

# 汽车行业投资策略

## 复盘 20 年汽车行情，探寻总量红利消退期的投资机遇

优于大市

### 核心观点

本报告起始于一个核心问题：**汽车行业景气度（总量增速）与汽车板块估值的关系如何？**当前汽车行业既面临总量红利逐步消退的压力，又迎来 AI 大模型快速迭代的变革机遇，行业景气度与板块估值的关联逻辑更趋复杂。为此，我们采用定性和定量分析相结合的方式，系统性探究汽车行业景气度与汽车板块估值的关系，提供低增速时代下汽车行业的投资策略和分析框架。

**汽车板块估值和景气度有关系吗？有关系且估值前置于景气度。**复盘 20 年汽车历史，但凡高景气度（销量高增长）的年份，汽车板块行情表现一定提升（但并非每次汽车板块行情的提振都来自于高景气度）。长期看，板块估值和景气度存在正相关关系，同时拟合分析下来汽车板块月度估值相对月度销量增速有 1 个月左右的领先性，当前汽车估值隐含未来销量增速预期。

**高估值一定由高景气度驱动吗？不一定，景气度是估值的充分非必要条件。**2019 年以后，汽车行情与景气度之间的正相关关系弱化，出现两大效应：①脱钩效应：景气度是估值的充分非必要条件，传统“销量增速驱动估值”的逻辑正在弱化，二者有明显的脱钩；②非对称效应：更深入看，景气度对估值的影响具有非对称效应，高景气度能驱动行业估值提升，但低景气度并不一定导致估值下滑，行业高估值不一定需要高景气度作为基础驱动。

**为何出现景气度和板块估值的脱钩？三重周期决定论。**汽车产业具有三大属性：大宗消费品产业（需求端要素）+技术密集产业（供给端要素）+战略型产业（政策端要素），对应宏观经济周期（10 年+）、产业技术周期（5 年+）、政策周期（1~3 年），共同影响汽车产业基本面（总量、结构）与板块估值。当前汽车板块估值与景气度的脱钩并非偶然的短期现象，而是我国汽车产业向成熟期阶段演进下，三重周期主导权切换的结果，主导周期从宏观经济周期+政策周期转向产业技术周期，使得结构性机会（SUV、新能源、智能化等）成为估值新动能，最终导致景气度与估值的相关性弱化。

**2025 年之后怎么看总量和行情？总量低增速常态化，关注 AI 技术带来产业周期新机遇。**总量方面，我国汽车行业总量已进入常态化低增速阶段，预计未来汽车总体销量持平，新能源乘用车销量增速预计有所放缓。结构性行情来自于出海/智能车/机器人，2026 年个股估值分化加剧。

**风险提示：**行业进展不及预期，技术发展不及预期。

**投资建议：**把握产业升级机遇，看好 AI 进展带来的产业升级投资机遇。看好在人工智能技术升级迭代下汽车从传统制造向具身智能的产业升级趋势。

### 重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码      | 公司名称     | 投资评级 | 昨收盘（元） | 总市值（亿元） | EPS   |       | PE    |       |
|-----------|----------|------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|
|           |          |      |        |         | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E |
| 9868.HK   | 小鹏汽车-W   | 优于大市 | 72.0   | 1375.5  | -3.02 | -0.83 | -24   | -87   |
| HSA1.0    | 禾赛科技     | 优于大市 | 200.0  | 317.9   | -0.66 | 2.27  | -303  | 88    |
| 300893.SZ | 松原安全     | 优于大市 | 25.4   | 120.1   | 1.15  | 1.22  | 22    | 21    |
| 601799.SH | 星宇股份     | 优于大市 | 121.3  | 346.5   | 4.93  | 5.91  | 25    | 21    |
| 9660.HK   | 地平线机器人-W | 优于大市 | 8.4    | 1235.9  | 0.17  | -0.13 | 50    | -65   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究 · 行业投资策略

#### 汽车

#### 优于大市 · 维持

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

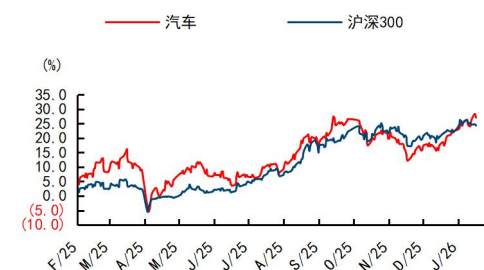
证券分析师：唐英韬

021-61761044

tangyingtao@guosen.com.cn

S0980524080002

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《低空经济行业专题四-通用航空市场稳步发展，低空运营未来可期》——2026-01-08  
《特斯拉专题研究系列三十四-马斯克薪酬计划方案通过，新一代人形机器人发布在即》——2025-11-16  
《汽车行业年度投资策略-品牌化、全球化、智能化，迎接 AI 浪潮下的产业升级机遇》——2025-11-07  
《汽车行业 2025 年 10 月投资策略-9 月狭义乘用车市场销量预计同比增长 2%，建议关注三季报行情》——2025-10-13  
《汽车行业周报（25 年第 33 周）-特斯拉机器人催化不断，带动汽车板块估值重塑》——2025-09-17

## 内容目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 汽车板块估值和景气度有关系吗？有关系 .....                | 4  |
| 高估值一定需要高景气度驱动吗？不一定 .....                | 6  |
| 为何出现景气度和板块估值的脱钩？三重周期决定论 .....           | 10 |
| 原因分析：估值逻辑从规模扩张转向质量升级，结构性机会成为估值新动能 ..... | 10 |
| 三重周期论：三重周期主导权切换驱动估值逻辑重塑 .....           | 12 |
| 2025 年之后怎么看总量和行情？ .....                 | 14 |
| 总量：向成熟期过渡，国内汽车销量低增速常态化 .....            | 14 |
| 行情：脱钩趋势不改，结构性新动能有望驱动估值提升 .....          | 16 |
| 看未来，AI 技术带来产业周期新机遇 .....                | 18 |
| 行业趋势：智能化、具身智能浪潮催生汽车行业新的结构性机会 .....      | 18 |
| 估值逻辑：加速从制造向具身智能的估值重塑 .....              | 21 |
| 投资建议 .....                              | 22 |
| 重点公司盈利预测及估值 .....                       | 33 |

## 图表目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 1: A 股分板块涨跌幅年度对比 .....                     | 4  |
| 图 2: 2005~2024 年汽车销量同比增速与板块涨跌幅散点图 .....      | 5  |
| 图 3: 汽车行业估值相对汽车销量同比增速有一定的领先性（月度） .....       | 5  |
| 图 4: 2019 年后景气度与估值的关系出现两大核心效应 .....          | 7  |
| 图 5: 2005~2018 年汽车板块涨跌幅与销量增速散点图 .....        | 7  |
| 图 6: 2019~2024 年汽车板块涨跌幅与销量增速散点图 .....        | 7  |
| 图 7: 2024 年 7 月至今汽车行业月度估值与汽车月度销量同比增速 .....   | 8  |
| 图 8: 2019 年后景气度与估值存在非对称效应 .....              | 10 |
| 图 9: 乘用车指数与沪深 300 指数复盘 .....                 | 11 |
| 图 10: SUV、新能源、智能化渗透率与汽车板块涨跌幅 .....           | 11 |
| 图 11: 汽车产业三重周期论 .....                        | 12 |
| 图 12: 三重周期下汽车景气度与估值分析 .....                  | 13 |
| 图 13: 中国汽车年销量及增速 .....                       | 14 |
| 图 14: 主要国家人均 GDP 及千人保有量 .....                | 15 |
| 图 15: 主要国家人均公路里程及千人保有量 .....                 | 15 |
| 图 16: 2025-2026 年各月中国乘用车销量及增速预测 .....        | 16 |
| 图 17: 2018-2019 年各月国内汽车销量增速与汽车板块估值 .....     | 17 |
| 图 18: 2025-2026 年各月国内汽车销量增速与汽车板块估值预测 .....   | 17 |
| 图 19: 汽车产品属性的演变 .....                        | 18 |
| 图 20: 2022-2025. 10 乘用车智能驾驶 L2 级及以上渗透率 ..... | 19 |
| 图 21: 2022-2025. 10 乘用车高速及城区 NOA 渗透率 .....   | 19 |
| 图 22: 2022-2025. 10 乘用车激光雷达渗透率 .....         | 20 |
| 图 23: 2022-2025. 10 乘用车自动驾驶域控制器渗透率 .....     | 20 |
| 图 24: 人形机器人成为驱动汽车板块行情的重要因素 .....             | 21 |
| 表 1: 汽车板块估值与汽车销量同比增速数据的关系 .....              | 6  |
| 表 2: 汽车销量增速对汽车板块估值的弹性分析（2025 年为节点） .....     | 8  |
| 表 3: 汽车销量增速对汽车板块估值的弹性分析（2019 年为节点） .....     | 9  |
| 表 4: 中国汽车销量预测（万辆） .....                      | 15 |
| 表 5: 智能驾驶与人形机器人本质上都为 AI 端侧应用 .....           | 19 |
| 表 6: 车企开始布局人形机器人本体业务 .....                   | 20 |
| 表 7: 重点公司盈利预测及估值 .....                       | 33 |

## 汽车板块估值和景气度有关系吗？有关系

**本报告聚焦一个核心问题：汽车行业景气度（本报告中指国内汽车销量增速）与汽车板块估值的关系如何？**我们曾在 2019 年汽车行业年度投资策略《春耕秋收，静候下半年复苏》中对二者关系进行了探索。时隔 6 年，宏观、行业、技术背景均发生了较大的变化，本报告采用定性和定量分析相结合的方式，重点探究了汽车板块估值行情与汽车行业景气度之间的关系。

首先，我们在长时间维度下（2005-2025 年）探究汽车板块估值和景气度的关系。**核心结论是：长期看，板块估值和景气度存在正相关关系，且汽车板块月度估值相对月度销量增速有领先性。**

### ■ 定性分析

**从年度分析来看，我们复盘了 2005~2025 年 A 股所有板块的年度行情情况。总体而言，在高销量增速的年份，汽车板块行情也较好。**例如，汽车板块 2009 年涨幅全行业第一（2009.1~2010.12 购置税减征，产销突破千万台，汽车销量增速分别 53%、33%），2016 年汽车板块表现居前（2015.10~2017.1 购置税，刺激 2016 乘用车销量增速 15%）；相对应的，2018~2020 年销量增速为-4%、-10%、-6%，汽车板块排名则有明显下跌。**以上结果说明，长期来看，汽车总量销量增速高将推动汽车板块行情明显向好，增速低则将压制板块行情，二者存在正相关关系。**

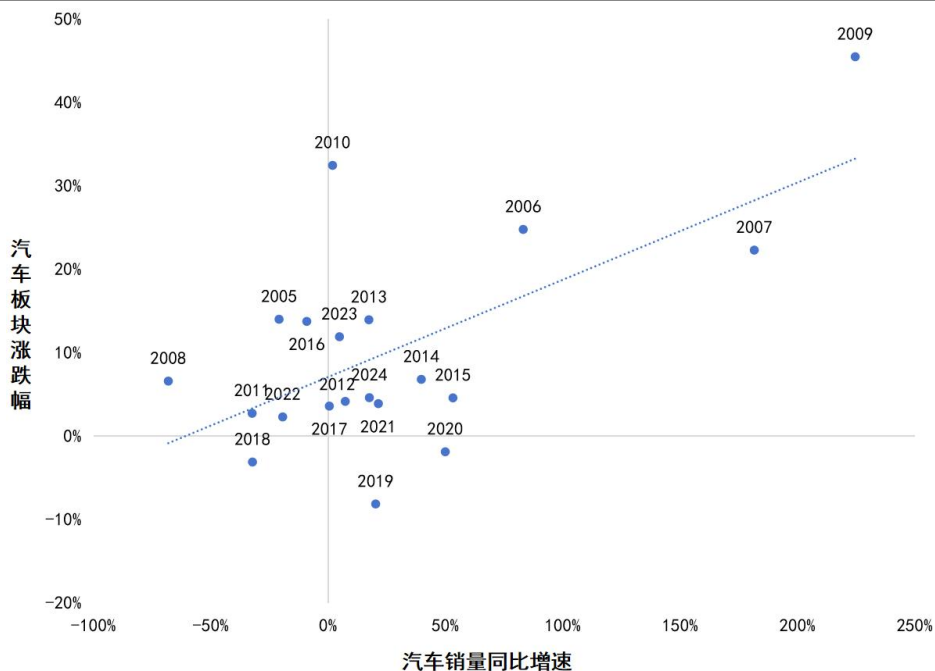
图1：A 股分板块涨跌幅年度对比

| 板块名称            | 总市值    | 成交额    | PE TTM | PB  | 涨跌幅    |      |      |       |      |      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |
|-----------------|--------|--------|--------|-----|--------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|                 |        |        |        |     | 2025至今 | 2024 | 2023 | 2022  | 2021 | 2020 | 2019  | 2018  | 2017  | 2016  | 2015  | 2014  | 2013  | 2012  | 2011  | 2010  | 2009 |
| 沪深300           | 675207 | 961403 | 14.1   | 1.5 | 18%    | 15%  | -11% | -22%  | -5%  | 27%  | 36%   | -25%  | 22%   | -11%  | 6%    | 52%   | -8%   | 8%    | -25%  | -13%  | 97%  |
| 银行              | 154588 | 70985  | 7.1    | 0.7 | 11%    | 43%  | -1%  | -6%   | 0%   | 0%   | 27%   | -11%  | 17%   | 1%    | 4%    | 72%   | -5%   | 19%   | -4%   | -28%  | 109% |
| 电子              | 131183 | 618007 | 78.8   | 5.1 | 45%    | 17%  | 7%   | -36%  | 17%  | 34%  | 72%   | -41%  | 19%   | -15%  | 81%   | 17%   | 42%   | 8%    | -39%  | 66%   | 159% |
| 非银行金融           | 80996  | 130253 | 11.6   | 1.5 | 14%    | 34%  | 0%   | -15%  | -20% | 7%   | 48%   | -24%  | 19%   | -12%  | -19%  | 130%  | -5%   | 32%   | -31%  | -25%  | 103% |
| 医药              | 71183  | 299535 | 64.0   | 3.3 | 42%    | -13% | -7%  | -21%  | -4%  | 50%  | 38%   | -27%  | 5%    | -14%  | 65%   | 18%   | 38%   | 10%   | -30%  | 29%   | 102% |
| 电力设备及新能源        | 70829  | 247931 | 48.2   | 3.0 | 15%    | 6%   | -25% | -24%  | 50%  | 88%  | 23%   | -34%  | -8%   | -17%  | 71%   | 38%   | 32%   | -16%  | -44%  | 17%   | 87%  |
| 机械              | 66488  | 365153 | 47.0   | 3.0 | 39%    | 3%   | 0%   | -20%  | 15%  | 34%  | 25%   | -35%  | -12%  | -17%  | 65%   | 47%   | 5%    | -4%   | -35%  | 28%   | 111% |
| 通信              | 59980  | 215415 | 27.0   | 2.4 | 90%    | 27%  | 25%  | -20%  | 2%   | -9%  | 31%   | -33%  | 1%    | -18%  | 115%  | 36%   | 45%   | -17%  | -30%  | -1%   | 93%  |
| 计算机             | 58384  | 409141 | 131.8  | 5.2 | 26%    | 10%  | 9%   | -25%  | 3%   | 17%  | 48%   | -25%  | -19%  | -36%  | 126%  | 57%   | 76%   | -13%  | -37%  | 29%   | 128% |
| 基础化工            | 57816  | 270683 | 46.2   | 2.6 | 41%    | -4%  | -17% | -22%  | 48%  | 36%  | 24%   | -35%  | -9%   | -10%  | 80%   | 33%   | 8%    | -1%   | -31%  | 1%    | 100% |
| 有色金属            | 51871  | 197080 | 28.4   | 3.5 | 96%    | 8%   | -6%  | -18%  | 46%  | 33%  | 24%   | -41%  | 11%   | -8%   | 16%   | 46%   | -30%  | 13%   | -42%  | 20%   | 181% |
| 石油石化            | 47844  | 26054  | 14.0   | 1.3 | 13%    | 10%  | 9%   | -9%   | 17%  | 3%   | 9%    | -19%  | 2%    | -1%   | 3%    | 24%   | 7%    | 0%    | -24%  | -5%   | 75%  |
| 汽车              | 47483  | 188845 | 32.7   | 2.6 | 24%    | 18%  | 5%   | -19%  | 21%  | 50%  | 20%   | -32%  | 1%    | -9%   | 53%   | 40%   | 17%   | 7%    | -32%  | 2%    | 225% |
| 电力及公用事业         | 45099  | 94891  | 20.4   | 1.8 | 8%     | 14%  | 1%   | -14%  | 26%  | 2%   | 8%    | -28%  | -4%   | -17%  | 18%   | 63%   | 13%   | 10%   | -21%  | -9%   | 51%  |
| 食品饮料            | 44900  | 76891  | 21.6   | 4.2 | -4%    | -5%  | -13% | -14%  | -5%  | 88%  | 73%   | -20%  | 55%   | 8%    | 26%   | 21%   | -9%   | -1%   | -10%  | 21%   | 110% |
| 交通运输            | 34188  | 60977  | 18.1   | 1.4 | 4%     | 18%  | -14% | 2%    | 3%   | 7%   | 18%   | -30%  | 6%    | -24%  | 31%   | 72%   | 6%    | -3%   | -30%  | -12%  | 78%  |
| 国防军工            | 27924  | 127790 | 179.8  | 4.6 | 36%    | 10%  | -9%  | -25%  | 13%  | 72%  | 23%   | -27%  | -17%  | -23%  | 38%   | 59%   | 39%   | -7%   | -35%  | 21%   | 124% |
| 家电              | 20228  | 61554  | 15.9   | 2.6 | 12%    | 31%  | 9%   | -19%  | -19% | 33%  | 61%   | -32%  | 45%   | 2%    | 49%   | 25%   | 38%   | 13%   | -26%  | 3%    | 146% |
| 建筑              | 19401  | 69319  | 12.4   | 0.8 | 7%     | 9%   | -3%  | -9%   | 22%  | -7%  | 0%    | -28%  | -6%   | -3%   | 16%   | 100%  | -10%  | 22%   | -30%  | -3%   | 39%  |
| 传媒              | 18038  | 137339 | 66.1   | 2.7 | 27%    | 3%   | 20%  | -25%  | 7%   | -2%  | 25%   | -39%  | -22%  | -38%  | 72%   | 20%   | 103%  | -5%   | -17%  | 4%    | 73%  |
| 煤炭              | 17856  | 22913  | 16.7   | 1.5 | -2%    | 8%   | 13%  | 18%   | 45%  | 8%   | 15%   | -29%  | 19%   | 0%    | -8%   | 32%   | -40%  | -3%   | -26%  | -5%   | 173% |
| 农林牧渔            | 14355  | 47658  | 27.0   | 2.6 | 21%    | -10% | -12% | -8%   | -7%  | 15%  | 48%   | -22%  | -13%  | -15%  | 83%   | 25%   | 18%   | -3%   | -32%  | 18%   | 98%  |
| 房地产             | 12054  | 53731  | 0.0    | 0.9 | 2%     | -5%  | -25% | -6%   | -10% | -9%  | 26%   | -27%  | 1%    | -19%  | 55%   | 78%   | -12%  | 35%   | -21%  | -22%  | 120% |
| 钢铁              | 11650  | 31045  | 58.8   | 1.2 | 28%    | 2%   | -6%  | -22%  | 42%  | 9%   | 3%    | -28%  | 15%   | -7%   | -6%   | 69%   | -16%  | -3%   | -29%  | -26%  | 100% |
| 轻工制造            | 10682  | 52809  | 86.7   | 2.3 | 24%    | -4%  | -7%  | -20%  | 13%  | 18%  | 28%   | -33%  | -12%  | -13%  | 97%   | 31%   | 24%   | -2%   | -26%  | -3%   | 118% |
| 商贸零售            | 9711   | 61849  | 95.6   | 1.8 | 8%     | 12%  | -11% | -6%   | 2%   | 0%   | 9%    | -32%  | -12%  | -16%  | 48%   | 38%   | 18%   | -8%   | -34%  | 5%    | 118% |
| 建材              | 9232   | 32702  | 40.7   | 1.3 | 26%    | -4%  | -20% | -24%  | 9%   | 28%  | 53%   | -31%  | 12%   | -8%   | 44%   | 37%   | -6%   | 3%    | -31%  | 14%   | 125% |
| 纺织服装            | 5887   | 29126  | 45.6   | 1.9 | 13%    | -1%  | 3%   | -9%   | 7%   | -3%  | 9%    | -32%  | -23%  | -12%  | 95%   | 43%   | 8%    | -10%  | -26%  | 8%    | 116% |
| 消费者服务           | 5619   | 30501  | 69.4   | 3.1 | 15%    | -9%  | -41% | 6%    | -24% | 81%  | 28%   | -9%   | -4%   | -28%  | 123%  | 48%   | 20%   | 4%    | -21%  | 9%    | 122% |
| 综合              | 1384   | 9546   | 0.0    | 1.8 | 23%    | -19% | -12% | -11%  | 21%  | -5%  | 16%   | -42%  | -10%  | -17%  | 75%   | 52%   | 31%   | 17%   | -35%  | 3%    | 118% |
| 综合金融            | 1204   | 11051  | 119.0  | 1.8 | 19%    | 18%  | -4%  | -25%  | -1%  | -18% | 15%   | -34%  | -17%  | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%   |
| 汽车涨跌幅排名(含沪深300) |        |        |        |     | 13/31  | 7/31 | 8/31 | 16/31 | 8/31 | 6/31 | 21/31 | 20/31 | 16/31 | 11/31 | 15/31 | 16/31 | 14/31 | 12/31 | 22/31 | 17/31 | 1/31 |
| 中国汽车销量          |        |        |        |     | 3143   | 3005 | 2685 | 2625  | 2527 | 2575 | 2804  | 2894  | 2794  | 2456  | 2349  | 2199  | 1930  | 1853  | 1804  | 1362  | 936  |
| 同比增速            |        |        |        |     | 5%     | 12%  | 2%   | 4%    | -2%  | -8%  | -3%   | 4%    | 14%   | 5%    | 7%    | 14%   | 4%    | 3%    | 32%   | 45%   | 7%   |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：总市值、成交额单位为亿元，2025 年数据截至 2025 年 12 月 26 日

我们绘制了汽车年度涨跌幅和销量增速的散点图，图像显示 2005~2024 年汽车销量同比增速与板块涨跌幅之间有明显的正相关关系。

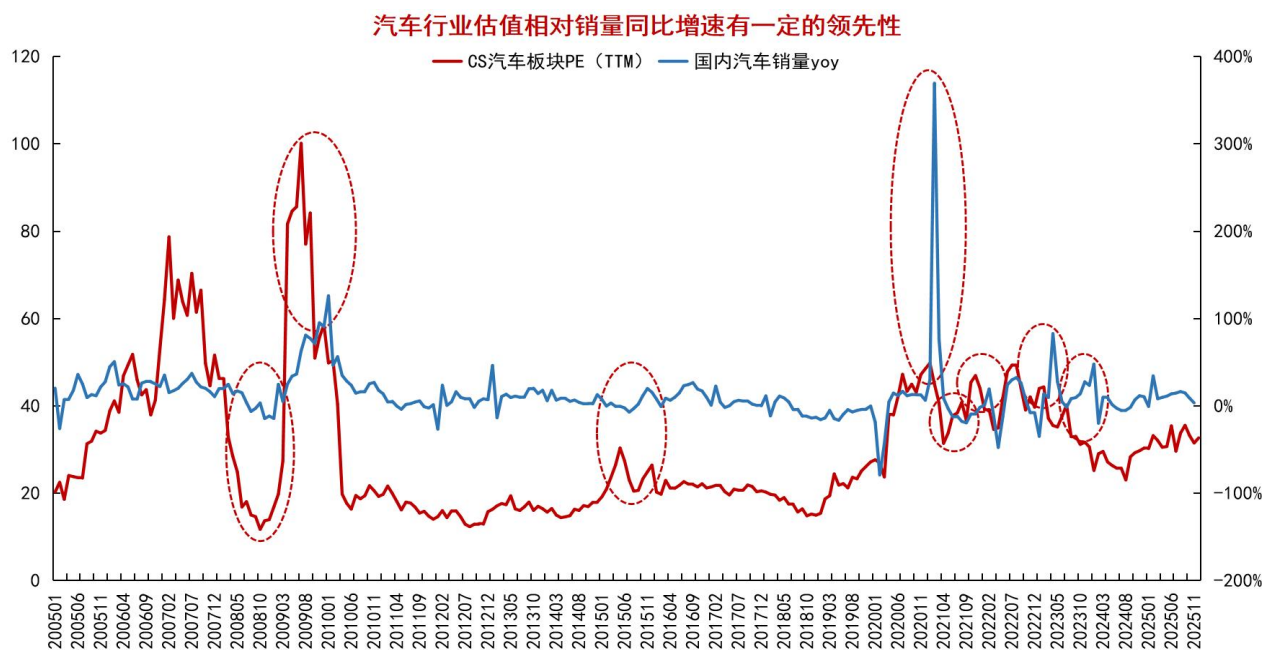
图2：2005~2024 年汽车销量同比增速与板块涨跌幅散点图



资料来源：中汽协，wind，国信证券经济研究所整理

从月度分析来看，汽车板块月度估值与汽车月度销量增速具有较强相关性，且估值具有一定的领先性。我们研究了 2005~2025 年汽车月度销量同比增速与汽车板块月度估值的关系。长期来看，汽车板块估值与汽车销量同比增速具有较强的正相关关系，且行业估值相对销量同比增速有一定的领先性。

图3：汽车行业估值相对汽车销量同比增速有一定的领先性（月度）



资料来源：中汽协，wind，国信证券经济研究所整理 注：2025 年 12 月数据截至 2025 年 12 月 26 日

## ■ 定量分析

我们进行了统计学的定量分析，发现二者具有较高的正相关关系，且汽车板块月度估值相对于月度销量增速具有一定的领先性。我们将汽车板块 PE (Y) 作为因变量，汽车销量同比增速作为自变量 (X)，对二者取对数后进行回归分析。统计学上，回归系数  $\beta$  衡量的是自变量对因变量的影响程度，显著性  $p$  衡量的是回归系数  $\beta$  是否显著不等于 0，一般以  $p < 0.05$  作为显著的标准；模型拟合指标 R 方则衡量的是该模型的拟合程度。

我们对汽车板块月度估值与汽车月度销量增速进行不同阶数的拟合，有两大核心发现：①**正相关关系**：回归系数 ( $\beta$ ) 和模型拟合 (R 方) 指标显示，汽车月度销量增速与板块月度估值具有明显的相关性 (回归系数  $\beta$  对应的显著性  $p < 0.05$ )，再次印证了我们定性分析的结论。②**估值领先性**：定量分析结果还显示，1 个月后的汽车销量增速对当月的汽车板块估值回归系数  $\beta$  和模型拟合 R 方较高，表明未来月份的销量增速对当月估值有影响，意味着当前汽车估值隐含一定的未来月度销量增速预期，汽车板块月度估值相对于月度销量增速具有一定的领先性。

表1: 汽车板块估值与汽车销量同比增速数据的关系

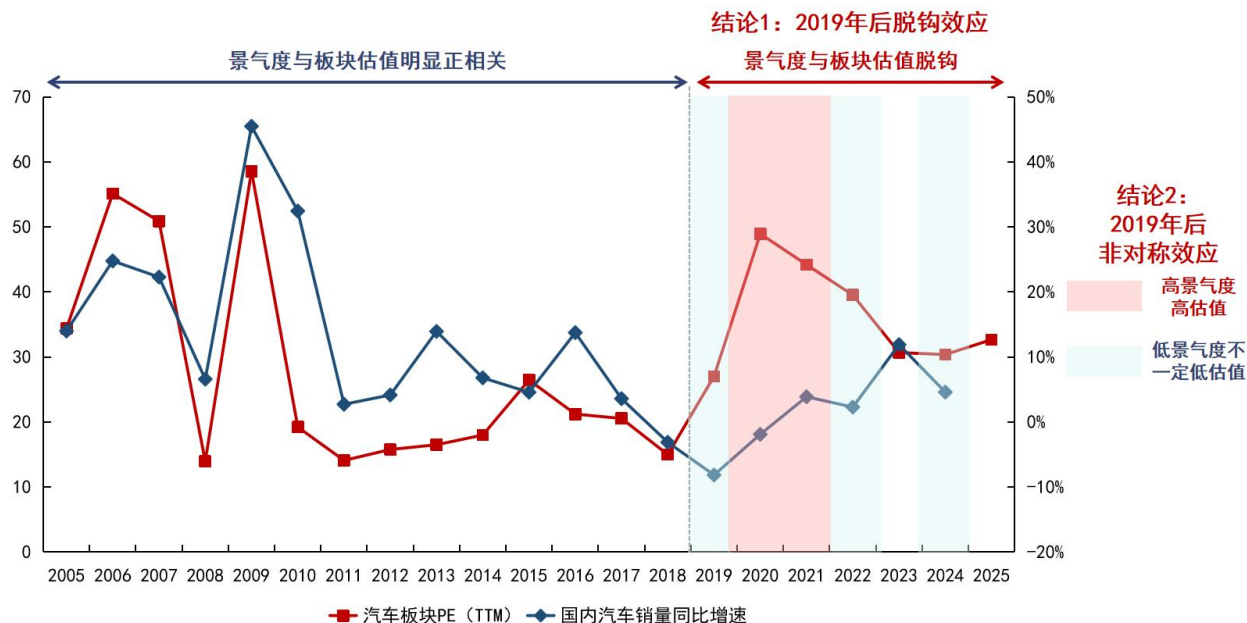
| 汽车销量同比增速 (X) 相对汽车板块估值 (Y) 阶数 | 回归系数 ( $\beta$ ) | 显著性 ( $p$ ) | 模型拟合 (R 方) |
|------------------------------|------------------|-------------|------------|
| +5                           | 0.17             | 0.00        | 0.15       |
| +4                           | 0.19             | 0.00        | 0.19       |
| +3                           | 0.20             | 0.00        | 0.21       |
| +2                           | 0.21             | 0.00        | 0.22       |
| +1                           | 0.22             | 0.00        | 0.25       |
| 0                            | 0.21             | 0.00        | 0.24       |
| -1                           | 0.20             | 0.00        | 0.21       |
| -2                           | 0.19             | 0.00        | 0.19       |
| -3                           | 0.19             | 0.01        | 0.18       |
| -4                           | 0.17             | 0.03        | 0.15       |

资料来源：中汽协，wind，国信证券经济研究所整理 注 1：本报告对估值和销量增速取对数进行回归，由于增速数据存在负值，上述结果为剔除负值后的结果，本报告将增速原值加常数后再取对数重新进行回归，结果与原结果相比无明显变化，说明结果具有一定的稳健性；注 2：由于数据为月度数据，回归样本较小，因此以上结果仅作为辅助分析。

## 高估值一定需要高景气度驱动吗？不一定

前文结果显示景气度和估值存在正相关关系，但高估值一定是由高景气度驱动的吗？本部分将探讨景气度是否为估值的充分必要条件。**核心结论：在 2019 年以后，景气度与估值之间的关系出现两大效应：①脱钩效应：景气度是估值的充分不必要条件，景气度与估值之间的关系在 2019 年及以后有明显的脱钩；②非对称效应：更深入看，景气度对估值的影响具有非对称效应，高景气度能驱动行业估值提升，但低景气度并不一定导致估值下滑，行业高估值不一定需要高景气度作为基础驱动。**

图4：2019年后景气度与估值的关系出现两大核心效应

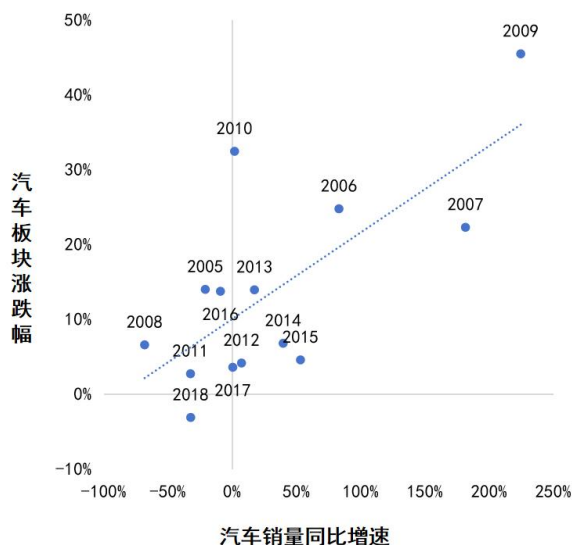


资料来源：中汽协，wind，国信证券经济研究所整理 注：2025年估值数据截至2025年12月26日

### ■ 脱钩效应：景气度与估值的正相关关系在2019年后明显弱化

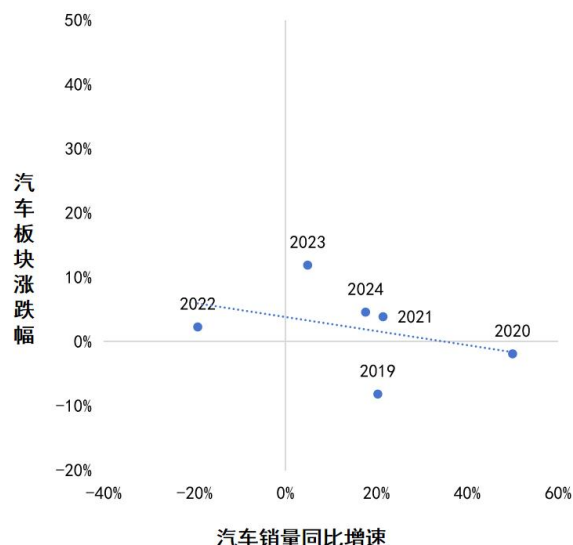
我们分析了汽车板块涨跌幅和销量增速之间的关系，发现2019年后汽车行情与销量之间的正相关关系开始弱化，汽车行情与销量脱钩趋势显现，传统总量驱动逻辑持续弱化。我们以2019年为界进行了数据分组，绘制了2005~2018年、2019~2024年两组数据的汽车板块行情和销量增速散点图，发现2019年~2024年汽车板块涨跌幅与销量增速之间的关系比2005~2018年的关系更弱，即2019年开始，行情与销量相关性脱钩。

图5：2005~2018年汽车板块涨跌幅与销量增速散点图



资料来源：中汽协，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：2019~2024年汽车板块涨跌幅与销量增速散点图

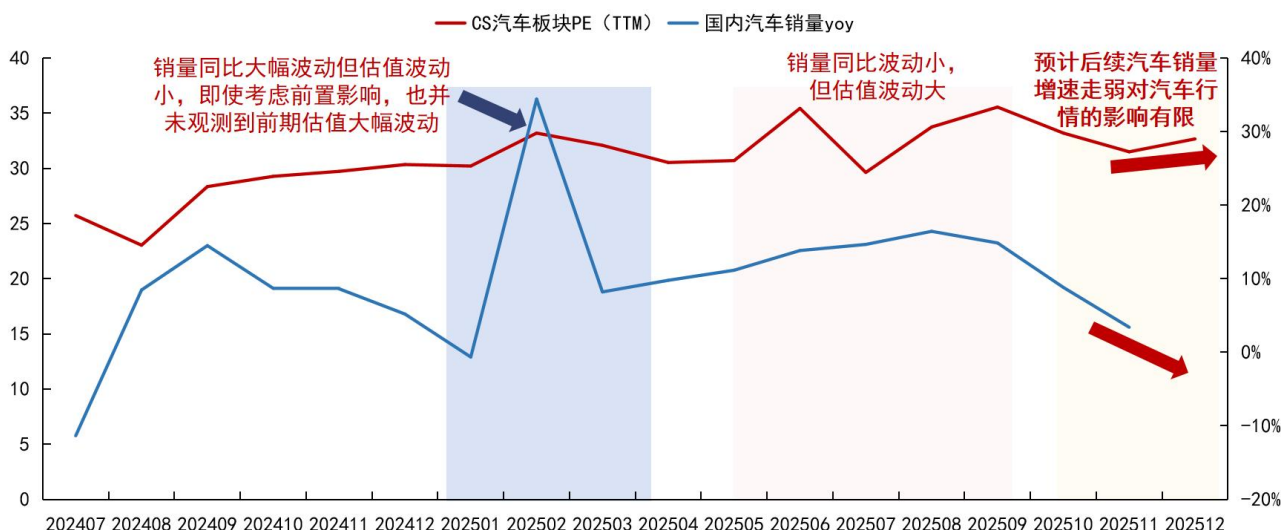


资料来源：中汽协，Wind，国信证券经济研究所整理

**2025 年，估值与景气度保持脱钩趋势。2025 年汽车销量增速大幅波动，而估值区间保持稳健。**我们复盘了 2024 年 7 月以来汽车板块的月度估值与汽车月度销量同比增速，并与历史情况进行对比，发现 2025 年国内汽车销量增速波动明显，但板块 PE（TTM）估值始终维持在 29.6~35.6x 的窄幅区间，估值对销量增速的敏感度显著降低。

- **国内汽车销量同比增速波动幅度较大。**2025 年 1 月销量增速-0.6%创全年低点，随后 2 月销量增速反弹至 34.4%有明显回暖，3 月开始销量增速稳步回升，由 3 月的 8.2%上升至 8 月的 16.4%，9 月起销量增速开始进入下滑通道。
- **汽车板块估值未跟随销量剧烈波动。**2025 各月 PE（TTM）估值在 29.6~35.6x 的窄幅区间，1~2 月估值提升，3~5 月估值下滑，6~9 月估值有较大波动，10 月起估值下滑。可以发现，汽车板块估值波动幅度不如销量增速波动幅度，部分月份增速发生较大变化时，也并未引起前后时期估值的大幅变化，凸显脱钩特征。

图7：2024 年 7 月至今汽车行业月度估值与汽车月度销量同比增速



资料来源：中汽协，wind，国信证券经济研究所整理 注：2025 年 12 月估值数据截至 2025 年 12 月 26 日

**弹性分析：**在估值与销量分析的基础上，我们引入经济学的弹性概念，采用回归法计算汽车月度销量同比增速对行业月度估值的弹性，回归系数  $\beta$  直接对应弹性，由此判断估值相对销量增速变化的敏感性。

结果显示，2025 年汽车月度销量增速的**回归系数  $\beta$  不显著**，2024 及以前年份的回归系数  $\beta$  显著，佐证了我们的观点，即 2025 年汽车月度销量增速对行业估值的影响相比之前更加不敏感，传统“销量增速驱动估值”的逻辑正在弱化。

表2：汽车销量增速对汽车板块估值的弹性分析（2025 年为节点）

| 领先期数 | 2025 年样本     |       |        | 2024 及以前年份样本 |       |        |
|------|--------------|-------|--------|--------------|-------|--------|
|      | 回归系数 $\beta$ | 显著性 p | 模型 R 方 | 回归系数 $\beta$ | 显著性 p | 模型 R 方 |
| 0    | 0.03         | 0.06  | 0.09   | 0.22         | 0.00  | 0.24   |
| 1    | -0.05        | 0.07  | 0.17   | 0.22         | 0.00  | 0.26   |
| 2    | -0.07        | 0.18  | 0.21   | 0.21         | 0.00  | 0.23   |
| 3    | -0.02        | 0.59  | 0.03   | 0.20         | 0.00  | 0.22   |

4                      0.02                      0.54                      0.04                      0.19                      0.00                      0.19

资料来源：中汽协，wind，国信证券经济研究所整理 注 1：本报告采用回归法计算弹性，将汽车板块 PE 和汽车销量增速取对数进行回归，回归系数  $\beta$  直接对应弹性；注 2：为了提高结果的稳健性，本报告对估值和销量增速取对数重新进行回归，由于增速数据存在负值，故上述为剔除负值后的结果，本报告采用两种方案进行稳健性检验：①将增速原值加常数后取对数，②剔除负值增速数据后取对数，两种稳健性回归结果与原结果相比无明显变化，说明结果具有一定的稳健性；注 3：由于数据为月度数据，回归样本较小，因此以上结果仅作为辅助分析。

**同时，我们发现这一脱钩的趋势并非从 2025 年开始显现，而是从 2019 年开始，汽车销量增速对汽车行业估值的影响就开始减退。**我们重新对样本进行分类后进行了回归，结果显示 2019~2025 年样本中，汽车月度销量增速对行业月度估值的回归系数  $\beta$  基本不显著，2018 及以前年份的回归系数  $\beta$  显著，且 2019~2025 年样本对应的模型 R 方也比 2018 年及以前样本的模型 R 方更低，说明从 2019 年开始，汽车板块的估值受汽车销量增速的影响就在逐渐变弱。

表3: 汽车销量增速对汽车板块估值的弹性分析（2019 年为节点）

| 领先期数 | 2019~2025 年样本 |       |        | 2018 及以前年份样本 |       |        |
|------|---------------|-------|--------|--------------|-------|--------|
|      | 回归系数 $\beta$  | 显著性 p | 模型 R 方 | 回归系数 $\beta$ | 显著性 p | 模型 R 方 |
| 0    | 0.05          | 0.12  | 0.06   | 0.24         | 0.00  | 0.29   |
| 1    | 0.06          | 0.12  | 0.07   | 0.24         | 0.00  | 0.30   |
| 2    | 0.06          | 0.16  | 0.06   | 0.23         | 0.00  | 0.27   |
| 3    | 0.06          | 0.16  | 0.05   | 0.22         | 0.00  | 0.25   |
| 4    | 0.07          | 0.04  | 0.08   | 0.21         | 0.00  | 0.21   |

资料来源：中汽协，wind，国信证券经济研究所整理 注 1：本报告采用回归法计算弹性，将汽车板块 PE 和汽车销量增速取对数进行回归，回归系数  $\beta$  直接对应弹性；注 2：为了提高结果的稳健性，本报告对估值和销量增速取对数重新进行回归，由于增速数据存在负值，故上述为剔除负值后的结果，本报告采用两种方案进行稳健性检验：①将增速原值加常数后取对数，②剔除负值增速数据后取对数，两种稳健性回归结果与原结果相比无明显变化，说明结果具有一定的稳健性；注 3：由于数据为月度数据，回归样本较小，因此以上结果仅作为辅助分析。

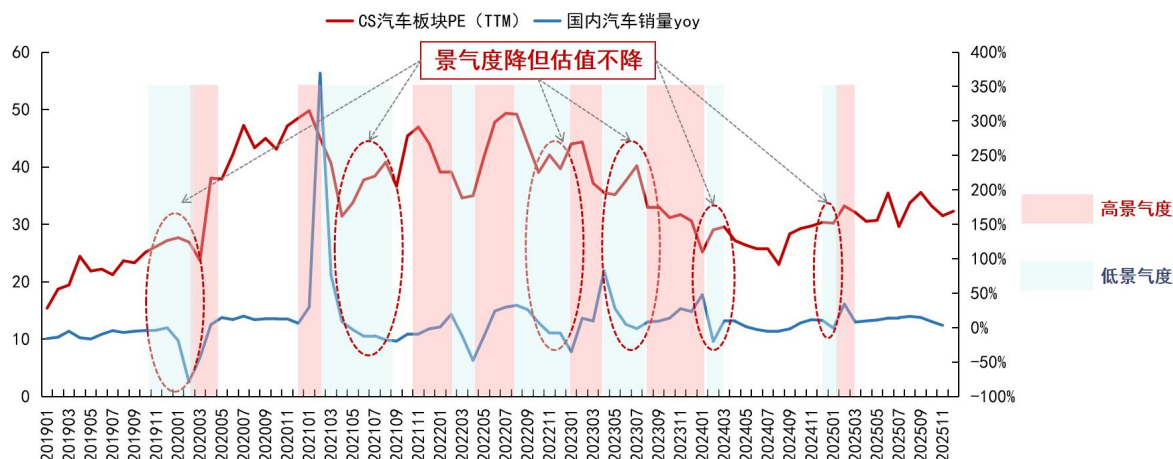
### ■ 非对称效应：高景气度驱动高估值，低景气度不一定压制估值

我们前文结果显示，2019 年以后，估值与景气度存在脱钩效应，更深入看，这种脱钩效应体现为汽车行业估值与销量增速呈现“非对称效应”：高景气度时，销量增速的提升会直接催化估值同步扩张；低景气度时，销量增速的下滑未必压制估值，结构性机会反而可能支撑估值企稳或回升。

- **高景气度：销量增速与估值的正向强化。**高景气周期中，销量增速的提升会通过“增长确定性→盈利预期→估值溢价”的传导路径，推动估值同步扩张，高景气度直接支撑高估值。
- **低景气度：销量增速下滑与估值可能脱钩。**低景气周期中，销量增速下滑对估值的压制作用不强，估值与销量增速脱钩。

我们绘制了 2019~2025 年分月度汽车板块 PE 与销量增速关系图，并且标注了高景气度和低景气度的情形。可以明显发现，高景气度情况下，估值往往有明显的提升；而低景气度情况下，估值并不一定下滑，即景气度与估值存在较明显的非对称效应。

图8: 2019 年后景气度与估值存在非对称效应



资料来源：中汽协，wind，国信证券经济研究所整理

## 为何出现景气度和板块估值的脱钩？三重周期决定论

分析至此，我们得出了两大核心结论：①长期看，汽车板块估值和景气度的确存在明显的正相关关系，景气度越高，往往越能观察到汽车板块估值有提升；②但是，二者之间的关系并非充分必要条件，高估值并非一定由高景气度驱动。因此可以看到，景气度（销量增速）无法完全解释汽车板块估值的变化，那么我们接下来就将探究两大问题：①为何出现景气度和板块估值的脱钩？②既然景气度是汽车板块估值的充分非必要条件，那么汽车板块估值到底由什么因素驱动？

**本部分核心结论：**①汽车板块估值与景气度的脱钩主要是由于估值逻辑从规模扩张向质量升级切换，汽车行情由总量行情过渡到结构性行情（SUV、新能源、智能化）；②我们提出的三重周期论揭示了更深层的原因：宏观经济周期、政策周期、产业技术周期三重周期共同影响汽车产业的基本面（总量、结构）与板块估值，而不同周期主导行情会导致汽车行业估值与景气度之间出现脱钩现象。2019年后，汽车主导周期从宏观经济周期+政策周期转向产业技术周期，驱动汽车板块估值逻辑的重塑。

**原因分析：**估值逻辑从规模扩张转向质量升级，结构性机会成为估值新动能

汽车板块逐渐从总量行情过渡到结构性行情（SUV、新能源、智能化）。我们在长周期下复盘了汽车行情的节奏，发现在 2010 年以前，行情主要驱动因素为总量增速；但 2010 年后，SUV 渗透率提升（2010~2015）、新能源+智能化渗透率提升（2019~2024）驱动了两轮大行情，均为结构性行情，因此与总量增速的关联性并不高。

因此，我们认为，汽车板块估值与景气度的脱钩并非偶然的短期现象，而是汽车行业向成熟期阶段演进下，汽车板块从总量行情向结构性行情切换，产业逻辑从规模扩张转向质量升级，使得结构性机会（SUV、新能源、智能化等）成为估值新动能，最终导致景气度与估值的相关性弱化。

图9：乘用车指数与沪深 300 指数复盘



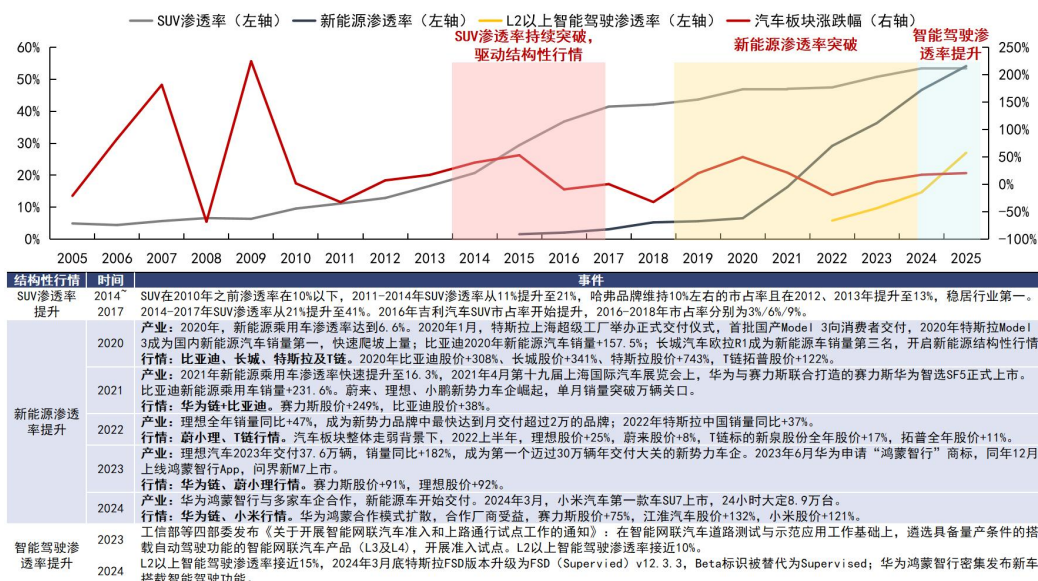
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**结构性维度 1：SUV 渗透率提升行情。**2011 年 SUV 跨越 10%的渗透率水平（2011~2014 年 SUV 渗透率从 11%提升至 21%），2014~2017 年 SUV 渗透率从 21%提升至 41%。相对应的，汽车板块的涨跌幅也从 2011 年-32.3%低点开始爬升，2015 年达到 53.2%的涨幅高峰。

**结构性维度 2：新能源渗透率提升行情。**2019 年起，特斯拉建设上海工厂、比亚迪混动平台全新发布，新能源汽车从政策推动正式走向产品推动，渗透率进入加速提升期，带来乘用车销量的结构性变化，驱动汽车板块行情的持续上扬。2019~2024 年，新能源渗透率由 5.6%提升至 46.7%，带动整车（比亚迪、蔚小理等）、三电产业链（宁德时代等）、特斯拉产业链（拓普、三花、新泉、双环等）行情。

2024 年后，新能源渗透率增速放缓，而智能车在 AI 大模型等技术迭代背景下渗透率进入加速，有望成为新的结构性增长引擎。

图10：SUV、新能源、智能化渗透率与汽车板块涨跌幅



资料来源：中汽协，wind，佐思汽车研究，高工智能汽车，国信证券经济研究所整理 注：2025 年涨跌幅数据截至 2025 年 12 月 26 日，SUV、新能源渗透率截至 2025 年 11 月中汽协最新数据，L2 及以上智能驾驶渗透率数据截至 2025 年 10 月佐思汽研最新数据

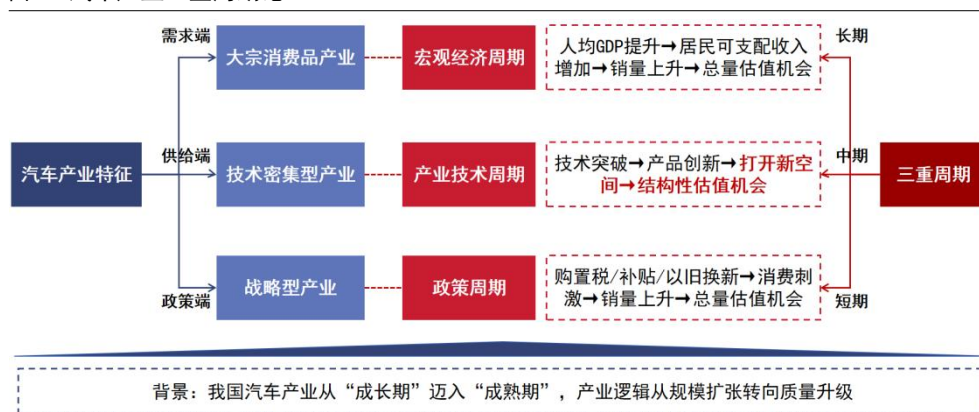
### 三重周期论：三重周期主导权切换驱动估值逻辑重塑

2019 年后汽车景气度与板块估值的脱钩现象说明汽车行情不只单纯由销量增速驱动，我们引入三重周期论，为汽车板块行情提供一个完善的分析框架。

**我们认为，汽车产业具有独特的三大属性：大宗消费品产业（需求端要素）+技术密集产业（供给端要素）+战略型产业（政策端要素），对应三大周期：宏观经济周期（10 年+）奠定长期需求端基础、产业技术周期（5 年+）决定中期供给端动能、政策周期（1~3 年）调节短期波动。**三重周期共同影响汽车产业的基本面（总量、结构）与板块估值，而不同周期主导行情会导致汽车行业估值与景气度之间出现脱钩现象。

- **宏观经济周期：需求端基础。长期看（10 年+），汽车销量由宏观经济周期的需求端决定。**汽车是典型的大宗消费品，其长期需求由宏观经济周期决定。在经济高速增长期，居民购买力快速提升，汽车从奢侈品变为必需品，总量需求爆发，销量增速与估值强相关；在经济中低速增长期，汽车总量增速见顶，销量对估值的边际贡献下降。**核心逻辑是：经济向好→人均 GDP 提升→居民可支配收入增加→汽车销量上升→总量估值机会。**
- **产业技术周期：供给端动能。中期看（5 年+），汽车行业增长动能由产业技术周期的供给端决定。**汽车行业是技术密集型产业，产业技术迭代和创新决定产品竞争力，产品属性发生变化（传统制造产品→新能源产品→智能化产品→机器人/具身智能），进而催生结构性机会，改变估值定价。**核心逻辑是：技术突破→产品创新→打开新空间→结构性估值机会。**
- **政策周期：外部政策调节。短期看（1~3 年），政策刺激、消费环境由政策周期决定。**汽车行业是国家战略型产业（关系制造业升级、能源安全、就业），政策周期核心作用是刺激消费、平滑周期、引导方向。**核心逻辑是：购置税/补贴/以旧换新→消费刺激→销量上升→总量估值机会。**

图11：汽车产业三重周期论



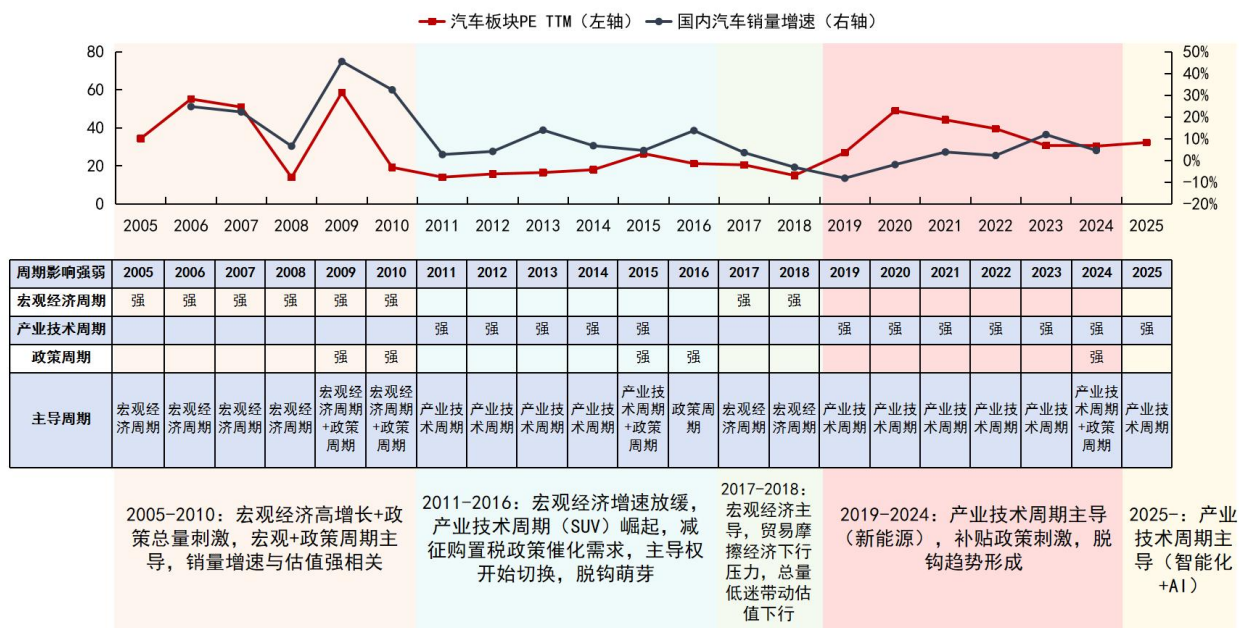
资料来源：国信证券经济研究所整理与绘制

基于三大周期论，我们认为，**当前汽车板块估值与景气度脱钩的核心，是行业发展阶段演进带来的三重周期主导权切换，主导周期从宏观经济周期+政策周期向**

**产业技术周期切换，最终推动估值逻辑从“制造端的规模扩张”转向“科技端的创新驱动”。**我们分析了 2005~2025 年的三重周期情况，清晰地呈现了脱钩的演进过程：

- ✓ **2005~2010 年：宏观+政策双轮驱动，景气度与估值强相关。**宏观经济保持高增速，人均可支配收入年均复合增速 14.42%，汽车行业处于总量扩张黄金期，汽车销量年均复合增速达 24%，宏观经济高速增长与政策刺激共同主导行情，估值与销量增速具有较强的正相关关系。
- ✓ **2011~2016 年：产业技术周期崛起，宏观+政策退坡，脱钩萌芽。**宏观经济增速放缓（GDP 增速从 9.46%降至 6.77%），汽车销量年均复合增速降至 8.6%；产业技术周期开启结构性变革（SUV 渗透率提升），总量销量与估值的相关性开始弱化。
- ✓ **2017~2018 年：宏观经济主导，贸易摩擦+经济下行压力，总量低迷带动估值下行。**贸易摩擦+经济下行压力，居民购车需求量不高，新能源尚处培育期（新能源渗透率从 3.1%提升至 5.3%），总量景气度低迷。
- ✓ **2019~2024 年：产业技术周期主导（新能源），补贴政策刺激，脱钩趋势形成。**行业向成熟期过渡，产业技术周期进入“新能源”新阶段（新能源渗透率从 5.6%提升至 46.7%），估值逻辑从“宏观经济+政策”的总量需求驱动，转向“产业技术周期”主导的创新驱动，因而使得估值锚从“总量规模红利”切换为“结构创新升级”，在行情层面就体现为估值与景气度脱钩。
- ✓ **2025 年及以后：产业技术周期将延续主导地位（智能化+AI/具身）。**行业销量低增速常态化，智能化成为新的结构性估值机会，智能驾驶渗透率加速提升（L2 以上自动驾驶渗透率从 2024 年 14.6%快速提升至 2025 年 10 月的 27%），人形机器人迎来量产元年，AI 带来产业技术和格局重塑，估值与景气度脱钩程度预计将进一步提高。

图12：三重周期下汽车景气度与估值分析



资料来源：中汽协，wind，国信证券经济研究所整理 注：2025 年估值数据截至 2025 年 12 月 26 日

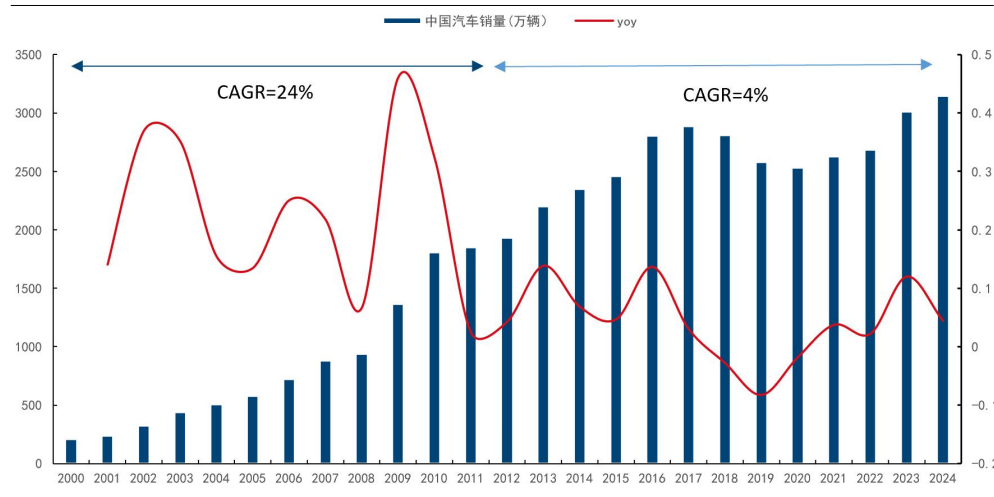
## 2025 年之后怎么看总量和行情？

### 总量：向成熟期过渡，国内汽车销量低增速常态化

中国汽车行业已经度过了销量增速最快的黄金十年（2000~2010 年），总量从成长期向成熟期过渡，行业增速放缓但长期的保有量、销量仍有空间，当前我国汽车行业千人保有量为 224 辆/千人，经过对人均 GDP 和人均公路里程的国家对比分析，我们给予成熟阶段（发达国家汽车工业成长期进入成熟期平均年限 20 年左右）国内汽车千人保有量 400 辆/千人假设，对应汽车行业维持低个位数的增长。

随着中国汽车工业从成长期迈向成熟期，我国汽车的销量年化增速也逐年放缓，个位增速将逐渐成为常态化，而在早期的汽车工业总量红利也将逐渐淡化。2000~2010 年，中国汽车市场处于快速发展阶段，销量从 209 万辆提升至 1806 万辆，年均复合增速为 24%；2010~2024 年，中国汽车市场增速有所放缓，销量从 1806 万辆增长至 3143 万辆，年均复合增速约 4%。2025 年我们预计中国汽车销量有望达 3489 万辆，同比增长大约 11%。

图13：中国汽车年销量及增速



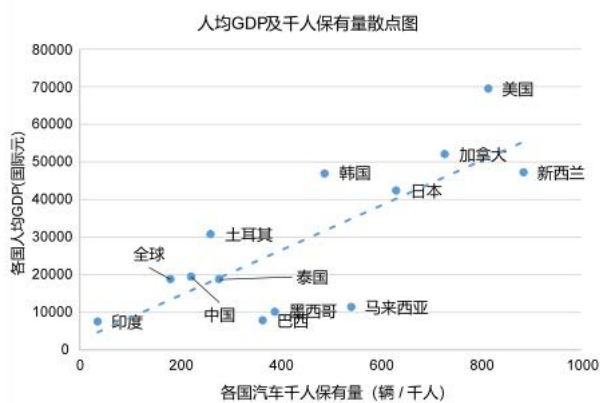
资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

从行业容量看，各国汽车千人保有量与人均 GDP 强相关，与人均公路里程有较强相关性。扣除异常值，人均 GDP 越高的地区，汽车千人保有量越高，我国目前人均 GDP 约在全球平均水平，但汽车千人保有量（我国为 224 辆/千人）低于同等水平的国家（泰国为 278 辆/千人），且低于人均 GDP 低于我国的国家，包括巴西、墨西哥、马来西亚等；公路建设越完善的地区，汽车人均保有量越高，我国目前人均公路里程略低于全球平均水平，但汽车千人保有量远低于同水平/低水平的墨西哥、韩国、马来西亚、泰国、土耳其、韩国等。

参考国信证券汽车团队于 2019 年 7 月 23 日发布的《存量与增量：汽车行业空间与机会》，给予成熟阶段国内汽车千人保有量 400 辆/千人假设。该报告对国内汽车千人保有量作了详尽的全球对比和国内对比，并辅以多因素分析（人均 GDP、人均公路里程、人口密度、公路里程密度）。根据千人保有量估算我国汽车行业的长期保有量，采取的主要方法是比较海内外各国汽车千人保有量水平（这里要考虑到各国差异性，经济发达程度、基建完善度、道路拥堵度等），得出我国汽车保有量增长空间，再根据欧洲、亚洲、北美各地区发达国家的“汽车保有量/销量”系数，给予国内长期系数预测，最后计算出国内长期汽车销量水平。测算

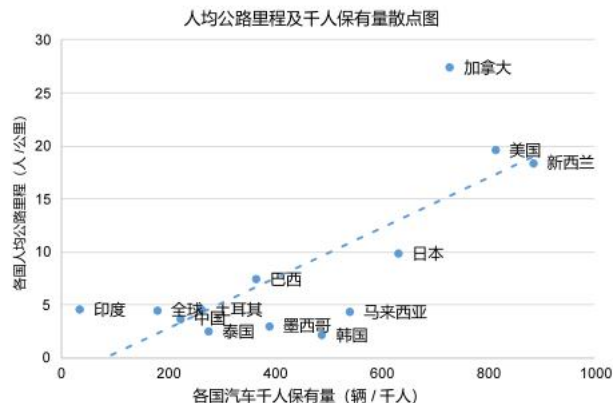
后我国汽车销量有望增长至 4000~4300 万辆/年（在现有销量基础上增长 42%~53%）。考虑发达国家汽车工业成长进入成熟期平均年限 20 年，销量年均复合增速 2%，即国内汽车行业长期进入低个位数的增长。

图14: 主要国家人均 GDP 及千人保有量



资料来源：CEIC，Wind，世界银行，statista，国信证券经济研究所整理 注：其中人均 GDP 为 2021 年数据

图15: 主要国家人均公路里程及千人保有量



资料来源：CEIC，Wind，世界银行，statista，国信证券经济研究所整理 注：其中人均 GDP 为 2021 年数据

### 综合当前汽车行业产业趋势和政策环境，我们对 2026 年汽车行业总量进行研判：

参考中汽协数据，2024 年我国汽车销量 3144 万辆，同比增长 4.5%，2024 年我国乘用车销量增速超过 5%，其中新能源乘用车销量增速超 35%，乘用车出海增速超 19%。2025 年，在以旧换新、省补、购置税等政策的刺激下，我国汽车销量实现 3440 万辆，同比增长 9.4%，产销量再创历史新高，连续 17 年稳居全球第一，乘用车销量同比增长 9.2%，其中新能源乘用车销量增速 26.4%，乘用车出海增速 21.9%，出口规模再上新台阶。

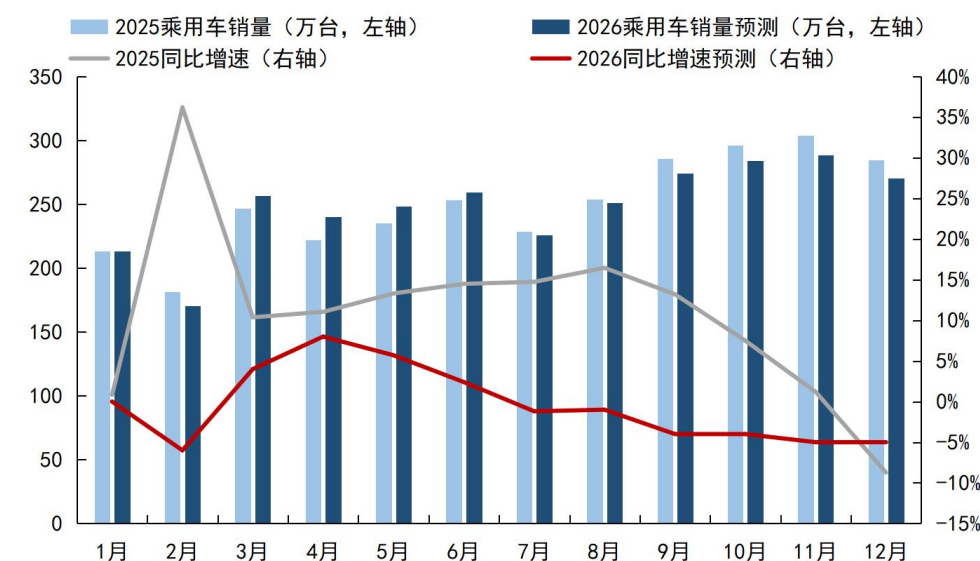
结合 2025 年中汽协数据，以及前述讨论，2026 年新能源汽车购置税全额免征政策转为减半征收，在以旧换新及报废更新补贴力度也有所退坡的背景下，我们预计 2026 年预计汽车行业销量整体持平，新能源乘用车销量增速预计将有所放缓。

表4: 中国汽车销量预测（万辆）

|           | 2024 | YOY   | 2025 | YOY   | 2026E | YOY   |
|-----------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| 我国汽车销量    | 3144 | 4.5%  | 3440 | 9.4%  | 3423  | -0.3% |
| 1、乘用车销量   | 2756 | 5.8%  | 3010 | 9.2%  | 2984  | -0.7% |
| 其中:新能源乘用车 | 1229 | 35.8% | 1554 | 26.4% | 1735  | 11.7% |
| 其中:乘用车出口  | 496  | 19.7% | 604  | 21.9% | 675   | 12.3% |
| 2、商用车销量   | 387  | -3.9% | 430  | 10.9% | 439   | 2.3%  |

资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理和预测 注：批发销量口径

图16: 2025-2026 年各月中国乘用车销量及增速预测



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理与预测

### 行情：脱钩趋势不改，结构性新动能有望驱动估值提升

我们前文的研究结果表明，长期来看汽车板块估值与销量增速存在较强正相关性，且估值具有一定领先性，但 2019 年以来汽车销量对行业估值的影响明显弱化，行业估值与销量脱钩趋势显现。**我们预测，2025~2026 年，AI 大模型和具身智能的突破性进展将驱动汽车行业从传统制造业向具身智能进行产业升级，整车及零部件企业有望实现从制造向具身智能的估值逻辑重塑，汽车板块行情将再次出现大的结构性机会，预计将使汽车行情与销量增速的关联性进一步降低。**

**当前汽车板块估值与景气度的脱钩，与 2018 年底较为相似（都是购置税政策拐点年份，2018 年和 2026 年的乘用车销量增速均较前一年下行），因此我们以史为鉴，借鉴 2018-2019 年的行情演绎，为未来 2026 年的汽车板块行情提供参考。**

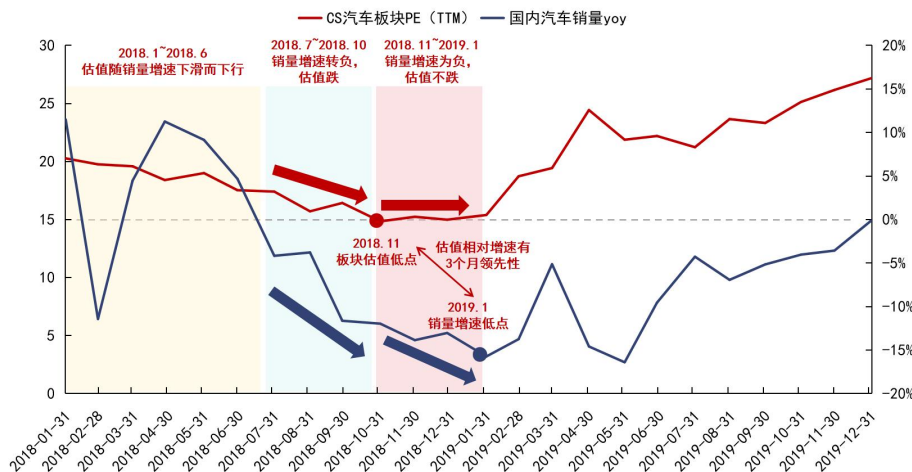
**底部时间：**我们曾在 2019 年汽车行业年度投资策略《春耕秋收，静候下半年复苏》中，探究了 2018 年景气度与估值的关系，发现：

- ①销量方面，汽车销量自 2018 年 7 月以来开始下滑并呈现加速下滑趋势，11 月汽车销量增速达到 2018 年的最低值-13.9%，后续 2019 年销量增速持续为负；
- ②估值方面，国内汽车汽配板块估值自年初即开始下滑，5-8 月是汽车汽配行业估值下行最快速阶段，10 月起估值基本稳住，11 月汽车汽配行业估值开始逆销量增速出现回升（幅度超过大盘），后续 2019 年尽管销量增速为负，但估值持续提升；
- ③2018 年汽车板块估值相对于汽车月度销量增速有 3 个月左右的领先性：汽车板块估值在 2018 年 11 月达到最低点，而汽车月度销量增速则在 2019 年 1 月左右达到低点。

根据我们前文（图 16）对 2026 年乘用车月度销量的预测，2026 年 2 月预计会达到销量增速的底部；而我们前文分析得到，长期看汽车估值相对汽车销量增速具

有 1 个月左右的领先性。二者结合，参考 2018 年情况，我们认为，**2026 年 Q1 有望是汽车全年行情的底部区间**（仅为数据实证拟合预测观点，实际行情演进受宏观政策、产业政策、技术迭代、车型周期等多维度干扰，不确定性较高）。

图17: 2018-2019 年各月国内汽车销量增速与汽车板块估值



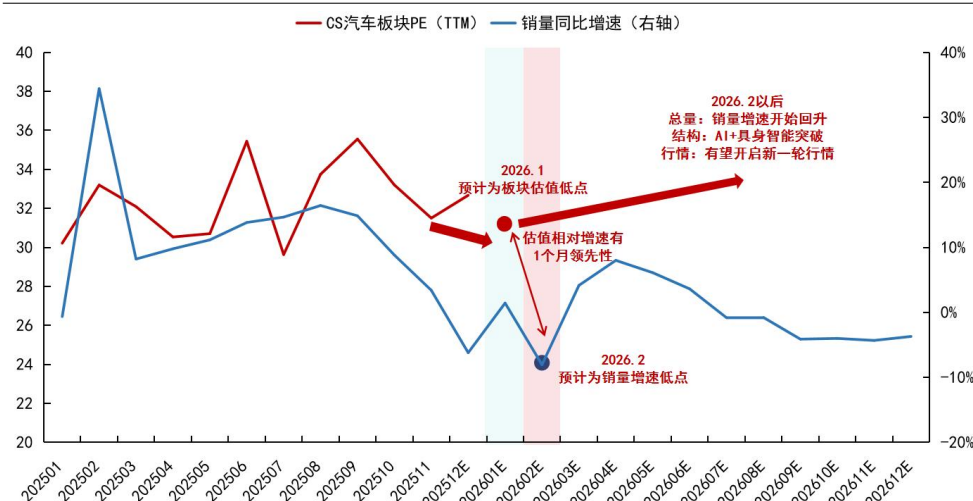
资料来源：中汽协，wind，国信证券经济研究所整理

**底部空间：我们从指数涨跌幅和估值两个角度来对比 2018 和 2025 年行情。**

- **指数涨跌幅方面**，以中信汽车指数月收盘价作为数据，2018 年 4 月（销量增速开始下滑）汽车指数为 6261.37，2018 年 11 月（估值与景气度开始脱钩）汽车指数 4953.61，板块跌幅为 20.89%。**2025 年 9 月底的板块指数为 13964.02，截至 2025 年 12 月 26 日，汽车板块指数 13150.69，跌幅为 5.8%。**
- **估值方面**，以中信汽车指数 PE（TTM）估值倍数作为数据，2018 年 4 月汽车板块 PE（TTM）估值倍数为 18.4x，2018 年 11 月汽车板块 PE（TTM）估值倍数达到底部，为 14.84x。**2025 年 9 月底的汽车板块 PE（TTM）估值倍数为 35.56x，截至 2025 年 12 月 26 日，汽车板块的 PE（TTM）估值倍数为 32.7x。**

**综上，我们参考 2018 年行情，认为 2026 年 2 月汽车销量增速预计触底，26Q1 或为汽车行情磨底时间段，26Q2 起伴随汽车销量增速环比改善，4 月车展新车密集出台、L3 智能驾驶政策陆续更新、叠加 AI+具身智能的突破，有望开启汽车板块新一轮结构性行情。**

图18: 2025-2026 年各月国内汽车销量增速与汽车板块估值预测



资料来源：中汽协，wind，国信证券经济研究所整理与预测

## 看未来，AI 技术带来产业周期新机遇

**行业趋势：智能化、具身智能浪潮催生汽车行业新的结构性机会**

**智能化、具身智能技术突破将带来新的结构性机会。**算力奠基、模型迭代加速的背景之下，人工智能产业即将进入应用爆发时刻，具身智能领域的技术发展有望成为汽车产业估值体系重塑的重要驱动力。在众多端侧应用之中，汽车行业拥有逾 10 亿全球存量用户，吸引特斯拉、“蔚小理”、华为、小米等科技企业纷纷入局，作为具备广泛用户却尚未完成智能化全面升级改造的移动终端，汽车将融合电子、计算机、互联网、通信等核心技术，完成世纪性的产品迭代。

汽车产品属性正在经历两个阶段的变化，第一阶段是从满足出行需求到生活多场景应用的变化，第二阶段是从“汽车”概念到“智能体”概念的变化。在传统燃油车时代，汽车仍未大范围普及，大多数家庭只拥有一辆家庭用车，而用车的需求也多为仅仅满足家庭出行，实现出行便利，汽车产品多被定义为“车和家”、“四个轮子，一个家”、“第三生活空间”等概念，如同早期人们使用的手机产品，只为满足远程通讯需求。而如今随着汽车使用普及及产品多样性提高，新时代汽车不单单肩负满足消费者出行需求的使命，而是更多地被贴上了智能、能源、运动、交互等标签，更多地拥有了用户出行工具+生活场景应用的新属性。

图19：汽车产品属性的演变



资料来源: 中汽协, 汽车之家, 盖世汽车资讯, 国信证券经济研究所整理

随着智驾与智能网联的应用, 汽车有望成为 AI 与物理世界交互的重要载体, 汽车产品属性将从“车”进化为“智能体”。李想在 2024 年 AI talk 中提出“汽车将从工业时代的交通工具, 进化为人工智能时代的空间机器人”。展望未来, 汽车相当于一个“轮式”专用机器人, 工作场景在于完成二维平面上的横纵向路径规划和运动控制, 替代原驾驶员的劳动, 场景成熟, 商业模式易变现, 规则明确、数据充足, 在端到端大模型推进下, 预计将早于通用足式机器人(即人形机器人)实现在现实生活中的量产应用。驾驶场景积累的感知-运控算法基础和硬件工程化能力, 对于后续车企后续转型机器人本体公司有强参考性。

表5: 智能驾驶与人形机器人本质上都为 AI 端侧应用

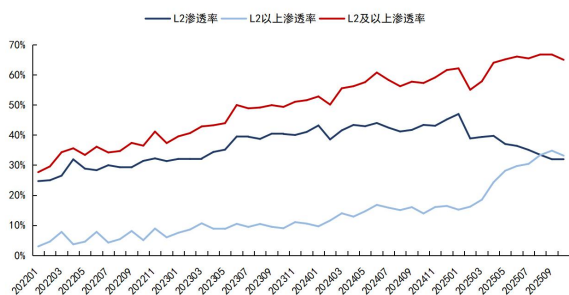
|           | 替代  | 场景       | 数据               | 模型                | 商业模式    |
|-----------|-----|----------|------------------|-------------------|---------|
| 智能驾驶汽车    | 驾驶员 | 单一, 驾驶场景 | 真实数据+虚拟仿真 (世界模型) | 阶段性-端到端架构, VLA 模型 | ToB、ToC |
| 人形机器人(工厂) | 工人  | 单一, 工业场景 | 真实数据+虚拟仿真 (世界模型) | 阶段性-端到端架构, VLA 模型 | ToB     |
| 人形机器人(消费) | 家政  | 复杂、高泛化性  | 真实数据+虚拟仿真 (世界模型) | 阶段性-端到端架构, VLA 模型 | ToC     |

资料来源: 国信证券经济研究所整理和绘制

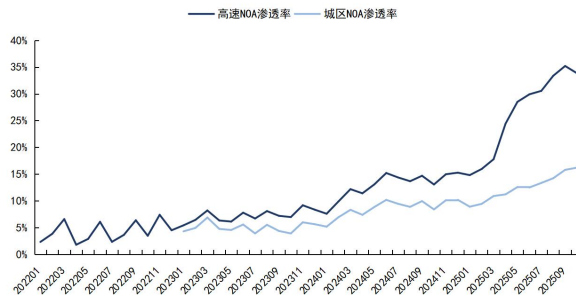
**智能驾驶渗透率加速提升。功能方面,** 2025 年 1-10 月, 乘用车标配 L2 功能的渗透率为 36.7%, 同比+6pct, 标配 L2 以上功能的渗透率为 27.0%, 同比+13pct, 合计看, L2 及以上功能的渗透率为 65%, 同比+7.3pct; 高速 NOA、城区 NOA 的渗透率分别为 27.1%、12.7%, 同比分别+14.6、+4.4pct, 高阶智驾功能加速渗透。**硬件方面,** 2025 年 1-10 月, 激光雷达、自动驾驶域控制器的渗透率分别为 9.7%、28%, 同比分别+3.8、+13.6pct, 智能驾驶重要硬件渗透率不断提升。

图20: 2022-2025. 10 乘用车智能驾驶 L2 级及以上渗透率

图21: 2022-2025. 10 乘用车高速及城区 NOA 渗透率



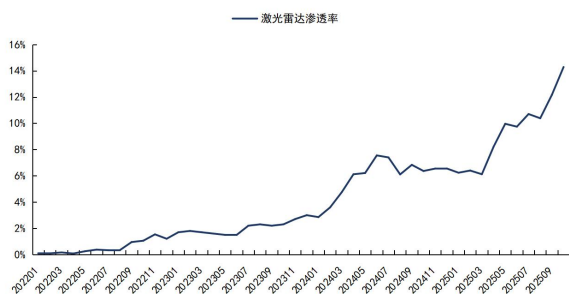
资料来源：佐思汽车研究，国信证券经济研究所整理



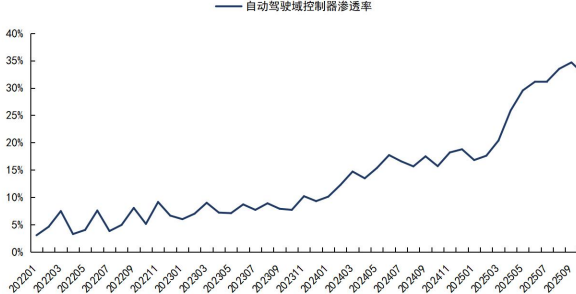
资料来源：佐思汽车研究，国信证券经济研究所整理

图22: 2022-2025. 10 乘用车激光雷达渗透率

图23: 2022-2025. 10 乘用车自动驾驶域控制器渗透率



资料来源：佐思汽车研究，高工智能汽车，国信证券经济研究所整理



资料来源：佐思汽车研究，高工智能汽车，国信证券经济研究所整理

作为 AGI 的重要终端，智能驾驶汽车一定程度可以解释为“轮式机器人”，而车企在智能化转型过程中积累的数据、算法、算力相关优势，叠加传统制造和供应链管理优势，有望成为机器人时代重要的本体参与方，而人工智能的发展或将重塑汽车产业竞争格局。

当前车企正在积极布局机器人领域，多家主机厂官宣机器人计划或发布样机，汽车和机器人产业链重叠度高，车企转型机器人企业大势所趋。2024 年开始，通过车企官宣/发布、创始人公开访谈、研发招聘等活动，我们观测到很多国内车企开始布局机器人本体业务。

表6: 车企开始布局人形机器人本体业务

| 汽车企业 | 研发进展                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 产品进展  |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| 比亚迪  | <ul style="list-style-type: none"> <li>2024 年 12 月“比亚迪招聘”官方公众号发布具身智能研究团队招聘通知，所需专业包括机械类、自动化类、力学类、计算机类、数学类、电子信息类、电气类等多个具身智能领域。</li> <li>比亚迪的具身智能研究团队成立于 2022 年，深入挖掘比亚迪规模化的应用场景需求，比亚迪在机器人本体及系统的定制开发上，不断增强机器人的感知与决策能力，推进具身智能在工业领域的落地应用。比亚迪具身智能研究团队目前已开发完成系列产品，如工艺机器人、智能协作机器人、智能移动机器人等，其中还包括类人形机器人。</li> <li>2025 年 7 月 7 日，比亚迪与香港科技大学签署合作框架协议，共同成立“香港科技大学-比亚迪具身智能联合实验室”，聚焦机器人技术与智能制造的前沿研究，致力推动技术创新与产业应用。比亚迪将于未来数年投入数千万港元支持实验室运营，攻关具身智能领域；双方将重点探索数据驱动具身智能研究，开发适用于模拟与真实环境的操作数据采集新方案，降低数据获取成本。</li> </ul> | 预计布局中 |

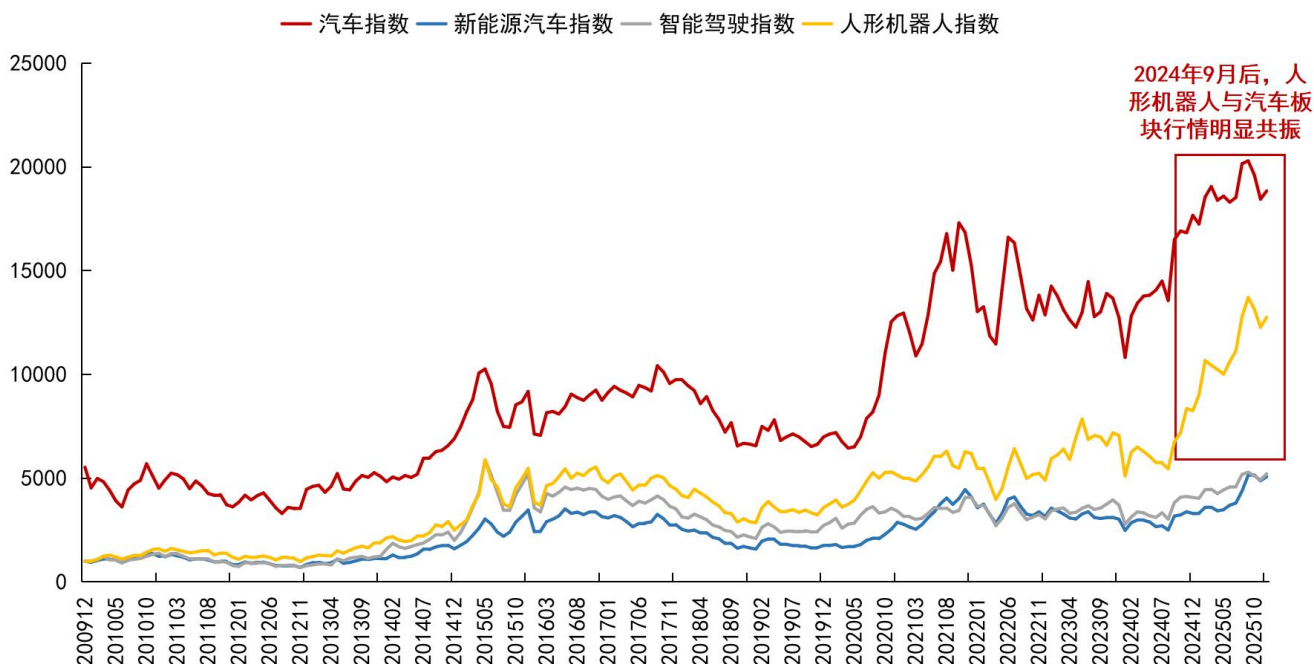
|     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                     |
|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|
| 奇瑞  | <ul style="list-style-type: none"> <li>2024年8月，奇瑞成立安徽开阳科技有限公司，经营范围包括软件开发、智能机器人的研发等。2024年奇瑞招标公众号发布安徽普思机器狗CE认证采购项目。</li> <li>2025年1月，安徽墨甲智创机器人科技有限公司成立，注册资本1亿人民币，由奇瑞汽车全资持股，经营范围含智能机器人销售、智能机器人的研发、工业机器人销售、智能装备制造、人工智能应用软件开发、人工智能基础软件开发、信息系统集成服务、智能控制系统集成等。</li> <li>2025年3月，奇瑞在智能化发布会上展示机器人，表示奇瑞墨甲机器人开发的机器人和机械狗，已经在马来西亚上岗，预计短期用于4s店协助销售业务，强调其具备高度拟真外观和交互能力。</li> <li>4月26日，奇瑞与AiMOGA团队联合研发的墨甲人形机器人在奇瑞国际公司园区完成首批220台全球交付。墨甲机器人凭借奇瑞在辅助驾驶、智能座舱、CheryGPT大语言模型和智能传感器等领域的技术优势，已具备在4S店提供主动问候、销售指导、车型推荐和绕车讲解等实际服务能力，在马来西亚4S店应用。</li> </ul> | 奇瑞人形机器人已经在马来西亚上岗，预计短期用于4s店协助销售业务    |
| 理想  | <ul style="list-style-type: none"> <li>理想汽车创始人李想在访谈中表达未来“100%会做人形机器人”的意愿。</li> <li>2025年3月，理想发布自研的VLA模型——MindVLA，定位“机器人模型”，将空间智能、语言智能和行为智能统一在单个模型。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | -                                   |
| 小米  | <ul style="list-style-type: none"> <li>2023年4月北京小米机器人技术有限公司成立，致力于提供高品质的智能机器人产品和解决方案。</li> <li>透过智能汽车的技术迁移，首先打造应用于工业制造端的专用机器人，且先在自家工厂尝试落地试点，后续再逐步拓展到更多场景与不同行业。</li> <li>CyberOne机器人的智能、机械能力，由小米机器人实验室自研完成。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 2022年公布首款人形机器人Cyberone              |
| 赛力斯 | <ul style="list-style-type: none"> <li>2024年8月，赛力斯在招聘软件上陆续发布多个人形机器人相关岗位，包括具身智能控制工程师、嵌入式软件开发（电机-机器人）、产品经理（机器人）、具身智能应用开发leader等，工作地点位于重庆。</li> <li>2025年3月，重庆凤凰技术有限公司成立，法定代表人为朱乾勇，注册资本5000万元，经营范围包含：人工智能基础资源与技术平台；人工智能理论与算法软件开发；人工智能公共数据平台，赛力斯全资持股。3月，赛力斯联合北京航空航天大学成立北京赛航具身智能技术有限公司，注册资本5000万元，主要从事智能机器人的研发；智能机器人销售；服务消费机器人制造；服务消费机器人销售；人工智能理论与算法软件开发；人工智能基础软件开发等，由赛力斯旗下凤凰技术持股70%。</li> <li>2025年9月，赛力斯官宣，赛力斯凤凰与字节旗下火山引擎正式签约。根据协议，赛力斯凤凰与火山引擎“将围绕‘面向多模态云边协同的智能机器人决策、控制与人机增强技术’项目协同攻关，构建‘技术研发——场景验证’闭环机制，共筑技术底座与协作基础。</li> </ul>    | 预计布局中                               |
| 小鹏  | <ul style="list-style-type: none"> <li>软件方面，小鹏汽车在智能驾驶领域的算法、软件能力的技术积累一定程度可以赋能给机器人产品，小鹏AI鹰眼视觉系统实现720度无死角的环境感知能力；支持小鹏AI端到端大模型+强化学习，机器人双足自然行走，在避障方面展现出了智能驾驶级别的安全性及稳定性；交互能力升级，Iron搭载与小鹏汽车同款的小鹏天玑AIOS，不仅能进行复杂的语言理解，还能进行逻辑推理，实现人机交互。</li> <li>硬件方面，采用小鹏自研的图灵AI芯片，拥有40核处理器，算力为3000T，自主研发高性能关节。</li> <li>2025年3月，小鹏IRON人形机器人已在广州工厂投入使用，并计划于2026年实现L3初阶能力的量产。</li> </ul>                                                                                                                                                                  | IRON已在广州工厂投入使用，并计划于2026年实现L3初阶能力的量产 |
| 长安  | <ul style="list-style-type: none"> <li>2024年11月15日长安汽车宣布，未来五年内计划投入超500亿布局海陆空立体交通方案和人形机器人。在机器人领域，将开展类人机器人、汽车生态机器人等相关产业布局。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 2027年前发布人形机器人，2028年实现量产下线           |
| 广汽  | <ul style="list-style-type: none"> <li>硬件方面，GoMate灵巧手、驱动器、电机等核心零部件完全自研。</li> <li>软件方面，针对特定应用场景对开源大模型进行调优训练，通过海量数据的输入和深度学习的优化。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 2024年12月推出人形机器人GoMate，融合四轮足、两轮足两种模式 |

资料来源：各公司官网，高工机器人，国信证券经济研究所整理 注：不完全列举，具体以公司实际进展为准。

## 估值逻辑：加速从制造向具身智能的估值重塑

**汽车及零部件企业向具身智能领域升级，AI技术突破带来估值锚切换与估值体系重塑机遇。**上一轮车企系统性的估值提升，是发生于2019年~2021年的能源革命。在数字革命AI浪潮之下，**尽管明年汽车行业整体增速依然承压，但我们认为车企及零部件企业的估值体系将实现从单一汽车制造类企业朝AI、科技类企业重塑**，其类似苹果围绕iOS从芯片到系统、再到硬件设计打造的软硬一体化体系，特斯拉亦从FSD、电池、造车、机器人、Grok统一调控，通过“FSD+DOJO+车+机器人+Robotaxi”不断赋能新商业模式，向具有更广阔盈利空间的AI业务扩展。**我们认为在以上逻辑开始演绎时，提前进行AI相关布局的车企有望从制造企业往AI应用企业（智能车+机器人）的系统性估值提升：从传统制造业的油车，到能源变革下的电车，再到AI、智能化升级下的智能车和机器人，实现产业升级。**

图24：人形机器人成为驱动汽车板块行情的重要因素



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：2025 年 12 月数据截至 2025 年 12 月 26 日

## 投资建议

### 整车：小鹏汽车、江淮汽车、宇通客车、春风动力

#### ➤ 小鹏汽车：智能驾驶技术先行者，新品周期持续向上

销量及财务状况，2025H1，小鹏汽车的销量为 19.7 万辆，同比增长 279.0%；总收入为 340.9 亿元，同比增长 132.5%；净利润为-11.4 亿元（2024H1 为-26.5 亿元）。拆单季度看，2025Q2，小鹏汽车的销量为 10.3 万辆，同比增长 241.6%，环比增长 9.8%；总收入为 182.7 亿元，同比增长 125.3%，环比增长 15.6%；净利润为-4.8 亿元，去年同期为-12.9 亿元，2025Q1 为-6.6 亿元。拆分来看，1) 2025Q2 汽车销售收入为 168.8 亿元，同比+147.6%，环比+17.5%，增长主要由于交付量的增加所致。2) 2025Q2 服务及其他收入为 13.9 亿元，同比+7.6%，环比-3.5%，同比增长主要由于零件及配件销售收入增长与累计汽车销售增长一致，环比下降主要由于技术研发服务的收入波动所致。公司 2025 年第三季度指引，2025Q3 汽车交付量预计 113,000-118,000 辆，同比增加 143%-154%。

公司端，公司引入了长城汽车前任高管王凤英女士担任总裁职务，对公司的组织架构、产品定义与终端渠道进行了全面调整与升级，小鹏 MONA M03、P7+ 的畅销显现了改革成效。小鹏 G7、全新小鹏 P7 正式上市，搭载图灵芯片、AR-HUD 等配置。2025 年 7 月 3 日，小鹏 G7 正式上市，新车搭载图灵芯片、VLA+VLM 大模型及“追光全景”抬头显示。2025 年 8 月 15 日，小鹏汽车与大众汽车集团签订扩大电子电气架构技术战略合作的协议。2025 年 8 月 27 日，全新小鹏 P7 正式上市，标配三颗自研图灵 AI 芯片，搭载 87 英寸 AR-HUD。

智能化，公司新车型走量，公司纯视觉方案的落地，将高阶智驾车型渗透至 20 万以内的市场，加速实现高阶智驾平权，叠加后续更多新车型的推出，公司经营周期持续向上。

我们维持盈利预测，预计 25/26/27 年营收 885/1280/1472 亿元，预计 25/26/27 年归母净利润-16/27/47 亿元，维持“优于大市”评级。

➤ **吉利汽车：技术迭代产品力提升，品牌整合后更加清晰**

**极氪开启私有化，《台州宣言》进一步落地。**2025 年 5 月 7 日，公司公告，对极氪进行私有化建议。2025 年 5 月 7 日，公司公告向极氪提交非约束性报价函，有意对极氪进行私有化建议；建议以 2.566 美元或 1.23 股新发行的 175 股份收购每股极氪股份。如私有化建议落实及完成，极氪将成为吉利汽车的全资附属公司及于纽交所退市。2025 年一季报显示，极氪与领克的合并已经于 2025 年 2 月完成，意味着，极氪若完成私有化，领克、极氪品牌都将成为吉利汽车旗下全资子公司。香港会计准则下，2025Q1 极氪实现盈利 5.13 亿元。

**公司公告回购计划，彰显信心。**吉利汽车 2025 年 10 月公告，拟实施最高 23 亿港元股份回购计划，彰显长期发展信心。该计划在获得香港联交所后，将通过自动化机制在公开市场分批回购。

**极氪迎来技术大年。**2025 年 9 月，独立股东高票率通过吉利汽车合并极氪智能科技有限公司的议案，极氪私有化进程顺利推动。9X 成功发布，同步推出超级电混系统，年底 8X 上市进入更大市场。预计 SUV 产品线和超级电混系统带来极氪新一轮增长曲线。

投资建议：预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 3197/3960/4370 亿元；2025-2027 年归母净利润分别为 158/207/244 亿元；预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.57/2.04/2.43 元，维持“优于大市”评级。

➤ **江淮汽车：尊界成功上市，有望成为超豪华赛道标杆**

**安徽江淮汽车集团股份有限公司历史积淀深厚，是安徽省属重要汽车行业资产。**公司是安徽省国资旗下综合型汽车企业集团。公司成立于 1964 年；2008 年公司进入乘用车领域；2015 年公司进军新能源领域，先后与大众集团、蔚来汽车合作；公司华为深度合作，推出尊界系列，首款车型于 2025 年正式发布。公司 2024 年全年营收 421.16 亿元；2025 年第一季度营收 98.01 亿元。公司当前传统业务，主要分为商用车、乘用车、客车、底盘及其他业务，商用车、乘用车占了绝大多数营收份额。公司近年海外业务表现亮眼，2023/2024 年海外业务营收均超过了国内，2024 年海外业务营收达到了 238.92 亿元，占比 56.61%。

**公司传统业务近年成功把握出海趋势，未来有望全面合作华为。**公司商用车业务营收和产品销量在 2023/2024 年回升，核心产品线包含轻中重卡，其中以轻卡产品为主；公司通过开拓海外市场，以及发力皮卡、多功能商用车，逆势实现了商用车业务的增长。公司自主乘用车业务营收在 2024 年下滑，但单车营收显著提升；自主乘用车积极出海，开辟新的市场，显著提升单车价值；自主乘用车在国内优化产品结构、出清低效资产，提升运营效率。2025 年 6 月 17 日，公司与华为在合肥签署战略合作协议，深化战略合作伙伴关系，公司传统业务未来有望全面得到赋能。

**超豪华赛道是自主品牌蓝海市场。**50 万元以上的乘用车市场，国产车（自主品牌+合资品牌）和进口车都占据着重要的份额；但其中国产车除了宝马 X5 以外，几乎集中均价在 60 万元以下的豪车市场；价格中枢在 70 万元以上的进口车有一定销量规模。超豪车赛道目前以进口车为核心，属于自主品牌蓝海市场。鸿蒙智行凭借问界 M9 在高端豪车市场取得成功，进入超豪华赛道具备一定优势。公司与华为合作的尊界系列首款车型 S800 于 2025 年 5 月 30 日正式上市，尊界 S800 产品力强，配置和细节有诸多亮点，上市首月大定突破 6500 台。

后续关注点：关注尊界后续车型的上市节奏；关注尊界出货量带来的营收、毛利率变化；关注未来公司盈利潜力和盈亏平衡点。给予“优于大市”评级。

风险提示：传统业务经营的风险、转型不足的风险；尊界销售、相关服务不足的风险；海内外竞争加剧、豪车市场规模萎缩的风险等。

### ➤ 宇通客车：全球大中客龙头，有望迎来周期与成长共振

宇通客车是国内大中型客车的龙头企业（2021 年国内大中客份额约 38%），复盘：在 2014-2017 年我国大中客新能源化率从不到 10%到 60%左右的快速渗透的阶段，宇通实现利润（从 26 亿到最高 40 亿元）与市值（从约 200 亿到最高近 600 亿元）齐增；展望：1）海外新能源周期叠加一带一路，宇通出口量价利三增；2）国内公交更新周期、公路客车疫后复苏；3）国内供给逐渐出清，宇通优选市场后毛利率改善；另外考虑到公司长期高分红高股息率（5-10%），周期与成长共振，当前投资价值凸显。

**海外：客车新能源化起步，渗透率上行空间大。**据 OICA，2022 年海外大中客销量约 20 万辆左右（预估稳态 25 万左右），整体新能源渗透率相对较低（预估不足 10%），对比国内具有较高渗透上行空间。另外当下海外已有较多国家和地区（欧洲、中东、拉丁美洲等）规划客车新能源转型的目标，叠加“一带一路”的进一步催化，有望持续带来我国客车出口的增量订单机遇。

**宇通出口：打造“技术+服务出口”创新模式，抓住海外新能源发展窗口期。**①我国新能源车领跑全球，具供应链体系+产品技术+控本能力等优势；②宇通是客车行业龙头，出口历史近 20 年，从“制造+销售产品”→“制造服务型+解决方案”定位升级；③市场端宇通海外布局逐步从亚洲、拉美、非洲等地区，向欧洲等客车工业发达地区拓展，推动产业价值链迈向中高端，有望充分受益于海外新能源扩张。

**国内：需求复苏，供给出清。**2023 年国内大中型客车销量 6 万辆左右，受益于公交客车更新周期与公路（旅游）客车疫后复苏，国内客车需求有望逐步回暖；宇通作为国内龙头（约 40%），在国内供给有所出清的背景下，风险管控+优选市场改善毛利，预计国内业务盈利有望持续回暖。

**投资建议：**兼具成长（出海）和红利（高股息）的全球大中客龙头，维持“优于大市”评级。看好公司出口放量及国内回暖带来的增量，维持“优于大市”评级。

### ➤ 春风动力：中国全地形车及摩托车龙头企业，出海、高端化引领新成长

**全地形车及中大排摩托车国内龙头稳健成长。**春风动力是国内全地形车和中大排摩托车龙头企业，出口收入占比较高（2023 年出口收入占 76%）。公司全地形车出口量及出口金额在国内领先，在欧洲实现市占率第一，北美市占率保持前列；公司在国内中大排摩托车市场上保持市占率前三，从 2021 年底开始加强摩托车出海布局，逐步成长为全球性的全地形车及摩托车企业。

**四轮车迎来产品大年，U10 PRO 等新品有望推动业务高弹性增长。**2024 年公司迎来产品大年，根据公司北美官网，2024 年年初公司推出三款新品，分别是 CFORCE 800 TOURING、CFORCE 1000 TOURING、ZFORCE 950 Sport 4，增强在 ATV 领域的竞争力，拓展 SSV 产品线。2024H2 U10 PRO/U10 XL PRO/Z10/Z10-4 等多款重磅新品上市，新品较原有产品的动力性大幅提升，公司有望凭借新品在高端领域实现向上突破，加速突破高端市场。

**国内摩托车新品及改款频出，积极拓展出口业务。**国内两轮摩托新品频出，2024

年推出 150SC/450MT/500SR V00M/675SR-R 等新品, 2025 年推出 700MT/450SR 2025 款/675NK/250CL-C 2025 款/450SR-S 2025 款等, 持续提升竞争力, 2025 年 6 月公司发布复古踏板 150AURA, 进一步加强出行市场布局。出口方面, 公司在海外各国导入摩托车, 美国官网推出街车、仿赛、ADV、mini、巡航太子等众多车型, 摩托车产品在海外市场上较对手具备较高性价比优势, 摩托车外销有望迎来较快发展。

**电动两轮车快速突破, 极核构建第三成长曲线。**2024 年 6 月, 极核新品发布会上正式公布其产品矩阵“MEGA CITY”, 涵盖多种系列产品, 其中 AE 系列追求极致性能, CITY 系列追求城市玩乐, EZ 为中性系列, MO 系列针对女性用户, GO 系列打造超高性能。2024 年极核销量快速提升, 公司拟在浙江桐乡建设年产 300 万台两轮车及核心部件的生产基地, 依托于春风过去摩托车领域的积累, 有望在电动两轮车市场快速突破。

**投资建议:** 维持盈利预测, 维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 18.49/23.86/28.61 亿元, 同比增长 25.6%/29.1%/19.9%, 维持“优于大市”评级。

**智能化: 科博达、伯特利、沪光股份、禾赛科技、地平线机器人**

#### ➤ 科博达: 打造域控制器平台型企业

**聚焦高价值量产品, 单车价值量持续提升, 持续打造域控制器平台化企业。**2024 年, 公司将进一步优化产品结构, 向域控制器、efuse、区域控制器、中央网关等更高价值产品发展或聚焦。考虑参股公司科博达智能科技智能驾驶域控制器业务, 预计最高单车价值量可达 1 万元以上。

**加快全球化布局, 在手订单充沛。**2025 年上半年, 科博达新获定点项目预计生命周期销售额超过 70 亿元。特别是, 获得某国际知名整车厂新世代架构下超级大脑之一中央域控产品定点; 本次定点是全球平台 LED 前大灯、尾灯控制器项目之后, 科博达在该整车厂全球平台取得的又一重大突破。中央域控产品是该国际知名整车厂首创的车辆控制超级大脑, 负责基础功能和车况管理, 涵盖车辆进入、空调与舒适系统、内外照明、数据流处理及远程软件升级等诸多功能。

**收购参股公司智能科技 60%股权, 打开高单价智驾域控成长曲线。**2025 年 9 月 4 日, 公司发布《科博达技术股份有限公司关于购买股权暨关联交易的公告》, 科博达技术股份有限公司拟以现金方式收购上海科博达智能科技有限公司 60%股权, 交易价格为 3.45 亿元, 本次交易资金来源于公司自有资金。科博达智能科技主业智能驾驶域控制器, 2024 年、2025 年 1-7 月分别实现营收 1.78、2.99 亿元, 归母净利润-0.42、-0.35 亿元。科博达智能科技承诺 2025 年 8-12 月、2026-2030 年度累积实现的净利润不低于 6.3 亿元。业绩承诺期结束后, 如果科博达智能科技实际实现的净利润未达到承诺的净利润, 将根据《股权收购协议》的规定进行补偿。科博达智能科技自 2022 年设立, 与 Momenta、高通、地平线等全球领先技术企业建立深度合作, 成功开发出高性价比智驾域控制器(单价大几千到上万元), 目前定点项目的产品生命周期销售额超 200 亿元, 并实现国内多家主流品牌车型的量产配套。我们认为, 科博达作为域控制器平台型企业, 与全球诸多客户(大众、宝马、通用、福特、雷诺等)建立了深度合作关系, 并通过参股公司科博达智能科技战略布局智能驾驶域控制器业务。此次科博达收购科博达智能科技 60%股权, 使得公司主业完成从百元级车灯/电机控制器品类-千元级车身域控制器品类-万元级智驾域控制器品类的升级过渡, 打开远期域控制器市

我们维持盈利预测，预期 2025/2026/2027 年营收 72.0/92.7/114.0 亿，利润 10.1/12.8/15.4 亿，维持“优于大市”评级。

### ➤ 沪光股份：汽车线束领先企业，国产替代加速

**行业端，电动化与智能化趋势下，汽车线束空间广阔。**单车价值量角度，传统线束以低压线束为主，单车价值量预计 2500-3500 元；电动化新增对高压线束的需求，单车价值量预计 2500-3500 元；智能化新增对高速线束的需求，单车价值量预计 1000-1500 元。市场空间角度，传统低压线束和高压线束市场，2025 年全球空间超 3300 亿元，国内超 1000 亿元；高速线束市场，2025 年全球空间超 500 亿元，国内超 150 亿元。竞争格局角度，国内汽车线束市场以矢崎、住友、莱尼等为代表的外资线束厂占主导地位，沪光股份国内市占率约 3-4%。我们认为，沪光股份为国内少有的长期配套合资车企的自主线束厂，近年公司积极开拓新势力客户，丰富的线束生产经验叠加快速响应优势，后续国产替代空间大。

**公司端，主营高低压线束的自主优质线束企业，量、价、利三升。**（1）**价升：**公司深耕创新低压线束产品；同时加大布局高压线束产品产能。目前，公司高压连接器产品已在 X 汽车、赛力斯、上汽、华域三电、威灵、航瑞、欣锐等一级电器部件客户上实现搭载。**2025 年上半年，公司线束取得新突破：**1）**无人机线束：**公司顺利交付百架 A 系列及 A50 系列整机线束，并同步开发了 C 型机电池包线束。此外，公司成功获得 FF 航空吨级无人机项目的高/低压整机线束总成订单，并完成小批交样；2）**作业类无人车辆线束：**公司持续深化与某知名电动工具企业的战略合作，并获得中大型商用无人割草机线束总成项目的定点，顺利交付近三百台产品；3）**智能机器人线束：**公司组建专门的研发团队，提供机器人线束、连接器的同步设计、开发和制造的定制化服务。目前，公司已成功为某知名 AI 头部企业提供多个产品系列的线束总成，其中部分零件号出货量已近千套。此外，公司还参与了分拣搬运机器人 50 系列三个机型的整机线束报价工作，并完成了首批送样交付。（2）**量增：**公司前五大客户销售收入占比从 2015 年的 99% 下滑至 2024 年的 80.22%，其中赛力斯 2024 年收入占比 53%，为公司第一大客户。公司持续为大众汽车、戴姆勒奔驰、奥迪汽车、通用汽车、福特汽车、捷豹路虎、赛力斯、L 汽车、美国 T 公司、蔚来汽车、吉利极氪、奇瑞汽车等客户提供汽车线束服务。（3）**利升：**一方面公司持续推进智能制造与数字化转型，降本增效；另一方面受益于新能源客户项目的持续放量，盈利能力提升。

**投资建议：**公司为汽车自主线束行业龙头，后续看点在于新能源客户线束放量支撑业绩增长，叠加公司持续降本增效带来的盈利能力改善。我们维持盈利预测，预计公司 25/26/27 年营收 91.0/114.6/133.0 亿，归母净利润 7.1/9.2/11.3 亿，维持优于大市评级。

### ➤ 伯特利：制动系统国内龙头，智能电控持续增收

伯特利是国内汽车制动系统龙头企业，受益于汽车智能化、轻量化发展趋势，智能电控产品持续增收。

**产品端：**公司产品主要包括 1）机械制动，即盘式制动器及轻量化制动零部件；2）电控制动，即电子驻车制动系统 EPB、制动防抱死系统 ABS、电子稳定控制系统 ESC 及线控制动系统 WCBS。其中公司 EPB 系统受益于国产替代，是短期主要增长动力；公司作为首家自研成功 WCBS 的自主品牌厂商，订单增长迅速。截至 2025 年第三季度在研项目 109 项，其中新能源车型 82 项。EMB 产品公司截止 25Q3 已有 4 个新增在研，产品量产加速；3）智能驾驶即 ADAS 系统，公司产线已在 23 年 4 月投产，2025 年截至 9 月已有 9 个新增项目量产。4）机械转向包括机械转

向器、机械转向管柱，产品能力来自 2022 年上半年收购万达转向，进一步完善底盘系统产品结构。5) 人形机器人，公司积极推进人形机器人关键零部件丝杠产品落地，与浙江健壮传动科技有限公司共同完成控股子公司浙江伯健传动科技有限公司的设立，主要研发生产应用于人形机器人的滚珠丝杠、微型、行星滚柱丝杠等产品。

**客户端：**上市之初公司客户主要以吉利、奇瑞、长安等自主品牌为主，逐步向东风日产、长安福特等合资以及通用全球等外资渗透，全球化布局持续推进，获得全球著名整车厂铸铝轻量化项目、线控制动项目定点，前五大客户营收占比由 2015 年的 93% 降至 2024 年的 48%，大客户依赖程度不断降低，客户结构持续优化。

**制造端：**公司在手订单充沛、在研项目较多，结合对新能源汽车未来发展预判及公司国际化业务布局，持续加快产能建设，墨西哥二期项目建设按照原计划积极推进中；WCBS 新增两条产线正在布局中；EMB 产线及空悬产线正在调试过程中，预计年底前完成调试。

**投资建议：**公司是国产制动系统龙头企业，看好公司智能电控产品加速放量带来的业绩持续上行的动力，我们维持盈利预测，预计伯特利 25-27 年归母净利润 13.6/18.2/23.2 亿元，维持“优于大市”评级。

#### ➤ 禾赛科技：全球领先的激光雷达研发与制造企业

禾赛科技是全球领先的激光雷达研发与制造企业，产品广泛应用于支持高级辅助驾驶系统（ADAS）的乘用车和商用车，以及自动驾驶汽车和配送机器人、移动机器人等各类机器人应用。2024 年，公司营收 20.8 亿元，同比增长 11%，净亏损-1.0 亿元（23 年净亏损-4.8 亿元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为 1369 万元（23 年净亏损 2.41 亿元）。公司主营业务占比为激光雷达产品（93.7%）、工程设计（4.8%）、其他产品（0.9%）、其他服务（0.5%）。

**产品端，**面对无人驾驶、高级辅助驾驶、服务机器人等领域对激光雷达的多样化需求，公司推出立体化产品矩阵（AT、FT、JT、XT、OT、PANDAR、QT、ET 系列），涵盖机械旋转、转镜、电子扫描（纯固态）等技术方案。技术端，禾赛科技的核心激光雷达技术包括芯片化设计能力（专用集成电路（ASIC）的架构）、产品平台化、感知算法技术、车规级能力，芯片化设计+产品平台化+产线自动化降本，加速激光雷达规模化量产。**客户端，**禾赛科技作为激光雷达领先企业，配套客户涵盖车企（自主、新势力、合资和全球客户）、产业链相关公司（机器人、robotaxi 等）。

**投资建议：**预计公司 2025-2027 年营收 31.38/43.47/60.37 亿元，归母净利润 3.55/5.13/8.81 亿元，维持优于大市评级。

#### ➤ 地平线机器人：自主智能驾驶解决方案龙头

地平线为自主智能驾驶解决方案龙头，征程系列芯片布局包括征程 2、征程 3、征程 5、征程 6，已完全覆盖 L1-L4 智能驾驶，依托完整成熟的软硬件产品矩阵与智驾全栈技术，从 IP 开放授权到智驾解决方案交付，地平线提供全链路的量产开发支持与平台化服务，公司成为众多车企品牌、Tier1 决胜智能化时代的首选合作伙伴。

**地平线征程 6 系列芯片量产加速，在手订单充沛。**目前，博世基于征程 6B 开发的新一代多功能摄像头平台计划于 2026 年年中实现量产，现已获得多家全球和中国本土知名车企的项目定点。成都车展期间，埃安霸王龙、岚图梦想家等多款征程 6E/M 全新量产合作车型迎来上市或预售，截至目前，征程 6E/M 已获得超过 20 家

主流 OEM 平台化定点，将赋能超 100 款智能车型上市。2025 年 8 月 29 日，成都国际车展首日，星途 ET5 携地平线 HSD 及征程 6P 计算方案正式亮相。此外，L4 行业提速，公司预计在今年下半年会和无人驾驶出租车领域的若干运营公司展开合作，提供技术基础设施。公司将继续拓展全球业务布局，深化与国际领先汽车制造商及合作伙伴的合作关系，进一步发展全球智能驾驶生态系统。

**投资建议：**公司为国产智能驾驶芯片龙头，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年营收为 33.9/53.4/74.5 亿元，归母净利润为-18.7/-3.4/7.9 亿元，维持优于大市评级。

## 机器人：拓普集团、三花智控、双环传动

### ➤ 拓普集团：车、机器人、液冷业务发力带来成长确定性

**拓普集团多品类布局+大客户战略并举，在产品拓展提升单车配套价值+客户放量驱动利润上行中成长。**展望后续，赛力斯、小米、吉利、理想等销量有望持续向上带来业绩增量，热管理、汽车电子、底盘等业务持续放量，叠加公司执行器业务的兑现，有望驱动公司业绩边际上行。

**依托热管理能力及客户资源切入液冷领域，订单持续突破。**公司新一代全集成模块及 R290 冷媒系统模块已取得技术性突破；将热管理技术及产品，应用于液冷服务器、储能、机器人等行业，并取得首批订单 15 亿元；公司已经向华为、A 客户、NVIDIA、META 及各企业客户和各数据中心提供商，对接推广相关的产品，获得市场认可，该业务将成为公司未来新的增长点。

**优质客户的深度绑定以及新产品的陆续量产带来中长期业绩确定性。**展望后续，车端为拓普基本盘，公司平台化战略+Tier0.5 模式持续推进，与赛力斯、理想、奇瑞、小米、吉利、斯特兰迪斯、宝马、奔驰等车企深化合作+提升配套金额，有望带来稳定的增长动力；产能方面，公司继续实施产能布局与建设；机器人方面，公司与客户从直线和旋转执行器开始布局，且开始研发灵巧手电机等产品，已经多次向客户送样，项目进展迅速。公司还积极布局机器人躯体结构件、传感器、足部减震器、电子柔性皮肤等，看好公司逐步打造成机器人领域平台型供应商。

**投资建议：**特斯拉产业链核心标的，维持“优于大市”评级。持续看好公司平台化战略推进带来的业绩成长性，考虑到终端客户销量后续增量的持续，维持“优于大市”评级。

### ➤ 三花智控：向热管理全球龙头迈进，机器人布局新增长点

**战略清晰，全球布局，把握热管理核心零部件环节。**三花智控以热泵技术和热管理系统产品研发应用为核心，从机械部品开发向电子控制集成的系统控制技术解决方案升级，成立至今专注于热管理产品零部件及组件，横向产品品类扩展（阀、泵、散热器、组件等），纵向行业扩展（家电、商用制冷、汽车、储能等）。基于对产品线的完善和下游应用的拓展，公司收入从 2002 年的 1.34 亿元增长至 2024 年的 279.5 亿元，持续提升。全球化布局方面，公司已在美国、波兰、墨西哥、越南、印度等地建立了海外生产基地，具备全球交付能力。

**热管理行业大赛道、好格局，抓住新能源增量机遇，公司从部件龙头成长为行业龙头。**新能源汽车热管理行业单车价值量 6500 元左右，相较于燃油车提升 2 倍（主要增量为电池侧以及系统更加复杂），公司把握核心零部件，提升集成组件产品比例，目前单车配套价值量可达 5000 元以上。汽车热管理行业集中度高，传统国际龙头电装、法雷奥、翰昂、马勒四家企业占据 50%以上的份额。国内企业发力

新能源车增量市场，三花智控在车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件产品上市占率全球第一，公司伴随新能源核心客户的快速发展、集成组件收入占比提升，打造行业全球龙头。

**开拓储能、机器人等业务，技术具有同源性，布局新的成长点。**机器人方面，公司聚焦多款关键型号产品开展技术改进，配合客户进行全系列产品研发、试制、迭代、送样，获得客户高度评价，并取得了一系列围绕现有产品的创新成果，实现了产品力的整体提升。储能方面，公司聚焦主要客户，密切跟踪储能系统技术发展动向，并不断跟进储能热管理零部件的市场机会。此外，公司与绿的谐波签署战略合作框架协议，并在钱塘区投资建设机器人机电执行器和域控制器研发及生产基地项目，具备先发优势。

**投资建议：**维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 40.11/46.24/54.73 亿元，同比增长 29.4%/15.3%/18.4%。

### ➤ 双环传动：以车端与机器人业务为核，打造精密齿轮平台型供应体系

**内核：**高精齿轮工艺生产 Know how 为核，车与机器人双环共振。车：新能源车减速器齿轮较传统车齿轮对啮合精度、噪音控制、刚度寿命等标准要求大幅提升，叠加齿轮外包趋势演进，催化新能源车用齿轮迎来行业升级、需求放量与格局重塑的机遇。双环战略眼光超前，具极限制制造+一致性出货+正向开发能力，客户与订单持续突破（国内大功率新能源车齿轮市占率 70%+）；商用车方面有望充分受益于国内重卡 AMT 渗透率提升；机器人：公司 RV 减速器打破日欧品牌垄断格局（环动科技国内份额约 16%）。后续随下游工业自动化需求提升，公司减速器业务有望持续放量；同时谐波减速器多型号产品已批量供货并获客户认可，后续有望逐步车+机器人有望实现共振增长。

**展望：**全球化战略推进与品类矩阵延展打开增长空间。当下双环适逢第三轮升级机遇，即①出海：全球化战略推进，海外建厂（匈牙利投资 1.2 亿欧元）与客户突破并举，后续有望承接国内增长打开远期空间（测算 25 年全球新能源车齿轮空间约 300 亿元）；②平台化：我们认为双环的核心优势在于产品（一致性+性能）、管理（降本增效）、研发（技术与开发能力）三大维度，构筑车端齿轮+机器人减速器+工程机械齿轮等产品加持的平台化供应体系，保障增长动力，后续依托于此优势有望持续延展品系开辟新增长曲线。

**催化：**降本增效与智能制造推进，盈利能力有望持续提升。前期高资本开支压制利润释放，后随订单陆续量产，公司产能利用率逐步提升改善利润率；后续叠加持续的技术升级、工艺优化、管理提升等降本增效方式推进（齿轮原材料成本占比约 50%，给予降本增效空间），公司盈利能力有望逐步提升。

**投资建议：**看好双环传动出海打开长期成长空间及产品线开拓带来的业绩增量，维持“优于大市”评级。

### 国产替代&全球化：车灯、玻璃、座椅、内饰、被动安全

#### ➤ 星宇股份：国内自主车灯龙头，产品升级+客户结构转型+全球化持续推进

**发展复盘：**车灯自主龙头的发展之路。星宇股份于 2011 年 2 月 1 日上市，是国内自主车灯龙头（2023 年国内车灯市占率预计 15%）。复盘公司发展，主要经历以下阶段：2007-2015 年：初具规模；2016-2017 年：进入成长；2018-2020 年：量利双增；2021-2023 年：转型调整；2024 年后：新征程。

**2024 年的星宇股份和 2018 年有诸多相似之处。**第一，汽车市场方面，2024 年

汽车行业经历了 2020-2023 年新能源高渗透的结构性行情，2018 年汽车行业经历 2016-2017 年 SUV 高渗透和购置税政策透支，出现首年下滑，行业缺乏总量机会、结构性增长稀缺，因而有业绩增长确定性的公司具备估值溢价；第二，公司经营方面，2018-2020 年公司完成日系和德系客户结构转型，2024 年公司实现新能源和自主品牌客户转型；第三，车灯行业方面，2018 年车灯从卤素氙气灯向 LED 灯升级，当前处于 LED 灯向 ADB、DLP 灯升级阶段。

**追根溯源：星宇股份成为自主车灯龙头的原因探析。**车灯既是外观件，也是安全件，具备高定制化、独配等属性，车灯是光机电一体件，综合结构设计、光学、电子、软件等工程师，行业壁垒高。星宇股份国内市占率从 6%（2015 年）快速提升至 15%（2022 年），其竞争优势在于：1）较外资：工程师红利、快速响应能力；2）比内资：持续研发能力、优异成本管控能力（模具、模组自制）、稳定供货能力。

**发展展望：产品智能化，客户新能源化、全球化。**从安全到智能，车灯产品持续升级，预计 2025 年全球车灯（含前大灯+后尾灯+外饰氛围灯）市场超 4000 亿，国内近 1500 亿。1）产品智能化，车灯产品方面，布局 ADB、DLP、星环灯、格栅灯等主流车灯新技术，研发进展和全球车灯龙头基本同步（在内资领先）；汽车电子产品方面，加强车灯控制器的开发及应用，并通过产业链协同（地平线、华为、一径科技、欧冶半导体等）拓展能力圈。2025 年 4 月 23 日，星宇股份、欧冶半导体与晶能光电正式签署战略合作协议，共同开发 iVISION 智眸大灯。2）客户新能源化，国内市场，公司积极开拓新能源客户，占比持续提升。3）客户全球化，公司塞尔维亚星宇产能逐步释放，注册成立墨西哥星宇和美国星宇，进一步完善海外布局。

**成立星宇智能机器人有限公司、战略合作节卡股份，公司积极布局机器人领域相关业务。**2020 年 10 月 10 日，常州星宇智能机器人有限公司成立，注册资本 1 亿元。此外星宇官网已挂出机器人招聘方向，岗位包括机器人关节模组专家、机器人开发工程师、机器人视觉算法技术专家、机器人结构工程师、机器人高级算法工程师。2025 年 10 月 16 日，星宇股份与节卡股份签署战略合作协议，双方将依托长期合作积淀与互补优势，在具身智能机器人创新、智能制造升级、产业链协同三大领域开展深度合作。

**投资建议：**维持盈利预测，维持优于大市评级，预计 25/26/27 年营收 160.0/194.0/236.7 亿元，预计 25/26/27 年归母净利润 16.9/21.1/26.4 亿元，维持优于大市评级。

### ➤ 福耀玻璃：汽车玻璃龙头由出海及高附加值产品开启新增长

**全球汽车玻璃龙头，出海及高附加值产品开启新增长。**福耀是全球汽车玻璃龙头，占据 36%+市场份额，受益于行业及自身双重提升。汽车玻璃大空间、高壁垒赛道，具备重资产、重人力、长工序行业特性。行业前期升级围绕前档 HUD 化、车顶天幕化，中期看调光玻璃渗透，远期汽车玻璃有望成为车内生态应用端海量数据输出载体（承载中控屏以外的信息量）具备远大成长空间（单车价值量从 700-1500-2000 元），2026 年全球市场规模有望到 1150 亿元。而福耀具备高份额、高盈利能力特性，高利润来源于规模效应、高自动化、垂直产业链、人力成本等，出海与高附加值产品为公司开启新一轮成长周期。收入端，福耀持续建设自身品牌，以高附加值产品提升汽车玻璃市场空间，以优化客户结构提高自身份额；成本端，行业具备重资产、重人力、长工序属性，福耀对应优先扩大规模（全球份额 36%+）、提升自动化（百人机器人数量高于发达国家）及产出效率（核心设备自制）、垂直产业链（自采硅砂自产浮法谋求利润空间），以集中生产进一步提

升成本优势。向后展望，福耀持续在已有中、美基地扩大产能，有望开启新一轮产能周期，继续增强公司的头部企业虹吸效应，全球市占率有望持续提升。

**投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。**我们预计公司 25-27 年实现归母净利润 99.84/112.28/129.92 亿元，，低估值、高分红（21-24 年分红比例维持 60%+）的全球汽车玻璃龙头，维持“优于大市”评级。

➤ **继峰股份：顺利剥离北美亏损资产，乘用车座椅国产替代加速，2025 年业绩有望加速释放**

**加快格拉默整合与落实降本增效。**公司 2025 年前三季度实现营业收入 161 亿元，同比下降 5%，实现归母净利润 2.51 亿元，同比大幅扭亏（去年同期-5.32 亿元），核心为公司剥离北美亏损资产 TMD 及裁员等降本增效措施效果兑现，考虑公司格拉默海外持续改善贡献正向业绩，中长期有望加速业绩释放。

**乘用车座椅国产替代空间广阔，自主崛起有望突破现有格局。**乘用车座椅单车价值量高（公司首个量产项目单车价值 1 万以上），而目前全球汽车座椅 80%以上的市场份额被外资所占据。国内本土的配套商具有成本优势与快速反应能力。截至 2025 年 7 月 31 日，公司累计乘用车座椅在手项目定点共 24 个，并在 2024 年 4 月公告控股子公司格拉默继峰（德国）成为德国宝马的乘用车座椅总成的供应商，将在欧洲地区为德国宝马开发、生产前后排座椅总成产品，全球型客户订单继续获得突破。继峰已实现新造车势力龙头、国内传统造车龙头、外资品牌、合资品牌等客户布局，有望成为自主乘用车座椅龙头企业。

**投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。**公司乘用车座椅业务稳步推进，维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年公司实现归母净利润 5.04/9.40/12.76 亿元，维持“优于大市”评级。

➤ **新泉股份：打造汽车内饰平台化供应体系**

**汽车内饰+外饰空间广阔，公司初步形成平台化供应体系。**汽车内饰除座椅外单车价值量在 8000 元左右，公司凭借强大的技术实力与经验，其核心产品汽车仪表板已成为行业标杆。除仪表板总成外，公司还有门板总成、座椅背板、立柱总成、顶柜总成等产品提供配套，乘用车内饰件产品单车价值量 6500 元左右，2012 年开始布局外饰产品，现已布局外饰件产品单车价值总和约为 2700 元。初步形成平台化供应体系。

**加码乘用车座椅，进一步提升单车价值量。**公司 25 年 4 月公司收购安徽瑞琪 70% 股权，后者前身是上海李尔汽车系统有限公司芜湖分公司，具备前后排整椅能力及奇瑞等客户资源，公司有望通过收购加速奇瑞等自主客户整椅拓展。自此，公司整车大内饰产品布局完善，拓展座椅产品单车价值增量有望从 2000 元-4000 元-上万元水平提升。

**深度绑定核心客户，定位全球布局加速。**公司成立之初立足于汽车零部件产业集中的长三角地区，以仪表板总成成为核心产品，乘用车早期客户以吉利、上汽自主、奇瑞等自主品牌为主并形成深度绑定，2019 年与上汽大众、一汽大众、长安福特等合资客户配套关系，并在马来西亚设立合资公司建立生产基地。2020 年与北美新能源知名车企形成稳定供货，进一步在墨西哥设立全资子公司并建立生产基地，开拓北美市场业务，积极开拓新能源汽车市场；2024 年加速欧洲斯洛伐克及北美工厂布局，全球化布局加速。

**设立全资子公司，加速拓展机器人新业务。**25 年 10 月，公司投资 1 亿元设立常

州新泉智能机器人有限公司，考虑公司具备稳定供货能力、深度绑定核心客户，设立机器人子公司有望充分整合资源优势，提高公司的综合竞争实力，加速新业务快速发展。

**投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。**汽车行业形势好转，公司客户持续拓展，产能陆续释放，我们维持公司盈利预测预计公司 25-27 年归母净利润为 10.15/13.95/18.09 亿元，维持“优于大市”评级。

➤ **松原安全：产能+配套+零售全方位布局，业绩有望持续释放**

25Q3 松原安全实现营收 6.9 亿元，同比+35.4%，环比+12.1%，归母净利润 1.02 亿元，同比+50.9%，环比+15.9%，扣非利润 1.01 亿元，同比+65.2%，环比+16.1%；整体来看，得益于公司被动安全系统全方位的持续放量以及降本增效、规模效应的释放，公司实现业绩的持续兑现。

**被动安全系统持续发力，三季度毛利率同比持平略增。**25Q3 松原毛利率 29.1%，同比持平略增，环比基本持平，除了扎实稳定的安全带毛利率，我们预估公司气囊和方向盘业务环比稳步提升，规模效应及自制率提升逐步持续贡献增量。费用率管控方面持平向好，25Q3 销售费用率 1.2%，环比-0.3pct，同比-0.7pct；管理费用率 3.4%，环比+0.1pct，同比-0.6pct；研发费用率 6.0%，环比+0.3pct，同比+0.7pct；财务费用率 1.1%，环比+0.1pct，同比+0.1pct。展望后续：1) 产品爬坡上量带来规模效应；2) 随织带、气囊布、OPW 规模量产，气体发生器逐步自制；3) 精细化运营和降本增效战略的进一步推进，零部件智能化工厂的打造完毕，成本优势会进一步突显。

**自主崛起大势所趋，被动安全国产供应商跟随中国品牌车企发展。**全球乘用车被动安全市场规模预计超 1000 亿元，行业为寡头市场，目前全球仅有 3-4 家汽车安全系统核心供应商，龙头奥托立夫约占全球 43%份额，松原股份约占全球 1%左右份额，规模尚小。受益于自主品牌车企崛起和全球化，成本优势显著、响应服务速度快的国产零部件厂商有望跟随国产车企成长。

**订单实现突破，客户种类拓展。**公司安全气囊、方向盘业务于 2023 年下半年开始放量，受益于被动安全系统配置升级与客户结构拓展，单车价值量从 200 元左右，部分车型提升至 500-800 元，进一步向单车 1000-1500 元提升，向被动安全系统供应商升级。根据公告，公司持续开拓新品，推进遮阳板气囊（预计 26 年量产）和远端气囊开发（预计 2025 年下半年量产，公司安全带和方向盘业务也持续保持研发拓展。

**投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。**考虑到公司新产品逐步上量，客户持续拓展，维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

## 重点公司盈利预测及估值

表7: 重点公司盈利预测及估值

| 公司<br>代码   | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 2026/1/19<br>收盘（元） | 总市值<br>（亿元） | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|------------|----------|----------|--------------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            |          |          |                    |             | 2024A | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E |
| 9868. HK   | 小鹏汽车-W   | 优于大市     | 71.95              | 1375        | -3.02 | -0.83 | 1.41  | -24   | -87   | 51    |
| HSAI. O    | 禾赛科技     | 优于大市     | 200.00             | 318         | -0.66 | 2.27  | 3.28  | -303  | 88    | 61    |
| 601799. SH | 星宇股份     | 优于大市     | 121.30             | 347         | 4.93  | 5.91  | 7.38  | 25    | 21    | 16    |
| 600418. SH | 江淮汽车     | 优于大市     | 51.62              | 1127        | -0.82 | 0.11  | 0.80  | -63   | 469   | 65    |
| 603786. SH | 科博达      | 优于大市     | 81.98              | 331         | 1.91  | 2.50  | 3.17  | 43    | 33    | 26    |
| 603997. SH | 继峰股份     | 优于大市     | 14.58              | 185         | -0.45 | 0.40  | 0.74  | -32   | 36    | 20    |
| 300893. SZ | 松原安全     | 优于大市     | 25.40              | 120         | 1.15  | 1.22  | 1.64  | 22    | 21    | 15    |
| 9660. HK   | 地平线机器人-W | 优于大市     | 8.43               | 1236        | 0.17  | -0.13 | -0.02 | 50    | -65   | -422  |
| 603129. SH | 春风动力     | 优于大市     | 277.73             | 424         | 9.72  | 12.12 | 15.64 | 29    | 23    | 18    |
| 603766. SH | 隆鑫通用     | 优于大市     | 15.75              | 323         | 0.55  | 0.93  | 1.14  | 29    | 17    | 14    |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：股价信息更新至 2026 年 1 月 19 日收盘

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            |      |                               |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032