



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 汽车行业2025年中期投资策略

# 产业升级，出海加速

西南证券研究院  
汽车研究团队  
2025年7月

# 核心观点

- **智能汽车：特斯拉FSD入华可期，Robotaxi元年到来。** 1) 特斯拉FSD入华，城市NOA成智驾标配。2月25日特斯拉向中国HW4.0车主推出备受期待的完全自动驾驶FSD功能，高阶智驾行业迎来重要参与者。2025年城市NOA持续快速进展，全年渗透率有望达12.2%，行业加速向上，利好具备相关布局的零部件标的。2) Robotaxi元年开启，智驾平权时代到来。Robotaxi行业进展不断，waymo、萝卜快跑订单量快速增长，特斯拉Robotaxi正式上路，当前Robotaxi渗透率几乎为0，未来想像空间巨大。2025年是智驾平权爆发元年，比亚迪、吉利、长安、奇瑞、广汽等主机厂陆续发布高阶智驾，15万左右车型高速NOA+城市NOA功能将成为竞争热点，推动城市NOA成为国民出行的“普惠品”，重塑主流汽车消费市场的竞争格局。3) 爆款车型及新车型持续催化。4月问界M8上市，销量表现亮眼；5月尊界S800上市，首月大定突破6500辆；问界新款M7预计9月上市。小米第二款車型YU7已于6月上市，3分钟大定超20万单，创造历史。8、9月理想纯电车型i6、i8陆续上市，备受市场期待。
- **新能源汽车：电车表现亮眼，预计25年销量达1585万辆。** 25H1新能源汽车销量累计693.7万辆，同比+40.3%，渗透率达44.3%，同比+9.1pp，主要受益于供给端优化、以旧换新政策刺激以及用车环境持续优化。考虑当前国内政策端扶持新能源确定性强、欧盟加征关税影响或逐渐出清，叠加中国车厂加速全球化布局以及中国电车在性价比、产能、产业链等方面的全球优势，出海有望持续打开空间为行业贡献重要增量。整体看，我们预计25年新能源乘用车批发销量将达1623万辆，同比+32.1%，渗透率提升至55%。
- **商用车：重卡或迎报废拐点，客车行业见增量。** 2025年重卡销量主要受到新能源、国四报废更新以及非俄出口支撑。根据报废年限推算16-17年上行期对应的报废年限即为25、26年，考虑25年重卡以旧换新政策延续并扩展到报废国四车型，预计25年重卡销量102.0万辆，同比+13.1%，弹性较大。客车方面，2024年客车（含非完整车辆）销售52.2万辆，同比增长6.9%，大中客车（含非完整车辆）销售11.9万辆，同比增长30.1%，2025年上半年，中国客车行业销售26.52万辆（含非完整车辆），同比增长25.5%。老旧客车报废更新，新能源客车出海，有望继续成为客车行业增量贡献主力。
- **两轮车板块：电自迎来政策机遇，摩托车海外需求持续爆发，成增长核心引擎。** 1) 电自：新老国标切换+以旧换新效果显著，我们认为三季度将进入产销两旺态势。展望后续，行业格局有望迎来改善，利好头部/产品力强的品牌。2) 摩托车：2025上半年摩托车累计交付831.71万辆，同比增长16.11%，大排量车型（250cc及以上）升级成为核心增长引擎。内销端，2025年上半年小排量车型（250cc及以下）需求疲软导致整体内销222.61万辆（同比微降3%），但大排量车型凭借消费升级下用户对动力性能、骑行体验的追求，内销同比增长18.74%，成为对冲小排量颓势的关键，凸显内销结构向大排量倾斜的明确趋势。出口端延续高景气，2025H1销量为609.1万辆，同比+25%，其中，大排量车型贡献核心增量——中国品牌依托差异化设计（如复古巡航、运动仿赛）与性价比优势，大排量出口同比飙升70%。行业增长已从“小排量走量”转向“大排量升级”，成为驱动高景气的主线。

# 核心观点

---

## □ 相关标的：

**1) 智能汽车：**伯特利 ( 603596 )、经纬恒润-W ( 688326 )、保隆科技 ( 603197 )、上声电子 ( 688533 )、华阳集团 ( 002906 )、星宇股份 ( 601799 )、科博达 ( 603786 )、均胜电子 ( 600699 )、耐世特 ( 1316.HK )。

**2) 新能源汽车：**上汽集团 ( 600104 )、长安汽车 ( 000625 )、赛力斯 ( 601127 )、江淮汽车 ( 600418 )、拓普集团 ( 601689 )、中鼎股份 ( 000887 )、银轮股份 ( 002126 )、新坐标 ( 603040 )、福达股份 ( 603166 )、豪能股份 ( 603809 )。

**3) 重卡与客车：**中国重汽(3808.HK/000951)、宇通客车 ( 600066 )、中通客车 ( 000957 )、潍柴动力 (2338.HK/000338)、天润工业 ( 002283 )。

**4) 两轮车：**爱玛科技 ( 603529 )、九号公司-WD ( 689009 )、隆鑫通用 ( 603766 )、春风动力 ( 603129 )、钱江摩托 ( 000913 )。

□ **风险提示：**政策波动风险；汽车终端需求及出口不及预期风险；车企电动化转型不及预期的风险；智能网联汽车推广不及预期等的风险；原材料价格上涨风险；汇兑风险。

# 目 录

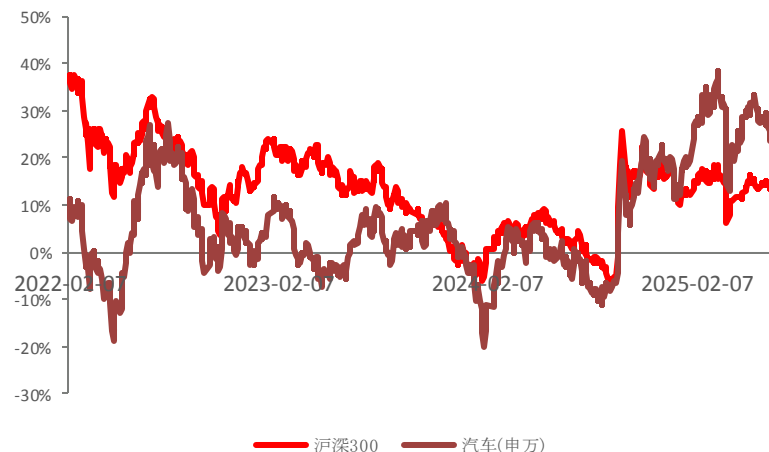
---

- ◆ **汽车行情回顾：商用车表现强势，估值触底回升**
- ◆ **汽车行业：政策和促销活动联动催化需求，出口延续高增长**
- ◆ **智能汽车：中高阶智驾爆发，Robotaxi元年到来**
- ◆ **新能源汽车：渗透率再度提升，政策带来新机遇**
- ◆ **商用车：重卡报废更新政策效果释放，客车出口未来可期**
- ◆ **两轮车：电自迎来政策机遇，摩托车出口强劲扩容**
- ◆ **重点推荐标的**

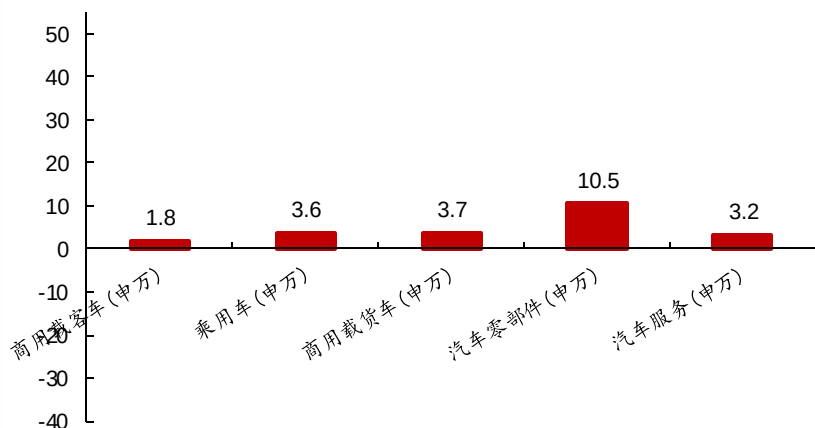
# 2025年汽车行情回顾：零部件表现强势

- ❑ 1月春节前置致乘用车零售降12%，但因DeepSeek等AI大模型“上车”热潮带动，吉利、比亚迪、小鹏等车企宣布相关技术融合、应用计划，推动板块上涨；2月比亚迪等智驾发布会推动板块上涨；4月美加征关税导致板块调整，后因政策及车展回升；5-6月比亚迪降价引发内卷担忧致板块下跌。
- ❑ 年初至7月6日，申万汽车行业上涨8.2%，汽车子板块中商用载客车、乘用车、商用载货车、汽车零部件、汽车服务分别上涨1.8%、3.6%、3.7%、10.5%、3.2%。

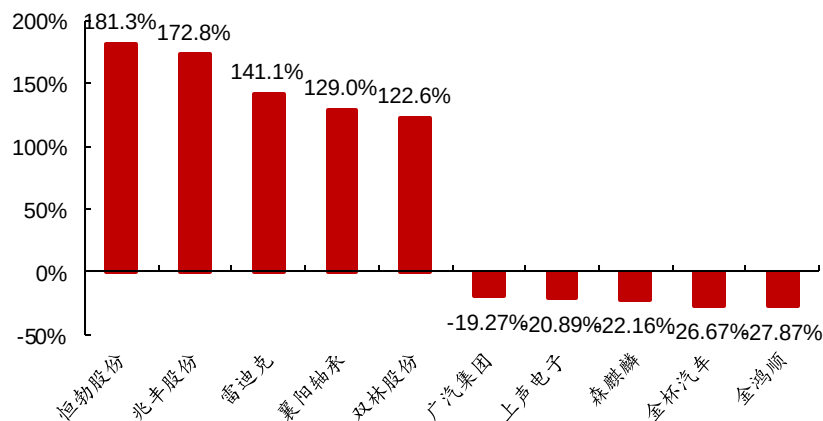
## 申万汽车指数相对沪深300走势



## 申万汽车子行业二级市场涨跌幅 (%)



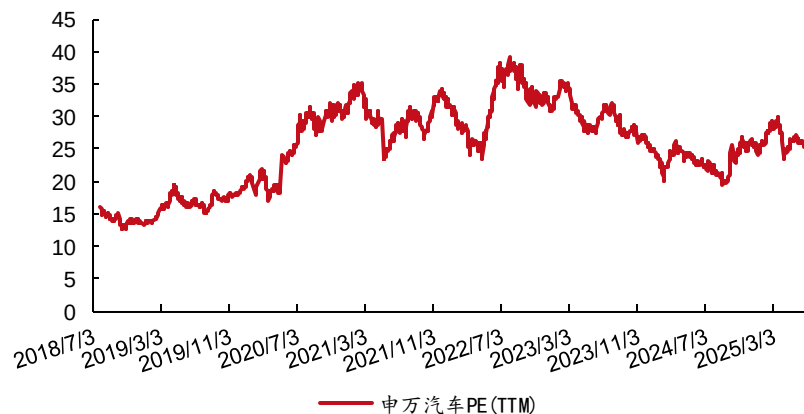
## 申万汽车行业涨跌幅前五个股



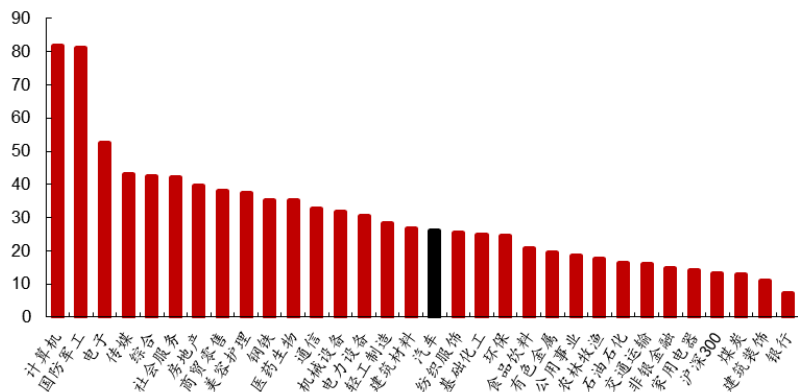
# 2025年汽车行情回顾：4月下旬以来估值有所触底回升

- 横向看：截至7月6日，申万汽车行业PE(TTM)为25倍，在申万行业中排名第17位。从涨跌幅看，截至7月6日，汽车行业累计上涨8.22%，排在行业第8位。
- 纵向看：2025年1月份，申万汽车行业PE(TTM)逐渐走高，3月份到达最高接近30倍，4月回调走低，最低到达24倍左右，4月下旬开始上行趋势，截至7月6日，行业估值25倍。

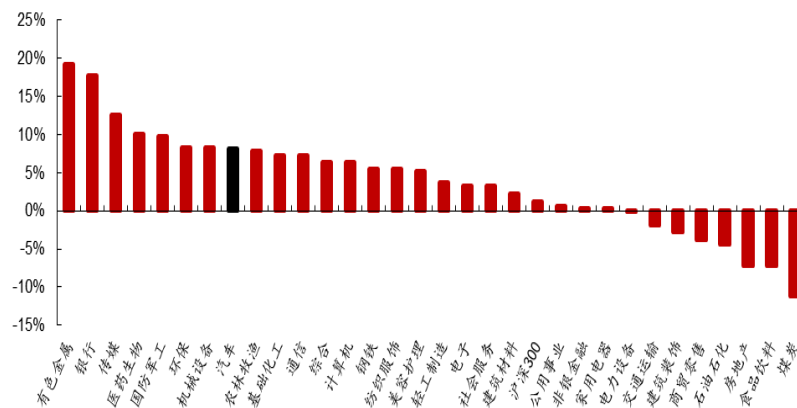
申万汽车行业估值水平 (PE-TTM)



申万一级行业市盈率 (PE-TTM)



申万一级行业涨跌幅



# 目 录

---

- ◆ 汽车行情回顾：商用车表现强势，估值触底回升
- ◆ 汽车行业：政策和促销活动联动催化需求，出口延续高增长
- ◆ 智能汽车：中高阶智驾爆发，Robotaxi元年到来
- ◆ 新能源汽车：渗透率再度提升，政策带来新机遇
- ◆ 商用车：重卡报废更新政策效果释放，客车出口未来可期
- ◆ 两轮车：电自迎来政策机遇，摩托车出口强劲扩容
- ◆ 重点推荐标的

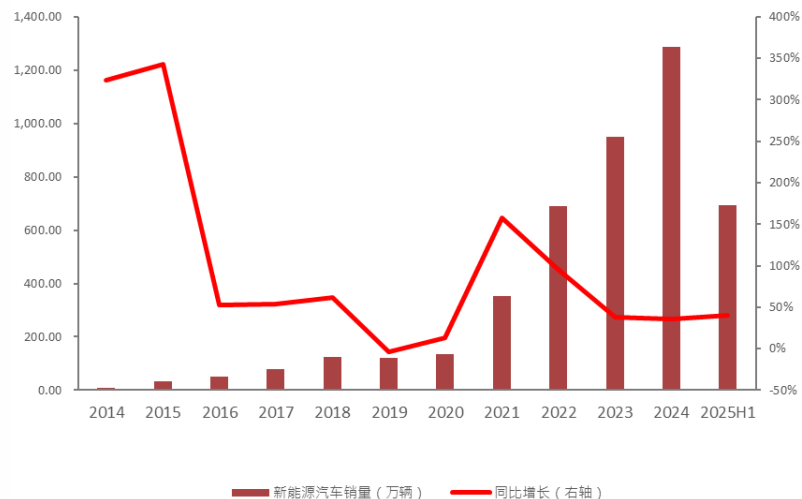
## 需求端：政策和促销联动支撑需求，新能源汽车销量持续走高

- ❑ 政策端以旧换新、置换政策密集落地，叠加各地车展及车企限时优惠、金融贴息等营销活动活跃、新车密集上市。技术层面，比亚迪全系标配天神之眼、吉利千里浩瀚、奇瑞猎鹰智驾等陆续普及，推动智能化与电动化升级，进一步释放消费需求。据中汽协数据，2025H1，汽车和新能源汽车销量分别为1565.3万辆/693.7万辆，同比分别+11.4%/+40.3%。
- ❑ 国家将以旧换新补贴资金规模扩至3000亿元，乘用车新能源车最高补2万元、燃油车补1.5万元，并扩大报废旧车范围；各地积极配套，结合本地情况制定补贴细则，对置换条件、流程及金额积极落实。截至6月30日，补贴申请量达412万份。对比24年政策刺激有效时间约半年来看，25年以旧换新政策刺激时间更长，总量带动效应更明显。

### 汽车销量走势



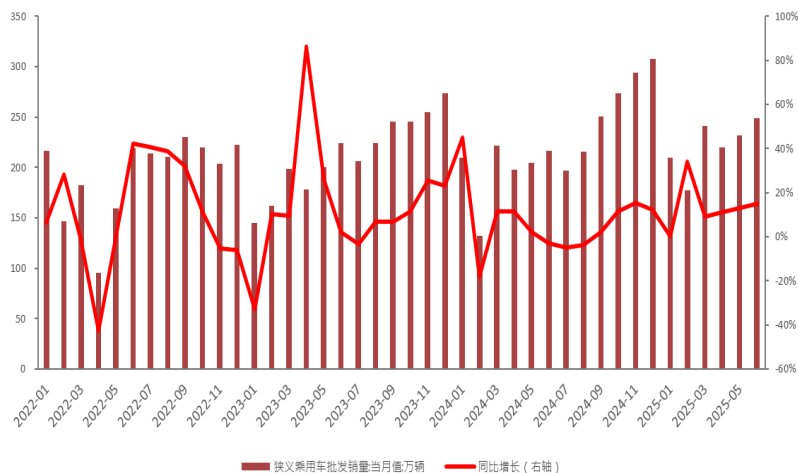
### 新能源汽车销量走势



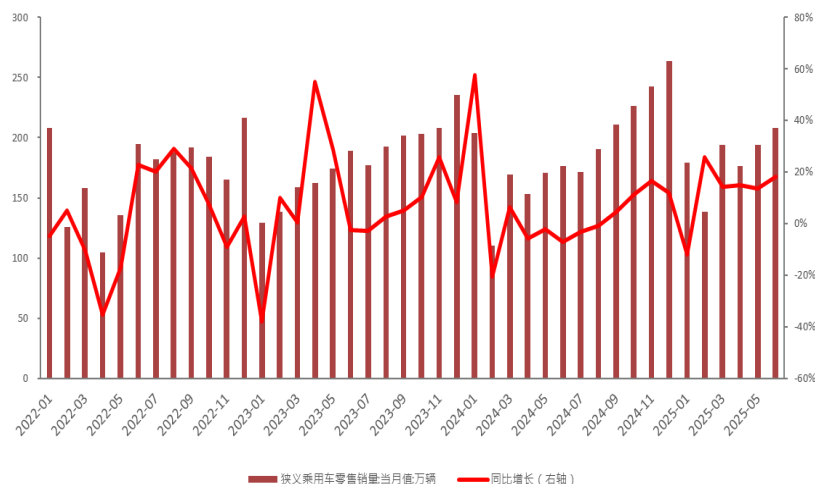
## 需求端：政策和促销联动支撑需求，新能源汽车销量持续走高

- 据乘联会数据，2025H1，狭义乘用车批销和零销分别为1327.98/1090.18万辆，同比分别+12.3%/+10.8%；6月狭义乘用车零售为208.5万辆，同环比分别+18%/+7.6%。
- 在政策支持下，汽车消费景气度维持在较高水平。其中，4月上海车展持续拉动消费热情，二季度乘用车销量保持较快增长。6月厂商密集加码促销力度以冲击半年度目标，对终端销量构成直接拉动，其中新能源零售量实际达111.1万辆，同比增长29.7%，环比增长 8.2%，超出此前市场预期的110万辆，渗透率为53.3%，较去年同期提升4.7pp。

### 乘用车批发销量走势



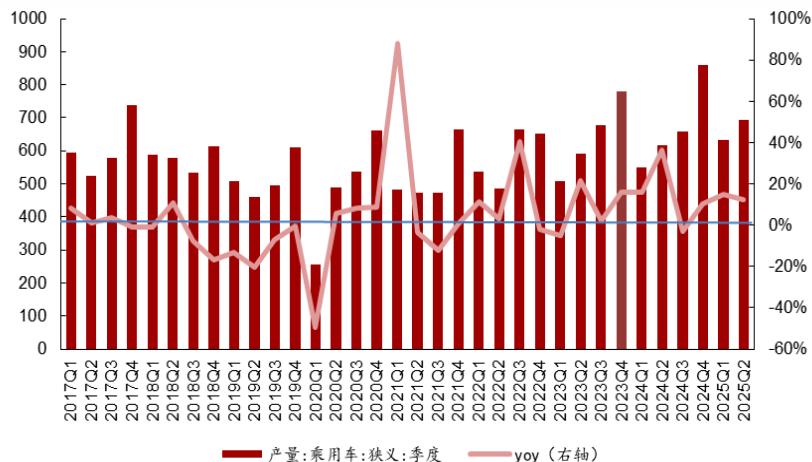
### 狭义乘用车零售销量走势



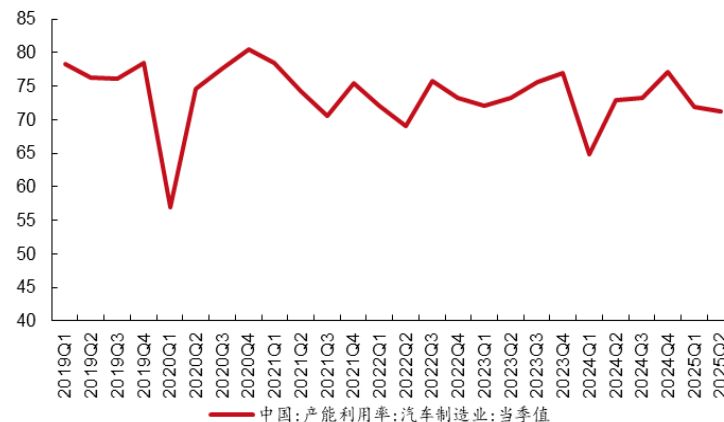
## 供给端：产量同环比双增长，产能利用率明显提升

- **2025H1乘用车产量明显增长**：2025年，在政策和促销的双重作用下终端需求提振。同时，新车型投放增加，车市供给端持续改善。2025H1乘用车产量1352.2万辆，同比13.8%。其中，6月乘用车产量244万辆，同环比分别增长12.1%/5.5%。
- **2025年二季度产能利用率同环比皆略有下滑**：2025年二季度行业产能利用率达71.3%，同比下降了1.7pp，环比下降0.6pp。

### 乘用车产量走势（万辆）



### 汽车制造业产能利用率（%）



数据来源：中汽协，西南证券整理

数据来源：wind，西南证券整理

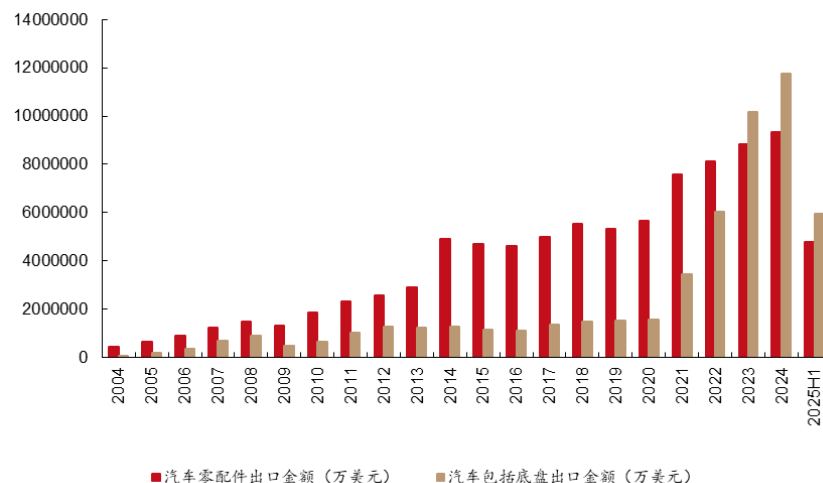
## 出口端：保持稳健增长

- **出口保持稳健增长。**据中汽协数据，2025H1，汽车累计出口量为308万辆，同比增长10.37%。根据海关总署数据来看，出口金额来看，汽车包括底盘和汽车零配件出口金额分别为596.4/477.5亿美元，同比分别增长8.1%/4.4%，出口保持稳健增长。2025年上半年出口均价达1.7万美元，同比-8%。

### 汽车出口数量



### 汽车包括底盘及零配件出口金额



数据来源：中汽协，西南证券整理

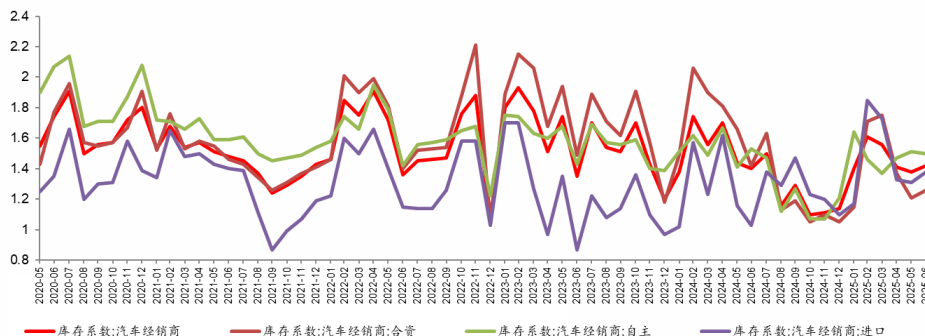
[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

数据来源：海关总署，西南证券整理

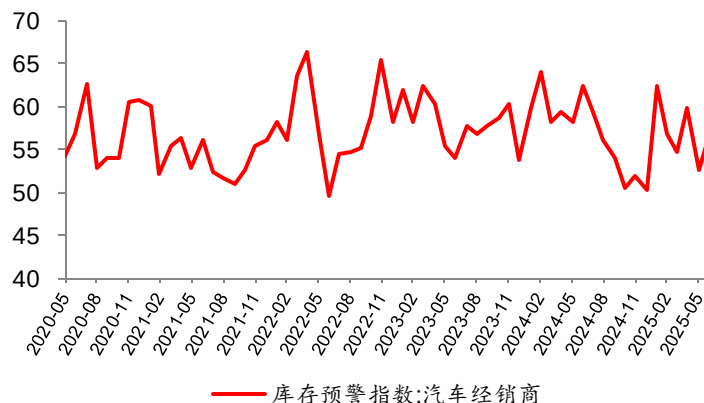
## 库存端：年初至今波动下降，整体处于合理区间

- ❑ **经销商库存系数处于较低位**：2025年2月库存指数为1.61，达到上半年的高位或与春节消费周期有关，随着各地汽车促消费政策的持续开展以及新车型陆续上市，库存系数逐步降至5月最低点为1.38，6月略有回升至1.42。
- ❑ **5月以来经销商库存预警指数同比持续下降**：2025H1库存预警指数分别为62.3%、56.9%、54.6%、59.8%、52.7%和56.6%，5月以来，车展与假期效应（自驾游需求）、消费政策以及促销活动的共振，库存预警指数走低，库存有所改善，6月因半年度考核压库致库存预警指数回升至56.6%。
- ❑ **预计库存整体在合理范围内波动**：初受春节假期及车企集中批发影响，经销商库存指数处于高位；随着各地汽车促消费政策持续发力，叠加新车型陆续上市刺激市场需求，库存逐步下降，至5月触及年内最低点。进入6月，由于车企冲刺半年度目标加大批发力度，库存指数有所回升，但在终端需求稳步释放的支撑下，整体库存仍维持在合理波动区间。

### 汽车经销商库存系数



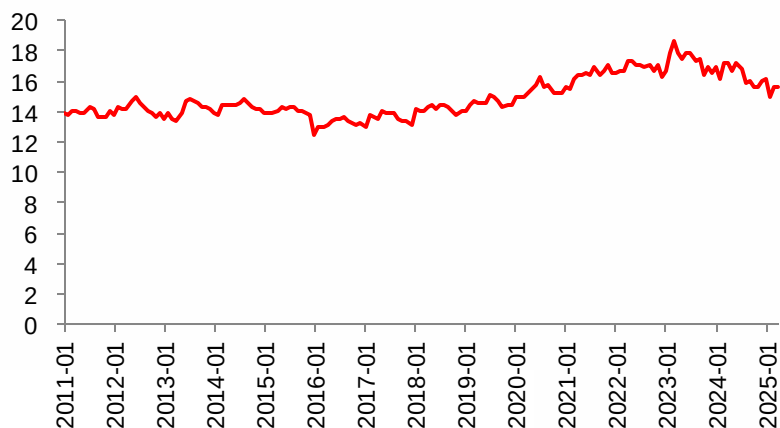
### 汽车经销商库存预警指数 (%)



## 价格情况：乘用车价格竞争激烈，车市优惠有望持续

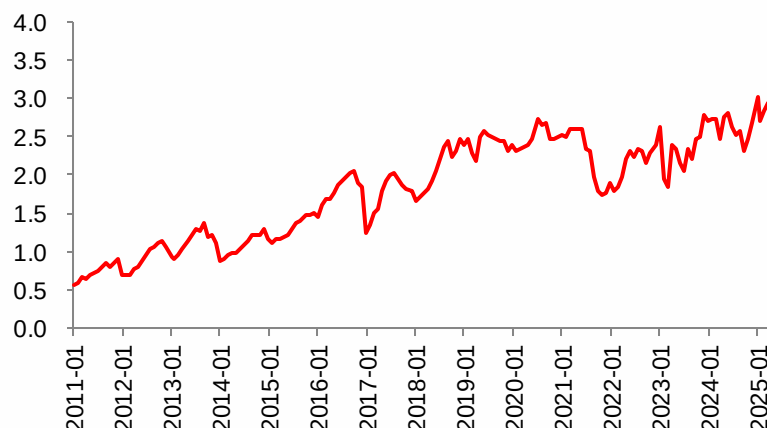
- ❑ **乘用车市场价格竞争激烈**：2025年全国乘用车市场价格竞争持续激烈，最新4月乘用车整体市场均价为15.61万元，同比下降9.4%，环比下降0.4%。
- ❑ **车市优惠额度在2.9万元附近震荡**：4月乘用车终端优惠2.95万元/辆，同环比分别+19.4%/+4.2%。年中车企进入密集新车发布周期，终端促销力度加码。
- ❑ **未来车市价格竞争成主要手段**：政策端，全年“两新”补贴与2026年开始新能车购置税优惠退坡预期将激发今年下半年新能车消费；市场层面，理想、小米等品牌下半年新车密集上市，加剧同级别车型竞争；市场结构上，新能源份额持续提升、传统燃油车市场萎缩，促使两类车型为争夺市场持续争夺，未来车市竞争日趋白热化，优胜劣汰是必然趋势，价格竞争成为主要手段。

乘用车市场均价走势（万元/辆）



— GAIN.整体市场均价:乘用车:当月值

乘用车整体终端优惠额度走势（万元/辆）



— GAIN.整体终端优惠额度:乘用车:当月值

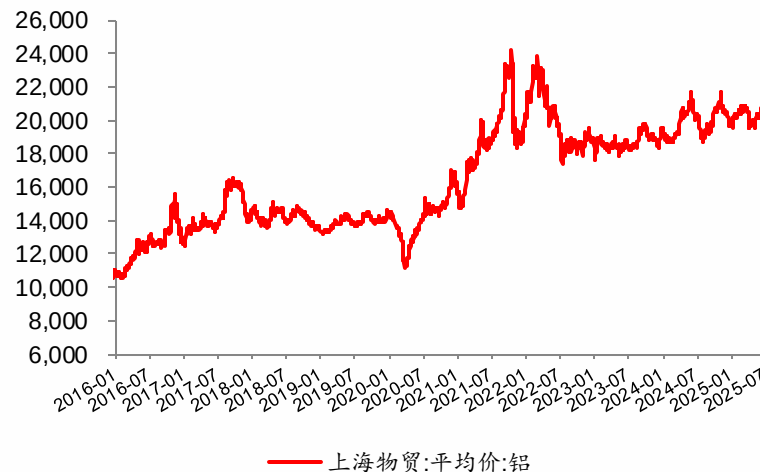
## 成本情况：铝材、铜材、橡胶平均价格有所上涨

- **原材料价格**：汽车所用原材料众多，主要涉及钢、铝、铜以及橡胶、玻璃等材料。2025年初至7月7日汽车主要原材料平均价格较去年同期平均价格变动情况：钢材综合价格指数下降13.3%，铝价上涨2.6%，铜价上涨4.03%，天然橡胶价格上涨9.9%。

### 钢材价格指数走势



### 铝材价格走势（元/吨）



# 成本情况：除玻璃以外，铝材、铜材、橡胶均价都有所上涨

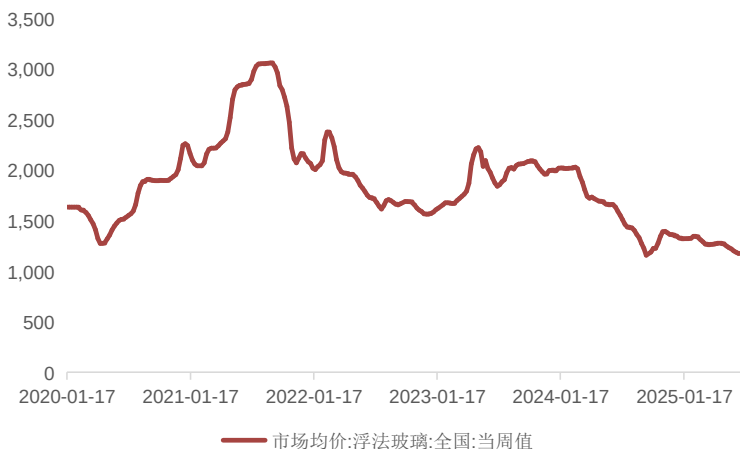
## 铜价格走势（元/吨）



## 橡胶价格走势（元/吨）



## 国内浮法玻璃价格走势（元/吨）



## 美元兑人民币汇率走势



# 目 录

---

- ◆ 汽车行情回顾：商用车表现强势，估值触底回升
- ◆ 汽车行业：政策和促销活动联动催化需求，出口延续高增长
- ◆ 智能汽车：中高阶智驾爆发，Robotaxi元年到来
- ◆ 新能源汽车：渗透率再度提升，政策带来新机遇
- ◆ 商用车：重卡报废更新政策效果释放，客车出口未来可期
- ◆ 两轮车：电自迎来政策机遇，摩托车出口强劲扩容
- ◆ 重点推荐标的

# 政策端：国家政策持续助力汽车产业智能化升级

今年以来我国推动汽车行业智能化发展的相关政策

| 公示时间    | 部门                       | 文件                                        | 主要内容                                                                                                                                             |
|---------|--------------------------|-------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2025.01 | 金融监管总局、工业和信息化部、交通运输部、商务部 | 《关于深化改革加强监管促进新能源车险高质量发展的指导意见》             | 主动顺应智能驾驶趋势。要统筹保险行业力量，全面系统研究智能驾驶、车型快速迭代等对车险经营的中长期影响，及早谋划转型发展。鼓励保险行业积极运用大数据、区块链、云计算等技术，加快数字化、线上化、智能化转型升级，提高对新能源汽车的风险识别和精算定价能力，通过技术创新和优化业务流程推进降本增效。 |
| 2025.01 | 全国汽车标准化技术委员会智能网联汽车分会     | 关于征求《智能网联汽车车载操作系统技术要求及试验方法》等2项推荐性国家标准意见的函 | 本文件规定了智能网联汽车车控操作系统的一般要求、通用技术要求、信息安全要求、功能安全要求和试验方法。本文件适用于M和N类车辆，其他类型的车辆可参考使用。                                                                     |
| 2025.03 | 工业与信息化部市场监管总局            | 《关于进一步加强智能网联汽车产品准入、召回及软件在线升级管理的通知》        | 旨在进一步规范智能网联汽车准入、召回及软件在线升级（OTA）管理，切实保障车辆安全，提升智能网联汽车产品安全水平，推动汽车产业高质量发展。                                                                            |
| 2025.04 | 工业与信息化部                  | 《2025年汽车标准化工作要点》                          | 要健全完善并落实智能网联汽车标准体系，加快自动驾驶系统安全要求强制性国家标准研制，推动自动驾驶设计运行条件、自动泊车、自动驾驶仿真测试等标准批准发布及实施；要加快组合驾驶辅助系统和自动紧急制动系统等强制性国家标准制修订，推进列队跟驰、数字钥匙、网联信息辅助等标准制定。           |

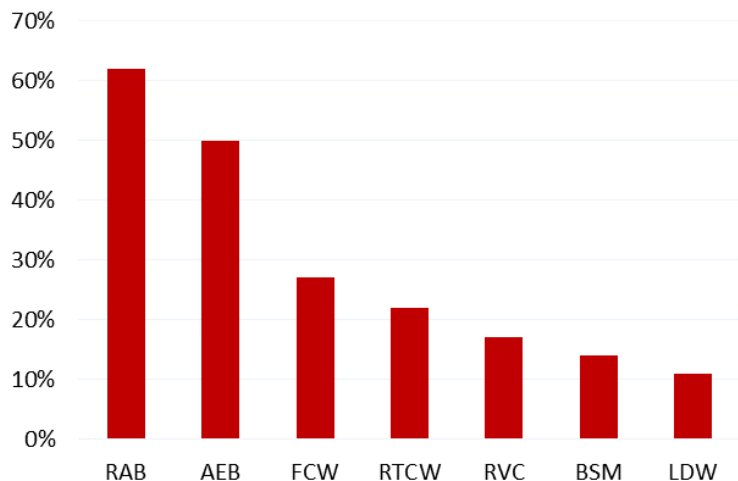
# 政策端：国家政策持续助力汽车产业智能化升级

| 今年以来我国推动汽车行业智能化发展的相关政策 |                            |                                             |                                                                                                    |
|------------------------|----------------------------|---------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 公示时间                   | 部门                         | 文件                                          | 主要内容                                                                                               |
| 2025.05                | 工业与信息化部                    | 《轻型汽车自动紧急制动系统（AEBS）技术要求及试验方法》强制性国家标准（征求意见稿） | 新规要求2028年前所有新生产的乘用车及轻型商用车必须标配AEBS，并新增对行人、自行车等弱势道路使用者的识别能力考核，夜间及低能见度环境测试成为必选项，误触发率需低于0.1%（现行标准为1%）。 |
| 2025.06                | 商务部                        | 《关于组织开展2025年千县万镇新能源汽车消费季活动的通知》              | 各地要因地制宜推进汽车流通消费改革试点工作，在安全可控、依法合规的前提下，稳妥推进高阶智能驾驶汽车商业化应用                                             |
| 2025.01                | 浙江经济和信息化厅                  | 《浙江省智能网联汽车产业发展行动方案（2025—2027年）》             | 支持发展低速物流车、市政环卫等无人驾驶专用车，推进“车路云一体化”应用试点。                                                             |
| 2025.01                | 广州市人大常委会                   | 《广州市智能网联汽车创新发展条例》                           | 该条例旨在规范和促进广州市智能网联汽车产业发展、基础设施建设以及各类创新应用活动，推动产业高质量发展，强化安全保障等。                                        |
| 2025.04                | 佛山市工业与信息化局、佛山市公安局、佛山市交通运输局 | 《佛山市智能网联汽车道路测试与示范应用管理实施细则（试行）》              | 为加快推动佛山市智能网联汽车技术发展及应用，规范道路测试与示范应用工作而制定，对道路测试与示范应用的主体、驾驶人及车辆要求，申请流程等都作出了详细规定。                       |

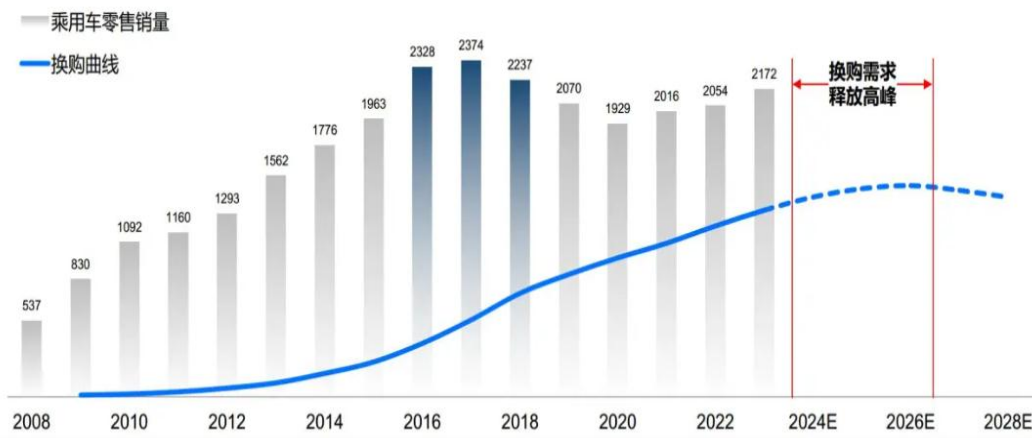
# 智能驾驶：符合科技进步和产业升级的趋势

- **符合科技进步和产业升级的趋势。**中国统计年鉴2022年数据显示，根据我国人为因素导致的交通事故率占比90%，如疲劳驾驶、超速驾驶、油门控制不当等，而配备RAB（后方自动刹车辅助）、AEB（自动紧急刹车辅助）等ADAS功能的汽车能够减少50%以上的交通事故发生率。
- 随着消费升级，汽车换购比例增加，消费者对驾驶安全性和舒适性的日益重视，使得智能驾驶和智能座舱关注度不断提升，在消费市场具有广阔的发展空间。终端消费者不再只将汽车视为运载工具，汽车成为了提高生活品质的载体和空间。

## 各类辅助驾驶功能减少交通事故发生率



## 汽车消费需求变化趋势



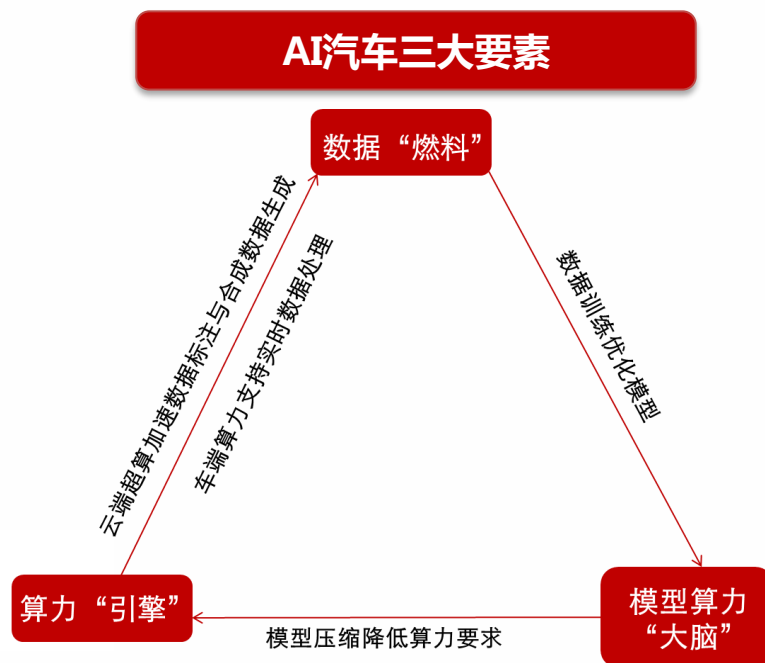
# 智能驾驶：从软件定义汽车到AI定义汽车

- AI定义汽车是指以人工智能技术为核心驱动力，**通过数据投喂和训练**无限度规则的AI大模型来提高对复杂场景的感知、理解和决策能力。AI大模型的快速迭代，是从软件定义汽车到AI定义汽车的拐点，基于规则的智能算法正被更为灵活的AI核心技术所取代。从技术层面看，软件定义汽车强调通过软件升级拓展功能，AI技术的加入使汽车智能化突破固有的规则，**使汽车具备自我学习成长的能力**。
- AI定义汽车将智能汽车从“可用”进阶为“好用”，推动汽车从交通工具向“超级智能体”或“出行智慧生命体”演变。数据是在汽车行驶及与外部环境交互时收集的各类信息，是AI汽车的“燃料”，为算法训练优化提供基础素材。算力包含云端计算中心、车端AI芯片，负责处理数据、执行计算任务，是智能汽车“引擎”，决定系统性能上限。模型指基于人工智能理论和数学模型，用于处理分析数据、实现特定智能功能的一系列计算步骤与规则，是汽车“大脑”，决定智能化水平。

| AI定义汽车 |                                                                                                               | 软件定义汽车                                                                                                                               |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 开发     | 大幅简化开发流程，减少对人工的依赖：大部分模型在云端完成训练，以AI大模型为核心，依托云端的强大计算能力进行数据训练和自动化迭代完全以数据驱动来解决边缘场景，利用FM中的互联网规模数据加强泛化能力AI技术深度融合软硬件 | 所有组件的编码/工程设计工作量巨大：依赖于大量人工开发和工程师介入，各个功能模块如感知、规划和控制等，都需独立设计算法，并通过大量路试和迭代来完善边缘场景识别和融合速度慢底层硬件适配难度大，不同车型硬件配置各异，软件更新可能无法充分发挥硬件潜能，甚至引发兼容性问题 |
| 测试     | 通过云端仿真完成大部分测试与验证                                                                                              | 涉及海量路测需要高效基础设施支持测试数据闭环-飞轮测试                                                                                                          |
| 部署     | OTA=模型更新                                                                                                      | OTA更新                                                                                                                                |
| 数据闭环效率 | 通过云端仿真和端到端的大模型，AI定义汽车具备了自动数据闭环的能力，极大提升了开发效率，特别是在应对边缘场景（Corner Case）时，汽车能迅速识别并优化，从而不断迭代改进                      | 系统复杂性高，数据闭环效率受到限制，使得汽车在应对复杂和多变驾驶场景时显得捉襟见肘                                                                                            |

# 智能驾驶：VLA智驾方案兴起

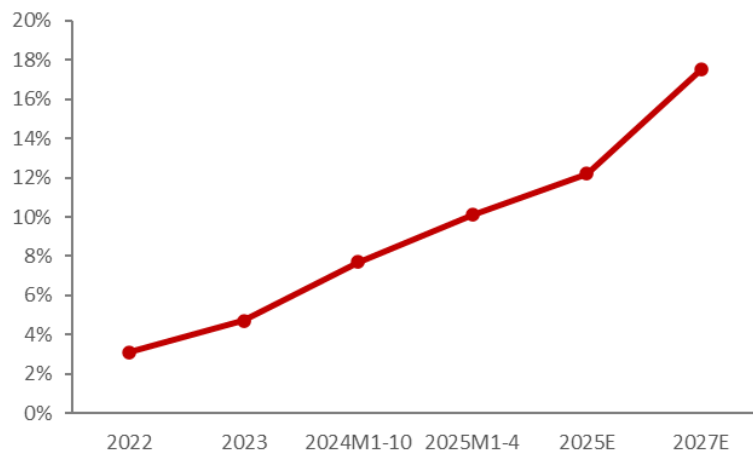
- 智驾领域的AI技术演进和迭代尤其迅速，从传统CNN到BEV+Transformer（2023年）、端到端（2024年）、端到端+VLM（2024年末）、VLA（2025年）。VLA标志着智驾技术从“感知-决策的分离”向“感知-推理-执行的一体化”范式跨越。
- VLA（视觉-语言-动作模型）作为传统端到端智驾的进阶形态，通过多模态融合和思维链推理，将空间智能、语言智能和行为智能统一在一个模型里，拥有更高的场景推理能力与泛化能力。3月18日理想发布下一代自动驾驶架构VLA，有望Q3上车；4月22日华为发布ADS4，由云端的世界引擎WE和车端的世界行为模型WA组成；小鹏发布G7定位“全球首款L3级算力的超级AI汽车”，首创VLA-OL+VLM双架构；小米有望年底推出VLA大模型；吉利千里浩瀚有望Q3推出VLA大模型。
- 这场竞赛中，拥有**数据基座、算力护城河和爆款车型载体**的企业将掌握下一个十年的汽车行业话语权。



## 智能驾驶：城市NOA渗透率持续提升

- 从功能上说，城市辅助导航驾驶/城市NOA可以在复杂的城市道路中实现点到点的“导航辅助驾驶”功能，用户在导航上设好目的地，车辆可在无需人为接管的情况下，全程辅助驾驶到达终点，其难度远远大于高速NOA，接近L3级辅助驾驶功能。
- 国内多个智能化领先品牌新款车型持续推出，车型上市放量后带来高阶自动驾驶渗透率快速提升。2月25日，FSD正式入华，特斯拉向中国HW4.0车主推出备受期待的完全自动驾驶FSD功能，允许车主在城市道路上使用驾驶辅助功能。早在去年4月，马斯克就来华访问探讨FSD落地事宜。
- 2023年，国内高阶辅助驾驶的渗透率仅为2.7%，2025年1-4月渗透率为10.1%。根据佐思汽研预计，2025年L2.9（城市NOA功能）装配率有望达12.2%，2027年装配率有望达17.5%，行业加速向上。

国内高阶智驾（城市NOA）渗透率



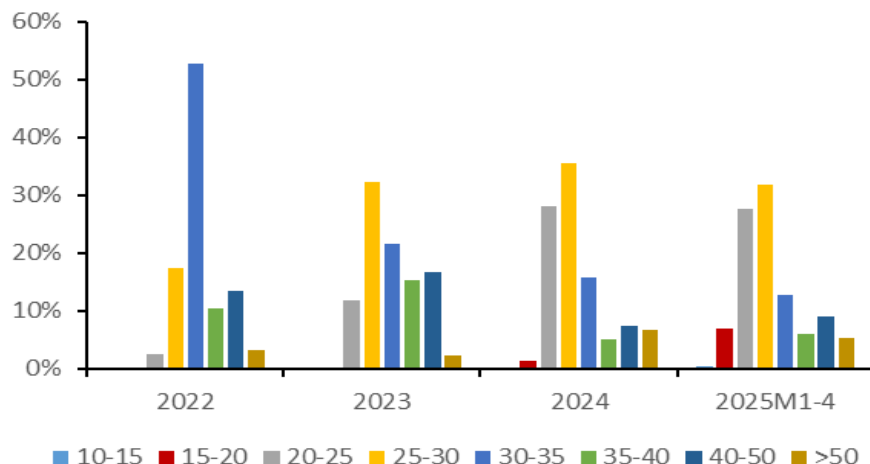
国内各级别自动驾驶渗透率



# 智能驾驶：智驾平权时代到来

- 2025年也是智驾平权爆发的一年，比亚迪、长安、吉利、奇瑞、广汽等主机厂陆续发布高阶智驾，15万左右车型高速NOA+城市NOA功能将成为竞争热点。
- 2月比亚迪智能化战略发布会明确宣布，将「天神之眼」智驾系统分为A/B/C三个版本，其中天神之眼C覆盖10万元以下车型，实现高速NOA功能；小鹏MONA M03 Max于5月上市，全系标配XNGP系统支持全国无图城市NOA、高速领航及自动泊车，带动城市NOA下沉至15万元级市场；广汽丰田铂智3X、东风日产N7搭载Momenta方案落地城市NOA功能。
- 当汽车智能化转型取得阶段性成功后，降低成本、下探市场、提升市占率已成为智能化发展的重要趋势，城市NOA技术首次切入“10-15万元”主流细分市场，预计这是未来2-3年各厂商竞相发力的关键点。随着行业的深度发展，技术平权趋势凸显，部分前瞻性企业率先发力，致力于打破技术与价格的双重加锁，推动城市NOA成为国民出行的“普惠品”，重塑主流汽车消费市场的竞争格局。

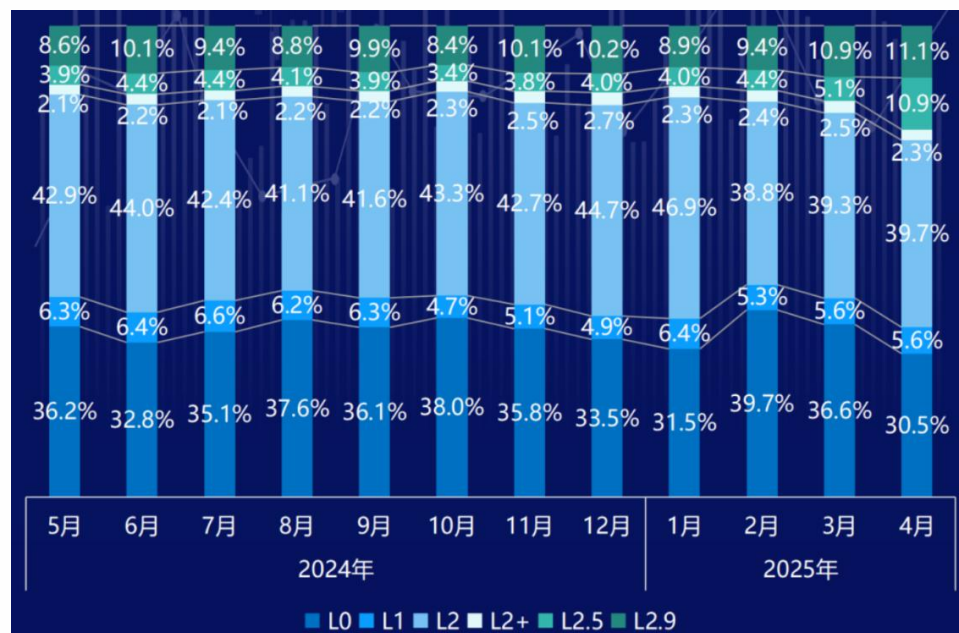
国内乘用车城市NOA车型（分价格区间，万元）销量占比



# 智能驾驶：中高阶智驾渗透率持续提升

- 2025年4月，国内乘用车L2.9装配率达11.1%，环比+0.2pp，持续提升，L2.5+L2.9渗透率达22%，环比+6pp。L2.5进入爆发期，2025年预计L2.5装配423.3万辆，装配率17.3%，2027年预计L2.5装配904.9万辆，装配率达到33.7%。
- NOA功能逐渐成为消费者决策因素。根据亿欧智库调查，在体验过或使用过高速NOA和城市NOA功能的用户中，分别有41.1%和28.1%的用户将其视为影响购车的主要参考因素。智能驾驶在消费者决策中的重要性正逐渐提升。

## 国内乘用车L0-L2.9月度装配率



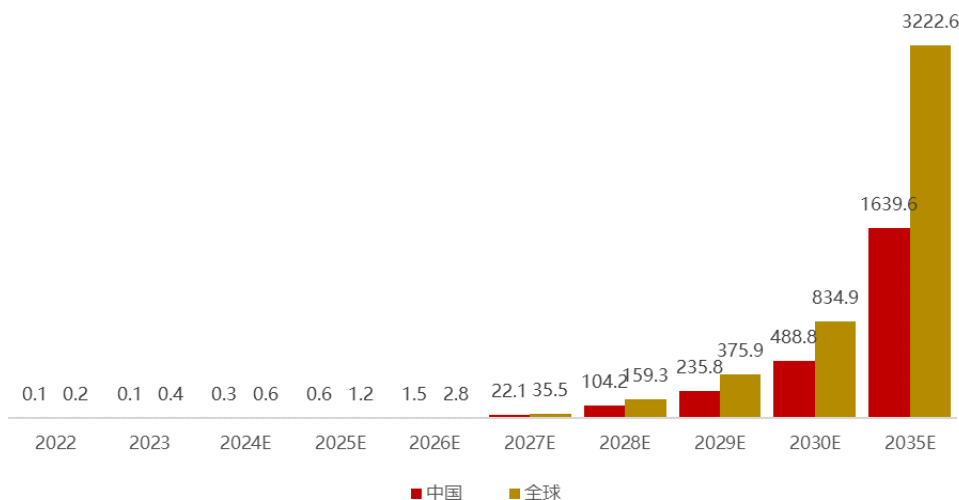
## 2025M1-4国内L2.5及L2.9装配车型TOP10

| 车型TOP10  | L2.5     |          | 车型TOP10 | L2.9     |          |
|----------|----------|----------|---------|----------|----------|
|          | 2025.1-4 | 2024.1-4 |         | 2025.1-4 | 2024.1-4 |
| 小米SU7    | 4.3      | 0.2      | Model Y | 10.3     | 12.9     |
| 理想L6     | 4.0      | 0.3      | Model 3 | 6.2      | 3.8      |
| 奔驰E级     | 3.8      | 3.0      | 小米SU7   | 5.6      | 0.6      |
| 深蓝S05    | 2.6      | /        | 问界M9    | 3.3      | 2.1      |
| 秦L       | 1.9      | /        | 小鹏P7+   | 3.2      | /        |
| 理想L7     | 1.4      | 3.0      | 智界R7    | 2.9      | /        |
| 夏        | 1.2      | /        | 腾势D9    | 2.7      | /        |
| 宋PLUS新能源 | 1.1      | /        | 理想L6    | 2.2      | 0.1      |
| 海鸥       | 1.1      | /        | 乐道L60   | 2.2      | /        |
| 阿维塔07    | 1.0      | /        | 极氪7X    | 1.9      | /        |

# 智能驾驶：Robotaxi元年到来

- Robotaxi（自动驾驶出租车）是指由自动驾驶技术驱动的车辆，无需驾驶员，而是依靠传感器、人工智能等技术实现行驶、导航和决策。具备显著提高交通安全性、稳态价格更低、用户体验更好等优势。
- **2025年成为Robotaxi元年，全球进展不断：**（1）L2+高阶智能驾驶在消费者决策中的重要性正逐渐提升，为Robotaxi的用户培养打下基础。（2）智能驾驶政策频出，国内外Robotaxi进展持续推进。（3）“车路云”一体化建设将加速Robotaxi的商业化，共同实现更安全更高阶的智能驾驶。
- Robotaxi生态三个环节，分别是技术，整车和平台，三者紧密合作发挥巨大合力。根据Frost&Sullivan预测，2030年Robotaxi在中国智慧出行的渗透率将达到31.8%，2035年将达到69.3%。2030年中国和全球Robotaxi市场规模将分别达488.8亿/834.9亿元，24-30年CAGR分别为237%/198%，到2035年将分别达1.6万亿/3.2万亿元，30-35年CAGR分别为38%/43%。

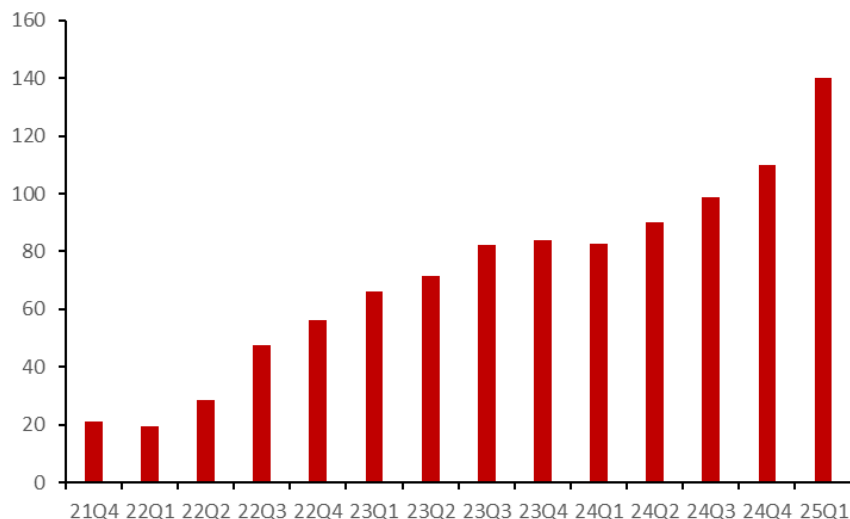
Robotaxi市场规模（10亿元RMB）



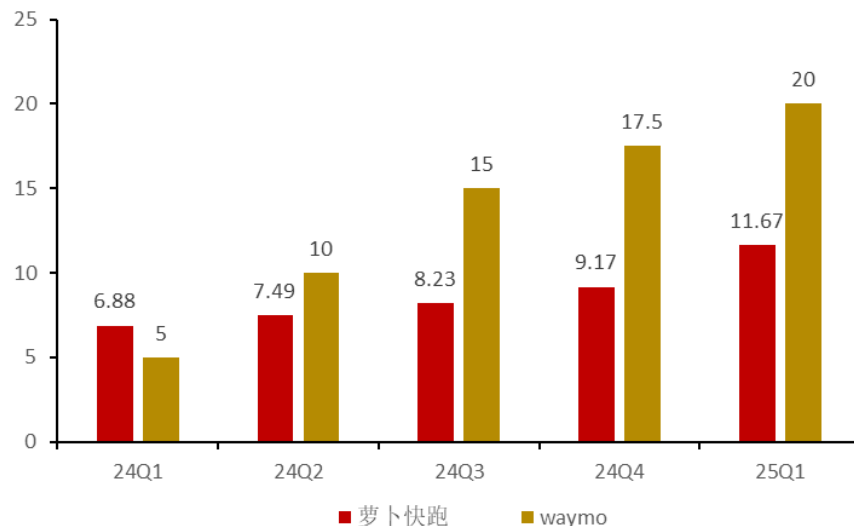
## 智能驾驶：Robotaxi行业进展不断

- 25Q1百度萝卜快跑单季订单超140万，同比+75%，环比+27%，平均每辆车每天接单15单，截至5月全球出行服务次数超1100万次，运营数量超1000台，去年同期500台。已在北京、上海、广州、深圳、武汉、重庆等十多个城市落地服务，并在香港开启道路测试，正在探索出海中东、欧洲等市场。
- 25Q1Waymo周付费订单达20万单，去年8月份每周付费订单刚突破10万单，截至5月已有1500辆车投入运营，平均每辆车每天接单19单。2025年Waymo在东京启动Robotaxi公路测试，迈出出海第一步；计划与Uber合作在奥斯汀和亚特兰大启动Robotaxi商业化运营；计划于2026年初在迈阿密、华盛顿上线自动驾驶出租车商业服务。

萝卜快跑季度订单量（万单）



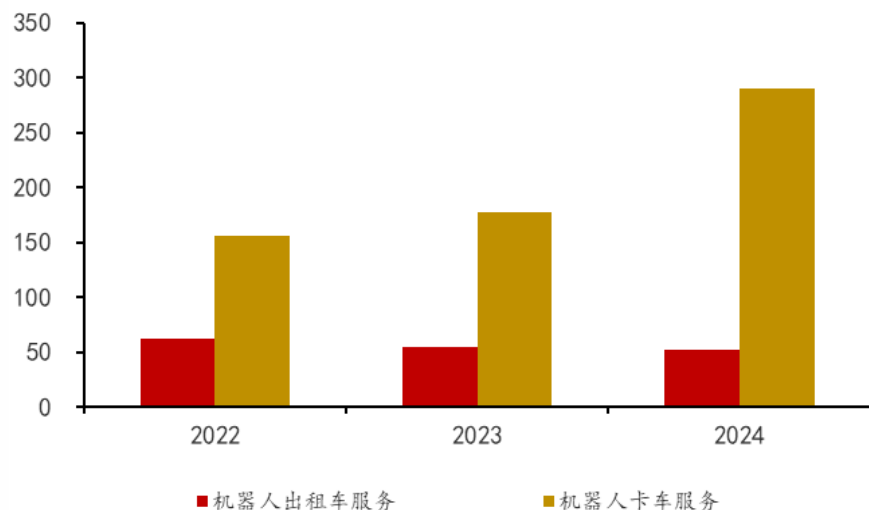
Waymo与萝卜快跑周付费订单（万单）



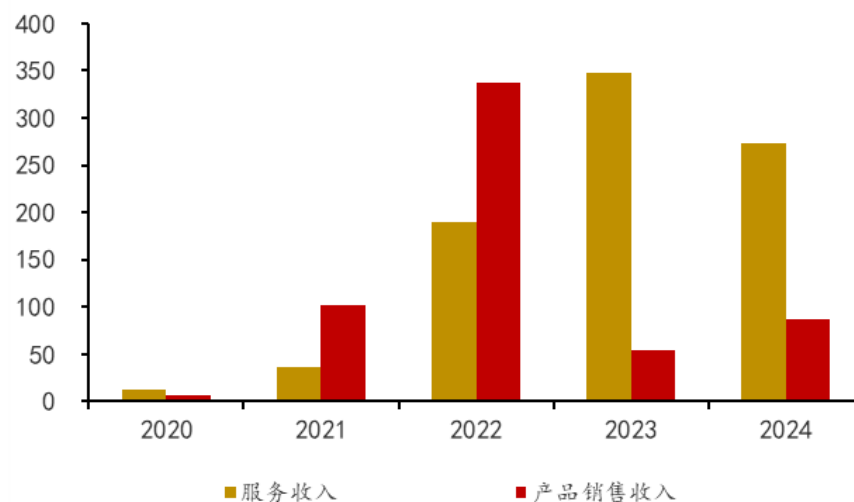
## 智能驾驶：Robotaxi行业进展不断

- 25Q1小马智行Robotaxi营收1230万元，同比+200%，注册用户数环比+20%。第七代Robotaxi自动驾驶套件成本下降70%，年底车队规模将达1000辆。25年以来，公司与Uber达成战略合作，Robotaxi车队率先在中东落地；与腾讯云合作，打通微信应用Robotaxi入口；获得卢森堡首批Robotaxi测试许可；在首尔开启Robotaxi路测。
- 25Q1文远知行毛利率35%，Robotaxi营收1610万元，全球运营车型扩大至1200辆。25年以来，公司与Uber合作未来五年新增15座城市规模化部署Robotaxi，覆盖欧洲、中东等市场；Robobus获法国无人驾驶公开道路测试和运营牌照；在阿布扎比开启中东首个纯无人Robotaxi测试；无人扫路机S1于新加坡裕廊湖花园开启试运营；Robotaxi即将落地迪拜。

小马智行Robotaxi及Robotruck服务营收（百万元）



文远知行产品销售及服务营收（百万元）



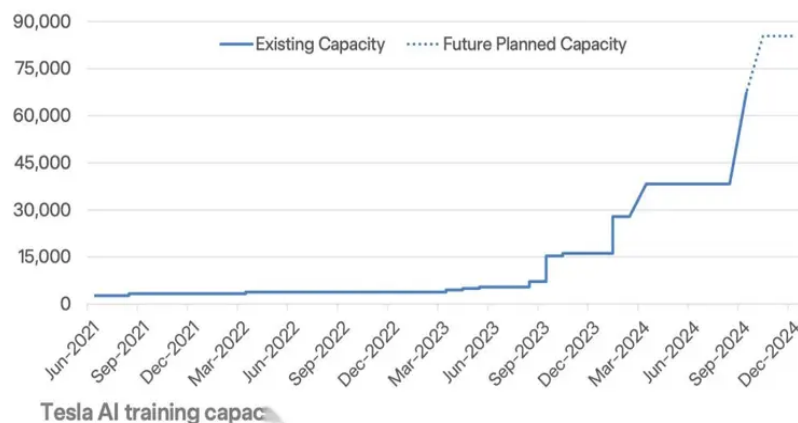
# 智能驾驶：特斯拉Robotaxi上路运营

- 马斯克早在2016年就开始构想Robotaxi；2019年4月特斯拉宣布2020年开始部署Robotaxi；2024年10月10日，特斯拉Robotaxi发布会召开，展示50辆样车，无方向盘和踏板，预计2026年量产；2025年6月22日，特斯拉正式在美国得克萨斯州奥斯汀市上线Robotaxi无人驾驶出租车服务，首批规模约20台，全程大约30分钟，每单收费4.2美元，试运营首日特斯拉Robotaxi已完成约112次行程，累计行驶约499英里；特斯拉计划到年底将自动驾驶服务车队扩展到千辆规模，同时部署在洛杉矶、旧金山等地区。预计特斯拉Cybercab将在明年开始正式量产，27年规划产能将达百万台。
- **FSD算力持续提升**：FSD的迭代以及Robotaxi所需的高阶自动驾驶技术都需要强大的算力来支持，截止2024年10月，特斯拉云端算力达到了67.5EFLOPS，领先于同行。其中，特斯拉得州工厂训练集群已部署了2.9万块H100，并最终扩大到10万块H100/H200的混合集群。截至10月24日，FSD监督下累计行驶里程超**20亿英里**。

特斯拉Robotaxi



特斯拉平台算力



# 智能驾驶：RoboX行业爆发

- Robovan（自动驾驶厢型车）主要用于无人配送，特点是低速及封闭场景，主要聚焦城市内部物流，帮助物流客户降本增效，精准满足电商快递、生鲜冷链、商超快消、批发市场等多种场景的物流需求。随着我国人口老龄化加剧，司机缺口将不断扩大，Robovan迎来商业化落地场景。
- 政策持续出台：随着各地政府陆续开放智能网联汽车上路测试权限，允许无人配送测试和运营，城配无人车物流正从试点示范阶段加速迈向规模化商用。据工信部统计，截至2024年底国内共有103城开放路权。截至目前，新石器已经在全国100多个地市获得公开道路路权。
- 年初以来，头部无人物流车企业融资活跃，其中九识智能有望下半年港股IPO。截至2025年初，新石器无人车已累计斩获超2万辆客户订单，预计将在2025年成为首家交付和管理万台以上L4车队的无人驾驶公司。Robovan行业正经历从0到1的爆发。

## 新石器部分路权牌照



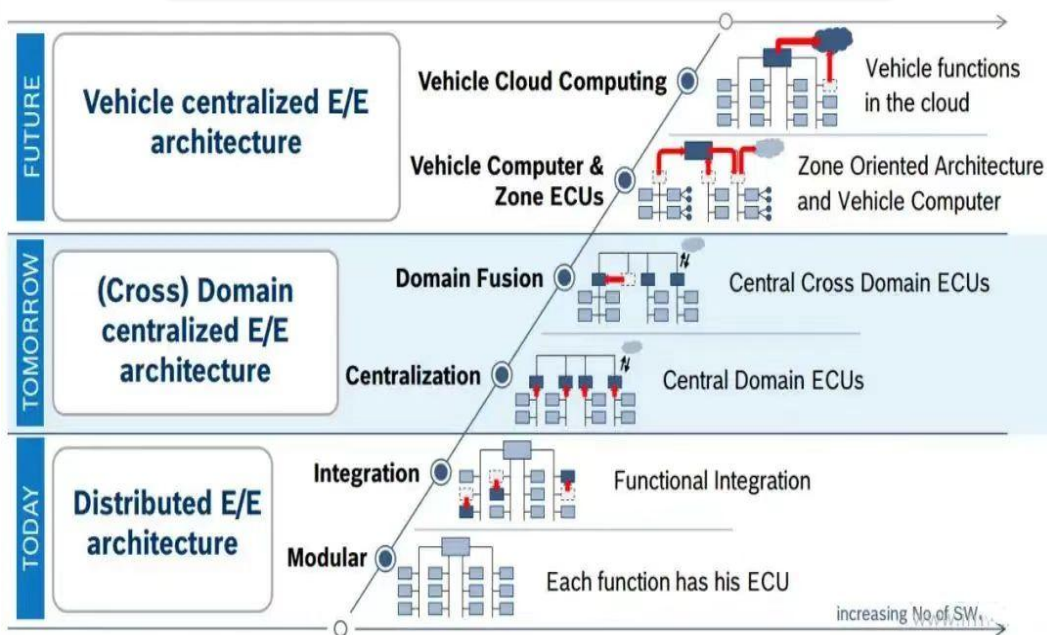
## 九识无人车



# 智能汽车：孕育增量零部件

- **产业秩序重塑：电子电气架构转型，关注增量零部件机会。**高级别自动驾驶需要更强的数据传输能力、更快的计算能力、更完善的软硬件控制能力，电子电气架构（EE）从传统的**分布式-域控制式-云端集中式**转型，软件定义汽车成为趋势，抢占用户端口和流量、提升用户需求将成为主机厂在智能驾驶时代的主要任务，算力平台转型慢的主机厂会被逐渐淘汰。
- 主机厂与供应商的关系更多由传统的等级分明的上下游关系变为**相互合作、融合共生**。当前主机厂系统集成能力有限，短期内仍需依赖于供应商，其产品丰富度、集成能力与服务能力最为重要。

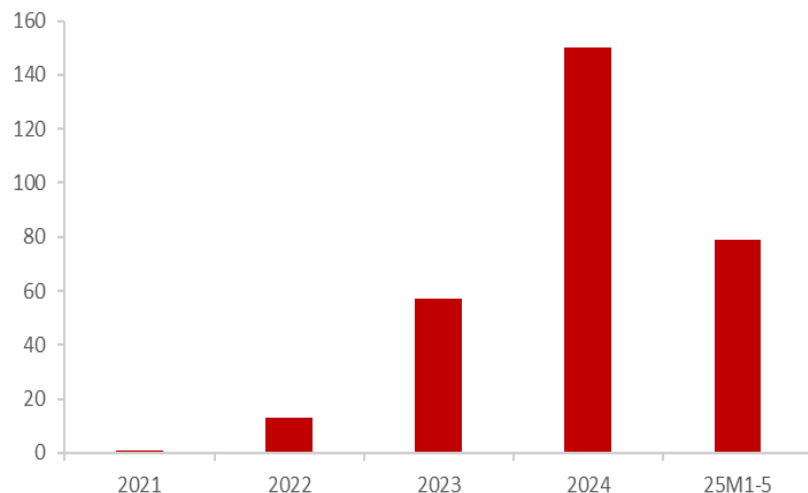
## 博世的电子电气架构升级路线



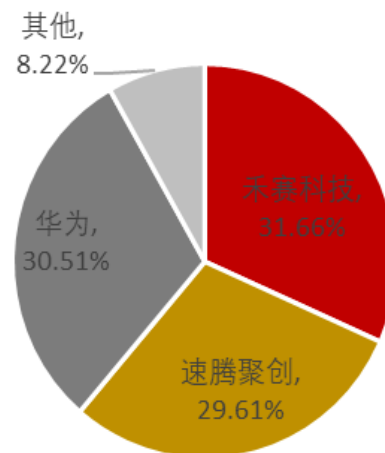
# 智能汽车：激光雷达搭载率快速提升

- **激光雷达翻倍增长。**根据高工智能汽车统计，2021年国内乘用车前装标配激光雷达交付量仅0.8万台。随着爆款车型逐渐上市及成本持续下降，2022年共交付13万台，是激光雷达量产元年。2023年国内激光雷达交付57万台，成为激光雷达爆发元年。2024激光雷达交付超150万台，交付137万辆车，同比+212%，前装搭载率升至6%，12月单月交付量首次突破20万台大关。
- 根据高工智能汽车统计，2025Q1年国内激光雷达交付量方面，禾赛科技、速腾聚创、华为合计占有92%的市场份额，市场集中度高，龙头优势明显。

国内乘用车激光雷达出货量（万台）



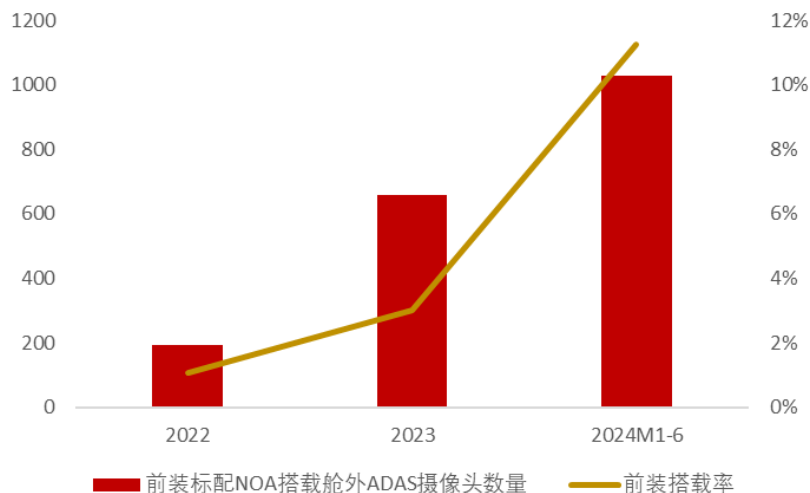
国内车载激光雷达格局（按销量，25Q1）



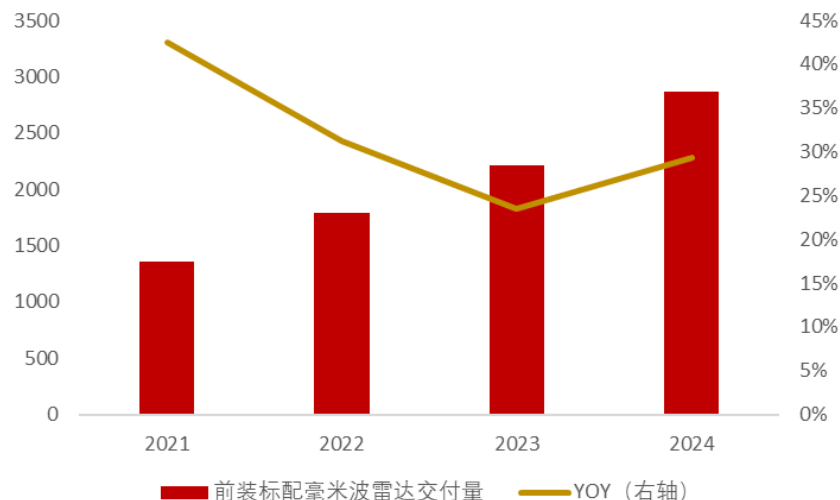
# 智能汽车：ADAS摄像头快速增长

- **ADAS摄像头快速增长。**高工智能汽车研究院数据显示，2024年ADAS摄像头（含一体机，不含舱内）前装标配搭载7615.34万颗（单车搭载3.32颗），同比增长39.20%；其中，7V及以上方案贡献占比已经接近40%。2024年1-6月，中国市场乘用车前装标配NOA(含硬件标配)搭载舱外ADAS摄像头交付1028.4万颗，同比增长83.5%；其中，上述车型单车搭载ADAS摄像头颗数从去年同期的9.21颗提升至9.45颗。其中，11个摄像头配置车型占比超过50%。
- **毫米波雷达持续增长。**高工智能汽车研究院数据显示，2024年中国市场乘用车前装标配舱外毫米波雷达2868.08万颗，同比增长29.3%，持续快速增长。

## 前装标配NOA舱外摄像头交付量（万颗）



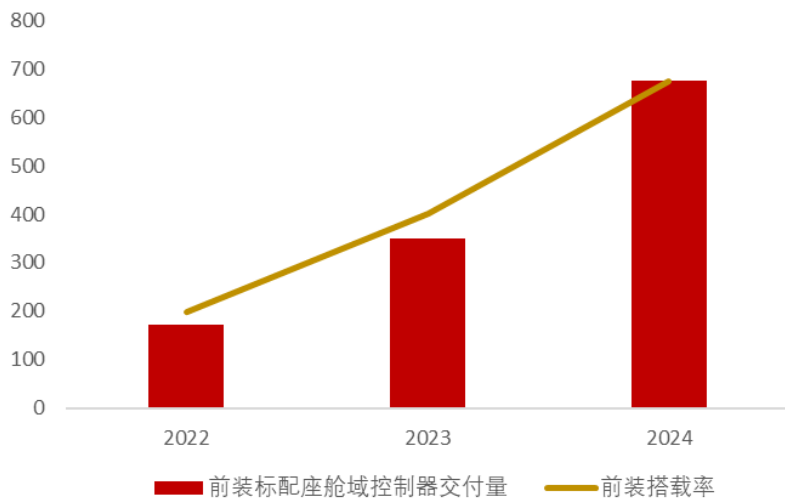
## 前装标配毫米波雷达交付量（万颗）



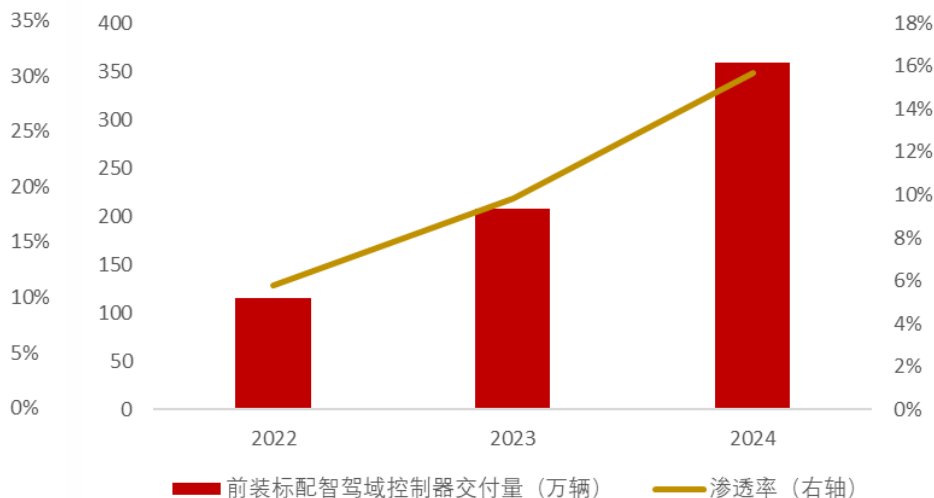
## 智能汽车：域控出货量翻倍增长

- **座舱域控搭载率持续提升。**高工智能汽车研究院数据显示，2024年中国市场乘用车前装标配座舱域控制器交付达到674.99万套，前装标配搭载率达到29.45%，同比+11.9pp。其中，自主品牌座舱域控制器搭载量达到505.34万套，占比达到74.87%。15万元以下车型座舱域控标配率是2022年的3.66倍，其中15万元以下自主品牌车型座舱域控搭载率从2023年的12.23%提升至18.21%。
- **智驾域控搭载市场加速普及。**高工智能汽车研究院数据显示，2024年中国市场乘用车前装标配辅助驾驶域控方案上险量达到358.69万台，渗透率达到15.65%，同比+5.8pp。

前装标配座舱域控制器情况（万辆）



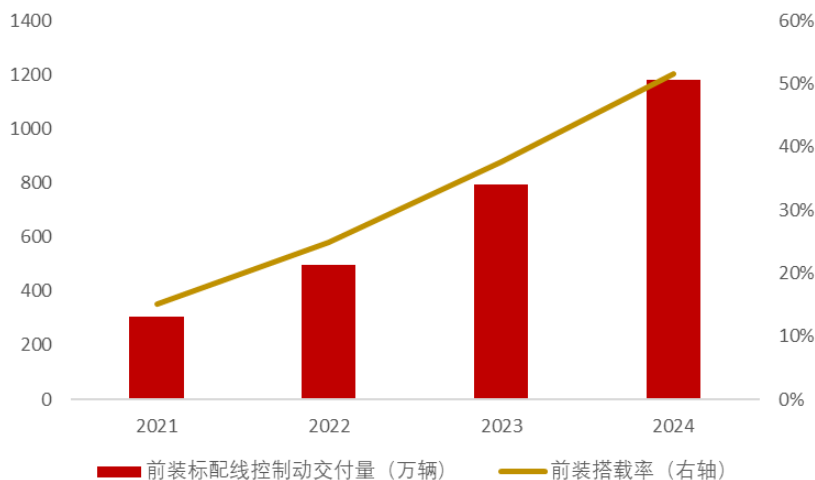
前装标配智驾域控制器情况



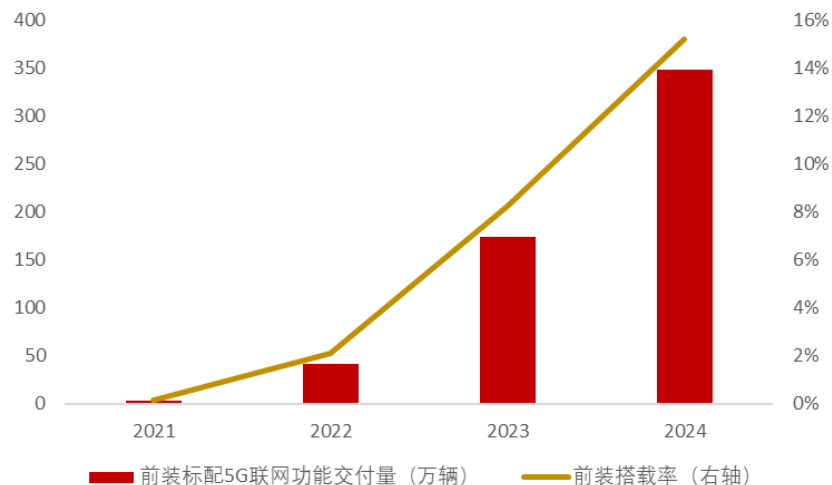
# 智能汽车：线控制动、5G车联网快速增长

- **线控制动搭载率突破50%。**高工智能汽车研究院数据显示，2024年中国市场乘用车前装标配电子液压制动（EHB）交付新车1182.27万辆，搭载率51.58%，同比+13.9pp；其中，自主品牌合计标配线控制动交付新车占比超过70%；OneBox方案占比为70%。
- **5G车联网搭载率大幅增长。**高工智能汽车研究院数据显示，2024年中国市场乘用车前装标配5G车联网功能交付348.69万辆，同比增长101%，前装搭载率升至15.2%，同比+7pp。

## 前装标配线控制动情况



## 前装标配5G车联网情况



# 智能汽车板块投资建议

- **特斯拉FSD入华，城市NOA成智驾标配。** 2月25日特斯拉向中国HW4.0车主推出备受期待的完全自动驾驶FSD功能，允许车主在城市道路上使用驾驶辅助功能，高阶智驾行业迎来重要参与者。2025年城市NOA持续快速进展，1-4月城市NOA渗透率为10.1%，全年有望达12.2%，行业加速向上，利好具备相关布局的零部件标的。
- **Robotaxi元年开启，智驾平权时代到来。** 2025年是Robotaxi元年，行业进展不断，Waymo、萝卜快跑订单量快速增长，特斯拉Robotaxi正式上路，当前Robotaxi渗透率几乎为0，未来想像空间巨大，利好运营商、整车商及相关供应商。2025年是智驾平权爆发的一年，比亚迪、长安、吉利、奇瑞、广汽等主机厂陆续发布高阶智驾，15万左右车型高速NOA+城市NOA功能将成为竞争热点，推动城市NOA成为国民出行的“普惠品”，重塑主流汽车消费市场的竞争格局。
- **爆款车型及新车型持续催化。**（1）华为智选车型持续推进：4月问界M8上市，销量表现亮眼；5月尊界S800上市，首月大定突破6500辆；问界新款M7预计9月上市。华为朋友圈不断扩大，新车型值得期待。（2）小米第二款车型YU7已于6月上市，3分钟大定超20万单，创造历史，点燃消费者热情。（3）5月小鹏MONA M03 MAX上市，全系标配XNGP，智驾车型持续下沉。（4）8、9月理想纯电车型i6、i8陆续上市，备受市场期待。我们认为，爆款车型的持续增加预计将加速高阶智驾的技术迭代与突破，助力智驾市场的渗透率持续提升。

## 相关标的

---

- **整车**：小鹏汽车、理想汽车、蔚来汽车、华为系（赛力斯、奇瑞汽车（拟港股上市）、北汽蓝谷、江淮汽车、上汽集团）、零跑汽车、比亚迪
- **智能驾驶**：传感器（禾赛科技、速腾聚创）、芯片（地平线）、自动驾驶域控制器（德赛西威、经纬恒润、科博达、豪恩汽电）
- **智能座舱**：数字大屏及液晶仪表（德赛西威、华阳集团）、CMS（德赛西威、华阳集团）、AR-HUD（华阳集团、德赛西威、经纬恒润）、DMS（华阳集团、德赛西威）、座舱域控制器（德赛西威、经纬恒润、华阳集团、均胜电子）
- **智能底盘**：线控制动（伯特利、拓普集团）、空气悬架（保隆科技、中鼎股份、拓普集团）、线控转向（耐世特、浙江世宝）、底盘域控制器（伯特利、经纬恒润、科博达）、车身域控制器（经纬恒润、科博达）
- **车联网**：T-BOX（德赛西威、经纬恒润、均胜电子）

# 目 录

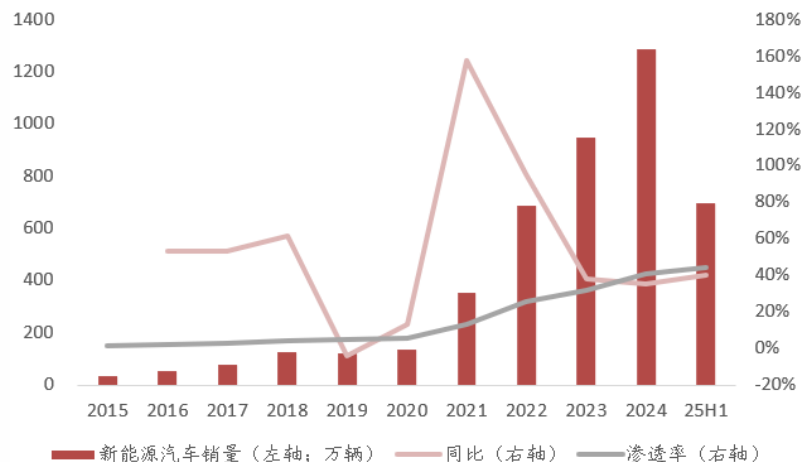
---

- ◆ 汽车行情回顾：商用车表现强势，估值触底回升
- ◆ 汽车行业：政策和促销活动联动催化需求，出口延续高增长
- ◆ 智能汽车：中高阶智驾爆发，Robotaxi元年到来
- ◆ 新能源汽车：渗透率再度提升，政策带来新机遇
- ◆ 商用车：重卡报废更新政策效果释放，客车出口未来可期
- ◆ 两轮车：电自迎来政策机遇，摩托车出口强劲扩容
- ◆ 重点推荐标的

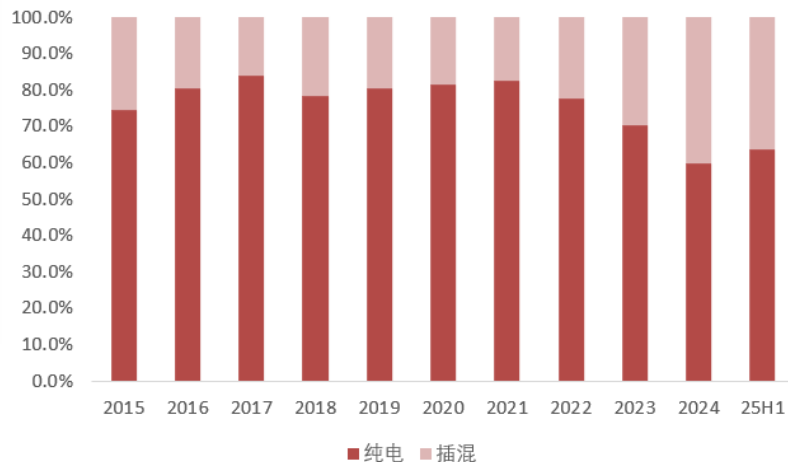
# 新能源汽车成绩亮眼,插混/纯电增速齐头并进

- **新能源汽车销量持续增长。**近年来,新能源汽车销量受经济环境以及政策冲击影响总体呈现震荡上行的态势。2025H1新能源汽车销量累计693.7万辆,同比+40.3%,渗透率达44.3%,同比+9.1pp。
- **纯电占较大份额,纯电/插混均保持较高增速。**2016年以来纯电占新能源销量较大份额,25H1纯电占比63.6%,同比+2.6pp;从绝对值层面看,25H1纯电销量441.5万辆,同比+46.2%,插混252.1万辆,同比+11.4%。

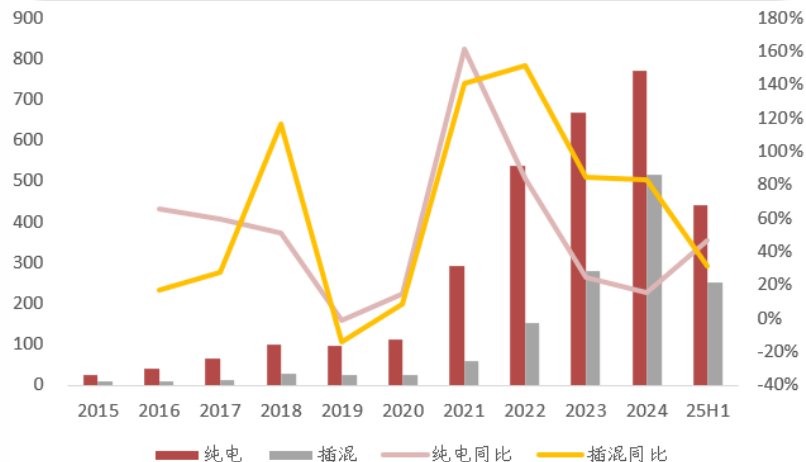
## 我国新能源汽车渗透率屡创新高



## 我国新能源汽车纯电/插混结构



## 我国新能源汽车纯电/插混销量及增速 (万辆)



# 以旧换新政策刺激中低端购车需求释放

□ 以旧换新促进新能源中低端车型快速增长。25年1-5月20-30、15-20、10-15、5-10、5万元以下各价格段对应销量分别为87.9、58.3、146.7、66.9、34.0万辆，同比分别+40.4%、-7.0%、+31.8%、+49.3%、+246.9%。从份额来看，20-30、15-20、10-15、5-10、5万元以下各价格段占比分别为20.2%、13.4%、33.7%、15.4%、7.8%，同比分别+2.5pp、-4.3pp、+2.2pp、+2.7pp、+5.0pp。24、25年国家报废更新补贴2万元，补贴金额占购置价的20%（购置单价按照10万元计算），弹性较高，且从增速以及占比可以看出10万元及以下价格段在24、25年全面发力。

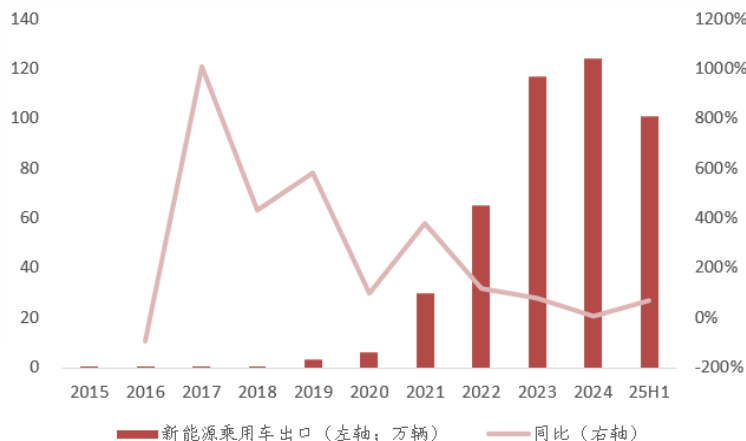
| 新能源乘用车-价格带<br>对应的销量（万辆） | 2019 | 2020 | 2021 | 2022  | 2023  | 2024  | 25年1-5月 |
|-------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|---------|
| 40万元以上                  | 3.7  | 4.7  | 9.7  | 18.0  | 26.1  | 30.0  | 11.0    |
| 30-40万元                 | 2.1  | 8.1  | 20.6 | 32.7  | 91.4  | 75.0  | 30.2    |
| 20-30万元                 | 22.8 | 29.9 | 79.4 | 148.6 | 179.0 | 174.0 | 87.9    |
| 15-20万元                 | 22.1 | 19.7 | 38.3 | 83.0  | 115.2 | 133.0 | 58.3    |
| 10-15万元                 | 34.7 | 19.5 | 58.2 | 167.4 | 236.0 | 252.0 | 146.7   |
| 5-10万元                  | 15.6 | 17.8 | 44.6 | 61.0  | 83.3  | 123.0 | 66.9    |
| 5万元以下                   | 0.0  | 11.3 | 48.1 | 57.0  | 43.2  | 45.0  | 34.0    |

| 新能源乘用车-价格带<br>对应的销量-占比 | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 25年1-5月 |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 40万元以上                 | 3.7%  | 4.2%  | 3.2%  | 3.2%  | 3.4%  | 3.6%  | 2.5%    |
| 30-40万元                | 2.1%  | 7.3%  | 6.9%  | 5.8%  | 11.8% | 9.0%  | 6.9%    |
| 20-30万元                | 22.6% | 26.9% | 26.6% | 26.2% | 23.1% | 20.9% | 20.2%   |
| 15-20万元                | 21.9% | 17.7% | 12.8% | 14.6% | 14.9% | 16.0% | 13.4%   |
| 10-15万元                | 34.4% | 17.6% | 19.5% | 29.5% | 30.5% | 30.3% | 33.7%   |
| 5-10万元                 | 15.4% | 16.0% | 14.9% | 10.7% | 10.8% | 14.8% | 15.4%   |
| 5万元以下                  | 0.0%  | 10.2% | 16.1% | 10.0% | 5.6%  | 5.4%  | 7.8%    |

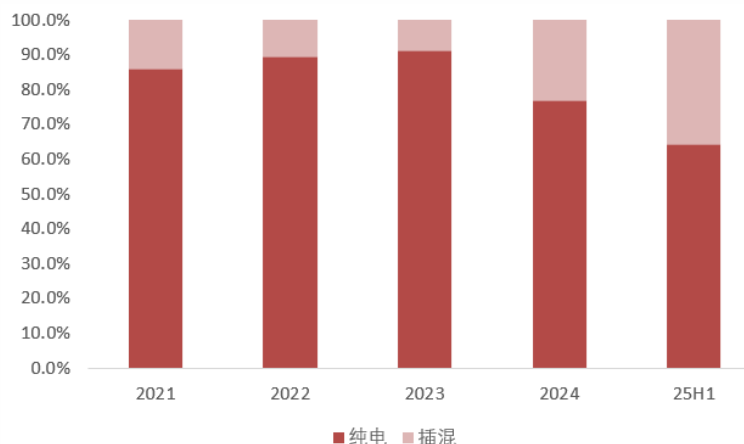
# 海外新空间：新能源乘用车出口强劲，混动海外认可度提升

- **新能源乘用车出口呈高速增长态势。**2017-2020年世界经济在经过前三年的低迷期后逐步回暖，国内新能源汽车出口市场反响明显，出口增速逐步企稳改善；在世界疫情冲击逐步缓解以及特斯拉国产后，2021-2023年国内新能源汽车出口实现巨大的销量突破，22年新能源乘用车出口65.1万辆，同比+119.8%，23年出口116.8万辆，同比+79.5%，24年出口123.9万辆，同比+6.1%，25H1出口101.1万辆，同比+71.3%，整体呈现较高增速。可以预见，凭借新能源车产业优势，未来中国新能源汽车在出口方面有较大发展空间。
- **插混和混合动力车型出口逐渐走强。**近年来纯电车型在新能源汽车出口市场中的销量优势逐渐被插混以及其他动力形式车型所稀释，纯电车型出口市场份额占比自2023年以来持续下跌，到2024年占比为77.0%，较2021年已有明显的下滑。反观插混和非插电混动车型凭借各自优势特点，逐步被海外市场接受，特别是插混25H1出口36.2万辆，同比+186.3%，出口占比35.8%，同比+14.4pp。

## 新能源乘用车出口量



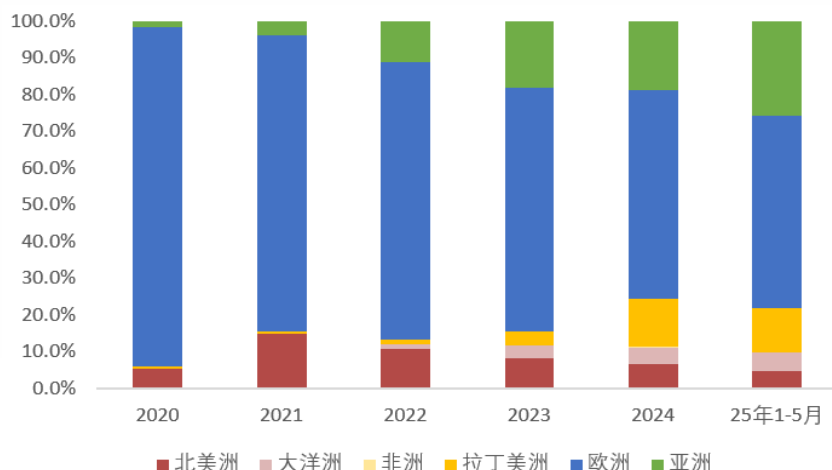
## 插混出口占比持续提升



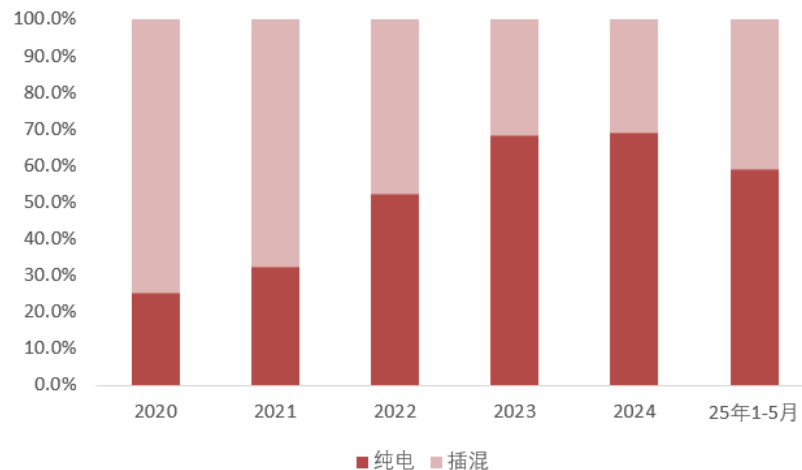
# 海外新空间：新能源汽车出口地域分布较为集中，拉美成为出口新福地

- **新能源乘用车出口地域较为集中，拉美出口增速较快。** 新能源乘用车出口地域主要集中在亚洲和欧洲为主，根据海外实际上牌量来看，25年1-5月中国车在亚、欧上牌量分别为10.5、21.2万辆，同比+86.7%、+23.8%。拉美市场对中国新能源汽车需求猛增，25年1-5月在拉美上牌4.9万辆，同比+41.1%，占中国车企在海外总销量12.1%，同比+0.2pp。从当前来看，拉丁美洲地区已经成为中国汽车“出海”的重要目的地，不仅出口量大幅增长，而且越来越多的中国车企都开始在拉美地区布局本地化生产，未来伴随巴西等地的新能源化转型，中国新能源汽车在拉丁美洲市场有更多成长空间。
- **中国纯电车受加征关税影响，在欧盟占比下滑。** 24年1-5月中国新能源车在欧盟上牌量为21.2万辆，同比+23.8%，其中纯电车12.5万辆，同比+4.7%，占比59.0%，同比-10.8pp（主要受关税政策调整影响），插混8.7万辆，同比+68.0%，占比41.0%，同比+10.8pp。

中国新能源乘用车海外上牌量（分区域）



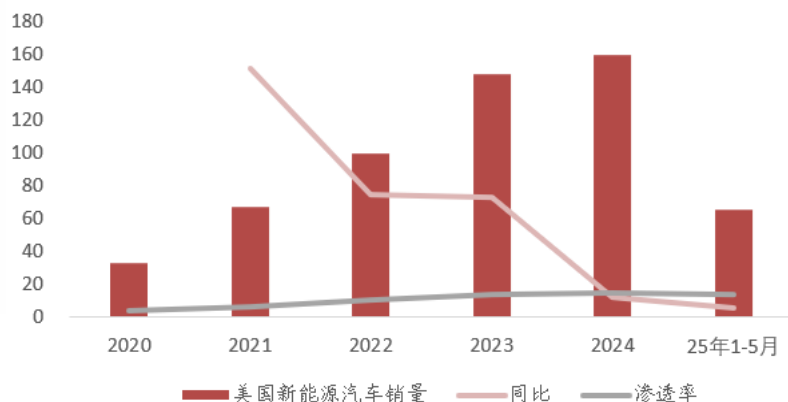
中国新能源在欧盟纯电/插混占比情况



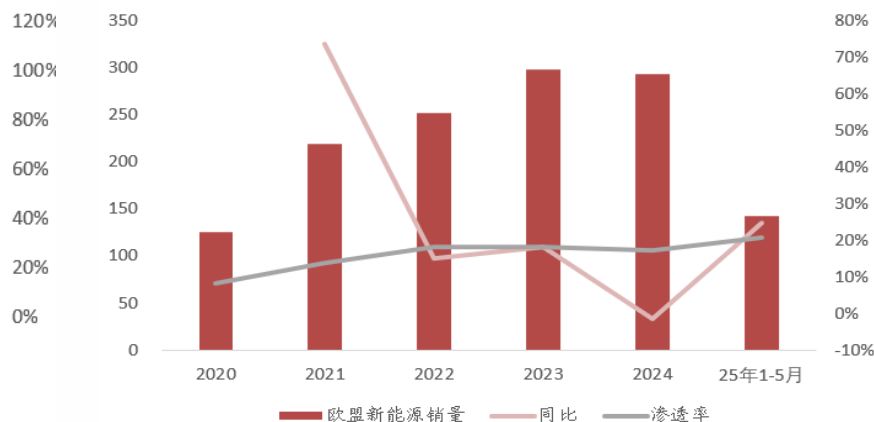
## 海外新空间：欧美渗透率较低，长期仍有提升空间

- **美国新能源渗透率低于10%**：25年1-5月，美国汽车销量703.5万辆，同比+4.6%，新能源汽车销量65.3万辆，同比+3.5%，渗透率达9.3%，同比-0.1pp。长期来看，美国新能源汽车仍有较大空间，但是美国政府保护主义强，关税壁垒高，中国品牌进入的难度大。
- **欧盟新能源销量保持增长态势**：25年1-5月欧盟新能源汽车销量142.4万辆，同比+24.8%，渗透率为20.8%，同比+4.9pp。整体来看，虽然欧洲多国宣布收紧新能源汽车补贴政策，其中，德国、法国、荷兰等国本轮补贴政策变化最为明显，但欧盟现在新能源车销量仍保持增长态势，市场自发驱动力较强。长期来看欧洲对于电车仍存在需求，一方面来自其倡导“碳中和”和实现绿色发展转型的内在要求，在碳排放法规要求下，未来欧盟新能源汽车渗透率提升的确定性高；另一方面也来自于增强新能源汽车产业链安全的危机意识。欧盟对中国电车的加征关税政策仍在调整过程中，若税率下调或取消，则一方面利好国内新能源车企进入欧洲市场，另一方面中国车企的进入将从供给端实现对欧洲电车的销量刺激。

### 美国新能源汽车渗透率仍在提升（万辆）



### 欧盟新能源销量情况（万辆）



# 新能源车销量测算——2025年批发端有望达1623万辆

- **狭义乘用车假设**：考虑25年以旧换新仍在延续，假设25年乘用车批发销量增速8%。
- **2025年内外销假设**：**内销**：1) 行业竞争加剧，在供给持续多元的背景下，预计A0/A/B级车型需求将在多元供给下释放。2) 31个省区市都印发了本地区大规模设备更新和消费品以旧换新的实施方案，给新能源销量增长提供助力，且新能源购置税减免政策面临退坡，有望进一步刺激内销增长。3) 发改委发布《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》，用车环境以及车型供给端的持续优化有望刺激需求释放，此外，插电混动需求有望继续保持旺盛需求，利好新能源销量内销提升，故假设2025年内销增长30%。**外销**：拉美地区加速新能源转型，欧盟地区加征关税影响有所出清，利好出口，故假设25年出口增长50%。

表：我国新能源乘用车销量测算（万辆）

|       | 乘用车批销 | 新能源乘用车销量 | 同比  | 渗透率 | 内销   | 同比  | 占比  | 出口  | 同比  | 占比  |
|-------|-------|----------|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|-----|
| 2023  | 2606  | 905      | 38% | 35% | 784  | 34% | 87% | 120 | 78% | 13% |
| 2024  | 2756  | 1229     | 36% | 45% | 1101 | 40% | 90% | 128 | 7%  | 10% |
| 2025E | 2977  | 1623     | 32% | 55% | 1431 | 30% | 88% | 193 | 50% | 12% |

# 新能源汽车板块投资建议

- **新能源需求快速提升，插混表现格外优异：**从销量表现来看，消费者对新能源市场需求得到进一步提升，2025H1新能源汽车销量累计693.7万辆，同比+40.3%，渗透率达44.3%，同比+9.1pp。此外，纯电/插混均保持高增速，25H1纯电销量441.5万辆，同比+46.2%，插混252.1万辆，同比+11.4%。
- **政策端持续发力，以旧换新带动景气向上：**24年4月中央首次出台以旧换新补贴政策，7月政策进一步加码，叠加各地相继出台以旧换新政策，对置换条件、流程及金额进行了明确并落实，推动政策效果加速显现，2024年全国汽车报废和置换更新超过650万辆。25年以旧换新政策延续，存量市场得到持续激活，内需释放将推动中国汽车销量进一步增长，助力新能源汽车市场持续高速增长。
- **出口保持强势劲头，有望贡献重要增量。**2023年新能源乘用车出口破百万辆水平，24年受欧盟加征关税影响增速有所放缓，25年以来中国车企通过出口插混车型、拓展多元化市场来弱化欧盟加征关税影响，25H1新能源乘用车出口101.1万辆（中汽协口径），同比+71.3%。展望后续，预计伴随拉美等地新能源需求提升，欧盟加征关税影响将持续减弱，叠加中国车企加速全球化布局，积极避开关税壁垒，未来依托产能、性价比、供应链等优势，国内电车有望在欧洲、拉美等市场占据更多份额，延续强势的出口势头。
- **相关标的：**建议关注产品实力强的头部公司，尤其是在海外布局具备出海竞争力的优质公司。相关标的：比亚迪（002594）、吉利汽车（0175.HK）、拓普集团（601689）、旭升股份（603305）、三花智控（002050）、宁德时代（300750）、华域汽车（600741）、中鼎股份（000887）、多利科技（001311）。

# 目 录

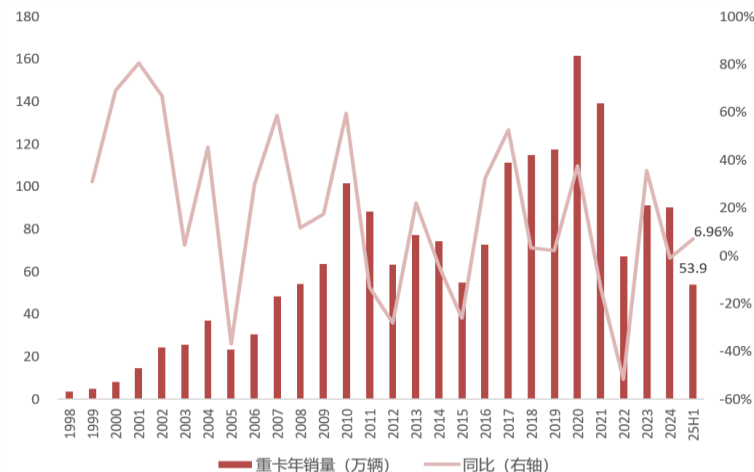
---

- ◆ 汽车行情回顾：商用车表现强势，估值触底回升
- ◆ 汽车行业：政策和促销活动联动催化需求，出口延续高增长
- ◆ 智能汽车：中高阶智驾爆发，Robotaxi元年到来
- ◆ 新能源汽车：渗透率再度提升，政策带来新机遇
- ◆ 商用车：重卡报废更新政策效果释放，客车出口未来可期
- ◆ 两轮车：电自迎来政策机遇，摩托车出口强劲扩容
- ◆ 重点推荐标的

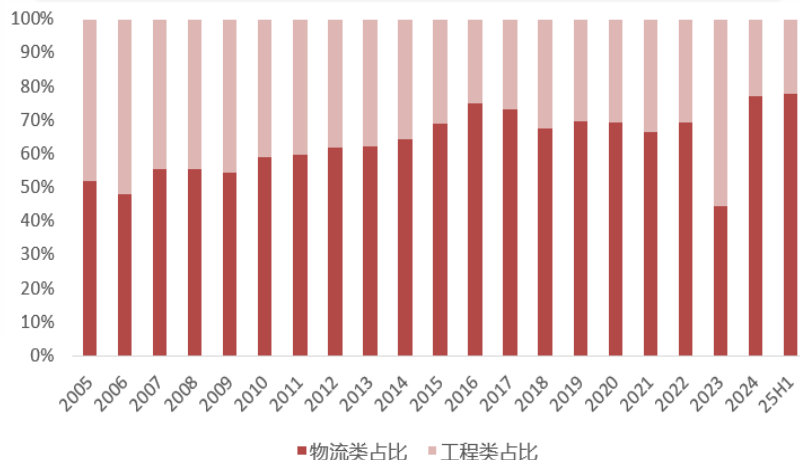
# 重卡行业：25H1重卡销量同比+7.0%，政策效果开始显现

- ❑ 2022年，受到油价和天然气价格高企、房地产不景气、疫情、2020与2021年高销量的透支等多重因素的影响，重卡行业遭遇至暗时刻，销量同比下滑51.8%，全年销量仅67.2万辆。
- ❑ 2023年，不利影响逐步出清，重卡行业进入复苏态势，全年销量91.1万辆，同比增长35.6%。2024年复苏不及预期，全年销量90.2万辆，同比-1.0%。
- ❑ 25H1累计销量53.9万辆，同比+7.0%，二季度国四报废更新政策效果开始显现。

## 国内重卡销量（年）



## 工程/物流重卡销量占比



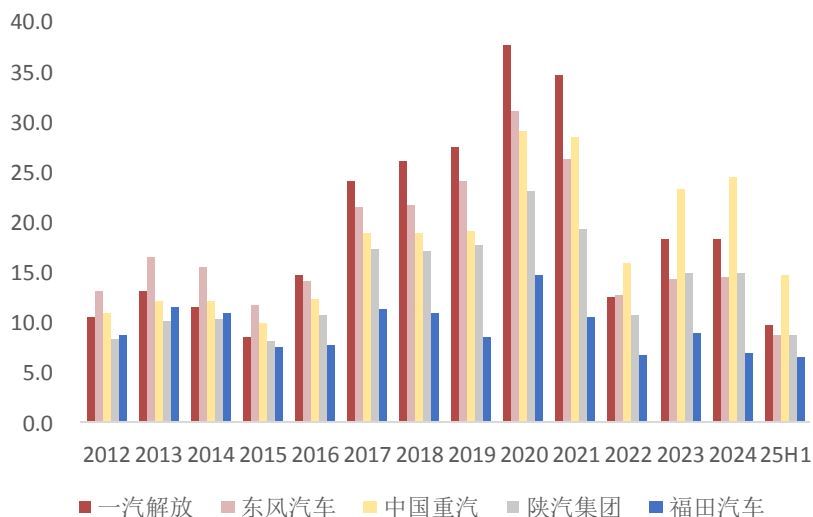
## 国内重卡销量（月）



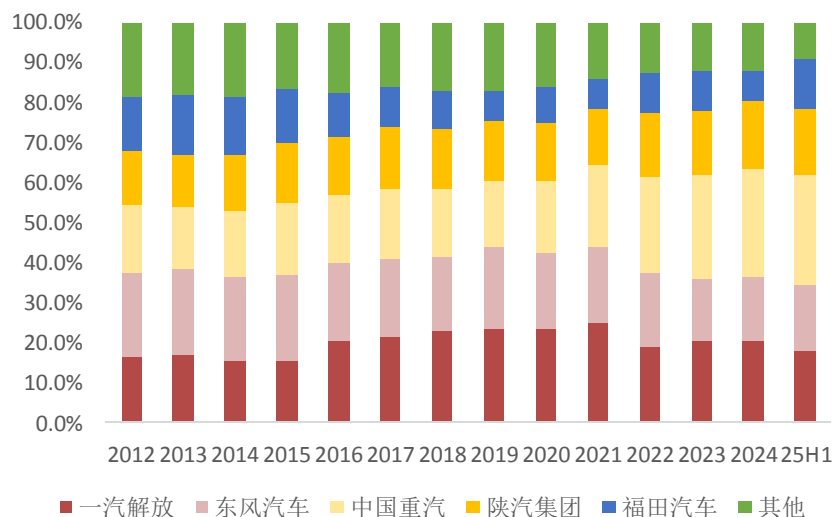
## 重卡行业：行业集中度保持高位，头部龙头地位稳固

- **行业集中度保持高位**：2018年以来重卡行业集中度持续提升，25H1行业前五大企业（CR5）的市场份额达90.9%，同比+2.1pp，头部企业优势明显，较高的市场集中度成为重要壁垒。此外，现有市场竞争者的市场份额连续多年未发生较大变化，显示出行业竞争格局的稳定性。
- **中国重汽集团占绝对龙头**：从行业前五企业来看，中国重汽集团处于龙头地位，25H1重卡累计销量14.9万辆，市占率达27.6%，同比持平，重汽集团在行业中的领先地位稳固，体现了马太效应中“强者恒强”的特点。

行业前五重卡企业销量（万辆）



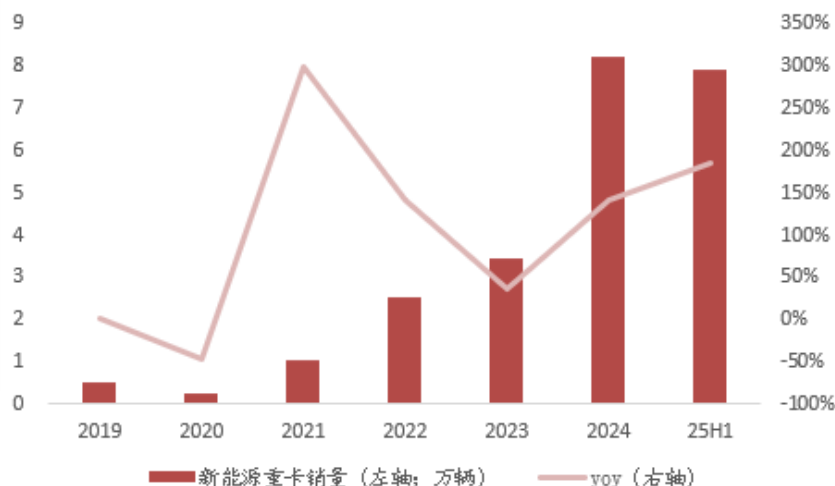
行业集中度较高



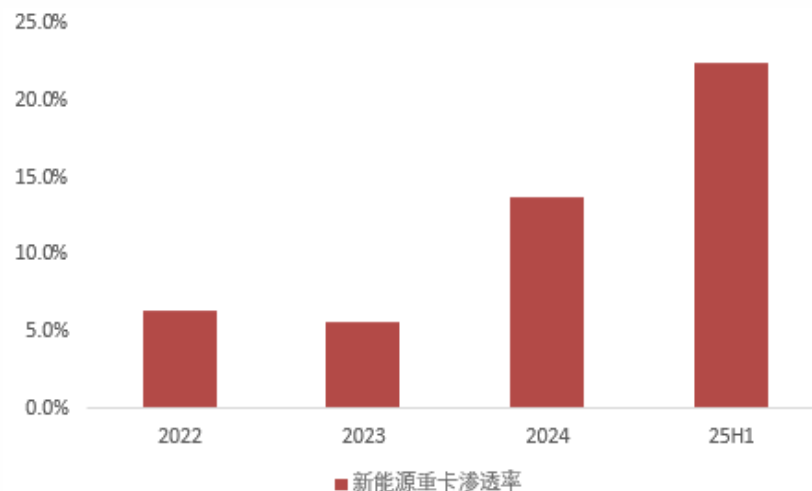
## 重要支撑1：新能源重卡增速亮眼，受政策支持力度较大

- **新能源重卡需求激增**：24年新能源重卡销量高增，除2月受春节影响增速低于100%，其余月份均实现翻倍增长，全年销量8.2万辆，同比+140%。25年以来，新能源重卡继续为行业贡献重要增量，1-6月累计销量7.9万台，同比+185.7%，渗透率达22.3%，同比+13.1pp。
- **需求增长及持续性分析**：新能源重卡销量增长离不开政策的强力支持，交通运输部等部门印发《交通运输大规模设备更新行动方案》、国务院印发《2024—2025年节能降碳行动方案》、《关于调整汽车贷款有关政策的通知》等政策均对新能源重卡予以支持。今年在车多货少，运价低迷的背景下，新能源重卡在中短途市场的性价比优势凸显，下半年在政策加持以及技术持续升级完善（尤其是换电基础设施覆盖率持续提升）的情况下，新能源重卡预计仍将保持高速增长。

### 24年开始新能源重卡需求量激增



### 25H1新能源重卡渗透率突破20%



# 重要支撑1：新能源重卡增速亮眼，受政策支持力度较大

报废补贴金额

更新国六重卡  
补贴金额

更新新能源重卡  
补贴金额

补贴金额占购置价比例

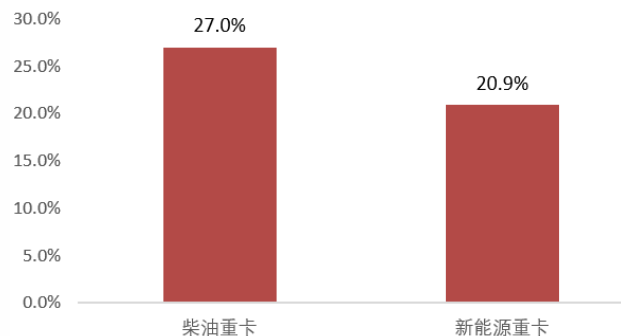
国家  
补贴

1.2-4.5万元

4.0-6.5万元

7.0-9.5万元

新能源重卡获得补贴：8.2-14.0万元



注：假设柴油/新能源重卡均价30/53万元；取补贴金额中值计算。

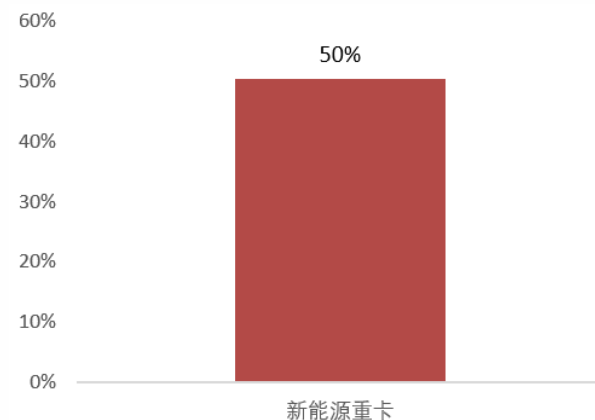
上海

2.2-5.0万元

-

≥280kwh: 630元/kWh  
<280kWh: 600元/kWh

423kWh新能源重卡获得补贴：26.6万元（注：领取上海国四柴油车新能源化补贴）



注：假设新能源重卡为423kWh，均价53万元

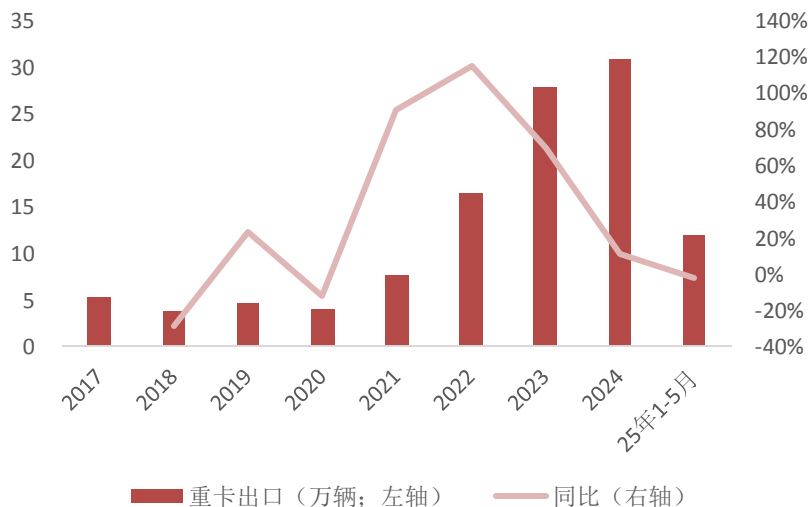
# 重要支撑1：新能源重卡增速亮眼，受政策支持力度较大

| 发布时间      | 部门                 | 文件名称                        | 重点内容                                                              | 针对新能源重卡                                                                                                                                                                              |
|-----------|--------------------|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024/7/30 | 交通运输部、<br>财政部      | 《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》         | 支持报废国三及以下排放标准营运类柴油货车，加快更新一批高标准低排放货车。                              | 对提前报废国三及以下排放标准营运柴油货车、提前报废并新购国六排放标准货车或新能源货车、仅新购符合条件的新能源货车，分档予以补贴。                                                                                                                     |
| 2024/6/7  | 交通运输部、<br>发改委等十三部门 | 《交通运输大规模设备更新行动方案》           | 鼓励引导道路货运经营者加快淘汰更新国三及以下标准营运类柴油货车，提前淘汰更新国四标准营运类柴油货车。                | 鼓励各地结合道路货运行业发展特点、区域产业环境和新能源供应能力，推动新能源营运货车在城市物流配送、港口集疏运、干线物流等场景应用。鼓励有条件的地方，因地制宜研究出台新能源营运货车的通行路权、配套基础设施建设等政策，积极探索车电分离等商业模式。                                                            |
| 2024/5/29 | 国务院                | 《2024-2025年节能降碳行动方案》        | 推进交通运输装备低碳转型                                                      | 推动公共领域车辆电动化，有序推广新能源中重型货车，发展零排放货运车队。加快发展多式联运，推动重点行业清洁运输。实施城市公共交通优先发展战略。加快城市货运配送绿色低碳、集约高效发展。                                                                                           |
| 2024/4/3  | 国家发展改革委等部门         | 《关于支持内蒙古绿色低碳高质量发展若干政策措施的通知》 | 加快交通运输绿色低碳转型                                                      | 鼓励纯电重卡、换电重卡等替代燃油重卡，加强矿区专用铁路建设。支持内蒙古完善充换电站、加氢站等基础设施体系，强化交通、电力和能源设施深度融合。                                                                                                               |
| 2024/4/3  | 央行、<br>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。  | 自用传统动力汽车、自用新能源汽车贷款最高发放比例由金融机构自主确定；商用传统动力汽车贷款最高发放比例为70%，商用新能源汽车贷款最高发放比例为75%；二手车贷款最高发放比例为70%。                                                                                          |
| 2024/3/13 | 国务院                | 《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》     | 开展汽车以旧换新，加大政策支持力度，畅通流通堵点，促进汽车梯次消费、更新消费。                           | 支持交通运输设备和老旧农业机械更新。持续推进城市公交车电动化替代，支持老旧新能源公交车和动力电池更新换代。加快淘汰国三及以下排放标准营运类柴油货车。                                                                                                           |
| 2024/2/20 | 交通运输部              | 《电动重卡电池更换场站工程设计导则》          | 原则同意国家电投在重卡换电站建设组网与运营示范、氢燃料电池研发与氢能交通运营平台应用、城市级绿能交通体系建设与应用等方面开展试点。 | 完成“万达开”、唐山“三纵一横”和上海洋山港集疏运中心换电重卡应用示范，编制《电动重卡电池更换场站工程设计导则》。建成“甘肃—内蒙古—山西—河北”千公里级重卡换电走廊和干线换电网络，累计在全国范围内推广换电重卡不少于2万辆。建成“换电车辆、换电站、电池、电网”四位一体的协同控制平台，制定换电站聚合参与电网互动相关的技术标准，成功打造至少1个站网互动示范项目。 |

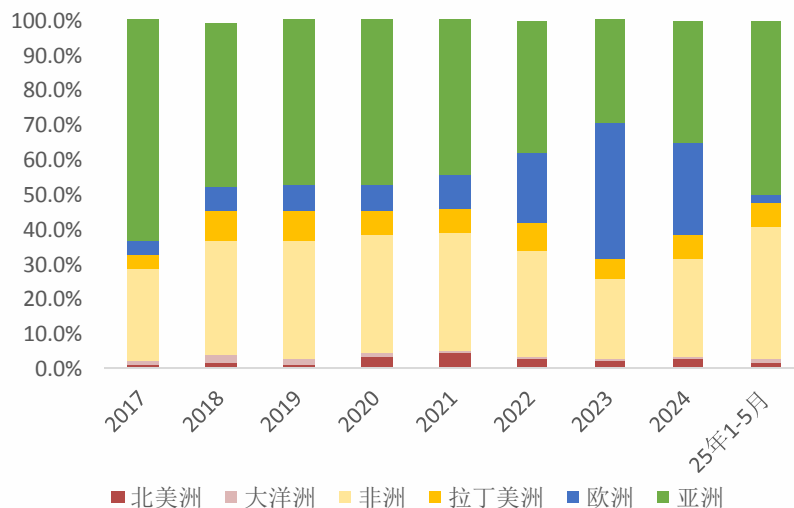
## 重要支撑2：非俄市场支撑海外市场，预计仍有较好延续性

- **重卡出口量保持稳增**：海关总署口径，2021年以来，重卡出口持续高增，2023年出口达27.8万辆，同比+69.1%，处于历史较高水平；24年出口30.9万辆，同比+10.9%；25年以来，受俄罗斯需求下滑影响，1-5月出口11.9万辆，同比-2.6%。
- **亚/非洲出口占比增加**：从全球各大洲来看，2025年以来亚洲在重卡出口中的比例增加，成为占比最高的地区，2025年1-5月出口6.0万辆，占出口总量的50.2%，超过24全年14.8pp；第二地区为非洲，1-5月累计出口4.5万辆，占比38.1%，超过24全年10.3pp。

### 重卡出口受俄罗斯拖累，同比略有下滑



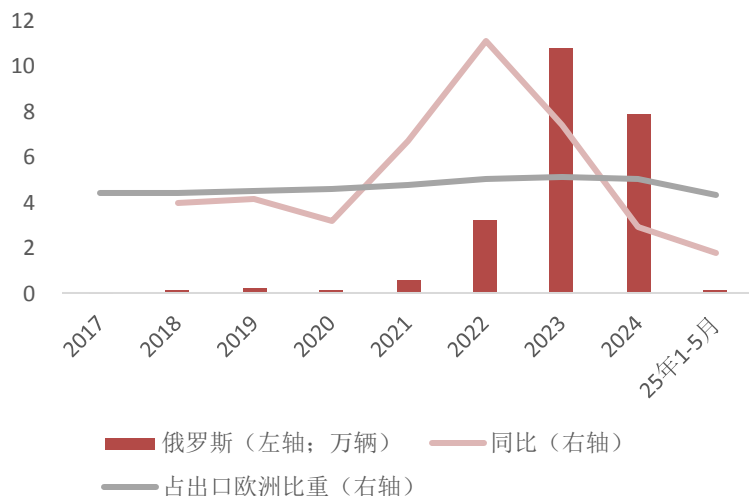
### 重卡分大洲出口销量占比



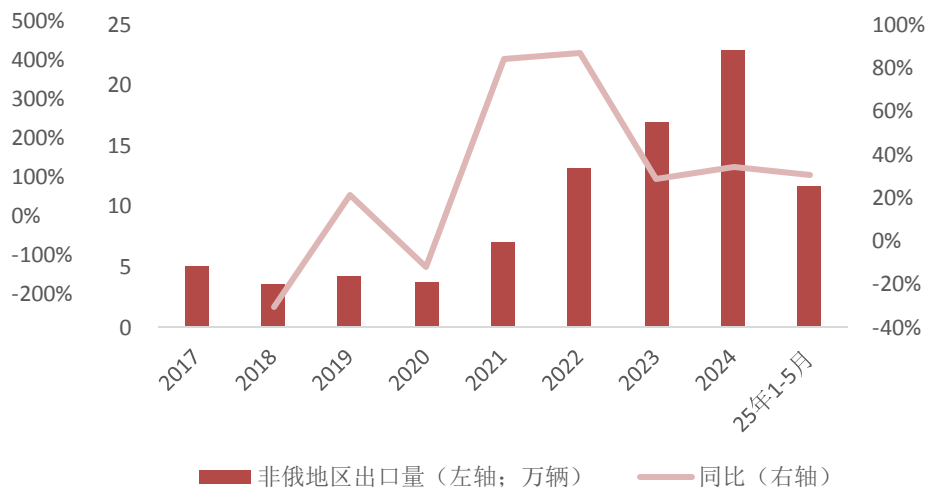
## 重要支撑2：非俄市场支撑海外市场，预计仍有较好延续性

- **俄罗斯出口量出现下滑**：23年俄罗斯是重卡出口的最大市场，全年出口10.8万辆，同比+236.2%，占重卡出口总量的39%，同比+19.0pp；24年出口俄罗斯7.9万辆，同比-26.6%；25年1-5月出口1521辆，预计今年出口量大幅下降主要系俄罗斯高位库存以及报废税大幅增加的影响。
- **非俄罗斯市场出口占比提升**：25年1-5月非俄罗斯市场出口累计11.7万辆，同比+30.8%，占重卡总出口量的98.7%，很大程度上弥补了俄罗斯市场的下滑，未来非俄市场的延续性有望在各国经济增长的背景下延续。

### 重卡出口至俄罗斯统计

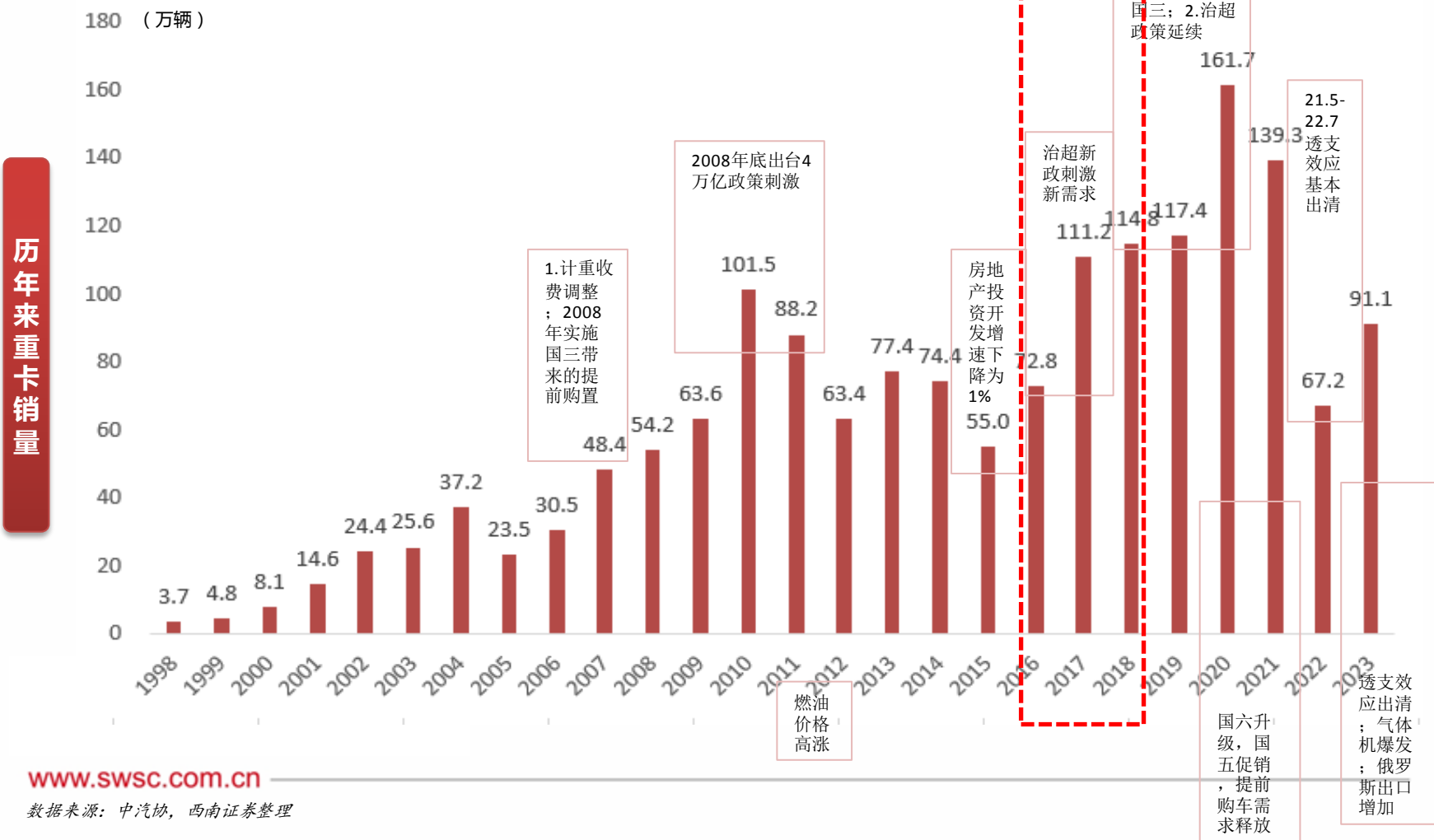


### 重卡出口至非俄罗斯统计



# 25年重要机会1：报废更新拐点、国四淘汰

- 一般重卡报废更新7-8年，考虑20-22年货运量不足、里程数降低等因素，故将报废年限拉长至9-10年，则16-18年销量上行期对应的重卡报废年限为25、26年，即25年是本轮重卡报废更新的重要拐点。



## 25年重要机会2：报废更新补贴政策纳入天然气重卡

### 2024年新购营运货车补贴标准

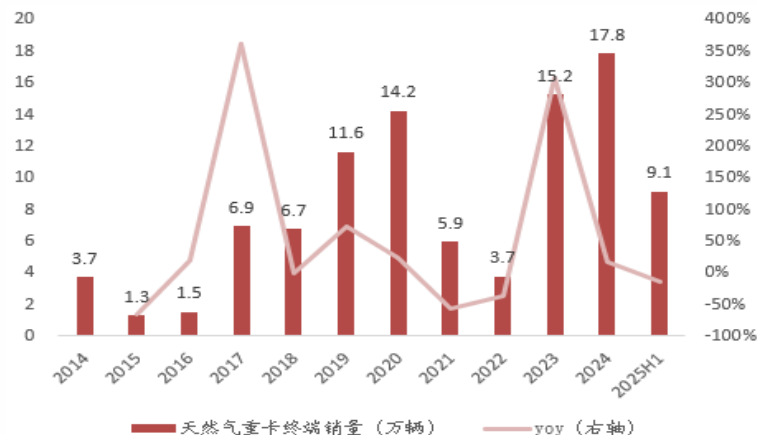
| 车辆类型 |       | 新购国六排放标准<br>营运柴油货车补贴标准<br>(万元/辆) | 新购新能源<br>营运货车补贴标准<br>(万元/辆) |
|------|-------|----------------------------------|-----------------------------|
| 中型   |       | 2.5                              | 3.5                         |
| 重型   | 2轴    | 4.0                              | 7.0                         |
|      | 3轴    | 5.5                              | 8.5                         |
|      | 4轴及以上 | 6.5                              | 9.5                         |

□ 看好三季度天然气重卡景气度回升：报废更新补贴+油气价差扩大。2025年报废更新政策取消了“柴油”限制，即天然气重卡被纳入补贴车型。25H1天然气重卡终端销量9.1万辆，同比-16.3%，渗透率为25.9%，同比-10.4pp，若后续油气价差扩大，叠加报废更新补贴，天然气重卡经济性将得到显著加强，销量增速有望转正并有望在下半年实现快速增长。

### 2025年3月18日发布新购营运货车补贴标准

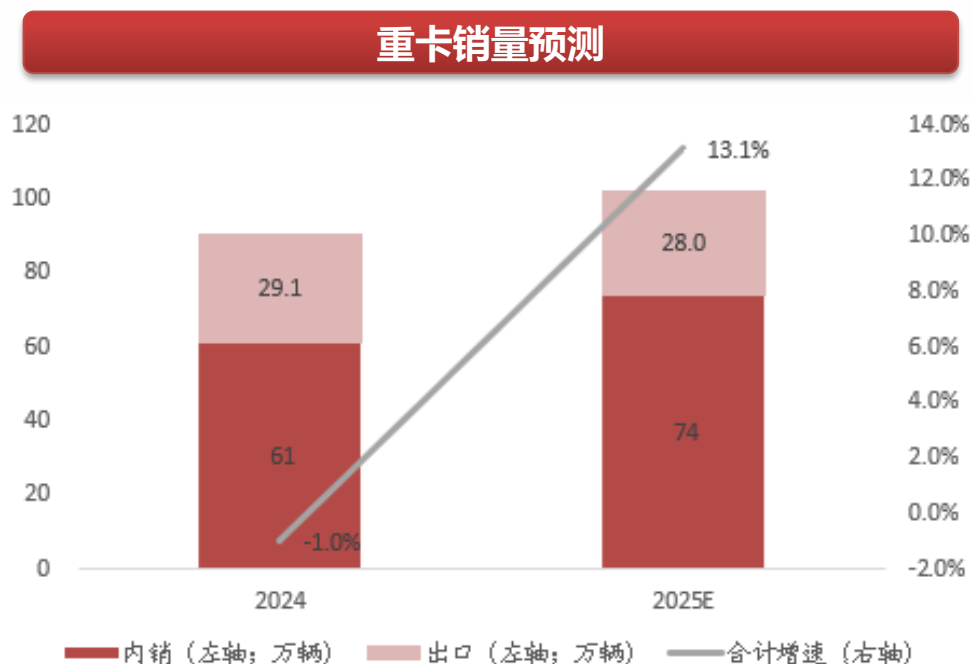
| 车辆类型 |       | 新购国六排放标准<br>营运货车补贴标准<br>(万元/辆) | 新购新能源<br>营运货车补贴标准<br>(万元/辆) |
|------|-------|--------------------------------|-----------------------------|
| 中型   |       | 2.5                            | 3.5                         |
| 重型   | 2轴    | 4.0                            | 7.0                         |
|      | 3轴    | 5.5                            | 8.5                         |
|      | 4轴及以上 | 6.5                            | 9.5                         |

### 天然气重卡终端上险量



## 重卡销量预期：国四淘汰政策落地，25年销量弹性值得期待

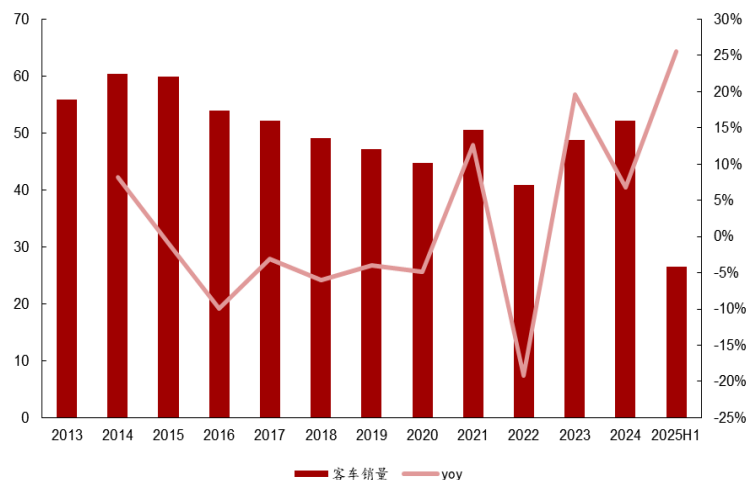
- 内销以存量替换为主，叠加报废更新政策刺激，按照9-10年作为重卡更新换代周期，假设1)内销中，10年前重卡更新50.0%，9年前重卡更新35%，8年前重卡更新15%，7年前重卡更新10%，则25年的内销更新换代量达到74.0万辆。此外，假设2)非俄市场需求支撑出口，25年保守假设出口稳定在28万辆水平。
- 测算结果：2025年重卡行业销量有望达102万辆，同比+13.1%，其中，内销74万辆，同比+21.2%。



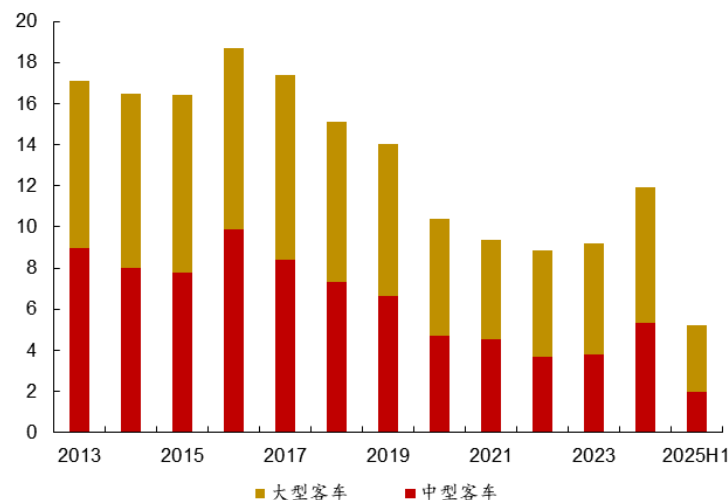
# 大中客车销量呈增长趋势

□ **大中客车销量呈增长趋势。**根据中汽协数据，2025年上半年，中国客车行业销售26.52万辆（含非完整车辆），同比增长25.5%。2024年，旅游市场升温 and 公交以旧换新政策拉动国内大中客车需求，海外公共交通发展及环保政策趋严驱动出口需求持续增长，2024年中国大中客车（含非完整车辆）销售11.9万辆，同比增长30.1%，其中大型客车销售6.6万辆，同比增长23.6%，中型客车销售5.3万辆，同比增长39.3%。今年以来大中客车市场销量保持稳定，1-6月大中客车销售5.21万辆，同比增长2.1%，其中大型客车销售3.21万辆，同比增长0.2%，中型客车销售2.0万辆，同比增长5.3%，下半年在政策支持、旅游旺季以及出口的带动下，大中客销量有望继续增长。

## 中国客车历年销量（万辆）



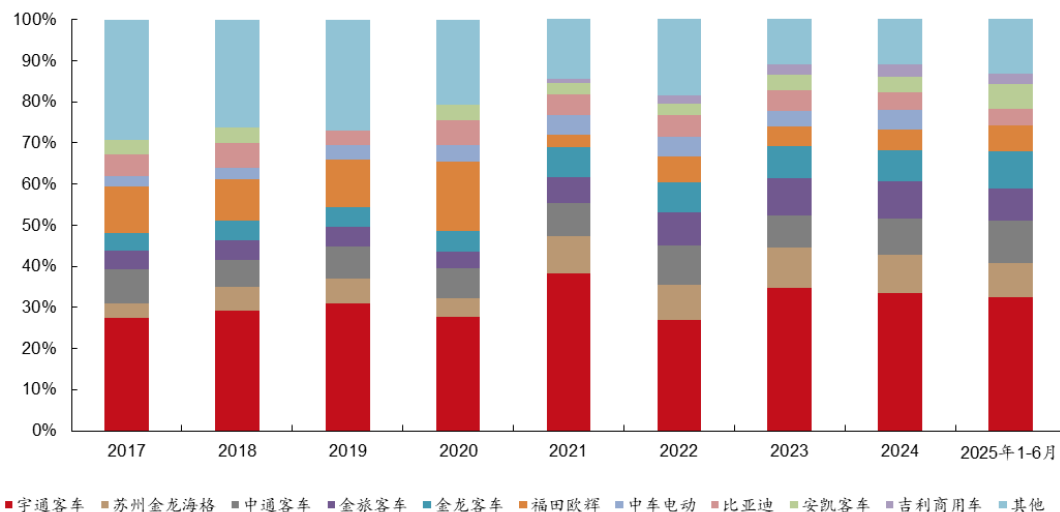
## 中国大中客车历年销量（万辆）



# 大中客车市场集中度高且呈提升趋势

□ 大中客车市场集中度高且呈提升趋势，头部企业具备多方面优势，市场份额保持稳定较高水平。大中客车行业集中度持续提升，2025年1-6月，大中客车市场销量CR3达到51.9%，CR5达到67.9%，CR10达到92.7%。宇通客车、中通客车、厦门金龙、苏州金龙、金旅客车、福田欧辉等企业各自具备优势，占据稳定较高的市场份额，2025年1-6月分别为32.6%、10.5%、8.9%、8.1%、7.8%、6.2%。其中，宇通客车、中通客车、金龙汽车以客车制造为主营业务，在品牌影响力、技术积累、客户基础、市场营销、供应链协同、规模效应等方面具备优势，并凭借自身优势不断获得更多市场份额。

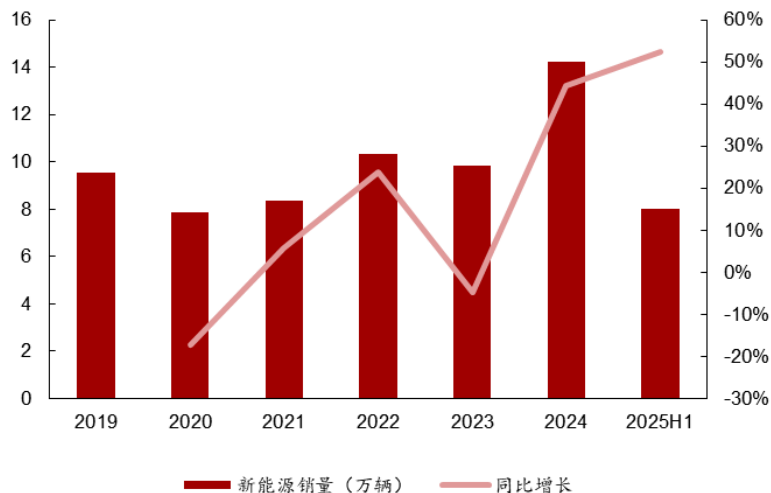
中国大中客车销量市场份额



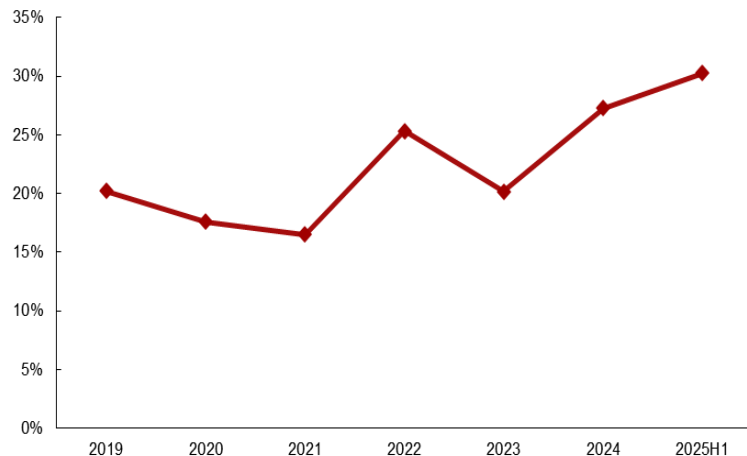
# 国内新能源客车销量大幅增长，新能源渗透率回升

□ **新能源客车渗透率稳中有升。**受2022年新能源购置补贴退出影响，2023年，国内新能源客车销量及渗透率有所下降。公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的推进，对新能源客车市场企稳回升起到重要的支撑作用。2024年，国内新能源客车销量14.2万辆，同比增长44.5%，渗透率达到28%。大中客车新能源渗透率为45.5%，相比2023年的42.3%有所提升。2025年上半年，国内新能源客车销量8.03万辆，同比增长52.4%，渗透率为30%。

## 中国新能源客车历年销量



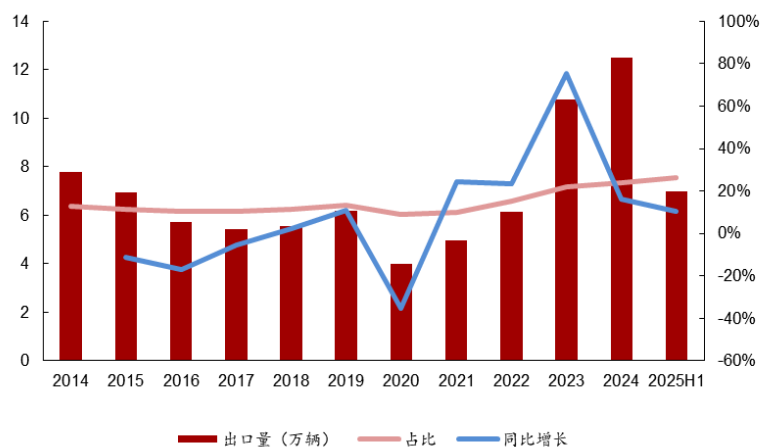
## 中国新能源客车渗透率



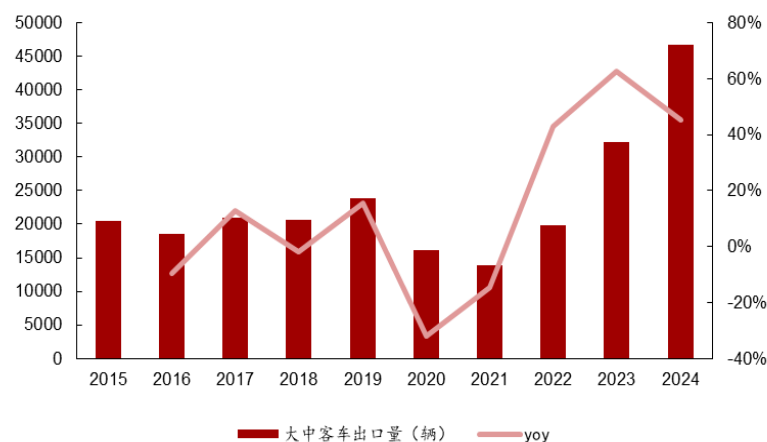
## 出口市场：客车出口持续增长

- **客车出口持续增长，大中客车出口强劲。**2024年中国客车出口12.5万辆，同比增长16.0%。根据中国客车信息网数据，2024年中国大中型客车出口销量达到4.7万辆，同比增长45.3%，占据大中型客车市场37%的份额，同比提升3个百分点，成为推动2024年大中型客车市场恢复性增长的中坚力量。2025年上半年中国客车出口6.98万辆，同比增长26.0%，出口量持续增长。
- **亚洲、欧洲、拉美、中东、独联体地区为我国客车企业出口的主要阵地。**亚洲市场化程度较高；欧洲重品牌高端化，传统本地品牌占优，中企实现突破；拉美中巴西、墨西哥销量占主要份额；中东朝觐运输发展，客运需求升级；独联体国家以传统客车出口为主，由于地缘政治等影响，中企份额上升较快；非洲、大洋洲以及北美地区客车企业出口较少。

### 中国客车出口销量



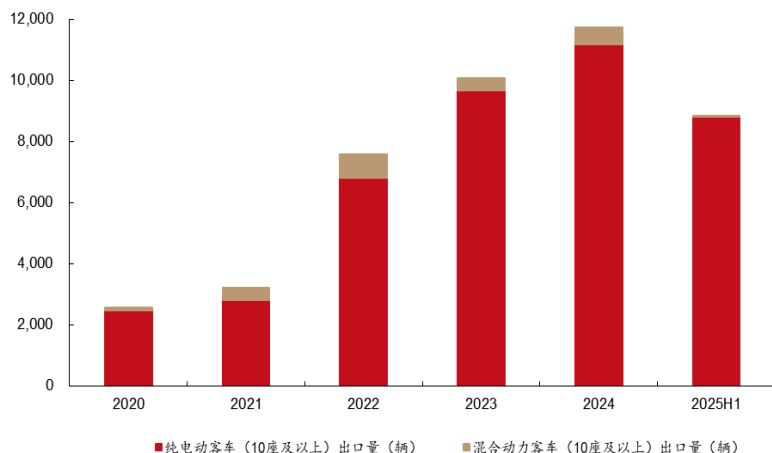
### 中国大中客车出口销量



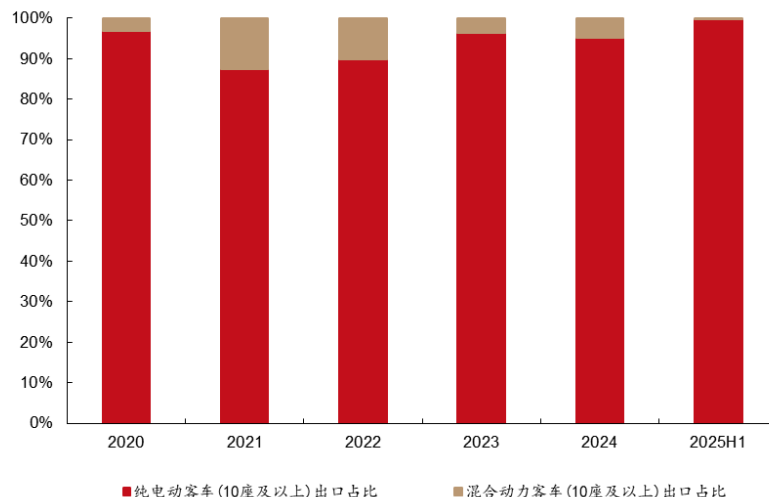
## 出口市场：新能源客车出海空间广阔

- **新能源客车出口强劲。**据海关总署数据，2024年，新能源客车出口11740辆，同比+16.8%，其中纯电动客车和混动客车出口销量分别11169/571辆，同比分别+15.4%/+51.1%。从占比来看，2024年，纯电动客车和混动客车出口销量占比分别为99.7%、0.3%。2025年上半年，新能源客车出口8843辆，同比+108.9%，其中纯电动客车和混动客车出口销量分别8819/24辆，同比分别+123.7%/-91.7%，占比分别为99.7%和0.3%。
- **新能源客车出口需求预计保持增长。**2025年全球减碳背景下，欧洲、拉美、东南亚等地区加速客车电动化转型，但因本土产能不足，进口需求显著。中国新能源客车凭借核心技术、智能配置与成熟运营经验，已跻身全球一流行列，高度匹配海外市场化需求，预计大中型新能源客车出口将延续增长态势。

### 纯电动和混动客车出口销量



### 纯电动和混动客车出口销量占比



# 出口市场：主流地区新能源客车需求旺盛

□ 市场需求方面，北美、欧洲、拉美、亚洲市场新能源客车需求旺盛：北美混动客车需求增长最快，政策补贴推动其成为主流；欧洲电动化加速，北欧、西欧、南欧渗透率领先，政策激励是关键驱动力；拉美渗透率低但电动化进程提速；亚洲商业化成熟度高，价格竞争力突出；中东市场快速发展；非洲与独联体新能源需求仍较少。

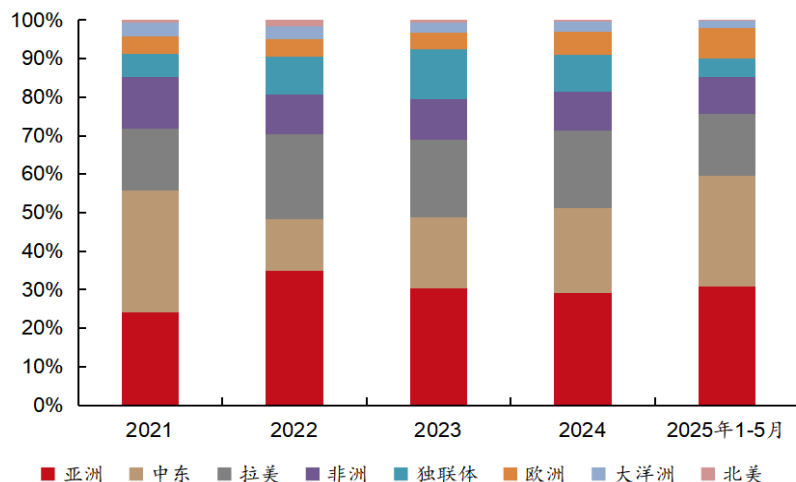
| 地区 | 客车市场特点                                                                                                                                                                                      |
|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北美 | 美国、加拿大对新能源客车发放补贴，政府制定严格的排放标准，混合动力客车成为美国客车中占比最高的燃料类型。美国加拿大本地有新能源客车厂商。                                                                                                                        |
| 欧洲 | 整体较为开放，对产品质量和性能要求较高。按照欧盟减排时间表，2035年禁售燃油车，2040年减排90%，大排量客车要加速淘汰，欧洲对新能源客车的需求快速提升。2019年开始，北欧受政策驱动开始新能源需求，德国、英国和法国正在积极推动新能源客车的发展，渗透率提升较快，南欧市场新能源客车发展较晚，2024年，希腊等南欧国家新能源客车需求开始快速增长，中国厂商有望获得更多机会。 |
| 亚洲 | 市场化程度较高，对车辆性价比要求较高。亚洲国家也在加速推进新能源汽车的发展，出台了一系列的激励政策，促进了市场的快速增长。                                                                                                                               |
| 拉美 | 2021年开始发布新能源客车相关政策，新能源客车市场发展速度相对较慢，渗透率仍处于较低水平，未来有望延续增长趋势。拉美市场中，巴西新能源客车市场需求较大，但受关税影响，中国车企较难进入；墨西哥、智利和哥伦比亚等国家对新能源客车的需求显著，中国的新能源客车在这些国家的公共交通系统中得到了广泛应用，厄瓜多尔、乌拉圭等国家也有一定需求。                      |
| 中东 | 正积极引进新能源客车以应对环境问题和交通需求。中国的新能源客车在中东市场逐渐获得认可，出口量提升。但受地缘政治等因素影响，2025年中东市场需求可能有所下降。                                                                                                             |

数据来源：经济观察网，方得网，搜狐汽车，Mordor Intelligence，FortuneBusinessInsights，西南证券整理

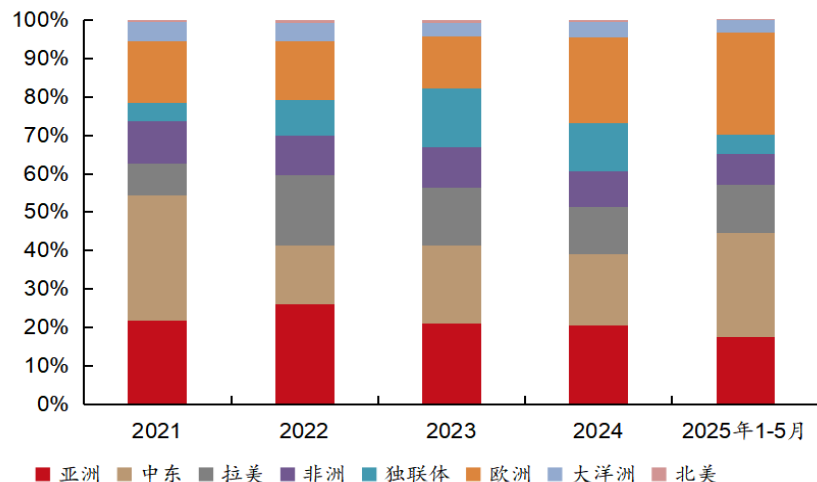
## 出口市场：亚洲、中东、拉美为我国客车主要出口地区

- **亚洲、中东、拉美为我国客车主要出口地区。**据海关总署数据，2024年中国客车出口销量前四名的地区分别为亚洲、中东、拉美、非洲，占比分别为29%、22%、20%、10%；2024年中国客车出口金额前四名的地区分别为欧洲、亚洲、中东、独联体，占比分别为22%、21%、19%、13%。2025年1-5月中国客车出口销量前四名的地区为亚洲、中东、拉美、非洲，占比分别为31%、29%、16%、10%；2025年1-5月中国客车出口金额前四名的地区为中东、欧洲、亚洲、拉美，占比分别为27%、26%、18%、13%。
- **均价表现来看，出口至欧洲地区的客车均价保持高水平，2024年/2025年1-5月分别为202万元、188万元，出口至亚洲地区的客车价格较低，2024年/2025年1-5月分别为37、32万元。**

### 客车出口至各地区销量占比



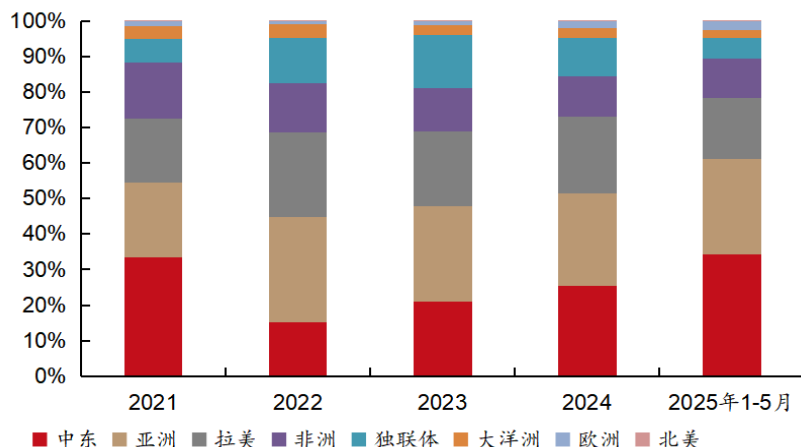
### 客车出口至各地区金额占比



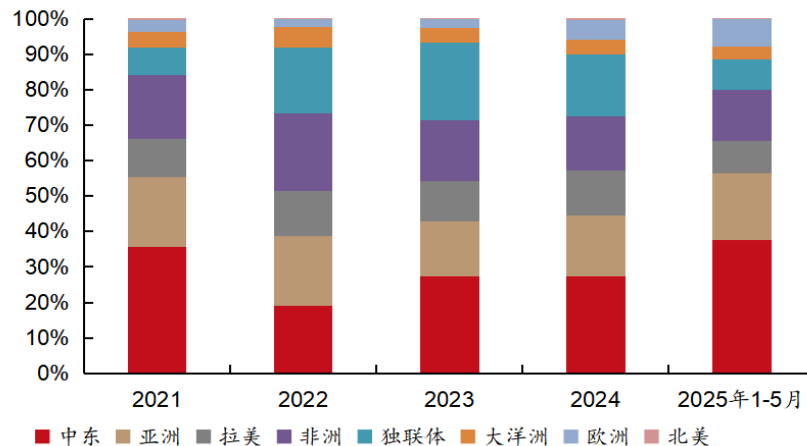
## 出口市场：中东、亚洲、拉美为燃油客车出口主要阵地

□ 燃油客车出口方面，中东、亚洲、拉美、非洲、独联体等地区为中国厂商出口的主要阵地。2024年中国燃油客车出口销量前四名的地区为亚洲、中东、拉美、非洲，占比分别为26%、25%、22%、21%；2025年1-5月中国燃油客车出口销量前四名的地区为中东、亚洲、拉美、非洲，占比分别为34%、27%、17%、11%；2025年1-5月中国燃油客车出口金额前四名的地区为中东、亚洲、非洲、拉美，占比分别为38%、19%、14%、9%。

### 燃油客车出口销量结构



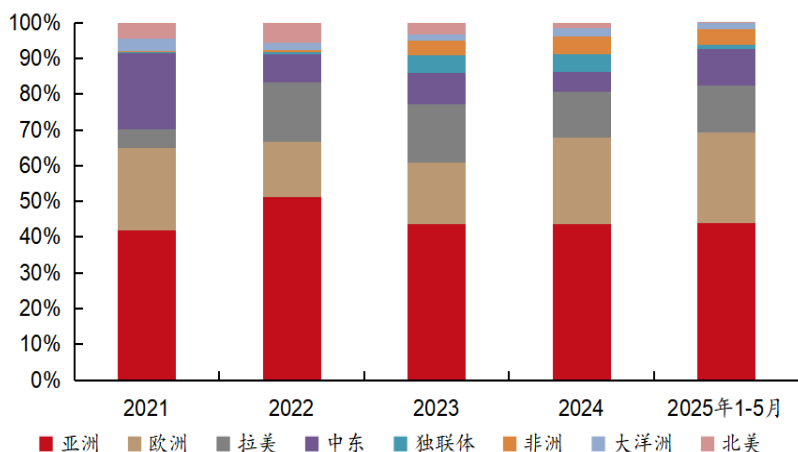
### 燃油客车出口金额结构



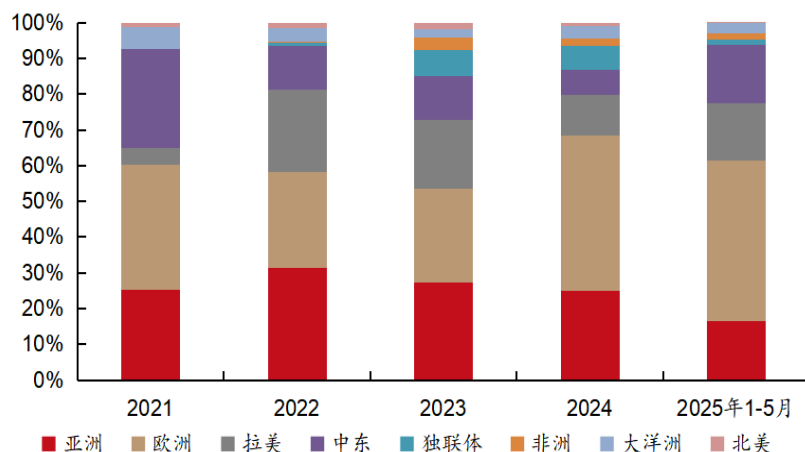
## 出口市场：欧洲、亚洲、拉美为新能源客车出口主要阵地

□ 中国厂商出口方面，欧洲、亚洲、拉美和中东等地区为中国厂商出口的主要阵地。北美市场新能源客车需求主要由当地品牌满足，中国客车企业出口到北美难度较高，欧洲、亚洲、拉美和中东等地区为中国新能源客车出口的主要阵地。2024年中国新能源客车出口销量前四名的地区为亚洲、欧洲、拉美、中东，占比分别为44%、24%、13%、6%；2024年中国新能源客车出口金额前四名的地区为欧洲、亚洲、拉美、中东，占比分别为44%、25%、11%、7%。2025年1-5月中国新能源客车出口销量前四名的地区为亚洲、欧洲、拉美、中东，占比分别为45%、25%、13%、10%；2025年1-5月中国新能源客车出口金额前四名的地区为欧洲、中东、亚洲、拉美，占比分别为45%、16%、16%、16%。

### 新能源客车出口销量结构



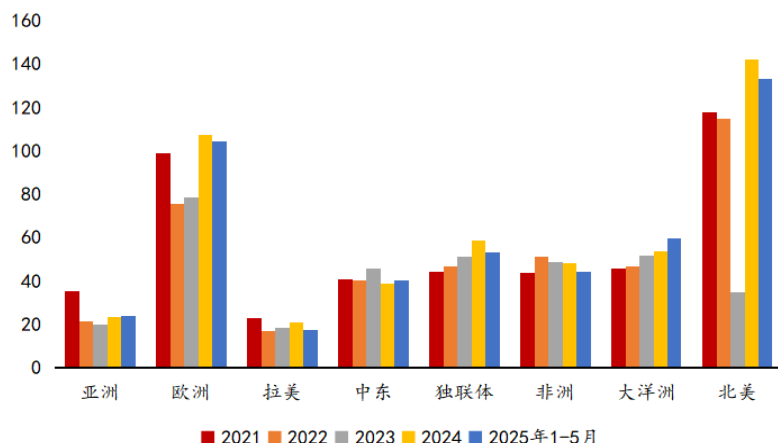
### 新能源客车出口金额结构



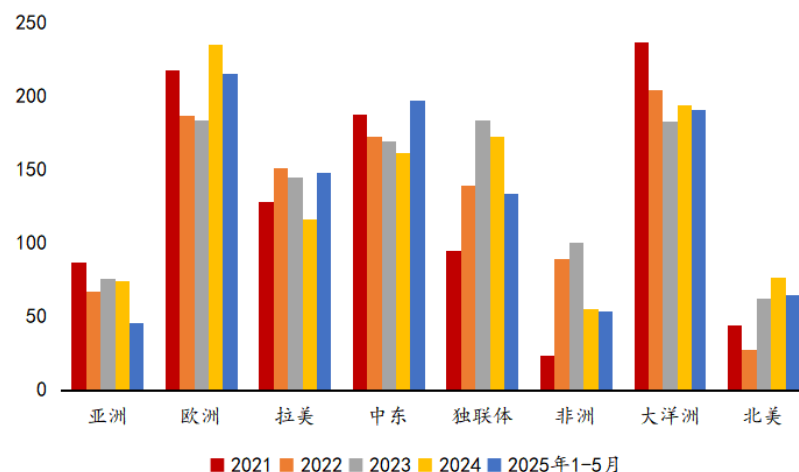
## 出口均价：欧洲最高

□ **出口至欧洲的新能源客车均价较高。**从我国客车出口均价表现来看，新能源客车整体均价高于燃油汽车。新能源客车方面，2025年1-5月我国出口至欧洲地区的新能源客车均价高达215万元，在各个海外市场中最高。出口至亚洲地区的新能源客车均价处于较低水平，2025年1-5月大幅下降至36万元。燃油客车方面，出口至北美、欧洲的燃油客车均价较高，2025年1-5月分别为133万元、107万元，出口至拉美地区的燃油车均价较低，2025年1-5月为19万元。我国客车企业已进入海外中高端、中端、低端新能源客车市场，以及海外中端、低端燃油客车市场。随着向海外中高端市场加速拓展以及新能源渗透率提升，我国客车企业产品结构优化，单车均价有望持续提升。

燃油客车出口至各地区均价（万元）



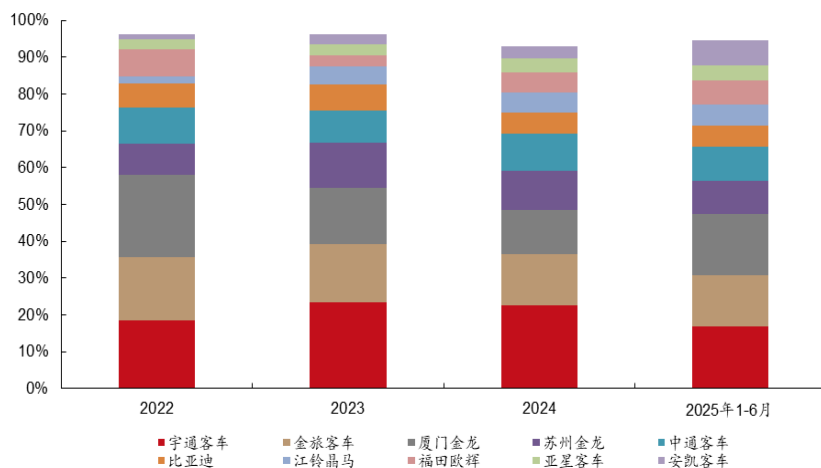
新能源客车出口至各地区均价（万元）



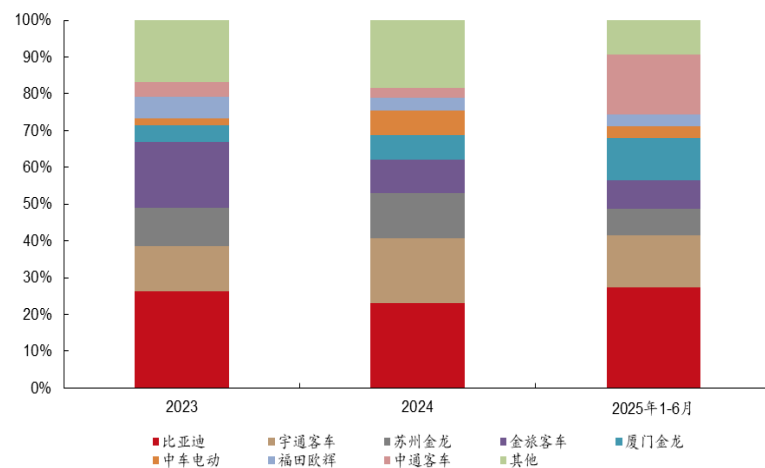
## 出口市场：宇通客车出口份额最高

- **客车出口市场集中度高。**出口市场份额来看，2025H1客车出口销量CR5达到65.6%，其中宇通客车占据16.91%的市场份额，厦门金龙、金旅客车、中通客车、苏州金龙市场份额分别为16.44%、13.94%、10.00%、9.16%，宇通客车出口份额较2024年22.65%有所下降。
- **新能源客车出口市场集中度高。**新能源出口份额来看，2024年新能源客车出口销量CR3为59.0%，CR5为80.3%。2025H1新能源客车出口销量CR3为57.8%，CR5达到78.6%，其中比亚迪占据27.29%的市场份额，较2024年23.19%显著提升。中通客车、宇通客车、厦门金龙市场份额分别为16.33%、14.13%、11.61%，其中中通客车较2024年市场份额大幅提升。

### 客车出口市场份额



### 新能源客车出口市场份额



## 商用车板块观点

- **新能源+非俄出口+政策刺激支撑2025年销量增长。**2025H1重卡累计销量53.9万辆，同比+7.0%，重卡销量主要受到新能源、非俄出口需求稳定以及二季度国四报废更新政策效果开始显现支撑销量增长。
- **预计2025年重卡销量达102万辆，同比+13.1%。**根据报废年限推算16-17年上行期对应的报废年限即为25、26年，即2025年是重卡报废更新的重要拐点。此外，考虑报废更新政策效果开始显现以及天然气重卡被纳入补贴后续有望贡献增量，我们预计，2025年重卡行业销量有望达102万辆，同比+13.1%，其中，内销74万辆，同比+21.2%。
- **客车市场表现稳健，出口空间广阔。**2025年上半年，中国客车行业销售26.52万辆（含非完整车辆），同比增长25.5%。新能源客车方面，2025年上半年，国内新能源客车销量8.03万辆，同比增长52.4%，渗透率为30%。出口市场表现强劲，2025年上半年中国客车出口6.98万辆，同比增长26.0%，新能源客车出口8843辆，同比+108.9%。中国大陆以外的亚洲地区、拉丁美洲、中东为我国燃油客车主要出口市场。亚洲、欧洲、拉丁美洲为我国新能源客车主要出口市场。国内和海外客车需求共振，客车行业进入良好发展期。我国客车企业优化产业布局，提升品牌竞争力，产品销量有望持续增长。我们判断，下半年在政策支持、旅游旺季以及出口的带动下，大中客销量有望继续增长。
- **相关标的：**1) 重卡：中国重汽（A+H）、潍柴动力、天润工业。2) 客车：宇通客车、中通客车。

# 目 录

---

- ◆ 汽车行情回顾：商用车表现强势，估值触底回升
- ◆ 汽车行业：政策和促销活动联动催化需求，出口延续高增长
- ◆ 智能汽车：中高阶智驾爆发，Robotaxi元年到来
- ◆ 新能源汽车：渗透率再度提升，政策带来新机遇
- ◆ 商用车：重卡报废更新政策效果释放，客车出口未来可期
- ◆ 两轮车：电自迎来政策机遇，摩托车出口强劲扩容
- ◆ 重点推荐标的

# 行业迎政策机遇：新老国标切换

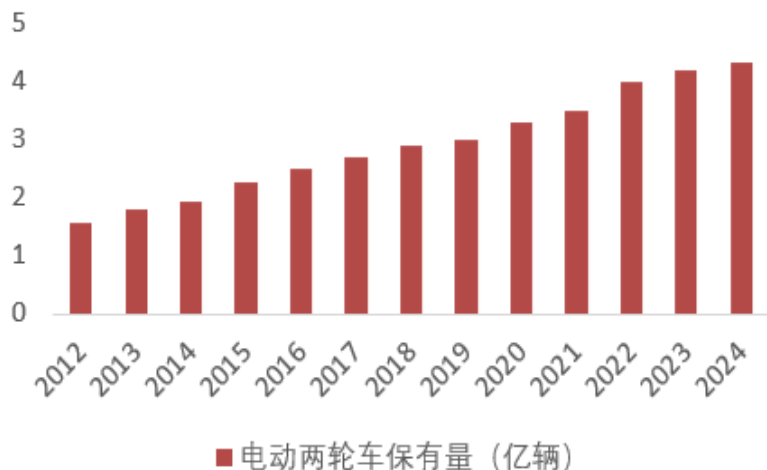
□ 新国标时间要求明确：厂家端：2025年8月31日停止生产老国标产品；渠道端：2025年11月30日停止销售老国标产品。

| 序号 | 项目       | 25年新国标                                                   | 19年国标                                                 |
|----|----------|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| 1  | 最高车速     | 不大于25km/h                                                | 不大于25km/h，且控制系统内应当具有防速度篡改设计                           |
| 2  | 提示音      | 仅具有电驱动功能的电动自行车应有车速提示音，当行驶车速达到22km/h时持续发出提示音。             | 行驶速度超过15km/h时持续发出提示音                                  |
| 3  | 制动性能     | 25km/h时干态同时使用前后闸的制动距离应不大于7m；16km/h时湿态同时使用前后闸的制动距离应不大于5m。 | 以最高车速电动骑行时，其干态同时使用前后闸的制动距离应不大于7m，湿态同时使用前后闸的制动距离应不大于9m |
| 4  | 整车质量     | 铅酸电池：≤63kg其他：55≤kg                                       | 不大于55kg                                               |
| 5  | 脚踏行驶能力   | 仅具有电驱动功能的电动自行车,可设置脚踏骑行装置,也可不设置脚踏骑行装置                     | 30min的脚踏行驶距离应不小于5km                                   |
| 6  | 电动机功率    | 额定连续输出功率应不大于400W                                         | 额定连续输出功率应不大于400W                                      |
| 7  | 蓄电池的标称电压 | 蓄电池的标称电压应不大于48V                                          | 蓄电池的标称电压应不大于48V                                       |
| 8  | 北斗模块     | 商用：强制安装<br>非商用：消费者自选                                     |                                                       |
| 9  | 塑料占比     | 电动自行车使用的塑料的总质量不应超过整车质量的5.5%。                             |                                                       |
| 10 | 防篡改      | 电池组、控制器、限速器防篡改，充电互认协同功能,电池组与充电器/充电设施充电时应识别相关信息并且匹配后方可充电。 |                                                       |
| 11 | 一致性要求    | 基本要求：生产企业应直接具有或间接具有与电动自行车整车产能相匹配的符合质量要求的车架生产能力。          |                                                       |

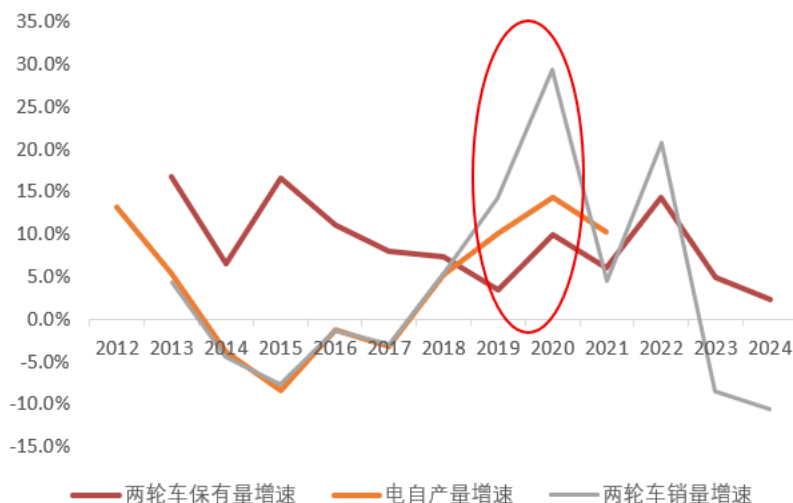
## 行业迎政策机遇：新老国标切换

□ **电动两轮车报废更新受新国标实施影响较大。**2019年国标正式实施，当年电动两轮车保有量为3.0亿辆，同比+3.4%，产量为3609万辆（电自），同比+10.1%，销量为3680万辆，同比+14.3%；2020年电动两轮车保有量为3.3亿辆，同比+10.0%，产量为4126.0万辆（电自），同比+14.3%，销量为4760.0万辆，同比+29.3%，政策正式实施第1、2年保有量增速小于产销量增速。参考19、20年保有量和销量的增速表现来看，在新老国标切换之际，行业销量主要以存量替换为主，即电动两轮车的报废更新受新老国标切换的影响较大。

### 中国电动两轮车保有量



### 新国标实施有效刺激报废更新



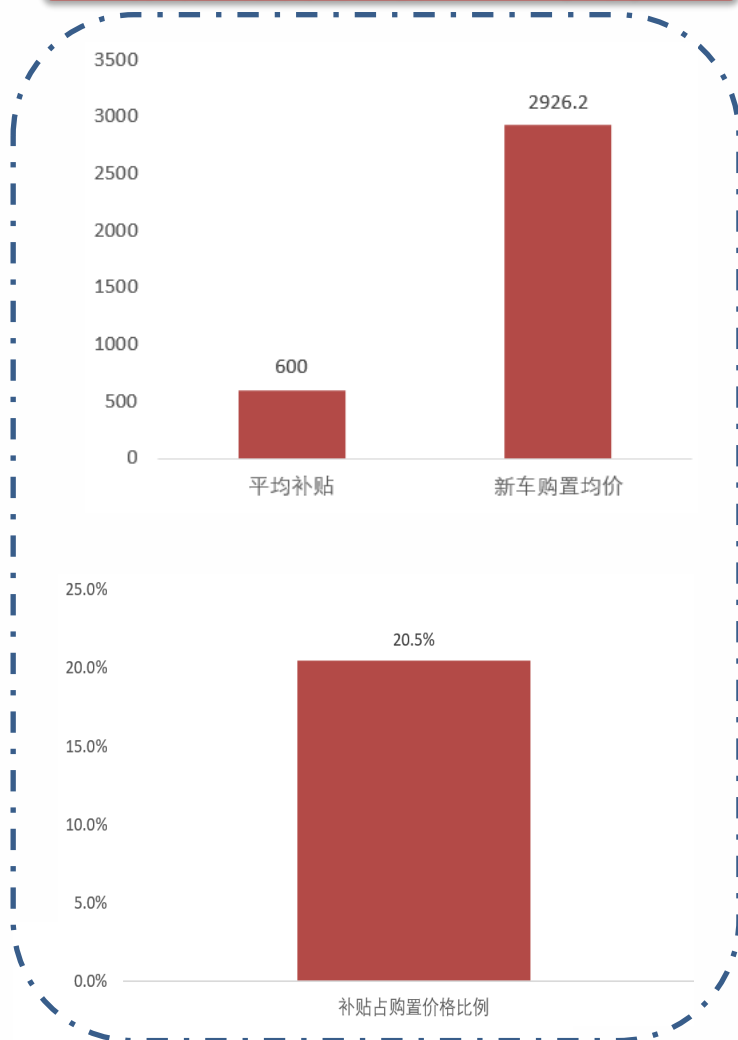
# 行业迎政策机遇：以旧换新政策效果开始显现

➤ **2025年补贴力度加大，政策导向替换为铅酸车型。**国内绝大多数省份开始落实2025年以旧换新政策且对铅酸电池的导向更强，即对换购铅酸电动自行车的消费者给予额外补贴。此外，本次湖北省补贴政策金额分四档调整，消费满1500元补贴500元；消费满2000元补贴600元；消费满3000元补贴700元；消费满4000元补贴800元，有意拉动高端市场，该模式起到示范作用，利好行业单车价格向上。

| 地方    | 开始时间      | 截至时间                        | 补贴金额                                                 |
|-------|-----------|-----------------------------|------------------------------------------------------|
| 陕西省   | 2025.1.1  | 2025.12.31                  | 500元，锂电换铅酸600元                                       |
| 江苏省   | 2025.1.1  | 2025.12.31                  | 最终销售价格的30%，最高不超过1000元。                               |
| 浙江省   | 2025.1.1  | 2025.12.31                  | 予以新车实际销售价格40%补贴，最高不超过1200元。                          |
| 四川省   | 2025.1.1  | 补贴资金使用完毕或政策实施期结束即止          | 按新车金额20%，最高不超过500元，锂电换铅酸+100元。                       |
| 江西省   | 2025.1.1  | -                           | 500，锂电换铅酸600                                         |
| 广西自治区 | 2025.1.1  | 2025.12.31                  | 2500元以下-300，2500至3000元-400，3000元以上-500，锂电换铅酸额外补100元  |
| 陕西省   | 2025.1.1  | 2025.12.31                  | 500元，锂电换铅酸600元                                       |
| 湖南省   | 2025.1.1  | 2025.12.31                  | 500元，锂电换铅酸600元                                       |
| 河南省   | 2025.1.1  | 先到先得，资金用完为止                 | 最高不超过500元，交售报废老旧锂离子蓄电池电动自行车并换购铅酸蓄电池电动自行车的，可适当加大补贴力度。 |
| 辽宁省   | 2025.1.1  | 2025.12.31                  | 500，锂电换铅酸600                                         |
| 内蒙古   | 2025.1.1  | -                           | 500，锂电换铅酸600                                         |
| 湖北省   | 2025.1.1  | 2025.12.31                  | 1500-500、2000-600、3000-700、4000-800                  |
| 山西省   | 2025.1.20 | 适时调整                        | 600，锂电换铅酸适当加大补贴力度                                    |
| 宁夏自治区 | 2025.1.21 | 2025.12.31                  | 按售价20%补贴，不超过500元；锂电换铅酸，按售价25%补贴，不超过700元。             |
| 云南省   | 2025.1.21 | 先到先得，用完即止                   | 500元                                                 |
| 河北省   | 2025.1.22 | 2025.12.31                  | 铅酸补20%，不超过500；锂电补10%，不超过300元。                        |
| 重庆市   | 2025.1.24 | 2025.12.31（补贴资金使用完毕或政策期满即止） | 每个消费者给予500元定额资金补贴                                    |
| 黑龙江省  | 2025.1.26 | 2025.12.31（补贴资金使用完毕或政策期满即止） | 500，锂电换铅酸600                                         |
| 天津市   | 2025.1.4  | 先到先得，资金用完为止（参考24年规则）        | 500，锂电换铅酸600                                         |
| 海南省   | 2025.2.1  | 2025.12.31                  | 补20%，不超过500元。锂电换铅酸，定额补600元。                          |
| 安徽省   | 2025.2.19 | 2025.12.31（补贴资金使用完毕或政策期满即止） | 换购锂电最高补700，换购铅酸最高补900                                |
| 贵州省   | 2025.2.28 | 2025.12.31                  | 2000及以下补600、2000+补800、锂电换铅酸额外+200元                   |
| 北京市   | 2025.2.8  | 2025.12.10                  | 500，锂电换铅酸600                                         |
| 吉林省   | 2025.4.1  | 2025.12.31（补贴资金使用完毕或政策期满即止） | 按售价20%补贴，不超过500元，锂电换铅酸不超过600元。                       |
| 上海市   | 2025.7.1  | 2025.12.31                  | 500，换铅酸600                                           |

# 行业迎政策机遇：以旧换新政策效果开始显现

## 补贴金额占购置价20.5%（元）



### ➤ 2025年以旧换新效果显著

- ❑ **换新量翻倍**：25H1全国电动自行车收旧、换新各846.5万辆，是2024年的6.1倍，江苏、河北、浙江等3个省份销量均超100万辆，另有安徽、山东等16个省份销量超过10万辆。
- ❑ **单车价格向上**：24年新车购置价格为2710.1元/辆，25H1新车购置价格为2926.2元/辆。
- ❑ **参与门店增加，惠及度加大**。当前共有8.2万家销售门店参加电动自行车以旧换新，其中大多为小微企业和个体商户，平均拉动单店销售增长30.2万元，促进了广大小微商户经营发展。

|              | 2024   | 25H1   |
|--------------|--------|--------|
| 以旧换新量（万辆）    | 138    | 846.5  |
| 带动新车销售额（亿元）  | 37.4   | 247.7  |
| 新车购置价格（元/辆）  | 2710.1 | 2926.2 |
| 参与门店（万家）     | 4.1    | 8.2    |
| 带动门店收入（万元/家） | 9.1    | 30.2   |

# 格局机遇：长期行业格局有望改善，利好优质企业

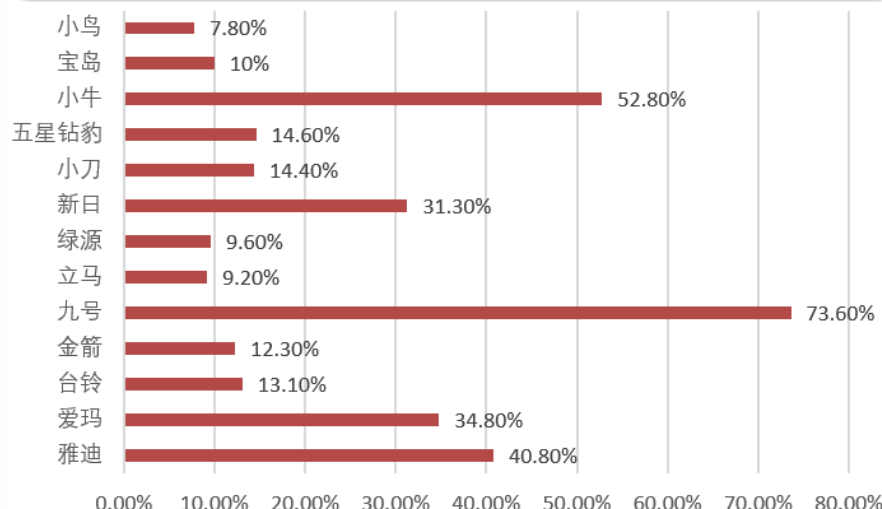
## 第一、二、三批符合《电动自行车行业规范条件》品牌名单

### 第一、二、三批符合《电动自行车行业规范条件》品牌名单

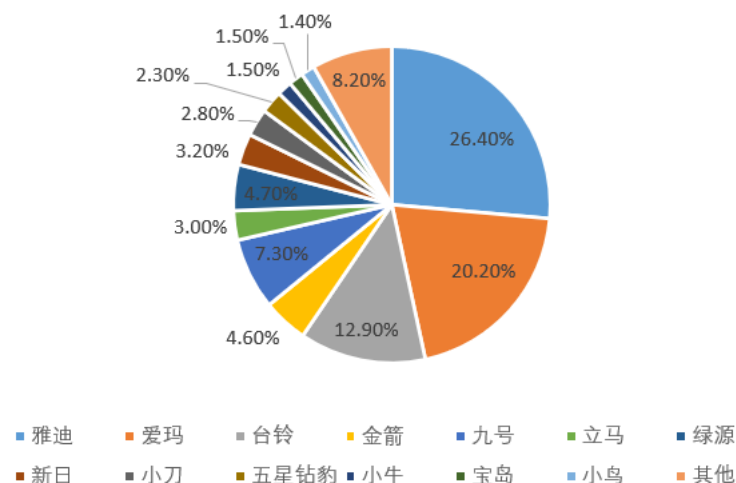
| 第一批                  | 第二批                                                | 第三批                                |
|----------------------|----------------------------------------------------|------------------------------------|
| 爱玛<br>台铃<br>雅迪<br>绿源 | 新日、雅迪、斯波兹曼、小鸟、立马、新日、小刀、富士达、爱玛、钻豹、绿驹、极核、绿源、台铃、五羊-本田 | 金箭、捷马、小刀、台铃、小牛、九号、新大洲本田摩托、新日、爱玛、倍特 |

➤ 白名单限制+品牌力提升，行业格局有望改善。面临白名单的限制以及行业激烈的竞争，未来一些实力较弱、技术和品牌影响力不足的长尾品牌逐渐失去市场竞争力。而头部品牌凭借自身在技术研发、品牌知名度、渠道建设等方面的优势，在竞争中不仅能够保持市场份额，甚至还能实现份额的进一步提升。奥维云网监测数据显示2025年1-5月，九号电动车份额增长1.9%，爱玛电动车份额增长1.6%。

## 25年1-5月电两轮内销出货增速对比



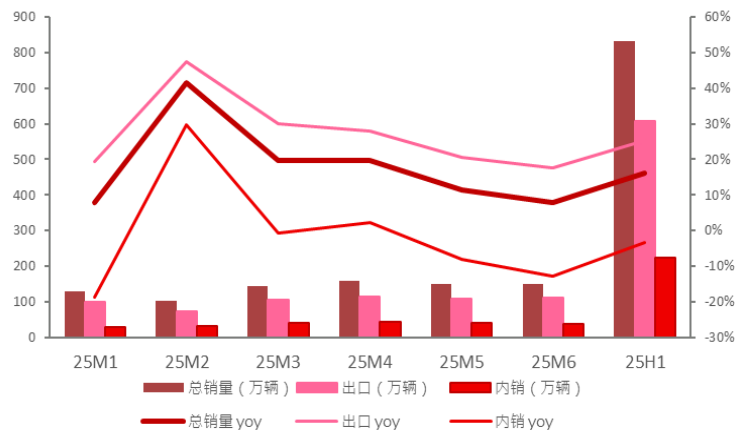
## 25年1-5月电两轮内销品牌份额对比



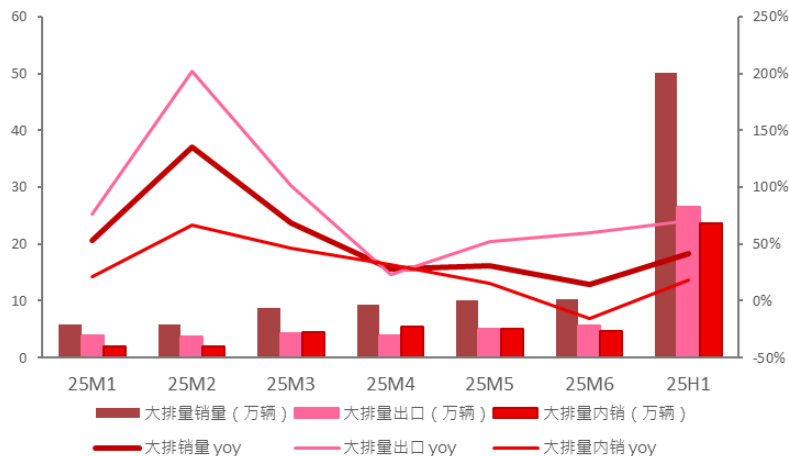
# 2025年摩托车行业概况：内销稳中有压、出口强劲扩容

□ **油摩行业**：2025年上半年行业累计交付831.71万辆，同比提升16.11%。内销端因小排量（250cc排量以下）车型需求疲软，222.61万辆的成绩同比微降3%；而出口端凭借海外市场拓展，以609.10万辆、同比+25.42%的表现，延续高景气增长。

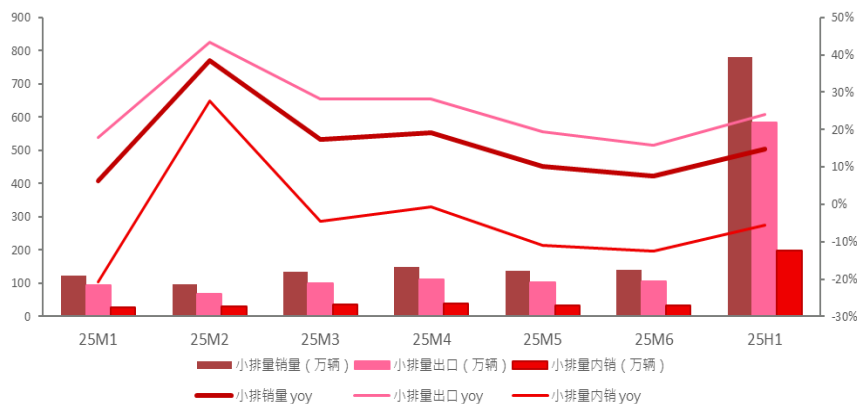
## 2025H1摩托车销量情况



## 2025H1 250cc排量以上摩托车销量情况



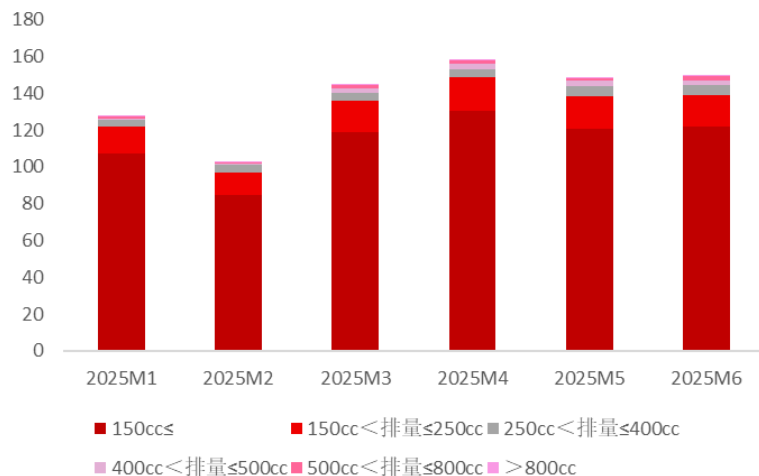
## 2025H1 250cc排量以下摩托车销量情况



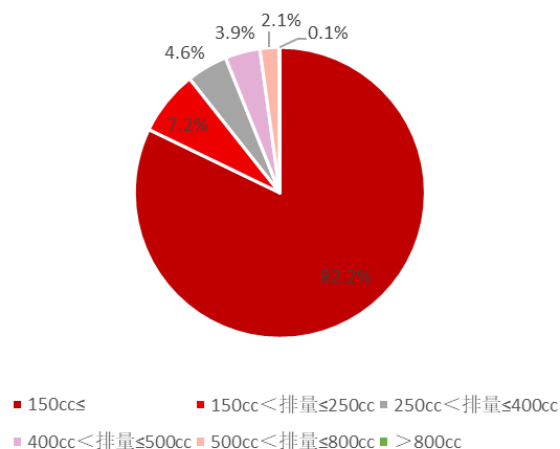
## 大排量细分市场更显“内外双爆”

□ **大排量（250cc以上的排量）细分市场**：1-6月累计销量突破50万辆，同比激增50%。内销以19万辆、同比+32%，在2024年高基数上再提速，超年初市场预期；出口端21万辆、同比+73%，海外需求持续爆发，成为增长核心引擎。

### 25M1-M6油摩销量按排量段分（万辆）



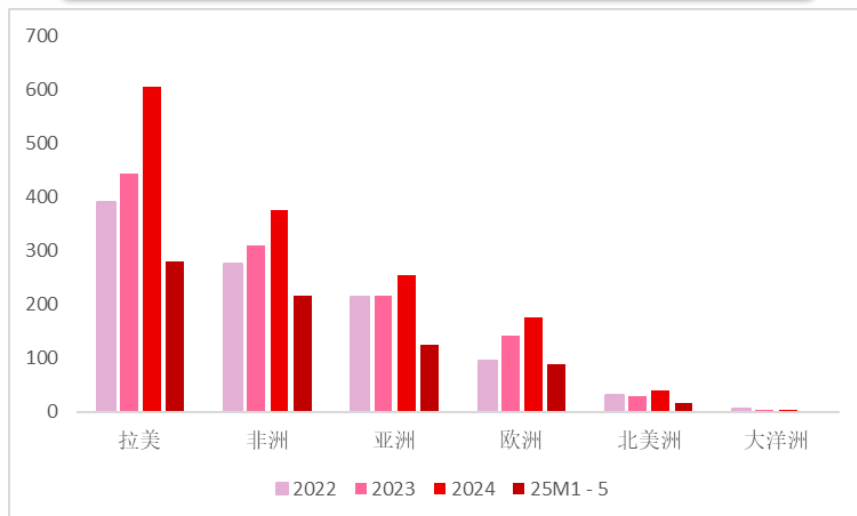
### 25H1油摩排量占比



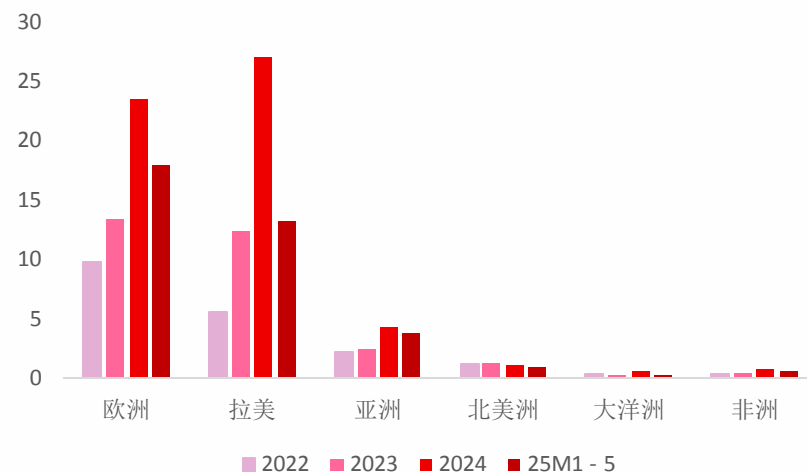
# 油摩出口市场呈现分化特征

- **2025年1-5月摩托车出口市场呈现分化特征**，2025年1-5月，摩托车出口市场分化显著。亚非拉作为出口基本盘（2024年贡献超八成半份额），延续火热行情；土耳其虽为传统重点市场（2024年占比4.5%），却遭遇滑铁卢。海关总署统计显示，大排量车型出海轨迹清晰：拉美销量279万辆，同比劲增41%；非洲、亚洲分别交付216万、124万辆，同比涨74%、16%，唯独土耳其仅22万辆，同比“腰斩”跌42%。
- **大排量出口聚焦拉美与欧洲（2024年合计承包近九成份额）**，成增长主引擎。1-5月，拉美销量13万辆，同比“跳涨”73%；欧洲销量17.9万辆，同比“狂飙”81%，其中核心五国就贡献6.5万辆，同比增长79%，核心市场需求强劲，为大排量全球化按下“加速键”。

油摩出口流向（销量口径，万辆）



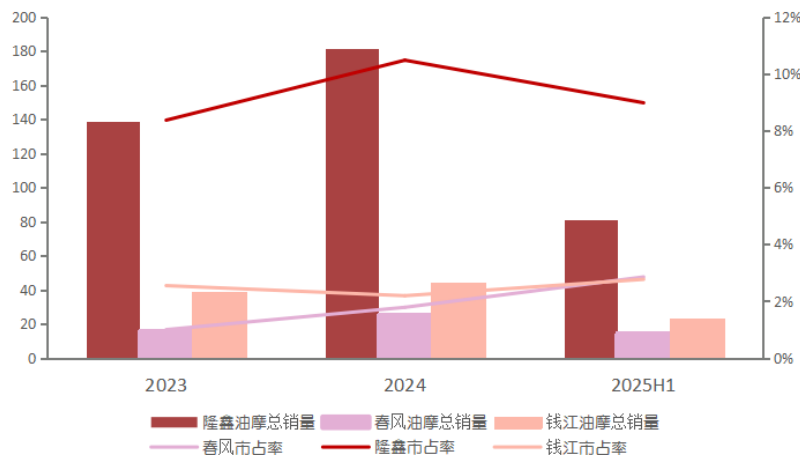
大排量摩托车出口流向（销量口径，万辆）



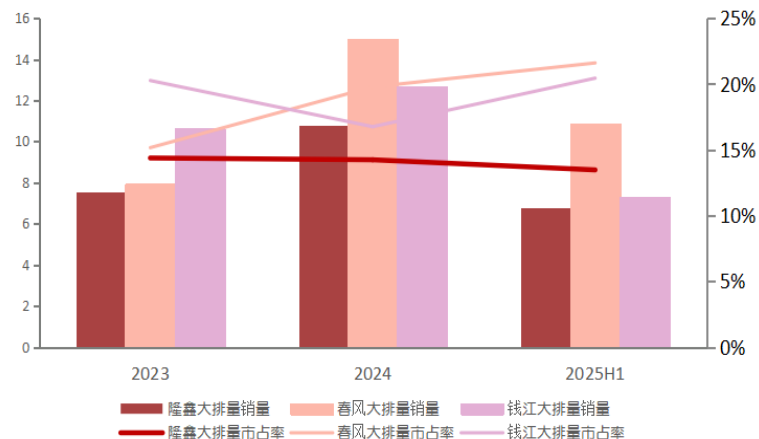
# 油摩大排量市场格局呈现多维变化

□ **摩托车大排量市场格局呈现多维变化。** 2025H1，250cc以上的大排量摩托车整体批发维度，春风、钱江、隆鑫市占率为21.60%、13.87%、13.47%，同比钱江下滑较为明显，6.57个百分点，春风、隆鑫小幅波动+0.51、-0.86个百分点。

## 整体行业格局（万辆）



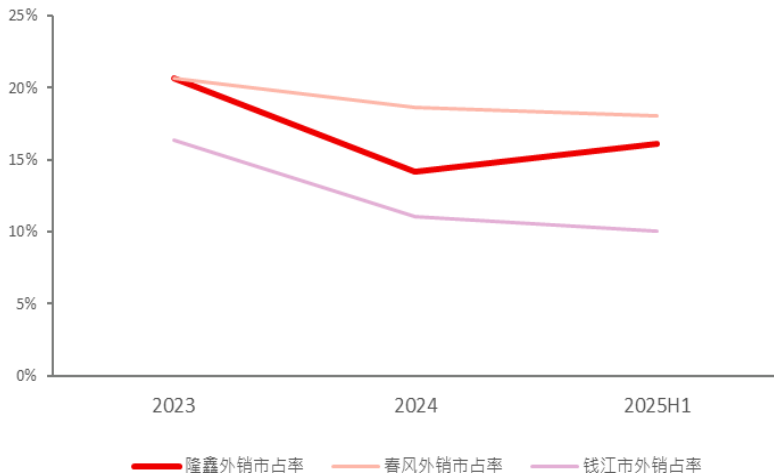
## 大排量行业格局（万辆）



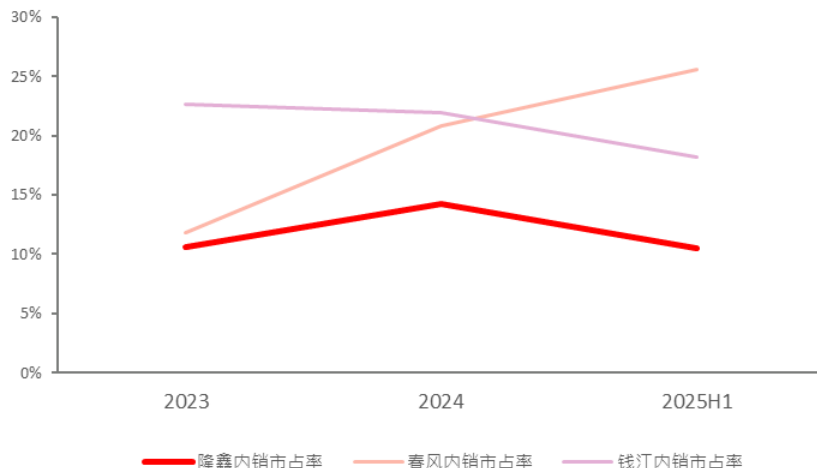
# 油摩大排量市场内外销竞争分化

- **内销层面**，25H1,春风凭借完善的产品矩阵持续发力，以25.58%的市占率领跑，同比提升3.46个百分点；钱江市占率18.18%，同比下降5.7个百分点；隆鑫受产品结构调整影响，市占率回落至10.49%，同比减少2.38个百分点。
- **出口层面**，挑战与机遇并存。春风因土耳其市场波动及KTM代理权变动，出口市占率18.04%，同比下滑1.74个百分点；钱江受同样因素冲击，市占率为10.03%，同比减少6.02个百分点。而隆鑫凭借DS900X热销，叠加DS625等新品推出，同时避开土耳其市场风险，出口市占率相对稳定为16.14%，同比微降0.06个百分点。

## 大排量外销行业格局



## 大排量内销行业格局



## 两轮车板块观点

- **以旧换新效果显著，三季度有望迎来产销两旺。**电动两轮车在25年迎来新老国标切换以及以旧换新政策机遇，新国标要求25年8月31日老国标产品停止生产，11月30日停止销售，故三季度生产端、经销商端将进入生产、囤货加速期。当前以旧换新效果显著，25H1全国电动自行车收旧、换新各846.5万辆，是2024年的6.1倍，江苏、河北、浙江等3个省份销量均超100万辆，另有安徽、山东等16个省份销量超过10万辆，叠加三季度本身即为行业传统旺季，我们认为三季度电动两轮车将进入产销两旺的发展态势。
- **白名单限制+品牌力提升，行业格局有望改善。**当前国家发布三批白名单，对厂商端提出了更高的要求，未来面临白名单限制以及行业激烈的竞争，头部品牌有望凭借自身在技术研发、品牌知名度、渠道建设等方面的优势获得更高市场份额。奥维云网监测数据显示2025年1-5月，九号电动车份额增长1.9%，爱玛电动车份额增长1.6%。
- **摩托车海外需求持续爆发，成增长核心引擎。**摩托车：2025上半年摩托车累计交付831.71万辆，同比增长16.11%，大排量车型（250cc及以上）升级成为核心增长引擎。内销端，小排量车型（250cc及以下）需求疲软导致整体内销222.61万辆（同比微降3%），但大排量车型凭借消费升级下用户对动力性能、骑行体验的追求，内销同比增长18.74%，成为对冲小排量颓势的关键，凸显内销结构向大排量倾斜的明确趋势。出口端延续高景气，2025H1销量为609.1万辆，同比+25%，其中，大排量车型贡献核心增量——中国品牌依托差异化设计（如复古巡航、运动仿赛）与性价比优势，大排量出口同比飙升70%，印证大排量车型正加速打开海外市场。行业增长已从“小排量走量”转向“大排量升级”，成为驱动高景气的主线。
- **相关标的：**爱玛科技（603529）、九号公司-WD（689009）、隆鑫通用（603766）、春风动力（603129）、钱江摩托（000913）

# 目 录

---

- ◆ 汽车行情回顾：商用车表现强势，估值触底回升
- ◆ 汽车行业：政策和促销活动联动催化需求，出口延续高增长
- ◆ 智能汽车：中高阶智驾爆发，Robotaxi元年到来
- ◆ 新能源汽车：渗透率再度提升，政策带来新机遇
- ◆ 商用车：重卡报废更新政策效果释放，客车出口未来可期
- ◆ 两轮车：电自迎来政策机遇，摩托车出口强劲扩容
- ◆ 重点推荐标的

# 禾赛科技（HSAI.O）：激光雷达全球龙头，全年有望实现GAAP盈利

## □ 投资逻辑：

（1）公司是全球及国内激光雷达龙头企业，24年ADAS及L4领域激光雷达全球份额分别为26%/61%，预计到30年国内车用激光雷达市场规模达990亿元，体量可观；（2）24年公司成为全球首家且唯一实现Non-GAAP全年盈利的上市激光雷达企业，预计25年将保持强劲的增长势头；（3）公司积极开拓Robo+新领域，如robotaxi、robovan、机器人等，增长潜力巨大。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计公司2025-2027年营收CAGR为44.3%，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

客户销量不及预期风险，行业不景气风险，出海风险等。

业绩预测和估值指标

| 指标         | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 2,077.16 | 3,483.08 | 4,636.85 | 6,242.36 |
| 增长率（%）     | 10.66    | 67.69    | 33.13    | 34.63    |
| 归母净利润（百万元） | -102.38  | 317.09   | 340.76   | 506.28   |
| 增长率（%）     | 78.49    | 409.73   | 7.47     | 48.57    |
| EPS（元）     | -0.77    | 2.39     | 2.57     | 3.82     |

股价表现



## 耐世特（1316.HK）：经营效率大幅回升，25H1业绩明显改善

### □ 投资逻辑：

（1）公司是全球转向系统龙头企业，全球市占率排名前列；（2）盈利能力稳步回升，24年公司EBITDA同比增长77.8百万美元，其中24H2的EBITDA率10.46%，同比+2.83pp，环比+1.09pp，经营效率明显改善；（3）随着城市NOA渗透率持续提升，25年成为线控转向元年，公司已获得国内外龙头整车厂线控转向订单，彰显先进的技术实力。

### □ 业绩预测与投资建议：

预计2025-2027年EPS分别为0.37/0.47/0.59港元，归母净利润CAGR为45.4%，维持“买入”评级。

### □ 风险提示：

行业竞争加剧风险，汇率波动风险，新产品拓展不及预期风险。

业绩预测和估值指标

| 指标          | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万美元）  | 4,276.09 | 4,467.36 | 4,748.01 | 5,221.47 |
| 增长率         | 1.65     | 4.47     | 6.28     | 9.97     |
| 归母净利润（百万美元） | 61.72    | 118.15   | 150.45   | 189.89   |
| 增长率         | 68.00    | 91.43    | 27.34    | 26.21    |
| EPS（港元）     | 0.19     | 0.37     | 0.47     | 0.59     |

股价表现



## 伯特利（603596）：线控制动龙头，营收利润稳健增长

### □ 投资逻辑：

（1）25Q1公司各类产品销量均保持较快增长，其中智能电控产品销量同比+58.4%；盘式制动器同比+36.1%；轻量化制动零部件同比+23.5%。（2）公司产能持续扩张，墨西哥生产基地于24年实现营收2.75亿元，24Q3开始收入快速增加并实现盈利。目前公司正实施墨西哥生产基地的产能扩建。（3）公司持续加大研发投入，稳步推进新产品、新技术研发及量产交付。

### □ 业绩预测与投资建议：

预计公司2025-2027年EPS分别为2.49/3.27/4.18元，归母净利润CAGR为28%，维持“买入”评级。

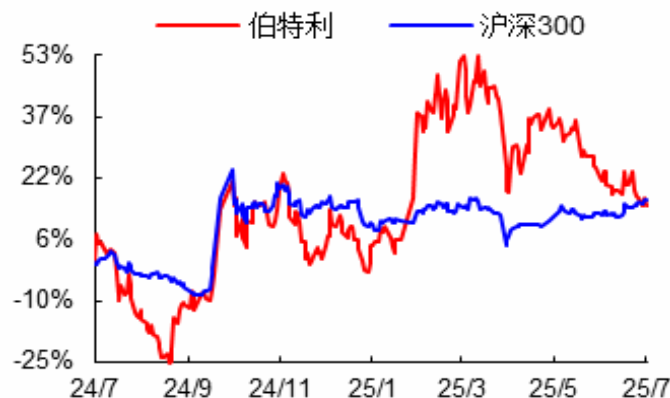
### □ 风险提示：

竞争加剧的风险；新产品推广不及预期的风险；海外市场风险等。

业绩预测和估值指标

| 指标         | 2024A   | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 9936.60 | 12976.32 | 16558.46 | 20235.16 |
| 增长率        | 32.95%  | 30.59%   | 27.61%   | 22.20%   |
| 归母净利润（百万元） | 1208.85 | 1512.62  | 1985.69  | 2535.28  |
| 增长率        | 35.60%  | 25.13%   | 31.27%   | 27.68%   |
| EPS（元）     | 1.99    | 2.49     | 3.27     | 4.18     |

股价表现



# 华阳集团（002906）：汽车电子快速增长，新产品不断突破

## □ 投资逻辑：

（1）客户持续开拓，盈利能力保持基本稳定；（2）汽车电子新产品迭代升级，新订单持续开拓。公司多项技术迭代升级并应用落地。新接订单中新能源项目占比持续提升，未来有望持续贡献增量；（3）持续加大研发投入，募投项目助力产能扩张。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计公司2025-2027年EPS分别为1.67/2.21/2.72元，归母净利润CAGR为29.9%，维持“买入”评级。

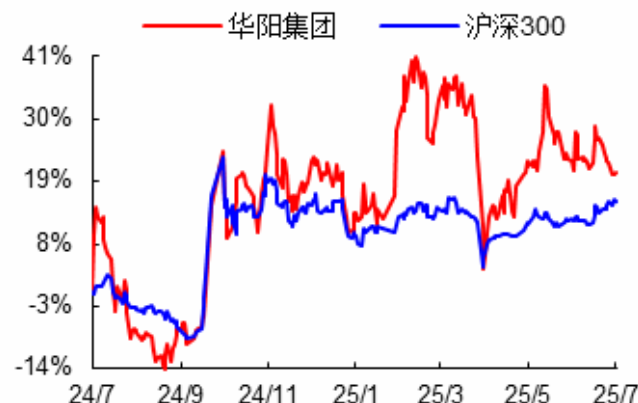
## □ 风险提示：

竞争加剧的风险；新产品推广不及预期的风险；海外市场风险等。

业绩预测和估值指标

| 指标         | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 10157.54 | 13162.17 | 16225.61 | 18842.44 |
| 增长率        | 42.33%   | 29.58%   | 23.27%   | 16.13%   |
| 归母净利润（百万元） | 651.36   | 876.21   | 1160.23  | 1426.79  |
| 增长率        | 40.13%   | 34.52%   | 32.41%   | 22.97%   |
| EPS（元）     | 1.24     | 1.67     | 2.21     | 2.72     |

股价表现



## 宇通客车（600066）：销量持续增长，产品矩阵继续丰富

### □ 投资逻辑：

（1）客车市场销量持续增长，25H1公司总销量实现增长。（2）以旧换新政策推动国内客车市场发展，海外市场新能源客车需求旺盛。（3）产品矩阵继续丰富，服务水平持续提升。

### □ 业绩预测与投资建议：

预计公司2025-2027年归母净利润CAGR为14.0%，维持“买入”评级。

### □ 风险提示：

市场竞争加剧、原材料价格上涨、市场需求不及预期、新能源客车出口不及预期等风险。

业绩预测和估值指标

| 指标           | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元）     | 372.18 | 434.42 | 489.70 | 540.52 |
| 增长率          | 38%    | 17%    | 13%    | 10%    |
| 归属母公司净利润（亿元） | 41.16  | 45.31  | 53.67  | 61.01  |
| 增长率          | 127%   | 10%    | 18%    | 14%    |
| 每股收益EPS（元）   | 1.86   | 2.05   | 2.42   | 2.76   |
| 净资产收益率ROE    | 30%    | 28.7%  | 29.1%  | 28.5%  |

股价表现



# 中通客车（000957）：客车产品竞争力强化，新能源出口未来可期

## 投资逻辑：

（1）国内客车需求增长，海外市场需求旺盛；（2）公司坚持技术立企，研发人员占比呈提升趋势，在新能源、智能化、网联化方面取得重要突破，产品和服务受到国内和海外客户认可；（3）海外市场加速拓展，25H1出口新能源产品销量大幅增长，产品结构和盈利能力有望持续优化。

## 业绩预测与投资建议：

预计公司2025-2027年归母净利润CAGR为39.1%，维持“买入”评级。

## 风险提示：

需求不及预期、海外环保政策变动、电池等原材料价格上涨等风险。

业绩预测和估值指标

| 指标           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（亿元）     | 57.34 | 71.45 | 78.88 | 87.63 |
| 增长率          | 35%   | 25%   | 10%   | 11%   |
| 归属母公司净利润（亿元） | 2.49  | 4.48  | 5.57  | 6.71  |
| 增长率          | 258%  | 80%   | 24%   | 20%   |
| 每股收益EPS（元）   | 0.42  | 0.7   | 0.94  | 1.13  |
| 净资产收益率ROE    | 8%    | 14%   | 16%   | 17%   |

股价表现



## 中国重汽（000951）：公司加强费用管控，看好后续内需/非俄表现

### □ 投资逻辑：

（1）费用管控效果良好，盈利能力持续强化；（2）政策刺激内需，国四淘汰带来新机遇；（3）非俄市场助力出口增长，利好公司业绩增长。

### □ 业绩预测与投资建议：

预计公司25/26/27年归母净利润17.5/22.2/25.1亿元，维持“买入”评级。

### □ 风险提示：

行业复苏不及预期风险；汇率波动风险；出口景气度不可持续风险；原材料价格波动风险；产能扩张不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

| 指标         | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）  | 44929.09 | 55191.87 | 64657.58 | 73750.61 |
| 增长率        | 6.80%    | 22.84%   | 17.15%   | 14.06%   |
| 归母净利润（百万元） | 1479.66  | 1750.29  | 2222.10  | 2513.50  |
| 增长率        | 36.96%   | 18.29%   | 26.96%   | 13.11%   |
| 每股收益EPS（元） | 1.26     | 1.49     | 1.89     | 2.14     |
| 净资产收益率ROE  | 11.37%   | 14.11%   | 15.92%   | 16.20%   |

股价表现



# 中国重汽（3808.HK）：内需迎来政策刺激，全面抢抓新能源机遇

## □ 投资逻辑：

- （1）换新政策扩展至国四车型，内需迎来刺激；
- （2）新能源渗透率快速提升，公司全面抢抓新机遇；
- （3）持续加强内功修炼。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计公司2025-2027年归母净利润分别70.4、82.0、91.7亿元，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

行业复苏不及预期风险；汇率波动风险；出口景气度不可持续风险；原材料价格波动风险；产能扩张不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

| 指标         | 2024A    | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元）  | 95061.59 | 109353.48 | 125287.98 | 136559.11 |
| 增长率        | 11.19%   | 15.03%    | 14.57%    | 9.00%     |
| 归母净利润（百万元） | 5858.39  | 7039.71   | 8202.75   | 9166.36   |
| 增长率        | 10.16%   | 20.16%    | 16.52%    | 11.75%    |
| 每股收益EPS（元） | 2.12     | 2.55      | 2.97      | 3.32      |
| 净资产收益率ROE  | 14.23%   | 15.69%    | 17.08%    | 17.52%    |

股价表现



# 爱玛科技（603529）：产品结构优化，盈利能力持续提升

## □ 投资逻辑：

（1）新老国标切换叠加以旧换新持续推进，行业迎来政策机遇；（2）公司产品结构优化，助力盈利能力提升；（3）未来行业格局有望有望重塑，直接利好头部企业。

## □ 业绩预测与投资建议：

预计公司2025-2027年归母净利润分别为26.7/34.5/38.4亿元，未来三年复合增速为24.5%，维持“买入”评级。

## □ 风险提示：

电动自行车替换更新不及预期风险，以旧换新补贴力度不及预期风险，原材料价格变化风险等。

业绩预测和估值指标

| 指标         | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元）   | 216.06 | 280.87 | 340.95 | 376.89 |
| 增长率        | 2.71%  | 30.00% | 21.39% | 10.54% |
| 归母净利润（亿元）  | 19.88  | 26.70  | 34.49  | 38.38  |
| 增长率        | 5.68%  | 34.29% | 29.18% | 11.28% |
| 每股收益EPS（元） | 2.32   | 3.11   | 4.02   | 4.47   |
| 净资产收益率ROE  | 22.02% | 24.32% | 24.82% | 22.52% |

股价表现



重点推荐标的

| 股票代码      | 股票名称 | 当前价格<br>(元/股) | 投资评级 | EPS (元) |       |       | PE/PS |       |       |
|-----------|------|---------------|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |               |      | 2025E   | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| HSAI.O    | 禾赛科技 | 20.06USD      | 买入   | 2.39    | 2.57  | 3.82  | 5     | 4     | 3     |
| 1316.HK   | 耐世特  | 6.50HKD       | 买入   | 0.37    | 0.47  | 0.59  | 18    | 14    | 11    |
| 603596.SH | 伯特利  | 50.91         | 买入   | 2.49    | 3.27  | 4.18  | 20    | 16    | 12    |
| 002906.SZ | 华阳集团 | 31.08         | 买入   | 1.67    | 2.21  | 2.72  | 19    | 14    | 11    |
| 600066.SH | 宇通客车 | 25.80         | 买入   | 2.05    | 2.42  | 2.76  | 13    | 11    | 9     |
| 000957.SZ | 中通客车 | 11.27         | 买入   | 0.7     | 0.94  | 1.13  | 16    | 12    | 10    |
| 000951.SZ | 中国重汽 | 18.04         | 买入   | 1.49    | 1.89  | 2.14  | 12    | 10    | 8     |
| 3808.HK   | 中国重汽 | 21.1          | 买入   | 2.55    | 2.97  | 3.32  | 8     | 7     | 6     |
| 603529.SH | 爱玛科技 | 35.81         | 买入   | 3.11    | 4.02  | 4.47  | 12    | 9     | 8     |

数据来源：西南证券（注：股价截至2025年7月17日，禾赛估值指标为PS，耐世特EPS单位为港元，中国重汽（3808）股价已转换为人民币）



**西南证券**  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：郑连声  
执业证号：S1250522040001  
电话：010-57758531  
邮箱：zlans@swsc.com.cn

分析师：冯安琪  
执业证号：S1250524050003  
电话：021-58351905  
邮箱：faz@swsc.com.cn

分析师：张雪晴  
执业证号：S1250524100002  
电话：010-57758528  
邮箱：zxqyf@swsc.com.cn

分析师：郭婧雯  
执业证号：S1250524120001  
电话：13816627924  
邮箱：gjw@swsc.com.cn

联系人：郭瑞晴  
电话：13379781776  
邮箱：grq@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

### 公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上  
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间  
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间  
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

### 行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上  
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间  
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究院

### 西南证券研究院

#### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

#### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

#### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

### 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务                      | 手机          | 邮箱                   | 姓名  | 职务  | 手机          | 邮箱                  |
|----|-----|-------------------------|-------------|----------------------|-----|-----|-------------|---------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 院长助理、研究销售部<br>经理、上海销售主管 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      | 欧若诗 | 销售岗 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn     |
|    | 崔露文 | 销售岗                     | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      | 蒋宇洁 | 销售岗 | 15905851569 | jjj@swsc.com.cn     |
|    | 李煜  | 销售岗                     | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn   | 贾文婷 | 销售岗 | 13621609568 | jiawent@swsc.com.cn |
|    | 汪艺  | 销售岗                     | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     | 张嘉诚 | 销售岗 | 18656199319 | zhangjc@swsc.com.cn |
|    | 李嘉隆 | 销售岗                     | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn   | 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn     |
| 北京 | 李杨  | 北京销售主管                  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     | 张鑫  | 销售岗 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn   |
|    | 张岚  | 销售岗                     | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn | 王一菲 | 销售岗 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn     |
|    | 杨薇  | 销售岗                     | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  | 王宇飞 | 销售岗 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com.cn |
|    | 姚航  | 销售岗                     | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    | 马冰竹 | 销售岗 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn     |
| 广深 | 龚之涵 | 销售岗                     | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   | 林哲睿 | 销售岗 | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn     |
|    | 杨举  | 销售岗                     | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn   |     |     |             |                     |