



汽车行业 2025 年中期策略：汽车电动智能化趋势与自下而上研究策略

2025 年 6 月 10 日

看好/维持

汽车

行业报告

分析师	李金锦 电话：010-66554142 邮箱：lijj-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521030003
研究助理	曹泽宇 电话：17512502830 邮箱：caozy-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480124040003

投资摘要：

销量跟踪：受益以旧换新政策，2025 年 1-4 月我国汽车销量同比增速提升。在以旧换新政策助力下，国内汽车市场逐渐回暖，24 年国庆旺季后国内市场汽车月度销量同比增速由负转正，2025 年 1-4 月，汽车国内销量为 812.3 万辆，同比增长 12%；2024 年汽车国内销量为 2557.7 万辆，同比增长 1.6%；2025 年 1-4 月，新能源汽车累计销量（含出口）430 万辆，同比增长 46.3%；2024 年新能源汽车累计销售 1286.6 万辆，同比增长 35.5%。2024 年新能源汽车渗透率提升至 40.9%，较 2023 年提升 9.3pct；2025 年 1-4 月新能源渗透率达 42.7%。出口方面，2025 年我国汽车 1-4 月出口 193.7 万辆，同比增长 6.02%；2024 年出口 585.9 万辆，同比增长 19.33%。2025 年 1-4 月新能源汽车出口 64.2 万辆，同比增长 52.49%；2024 年出口 128.4 万辆，同比增长 6.73%，汽车出口稳定增长，未来空间广阔。

智能化有望加速落地：智能化是汽车电动化的后半场，智能驾驶能力将决定车企未来的市场竞争力。随着具备智能能力汽车保有量的提升带来的数据资源的提升，算力、大模型等 AI 技术的迭代升级，智能驾驶有望从量变到质变，推动高阶自动驾驶加速落地。头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。我们重点梳理了国内外头部公司特斯拉、华为在该领域的布局，以围绕头部智驾企业寻找投资机会。

板块业绩：乘用车板块业绩两端分化，头部效应明显。乘用车板块（中信行业分类，下同）在 2024 年/2025Q1 分别实现营业收入 20,634.82/4348.59 亿元，同比+9.79%/+7.39%；归母净利润为 598.32/140.92 亿元，同比+1.37%/+16.35%；扣非归母净利润为 346.47/114.92 亿元，同比-8.39%/+49.62%，24 年扣非净利同比减少主要因上汽、广汽业绩下滑所致，25Q1 的利润增长主要由比亚迪贡献。**零部件板块盈利能力稳步回升。**汽车零部件板块 2024 年/2025Q1 分别实现营业收入 9,661.16/2,344.26 亿元，同比+6.14%/7.40%；实现归母净利润 474.1/143.23 亿元，同比+10.29%/13.56%；实现扣非归母净利润 414.07/124.84 亿元，同比+10.54%/13.08%。

零部件企业盈利能力的不断回升是多数上市企业不断提升运营效率，控制成本费用的效果体现。汽车零部件企业作为夹在整车企业与上游大宗原材料（塑料、橡胶、金属材料等）之间制造业企业，既依赖于下游整车企业的车型销量，又不具备对上游大宗原材料议价能力。所在细分行业的格局和公司治理能力是决定零部件企业行稳致远的核心，是零部件企业获取超额收益的关键。

行情表现：汽车指数年初至今涨幅明显。2025 年 1 月 1 日至 6 月 9 日，上证指数上涨 1.43%，沪深 300 指数下跌 1.26%，中证 1000 上涨 4.39%，中证 2000 上涨 12.38%，市场整体风格偏向中小盘。汽车行业中，中信乘用车指数上涨 4.96%，中信汽车零部件指数上涨 14.32%。乘用车指数年初至今涨幅主要由权重比亚迪带动。汽车零部件板块今年以来表现远超大盘。我们认为汽车零部件行业的上涨一方面来自于企业盈利能力的提升，结合近期板块内部分公司开拓机器人相关业务，估值得到提升；另一方面，近期整体市场小市值股票涨幅较多，而汽车零部件板块中小市值公司居多，受益市场风格。

投资策略：整车板块，关注智能化：汽车智能化进入加速发展期，头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。华为凭借在 ICT 领域技术积累，业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界。其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽

车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。相关受益标的为与华为深度合作的车企，包括智选车模式下的赛力斯（601127）、江淮汽车（600418）、北汽蓝谷（600733）、上汽集团（600104），以及 HI 模式下的长安汽车（000625）。

零部件板块，关注细分行业格局向好、公司治理能力较强的公司：我们重点研究的细分行业包括但不限于以下领域：**1）汽车橡塑管路：**我们看好川环科技（300547）和溯联股份（301397）。川环科技在管路类型多样、橡胶配方、工艺创新和成本费用控制等领域具备优势；溯联股份则在尼龙管路核心零部件快速接头等上处于国内领先地位。**2）内燃机产业链：**国内混动趋势明显，内燃机将以混动形式长期存在。我们更看好国内涡轮增压壳体企业科华控股（603161）、气门传动组核心供应商新坐标（603040）、国内气缸套龙头公司中原内配（002448）等。**3）汽车电子行业：**在汽车产业电动化与智能化深度融合的产业趋势下，电子电气架构革新推动汽车电子产品在整车中的渗透率不断提升，我们看好变速操纵控制系统龙头企业宁波高发（603788），公司强成本控制、高效率将持续领先。

风险提示：汽车行业景气度持续下行，汽车行业竞争持续加剧，主要原材料大幅上涨，相关产品新产品开拓不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
中原内配	0.61	0.64	0.74	0.83	14.39	13.72	11.86	10.58	1.44	推荐
新坐标	1.55	1.80	2.09	2.42	26.14	22.51	19.39	16.74	3.87	推荐
科华控股	0.78	0.64	0.77	0.93	15.51	18.91	15.71	13.01	1.58	推荐
溯联股份	1.42	1.27	1.60	1.99	24.27	27.13	21.54	17.32	2.07	推荐
川环科技	0.96	1.14	1.42	1.77	30.10	25.35	20.35	16.33	5.28	推荐
宁波高发	0.90	0.99	1.15	1.34	17.79	16.17	13.92	11.95	1.69	推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所 注：以6月9日收盘价计算

目 录

1. 政策拉动行业需求，智能化有望加速落地.....	5
1.1 政策拉动行业需求.....	5
1.2 智能化进程有望加速落地.....	8
2. 乘用车板块：业绩两端分化，头部效应明显.....	11
3. 汽车零部件板块：2025Q1 盈利能力持续回升.....	15
3.1 2025Q1 盈利能力持续回升.....	15
3.2 自下而上，持续关注细分行业格局与公司治理能力.....	18
4. 投资策略：智能化与自下而上的策略.....	19
5. 风险提示.....	22
相关报告汇总.....	23

插图目录

图 1： 汽车国内销量与出口 单位：万辆.....	5
图 2： 2024-2025.04 汽车国内销量月度同比.....	5
图 3： 新能源汽车销量及增速单位：万辆.....	6
图 4： 新能源汽车渗透率.....	6
图 5： 新能源汽车出口数量单位：万辆.....	6
图 6： 混动与纯电车型批发销量及同比增速（%） 单位：辆.....	6
图 7： 近年汽车销售均价 单位：万元.....	7
图 8： FSD 不同版本累计行驶里程 单位：十亿英里.....	8
图 9： 华为乾崮智驾系统-ADS4.0 的 WEWA 架构.....	10
图 10： HarmonySpace 5 架构.....	10
图 11： 鸿蒙智行月度销量及均价.....	11
图 12： 乘用车板块营业收入及增速单位：亿元.....	12
图 13： 乘用车板块归母净利润及增速单位：亿元.....	12
图 14： 乘用车板块扣非后归母净利润及增速单位：亿元.....	12
图 15： 乘用车板块毛利率与净利率.....	14
图 16： 乘用车板块净资产收益率（摊薄）.....	14
图 17： 乘用车板块期间费用率拆解.....	14
图 18： 乘用车板块期间费用率.....	14
图 19： 乘用车板块总资产及增速单位：亿元.....	15
图 20： 乘用车板块资产负债率.....	15
图 21： 乘用车板块经营现金流及增速单位：亿元.....	15
图 22： 汽车零部件板块营业收入及增速单位：亿元.....	16
图 23： 汽车零部件板块归母净利润及增速单位：亿元.....	16
图 24： 汽车零部件板块扣非后归母净利润及增速单位：亿元.....	16
图 25： 汽车零部件板块毛利率与净利率.....	16

图 26：汽车零部件板块净资产收益率（摊薄）	16
图 27：汽车零部件板块期间费用率拆解	17
图 28：汽车零部件板块期间费用率	17
图 29：汽车零部件板块总资产及增速单位：亿元	18
图 30：汽车零部件板块资产负债率	18
图 31：汽车零部件板块经营现金流及增速单位：亿元	18
图 32：汽车零部件企业在产业链中的位势	19
图 33：A 股主要指数及汽车行业指数年初至今涨跌幅（%）	19
图 34：中信汽车-乘用车 III 指数 PE（TTM）	20
图 35：中信汽车-乘用车 III 指数 PB	20
图 36：零部件企业市值分布	20
图 37：中信汽车零部件行业 PE（TTM，中位数）	21
图 38：中信汽车零部件行业 PB（中位数）	21

表格目录

表 1：乘用车零售价格段占比	7
表 2：2024 年各类价格动力分布	8
表 3：乘用车板块上市公司 2024 年/2025Q1 营收及归母净利润表现单位：亿元	13
表 4：港股主要乘用车上市公司 2024 年营收及归母净利润表现单位：亿元（人民币）	13

1. 政策拉动行业需求，智能化有望加速落地

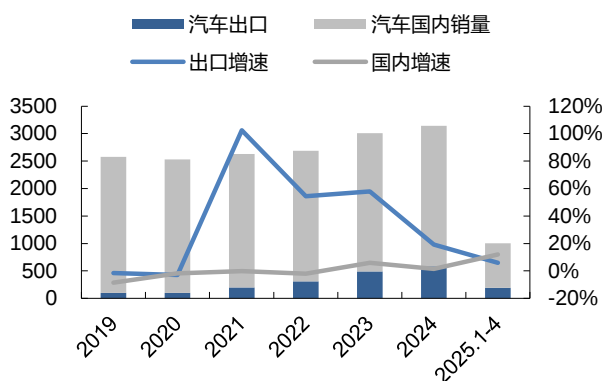
1.1 政策拉动行业需求

受益以旧换新政策，2025 年 1-4 月我国汽车销量同比增速提升。2025 年 1-4 月，汽车整体销量为 1006 万辆，同比增长 10.8%；2024 年汽车整体销量（含出口）为 3143.6 万辆，同比增长 4.5%。

商务部等七部门于 24 年 4 月出台《汽车以旧换新补贴实施细则》，通过财政补贴激励消费者置换新车，7 月政策补贴力度进一步加大，并在 2025 年延续。在以旧换新政策助力下，国内汽车市场逐渐回暖，24 年国庆旺季后国内市场汽车月度销量同比增速由负转正，2025 年 1-4 月，汽车国内销量为 812.3 万辆，同比增长 12%；2024 年汽车国内销量为 2557.7 万辆，同比增长 1.6%；

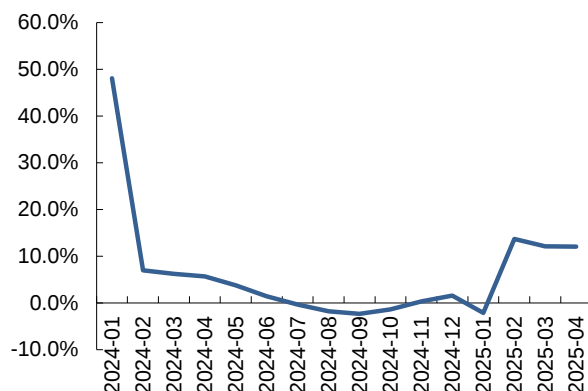
出口方面，2025 年我国汽车 1-4 月出口 193.7 万辆，同比增长 6.02%；2024 年出口 585.9 万辆，同比增长 19.33%。2025 年 1-4 月新能源汽车出口 64.2 万辆，同比增长 52.49%；2024 年出口 128.4 万辆，同比增长 6.73%。

图1：汽车国内销量与出口 单位：万辆



资料来源：中汽协，同花顺，东兴证券研究所

图2：2024-2025.04 汽车国内销量月度同比

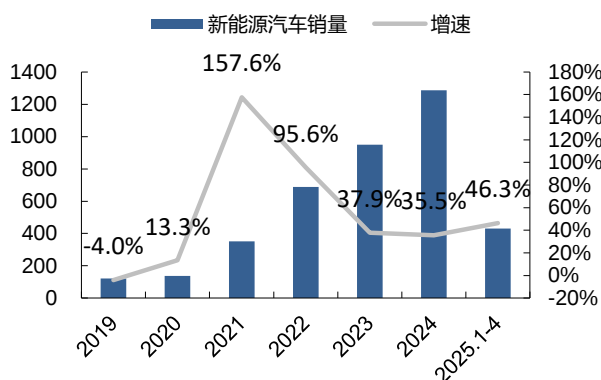


资料来源：中汽协，同花顺，东兴证券研究所

新能源渗透率持续提升，销量增速明显高于行业。据中汽协，2025 年 1-4 月，新能源汽车累计销量（含出口）430 万辆，同比增长 46.3%；2024 年新能源汽车累计销售 1286.6 万辆，同比增长 35.5%。2024 年新能源汽车渗透率提升至 40.9%，较 2023 年提升 9.3pct；2025 年 1-4 月新能源乘用车渗透率达 42.7%，因新能源渗透率在年内先低后高的特点，预计 2025 年新能源渗透率将会继续提升。出口方面，2025 年 1-4 月，新能源汽车累计出口 64.2 万辆，同比增长 52.5%；2024 年新能源汽车累计出口 128.4 万辆，同比增长 6.7%。

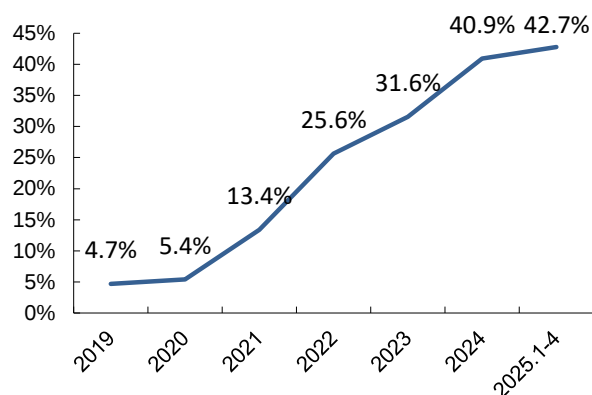
目前中国汽车工业在世界处于领先水平，国内车企在智能化与经济性等领域具有较强竞争优势，头部车企如比亚迪也不断推进出海战略。自主品牌目前在海外逐步加大本土化产业链建设，以整车企业为龙头，零部件与整车抱团出海效果显著。因俄罗斯市场今年销量下滑，出口增速有所放缓，我们认为汽车出口的空间广阔，未来几年将保持稳定增长。

图3：新能源汽车销量及增速单位：万辆



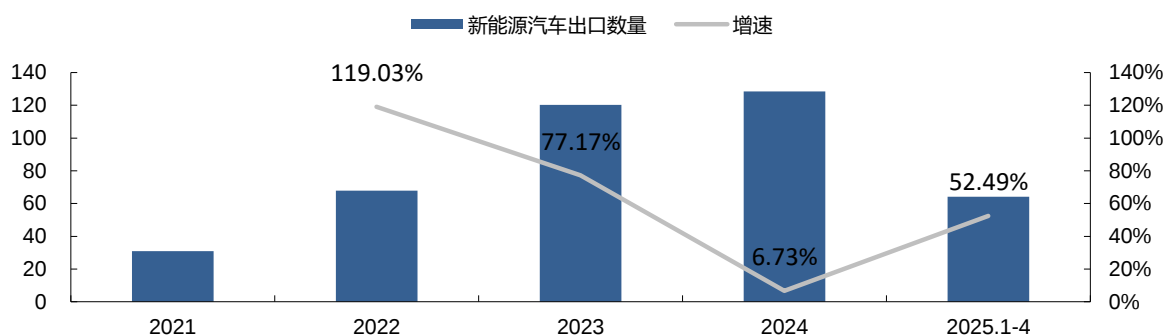
资料来源：同花顺，中汽协，东兴证券研究所

图4：新能源汽车渗透率



资料来源：同花顺，中汽协，东兴证券研究所 注：分母含出口

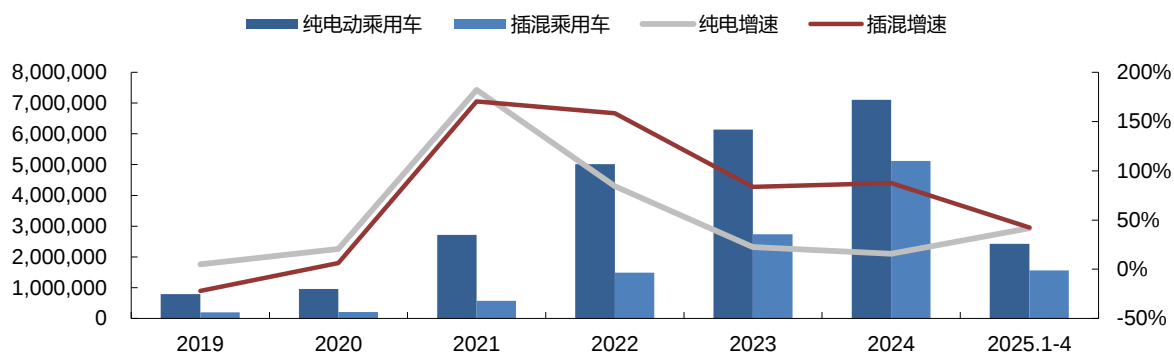
图5：新能源汽车出口数量单位：万辆



资料来源：同花顺，中汽协，东兴证券研究所

混动车型占比持续提升。自 2021 年以来，受益于比亚迪、问界、理想等车企混动车型销量的快速增长，混动车型（含增程，下同）占比逐年提升，销量增速大幅超过纯电车型。2025 年 1-4 月混动车型批发销量 155.8 万辆，同比增长 42.4%；纯电车型批发销量 242.3 万辆，同比增长 41.9%。2024 年混动车型批发销量 512.2 万辆，同比增长 87.4%；纯电车型批发销量 710.5 万辆，同比增长 15.7%。

图6：混动与纯电车型批发销量及同比增速（%） 单位：辆

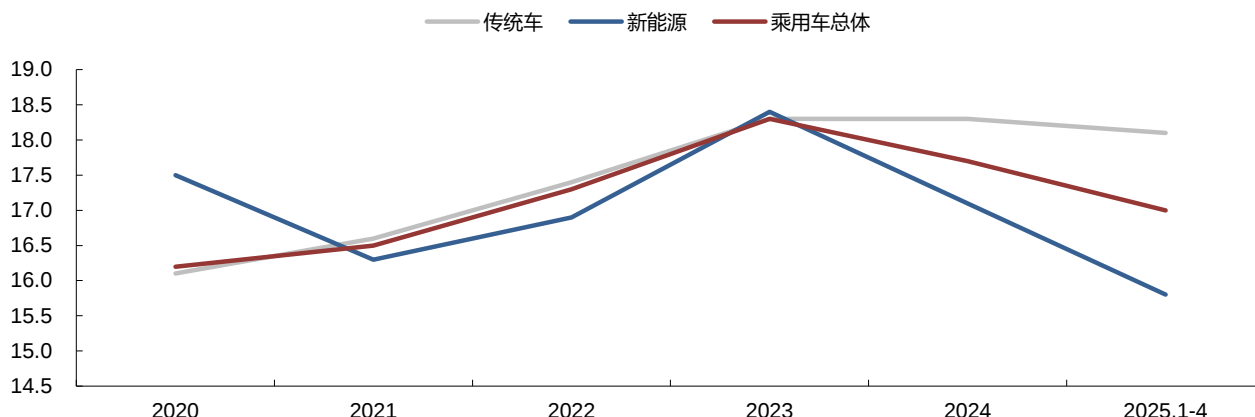


资料来源：乘联会，同花顺，东兴证券研究所

汽车均价出现回落。2019 年乘用车零售均价为 15.1 万元，2023 年上升到均价 18.3 万元。2024 年乘用车均价下降到 17.7 万元，2025 年 1-4 月乘用车均价为 17 万元，4 月乘用车均价为 17 万元，较同期下降 2.1 万元。

常规燃油车价格回落幅度较小，主要因其市场在中低端持续萎缩，而高端萎缩速度相对较慢，2025 年 1-4 月燃油车均价为 18.1 万元。新能源车均价近期下降明显，从 2023 年的均价 18.4 万元，下降到 2024 年的均价 17.1 万元，2025 年 1-4 月为 15.8 万元，价格下降明显。2024 年下半年受益于报废更新和以旧换新补贴政策促进，头部车企如比亚迪与吉利也均在中低端推出了更有竞争力的车型，中低端汽车的销量提升明显，因此新能源车均价出现降低。由于中国汽车人均保有量在世界上相对落后，均价降低有利于汽车市场的规模提升，对于车企来说可以更好的利用规模效应。

图7：近年汽车销售均价 单位：万元



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

表1：乘用车零售价格段占比

价格段	2021	2022	2023	2024	2025.1-4
40 万以上	3.9%	4.1%	4.7%	3.8%	3.2%
30-40 万	7.1%	7.8%	10.3%	10.0%	9.2%
20-30 万	15.6%	17.8%	17.3%	16.7%	15.4%
15-20 万	16.3%	17.2%	17.9%	19.3%	19.1%
10-15 万	34.0%	34.6%	34.4%	33.5%	33.2%
5-10 万	19.4%	15.0%	12.8%	13.5%	15.5%
5 万以下	3.7%	3.6%	2.5%	3.2%	4.4%

资料来源：乘联会，东兴证券研究所

不同价格段市场内，动力分布式相对不均衡。其中在 5 万元以下市场的纯电动表现最强，而增程式电动车是在高端市场表现分布相对最强，插电混动则以主流价格段为主，10 万元级表现优秀。传统燃油车是在 15-20

万元及 30 万以上市场表现较强，形成了差异化分布的特征。受益于以旧换新补贴政策，年初 10 万以下纯电市场增幅明显。

表2：2024 年各类价格动力分布

价格分布	燃油	混合动力	插电混动	增程式	纯电动
40 万以上	56%	1%	3%	27%	14%
30-40 万	52%	8%	11%	14%	14%
20-30 万	36%	8%	9%	9%	38%
15-20 万	54%	4%	13%	5%	24%
10-15 万	53%	3%	23%	1%	20%
5-10 万	48%	1%	15%	0%	36%
5 万以下	14%	0%	0%	0%	86%
总计	48%	4%	15%	5%	28%

资料来源：乘联会，东兴证券研究所

我们在报告《汽车行业 2024 年投资展望：新能源的分化趋势与零部件发展的 2.0 时代》（20231208）中详细论述了插电混动、增程和纯电动特征和更适用的应用场景。比亚迪今年的出海战略有效拓宽了混动车型在海外的份额，而理想、赛力斯为代表的车企通过增程式混动结合更好的智能化也扩大了混动车型在国内中高端的市场份额。总体来说，混动车型当前在成本、综合续航里程、补能方式等较纯电车型具有优势，容易让更多范围的消费者接受替换传统车型，我们看好混动车型的发展前景，预计未来几年混动车型将在出口与中高端市场保持较快增速。

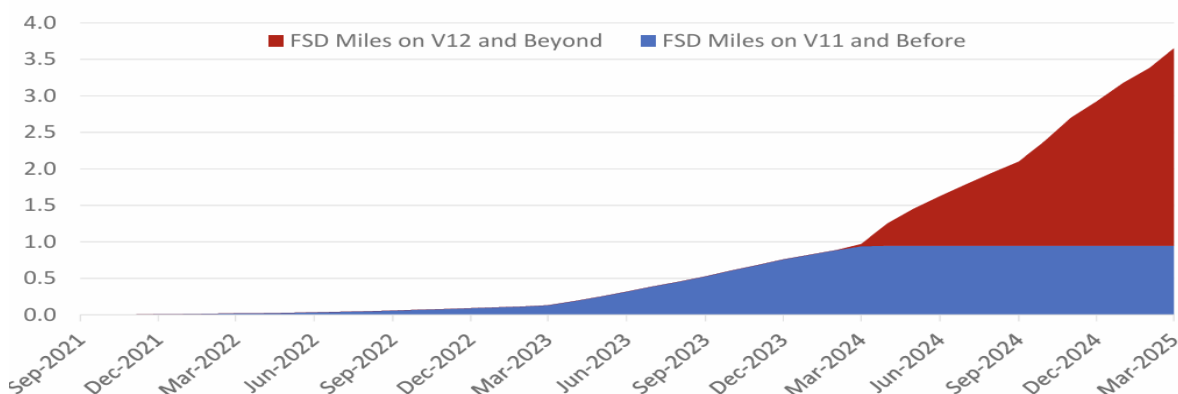
1.2 智能化进程有望加速落地

智能化是电动化的下半场，智能驾驶的能力将决定车企未来的市场竞争力。随着具备智能能力车型保有量的提升带来的数据资源提升，算力、大模型等 AI 技术的迭代升级，智能驾驶有望从量变到质变，高阶自动驾驶加速落地。头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。我们重点梳理了国内外头部公司特斯拉、华为在该领域的布局，以围绕头部智驾企业寻找投资机会。

特斯拉智能驾驶的进展：2025 年 2 月，特斯拉在中国市场推送了 2024.45.32.12 版本软件更新，推出城市道路 Autopilot 自动辅助驾驶功能。在特斯拉官方的 2025 年 Q1 报告中，特斯拉宣布其 FSD 技术助力下的汽车已经行驶了超过 35 亿英里，基于“端到端”的 FSD 的 V12 及后续版本助力下的汽车已经行驶了超过 25 亿英里，相当于约 40 亿公里。

受益于数据量、算力方面的领先，特斯拉 FSD 带来了优秀的安全表现。2025Q1，特斯拉官方记录，对于驾驶中使用辅助驾驶功能的，平均每 744 万英里（约合 1197 万公里）行驶里程发生一起碰撞事故；对于驾驶中未使用辅助驾驶功能的，平均每 151 万英里（约合 243 万公里）行驶里程发生一起碰撞事故。相比之下，据美国国家公路交通安全管理局 (NHTSA) 和联邦公路管理局 (FHWA) 公布的自 2023 年以来的数据显示，美国境内大约每 70.2 万英里（约合 113 万公里）行驶里程即发生一起车辆碰撞事故。

图8：FSD 不同版本累计行驶里程 单位：十亿英里



资料来源：特斯拉官网，东兴证券研究所

特斯拉 FSD 系统是一个持续进化、不断升级的智能驾驶系统。其在传感器、软件算法、算力硬件等领域不断升级、创新。我们在 2024 年 9 月 30 日发布《智能驾驶行业深度报告系列之一：汽车行业-特斯拉 FSD 进化之路》报告中详细梳理了特斯拉在主要环节上的发展历程。软件算法领域通过引入复杂神经网络模型实现感知、规划控制领域的端到端。特斯拉通过加大投入 dojo 超算中心提升数据训练效率，并构建了数据引擎的数据闭环。我们认为，随着该系统的不断进化，L3 级以上自动驾驶的落地指日可待，特斯拉当前的纯视觉方案，借助其大规模的推广应用有望成为一个可靠的经济型方案。

华为在智能驾驶领域的布局：华为创立于 1987 年，是全球领先的 ICT（信息与通信）基础设施和智能终端提供商。2019 年 5 月，华为成立了智能汽车解决方案 BU，将自身在 ICT 领域 30 年的技术积累及优势拓展至智能汽车产业。华为作为全球唯一拥有芯、硬、软、云等智能化核心技术公司，致力于成为智能网联汽车增量部件供应商，帮助车企造好车。

大压强式投入，逐渐进入收获季。2024 年，智能汽车解决业务研发投入超 100 亿元，研发团队规模达到 8,000 人。智能汽车解决业务 2024 年收入为 263.53 亿元，2023 年收入为 45.88 亿元，同比增长 474.4%，24 年首次实现盈利。

目前华为主要采用两种模式推广其智能驾驶技术，鸿蒙智行（智选车模式）和 HI 模式。其中智选车模式目前主要跟国内赛力斯、奇瑞、北汽、江淮和上汽分别合作推出问界、智界、享界、尊界和尚界品牌汽车。

HI 模式为华为全栈智能汽车解决方案（全栈方案）品牌，可授予使用全栈方案的车型使用。全栈方案包含智能驾驶、智能座舱、智能车载光、智能车控和智能车云等，涉及到激光雷达、车载智慧屏、车载音响、AR-HUD、车灯模组、光场屏、车身协同控制系统等智能化部件与服务。

华为智能驾驶系统-乾崮智驾：华为乾崮智驾系统，融合了激光雷达、摄像头、毫米波雷达等多传感器，搭载高性能计算平台和全栈自研拟人化算法，目前已经推出 ADS4.0 版本。华为乾崮智驾 ADS 4，采用面向未来自动驾驶时代的世界引擎+世界行为模型架构（WEWA 架构），端到端时延可降低 50%，通行效率提升 20%，重刹率降低 30%。目前，缺乏难例下的驾驶数据，已成为行业瓶颈。位于云端的乾崮智驾世界引擎，可利用 AI 生成难例扩散模型，所提供的高质量、高密度的难例场景密度是真实世界的 1000 倍，实现用 AI 训练 AI。世界行为模型是业内首个智驾原生基模型，具有全模态感知能力，并可以根据不同场景调用不同的能力。华为乾崮智驾 ADS 4 共有四个版本，其中 ADS Ultra 旗舰版搭载高速 L3 专属方案。

图9：华为乾崮智驾系统-ADS4.0 的 WEWA 架构



资料来源：华为官网，东兴证券研究所

华为智能座舱-鸿蒙座舱：华为鸿蒙座舱包括 HarmonyOS 车机操作系统、乾崮音响、乾崮车载智慧屏、高性能车机以及鸿蒙座舱生态等。鸿蒙座舱的最新版本 HarmonySpace 5 采用全新混合大模型 Agent 架构（Mixture of Large Model Agent, MoLA 架构），将通用大模型的能力与音乐、影视等领域的 AI 能力进行整合，构建丰富的硬件、软件生态和多种空间的场景体验。

图10：HarmonySpace 5 架构



资料来源：华为官网，东兴证券研究所

乾崮车载光：华为利用其在光领域的 30 年深厚技术积累，将激光光源、光学系统、显示算法等关键技术应用于汽车，打造智能车载光解决方案，提供 AR-HUD、智能车灯模组、光场屏三款产品。

乾崮车控：该部分包括乾崮 iDVP，其分层解耦+SOA 服务化架构，通过提供南北向标准化 API 接口，实现多车型软件复用和快速迭代开发。XMOTION 是基于 iDVP 平台的车控原生应用，通过对整车 XYZ 方向运动的协同控制，实现安全、舒适、节能的驾乘体验。乾崮热管理系统（TMS），降低能耗，为座舱提供舒适的体验。25 年华为全新发布的 HUAWEI XMC 数字底盘引擎，行业首创全域融合架构，实现车身、电机、悬架、转向、制动等部件的中央集中控制，是当前业界集成度最高的底盘引擎。车路状态预热网络、时空智能悬架

网络、全维协同控制模型等功能，可让汽车预判车辆状态和路面环境，通过对所有部件进行的一体化决策，实现整车最优控制。

乾崮车云服务：为汽车打造了智能、安全、可靠的云端服务，包括车联网连接服务（TSP 云服务）、车辆故障预警与远程诊断（VHR 云服务）、数字钥匙、OTA 云服务、车联网安全服务和丰富的应用服务。

随着装配华为智驾系统车型保有量的增加，智驾里程不断累积将提升其智驾系统能力。据华为年报，截至 2024 年底，华为乾崮智驾行驶总里程数超过 14 亿公里，智驾里程占比 30%，年度城区智驾时长占总智驾时长的 45%。智能部件发货超 2,300 万件，同比增长近 7 倍，智能泊车超过 1 亿次。鸿蒙智行 24 年交付量超 43 万辆，连续 5 个月蝉联中国汽车高端市场成交均价第一，取得中国市场 30 万元以上中高端新能源车销售份额第一。

图11：鸿蒙智行月度销量及均价



资料来源：易车均价榜单数据，东兴证券研究所

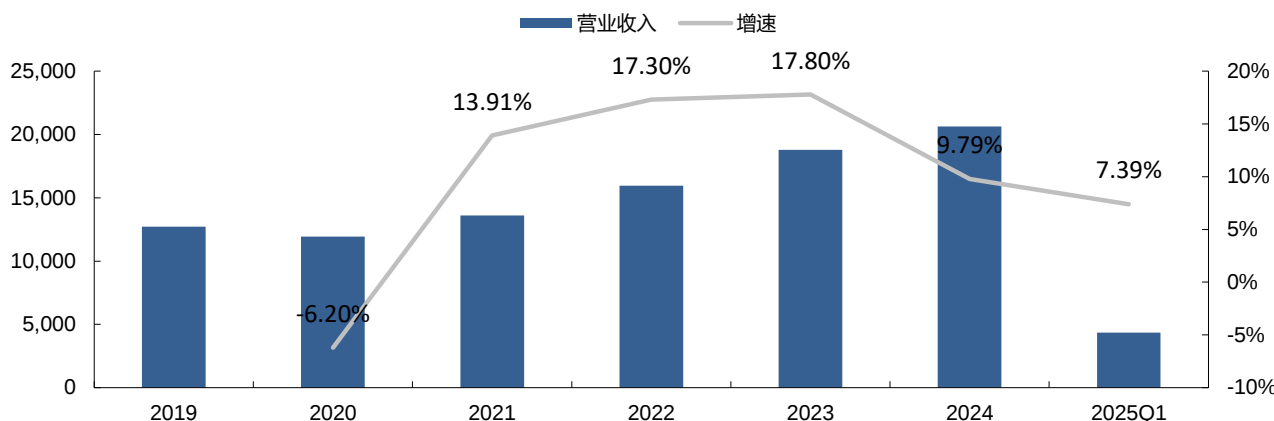
华为凭借其在 ICT 领域技术积累，以 ICT 基础设施业务为根本，不断延伸至联结业务、计算业务等，致力于构建万物互联的智能世界。华为在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力，已经形成了基于鸿蒙和麒麟的端侧生态、基于欧拉和鲲鹏的通用算力生态、基于 CANN 和昇腾的 AI 算力生态，以及华为云作为统一入口的开发者生态。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，如源于通信技术的雷达、新型电子电器架构、大算力自动驾驶平台、智能座舱的人机交互、智能通讯模组等。我们认为，华为公司在 ICT 领域丰富技术积累，在全联结、算力领域的拓展，以及公司较高的运营效率、大压强式的研发投入（2024 年研发费用率为 20.8%）都将成为其在智能驾驶领域的核心竞争力，有望助力国内车企在智驾领域更快的发展。

2. 乘用车板块：业绩两端分化，头部效应明显

乘用车板块（中信行业分类，下同）在 2024 年实现营业收入 20,634.82 亿元，同比增长 9.79%；归母净利润为 598.32 亿元，同比增长 1.37%；扣非归母净利润为 346.47 亿元，同比减少 8.39%。2025Q1，乘用车板块实现营业收入达 4348.59 亿元，同比增长 7.39%；归母净利润为 140.92 亿元，同比增长 16.35%；扣非

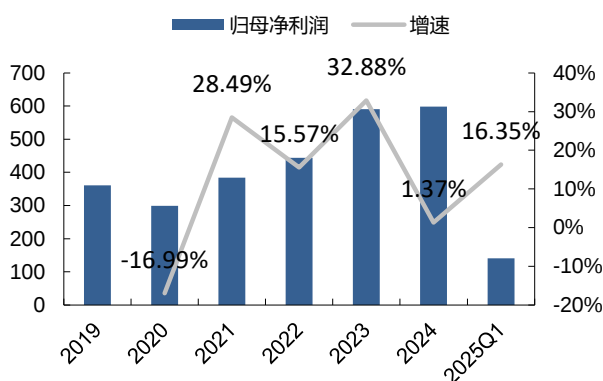
归母净利润为 114.92 亿元，同比增长 49.62%。得益于“以旧换新”政策的推动，2024 年汽车销量稳步上升，乘用车板块营收保持正增长，净利润方面，受到汽车行业竞争加剧的影响，上汽、广汽等车企业绩承压拉低了板块净利润；2025Q1，板块龙头企业比亚迪海外销量同比大幅增长，在比亚迪的推动作用下，乘用车板块营收与利润均表现优异。

图12：乘用车板块营业收入及增速单位：亿元



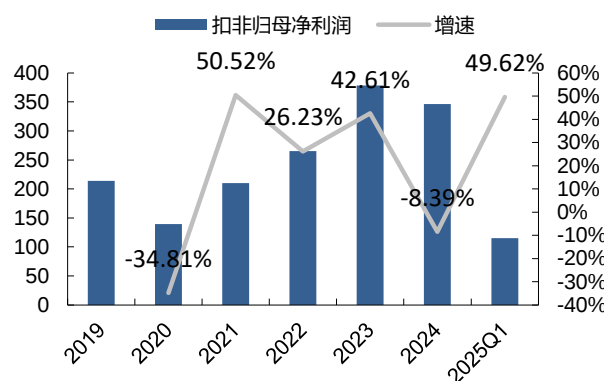
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图13：乘用车板块归母净利润及增速单位：亿元



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图14：乘用车板块扣非后归母净利润及增速单位：亿元



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

乘用车上市公司两端分化，头部效应明显。2024 年，新能源的头部车企比亚迪与赛力斯取得了高营收增长；上汽集团与广汽集团受到合营汽车销量下滑，营收有所下降。归母净利润方面，比亚迪、长城汽车、赛力斯增速较快，其中赛力斯实现归母净利润 59.46 亿元，扭亏为盈。上汽集团与广汽集团盈利大幅下滑，江淮汽车、北汽蓝谷、海马汽车三家公司为亏损状态。以港股作为参考，在港上市的乘用车公司大多是以新能源汽车为主的造车新势力，营收方面均取得正增长。归母净利润方面，得益于新能源汽车销量的增长，零跑与小鹏亏损有所收窄，吉利因存在出售股权的非经常损益表上增速存在夸大。

2025Q1，因行业竞争剧烈，营收方面仅比亚迪与北汽蓝谷同比为正增长，板块大多数车企营收同比出现下滑。归母净利润方面表现好于营收，比亚迪增速远高于行业平均，上汽集团、长安汽车、赛力斯取得正增长。

24 年至 25Q1 市场整体出现明显分化，在智能化与电动化等方面领先的头部车企经营情况较好，出海成为板块未来最大的机遇。

表3：乘用车板块上市公司 2024 年/2025Q1 营收及归母净利润表现单位：亿元

乘用车公司	2024 年营业收入	增速	2024 年归母净利润	增速
上汽集团	6140.74	-15.44%	16.66	-88.19%
江淮汽车	421.16	-6.28%	-17.84	-1277.59%
北汽蓝谷	145.12	1.35%	-69.48	-28.67%
赛力斯	1451.76	305.04%	59.46	342.72%
广汽集团	1067.98	-17.05%	8.24	-81.40%
长城汽车	2021.95	16.73%	126.92	80.76%
海马汽车	17.75	-30.28%	-1.40	30.82%
长安汽车	1597.33	5.58%	73.21	-35.37%
比亚迪	7771.02	29.02%	402.54	34.00%
乘用车公司	2025Q1 营业收入	增速	2025Q1 归母净利润	增速
上汽集团	1376.80	-0.94%	40.05	40.37%
江淮汽车	98.01	-13.00%	-2.40	-461.28%
北汽蓝谷	37.73	150.75%	-13.58	-35.86%
赛力斯	191.47	-27.91%	7.41	732.53%
广汽集团	196.50	-7.95%	-11.01	-200.82%
长城汽车	400.19	-6.63%	17.51	-45.74%
海马汽车	2.68	-37.89%	-0.49	58.78%
长安汽车	341.61	-7.73%	12.15	42.07%
比亚迪	1703.60	36.35%	94.43	97.93%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

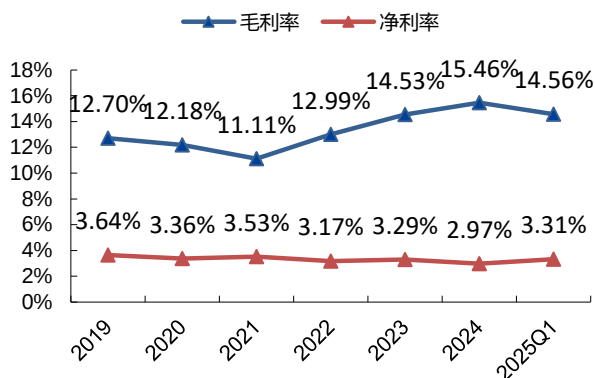
表4：港股主要乘用车上市公司 2024 年营收及归母净利润表现单位：亿元（人民币）

乘用车公司	2024 营业收入	增速	2024 归母净利润	增速
理想汽车-W	1444.60	16.64%	80.32	-31.37%
零跑汽车	321.64	92.06%	-28.20	33.10%
蔚来-SW	657.32	18.18%	-226.57	-7.14%
小鹏汽车-W	408.66	33.22%	-57.90	44.19%
吉利汽车	2401.94	34.03%	164.87	219.16%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

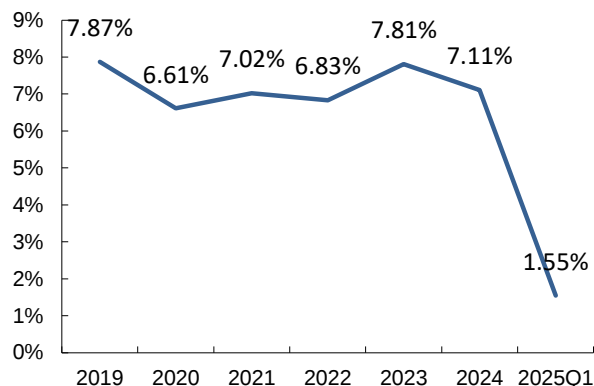
盈利能力保持稳定。乘用车板块 2024 年毛利率为 15.46%，同比上升 0.93pct；净利率为 2.97%，同比下降 0.32pct；ROE（摊薄）为 7.11%，同比下降 0.70pct。2025Q1，乘用车板块毛利率为 14.56%，同比下降 0.76pct；净利率为 3.31%，同比上升 0.39pct；ROE（摊薄）为 1.55%，同比上升 0.08pct。2025Q1，板块净利率有所回升。

图15：乘用车板块毛利率与净利率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图16：乘用车板块净资产收益率（摊薄）

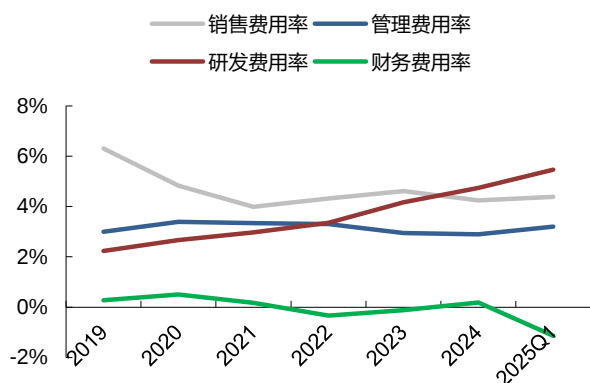


资料来源：同花顺，东兴证券研究所注：2025Q1为单季度ROE，故较低

研发投入不断扩大带动费用率上升。2024年乘用车板块期间费用率为12.06%，同比上升0.46pct。其中，销售费用率为4.24%，同比下降0.37pct；管理费用率为2.90%，同比下降2.94pct；研发费用率为4.74%，同比上升0.57pct；财务费用率为0.18%，同比上升0.30pct。2025Q1，乘用车板块期间费用率为11.92%，同比下降1.68pct。其中，销售费用率为4.38%，同比下降0.90pct；管理费用率为3.20%，同比保持不变；研发费用率为5.74%，同比上升0.51pct；财务费用率为-1.13%，同比下降1.30pct。

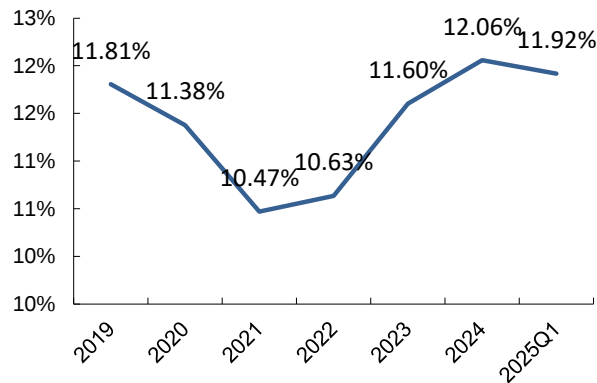
24年，期间费用率仍保持上升态势，2025Q1因受汇兑损益影响，财务费用下降带动期间费用率回落。自2020年以来新能源汽车飞速发展以来，各车企通过加大研发投入，增强产品竞争力，近期辅助驾驶与人工智能的高速发展也对车企的研发能力有了更高的要求，研发费用率呈逐年上升的趋势，成为期间费用率上升的主要原因。

图17：乘用车板块期间费用率拆解



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

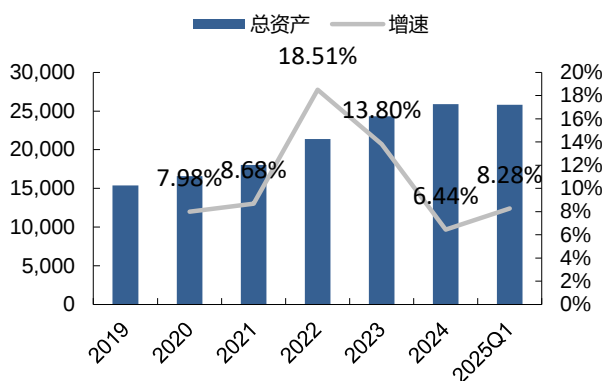
图18：乘用车板块期间费用率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

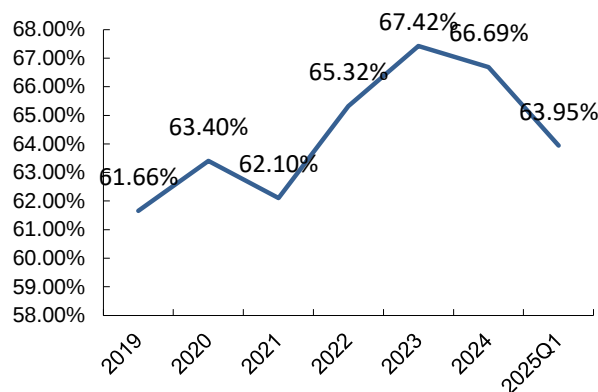
总资产继续提升，资产负债率下降。2024年乘用车板块总资产规模达25,888.39亿元，同比增长6.44%；2025Q1总资产规模达25,812.24亿元，同比增长8.28%。资产负债率有所好转，从23年的高点回落，24年为66.69%，2025Q1为63.95%。

图19：乘用车板块总资产及增速单位：亿元



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

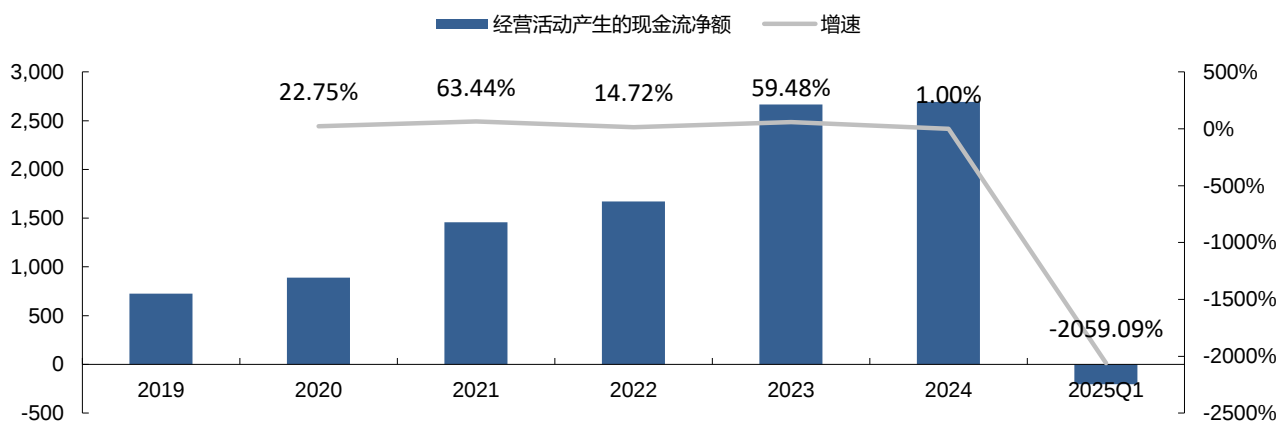
图20：乘用车板块资产负债率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

25Q1 现金流净额由正转负。乘用车板块2024年经营活动产生的现金流净额为2691.74亿元，同比增长1.00%；2025Q1经营活动产生的现金流净额为-203.01亿元，2024Q1为10.36亿元，由正转负，主要原因为板块部分车企销售回款减少影响。

图21：乘用车板块经营现金流及增速单位：亿元



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

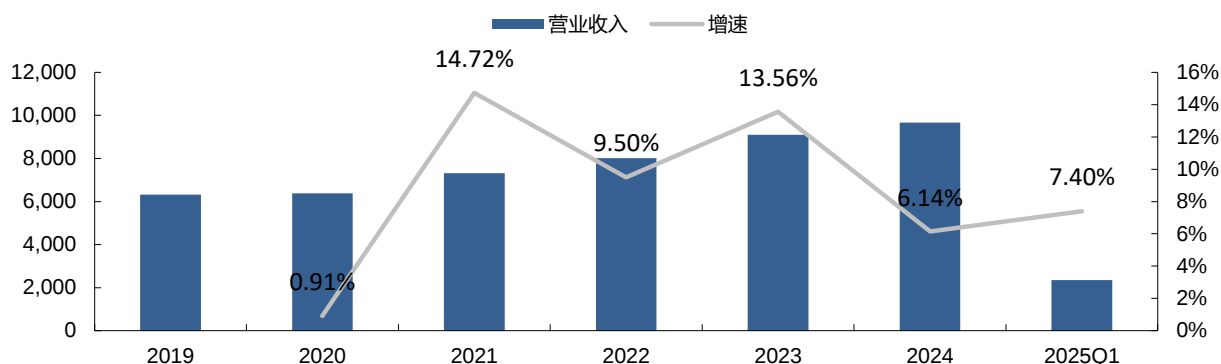
3. 汽车零部件板块：2025Q1 盈利能力持续回升

3.1 2025Q1 盈利能力持续回升

汽车零部件板块2024年实现营业收入9,661.16亿元，同比增长6.14%；实现归母净利润474.1亿元，同比增长10.29%；实现扣非归母净利润414.07亿元，同比增长10.54%。2025Q1，汽车零部件板块实现营业收入2,344.26亿元，同比增长7.40%；归母净利润为143.23亿元，同比增长13.56%；扣非归母净利润为124.84亿元，同比增长13.08%。2024年至2025Q1，零部件企业保持良好发展态势，归母净利润同比保持双位数

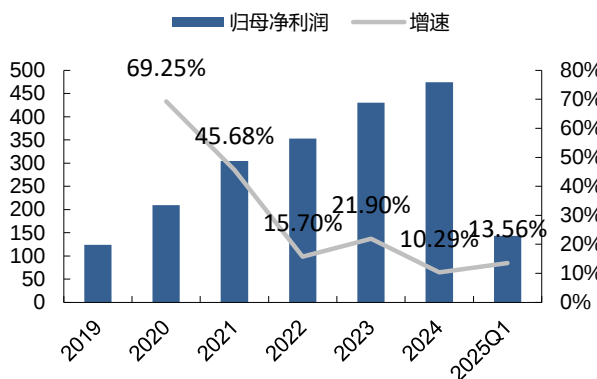
增长。我们认为零部件企业业绩增长的主要原因一方面是自主品牌的份额提升使得国内零部件企业进入到更多车企供应链，另一方面是部分企业出海取得成效，扩大了海外份额。

图22：汽车零部件板块营业收入及增速单位：亿元



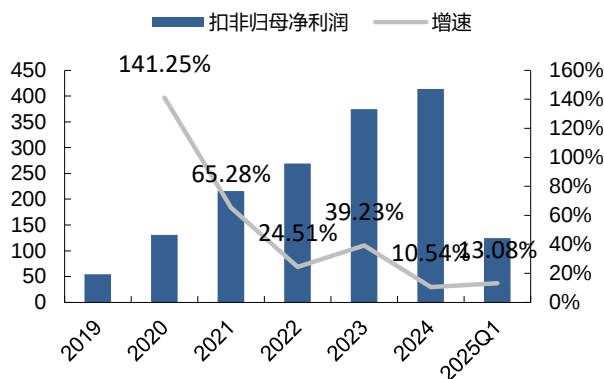
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图23：汽车零部件板块归母净利润及增速单位：亿元



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图24：汽车零部件板块扣非归母净利润及增速单位：亿元

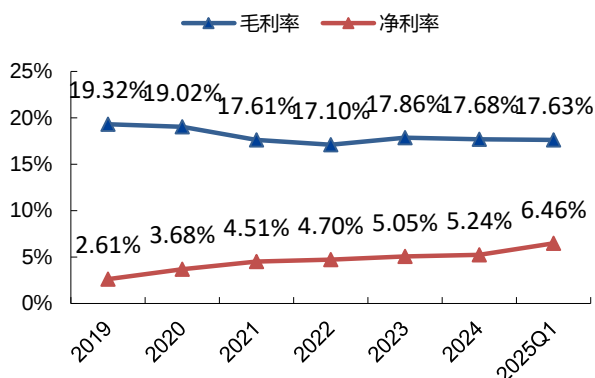


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

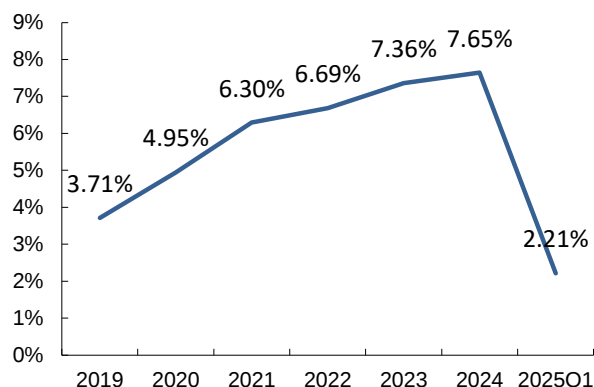
毛利率保持稳定，净利率持续回升。汽车零部件板块2024年毛利率为17.68%，同比下降0.18pct；净利率为5.24%，同比上升0.19pct；ROE（摊薄）为7.65%，同比上升0.29pct。2025Q1，汽车零部件板块毛利率为17.63%，同比下降0.63pct；净利率为6.46%，同比上升0.35pct；ROE为2.21%，同比上升0.12pct。零部件企业近年来毛利率保持稳定水平，净利率于2019年触底后持续回升，净利率表现好于毛利率的主要原因在于费用率的持续下降。

图25：汽车零部件板块毛利率与净利率

图26：汽车零部件板块净资产收益率（摊薄）



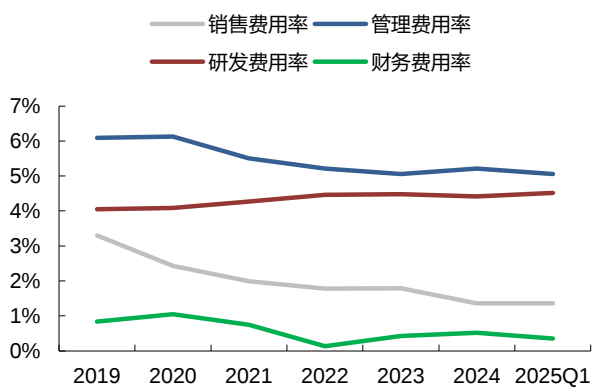
资料来源：同花顺，东兴证券研究所



资料来源：同花顺，东兴证券研究所注：2025Q1为单季度ROE，故较低

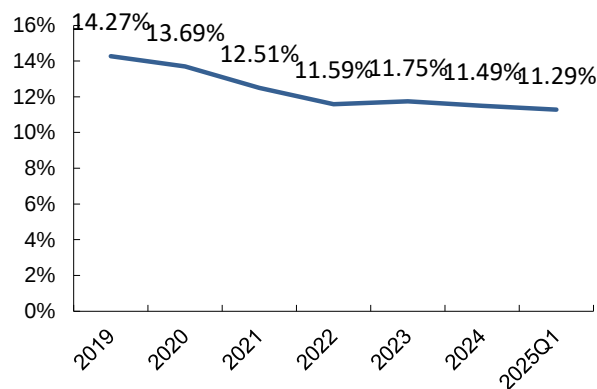
规模效应分摊费用。2024 年汽车零部件板块期间费用率为 11.49%，同比下降 0.26pct。其中，销售费用率为 1.36%，同比上升 0.43pct；管理费用率为 5.21%，同比上升 0.16pct；研发费用率为 4.41%，同比下降 0.09pct；财务费用率为 0.52%，同比上升 0.10pct。2025Q1，汽车零部件板块期间费用率为 11.29%，同比下降 0.82pct。其中，销售费用率为 1.36%，同比下降 0.41pct；管理费用率为 3.20%，同比下降 0.13pct；研发费用率为 4.52%，同比下降 0.01pct；财务费用率为 0.36%，同比下降 0.26pct。零部件企业期间费用率近年来呈下降趋势，我们认为主要原因是企业营收增长带来的规模效应分摊了销售费用与管理费用，从而减少了期间费用率。

图27：汽车零部件板块期间费用率拆解



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

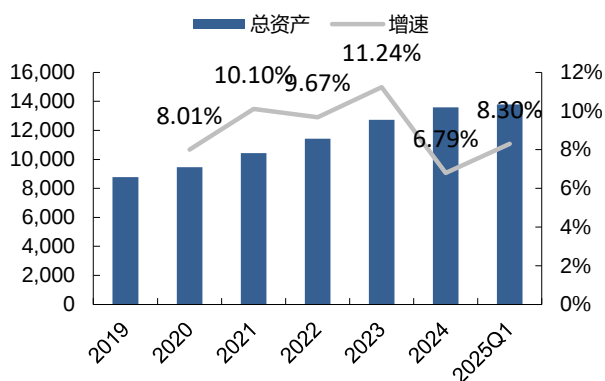
图28：汽车零部件板块期间费用率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

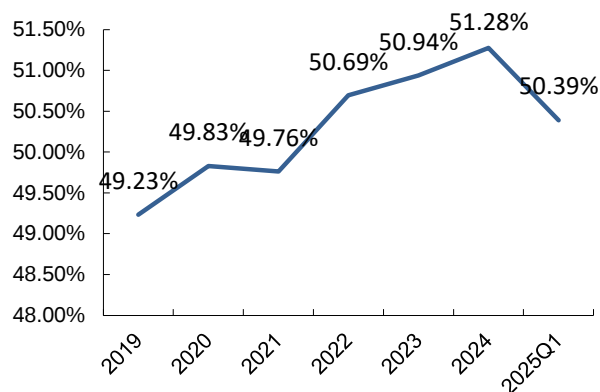
总资产与资产负债率持续提升。2024 年汽车零部件板块总资产规模达 13,584.11 亿元，同比增长 6.79%；2025Q1 总资产规模达 13,791.77 亿元，同比增长 8.30%。2024 年资产负债率为 51.28%，同比上升 0.34pct；25Q1 资产负债率为 50.39%，同比上升 0.48pct。

图29：汽车零部件板块总资产及增速单位：亿元



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

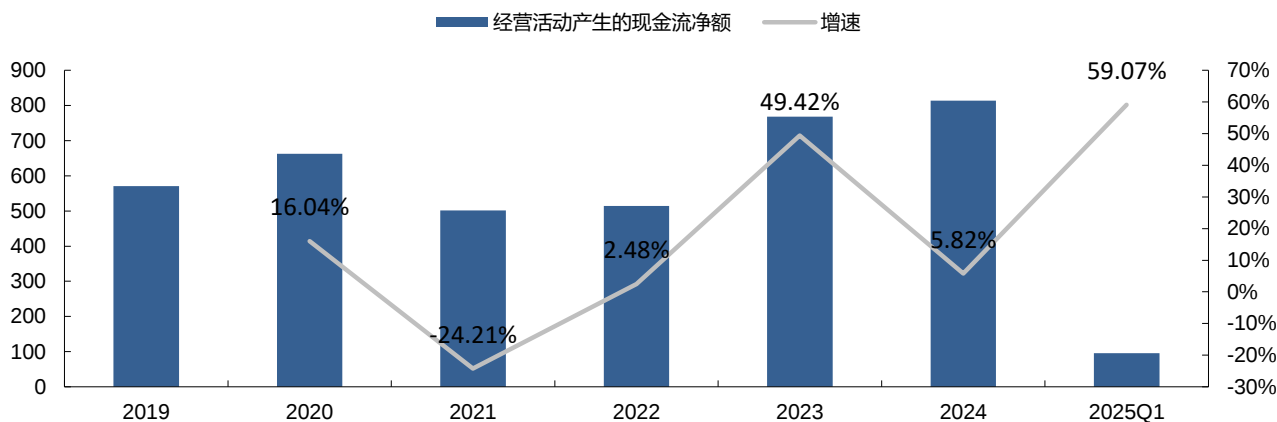
图30：汽车零部件板块资产负债率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

现金流表现良好，25Q1 同比大幅增长。2024 年经营活动产生的现金流净额为 813.45 亿元，同比增长 5.82%；2025Q1 经营活动产生的现金流净额为 95.25 亿元，同比增长 59.07%。

图31：汽车零部件板块经营现金流及增速单位：亿元



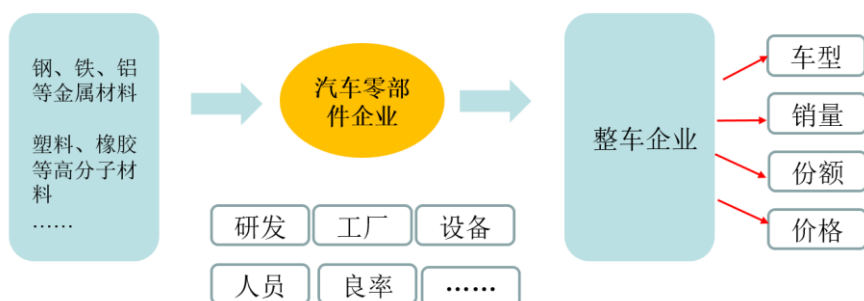
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3.2 自下而上，持续关注细分行业格局与公司治理能力

汽车零部件企业作为夹在整车企业与上游大宗原材料（塑料、橡胶、金属材料等）之间制造业企业，既依赖于下游整车企业的车型销量，又不具备对上游大宗原材料议价能力。且多数零部件需要企业先进行产能投入，包括厂房、设备及研发投入。因此规模效应、自身经营效率的提升成为汽车零部件公司立足的核心。正如我

们在 2024 年中期策略报告所述，我们仍然认为，所在细分行业的格局和公司治理能力是决定零部件企业行稳致远的核心，是零部件企业获取超额收益的关键。

图32：汽车零部件企业在产业链中的位势



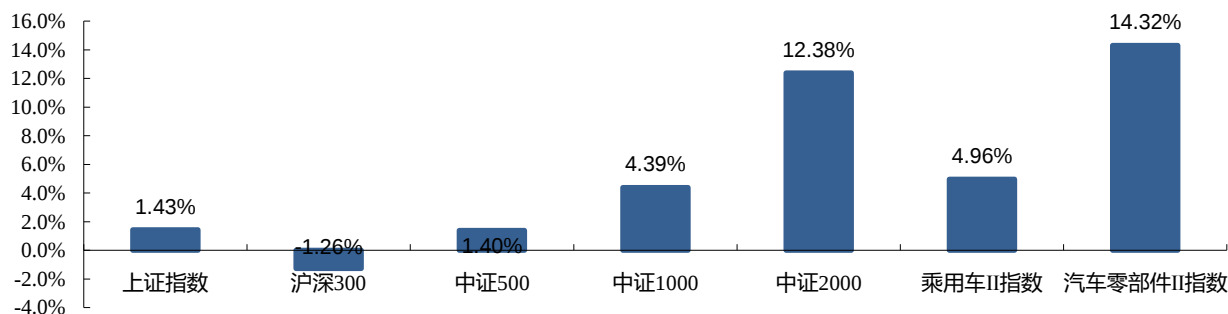
资料来源：东兴证券研究所整理

经历新能源汽车行业的高速增长，汽车零部件企业普遍通过增大资本开支扩大产能，尤其是新能源汽车带来新增部件领域，新进入者增多，竞争加剧。随着新能源汽车行业增速放缓。因此，我们更关注不断提升现有资产运营效率、控制成本，同时又要能不断获取订单实现规模效应的企业。

4. 投资策略：智能化与自下而上的策略

汽车指数年初至今涨幅明显。2025 年 1 月 1 日至 6 月 9 日，上证指数上涨 1.43%，沪深 300 指数下跌 1.26%，中证 1000 上涨 4.39%，中证 2000 上涨 12.38%，市场整体风格偏向中小盘。汽车行业中，中信乘用车指数上涨 4.96%，中信汽车零部件指数上涨 14.32%。

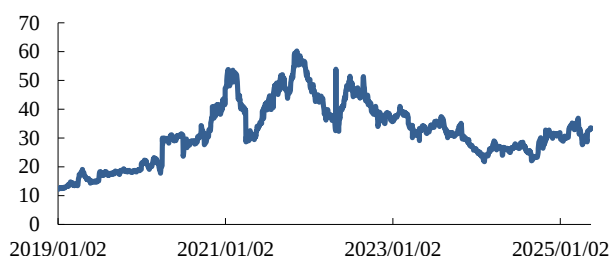
图33：A 股主要指数及汽车行业指数年初至今涨跌幅（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所注：以 2025 年 5 月 15 日收盘价计算

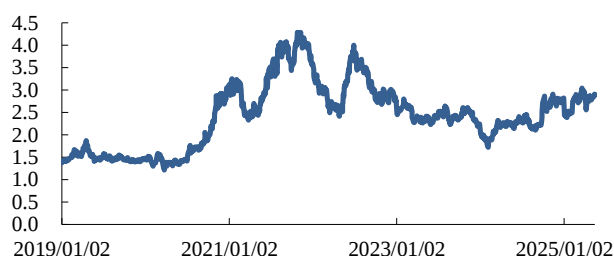
乘用车板块：据中信乘用车指数（CI005136.CI），乘用车板块共 9 家上市公司，其中有 5 家公司市值超过 1000 亿，指数中权重超过 10% 的有比亚迪与赛力斯，分别占指数的 47.6% 和 15.4%。从估值指标看，以 6 月 6 日收盘价计算，PE-TTM（整体法）为 32.51 倍，PB 为 2.82 倍。乘用车指数年初涨幅主要由权重比亚迪与赛力斯贡献，其余公司年初至今均出现下跌。

图34：中信汽车-乘用车Ⅲ指数 PE（TTM）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图35：中信汽车-乘用车Ⅲ指数 PB

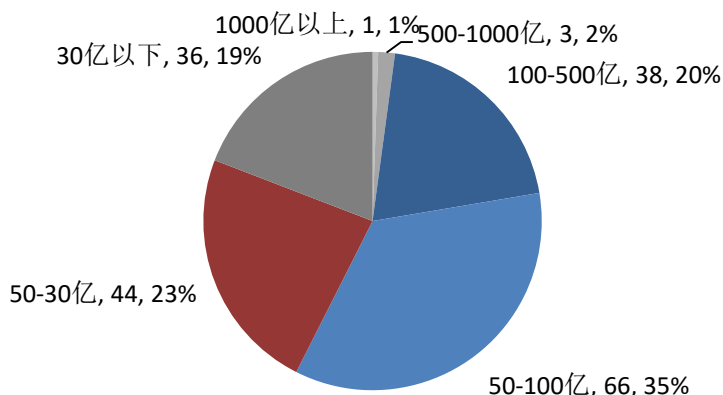


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

整车企业中，关注智能化。目前汽车智能化进入加速发展期，头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。华为凭借在 ICT 领域技术积累，业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界。其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。我们认为汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。相关受益标的为与华为深度合作的车企，包括智选车模式下的赛力斯（601127）、江淮汽车（600418）、北汽蓝谷（600733）、上汽集团（600104），以及 HI 模式下的长安汽车（000625）。

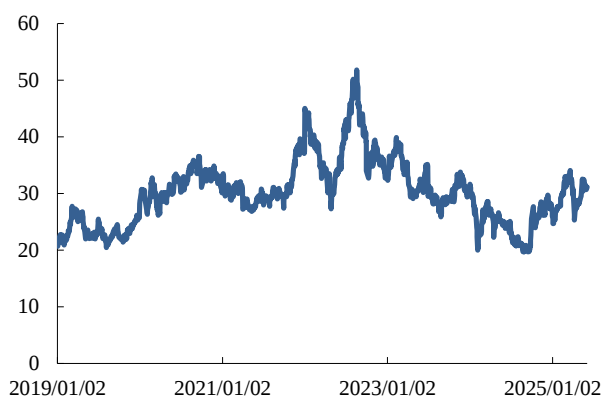
零部件板块：据中信汽车零部件指数（CI005138.CI），汽车零部件板块共 188 家上市公司，市值中位数为 59.52 亿元，其中 30-50 亿市值公司 44 家，占比 23.40%，30 亿以下市值 36 家，占比 19.15%。从估值指标看，以 6 月 6 日收盘价计算，PE-TTM 中位数为 31.14 倍，PB 中位数为 2.83 倍，估值自去年低点来得到明显修复。汽车零部件板块今年以来表现远超大盘。我们认为汽车零部件行业的上涨一方面来自于企业盈利能力的提升，结合近期板块内部分公司开拓机器人相关业务，估值得到提升；另一方面，近期整体市场小市值股票涨幅较多，而汽车零部件板块中小市值公司居多，受益市场风格。

图36：零部件企业市值分布



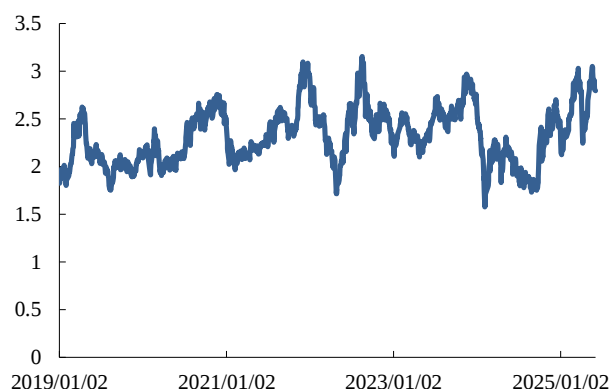
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图37：中信汽车零部件行业 PE (TTM, 中位数)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图38：中信汽车零部件行业 PB (中位数)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

零部件企业中，我们采用自下而上的研究策略，更看重格局相对稳定的细分行业及具备较强公司治理能力的上市公司。目前我们重点研究的细分行业包括但不限于以下领域：

- 汽车橡塑管路行业：首先，受益汽车排放升级、电动化等趋势，汽车用管路市场空间进一步打开。其次，储能、数据中心将成为橡塑管路新的应用领域。我们在 2024 年 10 月 28 日外发《川环科技(300547)深度报告：液冷管路市场前景可期，公司强自研、成本控制力将获超额增长》报告中阐述两个领域发展前景。投资标的上，我们看好川环科技（300547）和溯联股份（301397）。川环科技在管路类型多样、橡胶配方、工艺创新和成本费用控制等领域具备优势；溯联股份则在尼龙管路核心零部件快速接头等上处于国内领先地位。
- 内燃机产业链：国内混动趋势明显，内燃机将以混动形式长期存在。从当前的新能源汽车销量数据看，插电混动占比不断提升，增速明显快于纯电动。内燃机产业链全球竞争格局稳定，A 股主要相关公司具备稳定且较高的盈利水平。国内相关公司具备全球竞争力，通过不断提升国内及全球市场份额获得成长性。我们更看好国内涡轮增压壳体企业科华控股（603161）、气门传动组核心供应商新坐标(603040)、国内气缸套龙头公司中原内配（002448）等。

- 汽车电子行业：在汽车产业电动化与智能化深度融合的产业趋势下，电子电气架构革新推动汽车电子产品在整车中的渗透率不断提升，我们看好变速操纵控制系统龙头企业宁波高发（603788），公司强成本控制、高效率将持续领先。

5. 风险提示

汽车行业景气度持续下行，汽车行业竞争持续加剧，主要原材料大幅上涨，相关公司新产品开拓不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	汽车行业 2024 年年报及 2025 年一季报综述：以旧换新政策推动业绩增长，行业盈利能力复苏	2025-05-20
行业普通报告	汽车行业 3 月数据点评：销量稳健增长，插混出口保持强势	2025-04-18
行业普通报告	智驾行业点评报告系列：华为发布全年业绩，智能汽车解决业务首次盈利	2025-04-08
行业普通报告	汽车行业：新关税落地，关注具备竞争力环节	2025-04-07
行业普通报告	汽车行业 2 月数据点评：销量持续增长，自主品牌市占率超七成	2025-03-26
行业普通报告	汽车行业 1 月数据点评：新能源出口高增，智驾驱动结构性机会	2025-02-21
行业普通报告	汽车行业：特斯拉发布全年业绩，智驾/机器人商业化进程提速	2025-02-13
行业普通报告	汽车行业：以旧换新范围扩大，混动趋势延续—汽车 2024 年销量数据点评	2025-01-16
行业深度报告	汽车行业 2025 年投资展望：混动化趋势持续，智能化有望加速落地	2024-12-20
行业深度报告	汽车行业：特斯拉 FSD 进化之路—智能驾驶行业深度报告系列之一	2024-09-30
公司普通报告	爱柯迪（600933.SH）：国内业务快速增长，全球化战略持续推进	2024-09-03
公司普通报告	爱柯迪（600933.SH）：小件规模持续提升，新能源类中大件产品稳步推进	2024-07-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009年至2021曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

研究助理简介

曹泽宇

美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，马里兰大学帕克分校经济学学士，2024年4月加入东兴证券研究所，主要覆盖汽车及零部件行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526