等，外观特点在于车身的“HI”标识。在 HI 模式下，华为与车企共同定义、联合开发。HI 模式下与华为合作过的车企包括北汽蓝谷子品牌极狐、长安汽车子品牌阿维塔和广汽集团子品牌埃安，其中极狐阿尔法 S 华为 HI 版和阿维塔 11 已上市。

选择 HI 模式的车企多为新能源布局较早且主要发力电动化方面，在智能化方面的进展相对较慢，在错失先发优势的情况下，基于华为成熟的解决方案能够快速补齐智能化短板。在 HI 模式下，华为向车企提供车辆智能化的底层解决方案，车企有一定的自由度，可以根据华为所提供的底层能力、方案去整合，并根据所面对的不同客户群体去进行调整优化，因此这也对车企的技术能力和成本控制能力提出了一定的要求。

图 41：极狐阿尔法 S HI 版车辆尾部的 HI 标识



数据来源：汽车之家，东北证券

图 42：阿维塔 11 车身侧面的 HI 标识



数据来源：汽车之家，东北证券

华为智选模式是华为深度参与到车企的产品定义、核心零部件选用、营销服务体系等领域，并且合作车型还会进入到华为的终端店面进行销售。从零部件供应模式、HI 模式到智选模式，华为在与车企合作中的参与度、投入不断加深。目前在合作中的车企包括赛力斯、奇瑞、江淮、北汽（由 HI 模式变更为智选模式）等。

智界 S7。LUXEED 智界是奇瑞与华为合作的品牌，采用智选模式，类似于赛力斯与华为合作的 AITO 问界。智界首款车型智界 S7 于 2023 年 11 月 28 日正式上市，售价区间 24.98 万-34.98 万元，定位 C 级轿车、与星纪元 ES 同样基于 E0X 平台打造，预定量截至发布会已突破 2 万。

图 43：智界 S7 定价与款式



数据来源：智界 S7 发布会，东北证券

与星纪元相比，智界 S7 最核心的亮点便是其高“含华量”，包括搭载了鸿蒙 4.0 智能座舱、ADS2.0 智能驾驶、华为 DriveONE 电驱等，并且首发无人代客泊车。不同于大多数纯电车型仅高配款式采用 800V 平台，智界 S7 全系标配 800V，“巨鲸”高压电池平台具有极致安全性，采用超级快充可实现 5 分钟补能 200+km、15 分钟补能 400+公里。智界 S7 也是首款搭载华为全新途灵底盘的车型，搭载智能空气悬架与 CDC 阻尼调节，拥有多模态融合感知系统、HUAWEI DATS 动态自适应扭矩系统、HUAWEI xMotion 智能车身协同控制系统，带来更好开、更安全、更舒适的驾乘体验。

图 44：智界 S7 车型亮点



数据来源：智界 S7 发布会，东北证券

LUXEED 智界是第二个亮相的华为智选模式品牌，搭载华为多项黑科技，并且与 AITO 问界一样能够进入华为终端门店进行销售，在华为的技术、品牌、渠道等多方面赋能下，智界有望成为智选模式的下一个爆款车型。对于奇瑞，智界是其新能源转型中的重要一环，与星纪元相辅相成，帮助奇瑞在新能源领域、尤其是 20 万+中高端市场更快的打开局面，同时也有助于成本摊销。

表 5：星纪元 ES、智界 S7 及相关竞品配置对比

品牌	阿维塔	比亚迪	极氪	特斯拉	蔚来	小鹏	星途	智界
车系	阿维塔 12	汉	极氪 001	Model 3	蔚来 ET5	小鹏 P7i	星纪元 ES	智界 S7
厂商指导价(万元)	30.08-40.08	20.98-29.98	30.00-40.30	24.59-28.59	29.80-35.60	22.39-33.99	22.58-33.98	24.98-34.98
级别	中大型车	中大型车	中大型车	中型车	中型车	中型车	中大型车	中大型车
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
CLTC 纯电续航 km	650-700	506-715	560-1032	606-713	530-710	550-702	550-905	550-855
长*宽*高 mm	5020*1999*(1450-1460)	4995*1910*1495	4970*1999*(1548-1560)	4720*1848*1442	4790*1960*1499	4888*1896*1450	4945*1978*(1467-1489)	4971*1963*(1472-1477)
轴距 mm	3020	2920	3005	2875	2888	2998	3000	2950
最高车速 km/h	215-220	185	200	200	200	200	200-210	210
0-100km/h 加速 s	3.9-6.7	3.9-7.9	3.8-6.9	4.4-6.1	4	3.0-6.4	3.7-7.4	3.3-5.4
电动机总功率 kW	230(+190)	150/168/180(+200)	200(+200)	194(+137)	360	203(+145)	185/230(+123)	215(+150)
电动机总扭矩 N·m	370+(280)	310/350(+350)	343(+343)	340(+219)	700	440(+317)	356/425(+238)	-
电池类型	三元锂	磷酸铁锂	三元锂	磷酸铁锂/三元锂	三元锂/三元锂+磷酸铁锂	磷酸铁锂/三元锂	磷酸铁锂/三元锂/三元锂+磷酸铁锂	磷酸铁锂/三元锂/三元锂+磷酸铁锂
电池能量 kWh	94.5	60.48-85.44	86-140	-	75-100	64.4-86.2	60.7-97.7	62-100
百公里电耗 kWh/100km	15.0-16.0	13.2-14.9	-	-	15.1-15.3	13.6-15.6	11.7-13.8	-/12.4
前悬架类型	双叉臂式独立悬架	麦弗逊式独立悬架	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架	五连杆独立悬架	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架	双叉臂独立悬架
后悬架类型	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	五连杆独立悬架	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架
主/副驾驶安全气囊	主●/副●	主●/副●	主●/副●	主●/副●	主●/副●	主●/副●	主●/副●	主●/副●
前/后排侧气囊	前●/后●	前●/后●	前●/后-	前●/后-	前●/后-	前●/后-	前●/后-	前●/后-
车道偏离预警	●	●	●	●	●	●	●	●
DOW 开门预警	●	-/●	●		●	●	●	●
前方碰撞预警	●	●	●	●	●	●	●	●
后方碰撞预警	●	-/●	●			●	●	●
可变悬架功能	○悬架软硬调节；○/●悬架高低调节	●悬架软硬调节	○/●悬架软硬调节&悬架高低调节			-/●悬架软硬调节	●悬架软硬调节&悬架高低调节	-/●悬架软硬调节&悬架高低调节

空气悬架	○/●		○/●				●	-/●
前/后驻车雷达	前●/后●	前●/后●	前●/后●	-	前●/后●	前●/后●	前●/后●	前●/后●
驾驶辅助影像	●360 度全景影像	●360 度全景影像	●360 度全景影像	●倒车影像	●360 度全景影像	●360 度全景影像;-/●车侧盲区影像	●360 度全景影像	●360 度全景影像
透明底盘/540 度影像	●	●	●		●	●	●	●
辅助驾驶芯片	●华为 MDC 810		●Mobileye EyeQ5H	●特斯拉 FSD	●英伟达 Drive Orin	●英伟达 Orin-X/双英伟达 Orin-X	●地平线征程 3/●双英伟达 Orin-X	
芯片总算力	●400 TOPS		●48 TOPS	●144 TOPS	●1016 TOPS	●254/508 TOPS		
摄像头	●11	●5	●15	●8	●11	●12	●5-12	●10-11
超声波雷达	●12	●8-12	●12		●12	●12	●8-12	●12
毫米波雷达	●3	●1-5	●1		●5	●5	●2-5	●3
激光雷达	●3				●1	-/●2	-/●1	-/●1
辅助驾驶系统	●AVATRANS	●DiPilot	●ZEEKR AD	●Autopilot		●XPILOT;-/●XNGP		●HUAWEI ADS
辅助驾驶等级	●L2	●L2	●L2;○L3	●L2;○L3	●L2	●L2	●L2	●L2
倒车车侧预警	●	-/●	●		●	●	●	●
车道保持辅助	●	●	●	●	●	●	●	●
车道居中保持	●	●	●	●	●	●	●	●
自动泊车入位	●	-/●	●	○	●	●	○/●	●
自动驾驶辅助路段	○城市路段;●高速路段		●城市路段;○高速路段	○城市路段;○高速路段		-/●城市路段;●高速路段	-/●城市路段;-/○/●高速路段	○城市路段;-/●高速路段
天窗类型	●不可开启全景天窗	●可开启全景天窗	●不可开启全景天窗	●分段式不可开启天窗	●不可开启全景天窗	●分段式不可开启天窗	●不可开启全景天窗	●不可开启全景天窗
中控彩色屏幕	●触控液晶屏	●触控液晶屏	●触控液晶屏	●触控液晶屏	●触控 OLED 屏	●触控液晶屏	●触控液晶屏	●触控液晶屏
中控屏幕尺寸	●15.6 英寸	●15.6 英寸	●15.4 英寸	●15.4 英寸	●12.8 英寸	●14.96 英寸	●15.6 英寸	●15.6 英寸
车机智能芯片			●高通骁龙 8155		●高通骁龙 8155	●高通骁龙 8155	●高通骁龙 8155	
语音连续识别	●		●		●	●	●	●
可见即可说	●		●		●	●	●	●
4G/5G 网络	●5G	●4G;●5G	●5G	●4G	●5G	●4G	●4G/5G	●5G
全液晶仪表盘	●	●	●	-	●	●	●	●
液晶仪表尺寸		●12.3 英寸	●8.8 英寸		●10.2 英寸	●10.25 英寸	●8.2 英寸	●12.3 英寸
HUD		-/●	●					
扬声器品牌		-/● Dynaudio	○/●YAMAHA			○Dynaudio		●HUAWEI SOUND
扬声器数量	●14;○/●27	●8-12	●8;○/●12	●9-17	●23	●20	●23	○/●17;●15
车载智能系统	●HarmonyOS	●DiLink	●ZEEKR OS		●Banyan	●Xmart OS		●HarmonyOS

无框设计车门	●	●	●	●	●	●	●

注：表中统计的为截至 2023 年上市的车型款式，○表示可选配，●表示标配。

数据来源：汽车之家，东北证券

4. “瑶光 2025”战略

在 2022 年 9 月 16 日的“瑶光 2025 奇瑞科技 DAY”活动上，奇瑞正式启动“瑶光 2025”战略，涵盖了火星架构、鲲鹏动力、雄狮智能、银河生态等四大核心领域，以此为基础，全力打造包含平台架构、三电、智能驾驶、智云平台、生态伙伴在内的 13 大核心技术。

图 45：2022 奇瑞科技 DAY



数据来源：搜狐网，东北证券

随着汽车行业智能化步伐加速，奇瑞也在不断探索和思考，在 2023 年 10 月 16 日的 2023 奇瑞科技 DAY 上，奇瑞对“瑶光 2025”战略进行更新迭代，核心领域调整为火星架构、鲲鹏动力、雄狮智舱、大卓智驾、银河生态基础上，并且展示了从平台架构到芯片，再到高效混动发动机、氢能、电驱、电池、智能交互、无人驾驶、智云平台等 19 大核心技术。此外，基于 5 大技术领域，奇瑞提出了“量产一代、开发一代、预研一代”的技术布局。

图 46：2023 奇瑞科技 DAY



数据来源：搜狐网，东北证券

图 47：奇瑞“瑶光 2025”技术进阶布局



数据来源：奇瑞 2023 科技 DAY，东北证券

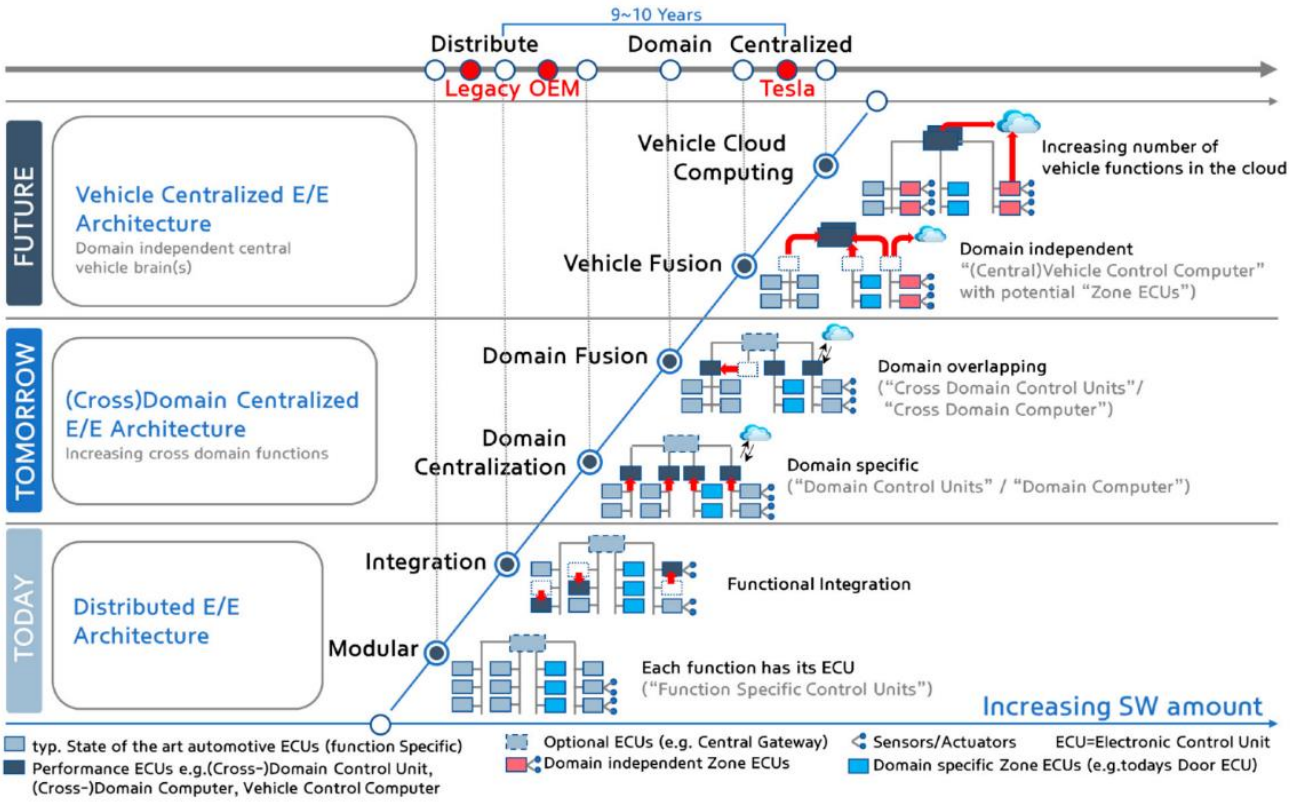
4.1. 火星架构

奇瑞火星架构包含物理平台架构和 EEA 电子电气架构等核心技术，是面向新四化全新开发高端智能电动平台。从高算力、高安全、高可靠、可成长、个性化、生态开放等多维度为用户带来新的体验。

在传统的分布式汽车电子电气架构中，对于车辆中的传感器与各种电子电气系统的信息传输与控制都由分布式汽车电子控制器(ECU)完成。随汽车电子化与智能化的发展，ECU 数量与线束数量成为成本与车重负担，而且分布式架构信息传输能力有限，难以满足自动驾驶的高算力需求以及实现复杂智能功能。分布式架构与 ECU 的局限性对于车辆的生产成本、功能实现、未来发展都提出了挑战，更加集成化、智能化的解决方案——域控制器与域内中心化架构则应运而生。

博世将汽车电子电气架构的演进分为三大阶段：分布式架构、(跨)域集中式架构、车辆集中电子电气架构，每个大阶段中细分为两个小阶段，从低阶到高阶依次为：模块化（每个功能由一个独立的 ECU 实现）、集成化（不同的功能集成到一个 ECU 来实现）、域内集中（域控制器分别控制不同的域）、跨域融合（跨域控制器同时控制多个域）、车辆融合（一个车载中央计算器控制全车的域控制器）、车辆云计算（更多的车辆附加功能由云计算实现）。

图 48：博世对汽车电子电气架构的演进阶段划分



数据来源：Bosch，MDPI，东北证券

奇瑞火星架构的演化路径也伴随着物理平台和 EE 架构的不断进化。

图 49：奇瑞火星架构发展规划



数据来源：奇瑞官网，东北证券

2023 年 2 月 27 日，奇瑞发布火星架构-超级混动平台，其搭载可自我进化的 EEA4.0 电子电气架构、支持 5G 和千兆以太网，以及搭载了车界性能天花板高通骁龙 8155 旗舰芯片、CPU 算力达到 105K。同时，新平台产品还搭载了 Chery Pilot L2.9 级智能驾驶辅助系统，含 21 项基础 ADAS 功能、11 项高阶智能驾驶功能。

图 50：奇瑞超级混动平台&EEA4.0



数据来源：奇瑞官网，东北证券

在 2023 奇瑞科技 DAY 上，奇瑞发布了其 EEA 5.0 架构，其为面向用户自定义的服务化电子电气架构，该架构可实现产品矩阵覆盖轿车/SUV/MPV 市场，涵盖多种动力形式，E0X 平台就是奇瑞 EEA5.0 架构的代表平台。

图 51：奇瑞 EEA5.0 架构



数据来源：奇瑞 2023 科技 DAY，东北证券

此外，奇瑞还发布了全新的 S²ma-可扩展智能火星架构，该架构可支持轿车/SUV/面包车/MPV/皮卡等车身形式，轴距范围支持 2500-3500mm。相比于上一代架构，S²ma-火星架构升级了全线控底盘、CTC 电池、智能分布式驱动和可插拔 EEA6.0 架构。其中，该架构采用了断开式线控技术、多域融合控制等实现了线控底盘，通过轮毂电机和扭矩矢量控制实现了智能分布式驱动，可插拔 EEA6.0 架构的特点在于高宽带以太网技术、基于以太网高冗余安全架构、支持全场景 V2X 智能网联、支持全自动驾驶、支持 OEM App Store 应用。

图 52：S²ma-可扩展智能火星架构



数据来源：奇瑞 2023 科技 DAY，东北证券

4.2. 鲲鹏动力

奇瑞鲲鹏动力包含未来主流动力形式的全领域专业动力解决方案，涵盖发动机、混动箱、电驱、电池、氢能 5 大核心技术，将持续在能耗、续航和加速性能等方面为客户带来体验的提升。

图 53：奇瑞鲲鹏动力发展规划

高效发动机	40%	44.5%	46%
高效混动箱	2.0代	3.0代	4.0代
高效电驱	400 V 90%	800 V 91%	1000 V 92%
高能电池	500+ km CTP	700+ km CTB	1000+ km CTC
氢能动力	80+ kW 寿命>10000 h	150+ kW 寿命>20000 h	250+ kW 寿命>30000 h

数据来源：奇瑞官网，东北证券

奇瑞鲲鹏超性能电混 C-DM 包含混动专用发动机、混动专用变速箱、混动专用电池管理系统构成，搭载了第五代 ACTECO 1.5TGDI 高效混动专用发动机及三挡超级电混 DHT、无级超级电混 DHT。其中，第五代 ACTECO 1.5TGDI 高效混动专用发动机最大功率达 115kW，最大扭矩达 220N·m，其最大热效率＞44.5%，百公里亏电油耗低至 4.2L；三挡 DHT 架构主打动力性，最高传动效率>97.6%，轮端输出扭矩>4000N·m，电驱动平均速率>90%，该架构实现了全速段强劲的动力输出，百公里加速仅 4.26s，极限时速达到 240km/h；单挡 DHT 主打燃油经济性，电机最高效率 98%，综合续航 1400+km。

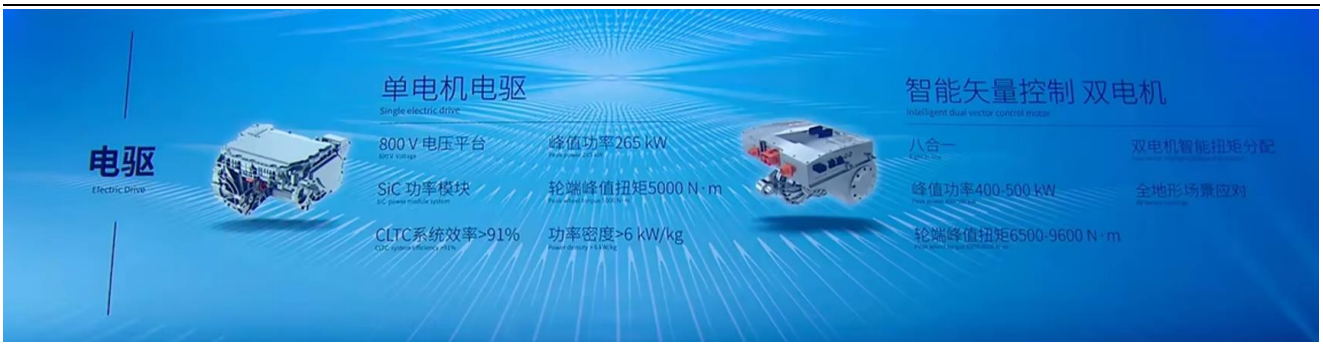
图 54：奇瑞混动专用发动机及混动专用变速箱



数据来源：奇瑞 2023 新能源之夜发布会，东北证券

电驱技术方面，奇瑞的全新单电机电驱支持 800V SiC 技术，CLTC 系统效率＞91%，峰值功率 265kW，轮端峰值扭矩可达 5000 N·m。同时，奇瑞还将推出智能矢量控制八合一双电机，将可实现车轮的智能扭矩分配，系统峰值功率在 400-500kW，轮端峰值扭矩 6500-9600 N·m，可应对全地形场景。

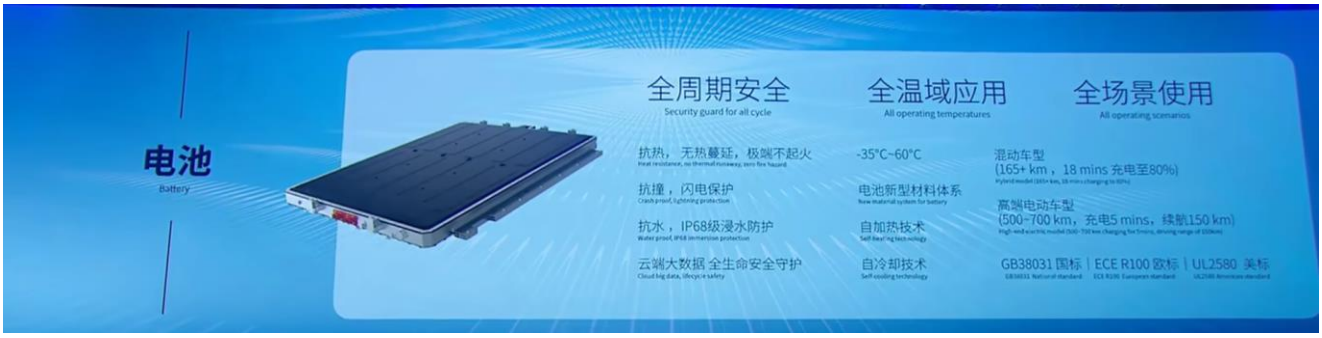
图 55：奇瑞新能源电驱技术



数据来源：奇瑞 2023 新能源之夜发布会，东北证券

在电池技术领域，奇瑞的技术优势体现在全周期安全、全温域应用和全场景实用三大方面。其中，全周期安全方面，奇瑞采用 NP2.0 技术，通过主动隔离、向下泄压方式，实现无热蔓延、不起火的抗热作用，并且采用 IP68 最高等级的防水功能；全温域应用方面，通过全新材料 M3P 和自加热、自冷却技术满足零下 35℃~60℃超宽温度应用；全场景使用方面，奇瑞提供给多种电池包规格满足国标、欧标、美标要求，覆盖全球全场景使用需求。从产品性能来看，混动 37kWh 电池包可实现 165+km 的纯电续航、18 分钟补能 80%；纯电车型有 60/82/100kWh 三种容量可选，综合续航可达 500-700km、5 分钟补能 150km。

图 56：奇瑞电池技术



数据来源：奇瑞 2023 新能源之夜发布会，东北证券

在技术进阶方面，奇瑞还将推出下一代 DHE 6.0 混动专用发动机，压缩比最高可达 17、采用主动预燃射流技术、热效率目标最高＞46%；下一代 DHT 4.0 超级混动箱进一步追求能耗，峰值转速＞20000 转、最高传动效率＞99%、采用 10 合 1 深度集成设计。此外，在电池领域奇瑞发布了 3.0 半固态电池、4.0 固态电池，布局下一代先进电池技术能力。

图 57：奇瑞驱动技术进阶&电池技术进阶



数据来源：奇瑞 2023 科技 DAY，东北证券

4.3. 雄狮智舱&大卓智驾

奇瑞在 2022 科技 DAY 提出了雄狮智能，其包含的智能座舱和智能驾驶 2 大核心技术合并在同一个技术领域下。而在 2023 科技 DAY 上，奇瑞将两块技术拆分成为雄狮智舱和大卓智驾并形成单独的技术领域，足见奇瑞对于智能化的重视。

雄狮智舱核心技术包括音响、AI 大模型、OS、高算力平台、车联网等。奇瑞打造了专属音效品牌 LION Melody 2.0；布局 LION AI 大模型 2.0，特点在于多模态人工智能升级、多控制器及融合智能等；全栈自研应用层和中间件推出 LION OS，实现

硬件平台化和双解耦设计以及舱云一体 SOA 服务化；布局高算力平台，实现舱泊一体、舱驾一体等融合方式。

图 58：雄狮智舱核心技术

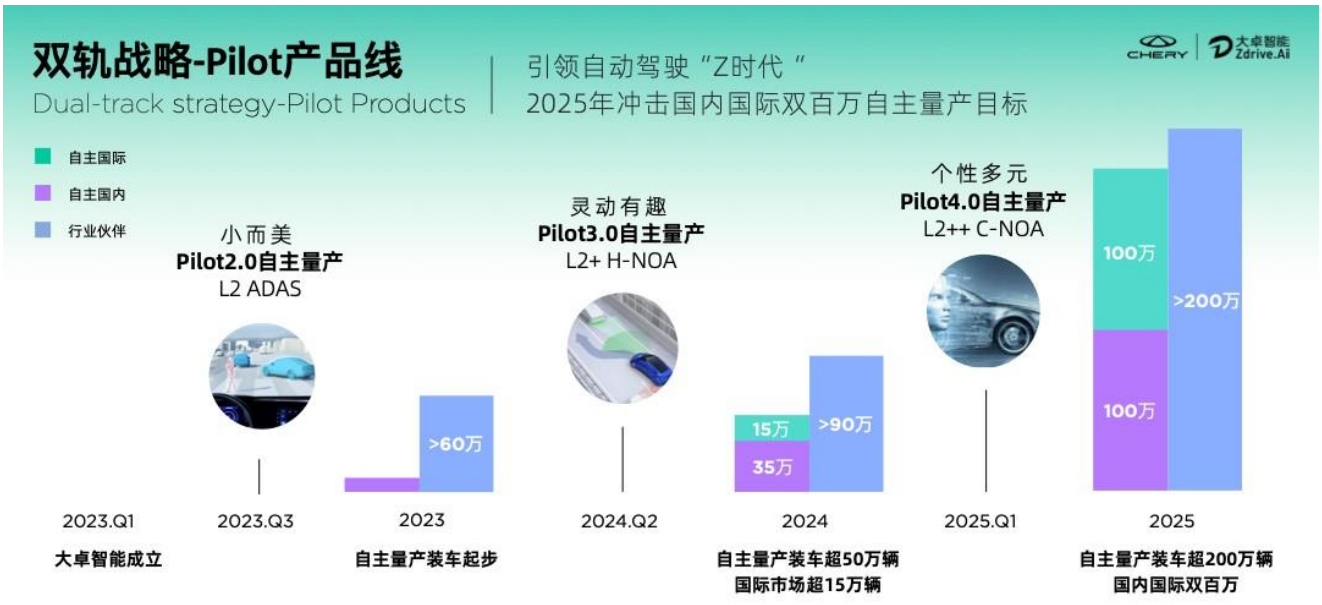


数据来源：奇瑞 2023 科技 DAY，东北证券

奇瑞于 2023 年 2 月成立了大卓智能，为其进行智能驾驶的研发和资源整合，大卓智能的 CEO 谷俊丽博士曾先后任职于特斯拉、小鹏从事智能驾驶相关工作。**大卓智驾的核心技术分为两条技术路线，分别是 Pilot 产品线和 Drive 产品线。**前者定位 L2-L2++级，面向高阶辅助驾驶，主要包括 ADAS 功能（ACC、AEB、LCC 等）、高速领航（L2+）和城市领航功能（L2++）等；后者定位 L4 级，面向无人驾驶，落地场景包括 Robotaxi 等。

Pilot 系列面向 L2 的 ADAS 系统 Pilot 2.0 已在 2023Q3 量产落地，并计划在 2024Q2 量产面向 L2+实现高速 NOA 的 Pilot 3.0、在 2025Q1 量产面向 L2++实现城市 NOA 的 Pilot 4.0。目前 Pilot4.0 正在开发中，其基于中央计算平台、采用占用网络，可实现城市通勤、远程召唤泊车等功能。

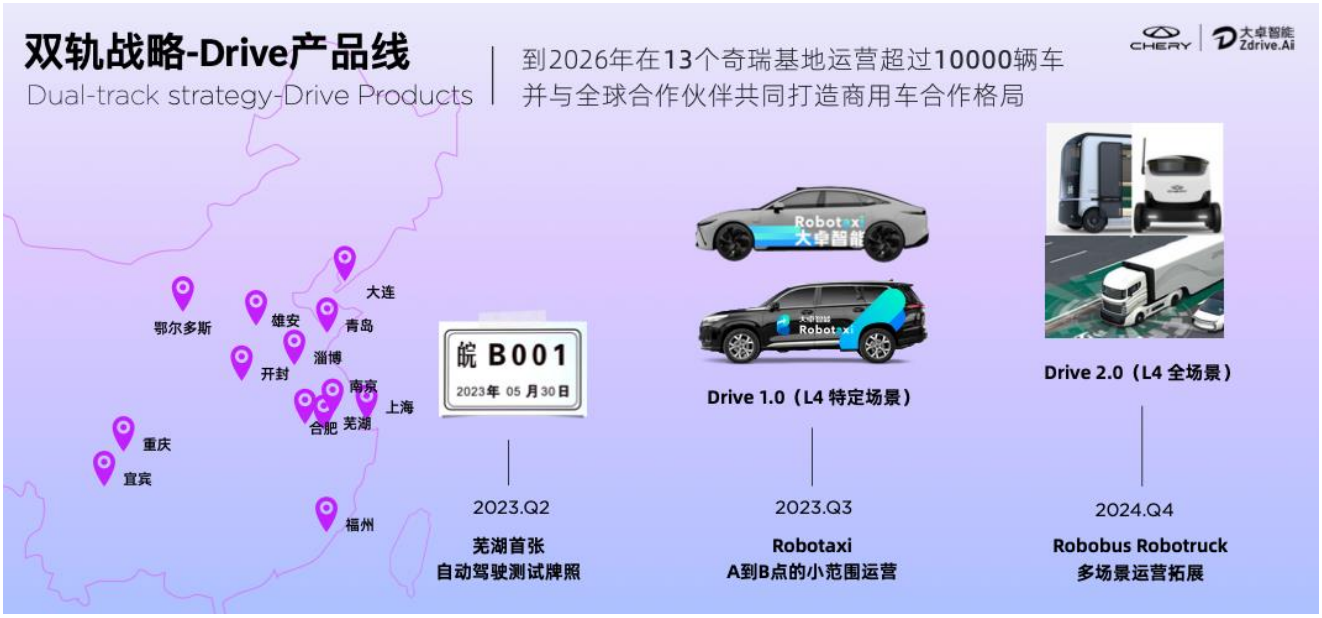
图 59：大卓智能双轨战略——Pilot 产品线



数据来源：盖世汽车，东北证券

Drive 系列的 Drive1.0 产品已在部分车型落地并接入第三方网约车调度平台，在芜湖小范围运营，并计划在 2024Q4 推出 Drive2.0，实现 Robotruck、Robobus 等更多场景的运营拓展。

图 60：大卓智能双轨战略——Drive 产品线



数据来源：盖世汽车，东北证券

4.4. 银河生态

奇瑞银河生态包含智云平台、智慧数据、智能升级、生态伙伴 4 大核心。银河生态依托互联科技，聚焦用户体验，从生态科技层面，赋予汽车出行场景全方面进化，围绕人、车、服务构建了丰富的生态体系。银河生态的产品属性包含 1+3+N，其中 1 是指“1 款成长型汽车”，3 是指“3 大技术平台”，包含云平台、AI 平台和数据平台，N 是指生态共赢，包含 B 端的生态合作伙伴和 C 端的座舱、手机、IOT 等。

图 61：奇瑞银河生态



数据来源：奇瑞 2023 科技 DAY，东北证券

总体上看，奇瑞在动力平台和 EE 架构方面，坚持混动+纯电布局，投入 DHT、电驱、电池等产品的研发，并且 EE 架构持续升级迭代；在智能化方面，着力打造智能座舱和智能驾驶核心能力，奋起直追完善智能化布局、弥补自身劣势；此外，奇瑞也积极进行生态体系构建、全球化布局等，充分发挥自身优势。我们认为，汽车行业正经历电动化、智能化的快速变革，新能源渗透率快速提升、燃油车份额被蚕食，在行业加速转型、市场格局重建、价格战等多重因素下，奇瑞作为传统车企面临着巨大压力，与此同时也在积极应对、加速电动化智能化领域的布局，以技术体系为支撑赋能新能源转型，有望成为新能源领域的“黑马”。

5. 部分产业链梳理

5.1. 瑞鹄模具

公司主营业务分为两大类：汽车制造装备业务（包括冲压模具及检具、焊装自动化生产线及智能专机和 AGV 移动机器人等）、**汽车轻量化零部件业务**（包括高强度板及铝合金冲焊零部件、铝合金精密铸造零部件等）。

汽车制造装备业务：主要产品有冲压模具（覆盖件模具、高强板模具）及检具、焊装自动化生产线及智能专机和 AGV 移动机器人等。汽车整车智能制造专用装备是高端制造产业的重点应用领域之一，是汽车制造工业化与信息化融合的核心组成部分，是加快汽车制造业实现转型升级、提效降耗、保证产品质量最终实现制造过程智能化的重要保障基础，是集自动化、信息化、数字化、智能化相关技术于一体的专用设备制造行业，并对整个智能制造行业起着引领和示范作用，对实现整车制造的数字化、智能化具有重要意义。公司是国内少数能够同时为客户提供完整的汽车白车身高端制造装备、智能制造技术及整体解决方案的企业之一。

汽车轻量化零部件业务：主要产品有汽车冲焊零部件（高强度板及铝合金板材冲焊零部件）、铝合金精密铸造零部件（铝合金一体化压铸车身结构件、铝合金精密铸造动总零部件）等。随着汽车节能减排门槛的提高，以及新能源汽车续航里程的提升，轻量化已成为汽车未来发展重要趋势之一，而高强度板冲焊、铝合金板材冲压以及

铝合金一体压铸已成为汽车轻量化的重要路径。汽车轻量化零部件业务属于汽车制造行业，其业务发展与下游客户配套车型产销量高度相关。

公司客户资源优质，正在承接、供应或交付的客户包括：
境外及合资整车品牌：北美某全球知名新能源品牌、奔驰、宝马、奥迪、沃尔沃、捷豹路虎、林肯等豪华品牌，大众、福特、本田、马自达、STELLANTIS(斯特兰蒂斯)、雷诺、通用、现代等全球主流品牌，以及印度 FORCE、越南 VINFAST、土耳其 Tofas 等境外属地品牌。
中国自主整车品牌：蔚来、理想、小鹏、上汽集团、一汽集团、东风集团、广汽集团、江铃集团、比亚迪、长城汽车、吉利汽车、奇瑞汽车等中国自主品牌。

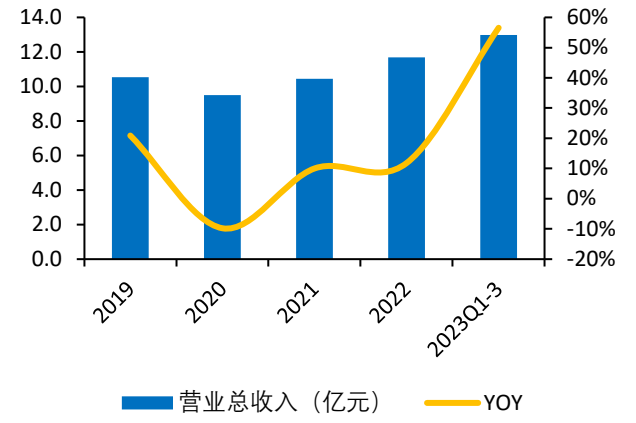
表 6：公司 2019-2022 年前五大客户

	序号	客户名称	销售金额（万元）	占销售收入比例（%）	销售内容
2022	1	第一名	16885.27	14.46	
	2	第二名	15843.57	13.56	
	3	第三名	13191.11	11.30	
	4	第四名	8209.29	7.03	
	5	第五名	7927.87	6.79	
	合计		62057.11	53.14	
2021	1	长城汽车	14041.03	13.44	模检具、自动化生产线
	2	振宜汽车有限公司	10172.48	9.74	模检具、自动化生产线
	3	印度 Force	8364.64	8.01	模检具
	4	福特	6266.24	6.00	模检具
	5	一汽集团	5227.79	5.00	模检具、自动化生产线
	合计		44072.18	42.19	
2020	1	奇瑞汽车	15914.23	16.75	模检具、自动化生产线
	2	凯翼汽车	10172.50	10.71	模检具、自动化生产线
	3	北京工业设计院	9263.26	9.75	焊装自动化生产线
	4	福特	8418.36	8.86	模检具
	5	广汽集团	6365.02	6.70	模检具
		合计	50133.38	52.77	
2019	1	奇瑞集团	14419.29	13.69	模检具、焊装自动化生产线
	2	广汽集团	8184.84	7.77	模检具、焊装自动化生产线
	3	上汽集团	7910.32	7.51	模检具
	4	Societe Annonyme Iranienne Production Automobile	7778.09	7.39	模检具
	5	江铃汽车	5271.03	5.01	模检具、焊装自动化生产线
		合计	43563.55	41.37	

数据来源：公司年报，可转债募集说明书，东北证券

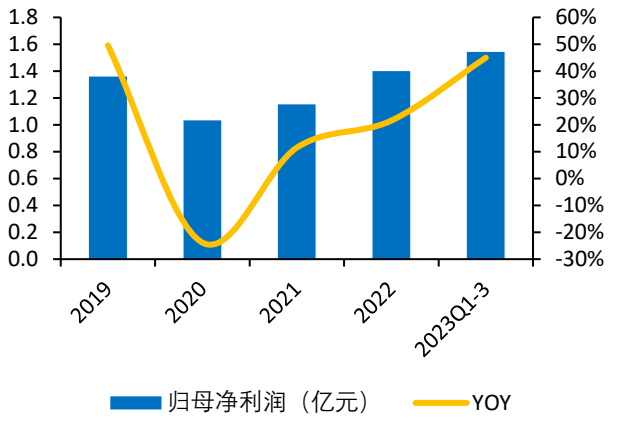
公司 2022 年营业收入为 11.68 亿元，同比+11.78%,归母净利润为 1.40 亿元，同比+21.54%。2023 年前三季度营收 12.98 亿元，同比+56.57%，归母净利润 1.54 亿元，同比+44.98%。公司盈利能力良好，近年来毛利率水平稳定在 23%以上、净利率水平稳定在 10%以上。

图 62：2019-2023Q3 公司营业总收入及同比增速



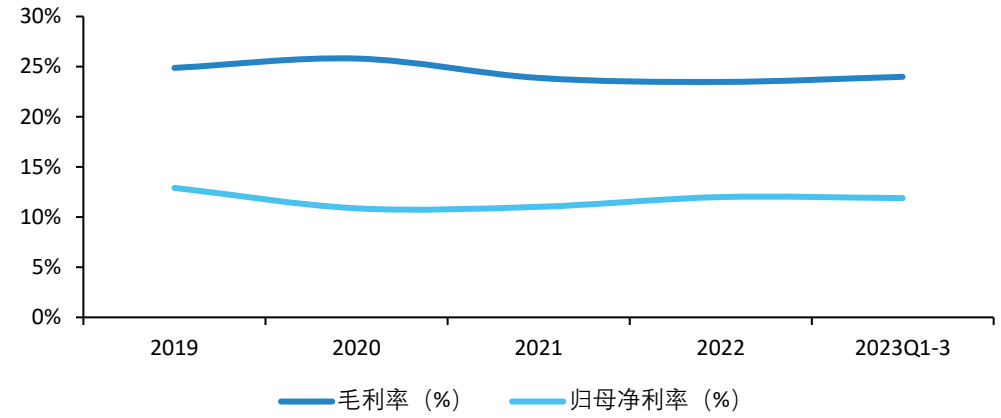
数据来源：公司公告，东北证券

图 63：2019-2023Q3 公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 64：2019-2023Q3 公司毛利率及归母净利率情况



数据来源：公司公告，东北证券

募投项目丰富，产能利用率压力缓解。复盘公司过往几年内的财务数据，在 2020 至 2021 年时收入增速放缓，我们认为原因是随着公司业务增长，公司 2019-2021 年的产能利用率均较高，产能利用率在当时已经接近上限。而公司上市后的募投项目既包含了传统的汽车制造装备业务，又涵盖了新成长的汽车零部件业务，故从 2022 年开始传统业务的产能利用率压力有所缓解，新兴的汽车零部件业务成为了公司的新增量，收入端的增速得到重新释放。

表 7：公司主要业务产能利用率情况

单位：时、件		2019	2020	2021	2022
汽车冲压模具	设计产能工时[1]	275520	278407.00	308700.00	378151.07
	实际工时	302668	308407.17	359999.32	407393.47
	产能利用率[2]	109.85%	110.78%	116.62%	107.73%
焊装自动化生产线	设计产能工时[3]	420000	540000.00	619200.00	798720.00
	实际工时	536650	686750.00	798330.00	998400.00
	产能利用率[4]	127.77%	127.18%	128.93%	125%
汽车零部件及配件	设计产能工时	-	-	-	1594.00
	实际工时	-	-	-	1060.00
	产能利用率	-	-	-	66.52%

注：1、设计产能工时=自有核心设备数量*21 小时/日*每年工作日

2、产能利用率=自有核心设备每年实际工时/核心设备每年设计工时

3、设计产能工时=公司设计及组装平均年人数*8 小时/日*每年工作日

4、产能利用率=公司设计及组装人员每年实际工时/设计及组装人员每年设计工时

汽车零部件及配件设计产能工时及实际工时统计时间段为 2022 年 9 月-12 月

5、2023 年具体条目未披露，故数据选取至 2022 年

数据来源：招股说明书，公开发行可转换公司债券跟踪评级报告，东北证券

公司的募投项目涵盖传统业务与新兴业务，包括中高档乘用车大型精密覆盖件模具升级扩产项目、基于机器人系统集成的车身焊装自动化生产线建设项目（一期）、汽车智能制造装备技术研发中心建设项目、新能源汽车轻量化车身及关键零部件精密成形装备智能制造工厂建设项目（一期）、新能源汽车轻量化零部件项目（有色铸造）二期等。

表 8：公司主要扩产项目

	募集资金承诺投资总额（万元）	截至 2023 年半年报的投入金额（万元）	截至 2023 年半年报投资进度	设计总产能	备注
中高档乘用车大型精密覆盖件模具升级扩产项目	25814	17803.85	68.97%		23 年半年报提到，项目已于 2022 年 2 月底**完工结项。**项目募集资金承诺投资总额 25,814 万元，实际投入 17,803.85 万元
基于机器人系统集成的车身焊装自动化生产线建设项目（一期）	18630	11603.43	62.28%		截至 2022 年末，基于机器人系统集成的车身焊接自动化生产建设项目**一阶段已完成建设并实现满产，** 基于机器人系统集成的车身焊接自动化生产建设项目**二阶段已于 2022 年中旬启动建设，预期 2023 年 8 月完工。**
汽车智能制造装备技术研发中心建设项目	5162	2032	39.36%		**预期 2023 年 8 月完工。**
新能源汽车轻量化	43288.61	5094.21	11.77%	形成 288 套轻量化车身	可转债募投项目。**预期 2023 年 11 月完工。**本项目达产期预计实现年均销售收

车身及关键零部件精密成形装备智能制造工厂建设项目（一期）		**覆盖件**及关键零部件精密成形装备智能制造能力	入 44,631.00 万元、年均净利润 6,388.71 万元
新能源汽车轻量化零部件项目（有色铸造）二期	37600	满产后具备年产 55 万套汽车大型轻量化铝合金零部件生产能力	为 2022 年新增建设项目，由子公司轻量化公司负责，建设内容为新能源汽车一体化压铸车身轻量化零部件工艺开发、设计及制造，动力系统精密铝合金压铸 件工艺开发、设计及制造，满产后具备年产 55 万套汽车大型轻量化铝合金零部件生产能力。项目建设资金来源为公司自有资金，包括轻量化公司股东增资款和项目贷款。**预期 2023 年 11 月完工。**

数据来源：公司公告，东北证券

2022 年 1 月 24 日，公司与芜湖奇瑞科技有限公司（“奇瑞科技”）、芜湖永达科技有限公司（“永达科技”）共同投资新能源汽车轻量化零部件项目。三方共同出资设立**芜湖瑞鹄汽车轻量化技术有限公司**，注册资本 10,000 万元，其中公司持股 45%，奇瑞科技持股 35%，永达科技持股 20%。根据公司公告，瑞鹄轻量化 2022 年 1-12 月营业收入 21,385,593.07 元，净利润-8,294,242.74 元。

2023 年 3 月，公司、奇瑞科技分别拟向瑞鹄轻量化增资 6,500 万元、3,500 万元，以投资建设新能源汽车轻量化零部件（有色铸造）项目二期（以下简称“二期项目”）项目计划总投资 39,697 万元，其中固定资产投资 32,831 万元，占比 82.70%，无形资产投资 2,786 万元，占比 7.02%；铺底流动资金投资 4,080 万元，占比 10.28%。**满产后具备年产 55 万套汽车大型轻量化铝合金零部件生产能力。**

二期项目投产后有利于公司在轻量化零部件领域进一步扩大产能并提升综合竞争力，增强公司在轻量化零部件领域的整体优势，促进公司业务规模进一步扩大和竞争力的增强。

表 9：增资前瑞鹄轻量化注册资本及股权结构

股东名称	认缴出资额（万元）	持股比例
瑞鹄汽车模具股份有限公司	4500	45%
芜湖奇瑞科技有限公司	3500	35%
芜湖永达科技有限公司	2000	20%
合计	10000	100%

数据来源：《关于对子公司增资并建设新能源汽车轻量化零部件项目（有色铸造）二期暨关联交易的公告》，东北证券

表 10：增资后瑞鹄轻量化注册资本及股权结构

股东名称	认缴出资额（万元）	持股比例
瑞鹄汽车模具股份有限公司	11000	55%
芜湖奇瑞科技有限公司	7000	35%
芜湖永达科技有限公司	2000	10%
合计	20000	100%

数据来源：《关于对子公司增资并建设新能源汽车轻量化零部件项目（有色铸造）二期暨关联交易的公告》，东北证券

公司的汽车轻量化零部件业务的主要产品有铝合金精密铸造零部件（铝合金一体化压铸车身结构件、高压铸造零部件产品）、汽车冲焊零部件（高强度板及铝合金板材冲焊零部件）等。截至 23 年半年报，公司轻量化零部件业务定点并批供客户 3 个、定点开发中客户 1 个。

1）公司铝合金一体化压铸结构件产品共取得客户定点 4 款车型，其中 2 款车型为星纪元 ES 与智界 S7，其余车型预计在 2024 年分步量产。

2）公司布局高压铸造零部件产品，目前率先应用于动力总成缸体产品，后续有望入局三电壳体等。高压铸造动总零部件产品 2022 年 4 季度已部分投产，2023 年上半年将全部投产并实现产能逐步提升。公司的高压铸造动总零部件目前应用于奇瑞品牌、星途品牌、捷途品牌等国内销售和出口的多款车型。

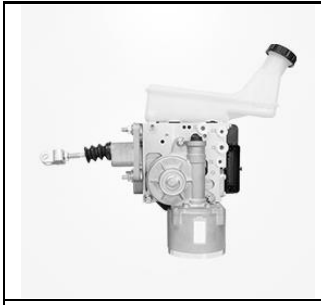
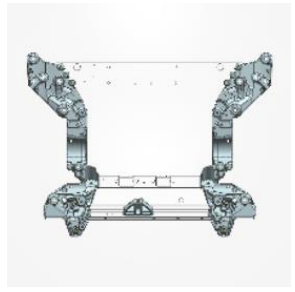
3）冲焊零部件，主要是车身冲压零部件、底盘冲压零部件。下游应用车型同样包括星纪元 ES、智界 S7 等。

汽车零部件业务属于公司在传统装备业务之外，新开拓的第二增长曲线，对公司收入与利润来说均属于全新的增量。公司零部件业务正处于量价齐升的高增速阶段：从量来看，公司依托以奇瑞、华为为首的主要客户，为奇瑞品牌、星途品牌、捷途品牌、智界等供应零部件，同时不断开拓新客户，因此放量确定性较强；**从价来看，**我们根据行业信息，预测目前公司布局的高压铸造产品单车价值目前约 600-700 元，一体化压铸产品单车价值约 2000 元，冲焊零部件单车平均价值约在 700 元左右，而随着公司不断拓展压铸、冲压零部件的应用场景，单车价值提升的方向性较为明确。

5.2. 伯特利

芜湖伯特利汽车安全系统股份有限公司创立于 2004 年 6 月，自成立以来，始终坚持自主创新，2022 年 5 月，公司完成对万达公司的股权收购，成为万达公司的控股股东，公司主营业务从汽车制动系统和汽车智能驾驶系统领域拓展了汽车转向系统业务领域，现公司具备机械制动系统产品、机械转向系统产品和智能电控系统产品的自主正向开发能力。

表 11：伯特利主营产品

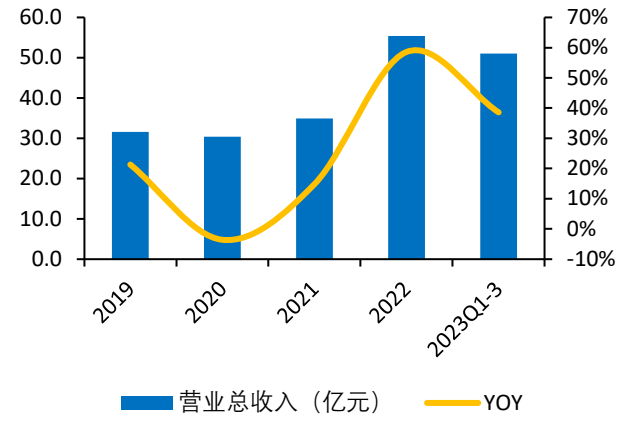
			
线控制动系统	高级驾驶辅助系统	电动尾门系统	电子驻车制动系统
			
制动器总成	综合驻车制动钳	转向系统	铸铝轻量化

数据来源：伯特利官网，东北证券

公司是汽车零部件产品一级供应商，主要面向整车厂配套市场（OEM），少量供应售后服务市场（AM）。主要客户覆盖国内外优质整车厂，其中国际及合资客户：通用汽车、上汽通用、长安福特、沃尔沃、江铃福特、江铃雷诺、东风日产、 Stellantis、马恒达、福特汽车等；国内客户：吉利、奇瑞、长安、上汽、北汽集团、东风集团、广汽集团、江淮、长城、 比亚迪、 一汽红旗、理想、蔚来、小鹏、赛力斯、合创、滴滴汽车等。

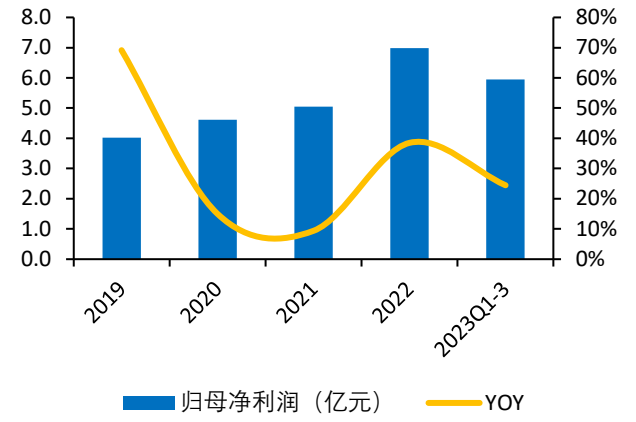
2023 年 Q1-Q3 公司营业收入为 51.1 亿元，同比增长 38.6%，归母净利润为 5.9 亿元，同比增长 24.4%，主要系智能电控、盘式制动器、轻量化制动零部件等产品销量增长所带动。此外，公司盈利能力良好，近年来毛利率水平稳定在 20%以上、净利率水平稳定在 10%以上。

图 65：2019-2023Q3 公司营业总收入及同比增速



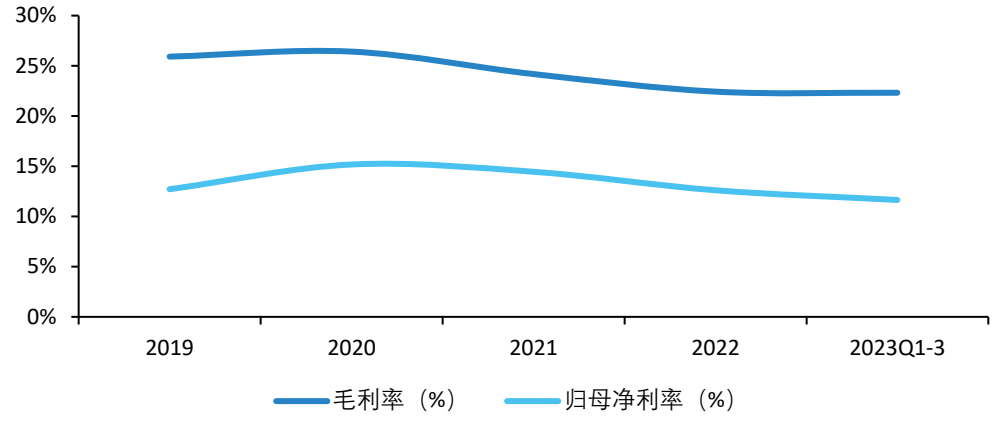
数据来源：公司公告，东北证券

图 66：2019-2023Q3 公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 67：2019-2023Q3 公司毛利率及归母净利率情况



数据来源：公司公告，东北证券

面临汽车行业电动化、智能化、轻量化、进口替代的发展趋势，公司持续拓展产品线并且保持创新，在汽车机械制动产品、机械转向产品、电控产品、汽车智能驾驶产品和轻量化零部件等领域取得领先的技术优势。2021 年，伴随 WCBS 产品的量产，公司成为国内首家发布并量产 ONE-BOX 集成式线控制动系统产品的企业；2022 年，公司 ADAS 系统产品实现量产；2022 年上半年，通过收购万达转向，伯特利产品拓宽至转向领域。此外，公司正在推进研发具备制动冗余的下一代线控制动系统（WCBS2.0），其能够更好满足 L4 及以上自动驾驶级别对线控制动系统的需求，目前已经有多个定点项目，预计 2024 年上半年量产；电子机械制动系统（EMB）的研发工作正在进行中，首轮 EMB 功能样件已顺利研制完成；针对新能源车型自主研发的新一代双控电子驻车制动系统（D-EPB）在原有 SmartEPB 基础上升级，提升新能源车辆驻车可靠性的同时降低了零部件成本，目前已成熟应用在多款新能源车型上；轻量化零部件业务领域，公司通过持续研发投入，进一步拓展产品品类，如副车架、铸铝卡钳、轮房等，以满足客户多样化需求；在转向产品方面，公司持续推进电控转向产品的研发，并逐步实现向线控转向系统进阶，DP-EPS、R-EPS 转向系统、线控转向系统的研发工作顺利推进中；在智能驾驶领域，公司积极推广已有的 L2 及 L2+级别 ADAS 产品的商业化，并在行泊一体化域控制器、高精地图、智能算法等方面展开研发，高级驾驶辅助系统（ADAS）产线已在 2022 年 4 月投产，截至 2023 年中报累计已有 13 个项目批量交付。

客户开拓方面，公司在稳固现有客户的基础上，加大国内外市场开拓力度，积极开发新客户，进一步优化客户结构。截至 2023 年中报，公司的项目情况如下：

表 12：公司的项目情况

	在研	新增量产	新增定点
盘式制动器	146 项，其中新能源车型 56 项	41 项，其中新能源车型 11 项	47 项，其中新能源车型 19 项
轻量化产品	77 项，其中新能源车型 31 项	11 项，其中新能源车型 5 项	21 项，其中新能源车型 14 项
电子电控产品			
①电子驻车制动系统（EPB）	61 项，其中新能源车型 36 项	14 项，其中新能源车型 11 项	22 项，其中新能源车型 15 项
②电子稳定控制系统（ESC）	4 项，其中新能源车型 2 项	4 项,其中新能源车型 1 项	3 项，其中新能源车型 2 项
③电动尾门开闭系统(PLG)	5 项，其中新能源车型 4 项		

智能驾驶产品			
①线控制动系统（WCBS）	74 项，其中新能源车型 53 项	5 项，其中新能源车型 4 项	30 项，其中新能源车型 25 项
②高级驾驶辅助系统（ADAS）	13 项，其中新能源车型 3 项	7 项	6 项，其中新能源车型 3 项
转向系统产品			
①电动助力转向系统（EPS）	10 项，其中新能源车型 6 项	6 项，其中新能源车型 4 项	5 项，其中新能源车型 3 项
②机械转向器（MSG）	13 项，其中新能源车型 8 项	5 项，其中新能源车型 3 项	7 项，其中新能源车型 5 项
③机械管柱	6 项，其中新能源车型 3 项	3 项，其中新能源车型 2 项	4 项，其中新能源车型 3 项

数据来源：公司公告，东北证券

产能方面，依托充沛的在手订单情况以及业务布局，公司在国内外持续加快产能建设，截至 2023 年中报主要产能布局如下：

表 13：公司主要产能布局情况

① 墨西哥新增年产 50 万套电子驻车制动系统（EPB） 卡钳生产线开始筹建；
② 墨西哥年产 400 万件轻量化零部件建设项目产线将于 2023 年 9 月投产使用；
③ 新增年产 20 万套固定式卡钳生产线开始建设；
④ 为了满足市场对线控制动产品的需求， 第四、五条产线于 2023 年上半年投产，第六条产线下半年建设完成；
⑤ 新增 30 万套 EPS 产线、 30 万套 EPS-ECU 产线将于下半年开始建设；
⑥ 为满足整车轻量化的需求，公司实施轻量化新产品的布局，在国内轻量化生产基地正在进行三期项目建设，主要满足汽车副车架、空心控制臂等轻量化产品生产
⑦ 墨西哥二期轻量化项目建设顺利推进中，预计 2024 年底将投入生产。

数据来源：公司公告，东北证券

公司凭借在汽车行业底盘系统近 20 年的研发、制造、销售经验，把握电动化、智能化、轻量化的行业趋势，不断拓展产品品类、开拓下游优质客户，并积极布局海外市场、投入海外产能，伴随着新能源车进一步发展、智能驾驶落地持续推进，公司有望迎来业绩高速发展。

6. 投资建议及风险提示

6.1. 投资建议

奇瑞汽车成立于 1997 年，在这近 30 年的发展历程中，业务板块不断扩大、产品矩阵不断完善。从奇瑞的销量周期来看，可以划分为快速崛起（2001-2010）、战略失误（2011-2013）、艰难前行（2014-2019）、重整旗鼓（2020 至今）四个阶段，其中 2001-2010 年期间主要依托中国汽车行业的导入期红利以及一代神车奇瑞 QQ 的爆火，2011-2013 年间是其首次冲击高端市场战略失误，同时又一定程度上错失 SUV 红利，随后 2014-2019 年间冲击高端化再度失利，但也为后续的战略调整奠定了良好基础，自 2020 年至今，奇瑞品牌矩阵更加清晰，并且伴随着出海和新能源转型打开了新的销量周期。

海外市场：深耕多年，厚积薄发。奇瑞早在 2001 年就打开了出海业务，近年来出口量迎来快速增长，2021-2023 年奇瑞出口占整体批发量的比例由 31%增长至 53%。从车型角度看，奇瑞出口的车型以 SUV 为主，且销量靠前的车型主要靠出口带动。

从奇瑞在海外各国家地区表现看，俄罗斯是 2023 年增量最大和增速最快的国家之一，主要系疫情、地缘政治等因素为自主品牌带来了机遇，从量、价、格局等角度看后续俄罗斯也仍然是海外重要的一块市场，此外如墨西哥、土耳其、哈萨克斯坦、南非、中东等国家或地区也贡献了较大增量。我们认为，国内车企凭借坚韧的汽车供应链以及多年来的海外布局，在疫情、缺芯时期迅速打开海外市场、占据优势，伴随着国内车企从产能、研发、营销、渠道等多维度持续布局，我国汽车出海有望持续增长。奇瑞作为海外布局最早的车企之一，也有望受益先发优势、带动产销打开更大的空间。

新能源转型：布局“插混+纯电”路线，积极推进转型。插混方面，推出鲲鹏混动 CDM 架构，并且规划了全新的插混序列“风云”以及全新的插混渠道，且旗下品牌奇瑞、星途、捷途将全面混动化；纯电方面，基于高端纯电平台 E0X 平台，一方面打造星纪元系列车型，包括纯电、增程等动力架构，另一方面与华为进行智选模式的合作，推出智界品牌，在华为的深度赋能下有望带来进一步增长。奇瑞此前在新能源领域的布局可谓“起大早、赶晚集”，如今，奇瑞在新能源领域大力布局，插混、纯电双线推进，随着新能源渗透率的持续提升，新能源转型有望为奇瑞销量带来更大的弹性。

奇瑞作为自主车企佼佼者，车型矩阵、产品谱系、渠道布局等方面持续完善，出海成为重要增量且有望保持优势，新能源积极转型有望带来进一步弹性，多重增长因素叠加有望带动奇瑞进入新一轮上行销量周期，其产业链也将受益奇瑞车型销量增长，建议关注奇瑞汽车相关汽车零部件标的如瑞鹄模具、伯特利等。

6.2. 风险提示

海外销量情况不及预期；

新能源转型不及预期；

汽车行业景气度下行的风险。

研究团队简介：

李恒光：上海理工大学数量经济学硕士，2016 年加入东北证券中小盘负责新能车产业链研究，2017 年至今担任汽车组组长，重点覆盖整车、零部件和新能车等方向。

姜育恒：上海交通大学动力工程本硕，2022 年加入东北证券，任汽车行业研究助理，覆盖整车、零部件等方向。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630