

惠誉博华 2023 年汽车行业中期信用观察： K 型分化显著，行业变革加速

中国汽车产业韧性较强，行业内各板块分化加大。

乘用车：2022 年以来，各地促汽车消费政策以及新能源汽车和出口的强劲增长，促使 2022 年及 2023 年 1-6 月乘用车销量高增。在燃油车式微、电动车勃兴引发的汽车行业新旧动能转换背景下，K 型分化显著。中国自主品牌竞争力持续增强，但尾部企业出清风险加剧。惠誉博华预计在高基数背景下，2023 年下半年乘用车同比增速将有所放缓。

商用车：市场加速回暖，主要品种客车、货车均实现双位数增长，头部企业市场集中度较高，福田、东风、五菱等位居前五车企的市场份额合计超过 50%。2023 年重卡和客车国内外销量均有望上行。

零部件：行业格局随整车变革浪潮加速转型。国内零部件上市公司多应用于自主品牌车型配套，其产量与业绩变化与自主车型销量高度相关。整车电气化、智能化趋势将重塑汽车零部件供应链。中国自主品牌零部件在新能源汽车产业供应链上逐渐成熟，动力电池等产业已获全球竞争优势。

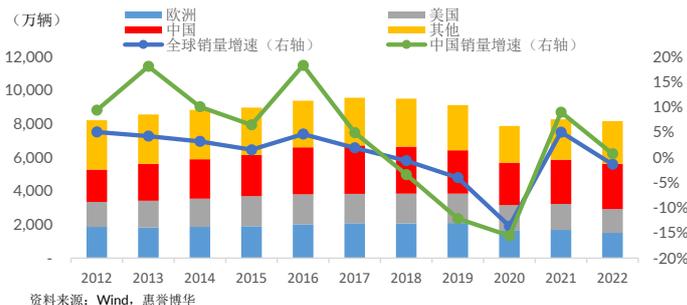
2022 年全球供需结构化失衡以及各细分板块所处周期的差异共同导致汽车主机厂商和零部件厂商盈利分化。汽车行业整体财务结构稳健，营运现金流对债务的保障程度尚可；另一方面，行业资本支出高增，自由现金流呈现分化，但多数企业仍有较好的短期债务现金保障能力。多数新势力整车厂商 2022 年“增收不增利”，2023 年新能源车企销售规模及盈利能力将持续分化。

惠誉博华

中国汽车产业韧性较强，行业内各板块分化加大

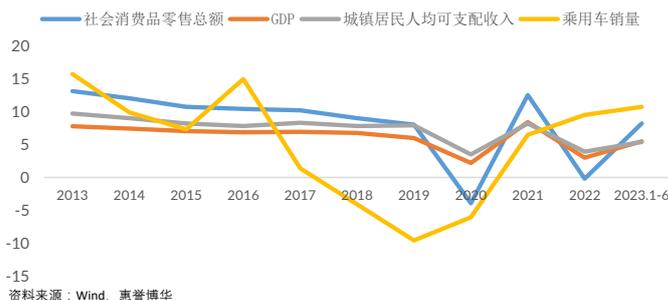
汽车产业链较长，其以主机厂商（汽车制造商）为核心，上游涉及汽车零部件及其大宗原料，下游可拓展至汽车金融、汽车维修及二手车等后市场。2022 年，世界汽车产业受到大宗商品价格波动、供应链扰动、芯片短缺、地缘政治冲突及需求疲弱等诸多因素持续影响，全球汽车总销量 8,163 万辆，同比下降约 1.4%。国内市场虽然受到上述影响，但在国内完善的供应链体系以及一系列利好政策的支持下，全年产销量仍保持增长，2022 年中国汽车销量 2,686.4 万辆，连续多年位居全球第一，同比增长 2.1%，增速较上年有所放缓。2023 年上半年，在同期低基数以及持续促消费政策的共同作用下，汽车产销量分别为 1,324.8 万辆和 1,323.9 万辆，同比分别增长 9.3% 及 9.8%，产销累计实现高增长。

全球及中国汽车销量



汽车作为大宗可选消费品，是社会消费品零售总额的重要组成部分，同时也是重要的支柱产业之一。汽车需求同时受宏观经济、行业周期及相关产业政策影响，且与居民收入水平、消费者偏好等密切相关。2022 年以来，中央和地方政府出台了一系列促消费政策助力汽车行业平稳增长。乘用车在此背景下实现快速增长，2022 年全年销量呈前低后高走势，同比增长达到 9.5%。2023 年初，受车企降价以及燃油车购置税减免政策和新能源汽车补贴退出影响，一季度汽车销量降幅较为明显，但随后各地促汽车消费政策接力出台，新能源汽车销售恢复高增，叠加汽车出口保持强劲增长，二季度汽车销售增长恢复良好，带动 2023 年上半年乘用车销量录得 1,126.8 万辆，同比增长 8.8%。惠誉博华预计在高基数背景下，2023 年下半年乘用车销量增速将有所放缓。

部分宏观指标与乘用车销量 (累计同比, %)



分析师

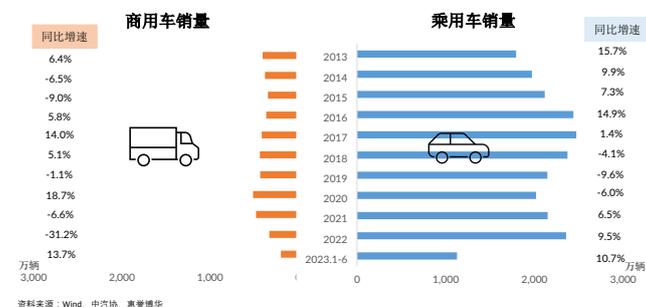
周纹羽 CPA (中国); CPA, CGA(Canada)
+86 (10) 5663 3872
wenyu.zhou@fitchbohua.com

刘濛洋, CPA, FRM
+86 10 5663 3875
mengyang.liu@fitchbohua.com

媒体联系人

李林
+86 10 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

2022 年商用车需求低迷，随着 2023 年一季度经济回暖，物流、出行等需求激增带动商用车销量快速上行，2023 年 1-6 月商用车销量 197.1 万辆，同比增长 15.8%，惠誉博华预计全年商用车销量增速将持续保持正值。



2023 年上半年，汽车销量前十大整车集团合计销量 1,104.3 万辆，同比增长 6.8%，但市场集中度略有下降，CR10 为 83.4%，同比下降 2.4%。各车企销量增速涨跌互现，比亚迪、奇瑞汽车、吉利汽车、长城汽车涨势强劲，东风汽车集团、上汽集团跌幅较大。

车企	2023 年 H1 销量 (万辆)	同比增长	市场份额
上汽集团	202.1	-7.4%	15.3%
一汽集团	154	2.0%	11.6%
比亚迪	125.6	94.2%	9.5%
长安汽车	121.6	8.0%	9.2%
广汽集团	116.6	14%	8.8%
东风汽车集团	107.3	-26.1%	8.1%
北汽集团	81.9	22.2%	6.2%
奇瑞汽车	74.1	56.3%	5.6%
吉利汽车	69.4	13.1%	5.2%
长城汽车	51.9	0.1%	3.9%

资料来源：中汽协，惠誉博华

汽车零部件市场严重依赖于全球汽车行业的需求以及供应链情况，原材料价格、能源价格以及运输成本的相对高企和日益增加的地缘竞争因素给零部件产业带来较大挑战，但随着中国市场电动化、智能化强力驱动，部分具备先发优势的相关产业零部件厂商有望获得全球竞争力。

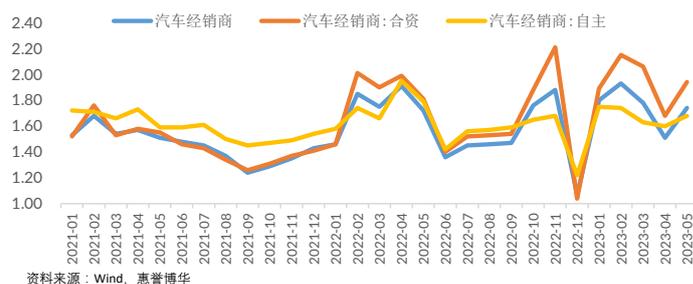
乘用车：在燃油车式微、电动车勃兴引发的汽车行业新旧动能转换背景下，K 型分化显著，行业变革加速；自主品牌竞争力持续增强，但尾部企业出清风险加剧

2022 年 5 月，财政部及税务总局发布《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》，下半年对符合条件的乘用车减半征收车辆购置税。2022 年 9 月，工信部等发布《关于延续新能源汽车免征车辆购置税政策的公告》，将新能源汽车车辆购置税免征期延长至 2023 年 12 月 31 日。上海、深圳、湖北、沈阳等省市也陆续出台了汽车消费相关支持政策。受购置税减免等利好政策刺激，2022 年全年乘用车实现销量 2,315 万辆，同比增长 9.5%，且超越 2019 年销量。

2023 年以来，部分新能源和燃油车品牌均出现了不同程度的降价，如 1 月特斯拉率先宣布降价，部分新能源品牌跟进下探价格；3 月，东风雪铁龙湖北地区宣布加大补贴力度，标志燃油车开启降价潮。

价格战的背后是燃油车式微、电动车勃兴引发的汽车行业新旧动能转换的缩影，在行业需求端维持低个位数增长预期下，各车企压力陡增，且合资品牌库存水平明显高于自主品牌，今年以来库存系数持续高于 1.5 的警戒水平，迫使部分合资品牌通过降价勉力维持或提升市场份额。但“价格战”也导致消费者观望情绪浓厚，一季度乘用车销量承压，二季度以来随着降价预期趋于温和，乘用车需求明显回暖。

汽车经销商库存系数走势

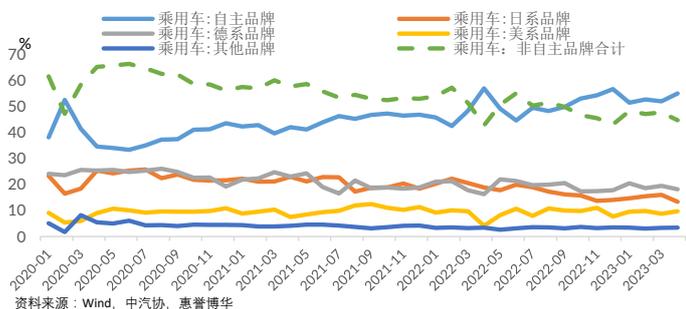


新能源乘用车渗透率持续提升，2022 年全年销量 653 万辆，渗透率升至 27.6%。因新能源补贴退坡导致 2022 年末销量出现“翘尾”，2023 年 1 月渗透率短暂回落，但 1-6 月乘用车渗透率已攀至 33.7%。2023 年 6 月国常会提出“要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策”，同月工信部等三部门公告减免细则，预计新能源汽车渗透率还将持续提升。



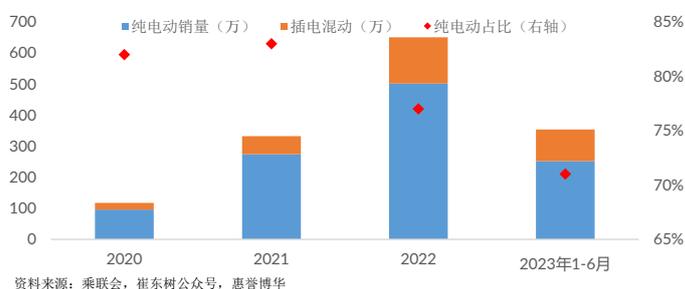
分国别品牌来看，中国新能源自主品牌在电动化、智能化方面具备明显的先发优势，随着新能源汽车市场渗透率的快速提升，自主品牌乘用车整体市场占有率也逐年疾步走高，从 2020 年初的 38% 迅速提升至 2023 年 6 月的 53.1%，而以传统燃油车为主流产品的合资品牌市场份额被蚕食。

乘用车按国别月度市场占有率



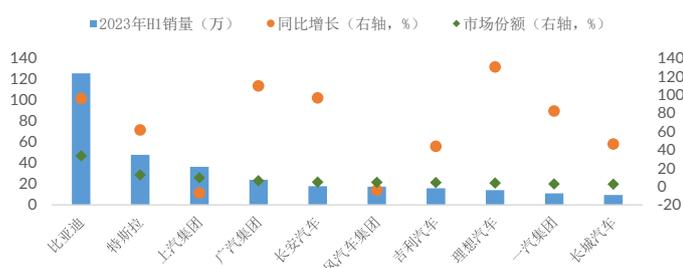
近年来,国内外各主流汽车品牌纷纷推出新能源车型,其中A级、B级车型渗透率持续提升。新能源汽车市场占有率渐显马太效应,头部车企比亚迪、特斯拉(中国)2023年1-6月销量分别为125.5万辆、47.7万辆,前五大新能源汽车企业市场占有率合计达67%。上汽乘用车、广汽埃安、长安汽车、理想汽车等多个自主新能源品牌2022年以来表现亮眼,但部分新势力车企增量承压,小鹏汽车、零跑汽车等2023年上半年累计销量同比负增长,行业竞争愈发激烈。

纯电动及插电混动新能源汽车销量

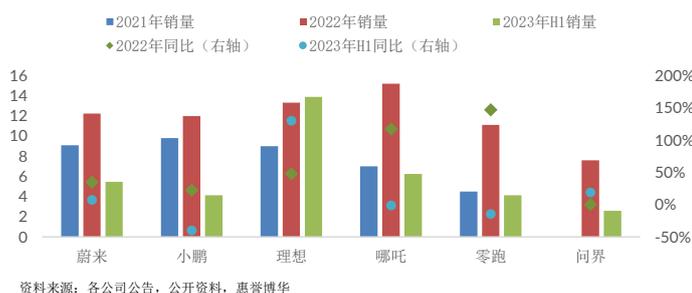


由于海外供应链持续紧张以及中国新能源汽车品牌的快速崛起,中国汽车出口量自2021年以来连续高增长,并于2023年上半年实现出口234.1万辆,出口同比锐增76.9%。新能源汽车1-6月累计出口80万辆,同比劲增105%,其中乘用车77万辆,同比激增113%。新能源汽车出口不仅在数量上带动整体汽车出口高速增长,且在区域结构上改变了传统汽车以亚洲、非洲为主要出口地的局面,西欧及南欧、东南亚等市场成为自主品牌出口亮点。

新能源前十大车企销量



部分新势力品牌销量(万辆)及同比增速



从细分车型来看,插电式混合动力车型增速明显快于新能源汽车整体增速,比亚迪DM-i系列及理想部分增程车型销量表现优秀。混合动力车型在价格、缓解里程焦虑方面均有着一定优势,未来有望持续获得增长动力。

新能源汽车出口及增速



除整车出口外,自主品牌也加速出海建厂以及布局海外渠道,如比亚迪、长城汽车、长安汽车等在泰国、巴西等国家选址投产新工厂,更有包括传统汽车和新势力在内的多家自主品牌选择进入欧洲、中东、东南亚等区域布局海外渠道。随着国内汽车行业“内卷”加剧,优先取得全球化竞争优势的整车制造商将进一步巩固或拓宽自身的“护城河”。

部分中国整车制造商海外布局	
出海建厂	
厂商	具体内容
比亚迪	选址泰国、巴西等国家建设新产能,其中泰国工厂拟投产时间预计2024年
长城汽车	选址巴西,拟于2024年投产,面向拉丁美洲市场
奇瑞	选址阿根廷,计划产能10万辆
哪吒	选址泰国,预计2024年投产
长安汽车	选址泰国、马来西亚,其中泰国投资98亿泰铢
渠道布局	
厂商	具体内容
上汽集团	已进入世界90余个国家和地区,营销服务网点2000余家
比亚迪	在亚洲、欧洲、大洋洲、美洲和非洲均有经销门店,并不断扩张
长安汽车	覆盖60余个国家和地区经销渠道

吉利汽车	经销为主，东南亚、东欧和中东为主要出口市场
蔚来、小鹏、哪吒	主要渠道类型为直营，或计划布局欧洲市场
资料来源：公开资料，惠誉博华	

商用车：2023 年重卡和客车国内外销量均有望显著增长

2022 年商用车受房地产行业陷入低迷，出行半径大幅缩短，环保和超载治理政策需求前置以及油价处于高位等影响，整体需求大幅萎缩，全年销量 330 万辆，降幅达 31.1%。随着经济复苏，市场加速回暖，2023 年 1-6 月商用车完成销量 197.1 万辆，同比上升 15.8%，主要品种客车、货车均实现双位数增长，头部企业集中度较高，福田、东风、五菱等占据前五，市场份额合计超过 50%。

商用车分类别销量及增速



具体品类中，重卡主要应用于工程建设和运输物流领域，受固定资产投资以及制造业景气度等影响较大。长期来看，卡车行业保有量和销量是公路货运需求、GDP 增速、国际经济等宏观经济变量的函数，但中短期卡车销量受行业政策以及更新换代周期等因素影响更为显著。2020 年-2021 年政策驱使下的更新换代推动重卡销量阶段性达到最近一轮波峰。在低基数效应下，随着经济复苏，基建增长保持韧性，物流恢复快速发展，海外市场需求旺盛，以及政策切换透支效应逐年减弱，2023 年上半年重卡销量 48.9 万辆，同比大幅增长 29%，预计 2023 年全年销量亦将实现双位数正增长。重卡行业市场份额高度集中，2023 年上半年，前五名车企中国重汽、一汽解放、东风汽车、陕汽集团和福田汽车市场占有率合计在 89% 以上。

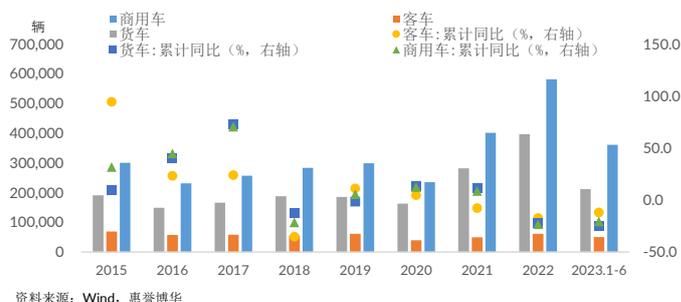
重卡销量及增速



客车方面，因出行需求强劲反弹，上半年客车销量同比增长 14.8%，全年有望保持快速增长势头。其中，宇通客车上半年累计销量 1.5 万辆，同比增长 30.8%，市场占有率位居首位，比亚迪、金龙客车、中通客车等销量均靠前。

2022 年中国重卡出口激增，销量 17.5 万辆，同比增长 53%；大中型客车出口销量 2.2 万辆，同比增长 24%。商用车在海外具备较强的竞争实力，2023 年 1-6 月商用车出口销量 36.1 万辆，同比增长 31.9%，预计海外需求将为商用车企业做出持续的销售与利润贡献。

商用车出口

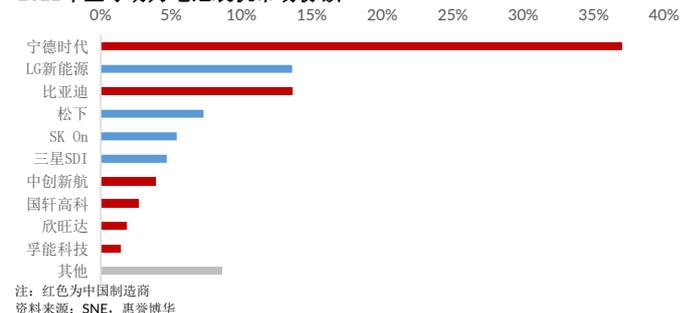


零部件：行业格局随整车变革浪潮加速转型

汽车零部件行业处于汽车产业链上游，可按其在整车制造的先后应用环节分类为整车配套（OEM）市场以及汽车后（AM）市场。中国零部件行业大部分仍依赖于 OEM 市场，并围绕整车集团构筑供应链集群。国内零部件上市公司多应用于自主品牌车型配套，其产量与业绩变化与自主车型销量相关度更高。

惠誉博华认为，整车电气化、智能化趋势将重塑汽车零部件供应链。中国自主品牌零部件在新能源汽车产业供应链上日渐成熟，动力电池等产业已具备全球竞争优势。根据 SNE Research 数据，2022 年宁德时代实现 191.6GWh 装机量，同比增长 92.5%，占有 37% 的全球市场份额，并连续 6 年排名第一。2022 年全球动力电池厂商动力电池装机份额前十名中，中国企业即占 6 名，市场份额高达 60%。

2022 年全球动力电池装机市场份额



新能源汽车引领的电气架构转型也为车身、座舱、底盘等零部件自主品牌厂商带来机会。整车的电子架构已逐渐从传统的分布式结构被集中式“域”所取代。其中，智能驾驶域和座舱域已在现阶段快速发展，对算力、安全等要求高且其使得汽车产品更具亮点和区分度。截至 2022 年末，智能座舱域和驾驶域渗透率尚处于较低水平，仅分别为 8.7% 及 4.8%，但预计随着该领域技术不断进步、成本降低，可装载的车型不断下沉，未来有望获得高速增长。

根据《美国汽车新闻》（Automotive News）公布的 2023 年全球汽车零部件配套供应商百强榜，中国厂商宁德时代、延锋、均胜电子等 5 名供应商入围前 50 名，其中宁德时代位居排行榜第 5 名。上榜企业中，日本、美国、德国分列前三名，中国有 13 家企业上榜，与第三名差距逐渐缩小，且中国有 4 家企业为首次入围。从上榜企业营收变动来看，多家电池制造商及芯片、软件相关厂商 2022 年业绩增幅显著，而部分传统零部件公司则在 K 型分化趋势下，并未受益于全球汽车产量提升和新能源汽车变革浪潮，营收不升反降。

公司名称	2023年排名	2022年排名	上升/下降
宁德时代	5	/	/
延锋	17	16	▼
均胜电子	40	/	/
北京海纳川	48	40	▼
中信戴卡	50	50	-
德昌电机	76	69	▼
华翔电子	78	/	/
敏实集团	82	82	-
诺博汽车系统	84	81	▼
德赛西威	89	93	▲
精诚	93	/	/
宁波拓普	94	90	▼
安徽中鼎	95	85	▼

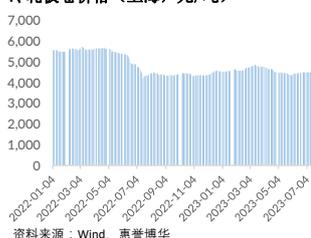
资料来源: Automotive News, 惠誉博华

2023年全球汽车零部件企业百强榜（总部所在地）

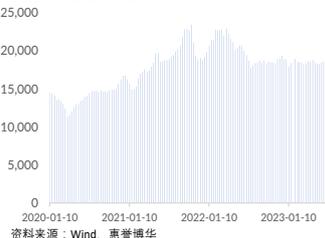


成本端，汽车零部件主要原材料包括铝锭、钢材、塑料、橡胶等，2023 年上半年上述商品价格均有所回落，同时集装箱运力增强，海运运费下滑，未来零部件厂商成本有望随之下探。

冷轧板卷价格（上海，元/吨）

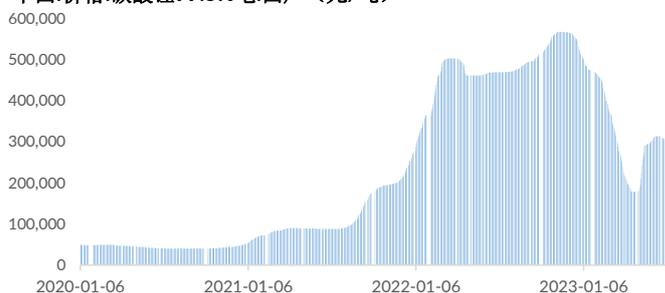


中国铝锭价格（元/吨）



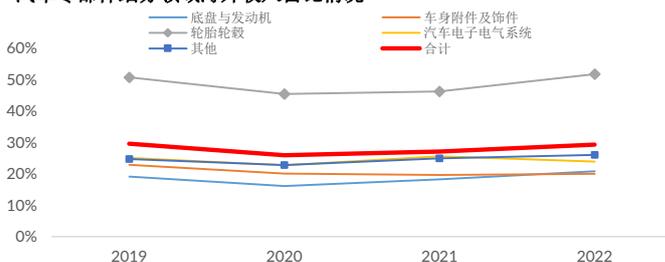
新能源汽车供应链方面，占据整车成本较大比重的动力电池核心原材料碳酸锂均价从 2022 年最高点近 60 万元/吨一度暴跌至 20 万元/吨以下区间，最大跌幅超 70%。自 2023 年 4 月起碳酸锂价格快速反弹，截至 2023 年 6 月末已超过 30 万元/吨，碳酸锂价格从高位回落有助于新能源主机厂商实现合理水平的盈利，或通过让渡部分利润的方式“以价换量”夯实或扩大市场份额。

中国:价格:碳酸锂99.5%电:国产（元/吨）



2021 年-2022 年，海外汽车供应链生产及运输受到明显扰动，国内完善的零部件资源供给以及新能源产业链的先发优势，共同促进了近两年汽车零部件出口的高速增长。目前多国正在或已经出台差异化政策以扶持本地产业链发展，中国零部件企业也倾向于布局海外产能，旨在既可规避地缘政治引发的不利影响，又紧随主机厂商海外扩张步伐，目前已有部分企业在墨西哥、西班牙、摩洛哥等地建厂，预期未来大型零部件厂商将持续布局全球化市场。

汽车零部件细分领域海外收入占比情况



惠誉博华认为，由于燃油车和以燃油车为主要产品的合资品牌市场份额持续被侵蚀，行业 K 型分化显著，面向相关领域客户的零部件企业需求也将继续面临市场萎缩挑战，零部件行业分化也将加剧。毋庸置疑，率先布局电动化领域的零部件厂商有望望先受益。同时，下游乘用车配置不断追求轻量化、高端化和智能化，具备核心技术的相关领域如悬架、音响、灯具、智能座舱、安全系统等以及一体压铸工艺将会迎来更大增量空间。此外，软件在汽车整车中的地位逐渐凸显和强化，中国汽车零部件企业定位也因此出现一定的变化，如逐步渗透至消费电子、储能、机器人等领域，对下游的多元化覆盖有利于对冲汽车行业和产品的强周期性风险。

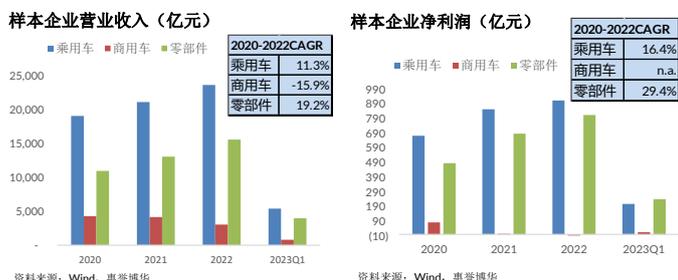
2022 年全球供需结构失衡以及各细分板块所处周期差异共同导致汽车主机厂商和零部件厂商盈利分化

惠誉博华选取了 260 家发债及上市汽车整车及零部件企业作为样本，对披露的重点业务及财务数据进行分析。其中，乘用车企业 13 家，商用车企业 15 家，零部件企业 232 家¹。

2022 年全样本（母子公司按合并口径计算）营收 42,101.2 亿元，同比增长 10.4%。政策大力刺激叠加新能源汽车高速发展，2022 年样本企业乘用车销量增长 11.9%，带动行业收入增速向上；受行

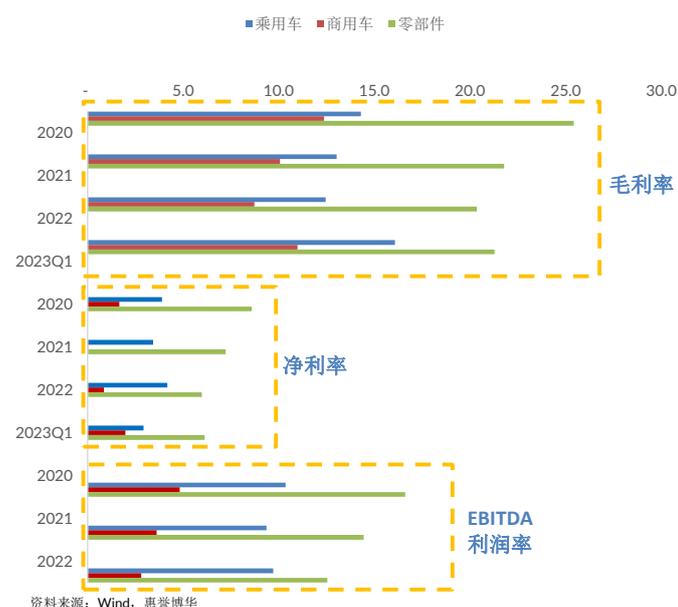
¹ 以上样本均采自 SW 汽车行业分类，此外，零部件企业还包括德赛西威、经纬恒润、三花智控、宁德时代等 4 家企业。

业景气下滑拖累，2022 年样本企业商用车营收缩水，同比下滑 26.5%；零部件营收整体表现亮眼，其中与新能源汽车有关的核心零部件厂商营收高增，但部分传统零部件厂商收入则有下滑趋势。



由于自主品牌市占率的提高以及自主高端化提升带来的盈利空间增大，2022 年乘用车样本 EBITDA 利润率小幅改善；商用车 2022 年整体盈利能力萎缩，但客车由于 2021 年销量基数较低，2022 年盈利表现好于货车。零部件行业受原材料价格上涨拖累以及燃油车销售下滑影响，2022 年净利率以及 EBITDA 利润率略有下滑，且行业内部分化严重。

样本企业毛利率、净利率及 EBITDA 利润率中位数 (%)



在乘用车行业销量整体维持个位数增长预期下，各车企销售压力增大，且部分品牌库存水平较高，2023 年一季度，新能源汽车和燃油车部分品牌和车型均有不同程度降价，以期维持或提升市场份额。受春节及价格战影响，消费者观望情绪浓厚，2023 年 Q1 乘用车景气度有所回落，样本企业收入增速低于同期零部件样本。宏观层面消费复苏带动物流、货运复苏以及 2022 年受疫情影响未释放的积压需求影响，商用车样本企业 2023 年一季度营收增速转正。

根据部分中国整车制造商公布的 2023 年中期报告财务业绩预告，2023 年上半年多数企业扣非净利润增幅较大，商用车上市公司盈利改善显著，但销量靠后的新能源汽车制造商仍为亏损状态。惠誉博华预计，受益于大宗商品相关原材料价格下行、新能源汽车渗透率的持续提升，以及商用车整体景气度回暖，2023 年汽车行业盈

利能力有望上行，但各企业因所处细分行业及产品周期不同将持续面临分化。此外，各大汽车集团均在新能源汽车市场发力，但由于行业竞争激烈，马太效应渐显，部分车企在转型过程中遭遇销售下滑，盈利能力承压。未来销量持续不及预期的车企将面临盈利困境。同时，多家零部件企业 2022 年营收已恢复或超过疫情前水平，但未来因电动化、智能化转型而导致的行业重塑已不可避免，部分未能占据未来主流 OEM 市场的供应商利润将持续承压。

部分中国上市整车制造商 2023 年中期报告财务业绩预告

公司简称	2023 年 H1 销量 (万辆)	预告扣非净利润上限 (亿元)	预告扣非净利润下限 (亿元)	预告扣非净利润同比增长上限 (%)	预告扣非净利润同比增长下限 (%)
比亚迪	125.6	103.0	93.0	240.0	207.0
长城汽车	51.9	8.5	6.0	(58.7)	(70.9)
江淮汽车	27.9	(2.4)	(2.4)	77.7	77.7
赛力斯	9.2	(18.0)	(19.3)	(5.0)	(12.6)
北汽蓝谷	3.5	(23.5)	(26.5)	(6.6)	(20.2)
江铃汽车	14.6	4.2	4.2	485.3	485.3
福田汽车	30.4	3.9	3.9	435.0	435.0
宇通客车	1.5	3.9	2.6	206.7	171.2
一汽解放	13.2	1.7	1.3	260.6	223.0
中通客车	0.3	0.4	0.3	179.9	159.9
金龙汽车	1.9	(0.4)	(0.4)	85.2	85.2

资料来源: Wind, 各公司公告, 惠誉博华

汽车行业整体财务结构稳健，营运现金流对债务的保障程度尚可；行业资本支出高增，自由现金流现分化，但多数企业仍有较好的短期债务现金保障能力

2022 年末，样本企业总债务规模合计 10,568.9 亿元，2020-2022 年复合年均增长率为 6.8%，以乘用车和零部件样本为主要构成，两者债务增长趋势截然不同，其中，前者 CAGR 为-1.9%，而后者高达 23.9%。2022 年各板块样本企业长期债务占比均维持在 50% 之上。

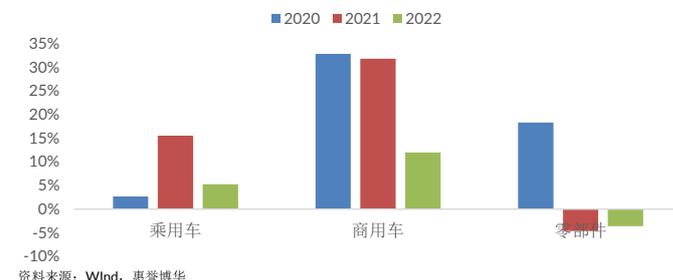
样本企业有息债务 (亿元)



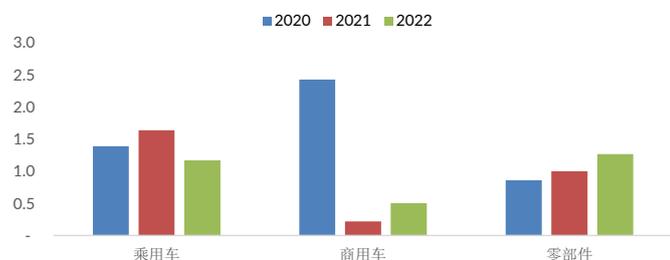
以现金流衡量的 FFO 总杠杆率中位数商用车和零部件板块 2022 年较 2021 年略有升高，但总体来看各板块均处于相对较低水平，FFO 对债务的保障程度尚可。具体来看，乘用车样本企业中，赛力斯和北汽蓝谷因其新能源汽车销量尚未达到规模效应，近三年 FFO 持续为负；商用车样本企业中部分客车企业如曙光汽车、亚星客车等营运现金流承压；零部件企业所涉及细分行业众多，多数

上市公司杠杆率保持稳健，少数企业因盈利不及预期，出现亏损等原因致使 FFO 为负。

FCF/Debt中位数

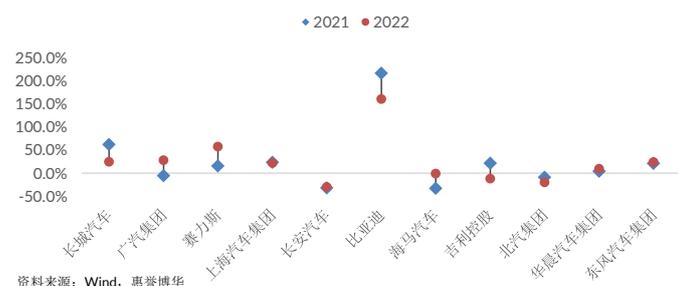


FFO总杠杆率中位数

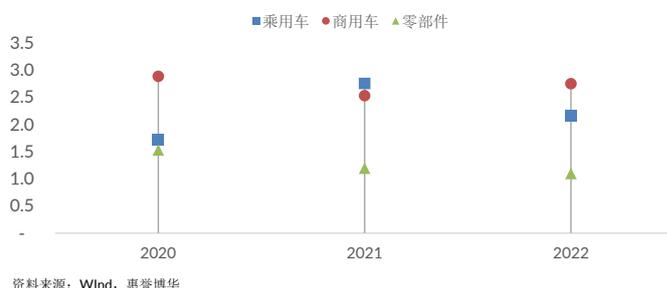


多数乘用车样本公司布局新能源汽车产能及研发，如比亚迪、长城汽车、上汽集团、东风汽车集团等资本开支连续两年高增，上游新能源汽车以及轻量化技术相关零部件厂商固定资产投资也明显增加。

乘用车样本资本支出增速

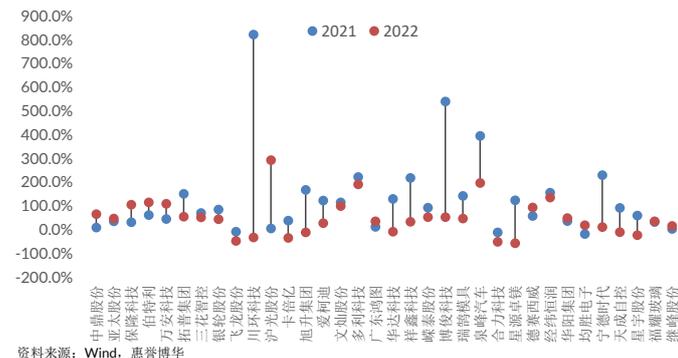


流动性比率中位数 (X)



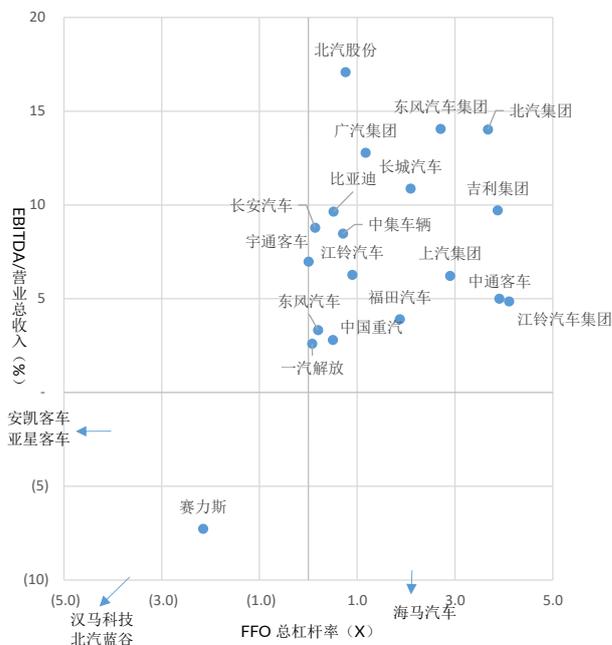
惠誉博华认为，随着上游原材料价格及海运费下行，2023 年汽车行业整体盈利规模增速将平稳上行，但各车企和零部件厂商资本支出需求仍将驱使债务小幅增长，行业杠杆率水平较 2022 年预计变动不大，财务结构仍将保持稳健；同时，企业之间结构性差异或将加大，需要重点关注销量持续不及预期且杠杆率高企的样本企业。

部分新能源、轻量化相关零部件样本资本支出增速



资本支出的持续投入并未影响到新能源汽车产业链头部企业的自由现金流，2022 年比亚迪、宁德时代自由现金流大幅增长，但多数新能源相关零部件厂商以及部分传统乘用车和商用车因转型及自身扩产导致自由现金流 2022 年仍为负值，自由现金流对债务的保障也相应有限，但多数企业流动性比率²仍在 1.0 以上，体现了企业较好的短期债务现金保障能力和风险控制。

整车样本企业杠杆率与盈利能力



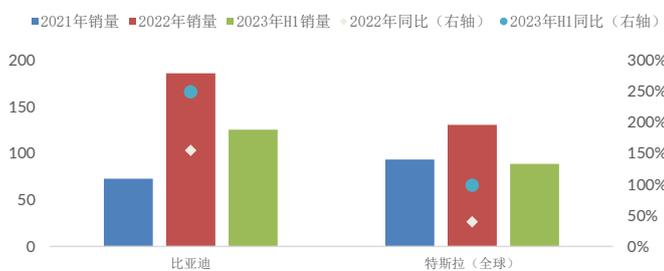
² 流动性比率 = (现金及现金等价物+自由现金流) / 短期债务

多数新势力上市整车厂商 2022 年“增收不增利”，2023 年新能源车企规模及盈利能力将持续分化

新能源汽车产业链的规模效应将持续对上下游厂商产生影响，行业集中度或将进一步提升，头部企业将实现稳定盈利，尾部企业加速出清。由于汽车属于大宗可选消费品，可使用年限相对较长，加之目前新能源汽车补能等局限性，新能源汽车与燃油车仍将在相当长的时间内共存于市场，行业内竞争加剧以及各企业战略选择的差异化导致行业竞争格局更加复杂化，电动化与智能化仍是行业内共同努力的方向，但技术路线以及行业内企业的发展势头尚需进一步观察。

从 2022 年年报来看，特斯拉、比亚迪已实现盈利，加之动力电池原材料价格持续下行，两车企具备较为突出的规模效益和协同效应，如未来继续以价换量策略，可能导致新能源行业持续面临整合。

特斯拉和比亚迪销量（万辆）及同比增速



资料来源：各公司公告，公开资料，惠誉博华

当前大部分新势力仍处于高投入期，积极布局新产品以及研发，2022 年头部新势力企业销量同比大幅提升，但由于原材料成本高企以及研发投入大等原因，收入规模增加并未带动盈利能力提升，部分上市新势力车企单车收入和单车净利率等指标反而趋于弱化。理想汽车 2022 年 Q4 和 2023 年 Q1 已连续两个单季度实现盈利，但其他企业仍陷亏损泥潭。

新势力上市公司单车盈利指标						
	蔚来			理想		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
综合毛利率	11.5%	18.9%	10.4%	16.4%	21.3%	19.4%
单车收入 (万元)	34.7	36.3	37.2	31.2	28.9	33.1
单车净利润 (万元)	-12.8	-11.6	-11.9	-0.5	-0.4	-1.5
	小鹏			零跑		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
综合毛利率	4.6%	12.5%	11.5%	-50.6%	-44.3%	-15.4%
单车收入 (万元)	20.5	20.4	20.6	-8.3	-6.9	-4.7
单车净利润 (万元)	-10.1	-5.0	-7.6	-9.7	-6.6	-4.6

资料来源：wind，各公司年报，惠誉博华

截至 2023 年 7 月，已有 4 家国内新势力企业登陆资本市场，其中“蔚、小、理”更是在多地市场上市。2022 年新能源车企融资降温并渐显分化，据公开数据显示，2022 年新能源汽车融资额约为 800 亿元，而 2021 年融资额超过 3,600 亿元。销量靠前的头部厂商更易获得支持，如广汽集团旗下的广汽埃安 2022 年 10 月 A 轮融资额达到 182.9 亿元。

除中国自主品牌主机厂商积极布局海外建厂和经销渠道外，海外资本和国际企业也纷纷寻求与国内主机厂商合作。2023 年以来，高合汽车、蔚来汽车、前途汽车与小鹏汽车等分别获得了来自海外国家的投资，多数为战略投资或成立合资公司，侧面反映出中国自主

品牌新能源汽车在技术或市场方面的竞争力。来自海外投资者的支持将助力相关企业进一步拓展其国际市场，但也进一步加剧了各车企之间的激烈竞争，2023 年新能源车企规模及盈利能力将持续分化。

部分新势力获得海外投资情况

新能源汽车品牌	投资方	投资/合作方式	拟投资金额	公布时间
小鹏	大众汽车	投资	7.4 亿美金	2023.07
蔚来	阿联酋阿布扎比旗下投资机构	投资	约 80 亿元人民币	2023.06
华人运通 (高合汽车)	沙特投资部	合资公司	约 56 亿美元	2023.06
长城华冠 (前途汽车)	约旦最大的私营公司 Manaseer Group	合资公司	未透露	2023.06

资料来源：公开资料，惠誉博华

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。