

新能源汽车行业 2025 年展望：绿能浪潮、出海领航、智驾未来

- **预计 2025 年中国新能源乘用车销量达 1,578 万辆，对应渗透率 53.7%，维持加速上扬趋势：**我们预计 2025 年中国新能源车乘用车销量将从 2024 年的 1,234 万辆成长到 1,578 万辆，同比增长 28%。虽然 2025 年增速或不及 2024 年的 37%，但是销量相比 2024 年预计增长 344 万辆。我们预计 2025 年的渗透率将达到 53.7%，增长 8.7 个百分点。渗透率加速上扬是我们几年来对于新能源车行业的基本判断。在此基础上，我们预期蔚来、小鹏、理想、零跑这四家新势力 2025 年的新能源车销量将分别达到 40.2 万、40.0 万、70.0 万、49.0 万辆（图表 87），同比均将大幅成长，份额也会有所提升。**零跑汽车和小鹏汽车是我们在新新能源汽车行业的首选**，主要考虑到这两家车企受益于新车销量和海外增长的确定性较高。而蔚来汽车、理想汽车也有望享受新车型带来的增量。我们重申上述四家新能源车企的“买入”评级。
- **中国新能源车企海外布局加速，出口销量大幅成长：**中国制造的新能源车在海外的认可度持续提升，虽然近期受到欧洲关税和需求扰动的负面影响，但自主品牌的插混车型出口到海外发展中国家的势头依然迅猛。伴随着中国新能源车的规模优势和市场扩张需求，中国制造新能源产品越来越多地走出国门，海外认可度持续提升。今年 1-11 月，中国新能源乘用车出口累计销量同比增长 16%。中国新能源车在技术水平和产品竞争力上，特别是智能驾驶相关的探索方面仍领先于海外的大部分传统车企，海外市场的突破有望为车企带来新的销量贡献和盈利来源。**自主车企和新势力都在寻求加速出海，逐步将自身产品推广至海外市场。**今年以来，比亚迪、零跑、小鹏的海外销量初见规模。
- **车企加速布局智能化，积极寻求新突破：**根据高工智能汽车数据，2024 年 9 月中国市场新车 NOA 前装交付量突破 20 万辆，再次创造记录。随着技术的进步，智能驾驶也在持续推进降本，包括规模扩大带来的硬件制造成本下降等，都有望推动渗透率进一步提升。各家车企智驾版车型的销售占比也在逐渐爬升。小米 SU7 Max 的车型占比达到 43.17%。理想 L6 的 AD Max 版本销售比例从之前的 18%-19% 提升到近期的 25%-30%。小鹏 11 月发布的 P7+，在借助技术降本之后，将智驾功能下沉至 20 万元上下的价格区间，身体力行“油智同价”。而更多高阶智驾功能车型的涌现和智能化硬件配置向更低价格段车型的渗透，为中国新能源车大众市场提供优质产品。
- **估值：**当前零跑市销率为 0.7x，理想美股市盈率为 14.4x，蔚来、小鹏美股市销率为 0.8x、1.4x；较年初的 1.1x、24.1x、1.6x、1.6x 有一定的下滑，估值较为健康，下行风险较小，估值恢复提升空间较大。
- **投资风险：**中国新能源汽车渗透率增长趋缓，未能如期爬升；海外新能源汽车需求不及预期；行业竞争加剧，价格战再次升温，拖累车企销量和毛利率表现；中国车企海外布局速度慢于预期；自动驾驶研发落地不及预期，超高压快充普及速度不及预期；复杂的宏观环境变化影响中国新能源车企的出海进度。

沈岱

首席科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师

sia_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

2024 年 12 月 11 日

MSCI 全球汽车指数表现



注：截至 2024 年 12 月 9 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

[《新能源汽车行业 2024 年中期展望：渗透率保持上扬，竞争中实现成长》\(2024-06-18\)](#)

[《新能源汽车行业投资手册系列报告 \(十\)：竞争不止，成长不息》\(2024-06-11\)](#)

[《新能源汽车行业 2024 年展望：增量竞争态势延续，行业维持高速增长》\(2023-12-15\)](#)

[《新能源汽车行业投资手册系列报告 \(九\)：中国新能源车的百花齐放》\(2023-12-07\)](#)

[《新能源汽车行业 2023 年中期展望：行业波动中的加速成长》\(2023-06-26\)](#)

[《新能源汽车行业投资手册系列报告 \(八\)：囚徒困境的谜与思》\(2023-06-15\)](#)

目录

中国持续推动全球新能源汽车行业总销量大幅成长..... 5

中国新能源汽车行业优质供给和消费者需求共同推升渗透率上扬 8

 2024 年中国新能源汽车加速成长.....8

 2025 年中国新能源乘用车三大驱动力：渗透率、海外出口、智能驾驶.....22

中国新能源车企布局日趋完善..... 40

 中国新能源车企综合实力大幅提升40

 造车新势力横向比较43

 新能源车企估值.....48

 新能源车企股价及成交量.....50

 新能源汽车行业可比公司估值.....51

图表目录

图表 1：全球新能源汽车月度销量：6 月销量 150 万辆，同比增长 28%，环比增长 12%6

图表 2：全球新能源汽车渗透率按照地区拆分：6 月全球新能源汽车渗透率 21.8%，创历史新高 .6

图表 3：全球新能源汽车销量份额（分地区）7

图表 4：全球新能源汽车销量同比增速（分地区）7

图表 5：欧洲电动汽车月度销量：6 月销量 31.2 万辆，同比下降 2%，环比增长 30%7

图表 6：欧洲新能源汽车车企销量份额7

图表 7：北美新能源汽车车企销量份额7

图表 8：中国新能源汽车月度销量：10 月销量 143.0 万辆，同比增长 50%，环比增长 11%9

图表 9：中国新能源乘用车月度销量：10 月销量 137.1 万辆，同比增长 51%，环比增长 11%10

图表 10：中国新能源汽车/乘用车渗透率：10 月新能源乘用车渗透率 49.8%，创历史新高.....10

图表 11：中国电动汽车充电桩保有量及净增量11

图表 12：中国新能源乘用车品种拆分：10 月纯电动车占比 57.3%，插电式混合动力汽车占比 42.7%11

图表 13：中国新能源乘用车月销量同比增速按纯电和混动拆分：连续 37 个月插混高于纯电12

图表 14：中国新能源乘用车品牌终端销量排行榜12

图表 15：中国新势力新品牌终端销量排行榜12

图表 16：中国新能源纯电乘用车品牌终端销量排行榜12

图表 17：中国新能源插混乘用车品牌终端销量排行榜12

图表 18：中国乘用车市场价格段销量结构变化13

图表 19：中国新能源车渗透率按照车型拆分13

图表 20：纯电车型价格段销量结构变化13

图表 21：插混车型价格段销量结构变化13

图表 22：中国新能源乘用车销量按动力形式拆分13

图表 23：中国新能源乘用车按车型拆分13

图表 24：中国 30 万元以上纯电 SUV 销量排行排行榜（2024 年 10 月）15

图表 25: 中国 30 万元以上纯电 SUV 销量排行排行榜 (2023 年 10 月)	15
图表 26: 中国 20-30 万元纯电 SUV 销量排行排行榜 (2024 年 10 月)	15
图表 27: 中国 20-30 万元纯电 SUV 销量排行排行榜 (2023 年 10 月)	15
图表 28: 中国 10-20 万元纯电 SUV 销量排行排行榜 (2024 年 10 月)	15
图表 29: 中国 10-20 万元纯电 SUV 销量排行排行榜 (2023 年 10 月)	15
图表 30: 中国 30 万元以上纯电轿车销量排行排行榜 (2024 年 10 月)	16
图表 31: 中国 30 万元以上纯电轿车销量排行排行榜 (2023 年 10 月)	16
图表 32: 中国 20-30 万元纯电轿车销量排行排行榜 (2024 年 10 月)	16
图表 33: 中国 20-30 万元纯电轿车销量排行排行榜 (2023 年 10 月)	16
图表 34: 中国 10-20 万元纯电轿车销量排行排行榜 (2024 年 10 月)	16
图表 35: 中国 10-20 万元纯电轿车销量排行排行榜 (2023 年 10 月)	16
图表 36: 中国 30 万元以上插混 SUV 销量排行排行榜 (2024 年 10 月)	17
图表 37: 中国 30 万元以上插混 SUV 销量排行排行榜 (2023 年 10 月)	17
图表 38: 中国 20-30 万元插混 SUV 销量排行排行榜 (2024 年 10 月)	17
图表 39: 中国 20-30 万元插混 SUV 销量排行排行榜 (2023 年 10 月)	17
图表 40: 中国 10-20 万元插混 SUV 销量排行排行榜 (2024 年 10 月)	17
图表 41: 中国 10-20 万元插混 SUV 销量排行排行榜 (2023 年 10 月)	17
图表 42: 中国纯电乘用车各级城市销量占比	18
图表 43: 中国插混乘用车各级城市销量占比	18
图表 44: 2023 年至今国家层面新能源汽车支持政策及方向汇总	19
图表 45: 2024 年汽车报废更新补贴申请数量稳步增长	20
图表 46: 汽车以旧换新补贴政策升级前后内容比较	20
图表 47: 2024 年 4 月以来, 全国 31 个省级地方政府关于汽车置换补贴的政策跟进情况	21
图表 48: 中国新能源乘用车销量及同比预测	23
图表 49: 中国新能源乘用车渗透率及预测	23
图表 50: 中国新能源汽车新车公告数量变化	23
图表 51: 近三年新能源汽车新车公告数量	23
图表 52: 中国 2024 年 (1 月-10 月) 新能源乘用车销量渗透率按车辆类别拆分	23
图表 53: 中国 2024 年 (1 月-10 月) 新能源乘用车销量按照车型拆分	23
图表 54: 覆盖新势力车企 2024 年新增车型 (含改款)	24
图表 55: 比亚迪主力车型荣耀版配置一览	24
图表 56: 小米汽车 SU7 与竞品车型配置比较	25
图表 57: 全球乘用车激光雷达平均单价走势	27
图表 58: 中国乘用车各价格区间激光雷达搭载量	27
图表 59: 中国新能源乘用车月度综合促销幅度变化走势	28
图表 60: 中国电池级碳酸锂价格走势 (万元/吨)	28
图表 61: 中国车企出口到欧洲新能源乘用车销量按车型拆分 (2024 年前三季度)	30
图表 62: 中国车企出口到欧洲新能源乘用车销量按品牌拆分 (3Q24)	30
图表 63: 小鹏汽车与大众集团的技术合作逐步深入	31
图表 64: 覆盖新能源车企出海计划及现状	31
图表 65: 中国汽车出口量: 10 月出口 54.2 万辆, 同比增长 11%, 环比微增 1%	32
图表 66: 中国新能源乘用车出口量: 11 月出口 8.0 万辆, 同比下降 10%, 环比下降 33%	32
图表 67: 中国乘用车 L2 级及以上 ADAS 功能装车率变化 (按动力类型划分)	35
图表 68: 中国新能源乘用车市场不同等级 ADAS 功能装车率情况	35

图表 69: 2023 年, 中国市场标配城市 NOA 功能的车型仍主要分布在 35 万元以上价格段.....	35
图表 70: 2024 年 1-9 月, 中国乘用车标配城市 NOA 的车型向 25-30 万元价格段渗透.....	35
图表 71: 中国市场高速 NOA 搭载数量 (万辆)	35
图表 72: 中国市场城市 NOA 搭载数量 (万辆)	35
图表 73: 中国新能源车企当前无图 NOA 进展较快.....	36
图表 74: 中国新能源车企陆续推进端到端大模型落地量产	36
图表 75: 新能源车企积极布局城市领航辅助驾驶功能	37
图表 76: 主流新能源车企智驾方案传感器配置一览	38
图表 77: 中国乘用车市场: 激光雷达配套装机量 vs L2 级及以上智驾渗透率走势	39
图表 78: 中国乘用车市场: 激光雷达配套装机量 vs 新车城市 NOA 装配率走势	39
图表 79: 智能座舱 SoC 芯片算力变化	39
图表 80: 高等级自动驾驶对芯片算力的需求变化	39
图表 81: 目前市场上已量产的主流智驾 SoC 芯片 AI 算力比较 (截至 1H24)	39
图表 82: 中国各类型品牌乘用车销量市场份额: 10 月中国自主品牌份额达 70.1%	41
图表 83: 中国新能源乘用车零售渗透率 (分品牌类型)	41
图表 84: 中国新能源乘用车月度销量份额按照不同参与者拆分	42
图表 85: 中国新能源乘用车销量份额按品牌拆分	42
图表 86: 中国新能源乘用车按车型拆分	42
图表 87: 蔚来、小鹏、理想、零跑、比亚迪的汽车销售及预测	44
图表 88: 汽车销量	46
图表 89: 汽车均价	46
图表 90: 汽车销售收入	46
图表 91: 汽车板块毛利率	46
图表 92: 软件服务与其他收入占比	46
图表 93: 公司综合毛利率	46
图表 94: 研发费用	47
图表 95: 研发费用率	47
图表 96: 营业利润率	47
图表 97: 净利润 (亏损)	47
图表 98: 现金及现金等价物	47
图表 99: 零售门店数量	47
图表 100: 蔚来、小鹏、理想、零跑: 市销率 (x) 估值比较.....	48
图表 101: 蔚来美股市销率: 当前 0.8x vs 历史均值 3.8x vs 历史均值以下 1 个标准差 -0.3x	49
图表 102: 小鹏美股市销率: 当前 1.4x vs 历史均值 4.5x vs 历史均值以下 1 个标准差 -0.2x	49
图表 103: 理想美股市销率: 当前 1.0x vs 历史均值 3.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.8x	49
图表 104: 零跑市销率: 当前 0.7x vs 历史均值 0.9x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.7x	49
图表 105: 比亚迪股份市销率: 当前 0.9x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.8x	49
图表 106: 特斯拉市销率: 当前 10.8x vs 历史均值 5.8x vs 历史均值以下 1 个标准差 2.1x	49
图表 107: 新能源车企股价走势	50
图表 108: 股票交易额比较	50
图表 109: 新能源汽车可比公司估值比较	51

新能源汽车行业 2025 年展望：关注渗透率、智驾、出海三大成长驱动力

中国持续推动全球新能源汽车行业总销量大幅成长

2024 年年初至今，全球新能源汽车销量同比保持较高增速。根据 MarkLines，今年上半年全球新能源汽车累计销量 722 万辆，同比增长 27%（图表 1）。全球新能源汽车渗透率在今年 1 月 16.6% 的基础上，大体处于环比逐月回升、同比增长状态。在今年 6 月，渗透率达到 21.8%，同比增长 5.5 个百分点，环比增长 1.9 个百分点。

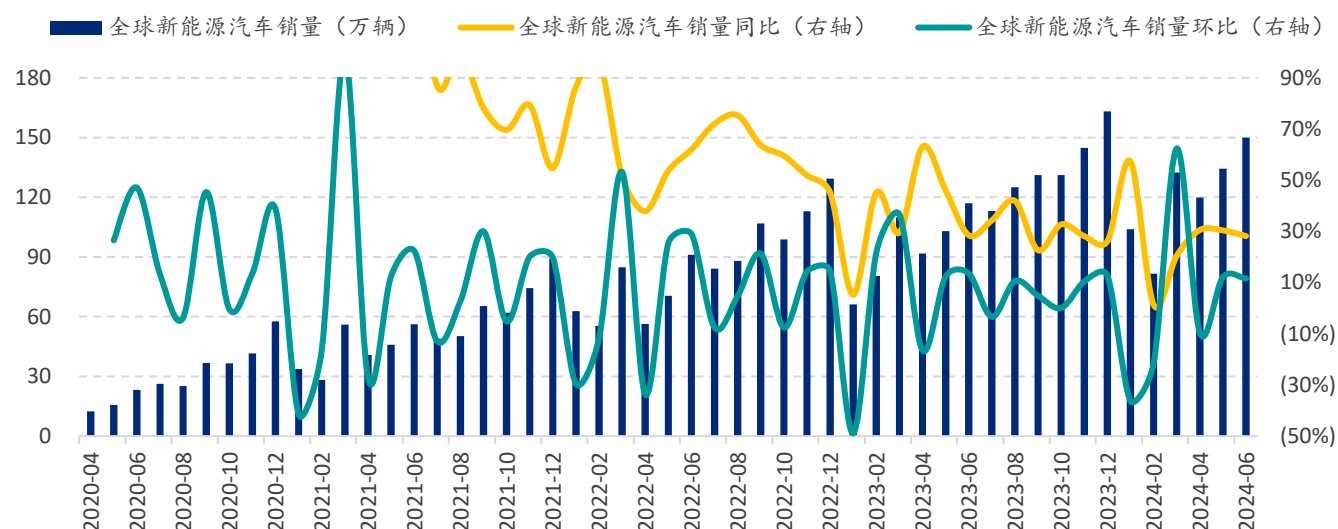
中国仍是贡献全球新能源车行业增长的主力地区。在销量、份额、渗透率三个方面，中国新能源车仍是全球增长的最大推动力。今年一、二季度，中国新能源汽车销量同比增长 37%、48%，远高于北美、欧洲和其他区域（图表 4）。在新能源车渗透率方面，中国自 2023 年起一直领先于欧美（图表 2）。因此，中国在全球新能源车行业占比保持增长，在今年 5 月、6 月达到 64.1%、63%。

今年以来，欧洲新能源车渗透率增长放缓。在今年上半年大多数月份，欧洲的新能源车渗透率维持 18% 出头的位置，同比下降。虽然欧盟和欧洲车企在新能源车转型的大方向并未改变，但是欧洲车企从行业发展、市场需求、公司盈利角度出发，宣布放缓电动化进程。这导致欧洲新能源车渗透率在今年保持大体稳定的趋势。同时，欧洲对进口新能源车加征关税，以保护本地车企在新能源车上的发展。

北美新能源车销量稳定增长。2024 年一季度、二季度，北美新能源车销量同比增长 13%、19%，增速较去年三、四季度的 61%、46% 显著下降。北美市场的渗透率在今年 5 月、6 月达到 9.9% 的历史新高。虽然北美地区渗透率同比增长百分点低于中国，但是仍然在稳步增长中（图表 2 和图表 4）。

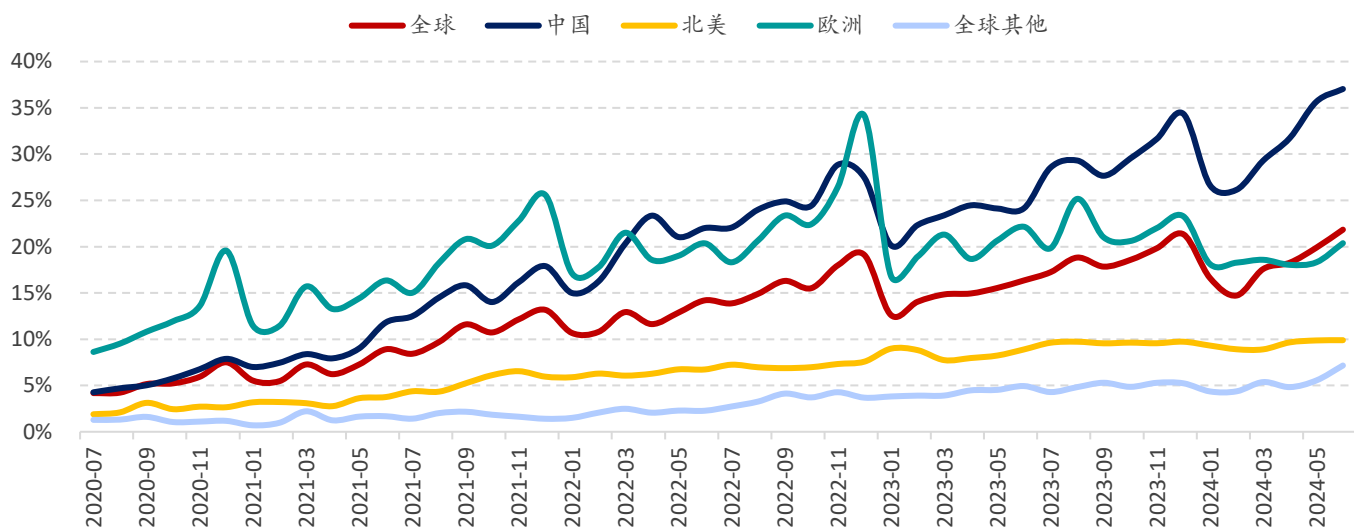
展望 2025 年，尽管全球新能源车需求仍主要集中在中国和欧美市场，但越南和泰国等一些新兴市场的增长也有所加快。随着更适应本地化需求的新能源车型陆续推出，新兴市场的新能源车交付量有望做出增量贡献。

图表 1：全球新能源汽车月度销量：6 月销量 150 万辆，同比增长 28%，环比增长 12%



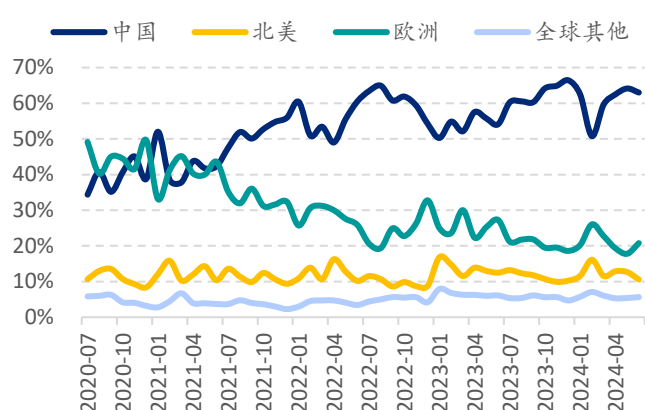
资料来源：MarkLines、Bloomberg、浦银国际

图表 2：全球新能源汽车渗透率按照地区拆分：6 月全球新能源汽车渗透率 21.8%，创历史新高



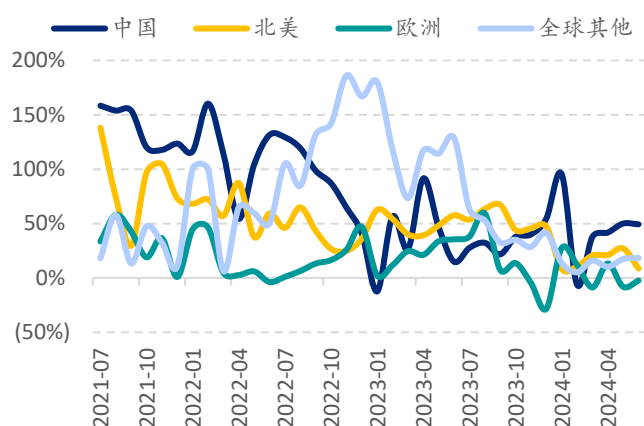
资料来源：MarkLines、Bloomberg、浦银国际

图表 3：全球新能源汽车销量份额（分地区）



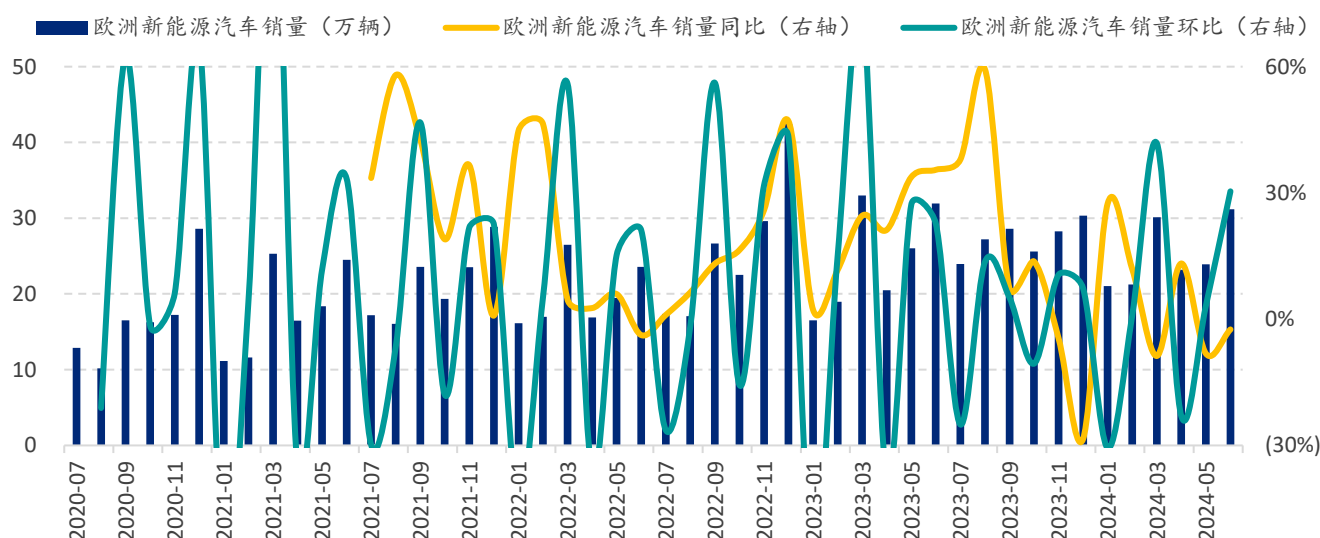
资料来源：MarkLines、Bloomberg、浦银国际

图表 4：全球新能源汽车销量同比增速（分地区）



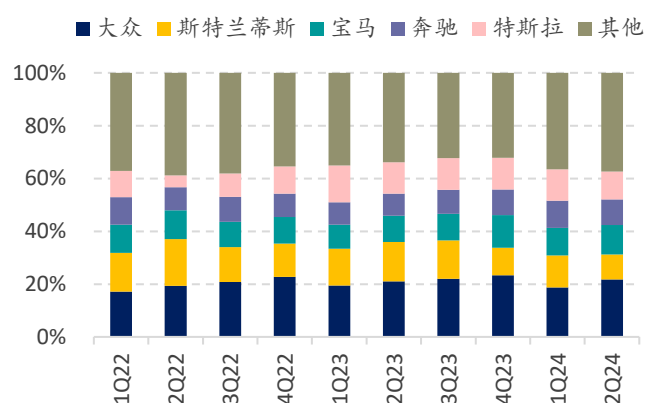
资料来源：MarkLines、Bloomberg、浦银国际

图表 5：欧洲电动汽车月度销量：6月销量 31.2 万辆，同比下降 2%，环比增长 30%



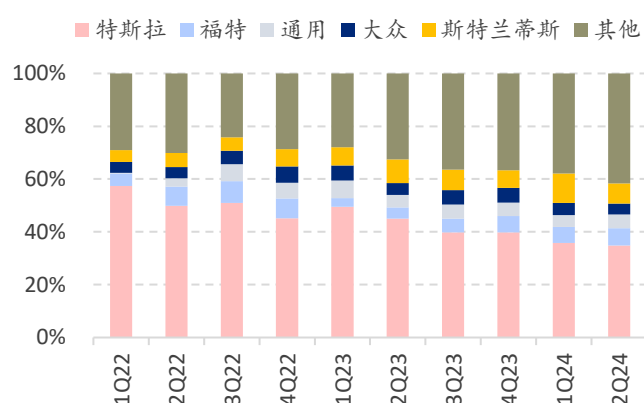
资料来源：MarkLines、Bloomberg、浦银国际

图表 6：欧洲新能源汽车车企销量份额



资料来源：MarkLines、Bloomberg、浦银国际

图表 7：北美新能源汽车车企销量份额



资料来源：MarkLines、Bloomberg、浦银国际

中国新能源汽车行业优质供给和消费者需求共同推升渗透率上扬

● 2024 年中国新能源汽车加速成长

中国新能源汽车成长动能逐季提升

根据中汽协，今年中国新能源乘用车销量的同比增速逐季上扬，在一二三季度分别录得 31%、32%、34%，成长动能强劲。在中国乘用车销量同比增速逐季上行中，渗透率的大幅提升是推动新能源乘用车增长的主要动能。我们预期中国新能源车销量同比增速将在四季度进一步上扬至 46%。

从渗透率来看，今年前三季度中国新能源乘用车的渗透率也是逐季攀升，分别达到 34.9%、43.2%、48.4%，在今年 4 月渗透率几乎接近 2023 年 12 月 40.4% 的高点之后，连续 6 个月创新高。在今年 10 月，中国新能源乘用车渗透率达到 49.8%（图表 10），即在当月售出的乘用车中近一半是新能源车。渗透率处于加速上扬趋势，这是我们对行业的基本判断。我们预期今年四季度中国新能源乘用车的渗透率将达到 50.1%，正式迈过 50% 的渗透率关卡。

今年中国新能源车成长势头优于我们去年年底和今年年中的判断。今年春节假期结束后，以比亚迪推出荣耀版车型（图表 55）为典型代表的行业价格竞争再次升温，从“油电同价”到“电比油低”大幅抢夺燃油车份额。随着国内的北京、成都、广州车展的举办、以旧换新政策发布与升级、各地置换补贴的落实，中国新能源车行业保持了强大的成长动能，不仅在车企端的促销力度回收中实现竞争烈度的缓和，并且在今年二三季度取得毛利率和利润改善。

根据中汽协，今年 10 月中国新能源乘用车销量达到 137.1 万辆，环比增长 11%，同比增长 51%，同比增速连续 3 个月上行，而 2023 年 10 月正值汽车行业中“金九银十”的“银十”，基数较高。今年的增长一方面得益于消费者对新能源车的消费信心增强，释放了需求，另一方面也得益于行业优质产品供给的增加，这一点与我们此前的判断比较一致。我们预期较好的成长动能将在今年 11 月、12 月延续。

回顾今年中国新能源车行业，插混（含增程）的增速显著高于纯电的增速。根据中汽协，今年 1-10 月，中国新能源乘用车纯电的销量同比增速为 12.7%，较 2023 年全年增速的 24% 大幅下行。而同期插混车型的销量同比增速达到 86.3%，比 2023 年全年增速 83.4% 略微上行。截至今年 10 月，中国新能源乘用车中插混销量同比增速连续 37 个月高于纯电（图表 13）。

因此，今年插混车型在中国新能源乘用车占比大幅提升，从 2023 年大体的 3 成占比提升到今年 4 成及以上的占比。在今年 7 月，插混车型销量占比一度达到 45.8%(图表 12);今年 1-10 月累计销量中,插混占比达到 41.8%。

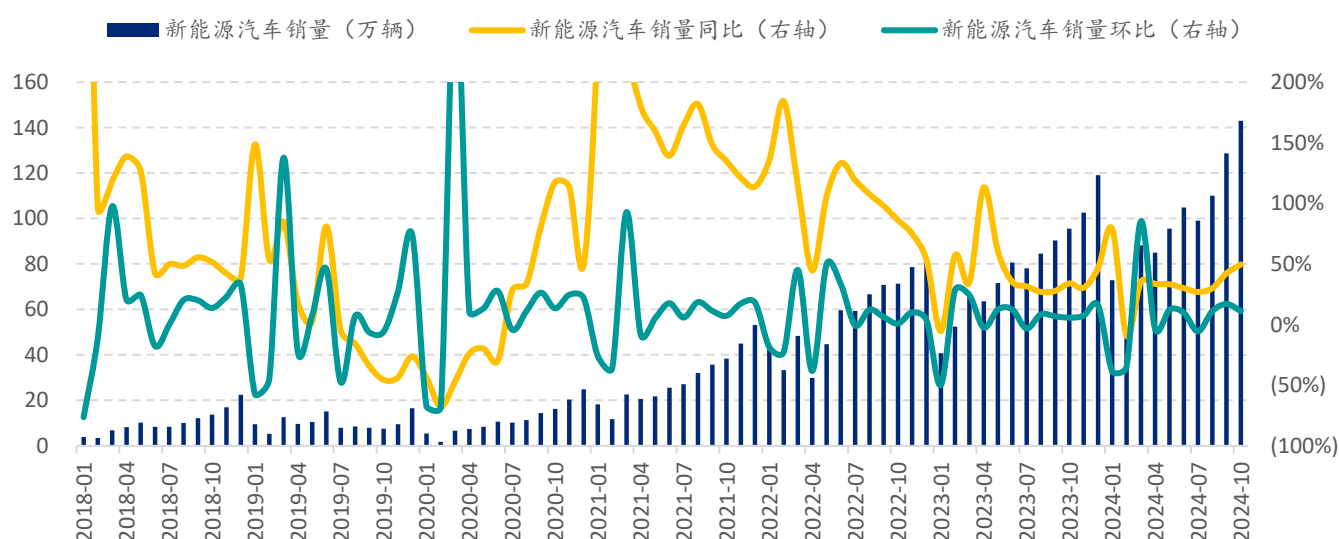
在解决里程焦虑的基础上，插混（含增程）车型同样可以带来纯电车型在驾驶、补能、智驾等方面相对优异的体验。中国新能源乘用车增程的销量从 2022 年的 3.7%、2023 年的 7.5%，增长到今年（1-10 月）的 10.3%（图表 22）。理想、问界、零跑等是重要的行业推动者。随着行业空间被打开，我们预计会看到更多车企推出增程的车型来分享行业增长红利，带动细分行业规模扩大。

中国的充电基建在快速完善中，包括理想在内的增程为主的车企，为纯电布局做准备，也加大了充电站、充电桩的建设。截止到今年 10 月，中国电动汽车充电桩保有量已经达到 339.1 万（图表 11），进而再次推动新能源汽车需求的增长。

中国新能源车行业的增长带动中国新能源车企保持成长。以今年 10 月中国新能源车销量为例，比亚迪、五菱、特斯拉等均有较好表现，而新势力新品牌中的理想、问界、零跑也都表现优异（图表 15）。而且，受到插混（含增程）的更高需求的推动，比亚迪、理想、问界、零跑都有更加亮眼的表现（图表 17）。

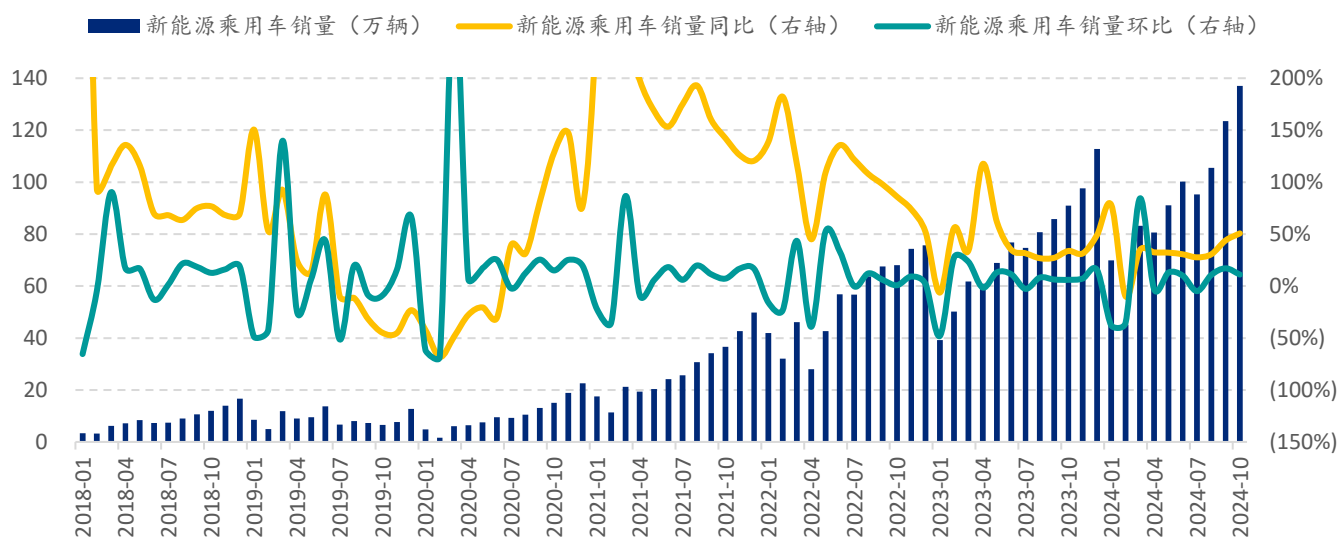
虽然各个价位段和车型的新能源车渗透率都在上扬，但是 A 级新能源乘用车的渗透率相对较低。这个产品类别的新能源车渗透率从 2023 年的 23%提升到今年（1-10 月）的 34%（图表 19）。我们预期这个级别的新能源车的潜在需求是今后两年中国新能源车销量成长主要来源。

图表 8：中国新能源汽车月度销量：10 月销量 143.0 万辆，同比增长 50%，环比增长 11%



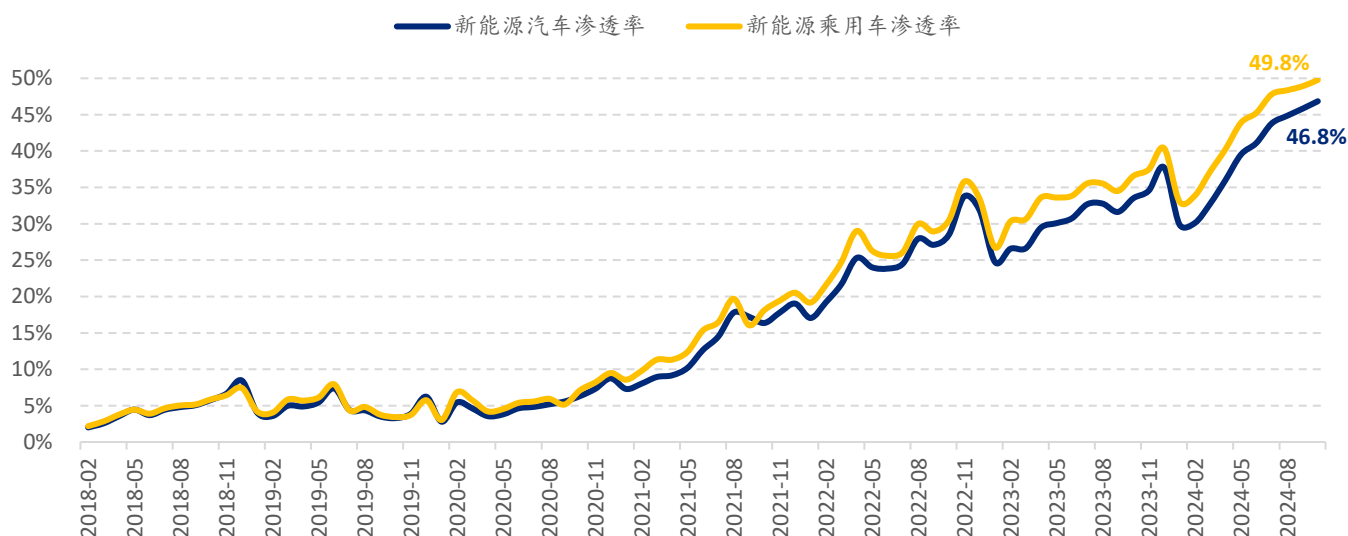
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 9：中国新能源乘用车月度销量：10月销量 137.1 万辆，同比增长 51%，环比增长 11%



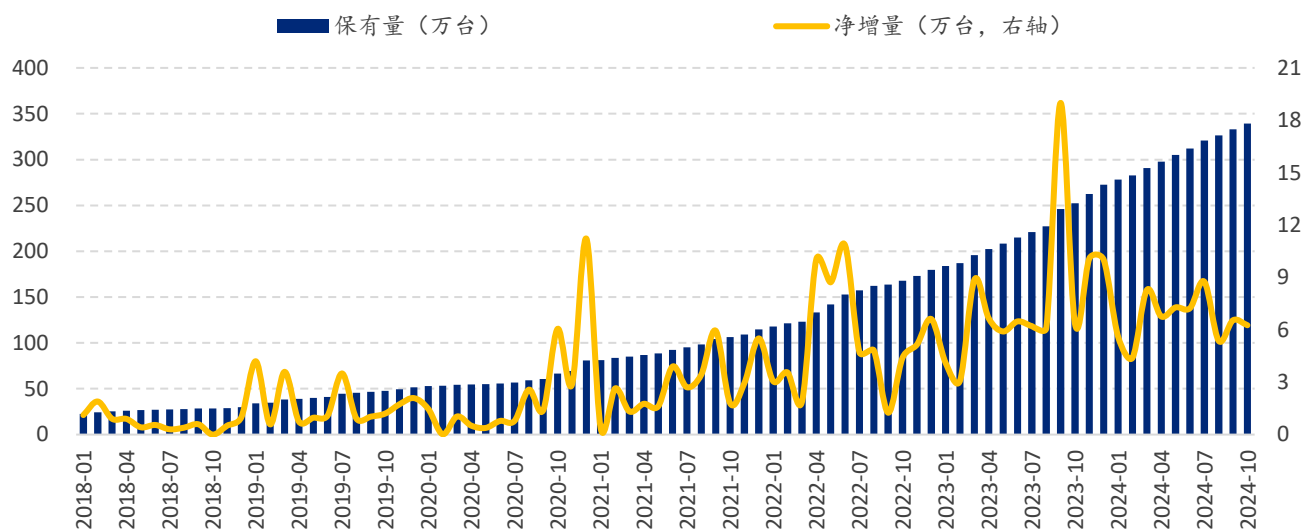
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 10：中国新能源汽车/乘用车渗透率：10月新能源乘用车渗透率 49.8%，创历史新高



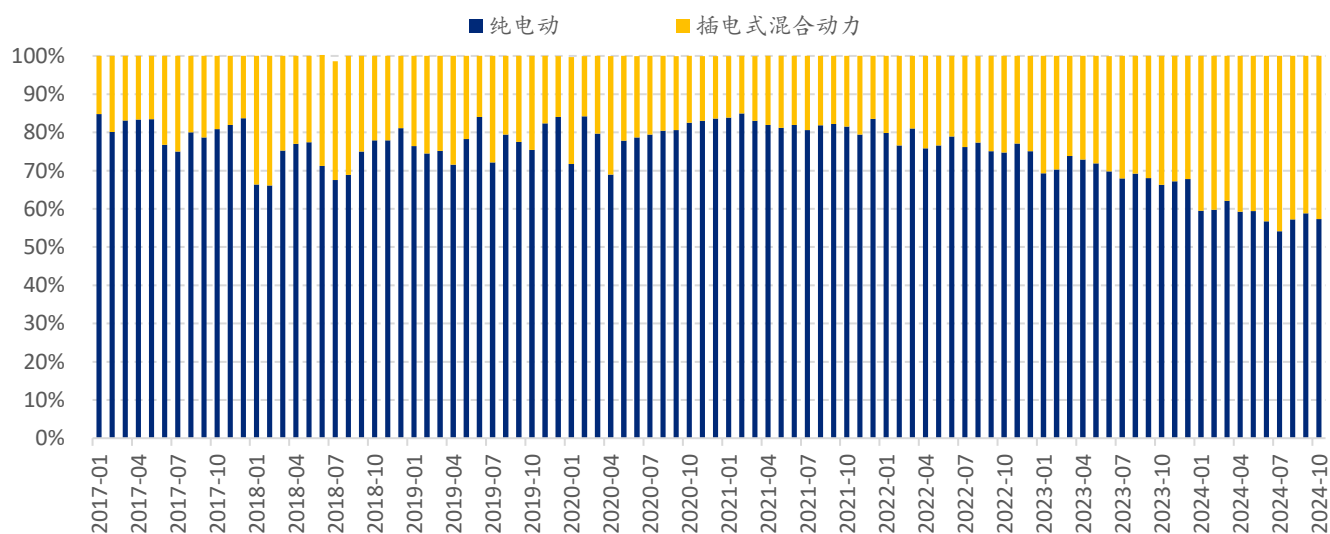
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 11：中国电动汽车充电桩保有量及净增量



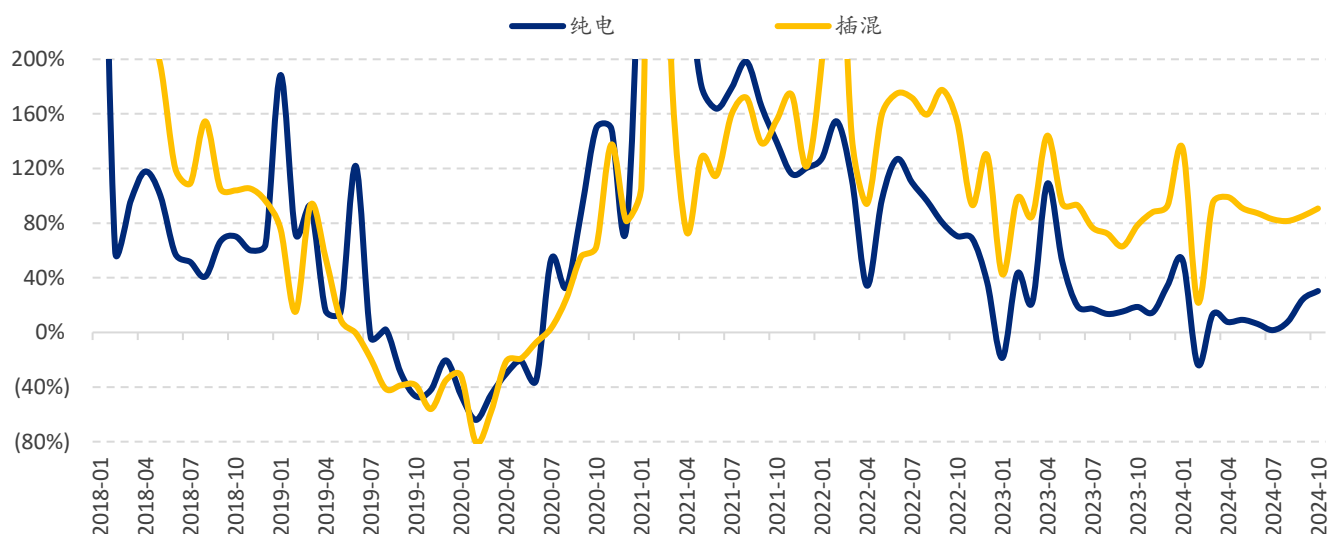
资料来源：中国电动汽车充电基础设施促进联盟、Wind、浦银国际

图表 12：中国新能源乘用车品种拆分：10月纯电动车占比 57.3%，插电式混合动力汽车占比 42.7%



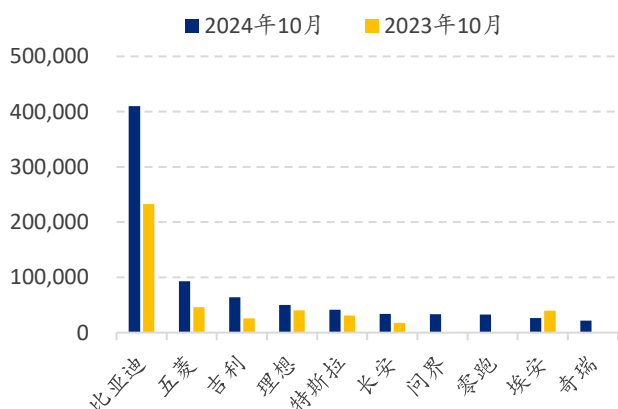
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 13：中国新能源乘用车月销量同比增速按纯电和混动拆分：连续 37 个月插混高于纯电



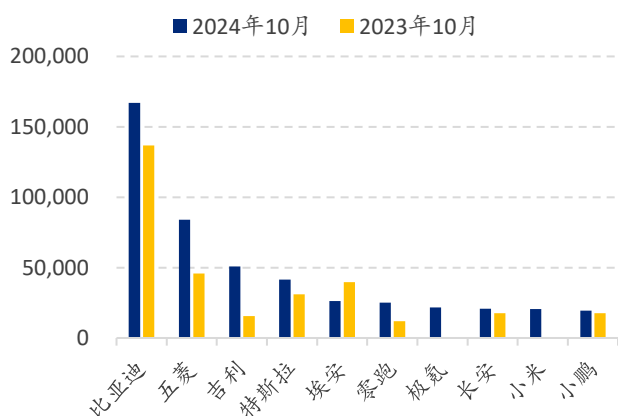
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 14：中国新能源乘用车品牌终端销量排行榜



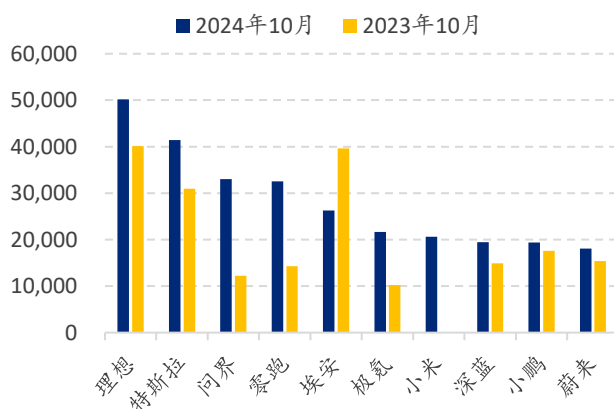
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 16：中国新能源纯电乘用车品牌终端销量排行榜



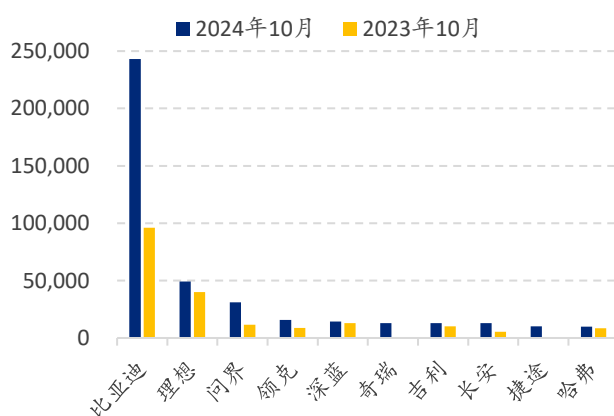
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 15：中国新势力新品牌终端销量排行榜



资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 17：中国新能源插混乘用车品牌终端销量排行榜



资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 18：中国乘用车市场价格段销量结构变化

销量占比	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024年1-10月
≥40万	1.5%	3.0%	3.8%	3.9%	4.1%	4.7%	4.0%
30-40万	5.5%	6.2%	6.9%	7.1%	7.8%	10.3%	10.3%
20-30万	8.6%	10.6%	13.5%	15.7%	17.8%	17.3%	18.1%
15-20万	14.5%	15.3%	15.7%	16.3%	17.2%	17.9%	17.8%
10-15万	32.2%	35.7%	35.7%	33.9%	34.6%	34.4%	33.2%
5-10万	34.4%	26.8%	22.0%	19.4%	15.0%	12.8%	13.5%
<5万	3.3%	2.3%	2.3%	3.7%	3.6%	2.5%	3.0%

注：图中所列计价货币均为人民币；资料来源：乘联会、浦银国际

图表 19：中国新能源车渗透率按照车型拆分

新能源车渗透率	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024年1-10月
A00级	91%	93%	97%	100%	100%	100%	100%
A0级	4%	5%	3%	12%	36%	59%	67%
A级	3%	4%	3%	8%	18%	23%	34%
B级	2%	3%	8%	18%	29%	39%	51%
C级	2%	4%	5%	7%	18%	27%	43%

资料来源：乘联会、浦银国际

图表 20：纯电车型价格段销量结构变化

销量占比	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024年1-10月
≥40万	0%	1%	2%	1%	2%	2%	2%
30-40万	2%	2%	4%	4%	4%	7%	6%
20-30万	6%	4%	23%	24%	22%	23%	29%
15-20万	42%	32%	13%	9%	10%	9%	16%
10-15万	41%	42%	26%	21%	29%	29%	24%
5-10万	8%	20%	20%	19%	18%	19%	16%
<5万	0%	0%	12%	21%	16%	11%	7%

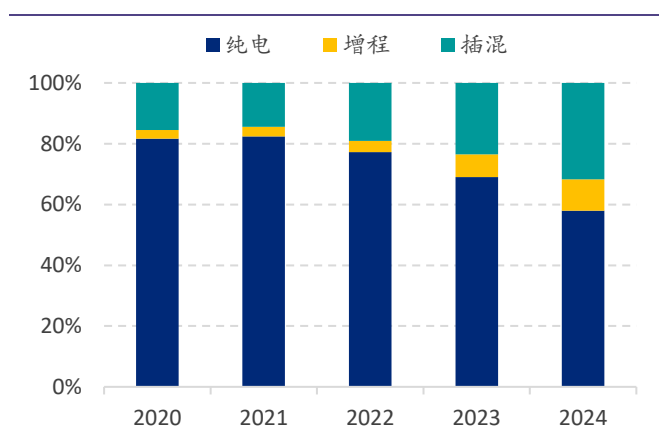
注：图中所列计价货币均为人民币；资料来源：乘联会、浦银国际

图表 21：插混车型价格段销量结构变化

销量占比	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024年1-10月
≥40万	6%	13%	17%	7%	2%	0%	1%
30-40万	3%	3%	4%	3%	3%	9%	7%
20-30万	7%	8%	20%	13%	14%	16%	11%
15-20万	6%	15%	14%	12%	7%	10%	14%
10-15万	58%	51%	40%	38%	56%	47%	54%
5-10万	19%	10%	4%	27%	17%	17%	14%

注：图中所列计价货币均为人民币；资料来源：乘联会、浦银国际

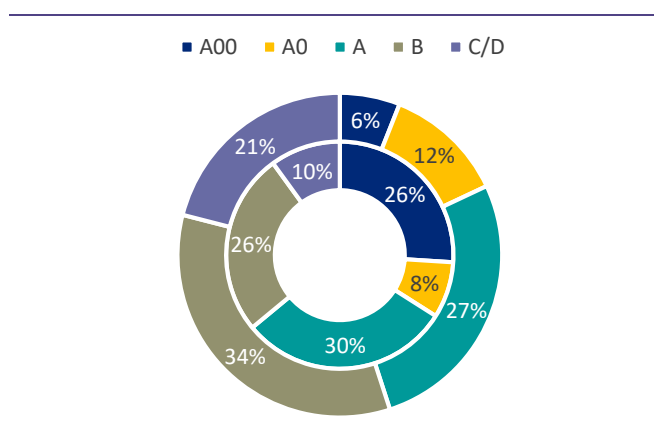
图表 22：中国新能源乘用车销量按动力形式拆分



注：2024 年数据截至 2024 年 10 月；

资料来源：ThinkerCar、浦银国际

图表 23：中国新能源乘用车按车型拆分



注：内圈为 2020 年，外圈为 2024 年 1 月-10 月；

资料来源：ThinkerCar、浦银国际

从各个类型（纯电、插混、轿车、SUV）以及不同价格来看，各个品牌的不同车型表现存在差异。总体上来看，在 2024 年优质车型的供给增加，带来细分价格段的竞争的变化，符合我们此前判断。

纯电 SUV 竞争格局仍未稳定。今年，特斯拉的 Model Y 依然是一骑绝尘的车型，单月销量平均在 5 万台以上，远远甩开第二名。这在 30 万元以上的纯电 SUV 的细分类别会更加明显（图表 24）。相比较，比亚迪的元系列几款车型有 2 万台左右的月销量，是 10-20 万元的主要领导者。而零跑的 C11、C10、C16 均跻身 10 万-20 万元的 10 月纯电 SUV 销量榜单前十。

而在 20-30 万元的纯电 SUV，车型竞争格局变化较大。去年 10 月月销量 8,000 台多的小鹏 G6，在今年销量滑落至 4,000 多台。展望 2025 年，我们预计将看到更多潜在优质车型在这个细分领域竞争，包括已经发布的蔚来的第二品牌乐道 L60、小米 YU7、小鹏 P7+ 平台的 SUV。这些车型均具备爆款的潜力。因此，一方面这会带来该细分品类的竞争加剧，另一方面该价格段车型市场空间有望大幅增长。

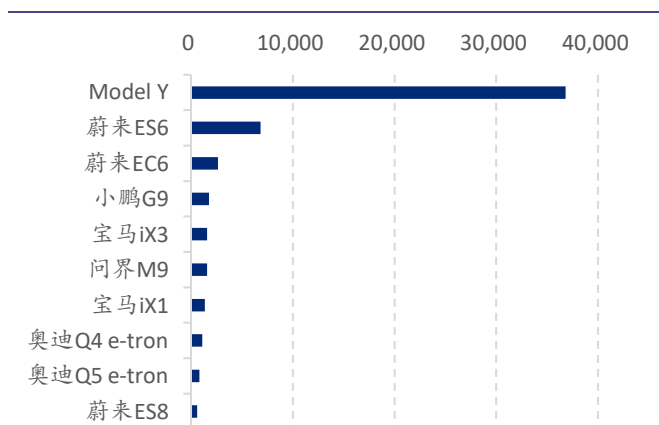
小米 SU7 是今年纯电轿车现象级爆款。以今年 10 月销量为例，尽管潜在客户空间更大的 10-20 万元价格段的海豚的销量达到约 1.8 万台，但是仍然不及仅开启交付 7 个月的小米 SU7 的 2 万多台交付量。小米 SU7 在 20-30 万元价格段具备较强的统治力（图表 32），类似 30 万以上价格段的特斯拉的 Model Y。短期内，小米依然处于以产定销的需求大于供应的阶段。此外，目前小鹏的两款车型，MONA M03 以及 P7+，都取得较好订单表现，有望在明年贡献强劲的交付动能。

在插混（含增程）SUV 中，头部的格局相对稳定。一是，30 万元以上的插混 SUV，以华为鸿蒙系的问界和理想的 L 系列展现两大增程头部霸榜的格局（图表 36）。在这个分类中，去年和今年都还没有看到明显可以跟得上的第三名玩家。展望未来，我们预期将会看到小米、小鹏等车企推出增程车型以分享行业潜在的增长的空间，尤其是在 20-30 万元的价格段中。

二是，在 10-20 万元的插混 SUV，比亚迪整体表现远超其他玩家。其中，比亚迪的宋 PLUS、宋 L、宋 Pro 三个车型 10 月销量均超过 2 万台（图表 40），强势占据前列，单款车型都明显高于第四名之后的车型。在插混轿车分类中，比亚迪也是类似的以多款车型占据头部，包括秦 L、秦 PLUS、海豹、海豹 06、驱逐舰 05、汉等。

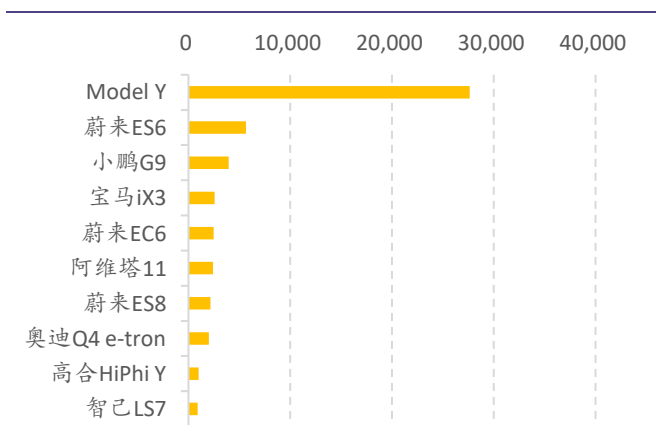
最后，从纯电 MPV 来看，小鹏的 X9 与理想的 MEGA 均有不错的表现。虽然理想的 MEGA 经历了年初发布之后的销量下行，但是从今年二三季度开始有所起色并接近 1,000 台月交付量。我们预期明年小鹏的 X9 以及理想 MEGA 都有望维持当前的交付量水平。

图表 24：中国 30 万元以上纯电 SUV 销量排行榜（2024 年 10 月）



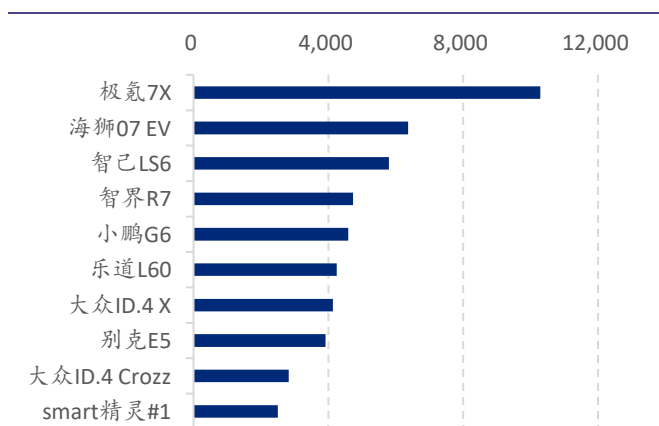
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 25：中国 30 万元以上纯电 SUV 销量排行榜（2023 年 10 月）



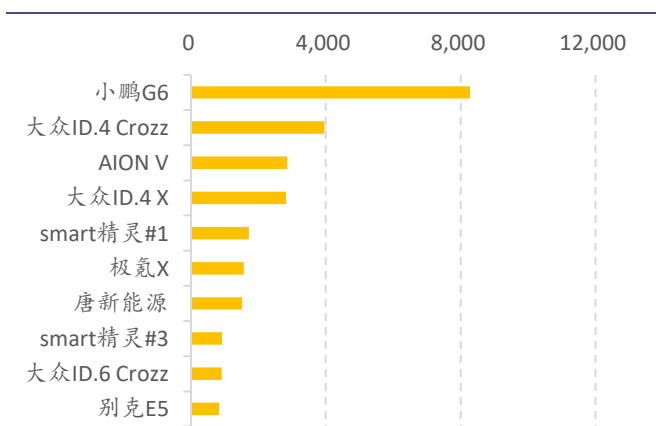
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 26：中国 20-30 万元纯电 SUV 销量排行榜（2024 年 10 月）



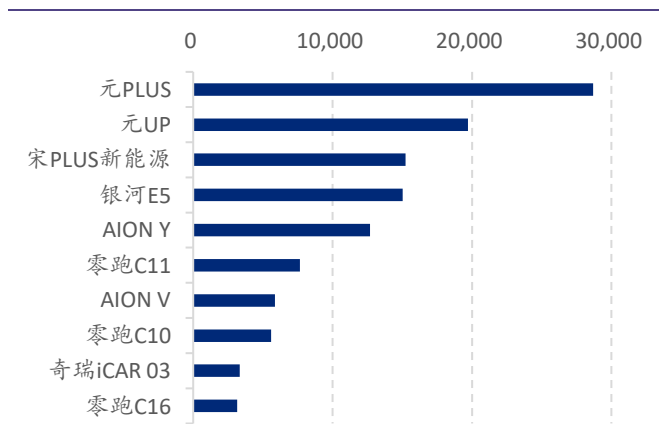
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 27：中国 20-30 万元纯电 SUV 销量排行榜（2023 年 10 月）



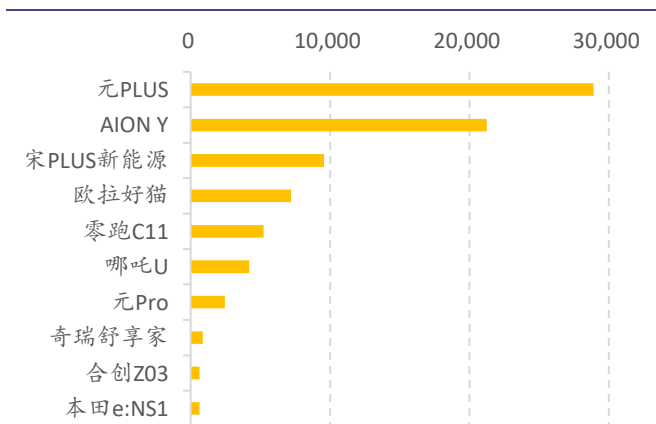
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 28：中国 10-20 万元纯电 SUV 销量排行榜（2024 年 10 月）



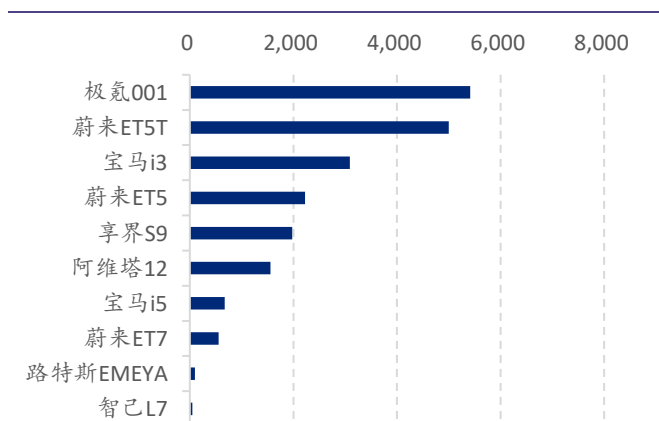
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 29：中国 10-20 万元纯电 SUV 销量排行榜（2023 年 10 月）



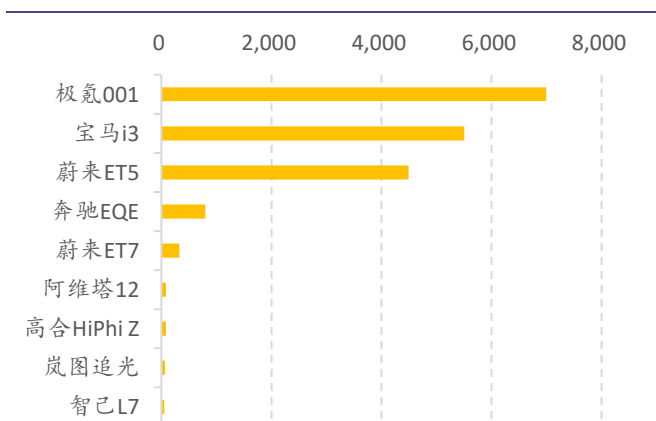
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 30：中国 30 万元以上纯电轿车销量排行榜（2024 年 10 月）



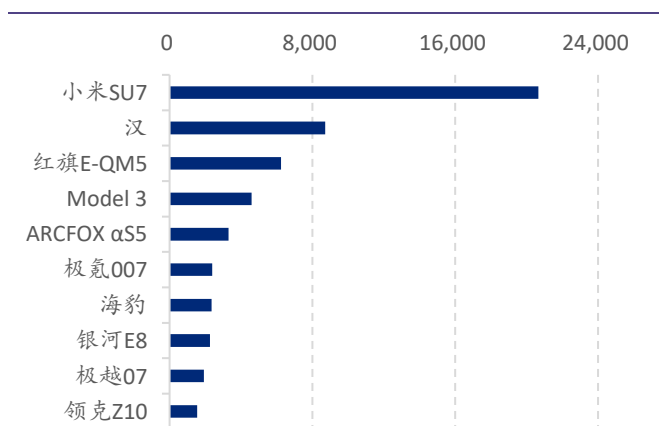
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 31：中国 30 万元以上纯电轿车销量排行榜（2023 年 10 月）



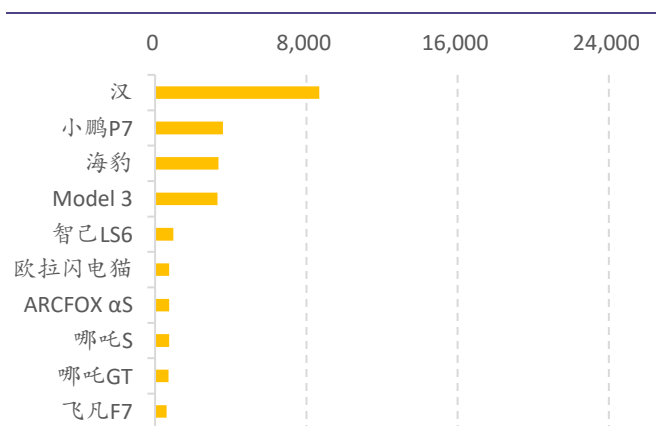
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 32：中国 20-30 万元纯电轿车销量排行榜（2024 年 10 月）



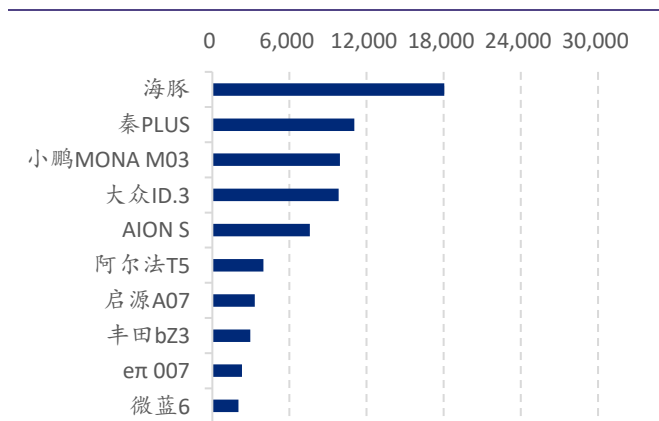
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 33：中国 20-30 万元纯电轿车销量排行榜（2023 年 10 月）



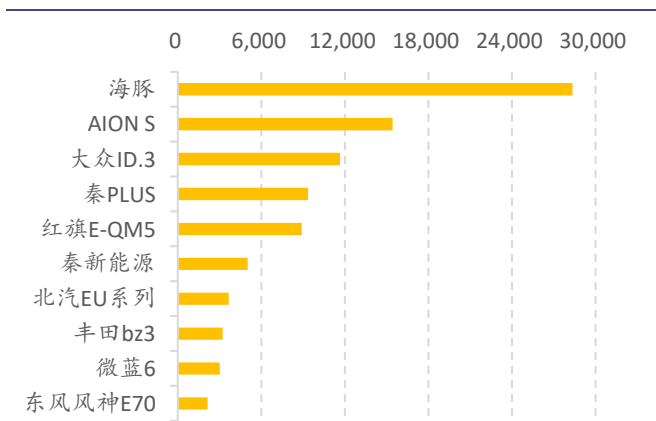
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 34：中国 10-20 万元纯电轿车销量排行榜（2024 年 10 月）



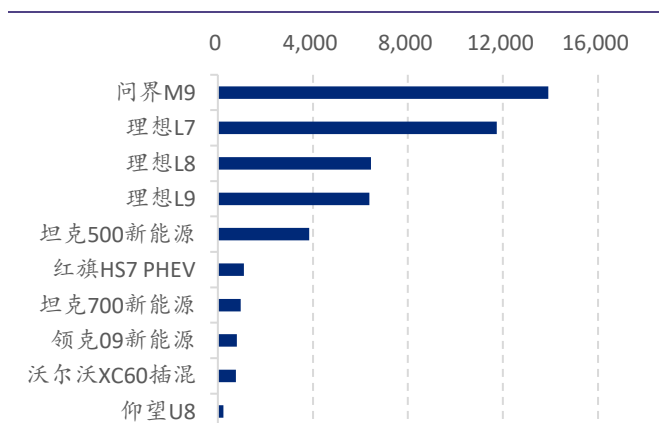
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 35：中国 10-20 万元纯电轿车销量排行榜（2023 年 10 月）



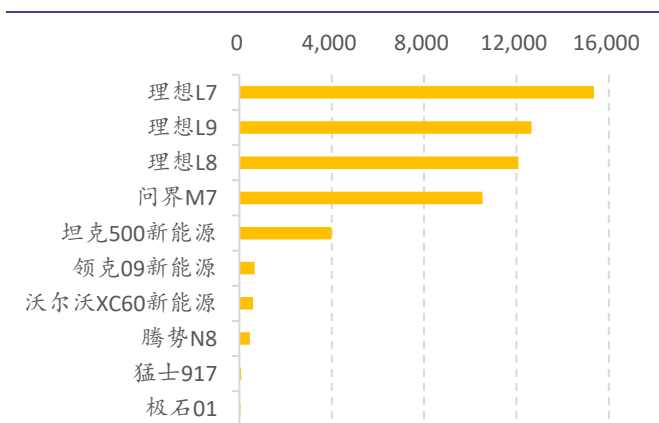
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 36：中国 30 万元以上插混 SUV 销量排行榜（2024 年 10 月）



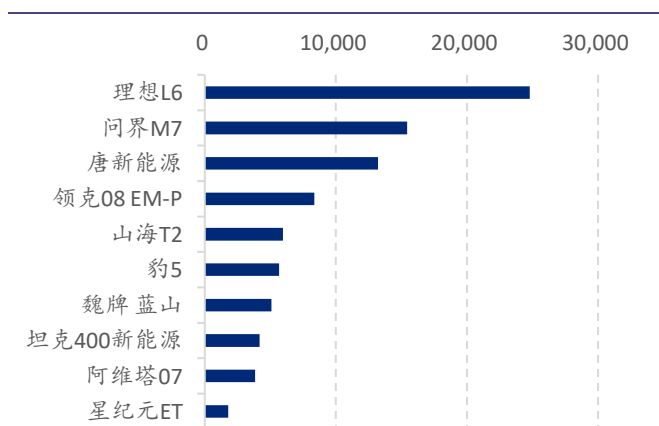
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 37：中国 30 万元以上插混 SUV 销量排行榜（2023 年 10 月）



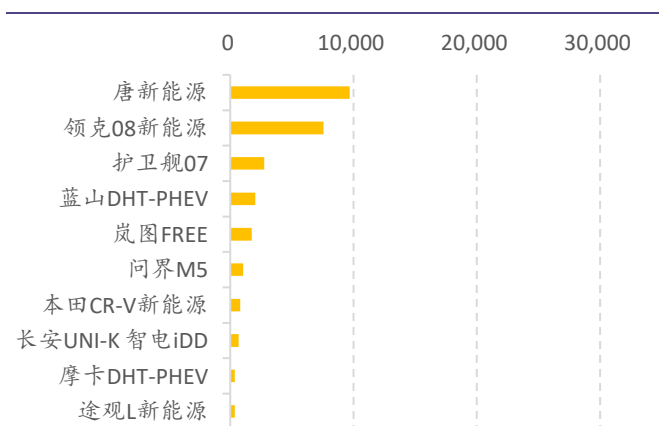
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 38：中国 20-30 万元插混 SUV 销量排行榜（2024 年 10 月）



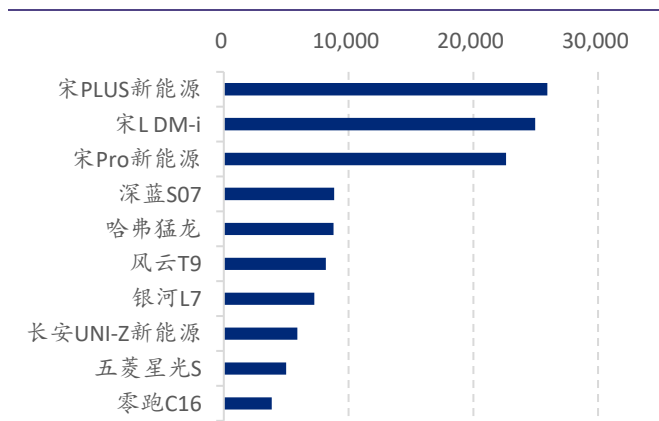
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 39：中国 20-30 万元插混 SUV 销量排行榜（2023 年 10 月）



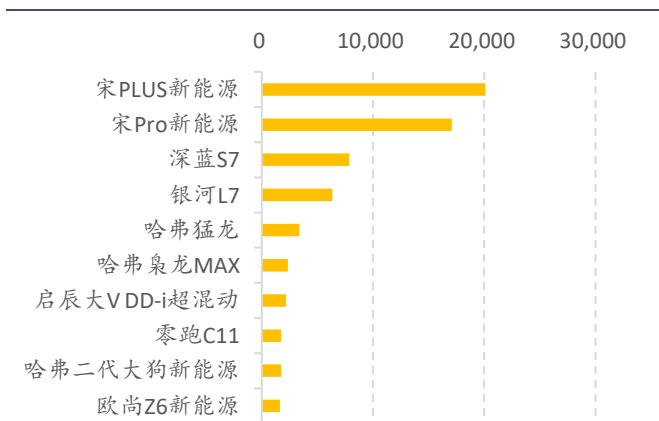
资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 40：中国 10-20 万元插混 SUV 销量排行榜（2024 年 10 月）



资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

图表 41：中国 10-20 万元插混 SUV 销量排行榜（2023 年 10 月）



资料来源：终端销售数据、电动汽车观察、浦银国际

政策端支持新能源车，推动增长需求

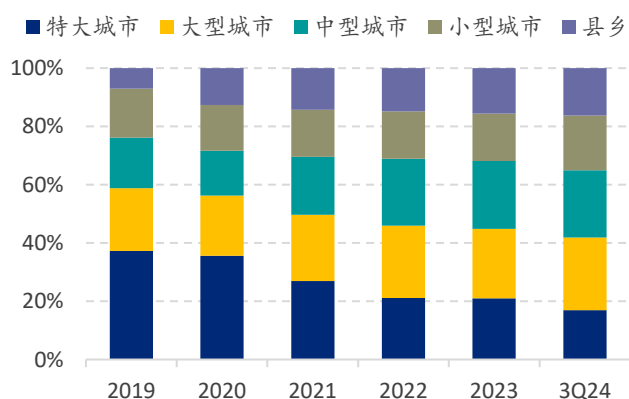
中央政府层面，在 2023 年取消新能源行业全国性补贴后，政府依然在积极出台政策，持续鼓励推动新能源行业的高质量发展。4 月以来，各级地方政府也陆续出台跟进政策措施（图表 47），在响应报废更新的基础上，为置换更新的刺激政策补位，且保持对新能源车不同程度的倾斜。截至目前，31 个省级地方政府的置换补贴政策均已出台。新能源车补贴金额总体上比燃油车高约 3,000 元，且置换补贴的领取要求相对容易满足，对于消费者吸引力较强，有利于释放市场“淘汰更新”和“换购更新”的消费潜力。

4 月 26 日，国家“[以旧换新](#)”的政策落地实施。6 月 3 日，官方信息显示财政部已下达 64.4 亿元的财政贴息和奖补资金，用于资金预拨。此外，地方政府也配套提供资金 47.58 亿元。在今年 7 月以旧换新政策再次升级。与 4 月相比，对按照细则要求，报废旧车并购买新车的个人消费者，补贴标准由购买新能源乘用车/燃油乘用车补贴 1 万元/7,000 元，分别提高至补贴 2 万元和 1.5 万元（图表 46）。针对报废和置换更新“真金白银”的补贴，为消费者带来切实的购车实惠，同时金额上向新能源车倾斜，有助于缓解消费者观望情绪，推升新能源车的销量增长。

此外，国家对于推动新能源汽车下乡“提速”。5 月 15 日，工信部等 5 部门联合印发《关于开展 2024 年新能源汽车下乡活动的通知》，指导活动进一步下沉到县域，并辐射周边乡镇；同时鼓励产业链企业积极参加，结合以旧换新和县域充换电设施补短板等支持政策制定促销方案，建立完善售后服务体系。下沉市场的广阔需求空间也有望得到更加充分的探索。

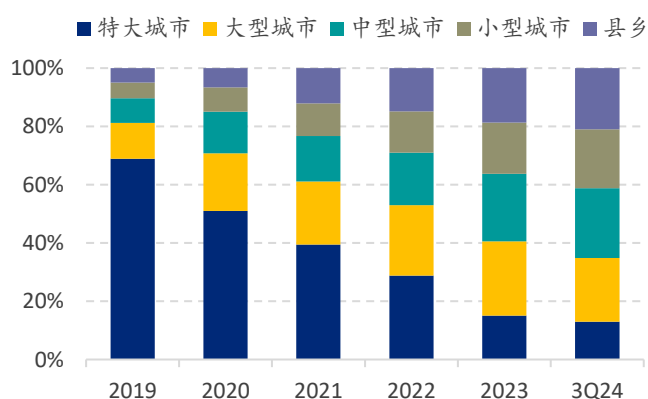
而向低线城市的渗透也是我们在 2024 年[展望](#)中预测的中国新能源车行业的重要渗透方向之一。农村居民的价格敏感度较高，目前看来，小城和县乡市场的新能源车销量占比也在不断提升，主要还是依托插混车型替换燃油车带来的增长居多，按照乘联会测算目前以每年 8 个百分点上升。

图表 42：中国纯电乘用车各级城市销量占比



资料来源：乘联会、浦银国际

图表 43：中国插混乘用车各级城市销量占比



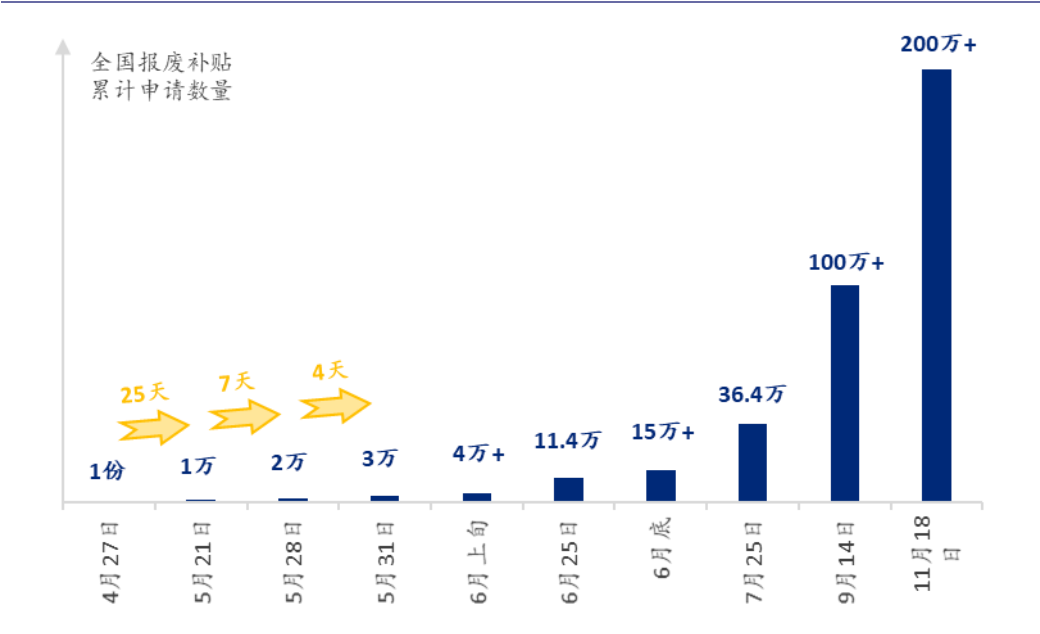
资料来源：乘联会、浦银国际

图表 44：2023 年至今国家层面新能源汽车支持政策及方向汇总

提出时间	政策出处	文件名称	具体内容
2023-01-02	国务院	《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	2023 年中央一号文件提出要推动乡村产业高质量发展，加快发展现代乡村服务业， 鼓励有条件的地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡。
2023-05-14	国家发改委 国家能源局	《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	支持农村地区购买使用新能源汽车 ，11 条举措化解制约新能源汽车下乡瓶颈问题。在支持满足农村地区购买使用需求方面，鼓励地方对农村户籍居民购买新能源汽车， 给予消费券等支持 。鼓励有关车企和有条件的地方， 对淘汰低速电动车购买新能源汽车提供以旧换新奖励 。
2023-06-08	商务部	《关于组织开展汽车促消费活动的通知》	商务部办公厅组织开展汽车促消费活动。活动时间为 2023 年 6 月至 12 月，意在强化购车优惠政策支持。包括：1) “百城联动”汽车节：因地制宜打造系列汽车展销活动，全链条全过程促进汽车消费。2) “千县万镇” 新能源汽车消费季 ：鼓励企业针对农村地区特点，推动新能源车下乡。推动售后服务网络下沉，推动完善农村充电基础设施。
2023-06-12	工信部、国家发改委等 5 个部门	《关于开展 2023 年新能源汽车下乡活动的通知》	鼓励企业积极参与，推荐适宜农村市场的先进车型，制定促销政策，完善售后服务体系；各充电设施建设运营企业配合完善充电设施布局，推出充电优惠政策；各参与活动的电商、互联网平台，积极配合现场活动，开展网络促销，与车企合作举办直播售车或云上展销活动。
2023-06-20	国务院	《国务院办公厅关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》	对 充电基础设施建设 作出了具体部署：到 2030 年，基本建成覆盖广泛、规模适度、结构合理、功能完善的高质量充电基础设施体系，有力支撑新能源汽车产业发展，有效满足人民群众出行充电需求。
2023-07-19	财政部、税务总局、工信部	《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》	对购置于 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车 免征车辆购置税 ，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过 3 万元；对购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车 减半征收车辆购置税 ，其中，每辆新能源乘用车减税额不超过 1.5 万元。
2023-07-20	国家发改委等 13 个部门	《关于促进汽车消费的若干措施》	针对汽车购买使用管理制度和市场环境等推出 10 条措施。其中提到， 要支持新能源汽车下乡 等政策措施，着力提升农村电网承载能力等。
2023-08-25	工信部、财政部等 7 个部门	《汽车行业稳增长工作方案（2023-2024 年）》	支持扩大新能源汽车消费 ：落实好现有新能源汽车车船税、车辆购置税等优惠政策，抓好新能源汽车补助资金清算审核工作， 积极扩大新能源汽车个人消费比例 。 组织开展新能源汽车下乡活动 ，鼓励企业开发更多先进适用车型，充分挖掘农村地区消费潜力。
2024-04-03	中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于调整汽车贷款有关政策的通知》	明确金融机构在依法合规、风险可控前提下，根据借款人信用状况、还款能力等自主确定自用传统动力汽车、自用新能源汽车贷款最高发放比例。鼓励金融机构结合汽车以旧换新等细分场景，加强金融产品和服务创新，适当减免汽车以旧换新过程中提前结清贷款产生的违约金。
2024-04-26	商务部等 14 个部门	《汽车以旧换新补贴实施细则》	指定期间报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车，并购买符合节能要求乘用车新车的个人消费者，可享受 一次性定额补贴 ，补贴金额 7 千或 1 万元。
2024-05-15	工信部等 5 个部门	《关于开展 2024 年新能源汽车下乡活动的通知》	组织开展 2024 年 新能源汽车下乡活动 ，进一步下沉到县域，举行专场活动，辐射周边乡镇。鼓励产业链企业积极参加，结合以旧换新和县域充电换电设施补短板等支持政策制定促销方案，建立完善售后服务体系。
2024-05-16	工信部、发改委等 5 个部门	《关于开展 2024 年新能源汽车下乡活动的通知》	组织开展 2024 年新能源汽车下乡活动，进一步下沉到县域，举行专场活动，辐射周边乡镇。活动时间为 2024 年 5 月至 12 月，共计选取 99 款新能源汽车车型参与活动。
2024-07-25	国家发改委、财政部	《关于加大支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	支持老旧营运货车报废更新、提高新能源公交车及动力电池更新补贴标准、提高汽车报废更新补贴标准。对报废燃油或新能源乘用车并购买乘用车新车， 补贴金额由之前的 0.7/1.0 万元提升至 1.5/2.0 万元 。

资料来源：政府网站、浦银国际整理

图表 45：2024 年汽车报废更新补贴申请数量稳步增长



资料来源：新华社、商务部、崔东树公众号、浦银国际

图表 46：汽车以旧换新补贴政策升级前后内容比较

项目	升级前	升级后
资金安排	中央财政与地方政府联动，财政部向各省份预拨 70% 补助资金，用于支持地方启动相关工作。	中央财政与地方政府联动，同时 将安排超长期特别国债 ，支持地方自主开展个人消费者汽车置换更新。
央地共担资金比例	中央财政和地方财政总体按 6:4 比例共担，对东部、中部、西部地区，中央与地方分担的比例分别为 5:5、6:4 和 7:3 。	中央财政和地方财政总体按 9:1 比例共担，对东部、中部、西部地区，中央承担比例分别为 85%、90%和 95% 。
补贴范围	仅针对个人消费者，要求报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车并购买符合要求的乘用车新车。	在此前的补贴范围基础上，扩展补贴范围，支持老旧营运货车报废更新。
乘用车补贴力度	对报废燃油乘用车并购买符合要求燃油乘用车的，补贴 7,000 元 ；对报废燃油或新能源乘用车并购买新能源乘用车新车的，补贴 1 万元 。	对报废燃油乘用车或新能源乘用车，并购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车的，补贴 15,000 元 ；购买新能源乘用车新车的，补贴 2 万元 。
报废车辆登记时间限制	无限制	为规范置换流程，真实反映政策拉动效果，新增规定报废机动车需在印发之日前登记在本人名下。

资料来源：政府网站、浦银国际整理

图表 47：2024 年 4 月以来，全国 31 个省级地方政府关于汽车置换补贴的政策跟进情况

省级城市	发布时间	具体措施
青海省	2024-08-14	5 月 30 日发布，置换补贴按购车价格分三档。本次简化档位划分并调高补贴金额，对于出售本人名下的二手车的，新购符合条件的新能源车/燃油车，分别补贴 1.5 万元和 2 万元。
北京市	2024-08-28	转让本人名下 1 年以上乘用车并新购新能源乘用车，按 15,000 元/辆的标准给予补贴。
广东省	2024-08-29	个人消费者转让名下车辆并新购乘用车补贴 0.8-1.5 万元，若新购新能源车，追加补贴 1,000 元。
海南省	2024-09-02	5 月 15 日发布，个人消费者转让本人名下乘用车并购买新乘用车，按价格分三档补贴。本次扩大补贴力度，新购新能源车补贴 1.5-2.0 万元/辆，新购燃油车补贴 1.0-1.5 万元/辆。
宁夏回族自治区	2024-09-02	5 月 13 日发布，对个人消费者转让本人旧车并购买乘用车新车，按价格分两档进行补贴。本次调高补贴金额，购买新能源车补贴 1.5-1.8 万元；购买燃油车 1.2-1.5 万元。
广西壮族自治区	2024-09-03	4 月 26 日发布，本次提高补贴标准，转让旧车并购买新车分三档补贴，新购新能源乘用车补贴 0.8-1.8 万元/辆，新购燃油车补贴 0.7-1.5 万元/辆。
甘肃省	2024-09-03	转让名下旧车，购买 3.8 万元以上新能源车补贴 1.5 万元；总价 8 万元以上燃油车补贴 1 万元。
浙江省	2024-09-04	对个人消费者转让本人名下乘用车并购买新乘用车的，按购置新车价格分三档补贴。新购新能源车补贴 8,000-12,000 元/辆，燃油车补贴 6,000-10,000 元/辆。
山西省	2024-09-05	个人消费者转让名下 1 年以上乘用车并购买新能源车补贴 1.2 万元；购买燃油车补贴 1 万元。
湖南省	2024-09-06	5 月 6 日发布，个人消费者转出名下家用汽车并购买新乘用车，分三档进行补贴。本次调高补贴金额，新购新能源车补贴 1.0-1.4 万元/辆，新购燃油车补贴 0.8-1.2 万元/辆。
安徽省	2024-09-07	个人消费者转让本人名下乘用车同时新购乘用车，按发票价格分三档进行补贴。购入新能源车补贴 9,000-18,000 元；购入燃油车补贴 6,000-15,000 元。
江苏省	2024-09-09	个人消费者转让本人名下的非营运乘用车并购买新车，分三档进行补贴。新购新能源车补贴 9,000-18,000 元/辆；新购燃油车补贴 6,000-15,000 元/辆。11 月 15 日扩围到置换外牌车。
河南省	2024-09-10	对个人消费者在省内转让本人名下的非营运乘用车，并购买新乘用车的，按购车发票价格分三档补贴。新购新能源车补贴 10,000-16,000 元/辆，燃油车补贴 7,000-13,000 元/辆。
天津市	2024-09-10	个人消费者出售名下旧车并购入新能源乘用车补贴 1.5 万元，购入燃油乘用车补贴 1 万元。
陕西省	2024-09-10	个人消费者本人名下乘用车并新购乘用车，按购车发票金额分三档补贴，购买新能源车补贴 1.0-1.5 万元，购买燃油车补贴 0.8-1.2 万元。
内蒙古自治区	2024-09-13	转让本人名下燃油或新能源乘用车并购买新乘用车，按购车发票金额分三档补贴。购买新能源乘用车，补贴 1.4-1.8 万元；购买燃油乘用车，补贴 1.1-1.5 万元。
河北省	2024-09-14	消费者售出名下登记乘用车并新购新能源乘用车，补贴 1.5 万元；新购燃油乘用车，补贴 1 万元。
辽宁省	2024-09-14	个人消费者转让名下旧车并新购乘用车，按发票价税合计金额分三档，补贴 8,000-12,000 元，若新购车辆为新能源车，在上述基础上增加发放 1,000 元。
新疆维吾尔自治区	2024-09-16	个人消费者转让名下旧车并购买新车，购买新能源车补贴 1.8 万元；购买燃油车补贴 1.3 万元。
江西省	2024-09-19	个人消费者转让本人名下旧车并购买符合条件的新乘用车，补贴 1.2 万元。同一辆新车不得同时享受国家汽车报废更新补贴和置换更新补贴。
西藏自治区	2024-09-19	5 月 1 日发布，个人消费者出售二手乘用车并购买新车，按裸车价分五档补贴 2,000-15,000 元。本次追加新购新能源乘用车在上述基础上增加 1,000 元；消费者为农牧民群众的增加 2,000 元。
四川省	2024-09-24	个人消费者转让本人名下乘用车并购买新乘用车，按含税销售价分三档补贴。购买新能源车补贴 1.1-1.7 万元/辆，购买燃油车补贴 0.8-1.5 万元/辆。
山东省	2024-09-25	个人消费者转让本人名下旧乘用车并购置乘用车新车的，按购车价格分三档进行补贴。购置新能源车补贴 4,000-15,000 元/辆，购置燃油车补贴 3,000-12,000 元/辆。
上海市	2024-09-28	4 月 9 日发布，本次加大补贴力度，个人消费者报废或转让本人名下在本市登记的小客车，并新购纯电动新车的补贴 1.5 万元。11 月 1 日补贴扩围到置换外牌车。
黑龙江省	2024-09-30	个人消费者置换新购新能源乘用车，补贴 1.8 万元；新购燃油乘用车，补贴 1.3 万元。
湖北省	2024-10-23	5 月 29 日发布，转让本人名下小客车并购买新车，按购车发票金额分三档补贴。新购新能源车补贴 3,000-7,000 元，新购燃油车补贴 2,000-6,000 元。本次调整补贴依据，由每人调整为每辆车。
吉林省	2024-11-13	9 月 10 日发布，本次提高补贴标准。个人消费者转让旧车并新购乘用车，按发票价税合计金额分四档补贴。购入新能源车补贴 5,000-18,000 元；购入燃油车补贴 4,000-16,000 元。
福建省	2024-11-15	9 月 5 日发布，本次提高补贴，新购新能源车补贴 1.3-1.96 万元/辆，燃油车补贴 1.1-1.5 万元/辆。
贵州省	2024-11-18	9 月 9 日发布，10 月 19 日扩大范围。本次调高补贴金额，转出/报废购买新能源汽车按交易发票金额的 16% 补贴，上限 1.95 万元；购买燃油车及二手乘用车按 15% 补贴，上限为 1.9 万元。
重庆市	2024-11-19	5 月 6 日发布，对售卖旧乘用车并换购新车的消费者按裸车价指定比例进行补贴。本次提高补贴标准，新能源车补贴 7%，0.3-1.9 万元；燃油车补贴 6%，0.2-1.6 万元。
云南省	2024-12-08	8 月 28 日发布，本次简化档位，置换新能源车补贴 1.8-2 万元；燃油车补贴 1.3-1.5 万元。

注：按政策发布时间正序排列，部分省/市相关政策已经过一轮或多轮加码，上表列示信息以发布的政策内容为准；资料来源：政府网站、公开资料、浦银国际整理

● 2025 年中国新能源乘用车三大驱动力：渗透率、海外出口、智能驾驶

中国新能源乘用车渗透率保持加速上扬

中国新能源乘用车渗透率加速上扬，这是过去 3-4 年我们对于行业的基本判断。站在 2024 年四季度，这个判断依然没有改变。从年度平均渗透率看，我们预测中国新能源乘用车渗透率将从 2020 年的 6.1% 快速增加至 2024 年预测的 45%，2021 年至 2024 年渗透率分别增加 9.2 个百分点、12.5 个百分点、6.9 个百分点、10.4 个百分点，渗透率斜率还是在上扬（图表 49）。渗透率的上扬带来中国新能源乘用车增量，新能源乘用车增量在 2023 年达到 247 万辆，预计 2024 年达到 334 万辆。

我们认为中国新能源车成长趋势将延续到 2025 年。我们预计 2025 年中国新能源车乘用车销量将从 2024 年的 1,234 万辆增长到 1,578 万辆，同比增长 28%（图表 48）。预计 2025 年增速较 2024 年的 37% 下降，但增量则达到 344 万辆。我们预计 2025 年的中国新能源车乘用车渗透率将达到 53.7%，同比增长 8.7 个百分点。

需求、供应、政策三个维度都是中国新能源乘用车在 2025 年持续成长的动力。

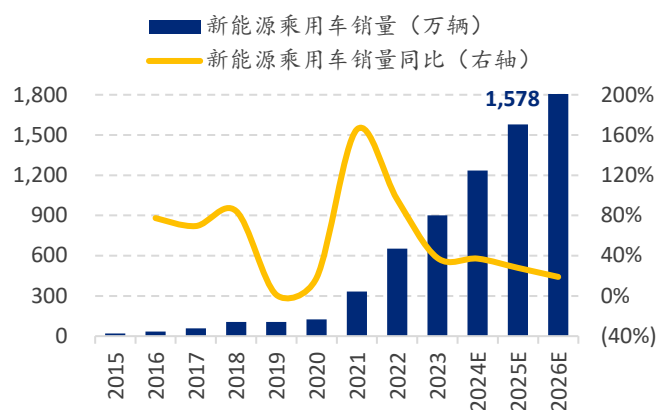
从需求端看，消费者对于新能源车已经充分认可，行业已经过了供应端单一力量推动行业成长的阶段。根据乘联会，今年 11 月中国新能源车渗透率达到了 52.3%，较去年同期增长 12 个百分点，已经连续 5 个月突破 50%。

从供应端看，行业优质产品供给增加，带动潜在的需求增长，这与我们的[中期展望](#)判断相符。在今年发布的新车型中，小米 SU7、问界 M9、理想 L6、小鹏 P7+（图表 54），都展现出爆款能力，并带动细分行业空间的扩容。而今年年初比亚迪推出的荣耀版车型更是强力刺激消费者的购买意愿（图表 55）。进入 2025 年，小米的 YU7、理想的纯电、小鹏的 SUV、零跑 B 系列、蔚来的乐道等都是供应端的优质新车型，都有望为车企和行业带来增长。

从政策端看，今年中国政府出台的报废更新和置换更新政策，都是对于新能源车行业的政策倾斜和支持。政府通过少量补贴撬动较大的需求空间，给予新能源车车企潜在的盈利空间，进而推动优质产品的推出。

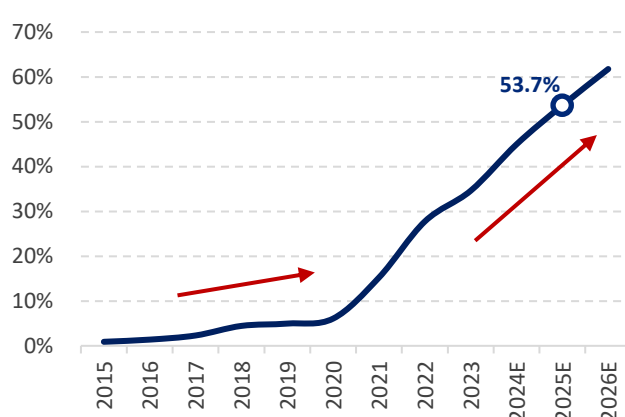
综合来看，我们认为在需求、供应、政策驱动下，明年中国新能源车销量增长确定性较高，且有潜在上行风险。细分来看：1) 插混（含增程）依然有望取得高于纯电的增长。2) A 级车在今年 1-10 月新能源车渗透率为 29%，也有望贡献更大的成长空间。虽然行业竞争烈度依然较高，但是这是伴随行业扩容而来的现象。因此，头部企业有望取得份额优势从而保持成长。

图表 48：中国新能源乘用车销量及同比预测



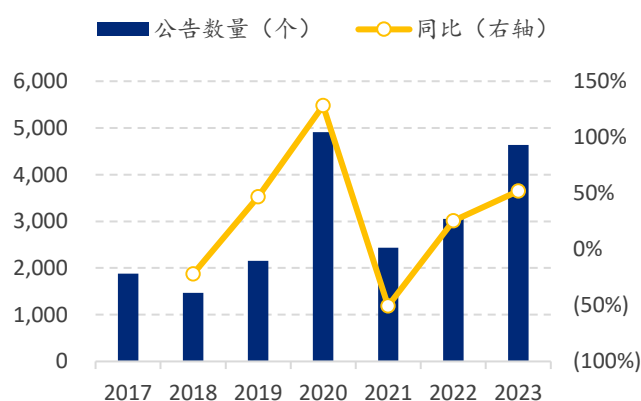
E=浦银国际预测；资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 49：中国新能源乘用车渗透率及预测



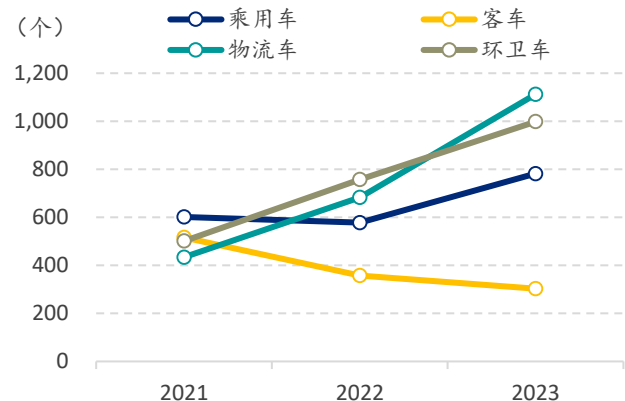
E=浦银国际预测；资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 50：中国新能源汽车新车公告数量变化



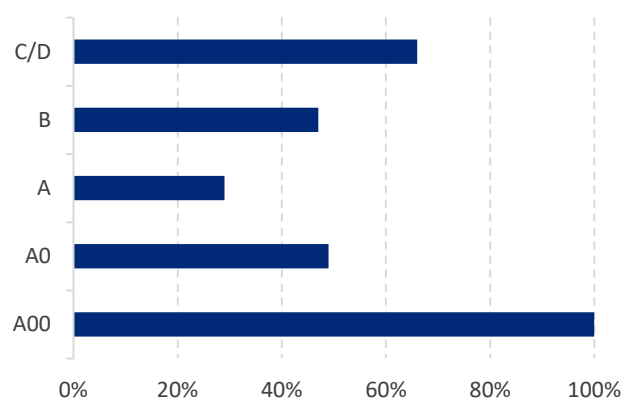
资料来源：电车汇、盖世汽车、浦银国际

图表 51：近三年新能源汽车新车公告数量



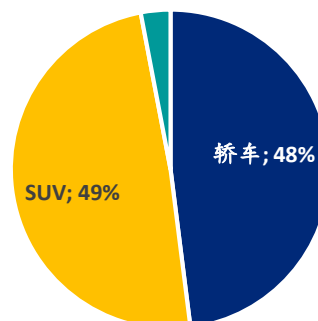
资料来源：电车汇、盖世汽车、浦银国际

图表 52：中国 2024 年（1 月-10 月）新能源乘用车销量渗透率按车辆类别拆分



资料来源：ThinkerCar、浦银国际

图表 53：中国 2024 年（1 月-10 月）新能源乘用车销量按照车型拆分



资料来源：ThinkerCar、浦银国际

图表 54：覆盖新势力车企 2024 年新增车型（含改款）

车企	发布时间	新增车型安排	交付计划
蔚来	2024-02	• NT2.0 平台现有车型换代 ：全系推出 2024 款，变动主要集中于智能化，进一步升级现有车型的智能硬件配置	3 月开始交付
	2024-05	• 乐道 L60 ：第二品牌乐道汽车发布，旗下首款车型 L60 同步亮相并开启预售，主打 25 万元级别家用纯电 SUV 市场	9 月开始交付
小鹏	2023-12	• ET9 ：蔚来产品矩阵的行政旗舰车型，发布亮相预售价格 80 万元	12 月正式上市
	2024-01	• X9 ：SEPA2.0 扶摇架构下的旗舰车型，定位超智驾大七座 MPV	1 月开始交付
	2024-03	• P7i 702 Max 鹏翼版 ：基于 702km 长续航版车型打造而来	3 月开始交付
	2024-08	• MONA M03 ：首款车型定位紧凑型纯电轿车，主打 AI 智驾	8 月上市即交付
理想	2024-11	• P7+ ：小鹏新一代自动驾驶硬件平台的首发车型，中大型纯电轿车	11 月上市即交付
	2024-03	• MEGA ：家庭科技旗舰 MPV，品牌首款 5C 高压纯电车型	3 月开始交付
	2024-03	• 2024 款 L9/8/7 ：对 L 系列车型进行配置的更新，为家庭用户打造 30 万元以上首选 SUV	3 月开始交付
零跑	2024-04	• L6 ：家庭五座豪华中大型 SUV，提供 Pro 和 Max 两个版本	4 月开始交付
	2024-03	• C10 ：首款全球化车型，LEAP3.0 代表产品，致力于为年轻消费者提供高品质、高性价比的智能电动 SUV	3 月开始交付
	2024-03	• 2024 款 C11/C01/T03 ：全家桶系列改款	3 月开始交付
	2024-04	• C16 ：全球首创 MPSUV，零跑旗下首款全场景多用途的中大型六座 SUV 车型，满配最高价不超过 20 万元	6 月上市交付
	2024-10	• B10 ：定位紧凑型 SUV，基于 LEAP3.5 架构 B 平台打造，将聚焦 10-15 万元市场，亦为 B 系列首款全球化车型	1Q25 正式开售

资料来源：公开资料、浦银国际整理

图表 55：比亚迪主力车型荣耀版配置一览

车型	海鸥	秦 PLUS DMi	驱逐舰 05	海豚	宋 Pro DMi	宋 PLUS DMi	汉 EV
动力类型	纯电	插混	插混	纯电	插混	插混	纯电
车型定位	小型车	紧凑型车	紧凑型车	小型车	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	中大型车
基本参数							
官方指导价 (人民币万元)	6.98-8.58	7.98-12.58	7.98-12.88	9.98-12.98	10.98-13.98	12.98-16.98	17.98-24.98
轴距 (mm)	2,500	2,718	2,718	2,700	2,712	2,765	2,920
最大扭矩 (N·m)	135	316	316	180	325	325	310
百公里加速时间	/	7.9s	7.9s	/	8.3s	8.2s	7.9s
电池容量 (kWh)	30.08	8.32	8.3	32.26	12.9	12.9	60.48
百公里耗电量	9.6kWh	11.7kWh	11.4kWh	11.1kWh	13.8kWh	13.8kWh	13.2kWh
百公里油耗 (L)	/	WTLC: 2.17	WTLC: 2.17 NEDC: 3.8	/	WTLC: 5.3	WTLC: 5.4 NEDC: 4.5	/
综合工况 纯电续航里程 (km)	CLTC: 305	NEDC: 55 WLTC: 46	NEDC: 55 WLTC: 46	CLTC: 302	NEDC: 71 WLTC: 59	NEDC: 71 WLTC: 55	CLTC: 506
参考图							

注：上表中的基本参数均采用该车型指导价中最低价格版本，即入门版本的参数信息（如有区别）

资料来源：各车企官网、工信部、懂车帝、新出行、浦银国际

图表 56：小米汽车 SU7 与竞品车型配置比较

	小米汽车 SU7	特斯拉 Model 3	小鹏 P7+	阿维塔 12 纯电版	比亚迪 汉 2025 款	智界 S7 2025 款
上市时间	2024-03	2023-09	2024-11	2024-11	2024-09	2024-11
厂商指导价 (人民币万元)	21.59-29.99	23.19-33.59	18.68-21.88	28.99-42.99	17.38-23.58	22.98-31.98
车身参数						
长 (mm)	4,997	4,720	5,056	5,020	4,995	4,971
宽 (mm)	1,963	1,848	1,937	1,999	1,910	1,963
高 (mm)	1,455	1,442	1,512	1,460	1,495	1,477
轴距 (mm)	3,000	2,875	3,000	3,020	2,920	2,950
风阻系数 (Cd)	0.195	0.22	0.206	-	0.233	0.203
性能参数						
最高车速 (km/h)	210	200	200	215	185	210
百公里加速时间	5.3s	6.1s	6.9s	6.1	7.9	5.4s
最大扭矩 (N·m)	400	340	450	367	310	370
最大功率 (kW)	220 (299Ps)	194 (264Ps)	180 (245Ps)	-	150 (204Ps)	215 (292Ps)
电池容量 (kWh)	73.6	60	60.7	94.53	60.48	82
百公里耗电量	15.9 kWh	-	11.6 kWh	14.4 kWh	13.2 kWh	12.4 kWh
纯电续航里程	CLTC: 700	CLTC: 606	CLTC: 602	CLTC: 1,155	CLTC: 506	CLTC: 705
智能硬件						
智能座舱芯片	高通 8295	AMD Ryzen	高通 8295P	华为麒麟 990A	比亚迪 D100	华为麒麟
智能驾驶芯片	英伟达 Orin-N	特斯拉 FSD	英伟达 Orin-X	华为 MDC 610	-	华为 MDC 610
智驾芯片算力	84 TOPS	720 TOPS	508 TOPS	200 TOPS	-	200 TOPS
车载智能系统	HyperOS	-	XOS 天玑	HarmonyOS	DiLink	HarmonyOS
辅助驾驶操作系统	Xiaomi Pilot	Autopilot	XNGP	HUAWEI ADS	DiPilot	HUAWEI ADS
车外摄像头数	11	7	12	11	6	10
毫米波雷达数	1	0	3	3	3	3
激光雷达数	0	0	0	3	0	0
参考图						

注：上表中的基本参数均采用对应车型中最低售价版本，即入门版本的参数信息（如有区别）；上市时间为最新改款（如有）发布时间
资料来源：各车企官网、工信部、懂车帝、汽车之家、新出行、浦银国际

今年一季度中国新能源车市场的降价潮相对较强，许多车型的价格竞争形式演变为直接突破原有价格的下限，以降低购车门槛。乘联会统计 3 月降价车型达到 37 款，其中以自主品牌与新势力为降价主力。新能源车成本下探、“电比油低”的趋势，给燃油车厂商带来巨大压力，这是年初降价潮的原因之一。

据乘联会统计，2024 年新能源车的促销幅度在 4 月达到 12.7% 的高位后，快速连续 3 个月回落至 7 月的 8.1%（图表 59），并在三季度的 8 月、9 月维持本年度低位。受益于各地新能源车补贴政策，车企端在 10 月、11 月的促销力度也是相对较小。例如，蔚来在 10 月、11 月回收部分促销，提升盈利。

整体看，进入二三季度，车企端在老车型降价库存的出清以及新车型价格冲击的手牌基本已打完，持续高强度降价开始迅速收敛。这与我们半年度展望时判断一致。

优质新车供给增加情况下，降价后的新车供给到位，新能源车企的内卷式降价态势有所缓和，市场将逐步重回促销增量的常态化竞争局面，不会重新陷入 2023 年上半年的囚徒困境中。我们维持半年度展望中的判断，即价格竞争依然持续，但预期车企将通过供应链管理、技术降本等手段扩大降本潜力，辅以配置调整、定位下探、权益优惠等灵活的销售策略提振销量。

一方面，随着新能源车渗透率的快速提升，新能源车的市场规模不断扩大。规模扩大意味着固定资产和人员成本摊销的边际成本随之降低，成本优势应运而生。同时，规模效应还体现在车企对供应链的议价能力上。比亚迪今年总销量有望达到 400 万辆，在与供应商谈判时存在优势。而小米 SU7 单车爆款的规模效应也可以获得较优的供应链折扣。

另一方面，在新技术取代旧技术的演进过程中，包括车企本身和上游供应链的技术迭代也将扩大整车产品的降价潜力。

在今年上半年，上游动力电池原材料成本下行。如中国国产电池级碳酸锂价格从 2023 年 6 月底 30 万元/吨左右下降到 2023 年年底的不足 10 万元/吨，并在近期稳定在 7.5-8.0 万元/吨左右的水平（图表 60）。其带来的动力电池成本下降，也为车企向消费者让利的行为提供了一定的利润空间。

因为规模快速放大，新能源车智驾的增量零部件成本同样处于下行阶段。例如，全球乘用车激光雷达在 2022 年实现量产上车后，出货量连续两年呈倍数成长，而其平均单价，也从 2022 年的 845 美元，快速下探至 2023 年的 518 美元（图表 57）。而且，今年中国激光雷达厂商已发布 200 美元价格段的性价比方案，预计最快于明年一季度开始量产交付，进一步带来成本下行。

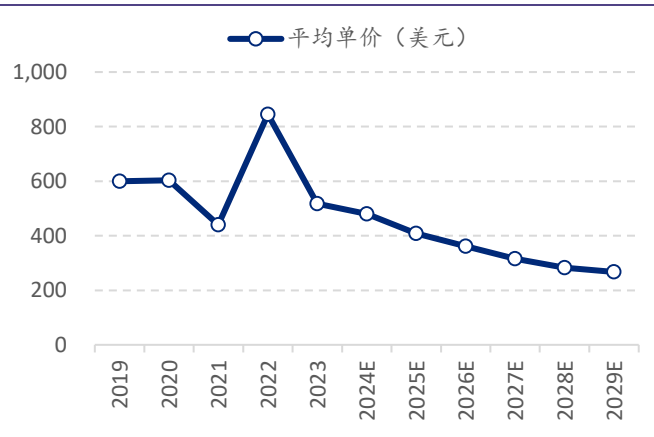
再例如，智能驾驶和智能座舱的 SoC 芯片领域也出现更具性价比成本的方案。目前，比较头部车企较为常见的方案是采用英伟达 Orin 和高通 8295 的组合，适用在 20 万元以及更高价位段的车型中。随着行业中多个性价比方案涌现，如黑芝麻和地平线的方案以及高通的 8650 方案等，这些智驾方案有望向 20 万元以下的车型普及。

乘联会关于消费者对于价格战的态度调查显示，受访者中仅有 19.4% 认为价格战会刺激其购买决定。价格战对短期的销量促进的实际作用并不明显，反而在价格不稳定的情境之下，大部分消费者观望情绪会异常浓重。

2024 年随着车企端降价潮的阶段性降温，消费者的观望最终会落实为现实的购买力，头部企业的重磅产品发布带动产品供给稳定预期。我们在中期展望中的判断与当前实际情况比较接近。进入 12 月，国家的报废更新以及各地以旧换新政策存续。因此，虽然年底汽车行业会有冲量的惯例，但是我们预计今年的促销力度会小于去年同期以及今年年初。

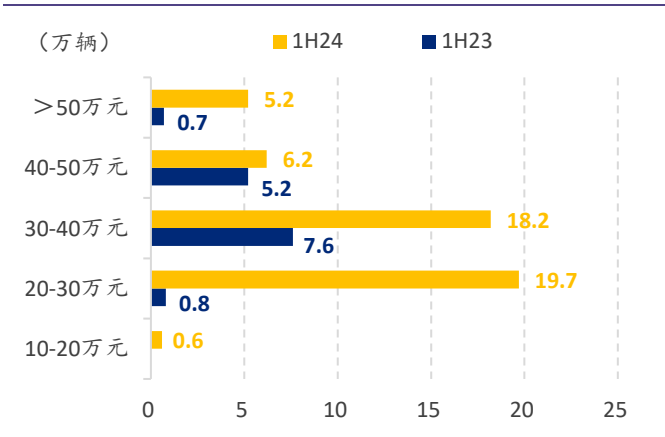
展望 2025 年，我们依然认为车企更大的重点是对消费者感知的捕捉和对用户体验感的“查漏补缺”。通过提升企业综合效率，车企在带给消费更加优质车型产品的同时，也能带来自身盈利的提升。

图表 57：全球乘用车激光雷达平均单价走势



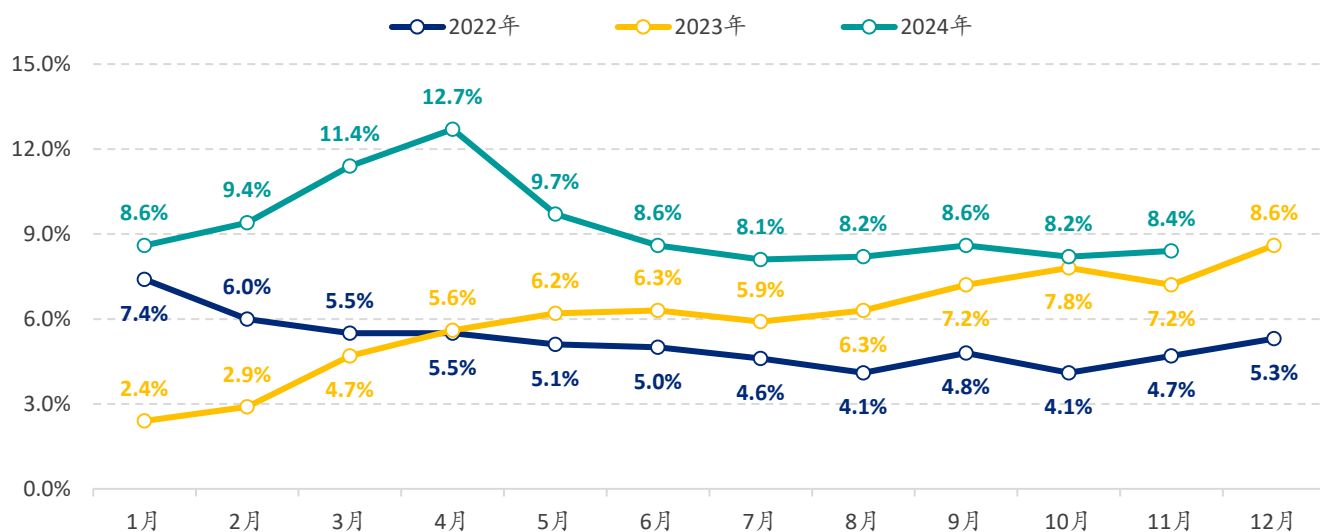
注：E=Yole 预测；资料来源：Yole、浦银国际

图表 58：中国乘用车各价格区间激光雷达搭载量



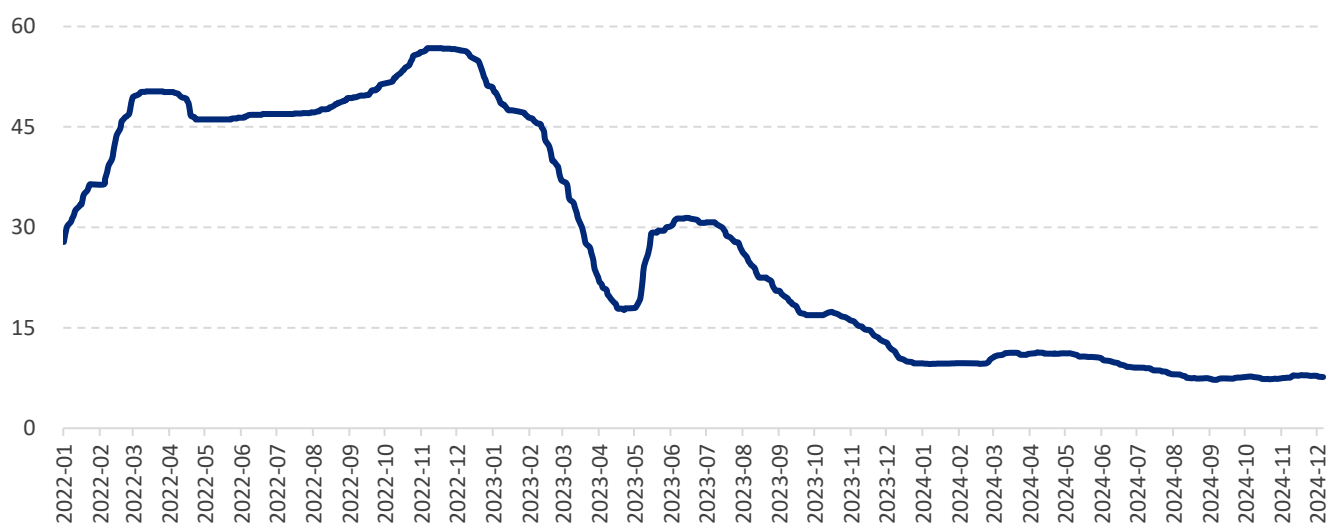
资料来源：盖世汽车研究院、浦银国际

图表 59：中国新能源乘用车月度综合促销幅度变化走势



资料来源：崔东树公众号、乘联会、浦银国际

图表 60：中国电池级碳酸锂价格走势（万元/吨）



注：图中所示为国产电池级碳酸锂（含量 99.5%）的价格走势，；资料来源：Wind、浦银国际

中国新能源车的海外布局加速，出口销量大幅成长

中国车企正在逐步走出国门，新能源出口销量大幅提升。这是中国新能源汽车提升销量增强竞争力和品牌力的破局解法之一。

今年中国乘用车出口量还是处于增长中，主要动力仍来自于中国产品竞争力提升、欧美市场的小幅增长以及俄乌危机下的俄罗斯市场国际品牌撤退后中国车对空白市场进行补位。

在今年前三季度，出口到欧盟的新能源乘用车中，约 84% 为纯电车型，16% 为插混车型（图表 61）。其中，上汽占比最大份额接近 48%，比亚迪紧随其后为 36%。但是，今年 6 月，欧盟表示将对从中国出口到欧盟国家的电动汽车征收最高 38% 的额外关税。以上动作实际上反映了欧美传统汽车制造商所面临的来自中国新能源车的挑战。

虽然欧洲市场的关税增加或将带来短期需求波动，但当前众多国家都制定了明确的新能源车发展规划，短期波动难改新能源车的长期发展趋势。

根据乘联会数据，11 月乘用车（含整车与 CKD）出口为 39.6 万辆，同比增长 5%，环比下降 10%（图表 66）。新能源乘用车出口 8.0 万辆，同比下降 10%，环比下降 33%。新能源占乘用车出口的 20.2%，占比同比下降 2.7 个百分点。从出口数据来看，纯电车型占新能源出口的 73%；A0+A00 级纯电占新能源出口的 49%，份额同比降幅较大。今年 1-11 月，中国新能源乘用车出口累计销量同比增长 16%。

中国制造的新能源车在海外的认可度持续提升，虽然近期受到外部国家的一些干扰，但自主品牌的插混车型出口到海外发展中国家的势头依然迅猛。伴随着中国新能源车的规模优势和市场扩张需求，中国制造新能源产品越来越多地走出国门，海外认可度持续提升。

中国新能源车在技术水平和产品竞争力上，特别是智能驾驶相关的探索方面仍领先于海外的大部分传统车企，海外市场的突破有望为车企带来新的销量贡献和盈利来源。**自主车企和新势力都在寻求加速出海，逐步将自身产品推广至海外市场。**今年以来，已经有不少车企初见成效。欧洲市场本身具备较大的市场容量与空间，而东南亚、南美等市场新能源车渗透率还比较低，有巨大的增长潜力。

- **比亚迪：**今年 1-11 月海外销量，包括出口和海外当地销量，达到 36 万辆，全年销量有望接近 40 万辆。比亚迪的乌兹别克工厂在今年 1 月正式投产，在泰国、巴西、匈牙利、印尼等工厂均在建设或规划中。比亚迪的插混车型在充电基建相对弱一些的发展中地区具备优势，有较大成长空间。

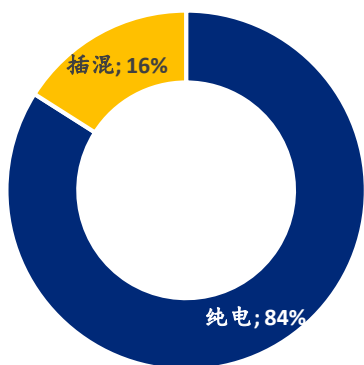
- 零跑：今年海外销量有望达到 8,000-12,000 辆。同时，通过 Stellantis 的反向合资，零跑海外门店在年底将达到 500 家。这为明年的海外销量提升奠定基础。同时，零跑拥有波兰工厂，为海外本地化生产做准备。
- 小鹏：与海外经销商、代理商的商务谈判开始进入收获期。小鹏三季度出口销量占比到 15%。在明年国内销量大幅增长的预期下，小鹏海外销量贡献有望维持在 15%，贡献几万台的量级。

其他车企，如理想的平行出口的销量也有 5%-10% 的贡献；而蔚来随着第二第三大众品牌——乐道和萤火虫——车型的推出，有望开始加速海外商务谈判落地，从而带来海外销量的贡献。

因此，在中国新能源车行业需求增长的基础上，我们预期中国新能源车车企的海外销量也会逐步攀升。而且，由于海外竞争激烈程度相对较低，海外汽车销量通常能够带来更好的毛利空间。

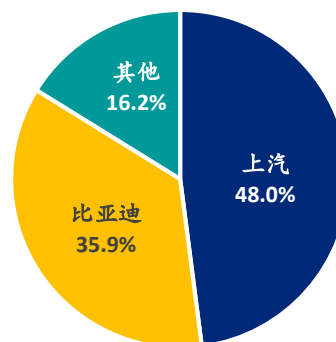
目前，中国的新能源车企整车贸易出口与本地化建设并举，这将在长期利于中国车企加速向依托海外本地市场、全球设计工厂的策略迁移，带动海外份额提升。

图表 61： 中国车企出口到欧洲新能源乘用车销量按车型拆分（2024 年前三季度）



资料来源：ThinkerCar、浦银国际

图表 62： 中国车企出口到欧洲新能源乘用车销量按品牌拆分（3Q24）



资料来源：ThinkerCar、浦银国际

图表 63：小鹏汽车与大众集团的技术合作逐步深入

公布时间	合作内容	具体细节
2023-07	建立长期战略合作关系，基于 G9 共同开发 两款 B 级电动车型	大众以每股（ADS）15 美元的价格入股小鹏，合计约 7 亿美元，占小鹏流通股比例的 4.99%，已于 2023 年 12 月完成交割。 双方建立长期战略合作关系，基于小鹏 G9 的平台以及自动驾驶软件能力，联合开发两款面向中国市场的 B 级纯电车型。两款车将使用大众品牌，预计 2026 年投产。
2024-03	签订 平台与软件 战略合作联合开发协议，并订立 联合采购计划	小鹏与大众签订技术合作协议，聚焦双方共同开发的两款大众品牌 B 级车（其中首款产品为 SUV 车型），将加速两款车型联合研发。另外，也为双方更广泛、深入的战略合作奠定了坚实的基础。 作为联合开发协议的重要组成部分，双方还就车型及平台的共用零部件订立了联合采购计划，希望整合双方规模优势，依托大众世界级的供应链能力，合力降低平台成本，充分发挥战略合作的协同效应，提升共同开发的 B 级纯电车型的产品竞争力。
2024-04	签订 电子电气架构 技术战略合作框架协议	双方为大众汽车在中国市场的电动车平台联合开发行业领先的电子电气架构，平台将集成小鹏最新一代基于中央计算和域控制器的电子电气架构 EEA3.5。 联合开发的电子电气架构将集成到大众在中国的 CMP 平台上，预计从 2026 年起应用于在中国生产的大众汽车品牌电动车型。

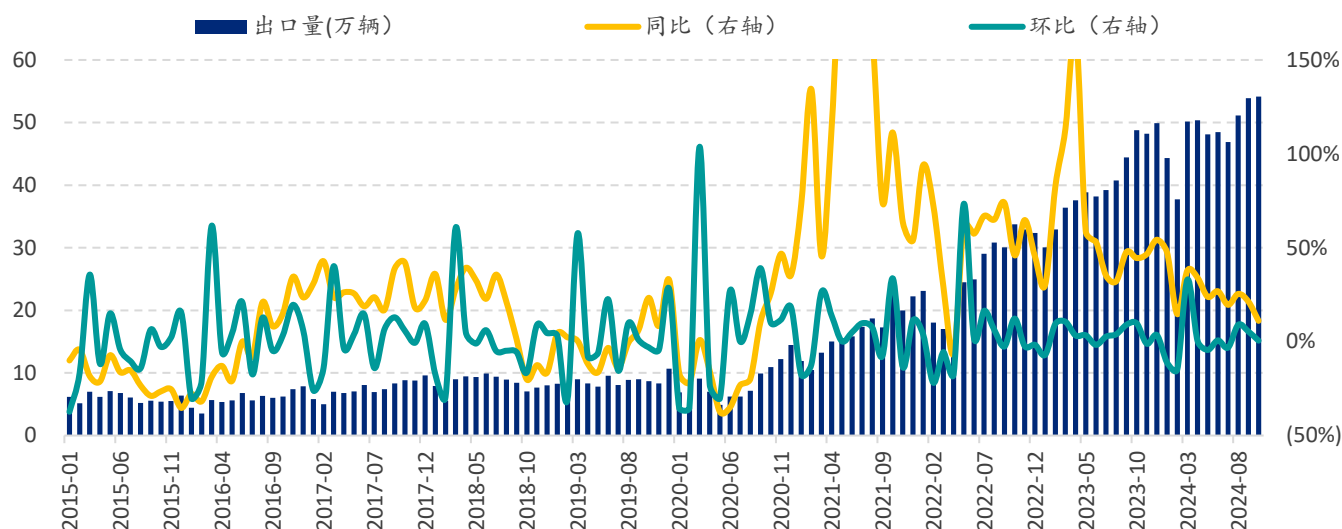
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 64：覆盖新能源车企出海计划及现状

车企	出海现状及战略
蔚来	2024 年 6 月，蔚来在业绩会上表示会在今年晚些时候，于中东市场正式开始提供产品和服务，相关准备工作都在进展中。而对于欧洲关税相关的情况，公司将会根据具体情况再做调整和决定。 2024 年 9 月，蔚来宣布 ES8 正式在挪威上市并开启用户交付，代表蔚来的“马可波罗计划”正式落地。同时，首家海外蔚来中心 NIO House Oslo 也在 10 月 1 日同步开业。 2024 年 10 月，蔚来与公司战略投资者 CYVN 签署战略合作协议，将与 CYVN 联合研发一款针对当地市场的全新车型。同时宣布正式在中东和北非开展业务，由公司与 CYVN 的合资企业进行业务运营。
小鹏	2024 年 2 月，与阿联酋、埃及等的经销商集团达成战略合作，并于 6 月面向埃及市场发布了 G9、P7。 2024 年 3 月，与泰国经销商集团 Neo Mobility Asia 建立长期战略合作伙伴关系，车型已于 8 月正式上市。 2024 年 4 月，宣布正式进军港澳市场，重点车型包括 G9、X9、G6 及 P7i 等，香港首店于 7 月正式开业。 2024 年 10 月，小鹏在巴黎车展上公布了“出海 2.0”计划，目标到 2025 年底进入全球超过 60 个国家和地区市场，并表示未来 10 年的目标是海外销量占公司总销量的一半。 2024 年 11 月，正式进入尼泊尔市场，上市并开启交付 G6；与欧洲经销商集团 IML 签订代理合作协议，正式进军英国市场，在当地推出的首款车型 G6 预计将于明年年初上市。
理想	2024 年 2 月，公司表示，考虑到公司通过平行出口的方式在海外形成了一定销量，为满足用户对售后服务的需求，出海时间相对提前。今年会进入中亚和中东，建立自己的售后服务体系。 2024 年 5 月，公司在业绩会上表示中东和中亚的建设现在正在进行，哈萨克斯坦阿拉木图直营服务中心已于 6 月底开启试营业、7 月正式开业。
比亚迪	2024 年 1 月，比亚迪第一艘汽车滚装运输船“BYD EXPLORER NO.1”，装载比亚迪新能源车 3,874 台，开启欧洲首航之行。当月，比亚迪乌兹别克斯坦工厂正式投产。 2024 年 3 月，比亚迪巴西生产基地综合体正式开工，预计将在 2025 年投入生产。 2024 年 7 月，比亚迪泰国工厂正式竣工投产，比亚迪第 800 万辆新能源汽车也在泰国工厂下线。 2024 年下半年到 2026 年，比亚迪的海外产能将开始爬坡，初期阶段总产能为 70-80 万辆。
零跑	2024 年 5 月，Stellantis 集团和零跑宣布合资公司零跑国际已完成必要性审批，正式成立并开启运营。 2024 年 7 月，零跑国际已将首批 C10 和 T03 由上海港发往欧洲；9 月 C10、T03 正式在欧洲上市。 2024 年 10 月，零跑在巴黎车展期间举行全球战略发布会，B 系列首款全球化车型 B10 开启全球首秀。 2024 年 11 月，零跑国际已经在 13 个欧洲国家拥有超过 200 家经销商，并计划 2025 年底前在欧洲设立 500 个销售点。公司同时计划从 4Q24 起将业务扩展至亚太、中东、非洲和南美洲。

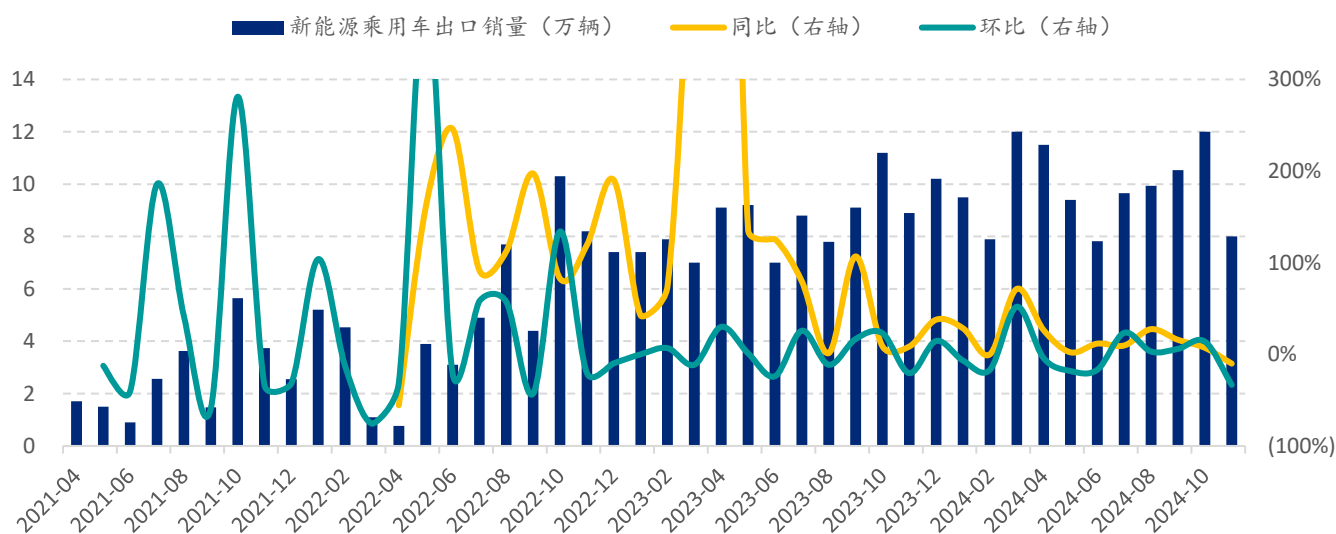
资料来源：公开资料、浦银国际整理

图表 65：中国汽车出口量：10 月出口 54.2 万辆，同比增长 11%，环比微增 1%



资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 66：中国新能源乘用车出口量：11 月出口 8.0 万辆，同比下降 10%，环比下降 33%



注：出口量含整车与 CKD (Completely Knocked Down, 完全拆散)。

资料来源：乘联会、浦银国际

中国新能源车企加速布局智能化功能及应用

中国新能源汽车销量在近 3-4 年实现了爆发式的增长，新能源汽车保有量的激增为智能驾驶相关的技术水平大幅提升并实现商业化应用提供了土壤。目前，智能驾驶也成为车企新一轮竞争的重要筹码。

在技术进步与用户心智逐步构建的共同驱动下，中国乘用车智能驾驶发展迅速，已然进入新篇章。在中国新能源车市场行业增长势头与价格竞争扰动并存的共识之下，能够体现产品竞争力和核心技术优势的智能驾驶相关功能，开始成为车企争相加码投入的方向乃至营销宣传的重点，车企间力图形成差异化的竞争优势。从去年 11 月的[广州车展](#)，到今年 4 月的[北京车展](#)，再到今年 11 月的[广州车展](#)，我们都能明显感受到智能化是中国新能源汽车品牌的主流趋势之一。

行业层面，L2 级及以上的智能辅助驾驶装车率提升显著。根据乘联会联合科瑞咨询发布的数据，2024 年 1-8 月，中国新能源乘用车 L2 级及以上的 ADAS 功能装车率达到 66.6%，同比大幅提升 21.0 个百分点（图表 67），且高价车型装车率表现明显高于低价车型，符合高阶辅助驾驶整套方案硬件成本仍较高的行业认识。

但随着技术的进步，智能驾驶也在持续推进降本，包括规模扩大带来的硬件制造成本下降等，都有望推动渗透率进一步提升。部分车企智驾版车型的销售占比也在逐渐爬升。以小米 SU7 的用户画像为例，官方 SU7 Max 的车型占比达到 43.17%。在发布端到端大模型后，理想的 AD Max 版本销售比例提升，在 L6 占比从之前的 18%-19%提升到近期的 25%-30%。

目前，以新势力为代表的新能源车企，也在加速实现高阶智驾主销价格段的向下渗透，如小鹏 11 月发布的 P7+，借助技术降本之后，将智驾功能下沉至 20 万上下的价格区间，身体力行“油智同价”。而更多高阶智驾功能车型的涌现和智能化硬件配置向更低价格段车型的渗透，也是中国新能源车市场优质供给增加的表现。

展望 2025 年，随着智驾成本的下行，我们预期比亚迪的新能源车的智驾渗透率有望提升。这可能是明年智驾行业较大的增量来源。

车企层面，智驾功能体验越来越成为用户购车的核心考量要素之一，驱动车企加速布局智驾相关业务。多家机构将 2023 年定义为城市 NOA 元年，而今车企继续积极推进城市 NOA 功能（图表 73），进展更新较快。根据高工智能汽车数据，2024 年 9 月中国市场新车 NOA 前装交付量突破 20 万辆，再次创造记录。

- 小鹏：今年 5 月，XNGP 城区智驾已完成 100%无图化，智驾可用范围里程翻倍，今年三季度全面实现无图，实现全国每条路都能开；

- 华为：今年 3 月，问界全系车型新增不依赖高精地图的城区智驾领航辅助功能，实现了全国城区全面覆盖；
- 理想：全国道路通用的无图版城市 NOA 已于 5 月开启千人规模用户公测，并已于 7 月通过 OTA 升级向 AD Max 全量用户推送无图城市 NOA。

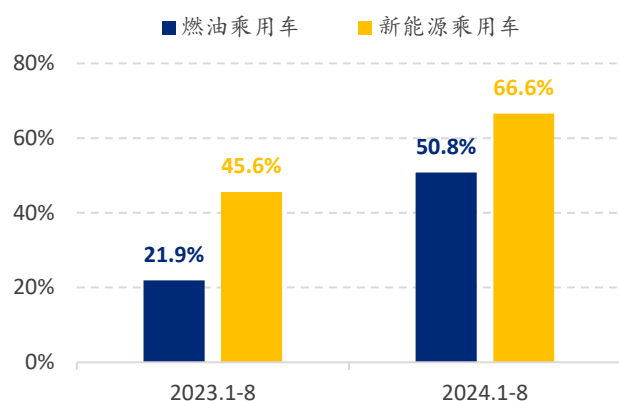
从目前功能实现来看，各家车企主要朝无图化、全场景化以及低成本化的方向来实现高级智能辅助驾驶。相较于高速 NOA，城市应用场景的智能驾驶需要面对更加复杂的路况环境，对感知方案的要求更高，传统的高精地图受限于更新频率低、采集成本高，无法满足城市智驾处理复杂路况的及时响应需求，导致许多车企开始转向不依赖于高精地图的无图 NOA 方案。

在城市智驾无图 NOA 功能开拓方面，则以小鹏和华为系的鸿蒙智行较为领先（图表 75）。同时，蔚来、理想等头部新势力快速转型端到端架构，也在快速追赶先锋车企。我们预期将来第一梯队的智驾能力有望与第二梯队拉开差距。

政策层面，智能网联汽车准入和上路通行试点正在有序开展，有望加速自动驾驶产业化进程。虽然基于当前技术发展的阶段和法规要求，L2 级别的智能驾驶是各车企竞逐的核心战场，但是部分定义为 L2+级的车型其实已经配备 L3 相关功能。而工信部等四部门有序开展的智能网联汽车准入和上路通行试点，有望推动中国智能网联新能源汽车产业高质量发展。

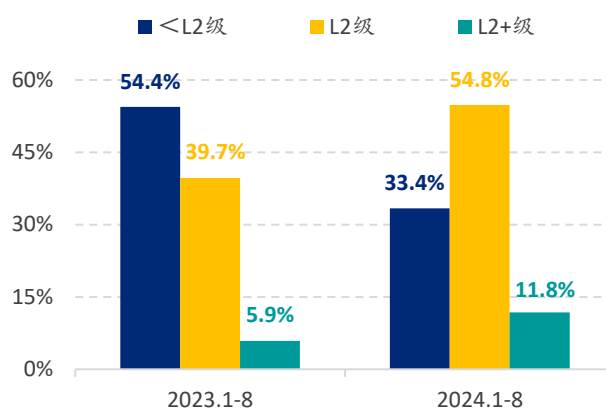
总体而言，我们认为造车新势力在此前持续对于自动驾驶领域的投入仍将为他们提供产品技术落地的基本保障。我们对于 2025 年中国新能源汽车智能化的发展表示乐观。

图表 67：中国乘用车 L2 级及以上 ADAS 功能装车率变化（按动力类型划分）



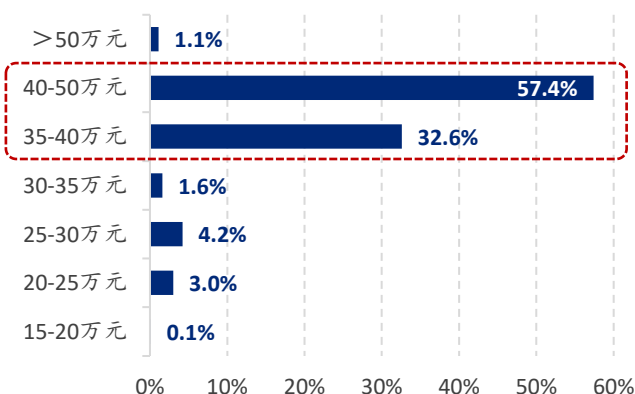
资料来源：乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 68：中国新能源乘用车市场不同等级 ADAS 功能装车率情况



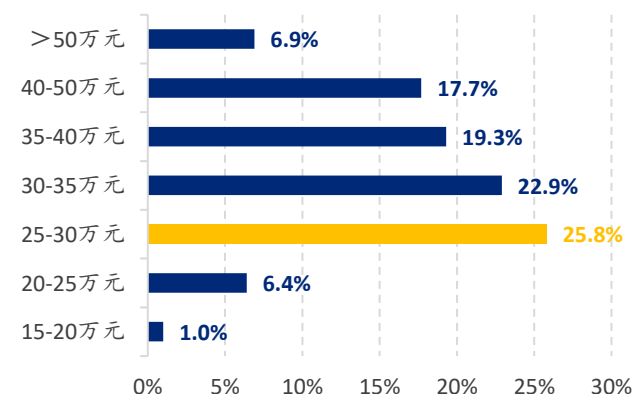
资料来源：乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 69：2023 年，中国市场标配城市 NOA 功能的车型仍主要分布在 35 万元以上价格段



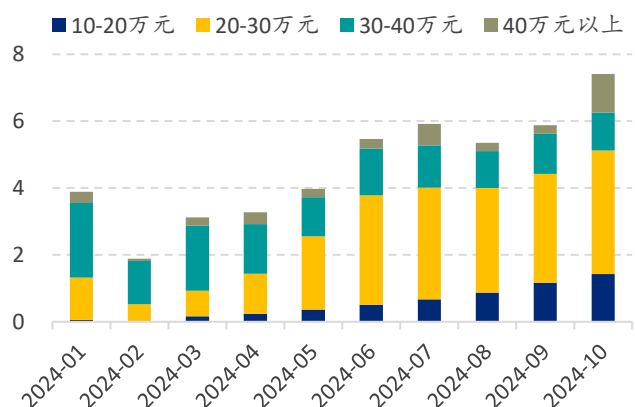
资料来源：佐思汽研、浦银国际

图表 70：2024 年 1-9 月，中国乘用车标配城市 NOA 的车型向 25-30 万元价格段渗透



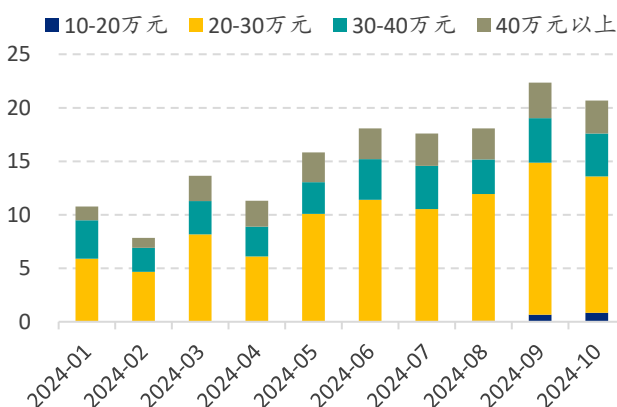
资料来源：佐思汽研、浦银国际

图表 71：中国市场高速 NOA 搭载数量（万辆）



资料来源：NE 时代 ADAS 数据库、浦银国际

图表 72：中国市场城市 NOA 搭载数量（万辆）



资料来源：NE 时代 ADAS 数据库、浦银国际

图表 73：中国新能源车企当前无图 NOA 进展较快

品牌	代表车型	高速 NOA	城市 NOA	不依赖高精地图	无图开放区域	当前进展 (截至 2024 年 11 月)
小鹏		● 标配	● 标配	✓	全国	2024 年 5 月，XNGP 城区智驾已完成 100%无图化，智驾可用范围里程翻倍。2024 年三季度，实现全国每条路都能开，全面实现无图
理想		● 标配	● 标配	✓	全国 (AD Max)	全国道路通用的无图版城市 NOA 已于 5 月开启千人规模用户公测，并已于 7 月通过 OTA 升级向 AD Max 全量用户推送无图城市 NOA
华为		● 标配	○ 选配	✓	全国	2024 年 3 月，问界全系车型通过 OTA 升级，新增不依赖高精地图的城区智驾领航辅助功能（City NCA），实现了全国城区全面覆盖
小米		○ 选配	○ 选配	✗	/	采用轻地图方案，在复杂场景会结合先验信息来优化该功能的表现，其余场景可通过车端实时感知和规划来完成；10 月完成城市 NOA 全量推送
比亚迪		● 标配	○ 选配	✓	7 城	城市 NOA 于 3 月落地，首批开放包括深圳在内的一批主要城市，正在逐步开通无图城市 NOA 功能，将在 12 月底实现全国开通
零跑		○ 选配	○ 选配	✗	/	2024 款之前的车型配备高精地图数据，但目前正在积极推进无图化的 NOA 功能，董事长朱江明也明确了在城市、乡道场景，无图是未来的方向

资料来源：公司官网、新出行、公开资料、浦银国际整理

图表 74：中国新能源车企陆续推进端到端大模型落地量产

品牌	发布时间	模型名称	典型适配车型	上车时间
蔚来	2024-07	世界模型 NWM 智能驾驶架构 NADArch 2.0	NT2.0 及以上车型	2025-01 (预计)
小鹏	2024-05	端到端 AI 大模型 XNet + XPlanner + XBrain	P7+、MONA M03	2024-07
理想	2024-08	端到端+VLM 双系统智能驾驶方案	L9、L8、L7、L6 的 AD Max 版	2024-10
华为	2024-04	端到端 AI 大模型 GOD + PDP	适配乾崮智驾 ADS 3.0 的车型	2024-09
小米	2023-11	端到端+VLM 视觉语言大模型	小米 SU7	2024-12 (预计)

资料来源：各公司官网及微信公众号、公开资料、浦银国际整理

图表 75：新能源车企积极布局城市领航辅助驾驶功能

品牌	功能名称	智能化代表车型	当前覆盖城市	当前进度及未来规划 (截至 2024 年 11 月)	功能详情
蔚来	NOP+	全系车型	726 (99%的地级市和县级市)	目标于 2025 年将智驾可用指数提升到 80%，智驾安全指数提升到 10（10 倍安全于人驾）	在城区、高速、换电等多种场景中完成智能驾驶任务，包括但不限于自主调速、选择最优车道、施工绕行等
小鹏	NGP	G6、G9、X9 P7+	全国	计划在 2H25 将 XNGP 的 AI 量产智驾提升至百公里甚至数百公里接管 1 次的体验水平	自动识别红绿灯通过路况、自动超车、自动限速调节、最优车道选择、上下匝道、变道自动紧急避让等
理想	NOA	L9/8/7/6 MEGA	全国 (仅限全量 AD Max 车型)	11 月 OTA 升级车位到车位的智能驾驶功能，目标在今年底或明年初，向用户批量交付推送有监督的 L3 级自动驾驶	支持自主变道超车、出入匝道、响应信号灯路口通行、出入环岛、避让绕行施工障碍物等，新增后向紧急制动、误加速抑制、智能泊出等
零跑	NAP	C10、C16	0 (全国 25 城城市高架场景)	计划四季度 OTA 更新点对点通勤模式，预计 2Q25 实现自建地图的城市智驾比例明显提升	仍在推进城市高架场景 NAP 开放，高精地图覆盖路段内自动调整车速、智能变道、进出匝道及汇入主路
小米	NOA	SU7 Pro/Max	全国	2024 年 8 月先锋版已在全国推送，10 月已完成全量推送，目标 2024 年进入行业第一梯队	十字路口无保护右转、复杂 T 字路口右转、斑马线礼让行人、借道通行、十字路口无保护左转等
华为	NCA	问界 M9 智界 S7	全国	自动驾驶能力依托多车型矩阵并且随时间推移大幅提升	车道巡航辅助增强、侧向障碍物防碰撞、智能跟随车辆限速、特种车辆模型识别智驾状态岛、代客泊车等
比亚迪	NOA	腾势 N7、Z9GT 仰望 U8	7 (深圳+10 月底新开放的 6 城)	计划于 12 月底在全国城市开通 3 款高端车型的城市 NOA 功能，希望在 2025 年将高速 NOA 渗透到 10-20 万元级别车型	自动紧急制动辅助系统、前向碰撞预警系统、自适应巡航、遥控驾驶、遥控泊车功能等

资料来源：公司官网、公司官方微信公众号、公开资料、浦银国际整理

智驾增量零部件具备潜在的较大的增长空间

中国新能源车企为了实现智驾功能的快速量产并实现能力的突破，在智驾零部件上采用规格性能更为激进的配置。随着智驾标配时代的脚步渐近，以造车新势力为代表的新能源车企在实现了中高价格段车型的智驾普及后，希望实现功能的向下渗透。

而且，随着 AI 大模型的快速发展和端到端技术路线的落地，智驾发展也迎来了新的可能。因此，我们预期与智驾相关的新能源车增量零部件都将在 2025 年、2026 年进入快速增长阶段，主要包括车载摄像头、激光雷达、智驾 SoC。

头部新势力单车摄像头使用量在 10 颗以上（图表 76）。并且，小鹏等部分车企的纯视觉方案的规划对于摄像头的配置性能提出更高要求。

伴随着 L2 级智驾渗透率提升，今年三季度激光雷达装机量已经达到 43.7 万辆（图表 77）。我们预期，在性价比方案普及后，2025 年激光雷达的装机量有望较今年倍增。

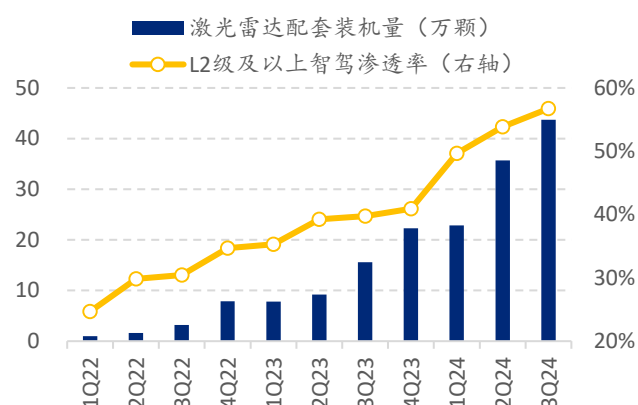
在智驾 SoC 中，一方面，端到端模型对于车端端侧 AI 算力需求提出更高要求（图表 79）。理想的 AD Max 只有在两颗 Orin 的车型上可以实现。另一方面，智驾向更低价格段普及对于更加低成本方案有增量需求。

图表 76：主流新能源车企智驾方案传感器配置一览

配置信息	感知融合激光雷达方案				轻雷达方案		纯视觉方案
	理想	问界	蔚来	零跑	小鹏	蔚来乐道	特斯拉
示意图							
代表车型	理想 L7	问界 M9	蔚来 ES6	零跑 C16	小鹏 P7+	乐道 L60	Model Y
售价区间 (万元)	32.98-35.98	46.98-56.98	33.80-39.60	17.98-18.58	18.68-21.88	20.69-25.59	24.99-35.49
车外摄像头	11	11	11	11	12	11	7
车外摄像头 配置情况	6 颗 8MP 4 颗 3MP 1 颗 2MP	2 颗 8MP 9 颗 2MP	7 颗 8MP 4 颗 3MP	4 颗 3MP 2 颗 2MP 其余不详	3 颗 8MP 其余不详	7 颗 8MP 4 颗 3MP	7 颗 5MP
激光雷达	1	1	1	1	0	0	0
激光雷达 配置（线数 /点云）	禾赛科技 128 线 153 万/秒	华为科技 192 线	图达通 150 线 80-100 万/秒	禾赛科技 128 线	/	/	/
超声波雷达	12	12	12	12	12	12	0
毫米波雷达	1	3	5	5	3	1	0
传感器总量 (颗)	25	27	29	29	27	24	7

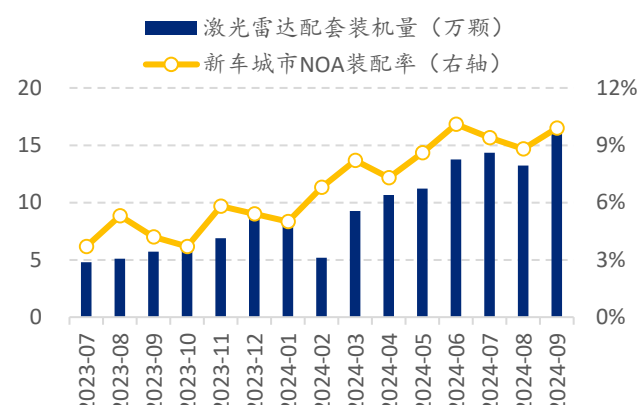
注：部分车型已经过一次或以上改款，表格中所列示的相关信息以目前在售的版本为准。对于搭载激光雷达的感知融合方案车型，列示售价范围仅包括配置激光雷达的版本；MP=Mega Pixels，是“百万像素”的英文缩写；资料来源：懂车帝、新出行、各公司官网、浦银国际整理

图表 77：中国乘用车市场：激光雷达配套装机量 vs L2 级及以上智驾渗透率走势



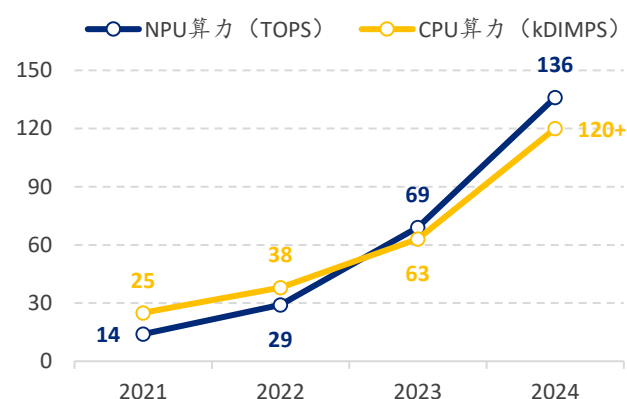
资料来源：NE 时代、盖世汽车研究院、佐思汽研、乘联会、浦银国际

图表 78：中国乘用车市场：激光雷达配套装机量 vs 新车城市 NOA 装配率走势



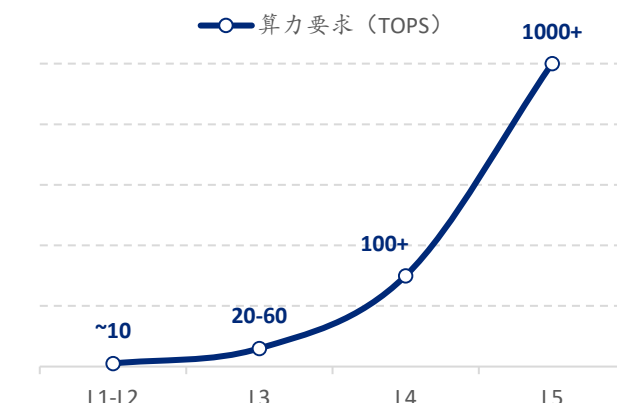
资料来源：佐思汽研、NE 时代、乘联会、浦银国际

图表 79：智能座舱 SoC 芯片算力变化



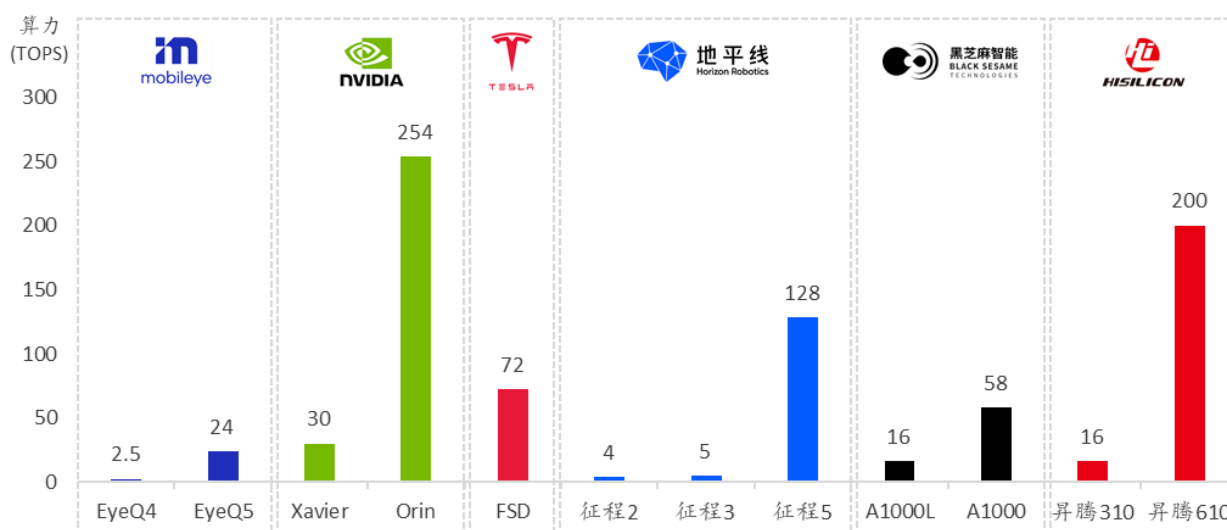
资料来源：IHS、易观分析、浦银国际

图表 80：高等级自动驾驶对芯片算力的需求变化



资料来源：IHS、易观分析、浦银国际

图表 81：目前市场上已量产的主流智驾 SoC 芯片 AI 算力比较（截至 1H24）



资料来源：公司官网、公开资料、浦银国际整理

中国新能源车企布局日趋完善

● 中国新能源车企综合实力大幅提升

新能源车作为新赛道，冲击百年汽车行业在中国与海外的地位与格局。我们认为中国领先的技术和较低的制造成本都是中国车企现在具备的优势。

得益于此，在中国乘用车市场（含燃油车），中国自主品牌的份额自 2020 年以来呈现比较稳定的提升，从 2020 年年末的 44%，增长至 2021 年年末的 47%、2022 年年末的 57%、2023 年年末的 58%（图表 82），在今年 10 月份额再次攀升至 70%。

中国新能源乘用车市场的中国自主品牌份额也同样大幅增长，且份额增速更快。这主要得益于中国新能源车企在新能源时代的换道超车优势。同时，中国新能源车企在成本控制、供应链管理、战略规划等综合实力也在提升。

在新能源乘用车市场，中国自主品牌的份额从 2021 年的年末的 38%，提升至 2022 年年末的 51%、2023 年年末的 65%，再到今年 10 月的 74%。中国自主品牌在 2023 年和 2024 年在新能源车的份额几乎都大于在乘用车整体的份额。

中国新能源车自主品牌份额的提升，主要在于加速高端化进程以及迅速渗透大众价格段市场。

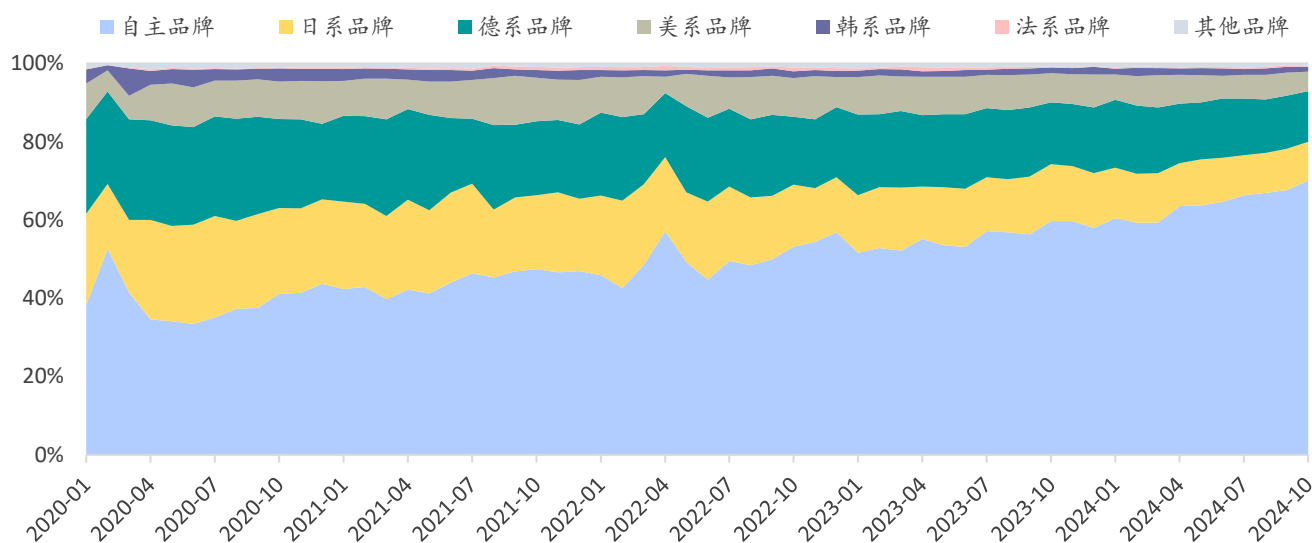
比亚迪在这两个方面比较突出。其一，比亚迪的高端车型（仰望、腾势、方程豹）今年 1-11 月累计销量达 16.3 万辆，同比增长 39%，占比约 4%。其二，比亚迪以宋、元、秦等车型，尤其冠军版，强势霸榜 20 万元以下轿车、SUV 等榜单。因此，比亚迪甚至在今年 4 月获得 40% 的份额，并在随后维持在 33% 以上的份额。

今年中国新能源车的造车新势力正在份额的波动中寻求恢复和增长，11 月新势力份额 15.6%，大体呈现温和回升的态势（图表 84）。进入今年下半年，零跑的份额保持上半年的增长势头；而理想在把业务重新聚焦 L 系列，销量和份额都逐步回升；小鹏在 MONA M03 以及 P7+ 发布后销量开始迅猛增长。我们预期明年这几家新势力都迈入新产品周期，维持增长动能。

此外，两大手机品牌入局新能源车的玩家小米和华为也表现不俗，前文提及的纯电新品“爆款”小米 SU7 在 10 月已经交付 20,726 辆，获得 1.7% 的市场份额；华为的鸿蒙智行系列，随着尊界的亮相，车型谱系基本完善，今年单月市场份额在 3%-5% 之间。

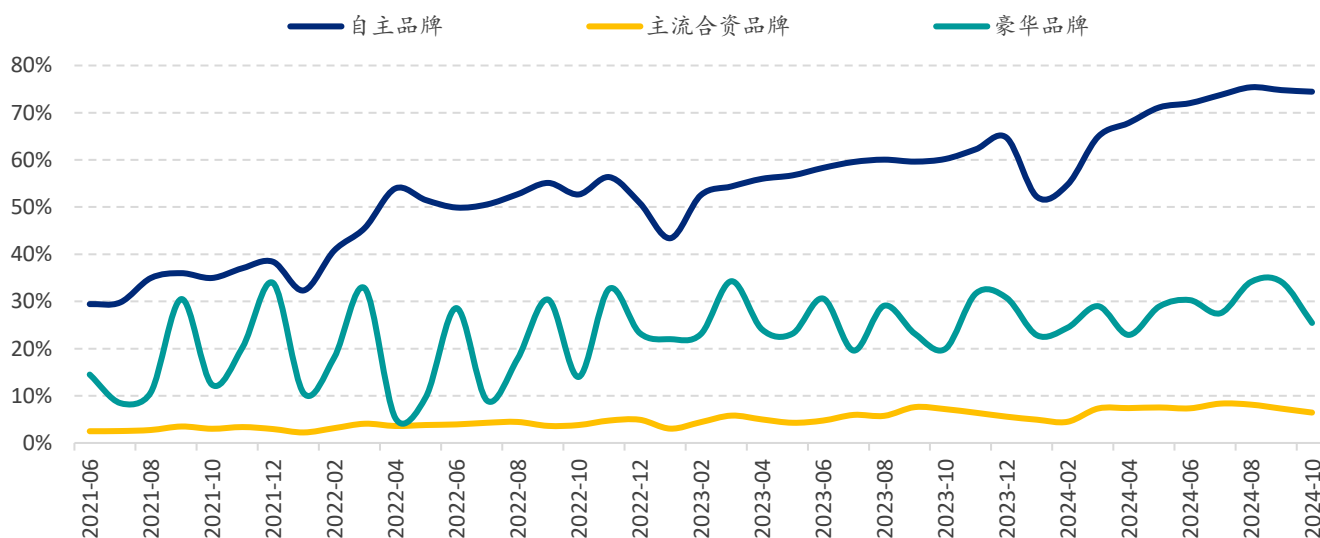
在当前较为激烈的竞争环境之下，车企也在寻求供应链管理、技术降本等手段提升降本潜力，辅以配置调整、定位下探、权益优惠等灵活的销售策略，将在相对健康的利润水平下实现销量增长，以期提升份额，实现规模效应，进而获得至关重要的生存空间及背后隐含的下一阶段的入场券。

图表 82：中国各类型品牌乘用车销量市场份额：10月中国自主品牌份额达 70.1%



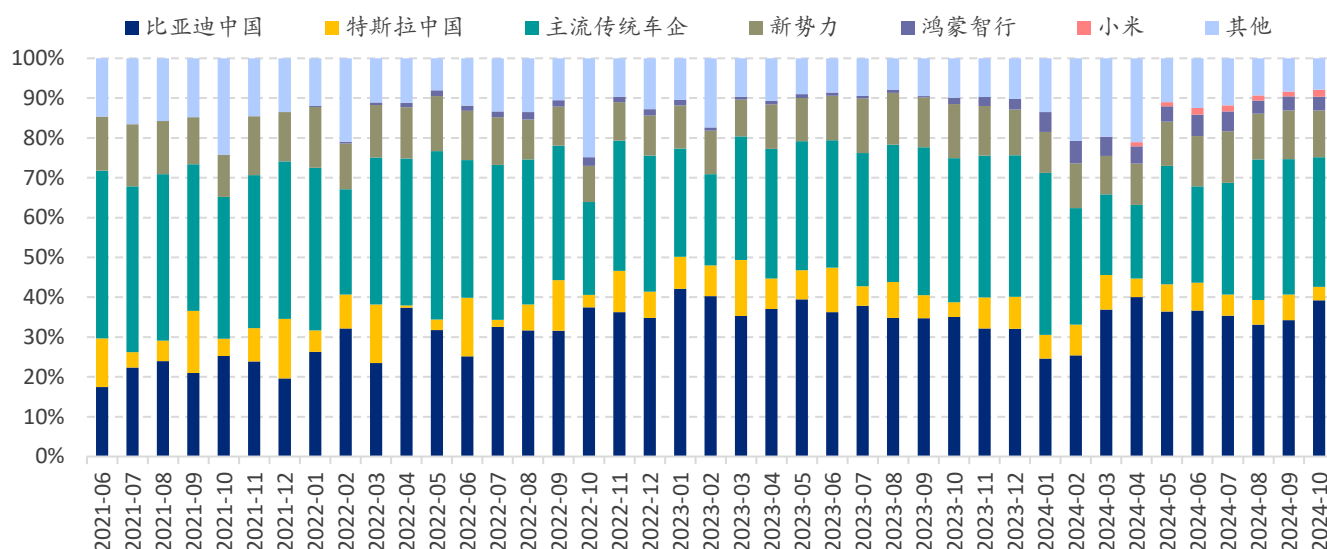
资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 83：中国新能源乘用车零售渗透率（分品牌类型）



资料来源：乘联会、Wind、浦银国际

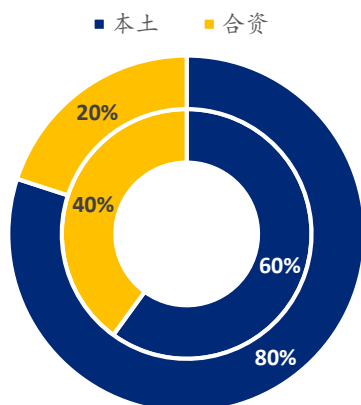
图表 84：中国新能源乘用车月度销量份额按照不同参与者拆分



注：新势力包含蔚来、小鹏、理想、零跑、哪吒 5 家车企；鸿蒙智行包括目前已上市交付的问界、智界；

资料来源：乘联会、Wind、公开资料、浦银国际

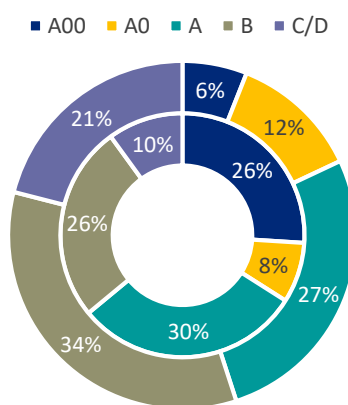
图表 85：中国新能源乘用车销量份额按品牌拆分



注：内圈为 2020 年，外圈为 2024 年 1 月-10 月；

资料来源：ThinkerCar、浦银国际

图表 86：中国新能源乘用车按车型拆分



注：2024 年数据截至 2024 年 10 月；内圈为 2020 年，外圈为 2024 年 1 月-10 月；

资料来源：ThinkerCar、浦银国际

● 造车新势力横向比较

我们对于新能源汽车行业维持较为乐观的预期，预计 2025 年中国新能源车乘用车将成长到 1,578 万辆，同比增长 28%，对应渗透率 53.7%。中国新能源车行业渗透率加速上扬将支撑行业在 2025 年保持增长，其年度增量将达到 344 万辆，略高于 2024 年的 334 万辆。

目前，行业优质供给仍在增加，涵盖新能源乘用车全细分市场，对各个价格段进行更加精细的挖掘，以驱动行业整体需求成长，加速取代传统燃油车的地位。我们比较期待小米 YU7、小鹏 P7+/SUV、蔚来乐道 L60、理想纯电以及零跑 B10 在 2025 年的表现。目前行业整体需求的成长有足够的动能推动行业玩家基本面交付量逐渐上行，进而为股价上行提供动能。因此，我们依然认为中国新能源车企在进入新的竞争阶段后，面临的是需求同步成长的增量市场竞争。

在供应端产品矩阵持续丰富的背景下，能够推出真正符合用户需求的新产品，并且通过多元化打法寻求更多增量出路的车企，或将在这场“新角逐”获得更大的机会。我们预期蔚来、小鹏、理想、零跑这四家新势力 2025 年的新能源车销量将达到 40.2 万、40.0 万、70.0 万、49.0 万辆（图表 87），同比均将大幅成长，份额也会有所提升。

零跑、小鹏是目前我们在新能源车新势力中的首选。这两家车企已经在今年年末阶段证明其当前在售车型的订单需求旺盛，并有望在明年延续。而且，这两家车企的海外销量贡献也已经在四季度开始起量，将在明年放量并均有望达到数万辆。

具体来看，零跑的 C 系列表现亮眼，今年 C16 上市之后，还带动 C10、C11 等车型销售；明年 B 系列将贡献走量的增量。而零跑在海外门店预计今年年底达到 500 家，奠定明年海外的增长基础。小鹏的 MONA M03 和 P7+ 的在手订单将确保明年一季度的交付量维持高位，且与 P7+ 同一平台具备类似智驾体验的 SUV 也有望贡献显著增长。预计小鹏明年海外销量将继续成长。因此，零跑、小鹏明年销量增长的下行风险较小，其 0.9x、1.4x 的目标价市销率也具备吸引力。

同时，我们也看好蔚来第二品牌乐道、理想纯电在 2025 年给车企分别带来的增量。在当前时间节点，这两家车企的新车型需求并未得到市场验证，因而存在一定的不确定性。

最后，我们对于比亚迪的判断也保持较为乐观。这主要得益于比亚迪的主力价格 10 万-20 万元的车型渗透率低于行业平均，因而比亚迪主力价格带的增长空间仍然较大。同时，明年比亚迪智驾有望向其主力价格段普及，增强其汽车产品力在智驾表现，进一步带动销量成长。而且，比亚迪的海外销量也处于领先位置，其海外工厂建设奠定海外长期增长的基本盘。

图表 87：蔚来、小鹏、理想、零跑、比亚迪的汽车销售及预测

	2023	2024E	2025E
中国新能源乘用车销量（万辆）	900	1,234	1,578
同比增速	38%	37%	28%
蔚来			
新能源车销量（辆）	160,038	222,783	402,002
销量同比增速	31%	39%	80%
在中国新能源乘用车份额	1.8%	1.8%	2.5%
营收（百万人民币）	55,618	66,113	101,997
营收同比增速	13%	19%	54%
汽车毛利率	9.5%	12.2%	13.6%
目标市销率（x）	1.1	1.2	0.8
小鹏			
新能源车销量（辆）	141,601	187,589	400,348
销量同比增速	17%	32%	113%
在中国新能源乘用车份额	1.6%	1.4%	2.2%
营收（百万人民币）	30,676	40,530	74,500
营收同比增速	14%	32%	84%
汽车毛利率	(1.6%)	8.0%	11.1%
目标市销率（x）	3.1	2.5	1.4
理想			
新能源车销量（辆）	376,030	507,237	700,181
销量同比增速	182%	35%	38%
在中国新能源乘用车份额	4.2%	4.1%	4.4%
营收（百万人民币）	123,851	146,396	200,038
营收同比增速	173%	18%	37%
汽车毛利率	21.5%	20.0%	21.1%
目标市销率（x）	1.7	1.5	1.1
目标市盈率（x）	18.5	32.3	17.4
零跑			
新能源车销量（辆）	144,155	291,940	490,692
销量同比增速	30%	103%	68%
在中国新能源乘用车份额	1.6%	2.3%	2.7%
营收（百万人民币）	16,747	32,096	57,098
营收同比增速	35%	92%	78%
汽车毛利率*	0.5%	6.7%	10.6%
目标市销率（x）	2.8	1.7	0.9
比亚迪			
新能源乘用车销量（辆）	3,012,906	4,230,271	5,391,689
销量同比增速	62%	40%	27%
在中国新能源乘用车份额	30.8%	30.9%	29.7%
营收（百万人民币）	465,448	571,534	680,910
营收同比增速	51%	23%	19%
汽车毛利率*	23.4%	24.9%	24.6%
目标市销率（x）	1.5	1.2	1.0
目标市盈率（x）	29.7	23.9	19.4

注：*零跑的汽车毛利率为公司综合毛利率；*比亚迪汽车毛利率为浦银国际估算。E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

从蔚来、小鹏、理想、零跑，这四家新势力的运营和财务指标来看，整体上，大家的毛利率都是向上改善，费用率表现也有趋同的走势。

从运营数字看，这四家新势力在今年三季度的零售门店的数量差距已经不大，蔚来和小鹏都是 600 家上下的门店，理想和零跑是接近 500 家。而结合今年三季度理想和零跑 15.3 万辆和 8.6 万辆的汽车销量来看，理想和零跑的平均店效会更高。从明年来看，蔚来第二品牌乐道将持续扩张门店推动销量。

这四家新势力的主力车型价格段存在明显区分。其中，理想和蔚来的车型在较为高端的价格段（25 万元及以上），而小鹏因为 MONA M03 交付量增长使得其汽车平均价格来到 15 万元附近，零跑则处于 10 万元左右的价格段。展望明年，蔚来和小鹏走量新车型（乐道 L60 和 MONA M03）的放量会带动其汽车平均价格下行。

从汽车毛利率来看，理想显著高于其他三位玩家，稳定在 20% 的位置，并且有望往 2025 年延续。今年以来，零跑的毛利率改善最为明显，预计在四季度进一步改善至 9.4%，与小鹏在非常接近的位置。蔚来的汽车毛利率当前接近 15%。这四家新势力车企都受益于规模效应以及政府补贴带来的促销力度收窄带来的毛利率增长。

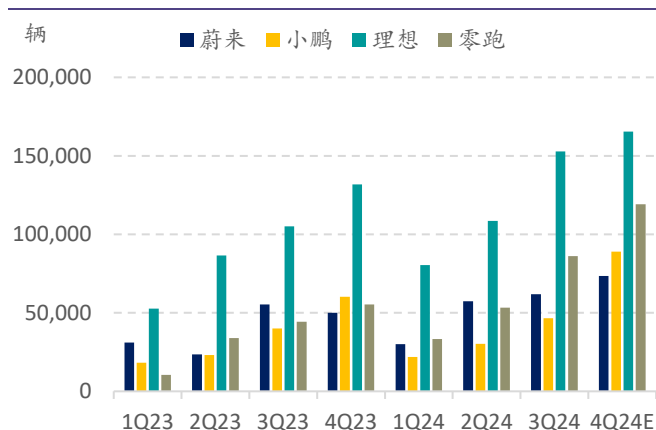
展望明年，蔚来、小鹏、零跑三家的汽车毛利率都有改善空间；蔚来乐道 L60 爬坡放量之后，毛利率将自然改善；小鹏 P7+ 设计毛利率为双位数，放量增长后将带动毛利率产品组合改善；零跑在零部件模块化和共用下将继续向上提升毛利率。

从公司三季度的综合毛利率来看，小鹏的毛利率则表现好一些，这是受到大众合作项目带来的超高毛利率收入的影响。而蔚来则受到电池业务毛利率拖累。因此，公司综合毛利率排序为理想、小鹏、蔚来、零跑。

从研发费用来看，蔚来的研发费用绝对值最高，单季度维持在人民币 30 亿元上下。而理想的单季度研发费用的体量也接近 30 亿人民币水平，接近并略低于蔚来，但是理想的收入体量更大，因而研发费用率更低。小鹏在 2023 年下半年至今年上半年都处于控费的阶段，但是随着新车型大周期的到来以及收入端的重回高增长，其研发费用将开始呈现增长态势。零跑的研发费用绝对值较低，这主要得益于其跟随头部研发战略带来的更高的研发效率。

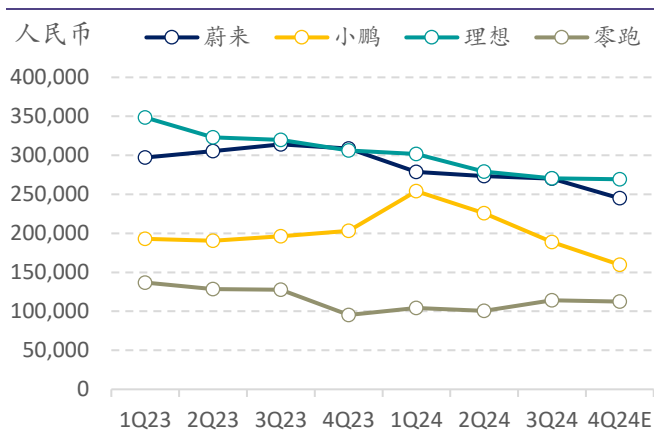
最后，从在手现金看，理想已经达到千亿规模，并且实现了正的净利润，长期竞争力较高。而蔚来将在今年四季度得到现金流改善与新的融资资金补充，现金继续维持在 400 亿元以上。而随着下半年销量快速增长，零跑和小鹏的现金流都会得到改善。

图表 88：汽车销量



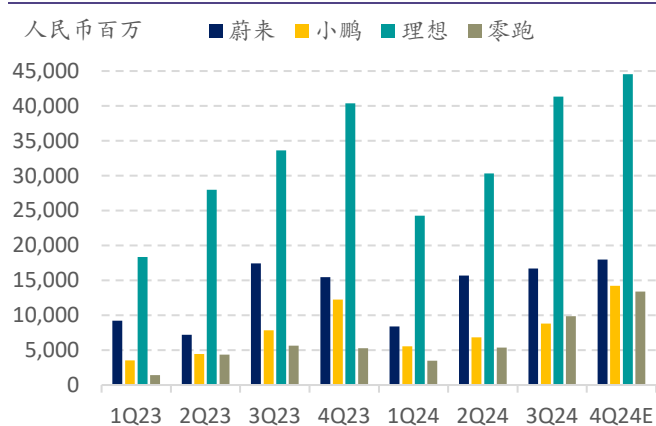
E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 89：汽车均价



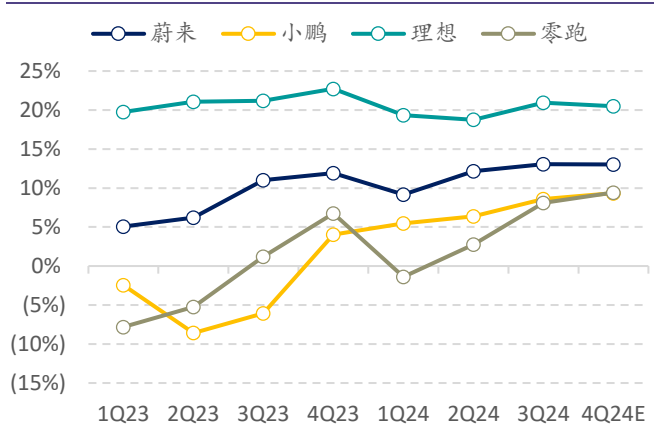
E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 90：汽车销售收入



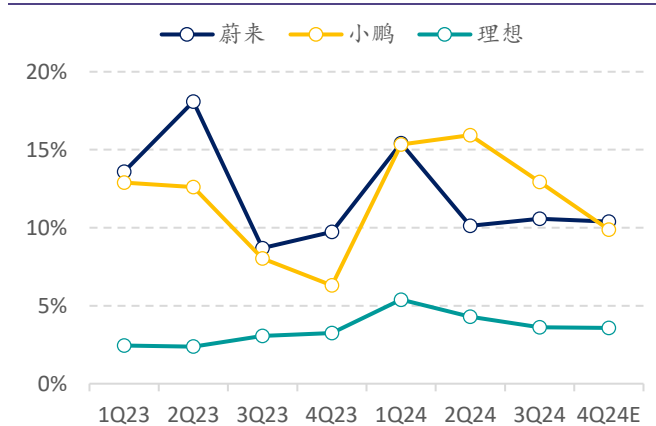
E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 91：汽车板块毛利率



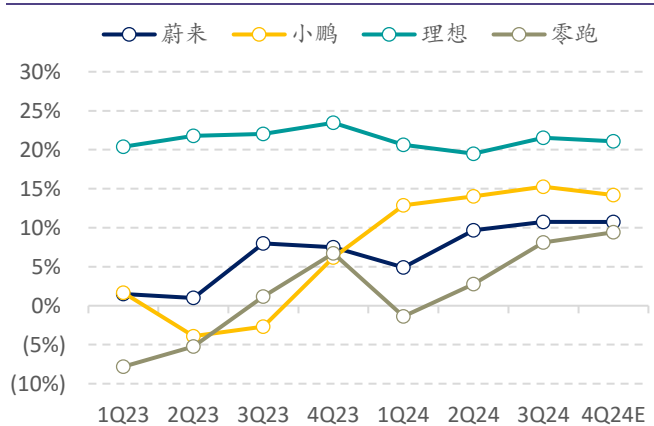
E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 92：软件服务与其他收入占比



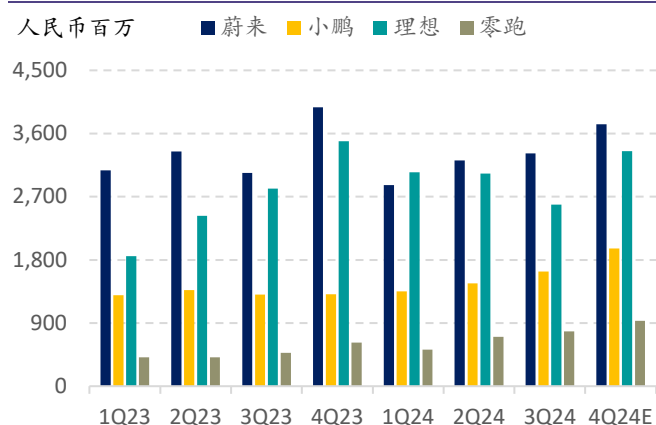
E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 93：公司综合毛利率



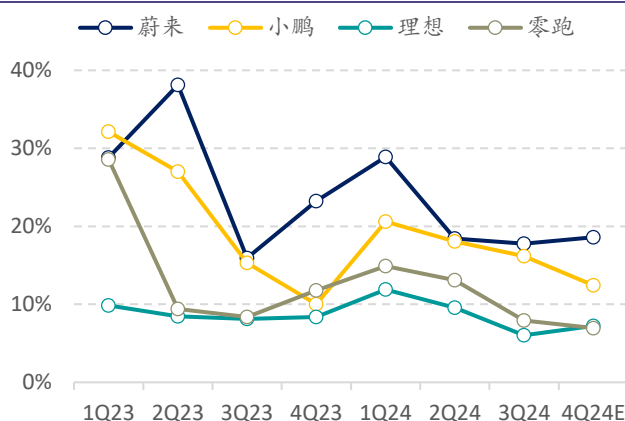
E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 94：研发费用



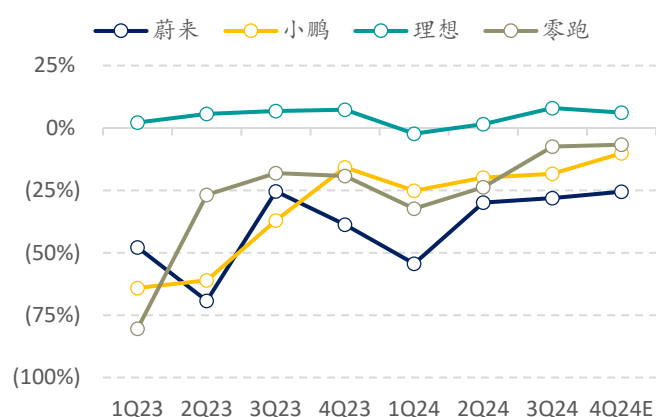
E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 95：研发费用率



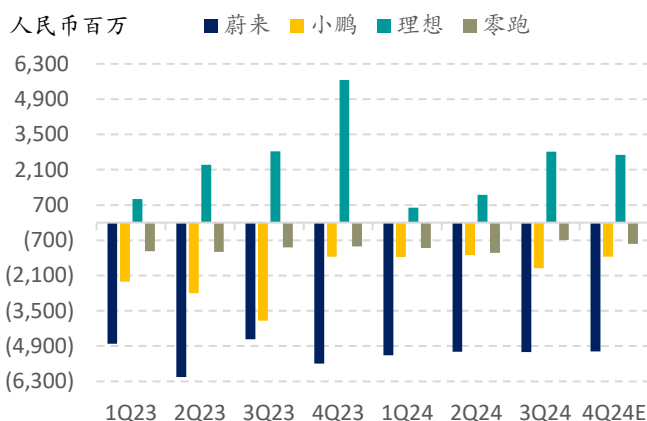
E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 96：营业利润率



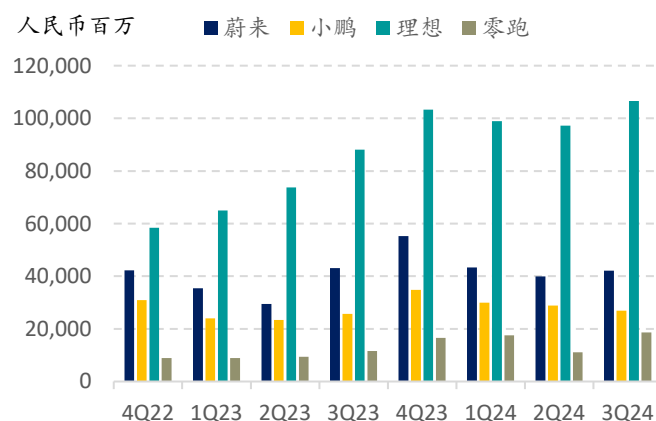
E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 97：净利润（亏损）



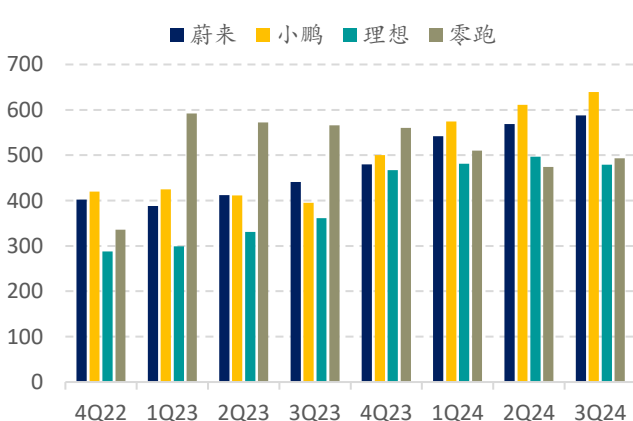
E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 98：现金及现金等价物



资料来源：公司公告、浦银国际

图表 99：零售门店数量



注：零跑部分季度数据未披露；
资料来源：公司公告、浦银国际

● 新能源车企估值

今年造车新势力的市销率估值波动幅度不算太大，总体趋势上稍有下滑。从年初的 1.1x-1.6x 开始下滑，在 1 月底左右开始逐步触底回升，在今年 9 月下旬开启一波较大幅度的估值上行，并在随后回落。目前，新势力的市销率估值区间为 0.7x-1.4x，还是处于历史均值以下的位置。

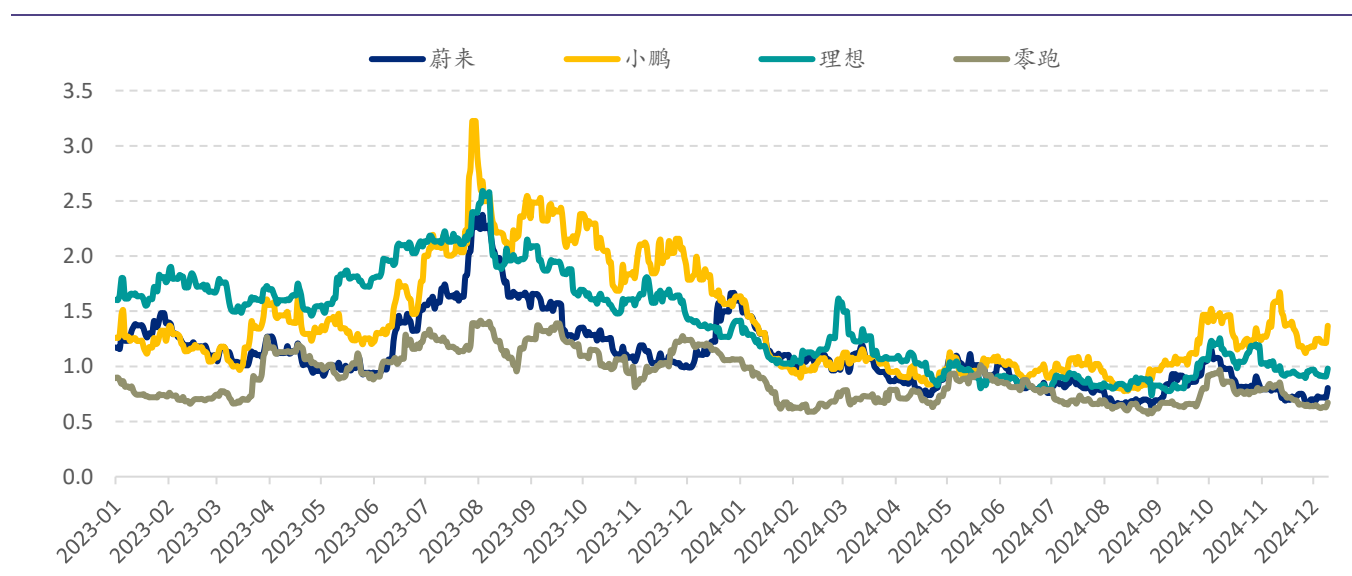
今年，比亚迪在销量增长超预期的带动下，其盈利表现和释放也优于年初的预期。理想在经过一二季度的销量调整后，第三季度的净利润再次回到 6% 以上。在中国新能源车行业进入淘汰赛的背景下，投资人对于新势力盈利能力要求提升，对于公司长期的持续的竞争力能力要求提升。

市场更加偏向于毛利率改善、盈利能力改善、现金流改善的新能源车企。因此，虽然各家新势力依然以守卫新能源车销量和份额为第一任务，但是新势力把毛利率改善也放到了几乎同等的地位。在今年四季度，零跑和小鹏在销量成长中持续改善毛利率，这一趋势有望在 2025 年持续。

从资金角度看，美联储进入降息周期，有望带动公司估值回升。因此，新能源车企，作为高速增长的新兴行业，有望享受估值中枢上移。

我们认为，当前的估值已经隐含行业竞争烈度随着行业规模提升的预期。考虑到行业优质供给的增加对于需求端的刺激，明年仍有新产品待发力。而且，目前新势力车企开始强调降本增效，追求经营质量提升，也为更加长期的估值体系切换做好基本面的铺垫。

图表 100：蔚来、小鹏、理想、零跑：市销率（x）估值比较



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 101: 蔚来美股市销率: 当前 0.8x vs 历史均值 3.8x vs 历史均值以下 1 个标准差 -0.3x



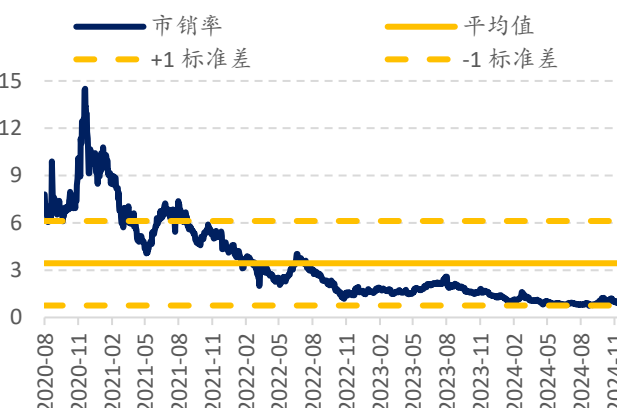
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 102: 小鹏美股市销率: 当前 1.4x vs 历史均值 4.5x vs 历史均值以下 1 个标准差 -0.2x



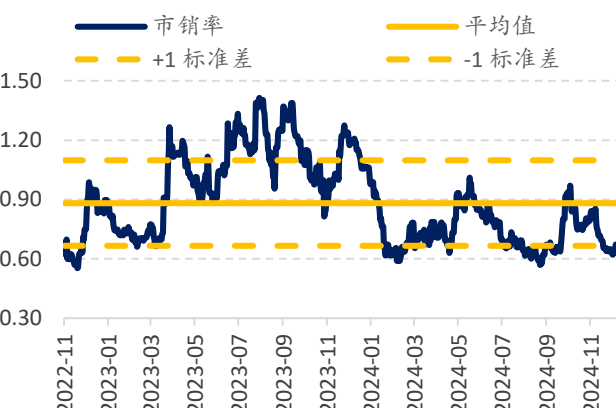
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 103: 理想美股市销率: 当前 1.0x vs 历史均值 3.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.8x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 104: 零跑市销率: 当前 0.7x vs 历史均值 0.9x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.7x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 105: 比亚迪股份市销率: 当前 0.9x vs 历史均值 1.4x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.8x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

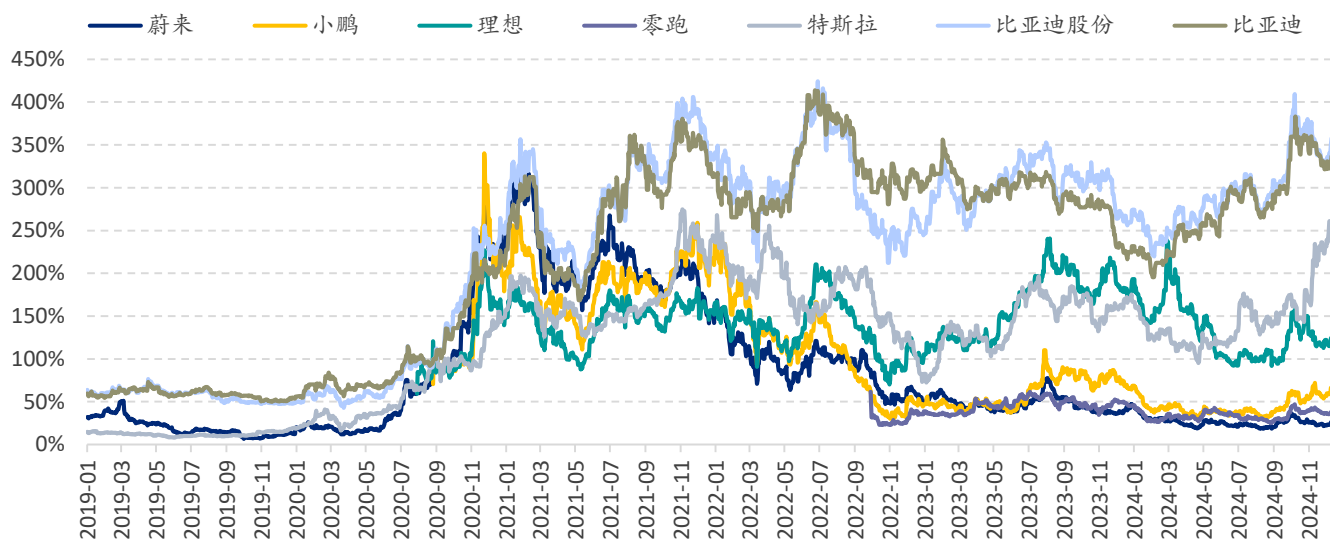
图表 106: 特斯拉市销率: 当前 10.8x vs 历史均值 5.8x vs 历史均值以下 1 个标准差 2.1x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 新能源车企股价及成交量

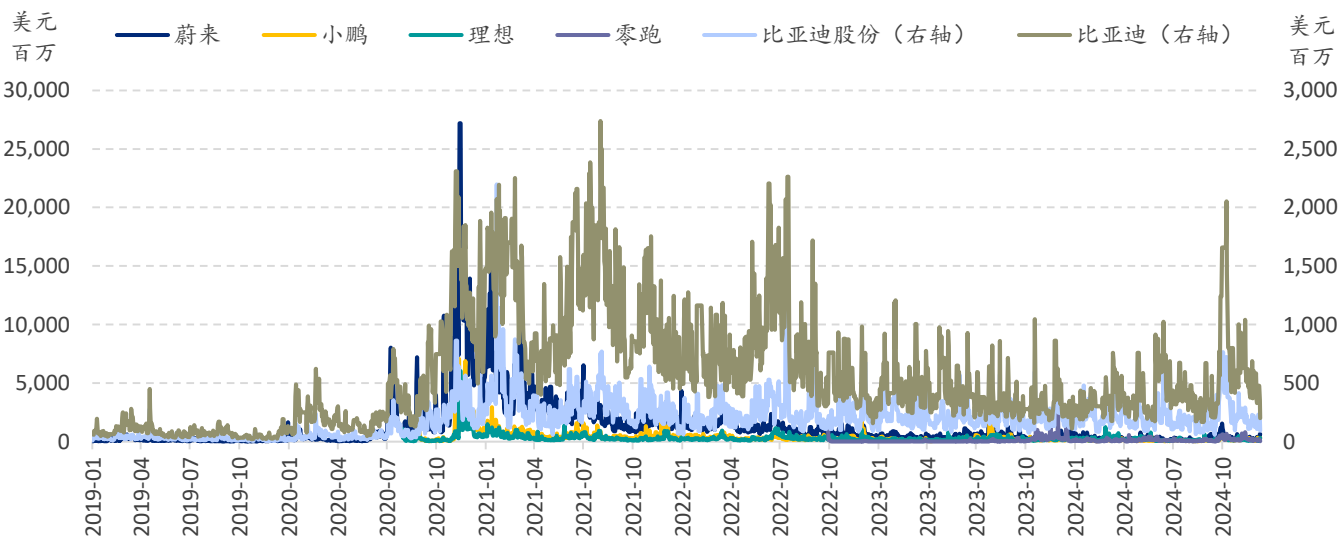
图表 107：新能源车企股价走势



注：截至 2024 年 12 月 9 日收盘价，以 2020 年 8 月 27 日收盘价作为基数 100% 计算股价变动

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 108：股票交易额比较



注：截至 2024 年 12 月 9 日收盘；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 新能源汽车行业可比公司估值

图表 109：新能源汽车可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	股价变动 年初至今(%)	EPS同比增长			P/S (市销率)			P/B (市净率)		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
新能源汽车													
TSLA US Equity	特斯拉	565,413	177.3	(29%)	(21%)	36%	27%	12.5	10.7	9.0	18.0	15.6	13.2
1211 HK Equity	比亚迪 (H)	91,703	220.0	3%	23%	27%	20%	1.1	0.9	0.8	4.6	3.7	3.1
002594 CH Equity	比亚迪 (A)	91,703	242.9	23%	29%	29%	22%	1.1	0.9	0.8	5.0	4.0	3.3
NIO US Equity	蔚来	9,287	4.5	(51%)	(13%)	(26%)	(44%)	1.1	0.8	0.7	6.2	15	N/A
9866 HK Equity	蔚来	9,181	34.4	(53%)	(13%)	(26%)	(44%)	1.2	0.8	0.7	6.3	15	N/A
XPEV US Equity	小鹏	7,067	7.5	(49%)	(45%)	(52%)	(131%)	2.4	1.3	1.0	4.5	4.9	4.7
9868 HK Equity	小鹏	7,139	29.5	(48%)	(45%)	(52%)	(131%)	2.4	1.4	1.0	4.6	5.0	4.8
LI US Equity	理想	20,127	19.0	(49%)	37%	32%	39%	1.3	1.0	0.8	3.5	3.2	2.7
2015 HK Equity	理想	19,825	73.0	(50%)	37%	32%	39%	1.3	1.0	0.8	3.5	3.2	2.7
9863 HK Equity	零跑汽车	4,512	26.4	(26%)	(26%)	(65%)	(210%)	1.2	0.7	0.5	3.6	3.8	3.1
RIVN US Equity	RIVIAN	11,745	11.8	(50%)	(17%)	(32%)	(14%)	3.2	2.9	2.0	2.4	3.9	4.2
RIDE US Equity	LORDSTOWN MOTORS	N/A	N/A	(80%)	(30%)	(54%)	(41%)	0	0	0	0	N/A	N/A
FFIE US Equity	法拉第未来	229	0.5	(25%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
LCID US Equity	LUCID GROUP	6,102	2.6	(37%)	(11%)	(22%)	(28%)	9.9	5.4	2.6	1.7	3.0	4.9
平均								3.0	2.1	1.6	5.0	6.8	4.7
豪华汽车													
MBG GR Equity	戴姆勒	73,173	64.5	3%	(26%)	(4%)	7%	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5
BMW GR Equity	宝马	61,941	89.9	(11%)	(33%)	4%	7%	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
RACE US Equity	法拉利	77,103	427.4	26%	21%	10%	13%	11.6	10.7	9.9	20.9	17.5	14.5
平均								4.1	3.8	3.5	7.3	6.2	5.2
海外品牌汽车													
7203 JP Equity	丰田	325,328	3,209.0	24%	90%	(10%)	6%	1.0	0.9	0.9	1.1	1.0	0.9
VOW GR Equity	大众	62,736	119.5	1%	(26%)	10%	16%	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
F US Equity	福特	48,227	12.1	(1%)	(6%)	(6%)	6%	0.2	0.2	0.2	1.0	0.9	0.8
GM US Equity	通用	55,720	48.9	36%	33%	2%	(2%)	0.3	0.3	0.3	0.9	0.7	0.6
7267 JP Equity	本田	57,883	1,708.0	17%	44%	5%	5%	0.3	0.3	0.3	0.6	0.5	0.4
005380 KS Equity	现代	41,439	270,000.0	33%	10%	(1%)	3%	0.3	0.2	0.2	0.5	0.5	0.4
平均								0.4	0.4	0.4	0.7	0.6	0.6
国产品牌汽车													
600104 CH Equity	上汽	22,687	14.2	5%	(25%)	12%	5%	0.3	0.3	0.3	0.7	0.7	0.7
2333 HK Equity	长城	24,546	11.3	11%	85%	14%	11%	1.0	0.8	0.8	1.4	1.3	1.1
2238 HK Equity	广汽集团	9,873	3.0	(17%)	(71%)	33%	2%	0.7	0.7	0.6	0.3	0.3	0.3
200625 CH Equity	长安汽车	16,064	3.7	(16%)	(39%)	35%	14%	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
平均								0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
动力电池													
300750 CH Equity	宁德时代	112,771	185.6	15%	17%	23%	23%	3.3	2.8	2.4	5.2	4.4	3.7
051910 KS Equity	LG化学	19,220	371,500.0	(26%)	(70%)	258%	66%	0.4	0.3	0.3	0.6	0.6	0.5
6752 JP Equity	松下	20,762	1,318.0	(6%)	116%	(30%)	26%	0.4	0.4	0.5	0.9	0.8	0.7
002074 CH Equity	国轩高科	4,768	19.3	(10%)	18%	57%	40%	1.1	0.9	0.8	1.6	1.5	1.4
平均								1.3	1.1	1.0	2.1	1.8	1.6
软件公司													
MSFT US Equity	微软	3,278,093	441.1	17%	23%	11%	16%	13.5	11.9	10.4	12.4	9.8	7.7
ORCL US Equity	甲骨文	385,836	140.4	33%	11%	12%	14%	9.9	9.1	8.1	66.8	29.5	17.4
SAP US Equity	SAP	242,261	197.2	28%	(10%)	45%	34%	8.7	7.8	7.0	7	6	6
688111 CH Equity	金山办公	16,852	264.1	(16%)	15%	28%	27%	29.3	23.8	19.2	13.5	11.9	10.4
600588 CH Equity	用友	5,156	10.9	(39%)	1900%	(156%)	202%	4.2	3.7	3.2	4.5	4.5	4.3
268 HK Equity	金蝶	3,664	8.0	(30%)	(73%)	(389%)	175%	5.5	4.8	4.1	4.2	4.1	3.9
平均								11.9	10.2	8.7	18.0	11.0	8.2
功率半导体													
IFX GR Equity	英飞凌	54,167	38.3	1%	(31%)	(19%)	40%	2.9	3.0	2.6	2.4	2.4	2.1
ON US Equity	安森美	32,792	76.2	(9%)	(22%)	8%	27%	4.1	3.9	3.5	3.2	2.8	2.4
600745 CH Equity	闻泰科技	5,141	30.0	(29%)	(69%)	159%	45%	0.7	0.6	0.6	1.2	1.2	1.1
688396 CH Equity	华润微电子	7,047	38.6	(14%)	(36%)	45%	22%	6.6	5.9	5.3	3.1	2.9	2.7
603290 CH Equity	斯达半导	2,991	90.5	(30%)	(21%)	34%	20%	6.8	5.4	4.4	3.6	3.4	3.0
平均								4.2	3.7	3.3	2.7	2.5	2.3
海外科技公司													
AAPL US Equity	苹果	3,267,233	213.1	11%	10%	10%	10%	9.6	9.0	8.3	59.5	56.5	42.9
GOOG US Equity	谷歌	2,207,838	179.6	27%	36%	11%	16%	7.3	6.2	5.6	6.5	5.2	4.2
AMZN US Equity	亚马逊	1,944,895	186.9	23%	65%	13%	19%	3.7	3.4	3.0	8.6	6.6	5.4
META US Equity	Meta	1,290,845	508.8	44%	56%	12%	13%	9.5	8.3	7.3	8.8	6.8	5.6
NFLX US Equity	奈飞	280,112	650.1	34%	62%	20%	20%	10.0	8.9	8.1	17.1	13.7	11.3
平均								8.0	7.2	6.5	20.1	17.8	13.9
中国科技互联网公司													
700 HK Equity	腾讯	446,697	370.8	26%	44%	10%	10%	5.7	5.2	4.8	3.9	3.3	2.8
9988 HK Equity	阿里巴巴	183,706	74.2	(1%)	18%	1%	13%	1.7	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5
3690 HK Equity	美团	89,911	112.6	37%	101%	24%	24%	3.1	2.6	2.3	5.7	4.5	3.6
1810 HK Equity	小米	54,925	17.1	10%	29%	21%	20%	2.1	1.8	1.5	4.1	3.6	3.1
002230 CH Equity	科大讯飞	13,708	42.9	(7%)	(33%)	64%	45%	5.4	4.5	3.9	7.2	6.9	6.5
平均								3.6	3.2	2.8	4.5	4.0	3.5

注：E = Bloomberg 一致预测，截至 2024 年 12 月 9 日收盘；

资料来源：Bloomberg、公司公告、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(吉利汽车 175.HK、极氪 ZK.US)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

