



新能源汽车行业 2025 年中期展望：渗透率保持快速上扬，智能辅助驾驶劲草逢春

- 预计 2025 年中国新能源乘用车销量达 1,525 万辆，对应渗透率 53.3%：**今年下半年，中国新能源乘用车行业销量将保持高速成长，全年销量有望达 1,525 万辆，同比增长 24%，对应渗透率 53.3%。在年初“两新”等政策带动下，多家新势力车企在销量成长规模放大的过程中实现毛利率的改善，带动车企端盈亏平衡能见度大幅提升。同时，车企在海外多个地区的稳步拓展，进一步加深中国车企的全球布局。进一步看，在比亚迪带动下，今年新能源车行业智能辅助驾驶快速向 10 万-20 万元价格带车型渗透。这将促进新能源车行业需求的增长，令智能辅助驾驶的多个产业链环节受益，如激光雷达、智驾芯片、智驾 Tier 1 等。
- 中国新能源乘用车渗透率加速上扬，优质供给增加，竞争激烈度依然较高：**中国新能源乘用车渗透率从 2020 年的 6.1% 快速增加至 2024 年的 44.6%，2021 年至 2024 年渗透率分别增加 9.2、12.5、6.9 和 10 个百分点，预计今年渗透率将达到 53.3%，增加 8.7 个百分点。行业优质车型供给仍在增加，涵盖新能源乘用车细分市场和需求。我们比较期待小米 YU7、小鹏 P7+/SUV、蔚来乐道 L60、理想纯电 SUV 以及零跑 B10 接下来的表现。今年零跑和小鹏汽车销量增长具有较高确定性，同时盈利改善/盈亏平衡能见度较高，是我们在新能源汽车行业的首选。
- 智能辅助驾驶渗透率大幅提升，智能化增量零部件产业链同步大涨：**今年年初，在比亚迪的大力推动下，智能辅助驾驶快速向 10 万元-20 万元的价格带车型渗透。根据 NE 时代，2025 年 3 月中国乘用车的 NOA 搭载率达到 18.9%，同比和环比均有显著提升，渗透率上行速度加快。今年一季度，L2++ 级智能辅助驾驶渗透率在 10 万元以下价格段实现了零的突破。这带动智能辅助驾驶增量零部件行业规模快速增长。同时，增量零部件成本的下行会进一步促使智能辅助驾驶向大众车型市场渗透。这将推动智驾 SoC、激光雷达、智驾 Tier 1、传感器等环节/零部件在今年快速增长。其中，今年下半年车载激光雷达将凭借性价比产品持续向中低端加速渗透，叠加部分车企中高端车型迈向“全系标配”，有望带动行业主要玩家利润改善。禾赛的激光雷达销量增长和盈利能力确定性均较高，是智驾增量零部件行业首选。
- 估值：**当前零跑市销率为 0.9x，理想美股市盈率为 19.2x，蔚来、小鹏美股市销率为 0.6x、1.4x；较今年高点有一定的下滑，估值具备长期提升空间。禾赛、速腾当前市销率为 4.9x、4.7x，处于健康估值水位。
- 投资风险：**宏观环境，如全球关税政策，影响终端需求及产业链波动；中国新能源汽车渗透率增长趋缓，未能如期爬升；海外新能源汽车需求不及预期；智能辅助驾驶在大众车型市场渗透率不及预期，智驾增量零部件增长乏力；行业竞争加剧，价格战再次升温，拖累车企销量和毛利率表现；中国车企海外布局速度慢于预期；自动驾驶研发落地不及预期，超高压快充普及速度不及预期。

沈岱

首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2025 年 6 月 10 日

MSCI 全球汽车指数表现

注：截至 2025 年 6 月 6 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际

扫码关注浦银国际研究

目录

中国新能源汽车行业从新能源化向智能化快速演变.....	5
2025 年上半年中国新能源汽车高速增长	5
2025 年下半年智能辅助驾驶和海外渠道布局持续推进	11
智能辅助驾驶渗透率将大幅提升	24
中国新能源车企布局日趋完善	32
中国新能源车企综合实力持续提升	32
造车新势力横向比较	34
新能源车企估值	38
新能源车企股价及成交量	40
新能源汽车行业可比公司估值	41

图表目录

图表 1: 中国新能源汽车月度销量: 4月销量 122.6 万辆, 同比增长 44%, 环比下降 1%	6
图表 2: 中国新能源乘用车月度销量: 4月销量 114.6 万辆, 同比增长 42%, 环比下降 1%	6
图表 3: 中国新能源汽车/乘用车渗透率: 4月新能源乘用车渗透率 51.6%, 月度渗透率首次超过 50%	7
图表 4: 中国电动汽车充电桩保有量及净增量	7
图表 5: 中国新能源乘用车品种拆分: 4月纯电动车占比 65.5%, 插电式混合动力汽车占比 34.5%	8
图表 6: 中国新能源乘用车月销量同比增速 (按动力类型拆分): 2025 年 1 月, 纯电车型同比增速在 39 个月后重新反超插混车型	8
图表 7: 中国乘用车市场价格段销量结构变化	9
图表 8: 中国新能源车渗透率按照车型拆分	9
图表 9: 2025 年 4 月, 中国乘用车市场零售销量各动力类型的价格段分布	9
图表 10: 2025 年 4 月, 中国乘用车市场零售销量各价格段内不同动力类型渗透率情况	9
图表 11: 汽车以旧换新补贴政策进一步延续, 加码置换补贴	10
图表 12: 中国新能源乘用车销量及同比预测	12
图表 13: 中国新能源乘用车渗透率及预测	12
图表 14: 中国纯电乘用车各级城市销量占比	12
图表 15: 中国插混乘用车各级城市销量占比	12
图表 16: 覆盖新势力车企 2025 年新增车型及计划 (含改款)	13
图表 17: 纯电车型配置比较: 小米 YU7 vs 同价格段竞品车型	14
图表 18: 小米 SU7 Ultra 与同价格段纯电车型配置比较	15
图表 19: 中国新能源乘用车月度综合促销幅度变化走势	16
图表 20: 中国电池级碳酸锂价格走势 (万元/吨): 2024 年下半年以来稳定在 10 万元以下	16
图表 21: 全球主要区域市场新能源车渗透率月度表现	18
图表 22: 全球主要区域市场新能源汽车销量同比增速对比	18
图表 23: 欧洲新能源汽车月度销量: 3月销量 36.5 万辆, 同比增长 23%, 环比增长 52%	19
图表 24: 美国新能源汽车月度销量: 3月销量 15.3 万辆, 同比增长 18%, 环比增长 44%	19
图表 25: 覆盖新势力车企出海计划及运营现状	20
图表 26: 比亚迪海外销量: 4月交付 89,047 辆, 同比增长 137%, 环比增长 13%	20
图表 27: 中国汽车出口量: 4月出口 51.7 万辆, 同比增长 3%, 环比增长 2%	21
图表 28: 中国新能源乘用车出口量: 4月出口 18.9 万辆, 同比增长 64%, 环比增长 32%	21
图表 29: 欧盟对华纯电动汽车加征关税时间线梳理	22
图表 30: 欧盟对中国出口的纯电动汽车加征反补贴税税率变化	22
图表 31: 美国针对中国汽车行业 (包括整车和零部件) 的关税变化时间线梳理	23
图表 32: 比亚迪于 2025 年 2 月推出王朝、海洋首批智驾版车型	25
图表 33: 中国乘用车 L2 级及以上 ADAS 功能装车率变化 (按动力类型划分)	26
图表 34: 中国新能源乘用车市场不同等级 ADAS 功能装车率情况	26
图表 35: 中国乘用车市场 NOA 功能 (高速 NOA+城市 NOA) 搭载量及搭载率月度表现	26
图表 36: 中国乘用车 L2++ 及以上级别智能辅助驾驶渗透率, 10 万元以下价格段 1Q25 实现零的突破	26
图表 37: 比亚迪海洋网智驾版 2025 年 6 月限时降价车型配置对比	27
图表 38: 比亚迪王朝网 2025 年 6 月限时降价车型配置对比	27

图表 39: 2025 年中国新能源车企新车型 (含改款) 智能化配置对比 (1): 造车新势力	29
图表 40: 2025 年中国新能源车企新车型 (含改款) 智能化配置对比 (2)	30
图表 41: 当前市场主流 ADAS 域控芯片玩家 SoC 产品 AI 算力比较 (截至 1Q25)	31
图表 42: 中国乘用车 ADAS 激光雷达市场主要玩家月度出货量对比	31
图表 43: 中国各类型品牌乘用车销量市场份额: 4 月中国自主品牌份额达 73%	32
图表 44: 中国新能源乘用车零售渗透率 (分品牌类型)	33
图表 45: 中国新能源乘用车月度销量份额按照不同参与者拆分	33
图表 46: 蔚来、小鹏、理想、零跑、比亚迪的汽车销售及预测	35
图表 47: 汽车销量	36
图表 48: 汽车均价	36
图表 49: 汽车销售收入	36
图表 50: 汽车板块毛利率	36
图表 51: 软件服务与其他收入占比	36
图表 52: 公司综合毛利率	36
图表 53: 研发费用	37
图表 54: 研发费用率	37
图表 55: 营业利润率	37
图表 56: 净利润 (亏损)	37
图表 57: 现金及现金等价物	37
图表 58: 零售门店数量	37
图表 59: 蔚来、小鹏、理想、零跑: 市销率 (x) 估值比较	38
图表 60: 蔚来美股市销率: 当前 0.6x vs 历史均值 3.5x vs 历史均值以下 1 个标准差 -0.4x	39
图表 61: 小鹏美股市销率: 当前 1.4x vs 历史均值 4.2x vs 历史均值以下 1 个标准差 -0.4x	39
图表 62: 理想美股市销率: 当前 1.2x vs 历史均值 3.2x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.6x	39
图表 63: 零跑市销率: 当前 0.9x vs 历史均值 0.9x vs 历史均值以上 1 个标准差 1.1x	39
图表 64: 比亚迪股份市销率: 当前 1.1x vs 历史均值 1.3x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.8x	39
图表 65: 特斯拉市销率: 当前 8.9x vs 历史均值 5.9x vs 历史均值以上 1 个标准差 9.7x	39
图表 66: 新能源车企股价走势	40
图表 67: 股票交易额比较	40
图表 68: 新能源汽车行业可比公司估值比较	41

新能源汽车行业 2025 年中期展望： 渗透率保持快速上扬，智能辅助驾驶 劲草逢春

中国新能源汽车行业从新能源化向智能化快速演变

● 2025 年上半年中国新能源汽车高速增长

中国新能源汽车成长动能强劲

2025 年以来，中国新能源乘用车维持了比较强劲的增长动能。根据中汽协，今年一季度，中国新能源乘用车销量达 290 万台，同比增长 46%，同比增速较去年四季度 44% 略微提升。今年四月中国新能源车销量同比增长 42%（图表 2），高于今年 3 月的 39%，也高于去年 12 月的 35%。今年以来中国新能源车销量增速较高，增长较为强劲。

从渗透率来看，今年一季度中国新能源乘用车渗透率为 45.2%，较去年三、四季度的 48.4% 和 48.9% 略有下降，与此前两年的季节性变化类似。在今年 4 月，中国新能源乘用车渗透率达到 51.6%（图表 3），已经高于去年的最高点。根据中汽协的数据，这是中国新能源车乘用车渗透率第一次超过 50%。展望下半年，我们预期中国新能源乘用车渗透率仍将维持加速上扬态势。

今年以来，新能源不同补能类型的车型增长动能发生了变化，这与此前三年的情况有所不同。今年 1 月，在中国新能源乘用车中，纯电车型销量同比增速略高于插混车型，而自 2021 年 10 月至 2024 年 12 月，中国的插混车型月度销量同比增速一直都高于纯电车型。今年上半年插混车型（包含增程）的市场增长承压。例如，今年 4 月，纯电车型销量同比增长 57%，高于插混的 20% 增速（图表 6）。

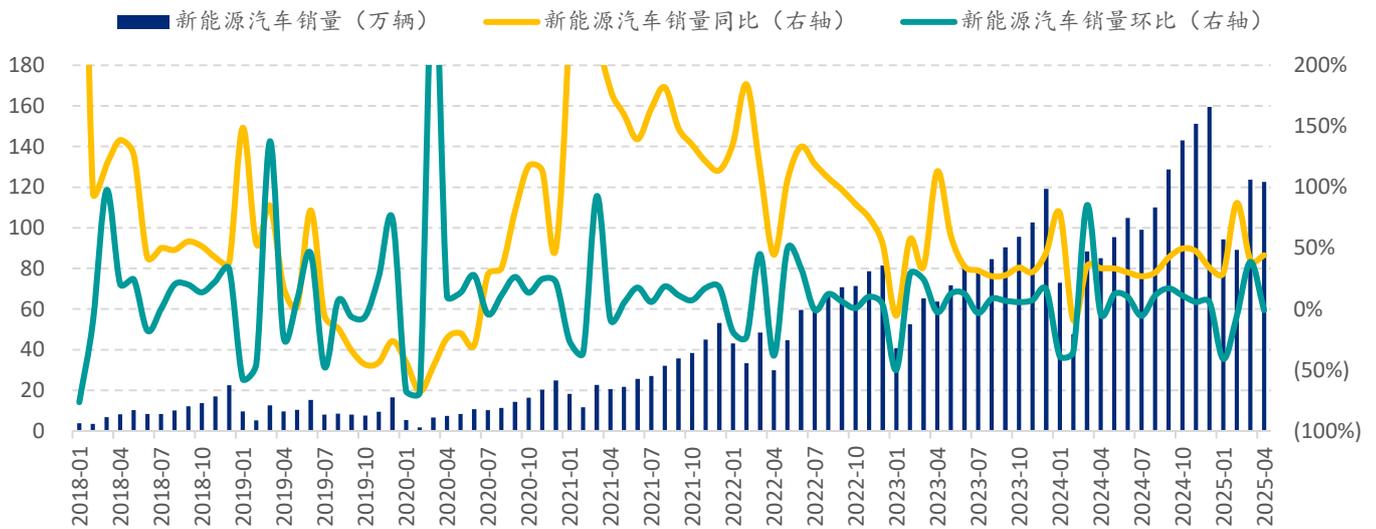
从不同车型的占比来看，在 2024 年 7 月，中国新能源乘用车纯电销量占比为 54.2%，是过去几年的最低点。自从去年 7 月至今，中国新能源车纯电车型占比大方向处于上升趋势。在今年 4 月，纯电车型占比 65.5%，插混占比 34.5%（图表 5）。我们预期该趋势或将延续至下半年。

纯电车型销量占比提升，我们认为这一方面是得益于车企对广大消费者关于新能源的教育。同时，各大车企和第三方都大力建设充电桩，尤其是高

压快充桩。到今年4月，中国充电桩累计保有量达399万台，1-4月份累计新增充电桩41万台（图表4）。补能网络的持续铺设，大幅改善用户的充电体验，更有利于纯电车型的销售。

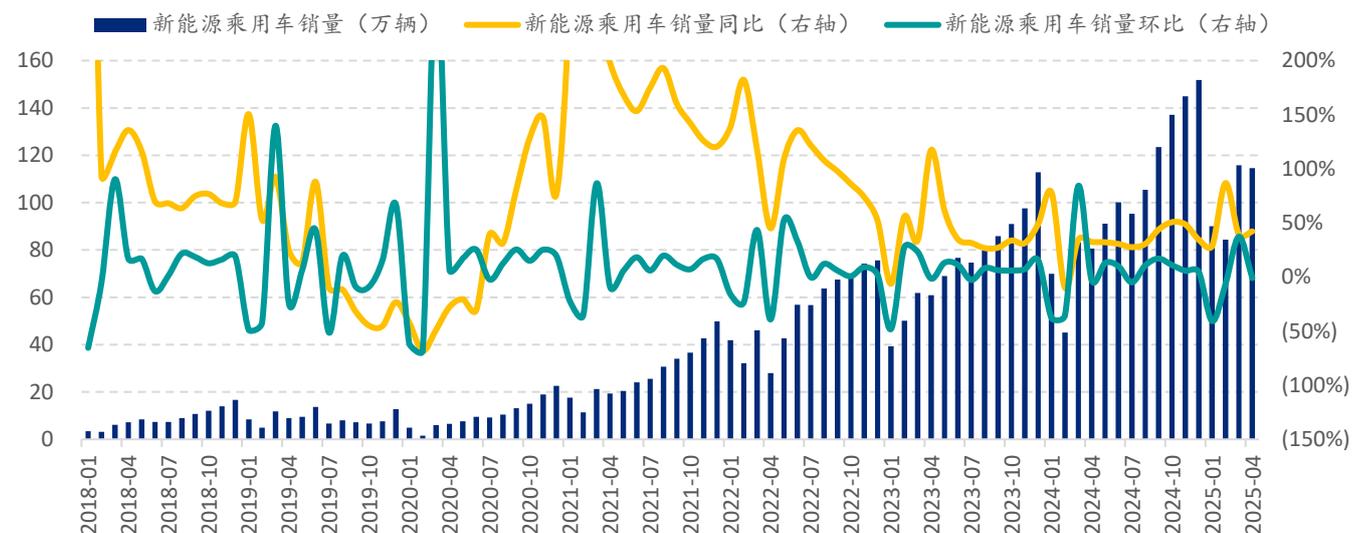
另一方面，今年的A0级新能源车渗透率提升相对明显，从2024年的61%，提升到今年1-4月的67%（图表8）。与增程车型相比，纯电车型在5万元-15万元的占比会更高，受益于该价格段渗透率提升，而增程车型更多集中在20万元-30万元的价格段（图表9）。

图表 1：中国新能源汽车月度销量：4月销量122.6万辆，同比增长44%，环比下降1%



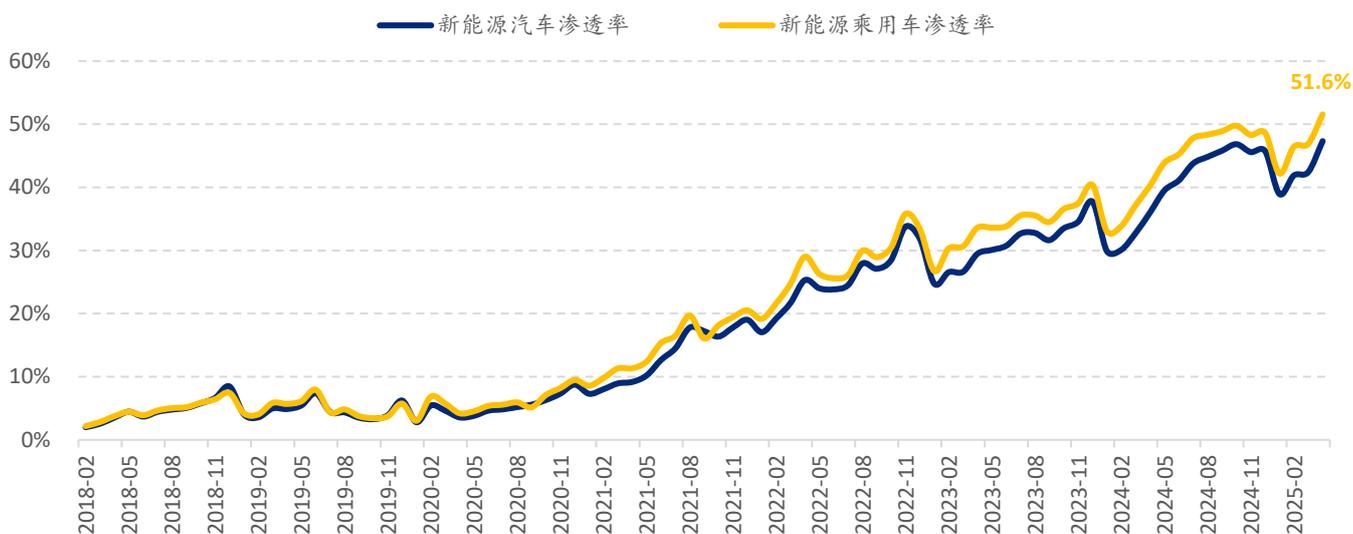
资料来源：中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 2：中国新能源乘用车月度销量：4月销量114.6万辆，同比增长42%，环比下降1%



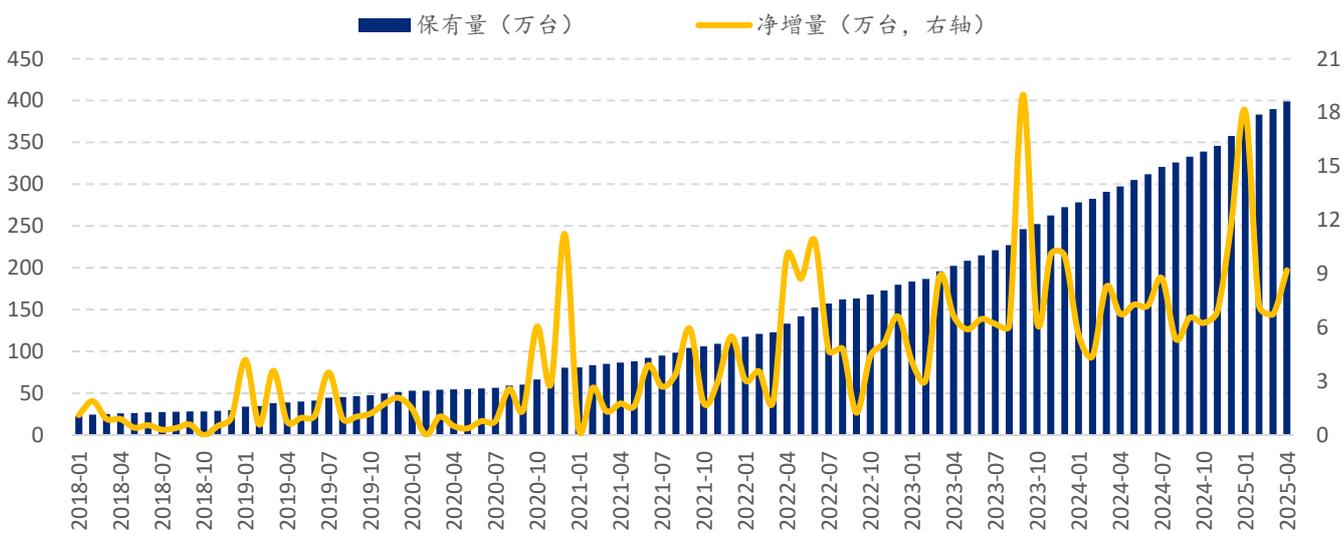
资料来源：中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 3：中国新能源汽车/乘用车渗透率：4月新能源乘用车渗透率 51.6%，月度渗透率首次超过 50%



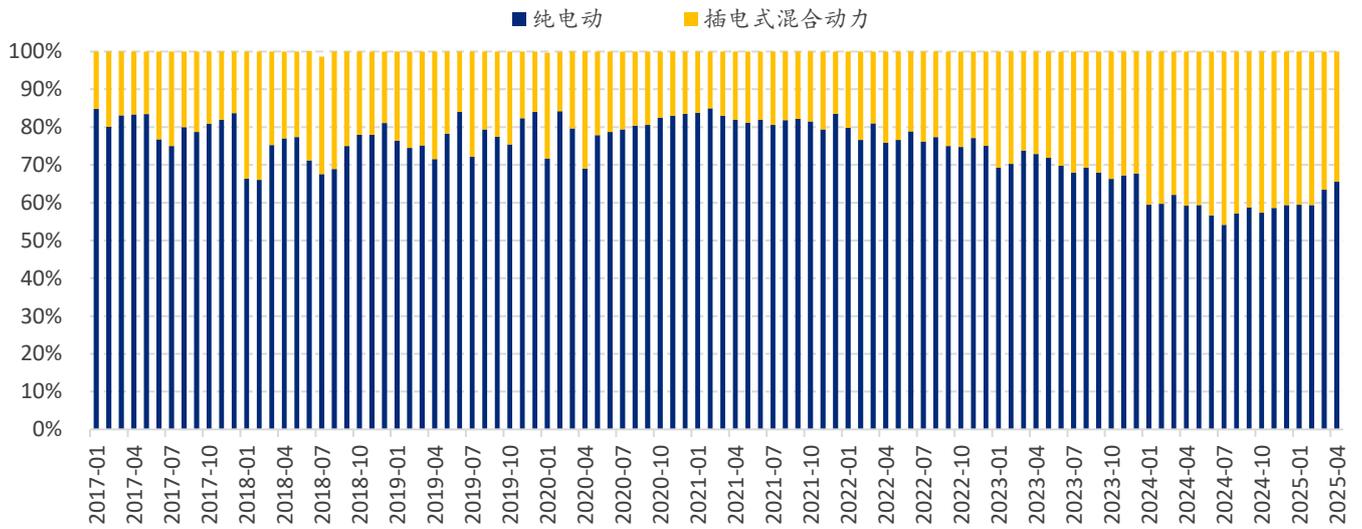
资料来源：中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 4：中国电动汽车充电桩保有量及净增量



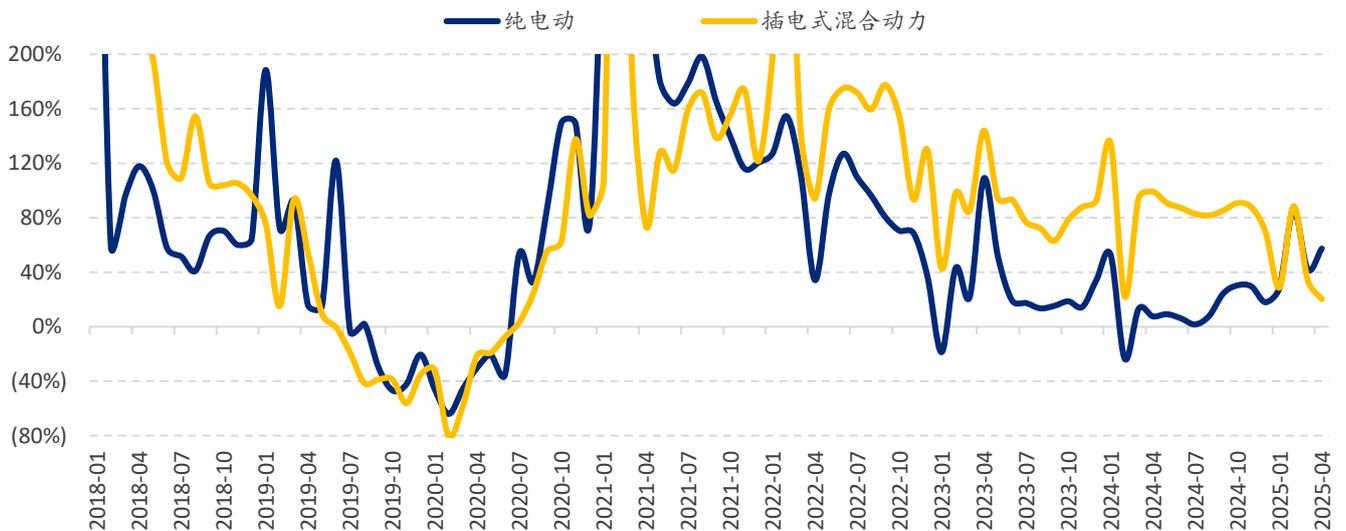
资料来源：中国电动汽车充电基础设施促进联盟、Wind、iFinD、浦银国际

图表 5：中国新能源乘用车品种拆分：4月纯电动车占比 65.5%，插电式混合动力汽车占比 34.5%



资料来源：中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 6：中国新能源乘用车月销量同比增速（按动力类型拆分）：2025 年 1 月，纯电车型同比增速在 39 个月重新反超插混车型



资料来源：中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 7：中国乘用车市场价格段销量结构变化

销量占比	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025年1-4月
≥40万	3.1%	3.8%	3.9%	4.1%	4.7%	3.8%	3.2%
30-40万	6.2%	7.0%	7.1%	7.8%	10.3%	10.0%	9.2%
20-30万	10.6%	13.5%	15.6%	17.8%	17.3%	16.7%	15.4%
15-20万	15.3%	15.7%	16.3%	17.2%	17.9%	19.3%	19.1%
10-15万	35.7%	35.7%	34.0%	34.6%	34.4%	33.5%	33.2%
5-10万	26.8%	22.0%	19.4%	15.0%	12.8%	13.5%	15.5%
<5万	2.3%	2.3%	3.7%	3.6%	2.5%	3.2%	4.4%

注：图中所列计价货币均为人民币；资料来源：乘联会、浦银国际

图表 9：2025年4月，中国乘用车市场零售销量各动力类型的价格段分布

	常规燃油	混合动力	插混	增程	纯电
≥40万	4%	3%	1%	15%	1%
30-40万	11%	20%	13%	20%	3%
20-30万	9%	35%	12%	40%	20%
15-20万	24%	21%	14%	15%	14%
10-15万	34%	21%	47%	8%	30%
5-10万	17%	0%	14%	0%	19%
<5万	1%	0%	0%	1%	12%

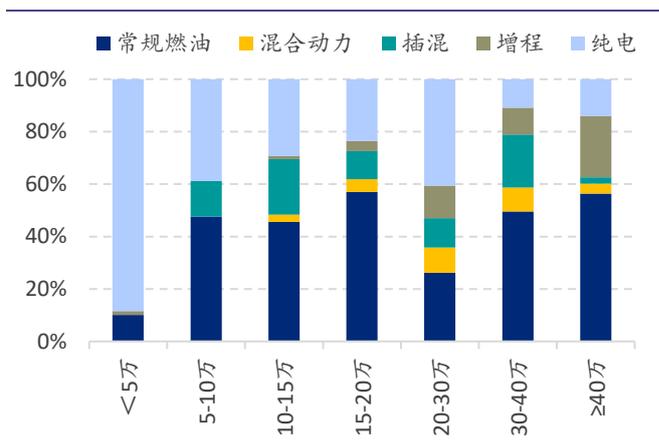
注：图中所列计价货币均为人民币；资料来源：乘联会、浦银国际

图表 8：中国新能源车渗透率按照车型拆分

新能源车渗透率	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025年1-4月
A00级	96%	98%	100%	100%	100%	100%	100%
A0级	6%	3%	10%	32%	49%	61%	67%
A级	4%	3%	8%	19%	23%	35%	31%
B级	4%	8%	15%	24%	35%	48%	50%
C级	3%	10%	22%	41%	51%	58%	60%

资料来源：乘联会、浦银国际

图表 10：2025年4月，中国乘用车市场零售销量各价格段内不同动力类型渗透率情况



注：图中所列计价货币均为人民币；资料来源：乘联会、浦银国际

政策端对于新能源车维持较高补贴力度

今年1月初，国家发改委和财政部发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》（简称“通知”）。其中，新能源车相关政策预期落地，持续提振和刺激新能源车的终端需求。

该“两新”政策，是国家在2024年4月以及2024年7月分别发布和更新“以旧换新”政策的延续（图表11）。在去年4月，该政策第一次发布时，给予报废旧车并购买新能源车的消费者，补贴7,000元。在去年7月，补贴的金额上升到1.5万元。

今年1月份延续的“两新”政策中，在新能源车方面，通知提出，扩大汽车报废更新支持范围并完善汽车置换更新补贴标准。国四排放标准燃油车纳入报废补贴，在保持补贴金额不变的情况下，补贴范围变大。同时，汽车转让换购同样有补贴支持，新能源车最高1.5万元，燃油车最高1.3万元。这给予中国新能源车需求支撑。截至5月11日，2025年全国汽车以旧换新补贴申请量已达322.5万份，其中包括报废更新103.5万份，置换更新219万份。同时，从今年一季度多家车企的财务表现来看，市场补贴对于车企缓和促销力度，提升公司和产业毛利率发挥了作用。

图表 11：汽车以旧换新补贴政策进一步延续，加码置换补贴

项目	政策延续（2025-01）	追加力度（2024-07）	细则发布（2024-04）
报废更新补贴			
资金安排	超长期特别国债用于支持“两新”的资金总规模比去年有大幅增加，具体数额将在今年“两会”时公布	中央财政与地方政府联动，同时 将安排超长期特别国债，支持地方自主开展个人消费者汽车置换更新	中央财政与地方政府联动，财政部向各省份预拨70%补助资金，用于支持地方启动相关工作
央地共担资金比例	/	中央和地方总体按 9:1 比例共担，对东部、中部、西部地区中央承担比例分别为 85%、90%、95%	中央和地方总体按 6:4 比例共担，对东部、中部、西部地区中央承担比例分别为 50%、60%、70%
补贴范围	个人消费者报废 国四及以下 排放标准燃油乘用车，或 2018年12月31日前 注册登记的新能源乘用车，并购买符合要求的乘用车新车	在此前补贴范围基础上，扩展补贴范围，支持老旧营运货车报废更新	个人消费者报废 国三及以下 排放标准燃油乘用车，或 2018年4月30日前 注册登记的新能源乘用车，并购买符合要求的乘用车新车
乘用车补贴力度	维持单台 1.5万元/2万元	对报废燃油乘用车并购买符合要求燃油乘用车的，补贴 15,000元 ；对报废燃油或新能源乘用车并购买新能源乘用车新车的，补贴 2万元	对报废燃油乘用车并购买符合要求燃油乘用车的，补贴 7,000元 ；对报废燃油或新能源乘用车并购买新能源乘用车新车的，补贴 1万元
报废车辆登记时间	报废的机动车须为 本通知公布之日前 登记在本人名下	为规范流程，新增规定报废机动车需在 印发之日前 登记在本人名下	无具体限制
置换更新补贴			
补贴标准	个人消费者转让登记在本人名下乘用车并购买乘用车新车的		仅针对报废更新
补贴力度	购买新能源/燃油乘用车单台补贴最高不超过 1.5万元/1.3万元		各地方政府可根据自身需要和能力发布实施置换更新政策

资料来源：政府网站、浦银国际整理

● 2025 年下半年智能辅助驾驶和海外渠道布局 持续推进

中国新能源乘用车渗透率保持加速上扬

中国新能源乘用车渗透率加速上扬，这是过去 3-4 年我们对于行业的基本判断。站在 2025 年二季度，这个判断依然没有改变。从年度平均渗透率来看，中国新能源乘用车渗透率将从 2020 年的 6.1% 快速增加至 2024 年的 44.6%，与我们去年年底的预测比较接近，2021 年至 2024 年渗透率分别增加 9.2、12.5、6.9 和 10 个百分点，渗透率斜率还是在上扬（图表 13）。

从 2025 年全年来看，我们预计中国新能源车乘用车销量将达到 1,525 万辆，同比增长 24%（图表 12）。这略微低于我们于去年底发布的 [2025 年展望报告](#) 中的预测，我们认为部分原因是大众市场高阶智能辅助驾驶车型比非智驾版本车型价格略高导致相对需求下降。虽然根据我们的预测，2025 年中国新能源乘用车销量增速较 2024 年的 37% 有所下降，但增量将达到 297 万辆。我们预计 2025 年的中国新能源车乘用车渗透率将达到 53.3%，同比增长 8.7 个百分点。中国新能源车行业仍然处于强劲的增长阶段。具体到 2025 年下半年，我们预计渗透率将从上半年的 49.2% 提升至 56.7%。

在 2025 年，中国新能源乘用车优质供给增加，竞争激烈度依然较高。自 2020 年下半年中国新能源车渗透率进入加速通道以来，今年是第五个年头。中国新能源车企在经历多轮的淘汰以及摸索，仍在牌桌的车企有能力也正在持续推出具备较强竞争力的产品或车型。

例如，小鹏去年下半年推出的 MONA M03 以及 P7+，理想今年在 MEGA 产品线推出的 2025 款 MEGA Home，零跑的 B10 等，均取得较好的订单表现。小米的 SU7、SU7 Ultra（图表 18）则成为了现象级产品。

大量优质供给的增加也对市场上所有的车企提出更高的要求。在动力电池原料价格，如碳酸锂吨价稳定在 10 万元以下时（图表 20），整车成本下降主要依赖于综合成本下行。今年年初几个月的市场折扣力度略高于去年，但是 4 月份折扣力度下降至 9.4%，有所缓和（图表 19），与去年 5 月促销力度持续增长的趋势不同。

展望今年下半年，小米 YU7、小鹏 G7、零跑 B01、理想 i8 等车型（图表 16）依然有望继续对行业进行冲击。我们预期将看到更加有竞争力的车型，出现在价格 10 万元出头的纯电轿车、符合家庭需求的大型 SUV（含纯电和增程）等细分品类中。

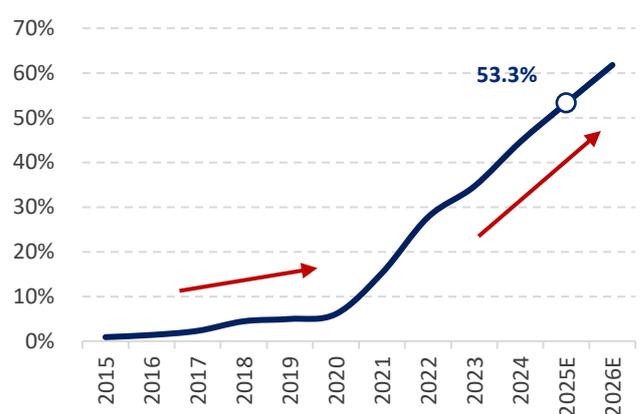
进入今年下半年，优质供给的持续增加有望刺激消费者端的需求，从而持续推动中国新能源车市场的增长。

图表 12：中国新能源乘用车销量及同比预测



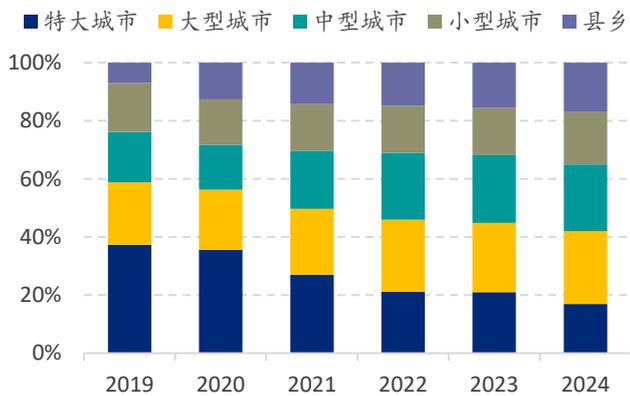
E=浦银国际预测；资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 13：中国新能源乘用车渗透率及预测



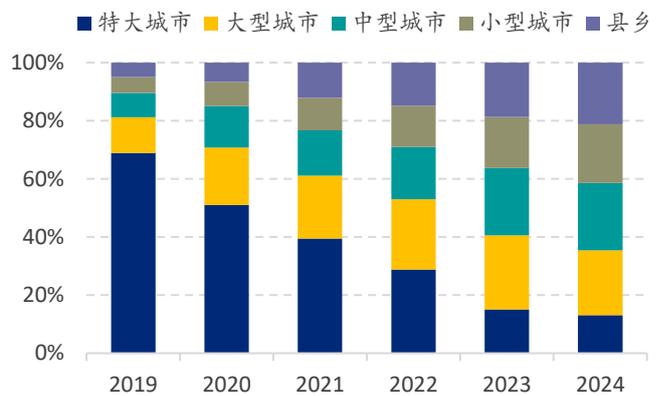
E=浦银国际预测；资料来源：中汽协、Wind、浦银国际

图表 14：中国纯电乘用车各级城市销量占比



资料来源：乘联会、浦银国际

图表 15：中国插混乘用车各级城市销量占比



资料来源：乘联会、浦银国际

图表 16：覆盖新势力车企 2025 年新增车型及计划（含改款）

车企	发布时间	新增/改款车型安排	交付计划
蔚来	2024-12	蔚来 ET9 ：大型纯电动轿车，定位智能电动行政旗舰，采用四座布局和 900V 高压架构，定价 78.8-80.8 万元。	3 月开启交付
		firefly 萤火虫 ：蔚来第三品牌首款同名车型，定位智能电动高端小车。	4 月下旬启动交付
	2025-05	蔚来新 ET5/ET5T/ES6/EC6 ：实现自研智驾芯片神玑 NX9031、全域操作系统 SkyOS·天枢和天行智能底盘全面量产上车。	6 月全面交付
	2025-07	乐道 L90 ：定位智能大空间旗舰 SUV，目标成为三排 SUV 标杆。车型已于 2025 年上海车展亮相。	预计 7 月份发布交付
	2025-10	乐道 L80 ：乐道品牌旗下第二款 SUV，定位中大型 SUV，将与乐道 L60、L90 形成家庭车型矩阵。	预计 11 月份交付
	4Q25	蔚来新 ES8 ：对标老款 ES7，将比老款 ES8 更具性价比，目标拿下中高端大三座 SUV 市场更大份额。	预计 4Q25 交付整季度
小鹏	2025-03	2025 款 G6、G9 ：全系标配 5C 超充 AI 电池、图灵 AI 智驾。	3 月开启交付
	2025-04	2025 款 X9 ：大七座纯电 MPV，售价区间与旧版保持一致。取消激光雷达，改用图灵 AI 智驾纯视觉方案。	4 月开启交付
	2025-05	MONA M03 Max ：加推 4 款全新版车型，搭载双英伟达 Orin-X 芯片，在 15 万元内实现满血版智能辅助驾驶。	5 月上市交付
	2025-06	G7 ：定位纯电中型 SUV，主打智能化和大空间，市场预计售价 20-25 万元价格段。与 P7+ 共享平台，将采用相同的设计语言。	3Q25
	3Q25	全新一代 P7 ：采用了更加激进和富有未来感的设计语言，定位时尚豪华旗舰轿跑，市场预计将取消激光雷达。	2H25
	4Q25	2 款鲲鹏超级电动车型 ：先从市场验证过的大型车区间做起，目标 2026 年底实现大部分在售车型的一车双能配置。	2H25
理想	2025-04	2025 款 MEGA ：包括 Ultra 智能焕新版和 Home 家庭特别版，均采用体积更小的激光雷达方案禾赛科技 ATL，并将英伟达双 Orin-X 芯片升级为 Thor-U 芯片。另外，Home 版新增前排静音电动门。	5 月下旬启动交付
	2025-05	L 系列智能焕新版 ：L9/8/7/6 进行智能辅助驾驶硬件升级，全系标配禾赛 ATL 激光雷达，AD Pro 芯片由地平线 J5 升级为 J6M，AD Max 芯片由英伟达双 Orin-X 升级为单颗 Thor-U。	5 月开启交付
	2025-07	i8 ：理想首款纯电 SUV 车型，定位六座中大型 SUV，与 L8 尺寸相近，目标 30 万元以上纯电市场。	2H25
	2025-09	i6 ：理想第二款纯电 SUV 车型，定位大五座纯电 SUV，同时肩负着理想纯电车型走量的重任。	2H25
零跑	2025-04	B10 ：B 系列首款全球化车型，定位“全球智趣长续航 SUV”，是同级唯一搭载激光雷达高阶智驾的车型。	上市即交付
	2025-05	2026 款 C10 ：中期改款，12.28 万元起，主要围绕续航、驾控、智能和设计四大方面进行进阶。	5 月开始交付
	2025-06	2026 款 C16 ：外观、内饰设计与老款基本保持一致，主要提升了舒适性、智能化、续航和底盘等体验。	6 月开始预订
	2025-07	B01 ：定位 15 万元级新能源智能轿车，面向年轻消费者群体。车型已于 2025 年上海车展首次亮相，并于 4 月 30 日开启盲订。	2H25
	2025-11	2026 款 C11 ：中期改款，公司预计将于 7 月份发布。 B05 ：定位入门级两厢车，市场预计于 11 月广州车展上开启预售。	2H25

资料来源：各公司微信公众号、各公司官网、新浪财经、懂车帝、公开资料、浦银国际整理

图表 17：纯电车型配置比较：小米 YU7 vs 同价格段竞品车型

	小米汽车 YU7	特斯拉 Model Y	小鹏 G9	腾势 N7	阿维塔 07	智界 R7
上市时间	2025-07	2025-03	2025-03	2025-02	2025-02	2024-09
官方指导价	暂未公布	26.35-31.35	24.38-25.38	25.98-28.98	22.99-28.99	25.98-33.98
车身参数						
长 (mm)	4,999	4,797	4,891	4,860	4,825	4,956
宽 (mm)	1,996	1,920	1,937	1,935	1,980	1,981
高 (mm)	1,608	1,624	1,670	1,620	1,620	1,634
轴距 (mm)	3,000	2,890	2,998	2,940	2,940	2,950
风阻系数 (Cd)	0.245	0.22	0.272	/	0.259	0.219
性能参数						
最高车速 (km/h)	240	201	200	180	200	200
百公里加速时间	5.88s	5.9s	6.6s	6.8s	6.3s	5.9s
最大扭矩 (N·m)	528	410	465	360	365	396
最大功率 (kW)	235 (320Ps)	220 (299Ps)	258 (351Ps)	230 (313Ps)	252 (343Ps)	215 (292Ps)
电能当量燃料 消耗量 (L/100km)	1.54	1.35	1.61	1.73	1.68	1.52
电池/充电						
电池类型	磷酸铁锂	磷酸铁锂	磷酸铁锂	磷酸铁锂	磷酸铁锂	三元锂
电芯品牌	弗迪	宁德时代	中创新航	比亚迪	宁德时代	中创新航
电池容量	96.3 kWh	62.5 kWh	79 kWh	91.3 kWh	82.16 kWh	82 kWh
高压快充平台	800V	400V	800V	800V	800V	800V
电池充电倍率	/	/	5C	/	4.5C	/
百公里耗电量	13.3 kWh	11.9 kWh	13.9 kWh	14.9 kWh	14.5 kWh	13.1 kWh
纯电续航里程	CLTC: 835	CLTC: 593	CLTC: 625	CLTC: 702	CLTC: 650	CLTC: 667
智能化配置						
智能座舱芯片	高通骁龙 8 Gen3	AMD Ryzen	高通骁龙 8295P	/	华为麒麟 9610A	华为麒麟 990A
辅助驾驶芯片	英伟达 Thor-U	特斯拉 AI4	英伟达 Orin-X*2	英伟达 Orin-X	华为 MDC 910	华为 MDC 610
智驾芯片算力	700 TOPS	720 TOPS	508 TOPS	254 TOPS	/	200 TOPS
车载智能系统	Xiaomi HyperOS	Tesla 车载系统	XOS 天玑	DiLink 100	HarmonyOS	HarmonyOS
辅助驾驶 操作系统	Xiaomi HAD	Autopilot	XNGP	DiPilot 300 天神之眼 B	HUAWEI ADS	HUAWEI ADS
传感器硬件						
车外摄像头个数	11	8	11	12	10	10
超声波雷达个数	12	0	12	12	12	12
毫米波雷达个数	1	0	3	5	3	3
激光雷达个数	1	0	0	2	0	0

参考图



注：上表中所有基本参数均采用各个车型最低售价版本，即入门版本的参数信息（如有区别）；上市时间为最新改款（如有）发布时间；售价单位为“人民币万元”；

资料来源：各车企官网、工信部、懂车帝、汽车之家、新出行、浦银国际整理

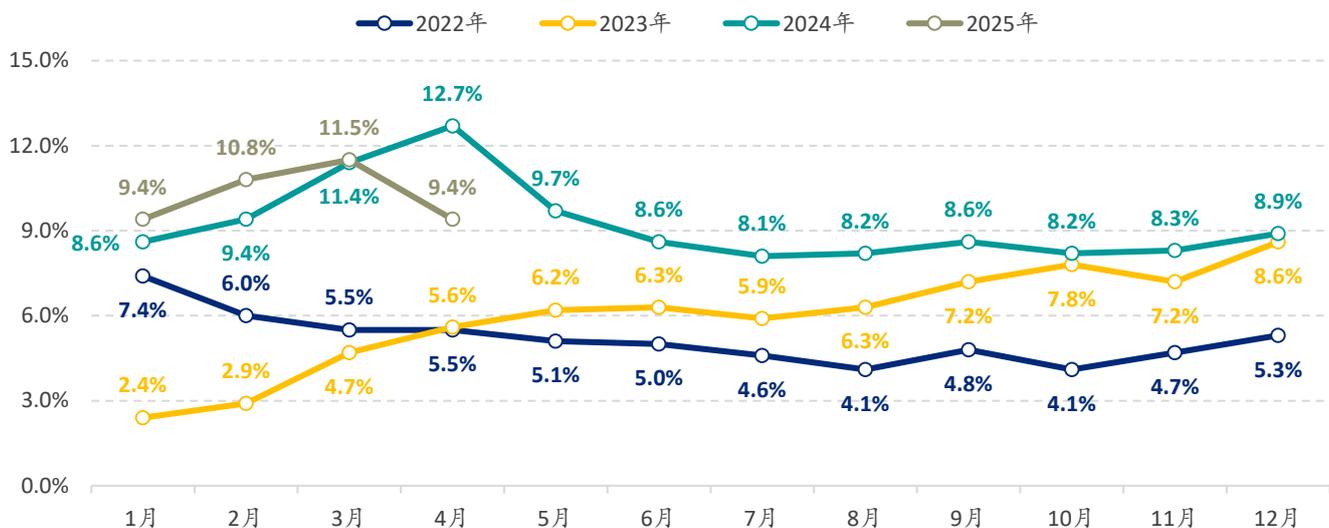
图表 18：小米 SU7 Ultra 与同价格段纯电车型配置比较

	小米 SU7 Ultra	莲花 Emeya 繁花 900	蔚来 ET9	保时捷 Taycan	极氪 001 FR	特斯拉 Model S
参考图						
上市时间	2025-02	2025-02	2024-12	2024-11	2024-08	2023-01
官方指导价 (人民币万元)	52.99	80.8	78.8	91.8	76.9	68.49
车身参数						
长 (mm)	5,115	5,139	5,325	4,963	5,018	5,021
宽 (mm)	1,970	2,005	2,017	1,966	1,999	1,987
高 (mm)	1,465	1,464	1,621	1,379	1,545	1,431
轴距 (mm)	3,000	3,069	3,250	2,900	3,005	2,960
风阻系数 (Cd)	-	0.21	0.243	0.22	-	0.208
性能参数						
最高车速 (km/h)	350	256	220	230	280	250
百公里加速 (秒)	1.98	2.78	4.3	4.8	2.02	3.2
最大扭矩 (N·m)	1,770	985	700	410	1,280	-
最大功率 (kW)	1,138 (1,548Ps)	675 (918Ps)	520 (707Ps)	300 (408Ps)	930 (1,265Ps)	493 (670Ps)
电池容量 (kWh)	93.7	102	100	89	100.01	100
百公里耗电量	16.5 kWh	22.8 kWh	16.2 kWh	-	20.5 kWh	16.6 kWh
纯电续航里程	CLTC: 630 km	CLTC: 530 km	CLTC: 650 km	CLTC: 604 km	CLTC: 550 km	CLTC: 715 km
传感器配置 (颗)						
车外摄像头	11	11	11	5	13	7
车内摄像头	1	1	2	-	1	1
超声波雷达	12	12	12	12	20	0
毫米波雷达	3	5	4	3	5	0
激光雷达	1	4	3	0	1	0
智能化硬件						
智能座舱芯片	高通 8295	高通 8155*2	高通 8295	-	高通 8295	AMD Ryzen
智能驾驶芯片	英伟达 Orin-X	英伟达 Orin-X	神玳 NX9031	-	英伟达 Orin-X	特斯拉 FSD
用量 (颗)	2	2	2	-	2	2
算力 (TOPS)	508	508	-	-	508	144
车载智能系统	Xiaomi HyperOS	Lotus Hyper OS	SkyOS·天枢	-	ZEEKR OS	-
智驾操作系统	Xiaomi Pilot	-	NIO Aquila	-	ZEEKR AD	Autopilot

注：上表中的基本参数均采用对应车型中最低售价版本，即入门版本的参数信息（如有区别），其中“-”表示车企未披露信息；上市时间为最新改款（如有）发布时间；

资料来源：各车企官网、懂车帝、新出行、浦银国际整理

图表 19：中国新能源乘用车月度综合促销幅度变化走势



资料来源：崔东树公众号、乘联会、浦银国际

图表 20：中国电池级碳酸锂价格走势（万元/吨）：2024 年下半年以来稳定在 10 万元以下



注：图中所示为国产电池级碳酸锂（含量 99.5%）的价格走势；

资料来源：Wind、iFinD、浦银国际

中国新能源车海外布局加速，出口销量大幅成长

首先，中国车企在海外渠道的前期布局正在进入收获期，新能源车出口销量大幅提升。

根据乘联会数据，今年1-4月，中国新能源乘用车出口累计58.9万辆，同比44%（图表28），同比增速较2024年全年的16%明显上扬。作为对比，中汽协数据显示，今年1-4月中国汽车累计出口量同比增速为6%（图表27），同样低于新能源车的44%。因此，今年以来，中国新能源车出口开始加速，无论是与历史数据的纵向对比，还是与乘用车整体的横向对比。

过去几年，中国制造的新能源车在海外的认可度持续提升。伴随着中国新能源车的规模优势和市场扩张需求，中国制造新能源产品越来越多地走出国门，海外认可度持续提升。

同时，从新势力车企来看，小鹏、零跑等在海外渠道的布局开始落地结果（图表25），海外的出口销量开始增长。在2024年，小鹏出口销量已超过2万辆。今年1-4月，借助Stellantis在海外市场的渠道，零跑已经出口1.36万辆。中国新势力车企在中东、欧洲等地区都开始布局。另外，比亚迪今年在海外销量同样保持较高增长动能，预计全年海外销量将达到80万辆，同比有望接近翻倍。

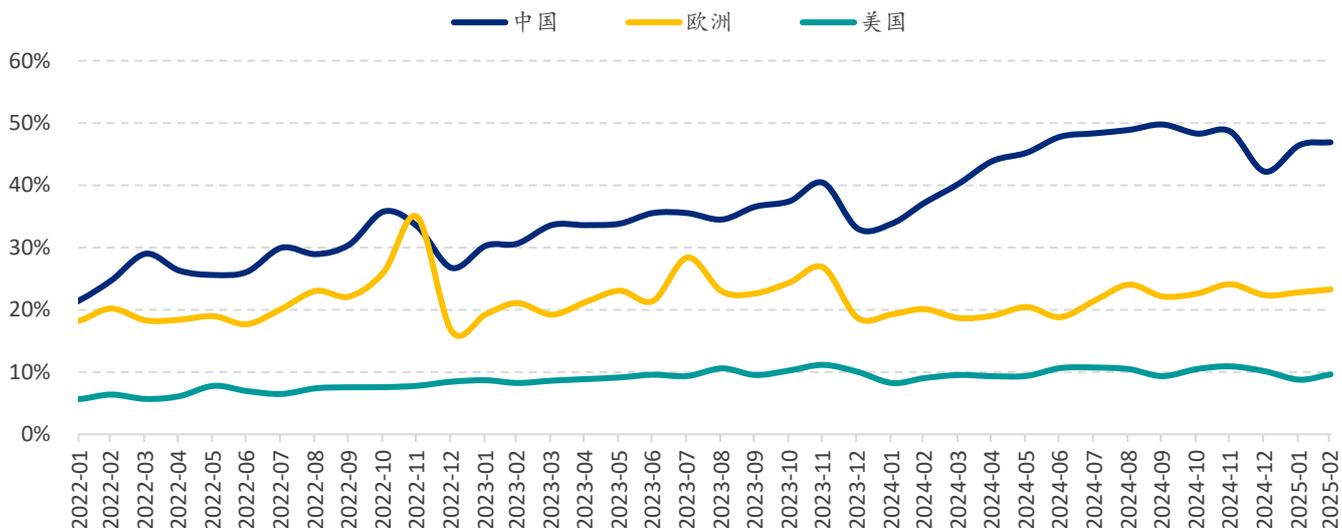
其次，从海外的欧洲市场来看，新能源车市场需求逐步复苏，同时，对于中国电动车的关税不确定性和门槛有望降低。

在2024年，受到欧洲车企放缓新能源车布局计划的影响，欧洲的新能源车销量同比下降3%。但是，今年以来，欧洲新能源车的月度销量同比增速从2024年8月的低点的-32%，整体保持上行，今年3月达到23%（图表22）。今年1-3月，欧洲新能源车销量同比增长22%（图表23），增长动能恢复显著。这是中国车企在欧洲市场增长的基础。

在2024年，欧洲开启了对华电动车的反补贴调查（图表29），分别在去年7月和10月公布初裁和终裁结果（图表30）。这一定程度影响到了中国车企在欧洲地区的新能源车出口进度。但是，今年4月，欧洲与中国重启磋商，并达成共识，通过设定中国对欧洲出口电动车最低价格，以替代全年的关税政策。与欧磋商关于关税政策，有望降低关税政策的不确定性。这为中国车企制定海外计划提供了清晰的指引。

从海外的美国市场来看，美政府对中国电动车和动力电池等保持较高的关税政策（图表31）。从中国车企的角度来看，与中国的智能手机厂商类似，对于进入美国市场都有相对保守的判断。因此，目前美关税政策对于中国新能源车出口的影响较小。

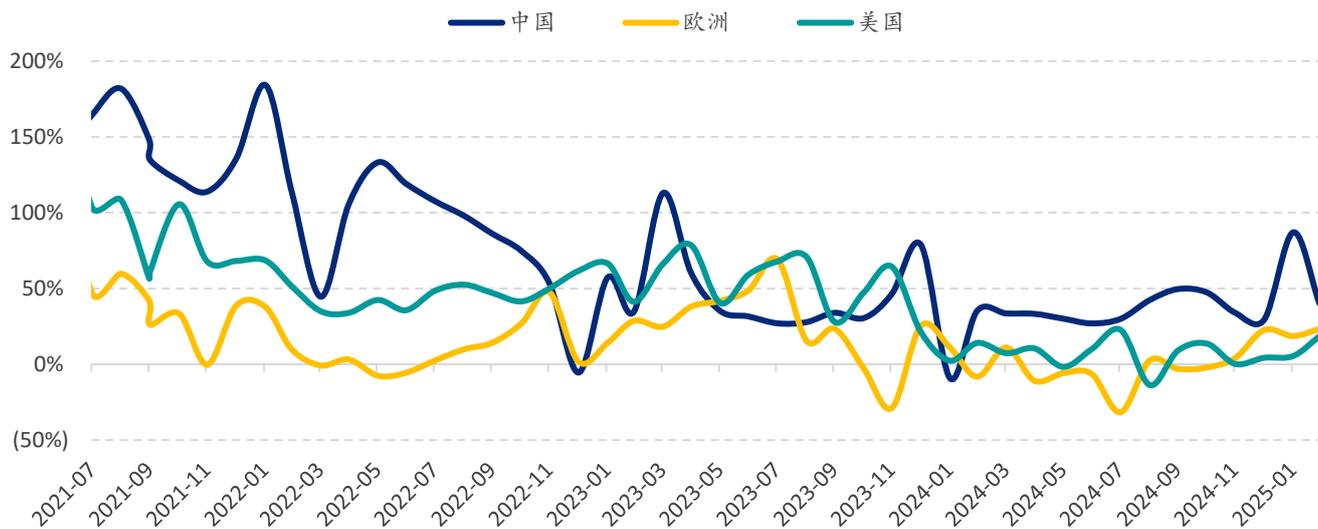
图表 21：全球主要区域市场新能源车渗透率月度表现



注：中国、欧洲统计口径为乘用车，美国统计口径为轻型汽车（乘用车+轻型卡车）；

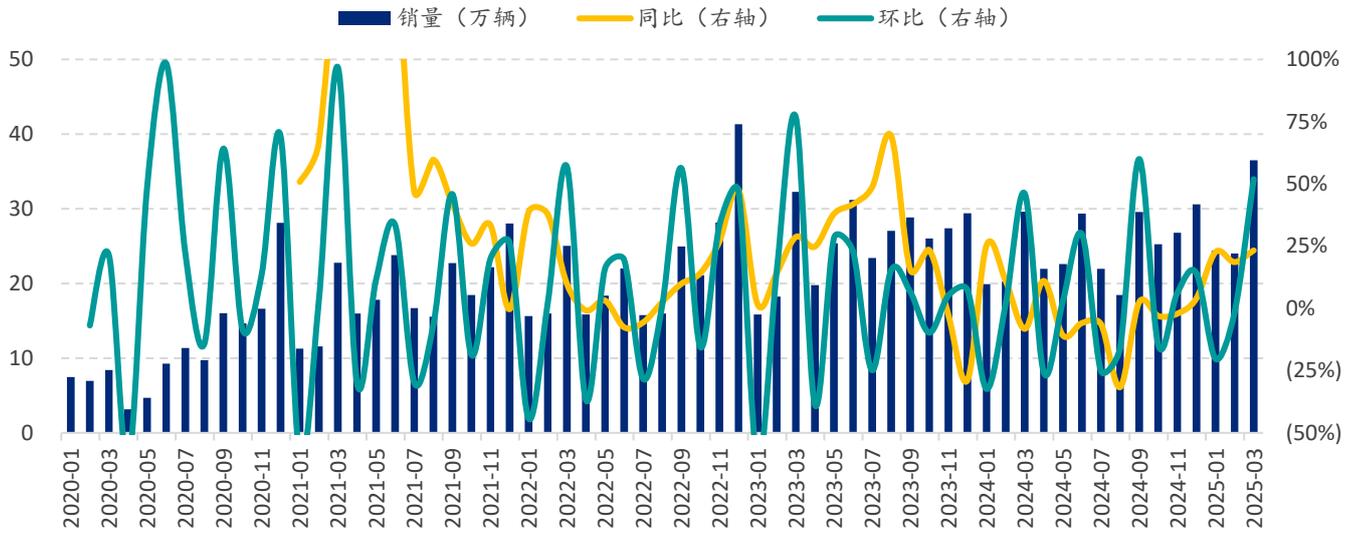
资料来源：中汽协、MacroMicro、浦银国际

图表 22：全球主要区域市场新能源汽车销量同比增速对比



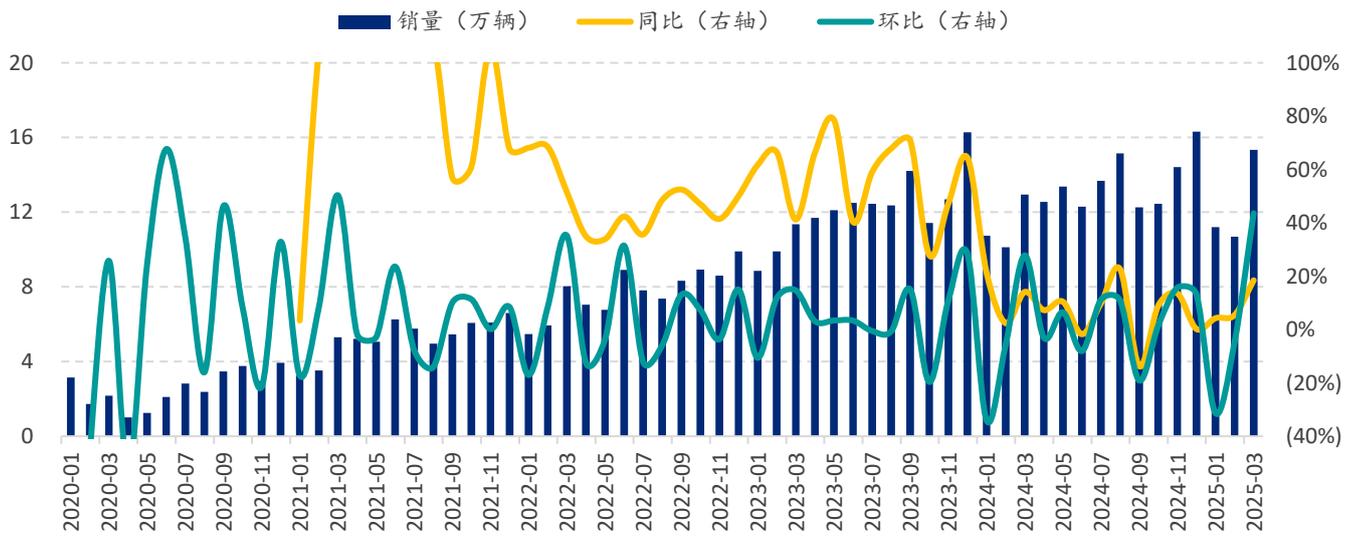
资料来源：中汽协、Argonne National Laboratory、CleanTechnica、Wind、iFinD、MacroMicro、浦银国际

图表 23：欧洲新能源汽车月度销量：3月销量 36.5 万辆，同比增长 23%，环比增长 52%



资料来源：CleanTechnica、iFinD、浦银国际

图表 24：美国新能源汽车月度销量：3月销量 15.3 万辆，同比增长 18%，环比增长 44%



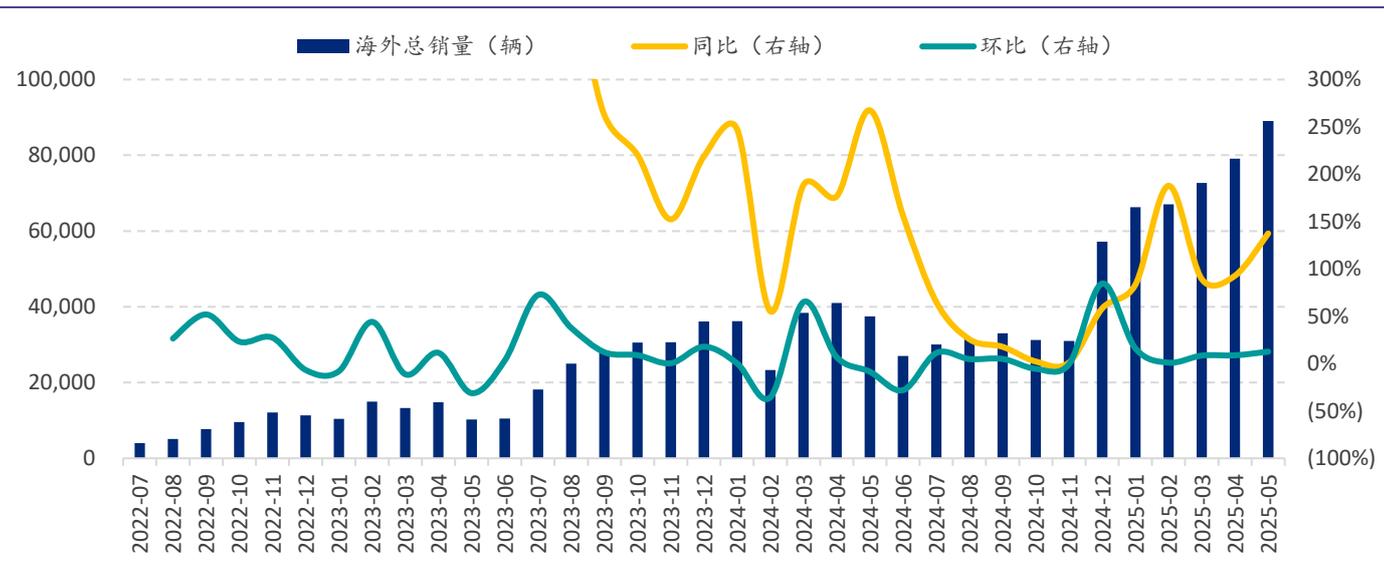
资料来源：Argonne National Laboratory、MacroMicro、浦银国际

图表 25：覆盖新势力车企出海计划及运营现状

车企	出海现状及战略
蔚来	<ul style="list-style-type: none"> 出海战略：此前主要聚焦欧洲市场，未来将依托多品牌体系面向全球市场，可能覆盖中东、北非、亚洲、拉美及大洋洲等市场。目前国际化发展将更多通过经销商或区域代理的形式拓展，以控制集团自身投入。 出口车型：主要包括蔚来 EL8（对应 ES8）、EL7（对应 ES7）、ET7、ET5/ET5T。2024 年公司与 CYVN 达成战略合作，将联合开发针对当地市场的全新车型。萤火虫 firefly 将在 2H25 进入海外交付。 运营现状：公司已进入超过 15 个海外核心市场，与 10 家合作伙伴建立合作，并将增加合作数量。
小鹏	<ul style="list-style-type: none"> 出海战略：公司将走向全球市场视为第二增长曲线，预计未来三年海外业务将会持续高速扩张，成为小鹏销量、利润增长的重要驱动力。今年海外销量预计翻倍成长，明年也将高速增长。公司将在多个区域开展研发、制造以及更加深度的本土化服务。目前海外整体采用经销商的模式，拓展速度较快。 出口车型：2024 年海外主销车型为 G6、G9，X9 在 1Q25 开始海外交付。公司在海外市场将维持较高的品牌定位，将优先把高端车型销往海外。后续也可能考虑将 MONA 系列车型推向海外。 运营现状：公司 1Q25 在海外增设新门店超过 40 家，海外销量同比增长超过 37%。目前欧洲市场占公司海外销量的 50%，今年公司也将在东南亚、中东、英联邦地区发力，成为今年海外销量增长来源。
理想	<ul style="list-style-type: none"> 出海战略：公司将出海视为长期战略，长期目标是海外市场销量份额达到公司销量的 30%。目前仍处于能力建设阶段，重点关注中东和中亚市场，将采用当地分销商模式。 运营现状：截至 2024 年底，理想每月平行出口销量占比达5%-10%。进入 2025 年，公司已经开始与授权经销商推进合作、建店、售后等体系制度的建立，年内会有小规模新车投放。
零跑	<ul style="list-style-type: none"> 出海战略：与 Stellantis 集团达成战略合作并成立合资公司零跑国际，借此快速进入国际市场，率先落地欧洲市场，同时推进中东非、亚太、南美市场。长期来看，公司坚定认为出海的最终解决方案是本地化。 出口车型：2024 年出海车型主要为 T03、C10。进入 2025 年，零跑已推出全球车型 B10，后续 B 系列其他产品以及未来要推出的 A 系列产品都有海外投放计划。 运营现状：截至 2025 年 3 月底，已在海外建立起兼具销售和售后服务功能的网点，其中欧洲超过 450 家。今年 1-4 月零跑出口销量达 13,632 台，量级接近公司 2024 年全年出口销量。得益于与 Stellantis 的战略合作，公司本地化工作进展顺利，预期马来西亚工厂和欧洲工厂有望在今年年底和明年实现本地化生产。

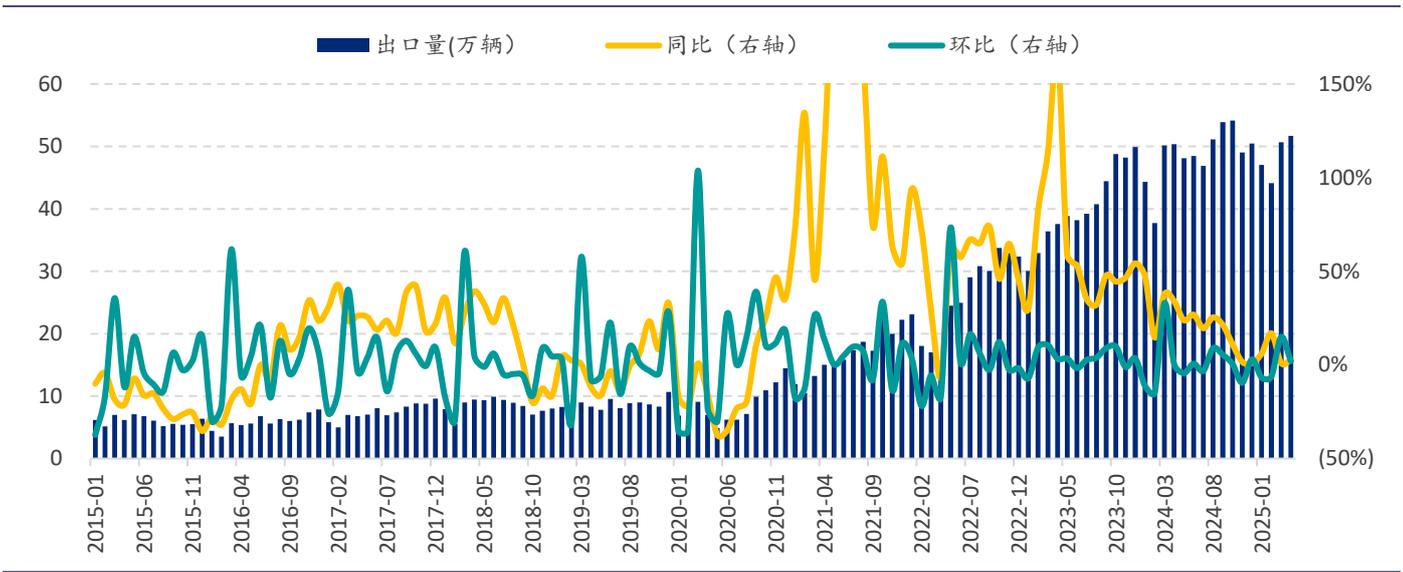
资料来源：公开资料、浦银国际整理

图表 26：比亚迪海外销量：4 月交付 89,047 辆，同比增长 137%，环比增长 13%



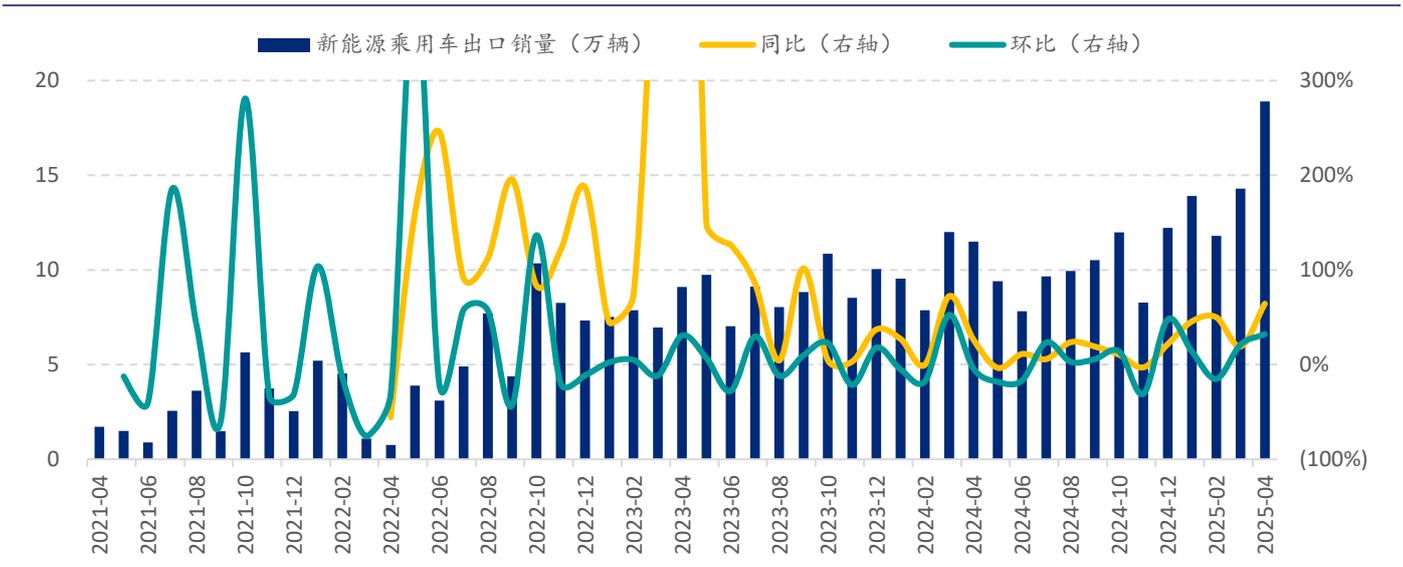
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 27：中国汽车出口量：4月出口 51.7 万辆，同比增长 3%，环比增长 2%



资料来源：中汽协、Wind、iFinD、浦银国际

图表 28：中国新能源乘用车出口量：4月出口 18.9 万辆，同比增长 64%，环比增长 32%



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

资料来源：乘联会、浦银国际

图表 29：欧盟对华纯电动汽车加征关税时间线梳理

日期	时间节点	具体进展
2023-09-13	欧盟委员会宣布将启动反补贴调查	欧盟委员会主席冯德莱恩发表第四次“盟情咨文”时宣布，将启动一项针对从中国向欧盟出口的电动汽车的反补贴调查。 欧盟认为，中国生产的电动汽车从政府提供的补贴中获益，使得产品价格在市场上更具竞争力；随着中国电动汽车大举出口欧洲，市场份额不断提升，欧盟汽车工业企业受到损害。
2023-10-04	正式立案启动反补贴调查	欧盟公报发布声明称，正式对中国生产的电动汽车启动反补贴调查程序，调查期预计不超过13个月， 可能在未来9个月采取征收反补贴税等临时措施。
2023-10-25	抽样3家中国车企	欧盟委员会宣布，通过抽样方式确定对比亚迪、上汽集团和吉利汽车三家中国车企正式启动反补贴调查。调查对象是产自中国的九座及以下纯电动乘用车，调查期限覆盖范围横跨2022年10月1日至2023年9月30日。 反补贴调查将集中在两方面：1) 在中国生产电动汽车并向欧盟出口电动汽车的企业是否获得中国政府的补贴；2) 将原产于中国的补贴电动汽车进口到欧盟，是否可能对在欧盟生产电动汽车的生产商的经济健康造成损害。
2024-06-12	反补贴调查初裁信息预披露	欧盟委员会公布调查初裁结果，认为中国纯电动汽车价值链受益于不公平补贴，对欧洲纯电动汽车制造商造成了经济损害的威胁。 欧盟表示，如无法与中方达成解决方案，将在 进口乘用车10%的常规关税基础上 ，对比亚迪（17.4%）、吉利汽车（20%）和上汽集团（38.1%）分别加征关税。对参与调查但未被抽样的电动汽车制造商平均加征21%的反补贴税；未配合调查的电动汽车制造商将被加征38.1%的反补贴税。 加征关税将于2024年7月4日左右实施。
2024-07-04	反补贴初裁	欧盟委员会发布公告，对原产于中国的纯电动载人汽车作出反补贴肯定性初裁，初步裁定对比亚迪（17.4%）、吉利汽车（19.9%）和上汽集团（37.6%）分别加征临时反补贴税。其他合作公司的临时反补贴税率为20.8%，中国其他公司的临时反补贴税率为37.6%。
2024-10-29	反补贴终裁	欧盟委员会发布公告，对从中国进口的纯电动汽车作出反补贴终裁，决定对比亚迪（17.0%）、吉利汽车（18.8%）和上汽集团（35.3%）征收 为期五年 的反补贴税。其他合作公司的税率为20.7%；其他公司税率为35.3%。 反补贴税于2024年10月31日起正式实施。 在提出个别审查请求后，特斯拉获得豁免，将被征收7.8%的关税。
2025-04-10	双方启动磋商	欧盟贸易专员塞夫科维奇与中国商务部长王文涛在布鲁塞尔启动紧急磋商。面对欧盟2024年对中国电动车征收的45.3%惩罚性关税可能引发的贸易战，双方首次公开提出以“动态最低售价”替代关税的解决方案。
2025-04-12	“最低进口价格”替代现行关税	欧盟和中国达成重要共识，将通过 设定中国对欧洲出口电动汽车最低价格 ，以取代2024年10月起欧盟开始征收的电动汽车关税。双方同意尽快启动磋商，深入讨论市场准入相关问题，并立即开展电动汽车价格承诺谈判。

资料来源：EEAS（欧盟对外行动署）、财新网、中国国际贸易促进委员会、PWC、公开资料、浦银国际整理

图表 30：欧盟对中国出口的纯电动汽车加征反补贴税税率变化

中国汽车制造商	预披露税率 (2024-06)	初裁临时税率 (2024-07)	终裁税率 (2024-10)
比亚迪集团	17.4%	17.4%	17.0%
吉利集团	20.0%	19.9%	18.8%
上汽集团	38.1%	37.6%	35.3%
特斯拉	21.0%	20.8%	7.8%
其他合作企业	21.0%	20.8%	20.7%
其他企业	38.1%	37.6%	35.3%

资料来源：中国贸易救济信息网、欧盟官方公报、浦银国际

图表 31：美国针对中国汽车行业（包括整车和零部件）的关税变化时间线梳理

日期	加征税率	具体事件及进展
2018-06-15	25%	美国贸易代表办公室（USTR）发布声明，宣布将对从中国进口的 500 亿美元商品 加征 25% 的关税，其中第一部分约 340 亿美元，包括部分汽车零部件。这一措施于 2018 年 7 月 6 日正式生效。
2019-05-10	/	美国对从中国进口的 2,000 亿美元清单商品加征的关税税率， 由 10%提高到 25% ，其中包括部分汽车零部件。
2020-01-15	/	中美签署第一阶段经贸协议，双方同意暂停进一步加征关税。
2024-05-14	17.5%-75%	拜登政府宣布对价值 180 亿美元的中国进口商品征收新关税税率。 <ul style="list-style-type: none"> 对中国电动汽车，征收的关税税率从 25%提高到 100%。 对中国锂离子电动汽车电池，征收的关税税率从 7.5%提高到 25%。
2025-02-01	10%	美国总统特朗普签署行政令，以“采购并允许非法芬太尼分销到美国，导致数千万美国人死亡”为由，对进口自中国的商品将在现有关税基础 加征 10% 的关税。
2025-03-03	10%	特朗普政府再次以“芬太尼危机”为由，提出在 2 月加征 10%的基础上，对中国输美产品 再加征 10% 的关税，自 2025 年 3 月 4 日起执行。
2025-03-26	25%	特朗普签署公告，基于美国 1962 年《贸易扩张法》第 232 条，宣布对进口汽车及关键汽车零部件 加征 25% 关税，也称“232 关税”。
2025-04-02	/	特朗普确认对 3 月 26 日针对进口汽车加征的 25%关税于 2025 年 4 月 3 日生效，针对汽车零部件加征的 25%关税于 5 月 3 日生效。
2025-04-10	/	特朗普宣布将对中国的关税从 104%提升至 125%，后白宫确认对华关税税率为 145%，即 20%“芬太尼税”叠加 125%“对等关税”。 但是，被征收“232 关税”的汽车及零部件不适用新增对等关税，惟需遵守 232 条款对汽车及零部件 25%的关税。 加拿大、墨西哥符合美墨加协定（USMCA）的商品暂时豁免基准关税和对等关税，包括满足限制条件的汽车及零部件。
2025-04-29	/	特朗普签署公告，允许对进口汽车零部件并在美国组装汽车的汽车制造商进行一定程度补偿。第一年将向汽车制造商退还相当于汽车价格至高可达 3.75%的零部件关税，这一补偿上限在第二年将降至汽车零售价格的 2.5%。

资料来源：中国政府网、美国贸易代表办公室（USTR）、公开资料、浦银国际整理

● 智能辅助驾驶渗透率将大幅提升

比亚迪大幅推动智能辅助驾驶渗透率提升

今年2月，比亚迪举办智能化战略发布会，发布天神之眼C高阶智能辅助驾驶以及21款首批搭载的车型（图表32）。比亚迪全系搭载高阶智能辅助驾驶。比亚迪自身智能辅助驾驶采用率的大幅提升，带动汽车行业更多玩家在智能辅助驾驶上的快速跟进。

与我们此前预期接近，此举推动L2+辅助驾驶在10万元-20万元的车型的渗透率大幅提升。根据NE时代数据，2025年3月中国乘用车NOA搭载率达18.9%（图表35），同比、环比均显著大幅提升，渗透率上行速度加快。

从细分价格段来看，10万元以下以及10万元-20万元这两个价格段的乘用车，L2++级智能辅助驾驶渗透率在今年一季度显著抬头。其中，10万元以下价格段的渗透率在今年一季度实现零的突破（图表36）。我们预计今年下半年中国乘用车，特别是新能源乘用车，智能辅助驾驶的渗透率有望继续保持加速上扬，与此前整车市场新能源加速渗透的趋势表现类似。智能辅助驾驶渗透率提升将进一步推动新能源车需求增长。

政策为智能辅助驾驶宣传等方面降温。今年4月，工信部发布通知，对汽车生产企业在智驾功能、宣传、告知等提出更严格要求，明确系统功能边界和安全响应措施，不得进行夸大和虚假宣传。众多车企在宣传中不再使用“自动驾驶”、“自动驾驶”、“智驾”、“智能驾驶”、“高阶智驾”、“代客泊车”、“一键召唤”、“远程遥控”等容易引发误解的名词，而是改为以“智驾等级+辅助驾驶”进行描述，如“L2级辅助驾驶”。

在4月底的上海车展中，我们感受到车企端在“智驾”方面的宣传明显变得更为低调。虽然政策促使智能辅助驾驶行业在宣传方面降温，但是我们认为这将更好地教育消费者，有利于行业的长期发展。

近期，比亚迪海洋和王朝两个系列多款车提出“一口价”的促销活动。我们认为这主要是为了应对“非智驾”车型的竞争。在5万-15万元价格带，消费者对于价格更敏感，对于当前智能辅助驾驶的需求并没有那么刚需。因此，尽管比亚迪在该价格段的新能源车型具备较高份额，但是其全面推动智能辅助驾驶的车型时，仍要面临其他车企的“非智驾”版本车型的竞争。

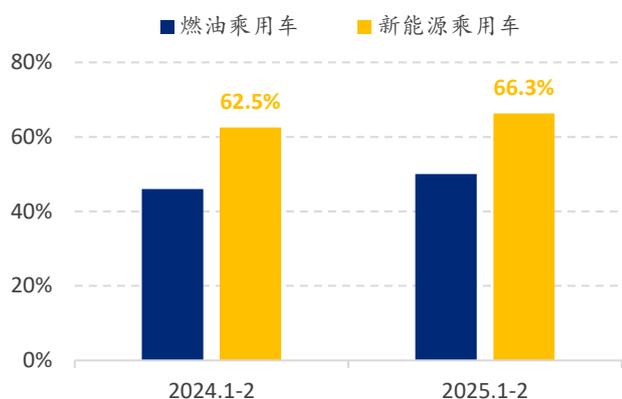
与官方指导价比，本轮“一口价”的车型价格降低幅度普遍在1.4万元-5.3万元（图表37、图表38）。我们预期随着这波降价，比亚迪以及行业的智驾车型需求增长动能有望向下半年延续。

图表 32：比亚迪于 2025 年 2 月推出王朝、海洋首批智驾版车型



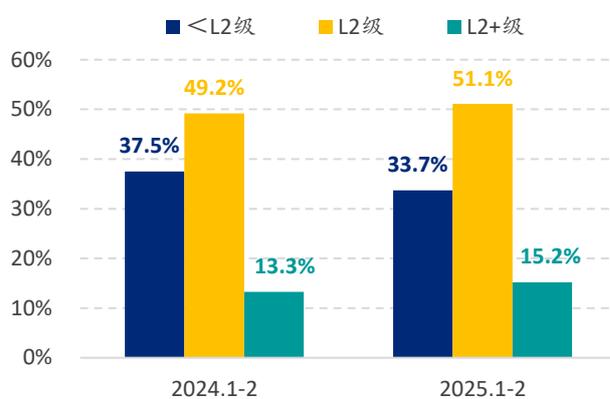
资料来源：公司官网、懂车帝、浦银国际整理

图表 33: 中国乘用车 L2 级及以上 ADAS 功能装车率变化 (按动力类型划分)



资料来源: 乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 34: 中国新能源乘用车市场不同等级 ADAS 功能装车率情况



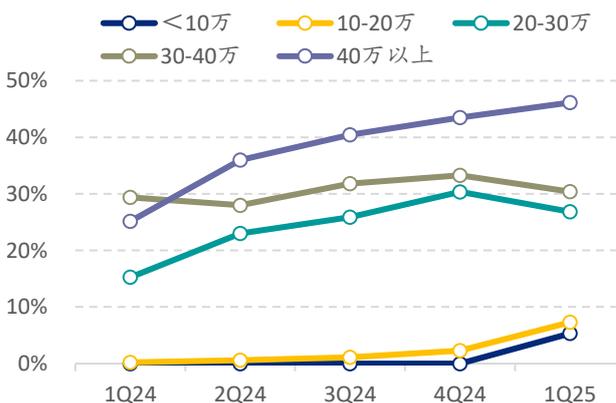
资料来源: 乘联会、科瑞咨询、浦银国际

图表 35: 中国乘用车市场 NOA 功能 (高速 NOA + 城市 NOA) 搭载量及搭载率月度表现



资料来源: NE 时代、乘联会、Wind、iFinD、浦银国际

图表 36: 中国乘用车 L2++ 及以上级别智能辅助驾驶渗透率, 10 万元以下价格段 1Q25 实现零的突破



注: 图中所列计价货币均为人民币; L2++级及以上包含高速 NOA 及以上功能; 资料来源: NE 时代、浦银国际

图表 37: 比亚迪海洋网智驾版 2025 年 6 月限时降价车型配置对比

降价车型	降价情况				车型定位	基本参数		智能硬件
	降价款	指导价	一口价	降幅		百公里能耗 (耗电量/油耗)	纯电续航里程	辅助驾驶芯片
海鸥	活力版	6.98	5.58	1.4	纯电动 小型车	9.9 kWh	305 km	地平线 J6M
海豹 05 DM-i	55KM 豪华型	7.98	5.98	2.0	插电混动 紧凑型车	11.1kWh / 1.74L	43 km	地平线 J6M
海狮 05 DM-i	75KM 豪华型	10.28	7.28	3.0	插电混动 紧凑型 SUV	13.1kWh / 1.86L	75 km	英伟达 Orin-N
海豹 06 DM-i	80KM 豪华型	9.98	7.68	2.3	插电混动 中型车	11.1kWh / 1.36L	60 km	英伟达 Orin-N
海豚	自由版	9.98	7.78	2.2	纯电动 小型车	11.2 kWh	420 km	英伟达 Orin-N
海豹 06 GT	505 海浪版	13.68	10.98	2.7	纯电动 中型车	13 kWh	505 km	英伟达 Orin-N
宋 PLUS DM-i	75KM 豪华型	13.58	9.98	3.6	插电混动 紧凑型 SUV	13.8kWh / 1.88L	60 km	英伟达 Orin-N
宋 PLUS EV	520KM 豪华型	14.98	11.78	3.2	纯电动 紧凑型 SUV	13 kWh	520 km	地平线 J6M
海豹 07 DM-i	1.5L 125KM 精英型	15.58	10.28	5.3	插电混动 中型车	14.2kWh / 1.08L	100 km	英伟达 Orin-N
海狮 07 EV	550 智航版	18.98	14.98	4.0	纯电动 中型 SUV	15 kWh	550 km	英伟达 Orin-N

注：车型价格及降幅的单位为“人民币万元”；百公里油耗为 WLTC 综合油耗数据，续航里程为工信部纯电续航里程数据；资料来源：比亚迪微信公众号、懂车帝、浦银国际整理

图表 38: 比亚迪王朝网 2025 年 6 月限时降价车型配置对比

降价车型	降价情况			车型级别	动力类型	基本参数		智能硬件
	指导价 (起)	降价后 (起)	降幅			百公里能耗 (耗电量/油耗)	纯电续航里程	辅助驾驶芯片
秦 PLUS DM-i	7.98	6.38	1.6	紧凑型车	插电混动	11.1kWh / 1.74L	55 km	地平线 J6M
秦 L DM-i	9.98	7.98	2.0	中型车	插电混动	11.1kWh / 1.36L	60 km	英伟达 Orin-N
元 UP	9.98	8.48	1.5	小型 SUV	纯电动	12.2 kWh	401 km	英伟达 Orin-N
宋 Pro DM-i	10.28	8.98	1.3	紧凑型 SUV	插电混动	13.1kWh / 1.86L	75 km	英伟达 Orin-N
秦 PLUS EV	10.98	9.38	1.6	紧凑型车	纯电动	11.6 kWh	420 km	英伟达 Orin-N
元 PLUS	11.58	10.38	1.2	紧凑型 SUV	纯电动	12.2kWh	430 km	英伟达 Orin-N
宋 L DM-i	13.58	10.98	2.6	中型 SUV	插电混动	13.2kWh / 1.88L	60 km	英伟达 Orin-N
汉 DM-i	16.88	14.38	2.5	中大型车	插电混动	15kWh / 1.06L	102 km	英伟达 Orin-N
汉 EV	17.98	15.48	2.5	中大型车	纯电动	13.2 kWh	506 km	英伟达 Orin-N
唐 DM-i	17.98	15.48	2.5	中型 SUV	插电混动	17.8kWh / 1.25L	115 km	英伟达 Orin-N
宋 L EV	18.98	16.48	2.5	中型 SUV	纯电动	14.9 kWh	550 km	英伟达 Orin-N
夏	24.98	21.78	3.2	中大型 MPV	插电混动	18.5kWh / 2.07L	80 km	英伟达 Orin-N

注：上表中所有基本参数均采用各个车型最低售价版本，即入门版本的参数信息（如有区别）；车型价格及降幅的单位为“人民币万元”；百公里油耗为 WLTC 综合油耗数据，续航里程为工信部纯电续航里程数据；资料来源：比亚迪微信公众号、懂车帝、浦银国际整理

智能辅助驾驶增量产业链同步大幅增长

智能辅助驾驶在大众车型市场的渗透率提升，带动智能辅助驾驶增量零部件行业规模快速增长。同时，智能辅助驾驶增量零部件成本的下行将进一步促进智能辅助驾驶向大众车型市场渗透。中国新能源车的智能辅助驾驶的渗透率有望继续保持加速上扬，与此前新能源车渗透率表现类似，处于行业拐点的位置。

首先，智能辅助驾驶的核心之一，智驾 SoC 芯片方案正向高性能和高性价比两个方向快速推进。今年以来，英伟达新一代智驾 SoC 芯片 Thor-U，算力升级至 700 TOPS，目前已在理想 L 系列智能焕新版的 AD Max 车型中搭载（图表 39），并有望在 YU7 等更多车型上车（图表 40）。蔚来自研芯片神玑 NX9031 在 ET9、2025 款“5566”中实现搭载。我们预期同样具备较大算力的地平线 J6P、小鹏自研图灵芯片都有望在今年上车。另一方面，以地平线 J6E/J6M 为典型代表的国产化更具成本优势的智驾 SoC 快速向大众市场车型渗透，其中以自主车企的方案量产上车进度较快。

其次，更具成本优势的激光雷达将在今年下半年加速普及。例如，禾赛的 ATX 已经搭载于售价约 12 万元起步的零跑的 B10 中。而且，在今年一季度，禾赛的 ATX 交付量近 4 万台。预计今年下半年，禾赛的 ATX 和速腾的 EMX 均会大幅放量。进一步展望未来，随着 AEB 强制国标加速落地，激光雷达作为 L3 级的智能辅助驾驶的“安全件”属性可能会进一步凸显，也会更加贴合当前对于趋严的“智驾”方面的宣传要求。激光雷达的用量空间和单车价值量都将随着智能辅助驾驶性能和体验的提升而进一步扩大。

第三，智驾 Tier 1 将充分受益于比亚迪带动的智驾在大众市场的普及。根据我们调研，入门基础前视一体机的价格低至人民币 400-500 元，中低阶行泊一体域控价格在 1,000-2,000 元，中高阶智驾域控方案的价格则在 2,000-3,000 元及以上水平。多家自主车企也将采取与比亚迪类似动作，目标实现智驾功能向 20 万元以下价格段的车型市场渗透。其中，地平线的方案有望在今年尤其是下半年，快速起量，并随着 J6 系列产品陆续量产，向高端和低端两个方向扩展。因此，智驾 Tier 1 厂商将帮助车企落地智能辅助驾驶，保持车载在智能辅助驾驶的竞争力。

最后，智驾所需要的传感器同样在大幅增长。比亚迪的天神之眼 C 搭载 12 颗摄像头、5 颗毫米波雷达、12 颗超声波雷达。即使是小鹏的轻雷达方案，对于摄像头等传感器有较高的需求。今年舜宇车载镜头总出货量将有望增长 15%-20%，成长动能强劲。韦尔股份也表示今年车载业务有望大幅增长，其收入规模有望接近手机业务规模。

长期来看，L4 及以上级别的自动驾驶可能是行业演进的最终形态。当前，处于行业发展初期的 Robotaxi 对于硬件选型的要求和搭载数量的需求较高。我们对于智能辅助驾驶的增量零部件长期空间保持乐观。

图表 39：2025 年中国新能源车企新车型（含改款）智能化配置对比（1）：造车新势力

配置信息	蔚来 (2025 款)	小鹏 (2025 款)	理想 (2025 智能焕新版)	零跑 (激光雷达版)			
代表车型	新 ES6	G9	MONA M03 Max	L6 Pro	L9 Ultra	2026 款 C10	B10
示意图							
上市时间	2025-05	2025-03	2025-05	2025-05	2025-05	2025-05	2025-04
指导价	33.8-39.6	24.88-27.88	12.98-13.98	24.98	43.98	13.28-14.28	11.98-12.98
座舱/车机							
智能座舱芯片	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8155P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P	高通骁龙 8295P
车载智能系统	SkyOS·天枢	XOS 天玑	XOS 天玑	星环 OS	星环 OS	Leapmotor OS	Leapmotor OS
车内摄像头	2	1	1	1	2	1	1
车机系统内存	16 GB	16 GB	16 GB	24 GB	32 GB	/	/
车机系统存储	256 GB	128 GB	128 GB	128 GB	128 GB	/	/
辅助驾驶							
芯片选型	自研 神玑 NX9031	英伟达 Orin-X*2	英伟达 Orin-X*2	地平线 征程 6M	英伟达 Thor-U	高通骁龙 8650	高通骁龙 8650
芯片算力	1,000+ TOPS	508 TOPS	508 TOPS	128 TOPS	700 TOPS	100 TOPS	100 TOPS
智能辅助驾驶系统	NIO Aquila	XNGP	XNGP	理想 AD Pro	理想 AD Max	Leapmotor Pilot	Leapmotor Pilot
传感器硬件							
车外摄像头	11	11	12	11	11	11	12
车外摄像头配置情况	8 颗 8MP 3 颗 3MP	2 颗 8MP 9 颗 3MP	2 颗 8MP 其余不详	2 颗 8MP 4 颗 3MP 5 颗 2MP	6 颗 8MP 4 颗 3MP 1 颗 2MP	2 颗 8MP 9 颗 3MP	2 颗 8MP 9 颗 3MP
激光雷达	1	0	0	1	1	1	1
激光雷达配置	图达通 Falcon	/	/	禾赛科技 ATL	禾赛科技 ATL	禾赛科技 ATX	禾赛科技 ATX
超声波雷达	12	12	12	12	12	12	12
毫米波雷达	5	3	3	1	1	3	3
传感器总量	29	26	27	25	25	27	28

注：若无特别说明版本，上表中列示配置均为最低售价版本，即入门版本的参数信息（如有区别）；车型价格单位为“人民币万元”；

资料来源：懂车帝、各公司官网、浦银国际整理

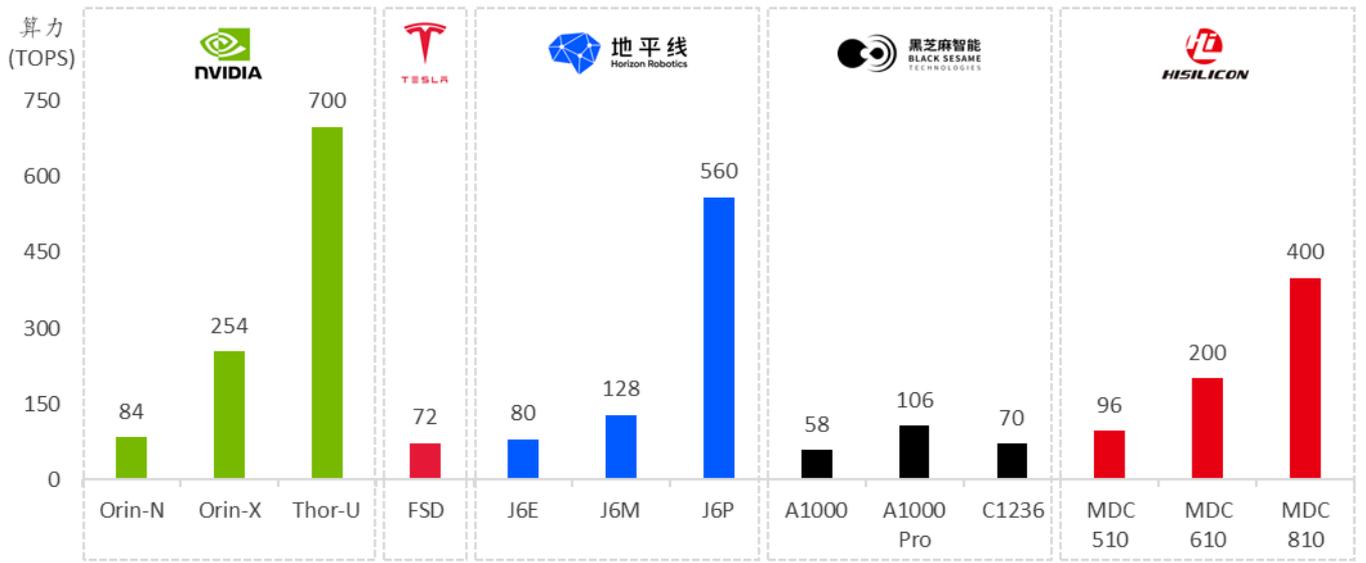
图表 40：2025 年中国新能源车企新车型（含改款）智能化配置对比（2）

配置信息	小米		鸿蒙智行 (问界 2025 款)		比亚迪 (高端品牌 2025 款)		
	代表车型	Xiaomi YU7	M8	新 M5	仰望 U7	腾势 N9	方程豹 豹 8
示意图							
上市时间	2025-07	2025-04	2025-03	2025-03	2025-03	2025-03	2025-03
指导价	暂未公布	36.98-44.98	22.98-24.98	62.8-70.8	38.98-44.98	39.58-42.38	23.98-32.98
座舱/车机							
智能座舱芯片	高通骁龙 8 Gen3	/	/	/	/	比亚迪 9000	比亚迪 9000
车载智能系统	Xiaomi HyperOS	HarmonyOS	HarmonyOS	DiLink	DiLink	DiLink	DiLink
车内摄像头	1	1	2	2	1	2	2
车机系统内存	16 GB	/	16 GB	16 GB	16 GB	16 GB	12 GB
车机系统存储	/	/	128 GB	512 GB	256 GB	256 GB	256 GB
智能辅助驾驶							
芯片选型	英伟达 Thor-U	华为 MDC 810	华为 MDC 610	英伟达 Orin-X*2	英伟达 Orin-X	/	英伟达 Orin-N
芯片算力	700 TOPS	400+ TOPS	200 TOPS	508 TOPS	254 TOPS	80 TOPS	84 TOPS
智能辅助驾驶操作系统	Xiaomi HAD	HUAWEI ADS 3.3	HUAWEI ADS	DiPilot 600 天神之眼 A	DiPilot 300 天神之眼 B	乾崑智驾 ADS 3.0	DiPilot 100 天神之眼 C
传感器硬件							
车外摄像头	11	11	11	13	13	13	12
车外摄像头配置情况	2 颗 8MP 9 颗 3MP	/	2 颗 8MP 其余不详	/	/	/	3 颗 8MP 其余不详
激光雷达	1	2	1	3	1	1	0
激光雷达配置	禾赛科技 AT128	华为 1 颗 192 线 1 颗固态后向	华为 192 线	1 颗 128 线 其余不详	128 线 供应商不详	华为 192 线	/
超声波雷达	12	12	12	12	12	14	12
毫米波雷达	1	5	3	5	5	3	5
传感器总量	25	30	27	33	31	31	29

注：上表中列示配置均为最低售价版本，即入门版本的参数信息（如有区别）；车型价格单位为“人民币万元”；

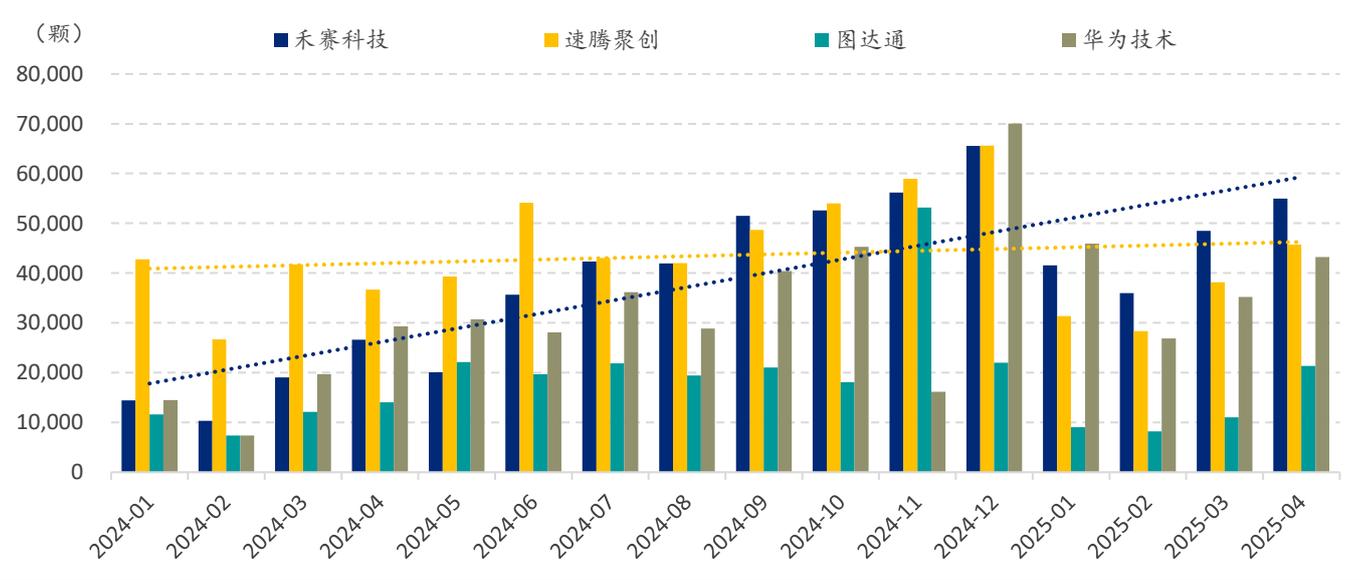
资料来源：懂车帝、汽车之家、新出行、南方日报、各公司官网、浦银国际整理

图表 41：当前市场主流 ADAS 域控芯片玩家 SoC 产品 AI 算力比较（截至 1Q25）



资料来源：公司官网、公开资料、浦银国际整理

图表 42：中国乘用车 ADAS 激光雷达市场主要玩家月度出货量对比



注：根据国内整车终端销售数据为统计口径整理，不含进出口数据，统计结果可能会与相关零部件企业的实际出货数据存在差异；

资料来源：NE 时代、浦银国际

中国新能源车企布局日趋完善

● 中国新能源车企综合实力持续提升

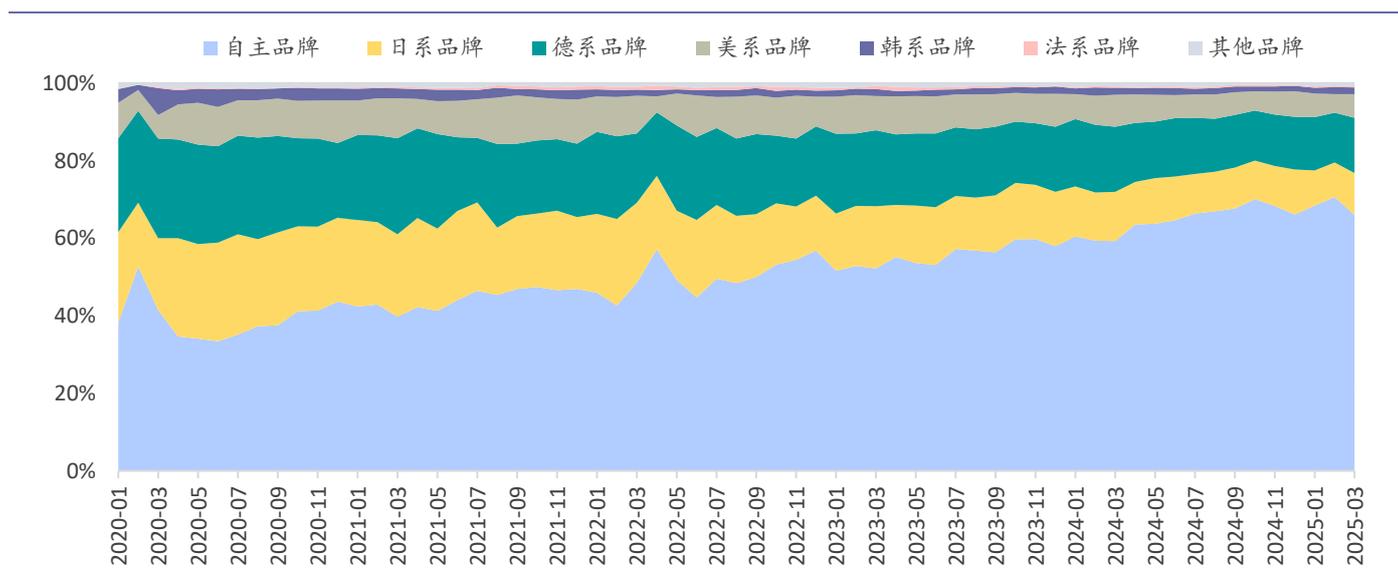
根据中汽协，在中国乘用车市场（含燃油车），中国自主品牌的份额自 2020 年以来呈现比较稳定的提升，从 2020 年年末的 44%，增长至 2021 年年末的 47%、2022 年年末的 57%、2023 年年末的 58%、2024 年年末的 66%（图表 43），而今年 1-3 月中国自主品牌的份额在 66% 的基础上进一步攀升。

中国新能源乘用车市场的中国自主品牌份额也同样大幅增长，且份额增速更快。根据乘联会，在新能源乘用车市场，中国自主品牌的份额从 2021 年年末的 38%，提升至 2022 年年末的 51%、2023 年年末的 65%、2024 年年末的 71%，今年 4 月的份额进一步上升至 73%（图表 44）。目前，中国自主品牌在新能源车的份额几乎都大于在乘用车整体的份额。

随着产品竞争力的持续加强，中国新能源车自主品牌份额在大众市场以及高端市场都有提升空间。

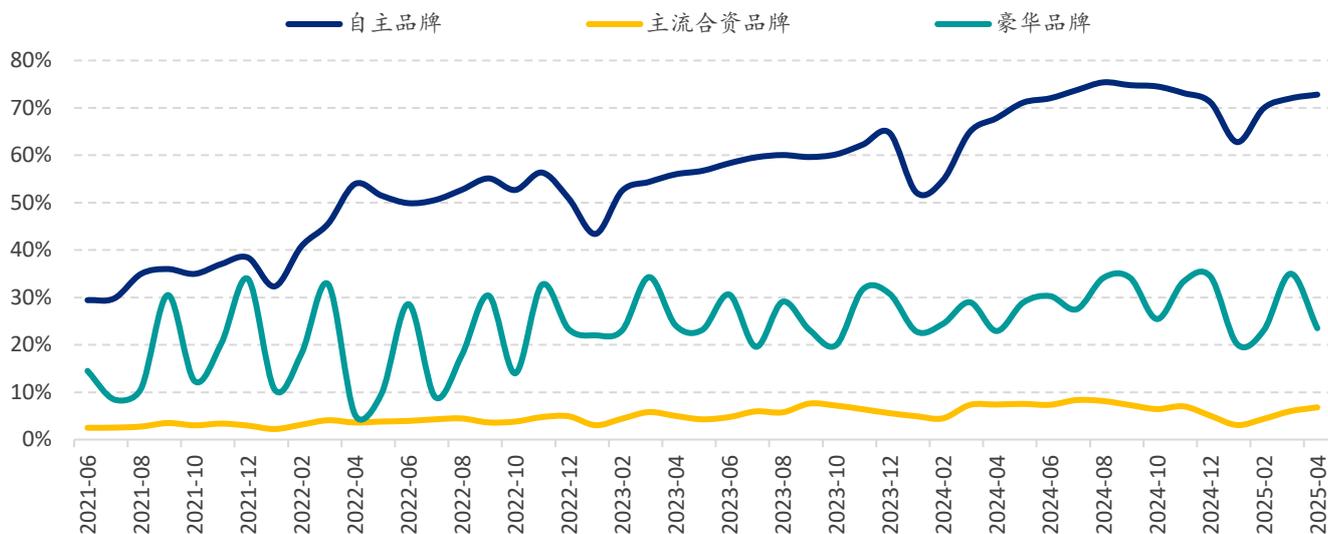
在新能源车大众市场方面，除了比亚迪保有较大份额之外，零跑、小鹏、蔚来的萤火虫等都将其纯电车型打入 10 万元-20 万元的价格段。同时，更多的豪华车型进入高价格段。例如今年小米发布的 SU7 Ultra（图表 18）、华为 M9 等。

图表 43：中国各类型品牌乘用车销量市场份额：4 月中国自主品牌份额达 73%



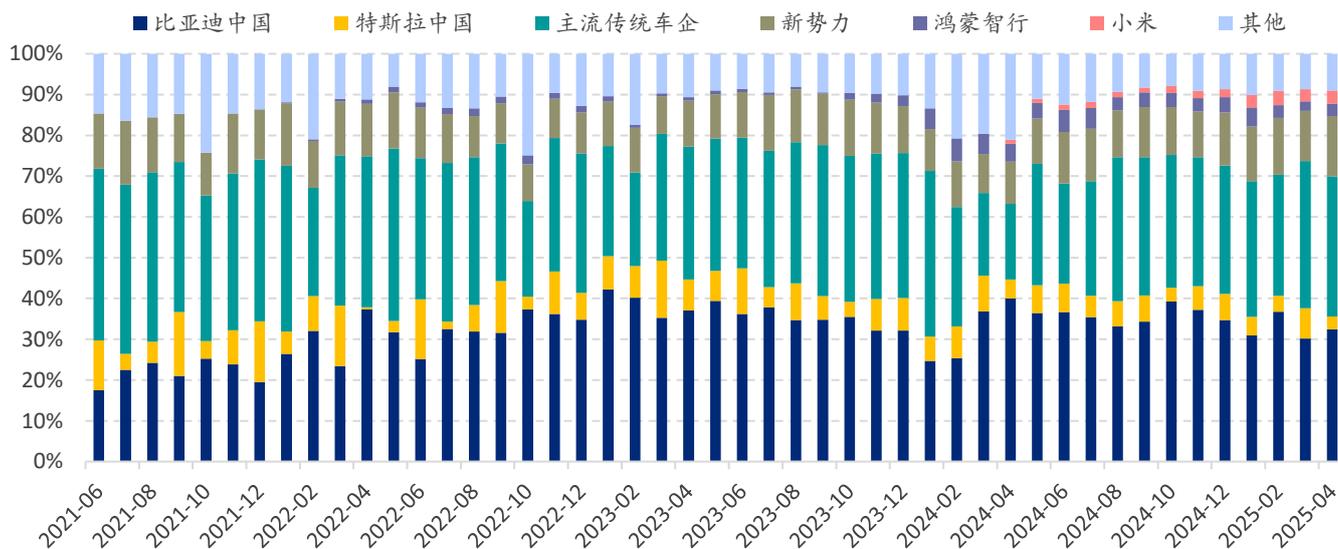
资料来源：中汽协、Wind 浦银国际

图表 44：中国新能源乘用车零售渗透率（分品牌类型）



资料来源：乘联会、Wind、iFinD、浦银国际

图表 45：中国新能源乘用车月度销量份额按照不同参与者拆分



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

资料来源：乘联会、Wind、iFinD、公开资料、浦银国际

● 造车新势力横向比较

我们对于新能源汽车行业维持较为乐观的预期，预计 2025 年中国新能源车乘用车将成长到 1,525 万辆，同比增长 24%，对应渗透率 53.3%。中国新能源车行业渗透率加速上扬将支撑行业在 2025 年保持增长，其年度增量接近 2024 年的约 300 万辆。

目前，行业优质供给仍在增加，涵盖新能源乘用车全细分市场，对各个价格段进行更加精细的挖掘，以驱动行业整体需求成长，加速取代传统燃油车的地位。我们比较期待小米 YU7、小鹏 P7+ 及其同平台 SUV G7、蔚来乐道 L60、理想纯电以及零跑 B10 在 2025 年的表现。目前行业整体需求的成长有足够的动能推动行业玩家基本面交付量逐渐上行，进而为股价上行提供动能。因此，我们依然认为中国新能源车企在进入新的竞争阶段后，面临的是需求同步成长的增量市场竞争。

在供应端产品矩阵持续丰富的背景下，能够推出真正符合用户需求的新产品，并且通过多元化打法寻求更多增量出路的车企，或将在这场“新角逐”获得更大的机会。我们比较期待小米 YU7、小鹏 G7、零跑 B10、理想 i8 等车型在今年下半年的表现。我们预期蔚来、小鹏、理想、零跑这四家新势力车企 2025 年的新能源车销量将达到 30.1 万、45.2 万、60.4 万、55.8 万辆（图表 46），同比将大幅成长，份额也会有所提升。

零跑、小鹏是目前我们在新能源车新势力中的首选，这与我们去年年底的[展望报告](#)的判断一致。小鹏的 MONA M03、P7+，以及零跑的 C 系列和 B 系列，表明其当前在售车型的订单需求旺盛，并有望在下半年延续。同时，小鹏和零跑的同系列产品在今年下半年持续提供销量增长动能的确定性更高。而且，这两家车企的海外销量贡献也已经在去年四季度和今年一季度开始起量，将在今年放量并均有望达到数万辆。因此，零跑、小鹏明年销量增长的下行风险较小，而且，当前 0.9x、1.4x 的市销率具备上行空间。

理想的纯电 SUV i8 所在的市场空间有望大于增程 SUV 的市场空间。在当前时间节点，理想的新车型需求并未得到市场验证，因而存在一定的不确定性。蔚来已经开启对于费用端的缩减计划，而其今年四季度要实现盈亏平衡仍然需要其蔚来和乐道两个品牌汽车销量的同步提升。

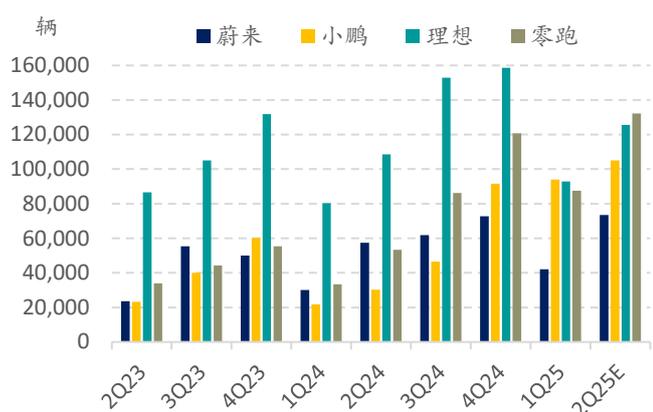
最后，我们对于比亚迪的判断也保持较为乐观。这主要得益于比亚迪的智能辅助驾驶在其主力价格段的普及，并且比较坚定地推动智能辅助驾驶标配车型的渗透。而且，比亚迪的海外销量也处于领先地位，其海外工厂建设奠定海外长期增长的基本盘。

图表 46：蔚来、小鹏、理想、零跑、比亚迪的汽车销售及预测

	2024	2025E	2026E
中国新能源乘用车销量 (万辆)	1,228	1,525	1,820
<i>同比增速</i>	36%	24%	19%
蔚来			
新能源车销量 (辆)	221,970	301,418	420,227
<i>销量同比增速</i>	39%	36%	39%
在中国新能源乘用车份额	1.8%	2.0%	2.3%
营收 (百万人民币)	65,732	80,265	106,418
<i>营收同比增速</i>	18%	22%	33%
汽车毛利率	12.3%	12.3%	14.7%
目标市销率 (x)	1.2	1.0	0.7
小鹏			
新能源车销量 (辆)	190,068	451,511	613,297
<i>销量同比增速</i>	34%	138%	36%
在中国新能源乘用车份额	1.4%	2.6%	3.0%
营收 (百万人民币)	40,866	79,630	113,373
<i>营收同比增速</i>	33%	95%	42%
汽车毛利率	8.3%	12.3%	14.3%
目标市销率 (x)	4.3	2.2	1.5
理想			
新能源车销量 (辆)	500,508	604,057	820,049
<i>销量同比增速</i>	33%	21%	36%
在中国新能源乘用车份额	4.1%	4.0%	4.5%
营收 (百万人民币)	144,460	169,373	226,099
<i>营收同比增速</i>	17%	17%	33%
汽车毛利率	19.8%	19.2%	19.4%
目标市销率 (x)	1.6	1.4	1.0
目标市盈率 (x)	29.2	24.6	17.2
零跑			
新能源车销量 (辆)	293,724	557,717	779,604
<i>销量同比增速</i>	104%	90%	40%
在中国新能源乘用车份额	2.3%	3.3%	3.6%
营收 (百万人民币)	32,164	60,151	81,973
<i>营收同比增速</i>	92%	87%	36%
汽车毛利率*	8.2%	11.7%	11.9%
目标市销率 (x)	2.9	1.5	1.1
比亚迪			
新能源乘用车销量 (辆)	4,250,370	5,450,388	6,528,849
<i>销量同比增速</i>	41%	28%	20%
在中国新能源乘用车份额	31.2%	31.1%	29.9%
营收 (百万人民币)	617,382	726,817	876,890
<i>营收同比增速</i>	28%	18%	21%
汽车毛利率*	22.3%	21.6%	21.2%
目标市销率 (x)	1.6	1.5	1.2
目标市盈率 (x)	31.1	26.4	21.6

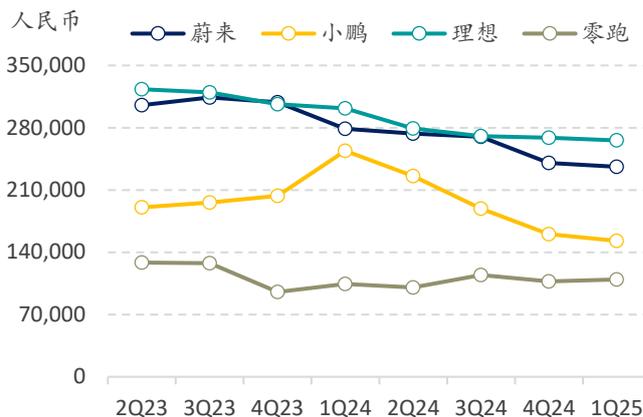
注：*零跑的汽车毛利率为公司综合毛利率；*比亚迪汽车毛利率为浦银国际估算。E=浦银国际预测；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 47: 汽车销量



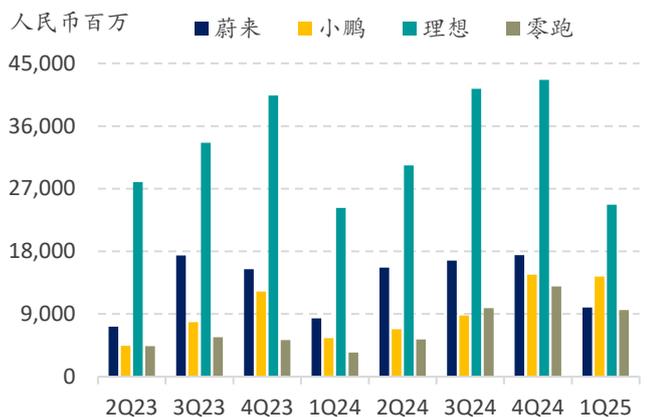
注: E=蔚来、小鹏、理想为公司交付量指引区间中位数, 零跑为浦银国际预测; 资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 48: 汽车均价



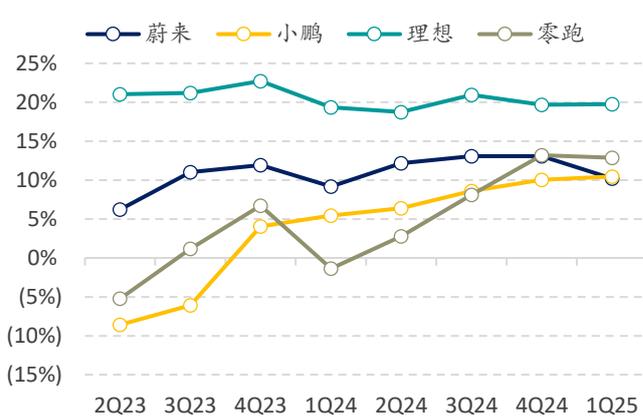
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 49: 汽车销售收入



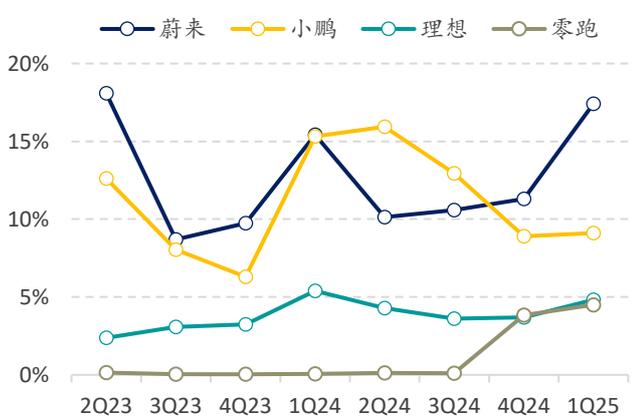
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 50: 汽车板块毛利率



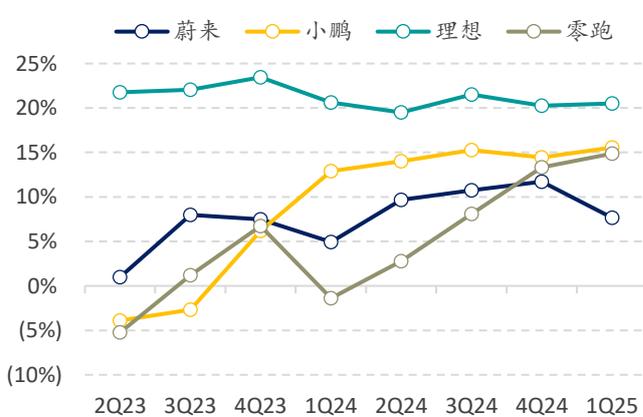
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 51: 软件服务与其他收入占比



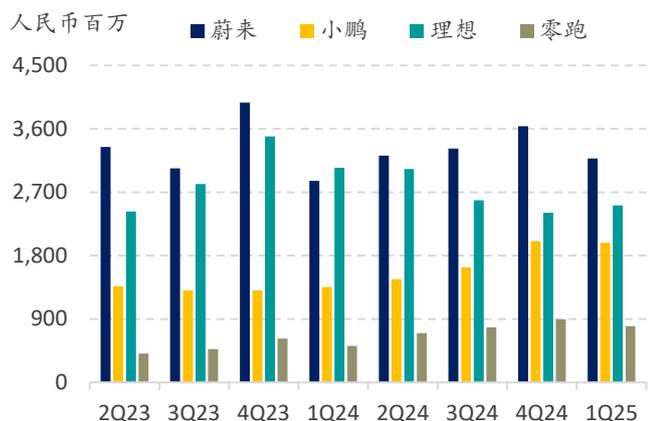
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 52: 公司综合毛利率



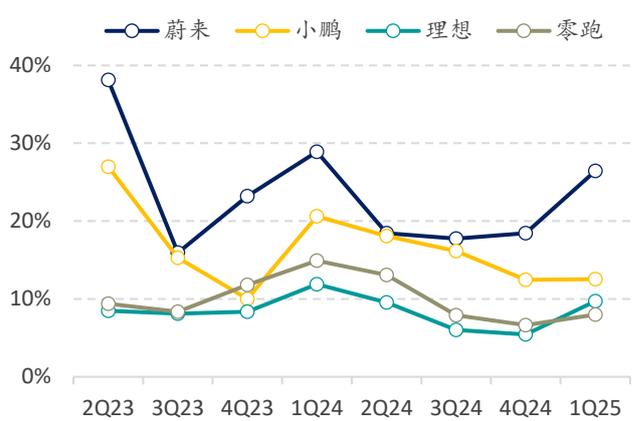
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 53: 研发费用



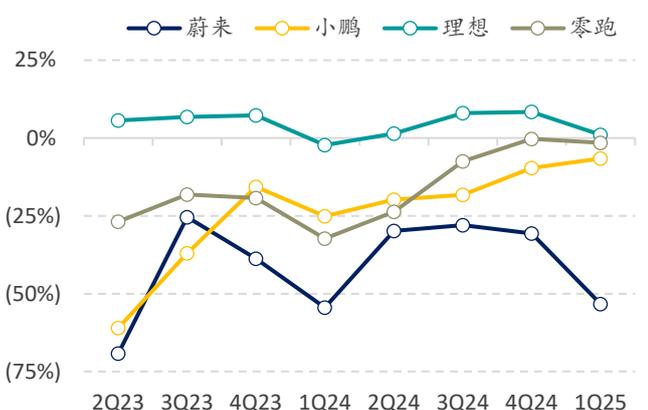
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 54: 研发费用率



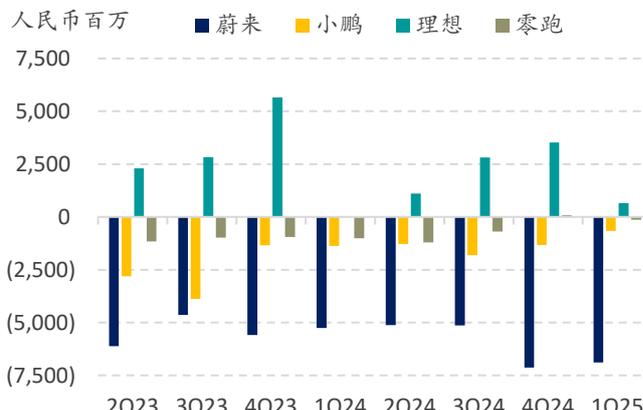
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 55: 营业利润率



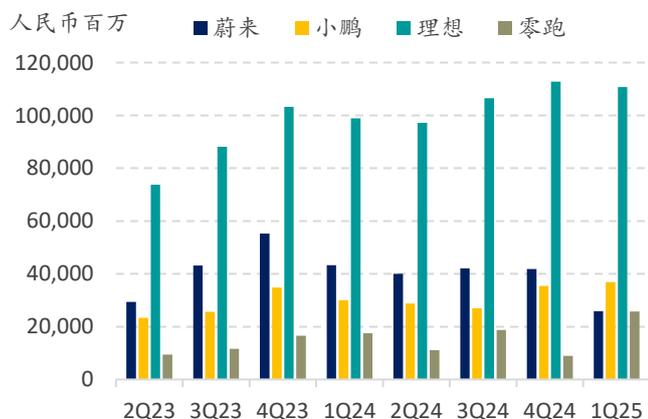
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 56: 净利润(亏损)



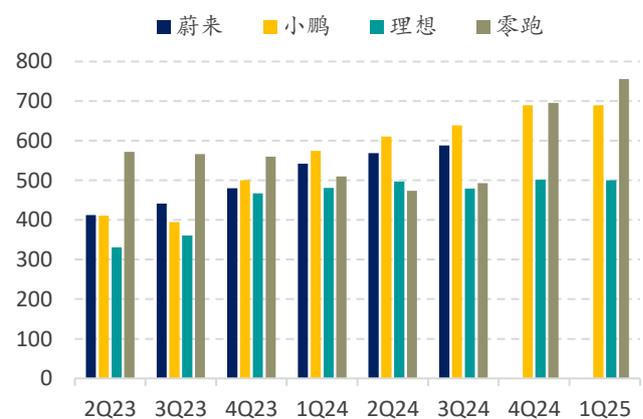
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 57: 现金及现金等价物



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 58: 零售门店数量



注: 蔚来部分季度数据未披露;
资料来源: 公司公告、浦银国际

● 新能源车企估值

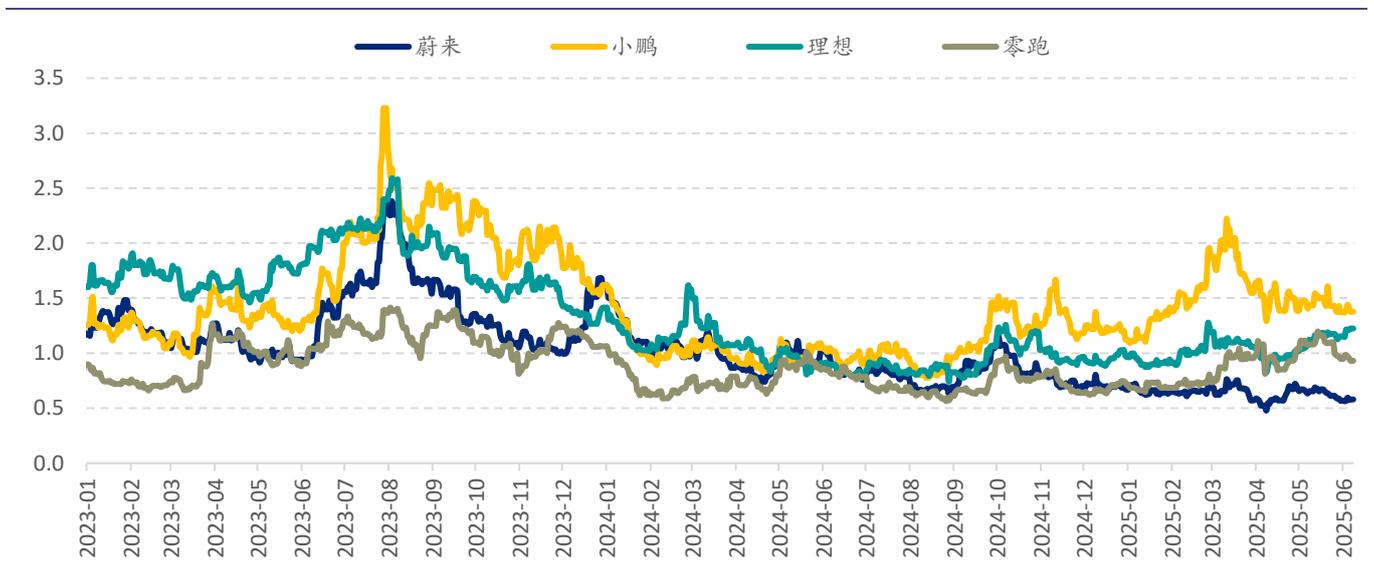
今年造车新势力的市销率估值波动比较剧烈，并且呈现分化。订单和交付量比较强劲的小鹏和零跑的市销率估值从年初的 1.1x 和 0.7x，分别上扬至今年高点的 2.2x 和 1.2x，估值上行显著。在美关税政策带来的市场剧烈波动中，新能源车行业的估值也经历了快速下挫，目前市销率估值范围为 0.6x-1.4x，均未超过此前的高点。

今年一季度多家新能源车企以及造车新势力的毛利率都得到改善。其中，零跑、小鹏、理想的汽车毛利率都录得同比和环比的改善。这一定程度得益于国家发布的“以旧换新”政策下的补贴。

在中国新能源车爆发增长这几年以来，随着车企端规模效应的不断增强，我们预期今年四季度将会看到更多车企实现或接近盈亏平衡。这也将伴随着部分尾部新能源车企的淘汰与整合，行业份额将逐步向头部集中。

我们预期市场更加偏向于毛利率改善、盈利能力改善、现金流改善的新能源车企。因此，虽然各家新势力依然以守卫新能源车销量和份额为第一任务，但是新势力把毛利率改善以及实现盈亏平衡也放到了几乎同等重要的地位。在今年四季度，零跑/小鹏保持/实现盈利的确定性相对较高。

图表 59：蔚来、小鹏、理想、零跑：市销率 (x) 估值比较



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 60: 蔚来美股市销率: 当前 0.6x vs 历史均值 3.5x vs 历史均值以下 1 个标准差 -0.4x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 61: 小鹏美股市销率: 当前 1.4x vs 历史均值 4.2x vs 历史均值以下 1 个标准差 -0.4x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 62: 理想美股市销率: 当前 1.2x vs 历史均值 3.2x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.6x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 63: 零跑市销率: 当前 0.9x vs 历史均值 0.9x vs 历史均值以上 1 个标准差 1.1x



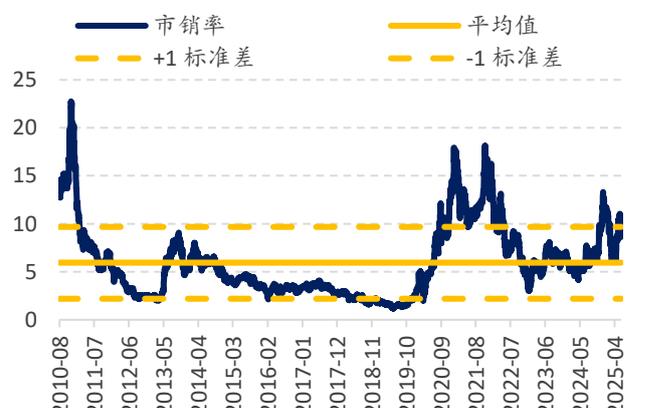
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 64: 比亚迪股份市销率: 当前 1.1x vs 历史均值 1.3x vs 历史均值以下 1 个标准差 0.8x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 65: 特斯拉市销率: 当前 8.9x vs 历史均值 5.9x vs 历史均值以上 1 个标准差 9.7x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

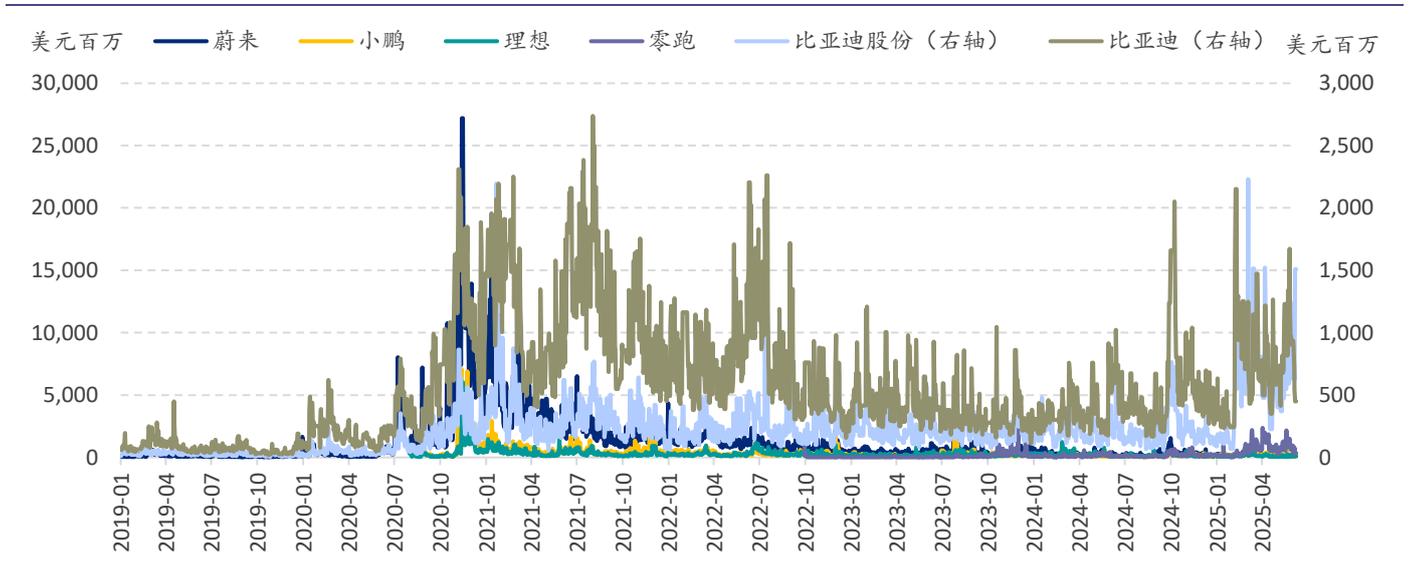
● 新能源车企股价及成交量

图表 66: 新能源车企股价走势



注：截至 2025 年 6 月 6 日收盘价，以 2020 年 8 月 27 日收盘价作为基数 100% 计算股价变动
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 67: 股票交易额比较



注：截至 2025 年 6 月 6 日收盘；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 新能源汽车行业可比公司估值

图表 68: 新能源汽车行业可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	股价变动 年初至今(%)	EPS同比增长			P/S (市销率)			P/B (市净率)		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
新能源汽车													
TSLA US Equity	特斯拉	950,633	295.1	(27%)	(21%)	50%	31%	9.7	8.0	6.7	12.3	11.0	9.5
1211 HK Equity	比亚迪 (H)	153,711	403.0	51%	36%	21%	19%	1.1	1.0	0.8	4.5	3.7	3.1
002594 CH Equity	比亚迪 (A)	153,711	360.0	27%	34%	23%	20%	1.1	1.0	0.9	4.4	3.7	3.0
NIO US Equity	蔚来	8,153	3.6	(17%)	(18%)	(46%)	(50%)	0.7	0.5	0.4	19.7	N/A	N/A
9866 HK Equity	蔚来	7,885	27.6	(21%)	(18%)	(46%)	(50%)	0.6	0.5	0.4	19.0	N/A	N/A
XPEV US Equity	小鹏	18,560	19.5	65%	(75%)	N/A	118%	1.6	1.2	1.0	4.8	4.2	3.6
9868 HK Equity	小鹏	18,897	77.9	67%	(75%)	N/A	118%	1.6	1.2	1.0	4.8	4.2	3.6
LI US Equity	理想	31,599	29.5	23%	9%	41%	24%	1.4	1.1	0.9	4.0	3.4	3.1
2015 HK Equity	理想	31,866	116.8	24%	9%	41%	24%	1.4	1.1	0.9	4.1	3.4	3.1
9863 HK Equity	零跑汽车	9,337	54.8	68%	N/A	567%	97%	1.1	0.8	0.6	6.4	5.2	3.8
RIVN US Equity	RIVIAN	16,050	14.0	5%	(41%)	(7%)	(28%)	3.1	2.2	1.3	3.2	3.2	3.4
LCID US Equity	LUCID GROUP	6,558	2.2	(29%)	(30%)	(35%)	(36%)	4.7	2.4	1.3	6.3	3.2	5.4
平均								2.3	1.7	1.4	7.8	4.5	4.2
豪华汽车													
MBG GR Equity	戴姆勒	55,897	51.0	(5%)	(27%)	9%	19%	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5
BMW GR Equity	宝马	55,367	76.5	(3%)	(15%)	14%	11%	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
RACE US Equity	法拉利	86,409	482.6	14%	10%	14%	10%	10.6	9.6	9.0	18.4	15.1	12.7
平均								3.7	3.4	3.2	6.5	5.4	4.6
海外品牌汽车													
7203 JP Equity	丰田	288,945	2,652.0	(16%)	1%	(21%)	10%	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
VOW GR Equity	大众	52,958	93.4	1%	(15%)	31%	21%	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2
F US Equity	福特	40,799	10.3	4%	(41%)	27%	13%	0.2	0.2	0.2	0.9	0.9	0.8
GM US Equity	通用	45,639	47.5	(11%)	(13%)	3%	(2%)	0.3	0.3	0.3	0.7	0.6	0.5
7267 JP Equity	本田	51,063	1,402.0	(9%)	2%	(18%)	21%	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4
005380 KS Equity	现代	28,638	189,600.0	(11%)	(8%)	2%	1%	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
平均								0.3	0.3	0.3	0.6	0.6	0.5
国产品牌汽车													
600104 CH Equity	上汽	24,674	15.3	(26%)	117%	24%	16%	0.3	0.3	0.2	0.6	0.6	0.6
2333 HK Equity	长城	23,133	12.3	(10%)	2%	14%	10%	0.7	0.6	0.6	1.1	1.0	0.9
2238 HK Equity	广汽集团	8,840	2.7	(20%)	(48%)	83%	39%	0.5	0.5	0.5	0.2	0.2	0.2
200625 CH Equity	长安汽车	15,573	3.8	7%	23%	19%	13%	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
平均								0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
动力电池													
300750 CH Equity	宁德时代	158,444	248.9	(6%)	26%	21%	19%	2.6	2.2	1.9	3.7	3.2	2.7
051910 KS Equity	LG化学	10,493	201,500.0	(19%)	35%	232%	(34%)	0.3	0.3	0.2	0.5	0.4	0.4
6752 JP Equity	松下	26,539	1,567.5	(5%)	(28%)	6%	37%	0.5	0.5	0.5	0.8	0.7	0.7
002074 CH Equity	国轩高科	6,336	25.3	19%	60%	41%	33%	1.0	0.9	0.7	1.7	1.6	1.4
平均								1.1	0.9	0.8	1.7	1.5	1.3
激光雷达													
HSAI US Equity	禾赛科技	2,649	20.0	45%	N/A	130%	64%	5.8	4.1	3.0	4.4	3.9	3.3
2498 HK Equity	速腾聚创	1,964	32.6	6%	(59%)	N/A	315%	5.6	3.9	2.9	4.8	4.9	3.3
LAZR US Equity	Luminar	167	3.4	(37%)	(57%)	(29%)	(40%)	1.9	1.5	0.6	N/A	N/A	5.0
OUST US Equity	Ouster	785	14.6	19%	(15%)	(28%)	(15%)	5.4	4.0	2.7	6.4	7.3	6.4
INVZ US Equity	Innoviz	174	0.9	(48%)	(46%)	(14%)	(19%)	3.1	1.3	0.9	2.8	1.8	3.1
平均								4.4	3.0	2.0	4.6	4.5	4.2
功率半导体													
IFX GR Equity	英飞凌	53,132	35.7	14%	(25%)	39%	27%	3.2	2.9	2.6	2.6	2.4	2.1
ON US Equity	安森美	20,965	50.2	(20%)	(43%)	35%	44%	3.5	3.2	2.9	2.5	2.3	2.1
600745 CH Equity	闻泰科技	5,609	32.4	(16%)	130%	47%	12%	0.7	0.8	1.0	1.1	0.9	0.8
688396 CH Equity	华润微电子	8,733	47.3	0%	33%	27%	25%	5.5	4.9	4.4	2.7	2.6	2.4
603290 CH Equity	斯达半导	2,699	81.1	(10%)	2%	25%	22%	4.6	3.8	3.2	2.6	2.4	2.2
平均								3.5	3.1	2.8	2.3	2.1	1.9
智驾芯片													
MBLY US Equity	Mobileye	13,707	16.9	(15%)	15%	49%	51%	7.8	6.9	5.3	1.1	1.1	1.1
NVDA US Equity	英伟达	3,457,968	141.7	6%	134%	49%	33%	26.7	17.3	13.8	38.1	23.3	14.6
QCOM US Equity	高通	163,866	149.2	(3%)	17%	2%	2%	3.8	3.7	3.6	5.9	5.5	5.2
9660 HK Equity	地平线	11,994	7.1	98%	(51%)	(57%)	N/A	24.2	14.5	9.9	8.0	8.4	7.1
2533 HK Equity	黑芝麻智能	1,532	19.0	(34%)	N/A	(34%)	(66%)	13.2	7.7	5.4	9.7	15.5	16.1
平均								15.1	10.0	7.6	12.6	10.7	8.8
智驾域控 Tier 1													
CON GY Equity	大陆集团	17,318	76.0	17%	7%	23%	17%	0.4	0.4	0.4	1.0	0.9	0.9
APTIV US Equity	安波福	14,510	66.6	10%	14%	11%	15%	0.7	0.7	0.7	1.5	1.4	1.2
VC US Equity	伟世通	2,277	83.5	(6%)	(6%)	7%	13%	0.6	0.6	0.6	1.6	1.3	1.2
002920 CH Equity	德赛西威	8,010	103.8	(6%)	27%	27%	24%	1.7	1.3	1.1	4.9	3.9	3.2
1274 HK Equity	知行科技	430	13.9	(10%)	(3%)	N/A	1304%	1.7	1.1	0.8	N/A	N/A	N/A
2431 HK Equity	佑驾创新	1,356	26.6	35%	N/A	N/A	N/A	9.2	5.6	N/A	N/A	N/A	N/A
ECX US Equity	亿咖通	612	1.7	(22%)	(73%)	N/A	238%	0.6	0.5	0.4	N/A	N/A	N/A
平均								2.1	1.5	0.7	2.2	1.9	1.6

注: 截至 2025 年 6 月 6 日收盘; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

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

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

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

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

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

美国

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

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

英国

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

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

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(吉利汽车 175.HK、佑驾创新 2431.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

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

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

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

