华泰证券 HUATAI SECURITIES

政策托底，品牌求进，科技为攻

华泰研究

2024 年 11 月 28 日 | 中国内地　　年度策略

汽车　　增持（维持）

研究员　宋亭亭
SAC No. S0570522110001　songtingting021619@htsc.com
SFC No. BTK945　+(86) 21 2897 2228

乘用车：维持高景气，新能源+高端化+出海依然是 25 年主旋律

以旧换新带动 9-10 月销量快速复苏，预计 25 年在政策延续下，行业销量保持高景气，预计乘用车批售 2878 万辆，同比+5%，新能源和出口分别为 1469/592 万辆，同比+21%/18%。同时，自主替代延续：中低端市场替代进入后半段，龙头车企比亚迪和正在追赶的吉利汽车延续新产品强周期，而鸿蒙系、理想、极氪、腾势等着重发力中高端，叠加合资高端豪华新车型的缺席，中高端市场格局向好，看好自主潜在爆款冲击。出海市场：以比亚迪、奇瑞、长城等为代表聚焦拉美，车型适配当地偏好，带来新的市场增量。

汽车科技+：端到端加速智驾渗透，机器人迎来国产化机遇

1）智能驾驶：高阶智驾正由模块化转向上限更高的端到端，国内厂商包括传统自主加速追赶特斯拉，25 年高阶智驾车型有望下探到 13-15 万，高阶智驾渗透明显提速，预计 2025 年高速 NOA 和城市 NOA 渗透率将达到 15%/13%。2）机器人：国内仍处于商业试水的 0-1 阶段，看好具备自动驾驶能力的车企人形机器人商业化潜力。海外更注重 1-N 的量级与价格，伴随特斯拉开启量产，投资主线或回归到国产化量产降本。

零部件：全球化进程加速，25-26 年或为海外扩产及盈利释放开始年

通过选取墨/美/中三地工厂测算成本发现:美国现行关税下，墨西哥边境工厂在人力/土地/较中国关税优势下或为最优解，短期墨西哥工厂的盈利能力在 25 年值得期待；考虑美国或将对墨西哥、中国加征关税，寻求美国本土建厂或为下一重要方向。25 年将是中国企业获取海外车企订单和海外扩产的起点年，继续推荐有能力在海外获客且全球运营的企业。

重卡：25 年总量或破百万，维持稳增长

预计 25 年重卡总量 96 万辆，同比+10.7%，其中内需/出口 62/34 万辆，天然气/新能源 17.7/10 万辆。24 年运价低迷、换新政策落地晚、气价上行，导致内需下滑，加之出口报废税落地，全年前高后低态势。25 年预计维持存量市场行情：或对应 17-18 年物流车置换周期，工程车保有量处于底部水平，反弹潜力大；外销上，25 年车企或以价换量，在亚非拉市场谋求更大份额对冲加征报废税市场的下滑；结构上，25 年油气价差或仍处于低位，新能源重卡在政策成本双驱动下或维持高增。

两轮车：看好出口景气延续，预计 25 年大排销量增长超 25%

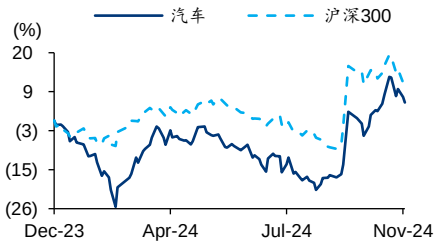
25 年大排摩托出口有望延续高景气，欧洲或为核心增量市场。自主摩托在主流排量段产品力已逼近国际一线，叠加高性价比吸引欧洲年轻新晋消费者。25 年头部摩企或通过导入欧洲专属“大轮踏板”，及填补升级产品空缺取得份额突破。预计 25 年摩托销量 1638 万辆，250cc+销量同比+26%至 94 万辆，出口同比+40%至 46 万辆，海外渠道/代理商优质品牌或更快突破。

投资建议

继续看好比亚迪、吉利汽车等在中低端市场加速替代，关注小鹏汽车、零跑汽车等。中高端格局继续向好，看好鸿蒙系、理想汽车等。汽车科技+方面，25 年是端到端大力发展的一年，除整车企业直接受益外，零部件领域推荐德赛西威、科博达、星宇股份、华阳集团等；机器人国产化 0-1 和特斯拉机器人 1-N 双重机遇下的三花智控、拓普集团、贝斯特、双环传动等。零部件全球化在大势所趋，推荐国际化持续发力的敏实集团、新泉股份、星宇股份等。摩托车推荐大排量尤其是出口高增速的春风动力等。

风险提示：宏观经济下行致需求不足，芯片短缺问题持续。

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价(当地币种)	投资评级
比亚迪	002594 CH	424.94	买入
吉利汽车	175 HK	20.61	买入
长城汽车	601633 CH	39.69	买入
长城汽车	2333 HK	17.64	买入
长安汽车	000625 CH	18.13	买入
小鹏汽车-W	9868 HK	80.32	买入
理想汽车-W	2015 HK	131.42	买入
零跑汽车	9863 HK	53.25	买入
中国重汽	000951 CH	19.76	买入
中国重汽	3808 HK	27.56	买入
钱江摩托	000913 CH	21.45	买入
德赛西威	002920 CH	173.37	买入
科博达	603786 CH	86.49	买入
星宇股份	601799 CH	185.32	买入
华阳集团	002906 CH	45.84	买入
拓普集团	601689 CH	55.10	买入
敏实集团	425 HK	29.48	买入
新泉股份	603179 CH	68.26	买入
春风动力	603129 CH	202.90	买入
贝斯特	300580 CH	21.75	增持
双环传动	002472 CH	30.00	买入
瑞鹄模具	002997 CH	36.52	增持
保隆科技	603197 CH	51.77	增持
三花智控	002050 CH	24.84	增持
银轮股份	002126 CH	23.56	买入
伯特利	603596 CH	56.03	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

行情：稳健+托底贯穿全年.....4

乘用车：自主替代正当时，全球车市再洗牌.....6

回顾 24：以旧换新带动行业回暖，库存处在历史低位水平.....6

结构趋势：中低端市场自主稳执牛耳，高端市场持续攻坚.....10

10-15 万元：自主品牌市占率接近 80%，自主替代进入后半程.....10

15-30 万元：美日合资品牌边际压力增大，自主品牌争先夺后.....12

30 万元以上：24 年 1-10 月插混比例达 62%，自主品牌加速替代 BBA.....14

全球车市：24 年海外市场增长趋缓，中国车企发力拉美市场.....16

展望 25：以新能源、智能化为核心抓手，重点突破中高端市场.....22

汽车科技+：端到端架构渐行渐近，机器人关注关键国产环节.....28

智能驾驶：25 年端到端架构普及，行业渗透率快速提升.....28

端到端架构可实现信息无损传递、上限更高，2024 年国内新势力跟随特斯拉率先落地.....28

端到端时代要求算法转向 AI、数据需要闭环、算力规模加码，主机厂组织架构适应性调整.....30

特斯拉依旧是端到端时代领跑者，国内新势力率先在 2024 年创新端到端迭代.....34

2025 年智能驾驶的快速迭代由新势力延伸至自主品牌，行业渗透率快速提升空间快速打开.....37

看好坚定智驾投入快速工程落地的主机厂，以及赢得增量客户的供应商.....42

机器人：关注降本的关键国产化环节+布局人形机器人的车企.....43

国内涌现更多跨界新机加速突破 0-1，海外特斯拉进入 1-N 阶段.....43

看好车企突破机器人 0-1，以及特斯拉量产 1-N 的核心降本环节.....43

零部件：谋定全球化，海外扩产、盈利进程提速.....46

全球化趋势：海外建厂大势所趋，盈利潜力将迎释放.....46

对比中、美、墨三地建厂，墨西哥土地、人力成本领先.....46

分解墨西哥生产基地成本，海外工厂短期即可释放盈利.....48

出海展望：25 年新产能加持，全球车企项目承接有望提速.....49

重卡：25 年为存量市场行情，或维持微增态势.....51

回顾 24：前高后低，内需疲软出口稳增.....51

展望 25：总量或近百万，维持稳增长.....52

内需：存量市场行情，物流车为置换主力军，工程车触底反弹潜力大.....52

出口：预计 2025 年出口 34 万辆，亚非拉为主力.....56

能源结构：油气价差稳定下 LNG 重卡或平稳，新能源车弹性大.....58

摩托：产品力迎头赶上，发力欧洲空间广阔.....61

回顾 24：大排量市场扩张、份额集中，出口业务景气高.....61

24 年 1-9 月大排量摩托内外两旺，份额向头部集中.....61

24 年摩托出海维持高景气，欧洲、北美为大排主要出口地.....62

展望 25：以欧洲为出口“桥头堡”，大排量出口或延续高增.....64

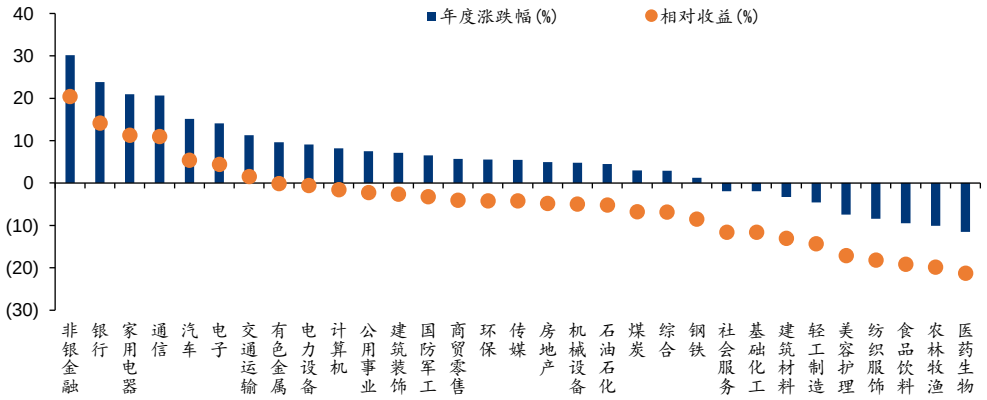
出海：欧洲摩文化深厚，结构性增量为自主品牌出海机遇.....64

竞争优势：产品力、渠道、品类拓展，三要素助推中国品牌向外突破.....67
总量前瞻：预计 25 年大排量摩托销量将同比+26%至 94 万辆.....70
投资建议：推荐自主替代、全球化和智能化主线.....72
风险提示.....78

行情：稳健+托底贯穿全年

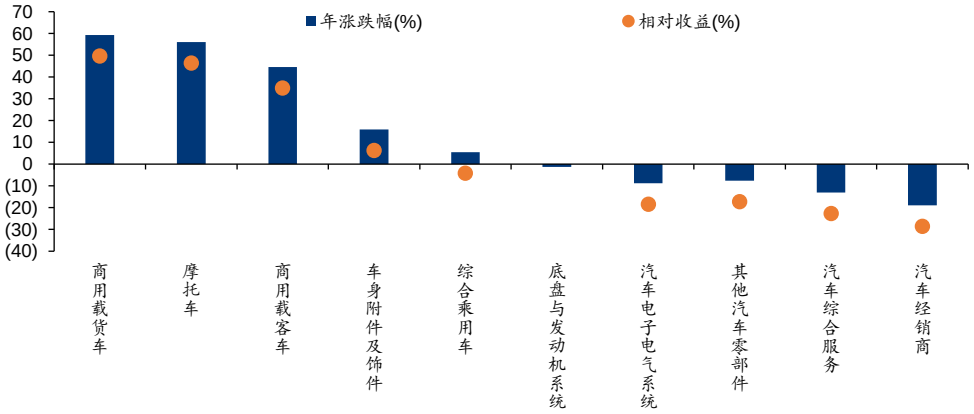
汽车板块表现基本良好，商用车和摩托车超额收益明显。截止 24 年 11 月 25 日，汽车板块跑赢上证指数 5.4pct，实现涨 15.11%，在申万一级行业指数涨幅中位列第 5，其中商用车和摩托车板块相对收益显著，重卡/摩托车/客车的相对收益为 49.6%/46.4%/34.9%，而汽车经销商跑输较多，相对收益为-28.7%，乘用车与汽零板块的内部走势分化，整体超额收益不明显。

图表1：截止 24 年 11 月 25 日，申万一级行业指数涨跌幅以及相对收益



资料来源：Wind、华泰研究
注：相对收益计算基数为上证综指

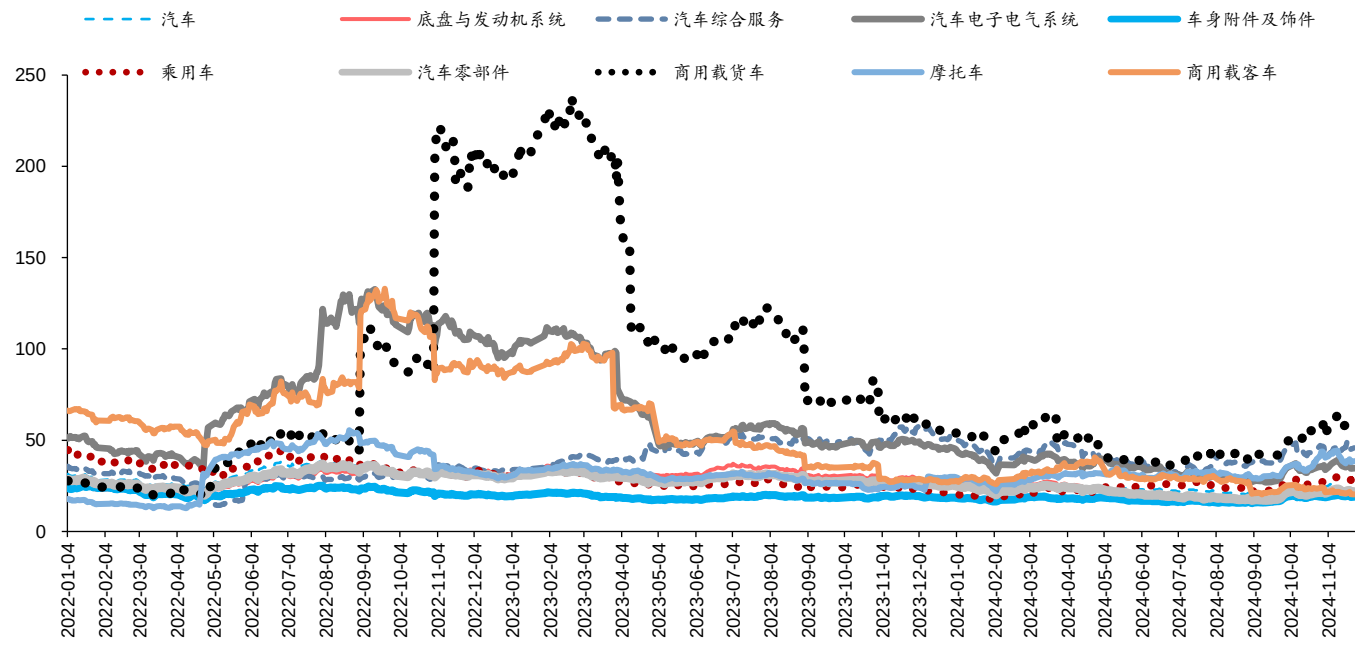
图表2：截止 24 年 11 月 25 日，申万汽车行业三级指数涨跌幅以及相对收益



注：相对收益计算基数为上证综指
资料来源：Wind、华泰研究

相较 23H2，24 年前半场汽车细分赛道大多呈现杀估值状态，商用车摩托车估值中枢抬高，后半场超跌板块强势反弹。虽有 24 年 10 月普涨行情，汽车板块当前估值水平较 23H2 仍有差距，分板块看：①汽零：24H1 汽零板块 PE-TTM 中枢从 23H2 的 25 倍降至 18 倍左右，近期回升至 21.6 倍，但仍低于近三年的 25%分位数(23 倍)。其中汽车电子电气系统板块前半场杀估值幅度更深，PE-TTM 从 23H2 的 45 倍左右降至 30 倍左右，近期回升到 34.6 倍，仍低于近三年的 25%分位数（38.5 倍）；车身附件饰件估值基本平稳，估值稳定向上，目前达 19 倍，接近近三年的 75%分位数(20.7 倍)。②乘用车：24 年乘用车估值中枢提高，PE-TTM 从年初的 18 倍左右升至 24 年 11 月的 28.7 倍，高于近三年的中位数水平（27 倍），主要系以旧换新、新车周期驱动、头部自主品牌如比亚迪等产销和业绩表现强势，享有一定估值溢价。③商用车：24H1 商用车表现更佳，主要系 24 年初至年中新能源客车开启出海高增期、LNG 重卡渗透加速且重卡出口维持较高景气驱动重卡总销向上，商用车板块相对景气更高，享有估值溢价，当前载货车的 PE 估值为 56.2 倍，位于近三年中位数，载客车为 20.4 倍 PE，低于近三年的 25%分位数（29.5 倍）。④摩托车：在出口高景气带动下，摩托车同样享受了相当的估值中枢拔高，当前 PE 估值达 38.5 倍，高于近三年的 75%分位数（35.1 倍）。

图表3：截止 24 年 11 月 25 日，申万汽车行业三级指数 PE-TTM 情况



资料来源：WIND、华泰研究

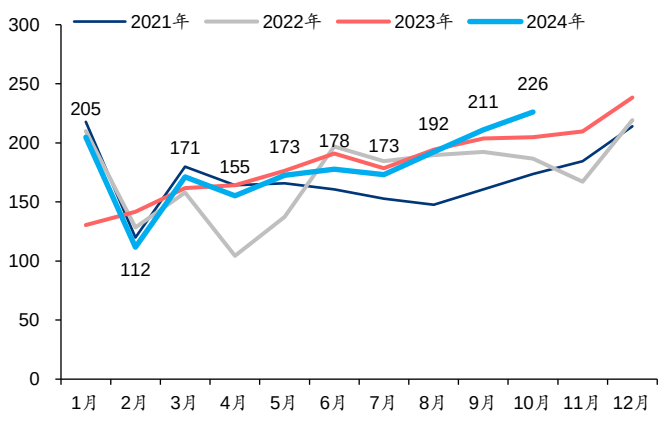
Q3 汽车板块持仓占比略增。24Q3 汽车板块持仓占比整体略增，环比+0.02pct 至 3.53%，其中乘用车、零部件持仓占比环比+0.02/-0.04pct 至 1.47%/1.47%，商用车板块持仓占比环比提高 0.03pct 至 0.35%，摩托车和汽车服务持仓变动不大。个股层面，24Q3 机构对汽车板块配置的前五大重仓股为长城汽车/上汽集团/比亚迪/赛力斯/福耀玻璃，配置比重为 10.8%/9.2%/7.9%/5%/4.5%，较中报+1pct/-0.4pct/+1pct/-0.6pct/-0.1pct。

乘用车：自主替代正当时，全球车市再洗牌

回顾 24：以旧换新带动行业回暖，库存处在历史低位水平

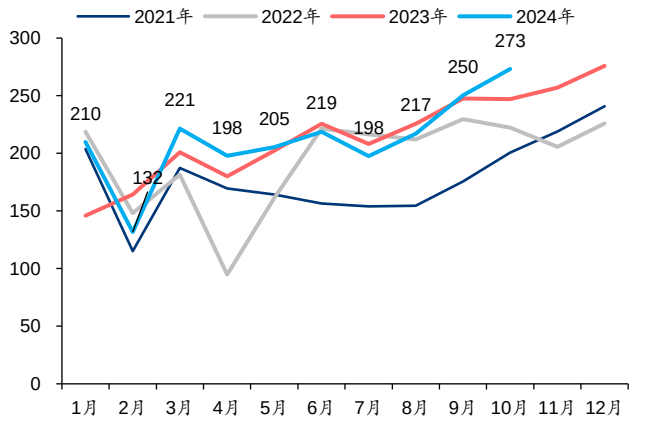
以旧换新带动行业快速复苏，24 年 10 月新能源渗透率超 50%，插混比例跃升至 40%。2024 年 1-10 月，乘用车累计零售销量 1784 万辆，同比+3%；批发销量 2118 万辆、同比+4%。24Q2，持续价格战下消费者持币观望情绪浓厚，月销量同比下滑。受报废更新政策进一步发力和地补政策陆续出台，9-10 月行业销量呈现快速复苏状态，10 月批售 273 万辆，同比+12%，创历史记录。**24 年 1-10 月新能源乘用车累计批售 928 万辆，同比+37%，新能源渗透率由 33%快速增长至 50%，**其中插混（含增程）批售 369 万辆，同比+78%，占比达 40%，同比+9pct。**24 年 1-10 月行业库存同比增速放缓，7 月后呈现负增长，10 月同比-30%，库存比为 1，渠道状态健康且情绪良好，行业销量良性循环。**

图表4：2021 年-2024 年 10 月乘用车零售销量趋势（单位、万辆）



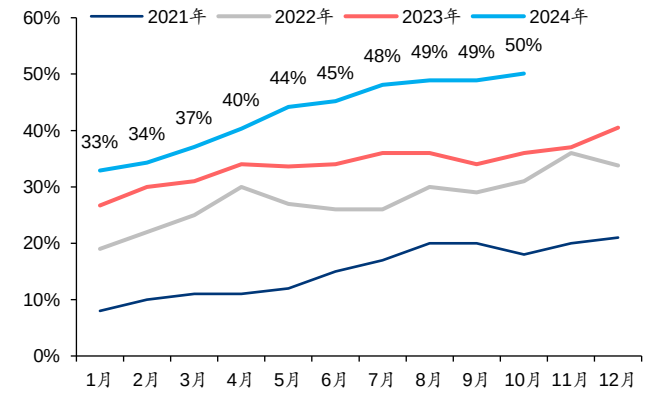
资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

图表5：2021 年-2024 年 10 月乘用车批发销量趋势（单位、万辆）



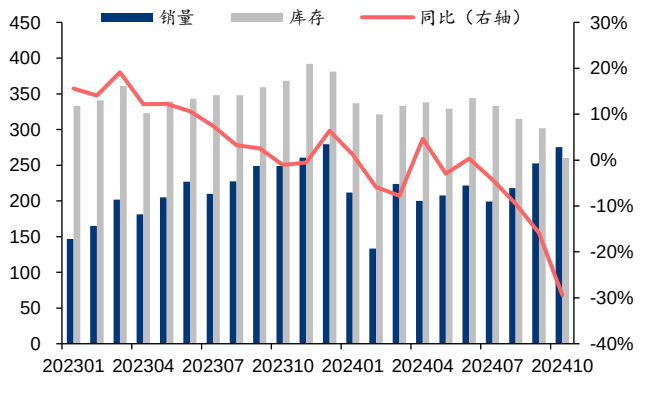
资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

图表6：2021 年-2024 年 10 月新能源渗透率（批发）



资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

图表7：24 年库存同比放缓，10 月行业库存同比下降（单位，万辆、%）

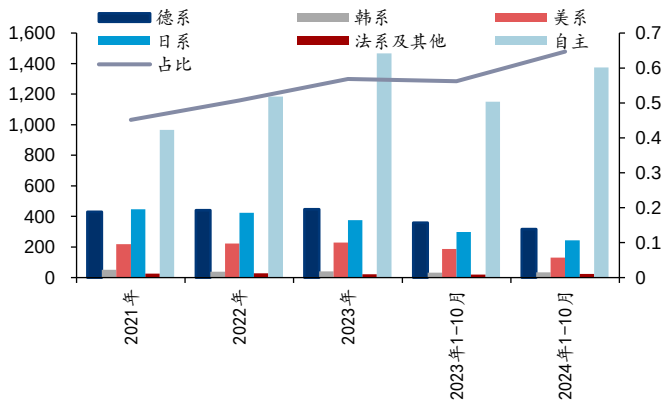


资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

结构上，24 年 1-10 月自主品牌份额由 45%提高至 65%。其中比亚迪、奇瑞、吉利贡献前三增量，24 年 1-10 月分别销售 323/195/172 万辆乘用车，同比+36%/+42%/+28%，24 年带动自主市占率从 21 年 45%提高至 24 年 1-10 月的 65%。**新势力同比增速表现优秀，**理想、零跑、蔚来、小鹏等新势力延续高增速，销售 39/21/17/12 万辆，同比+38%/97%/35%/21%。而德系、日系、美系乘用车 24 年 1-10 月分别销售 318/244/131 万辆，同比均下滑，分别同比-11%/-18%/-30%，市占率 15%/12%/6%，均同比下滑 3pct。

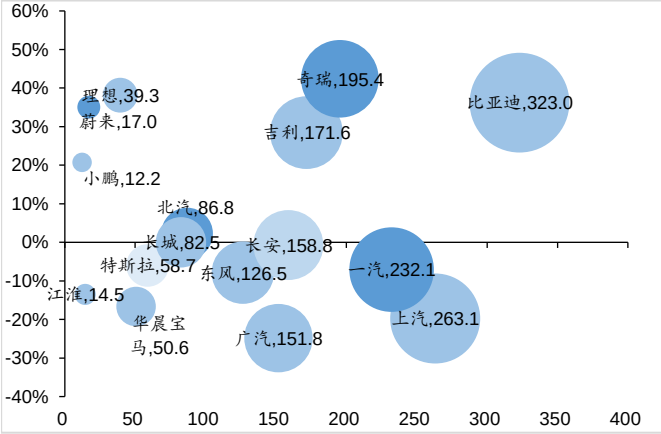
比亚迪、奇瑞、吉利、赛力斯同比表现亮眼，主要原因系电动新品系列热销。比亚迪份额高增主要受其 DM5 系列车型销量拉动，4-10 月连续 7 个月销量正增长；奇瑞汽车新能源产品逐步完善，智界 S7、iCAR 03、风云 A8、星纪元 ET、捷途山海 L6 等覆盖多动力形式和车型级别；吉利银河、极氪、领克持续发力，8 月 3 日银河 E5 上市，上市首月销量 12230 辆。赛力斯问界品牌效应强，问界 M9 连续蝉联 50 万以上车型销量冠军，累计大定已突破 17 万台。

图表8：2021 年-2024 年 1-10 月分派系销量及市占率（单位，万辆、%）



资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

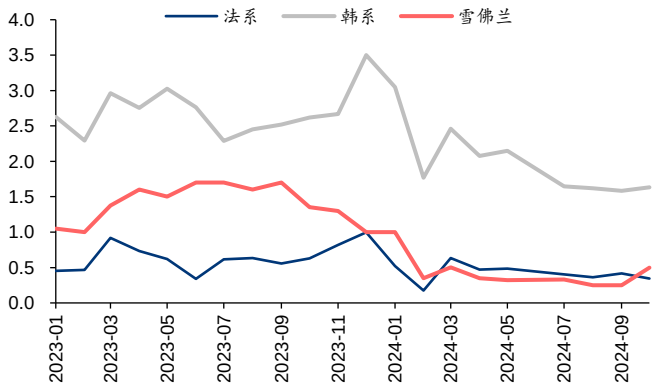
图表9：2024 年 1-10 月各汽车集团乘用车销量及同比（单位，万辆、%）



资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

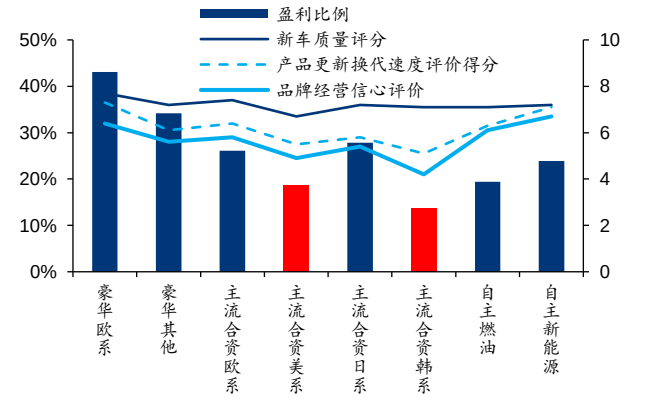
24 年合资品牌谁退出？法系、韩系、雪佛兰风险大。分派系看，24 年 1-10 月法系、韩系、美系、日系、德系乘用车平均月度零售 0.4/2.0/11.1/25.2/32.4 万辆，分别同比-27%/-25%/-23%/-15%/-9%，法系、韩系、美系下滑严重，且 24 年后月销量呈逐月下降趋势。美系品牌里雪佛兰更为危险，10 月法系、韩系、雪佛兰销量仅为 0.3/1.6/0.5 万辆，同比-45%/-38%/-63%。产品端，主流合资美系和韩系的新车质量评价和产品迭代速度位列末尾。**销量下滑叠加新产品迭代慢，经销商盈利性和信心不足。**根据中汽协，24H1 合资美系和韩系的盈利比例和信心均位列末尾，韩系经销商盈利比例不足 14%，整体店端盈利比例低于 20%。我们预计韩系和弱势美系在新车质量和产品更新换代相对落后的情况下，经销商或将进一步承压，形成销量下滑-盈利受损-关店转网的负循环。

图表10：2023 年后法系、韩系及雪佛兰销量变化（单位，万辆）



资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

图表11：主流合资美系和韩系经销商在主要营业指标上落后



资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

日系和德系大压力下采取裁员和减产的措施降低压力。相较于法系和韩系，德系日系的国际头部车企的品牌力较强，销量基盘相对稳固。但其燃油车时代 10-15 万元市场的统治地位已经遭遇较大冲击，彼时的产能目前已过剩。23 年日产、大众、本田产能利用率为 50%/61%/83%，**为了“开源节流”，23-24 年主要合资车企陆续均开始裁员减产，且速度在 24Q3 加快。**根据 21 财经汇总，24Q3 广本、东本、上汽大通三家合资车企被曝有优化

方案，其中广本裁员 1700 人，并预计于 10 月减少 5 万产能；东本裁员约 2000 人，给予 N+2+1 赔偿下盈利短期承压；大众进口事业部传出裁员计划，大众公司南京第一工厂也将持续减产。

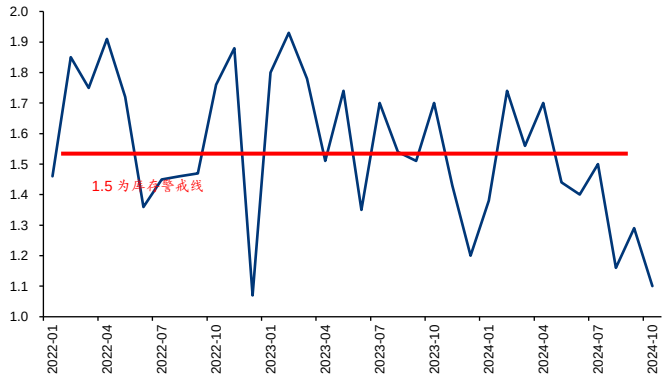
图表12：24Q3 日系美系合资裁员减产加快

车企	时间	优化人数	赔偿方案	减产时间	削减产能
广汽丰田	23 年 7 月	约 1000	N+3	24Q1	16.63 万
广汽本田	24 年 5-8 月	约 1700	N+2+1.8	24 年 10 月	5 万
东风日产	24 年 6 月	约 300	转岗	24 年 6 月	13 万
东风本田	24 年 9 月	约 2000	N+2+1	24 年 12 月	24 万
上汽大通	24 年 9 月	40%比例	不详	无（产能利用率低于 50%）	
大众	24 年 10 月	约 100	N+6	25 年	36 万（南京工厂）

资料来源：公司公告、21 财经、汽车之家、懂车帝、华泰研究

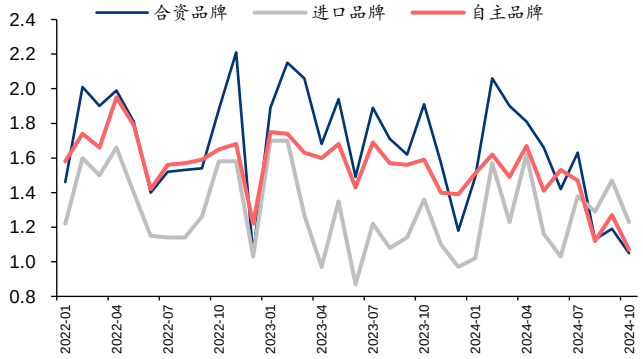
24 年 10 月经销商库存系数 1.1，处在 23 年以来低位，自主品牌主动补库，合资品牌承压主动去库。2024 年，行业经销商综合库存指数整体水平较前三年有所下降。24 年 5 月开始，在新车发布、地方依旧换新政策出台和部分车企进入高温假的叠加影响下，**截至 24 年 10 月，行业总库存量 260 万辆，同比-29%，进口/合资/自主品牌经销商库存系数分别为 1.23/1.05/1.07，分别环比-0.24/-0.14/-0.2，整体行业库存压力小。**

图表13：2021 年-2024 年 1-10 月汽车经销商综合库存系数



资料来源：iFind、华泰研究

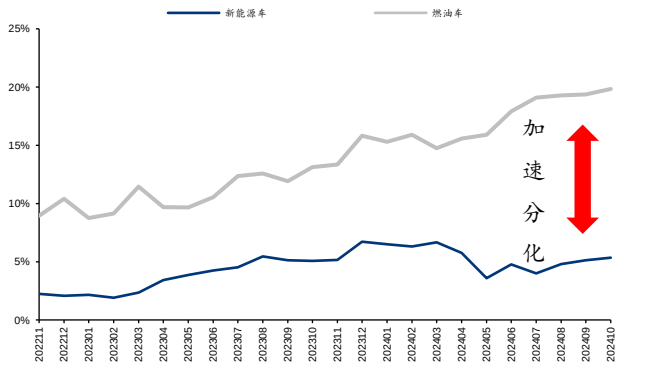
图表14：2022 年-2024 年前 10 月汽车经销商库存系数分车系情况



资料来源：iFind、华泰研究

行业折扣率稳定分化。其中，新能源品牌折扣率下降趋稳，近半年稳定在 4%-5%的区间，而燃油品牌的平均折扣率继续提升至 10 月的 19.84 %。**尤其合资品牌、豪华品牌燃油车其折扣率在高位上继续攀升，10 月平均折扣率分别达到了 22%/30%。**

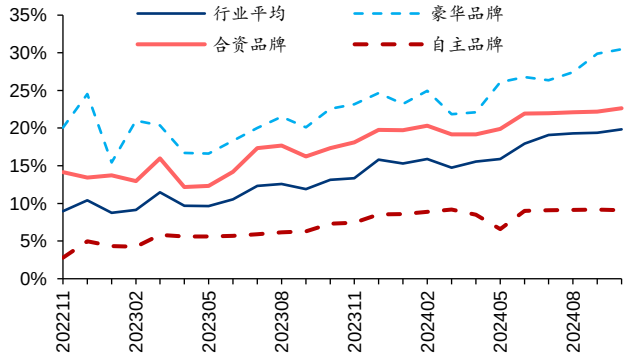
图表15：2024 年新能源车和燃油车行业平均折扣率差距扩大



注：23 年 1 月因懂车帝商务合作变动，部分品牌折扣情况缺失，我们调整了跟踪品牌，并做了数据回溯

资料来源：懂车帝，华泰研究

图表16：24 年 4 月以来国内燃油乘用车折扣率延续环比放大态势



资料来源：懂车帝，华泰研究

图表17：2024 年 1-10 月主要豪华品牌、合资品牌以及自主品牌燃油车折扣率

豪华品牌	202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408	202409	202410	趋势
捷豹	14.19%	14.19%	16.44%	19.39%	21.74%	0.89%	14.16%	21.23%	24.26%	25.52%	
沃尔沃亚太	21.33%	21.33%	20.56%	21.48%	23.96%	27.99%	30.48%	30.88%	31.82%	31.82%	
长安林肯	5.63%	3.20%	3.11%	4.84%	5.20%	6.19%	7.39%	6.90%	6.41%	6.41%	
一汽-大众奥迪	26.53%	26.53%	25.43%	27.85%	32.24%	34.34%	34.34%	34.49%	34.85%	35.87%	
北京奔驰	27.57%	33.60%	25.63%	26.15%	28.79%	33.46%	30.98%	32.26%	33.55%	33.87%	
华晨宝马	19.30%	19.30%	16.21%	14.22%	19.82%	16.76%	14.16%	18.62%	23.09%	23.09%	
合资品牌	**202401**	**202402**	**202403**	**202404**	**202405**	**202406**	**202407**	**202408**	**202409**	**202410**	
东风本田	23.38%	23.38%	18.92%	19.88%	19.68%	23.53%	23.21%	25.31%	26.21%	26.21%	
上汽大众	20.97%	20.97%	21.44%	22.48%	25.60%	30.39%	30.33%	28.97%	28.38%	29.28%	
上汽通用凯迪拉	14.89%	14.89%	17.62%	20.85%	20.17%	20.43%	20.43%	22.19%	22.94%	22.94%	
上汽通用别克	14.46%	14.46%	14.21%	14.88%	11.83%	14.78%	14.78%	15.89%	16.37%	17.38%	
上汽通用雪佛兰	19.12%	19.12%	20.30%	22.69%	24.15%	21.66%	21.66%	25.58%	27.26%	27.66%	
长安福特	6.97%	6.97%	5.16%	7.53%	6.37%	9.85%	17.56%	9.91%	6.63%	6.84%	
广汽丰田	16.84%	16.94%	15.07%	15.56%	14.91%	15.10%	16.56%	17.75%	18.26%	17.33%	
广汽本田	18.74%	15.51%	20.18%	22.28%	22.91%	29.82%	29.70%	25.90%	24.26%	24.26%	
一汽丰田	15.99%	15.99%	16.35%	18.83%	18.47%	18.58%	17.77%	20.70%	21.95%	22.32%	
一汽-大众	25.89%	25.89%	22.03%	19.54%	21.16%	21.47%	20.93%	21.44%	21.66%	21.71%	
自主品牌	**202401**	**202402**	**202403**	**202404**	**202405**	**202406**	**202407**	**202408**	**202409**	**202410**	
上汽集团	9.52%	9.52%	7.27%	7.47%	4.22%	8.84%	7.63%	10.10%	11.16%	11.34%	
吉利汽车	7.81%	8.01%	9.45%	11.13%	8.89%	8.39%	10.06%	10.18%	10.24%	10.22%	
奇瑞汽车	6.47%	7.05%	8.01%	8.59%	6.22%	9.49%	8.32%	8.36%	8.37%	8.38%	
长城汽车	5.80%	6.35%	8.66%	6.50%	5.99%	5.64%	5.99%	6.51%	6.73%	7.24%	
长安汽车	10.82%	11.52%	14.00%	10.94%	10.72%	10.97%	10.97%	10.30%	10.01%	10.01%	
上汽通用五菱	3.10%	3.10%	5.48%	2.24%	1.87%	11.04%	11.04%	8.24%	7.05%	7.05%	
广汽乘用车	12.05%	12.05%	12.47%	9.83%	10.73%	9.24%	8.37%	8.13%	8.02%	8.06%	

资料来源：懂车帝，华泰研究

24 年 1-10 月主流整车企业销量目标完成率普遍在 60-90%之间，比亚迪、吉利、赛力斯完成度高。我们对多个品牌的全年销量目标进行统计，国内传统车企和新势力车企平均目标达成率为 70%/76%。**比亚迪、吉利、赛力斯、零跑目标达成率在 80%以上，并超越 23 年同期，24 年销量目标预计超额完成。**同时，比亚迪、吉利分别于 24 年 9 月和 8 月上调原有目标 380/190 万至 400/200 万辆，吹响年底进攻号角，预计各车企将把握四季度的销售旺季继续冲量。

图表18：2024 年 1-10 月各品牌销量目标达成率

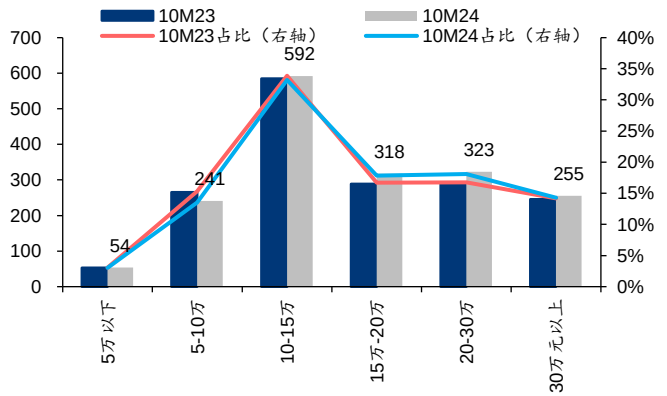
车企	整体销量（万辆）			整体销量（万辆）		
	23 年 1-10 月	23 年销量	达成率	24 年 1-10 月	全年销量目标	目标达成率
传统车企						
比亚迪	238.1	301.3	**79%**	325.1	400	81%
吉利	133.6	168.7	**79%**	171.6	200	86%
长安	211.1	255.3	**83%**	215.6	280	77%
长城	99.5	123.1	**81%**	97.1	160	61%
上汽	386.9	502.1	**77%**	305.1	545	56%
广汽	201.7	250.5	**81%**	152.1	275	55%
奇瑞	145.4	188.1	**77%**	202.5	280	72%
赛力斯	16.5	25.3	**65%**	41.3	50	83%
新势力车企						
理想	28.5	37.6	**76%**	39.3	52	76%
小鹏	10.1	14.2	**72%**	12.2	18	68%
蔚来	12.6	16.0	**79%**	17.0	23	74%
零跑	10.7	14.4	**74%**	21.1	25	84%

资料来源：公司公告、汽车之家、华泰研究

结构趋势：中低端市场自主稳执牛耳，高端市场持续攻坚

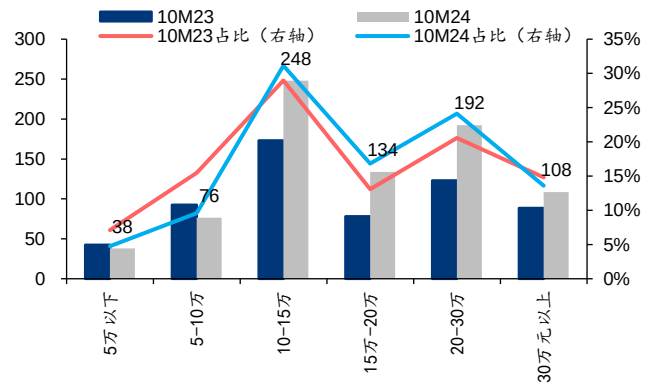
国内车市消费向高端化进一步强化。24 年 1-10 月乘用车市场中，除 10 万以下价格带销量下滑外（同比-7%），10-15/15-20/20-30/30 万元以上市场均为正增长，24 年 1-10 月分别销售 592/318/323/255 万，同比+1%/10%/11%/4%。在新能源的份额变化更为明显，10-15 万/15-20 万/20-30 万/30 万元以上新能源车同比增速均超 20%，相应市场占比快速提升。根据价格段的特性，我们认为 10-15 万元、15-30 万元、30 万元以上这三个价格带在竞争格局，品牌集中度、折扣率等方面具有较大差异，我们将着重分析这三个价格段市场。

图表19：2024 年 1-10 月乘用车分价格带销量（单位，万辆、%）



资料来源：乘联会、华泰研究

图表20：2024 年 1-10 月新能源车分价格带销量（单位，万辆、%）



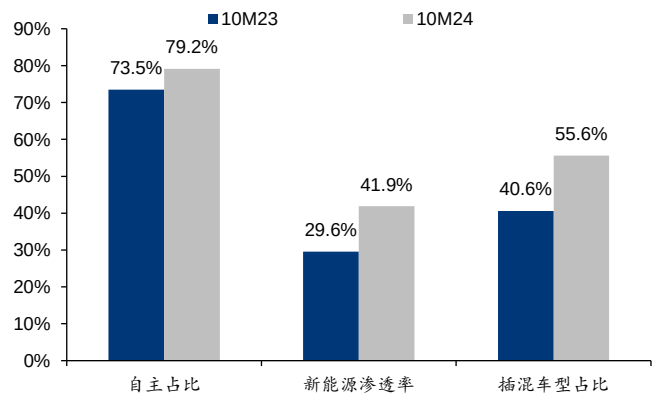
资料来源：乘联会、华泰研究

10-15 万元：自主品牌市占率接近 80%，自主替代进入后半程

24 年前 10 月自主品牌市占率达 79%，同比+5pct。24 年 1-10 月，10-15 万元价位市场总销量为 592 万辆，同比+1%。其中自主销量 428 万辆，占比由同期的 74%提升至 79%，主要原因系比亚迪“电比油低”的插混车型实现对合资燃油的大量替代。该价格段新能源车渗透率达 42%，其中插混车型 1-10 月销量达 138 万台，同比+68%，占新能源销量比例为 56%，同比+15pct。**综合看 10-15 万元价格带内，国产品牌已通过新能源实现自主替代的阶段性胜利，合资品牌仍有 20%空间亟待突破。**

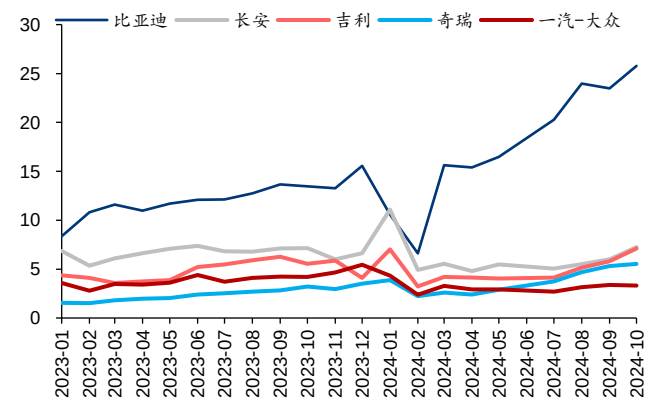
品牌端：比亚迪 DM5 领跑，24 年 1-10 月品牌 CR5 同比提升 6pct 至 65%。分品牌看，10-15 万元品牌 CR5 为 65%，同比+6pct，市场集中度大幅提升。比亚迪在该价格段领先优势持续扩大，24 年 1-10 月销售 175 万台，同比+49%；市占率已由 23 年同期的 24%提升至 32%，分别高出第二、三名的长安/吉利约 21/23pct。奇瑞、一汽-大众丰田位列 4-5 位，市占率在 6-7%，24 年 1-10 月平均月销量在 3.1-3.7 万台。

图表21：24 年 1-10 月 10-15 万元自主占比和新能源结构



资料来源：乘联会、中国汽车工业信息网、华泰研究

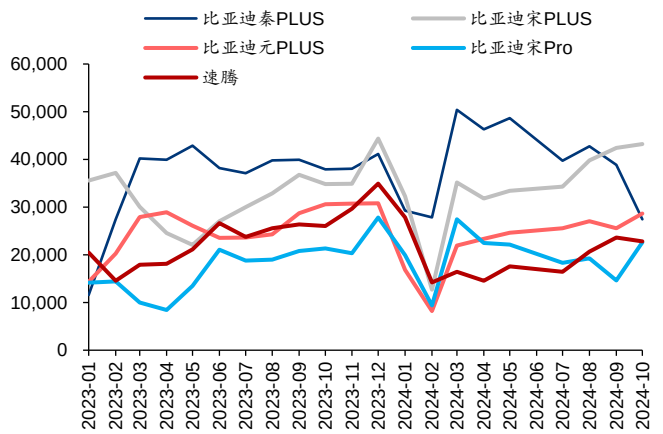
图表22：10-15 万元 TOP5 品牌销量变化（单位：万辆）



资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

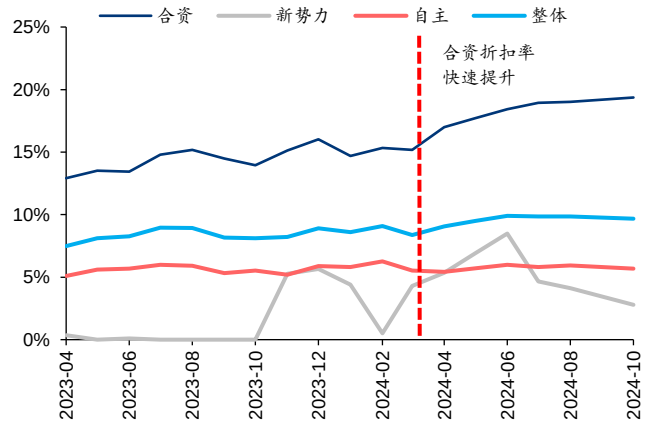
秦 PLUS“电比油低”成为市场爆款。分车型看，10-15 万元销量前三为秦 PLUS、宋 PLUS 和元 PLUS，分别销售 36/29/20 万辆，同比+14%/+7%/-9%，而德系速腾排名第五。24 年 2 月，秦 PLUS 价格下探至 7.98 万元，2.17 的 WLTC 综合百公里油耗真正实现“电比油低”，迅速成为爆款车型，并影响到合资品牌的份额和定价。新格局下合资加大“以价保量”策略，如与秦 PLUS 同级别的日产轩逸起售价由 10.68 万元降至 7 万。

图表23：10-15 万元 TOP5 车型销量变化（单位：辆）



资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

图表24：23 年 4 月-24 年 10 月 10-15 万元乘用车折扣率情况



资料来源：懂车帝、华泰研究

新现象：比亚迪巩固统治地位，吉利等品牌跑步入场。24H2 比亚迪继续推进 DM5 产品布局，竞争力再次补强。其他国产品牌打造差异化，陆续投放新品。与此同时，24 年 8 月，吉利银河 E5 上市，通过下放 Flyme Auto 系统实现同级别车技流畅度领先。小鹏定位科技时尚，8 月推出 MONA M03，其高颜值、强智驾为重要标签。**银河 E5 和 M03 上市首月交付即破万。横向对比下，上述爆款车型在空间、智能化及定价方面皆领先，国产替代持续进行。**

图表25：比亚迪、吉利、小鹏与合资燃油竞品对比

	秦L	小鹏M03	迈腾	元PLUS	银河E5	锋兰达
基本参数						
价格（万元）	9.98	11.98	17.49	11.98	10.98	15.98
级别	中型车	紧凑型车	中型车	紧凑型SUV	紧凑型SUV	紧凑型SUV
能源类型	插电式混合动力	纯电动	汽油	纯电动	纯电动	汽油
长*宽*高（mm）	4830*1900*1495	4780*1896*1445	4866*1832*1479	4455*1875*1615	4615*1901*1670	4485*1825*1620
轴距（mm）	2790	2815	2871	2720	2750	2640
最高车速（km/h）	180	155	210	160	180	180
WLTC综合油耗（L/100km）	1.36	-	6.23	-	-	6.11
发动机						
发动机	1.5L 101马力 L4		1.4T 150马力 L4			2.0L 171马力 L4
最大马力（Ps）	101		150			171
最大功率（kW）	74		110			126
电动机						
电动机总马力（Ps）	163	190		204	218	
前电动机最大功率（kW）	120	140		150	160	
前电动机最大扭矩（N·m）	210	225		310	320	
CLTC纯电续航里程（km）	80	515		430	440	
电池能量（kWh）	10.08	51.8		49.92	49.52	
百公里耗电量（kWh/100km）	11.1	11.5		12.2	11.9	
智能驾驶						
自动泊车入位	-	√	-	-	-	-
遥控泊车	-	-	-	√	-	-
并线辅助	-	√	-	-	-	-
驾驶辅助影像	倒车影像	360度全景影像	倒车影像	倒车影像	360度全景影像	倒车影像
透明底盘/540度影像	-	√	-	-	√	-
智能座椅						
中控屏幕尺寸（英寸）	10.1	15.6	8（可选装9.2）	12.8	15.4	10.25
旋转大屏	√	-	-	√	-	-
应用商店	√	√	-	√	-	-
语音连续识别	-	√	-	√	√	-
可见即可说	-	√	-	-	√	-
液晶仪表尺寸（英寸）	8.8	-	8（可选装10.3）	5	10.2	7

资料来源：汽车之家、易车、华泰研究

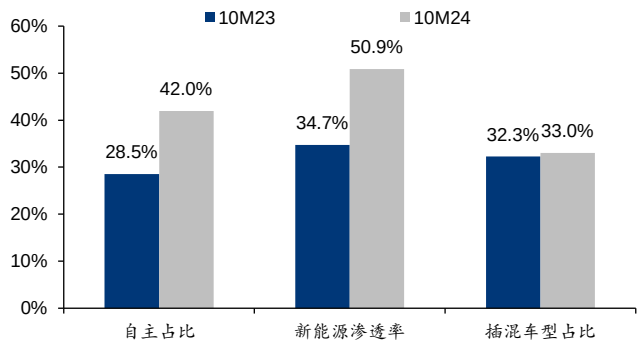
小结：自主品牌优势显著，预计 25 年 10-15 万元市场仍然可抢占 70 万辆的合资销量。展望 25 年，国产品牌将继续以新能源产品对剩余的 20%市场持续进攻，内部新能源渗透率继续向上，部分弱势合资燃油品牌车型或将逐步出清。我们预计 24/25 年 10-15 万元市场空间为 680/694 万辆，考虑到自主品牌在经济性、智能化及规模效应放大后的成本方面等具备的优势，**25 年预计继续替代合资 10%份额，对应约 70 万辆左右增量空间，总市占率接近 90%。**

15-30 万元：美日合资品牌边际压力增大，自主品牌争先夺后

自主品牌市占率 42%，24 年前 10 月新能源渗透率由同期的 35%增至 51%。24 年 1-10 月 15-30 万元市场总销量 641 万辆，同比+11%。其中自主销量 269 万辆，占比由同期的 29%提升至 42%，跑赢行业。**国产品牌以新能源为抓手，辅以智能化抢占合资份额。**24 年 1-10 月该价格段新能源车渗透率达 51%，同比+16pct，在 3 个价格段中渗透率最高且增长最快。但插混占比仅为 33%。

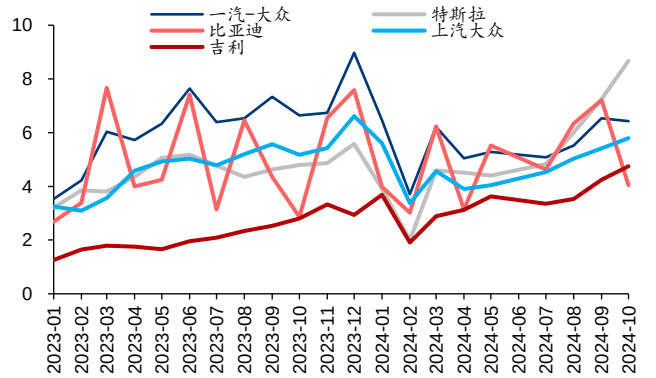
品牌端：24 年前 10 月市场集中度降至 38%，竞争加剧。分品牌看，15-30 万元品牌 CR5 为 38%，同比近乎持平，市场竞争激烈。**一汽-大众仍为 TOP1，市场份额为 9%，同比-2pct。**其他品牌在 24 年经历较大洗牌，依托汉+唐明星单品，比亚迪超越特斯拉、上汽大众位列该价格段第二，9 月销量跃居第一；特斯拉和上汽大众位列第 3-4 位，市占率分别为 8%/7%，均同比下滑。吉利极氪和领克双子星发力，助力其赶超本田、丰田、上汽通用等品牌成为市场第五。

图表26：24 年 1-10 月 15-30 万元自主占比和新能源结构



资料来源：乘联会、中国汽车工业信息网、华泰研究

图表27：15-30 万元 TOP5 品牌销量变化（单位：万辆）

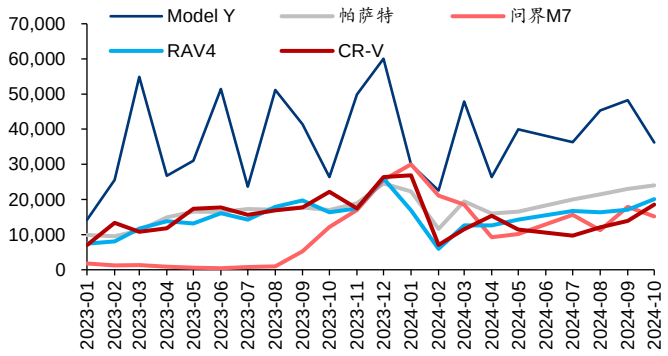


资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

问界 M7 爆单，此价格带增速最快，24 年前 10 月为 556%。24 年 1-10 月销量前三为 Model Y、帕萨特、问界 M7，分别销售 37/19/17 万辆，同比+8%/+30%/+556%。得益于华为深度赋能，智驾能力断档领先，问界 M7 改款上市即热销，迅速跻身 15-30 万元销量前列。

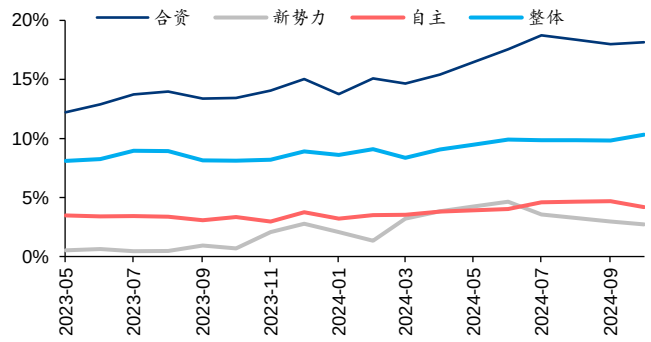
合资品牌价格和盈利大幅收窄。相较低价格段，15-30 万元自主合资竞争极为激烈，但由于 ASP 高，调价空间更大。15-30 万元乘用车折扣率处于 8%-10%区间，高于其他价格段，进一步印证该价格段内的竞争激烈。**品牌间折扣存在分化，**24 年 10 月合资品牌折扣率达 18%，而自主品牌仅为 4%。**通用（凯迪拉克）、福特等传统强势合资品牌折扣率高，盈利能力受较大挑战，**24H1 长安福特的单车价格由 22 万元降至 20 万元，通用单车净利转负。

图表28：15-30 万元 TOP5 车型销量变化（单位：辆）



资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

图表29：23 年 5 月-24 年 10 月 15-30 万元乘用车折扣率情况



资料来源：懂车帝、华泰研究

自主品牌 24 年重点布局 20-30 万元车型，且以 C 级车更受宠。15-20 万元为传统合资燃油的优势区间，而 20-30 万元布局较少，以汉兰达、途观 L 等 B 级车为主。故 24 年自主品牌主攻 20-30 万元价格带，相继上市多款 C 级车，实现越级领先。其中**小米 SU7、极氪 001 改款、理想 L6 均为爆款车型。**SU7 外观亮眼，整体造型时尚大气，符合当下消费者对于汽车外观的审美需求；极氪 001 先后发布两次改款，降价增配提升性价比；理想 L6 卖点为舒适空间+高度智能，较直接竞品汉兰达在空间、座舱配置、性能、能耗等方面领先。

图表30：与汉兰达比，同价位的理想 L6 尺寸更大，智能化能力强

	理想L6 2024款 Pro	汉兰达 2024款 2.5L 电混双擎两驱豪华版	宝马X1 2023款 sDrive20Li X设计套装	奔驰GLA 2024款 GLA 200	宝马X3 2023款 xDrive30i 领先型M曜夜套装	奔驰GLC 2024款 GLC 260L 4MATIC 动感型5座
基本参数						
厂商指导价（万元）	24.98	25.39	28.89	29.99	44.39	42.78
级别	中大型SUV	中型SUV	紧凑型SUV	紧凑型SUV	中型SUV	中型SUV
能源类型	增程式	增程式	汽油	汽油	汽油	汽油+48V轻混系统
长*宽*高（mm）	4925*1960*1735	4965*1930*1750	4616*1845*1641	4427*1834*1610	4737*1891*1689	4826*1890*1714
轴距（mm）	2920	2850	2802	2729	2864	2977
动力及底盘系统						
最大功率（kW）	300	139	115	120	180	150
官方0-100km/h加速（s）	5.4	-	9.2	9.4	6.8	8.2
WLTC综合油耗（L/100km）	0.72	5.82	6.9	6.61	8.5	7.4
驱动方式	双电动四驱	后置后驱	前置四驱	前置四驱	前置四驱	前置四驱
底盘悬架	前双叉臂+后五连杆	前麦弗逊+后双叉臂	前麦弗逊+后多连杆	前麦弗逊+后多连杆	肯双球麦弗逊+后多连杆	前多连杆+后多连杆
可变悬架功能	悬架软硬调节	-	-	-	-	悬架软硬调节
智能座舱						
液晶仪表（英寸）	4.82	12.3	10.25	10.25	12.3	12.3
中控屏（英寸）	双15.7	10.25	10.7	10.25	12.3	11.9
HUD	13.35英寸	-	-	-	选装	-
座舱芯片	高通骁龙8295P	-	不详	不详	不详	不详
副驾驶位电动座椅记忆功能	√	-	-	-	-	-
后排座椅电动放倒	√	-	-	-	-	-
无线充电功率（W）	50	-	-	-	-	-
杜比全景声	√	-	-	-	-	-
空气质量监测	√	-	-	-	-	-
声纹识别	√	-	-	-	-	-
辅助驾驶						
车道保持辅助	√	√	√	√	选装	√
并线辅助	√	√	√	-	选装	√
遥控泊车	√	-	-	-	-	-
自动变道辅助	√	-	-	-	选装	选装
匝道自动驶出（入）	√	-	-	-	-	-
哨兵模式	√	-	-	-	-	-
摄像头	10	-	0（选装5）	1	1（选装5）	1
超声波雷达	12	-	8（选装12）	12	8（选装12）	12
毫米波雷达	1	-	1	-	1	1

资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

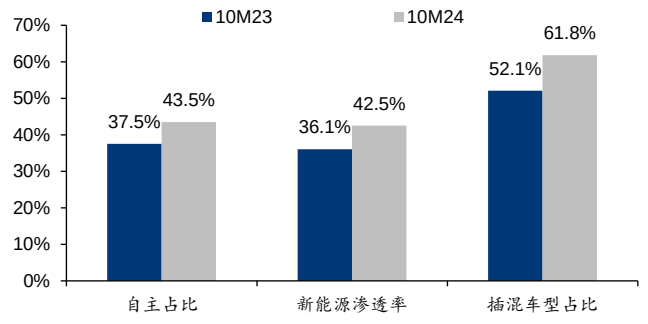
小结：15-30 万元为各家自主品牌的重点发力区域。从市占率来看，15-30 万元品牌 cr5 为 38%，在三个价格段内最低，竞争激烈。品牌方面，各自主品牌争先恐后进入，以大空间、智能化替代合资份额。**展望 25 年，15-30 万元内新车和改款共计有 62 款，在三个主要价格带内最多**，其中小米 SU8、比亚迪汉 L 平台、特斯拉 Y、理想 M6、问界 M7 等 20-30 万元车型具备较强爆款属性，可持续扩大市场。我们预计 24/25 年 15-30 万元市场空间为 770/793 万辆，自主品牌通过对 20-30 万元的新产品推出，预计市占率由 24 年的 41%提升至 55%，合资品牌盈利或将进一步承压。

30 万元以上：24 年 1-10 月插混比例达 62%，自主品牌加速替代 BBA

新能源增量突出，24 年前 10 月自主品牌市占率 43%，理想蔚来问界打破 BBA 垄断。24 年 1-10 月 30 万元以上市场总销量为 255 万，同比+4%，中高端市场继续扩容。其中自主销量 111 万辆，占比由同期的 38%提升至 43%。该价格段国产品牌以新能源尤其是插混车型为主，插混占比由 2023 年同期的 52%快速增长至 62%，带动整体市场新能源渗透率由 36%提升至 43%。

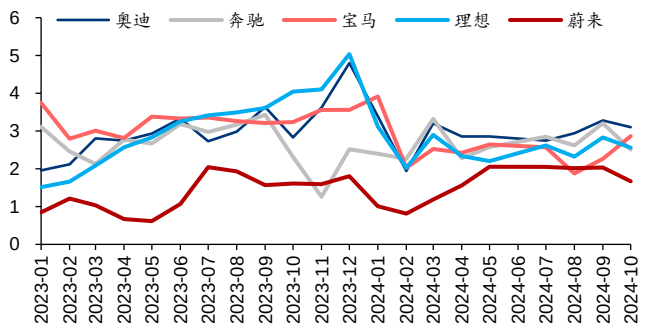
品牌端：24 年前 10 月 30 万元以上品牌 CR5 为 59%，同比-6pct。24 年 1-10 月 TOP5 品牌分别为奥迪、奔驰。宝马、理想和蔚来。其中 BBA 受自主品牌新能源发力影响，份额均出现同比下滑。奥迪采取高折扣率政策，以价保量，24 年前 10 月全系销量 29 万辆，同比+5%，市占率为 14%，同比微减 0.1pct；奔驰和宝马销量双双下跌，24 年 1-10 月销量分别为 27/26 万辆，同比-3%/-20%；市占率分别由 14%/16%降至 13%/12%。而理想、赛力斯凭借大型 SUV 快速突破高端市场，24 年 1-10 月实现 25/12 万辆销量，市占率为 12%/6%，同比-2/+6pct。

图表31：24 年 1-10 月 30 万元以上自主占比和新能源结构



资料来源：乘联会、中国汽车工业信息网、华泰研究

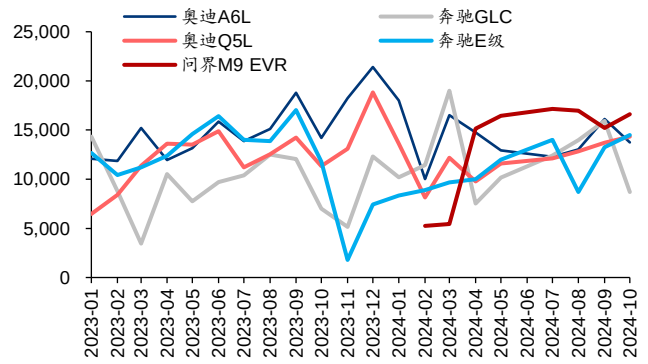
图表32：30 万元以上 TOP5 品牌销量变化（单位：万辆）



资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

BBA 年折扣率处于历史高位，但其普遍盈利性仍然较强。24 年 1-10 月 30 万元以上市场销量前三车型为奥迪 A6L、奔驰 GLC、奥迪 Q5L，分别销售 14/12/12 万辆，同比-0%/+27%/+4%。**而相较于奥迪和奔驰，宝马主销车型宝马 X3/X5/5 系均出现同比下滑，**主要原因系宝马采取“降量保价”策略来缓解门店的经营压力。整体来看，30 万元以上市场折扣率处于 4.5%-6.5%区间。而以理想和赛力斯为代表的国产品牌在规模效应持续释放后，盈利性持续提升甚至超越海外豪华。24Q3 理想和赛力斯毛利率分别为 21.5%/25.5%，对应净利率为 6.7%/5%，而宝马虽然销量下滑，但是单车利润依然保持较高，24Q1 净利率为 8%。

图表33：30 万元以上 TOP5 车型销量变化（单位：辆）



资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究

图表34：23Q1-24Q3 赛力斯、理想、宝马、奔驰盈利性对比

毛利率	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	趋势
赛力斯	8.9%	4.2%	7.6%	13.5%	21.5%	27.5%	25.5%	
理想	20.4%	21.8%	22.0%	23.5%	20.6%	19.5%	21.5%	
宝马	21.1%	19.3%	17.9%	18.3%	17.9%	18.0%	13.1%	
奔驰	25.1%	23.5%	21.5%	20.0%	19.8%	21.3%	18.0%	
净利率	**23Q1**	**23Q2**	**23Q3**	**23Q4**	**24Q1**	**24Q2**	**24Q3**	**趋势**
赛力斯	-12.3%	-12.1%	-16.8%	-0.8%	0.8%	3.7%	5.8%	
理想	4.9%	8.0%	8.1%	13.6%	2.3%	3.5%	6.6%	
宝马	9.3%	7.6%	6.9%	5.7%	7.6%	7.1%	1.2%	
奔驰	10.5%	9.4%	9.8%	7.8%	8.3%	8.2%	5.0%	

资料来源：iFind、公司公告、华泰研究

“大叔经济”下大空间偏好增强，打造豪华感和品牌力。以 SUV 内爆款车型 M9 为例，其首批车主 36 岁以上用户占比约 55%，车主平均年龄为 37 岁，家庭税后年收入 92 万元，以男性为主。**根据易车 24 年 10 月的调研，大空间比智能化更能吸引“大叔用户”。**2024 年整体乘用车市场用户空间诉求为 50%，而中年男性（“大叔用户”）的空间诉求高达 55%，富豪大叔空间诉求超 60%。2024 年，自主品牌紧抓空间主线，多款新车型表现亮眼，其中代表为问界 M9、小鹏 X9 和腾势 Z9GT。问界 M9 上市 9 个月大定突破 15 万辆；小鹏 X9 车长、轴距和车内空间远高于埃尔法，24 年 1-7 月连续七个月蝉联纯电 MPV 销量冠军。轿车方面，腾势 Z9GT 兼顾大空间的同时，着重提升性能和内饰豪华感。

图表35：腾势 Z9GT 在空间、性能、智能化、内饰等方面领先 BBA 同级别车

	腾势 Z9GT 2024 款 1100 四驱 Pro 版	宝马 5 系 2024 款 525Li 豪华套装	奥迪 A6L 2024 款 45 TFSI 臻选致雅型	享界 S9 2024 款 Max 后驱长航版
		基本参数		
售价（万元）	33.48	35.19	45.49	39.98
级别	中大型轿车	中大型轿车	中大型轿车	中大型轿车
能源类型	插电式混合动力	汽油+48V 轻混系统	汽油	纯电动
长*宽*高（mm）	5180*1990*1480	5175*1900*1520	5038*1886*1475	5160*1987*1486
轴距（mm）	3125	3105	3024	3050
最高车速（km/h）	210	217	250	202
		动力系统		
最大扭矩（N•m）	935	310	370	396
驱动电机数	三电机	-	-	单电机
WLTC 综合油耗（L/100km)	0.85	6.5	7.18	
CLTC 纯电续航里程（km）	201	-	-	816
官方零百加速（s）	3.6	8.2	7.4	6.0
		智能驾驶		
并线辅助	√	√	选配	√
信号灯识别	√	-	-	√
匝道自动驶出（入）	√	-	-	√
遥控泊车	√	-	-	√
自动泊车入位	√	√	-	√
		智能座舱		
液晶仪表（英寸）	13.2	12.3	12.3	12.3
中控屏（英寸）	17.3	14.9	14.9	15.6
HUD 抬头显示	-	选配	选配	-
前排座椅功能	加热/通风/按摩	加热	选配	加热/通风/按摩
电动座椅记忆功能	驾驶位+副驾驶位	驾驶位	选配	驾驶位+副驾驶位
第二排座椅电动调节	√	-	选配	√
面部识别	√	-	-	√
车载冰箱	√	-	-	√

资料来源：汽车之家、易车、华泰汽车

SUV 爆款逻辑已打通。24 年 1-10 月该价格段 SUV 共计销售 145 万辆，**其中自主占比达 50%，同比+7pct，成为该细分市场市场领先车系。**而德系品牌市场份额由 41%降至 37%。**我们认为以问界 M9 为首的 SUV 车型已打通爆款逻辑，即锚定家庭用户，以大空间，智能化实现跨价格段和跨级领先。**相较宝马 X5，问界 M9 起售价便宜 10 万元，但规格更大，在智能驾驶，智能座舱等方面领先。**但是，轿车方面国产品牌市占率仅为 24%，仍需要热门车型进行市场突破。**24 年 8 月，参考 M9 爆款经验，鸿蒙智行推出享界 S9，但大空间+智能化得爆款逻辑在轿车领域复现失败。我们认为**原因系轿车和 SUV 用户画像不同，相较 SUV，高端轿车的商务性质更强，因此大空间和智能化的购车权重相对更低，消费者更在意品牌力和豪华感，比如奥迪 A6L。**

25 年是 BBA 产品真空期，利好自主替代。展望 25 年，自主品牌将加速投放 30 万元以上车型，包括鸿蒙智行 M8、尊界、理想 i8、腾势 z8 等车型。**而 BBA 在 25 年处于产品真空期，为自主品牌提供了黄金替代时间。**25 年 30 万元以上市场有 46 款新车，而 BBA 中仅有奥迪 A5L 一款车型。其电动序列进度落后，如奔驰 V520、宝马新世代车型和奥迪 A7L 等预计在 26 年投放。在新产品和电动智能化技术加持下，自主品牌有望加速替代。SUV 爆款逻辑继续推开，轿车方面目前也出现了新贵：Z9GT：其性能和内饰豪华感足，24Q4 腾势 Z9 轿车版上市，外型更偏向行政，预计将进一步打开豪华轿车市场。我们认为腾势将在 30 万元以上豪华轿车市场实现突破，进一步补强自主车企的品牌力，助力自主品牌攻坚 25 年的黄金年份。

图表36：2025 年是 BBA 新车真空期

品牌	25 年新车	26 年新车
奔驰	-	V520（C 级纯电轿车）、EQC（GLC 纯电版）、GLE 改款
宝马	-	3 系改款、M5（国产）、新世代车型（电动序列，包括 X5、i3、iX3）
奥迪	A5L	Q6L e-tron、A6L t-tron、RS 6 Avant GT、A7L、Q9

资料来源：汽车之家、易车、懂车帝、华泰汽车

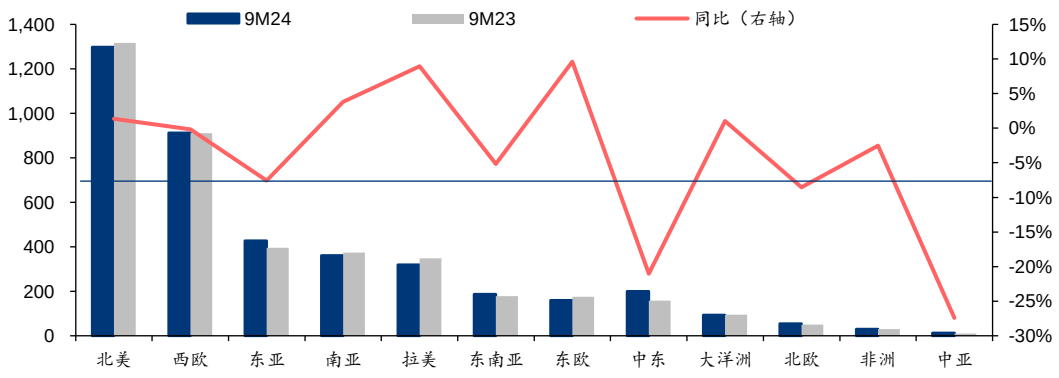
总结：中高端市场竞争格局优秀，国产替代仍然是 2025 年的主旋律。
分价格带看，10-15/15-30/30 万元以上市场分别处于自主替代的后半段、白热化阶段和加速替代阶段。展望 25 年，3 个价格带分别有 28/62/46 款新车或改款推出，其中合资势弱，基本以改款为主，而自主品牌车型数量绝对领先的同时，不乏有小鹏 MONA SUV、小米 SU8、理想 M 系列、腾势 z 系列等爆款属性强的车型，预计将扩容市场并进一步提升自主品牌份额。我们预计 2025 年自主品牌份额将会提升至 90%/55%/51%，同比提升 10/14/8pct，对应市占率为 71%，对应销量为 1587 万辆，同比+21%。

全球车市：24 年海外市场增长趋缓，中国车企发力拉美市场

总量：24 年 1-9 月全球乘用车销量增速为 1%，国内增速跑赢全球市场。根据 marklines，2024 年 1-9 月，全球 65 个国家和地区乘用车共计销售 6016 万辆，同比+2%。其中中国以外市场销售 4031 万辆，同比+1%，销量占比为 67%，同比-0.4pct。中国国内销售 1984 万辆，同比+3%，为全球销量增长的主要来源。

分地区看，东欧、拉美增速大。东欧、拉美、南亚、北美、西欧、大洋洲为正增长区域，24 年 1-9 月分别销售 179/348/374/1316/97/95 万辆，同比+12%/9%/4%/1%/1%/1%。而东亚、中东、中亚、东南亚均为负增长，24 年 1-9 月分别销售 413/107/13/180 万辆，同比-7%/-2%/-2%/-4%。

图表37：24 年 1-9 月海外分地区乘用车销售情况（单位，万辆、%）

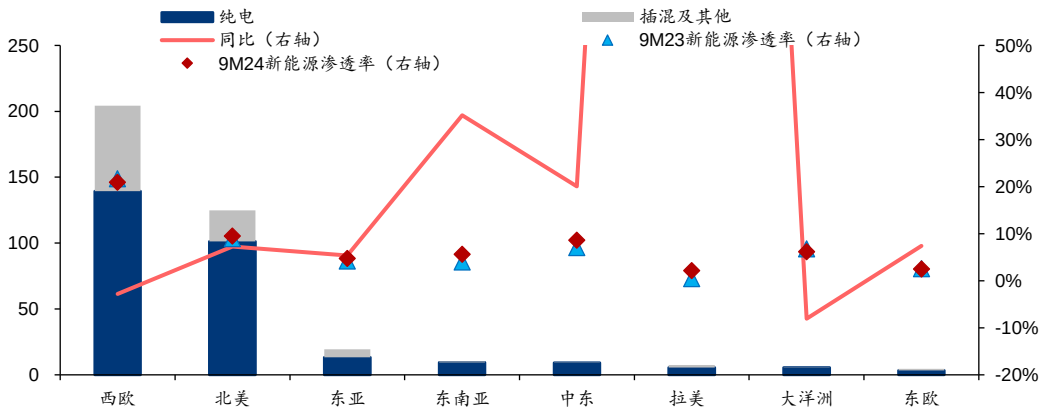


资料来源：marklines、华泰研究

24 年 1-9 月海外市场新能源渗透率 9.3%，纯电占比 74%。24 年 1-9 月海外市场累计销售新能源乘用车 387 万辆，同比+4%，新能源渗透率为 9.6%，同比+0.2pct。其中纯电车型份额较为稳固，24 年 1-9 月纯电车型累计销售 288 万辆，同比+3%。与国内不用的是，海外市场插混车型增速缓慢，24 年 1-9 月累计销售 99 万辆，同比+5%，主要原因系海外新能源尤其是关于插电混动的政策收窄。

拉美、东南亚和中东新能源发展潜力大。分地区看，24 年 1-9 月新能源车销量大于 1 万的市场内，正增长的为北美、东亚、东南亚、中东、拉美和东欧，分别销售 125/20/10/9/8/4 万辆，同比+7%/5%/20%/7%/433%/7%。**拉美和东南亚地区新能源车销量增长显著，**主要系 1）政策扶持：如秘鲁等地免征新能源车购置税；2）国内整车厂如比亚迪泰国工厂等陆续投产，并在 24 年开始逐步导入新车型，如海豹、海豚等带来当地新能源市场销量快速提升。同时这两个地区新能源渗透率相对较低，处于加速突破阶段。不过，两个主要新兴市场新能源渗透率仅为 2%/6%，分别同比+1.7/+1.6pct。

图表38：24 年 1-9 月海外主要市场新能源乘用车销售和渗透率情况（单位，万辆、%）



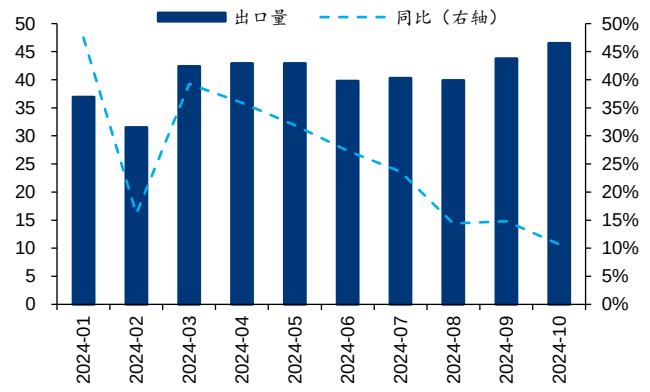
资料来源：marklines、华泰研究

中国品牌：奇瑞、长城等自主品牌出口领衔，发力墨西哥与拉美市场。

24 年 1-10 月乘用车出口同比增长 28%。24 年 1-10 月汽车总出口 486 万辆，同比+24%，其中乘用车出口 410 万辆，同比+24%；新能源汽车出口 106 万辆，同比+6%。其中，**10 月乘用车出口 47 万辆，创月度出口记录。**分品牌看，奇瑞汽车 24 年 1-10 月出口量达 94 万辆，同比+36%，10 月出口 11 万辆，同比+19%，占市场出口总量 21%，为市场出口主力。上汽、长安、吉利、长城位列 2-5 位，出口量分别达 75/47/45/37 万辆，同比-12%/+60%/+61%/+49%，比亚迪 1-10 月出口 33 万辆，同比+80%，海外市场迅速扩展。

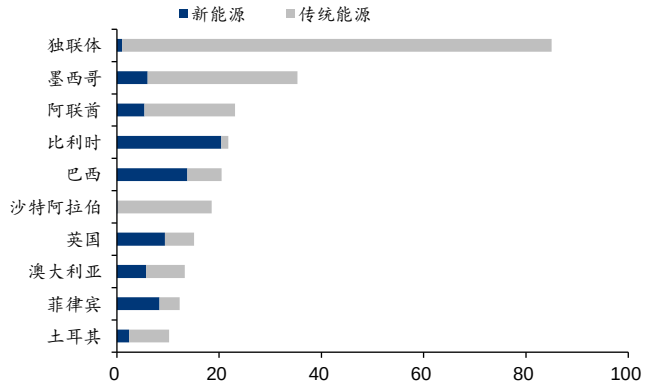
分国家/地区来看，24 年 1-9 月独联体、墨西哥、阿联酋位居出口量前三，分别出口 85/35/23 万辆，新能源汽车前三大海外市场为比利时、巴西、英国，分别出口 20/14/9 万辆。其中，独联体热卖品牌有哈弗、奇瑞、吉利汽车，9 月销量均为 2 万辆，销量同比+78%/34%/75%。墨西哥市场，上汽名爵位居自主品牌销量榜首，名爵 MG5 于 9 月售出 2106 辆；比亚迪亦于年初在墨西哥开启市场布局。新能源乘用车方面，其出口前三大市场分别为比利时、巴西、英国。随着欧盟对中国整车关税壁垒落地，中国车企在欧洲投资建厂的脚步也逐步加快，包括比亚迪与奇瑞等主要车企均已启动欧洲生产基地的建设，上汽与吉利等车企的欧洲建厂计划也正在筹划中。

图表39：2024 年 1-10 月乘用车出口数据（单位，万辆、%）



资料来源：中汽协、华泰研究

图表40：24 年 1-9 月汽车出口 TOP10 国家/地区及能源构成



资料来源：中汽协、华泰研究

图表41：24 年 1-9 月拉美、东南亚、中亚等新兴市场增速强劲

	销量（万辆）			份额		
	9M23	9M24	同比	9M23	9M24	同比
西欧	35.8	42.3	18%	22%	23%	1%
东欧	33.4	34.8	4%	21%	19%	-2%
拉美	19.9	29.5	48%	12%	16%	4%
中东	20.4	18.7	-8%	13%	10%	-2%
东南亚	10.2	13.4	31%	6%	7%	1%
北美	11.1	10.6	-4%	7%	6%	-1%
大洋洲	10.1	10.4	3%	6%	6%	-1%
北欧	6.6	7.9	21%	4%	4%	0%
非洲	3.9	4.5	17%	2%	3%	0%
中亚	3.1	3.8	24%	2%	2%	0%
南亚	4.0	2.7	-33%	2%	1%	-1%
东亚	2.6	2.3	-10%	2%	1%	0%

资料来源：marklines、华泰研究

图表42：24 年 9 月欧洲、中东销量同比大幅下滑

	销量（万辆）			份额		
	23年9月	24年9月	同比	23年9月	24年9月	同比
西欧	4.9	4.6	-6%	22%	27%	5%
东欧	5.3	3.1	-41%	24%	18%	-6%
拉美	2.6	3.4	33%	12%	20%	8%
中东	2.5	0.6	-75%	12%	4%	-8%
东南亚	1.3	1.4	3%	6%	8%	2%
北美	1.3	1.1	-21%	6%	6%	0%
大洋洲	1.1	1.2	6%	5%	7%	2%
北欧	0.9	0.7	-16%	4%	4%	0%
非洲	0.5	0.4	-26%	2%	2%	0%
中亚	0.6	-	-	3%	-	-
南亚	0.4	0.2	-37%	2%	1%	0%
东亚	0.3	0.3	-11%	2%	2%	0%

资料来源：marklines、华泰研究

图表43：24 年 1-9 月中国乘用车海外销量-分品牌分地区

9M24销量（万辆）	总计	西欧	东欧	拉美	中东	东南亚	北美	大洋洲	北欧	非洲	中亚	南亚	东亚
吉利	56.9	21.9	9.1	1.4	3.5	0.8	10.6	0.8	6.0	0.2	0.4		2.1
上汽	38.5	16.8	1.1	4.8	4.4	3.8		3.8	0.9	0.4	0.0	2.6	0.0
长城	27.9	0.3	16.7	4.2	0.9	0.7		3.4	0.0	1.0	0.6		
奇瑞	26.9	0.7	5.5	8.2	5.8	2.1		0.8	0.0	2.3	1.6		
比亚迪	16.2	2.3	0.2	5.6	1.5	4.1		1.6	0.5	0.3			0.2
长安	4.0		0.0	1.3	1.7	0.5				0.1	0.5		
江淮	3.2	0.0	0.0	2.2	0.3				0.0		0.6	0.1	
广汽	2.2		1.3	0.2		0.7					0.0		
北汽	1.1	0.0	0.1	0.6		0.1				0.2		0.0	
东风	0.7	0.1	0.1	0.4	0.1	0.0			0.0				
一汽	0.6	0.0	0.5	0.0	0.0				0.0		0.0		
小鹏	0.6	0.1	0.0		0.2	0.0		0.0	0.3				
哪吒	0.6			0.0	0.0	0.6							
赛力斯	0.3	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0							
蔚来	0.1	0.1	0.0						0.1				
零跑	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0								
其他	0.9	0.1	0.2	0.5	0.1	0.0		0.0	0.0		0.0		

资料来源：marklines、华泰研究

图表44：24 年 1-9 月中国乘用车海外市场份额同比变化-分品牌分地区

份额变化（%）	西欧	东欧	拉美	中东	东南亚	北美	大洋洲	北欧	非洲	中亚	南亚	东亚
吉利	3	2	1	-2	-1	-2	-1	1	0	0		-1
上汽	5	2	0	-3	0		-2	0	0	0	-3	0
长城	2	-31	9	9	6		2	0	2	1	0	
奇瑞	-1	2	5	-4	-3		-4	0	-3	-2		
比亚迪	5	1	24	-12	-6		-7	-2	-3			0
长安		-17	11	-13	13				1	5		
江淮	0	0	5	-13				1		6	1	
广汽		28	-27		-1					1		
北汽	0	9	-19		-6				19		-2	
东风	4	-2	-7	6	-4			4				
一汽	0	-9	2	0				6		2		
小鹏	-5	1		4	2		0	-28				
哪吒			1	1	-1							
赛力斯	-13	0	4	6	2							
蔚来	-3	0						2				
零跑	8	1	5	-14								
其他	2	7	8	-15	-3		0	1	-2	2		

资料来源：marklines、华泰研究

分地区看，无论是总量、国内出口还是终端销售，2024 年拉美地区均表现出较大增长潜力。其中，墨西哥是典型的汽车出口型市场，2023 年产销比接近 2.8，汽车产业链成熟。在《美墨加协定》、海运费上行等多重因素下，自主品牌加速本地化建厂，多款新车型于 24 年配合上市打开当地市场。南美市场方面，长城早于 06 年即进入智利市场，本地化市场经验丰富。2023 年南美人均 GDP 与国内 18 年接近，购车以实用性为主。综合来看，本地化建厂和新能源车型领先形成正循环，助力自主品牌在拉美地区实现高增长。

图表45：中国车企预计在拉美地区加速布局本地化生产

资料来源：marklines、盖世汽车、懂车帝、华泰研究

图表46：中国车企早于2006年即布局南美市场

资料来源：公司官网、marklines、华泰研究

2024年，自主品牌持续拓宽海外版图，重点布局中东、东南亚、南美等新兴市场。比亚迪出海遍布亚洲、欧洲、美洲等区域；吉利极氪成为首个登陆卡塔尔的中国新能源品牌，并陆续在中东四国进行品牌上市；长城聚焦“ONE GWM”品牌战略，魏牌高山进入迪拜市场，坦克SUV全球密集上市。市场多元化趋势显著，出口持续获得新增量。

图表47：2024年1-9月自主品牌出口目标达成率（除上汽外均为乘用车）

	海外销量（万辆）			海外销量（万辆）		
车企	24年1-9月	全年销量	达成率	24年1-9月	全年销量目标	目标达成率
传统车企						
比亚迪	14.6	24.3	60%	29.4	50	59%
吉利	19.4	27.4	71%	31.8	38	84%
长安	17.4	23.6	74%	28.8	48	60%
长城	21.2	31.6	67%	32.4	45	72%
上汽	83.8	120.8	69%	73.9	135	55%
奇瑞	64.8	92.5	70%	82.7	125	66%

注：*奇瑞全年出口为预测出口量
资料来源：公司公告、汽车之家、华泰研究

我们认为2025年中国品牌将由出口转向本地化渗透，通过在东南亚、南美、东欧等地的KD工厂实现品牌出海，带来销量和盈利的双提升。

从拉美地区和墨西哥市场的消费特征看，长城汽车、比亚迪等大有可为。

首先以巴西为例，在巴西独特的桑巴文化与热带风情影响下，巴西汽车市场对外形大气的卡车较为钟爱。**当地消费者对动感的独特需求使得其境内汽车外观均偏向于硬核运动风，许多车型会配备镀铬装饰件、加装前保险杠，延长扰流板等。**以硬朗外观为特征的皮卡车型因而在巴西市场广受欢迎，2023年巴西皮卡销量达39万辆，同比+22%，市占率达17%。在此消费环境下，菲亚特、丰田等均针对巴西消费者推出了皮卡车型如Fiat Strada、Fiat Toro、丰田Hilux等，销量表现出色。此外拉美地区消费者也与国内类似，对安全性和能耗具有较高要求。我们认为面对拉美市场，长城的坦克和皮卡品牌具备较大竞争优势，山海跑较Hilux价格更低，尺寸更大，参数更优。其他国产品牌如比亚迪等在能耗、舒适度上较同级别入门级车型具有优势，市场空间可期。

图表48：巴西里约热内卢政府警察用车为丰田 Hilux

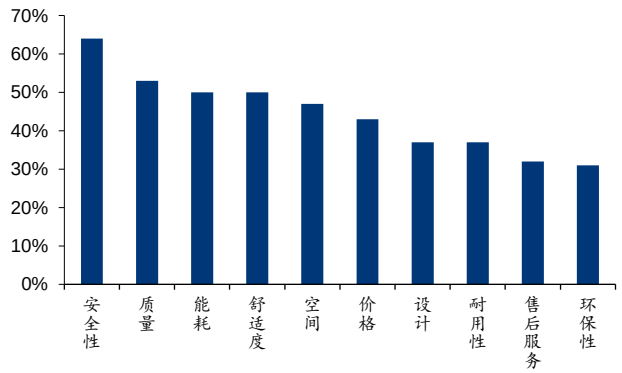
资料来源：Rio prefeitora、华泰研究

图表49：较丰田 Hilux，长城山海炮尺寸更大，多项参数领先

	山海炮	丰田Hilux
价格（万元）	22.98	27.42
能源类型	柴油	柴油
长*宽*高（mm）	5440*1991*1925	5325*1855*1815
轴距（mm）	3350	3090
变速器	9AT	6AT
最高车速（km/h）	155	200
NEDC综合油耗（L/100km）	9.3	13
最大扭矩（N·m）	480	500
整备质量（kg）	2575	2060
中控屏（英寸）	14.6	8

资料来源：汽车之家、Toyota、Pakwheels、华泰研究

图表50：24 年 9 月巴西消费者购车指标偏好度 TOP10



资料来源：Statista、华泰研究

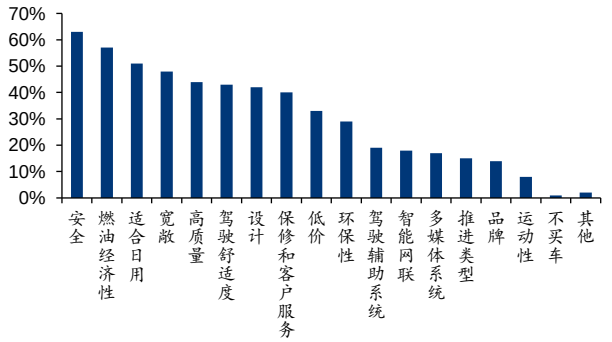
图表51：与欧洲竞品比，比亚迪海豚 TOC 使用成本更低

	比亚迪海豚						
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
经销商参考价（万元，巴西雷亚尔）	11.58	11.58	11.58	11.58	11.58	11.58	11.58
绿色税（ISAN）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主要购车成本	11.58	11.58	11.58	11.58	11.58	11.58	11.58
能源成本（巴西雷亚尔/kwh）	1.897	1.897	1.897	1.897	1.965	1.965	1.965
里程成本（巴西雷亚尔/公里）	0.23	0.23	0.23	0.23	0.24	0.24	0.24
IPVA税	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
保值率（2年）	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
TOC实际使用成本	2.72	2.72	2.72	2.72	2.73	2.73	2.73
补能成本（年）	0.32	0.32	0.32	0.32	0.34	0.34	0.34
	菲亚特Mobi						
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
经销商参考价（万元，巴西雷亚尔）	7.23	7.23	7.23	7.23	7.23	7.23	7.23
绿色税（ISAN）	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63
主要购车成本	7.86	7.86	7.86	7.86	7.86	7.86	7.86
能源成本（巴西雷亚尔/L）	21.80	21.97	21.80	21.97	22.83	22.83	25.20
里程成本（巴西雷亚尔/公里）	1.22	1.23	1.22	1.23	1.28	1.28	1.41
IPVA税	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
保值率（2年）	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
TOC实际使用成本	4.09	4.10	4.09	4.10	4.18	4.18	4.41
补能成本（年）	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71

资料来源：Automovel、BYD、Fiat、Globalpetralprices、华泰研究

墨西哥汽车文化浓郁，偏好中小型车。相较中国，墨西哥汽车产业历史早半个世纪，并受上世纪 50 年代后美国工业高速发展影响，汽车文化更为浓厚，消费者对于汽车的认知和需求相应拔高，中国品牌布局所需的渠道建设、消费者教育等工作相对更少，利好新品牌的进入。2023 年墨西哥人均国民总收入 1 万美元，购车时安全、燃油经济性、实用性是主要考量，**故免除 ISAN 税的新能源小车受到追捧**。人口更加年轻，对于汽车外观、智能化配置更为重视，新能源具备优势。我们认为面对墨西哥市场，比亚迪海豚、奇瑞瑞虎 2 等小车具备较大竞争优势，尤其是在 TOC 使用成本上领先市场竞品。

图表52：24 年 9 月墨西哥消费者购车指标偏好度



资料来源：Statista、华泰研究

图表53：与欧洲竞品比，江淮 E10 X TOC 使用成本更低

	江淮E10 X					
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
经销商参考价	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
绿色税（ISAN）	0	0	0	0	0	0
主要购车成本	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
能源成本（比索/kwh）	1.897	1.897	1.897	1.897	1.897	1.897
里程成本（比索/公里）	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23
保值率（2年）	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
TOC实际使用成本	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
补能成本（年）	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32
	大众POLO					
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
经销商参考价	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5
绿色税（ISAN）	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63	0.63
主要购车成本	38.12	38.12	38.12	38.12	38.12	38.12
能源成本（比索/L）	21.8	21.97	21.8	21.97	22.83	22.83
里程成本（索币/公里）	1.22	1.23	1.22	1.23	1.28	1.28
保值率（2年）	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77	0.77
TOC实际使用成本	11.86	11.88	11.86	11.88	11.96	11.96
补能成本（年）	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71	1.71

资料来源：CEIC、Global Petrol Prices、车企官网、华泰研究

图表54：自主品牌海外工厂布局及产能规划

车企	海外产能规划
上汽	泰国：上汽正大有限公司，**年产能 7.2 万辆** 印度尼西亚：上汽通用五菱印度尼西亚工厂，**年产能 6 万辆** 印度：JSW 和上汽集团印度合资工厂，**年产能 12 万辆,2028 年计划产能 30 万辆**； 巴基斯坦：Ltd 和上汽集团合资工厂，**年产能 3 万辆，2025 年计划产能 10 万辆**； 越南：TMT Motors 工厂，**年产能 3 万辆，计划产能 6 万辆**
奇瑞	印度尼西亚：PT Handal Indonesia Motor，**年产能 2.7 万辆**（同时生产哪吒部分车型） 越南：Omoda & Jaecoo Automobile，**计划年产能 20 万辆**，26Q1 完成一期建设 巴西：CAOA Chery Brasil，22 年停产，25 年恢复生产新能源车，**年产能 5 万辆**
比亚迪	泰国：预计 24Q3 竣工并开始运营，**计划年产能 15 万辆** 印度尼西亚：计划于 26 年 1 月开始运行 印度：**年产能 1.08 万辆** 匈牙利：计划 25 年投产 乌兹别克斯坦：**年产能 5 万辆，可拓展至 30 万辆**
吉利	马来西亚：宝腾工厂，Tanjung Malim **年产能为 15 万辆（CKD）** 巴基斯坦：宝腾工厂，**年产能 2.5 万辆** 美国：沃尔沃+极星，**年产能 15 万辆** 比利时：沃尔沃，计划生产极星+领克，**年产能 23 万辆** 瑞典：沃尔沃，**年产能 30 万辆** 斯洛伐克：计划生产 SP2 平台车型，2026 年投产，**计划年产能 25 万辆** 印度：沃尔沃（CKD），**年产能 0.25 万辆**
长安	泰国：预计 25 年投产，**计划年产能 10 万辆，二期建设后年产能总计 20 万辆**
广汽	泰国：**计划年产能 5 万辆**
长城	泰国：**年产能 8 万辆，计划年产能 12 万辆** 巴西：**年产能 2 万辆，计划 25 年产能 10 万辆** 独联体：**年产能 8 万辆，计划年产能 15 万辆**

资料来源：marklines、华泰研究

总结：2025 年中国品牌将继续突破。相较于 23 年，24 年出口的主要特征为朝多元化发展，**综合比较下，拉美市场在市场规模、贸易友好度、本地化生产、经济水平等方面是相对最优市场之一，墨西哥和巴西将会是 2025 年中国品牌重点突破的地区。**

图表55：2022-2025E 中国出口及海外销量及预测

地区	乘用车市场	2022	2023	2024E	2025E
拉美	**中国出口（万辆）**	**51**	**65**	**90**	**115**
	yoy		27%	40%	20%
	市占率	12%	15%	19%	22%
	市场规模（万辆）	**412**	**445**	**476**	**517**
东南亚	**中国出口（万辆）**	**33**	**45**	**52**	**70**
	yoy		35%	17%	14%
	市占率	14%	17%	21%	27%
	市场规模（万辆）	**243**	**255**	**249**	**259**
东欧	**中国出口（万辆）**	**15**	**86**	**101**	**114**
	yoy		26%	18%	13%
	市占率	8%	39%	42%	45%
	市场规模（万辆）	**175**	**221**	**240**	**253**
西欧+北欧	**中国出口（万辆）**	**64**	**90**	**95**	**100**
	yoy		41%	5%	3%
	市占率	6%	7%	7%	7%
	市场规模（万辆）	**1126**	**1287**	**1278**	**1309**
其他	**中国出口（万辆）**	**103**	**155**	**163**	**193**
	yoy		51%	5%	18%
	市占率	4%	5%	5%	6%
	市场规模（万辆）	**2894**	**3114**	**3138**	**3096**
总计	**海外市场规模（万辆）**	**4849**	**5321**	**5381**	**5434**
	中国品牌出口（万辆）	**266**	**440**	**501**	**592**

资料来源：Marklines、statista、华泰研究

2025 年全球车企继续洗牌，我们预计比亚迪和吉利集团分别跃升至第 5/8 位。2024 年，受自主品牌影响，世界前十大汽车集团格局已经历较大冲击。24Q3 比亚迪销售 120 万辆，占全球份额 6%，环比+1pct，超越雷诺和福特跃居全球第 6，且与位列第 4/5 的斯特兰蒂斯和通用的月销差距仅为 0.9/0.2 万辆；吉利（含沃尔沃）由 23Q3 的第 11 位超越铃木成为第 10 位。在内外需的共同拉动下，预计 25 年自主品牌将进一步影响世界车企格局。我们预计比亚迪 2025 年全年销售 500 万辆，同比增速约 20%，将成为仅次于丰田、大众、现代-起亚的全球第四大主机厂；吉利集团销量 400 万辆（其中吉利汽车为 260 万辆），将超越本田、日产位居全球第 8 汽车集团。

图表56：2025 年预计比亚迪和吉利（含沃尔沃）位列全球排名第 5/8 位（排序）

车企	2023	2024E	2025E	2025 年排名
丰田	1123	1035	983	1
大众	923	892	865	2
现代-起亚	730	709	695	3
Stellantis	639	576	524	4
比亚迪	302	420	500	5
通用	618	538	474	6
福特	441	442	446	7
吉利（含沃尔沃）	279	340	400	8
本田	398	391	387	9
日产	337	330	327	10

资料来源：marklines、华泰研究预测

展望 25：以新能源、智能化为核心抓手，重点突破中高端市场

展望 25 年，15 万元以下重点关注比亚迪 DM5 技术下的新车型和吉利银河 EM-i 矩阵，致胜法宝为低油耗、高性价比、更强的成本控制能力，实现对合资燃油的进一步替代；30 万元以上中高端市场，对空间、智驾、营销宣传、品牌等因素更为看重，SUV 的爆款逻辑已打通，轿车仍在继续发力。重点关注四界均有新品的华为系、理想电动系列、比亚迪腾势、吉利极氪等新车型。

我们预计我国 2025 年乘用车批发销量为 2878 万辆，同比增长 5%，其中新能源和出口依然保持高增速，新能源全年销量预计为 1469 万辆，同比增速 21%；出口销量为 592 万辆，同比增长 18%。其中插混车型受益比亚迪、吉利、华为系等自主品牌替代燃油车趋势，预计获得 697 万辆销量，同比+35%。而燃油车市场预计出现负增长，全年销量为 1408 万辆，下滑 8%。

图表57：2021-2025E 乘用车销量及预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
乘用车批发销量（万台）	2005	2177	2307	2579	2746	2878
YoY		7%	10%	12%	6%	5%
拆分方式 1：批发量 ≈ 出口+零售						
乘用车零售销量（万台）	1929	2016	2054	2193	2246	2286
YoY		5%	2%	7%	2%	2%
乘用车出口（万台）	77	161	253	386	501	592
YoY		111%	57%	53%	30%	18%
拆分方式 2：批发量 = BEV+混合动力+ICE						
新能源乘用车销量（万台）(BEV+PHEV+增程)	120	332	653	886	1215	1469
YoY		177%	97%	36%	28%	21%
新能源乘用车销量渗透率	6%	15%	28%	34%	44%	51%
BEV 销量（万台）	96	272	502	611	697	773
YoY		184%	85%	22%	14%	11%
BEV 销量渗透率	5%	12%	22%	24%	25%	27%
混合动力（PHEV+增程）销量（万台）	24	60	151	275	517	697
YoY		146%	152%	82%	88%	35%
混合动力（PHEV+增程）销量渗透率	1%	3%	7%	11%	19%	24%
ICE 及其他销量（万台）	1885	1845	1654	1693	1532	1408
YoY		-2%	-10%	2%	-10%	-8%
ICE 及其他销量渗透率	94%	85%	72%	66%	56%	49%

资料来源：中国汽车工业信息网、华泰研究预测

2025年中高端新能源车型占据主流。我们统计了141款重点新车型，其中134款为新能源。新能源内插混（含增程）占比48%，较24H2新车的42%提升显著。分品牌看，国产品牌共有131款，占比达93%。价格方面，车型集中在30万元以上，占比33%。**见微知著，我们关注到25年乘用车市场有3条重要主线：**

1）自主品牌中低端市场再补强，合理围剿合资燃油：自主品牌方面，比亚迪、吉利、长安和长城25年预计上市19/9/8/8款新车及改款，产品周期强势，聚焦补强中低端市场竞争力。1）比亚迪：普及王朝海洋DM5谱系，秦L EV等爆款车型进一步稳定品牌龙头地位；2）吉利汽车：银河专注A-C级新能源市场，EM-i平台下加速追赶；3）长城：对明星产品改款，哈弗H6有望焕发新生机；4）长安：坚持数智化转型，启源和深蓝品牌发力A级车。

2）新势力品牌进入强势周期，加速新车投放。24年新势力车企放缓新品推出节奏，持续沉淀技术积累，25年成为其重点发力年份：1）理想：在24年纯电车型发布遇冷后持续技术迭代和基础充电网络建设，预计25年推出纯电中大型SUV序列；2）蔚来：发布第三品牌萤火虫并继续加推主品牌和乐道车型；3）小鹏：延续P7+爆款打法，25年加推MONA品牌SUV和现有车型改款；4）零跑：B平台车型加速10-15万元市场竞争。**我们建议25年需要重点关注新势力品牌的价格带拓宽和强新车周期，公司销量有望实现跨越式放量。**

3）自主品牌中大型车插电混动，重点突破30万元以上市场。1）华为系领衔25年30万元以上市场，4界均有新品发布：问界M8补齐35-45万元产品真空，享界S9加推增程版预期实现BBA燃油替代，尊界百万级别新车型即将上市，进一步提升品牌调性。2）在中高端插混SUV爆款路径得到验证后，25年将有多款C-D级SUV面向市场，其中包括理想L改款、腾势N9、极氪EX1E、长城魏牌、长安深蓝D587、奇瑞风云T11、广汽昊铂ES9等。**我们建议需要重点关注鸿蒙系、理想、比亚迪腾势等产品矩阵拓宽和现有车型改款的强竞争力。**

图表58：25年上市重点新车

车企	品牌	车型名称/代号	级别	能源类型	预计售价（万元）	预计上市时间
特斯拉	特斯拉	Model Y 焕新版	B级SUV	EV	25-35	25Q1
		Model Y 六座长轴版（Juniper）	C级SUV	EV	30-40	25H2
		CyberCab	两厢车	EV	21.36	25年底
理想	L系列	L9876 25款	C级SUV	EREV	25-45	25H1
	i系列	M6（或i6）	C级SUV	EV	25-30	25H2
		M7（或i7）	C级SUV	EV	30-38	25H1
		M8（或i8）	C+级SUV	EV	32-40	25H1
		M9（或i9）	D级SUV	EV	40-45	25H2
小鹏	MONA	M03（MAX版25Q1交付）	A级轿车	EV	10-15	已上市
		SUV	A级SUV	EV	10-15	25Q3
	XPEN	E29（新P7）	C级轿车	EV	20-25	25Q2
		P7+	C级轿车	EV	18.68-21.88	已上市
		G7	B级SUV	EV	15-20	25Q2
		G6改款	B级SUV	EV	18-25	25Q2
		G9改款	C级SUV	EV	22-30	25Q2
		X9改款	C级MPV	EV	30-40	25Q4
		G01	B级SUV	EREV	23-30	25Q4
蔚来	蔚来	ET9	D级轿车	EV	80-100	25Q1
		678改NT3.0	SUV/轿车	EV	30-50	25Q2
		MPV	MPV	EV	40-50	2025
	乐道	大六座SUV（L80）	C级SUV	EV	20-25	25Q2
		B级轿车	B级轿车	EV	15-20	25H2
	萤火虫	紧凑SUV	A级SUV	EV	10-15	25H1
鸿蒙智行	赛力斯问界AITO	M6	B+级SUV	EREV	25-30	25Q4
华为		M7改款(代号F1)	C级SUV	EREV/EV	25-30	25Q3

	北汽享界	S9 增程版	C 级轿车	EREV	40-45	25Q2
	Stelato	S8	B+级轿车	EV	30-35	25Q3
	奇瑞智界	R8	B+级 SUV	EREV/EV	35-40	25Q4
	Luxeed					
	江淮尊界	S800	D 级轿车	EV/EREV	＞80	25Q2
	Maextro	X6	MPV	EV/EREV	50-60	25H2
	鸿蒙智行	M8	D 级 SUV	EREV	35-45	25Q1
零跑	零跑	B10	A+级 SUV	EV/EREV	10-15	25Q2
		B01	A+级轿车	EV/EREV	10-15	25Q2
		B05	掀背式 cross 风格跑车	EV/EREV	10-15	25Q4
		A12	A 级 SUV	EV/EREV	10-13	25H2
小米	小米	SU8（MX11）	C 级 SUV	EV	25-30	25 年 3 月
比亚迪	王朝	汉 L	C 级轿车	DM5/EV	18-28	25Q2
		唐 L	B 级 SUV	DM5/EV	20-30	25Q2
		夏	MPV	DM5/EV	25-30	2025
		秦 L EV	A 级轿车	EV	10-15	25Q1
		秦 PLUS 改款	A0 级轿车	PHEV	7.98w 起	25 年 3 月
	海洋	海豹 05（秦 PLUS）	A0 级轿车	DM5/EV	7.98w	25 年 3 月
		海豹 06 EV（秦 L）	B 级轿车	EV	11-15	25Q1
		海豹 08（汉）	C 级轿车	DM5/EV	18-28	25H2
		海豹 09（汉 L）	C 级轿车	DM5/EV	22-30	25H2
		海狮 06（对应 PLUS，短期还是叫宋 plus）	B 级 SUV	DM5/EV	15-20	2025
		海狮 07（宋 L）	B 级 SUV	DM5/EV	20-30	25Q3
		海狮 08（护卫舰 07，唐）	B 级 SUV	DM5/EV	20-30	25H2
		海狮 09（对应唐 L）	SUV	DM5/EV	25-30	25Q2
	方程豹	SUPER 9	跑车	EV	80-100	2025
		豹 5 智驾版	B 级 SUV	PHEV	30-35	25Q2
		豹 8	C 级 SUV	PHEV	37.98-40.78	已上市
		SUPER 3	B 级 SUV	EV	20-25	25Q1
	仰望	U7	C 级轿车	EV	60-80	25H1
	腾势	N7 改款	B 级 SUV	DM5/EV	23-33	25Q2
		D9 激光雷达加长	D 级 MPV	DM5/EV	35-45	25Q2
		N8	C 级 SUV	DM5/EV	30-35	25H2
		Z7	跑车	DM5/EV	40-50	25 年底
		Z8	B+级轿车	DM5/EV	25-32	25Q3
		Z9&Z9GT	C 级轿车	DM5/EV	33.48-41.48	已上市
	皮卡	SHARK	皮卡	DMO/EV	30-40	25H1
吉利	银河	银河 E5	A 级 SUV	EV	10.98-14.58	已上市
		星愿	两厢车	EV	6.98-9.88	已上市
		星舰 7	A+级 SUV	PHEV/EV	10-14	24 年 12 月
		L6 单档直驱	A 级轿车	PHEV	12-17	25Q1
		L7 改单档	A+级 SUV	PHEV	12-17	25Q1
		对标秦 L 轿车（L5）	A 级轿车	PHEV	10-15	25Q2
		E6	A 级轿车	EV	10-15	2025
		L9	C 级 SUV	PHEV	20-25	25Q4
	极氪	001/007/009/X 改款		EV/PHEV	20-80	2025
		DX1E	B 级 SUV	EV	26-30	25Q3
		极氪 7X	B 级 SUV	EV	22.99-26.99	已上市
		CX1E（007 猎装版）	B 级轿车	EV	20-30	25Q2
		EX1E(L946)	C 级 SUV	PHEV	30-40	25Q4
	领克	L946	C 级 SUV	PHEV	30-40	25H1
		Z20	A 级 SUV	EV	14-16	24Q4
		Z30	C 级轿车	PHEV	20-30	25H2
		07 旅行版	B 级 SUV	PHEV	20-25	25H2
长安	深蓝	D587（S09）	C 级 SUV	EREV	30-40	25Q2
		C518	A+级 SUV	EREV	15-20	25H2
		紧凑级轿车	A 级轿车	EV/EREV	10-15	25H2
		S07（中期改款）	B 级 SUV	EV/EREV	15-20	25H2
	启源	C798（Q06 或 Q07）	A+级 SUV	EV/EREV	15-20	25H1
		C657	A 级 SUV	EV/EREV	10-15	25H2

		启源 A06	A 级轿车	EV/EREV	10-15	2025
		B216	A0 级 SUV	EV/EREV	8-10	25H2
	阿维塔	06	B 级轿车	EV/EREV	20-25	25Q1
长城	WEY 牌	C 级插电轿车	C 级轿车	PHEV/EV	25-30	25H2
		D 级旗舰轿车	D 级轿车	PHEV/EV	35-45	25H2
		高山高阶智驾版	C 级 MPV	PHEV	35-40	25Q2
		拿铁改款	B 级 SUV	PHEV	20-25	25H2
		全尺寸 SUV	D 级 SUV	PHEV	40-50	25H2
	坦克	300Hi4T	越野 SUV	PHEV	20-30	2025
		400Hi4-Z	越野 SUV	PHEV	30-40	25Q4
		400 燃油	越野 SUV	ICE	30-40	24Q2
		500Hi4-Z	越野 SUV	PHEV	30-40	25Q2
		700Hi4-Z	越野 SUV	PHEV	40-50	25Q3
		800Hi4T	越野 SUV	PHEV	＞60	2025
	哈弗	H7（枭龙 max 改款）	A+级 SUV	PHEV	15-20	25Q1
		H6 换代	A 级 SUV	ICE	10-15	2025
		H2 Hi4 复活-初恋	A 级 SUV	PHEV	10-12	25Q2
		H1 Hi4-赤兔	A 级 SUV	PHEV	8-10	25Q3
		猛龙（电改油）	B 级 SUV	ICE	15-18	25Q1
	欧拉	好猫(改款)	B 级轿车	EV	9-13	25Q2
		A 级 SUV	A 级 SUV	EV	12-17	25H2
		C 级轿车	C 级 SUV	EV	20-30	25H2
奇瑞	奇瑞新能源	风云 A9	C 级轿车	PHEV	15-20	25Q1
		风云 T11	D 级 SUV	PHEV	20-25	25H1
	捷途	山海 T5	越野 SUV	PHEV	30-35	2025
		山海 T7	越野 SUV	PHEV	40-50	2025
		山海 P5	皮卡	PHEV	15-20	2025
	星途	星途 E0V	C 级 MPV	PHEV	30-40	25Q4
		星纪元 ES 猎装	C 级轿车	EV	20-30	2025
	iCar	iCar GT	跑车	EV	40-50	2025
广汽	传祺	1 Concept（GET C2.0）	C 级轿车	PHEV/EREV	25-30	25Q1
		E11	D 级 MPV	PHEV/EREV	＞40	25H1
		ES9 改款	C 级 SUV	PHEV	20-25	25H2
		GS4 改款	A 级 SUV	PHEV	10-15	25Q2
	昊铂	AH8	D 级 SUV	EV	30-35	25H1
		AY2	A 级 SUV	EV	10-15	25H1
	丰田	铂智 3X	A+级 SUV	EV	15-20	25Q1
东风	本田	烨 S7	B 级 SUV	EV	20-25	25H1
		烨 P7	B 级轿车	EV	20-25	25H1
		烨 GT	C 级轿车	EV	25-35	2025
上汽集团	上汽大众	途昂 Pro	B+级 SUV	ICE+PHEV	20-25	2025
		奥迪 A5L	B+级轿车	ICE	25-30	2025
	智己	E1	C 级 SUV	EREV	25-35	2025
		F1	MPV	EREV	30-40	2025
一汽集团	红旗	E009	B 级轿车	EV	15-25	25Q4

资料来源：各公司官网、公司公告、汽车之家、懂车帝、华泰研究

25 年新车中，建议重点关注尊界 S800、鸿蒙智行 M8 和智界 R8。此外，建议重点关注新势力的中高端车型，包括理想 L 系列的电动谱系 M 系列、小米 SU8，两个品牌在 23-24 年已探索到爆款策略，新车复用下爆款可期。自主品牌在巩固大众消费市场竞争力的同时，探索增量市场，**如极氪和领克合并后，新车 CX1E 配置拉满，挑战宝马 X7、揽胜市场；深蓝 D587 加入 30-40 万元 SUV 竞争；坦克 300 Hi4-T 作为战略储备，在 25 年竞争加剧的格局下或推出量产版。**

1）鸿蒙智行 M8：锚定 30-40 万中高价位，优越性能冲击合资。M8 起售价约为 35 万，将与 BBA 主销车型 Q5L 等主流合资车型竞争。外观上， M8 大胆创新，摒弃了 M5 和 M7 的圆润风格，转而采用更为硬朗的线条，整体造型更加方正，传达出稳重和力量感的视觉印象。问界 M8 车身尺寸有所增加，预计车长 5.1 米，内部空间更加宽敞舒适。内饰方面，M8 将保持环抱式设计，并搭载华为自研音响和舒云双享座椅等。在智能驾驶方面，问界 M8 将配备全新鸿蒙智行系统，为用户提供更加智能的语音交互、丰富的应用生态及强大的互联功能，带来前所未有的便捷出行体验。此外，M8 还将配备华为途灵智能化底盘、“巨鲸”800V 高压电池、玄武车身、192 线激光雷达和 75 英寸 AR-HUD 等，科技感领跑市场。

图表59： 鸿蒙智行 M8 侧面外观（谍照）

资料来源：懂车帝、华泰研究

图表60： 鸿蒙智行 M8 背面外观（谍照）

资料来源：懂车帝、华泰研究

2）小米 SU8：延续 SU7 惊艳外观。24H2，小米汽车拟亮相旗下新款 SUV 旗舰车型小米 SU8。新车型整体外观亮眼，采用曲面玻璃背板搭配金属中框的设计，继承小米 SU7 经典大灯，MX11 侧面看与法拉利 Purosangue 颇有几分相似，风格时尚前卫。贴地下压式车身渲染强烈运动气息，独特对开门设计未来感足。小米 SU8 或采用与 SU7 相同平台，提供单电机与双电机两种驱动配置，并融入电池一体化技术，特色尽显。我们预计小米 SU8 将延续小米汽车 SU7 市场火爆表现，看好其市场潜力。

图表61： 小米 SU8 谍照

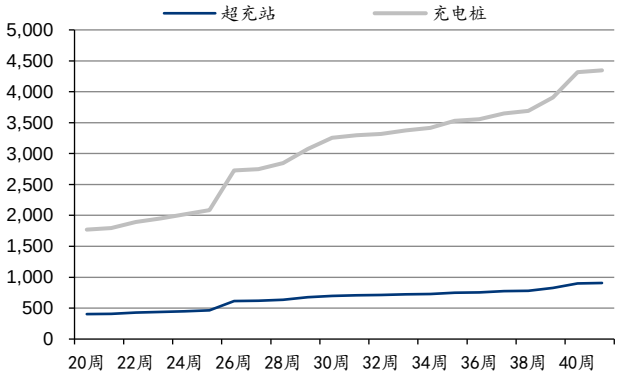
资料来源：爱卡汽车、华泰研究

3）理想电动 SUV 系列：理想纯电 SUV 首次尝试，超充站布局快速推进。25 年理想拟推出纯电 SUV 序列。外观采用跨界 SUV 设计风格，同时采用 MEGA 许多关键核心技术，包括麒麟 5C 电池，CLTC 综合续航有望突破 700km。同时配备新一代端到端+VLM 智驾系统，摆脱对高精地图依赖。2024 年公司为纯电车型发布积蓄势能，加速补能网络建设解决用户补能焦虑。截至 10 月 31 日，全国已投入使用 1000 座超充站和超过 4500 根充电桩，覆盖 30 省 174 个城市。其中 9.30-10.27 日新增 116 座超充站和 640 根充电桩，较 9 月新增环比+55%/69%，建设进度大幅提速。我们认为公司充电网络快速完善，将提升用户补能体验，为 25 年纯电车上市打下坚实基础。

图表62：理想纯电 SUV 谍照

资料来源：汽车之家、华泰研究

图表63：2024 年理想超充站建设进度



资料来源：理想微博、华泰研究

4）极氪 EX1E（L946）：中大型 SUV，配置对标宝马 X7、揽胜。在极氪和领克合并后，品牌储备的 2 款姊妹车型极氪 EX1E 和领克 L946 或将实现技术和架构协同。2 款车均基于 SPA+EVO 平台打造，而 SPA 是沃尔沃 XC90、S90 的平台，具备豪华基因。L946 是 4 年前领克品牌规划的中大型豪华 SUV，采用 2.0T+P1+P3 电机的三挡 DHT 插混系统，动力平顺性强。预计 EX1E 将采用同款动力系统，同时搭载英伟达 Thor 芯片，算力高达 2000TFOPS。预计 EX1E 将对标宝马 X7、路虎揽胜、甚至库里南等豪华 SUV，是自主品牌探索豪华家用 SUV 的重要之举。

图表64：极氪 EX1E 侧面外观

资料来源：懂车帝、华泰研究

图表65：极氪 EX1E 谍照

资料来源：懂车帝、华泰研究

5）长安深蓝 D587：定位 C 级 SUV，预计售价 30-40 万元。据新车谍照显示，长安深蓝 D587 尺寸较大，线条硬朗，与已发布的深蓝 G318 有一定相似之处，透漏出方正的阳刚之气。我们根据谍照预计，新车尺寸较为可观，配以高质量中控台及屏幕，内饰整体将对潜在用户极具吸引力。性能方面，预计新 d 车搭载电池包容量将在 30kWh 左右，或可满足当前市场普遍期待的强劲电动驱动体验。当前，自主品牌对高端 SUV 市场争夺仍面临较大挑战，市占率仍然处于较低位置，预计后续随着深蓝 D587 等车型亮相，市场反响将对自主品牌抢占高端 SUV 市场带来指导性意义。

汽车科技+：端到端架构渐行渐近，机器人关注关键国产环节

智能驾驶：25 年端到端架构普及，行业渗透率快速提升

端到端架构可实现信息无损传递、上限更高，2024 年国内新势力跟随特斯拉率先落地

2024 年各家发力端到端架构，追求智驾更高上限。如我们在 2024 年中期策略报告所说，2024 年城市 NOA 由“尝鲜”迈入“实用和好用”阶段，目前华为、小鹏和理想等城市 NOA 已实现全国可用，从“人无我有”过渡到“人有我优”，智驾竞争愈加重视“好用度”。而 2024 年 Q2 以来，头部车企、供应商集中举办智驾发布会，**华为、理想、小鹏、蔚来等都公布了自家的端到端相关进展并提出未来的端到端发展规划，希望通过端到端架构实现更高的智驾能力上限。**

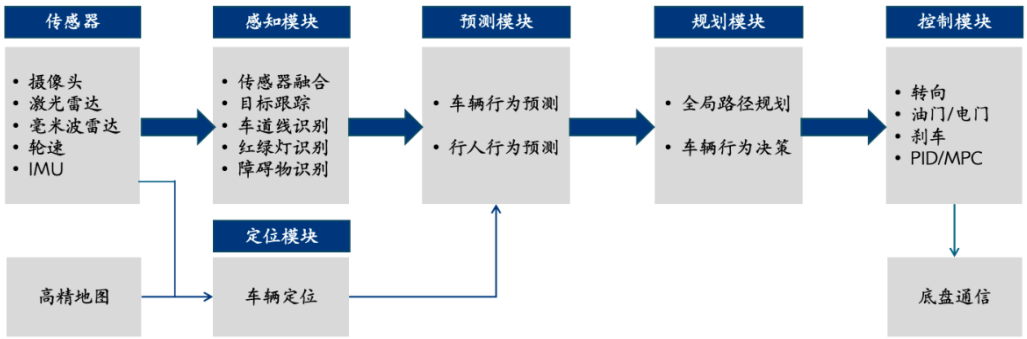
图表66：重点新势力企业城市 NOA 和智驾进展全览

	城市 NOA 最新进展	端到端最新进展	智驾软件价格	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
特斯拉 FSD	端到端全量推送	一体式端到端模型已上车	买断 64000 元；订阅 699 元/月			开始推送 FSD V12（城区端到端）			V12.5 统一高速城区技术栈，实现全路段端到端	即将推出 V13
华为 ADS	全量推送（无图）	分段式端到端模型已上车	买断 1 万元（优惠后）；订阅 7200 元/年	发布 ADS2.0	15 城开放无图 NCA	城区 NCA 开通所有城市		发布分段式端到端 ADS3.0	享界 S9 首发 ADS3.0	更新至 ADS3.1
小鹏 XNGP	全量推送（无图）	分段式端到端模型已上车	免费	感知架构端到端		城市 NOA 开放 25 城	城市 NOA 开通 243 城	发布分段式端到端大模型	黑名单式全量推送无图 NOA	AI 天玑 5.4.0 发布，打造云端大模型
理想 AD MAX	全量推送（无图）	一体式端到端模型已上车	终生免费	NPN 先验网络取代高精地图		发布 AD MAX3.0，感知基于 BEV+OCC	无图 NOA 开放 110 城		全量推送无图 NOA，一段式端到端 DriveVLM 模型开启内测	端到端+VLM 开始推送
蔚来 NIO Aquila	开放 726 城（非无图）	世界模型 NWM 即将量产	380 元/月		升级 BEV+OCC 感知			全量推送支持城区 NOA 的 NOP+	发布 NWM 世界模型	24 年底世界模型实现量产
Momenta	全量推送（无图）	一体化端到端模型已上车	买断 36800 元（智己）			感知规控一体式端到端				发布量产端到端大模型，算法迭代至 AD5.0
极氪 NZP	年底实现全量推送	分段式端到端模型已上车	免费			007 开放全国高速 NZP	001/009 开放 36 城高速 NZP	001/009 开放 65 城高速 NZP	端到端智驾 NZP 发布	年底实现城市 NZP 全量推送（无图）
智己	全量推送（无图）	一体化端到端模型已上车	买断 36800 元			城市 NOA 开始公测	在上海开通城市 NOA			全国开通城市 NOA

资料来源：各车企官网，懂车帝，汽车之家，华泰研究

传统的自动驾驶系统采用模块化部署策略，将感知、预测、规划、控制等功能独立开发，再集成至车辆中。每个模块负责特定任务，其输入通常来自前一模块的输出。模块化方案存在着诸多局限，上限较低。（1）模块化方案存在信息损失，非全局最优。（2）模块化方案下，多任务和多模块部署和训练也会增加计算负担。（3）此外传统模块化方案往往是基于规则的，泛化性一般较差。种种局限致使模块化方法上限较低，难以达到 L3 乃至 L4 阶段，或只能在受限场景中应用。**随着算力增强以及 Transformer 等算法的发展，模型间的界限正逐渐变得模糊，端到端架构渐行渐近，逐步替代模块化方案。**2023 年 CPVR 最佳论文提出的 Uniad 则树立了一个开源的经典模块化端到端模型。此外大语言模型（LLM）、大视觉模型（VFM）和多模态大模型（MFM）等通过基础训练获得推理能力和丰富的知识，对于传统的基于规则的 if-else 系统进行升级，也为生成式端到端架构落地提供了基础。

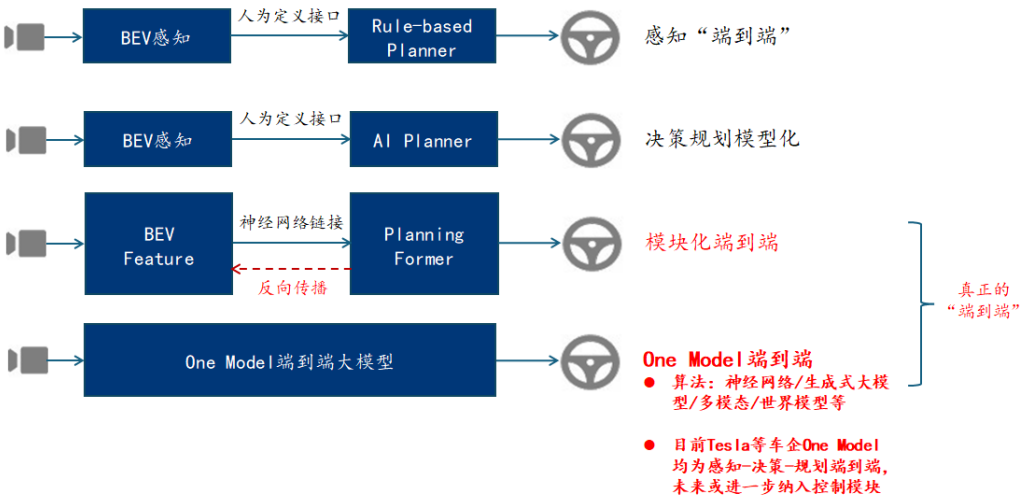
图表67：传统自动驾驶分为感知、定位、预测、规划等多个模块



资料来源：甲子光年智库《自动驾驶行业研究报告：“端到端”渐行渐近》（2024-07-05）、华泰研究

端到端方案借鉴人类驾驶的“行为反射式”特点，利用神经网络直接从原始传感器数据映射出轨迹或控制信号，无需人工预先定义规则、模块间显式接口等，将感知、决策、控制等流水线过程看作一个整体进行优化。我们认为，端到端架构的核心特征是全部模块都神经网络化以实现信息的无损传输，不过端到端架构并不一定意味着只用一个网络实现驾驶功能，而是强调对各环节的无损衔接和整体优化。**我们认为自动驾驶架构向端到端演进大致可以分为四个阶段。**

图表68：自动驾驶架构向端到端演变的四个阶段



资料来源：甲子光年智库《自动驾驶行业研究报告：“端到端”渐行渐近》（2024-07-05）、华泰研究

（1）感知“端到端”，在感知端通过 BEV+Transformer 等技术进行多传感器融合，显著提升了感知的精度和稳定性，实现了模块内部的“端到端”，而在预测-决策-规划阶段，仍然以规则为主，目前各主流厂商基本已经实现或越过了此阶段。

（2）决策规划模型化，则是在“感知端到端”的基础上，进一步将预测-决策-规划阶段模型化，采用神经网络进行训练。但在此阶段，感知和预测-决策-规划阶段仍然是两个独立的模块，**两个模块之间通过人为定义接口进行连接**，如障碍物位置、道路边界、红绿灯信号等。**由于此阶段各个模块直接是依赖人工定义的接口进行连接，没有实现信息的无损传输和反向传播，并不属于真正意义上的端到端架构。**人为定义接口，往往受限于写规则的人的抽象表达能力，人为定义接口所表达的信息越明确，那么丢失的信息就越多；而如果人为定义接口所传达的信息越丰富，对系统硬件和前期研发资源的消耗就越大。

（3）模块化端到端。模块化端到端方法整体采用数据驱动框架，此阶段仍然包括感知和规控算法模块，但是上文阶段二“决策规划模型化”，感知模块和规控模块通过规则（人工定义接口）来连接，**但在模块化的端到端模型下，感知模块和规控模块采用神经网络连接。**在训练方式上，各模块联合训练，下游的反馈可以直接传递到上游的感知模块，从而能实现全局优化的效果，比如当系统做出错误的决策时（如发生碰撞或者未能及时响应交通信号），反馈不仅需要影响决策模块，还需要逆向传播到感知模块。综上，**模块化端到端方案能够输出设计感知、决策等中间结果，增强模型的可解释性，同时保证整体可微可以利用反向传播进行整体优化，目前小鹏和华为 ADS3.0 的模块化端到端均已实现量产上车。**

（4）One Model/单一模型端到端。从架构的角度来看，随着模型融合的趋势，自动驾驶系统架构会逐渐从模块化向 One Model 端到端架构发展，不再明确区分感知、决策、规划等功能，从原始信号输入到最终规划轨迹的输出直接采用同一个深度学习模型。值得注意的是，**模块化端到端是可以输出 BEV 等中间结果的，而 One model 端到端一般不输出中间结果，特斯拉 FSDV12 使用一个神经网络实现智驾以及理想的车端智驾系统 2-VLM 模型，是 One Model 端到端的典型代表。**

不过值得注意的是，目前如特斯拉、理想均未把控制模块纳入到 One Model 模型中，后续特斯拉计划会把控制模块纳入到端到端模型中，做到端到端模型的终局形态。而将控制模块独立于感知和规划，当前是隔离风险并保证车辆操作稳定性和安全性的务实选择，也是当前各家车企的主流选择，未来 One Model 端到端架构更加成熟后可能会纳入控制功能。

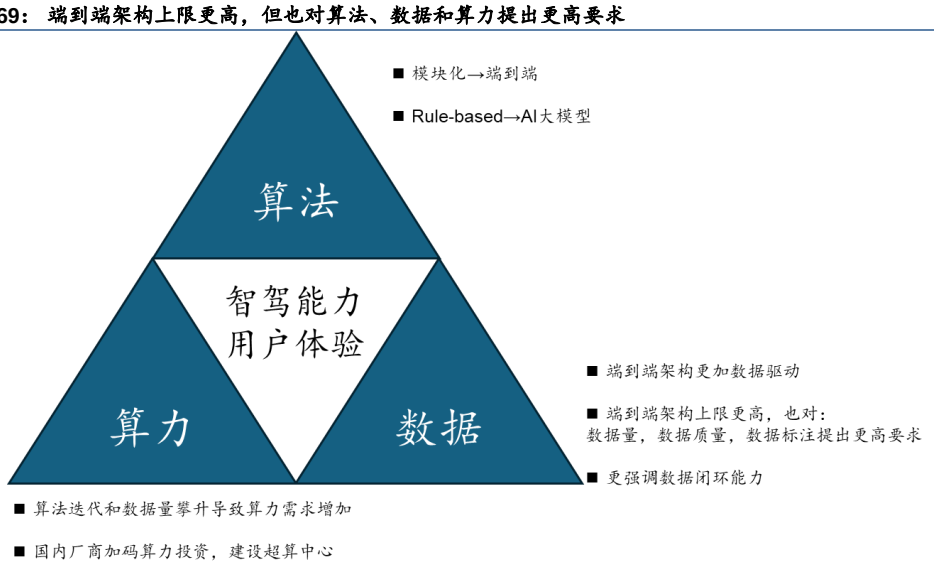
随着 ChatGPT 等生成式预训练模型的成功，生成式大模型开始引入自动驾驶领域，为端到端架构带来了新的可能性。在自动驾驶中，生成式大模型可用于：**环境模拟**：生成逼真的驾驶场景，辅助模型训练。**行为预测**：预测其他交通参与者的未来行为，提高决策的前瞻性。**路径规划**：生成最优行驶路径，提升驾驶效率。1）**数据驱动**：依赖大规模数据集，模型性能随着数据量的增加而提升。2）**更高的上限**：模型参数和数据规模的增长可显著提升模型的泛化能力和性能。3）**生成式能力**：能够生成新数据或预测未来状态，支持**自监督学习（Self-Supervised Learning）**，减少对人工标注的依赖。

世界模型可认为是生成式模型的一种，上限高但目前落地存在诸多障碍。理论上，世界模型可以像人类一样“认知”或“理解”世界构成以及元素之间的关联关系，它不仅能够基于感知获取的信息预测结果，更重要的是，可以对新的/未曾训练过的数据也能形成泛化的“理解”，根据它对世界的“理解”，从而对未来做出预测，使当前的端到端模型由“数据驱动”转向“认知驱动”，实现类人的推理能力。不过目前将世界模型应用于车端，还有不少障碍：1）车端算力不足以支持大的世界模型运行；2）网络带宽不足；3）运行速度太慢。

端到端时代要求算法转向 AI、数据需要闭环、算力规模加码，主机厂组织架构适应性调整

端到端架构逐渐成为智驾领域的主流，相较于传统模块化方案上限更高，但也在算法、数据和算力这三方面对厂商提出了更高的要求和挑战。算法层面，端到端架构可以通过神经网络直接学习从感知到规划的全流程映射，不再依赖模块化的人工设计，从而减少接口间的误差累积，提高系统的整体上限。**数据层面**，相较于模块化，为实现端到端架构更高的上限，不仅需要大量高质量、标注完整的原始数据，强调场景的丰富性和数据标注的精准度，更需要构建高效的数据闭环，不断迭代优化算法能力，避免模块化方案中因数据割裂而带来的信息缺失和训练偏差。**算力层面**，端到端模型参数量大，计算复杂度高，对算力的需求显著增加，特别是在云端训练和车端部署的协同优化上，云端的大模型训练需要通过剪枝和压缩才能部署到车端，以保证推理效率。总体而言，端到端架构带来了更高的技术上限，但厂商也需要在算法创新、数据闭环和算力投入上进一步加强，切实提升智驾能力和用户体验。

图表69：端到端架构上限更高，但也对算法、数据和算力提出更高要求



资料来源：亿欧智库《中国智能驾驶数据闭环应用新生态分析报告》(2024)、华泰研究

（1）算法层面：模块化转向端到端架构，Rule-based 转向 AI 大模型

端到端架构渐行渐近，逐渐替代模块化方案。如前所述，端到端架构相较于模块化方案的上限更高，学习从环境感知到行动决策之间的直接映射关系，减少了因模块间接口造成的误差累积和信息损失。此外，端到端架构还有助于简化系统的复杂度，使得自动驾驶系统更加紧凑和高效。端到端架构基于数据驱动，对人工设计依赖小，拥有更高的上限，当模型训练达到某个临界点，其将继续提高水平从而超越现有技术范式。

云端训练的大模型需要通过剪枝和压缩实现车端部署。当前各家厂商一般会选择在云端对模型进行训练，相较于车端，云端模型可以实现更大的规模从而拥有更好的效果，如小鹏 10 月 24 日智驾发布会提及，小鹏的云端大模型参数是车端大模型的 80 倍，可以全面吸纳驾驶数据，不遗漏重点信息细节，更好应对自驾长尾问题。而要将模型部署在算力和内存受限的车端，需要对云端大模型进行剪枝和压缩，减小模型中的冗余结构和信息，使其能够在受限的计算资源上进行快速推理，同时尽量减小对模型精度的影响。大模型的压缩方法主要包括模型剪枝、知识蒸馏和量化等。

（2）数据层面：数据驱动成为主流，考验厂商数据闭环能力

在端到端架构下，数据的价值不仅体现在规模上，更体现在数据质量、标注精度和数据闭环的构建与应用等多个层面。

① **数据量：端到端架构由数据驱动，大规模数据有助于模型的泛化能力和长尾场景覆盖。**某种程度上，专注于自动驾驶技术的初创公司或智驾车型销量较小的企业可能在数据量方面处于相对劣势。**随着 AI 大模型技术的发展，合成数据和仿真测试等也开辟另一条途径。国产 OEM 已经在积极探索仿真驾驶数据以弥补真实驾驶数据的不足，**比如理想和蔚来通过世界模型生成驾驶视频训练端到端模型。此外建立数据共享平台或许是另一个可以探索的方向，可以减少重复工作，加速整个行业的发展，但可能存在隐私保护和数据安全等担忧。

② **数据质量：在端到端架构中，不仅需要收集海量的数据，更重要的是数据的质量及其与实际驾驶场景的相关性。**高质量的数据需要具备对现实场景的高度代表性，确保模型在训练中学习到有效的信息，提升模型在面对各种真实驾驶条件时有较高的稳定性和应对能力。

③ **数据标注：标注的质量和精度是决定数据可用性的关键，端到端架构下，自动标注运用更加广泛，同时数据标注质量要求更高。**在模块化架构中，数据标注通常是为每个模块单独设计的。在端到端架构中，数据标注不仅要满足感知的需要，还必须为整体决策和控制提供足够的信息支持。因此对数据的全面性、标注的精确度以及一致性要求更高。**此外，自动化标注技术在端到端架构下的运用更加普遍。**

④ **数据闭环能力：数据闭环能力是端到端智能驾驶发展的重要驱动力，决定了系统能否快速迭代和持续改进。**高效的数据闭环涵盖从数据收集、标注、模型训练到测试再到反馈的完整流程。**模块化方案的数据闭环往往更为割裂，各个模块分别进行数据的收集、标注和优化，导致整体系统的反馈速度较慢，而端到端架构依赖统一的数据流，从输入到输出一体化学习，使得改进过程更为高效。**数据闭环不仅能够加速系统的自我更新，还能最大化地提升算法、数据和算力之间的协同效果，形成强大的技术飞轮。

（3）算力层面：算力需求激增，国内厂商不断加码

算法迭代以及数据量攀升对于算力需求持续提升，国内厂商加码算力投资。随着端到端架构落地和智驾算法中大模型的引入，算法迭代更加倾向由数据驱动，而随着量产车数量增加等各厂商需要处理和训练的数据量也在飞速增加，这些都要求国内厂商对于算力投资持续加码，其中最重要表现就是超算中心建设。然而 AI 热潮以及美国政策限制，高算力 AI 芯片较为稀缺，故**国内主机厂在进行超算中心建设时候大多选择和云服务提供商合作，比如蔚小理的算力中心分别和腾讯云、阿里云以及火山引擎合作。**

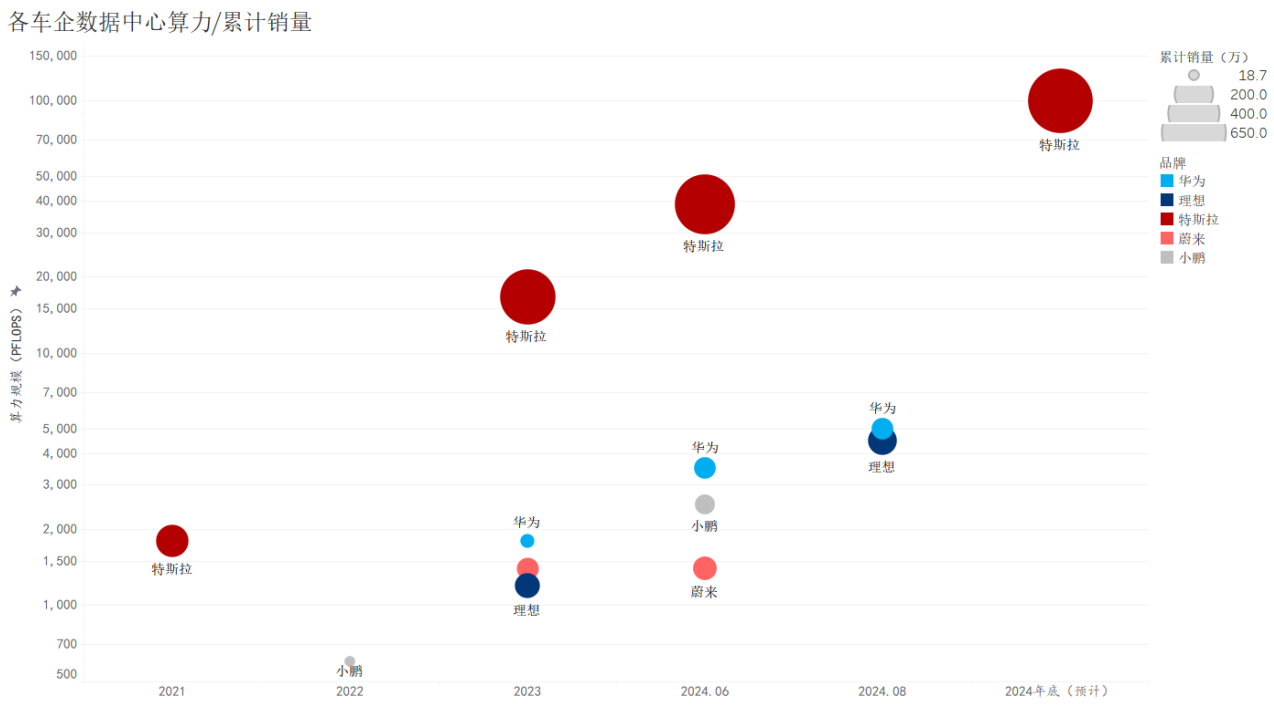
图表70：主流车企和供应商智算中心算力汇总

企业类型	企业	智算中心	算力
车企	特斯拉	Dojo 智算中心	100000PFLOPS（预计 2024 年 10 月）
	理想	理想智算中心	4500PFLOPS（截至 2024 年 8 月）
	小鹏	“扶摇”智算中心	2510PFLOPS（截至 2024 年 8 月）
	蔚来	蔚来智算中心	1400PFLOPS（截至 2024 年 5 月）
智驾供应商	商汤绝影	商汤智算中心	12000PFLOPS（截至 2024 年 8 月）
	华为	车 BU 云智算中心	5000PFLOPS（截至 2024 年 8 月）
	毫末智行	“雪湖·绿洲”智算中心	1640PFLOPS（截至 2024 年 8 月）
	Apollo	百度 Apollo 智算中心	>2200PFLOPS （截至 2024 年 2 月）

注：截至 2024 年 10 月，特斯拉数据中心算力等效 9 万块 H100 加上 4 万个 HW4.0，总计可达 100000 PFLOPS
资料来源：盖世汽车公众号，汽车之心公众号，华泰研究

特斯拉在算力和数据维度持续领先，理想、华为和小鹏持续追赶。车企支持智驾车型的累计销量一定程度上可以代表其拥有的真实自动驾驶数据量，目前，大多数车企已经进入了利用量产车收集的数据（类似特斯拉影子模式回传数据）和合成数据进行训练的阶段，不再单独依赖专用车队进行数据采集。下图中以纵轴代表车企的可用训练算力，用圆圈大小代表累计销量。算力方面，从 2021 年开始，特斯拉的智算中心算力就大幅领先国产 OEM，且特斯拉具有自研计算芯片的能力，预计其未来将在算力维度持续领先。理想、华为和小鹏都在积极扩大智算中心的算力规模，且 2024 年有进一步加速扩张的趋势，展现了积极拥抱端到端的决心。数据方面，真实驾驶数据和已售车辆规模成正比。**在特斯拉已售车辆规模大幅领先的情况下，国产 OEM 也在积极探索仿真驾驶数据以弥补真实驾驶数据的不足，比如理想和蔚来通过世界模型生成驾驶视频训练端到端模型。不过如前所述，除销量以及自动驾驶里程外，未来也将愈发考验厂商数据闭环能力，有效驱动算法-算力-数据飞轮。**

图表71：特斯拉在云端算力和智驾数据维度大幅领先



注：纵轴代表数据中心算力规模，以对数形式展示。圆圈大小代表累计销量，其中特斯拉销量统计 hw3.0 以上硬件平台，小鹏统计 P5，P7，G6，G9，X9 车型，华为统计问界，智界，阿维塔品牌所有车型，理想、蔚来计全系。截止 2024 年 8 月。

资料来源：中汽协、盖世汽车、汽车之心、华泰研究预测

此外端到端架构也对厂商的组织架构和人才提出更高要求。

1、端到端架构要求厂商打破原有各个模块之间的壁垒，实现跨功能团队的协作。在端到端智驾架构以前，传统的自动驾驶是分模块的，通常包含感知、预测、规划、控制等，智驾开发人员的投入相应地也分布在各个环节。但在端到端智能驾驶架构下，需要对原有的组织结构进行重组，如**蔚小理智驾均进行团队调整，拥抱端到端。**调整前，蔚来智能驾驶研发部分为感知、规控和集成等部门，调整后，感知和规控团队合并为大模型团队，集成团队重组为交付团队。小鹏汽车在智驾部门下成立了 AI 部门，专门推进端到端等技术。理想汽车也在 2023 年底为端到端模型单独成立了一个团队。

图表72：各车企近期智驾人才变动等

车企名称	23 年研发团队人数	23 年研发团队领导	24 年研发团队人数	24 年研发团队领导	研发团队变动
华为	7000（车 BU 总人数）	余承东、靳玉志	7000（车 BU 总人数），其中约 5000 人智驾研发相关	余承东、靳玉志	华为车 BU 将独立为深圳引望智能技术有限公司，引入外部战略投资者。暂无公开的智驾端到端团队信息。
理想	1300 人	郎咸朋	800 人	郎咸朋	**24 年 7 月成立了“端到端自动驾驶”的实体组织**，研发主力部署在算法研发组。
小鹏	超 3000 人（23 年底）	1-8 月为吴新宙，8 月后为李力耘	超 3000 人	李力耘	**新设 AI 模型开发、AI 应用开发、AI 效能开发三大板块职能，其中 AI 端到端部门负责端到端模型的研发，AI 应用部门负责交付。**
蔚来	1300	任少卿	1500	任少卿，合并后的大模型团队由原蔚来感知团队负责人彭超负责。	**感知和规控团队合并为大模型团队，集成团队重组为交付团队。**
特斯拉	-	Andrej Karpathy	-	Ashok Elluswamy（AI 软件副总裁），Milan Kovic（人形机器人副总裁）	较早针对端到端进行了组织架构和人才结构调整，更聚焦 AI 人才，预计智驾团队约 200-300 人。

资料来源：懂车帝，汽车之家，华泰研究

2、模块化步入端到端，此阶段各家 OEM 更追求人才质量而非数量，从熟悉算法的工程师，转向未来可能更加强调 AI 人才。小鹏智驾负责人李力耘认为在规则时代，公司需要熟练掌握计算机语言、算法的人，但是现在更希望有能够熟练驾驭 AI 工具去解决问题的人才，特斯拉以 200-300 人的智驾团队，交付全世界最大的自动驾驶车队，表明端到端架构对人才质量的要求远高于数量。

3、端到端也不是完全推倒重来。端到端解决方案的特点在于其"上限高，但下限低"。在实施得当时，它可以达到非常优秀的性能水平；然而如果实施不当，则可能导致比传统方案更糟糕的结果。鉴于此，在技术尚未完全成熟的情况下，厂商通常采取谨慎态度，将端到端系统作为辅助或后备系统，或者将其作为主系统，但**辅以基于规则的机制作为兜底保障，弥补端到端"下限低"的缺点，确保平稳过渡。**

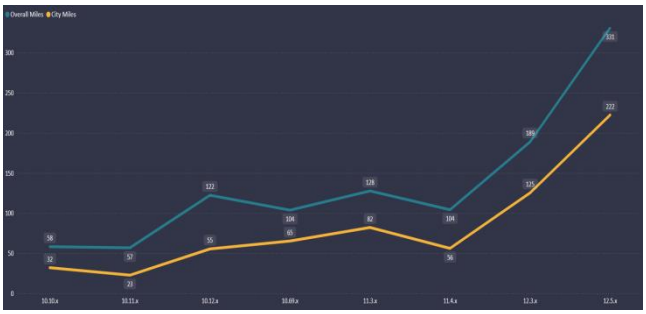
此外鉴于端到端架构对数据的质量和数量有较高的要求，并且系统耦合度较高，存在一定的"黑盒效应"，许多厂商采取了渐进式的路径来实现端到端架构。具体做法是在现有的模块化架构基础上逐步引入端到端元素。例如，将感知、规划和控制分解为不同的子网络，以此保留端到端的优势，同时增加系统的灵活性。**模块化端到端有 UniAD 等开源方案作为参考，并且可以利用传统自动驾驶架构下积累的经验和方法论，如 BEV 感知模块等；此外模块化端到端可以输出中间结果，一定程度上避免了 One model 端到端的黑盒问题。**

特斯拉依旧是端到端时代领跑者，国内新势力率先在 2024 年创新端到端迭代

特斯拉在自动驾驶技术领域，特别是在端到端（End-to-End）架构方面，继续保持领先地位。参考 2021 年特斯拉 AIday 发言，当时特斯拉已基本实现各模块的神经网络化，并尝试将各个神经网络连接起来并实现规划路径的全局最优。特斯拉 FSD 从 V9 到 V12.5 经历了多次重要更新，涵盖了从纯视觉方案到端到端支持高速道路的功能拓展和架构迭代。**特斯拉明确提及 FSDV12 使用一个单一的神经网络模型，我们认为其已经实现了从感知到规划的 One Model 端到端架构。**但具体的模型细节，例如其架构、训练方法或优化技术，特斯拉并未公开详细信息。

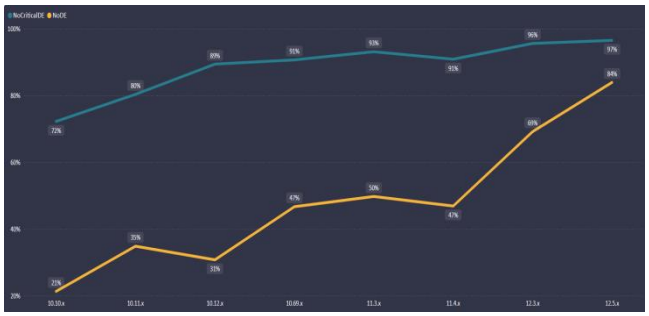
FSD V12 性能提升显著，FSD 有望在北美以外地区获批。根据 teslafsdtracker 网站统计，FSDV12 版本的无脱离行程完成率和紧急脱离间隔里程显著提升。FSD V12.5.x 版本的城市内紧急脱离间隔里程提升至 225 英里，相比 V12.3.x 版本的 126 英里提升了近一倍。2024 年 7 月财报电话会议上，马斯克表示将向欧洲和中国监管部门提交 FSD 申请，**9 月份公司官方 X 账号宣布预计 2025 年一季度在中国和欧洲市场推出 FSD，并宣布 FSDV13 预计在 10 月发布（但目前推迟发布）。**

图表73：FSD 紧急脱离（闯红灯/即将撞车）间隔里程持续延长



注：紧急脱离（Critical Disengagement），指的是因为严重的安全问题，如闯红灯或即将撞车，车主不得不脱离 FSD 自动驾驶模式的行为。
资料来源：teslafsdtracker.com、华泰研究

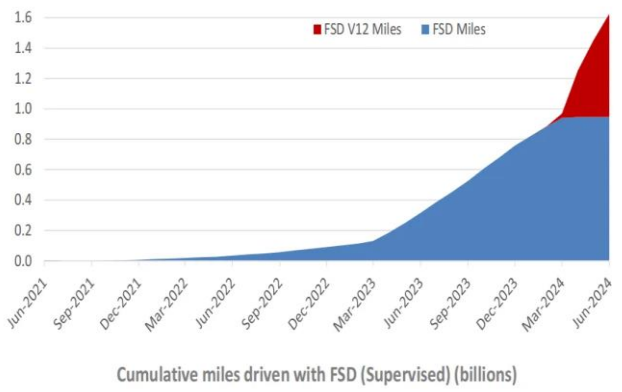
图表74：FSD 无脱离/紧急脱离行程完成稳定提升



注：无脱离行程完成率，指的是完全无人类接管完成行程的比例。
资料来源：teslafsdtracker.com、华泰研究

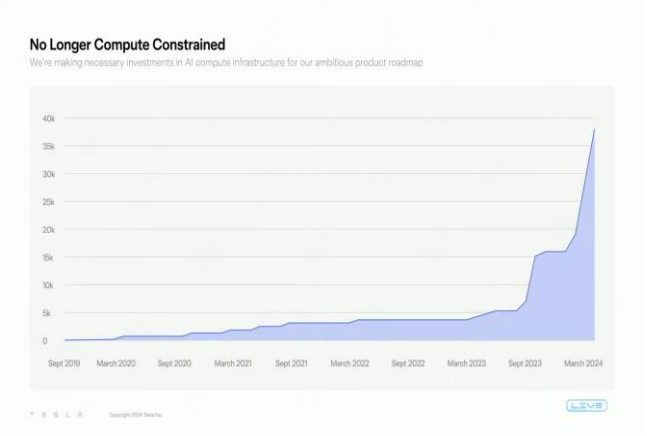
端到端架构和云端算力支持下，FSD 迭代加速。FSD V12 版本采用端到端架构，相比之前版本迭代速度明显加快，从 V12 到 V12.3 版本迭代 7 次耗时 4 个月，而从 V12.5 大版本在三个月内迭代了 17 次。在模型规模上，V12.5 版本模型参数量相比 V12.4 扩大 5 倍，模型大小达 20GB（以 INT8 精度计算，参数规模约 200 亿）。**训练算力加速扩张支持模型迭代。**截至 2024 年 7 月，特斯拉数据中心算力等效 9 万块 H100 加上 4 万个 HW4.0，总计可达 100000PFLOPS，远超其他车企。强大的算力支持 FSD 从 V12 到 V12.5 版本的快速迭代，显示了在高训练算力支持下端到端模型具备高速迭代特性。

图表75：特斯拉 FSD 累计行驶里程超 16 亿英里



资料来源：特斯拉、华泰研究

图表76：特斯拉算力增长曲线陡峭



资料来源：特斯拉、华泰研究

2024 年国内由新势力率先开启端到端的创新，技术路线略有差异，其中理想进步最为显著。我们梳理总结了华为、蔚来、小鹏和理想在端到端架构上的进展和规划情况。2024Q2 以来。蔚小理华均发布了智驾端到端方案，但各家的技术路线各不相同。

1、理想："端到端+VLM"开启全量推送，智驾落地和迭代迅速

理想的智驾系统由车端的 DriveVLM 双系统和云端的世界模型组成。在车端，理想的端到端智驾系统 DriveVLM 由两个子系统组成，分别部署在 AD max 车型的两块 Orin-X 芯片上，系统 1 是支持传感器输入到轨迹输出的端到端驾驶系统；系统 2 基于阿里的 Qwen-VL 视觉语言模型的场景理解系统，输出包含对环境的理解，驾驶的决策建议，驾驶的参考轨迹。而在云端，理想开发生成式世界模型作为仿真验证系统，满足端到端模型能力验证需要。参考理想的架构设计，**我们认为理想系统 1 可以输出 BEV 特征等中间向量，较符合本文模块化端到端架构特点；而系统 2 可以基于传感器输入直接输出决策建议，较符合 One Model 端到端架构特点。**

工程化能力强大，智驾迭代迅速，或已跻身第一梯队。2023 年行业普遍认为，理想智驾在新势力车企中稍显落后，2023 年秋季，理想汽车召开了战略会议，明确将智能驾驶作为公司的核心战略，强调"2024 年要成为智驾的绝对头部"。城市 NOA 方面，理想从 2023 年 10 月份预研无图 NOA，四个月后开启千人推送，24 年 7 月实现无图 NOA 全量推送；端到端架构方面，从 24 年 7 月份开启内测，10 月 23 日便率先开启"端到端+VLM"全量推送，不到三个月时间便迭代 30 个版本。**理想智驾的落地和版本迭代速度惊人，证明了其在智驾领域的决心和强大的工程化能力，我们认为理想智驾应已进入第一梯队。**

2、蔚来：自研 NWM 世界模型前瞻架构，但落地面临较大挑战

2024 年 7 月蔚来发布引入世界模型 NWM（NIO World Model）的端到端智驾架构，正在研发中，预计 2024 年四季度开放体验，**我们认为其属于 One Model 端到端架构。蔚来世界模型架构前瞻，但工程化落地难度大。**蔚来的 NWM 世界模型试图在车端进行世界建模和实时推演，在架构上具有前瞻性，但也面临显著的工程化挑战。蔚来智驾架构直接从模块化方案越过"模块化端到端"方案到世界模型路线，这一转型也使得许多原有模块化方案的技术积累在新架构中可能作用有限，除了作为备用方案的"兜底"之外，大部分需要重新

研发和适配。从发布会演示来看，NWM 在生成视频时无法准确还原路牌上的文字，表明模型当前阶段对物理世界的细节理解和再现仍然存在不足。NWM 世界模型的优势在于能够实时生成和推演多个可能的轨迹，对车端芯片算力也提出了更高的要求。**蔚来 7 月已落地行业首个端到端架构的 AEB 功能。**据公司宣传，端到端架构 AEB 在路口场景方面的紧急制动正确响应提升了 5.2 倍。

图表77：蔚小理华智驾发展概况图

	NIO	小鹏	理想	HUAWEI
2024Q4	24H2计划推送点到点的全域领航2.0，实现点到点的体验；世界模型NWM上车	发布天玑5.4.0与云端大模型，25-26年大幅减少用户的安全接管与效率接管次数	10月端到端+NLM开始全量推送	2024年开启高速L3级试点，2025年开启城区L3级自动驾驶试点，高速L3级自动驾驶开启商用。
2024Q3	NOP+功能陆续推送。7月发布端到端世界模型，端到端架构的AEB正式上车	无图城市NOA全量推送（黑名单式）。7-8月向全球用户发布AI天玑系统XOS 5.2.0版本	无图NOA全量推送。7月E2E-VLM beta1 千人团内测；8月发布E2E-VLM beta2和2.1.1；8月底宣布迈入了“有监督的自动驾驶”新阶段	发布享界S9，首发ADS3.0
2024Q2	4月NOP+城区（726城）全量交付；6月入选首批自动驾驶L3/L4准入和上路试点	发布端到端大模型		发布基于两段式端到端的ADS3.0
2024Q1	NOP+城区公开招募20000名用户体验	无图城市NOA开放243城		全量推送全国无图城市NCA
2023Q4	NOP+城区邀请100名领航用户体验	10月BEV和Occ合一，感知纯视觉化，11月无图城市NOA落地（20城）	预研无图城市NOA	
2023Q3	NOP+ 转为正式版，开始使用BEV和Occ算法	年底开45城目标改成全国可开		
2023Q2	NOP+ Beta 覆盖95%高速和城市快速路	感知架构端到端，激光雷达实现Occ	使用NPN轻图，基于Orin-X的城市NOA，BEV+Occ算法上车	发布基于BEV+GOD网络的ADS2.0
2023Q1		引入BEV算法		开通基于高精地图的广州城区NCA
2022Q4	NOP+ Beta版开启推送（免费试用）			
2022Q3		广州试点城市NGP	基于Orin-X的高速NOA（AD Max 2.0）	开通基于高精地图的深圳城区NCA
2022Q2				
2022Q1			基于地平线J5的高速NOA（AD Pro 2.0）	
2021		分别实现了基于Xvaier的高速领航辅助和基于Xvaier的记忆泊车		发布基于BEV的ADS1.0
2020	ES8发布（Mobileye Q4芯片），ET7交付（Orin-X芯片），转向全栈自研			
2019				
2018		基于Mobileye Q4的视觉融合泊车		
2017				

注：红色部分为端到端架构相关内容

资料来源：各车企官网，懂车帝，汽车之家，华泰研究

3、小鹏：分段式端到端已上车，聚焦云端大模型追求更高上限

小鹏端到端大模型三网合一，模块化端到端架构循序渐进，一套智驾软件标配全车系。2023年6月，小鹏汽车在感知架构 XNet 中开始采用以视觉为中心的端到端方案；2023年10月小鹏汽车宣布 XNet 2.0，能够实现动态 BEV、静态 BEV 和占据网络三网合一；2024年5月20日，Xbrain、XNet、XPlanner 组成的端到端大模型上车。**我们认为小鹏的端到端架构仍区分了不同模块，各个模块直接用神经网络进行连接，属于本文所划分的第三阶段-模块化端到端架构。**10月24日，小鹏宣布 AI 直接一套软件适配全车型全车系，不再区分 MAX、Pro，而智驾方案的统一或有益于研发力量更加集中从而加快迭代速度。11月小鹏 AI 科技日宣布，智驾系统将全面升级为"小鹏图灵 AI 智驾"，以 AI 大模型为核心，涵盖自研的云端和车端大模型，并展示了自研"图灵 AI 芯片"，该芯片专门为 AI 大模型定制，拥有40核处理器，能够支持高达30B参数的大模型运行。

小鹏聚焦云端大模型，追求更高上限。根据10月24日小鹏 P7+智驾技术发布会，小鹏认为端到端架构可分为三种：1）各个模块内部 AI 化，然后通过算法和人工定义接口将各个模块连接起来，即我们上文所提及的模块化端到端架构；2）用一个车端的端到端大模型取代了原本的各个模块；3）第三种路线则先对云端大模型进行训练，然后再通过知识蒸馏和强化学习等方式部署车端大模型。**小鹏认为，直接将大模型部署在车端，模型参数量受限于车端芯片算力，见效快但上限低。而小鹏选择聚焦云端大模型，小鹏的云端大模型参数量是车端模型的80倍，并且也引入了世界模型进行仿真测试和强化学习，上限更高。**

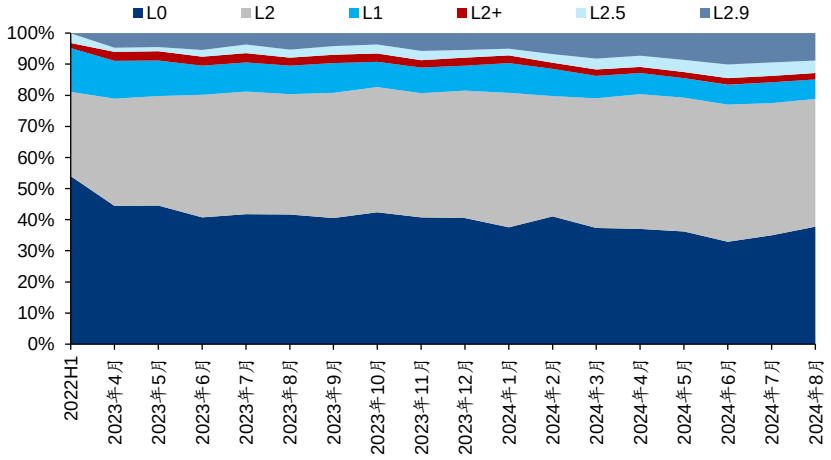
4、华为 ADS3.0：感知决策两段式端到端，加入本能安全网络兜底下限

华为 ADS3.0 为两段式端到端架构，可实现车位到车位的智驾。华为 ADS3.0 版本是基于 GOD 感知神经网络（感知端到端）+PDP 网络（预测规划端到端）+本能安全网络的分段式端到端。ADS 2.0 版本中的 BEV 网络被纳入 GOD 感知神经网络中，GOD 不仅能识别白名单和异形障碍物，还能感知道路结构和场景语义，PDP 决策神经网络负责实现端到端的决策规划。由于端到端系统可能产生大模型幻觉，下限较低，所以华为在系统中加入本能安全网络，为端到端决策兜底。我们认为本能安全网络的加入提高了系统的下限，在目前端到端发展水平对智驾体验和安全进行平衡，是较为务实的落地方案。**根据公司10月智能网联汽车大会发言，华为预计 ADS 4.0 将于2025年推出，将实现高速 L3 级自动驾驶商用及城区 L3 级自动驾驶试点。**

2025年智能驾驶的快速迭代由新势力延伸至自主品牌，行业渗透率快速提升空间快速打开

智能化下半场，智能驾驶是必争之地：智驾体验不断提升+价格带持续下探。随着智驾由尝鲜阶段向大众用户普及，成为必争之地。**智驾领域的竞争焦点一直在不断变化，从早期的 L2 级别智驾功能以及高速 NOA 的量产，转变为当前城区 NOA 的普及，再到当前的端到端上车等。从"人无我有"到"人有我优"，智驾竞争将更加重视"好用度"。此外，随着纯视觉方案、感知降本、8775 跨域融合方案落地等，智驾持续降本并向中低车型渗透。**根据佐思汽车研究，22年以来 L2 及以上智驾渗透率不断提升，24年8月 L2.5/L2.9 级智能驾驶（对应高速 NOA 和城市 NOA）渗透率达到4.0%/8.8%。

图表78：2022 年以来国内乘用车 L1、L2、L2+/L2++各等级智能驾驶渗透率



注：根据佐思汽研的分类，L2+包括 ALC 和高精地图功能，L2.5 为高速 NOA，L2.9 为城市 NOA；其中 L0 级别智驾占比在 24 年 7-8 月略有上扬，应主要系政府补贴刺激下 10 万元以下车型占比提升。
资料来源：佐思汽研，华泰研究

参照《2024-07-09_华泰证券_龙头出海谋长远，估值低位逢良机》和佐思汽研、盖世汽车等统计数据，我们进行各级别智能驾驶渗透率测算。当前蔚小理华等新势力已经实现 L2 和高速 NOA 标配，而城市 NOA 也基本实现全国都能开，而传统车企中合资品牌如大众丰田 L2 级智能驾驶配置率比自主品牌略高。参考佐思汽研和盖世汽车统计数据进行测算，2024 年 L2 级别智能驾驶渗透率约 47%，城市 NOA（即下表中的 L3）渗透率约 6%。当前传统车企如比亚迪、奇瑞、吉利、长安、长城等均正加大智驾投入、全力追赶，如比亚迪希望能够 25 年将高速 NOA 功能下放到 10 万元级别；奇瑞规划到 2025 年实现主销车型 ADAS 整体配置率超过 80%、L2+配置率超过 30%；长城规划 2025 年高阶自动驾驶前装渗透率达到 40%以上等。**我们预计 2025 年高速 NOA（此处代表具备高速 NOA 但不具备城市 NOA 功能）和城市 NOA 渗透率将会有明显提升，渗透率分别有望达到 15%/13%。**

图表79：中国乘用车市场智能驾驶渗透率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2030E
乘用车批发销量（万台）	2177	2307	2579	2720	2851	3000
无自动驾驶/L0 渗透率	66%	54%	46%	27%	17%	0%
L1 级自动驾驶渗透率	14%	16%	18%	20%	18%	0%
L2 级自动驾驶渗透率	20%	30%	35%	47%	51%	40%
其中：高速 NOA 渗透率	-	0.5%	2%	8%	15%	35%
L3 级自动驾驶渗透率（城市 NOA）	-	0.1%	1%	6%	13%	40%
L4、L5 级自动驾驶渗透率	-	-	-	-	1%	10%

注：①将城市 NOA 代表为 L3；②L2 级包含高速 NOA，但不包含城市 NOA；③一般城市 NOA 包含高速 NOA 功能，此处“高速 NOA 渗透率”代表具备高速 NOA 但不具备城市 NOA 功能的渗透率。
资料来源：佐思汽研、盖世汽车、乘联会、华泰研究预测

当前国内智能驾驶第一梯队大多已经实现城市 NOA 的全国都能开，头部车企开城数量已不再是最关键竞争点，**智驾竞争将更加重视“好用度”，而智驾比拼的能力也从传感器和车端算力等硬件转向为：算法、（云端）算力、数据以及工程化能力。**针对各家端到端智驾，目前技术路线还未完全收敛，大多还处于研发阶段或者处于迅速迭代的时期，较为缺乏明确和统一的衡量标准。**我们从车企的研发，车端和云端等角度对头部智驾厂商进行了梳理。**

1. 算法架构：特斯拉无疑是端到端架构上的引领者，尤其是在其 FSD V12 版本中采用了 One Model 的架构，试图消除感知、规划等模块间的隔阂，实现全局最优。特斯拉通过多年在纯视觉方案上的积累，已实现单一神经网络模型覆盖广泛场景，使得系统更加紧凑高效。相比之下，小鹏和华为则以渐进式的模块化端到端方案为主，从感知到规划部分实现模块间的神经网络连接，既保留了部分中间模块的可解释性，又提升了系统的灵活性和扩展能力，通过更强的系统集成度逐步向 One Model 端到端演进。蔚来提出的车端世界模型，我们认为属于 One Model 端到端的一种，架构前瞻跨过了模块化端到端阶段，但在实际落地和优化方面有较大挑战。

2. 算力支持：算力是支撑端到端架构快速迭代的基石。特斯拉在 Dojo 超级计算集群的加持下，其云端算力达到了行业领先水平，预计 2024 年第四季度将达到 100 EFLOPS 的算力规模，远远领先于其他车企。国内新势力企业也在积极追赶，尤其是华为的云端算力已经达到 7.5EFLOPS，理想预计年底将达到 8 EFLOPS，在算力资源上显现出相当的投入力度，领先于蔚来和小鹏，而这或和华为和理想销量更高，财务资源更充足有关。

3. 数据闭环能力：数据是智能驾驶迭代的重要基础，而数据闭环能力决定了系统的自我学习和持续优化。随着数据闭环能力的增强，更多车企训练数据不再依赖测试车队数据，而更多使用量产车回传数据以及合成数据。量产车的回传数据具有更广泛的覆盖性，可以真实反映各种日常驾驶场景，从而提高模型在实际应用中的泛化能力。特斯拉凭借其庞大的车辆基数，通过影子模式（Shadow Mode）收集海量真实驾驶数据，并能够高效地将这些数据用于模型训练，使得其自动驾驶系统在面对复杂场景时的表现尤为突出。理想也在数据闭环能力上进行了创新，提出了“老司机”策略，通过挑选出驾驶表现优异的 3%用户进行重点数据收集，提升模型的有效训练样本。而合成数据则可以帮助填补稀有场景或极端情况的不足，使得模型能够更好地应对那些在真实数据中较少出现但至关重要的驾驶情境。

4. 工程化落地能力：工程化能力是决定端到端架构能否成功落地的关键因素。特斯拉的 FSD V12 版本在北美地区的落地展示了其工程执行力，每 6-7 天的迭代速度反映了其响应市场和用户反馈的高效性。理想则在工程化落地速度方面取得了显著进展，其端到端+VLM 方案在不到三个月内完成了 30 个版本的迭代，体现了理想对于智驾强烈的决心以及强大的工程化能力，而且理想在智驾领域的功能开发策略紧抓用户智驾痛点（如通勤 NOA 解决用户高频需求和智驾可视化增强用户信任度等）。

综合以上几个维度，我们认为：**1）理想今年智驾落地进步是最明显的，综合看可认为其已经跻身国内智驾第一梯队，**主要因为其“端到端+VLM”架构快速迭代，三个月便开启全量推送，体现工程化能力强大；云端算力预计 24 年底将达 10EFLOPS，截至 24 年 10 月训练里程达 26 亿公里，目前累计销量也是领跑国内新势力车企，以上皆在国内车企中较为领先。**2）小鹏和华为采用渐进式路线，做到了高效推进工程落地与稳步提升体验的结合**。3）**蔚来**采用车端世界模型，架构前瞻但考验工程化落地能力，落地难度较大。值得注意的是，国内车企端到端架构大规模上车时间均不长，仍需要进一步训练迭代提升真实体验，这将是评价车企端到端能力后续重要的观察点。

图表80：重点企业端到端总结

		特斯拉	华为	蔚来	小鹏	理想
研发	智驾研发人员	200-300	约 5000 人	1500 人	超 3000 人	800 人
	领军人物	阿肖克·埃卢斯瓦米（Ashok Elluswamy）	余承东、靳玉志	任少卿	李力耘	郎咸鹏
	组织架构针对端到端的调整	较早针对端到端进行了组织架构和人才结构调整，更聚焦 AI 人才，预计智驾团队约 200-300 人	华为车 BU 将独立为深圳引望智能技术有限公司，引入外部战略投资者。暂无公开的智驾端到端团队信息	感知和规控团队合并为大模型团队，集成团队重组为交付团队。	新设 AI 模型开发、AI 应用开发、AI 效能开发三大板块职能，其中 AI 端到端部门负责端到端模型的研发，AI 应用部门负责交付	24 年 7 月成立了“端到端自动驾驶”的实体组织，研发主力部署在算法研发组。
车端	架构 车端系统 落地情况	One Model 端到端 FSD V12.5 主要在美国和加拿大应用，美国境内安装 FSD 软件的车辆超过 240 万辆，智慧召唤使用超过 100 万次	模块化端到端 ADS 3.0 已在问界、智界、享界、阿维塔推送 ADS 3.0，智驾用户达 27.8 万人	世界模型 NWM 世界模型 全系标配智能辅助驾驶，24 年 9 月智驾用户达 59.8 万人，向 Banyan 熔智能系统用户全量推送了全域领航辅助 NOP+城区功能	模块化端到端 AI 天玑 5.4.0 全系标配 AI 智驾，P7+将采用最新的 5.4.0 系统，智驾用户超 11 万人	端到端+VLM AD Max OTA 6.4 端到端+VLM10 月全量推送，智驾用户达 90.8 万人
云端	云端模型	云端应用了世界模型	-	云端应用了世界模型	云端应用了世界模型	云端应用了世界模型
	云端算力	23 年 8 月为 10EFLOPS，2024Q4 将达到 100EFLOPS	24 年 9 月 7.5EFLOPS	23 年 8 月为 1.4EFLOPS	24 年 8 月 2.51EFLOPS；2025 年云端算力达到 10EFlops 以上。	24 年 9 月 5.39EFLOPS；24 年底预计达到 8ELOPS
	训练里程（亿公里）	33.5（24 年 10 月）	7.36（24 年 9 月）	13.7（24 年 9 月）	5.73（23 年底）	26（24 年 10 月）
	版本迭代速度	6-7 天	5 天	-	2 天	2-3 天
规划		2025 年 FSD 进入中国和欧洲市场，25H2 时 HW5.0 上车，FSD V13 即将推出	2025 年推出 ADS4.0，推动高速 L3 的商用与城区 L3 的试点	24 年底推动世界模型量产，2025 年将智驾使用比例提升到 80%，智能驾驶比人类驾驶安全十倍	2025H2 实现类 L3 辅助驾驶，云端达模型数量 x5，百公里接管次数小于 1 次，2026 年实现部分低速场景人不在驾驶位，解决 99%极端问题	24 年底-25 年初全量推送有监督的 L3 级别自动驾驶，三年内实现 L4 无监督的自动驾驶。
智驾车型销量（24 年截止 9 月）		194378	351650	149281	98561	341814
总结		算法算力数据依旧引领行业	渐进式路线，研发力量和积累雄厚	NWM 车端架构前瞻，但考验工程化能力，自研芯片已流片	聚焦云端大模型瞄准更高上限，模块化端到端一上车	智驾迭代速度快，端到端+VLM 已全量推送

注：智驾车型销量中，特斯拉销量为全球销量，小鹏统计全部车型，华为统计问界，智界，阿维塔品牌所有车型，理想、蔚来计全系。
资料来源：各车企官网，懂车帝，汽车之家，汽车之心，华泰研究

图表81：传统车企智驾规划小结

		上汽（智己）	长安	长城	奇瑞	吉利	比亚迪	广汽
研发	智驾研发人员	1600+（上汽）	1000+	1200+	500+	2000+	4000+	
	领军人物	王康（智己）	陶吉	张凯、顾维灏	谷俊丽	陈奇	杨冬生、许凌云、李锋	徐伟
	端到端研发团队	与Momenta合作开发	24年4月筹备组建智驾AI大模型技术研发团队	与元戎智行合作开发	23年2月成立大卓智能，采用自身和合作伙伴的优势来共同推进的策略	目前正在对内部五个智驾团队进行整合	24年6月从新技术院智能驾驶研发中心剥离自研团队，单独成立天璇开发部；**10月成立全新前瞻部门，聚焦端到端技术的创新与落地**	24年8月引进一名Waymo背景的技术人才从事端到端研发
自研和合作	自研	智己高阶智驾方案由Momenta提供，智己内部主要负责低阶	拥有自主研发团队，人数超1000人	2019年成立毫末智行，前身为长城汽车智能驾驶前瞻部	成立大卓智能围绕L2 ADAS和L4高阶自动驾驶产品双线开发	以极氪、吉利汽车为代表的两条智驾路线，前者主攻高阶，后者主攻低阶	天璇团队：主攻大算力平台的自研；天狼主攻中低算力平台；智能驾驶开发中心IDC负责方案量产与交付（可选择外部供应商）	通过广汽研究院进行自研
	第三方合作	投资自动驾驶科技公司Momenta，与Momenta合作研发IM AD系统，与大疆合作研发IQ.Pilot系统	与华为合作阿维塔系列	与元戎启行、大疆车载等公司合作研发	与大疆车载、华为等合作研发	主要与百度、Momenta合作研发	与Momenta成立合资公司迪派智行、和大疆车载、百度Apollo合作，**24年8月与华为智驾合作，方程豹8将搭载华为智驾**	与Momenta、华为等合作研发
车端	架构	一段式端到端	舱驾融合+模块化端到端（启源）	模块化端到端（SEE）	两段式端到端	模块化端到端	端到端	模块化端到端（华为ADS）
	车端系统	IM AD 3.0（智己）、	SDA天枢	Coffee Pilot	C-pilot	NZP（极氪）	DiPilot+数字	ADiGO PILOT 5.0
	落地情况	**智己一段式端到端已量产（自研）**	**启源（自研）、阿维塔(合作华为)、深蓝（合作华为）等**	**魏牌（已落地，合作元戎启行）**	**预计25年在多款车型落地**	**极氪（年底全量推送，自研）**		**传祺（华为，预25Q1）、埃安和昊铂（momenta）**
云端	云端模型				世界模型			正在自主研发广汽AI大模型平台
	云端算力		等效数千张A100算力集群	1.64EFLOPS	1500PFLOS（天穹超算中心）			
	训练里程			1+亿公里	60万公里/周			
规划	整体战略	全场景智能化 **“直觉智驾”（智己）**	**交互式智驾**	主要围绕基础智驾与L2+方案，坚持自研路线	建立生态创新联盟，全栈可控而非全栈自研，L2+与L4并行研发，商乘两用	从完全依靠供应商逐渐转向自主研发	**多个团队和路线并行，逐渐转向自研，打造广义智驾**	不依赖高精地图，自研的同时积极与外部厂商合作
	近期规划	零束全栈3.0于2025年量产落地；2026年正式具备L3级自动驾驶方案的量产条件	未来高阶智驾标配算力超500TOPS，长安启源将在24Q4标配接近L3级的自动驾驶能力	2025年高阶自动驾驶前装渗透率达到40%以上	到2025年实现主销车型ADAS整体配置率超过80%、L2+配置率超过30%	2025H2极氪城市NZP+功能将开启分批推送	24年11月冲击自研算法量产，希望25年能实现高速NOA下放到10万元级别	**计划于2025年推出首款L4级自动驾驶商业化车型**（与滴滴合作）

资料来源：各车企官网，懂车帝，汽车之家，华泰研究

传统车企目前也大力投入智驾研发，自研和外部合作并重，正全力追赶。目前部分传统车企已经明确提出并重视智能化战略，通过自研以及和头部智驾方案供应商通力合作进行追赶，如华为、大疆（主打性价比方案，可实现两段式端到端方案）、Momenta（可提供 One model 端到端智驾方案）等合作。以比亚迪、长安和上汽为例，**①比亚迪：自研和第三方合作并重。**比亚迪在 2024 年 1 月明确提出“整车智能”战略，自研和第三方合作并重，**10 月成立了全新前瞻部门，聚焦端到端技术的创新与落地，同时在开展英伟达、地平线以及黑芝麻等主要计算平台的智驾研发，快速推动高阶智能驾驶从中高端车型逐步普及到经济型车型，计划将高阶智驾下沉到 10 万元级；**此外 24 年 8 月公司宣布与华为智驾合作，方程豹 8 搭载华为 ADS 系统于 11 月份已经上市。**②长安：启源全栈自研端到端智驾已上车。**2024 年 10 月，长安启源 E07 发布，智能驾驶核心软硬件自研，同样采用端到端智驾架构并打通座舱域和智驾域，提出“交互式智驾”，即用户可在智驾过程中，通过语音给车子下指令，调整系统行为。同时长安还与华为在阿维塔系列上进行合作，共同推进高阶智驾系统。**③上汽：多条路线并行。2024 年 10 月，上汽智已无图城市 NOA 全国全系开通，并且宣布“直觉智驾”方案，在应对复杂场景更加像老司机；上汽通用五菱和上汽大众则与大疆合作，推进高阶智驾下沉。**

端到端架构下，第三方供应商仍大有可为。如我们在中期策略所分析，目前大部分主机厂不再过度追求“全栈自研”，转向“全栈可控”，从顶层算法、到系统软件、到域控制器和数据闭环工具链以及芯片，预计主机厂自研比例依次下降。①软件算法层面：对于顶层智驾算法，新势力车企如蔚小理等智驾方案（尤其是算法）自研为主，而传统车企目前自研和外部合作并重，如大疆、momenta、元戎启行等头部智驾供应商有较大市场空间。**②车端硬件层面：**域控制器部分主机厂会采用代工模式，大部分主机厂尤还是会采用供应商设计、集成和加工，尤其是传统车企智能驾驶方案常常多线进行，内部组织架构挑战相对新势力更大，更依赖一级供应商（Tier 1）进行整合，比如德赛西威已在理想、小米、极氪等头部新势力验证了自身实力，智驾朋友圈由新势力继续扩大至自主、合资和海外客户，近期新增奇瑞 8775 跨域项目，而科博达在乐道、大众等客户逐步进入量产阶段。**③云端和数据方面：**算力需求普遍通过与外部云服务商合作的方式解决，此外在数据闭环和合成数据等领域，第三方公司也存在机会，相关公司有地平线、万马科技等。

看好坚定智驾投入快速工程落地的主机厂，以及赢得增量客户的供应商

从主机厂端来看，特斯拉、小鹏汽车、华为、理想等智能化先行者在算法等技术领域持续发力，探索智能驾驶落地的不同架构和方案，发挥了引领和示范作用。**随着智能驾驶技术愈加成熟以及端到端架构成为大势所趋，越来越多的主机厂积极加码投入，2025 年智能驾驶进程将会大大加速。我们有望看到 2025 年高阶智驾车型售价下探至 13-15 万元，吸引消费者更多购买中高配车型，而智驾服务收费也有望在 2025 年进一步打开车企的盈利空间。**

智能化将是 2025 年汽车投资的一条重要主线，端到端智驾迭代带来体验升级、高阶功能下探中低价位车型、自主品牌乃至合资和海外传统主机厂快速追赶头部玩家等因素，都使得智能驾驶迎来新的机会。**智能驾驶的竞争焦点逐步由硬件及车端算力的比拼，向算法、数据能力、工程落地侧重能力，竞争逻辑也从“人无我有”（功能创新及 NOA 开通城市数量）转向“人有我优”，更强调智能驾驶的用户体验。此外，随着感知降本、8775 跨域融合方案落地等，智驾持续降本并向中低车型渗透。具体投资建议上，主机厂**我们看好拥有较强工程化能力，在数据、算力、资金具备优势的理想汽车、小鹏汽车，以及与华为深度合作的自主车企，自主品牌中看好加速追赶的比亚迪、吉利汽车等。第三方供应商中，看好在自主品牌乃至全球品牌获得潜在增量定点机会的德赛西威、科博达、华阳集团等。

机器人：关注降本的关键国产化环节+布局人形机器人的车企

国内涌现更多跨界新机加速突破 0-1，海外特斯拉进入 1-N 阶段

24 年具身智能热度高涨，进入商业探索深水期。近两年具身智能赛道热度高涨，根据 IT 桔子，19-23 年国内机器人投融资金额从 20 亿元增至 97 亿元，24 年 1-7 月为 54 亿元，24 年国产人形机器人新品多为机器人初创公司产出，同时 AI 软硬件巨头、汽车等跨界公司均积极在涌入赛道。当前国内具身智能商业化仍处于起步期，行业技术路线尚未收敛，各类玩家在有限、差异化场景摸索技术迭代和商业应用，展望 25 年，我们认为或有更多跨界巨头展示最新人形成果，如车企、科研机构、科技互联网大厂、转筒机器人公司等，随着数据积累驱动算法飞轮效应释放，人形机器人的运控能力、泛化能力、应用场景丰富程度有望得到提高。对比海外看，24 年特斯拉已能在工厂实现搬运电池、上下楼梯等单一任务集，25 年有望进入量产状态，通过更多机型收集训练数据，进一步提高机器人的泛化能力。

图表82：全球人形机器人市场参与者

资料来源：INSIGHT、华泰研究

图表83：全球人形机器人技术、商业化、场景对比

企业/产品概况				市场化落地——应用场景					产品化落地——关键技术		
典型企业	国家	机器人名称	产品形态	工业生产	家庭服务	商业服务	仓储物流	特种应用	大模型	运控	硬件
Figure AI	美国	Figure 02	人形						GPT	RT-X运控模型	39+Dof
1X	美国	NEO	类人形								手22Dof
Tesla	美国	Optimus	人形						FSD	动态控制	手22Dof
Agility Robotics	美国	Digit	人形						LLM	暂未公布运控关键技术亮点细节	-
Boston Dynamics	美国	Atlas	人形						通用大模型		-
国家地方共建人形机器人创新中心	中国	青龙	人形						朱雀、玄武		43Dof
北京具身智能机器人创新中心	中国	天工	人形							预测型强化学习	42Dof
浙江人形机器人创新中心	中国	领航者1号	人形						通用大模型	端到端视觉控制	39Dof
复旦大学	中国	光华1号	人形								45Dof
小米	中国	CyberOne	人形							动态控制	21Dof
乐聚	中国	Kuavo夸父	人形						盘古大模型		26Dof
智元	中国	远征A2	人形						多模态大模型	暂未公布运控关键技术亮点细节	53Dof(Max)
星尘智能	中国	Astribot S1	类人形						通用大模型		手14Dof
银河通用	中国	Galbot G1	类人形						小模型+大模型		-
星动纪元	中国	Xbot-L	人形						VLM、LLM	模型预测控制	60Dof
优必选	中国	Walker S	人形						文心大模型		-
宇树科技	中国	G1	人形						GR00T大模型		43Dof
开普勒	中国	先行者5.0	人形						多模态大模型		40Dof
达闼	中国	XR-4	人形						多模态大模型		60+Dof
傅利叶	中国	Fourier GR-1	人形						GR00T大模型	动态控制	54Dof
逐际动力	中国	CL-1	人形							暂未公布运控关键技术亮点细节	-
Mira Ropotics	日本	ugo	类人形						通用大模型		-
Soft Bank Robotics	日本	pepper	类人形								-
Sanctuary AI	加拿大	Phoenix	人形								21Dof
Andromeda Robotics	澳大利亚	Abi	人形						GPT		-
Mentee Robotics	以色列	MenteeBot	人形						通用大模型		-

*排名不分先后　　已公布　　规划中

资料来源：INSIGHT、京东、华泰研究

看好车企突破机器人 0-1，以及特斯拉量产 1-N 的核心降本环节

基于上文，我们认为 25 年特斯拉机器人将开启 1-N 的量产阶段，国产机器人或仍处于 0-1 百花齐放、多方参与的探索阶段，且或出现更多跨界企业整合软件硬件能力，在人形机器人领域取得更大突破。从投资节奏上看，我们认为：

(1) 国内 0-1 阶段，我们看好布局人形机器人赛道的车企，如小鹏、长安

我们认为具备一定自动驾驶能力的车企是人形机器人赛道的潜力玩家，其兼具硬件+软件+场景的人形落地三要素：硬件是人形机器人的基础，车企具备深厚的硬件供应链资源和生产管理经验，以及更强的规模效应和降本能力，有望实现人形机器人的规模量产。软件是人形机器人的核心，车企在自动驾驶领域积累的 AI 算法研发能力对人形机器人有强迁移能力，如特斯拉结合其 FSD 算法模型与大语言模型，构建人形的算法系统。场景是人形机器人落地的前提，我们认为车企是人形最适合落地的 B 端场景之一，其具有单任务、完成操作任务内的有效泛化（操作对象泛化）、场景容错度较高的简单落地场景，往后随着算法逐渐成熟、硬件形态稳定，算法和硬件有望在简单场景能够解耦，或能在部分环境下进行操作和被操作物体的泛化，同时也能驱动模型结构逐渐向端到端转变，打开泛化能力更高的天花板。

(2) 特斯拉机器人 1-N 阶段，我们看好国产化空间大赛道

硬件超配导致量产成本居高不下，国产化为机器人量产的重要抓手。人形机器人采取了动力学降维和控制降维，因此需要超配硬件以强化运控能力，而高精易损硬件导致量产成本高居不下，硬件国产化有望成为机器人量产降本的关键。以特斯拉 Optimus 的小批量生产阶段为例，整机制造成本约 25 万元左右，通过核心部件国产化、本土零部件制造商规模化生产，我们乐观估计整机制造成本有望降至 15 万元左右。

图表84：特斯拉 Optimus 关节的 BOM 降本程度

		小批量阶段			大批量阶段			
硬件大类	细分硬件项目	单机用量（个）	单机价值量（元）	价值占比	单机用量（个）	单机价值量（元）	价值占比	降本空间
旋转执行器	无框力矩电机	14	8400	4%	14	7000	3%	-17%
	谐波减速器	10	12000	5%	10	8000	3%	-33%
	新型减速器	4	8000	3%	4	6000	3%	-25%
	驱动器	14	2800	1%	14	2100	1%	-25%
	编码器	28	2800	1%	28	2240	1%	-20%
直线执行器	无框力矩电机	14	8400	4%	14	7000	3%	-17%
	行星滚柱丝杠	16	37200	16%	16	20400	9%	-45%
	驱动器	14	5600	2%	14	4200	2%	-25%
	编码器	14	1400	1%	14	1120	0%	-20%
传感器	一维力矩传感器	13	23400	10%	17	15300	7%	-35%
	三维力矩传感器	4	14000	6%	8	17600	8%	26%
	六维力矩传感器	4	48000	21%	2	16000	7%	-67%
	IMU	2	2000	1%	4	2000	1%	0%
灵巧手	空心杯电机	12	12000	5%	12	6000	3%	-50%
	轴距齿轮	2	600	0%	2	200	0%	-67%
	MEMS压力反馈单元	12	1800	1%	12	1080	0%	-40%
	柔性材料	-	2000	1%	-	1500	1%	-25%
	编码器	12	3600	2%	12	2400	1%	-33%
动力系统	电池	2.3kwh	3000	1%	2.3kwh	3000	1%	0%
内外骨骼	线束+连接器	-	6000	3%	-	4000	2%	-33%
	外骨骼	-	8000	3%	-	5000	2%	-38%
	内骨骼	-	3000	1%	-	2000	1%	-33%
其他硬件	摄像头	3	600	0%	3	600	0%	0%
	扬声器	1	200	0%	1	200	0%	0%
软件能力	FSD芯片	1	15000	6%	1	15000	6%	0%
	MCU芯片	1	3000	1%	1	3000	1%	0%
其他材料			1000	0%	-	800	0%	-20%
合计			233800			153740		-34%

注：单位为元

资料来源：京东、1688、华泰研究

建议关注国产化概率大、降本空间大且诉求强的赛道，如丝杠、减速器：

- **丝杠：优选技术与商务双强的企业。**丝杠兼顾高壁垒、高价值、空间大特性，反向式行星滚柱丝杠国外单价高达上万元，本土化后降本空间大，有强烈的国产化诉求。而丝杠技术壁垒高企，内螺纹或用高精度的磨削工艺，磨削工艺难度大且工序权重高、组装环节更考验工艺经验，我们认为高精磨床和加工装配 know-how 为核心壁垒，技术同源+储备高精设备+商务能力强的企业或实现国产替代。

•减速器：量产稳定兼备新方案开发能力的厂商占优。减速器具有"用了才知道好坏"的特性，产品选型更多考虑产品稳定性、NVH 等非量产经验指标，铸就 know-how 成为核心竞争壁垒，如齿形设计（合理的啮合侧隙可提高传动平稳性、降低噪音和传动误差）、材料认知（核心部件需要持续形变，对材料韧性要求高），加工设备（要求使用高精数控磨床和滚齿机），加工工艺 know-how（热处理和装配环节的 Know-how 积累可保证量产稳定性和一致性）。目前本土企业在精密减速器积累一定工艺经验，并产生了优秀品牌可占据一定市场，我们认为人形机器人减速器的国产化概率较大，具备量产稳定性和新方案开发能力的企业更占优。

市场担忧：

(1)考虑技术限制与应用场景不确定性强，人形机器人商业化落地难度可能超预期。我们认为人形机器人市场早期或为"供给创造需求"，主机厂的主线任务为平衡硬件超配和量产落地的 矛盾，实现商业化落地的目标。通过梳理行业过往商业化结果，**我们发现人形机器人商业 化失败的共性在于过于在意动作能力高度而忽略了商业化可行性，以及上层逻辑推理/决策 规划/环境交互技术不足**，如波士顿动力采用技术门槛更高的液压驱动路线，虽能实现较强 的运控能力，但长期缺乏实际可落地的商业场景，多次被转手，同时早期较为先进的方案如本田 ASIMO、软硬 Pepper 先后在 18 年退役、21 年停产。站在当前时点，我们对人形 机器人产业进度更为乐观，主要系核心能力谱系中的大语言模型给机器人软件层带来实质性进步；硬件层国产供应商积极参与、有望通过国产替代和规模效应压低硬件超配的高昂成本；特斯拉、Figure 等头部厂商的领头效应带领资本涌向产业，解决了融资问题，据机器人大讲堂与立德智库不完全统计，23 年初至 24 年 3 月底，我国人形机器人行业总融资金额达 35.5-37.5 亿元（剔除 IPO 与定增金额）；政策端不断完善扶持体系；市场端逐步建立消费者认知。**我们看好在技术+资本+市场+政策的共振下，人形机器人有望取得实质性的商业化进展。**

(2)人形机器人当前参与者较多，或出现同质化竞争、格局分散问题。我们认为打通 PMF 人形机器人厂商的商业化逻辑更通顺。PMF 即 Product market fit 产品市场匹配，我们认为人形机器人商业化的核心在于如何提高机器人的鲁棒性并落地真实且适配的应用场景，B 端场景一般为成本导向，讲求执行固定任务、生产稳定、经济效益，但能迭代的能力有限，理想商业化路径是在特定场景解决用工问题，或更低成本的自动化任务，验证后再向更广泛场景做技术泛化；教育场景要求单一简单，落地更为简单，但对于提高泛化能力的帮助有限；C 端场景要求最高，落地难度最大，我们认为人形机器人落地 C 端应用可视为机器人走向了真正的具身智能。

零部件：谋定全球化，海外扩产、盈利进程提速

全球化趋势：海外建厂大势所趋，盈利潜力将迎释放

零部件的全球化进程正与乘用车出海齐头并进，一方面自主可控的产业链跟随出海是强化品牌竞争力的必要条件，另一方面，随着国内汽车产业链条已趋于成熟，包括内外饰件、结构件等在内多个环节的国产替代进程已接近完成，自主零部件厂商也需要寻求更多海外 OEM 的供应机会。

与此同时，汽车制造的逆全球化却现抬头之势。以品牌集中的美国为例，2018 年特朗普在任职期间根据 301 条款对中国加征 25%惩罚性关税，且所覆盖的产品名单影响金额——根据中国海关统计，23 年我国对美出口的汽车零部件总额达到 775 亿元，且年出口金额趋势向上，24 年 1-9 月，零部件出口总额已达到 620 亿元，**因此中国零部件厂商于海外建设工厂逐步趋向共识。**我们通过选取墨西哥、美国、中国三地，并对当地工厂的成本、盈利进行测算分析得到，墨西哥区域在日常运营成本更低，尤其是 OEM 工厂附近租赁设厂，省略了高昂的海运费和陆运费时。而通过对已处量产状态的多个企业墨西哥工厂进行成本分解，**我们认为通过绑定全球大客户实现量产爬坡，海外工厂有能力快速实现扭亏，接近满产状态下，盈利能力或与国内盈利水平持平甚至超越，中短期墨西哥工厂盈利释放值得期待。**

对比中、美、墨三地建厂，墨西哥土地、人力成本领先

过去由于墨西哥集聚全球汽车 OEM 制造资源，与美国与共享长达 3000 千米的陆上边界，对中国供应商而言，墨西哥生产基地的建设将同时毗邻美系/欧系/日系车企，加大自身的灵活供应优势的同时，在外溢效应下，有机会通过现有客户的背书，更快获得其他车企的供应机会。但考虑到特朗普的政策主张以帮助汽车制造回流为核心，并多次提出对贸易伙伴加征关税，在美国本土建设工厂成为零部件企业的又一选项。因此，我们假设零部件企业在墨西哥新莱昂州、瓜纳华托州、美国肯塔基州及中国设厂或租赁工厂的不同可能性，并对各地工厂运营成本加以测算。

a. 人力成本：墨西哥平均人员薪酬显著较低，尤其非边境地区的人力成本优势更大。
根据墨西哥政府、美国劳工统计局、中国国家统计局，24Q2 墨西哥汽车产业大州新莱昂和瓜纳华托的平均月薪换算为人民币约 2018 和 4172 元，约为中国制造业平均工资的 54%，仅为美国制造业工人平均薪资的 15%以下，人力成本优势显著。

b. 土地成本：墨西哥地租与中国差距较小，购地成本较低。
若采用工业厂区租赁形式，墨西哥瓜纳华托州租金较国内租金低 13%左右，而新莱昂临近边境，近年来越来越多厂商选择当地布厂，工业园区租金呈上涨趋势，租金成本已高于国内。**对应的，美国本土土地成本最高，即使选择中部地带的肯塔基州，其厂区租赁成本也较新莱昂高出约 50%。**若企业直接购买厂区土地，则墨西哥较美国成本优势可达到 70%左右。

c. 运营成本：墨西哥天然气价较低，但综合水电后日常运营成本更高。
墨西哥平均工业用气价格 0.15 元/kWh（截止 24 年 3 月），为美国工业天然气价格的 55%，为中国工业天然气价格的 37%。但墨西哥的平均电力成本、工业用水成本相较美国、中国均更贵，电价每千瓦时约 1.33 元，较美国高约 30%，较中国工业电价翻倍；工业水价同样更高。**综合来看，墨西哥日常运营成本相对最高，较美国、中国分别高约 50%/100%。**

我们假设工厂面积为 3 万平米，员工数量约 400 人，采用租赁厂房形式，由此测算**墨西哥瓜纳华托州、新莱昂州、美国肯塔基州及中国国内设厂，每月综合运营费用分别达 170 万元、302 万元、1286 万元及 403 万元，墨西哥中部为成本优势最大的区域，**而美国建厂费用显著更高。

图表85：全球工厂每月综合成本对比

	墨西哥 瓜纳华托州	墨西哥 新莱昂	美国 肯塔基州	中国
厂房面积假设（平米）	30000	30000	30000	30000
		劳动力成本		
人员薪酬（元/月）	2081	4172	27212.5	7711.5
人员数量	400	400	400	400
		土地成本		
每月地租（元/平米）	25.9	42.0	63.0	30.0
购地成本（元/平米）	1000	1400	4000	2000
		运营成本		
月用电量均值假设（kWh/平方米）			0.30	
月用水均值假设（吨/平方米）			0.20	
月用天然气均值假设（立方米/平方米）			0.02	
水价（元/吨）	12.9	12.9	12.0	5.96
电价（元/kWh）	1.33	1.33	1.02	0.62
天然气（元/kWh)	0.15	0.15	0.28	0.42
月运营成本（元/平方米）	3.02	3.02	2.76	1.46
每月综合成本-排除运费（万元）	170	302	1286	403

资料来源：墨西哥联邦政府、美国劳工局、Wind、Statista、Realtor、GPP、Tetakawi、Simpson、华泰研究测算

在此基础上，进一步纳入运费因素，墨西哥位于北美与南美交界处的优越地理位置，通过陆运即可进入美国，较中国工厂将节省额外海运费用及库存成本。我们采用 24.8.25 日生效的美西航线价格计算，40 英尺集装箱运输抵达洛杉矶港口价格约 8175 元；北美后单个集装箱陆运价格约为 22.4 元/英里。**同时考虑到国内零部件商出口多采用 FCA 形式，我们假设中国工厂每月运费仅包含海运，墨西哥及美国工厂则需承担陆运费。**

我们假设以特斯拉得州工厂为目的地计算陆运里程，在墨西哥新莱昂建厂将大幅缩减运输费用，单集装箱单次运输成本约 1.57 万元，**较美国肯塔基州运出的成本减少约 30%。**由墨西哥中部的瓜纳华托州运往美国整车工厂，运费成本则将明显增加近一倍。但因中国工厂出口采用的 FCA 形式，其承担的海运费较北美工厂陆运费具备显著优势，同时运费在工厂综合成本中占据较大权重。**因此，从成本竞争力而言，在不考虑关税的情况下，中国工厂综合成本领先(每月综合成本为 1220 万)，其次为墨西哥新莱昂工厂(每月综合成本为 1870 万)、墨西哥中部工厂（每月综合成本为 3082 万），美国工厂（每月综合成本为 3526 万）则排于最末。**

图表86：全球工厂每月运费成本对比

	墨西哥 瓜纳华托州	墨西哥 新莱昂	美国 肯塔基州	中国
		运输成本		
海运单箱成本（美元/箱）	-	-	-	8175
月海运量假设（箱）	-	-	-	1000
陆运单车成本（元/英里）	22.4	22.4	22.4	-
月陆运量（箱）	1000	1000	1000	-
假设运往德州 Giga 里程（英里）	1300	700	1000	1400
合计单箱运价成本	29120	15680	22400	8175
每月成本-排除运费（万元）	170	302	1286	403
合计每月综合成本（万元）	**3082**	**1870**	**3526**	**1220**

资料来源：上海航运交易所、Wewilltransportit、华泰研究测算

目前美国对从墨西哥及其他贸易伙伴国进口的汽车零部件征收 2.5%关税，301 条款下对中国部分零部件加征 25%关税。因此，在现行关税情形下，**对于配套产品在加税名单中的企业而言，建于墨西哥边境新莱昂的工厂或为最优解。**考虑到下任美国总统特朗普提出对墨西哥、加拿大征收 25%新关税，并对中国额外施加 10%关税，**中长期来看美国本土建厂将成为新可能。**

分解墨西哥生产基地成本，海外工厂短期即可释放盈利

目前市场不乏对海外生产基地盈利能力的质疑，但我们发现近两年投产的新工厂中，不少企业在 1 年时间内就已经达到了盈利状态。为此我们挑选了墨西哥工厂已经投入生产的 A 企业、B 企业及 C 企业为比较对象，对其产品的成本及毛利率进行测算，通过综合对比研究海外扭亏的关键要素与潜在盈利水平。

测算包含以下基础假设：1）工厂每月水、电、天然气用量与*图表 85：全球工厂每月综合成本对比*中假设一致，分别为 0.2 吨/平米、0.3kWh/平米、0.018 立方米/平米；2）假设其他制造费用比例为 5%；3）A 企业、B 企业均假设原材料采购本地化率为 50%，C 企业投建较晚，假设采购本地化率为 20%。

图表87：A/B/C 企业墨西哥工厂盈利测算

	A				B				C			
工厂	墨西哥一期/新莱昂				墨西哥一期/阿瓜斯卡连特斯				墨西哥一期/新莱昂			
量产时间	2023-05				2022-12				2024H1			
形式	租赁				租赁				购买+租赁			
面积（平米）	50,000				27,576				146,700			
租金（RMB/月）	2,100,000				-				130,980			
厂房建设/设备投入（万元）	23,462				3600万美元（其中厂房1.11亿，设备+建设约1.4亿）				合计不多于 2亿美元			
员工数量	500				400				800			
扭亏时间	2023-10				2023年				尚未扭亏			
成本测算	产能利用率	25.7%	主要原材料本地化率假设	50%	产能利用率	75%	主要原材料本地化率假设	50%	产能利用率	22.8%	主要原材料本地化率假设	20%
	单车ASP		1200		单车ASP		5500		单车ASP		13000	
	-原材料成本		663		-原材料成本		3125		-原材料成本		7507	
	-水电气		4		-水电煤		7		-水电气		26	
	-租金		54		-租金		13		-租金		22	
	-固定资产摊销		50		-固定资产摊销		18		-固定资产摊销		1900	
	-人工成本		58		-人工成本		65		-人工成本		572	
	-运费		20		-运费		128		-运费		212	
	-其他制造费用		60		-其他制造费用		275		-其他制造费用		650	
	毛利润		292		毛利润		1868		毛利润		2110	
	毛利率		**24.3%**		**毛利率**		**34.0%**		**利润率**		**16.2%**	

资料来源：公司公告、公司公众号、华泰研究

1） 产能利用率是盈利最关键要素

我们对比目前已在海外设厂的 B 企业、A 企业、C 企业，根据配套产品及目标产值进行测算，当前三家企业已投产的墨西哥工厂产能利用率分别达到约 82%、26%及 23%,对应租金/固定资产摊销的成本占总成本的比重分别为 5.8%/12.4%/17.5%。通过规模效应下对设备厂房投资折旧及租金的摊薄，**通过租赁厂房形式布局的 B 企业、A 企业，均顺利实现了工厂的扭亏，且接近满产状态的 B 企业海外工厂测算毛利率可达到 30%+。**

2） 毗邻选址将取得运费优势

如前文测算，位于边境新莱昂州的工厂在运费成本上将更具优势，我们测算 A 企业、C 企业的运费分别占总成本比重约 2.2%/1.9%，而建址于阿瓜斯卡连特斯的 B 企业，其工厂运费占总成本达约 3.5%。

3） 铝材等原材料本地化采购将加速工厂盈利进程

对比汽车零部件行业的主要原材料价格，墨西哥在铝价、铜价上具备优势，分别较中国价格便宜约 26%/54%，而钢价、塑料价格则更高出约 55%/16%。因此在三家企业对比中，以铝材为主要原材料的企业如 A 企业、C 企业在墨西哥实现本地化采购生产后，盈利性或更具优势。

图表88：主要原材料价格对比（截止 24.12.7）

墨西哥铝价（元/吨）	14500	中国铝价	19500
墨西哥钢价（元/吨）	5194	中国钢价	3311
墨西哥铁价（美元/吨）	92.83	中国铁价	105.36
墨西哥铜价（元/吨）	4873	中国铜价	10500
墨西哥丙烯（美元/吨）	960	中国丙烯	825

资料来源：Wind、中塑在线、Chemanalyst、华泰研究

【结论】

墨西哥建厂在运费、关税的层面都较国内生产出口具备优势，一旦绑定海外大客户项目实现量产爬坡后，盈利能力并不差，其进度有望快于收购海外子公司的扭亏进程。目前中国供应商获取海外车企订单的节奏加速，同时正开始享受车企平台化发包的趋势，单一项目有望取得更大的配套量及生命周期价值，将帮助零部件企业快速提升海外工厂的利用率，进而复制如 A 企业、B 企业等的盈利表现。我们看好 25 年有海外客户配套增量，且有能力全球运营的企业释放盈利。

出海展望：25 年新产能加持，全球车企项目承接有望提速

我们梳理了目前国内上市零部件厂商的墨西哥产能布局情况，截止 24 年 10 月，共有 12 家企业已在墨西哥本地实现量产，另有 8 个新增扩产项目/新产房在建设/规划期，预计在未来 2-3 年内实现落地生产。

1）地理位置上，中国零部件企业在墨生产基地基本落址于新莱昂州、瓜纳华托州、科阿韦拉州，毗邻特斯拉、通用及 Stellantis 的乘用车制造工厂。这一特点也是**基于当下供应商多跟随整车企业出海建厂的现状**，从海外客户配套看，基本所有企业已获得了北美新能源客户、福特、通用项目及定点。

2）从生产环节来看当前阶段最先走向海外的，**一为我国电动化趋势下，已具备较强研发、生产优势的新能源车核心件**，包括轻量化及新能源热管理系统，**其次是通过成本优势，在燃油车时代就已成功切入国际车企供应链的内外饰产品**，其中岱美、华域、继峰均通过收购扩大了自身海外业务份额。

若我们以 1:1.5 的投入产出比假设进行测算，则 24-26 年中国零部件厂商将在墨西哥至少增加 80 亿以上产值（仅包含公开投资金额的工厂），其中拓普、爱柯迪、三花、岱美、新泉新增产值占比较高，分别约 25%/22%/18%/14%/12%。**25 年将是中国企业获取海外车企订单和海外扩产的起点年，我们看好目前产能布局、规划领先，且在海外获客能力强大的企业率先兑现成长性。**

图表89：中国零部件企业墨西哥工厂布局

公司名称	投资	产品品类	产能	投产时间	客户	地址
轻量化						
嵘泰股份	2.2 亿元	铝压铸件		2017 年		新莱昂州
	2.7 亿元	铝压铸件	86 万件铝合金壳体	2024 年		新莱昂州
爱柯迪	1.4 亿元	铝压铸件		2023 年 9 月		瓜纳华托州
	12.3 亿元	铝压铸件	新能源汽车结构件产能 175 万件/年、新能源汽车三电系统零部件产能 75 万件/年	2025Q2		瓜纳华托州
文灿股份	8.5 亿元（一期 2.8 亿元）	铝铸件	-	2024 年（一期）		瓜纳华托州
伯特利	3.5 亿元	一期：轻量化部件	400 万件铸铝转向节；	2023 年 9 月		科阿韦拉州
		一期扩产：轻量化部件及 EPB	/	24 年末投产	/	科阿韦拉州
	11.55 亿元	铸铝转向节/控制臂/EPB	550 万件铸铝转向节、170 万件控制臂/副车后架、100 万件电子驻车制动钳(EPB)、100 万件前制动钳	36 个月建设期，2027 年/		科阿韦拉州
旭升集团	不超过 2.76 亿美元	精密铸铝等产品				科阿韦拉州
内外饰件						
岱美股份	2 亿元	遮阳板/顶棚/头枕/扶手		2018 年收购整合，24 年 5-7 号工厂完工		科阿韦拉州
	8.2 亿元	遮阳板/顶棚	30 万套顶棚系统集成、60 万套顶棚产品	2025 年		科阿韦拉州
新泉股份	8600 万美元	一期：门板/座椅背板/仪表板	25 万套仪表板总成、170 万只座椅背板	2022 年		阿瓜斯卡连特斯
	9500 万美元	二期：座椅背板/仪表板	80 万套仪表板总成+40 万套座椅背板	2024 年 12 月		阿瓜斯卡连特斯
	5000 万美元	/	24 年设立公司			美国德克萨斯
继峰股份	收购格拉默	座椅、头枕				普埃布拉州
模塑科技	-	保险杠、门槛/轮眉等外饰件		2021 年		
华域汽车	1.2 亿元	座椅、机械部件等				新莱昂州
	1.5 亿元		80 万套汽车座椅			新莱昂州
热管理						
银轮股份	5.95 亿元	新能源热管理模块	生产供北美客户的新能源汽车空调箱、冷却模块、液冷板等	2023Q2		新莱昂州
三花智控	10.5 亿元	新能源热管理模块	30 万套水泵、420 万套油泵、50 万套水冷板、180 万套板式换热器、120 万套集成组件	2026Q3		科阿韦拉州
	约 2.3 亿元	热管理系统				科阿韦拉州
拓普集团	不超 2 亿美元	轻量化底盘、内饰系统、热管理及机器人执行器	-	2024 年 9 月		新莱昂州
	-	二期：轻量化底盘等				新莱昂州
	-	内饰系统等	-	2024 年		美国得克萨斯州、加利福尼亚州
中鼎股份	收购 TFH					奇瓦瓦
其他						
敏实集团	7.5 亿美元	内外饰件、骨架等		2009 年	大众、奔驰、宝马、雷诺、Stellantis、通用、福特	阿瓜斯卡连特斯
	1.74 亿美元	动力电池铝壳、零部件喷涂		-		
福耀玻璃	约 6 亿美元	/	年产逾 450 万套汽车玻璃	/		美国-俄亥俄州（一期、二期）
	5600 万美元	/	二条浮法玻璃产线	/		美国-伊利诺伊州

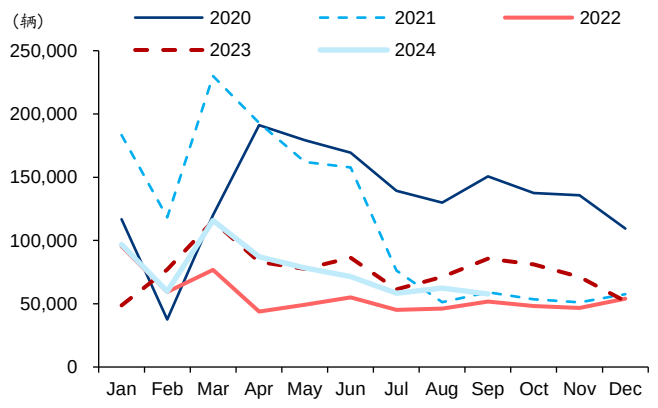
资料来源：Marklines、华泰研究

重卡：25 年为存量市场行情，或维持微增态势

回顾 24：前高后低，内需疲软出口稳增

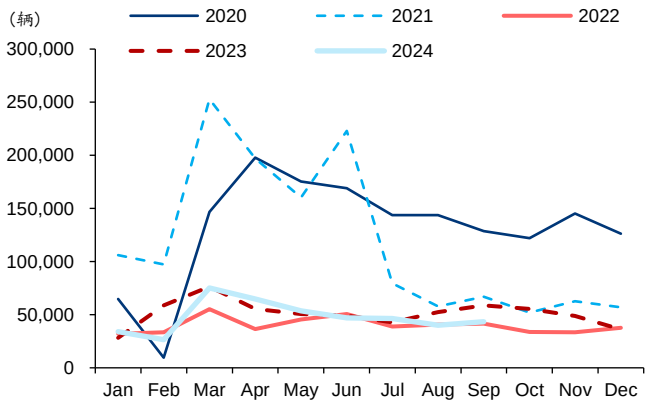
24 年 1-9 月重卡总量同比下滑，呈现前高后低态势。2024 年 1-9 月，重卡累计批发销量 69 万辆、同比-3%，终端销量 43 万辆，同比-9%。24Q1 传统旺季表现优于同期，但受货运市场景气度较低，渠道库存较高等影响，24Q2 后重卡销量呈现下滑趋势，24Q3 重卡**表现“旺季不旺”**，与 21-23 年相比，24Q3 重卡市场表现一般，批发/终端销量为 18/13 万辆，同比-18%/-15%。尤其是 9 月“金九”旺季未兑现，9 月重卡批发/终端销量 5.8/4.3 万辆，同比-33%/-26%，环比-8%/+8%，9 月批售在近四年首次出现环比下滑，我们认为主要系货运市场低迷、油气价差收窄拖累 LNG 表现、“以旧换新”政策未完全执行且增强了用户的观望情绪。往 Q4 看，随着以旧换新政策各地执行落地，且宏观政策加码使得 Q4 经济活动进一步活跃，物流车开工率有望保持较高水平，我们预计 Q4 终端需求和订单逐渐释放。

图表90：近年来重卡批发销量情况



资料来源：Thinkcar、中汽协、华泰研究

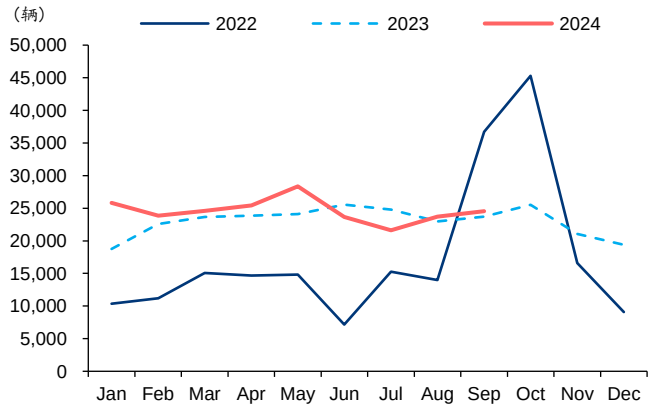
图表91：近年来重卡终端销量情况



资料来源：Thinkcar、中汽协、华泰研究

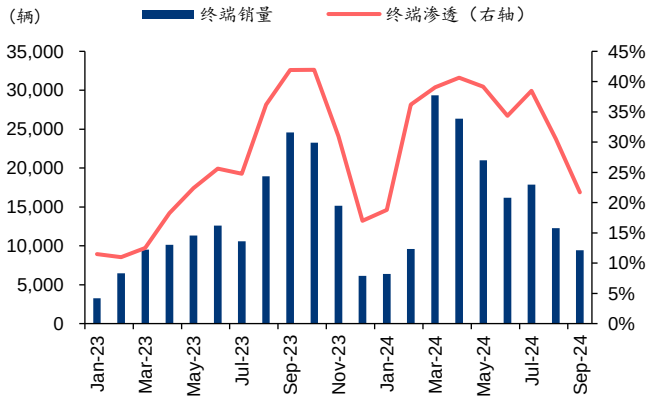
出口延续稳增态势，LNG 重卡同比大幅增长，下半场增幅放缓。结构方面，外需较为稳定，出口保持稳增态势，24 年 1-9 月出口 22 万辆，同比+6%，月均出口约为 2.46 万辆，其中 8-9 月出口冲量明显，主要系独联体国家 10 月 1 日起对进口汽车大幅提高报废处理税税率，车企与当地经销商提前报关，存在阶段性冲量行为。LNG 重卡表现呈现前高后低，24 年 1-9 月累计销售 15 万辆，同比+38%，24Q3 受油气价差收窄和以旧换新政策观望情绪扰动，LNG 重卡同比增速放缓，销量短期下滑。

图表92：近年来重卡出口销量情况



资料来源：Thinkcar、中汽协、华泰研究

图表93：近年来 LNG 重卡销量情况

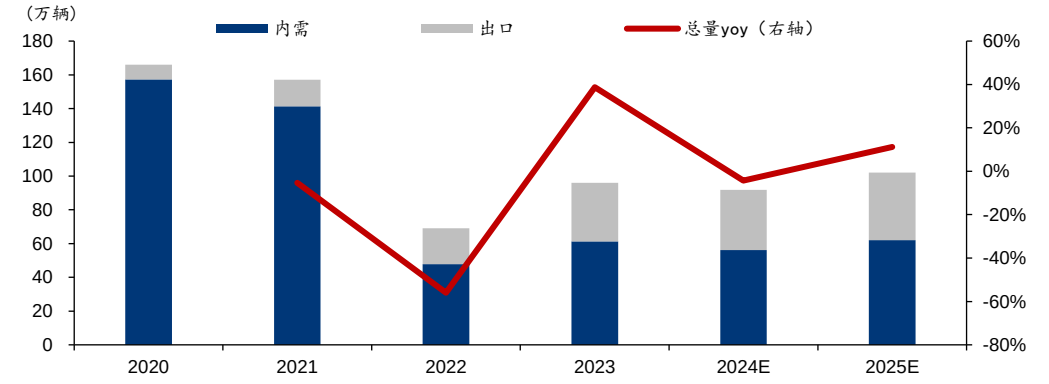


资料来源：Thinkcar、中汽协、华泰研究

展望 25：总量或近百万，维持稳增长

我们预计 25 年重卡销量为 96 万辆，同比增长+10.7%。其中内需为 62.1 万辆，出口 34 万辆。内需的能源结构上，天然气/新能源/柴油车销量分别为 17.7 万辆、10 万辆、34.4 万辆。

图表94：我国重卡销量预测情况



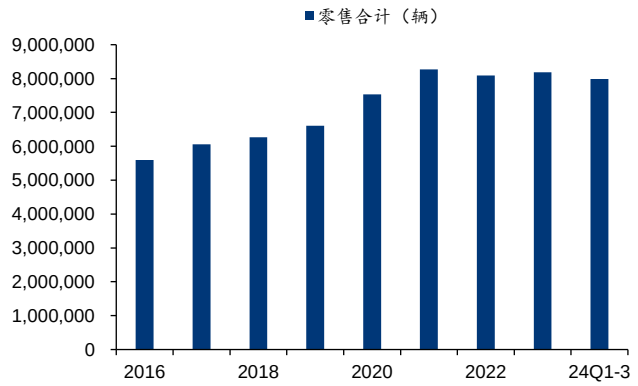
资料来源：Wind、Thinkcar、华泰研究

内需：存量市场行情，物流车为置换主力军，工程车触底反弹潜力大

我们认为 25 年重卡为存量市场行情，更需研究存量置换节奏和结构性机会。当前重卡保有量已稳定，通过自然置换周期推算销量的偏差较小，我们假设重卡生命周期为 8-10 年，8/9/10 年的置换率分别为 70%/90%/100%，基于重卡内销数据，我们测算发现重卡保有量自 2021 年见顶回落，近年来稳定在 800 万辆左右。同时当前下游需求状态相对较低迷，终端用户购车决策更谨慎，且无排放政策强制切换的扰动，因此当前保有量中枢更真实，更易推算置换周期。

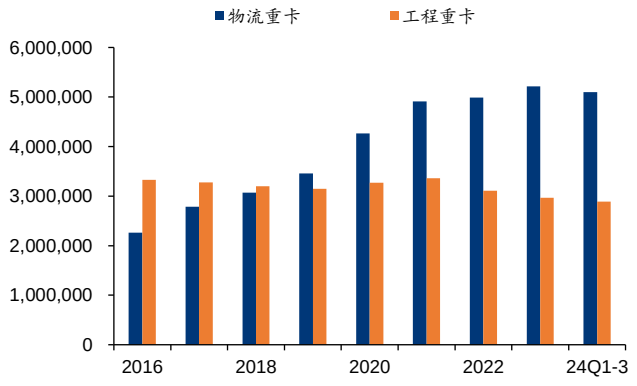
当前下游需求状态对应 510 万辆左右的物流重卡保有量，285 万辆左右的工程重卡保有量。结构上看，工程重卡保有量自 2021 年来持续下降，而物流重卡保有量稳定上升，我们认为系房地产等基建活动近年承压明显，降低了工程重卡保有量中枢，若进一步拆解，我们测算截止 24 年 9 月末，专用车和自卸车保有量分别为 175 万辆和 114 万辆，反映当前房地产需求状态对应的工程车需求中枢即 114 万辆。而公路货运量稳定增长叠加治超治载已充分压制单车运力，使得物流重卡保有量中枢从 420 万辆左右增至 510 万辆左右。

图表95：重卡保有量测算



资料来源：Thinkcar、华泰研究测算

图表96：物流重卡和工程重卡保有量测算



资料来源：Thinkcar、华泰研究测算

我们从保有量结构和自然置换周期分别论证未来的重卡销量变化：

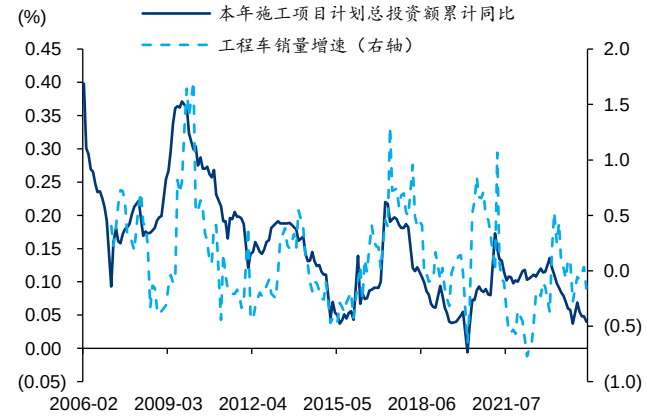
从保有量结构看，物流重卡置换或为未来销量主力军，工程重卡处于筑底阶段，触底反弹具有较大弹性。由于下游需求结构变化，重卡保有量结构已发生较大变化，2018-2021 年物流：工程重卡销量比约为 6:4，工程重卡销量中枢约为 45-50 万辆，2022 年起工程重卡受房地产建设缩紧影响，销量大幅下滑，2022 年至今销量中枢降至约 18 万辆，物流：工程销量比约为 7:3。物流重卡的下游需求较为稳定，且在 2019-2021 年销量快速上涨，年均销量在 85 万辆以上，为后续重卡自然置换需求释放奠定充足基础。而工程重卡已连续四年下滑，销量处于底部位置，2010-2014 年工程重卡销量中枢在 40-50 万辆左右，2018-2021 年中枢在 45-55 万辆，工程重卡销量中枢在 55 万辆左右，我们认为工程重卡处于筑底阶段，若基建和房地产建设需求反弹，工程重卡或有较大弹性。

➢ 工程重卡：预计 2025 年销量为 18 万辆

我们预计 2024-2025 年工程车新增销量需求为 16/18 万辆：工程车需求承压➞保有量中枢下移➞新增销量低迷的传导路径不必太过悲观，随着闲置运力充分出清、有效运力供给不足，下游需求反转有望带动工程车释放较大销量弹性。

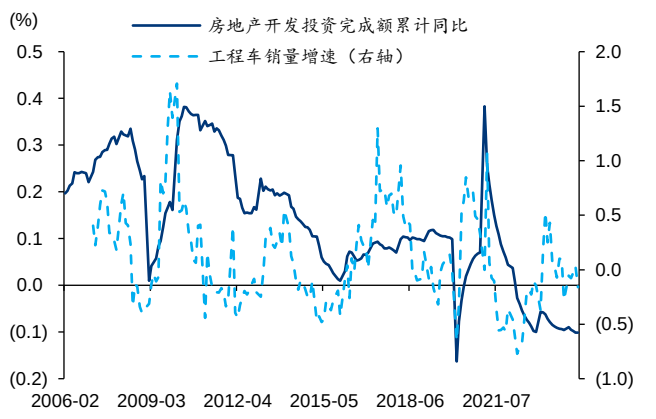
基建与房地产投资低景气使工程车充分出清闲置运力、压制新车销量和新品迭代速度，工程车保有量中枢有所下移。工程重卡应用包括农资、农产品、废品回收、地下室作业、建筑装修垃圾、建材运输、散杂倒短、城市出租等，其中施工项目投资与房地产开发投资是工程重卡的重要下游应用领域，2015 年以来房地产开发投资完成额增速处于低位震荡，2022 年后处于负增长状态，施工计划投资额 2017 年-2020 年增速持续下滑，2021-2022 年有所回温而 2023 年再次进入低增长时期，终端需求萎缩导致工程车保有量中枢下移，工程车保有量已从 2021 年 336 万辆降至 24 年 Q3 末的 289 万辆。

图表97：施工项目计划投资额变化趋势与工程重卡销量变化基本一致



资料来源：Wind、Thinkcar、华泰研究

图表98：房地产开发投资额变化趋势与工程重卡销量变化基本一致



资料来源：Wind、Thinkcar、华泰研究

下游需求处于承压状态亦使单车有效运力供给不足。截止 24 年 9 月末，房地产投资额较 2021 年的高峰下滑了 47%，而工程车保有量下滑了 14%，单位房地产投资额对应工程车保有量需求下滑了 38%，反映市场闲置运力有较充分的出清，同时工程车保有量已连续四年下滑，有效运力处于低位水平。若后续房地产基建投资降幅收窄，而工程车有效运力供应处于底部水平，下游需求修复有望释放较大新增销量。

基于以上，我们做出核心假设：

（1） **需求端-房地产开发投资额，假设 2024-2025 年降幅分别为 9.6%/6.9%：**我们参考房地产组判断（《房地产开发/房地产服务：以价为锚，重塑预期》，2024.11.4），考虑 2024 年土地购置费同比-7.5%，参考 2025 年销售景气度和因供应链提质减量判断，土地购置费预期同比持平；施工投资取决于施工面积和施工强度，24 年 1-9 月施工强度同比小幅回升，我们预期全年维持这一水平，25 年前端投资（拿地和新开工）降幅收窄的预判下，我们认为施工强度同比延续 24 年表现，考虑到高质量供应占比或将提升，同比增速预计达 2%。

（2） **供给端-工程车单车运力，假设 2024-2025 年每亿元房地产开发投资对应工程车需求为 3.41/3.24 万辆：**考虑到工程重卡下游需求整体为下滑态势，闲置运力加速出清同时车企产品更新迭代动力不强，预计单车有效运力未来仍位于下降通道。

（3） **2024-2025 年的房地产建设需求对应工程重卡保有量为 293/283 万辆，测算相关置换需求为 16/19 万辆。**

图表99：2024-2025 年工程重卡销量和保有量推算情况

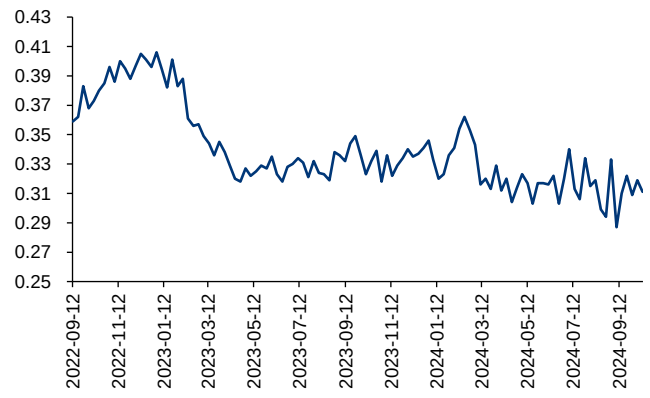
销量（万辆）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
2016年以前	317	280	226	175	132	88	44	12	3	-
2016	16	16	16	16	16	16	16	16	5	2
2017	-	32	32	32	32	32	32	32	32	10
2018	-	-	46	46	46	46	46	46	46	46
2019	-	-	-	46	46	46	46	46	46	46
2020	-	-	-	-	56	56	56	56	56	56
2021	-	-	-	-	-	53	53	53	53	53
2022	-	-	-	-	-	-	18	18	18	18
2023	-	-	-	-	-	-	-	18	18	18
2024E	-	-	-	-	-	-	-	-	16	16
2025E	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18
2026E	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
工程车保有量	**333**	**328**	**320**	**315**	**327**	**336**	**311**	**297**	**293**	**283**
房地产开发投资累计完成额（亿元）	102,581	109,799	120,264	132,194	141,443	147,602	132,895	110,913	100,265	93,347
每亿元房地产开发投资完成额对应重卡需求（万辆）	3.08	3.35	3.76	4.20	4.33	4.39	4.28	3.74	3.43	3.30

资料来源：Wind、Thinkcar、华泰研究

➢ **物流重卡：预计 2025 年销量为 44 万辆**

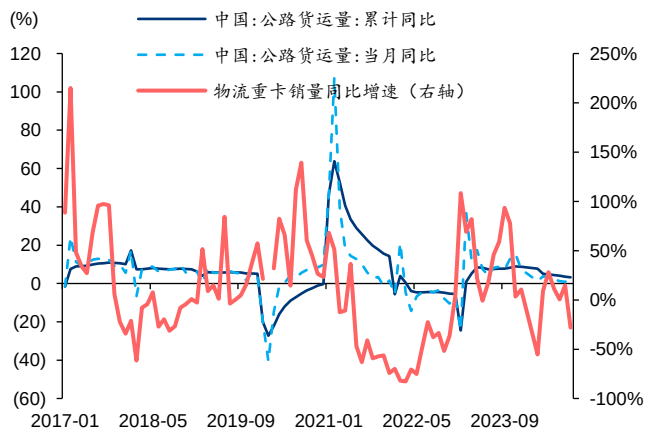
我们预计 2024-2025 年物流车销量需求为 40/44 万辆：物流重卡保有量中枢有望保持稳定，增量主要来自置换需求。2020 年以来公路货运量处于稳增状态，加之治超治载政策执行效果充分释放、降低了单车运力，物流重卡保有量中枢保持增长态势，从 2020 年的 427 万辆增至截止 24 年 9 月末的 510 万辆，而由于 2024 年终端货运市场处于运价低迷、货少车多状态，物流重卡保有量边际增长略有放缓。

图表100：国内大宗商品公路运输价格变化情况（元/吨公里）



资料来源：物泊科技、华泰研究

图表101：公路货运量变化趋势与物流重卡销量变化基本一致



资料来源：Wind、Thinkcar、华泰研究

基于以上，我们做出核心假设：

（1） **需求端-运价：假设大宗商品公路运价 2024-2025 年为 0.32/0.31 元每吨公里。**考虑到公路货运量近年稳步上行，而运价相对低迷，反应市场供应大于需求，整体货运市场规模在边际下滑，我们假设运价略有下降，2025 年基本稳定，同时公路货运量已逼近 2019 年的高点，我们假设 2025 年基本稳定，对应的货运市场总规模略有下降。

（2） **供给端-单车运力：假设 2024-2025 年基本不变。**考虑到物流重卡为相对需求较好的市场，车企有竞争动力，且在 2024 年市场运价较低迷时期，用户购买二手重卡意愿强，出清了市场闲置运力，我们假设 24-25 年物流重卡单车运力不变，每单位货运市场规模对应物流车运力为 0.257。

（3） **若要满足 2024-2025 年的公路货运需求，我们测算对应物流重卡保有量为 519/501 万辆，对应置换需求应为 40/44 万辆。**

图表102：2024-2025 年物流重卡销量和保有量推算情况

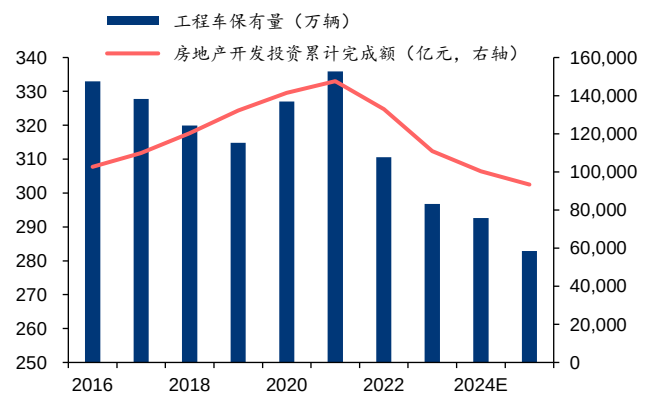
销量（万辆）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
2016年以前	175	157	127	95	74	50	29	8	2	0
2016	51	51	51	51	51	51	51	51	15	5
2017	-	71	71	71	71	71	71	71	71	21
2018	-	-	58	58	58	58	58	58	58	58
2019	-	-	-	71	71	71	71	71	71	71
2020	-	-	-	-	101	101	101	101	101	101
2021	-	-	-	-	-	88	88	88	88	88
2022	-	-	-	-	-	-	30	30	30	30
2023	-	-	-	-	-	-	-	43	43	43
2024E	-	-	-	-	-	-	-	-	40	40
2025E	-	-	-	-	-	-	-	-	-	44
2026E	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
物流车保有量	**226**	**279**	**307**	**346**	**427**	**491**	**499**	**522**	**519**	**501**
公路货运量（万吨）	3,363,404	3,679,517	3,959,059	4,160,640	3,426,413	3,913,889	3,711,928	4,033,681	4,154,692	4,154,692
大宗商品运输价格（元/吨公里）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.39	0.34	0.32	0.31
货运市场总量（元/万吨/公里）	0	0	0	0	0	0	1,432,340	1,371,141	1,334,246	1,287,954
每万吨公路货运量对应重卡需求（辆）	-	-	-	-	-	-	0.29	0.26	0.26	0.26

资料来源：Wind、Thinkcar、华泰研究

➢ **内需：2024-2025 年重卡销量为 56.2/62.1 万辆**

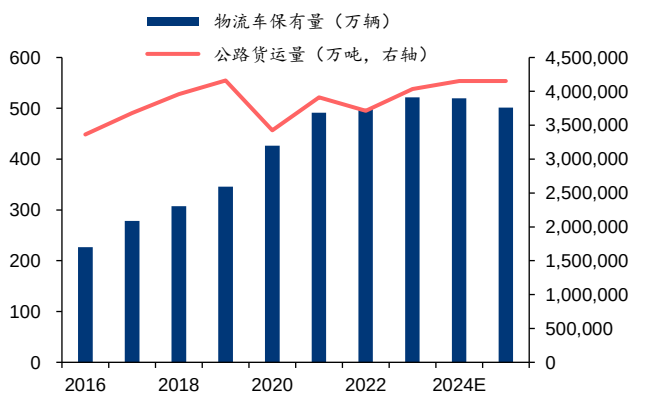
我们测算 2024-2025 年重卡保有量为 812/784 万辆，可满足稳增长的下游需求状态，对应重卡销量为 56.2/62.1 万辆，2024 年由于运价低迷、房地产基建等投资仍处于低位，加之二手重卡价格更有优势，重卡新增需求有所承压，往 2025 年看，下游需求有望稳增长，加之 2025 年对应 2017-2018 年销量高峰的置换周期，我们认为重卡终端需求有望温和复苏。

图表103：工程重卡保有量测算



资料来源：Wind、Thinkcar、华泰研究测算

图表104：物流重卡保有量测算



资料来源：Wind、Thinkcar、华泰研究测算

从生命周期看，2025 年具备充足的更新置换基础，佐证我们上文的销量推算。重卡使用寿命约 8-10 年，我们假设 8/9/10 年使用时间对应的淘汰率为 70%/90%/100%，推算 2025-2026 年重卡仅靠自然置换可释放的增量销量为 37.5/41.6 万辆，反映 2025-2026 年具备充足的置换基础。从排放标准看，2025-2026 年对应着 2017-2018 年的国五车自然更换需求，2017-2018 年为国五车的销量高峰，分别实现 90/104 万辆，我们测算其有望在 2025-2026 年分别释放 28/40 万辆销量，若未来政策推行鼓励国五车更新替换，且 2025-2026 年有充分的国五车置换基础，则有望释放较大销量弹性。

图表105：当前保有量情况

	新能源车	国 II	国 III	国 IV	国 V	国 VI	合计
2016	565	331	3,326	508,957	152,909	5	666,475
2017	730	27	330	129,842	897,186	7	1,028,163
2018	663	-	1	2,069	1,041,685	-	1,044,423
2019	5,034	-	1	441	1,123,056	34,700	1,163,232
2020	2,608	-	-	548	1,333,637	236,074	1,572,867
2021	10,430	2	9	1,846	1,081,560	318,784	1,412,631
2022	25,037	-	-	554	7,597	445,760	478,948
2023	34,002	-	-	206	1,571	576,984	612,763
24Q1-3	48,267	-	-	102	289	382,252	430,910
2016年起淘汰增量							
2024E	170	99	998	152,687	45,873	2	199,828
2025E	276	41	432	89,848	284,447	3	375,046
2026E	272	3	33	13,605	402,224	1	416,138

资料来源：Wind、华泰研究

图表106：重卡排放标准切换时间，以及历史切换时采取的政策

全面实施时间		不同类型具体实施时间	
国1	2001年7月1日	轻型柴油车	2001年10月1日
		重型汽油车	2003年7月1日
		重型燃气车	2003年7月1日
		重型柴油车	**2001年9月1日**
国2	2004年7月1日	轻型柴油车	2006年7月1日
		重型汽油车	2004年9月1日
		重型燃气车	2004年9月1日
		重型柴油车	**2005年9月1日**
国3	2009年7月1日	轻型柴油车	2009年7月1日
		重型汽油车	2010年7月1日
		重型燃气车	2008年7月1日
		重型柴油车	**2008年7月1日**
国4	2013年7月1日	轻型柴油车	2013年7月1日
		重型汽油车	2013年7月1日
		重型燃气车	2011年1月1日
		重型柴油车	**2013年7月1日**
国5	2017年7月1日	东部11省市所有轻型汽油车、轻型柴油客车、重型柴油车(仅公交、环卫、邮政用途)	2016年4月1日
		所有轻型汽油车、重型柴油车（客车和公交、环卫、邮政用途）	2017年1月1日
		所有重型柴油车	**2017年7月1日**
		所有轻型柴油车	2018年1月1日
国6A	2019年7月1日	所有燃气汽车	2019年7月1日
		所有轻型汽车	2020年7月1日
		重型车	**2021年7月1日**
国6B	2023年7月1日		

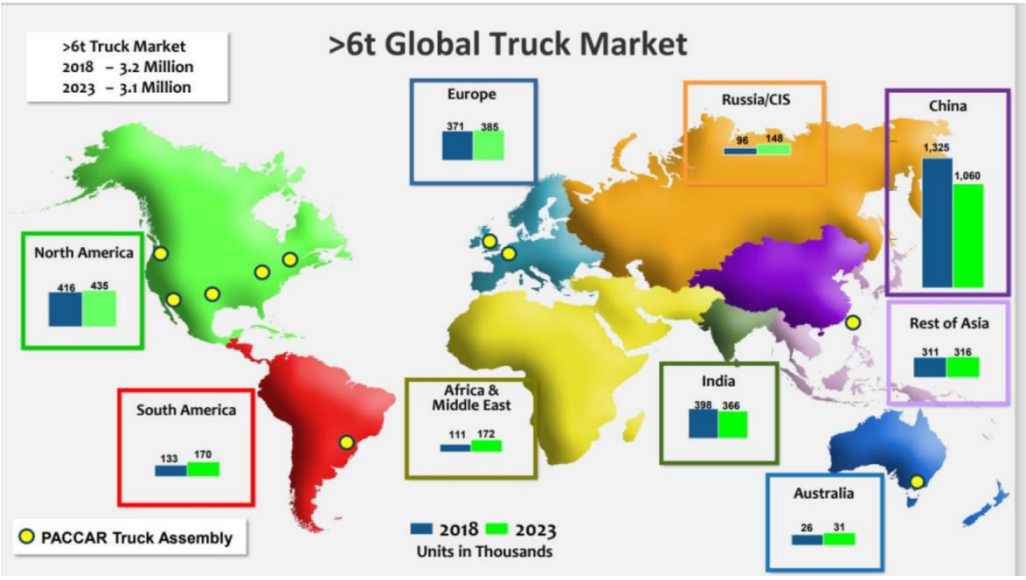
资料来源：Wind、华泰研究

出口：预计 2025 年出口 34 万辆，亚非拉为主力

复盘：重卡出口聚焦发展中国家市场，出口结构趋于多元化。17-19 年，我国重卡出口主要集中在东南亚和非洲地区，2019 年 TOP3 出口国家为菲律宾、尼日利亚和越南，销量分别为 1.4/0.9/0.8 万辆，对应出口占比 13%/8%/8%。**公共卫生事件期间，受海运物流及基建人员流动限制影响，非洲市场出口有所下滑，出口重心转向独联体及东南亚等陆地接壤地区。**2022 年，出口量排名前三的市场分别为独联体、越南和菲律宾，销量分别为 3.6/2.8/1.4 万辆。其中独联体受俄乌战争影响出现市场缺口，销量大幅提升 393%。23-24 年全球经济和基建需求逐步复苏，除独联体和沙特外，我国依然重点突破新兴市场。相较于 22 年，23-24H1 墨西哥、乌兹别克斯坦、刚果等地销量大幅提升。整体看，进入 24H1，新兴市场的布局加快，出口结构更加多元化。

展望：独联体收窄，亚非拉成为重要增量。根据帕卡数据，全球除印度外的新兴市场的 6 吨以上卡车容量约为 90 万辆，而我国重卡出口中枢约 30-35 万辆，仍有较大渗透空间，往后看我们认为亚非拉是我国重卡出口重点国家，当前市场总量约为 66 万辆，重卡需求有望随当地基建投资增加、城市化率提高而增加，而我国重卡较欧美日韩二手车更具成本优势，有望抢占更多市场份额。

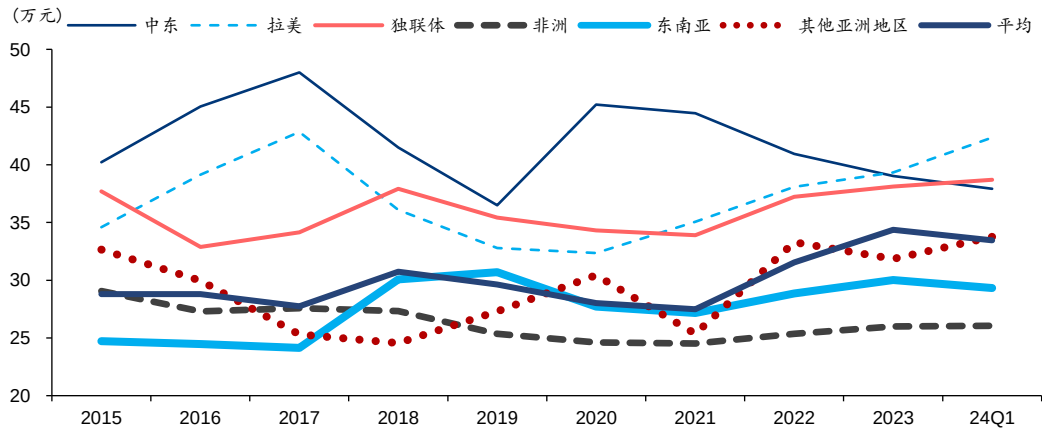
图表107：2023 年除印度外的新兴市场卡车市场容量约 90 万辆



资料来源：PACCAR、华泰研究

考虑报废税或使独联体出口体量收窄，以价换量有概率成为 25 年重卡出口重要手段。2023 年独联体贡献了 35%左右的出口量，为我国重卡出口的重要市场之一，考虑到独联体部分国家对我国重卡出口的报废税有增加，往后看独联体出口体量或有所下滑，我们认为重卡企业或采取以价换量手段，在非独联体国家博取更大出口体量，对冲独联体出口下滑。同时海关数据显示，近年来我国重卡出口平均单价呈现明显上移，从 21 年 27 万元增至 24Q1 的 33 万元，尤其是拉美、亚洲等地区的价格边际增长更大，侧面反应重卡出口存在较大的以价换量空间。

图表108：中国重卡出口平均价格情况



资料来源：海关总署、华泰研究

基于中汽协口径，我们预计 24-25 年我国重卡出口为 30/34 万辆，同比+12%/+14%。重卡为生产资料，我们认为我国重卡出口增速与各国 GDP 总量增速为正相关关系，并将二者增速做简单线性相关，其中中东与东南亚 GDP 增速或较高，但性价比较高的日韩重卡在当地销售较多，我国重卡出口增速或不完全与当地经济增速挂钩：

(1) **独联体国家：**独联体部分国家自 2024 年 10 月起将大幅提高汽车报废税，增幅预计达 70-85%，并计划每年持续增长至 2030 年，影响了我国卡车的成本优势，对重卡出口或有压制，我们预计独联体出口短期趋于稳定，24-25 年出口量为 9.1/7.6 万辆。

(2) **东南亚&中东：**经济增速较高，但市场竞争激烈，预计我国重卡出口增速低于其重卡总需求增速。我们参考 Allianz Trade 对经济体 GDP 的预测，并假设我国重卡可斩获 60%的需求增量，对应 24-25 年出口量分别为 7.5/8.6 万辆、3.1/3.7 万辆。

(3) **中亚&非洲&拉美：**当地基建需求增速高、城市化率快速提升，自身重卡需求有望持续增长，且当地多应用欧美二手重卡，凸显了我国重卡明显的经济性优势，看好我国重卡持续斩获市场份额。我们参考 Allianz Trade 对经济体 GDP 的预测，并假设我国重卡可斩获 80%左右的需求增量，预计 24-25 年我国重卡对中亚、非洲、拉美出口量分别为 4/5.3 万辆、7.4/10.6 万辆、2.3/2.8 万辆。

图表109：我国重卡出口销量判断

	重卡销量（万台）									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1	2024E	2025E
独联体	1636	2166	3193	2881	7304	36054	122858	47243	91336	75589
东南亚	53131	28700	31599	27904	57634	60811	54824	35641	74846	86101
中东	1145	762	1405	1610	2931	9792	22494	14904	31298	36549
中亚	5877	11645	15980	10777	16207	17186	33246	17379	39972	52708
非洲	17048	15847	21956	16468	33160	38592	51791	32268	74216	105937
拉美	3616	4957	6877	5780	11116	12376	17937	10010	23023	28245
其他	25400	25229	24845	22597	30297	37805	43562	25736	54046	58369
出口总量	**107853**	**89306**	**105855**	**88017**	**158649**	**212616**	**346712**	**183181**	**388738**	**443499**

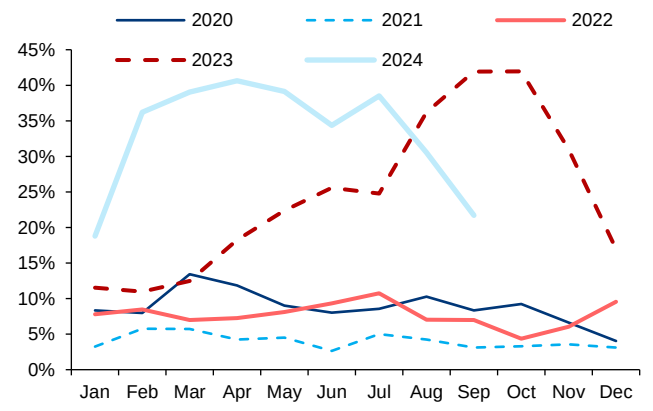
资料来源：海关总署、华泰研究
注：为海关总署口径

能源结构：油气价差稳定下 LNG 重卡或平稳，新能源车弹性大

➢ **LNG 重卡：预计 24-25 年销量 16.9/17.7 万辆。**

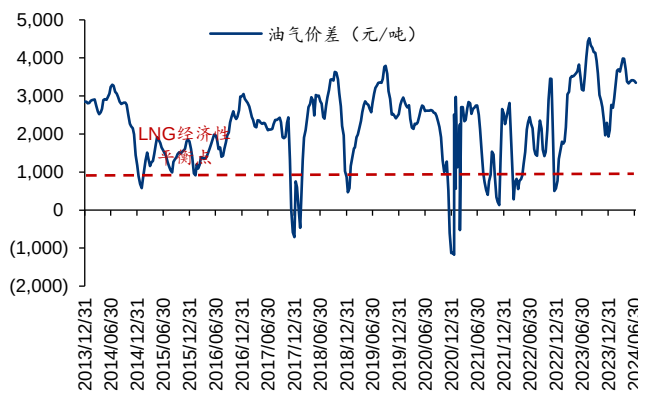
LNG 重卡渗透率已触达一定峰值，油气价差收窄下，销量或保持平稳状态。根据卡车之家，国六的 LNG 车与柴油车的价差在 5-10 万元，假设柴油/LNG 重卡百公里能耗为 33L 柴油/33kg LNG，运营里程 20 万 km/年对应的每百公里耗能为 28.1kg 柴油/33kg LNG，我们测算，当油气单位价差在 2200 元/吨以上，LNG 车的经济性凸显。23H2 以来，油气价差持续扩大，加之运价低迷、LNG 基础设施已完善，LNG 重卡终端渗透率高达 40%，24H2 以来油气价差因汽价上行而有收窄，LNG 单月渗透率降至 20%左右。

图表110：LNG 重卡终端渗透率情况



资料来源：Thinkercar、华泰研究

图表111：油气价差情况



资料来源：智能汽车观察、华泰研究

预计油气价差短期内位于收窄区间，LNG 需求或呈现平稳状态，预计 24-25 年 LNG 重卡为 16.9/17.7 万辆，同比+11%/+4%，关键假设如下：

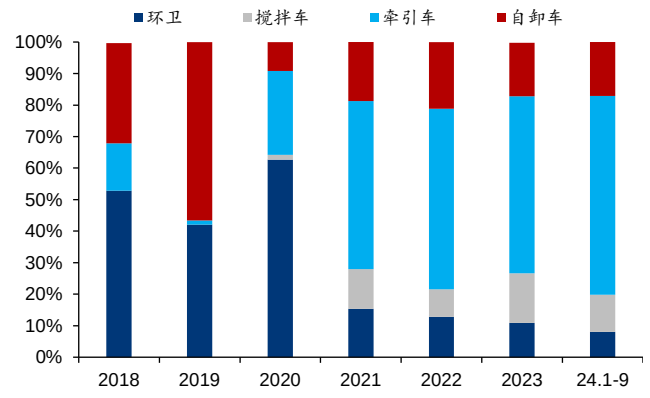
(1)油气价差：考虑国内 LNG 产量基本稳定，加气站数量增加，但国际 LNG 库存减少、国内工厂出货顺畅且库存低，LNG 价格或震荡走高，我们参考科瑞咨询，预计 25 年 LNG 价格增长 7%。但柴油价格或同样在低位，参考化工组观点（《基础化工/石油天然气：中上游压力仍存，下游或率先修复》，2024.11.4），我们预计 24-26 年油价或有所降低（在 24H2-25H1 需求淡季及 OPEC+减产协同力度减弱等因素下，油价或面临短期压力，但考虑主力产油国及增量来源国的财政盈亏平衡油价处于 37-60 美元/桶区间，油价长期中枢或存在底部支撑，预计 24-26 年布伦特原油均价分别为 80/74/75 美元/桶）。综合来看，我们预计 25 年油气价差或在低位，LNG 重卡的成本优势较 23H2-24H1 有一定程度的削弱。

(2)牵引车渗透率：24 年以来，油气价差前高后低，9 月牵引车的 LNG 渗透率已从 4 月 76%的高点降至 42%。考虑 25 年油气价差或在低位，但下游运价保持低迷状态，LNG 重卡较柴油车仍有一定经济性，我们预计 LNG 重卡需求或保持平稳。假设 25 年 LNG 牵引车渗透率与 24H2 持平，在 55%以内，对应 25 年 LNG 重卡销量为 17.7 万辆。

➢ **新能源重卡：预计 24-25 年销量 7.6/10 万辆，牵引车渗透率 25%/30%**

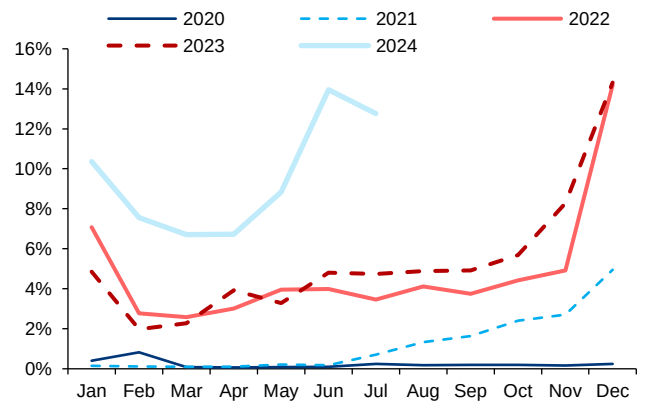
新能源重卡单月渗透率已达 10%+，场景从公共环卫和渣土运输到高污染封闭厂区运输到更多运输场景。新能源重卡渗透率从 2020 年的 0.17%增至 2024Q1-3 的 11.26%，2024 年渗透率逐月提高，9 月渗透率已达 18.14%。2020 年以前新能源重卡主要应用在公共领域的环卫工作和渣土运输，2021-2023 年高补贴退潮，环保分级政策驱动钢厂、矿区等高污染的封闭场地和短倒运输场景加大了新能源重卡应用，新能源牵引车需求高增，2024 年以来新能源重卡高增增长，主要受益于动力电池价格下探、重卡电池量扩大覆盖了更多运输场景，新能源牵引车销量快速增长。

图表112：新能源重卡销量结构变化情况



资料来源：智能汽车观察、华泰研究

图表113：新能源重卡渗透节奏



资料来源：Thinkcar、华泰研究

我们认为新能源重卡渗透主力场景在于封闭场景倒短与短途运输。新能源重卡替代柴油重卡的驱动力在于政策导向，而渗透率快速提升的核心因素在于经济性。新能源重卡在价格端受益于政策补贴、税费减免、优惠路权政策，运营端受益于电池价格下降，综合公里运营成本低于柴油重卡，在部分场景如港口/园区/砂石料短途运输/煤炭运输替代柴油城建渣土车，以及在中心仓-城市仓的中短途运输替代柴油牵引车：

（1）封闭场景短倒：如钢厂煤矿港口等作业路线固定、重卡高负荷连续作业、工况差油耗高电价低等场景，新能源重卡有较强经济性。以新疆的煤矿区应用为例，开采区运输到卸料区单趟距离 2km，日均往返 63 次，以当地电价和柴油价计算，新能源自卸车的单公里能源成本可较柴油车降低 78%。

（2）短途运输：如煤矿电厂间短途运输、铁路水路的公路接驳运输、短途直送的运输等单程距离短切线路固定的大宗商品短途运输场景，新能源重卡经济性也较强。以钢厂的短驳运输场景为例，单趟运距在 50km 以内，年公里数 10 万公里左右，纯电重卡和换电重卡的购车成本、能源成本、维保成本均低于燃油重卡。

图表114：燃油与新能源自卸车能源成本对比

车型	8X4燃油自卸车	8X4换电自卸车
月公里数(km)	3800	3800
单公里油/电耗(L/km、kWh/km)	1	2.2
单位油/电耗费用(元/L、元/kWh)	7	0.5
公里油/电耗费用(元)	5	1.1
月油/电耗费用(元)	19152	4180

资料来源：运联智库、华泰研究

图表115：短途运输场景的不同燃料类型重卡综合成本对比

关键成本项		燃油重卡	纯电重卡	换电重卡	燃料重卡
购车成本	总成本(万元)	48	50	35	125
	年成本(万元)	4	4.2	2.9	10.4
能源成本	单位能源价格(元/L、元/kWh、元/kg)	7.5	1.1	1.5	30
	单公里能耗(L、kWh、kg)	0.38	1.6	1.6	0.09
	年成本(万元)	28.5	17.6	24	27
维保成本	单公里维保成本(元/km)	0.18	0.07	0.05	0.08
	年成本(万元)	1.8	0.7	0.5	0.8

注：购车成本=车头+车挂，折旧公里数 120 万 km，单位能源价格包含服务费，换电车型包括电池租赁费
资料来源：运联智库、华泰研究

考虑到以旧换新政策对新能源重卡补贴力度最大，政策效果在 Q4 释放或提振新能源重卡销量，24 年 1-10 月新能源重卡销量已达 5.6 万辆，我们预计全年销量为 7.6 万辆，在牵引车渗透率为 25%。往后看，随着新能源重卡政策持续加码、电池价格下降带动终端价格下降，我们假设 25 年新能源在牵引车渗透率为 30%，对应销量为 10 万辆。

摩托：产品力迎头赶上，发力欧洲空间广阔

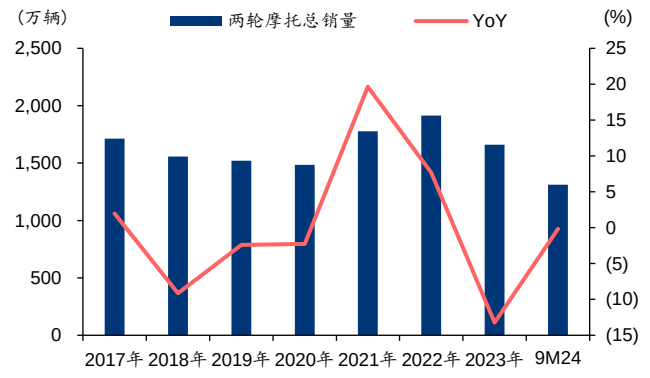
回顾 24：大排量市场扩张、份额集中，出口业务景气高

24 年 1-9 月，我国两轮摩托总销量达 1311 万辆（包含电摩及电轻摩），同比基本持平，其中出口销量同比增长 27.7%至 777 万辆。

24 年 1-9 月大排量摩托内外两旺，份额向头部集中

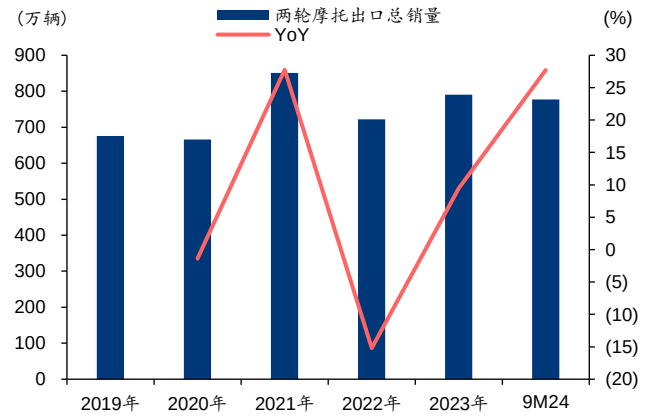
大排量摩托销量高增，内销出口需求两旺。250cc+大排量摩托 1-9 月总计销售超 57 万辆，同比高增 40.5%，国内销量同比+23.8%至 32.3 万辆，出口销量同比+67.2%至 24.9 万辆，24 年玩乐类摩托市场整体呈现内外两旺的态势。

图表116：2017-2024.1-9 中国摩托销量及同比增速



资料来源：中国摩托车商会、华泰研究

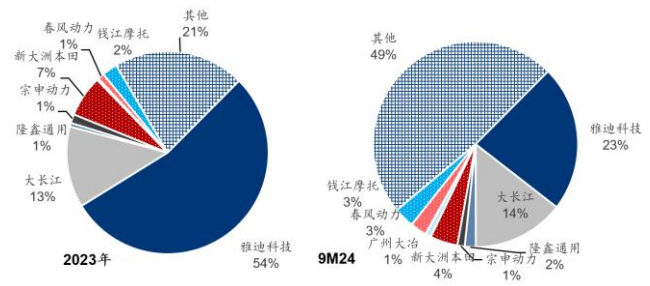
图表117：2019-2024.1-9 中国两轮摩托出口总销量



资料来源：中国汽车工业协会，华泰研究

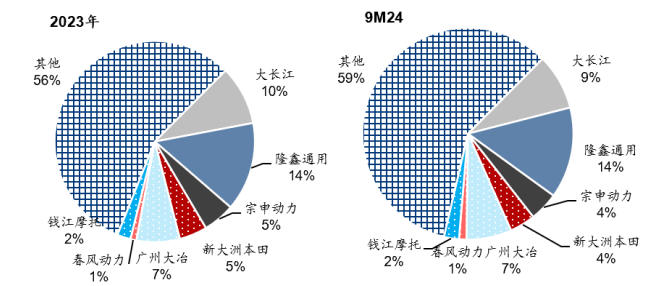
小排量踏板竞争激烈，两轮摩托市场竞争格局分散。从摩托内销市场份额来看，因雅迪电摩、电轻摩产品遭电踏、电自等产品取代，品牌份额急剧下跌，大长江、隆鑫等品市占率略有上升，但整体格局仍然高度分散，小排量踏板领域竞争日益激烈。相对应地，合资厂商如新大洲本田、五羊本田、济南铃木受到份额挤压，24 年 1-9 月销量均出现不同程度下滑。出口方面，隆鑫代工业务规模领先，连续占据市场份额第一的位次，占比约 14%；大长江占比约 9%，其余各品牌份额均较小。

图表118：2023 及 24 年 1-9 月摩托内销市场份额



资料来源：中国摩托车商会、华泰研究

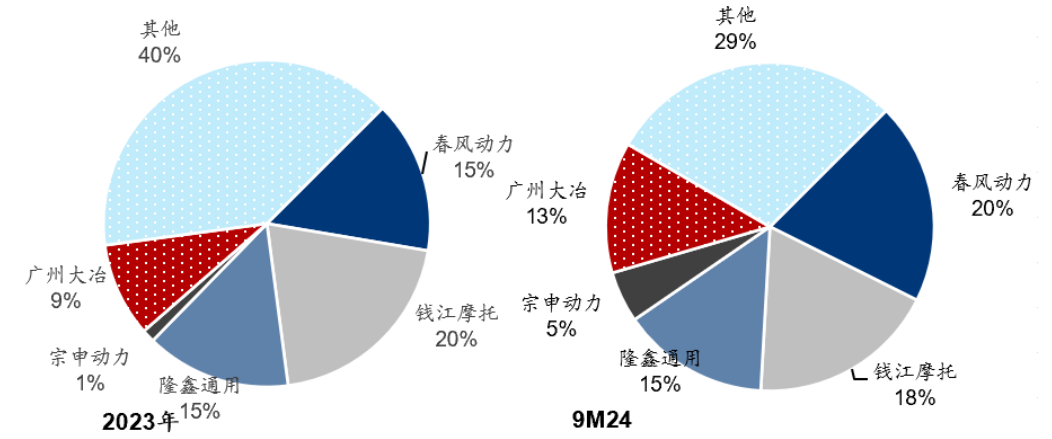
图表119：2023 及 24 年 1-9 月摩托出口市场份额



资料来源：中国摩托车商会、华泰研究

大排量竞争格局向头部集中。着眼 250cc+大排量摩托市场，其竞争格局变化则是向头部头部集中，24 年 1-9 月 CR5 企业份额达到 71%，较 22/23 年份额分别提高了 18/11pct。春风动力、钱江摩托、隆鑫通用前 9 月大排量摩托销量分别同比+93%/25%/62%至 11.4/10.6/8.3 万辆。

图表120：2023 及 24 年 1-9 月大排量摩托市场份额

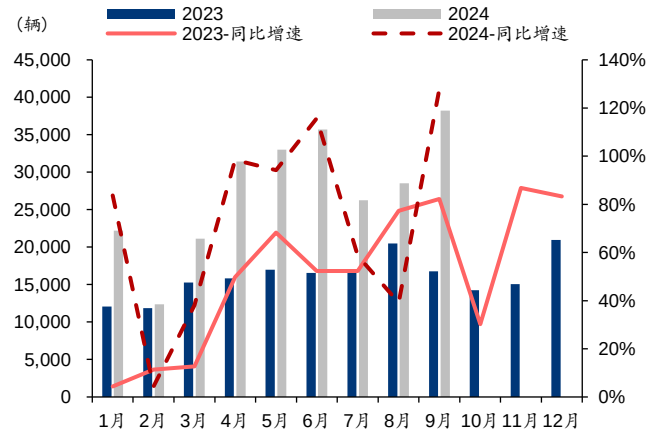


资料来源：中国摩托车商会、华泰研究

24 年摩托出海维持高景气，欧洲、北美为大排主要出口地

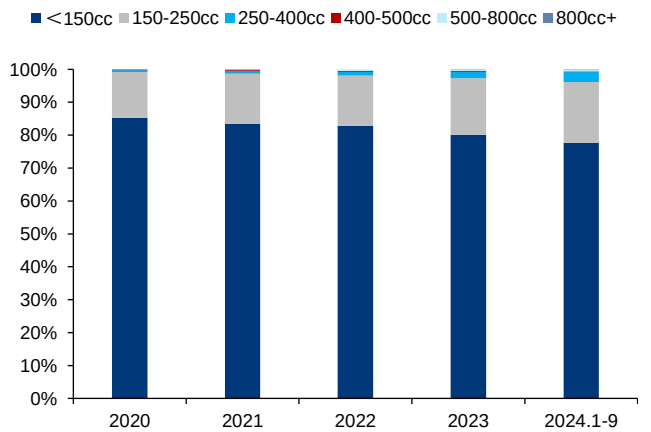
24 年摩托出海高景气，大排量出口同比高增。24 年 1-9 月，中国摩托（110cc+）出口总销量 618 万辆，同比+37%，250cc+摩托出口 25 万辆，同比+75%，大排量摩托出海提速显著。24 年以来，国内摩托厂商隆鑫、春风、钱江等推出多款中大排量产品，如隆鑫的无极 DS525/DS900、春风的 CFMOTO 450SR/NK 以及钱江的 QJ Motor SRK400RR /SRT600。过去，自主品牌在与外资合作过程中不断提升产品力和品牌认可度，24 年以来加快开辟海外渠道，导入更多高性价比车型，助推中国大排量摩托出海销量高增。

图表121：2023-2024 年 9 月中国 250cc+摩托出口月度销量及 YoY



资料来源：中国摩托车商会、华泰研究

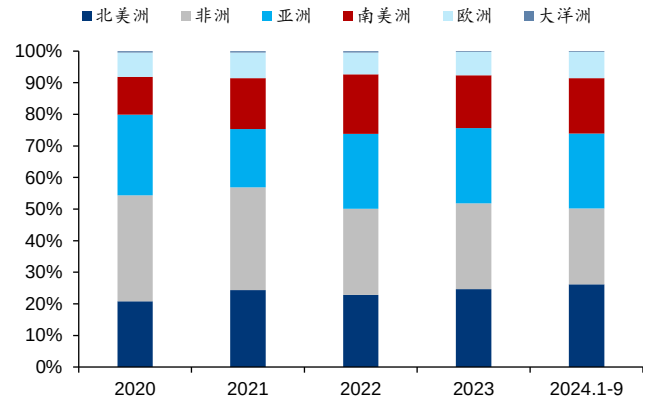
图表122：2020-2024 年 1-9 月中国摩托出口排量结构



资料来源：中国摩托车商会、华泰研究

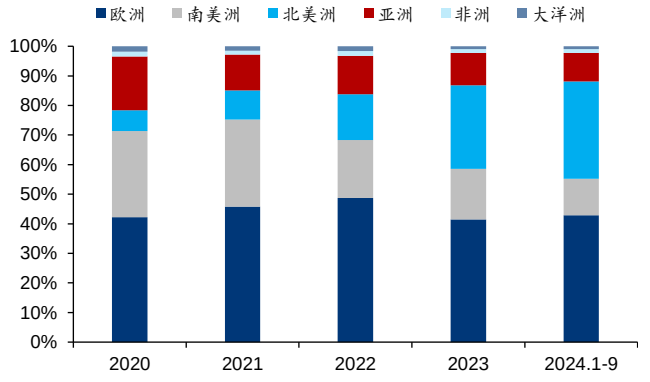
分区域看，北美洲和欧洲是大排量摩托主要出口地。24 年 1-9 月，中国摩托主要出口地为北美洲、亚洲和非洲，份额分别为 25.8%、24.2%和 23.9%，总计销量约为 772 万辆；大排量摩托主要出口地为欧洲和北美洲，份额为 44%和 32%，销量为 17 万辆和 13 万辆，400cc+摩托主要出口地为欧洲，份额为 73%，销量约 6 万辆，主要由于欧洲和北美的摩托需求以大排量玩乐类为主。中国 150cc 以下通路车的主要出口地为南美、亚洲和非洲，出口形式以代工为主，24 年 1-9 月同比+19%，增速稳定。

图表123：2020-2024.1-9 中国摩托出口分布



资料来源：海关总署，华泰研究

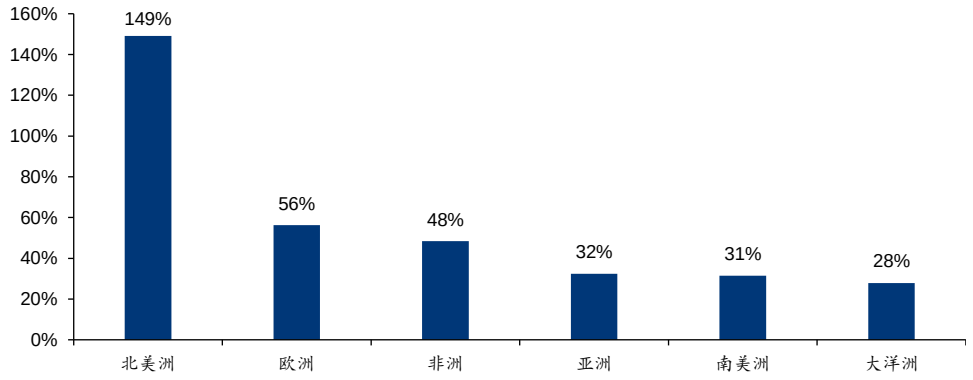
图表124：2020-2024.1-9 中国 250cc+摩托出口分布



资料来源：海关总署，华泰研究

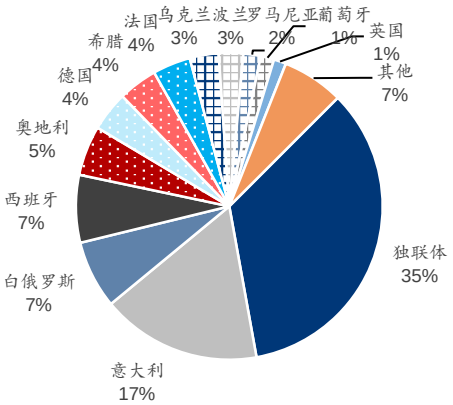
24 年以来大排量摩托出口增速迅猛，主要系北美和欧洲大排量摩托出口延续增长势头。根据海关总署统计，24 年 1-9 月，中国摩托出口欧洲 87 万辆，同比+28%，其中 250cc+出口 17 万辆，同比+56%。20-23 年间中国出口欧洲 250cc+摩托销量 CAGR 为 56%，出口欧洲的重点国家有独联体、意大利、法国、西班牙，24 年 1-9 月份额分别为 33%、11%、7%、7%，在 250cc+排量段中份额为 35%、17%、4%、7%，250cc+摩托出口欧洲增速最快的国家为斯洛文尼亚，同比+2767%。24 年 1-9 月，中国摩托出口北美 273 万辆，同比+41%，其中 250cc+出口 13 万辆，同比+149%。20-23 年间中国出口北美 250cc+摩托销量 CAGR 为 149%，出口北美重点国家有墨西哥和美国，24 年 1-9 月份额分别为 59%和 10%，在 250cc+排量段中份额分别为 77%和 6%。

图表125：2020-2023 年间不同地区中国 250cc+摩托出口销量 CAGR



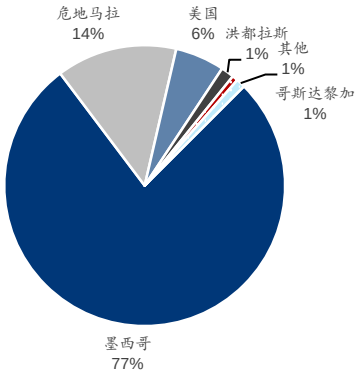
资料来源：海关总署，华泰研究

图表126：2024.1-9 中国出口欧洲 250cc+摩托分国家份额



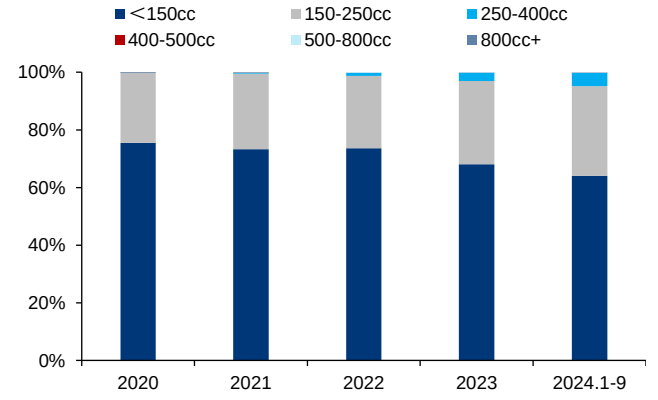
资料来源：海关总署，华泰研究

图表127：2024.1-9 中国出口北美 250cc+摩托分国家份额



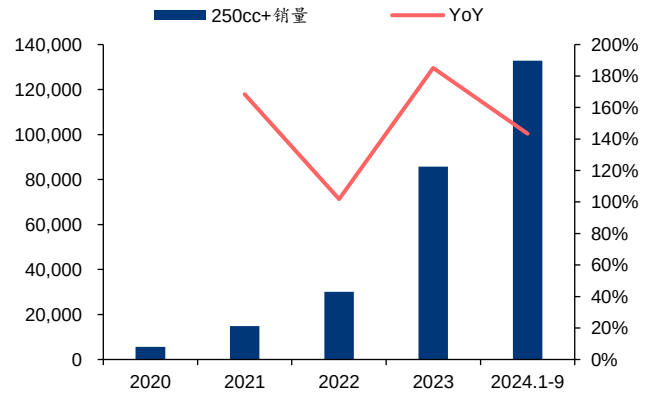
资料来源：海关总署，华泰研究

图表128：2020-2024.1-9 中国出口北美摩托排量结构



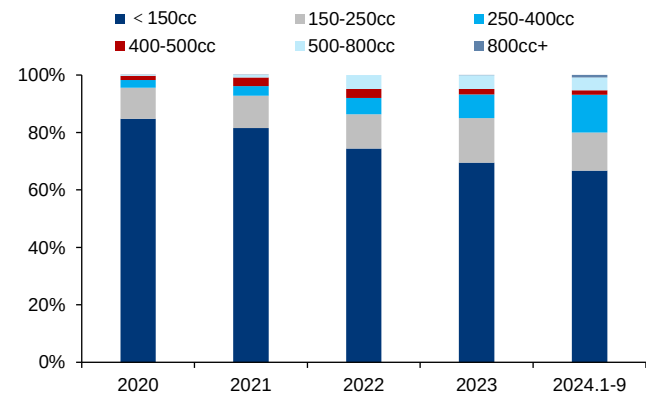
资料来源：海关总署，华泰研究

图表129：2020-2024.1-9 中国出口北美 250cc+摩托销量（辆）及 YoY



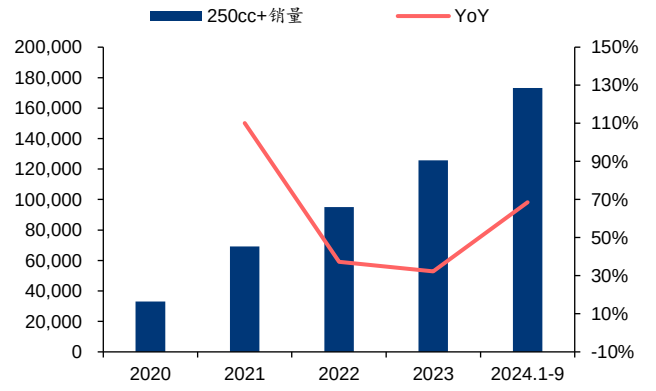
资料来源：海关总署，华泰研究

图表130：2020-2024.1-9 中国出口欧洲摩托排量结构



资料来源：海关总署，华泰研究

图表131：2020-2024.1-9 中国出口欧洲 250cc+摩托销量（辆）及 YoY



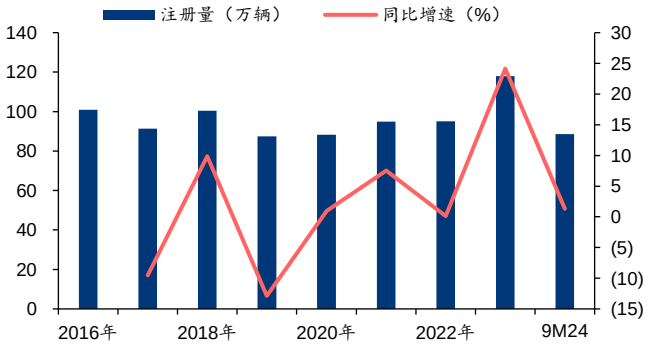
资料来源：海关总署，华泰研究

展望 25：以欧洲为出口“桥头堡”，大排量出口或延续高增

出海：欧洲摩文化深厚，结构性增量为自主品牌出海机遇

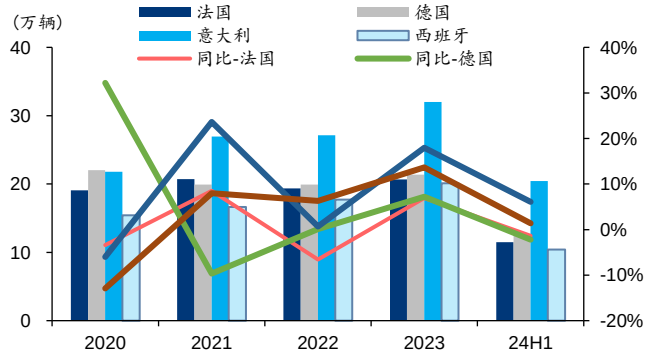
西欧摩托总量稳重有升。西欧作为全球大排量摩托的聚集地，在 17-19 年通路车市场趋于饱和阶段，叠加经济增速放缓、排放标准切换、能源成本上升等因素影响，总销量出现小幅下滑。但 2020 年以来，疫情激活了当地市场对大排量玩乐型摩托的需求，在电摩补贴退坡等背景下，总量维持稳重有增的趋势——23 年西欧核心五国摩托注册量同比+24%至 118 万辆，24 年 1-9 月销量同比+1.3%至 89 万辆，其中法国、德国、意大利、西班牙、英国注册量占比分别为 19%/21%/33%/17%/10%。

图表132：2016-24 年 1-9 月西欧五国摩托注册量



注：五国为法国、德国、意大利、西班牙和英国
资料来源：ACEM，华泰研究

图表133：西欧分国家注册量及同比增速



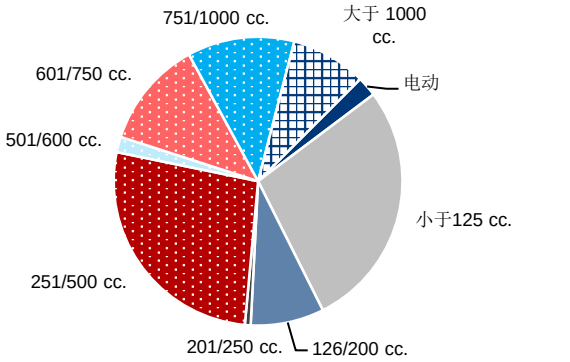
资料来源：Statista Market Insights，华泰研究

由于欧洲国家众多，各国消费习惯有所差异，我们以意大利及德国为例探究西欧摩托消费特征：

1） 中大排量为消费主流，大排量占比呈上升趋势

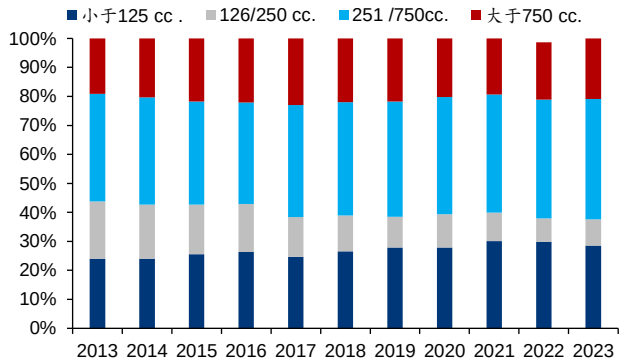
参考意大利 23 年摩托市场分布，250cc 以上的中大排量摩托累计占比超 50%，其中 600cc 以上排量段占比超 32%。从趋势上看，126-250cc 排量段占比已经由 2013 年的 20%下探至 23 年的 9%，而 251-750cc 排量段占比则从 37%提升至 42%。视角缩至 22-23 年变化，601-750/751-1000cc 两个排量段车型销量同比增长均超 40%，251-500cc 销量同比+16.1%，而 501-600cc/201-250cc 排量车型销量则同比下滑 22.4%/24.8%。由此我们推断，**以意大利为首的西欧市场或存在新入消费者扩容（更偏向于购买踏板及中量级的入门排量段车型）以及玩乐型摩托排量段升级两大趋势。**

图表134： 2023 年意大利摩托分排量段销量表现



资料来源：ANCMA、华泰研究

图表135： 意大利历史排量段销量占比变化

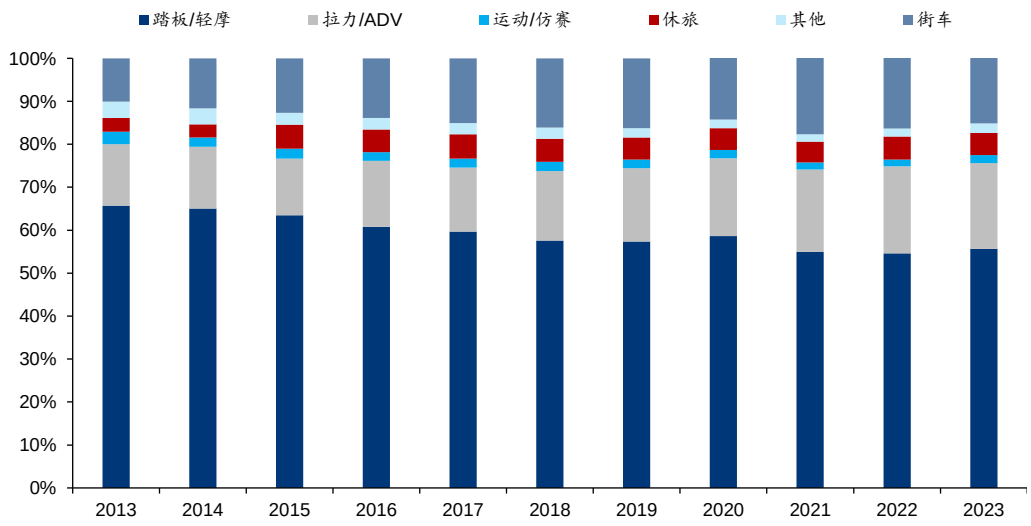


资料来源：ANCMA、华泰研究

2） 踏板占据半数以上份额，玩乐类摩托占比快速提升

分品类来看，以通勤属性为主的踏板/轻摩仍是意大利摩托市场主力类别，份额超 50%，但近两年占比呈下滑趋势，份额从 13 年的 65.7%下滑至 2023 年的 55.7%。而在玩乐属性为主的摩托中，**ADV/拉力车型为主流产品，占据近 20%份额**，其余品类中，街车占比约 17%，休旅类别占比 5.1%，近年来份额基本稳定，运动仿赛 23 年占比约 1.9%，销量同比增速达 36%。

图表136： 意大利分类别车型销量

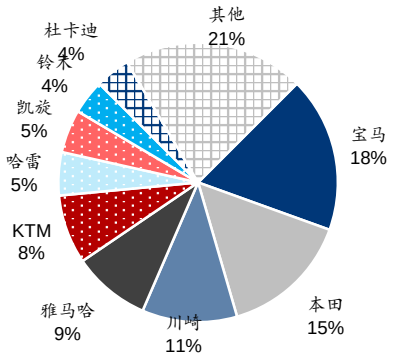


资料来源：ANCMA、华泰研究

3） 宝马、本田占据鳌头，热销车型集中在 700cc+

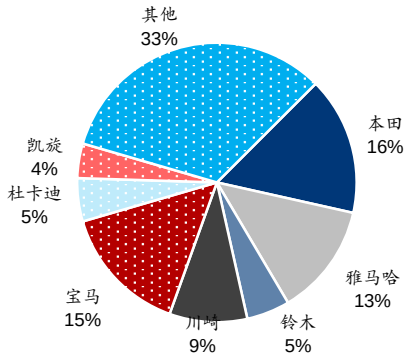
欧洲摩托市场大头由欧系和日系品牌瓜分，其中宝马、本田稳居前二地位。据 Statista 统计，两品牌在全欧洲份额约 15%/16%，而在西欧核心国家德国，宝马/本田市场份额分别达 18%/15%，日系川崎、雅马哈紧随其后，铃木/杜卡迪/凯旋/哈雷份额约 4-5%左右，本土品牌 KTM 在德国份额达约 8%。

图表137： 24 年 9 月德国摩托市场份额



资料来源：Motorrad、华泰研究

图表138： 2023 年欧洲摩托市场份额



资料来源：Statista Market Insights，华泰研究

从德国及意大利 24 年热销车型来看：**1）大轮踏板最为畅销。**采用欧系“大脚羊”元素的本田 SH125/150/350 在意大利 TOP4 车型中占据三席，而光阳针对欧洲设计的大轮 Agility125 同样受到好评，为意大利 1-9 月销量第三的摩托车型。**2）玩乐类车型中，宝马公升级 ADV 为爆款，热销车集中在 700cc+。**公升级 ADV 宝马 R1300GS/ R1250 GS 为标杆级产品，其中 R1300GS 在德国、意大利月销可达 400 台左右；其余热销车型也以 700cc+排量段为主，品牌涵盖亚马哈、川崎、贝纳利、奥古斯塔等。

图表139： 德国 24 年 9 月销量 Top20 摩托车型（踏板以外）

	品牌	型号	类别		品牌	型号	类别
1	BMW	R 1300 GS	ADV	11	Kawasaki	Z 650	街车
2	Yamaha	MT-09	街车	12	Kawasaki	Z 900 RS	旅行车
3	Honda	XL 750 TRANSALP	旅行车	13	Aprilia	RS 660	街车
4	Kawasaki	Z 900	街车	14	Honda	CMX 500 REBEL	巡航车
5	BMW	F 900 R	街车	15	Husqvarna	701 SUPERMOTO	超级摩托车
6	Honda	CB 750 HORNET	街车	16	KTM	790 DUKE	街车
7	BMW	R 1250 GS	ADV	17	BMW	M 1000 XR	旅行车
8	Yamaha	MT-07	街车	18	Suzuki	GSX-8S	街车
9	MV Agusta	F3 BRUTALE 800	街车	19	Honda	CMX 1100 REBEL	巡航车
10	Yamaha	TÉNÉRÉ 700	ADV	20	GasGas	SM 700	超级摩托车

资料来源：Motorrad、华泰研究

图表140： 意大利 24 年 1-10 月销量 Top20 摩托车型

	品牌	型号	类别		品牌	型号	类别
1	HONDA ITALIA	SH 125	踏板	11	YAMAHA	XMAX 300	踏板
2	HONDA ITALIA	SH 150	踏板	12	SYM	SYMPHONY 125	踏板
3	KYMCO	AGILITY 125 R16	踏板	13	BMW	R 1300 GS	ADV
4	HONDA ITALIA	SH 350	踏板	14	PIAGGIO	VESPA GTS 300	踏板
5	PIAGGIO	LIBERTY 125 ABS	踏板	15	YAMAHA	TMAX	踏板
6	BENELLI	TRK 702/ TRK 702 X	ADV	16	PIAGGIO	MEDLEY 125	踏板
7	HONDA	X-ADV 750	踏板	17	PIAGGIO	VESPA PRIMAVERA 125	踏板
8	PIAGGIO	BEVERLY 300 ABS	踏板	18	PIAGGIO	BEVERLY 400	踏板
9	HONDA ITALIA	ADV 350	踏板	19	HONDA	AFRICA TWIN	ADV
10	KYMCO	PEOPLE S 125	踏板	20	HONDA	SH MODE 125	踏板

资料来源：ANCMA、华泰研究

竞争优势：产品力、渠道、品类拓展，三要素助推中国品牌向外突破

1） 产品力：性能靠近一线厂商，定价优势显著

a. 公升以下主流产品，中国摩托参数、配置媲美一线品牌。

我们对比国内无极双缸 DS525X、春风三缸 675SR 与同级别标杆产品本田 NX500、凯旋 Daytona 660 可以发现：国内产品的最大扭矩/功率、极速等标准性能参数已经接近或者超越海外品牌；悬架、轮胎、卡钳等配件普遍采用头部品牌产品，例如 Brembo 活塞卡钳、KYB 减震等；中国摩托智能化和舒适性配置更多样，曲面仪表、导航投屏、胎压监测、自动大灯等功能配置齐全。此外，近两年我国摩托对工业设计的重视度明显提升，外形更富特色，逐步构建家族式设计语言，在 800cc 以下的主流排量段中，产品力已相当逼近国际一线厂商。

图表141： VOGE DS525X 与 HONDA NX500 参数性能对比

	VOGE DS525X	HONDA NX500
英国售价	**£6199**	£6799
排量(cc)	494	471
油箱容量(L)	17.2	17.5
最大功率(kW)	**41**	34.8
最大扭矩(N·m)	50.5	47.8
最大扭矩转速(rpm)	7000	7000
引擎	直列双缸 8 气门/DOHC	双缸 8 气门/DOHC
悬架	倒置 KYB 减震	Showa 昭和倒置前叉
整备质量(kg)	216	196
变速器挡位	6	6
轴距(mm)	**1470**	1442.72
胎压监测/牵引力控制	**标配**	无
仪表	**7 寸液晶负显彩屏**	5 英寸 TFT 仪表
导航投屏/USB 充电	**标配**	无

资料来源：Moto data，Honda，华泰研究

图表142： 春风 675SR 与 Triumph Daytona 675 参数性能对比

	春风 675SR	Triumph Daytona 660
售价	-	£7995
排量(cc)	674	660
发动机	直列三缸	直列三缸
油箱容量(L)	15	14
最大扭矩(N·m)	70	69
最大扭矩转速(rpm)	8250	8250
整备质量(kg)	195	201
轴距(mm)	1400	1395
悬挂	KYB 倒置式减震	Showa 昭和倒置减震
胎压监测/牵引力控制/快速升档	**标配**	无
仪表	**5 英寸曲面屏 TFT 仪表,支持 MotoPlay**	TFT 屏
导航投屏/USB 充电/自动大灯	**标配**	无

资料来源：Bikesocial, Moto data，华泰研究

b.中国摩托价格优势显著，有望吸引欧洲新进消费者

对比来看同排量段的摩托车型中，自主品牌售价普遍低于海外品牌约 20-30%。例如，与宝马同源发动机的无极 DS900X，在英国的售价比宝马 F900 XR 低 33%。参数性能和驾驶体验持平，售价却低于海外品牌，**构成了自主品牌的高性价比优势，有望对目前欧洲的新进摩托消费群体形成较大吸引力。**

图表143：自主品牌与海外品牌售价对比

	海外品牌		
自主品牌	**Rieju Aventura 500**	**川崎 Z500**	**本田 NX500**
无极 500DSX	£6999	£5799	£6429
£4799	-31%	-17%	-25%
	铃木 SV650X	**凯旋 Tiger Sport 660**	**雅马哈 MT-03**
春风 650NK	£5699	£7995	£5498
£3999	-30%	-50%	-27%
	宝马 F900 XR	**雅马哈 TRACER 9 GT+**	**凯旋 Tiger 900 Rally Pro**
无极 DS900X	£13456	£13,499	£14,695
£8999	-33%	-33%	-39%

资料来源：Autotrader，华泰研究

c.中国摩托正凭借优质驾驶体验扭转海外口碑

00 年代国产摩托走向海外市场，在越南凭借超低价格实现垄断，但由于恶性竞争、互相压价等情况导致盈利减少缺乏自行，偷工减料和质量低下等问题层出不穷，导致海外份额随口碑急剧下滑，一直延续至 10 年代。但随着春风、钱江、隆鑫等企业在同欧洲厂商合作的过程中吸取了供应链体系的成熟经验，同时自主研发能力、设计能力、产品质量均取得提升，叠加价格优势，使得中国摩托在海外口碑已开始反转，为后续在欧洲这类摩托文化身后的地区取得更大市场份额带来了可能性。

图表144：海外经销网站对 Voge 900 DSX 的评价（24 年 10 月）

The Auto Trader expert verdict:

4 ★★★★☆

If the Voge 900 DSX's £9,199 starting price hasn't already grabbed your attention the fact it undercuts big-name rivals like the Honda XL750 Transalp and Suzuki V-Strom 800DE with an incredibly generous spec including full three-piece hardcase luggage will put it right into contention. A shared engine with the F 900 GS through a long-standing partnership between BMW and Voge parent company Loncin meanwhile inspires confidence and, if you can park your brand snobbery, first impressions suggest it's a convincing addition to the competitive middleweight adventure bike market.

Reasons to buy:

✓ BMW engine, quality brakes and suspension ✓ Incredibly generous spec ✓ Standard luggage

资料来源：Auto trader bikes，华泰研究

2）渠道力：寻找优质代理商，24 年出口表现已初展成效

不同于在国内由区域/全国大经销商的形式，自主品牌初入欧洲，尚未构建品牌认知度，大多通过混售门店进行销售。而欧洲渠道分散，终端混售网点基本由个人建立经营，且国家繁多，各市场消费习惯各不相同，因此布局难度大，对代理商要求较高。目前国产品牌中隆鑫无极和春风动力在西欧布局进展较快：

春风海外官网显示，其在欧洲的经销网络与 KTM 母公司 Pierer Mobility 存在合作关系。作为行业龙头，总部位于奥地利的 Pierer Mobility 旗下拥有 KTM、胡斯瓦纳、奥古斯塔等多个欧洲头部摩托品牌，对于销售网络建设、消费者偏好洞察等方面具备深厚经验，有望帮助春风快速精准地铺开欧洲渠道。

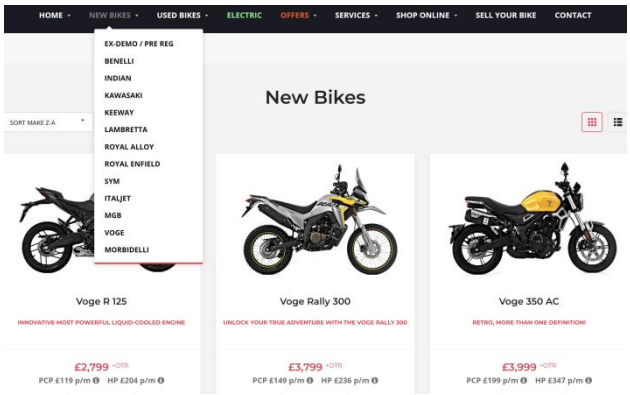
隆鑫无极在欧洲同样采用代理模式，在不同国家寻找老牌分销商，协助无极将产品向各终端网点铺开的同时，能够充分给予公司市场反馈，提供产品拓展建议。如无极在英国选择的经销商 MCO Bikes 协助无极在欧洲布局 65 家网点，同时经营川崎、Keeway、贝纳利等多个品牌，产品覆盖全面，市场把控能力强。

从两个品牌的经销商/终端混营网点的覆盖品牌来看，除欧洲本土摩企外，其对日系、中国品牌中大多各选其一，品牌与经销商的合作或存在一定排他性，因此选择优质经销商的先发优势至关重要。24 年无极、春风等品牌大排量出口的强劲增长，很大程度取决于欧洲经销商渠道铺开的成效显现，随着品牌认知度扩张，有望形成正向循环，夯实优势。

图表145：春风欧洲经销网点布局

资料来源：春风欧洲官网、华泰研究

图表146：无极分销商代理品牌



资料来源：MCO Bike，华泰研究

3）品类拓展：因地制宜打造欧洲本土产品，高性能摩托突破构建品牌力

a. 匹配欧洲骑手、道路特征，因地制宜拓展大轮踏板

23-24 年中国摩企向欧洲出口的产品多为国内同款车型，目前仅在品类侧重上考虑了欧洲消费特征，重点推出 ADV、街车、仿赛车型而非巡航车型。但通过意大利热销车可以发现，**TOP5 车型均为品牌针对欧洲市场设计的专属序列——大轮踏板**。该类车型一方面更适合身材高大的欧洲人乘坐习惯，另一方面，欧洲不少城市道路平整度不佳，大轮具备更强的通过性和滤震效果，通勤驾驶体验更佳。

对中国摩企而言，国内小排量踏板产品谱系已十分齐全，**但进军欧洲仍需要因地制宜的产品设计以打造真正的“爆款”车型**，25 年以无极为首的品牌将在大轮踏板这一赛道推新发力，有望加速欧洲市场拓宽与份额提升。

图表147：小踏板 TAN125

资料来源：摩托范，华泰研究

图表148：比亚乔大踏板 LIBERTY 125

资料来源：摩托范，华泰研究

b. 公升级高性能产品迎头赶上，迈出构建品牌力的重要一步

欧洲摩托文化浓厚，偏好大排量摩托，从德、意热销车型来看，国际一线厂商都具备公升级 ADV/街车标杆产品，而这恰是自主品牌相对薄弱之处。

但近期我们已看到**自主品牌在高性能超级摩托车方向的持续突破**，一方面有车企长城入局摩托赛道，大型摩旅 SOUO S2000 采用全球首个八缸水平对置发动机+8 档 DCT 动总，极速 210km/h，性能参数强于本田金翼 1800，更搭载 8155 车规芯片，将智能车机从整车带向摩托。另一方面，龙头摩企春风于米兰摩展正式上线首款 V4 发动机，最大功率达 156kW，填补公升级空缺的同时，打造独特声浪+强大马力的 V 缸产品序列将是向国际一线靠近的又一步。

图表149：长城 SOUO S2000

资料来源：长城汽车公众号，华泰研究

图表150：春风动力 V4 发动机

资料来源：春风动力公众号，华泰研究

总量前瞻：预计 25 年大排量摩托销量将同比+26%至 94 万辆

展望 25 年，我们预期大排量摩托销量将同比+26%至 94 万辆，小排量摩托同比略下滑 1.6%至 1550 万辆，对应两轮摩托销量总量约 1638 万辆。

1） **小排量**：250cc 及以下，尤其 150cc 以下的踏板摩托市场或仍持续受到雅迪、爱玛等电动自行车挤压，我们假设 25 年内销同比下滑 20%至 535 万辆。出口业务方面，国内厂商主要通过代工形式向拉美、欧洲、东南亚等地出口，我们预计 25 年销量将随主要出口地的摩托市场持续扩容而保持增长，但考虑到 24 年的重要增量市场土耳其 25 年摩托销量增速或放缓，出口增速将略有放缓。

2） **大排量内销**：近两年国内厂商新车价格下探、外观设计更多元化、产品性能升级，使得自主车型相较进口车的竞争力大幅提升，摩托文化正触及越来越多的年轻消费群体。25 年国内头部厂商仍将积极布局大排量新品，扩大覆盖品类，我们预计内销有望保持 15%增速（24 年增速较高存在低基数影响）。

图表151：2025 年销量预测

	2022 年	2023 年	2024E	2025E
两轮摩托（万辆）	1913	1660	1650	1645
YoY	7.7%	-13.2%	-0.6%	-0.3%
小排量（万辆）	1861	1608	1575	1550
YoY	6.7%	-13.6%	-2.0%	-1.6%
-内销（万辆）	1152	837	669	535
YoY	-	-27.3%	-20.1%	-20%
-出口（万辆）	709	770	906	1015
YoY	-	8.6%	17.7%	12%
大排量（万辆）	52	52	75	95
YoY	59.5%	1.2%	42.8%	26.6%
-内销（万辆）	38.8	33.1	42.1	48
YoY	90.9%	-14.7%	27.2%	15%
-出口（万辆）	12.9	19.3	32.7	46
YoY	6.7%	48.9%	69.6%	41.5%

资料来源：中国摩托车商会、华泰研究预测

3） **大排量出口：**我们通过全球可触达市场的容量测算及自主品牌的份额假设，预计 25 年我国大排量摩托出口销量将达到 46.2 万辆，同比+40%。

考虑到东南亚市场被日系品牌垄断，短期内突破难度较大，我们将核心可触达市场定义为欧洲（以欧盟+土耳其销量测算）、拉丁美洲以及美国。其中欧洲、拉丁美洲市场参考近 5 年平均增速，假设 25 年总量增速为 5%，美国市场销量延续 22、23 年趋势，维持在 5%。另外根据核心国家的摩托排量段结构，假设欧洲、美国大排量销量占比 63%，拉丁美洲大排量占比 10%，由此测算 **2025 年出口核心可触达市场的容量为 241 万辆。**

图表152： 大排量摩托出口核心可触达市场容量

	2023 年	2024E	2025E
欧洲	203	239	240
-大排量假设	127.9	144.1	151.3
拉丁美洲	567	595	625
-大排量假设	56.7	59.5	62.5
美国	43	43	43
-大排量假设	27.1	27.1	27.1
大排量摩托合计容量	212	231	241

资料来源：Bikesocial、Moto data、Statista、华泰研究预测

25 年国内头部摩企将进一步加大欧洲的产品投放，并有望在拉丁美洲市场实现 0-1 阶段突破，份额有望持续向上。综合渠道基础、产品丰富度等因素考虑，春风、隆鑫的份额提升幅度或领先，钱江自建渠道有望持续发力，或凭借车海优势在欧洲继续成长。综合假设下，我们预计 25 年国内摩托在可触达市场的份额将由 24 年的 14%提升至 19%。结合海外容量测算，预计 25 年国内出口销量将达到 46.2 万辆。

图表153： 大排量摩托出口销量测算

海外市场	2023 年	2024E	2025E
大排量合计容量	212	231	241
国内出口销量	19.3	32.7	46.2
-春风动力	4.1	5.9	9.6
-钱江摩托	3.2	4.3	6.7
-隆鑫通用	4.2	4.9	8.4
-宗申动力	0.2	3.1	4.6
-广州大冶	4.2	8.6	9.6
-其他	3.4	5.8	7.2
份额	9%	14%	19%
-春风动力	1.9%	2.6%	4.0%
-钱江摩托	1.5%	1.9%	2.8%
-隆鑫通用	2.0%	2.1%	3.5%
-宗申动力	0.1%	1.4%	1.9%
-广州大冶	2.0%	3.7%	4.0%
-其他	1.6%	2.5%	3.0%

资料来源：中国摩托车商会、华泰研究预测

投资建议：推荐自主替代、全球化和智能化主线

（1）乘用车：25 年“自主替代+出海”将带动 5%销量增长，其中新能源+21%，出口+18%.

我们预计 25 年乘用车批售 2878 万辆，同比+5%。新能源和出口销量分别为 1469/592 万辆，同比+21%/18%。我们看好新车周期强势的整车企业，包括比亚迪、吉利汽车、小鹏汽车、理想汽车、长城汽车、零跑汽车，尤其是有爆款预期的，比如：鸿蒙智行（M8、尊界 S800）、小米 SU8、理想 M 系列、比亚迪腾势 z 系列。

1）比亚迪：2025 年 DM5 产品继续推进，腾势高端化进展顺利，25 年预计销量 500 万辆；
2）吉利汽车：EM-i 赋能下，银河品牌的销量和盈利性快速追赶，极氪领克合并后提质增效，25 年预计销量 260 万辆；
3）小鹏汽车：小鹏 MONA 和 P7+表现强势锚定爆款方向，AI 鹰眼智驾行业领先。25 年旧产品改款+新品推出下销量预计 43 万辆，全年业绩有望扭亏。
4）理想汽车：公司战略规划清晰、执行力强，混动+纯电双能驱动下，预计 25 年销量 70 万辆（同比增长接近 40%），公司智驾用户保有量领先、训练数据量大、OTA 迭代速度快，看好公司智驾的长期潜力带来估值溢价。

（2）汽车科技+：端到端+带来新机会，机器人关注国内量产降本

智能化：端到端智迭代带来体验升级、高阶功能下探中低价位车型、自主品牌乃至合资和海外传统主机厂快速追赶头部玩家等因素，都使得智能驾驶迎来新的机会。我们有望看到 2025 年高阶智驾车型售价下探至 13-15 万元，吸引消费者更多购买中高配车型，而智驾服务收费也有望进一步打开车企的盈利空间。具体投资建议上，主机厂我们看好拥有较强工程化能力，在数据、算力、资金具备优势的理想汽车、小鹏汽车，以及与华为深度合作的自主车企，自主品牌中看好加速追赶的比亚迪、吉利汽车等。第三方供应商中，看好在自主品牌乃至全球品牌获得潜在增量定点机会的德赛西威、科博达、华阳集团等。

机器人：国内外投资节奏分化，国内更注重赛道 0-1 景气度，仍处于多方涌入、商业试水的阶段，我们看好具备自动驾驶能力的车企人形机器人商业化的潜力，其具备硬件制造+软件能力+商业化场景的机器人落地三要素，建议关注小鹏/长安等进展。海外更注重 1-N 的量级与价格，伴随特斯拉开启量产，投资主线或回归到国产化量产降本环节，关注降本空间大+国产化概率高的滚柱丝杠、减速器企业，推荐三花智控、拓普集团、贝斯特、双环传动等。

（3）零部件：全球化进程加速，25-26 年或开启海外扩产及盈利释放

零部件全球化已是大势所趋，随着中国供应商获取海外车企订单的节奏加速，同时开始享受车企平台化发包的趋势，单一项目有望取得更大的配套量及生命周期价值，帮助零部件企业快速提升海外工厂的利用率，实现持平国内甚至高于高内的盈利水平。关注海外布局较快的企业如新泉、银轮股份、伯特利、敏实集团等。此外，持续推荐 25 年具备重磅新车催化的产业链，包括小米产业链、特斯拉产业链及鸿蒙产业链，具体标的为：新泉股份、星宇股份、德赛西威、科博达、瑞鹄模具、保隆科技等。

（4）重卡：国内受益 17-18 年物流车置换周期，亚非拉市场谋求更大份额

内销上，25 年对应 17-18 年销量高峰的置换周期，物流车或迎来置换周期，而工程车保有量处于底部，反弹潜力大，预计 25 年国内销量为 62 万辆，同比增长 10.7%。外销上，25 年车企或采取以价换量策略，在亚非拉市场谋求更大份额对冲加征报废税市场的下滑，对应销量 34 万；结构上，25 年油气价差或仍处于低位，预计 LNG 牵引车渗透率同比下滑，而新能源重卡在政策成本等双驱动下或维持高增。推荐重卡龙头重汽 A/重汽 H。

（5）摩托：出海有望延续高景气，欧洲或为大排量核心增量市场

25 年大排量摩托出口有望延续高景气表现。总量角度，欧洲作为大排基盘市场仍在持续扩容；份额视角下，自主摩托在 800cc 以下主流排量段产品力已逼近一线，高性价比优势有望吸引欧洲年轻新晋消费者，25 年头部摩企或通过导入欧洲专属的“大轮踏板”，并填补公

升级产品空缺，持续取得份额突破。预计 25 年摩托总销量 1638 万辆，其中大排量销量 94 万辆，内需同比+15%至 48 万辆，出口同比+40%至 46 万辆，海外渠道/代理商优质的品牌或更快取得突破。Q4 为摩托消费淡季，内销月数据环比或有回落，但 11 月起出口有望回温，开春后国内消费或转旺，关注年末配置时点。继续推荐春风动力，关注钱江摩托。

图表154：重点推荐公司一览表

			最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
股票名称	股票代码	投资评级	(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
比亚迪	002594 CH	买入	281.00	424.94	817,504	10.33	12.75	16.23	20.04	27.20	22.04	17.31	14.02
吉利汽车	175 HK	买入	13.14	20.61	132,313	0.53	1.70	1.27	1.54	22.93	7.15	9.57	7.89
长城汽车	601633 CH	买入	26.54	39.69	226,785	0.82	1.47	1.67	1.81	32.37	18.05	15.89	14.66
长城汽车	2333 HK	买入	12.90	17.64	110,231	0.82	1.47	1.67	1.81	14.55	8.12	7.15	6.59
长安汽车	000625 CH	买入	13.87	18.13	137,553	1.14	0.82	1.10	1.18	12.17	16.91	12.61	11.75
小鹏汽车-W	9868 HK	买入	46.20	80.32	87,743	-5.46	-2.59	0.00	1.28	-7.83	-16.50	NA	33.39
理想汽车-W	2015 HK	买入	88.50	131.42	187,799	5.52	2.92	6.00	8.68	14.83	28.04	13.64	9.43
零跑汽车	9863 HK	买入	28.85	53.25	38,571	-3.15	-2.47	-0.52	1.09	-8.47	-10.80	-51.32	24.48
中国重汽	000951 CH	买入	16.22	19.76	19,056	0.92	1.19	1.52	1.88	17.63	13.63	10.67	8.63
中国重汽	3808 HK	买入	22.25	27.56	61,432	1.92	2.29	2.58	2.97	10.72	8.99	7.98	6.93
钱江摩托	000913 CH	买入	16.58	21.45	8,732	0.88	1.09	1.33	1.58	18.84	15.21	12.47	10.49
德赛西威	002920 CH	买入	125.63	173.37	69,720	2.79	3.79	4.99	6.21	45.03	33.15	25.18	20.23
科博达	603786 CH	买入	56.40	86.49	22,779	1.51	2.11	2.89	3.71	37.35	26.73	19.52	15.20
星宇股份	601799 CH	买入	140.24	185.32	40,064	3.86	5.09	6.81	8.79	36.33	27.55	20.59	15.95
华阳集团	002906 CH	买入	30.72	45.84	16,123	0.89	1.27	1.77	2.34	34.52	24.19	17.36	13.13
拓普集团	601689 CH	买入	50.70	55.10	85,481	1.28	1.68	2.26	2.79	39.61	30.18	22.43	18.17
敏实集团	425 HK	买入	13.34	29.48	15,501	1.64	2.02	2.45	2.95	7.52	6.11	5.04	4.18
新泉股份	603179 CH	买入	45.50	68.26	22,172	1.65	2.17	2.82	3.58	27.58	20.97	16.13	12.71
春风动力	603129 CH	买入	147.02	202.90	22,264	6.65	8.99	11.21	13.83	22.11	16.35	13.12	10.63
贝斯特	300580 CH	增持	19.28	21.75	9,624	0.53	0.67	0.87	1.02	36.38	28.78	22.16	18.90
双环传动	002472 CH	买入	27.08	30.00	22,942	0.96	1.22	1.46	1.69	28.21	22.20	18.55	16.02
瑞鹄模具	002997 CH	增持	32.23	36.52	6,746	0.97	1.66	2.10	2.53	33.23	19.42	15.35	12.74
保隆科技	603197 CH	增持	38.28	51.77	8,118	1.79	1.92	2.86	3.58	21.39	19.94	13.38	10.69
三花智控	002050 CH	增持	22.50	24.84	83,979	0.78	0.90	1.08	1.22	28.85	25.00	20.83	18.44
银轮股份	002126 CH	买入	18.27	23.56	15,202	0.74	1.03	1.37	1.72	24.69	17.74	13.34	10.62
伯特利	603596 CH	买入	44.27	56.03	26,852	1.47	1.92	2.49	3.18	30.12	23.06	17.78	13.92

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表155：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
比亚迪 (002594 CH)	公司 24Q3 收入 2011.25 亿元，同/环比+24.04%/+14.16%，归母净利润 116.07 亿元，同/环比+11.47%/+28.08%，扣非 108.77 亿元，同/环比+12.67%/+27.02%。24Q3 毛利率/净利率达 21.89%/6.03%，环比+3.20/+0.73pct，主要系规模效应及供应链优势扩大。24Q3 期间费用率达 14.41%，环比+2.65pct，其中销售/管理/研发/财务分别+0.51/+0.12/+1.70/+0.33pct，公司持续加大研发投入，研发费用率环比提升，财务费用率提升主要系汇兑损失。随着未来新车型的放量，持续加码高端化+智能化，公司有望实现量价齐升，给予“买入”评级。 我们维持此前的预测，预计 24-26 年归母净利润分别为 370.92/472.24/582.96 亿元。采用分部估值法为其估值，以 25 年营收和归母净利润预测为基础，给予汽车业务 1.05 倍 PS，二次充电电池业务 1.43 倍 PS，电子业务 22.25 倍 PE，对应总市值 12362.49 亿元，目标价 424.94 元（前值为 326.44 元），维持“买入”评级。 风险提示：全球宏观环境的不确定性或影响收入；未来行业竞争加剧，订单不及预期；上游原材料价格波动导致成本大幅上升。 报告发布日期：2024 年 10 月 31 日 **点击下载全文：比亚迪(002594 CH,买入): DM5.0 车型放量，带动单车盈利环增**
吉利汽车 (175 HK)	24Q3 收入 604 亿元，同/环比+20%/+10%；归母净利润 25 亿元，同/环比+88%/-72%，环比下滑系 Q2 出售附属公司产生 75 亿非经常性损益。前三季度公司收入 1677 亿元，同比+36%；归母净利润 131 亿元，同比+358%。公司新能源品牌扭亏为赢，部门整合稳步推进，维持“买入”评级。 我们预计 24-26 年公司归母净利为 172/128/155 亿元，较前值上调 15%/26%/30%，上调基于极氪领克协同降本和银河品牌新车提升规模效应带动盈利改善，可比公司 25E PE 的 Wind 一致预期均值为 15 倍，我们给予公司 25 年 15x PE（前值为基于可比公司均值给予 24E PE 16x），对应目标价为 20.61 港币（前值 12.99 港币），给予“买入”评级。 风险提示：消费需求不及预期，供应链短缺，公司产品发布、订单不及预期。 报告发布日期：2024 年 11 月 28 日 **点击下载全文：吉利汽车(175 HK,买入): Q3 营收历史新高，极氪领克战略整合**

股票名称	最新观点
长城汽车 (601633 CH) 长城汽车 (2333 HK)	公司公布三季度业绩：24Q3 收入 508 亿元，同比+3%，环比+5%；归母净利润 33 亿元，同比-8%，环比-13%。前三季度公司实现收入 1423 亿元，同比+19%；归母净利润 104 亿元，同比+109%，创历史新高。我们看好公司新车周期和出口销量增长，维持“买入”评级。 我们预计 24-26 年公司收入分别为 2360/2711/2975 亿元，归母净利分别为 126/142/154 亿元。我们采用历史估值法，长城汽车 A 股近 5 年平均估值 29 倍（不含 20 年 10 月至 22 年 10 月），给予 A 股 24 年 27 倍 PE，维持目标价为 39.69 元，维持“买入”评级。长城汽车 H 股近 5 年平均估值 12 倍（不含 20 年 10 月至 22 年 10 月），给予 H 股 24 年 11 倍 PE，调整目标价为 17.64 港币（前值 17.73 港币），维持“买入”评级。 风险提示：消费需求不及预期，供应链短缺，公司新能源转型进展不及预期。 报告发布日期：2024 年 11 月 01 日 **点击下载全文：长城汽车(2333 HK,买入;601633 CH,买入)：盈利持续兑现，看好出海和智能化**
长安汽车 (000625 CH)	公司公布三季度业绩：24Q3 收入 342 亿元，同比-20%，环比-14%；归母净利润 7.5 亿元，同比-66%，环比-55%。前三季度公司实现收入 1110 亿元，同比+3%；归母净利润 36 亿元，同比-64%。公司加速推进数智化转型，我们看好公司智能化能力提升和强新车周期，维持“买入”评级。 我们维持此前预测，预计 24-26 年公司收入分别为 1983/2171/2365 亿元，归母净利分别为 81/109/117 亿元，EPS 分别为 0.82/1.10/1.18 元。采用分部估值，给予传统业务 24 年 17 倍 PE，估值 1377 亿元，给予 “深蓝+阿维塔”业务 24 年 1.1 倍 PS，估值 421 亿元，总体目标市值 1798 亿，维持目标价为 18.13 元不变，维持“买入”评级。 风险提示：消费需求不及预期，供应链短缺，公司产品发布、订单不及预期。 报告发布日期：2024 年 11 月 03 日 **点击下载全文：长安汽车(000625 CH,买入)：毛利率环比改善，10 月推出长安智驾**
小鹏汽车-W (9868 HK)	公司在首届 AI 科技日上公司发布内部增程技术，并公开飞行汽车和小鹏机器人的最新进展。P7+起售价 18.68 万元，起售价比 19-20 万元市场预期更低。P7+颜值高、空间大、配置高、标配高阶智驾，我们预计月销 1.2~1.5 万辆。公司全面拥抱智能技术，维持“买入”评级。 综合考虑 P7+、MONA M03 热销及纯电车激烈竞争，预计公司 24-26 年整车销量 20/43/49 万辆（前值 24/36/46 万辆），预计 24-26 年收入 453/856/977 亿元（前值 603/852/1033 亿元）。采用分部估值，1）给予小鹏汽车销售业务 1.2x 2025E PS 对应 1118 亿港币估值（前值 1x 2024E PS 对应 661 亿港币），上调估值主要因为 MONA M03 和 P7+已验证高性价比、科技平权的产品思路下爆款车概率提升；2）给予技术服务业务 400 亿港币估值（前值 350 亿港币），上调估值因考虑小鹏较可比公司具备更强落地及全栈整合能力，上调公司目标价至 80.32 港币（前值 53.48 港币），维持“买入”评级。 风险提示：消费需求不及预期，供应链短缺，公司产品发布、订单不及预期。 报告发布日期：2024 年 11 月 13 日 **点击下载全文：小鹏汽车-W(9868 HK,买入)：首发纯视觉端到端，P7+有望成爆款**
理想汽车-W (2015 HK)	公司 Q3 业绩：24Q3 收入 429 亿元，同/环比+24%/+35%；GAAP 归母净利 28 亿元，同/环比-0.1%/+155%；NON GAAP 净利 39 亿元，同/环比+11%/+156%。前三季度公司收入 1002 亿元，同比+22%；GAAP /NON GAPP 归母净利 45/67 亿元，同比-25%/-12%。公司端到端大模型上车，维持“买入”评级。 我们预计公司 24-26 年收入 1419/2169/2752 亿元，GAAP 归母净利分别 62/127/184 亿元，Non GAAP 净利润 90/160/217 亿元。选取吉利汽车、比亚迪股份为可比公司，可比公司平均 2025E 14xPE，溢价 2xPE，相比此前估值溢价 5xPE 减少 3xPE 主要基于市场激烈竞争，考虑 25 年公司 Non Gaap 利润 160 亿元，给予公司 25 年 16xPE，目标价为 131.42 港币（前值 132.07 港币），维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济下行，消费需求不及预期，供应链短缺。 报告发布日期：2024 年 11 月 01 日 **点击下载全文：理想汽车-W(2015 HK,买入)：净利环比改善，Q4 全量推送端到端**
零跑汽车 (9863 HK)	公司发布三季报：Q3 实现营收 98.60 亿元（yoy+74.34%，qoq+83.96%），归母净利-6.90 亿元（yoy-30.00%，qoq-42.50%）。2024 年 Q1-Q3 实现营收 187.06 亿元（yoy+63.11%），归母净利-29.03 亿元（yoy-11.00%）。公司三季度业绩超出我们预期（业绩前瞻中预期 Q3 亏损 10-13 亿），主要系月度销量连创新高且销量结构改善，驱动营收增长且毛利率超预期改善。展望后续，随着国内销量热度持续向上以及全球新车周期开启，我们预计公司营收将保持高速增长，毛利率持续改善。维持买入评级。 由于销量和订单提升超预期，我们上调公司盈利预测，主要上调 24-26 年销量至 30/56/77 万辆（前值 27/49/69 万辆），24-26 年营收上调为 341/640/858 亿元（前值 319/570/795 亿元，上调 7%/12%/8%），归母净利-33.0/-7.0/+14.5 亿元（前值-34.9/-9.1/14.3 亿元，上调 5%/23%/2%）。参考可比公司 iFind 一致预期 PS 均值，给予公司 25 年 1.03 倍 PS（前值 25 年 0.67 倍 PS，和可比公司 PS 均值一致），对应目标价 53.25 港币（前值 31.24 港币）。 风险提示：海外订单或销量不及预期；毛利率提升不及预期。 报告发布日期：2024 年 11 月 12 日 **点击下载全文：零跑汽车(9863 HK,买入)：业绩超预期，毛利率环比大幅改善**
中国重汽 (000951 CH)	公司 Q3 实现归母净利润 3.15 亿元，yoy+98%，qoq-8%，超我们预期，毛利率净利率同环比改善明显，在行业低景气创下本年度最佳单季度盈利表现，主要系公司产品结构优化、出口持续向上、以及内部降本控费效果明显，维持买入评级。 我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.19、1.52、1.88 元（前值 2024-2026 年 1.23、1.56、1.87 元），2024-2026 年增速为 29.77%、27.72%、23.16%，可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 11 倍，考虑公司的重卡头部地位稳固以及出口态势强劲，行业景气度向上有望释放更大利润弹性，应享有估值溢价，给予公司 25 年 13 倍 PE，对应目标价为 19.76 元。 风险提示：商用车销量不及预期；原材料涨价超预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 31 日 **点击下载全文：中国重汽(000951 CH,买入)：Q3 利润超预期,低景气突出头部效应**

股票名称	最新观点
中国重汽 (3808 HK)	**24H1 业绩强劲向上略高于预告中枢，首次中期分红 55%彰显经营韧性** 公司公布 2024 年半年度业绩：24H1 实现收入 495 亿元/yoy+19%，归母净利润 32.9 亿元/yoy+39%，略高于预告中枢（预告 30.65-34.19 亿元）。同时公司首次中期派发股息 0.72 港元/股，彰显经营韧性。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 2.29/2.58/2.97 元，Wind 一致预期可比公司 2024E PE 均值为 11x，考虑公司头部地位稳固、出口业务稳步向上，给予其 11x 24E PE，对应目标价 27.56 港币，维持买入评级。 风险提示：商用车销量不及预期；原材料涨价超预期。 报告发布日期：2024 年 08 月 23 日 **点击下载全文：中国重汽(3808 HK,买入): H1 强劲向上，首次中期分红彰显韧性**
钱江摩托 (000913 CH)	钱江摩托发布三季报：Q3 实现营收 16.64 亿元（yoy+38.45%，qoq-13.11%），归母净利 1.18 亿元（yoy-9.20%，qoq-43.84%）。2024 年 Q1-Q3 实现营收 49.24 亿元（yoy+20.14%），归母净利 4.67 亿元（yoy+13.82%），扣非净利 4.41 亿元（yoy+32.29%）。近期公司赛 600RS、骁 900 等新产品价格进一步下探，增强产品竞争力的同时，或对毛利率造成压制。但我们认为钱江依托其丰富的动力平台，在大排量竞争中仍然具备推新速度、成本/定价优势。维持“买入”评级。 考虑到公司 150cc 小排量踏板占比提升，同时新车定价较此前同级别车型存在明显下探，摩托业务毛利率或有所降低。我们下调 24-26 年毛利率假设，预计公司 24-26 年归母净利润 5.7/7.0/8.3 亿元（前值 6.1/7.25/8.4 亿元），对应 EPS 1.09/1.33/1.58 元。可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 16.5 倍，我们给予公司 25 年 16.5 倍 PE，对应目标价 21.45 元（前值 21.06 元），维持“买入”评级。 风险提示：国内大排量摩托车市场需求不及预期；出口贸易政策风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 29 日 **点击下载全文：钱江摩托(000913 CH,买入): Q3 营收同比快增，毛利率承压**
德赛西威 (002920 CH)	德赛西威发布三季报：Q3 实现营收 72.82 亿元（yoy+26.74%，qoq+20.48%），归母净利 5.68 亿元（yoy+60.90%，qoq+25.29%）。2024 年 Q1-Q3 实现营收 189.75 亿元（yoy+31.13%），归母净利 14.07 亿元（yoy+46.49%），扣非净利 14.48 亿元（yoy+67.73%）。公司三季度业绩超出我们在业绩前瞻报告中的预期（我们预计 Q3 归母净利润 4.75-5.5 亿元），主要为公司净利率环比改善。展望后续公司持续推进全球化客户拓展，前瞻研发技术水平走在行业前列，我们维持“买入”评级 维持 24-26 年归母净利润预测 21.02 亿元、27.71 亿元、34.45 亿元，增速为 35.88%、31.86%、24.31%。iFind 一致预期下可比公司 25 年 PE 均值为 26.7 倍，考虑到公司在汽车智能化领先优势及加速全球化扩张，给予 30%的估值溢价，给予 25 年 34.7 倍的 PE，目标价 173.37 元（前值 127.16 元）。 风险提示：1）宏观经济下行，下游需求不及预期。2）市场竞争加剧，订单获取不及预期。3）汽车智能化发展不及预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 31 日 **点击下载全文：德赛西威(002920 CH,买入): 业绩超预期，展示强劲增长动能**
科博达 (603786 CH)	公司发布三季报：Q3 实现营收 15.30 亿元（yoy+24.15%，qoq+15.48%），归母净利 2.35 亿元（yoy+30.77%，qoq+54.09%）。2024 年 Q1-Q3 实现营收 42.73 亿元（yoy+33.79%），归母净利 6.07 亿元（yoy+33.24%）。公司三季度业绩超出我们在业绩前瞻报告中的预期（我们预计 Q3 归母净利润 2.05-2.25 亿元）。Q2 公司因客户收入确认节奏等问题短期业绩承压，Q3 再次表现强劲增长动能，展望后续，公司顺应 EE 架构变化进行产品迭代，同时产品持续向国内头部及国际客户开拓，我们维持“买入”评级。 我们维持原有的盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利为 8.5/11.7/15.0 亿元，同比+40%/37%/28%。公司 1 年/3 年期 PE-TTM 估值分位数分别为 27%/9%，处于相对底部位置，可比公司 25 年 iFind 一致预期 PE 均值 29.9 倍，参考可比公司，我们给予公司 25 年 29.9X PE 目标，目标价 86.49 元（前值 61.60 元）。 风险提示：下游整车行业产销不及预期；新项目开拓速度不及预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 28 日 **点击下载全文：科博达(603786 CH,买入): 业绩超预期,持续全球开拓并业绩兑现**
星宇股份 (601799 CH)	公司发布三季报：Q3 实现营收 35.09 亿元（yoy+24.77%，qoq+6.19%），归母净利 3.83 亿元（yoy+21.60%，qoq+8.96%）。2024 年 Q1-Q3 实现营收 92.25 亿元（yoy+27.48%），归母净利 9.77 亿元（yoy+25.02%）。公司三季度业绩符合我们在业绩前瞻报告中的预期（我们预计 Q3 归母净利润 3.8-4.0 亿元）。公司在新势力和头部自主车型周期的强劲带动下，Q3 业绩维持较高的同比增速。展望后续，智能车新品周期仍持续促公司营收成长，同时在高附加值产品带动下，公司净利率预期上行，我们维持“买入”评级。 综合考虑公司产品对应新车的销量节奏，及公司客户结构变动，我们下调 24 年毛利率预测，下调 25-26 年营收预测，对公司 2024-2026 年归母净利预测为 14.5/19.5/25.1 亿元（前值 16.1/21.8/28.2 亿元），同比+32%/34%/29%。公司 1 年/3 年期 PE-TTM 估值分位数分别为 44%/15%，处于相对底部位置，可比公司 25 年 iFind 一致预期 PE 均值 20.9 倍，考虑公司正处于新势力客户新车周期带来的兑现期，我们给予公司 25 年 30%估值溢价，25 年 27.2X PE 目标，目标价 185.32 元（前值 151.39 元）。 风险提示：下游客户整车产销不及预期，短期内新产品盈利能力不及预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 27 日 **点击下载全文：星宇股份(601799 CH,买入): 业绩符合预期,盈利拐点到来持续兑现**
华阳集团 (002906 CH)	公司发布三季报：Q3 营收 26.48 亿元(yoy+37.25%，qoq+20.21%),归母净利润 1.78 亿元(yoy+53.54%，qoq++22.89%)。2024 年 Q1-Q3 营收 68.41 亿元(yoy+42.62%)，归母净利润 4.65 亿元(yoy+56.20%)。Q3 归母净利处于业绩预告 1.63-1.88 亿中间偏上位置，主要系头部客户排产增加和新产品放量驱动营收高增，规模效应和运营效率提高驱动净利率提升。展望后续，公司将持续受益于智能化浪潮并加快出海布局，我们维持“买入”评级。 我们维持前次预测，预计公司 24-26 年营收为 97.38/120.58/147.50 亿元，归母净利润为 6.68/9.27/12.26 亿元。iFind 一致预期下可比公司 25 年 PE 均值为 22.6 倍，考虑到公司客户结构持续向头部新能源客户优化，给予公司较可比平均 15%的估值溢价，给予 25 年 26.0 倍的 PE，目标价 45.84 元（前值 42.68 元），维持“买入”评级。 风险提示：1）下游汽车产销或客户拓展不及预期。2）汽车智能化不及预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 29 日 **点击下载全文：华阳集团(002906 CH,买入): 净利率改善，ROE 创近五年最高**

股票名称	最新观点
拓普集团 (601689 CH)	拓普集团公布三季报业绩，公司 Q3 实现营收 71.30 亿元（yoy+42.85%，qoq+9.13%），归母净利 7.78 亿元（yoy+54.63%，qoq-4.07%），符合我们业绩前瞻预期的 7.6~8.1 亿元（24.10.11 发布），扣非净利 7.27 亿元（yoy+53.7%，qoq+4.0%）。公司"大客户"战略持续起效，高价值量配套华为、小米等新势力客户助力业务扩张。展望 Q4 海外创新车企、"华为链"催化足，公司作为重要供应商有望受益，维持"买入"评级。 我们预测 24-26 年归母净利 28.40/38.14/47.09 亿元，可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 21.2 倍，考虑公司电驱系统新业务具备较大成长性，我们给予公司 25 年 24.4 倍 PE。对应目标价 55.10 元（前值 40.32 元）。 风险提示：电驱系统业务落地慢于预期；海外配套项目进度不及预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 29 日 **点击下载全文：拓普集团(601689 CH,买入): Q3 净利同比高增，符合预期**
敏实集团 (425 HK)	首次覆盖敏实集团，给予"买入"评级，港股目标价 29.48 港币，美股目标价 75.36 美元。公司深耕汽车外饰、结构件领域，2006-2023 年营收 CAGR 为 21%，前瞻布局电池盒等新业务，正全球范围加速放量。目前公司已成长为全球最大的电池盒和车身结构组件供应商之一，在技术工艺、全球化经营、海外盈利性优势突出。随着电池盒产能建设和国际化布局完善，公司资本开支高峰已过，迎来全球经营的业绩兑现，估值有望由低位修复。 预计 24-26 年公司营收 238/278/320 亿元，归母净利 23.42/28.47/34.25 亿元，同比+23.1%/+21.6%/+20.3%。截止 11 月 11 日，公司 PE-TTM 仅 7.60 倍，低于历史 25%分位数。参考可比公司一致 PE 估值，给予公司 25 年 11.1 倍 PE，目标价 29.48 港币；考虑 1ADR=20 股港股，过去 1 年美股/港股股价比率约 99.71%，对应美股目标价 75.36 美元。首次覆盖给予"买入"评级。 风险提示：全球汽车市场销量不及预期；原材料和运费价格波动。 报告发布日期：2024 年 11 月 12 日 **点击下载全文：敏实集团(425 HK,买入;MNTHY US,买入): 传统外饰件升级，电池盒等加速放量**
新泉股份 (603179 CH)	新泉股份发布三季报：Q3 实现营收 34.41 亿元（yoy+28.08%，qoq+10.39%），归母净利 2.75 亿元（yoy+47.98%，qoq+33.14%）。2024 年 Q1-Q3 实现营收 96.05 亿元（yoy+31.24%），归母净利 6.86 亿元（yoy+22.22%），扣非净利 6.62 亿元（yoy+18.00%）。公司三季度归母净利润接近我们在业绩前瞻中给出的预测范围上限（我们预计 Q3 归母净利润 2.6-2.8 亿元）。Q3 公司盈利能力明显改善进一步彰显公司经营韧性，展望后续，公司持续推进对全球头部主机厂的深度配套，我们维持"买入"评级。 我们维持前次预测，预计公司 24-26 年营收为 140.6/183.2/231.2 亿元，归母净利润为 10.59/13.72/17.44 亿元。iFind 一致预期下可比公司 25 年 PE 均值为 20.2 倍，考虑到公司海外盈利能力优秀，即将迎全球性经营新阶段，给予 20%的估值溢价，给予 25 年 24.2 倍的 PE，目标价 68.26 元（前值 61.41 元），维持"买入"评级。 风险提示：客户开拓不及预期、受下游整车厂发展状况影响的风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 30 日 **点击下载全文：新泉股份(603179 CH,买入): 业绩同环比高增,迈入全球发展新阶段**
春风动力 (603129 CH)	24Q3 归母净利 3.7 亿元，同比+49% 维持前次预测，预计公司 24-26 年归母净利分别为 13.6/17.0/20.9 亿元，可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 18.1 倍，我们给予公司 25 年 18.1 倍 PE，目标价 202.90 元（前值 192.39 元），维持"买入"。 风险提示：新品销量不及预期，汇率与海运费波动的风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 18 日 **点击下载全文：春风动力(603129 CH,买入): Q3 净利超预期，出海成长势能延续**
贝斯特 (300580 CH)	公司发布三季报，基本符合我们预期：Q3 实现营收 3.45 亿元（yoy-7.58%，qoq-2.63%），归母净利 8108.77 万元（yoy+0.97%，qoq+8.86%）。2024 年 Q1-Q3 实现营收 10.42 亿元（yoy+3.52%），归母净利 2.25 亿元（yoy+7.08%），扣非净利 2.09 亿元（yoy+22.38%）。我们认为公司 Q3 收入环比降低或因重卡 Q3 景气下滑、批发销量环比-26%，压制了涡轮增压器出货，但得益于高毛利率的精密件交付爬升，毛利率得以逆势向上，同时公司延续降费控本，Q3 期间费率环比-0.14pct 至 12.8%，综上公司 Q3 归母净利率实现 23.5%（yoy+2pct，qoq+2.5pct）。我们维持"增持"评级。 我们预测 2024-2026 年归母净利润为 3.34 亿元、4.35 亿元、5.07 亿元，对应增速为 26.62%、30.28%、16.66%，对应 EPS 分别为 0.67、0.87、1.02 元（前值 2024-2026 年 0.70、0.89、1.04 元），略有下调系内销重卡 Q3 景气度较弱，或由影响涡轮增压器业务。可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 23 倍，考虑到公司高端滚动功能件有较高的技术壁垒以及较大的国产化空间，给予 25 年 25 倍 PE，对应目标价 21.75 元（前值 20.30 元）。 风险提示：新客户拓展不及预期；原材料涨价超预期；技术研发风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 23 日 **点击下载全文：贝斯特(300580 CH,增持): Q3 基本符合预期，丝杠布局稳步推进**
双环传动 (002472 CH)	Q3 收入 24.2 亿元，yoy+11%/qoq+7.7%，归母净利 2.65 亿元，略高于预告中枢（2.5-2.7 亿元），yoy+20%/qoq+5%，符合我们预期，毛利率 24%，yoy+2.3/qoq+1.1pct，Q3 盈利能力环比向上或得益于重要客户排产积极以及公司产品结构优化、内部降本增效得力。维持买入评级。 我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利分别为 10/12/14 亿元。分部估值法下，Wind 一致预期下汽齿相关业务和精密减速器业务的可比公司 25 年 PE 均值分别为 17/24 倍，考虑公司汽齿头部地位稳固，分别给予公司汽齿相关业务和减速器业务 25 年 20/24 倍 PE，对应目标价 30.00 元。 风险提示：新能车增长不及预期；机器人零件国产化不及预期；行业竞争加剧；材料、出口相关费用超预期；分拆上市进度不及预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 30 日 **点击下载全文：双环传动(002472 CH,买入): Q3 略高于预告中枢，盈利延续向上**
瑞鹤模具 (002997 CH)	公司发布 Q3 业绩，基本符合我们预期：Q3 营收 6.05 亿元（yoy+37.97%/qoq-1.68%），归母净利 9083.66 万元（yoy+41.61%/qoq+5.74%）。24Q1-Q3 营收 17.26 亿元（yoy+32.99%），归母净利 2.53 亿元（yoy+63.66%），扣非净利 2.30 亿元（yoy+71.42%）。公司 Q3 单季度利润创新高，主要得益装备业务稳定放量且汽零大客户奇瑞排产向上，基本符合我们预期，维持"增持"评级。 考虑奇瑞等大客户排产积极，我们上调 24-26 年归母净利润为 3.47 亿元、4.39 亿元、5.29 亿元，可比公司 24 年 Wind 一致预期 PE 均值为 22 倍，给予公司 24 年 22 倍 PE，对应目标价 36.52 元。 风险提示：新客户拓展不及预期；原材料涨价超预期；技术研发风险。 报告发布日期：2024 年 10 月 19 日 **点击下载全文：瑞鹤模具(002997 CH,增持): Q3 单季利润创新高，成长路径清晰**

股票名称	最新观点
保隆科技 (603197 CH)	保隆科技发布三季报：Q3 公司营收稳健增长，实现营收 18.43 亿元（yoy+19.75%，qoq+8.34%），期间费用管控环比优化，Q3 归母净利 1.00 亿元（yoy-35.21%，qoq+24.87%），符合我们此前业绩预期（0.9-1.1 亿元）。2024 年 Q1-Q3 实现营收 50.26 亿元（yoy+20.96%），归母净利 2.49 亿元（yoy-26.62%），扣非净利 2.10 亿元（yoy-24.29%）。公司不断夯实空悬领先优势，在手订单有望加速释放。维持“增持”评级。 我们预测 2024-2026 年归母净利润为 4.06 亿元、6.06 亿元、7.60 亿元。可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 18.1 倍，给予公司 24 年 18.1 倍 PE，对应目标价 51.77 元（前值 40.32 元）。维持“增持”评级。 风险提示：下游客户整车产销不及预期，短期内新产品盈利能力不及预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 31 日 **点击下载全文：保隆科技(603197 CH,增持): Q3 盈利回升，空悬业务向海外迈进**
三花智控 (002050 CH)	公司公布 Q3 业绩：24Q3 收入 68.87 亿元，同/环比+6.82%/-4.83%；归母净利 7.87 亿元，同/环比+2.95%/-9.15%。前三季度公司收入 205.63 亿元，同比+8.36%；归母净利 23 亿元，同比+6.59%。公司汽零业务稳健，Q4 制冷预计修复，维持“增持”评级。 我们预计公司 24-26 年收入分别为 283/339/374 亿元，归母净利为 33/40/46 亿元，EPS 分别为 0.90/1.08/1.22 元。选取 T 客户汽车和储能产业链可比公司新泉股份、拓普集团，切换 25 年估值，25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 18 倍，考虑公司储能/机器人业务发展迅速，我们给予公司 25 年 23 倍 PE，目标价 24.84 元（前值 24.51 元），维持“增持”评级。 风险提示：行业竞争加剧；国际贸易及汇率波动；新能源车销量不及预期等。 报告发布日期：2024 年 11 月 04 日 **点击下载全文：三花智控(002050 CH,增持): 盈利稳健增长，Q4 制冷预计环比改善**
银轮股份 (002126 CH)	银轮股份发布三季报：Q3 实现营收 30.54 亿元（yoy+11.85%，qoq-4.04%），归母净利 2.01 亿元（yoy+27.31%，qoq-4.76%），符合公司 10.14 发布的业绩预告（1.92-2.1 亿元）。2024 年 Q1-Q3 实现营收 92.05 亿元（yoy+15.18%），归母净利 6.04 亿元（yoy+36.20%）。公司积极开拓“第三/四曲线”，有望延续稳健增势，维持“买入”评级。 考虑到商用车行业需求偏弱，我们对 24-25 年营收假设略作下调，预计 24-26 年公司归母净利为 8.6/11.4/14.3 亿元（前值 8.9/11.5/14.3 亿）。可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 17.2 倍，给予公司 25 年 17.2 倍 PE，目标价 23.56 元（前值 22.91 元），维持“买入”评级。 风险提示：下游客户整车产销不及预期，短期内新产品盈利能力不及预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 30 日 **点击下载全文：银轮股份(002126 CH,买入): 业绩符合预告，期待海外盈利释放**
伯特利 (603596 CH)	伯特利发布三季报：Q3 实现营收 26.07 亿元（yoy+29.66%，qoq+23.52%），Q3 归母净利 3.21 亿元（yoy+33.96%，qoq+29.51%），超出我们前瞻预测（24.10.11 发布，预计 2.7-2.9 亿元），系违约金回收增厚净利。2024 年 Q1-Q3 实现营收 65.78 亿元（yoy+28.85%），归母净利 7.78 亿元（yoy+30.79%），扣非净利 7.09 亿元（yoy+30.85%）。公司毛利率有望随规模效应释放而持续改善，维持“买入”评级。 我们维持前次盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润 11.7/15.1/19.3 亿元。可比公司 25 年 Wind 一致预期 PE 均值为 22.5 倍，我们给予公司 25 年 22.5 倍 PE，对应目标价 56.03 元（前值 45.12），维持“买入”评级。 风险提示：下游客户整车产销不及预期，短期内新产品盈利能力不及预期。 报告发布日期：2024 年 10 月 29 日 **点击下载全文：伯特利(603596 CH,买入): Q3 业绩超预期，智能电控加速放量**

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表156：报告提及公司上市信息概览

公司	上市代码	公司	上市代码	公司	上市代码
吉利汽车	0175 HK	百度	BIDU US	旭升集团	603305 CH
极氪	ZK US	华为	未上市	福耀玻璃	600660 CH
奇瑞汽车	未上市	大疆	未上市	模塑科技	000700 CH
长城汽车	601633 CH	元戎启行	未上市	中鼎股份	000887 CH
上汽集团	600104 CH	阿里巴巴	BABA US	隆鑫通用	603766 CH
广汽集团	601238 CH	地平线	9660.HK	嵘泰股份	605133 CH
赛力斯	601127 CH	黑芝麻	000716 CH	宗申动力	001696 CH
蔚来	NIO US	万马科技	300698 CH	英伟达	NVDA US
一汽集团	未上市	文灿股份	603348 CH	日产汽车	7201 JP
小米集团	1810 HK	岱美股份	603730.CH	大众汽车	VOW GR
丰田汽车	TM US	华域汽车	600741.CH	本田汽车	HMC US
爱柯迪	600933 CH	继峰股份	603997.CH	特斯拉	TSLA US

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰研究

风险提示

宏观经济下行导致需求不足

若国内宏观经济增速放缓，消费者收入信心持续保持低位，或将降低居民对于汽车的消费意愿，导致乘用车需求受到冲击，销量不及预期。

芯片短缺问题持续影响整车生产

目前，全球芯片产业短缺问题仍未得到解决，尤其是车规级高算力芯片国产化率不足，若供应短缺持续，或将影响车企排产，导致新能源车产量不及预期。

免责声明

分析师声明

本人，宋亭亭，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 春风动力（603129 CH）、银轮股份（002126 CH）、比亚迪（002594 CH）、新泉股份（603179 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 小鹏汽车-W（9868 HK）、理想汽车-W（2015 HK）、吉利汽车（175 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师宋亭亭本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 三花智控（002050 CH）、零跑汽车（9863 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 三花智控（002050 CH）、零跑汽车（9863 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 三花智控（002050 CH）、零跑汽车（9863 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 春风动力（603129 CH）、银轮股份（002126 CH）、比亚迪（002594 CH）、新泉股份（603179 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 小鹏汽车-W（9868 HK）、理想汽车-W（2015 HK）、吉利汽车（175 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司