

2025年整车能复制2020年行情吗？

证券分析师：黄细里

执业证书编号：S0600520010001

联系邮箱：huangxl@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2025年1月23日

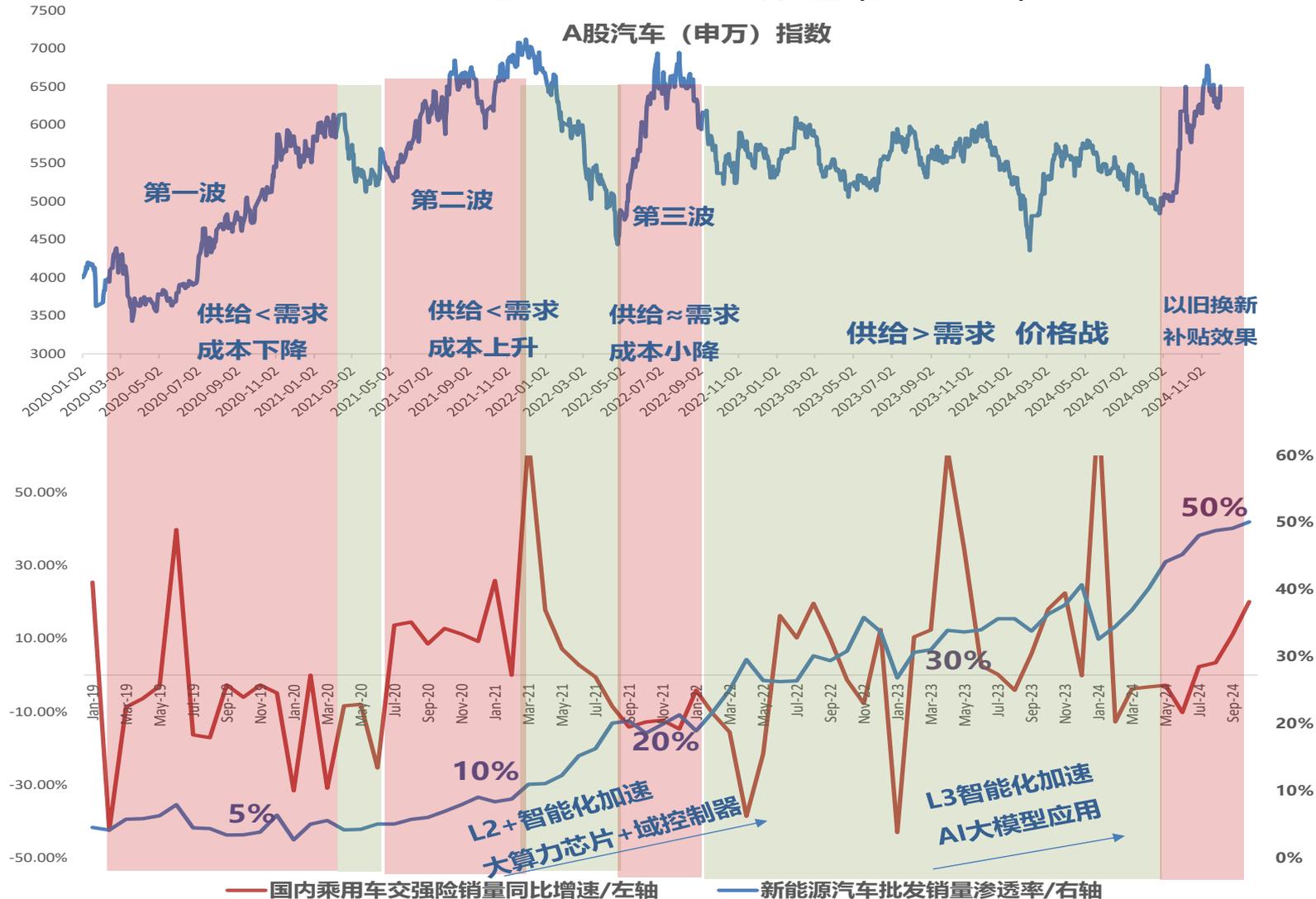
- **2019Q4-2024Q4整车行情复盘总结：过去5年汽车行情定义为【整车电动化行情】，核心经历了4轮上涨行情的共同规律是【乘用车内需总盘子边际改善】+【新能源乘用车国内渗透率阶段性加速提升】+【智能化/全球化/机器人等新中期逻辑锦上添花】。过去5年整车个股行情经历了【2019Q4-2020Q4普涨】-【2021Q1-2021Q4开始分化】-【2022Q1-2022Q4普跌】-【2023Q1-2023Q4加速分化】-【2024Q1-2024Q4继续加速分化】5个阶段。整车先后脱颖而出了【特斯拉-比亚迪-理想-赛力斯-小米】等大牛股机会。**
- **2019Q4-2024Q4整车估值复盘总结：特斯拉以科技股的估值体系引领全球车企。**过去5年特斯拉的PS估值处在【5~30倍】，中枢是15倍；2022年进入盈利快速增长阶段，PE估值处在50倍中枢为主，近期又重回100倍左右。**国内整车从油车时代到电车时代估值体系有量变但没有质变。**电车时代国内整车估值：1) 经历了“过山车”变化，最终PS/PE都还是回归了油车时代可以理解的范畴，但电车龙头的PS/PE（比亚迪为例1倍PS/20倍PE）高于油车龙头（上汽集团0.5倍PS/10倍PE），背后核心反应的是电车时代自主品牌实现了质的崛起但汽车商业模式并没有发生本质变化（依然是硬件模式）
- **2025年整车行情推演：系统性估值修复+扩散行情。**1) 特斯拉依然是2025年整车方向标，特斯拉借助【FSD+机器人】有望PS持续向上突破，且带动特斯拉机器人相关产业链投资机会。2) 寻找特斯拉在中国的车企映射，国内车企PS有望跟随特斯拉向上突破。2025年国内车企不仅会纷纷【加速智能化战略】，且纷纷对外宣传【机器人战略】。【谁是特斯拉最佳中国车企映射？】2025年市场难以形成统一共识，或根据【新车周期/月度销量边际变化+机器人战略及进展】在不同车企之间形成行情的轮动。**2025年整车投资建议：全面看多整车板块！选股标准：智能化是内核，月度销量是结果，机器人是锦上添花。第一梯队【小鹏汽车+上汽集团+赛力斯】；第二梯队【理想汽车+比亚迪+吉利汽车+长安汽车+广汽集团+长城汽车+零跑汽车】。**
- **风险提示：**国内以旧换新政策低于预期、全球AI技术创新低于预期、特斯拉FSD入华进展低于预期等。

- 本篇报告新能源整车样本量13家：
 - 美股（特斯拉+小鹏汽车+理想汽车+蔚来汽车）
 - 港股（吉利汽车+零跑汽车）
 - A股（比亚迪+长安汽车+上汽集团+长城汽车+广汽集团+赛力斯+江淮汽车）
 - 备注：小鹏-理想-蔚来是美股和H股同时上市，但美股上市更早，选取是美股作为样本量
 - 备注：比亚迪-长城-广汽是A股和H股同时上市，选取是A股样本量更为完整
 - 备注：小米汽车市值涵盖在小米集团中，无法长时间序列提取，就暂未纳入样本量

一、2019Q4-2024年整车行情复盘

- **我们将过去5年汽车行情定义为【整车电动化行情】**。核心经历了**4轮上涨行情的共同规律**是【乘用车内需总盘子边际改善】+【新能源乘用车国内渗透率阶段性加速提升】+【智能化/全球化/机器人等新中期逻辑锦上添花】。**2022年7月是整车电动化行情的分界点**：上半场是国内电动车供给小于需求时代，汽车指数不断创新高；下半场是国内电动车供给大于需求时代（价格战），汽车指数30%-50%幅度来回震荡。**2024Q4汽车指数又时隔2年几乎重回了上半场最高点**（2021年Q4/2022年Q3），而且这轮是【智能化叠加机器人逻辑】取代了之前一直是【电动化叠加智能化逻辑】，**或预示着汽车指数新阶段的开启！**
- **过去5年整车个股行情经历了【普涨】-【开始分化】-【普跌】-【加速分化】-【继续加速分化】5个阶段。**
 - 1) 普涨阶段2019Q4-2020Q4**：核心演绎了**特斯拉**带动电动化行情从突破0-1阶段正式进入1-10阶段带来的量价利估值齐升阶段，但普涨阶段个股扩散也是电动化属性越强个股优先启动行情且幅度更大。
 - 2) 开始分化阶段2021Q1-2021Q4**：核心演绎了市场逐步辨别清楚了【谁才是电动化时代的自主品牌龙头-**比亚迪**】，疫情带来的缺芯是重要外部变量。
 - 3) 普跌阶段2022Q1-2022Q4**：虽然中间有2个月整车有反弹但总体是下跌的。因宏观经济内需不及预期+电动化开启价格战苗头，进入快速“杀估值”阶段。
 - 4) 加速分化阶段2023Q1-2023Q4**：核心演绎了自主品牌高端化细分市场投资机会，**理想-赛力斯（华为）**成为了最大黑马。龙头**特斯拉-比亚迪**更多的是在用业绩消化估值。
 - 5) 继续加速分化阶段2024Q1-2024Q4**：核心演绎了“流量优势”成为电动化造车PK的新焦点，**赛力斯/江淮（华为）-小米**成为了最大黑马，也进一步证明了：汽车在消费者认知里和智能手机或成为一个大品类，智能手机厂商成功实现了品牌的延伸。

图：2020-2024年申万汽车复盘 (截至2025.1.3)



- 全球新能源整车（特斯拉+中国车企合计13家）市值：从2019年1.12万亿元增加到11.67万亿元，同比增长9倍以上。前4个阶段上涨核心驱动力在于：中国汽车电动化成功从0-1阶段突破走向1-10阶段。第5阶段上涨或开启了新的上涨逻辑（汽车智能化叠加机器人）。

图：2019Q4-2024年特斯拉+中国车企复盘（截至2025.1.3）

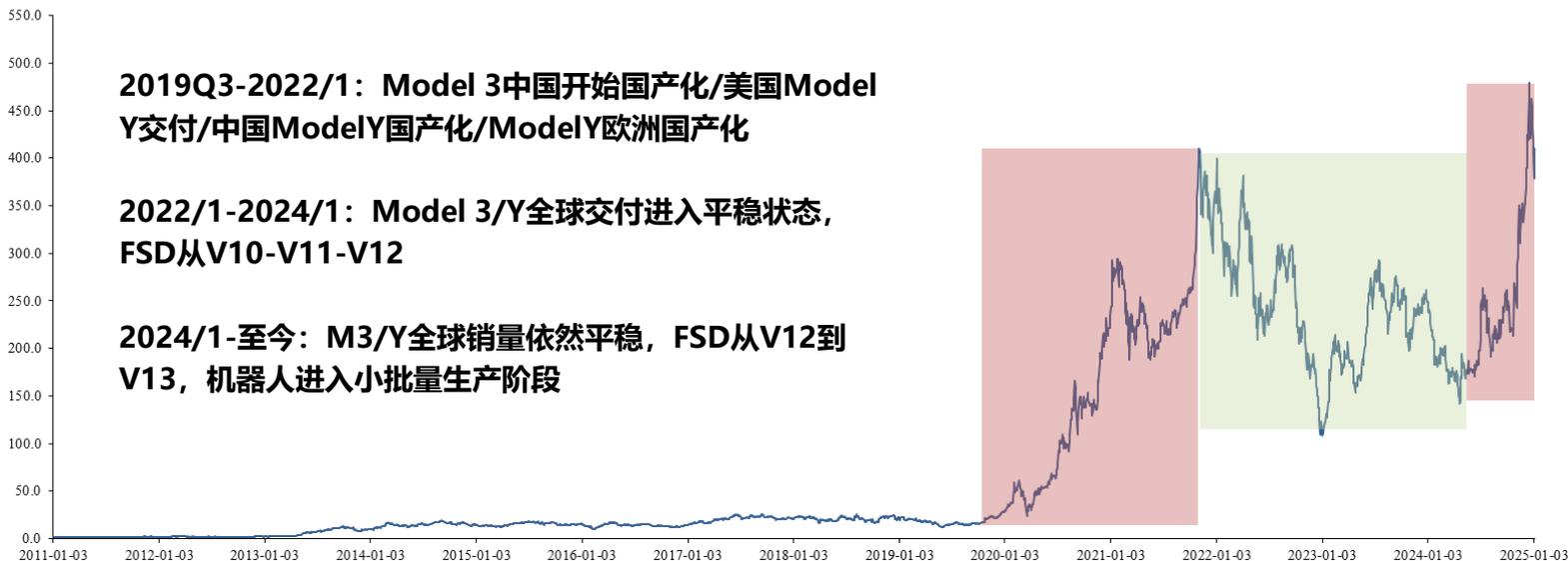
特斯拉+中国车企市值/万亿元



注：人民币美元汇率按照2025.1.22的1美元=7.28人民币计

图：2019Q4-2024年特斯拉收盘价复盘（截至2025.1.3）

特斯拉-收盘价（美元）



— 特斯拉收盘价（美元）

- 特斯拉市值上涨经历了5个阶段：1) 前面4阶段见证特斯拉成功卡位了中国新能源汽车渗透率从5%-20%+的突破，Model3和ModelY两款车成为爆款，带来了特斯拉自身盈利能力兑现，实现了0.3万亿到8万亿的跃迁。2) 第5阶段从4万亿到10万亿的上涨或核心是智能化叠加机器人预期。

图：2019Q4-2024年特斯拉市值复盘（人民币，截至2025.1.3）

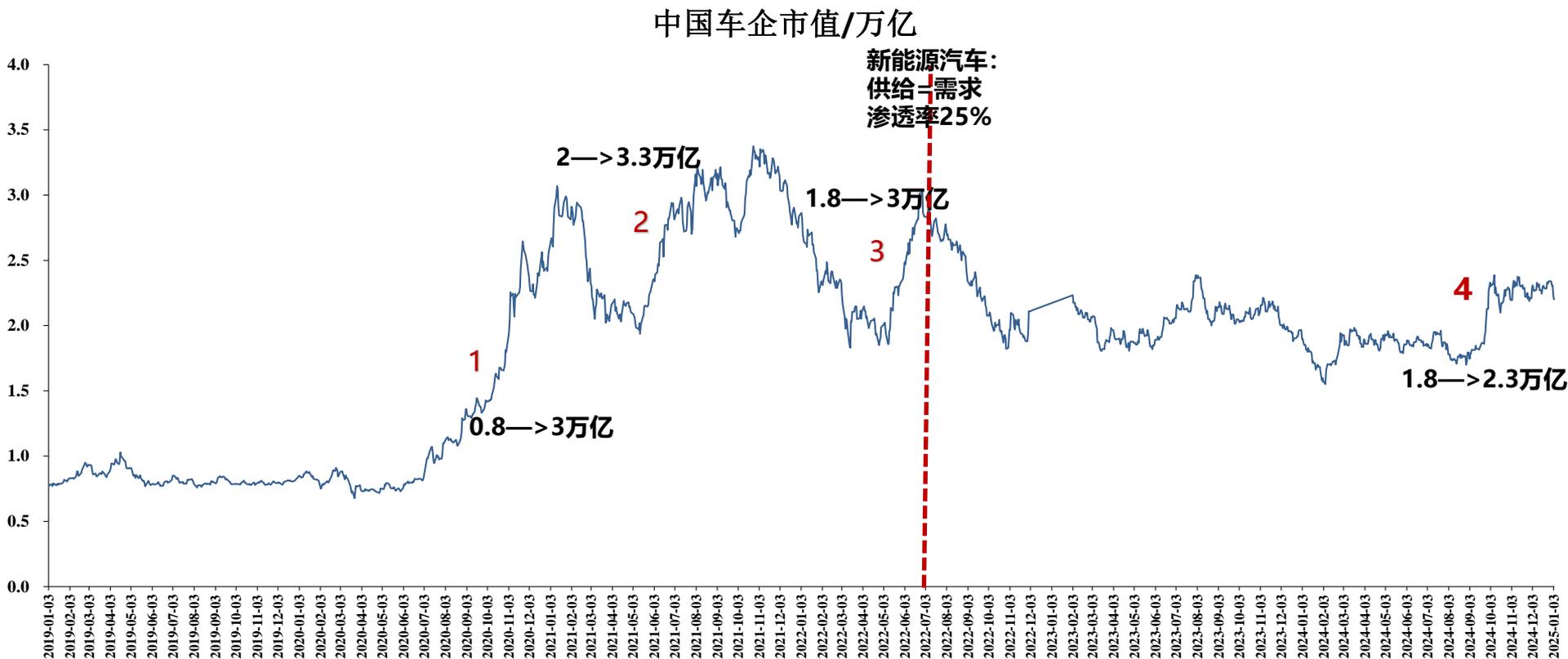
特斯拉市值/亿元



注：人民币美元汇率按照2025.1.22的1美元=7.28人民币计

- 如果将A股-H股-美股的12家中国车企市值作为一个整体来看，过去5年行情特征：1) 核心经历了3波上涨，市值从0.8万亿跃升到3.3万亿（最高峰），最近2年稳态中枢是2万亿。2) 上涨行情启动是晚于特斯拉3个季度，特斯拉是2019Q4，中国车企2020Q3。3) 2023-2024年中国车企市值内部是存量博弈为主。

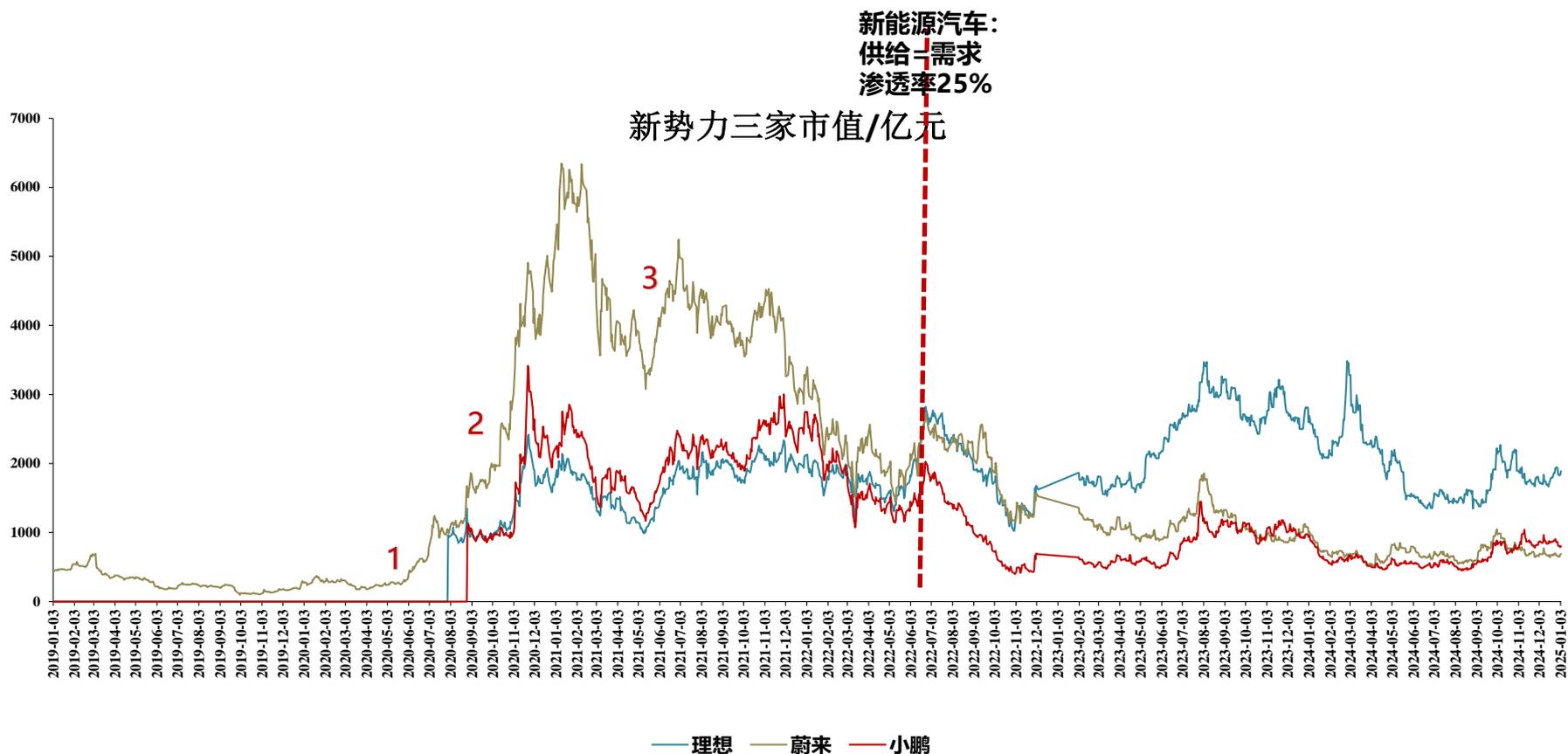
图：2019Q4-2024年中国车企市值复盘（截至2025.1.3）



2019Q4-2024年新势力三家行情复盘

- 【小鹏-理想-蔚来】这3家新势力是汽车电动化产业趋势最典型代表者。1) 2020-2022那三年整车行情中，新势力3家前期（2020年）表现是非常亮眼，行情开始时间仅次于特斯拉1个季度。后期行情中表现不如其他自主车企（尤其是比亚迪）。2) 2023-2024年这3家开始加速分化，理想汽车脱颖而出，小鹏和蔚来底部徘徊。

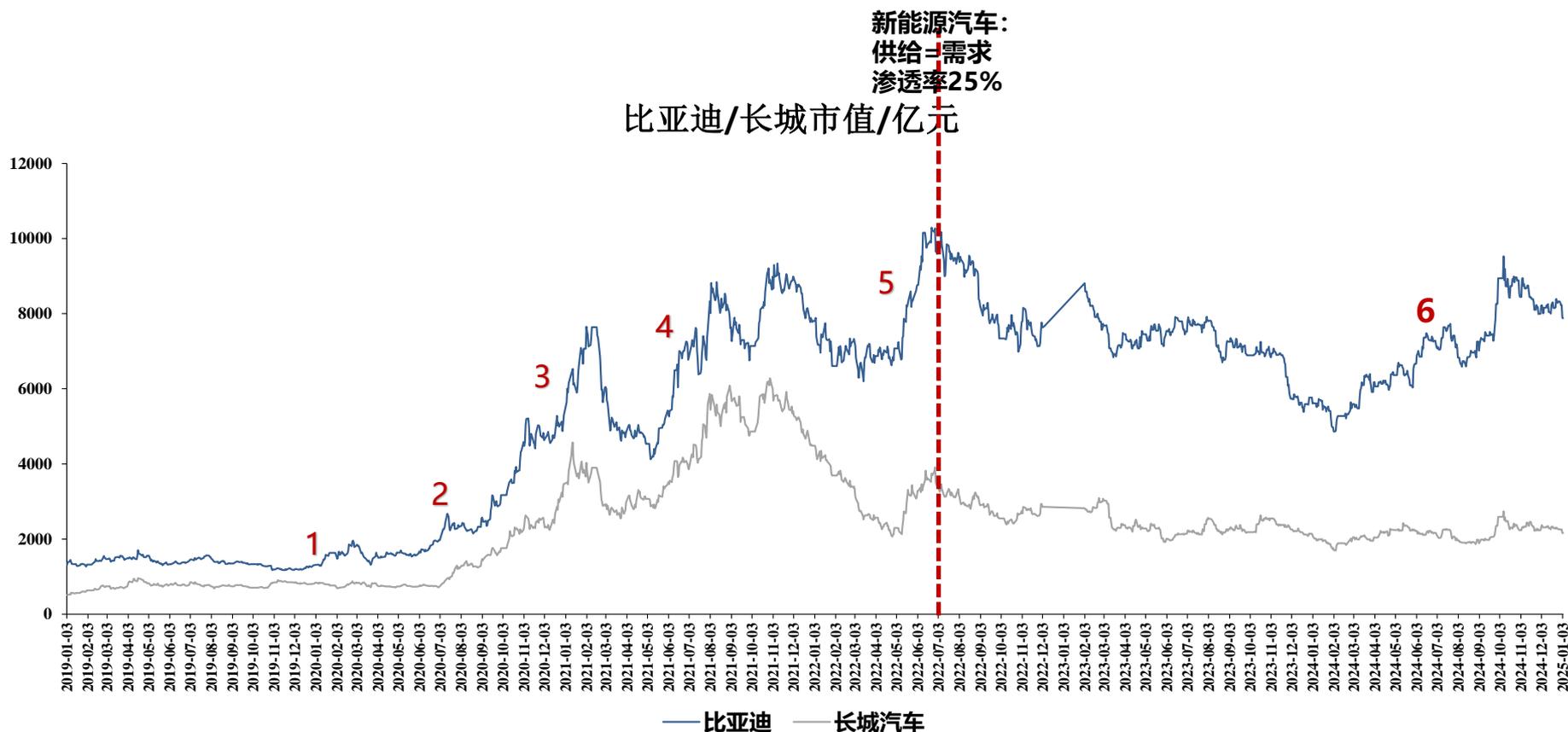
图：2019Q4-2024年新势力三家市值复盘（截至2025.1.3）



2019Q4-2024年比亚迪长城行情复盘

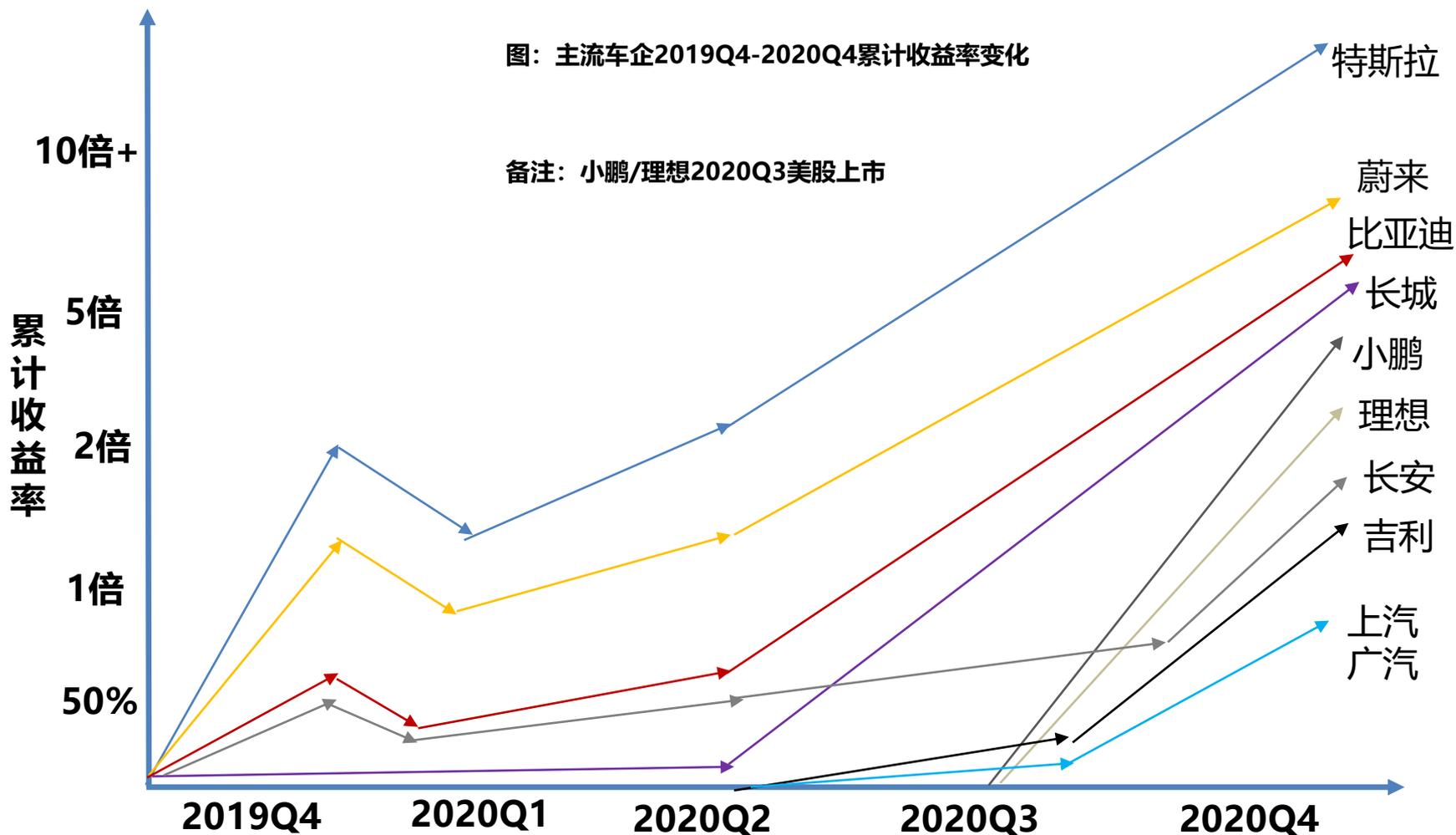
- 【比亚迪-长城】是传统自主品牌车企典型代表，尤其是在电动化2020-2022年行情是最具代表性2家公司。1) 行情启动：比亚迪基本于特斯拉同步2019Q4，长城起步于2020Q3；2) 2020Q3-2021Q1行情比亚迪和长城均实现了约5倍涨幅；3) 2021Q2-2022Q2比亚迪和长城汽车走出了真正的分化。4) 2023-2024年比亚迪和长城走向了不同方向。

图：2019Q4-2024年比亚迪/长城市值复盘（截至2025.1.3）



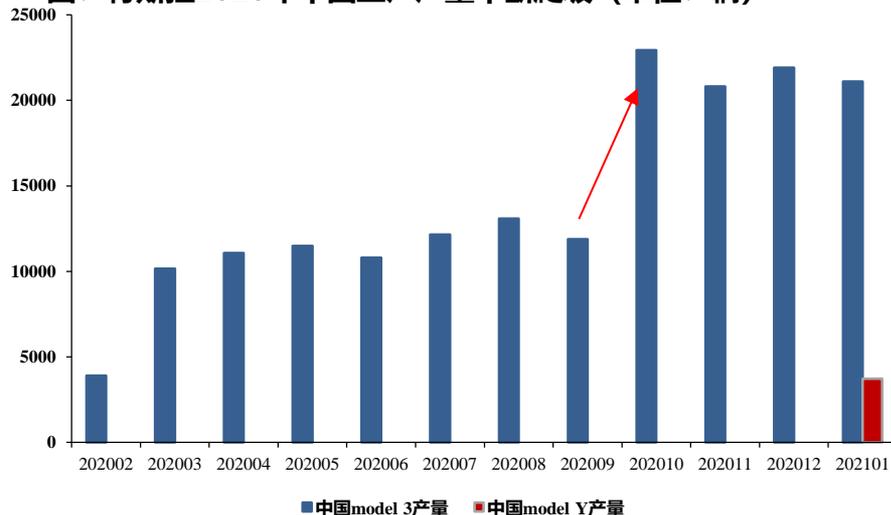
2019Q4-2020Q4整车行情全面扩散

■ 扩散过程：特斯拉—蔚来/比亚迪/小鹏/理想—长城/长安/吉利—广汽/上汽。新能源属性越强涨幅越好！

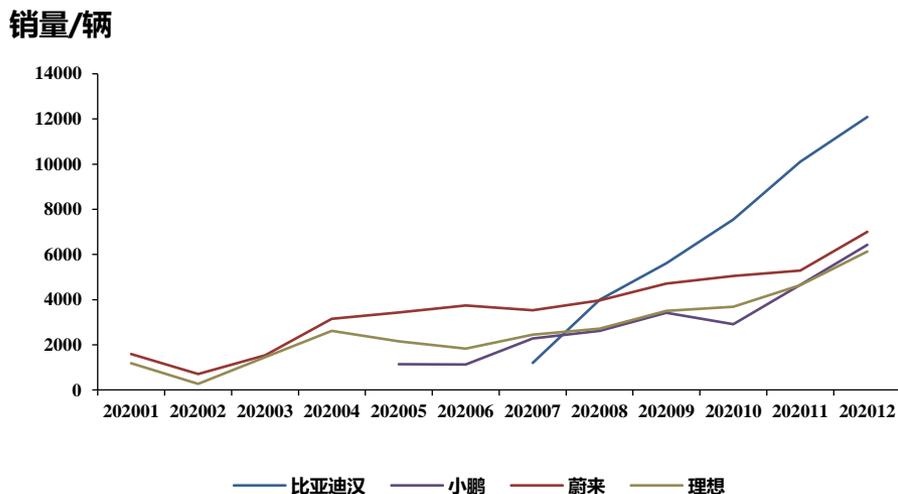


- **2020年初**：特斯拉M3+蔚来ES6/ES8/理想one成为新能源时代的明星车型被市场关注
- **2020Q3**：特斯拉/蔚来，小鹏P7/比亚迪汉陆续上市成为新的明星车型。理想/小鹏美股上市
- **2020Q4**：特斯拉M3产量破2万，MY国产准备在即，比亚迪汉月销破万，新能源月度销量重新突破20万辆，渗透率突破9%。
- **结论**：新能源汽车大拐点来了：进入1-10阶段！至于谁是真正受益者，市场这个阶段是模糊的，只要转型新能源就可以享受高估值

图：特斯拉2020年中国工厂产量不断爬坡（单位：辆）



图：比亚迪/新势力三家推出了电动爆款车型（单位：辆）

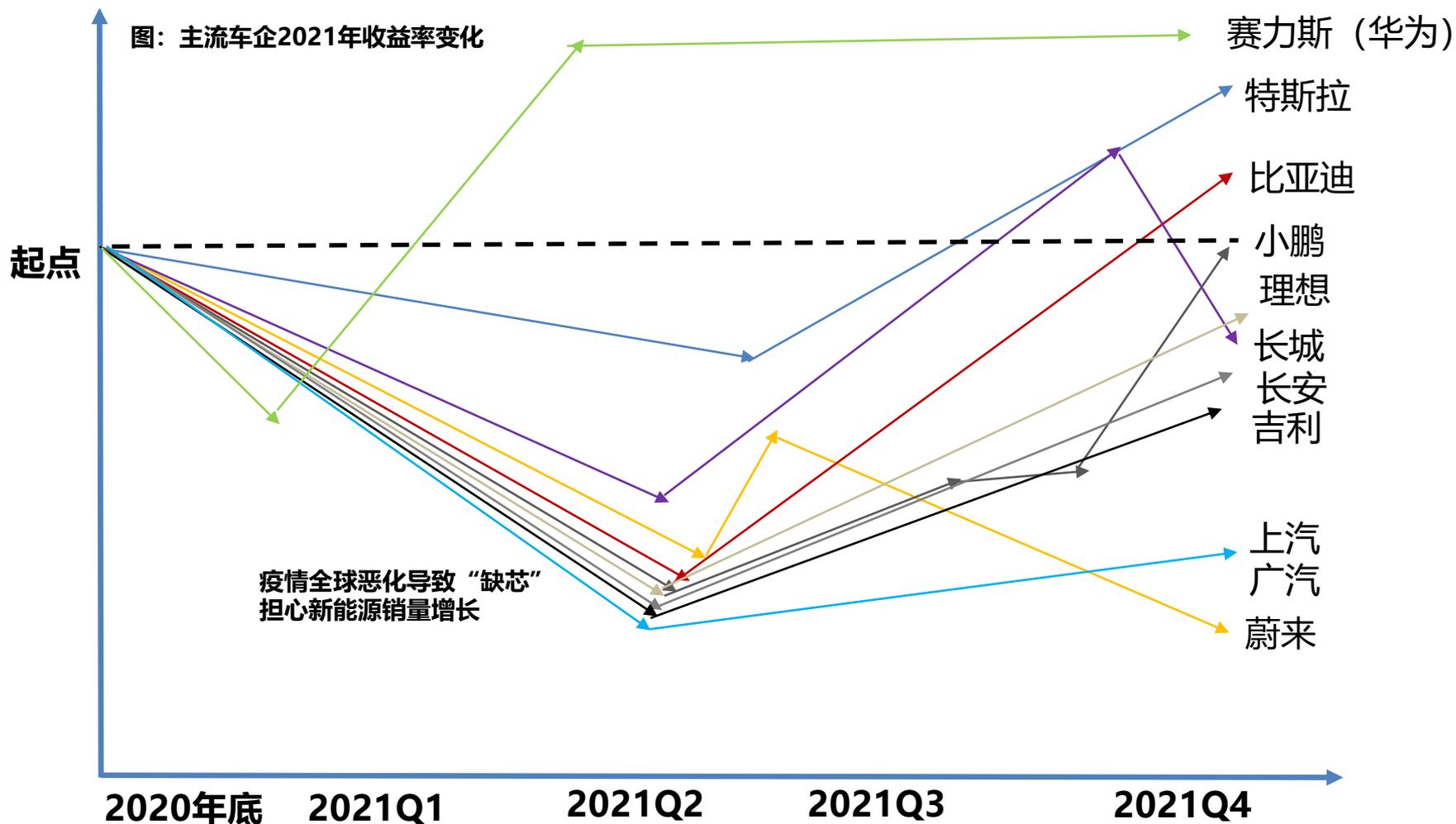


图：国内新能源月度销量不断创新高/渗透率达到9%



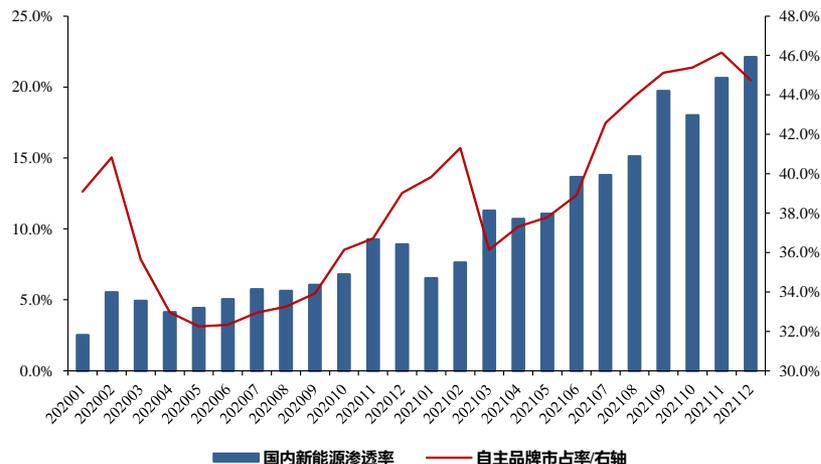
2021Q1-2021Q4整车行情开始分化

- 分化过程：特斯拉/比亚迪重新创新高，小鹏/理想接近历史高点，长城/长安/吉利/上汽/广汽未创新高，蔚来创年中的新低。赛力斯（华为合作造车）成为当年最大黑马

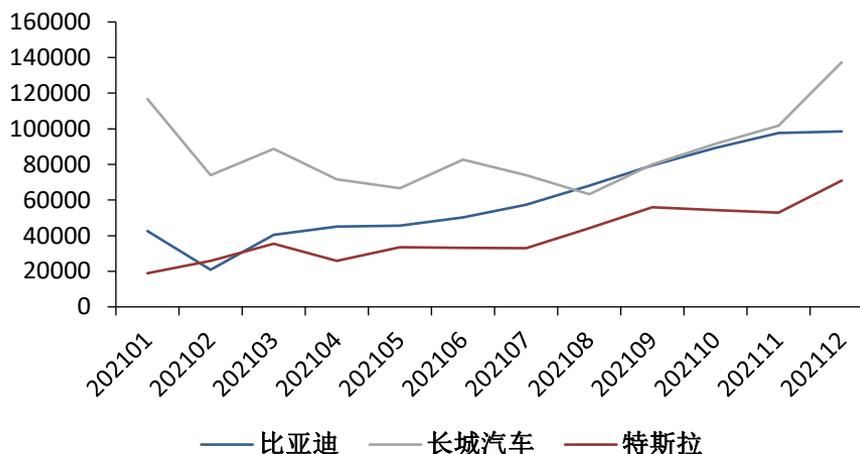


- **疫情爆发带来缺芯潮是贯穿2021年核心主线**，尤其是2020底开始发酵，2021Q1发酵担心到极致，2021Q2逐步企稳信心，2021H2逐步恢复，所以带来新能源汽车行业各大指标均是前低后高。
- **2021年上海车展是标志性事件**，【自主崛起】大逻辑开始发酵，而且同期大众ID销量显著低于预期。
- **比亚迪Vs长城汽车**：2021年缺芯成为了2家公司拉开差距的核心影响因素。

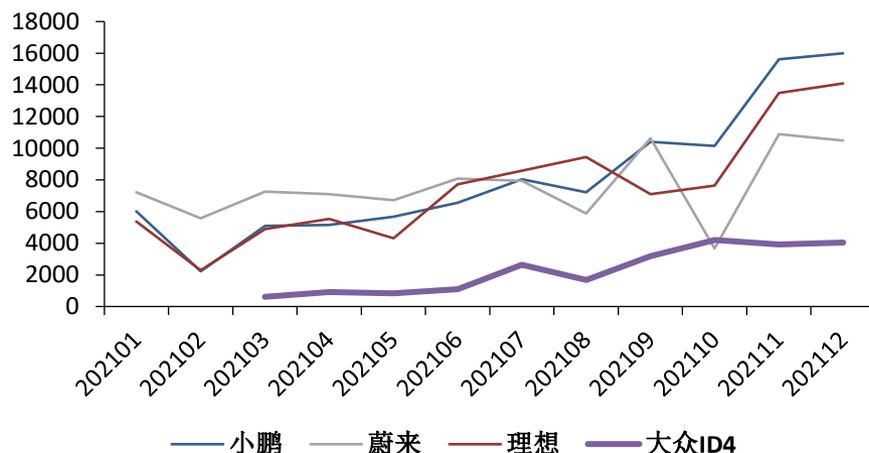
图：2021年新能源月度渗透率从10%-20%跃迁



图：2021年特斯拉/比亚迪/长城三家销量变化曲线 (单位：辆)

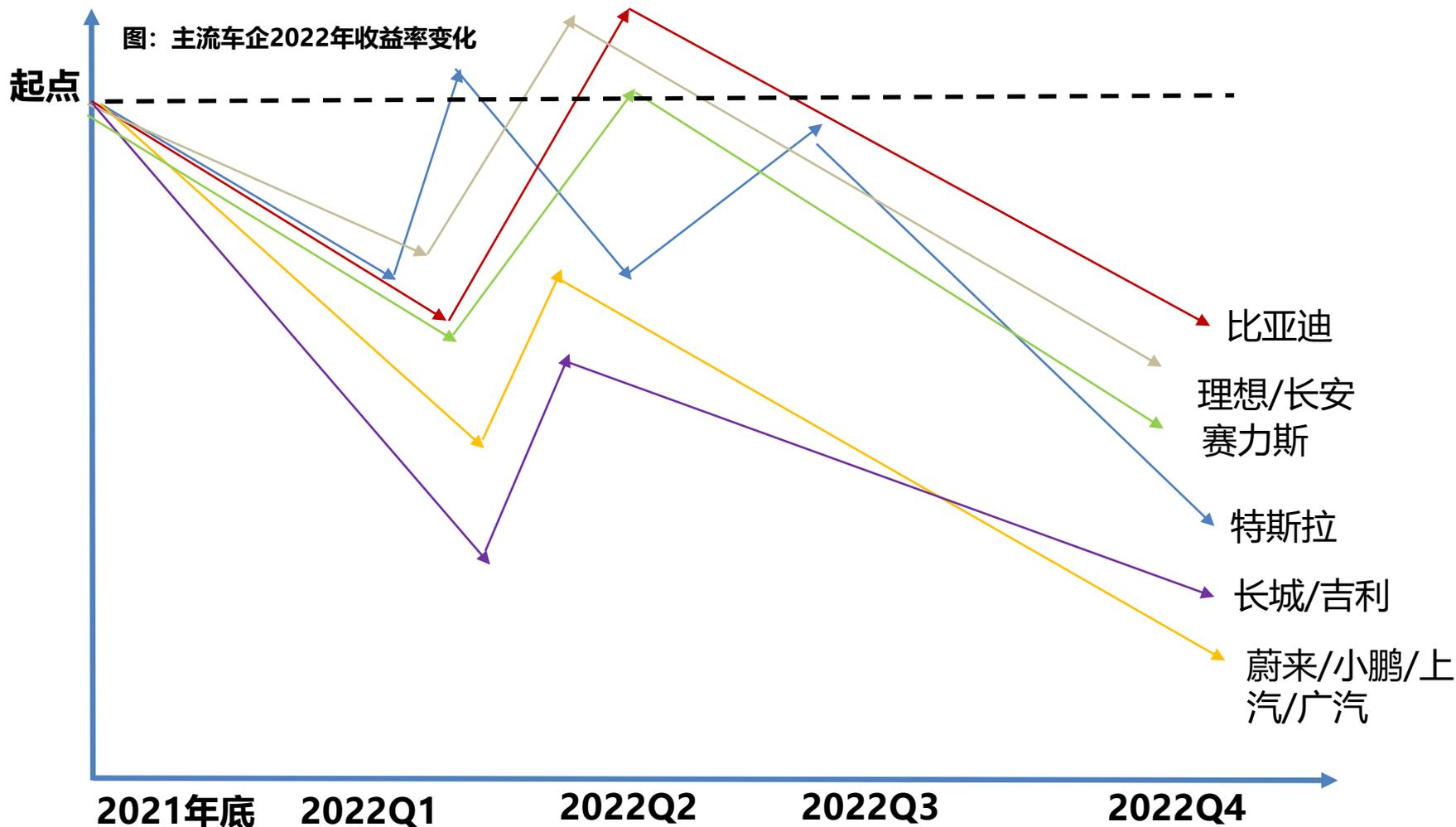


图：2021年新势力三家/大众ID销量变化曲线 (单位：辆)



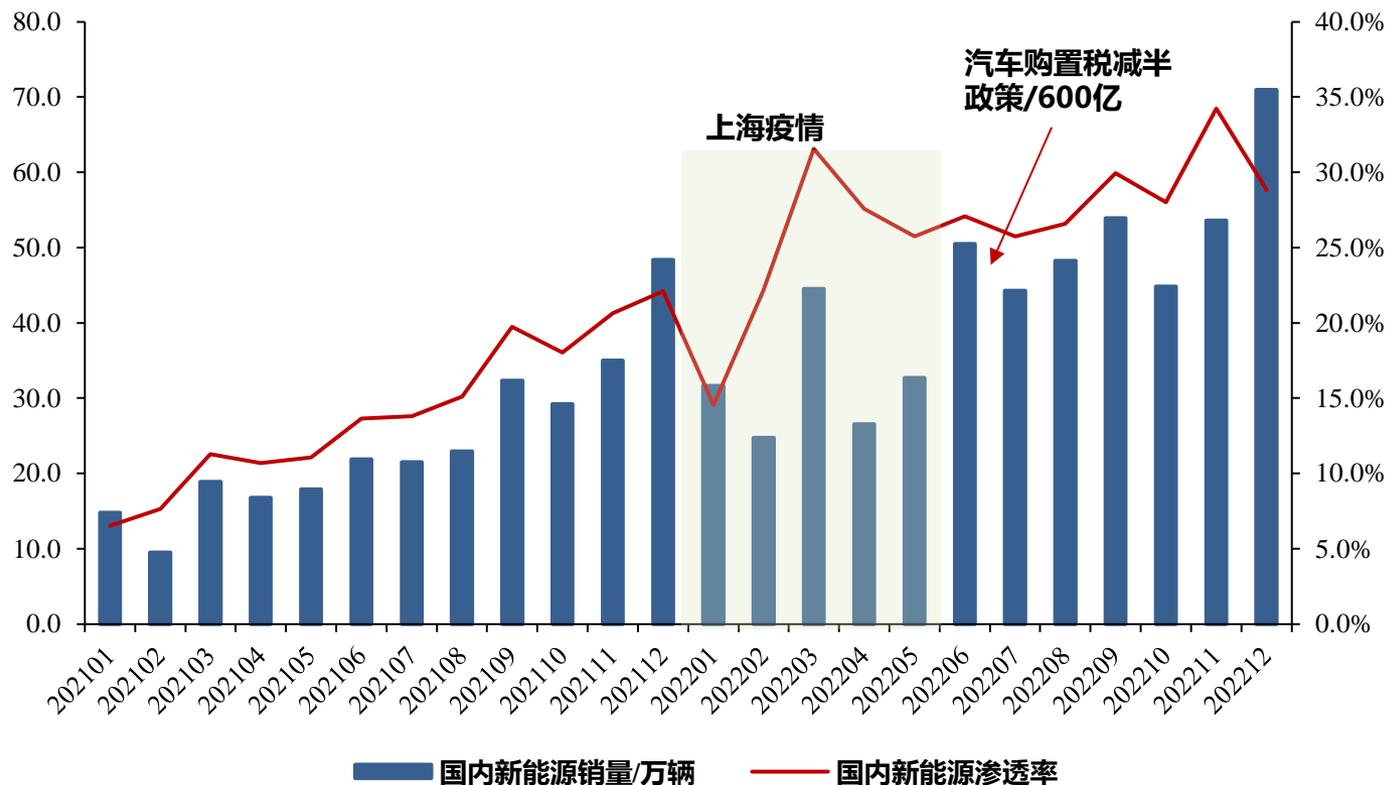
2022Q1-2022Q4整车行情全面调整

- 全面调整：2022年除了6-7月（因上海疫情放开且出台汽车补贴政策）反弹行情，其余时间整车板块都下跌。但下跌幅度依然是有分化的：比亚迪/理想/长安/赛力斯表现相对较好。

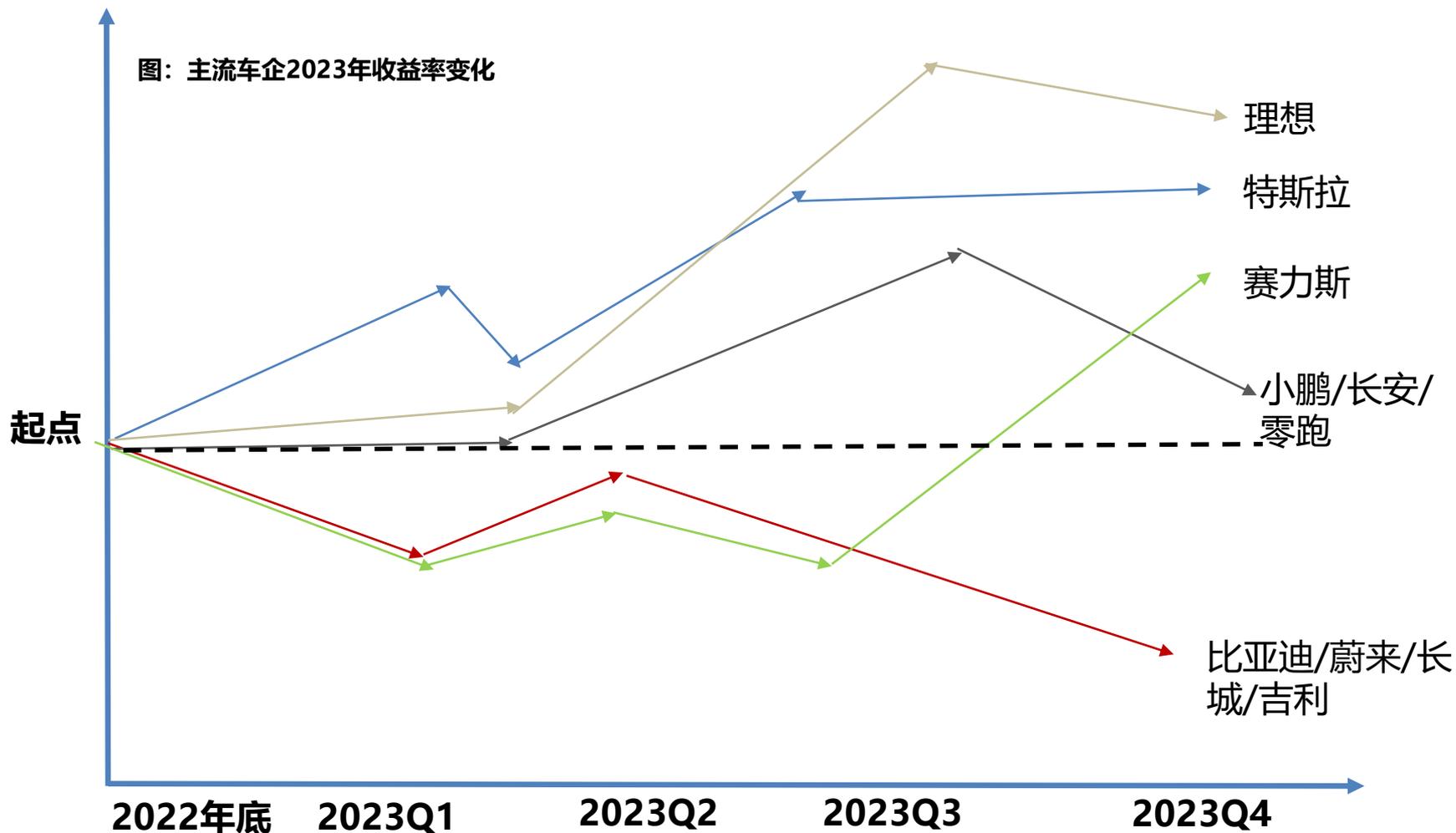


- 【上海疫情】 / 【俄乌冲突】是2022年非常重要2个外部事件，造成了汽车行业2022H1销量波动和原材料价格大幅上涨。2022年5月随着中央推出【汽车购置税减半政策/600亿补贴资金】带来转折点
- 但实际2022年5-12月整车基本面7月开始证明不及预期，尤其是**新能源汽车进入了‘供给大于需求’时代。**

图：2021-2022年新能源汽车渗透率/销量变化曲线

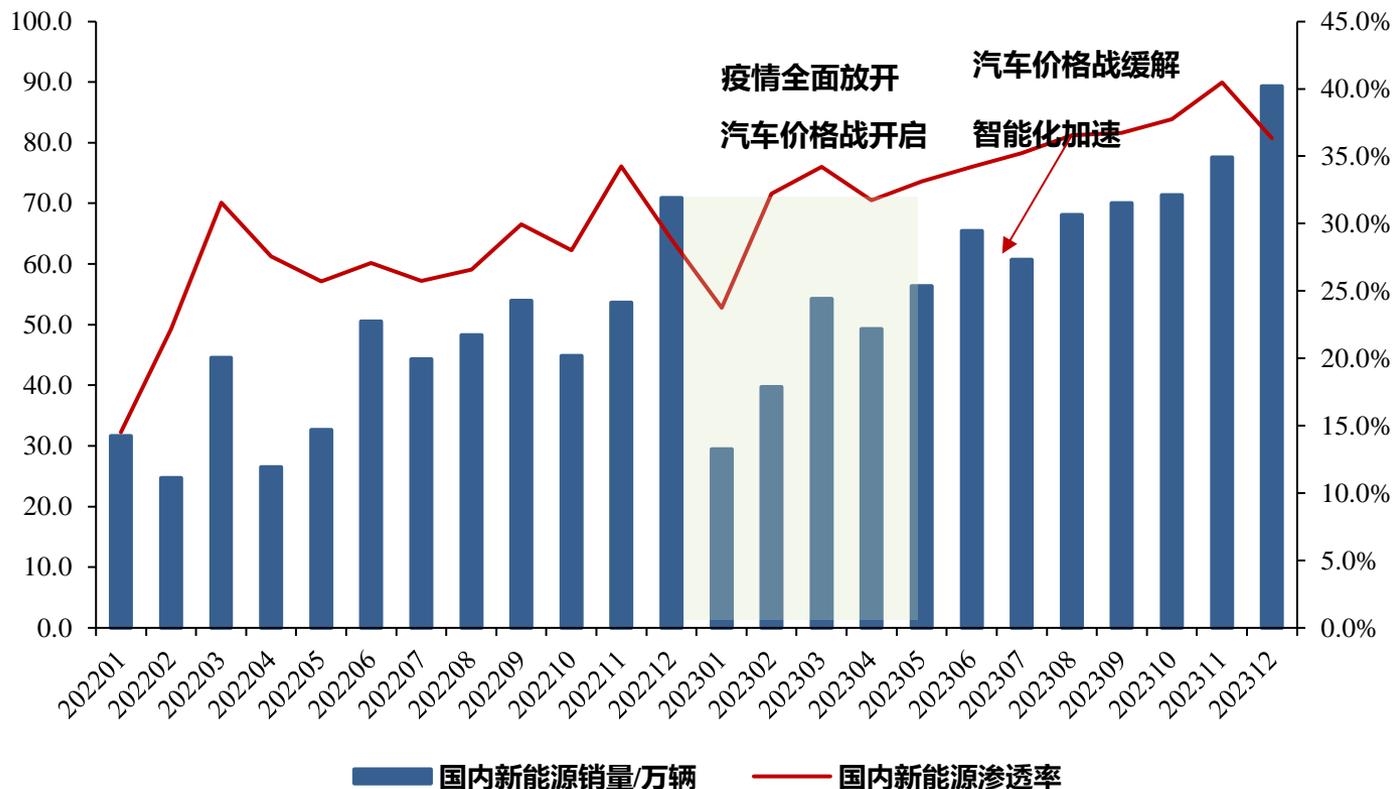


- 加速分化：特斯拉全年触底持续反弹。理想（2023Q2-Q3）/赛力斯（2023Q3-Q4）是2023年相对收益最好的2个自主车企（自主高端化）。其他自主车企除了2023年5-7月反弹，其余时间都在调整，甚至创新低。



- 【疫情放开后内需经济低于预期】 / 【汽车价格战】是贯穿2023年核心主线。2023Q1汽车行情下跌核心是疫情全面放开的影响+汽车价格战升级导致需求不及预期。2023年5月-8月/10-11月阶段性因价格战缓和/数据改善带来了上涨行情，2023Q4因内需经济低迷+汽车价格战担忧再起，开始了新的下行阶段。

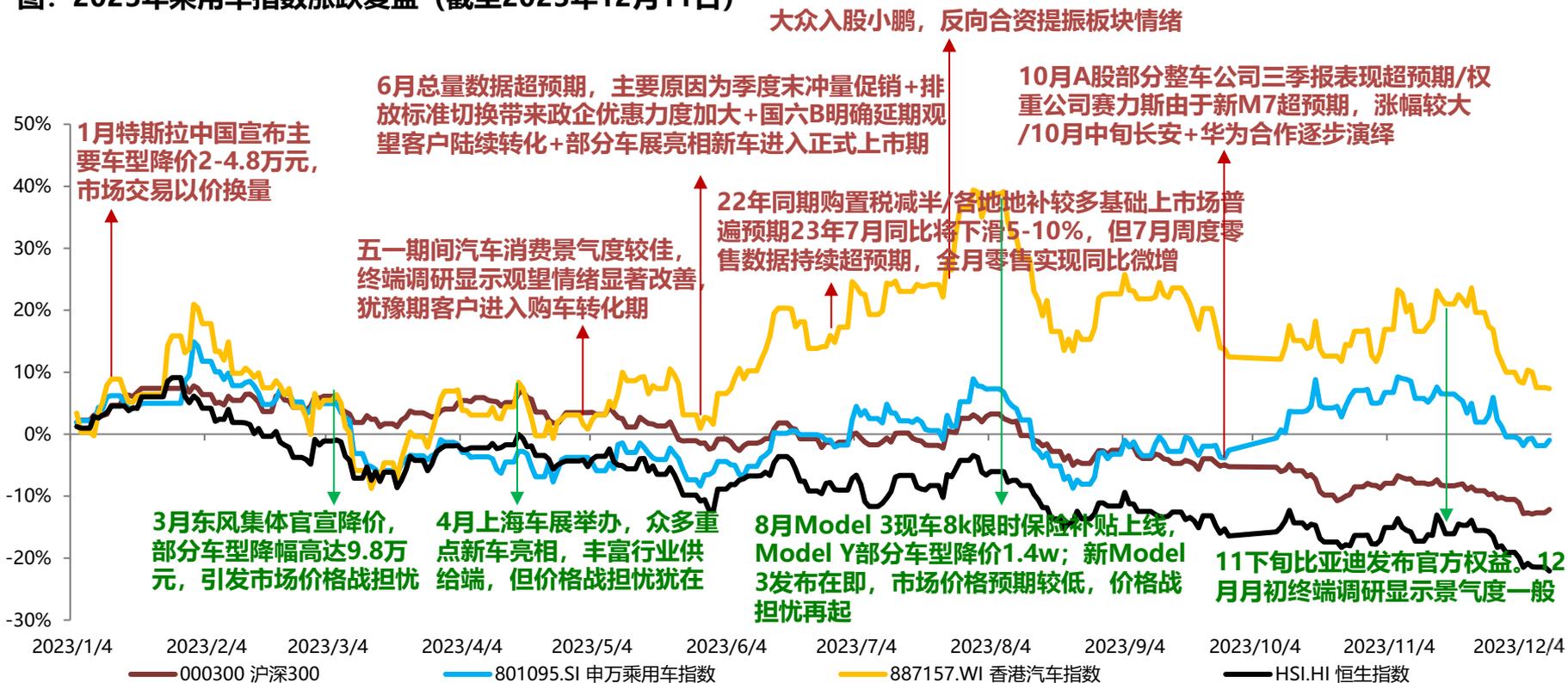
图：2022-2023年新能源汽车渗透率/销量变化曲线



2023年整车板块行情大事件汇总

◆ **乘用车行业指数复盘：2023年3月起湖北东风大额降价引发行业性价格战担忧&终端消费景气度未出现显著恢复，乘用车指数显著下行，3-5月持续震荡。6-7月新车密集上市交付&周度交付数据持续超预期&大众小鹏达成战略合作等多重利好叠加，板块情绪提振明显。8月乘用车板块回调较多核心原因为淡季行业总量增速放缓+特斯拉等新能源品牌官降背景下价格战担忧较多。9月持续震荡。10月由于部分整车公司三季报表现超预期/权重公司赛力斯涨幅较大，乘用车指数持续上行。11月比亚迪发布官方权益，终端调研显示景气度一般，指数下行。**

图：2023年乘用车指数涨跌复盘（截至2023年12月11日）



注：图中所列数据为以2023/1/4收盘价为基数计算的指数涨跌幅

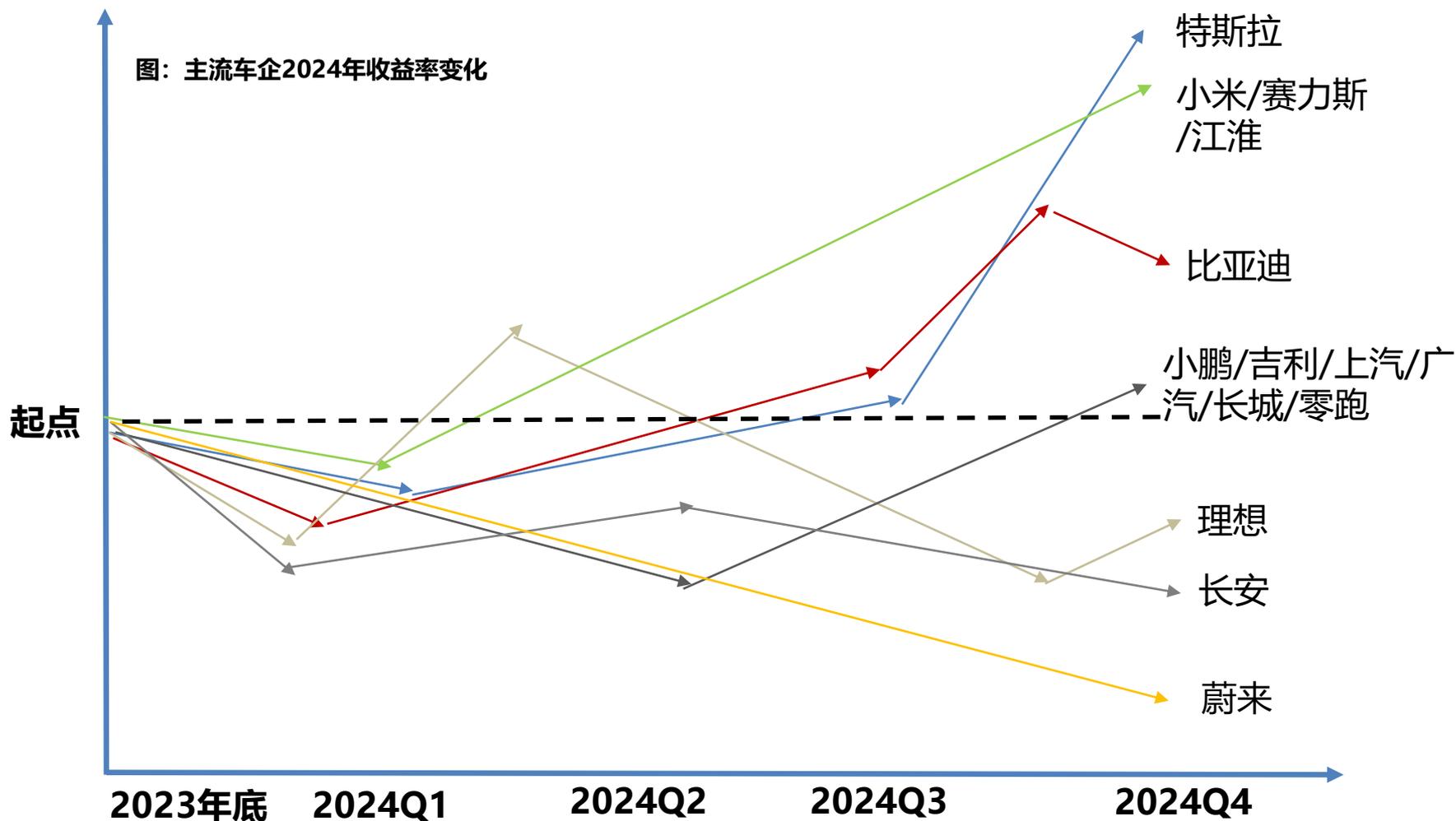
2023年整车公司行情变化详细回顾

■ 2023年至今，华为以及新势力股价表现相对较好，核心系智能驾驶技术催化叠加新车周期放量；板块权重标的行情分化，“高性价比”已然不能成为主要卖点，推爆款对于主机厂能力要求更高。

		2023/1/1-2023/12/31 涨跌幅	2023/1/1-2023/12/31 最大涨幅	最高价日	核心催化β层面	核心催化α层面
002594.SZ	比亚迪	-22.61%	8.29%	2023-02-02	年初疫情放开， 疫后消费复苏信心较强	冠军版上市，订单增长
0175.HK	吉利汽车	-22.95%	14.08%	2023-02-02		——
601238.SH	广汽集团	-18.90%	3.92%	2023-02-02		——
601633.SH	长城汽车	-13.86%	13.80%	2023-02-23		哈弗新能源积极转型，独立渠道开设
9868.HK	小鹏汽车-W	47.85%	87.13%	2023-07-31	年中价格战预期降低，观望情绪好转，汽车消费超预期	年中汽车消费超预期，G6上市叠加智能化超预期；大众入股催化
9866.HK	蔚来-SW	-6.24%	34.80%	2023-07-31		全新车型换代&换电权益解绑，稳态月销增长
600104.SH	上汽集团	-3.92%	5.77%	2023-07-31		——
9863.HK	零跑汽车	18.21%	42.80%	2023-08-02		C系列主销车型降价，订单增长
2015.HK	理想汽车-W	91.54%	90.42%	2023-08-07		L系列车型订单增长，Q2业绩超预期
601127.SH	赛力斯	90.55%	207.88%	2023-11-07	华为概念催化	新M7上市，订单持续超预期
000625.SZ	长安汽车	39.05%	57.33%	2023-11-28		与华为成立合资公司

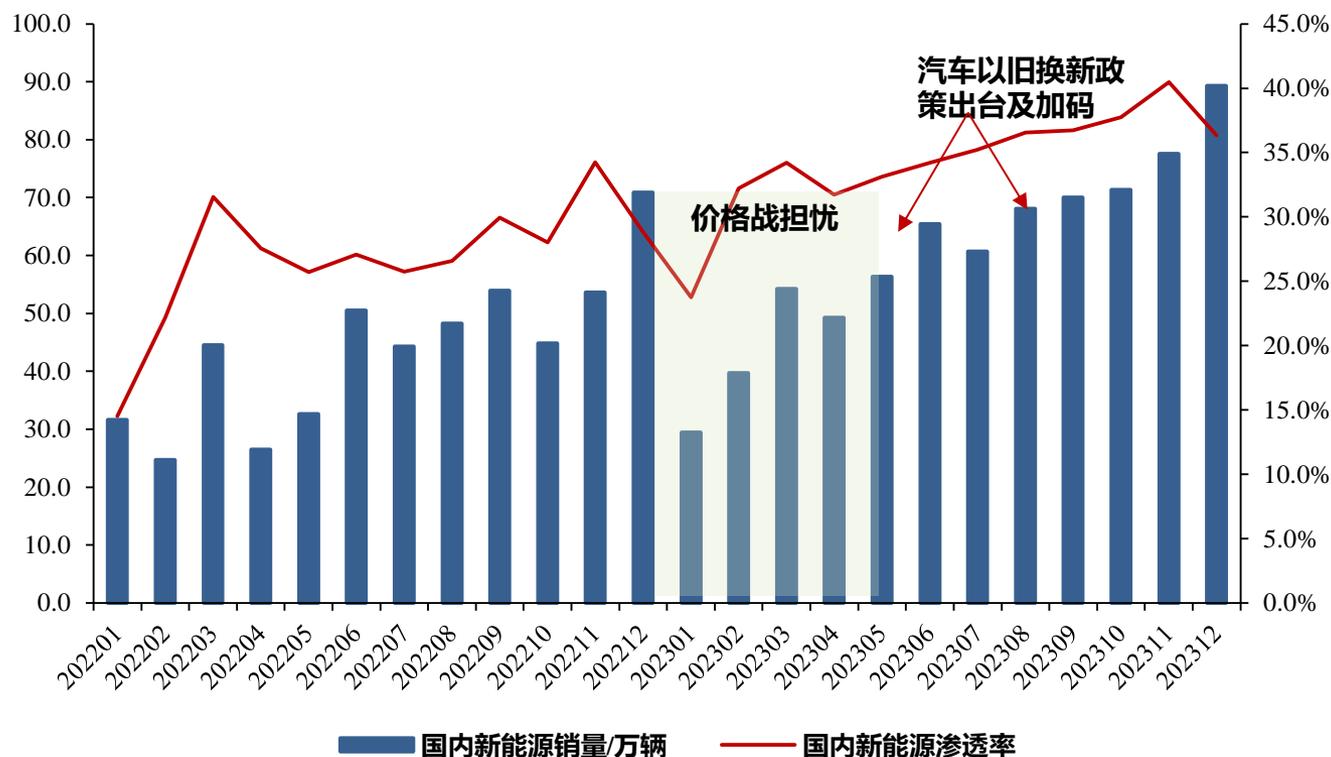
2024Q1-2024Q4整车行情继续加速分化

- 继续加速分化：2024年整体表现向上，但幅度上分化是加速的。特斯拉/小米/赛力斯/江淮创新高。比亚迪回到前中高位置，小鹏/吉利/上汽/广汽/长城/零跑前低后高。理想/长安一波三折，蔚来持续向下



- 【汽车以旧换新政策】是2024全年主线。汽车行情2024年前低后高核心也是跟着政策节奏，8月政策加码带来了汽车行情进一步加速，以及叠加智能化和机器人等。

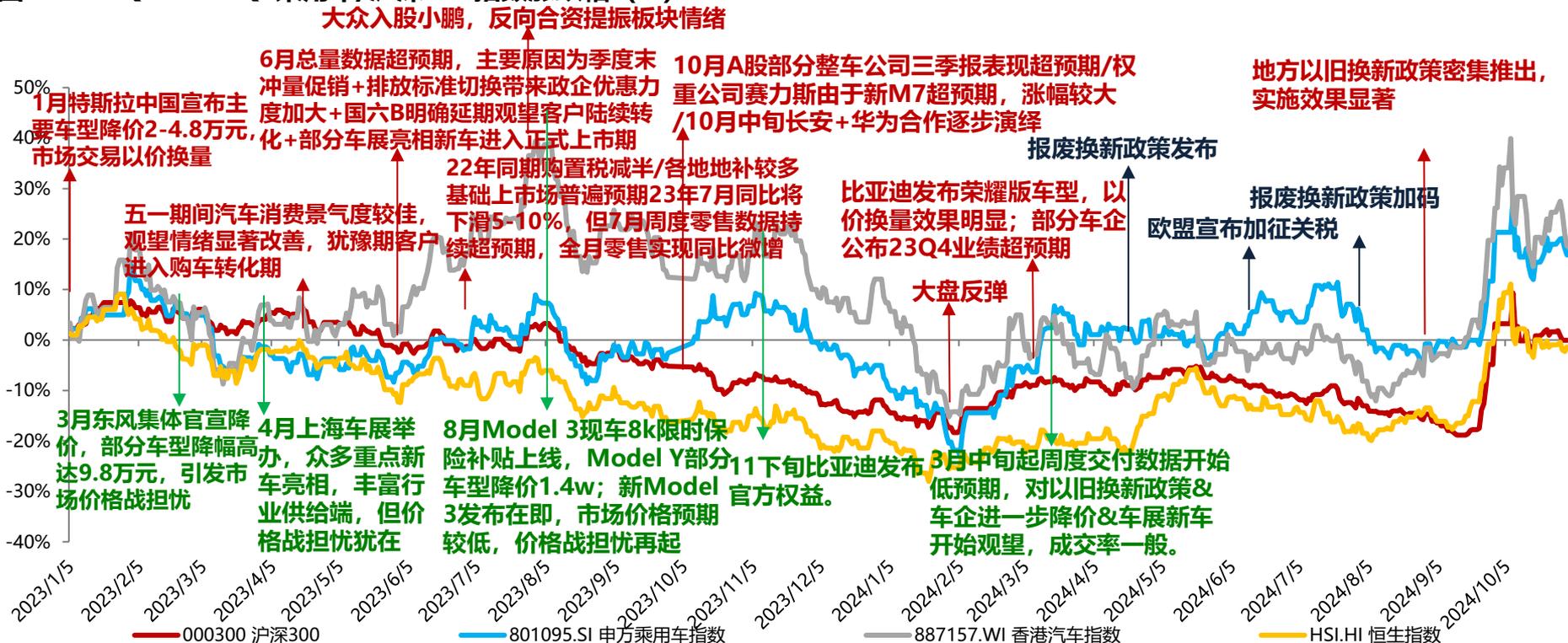
图：2023-2024年新能源汽车渗透率/销量变化曲线



2024年整车板块行情大事件汇总

◆ **乘用车行业指数：消费景气度仍是板块行情第一参考指标。2023年11月**比亚迪发布官方权益，消费景气度一般，指数下行。**2024年2月**伴随大盘反弹+比亚迪以价换量效果显著+部分车企23Q4业绩超预期，香港/申万乘用车指数大幅反弹，**3月中旬**起周度交付数据开始低预期，由于对以旧换新政策&车企进一步降价&车展新车终端开始观望，成交率一般，乘用车指数历经下跌+震荡。**4月**以旧换新政策发布，整体对行情影响不大。**5月底**比亚迪发布第五代DM技术&S9在M7 Ultra发布会上正式开启预售，权重个股比亚迪&北汽蓝谷录得较大涨幅，行业指数上行，历经欧盟加征关税/以旧换新政策加码，整体对行情影响不大。**5-7月**整体行业零售表现低预期，新能源渗透率表现超预期。**8月下旬**起地方政府密集推出以旧换新政策，由于补贴力度大&补贴门槛较低，对终端订单增长有显著贡献，景气度向上。**11月中**起国企改革主线渐起，上汽/东风/广汽等均录得较多涨幅。

图：2023Q1-2024Q3乘用车/沪深300指数涨跌幅（%）



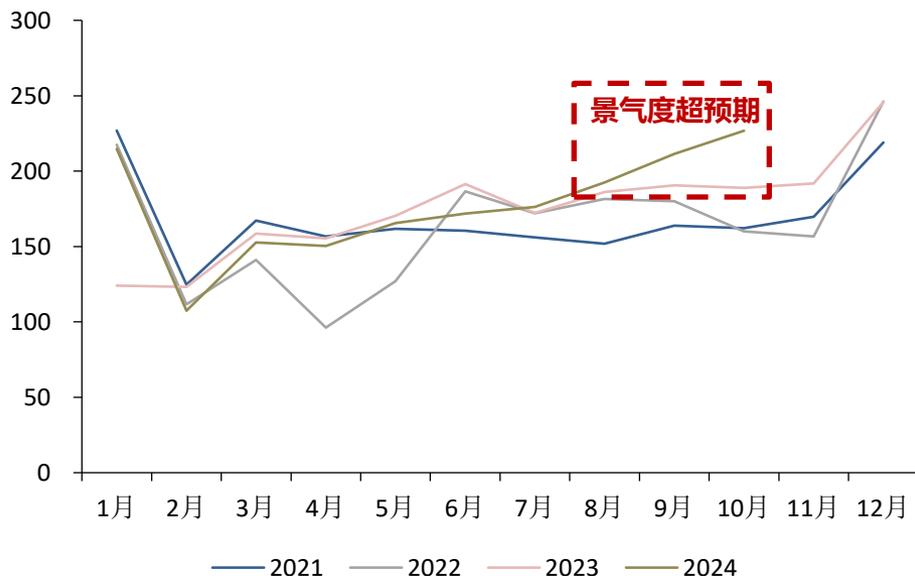
注：图中所列数据为以2023/1/4收盘价为基数计算的指数涨跌幅，截至日期2025/1/3

数据来源：wind，东吴证券研究所

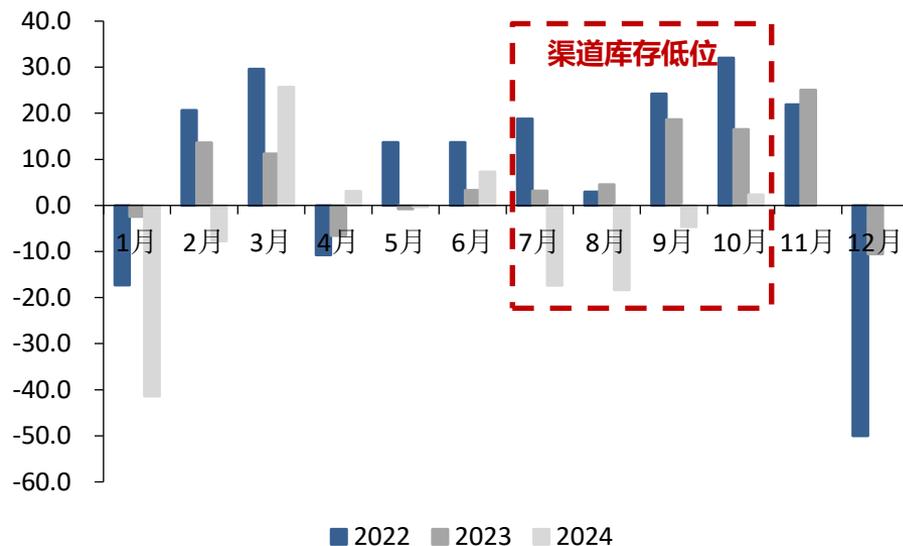
2024年乘用车景气度复盘：补贴政策效果超预期

- ◆ **景气度回顾：8月起零售表现超预期，渠道大幅去库。** 2024年乘用车终端零售表现呈现显著前低后高趋势，8月起随着地方补贴加码零售数据开始大幅超预期，8-10月乘用车零售量同比+11.5%。同时行业渠道大幅去库，1-10月渠道累计去库51.3万辆，库存处于历史低位（2023年同期补库61.2万辆）。
- ◆ **价格战回顾：价格竞争仍在持续但相对温和，补贴加码下缓解价格压力。** 全年整体而言价格竞争较激烈阶段时间点主要集中在2-4月，标志性事件为比亚迪密集发布荣耀版车型，进一步推动油电同价，五菱/哪吒/启源等车型跟进；相对应合资油车促销活动有限，7月宝马阶段性涨价缓解经销商盈利压力。8月开始整体而言由于国家+地方政策支持，叠加先前终端降幅已较可观，终端价格相对平稳。

图：2021-2024乘用车月度交强险数据/万辆



图：2022-2024乘用车月度渠道库存数据/万辆



- ◆ **补贴情况回顾：国补加码，地补放宽补贴要求，效果显著。** 1) **2024年4月**：商务部等部门发布报废换新补贴政策，对个人消费者报废【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】，并购买新能源乘用车的，补贴1万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买2.0升及以下排量燃油乘用车的，补贴7000元。2) **2024年7月**：国补加码，单车补贴金额翻倍。3) **2024年8月起**：全国多数省市推出置换补贴，单车补贴金额普遍在0.6-2万元。截至11月18日，全国汽车报废更新和置换更新补贴申请量均突破200万份，累计超过400万份。

图：报废/置换更新补贴申请数量统计

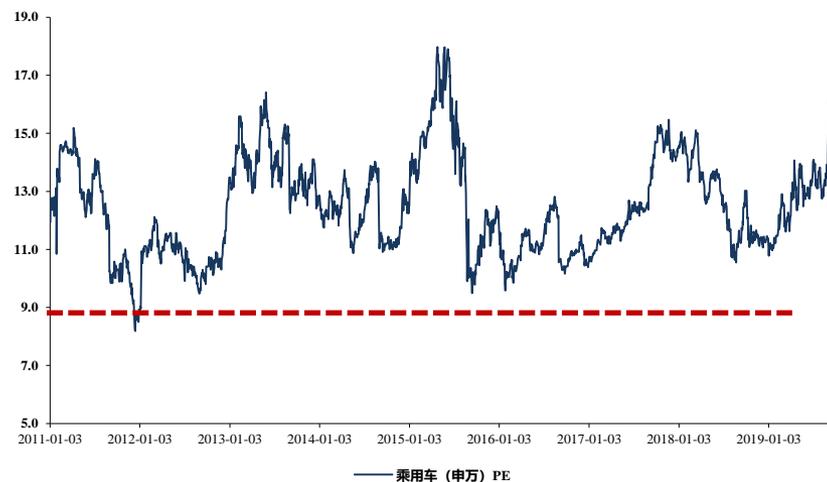
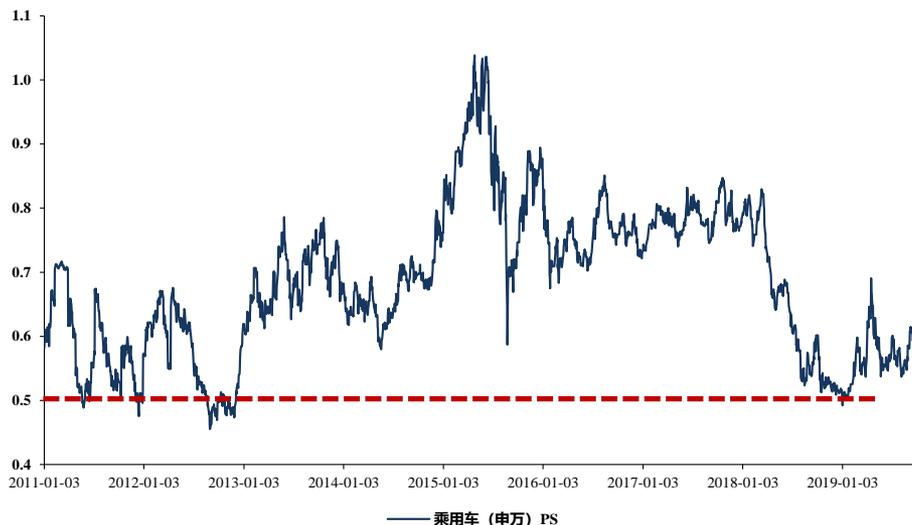
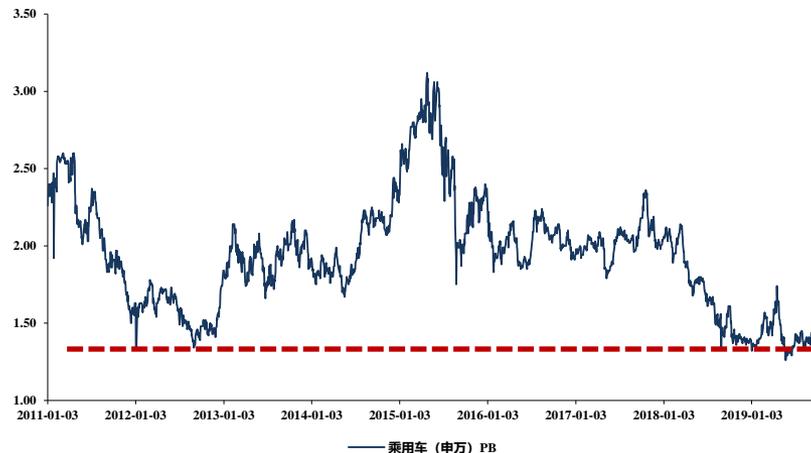
	报废更新补贴申请/万份	置换更新补贴申请/万份	日均新增/份
4月25日		政策下放	
5月19日	0.47	—	196
5月29日	2		1530
6月6日	4		2500
6月25日	11.3		3842
7月25日	36		8233
7月25日		政策加码	
8月2日	45	—	11250
8月22日	68		11500
8月31日	80		13333
9月19日	107		14211
9月25日	113		10000
10月7日	127		11667
10月25日	157	126	16667
11月7日	170	—	10000
11月11日	188.6	180	46500
11月18日	200	200	16286

二、2019Q4-2024年整车估值复盘

- **特斯拉以科技股的估值体系引领全球车企。过去5年特斯拉的PS估值处在【5~30倍】，中枢是15倍；2022年进入盈利快速增长阶段，PE估值处在50倍中枢为主，近期又重回100倍左右。**无论电动化时代还是未来智能化时代，特斯拉均是全球引领者，因此市场会确立【特斯拉会带来一轮新的产业趋势，并会按照特斯拉在这轮产业趋势能获得远期份额来计算当下的市值】观点。**在2020-2021年电动化行情最佳的2年时间，特斯拉超过15倍PS背后隐含假设：1)** 远期特斯拉是能取代丰田成为未来汽车全球新龙头，而且特斯拉未来全球年销量会超过丰田的1000万辆天花板，或挑战2000万辆。汽车销售市值或约等于2个丰田市值（约4万亿元）；**2)** 特斯拉智能化技术长期能带来的软件收费/保险收费等增值服务或可再造一个特斯拉。
- **国内整车从油车时代到电车时代估值体系有量变但没有质变。**油车时代国内整车估值中枢趋于稳定：PB为1-3倍，PE为10-20倍，PS为1倍左右。电车时代国内整车估值：1) 经历了“过山车”变化，最终PS/PE都还是回归了油车时代可以理解的范畴，但电车龙头的PS/PE（比亚迪为例1倍PS/20倍PE）高于油车龙头（上汽集团0.5倍PS/10倍PE），背后核心反应的是电车时代自主品牌实现了质的崛起但汽车商业模式并没有发生本质变化（依然是硬件模式）。2) 每个车企需要借助一套自有打法通过一轮新车周期爆发出来，估值体系会经历从PS到PE的切换（转折点就是扭亏为盈）。一个车企在月度销量快速上升期，PS估值是能享受高于行业溢价（2-5倍PS不等）。3) 华为智选估值方式与其他自主车企有差异。其他车企市值与月度销量变化趋势总体同步。但华为智选更类似目标市值法，市场对华为的信心远高于其他自主车企，所以对其合作车企市值是根据每个节点能预期的远期销量/利润率来测算。

2011-2019年SUV周期A股（以申万乘用车指数为例）整车估值体系相对稳定：

- PB为1-3倍。龙头上汽1倍中枢
- PE为10-20倍。龙头上汽10倍中枢
- PS为0.5-1倍。龙头上汽0.5倍中枢。



- 2019Q4-2024Q4特斯拉估值以PS为例，最低是5倍，最高是30倍中枢约15倍。在2020-2021年电动化行情最佳的2年时间，特斯拉超过15倍PS背后隐含假设：1) 远期特斯拉是能取代丰田成为未来汽车全球新龙头，而且特斯拉未来全球年销量会超过丰田的1000万辆天花板，或挑战2000万辆。汽车销售市值或约等于2个丰田市值（约4万亿元）；2) 特斯拉智能化技术长期能带来的软件收费/保险收费等增值服务或可再造一个特斯拉。

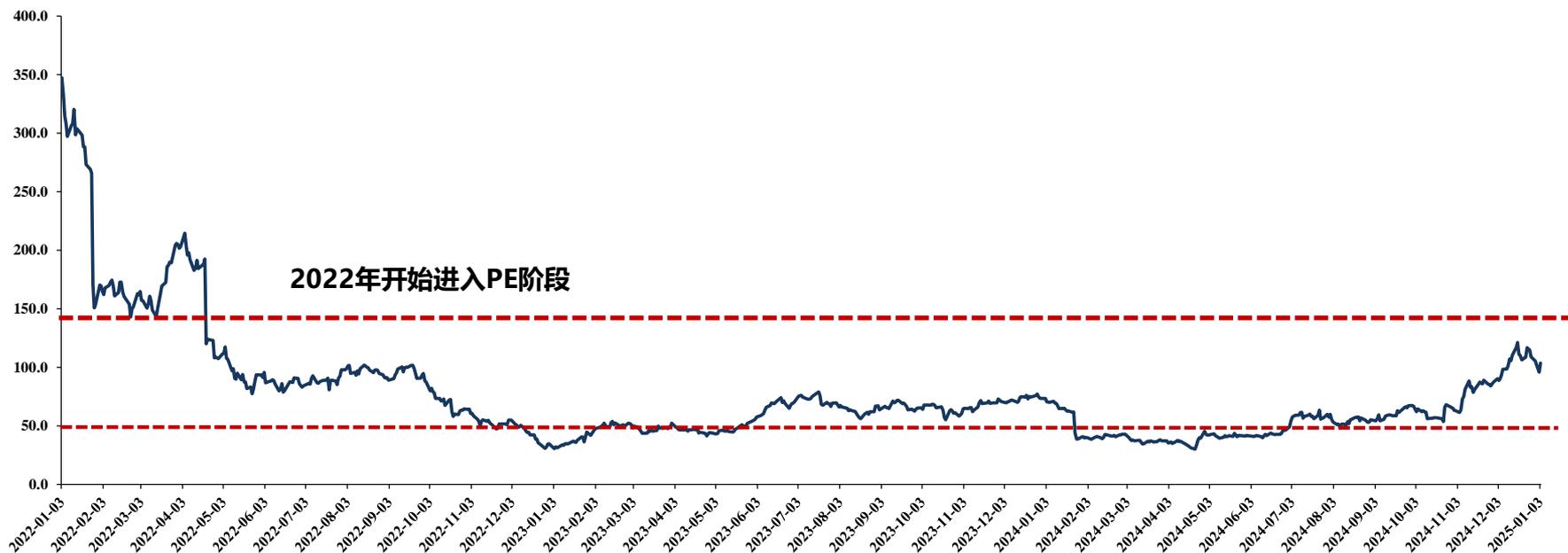


- 如果以PE估值视角看：特斯拉2021Q1-2022Q4期间单车净利是持续上升且稳定阶段。PE估值在2022Q4—2024Q3中枢基本处于50倍左右。

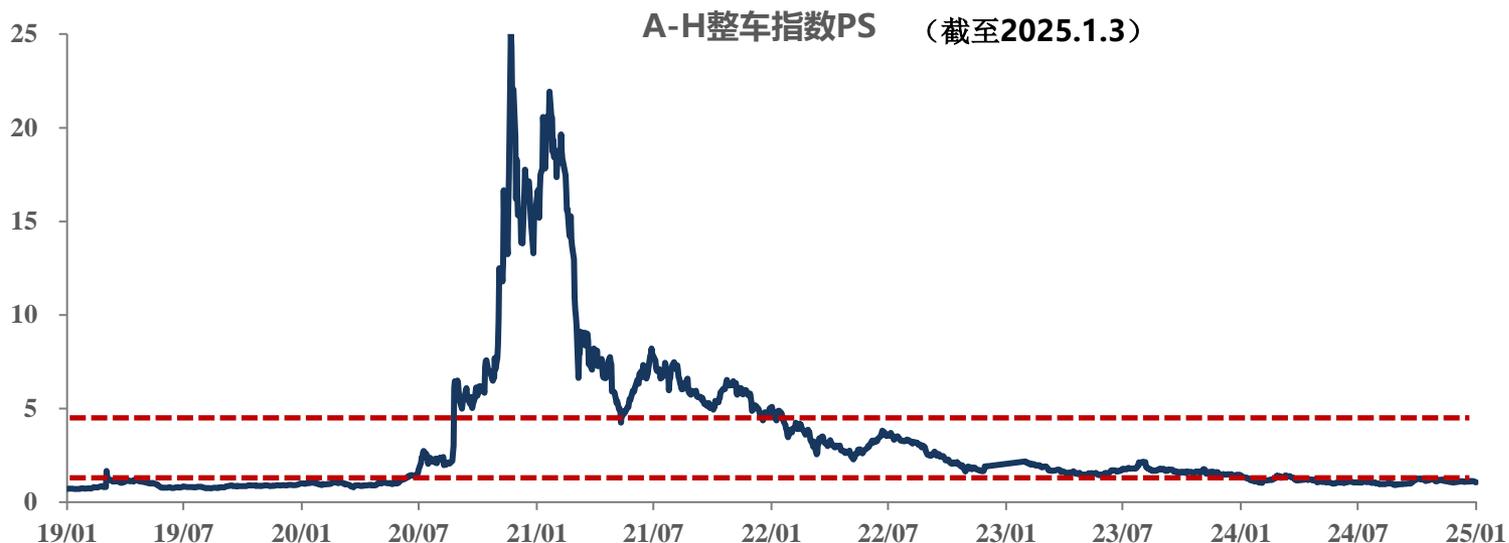
特斯拉单车净利/万美元 (截至2024Q3)



特斯拉PE^{ttm}历史估值变化 (截至2025.1.3)

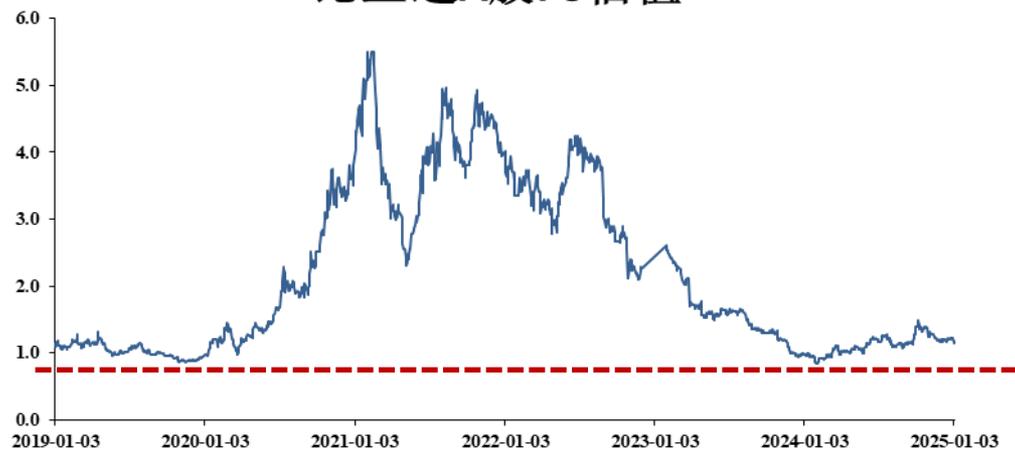


- 我们将A-H中国核心13家左右车企编制了成整车指数，以PS估值视角看，2019-2024这5年中国车企估值体系经历了一轮“过山车”。2020-2021年是电动化行业红利最佳2年，当时在特斯拉估值思维方式扩散下，市场对中国车企也给予了20倍左右PS，背后隐含假设：1) 中国自主品牌从国内崛起到全球崛起的美好未来；2) 智能化会带来车企实现软件收费的可能性。2022年随着电动化进入供给大于需求时代，中国整车指数经历了快速“杀估值”阶段，最终经历了2023-2024两年的持续价格战，以及观察“跑出来车企”——比亚迪/理想/赛力斯等观察，车企ROE能力和净利率与油车时代并无本质区别，最终PS估值回归了1倍PS中枢。

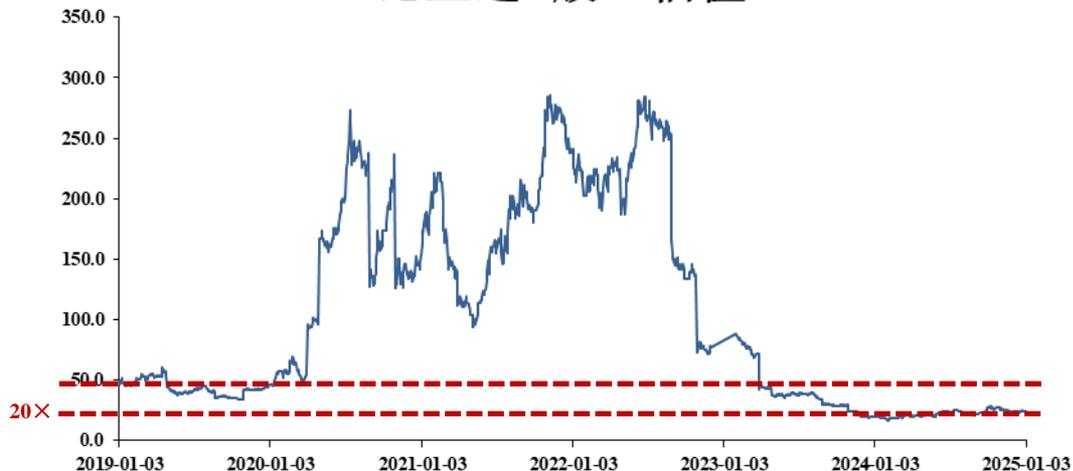


- **PS估值视角：**比亚迪走势基本和中国车企板块估值同步。只是从幅度上比亚迪在1-6倍PS波动。
- **PE估值视角：**比亚迪也经历了类似特斯拉阶段，销量趋势确立，随之进入开始释放业绩阶段（PE快速下降到50倍中枢），随着业绩进一步释放，进入产业龙头确立阶段（PE进一步收敛到20倍中枢，但远低于特斯拉50倍中枢）

比亚迪A股PS估值

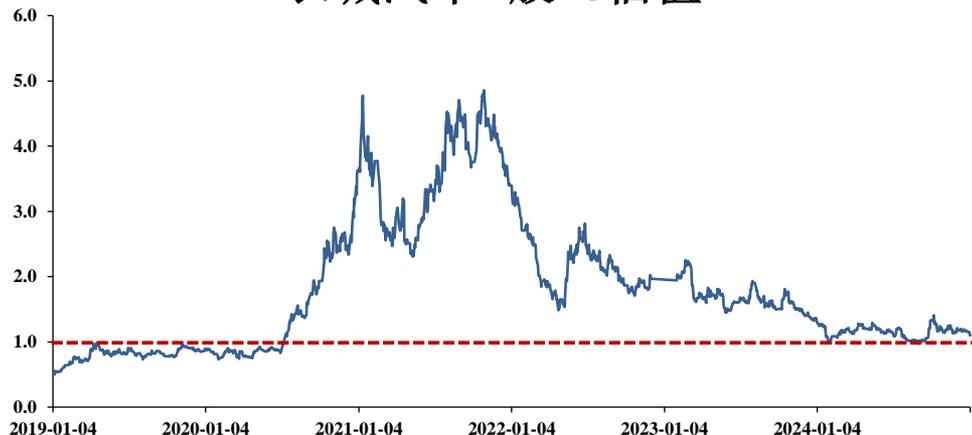


比亚迪A股PE估值

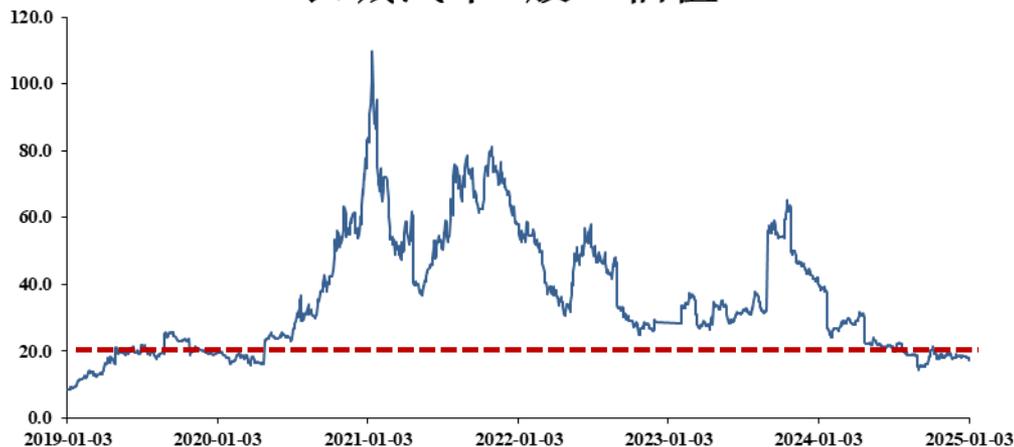


- **PS估值视角：**长城汽车走势基本和中国车企板块估值同步。只是从幅度上长城汽车在1-5倍PS波动。
- **PE估值视角：**长城因油车时代证明了业绩释放能力，在电动化行业红利前期市场对其转型电动化成功给予了希望，PE估值50-100倍区间波动。2022年开始电动化转型逻辑被证伪，但其海外出口逻辑超出预期，PE估值重回油车时代的估值中枢（20倍左右）。

长城汽车A股PS估值



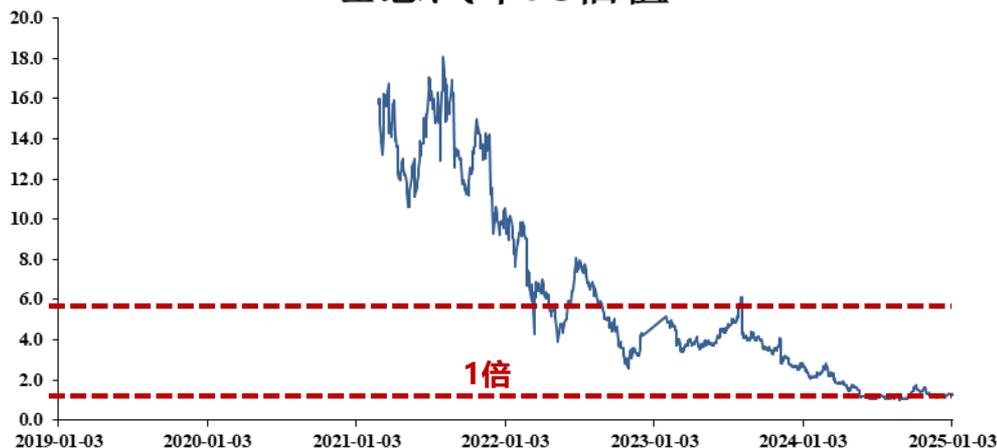
长城汽车A股PE估值



■ **PS估值视角：**理想汽车走势大体和中国车企板块估值同步。只是从幅度上长城汽车在1-18倍PS波动。在电动化红利前期市场给予了新势力厚望，PS估值是显著高于国内其他车企。后期随着电动化进入价格战阶段，市场对国内车企估值进入了均值回归阶段。2023年在公司销量超预期阶段，其PS估值是享受了好于行业的估值溢价。

■ **PE估值视角：**2023年是理想汽车销量脱颖而出之年，2023-2024年也逐步向市场证明了业绩兑现能力，也随之进入了PE估值阶段，从50倍切换至20倍中枢速度类似于比亚迪。

理想汽车PS估值

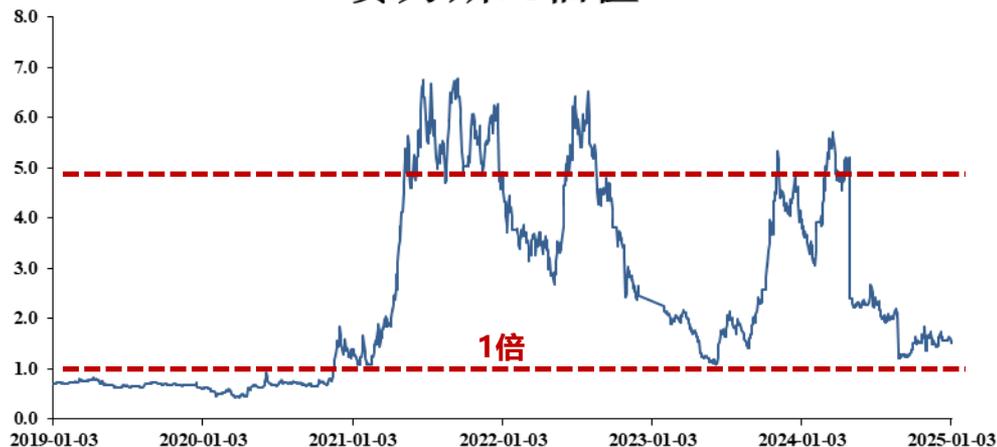


理想汽车PE估值



- **PS估值视角：**赛力斯走势大体类似中国车企估值变化趋势，PS在1-6倍区间，但在2023年后期因其自身销量超预期享受了阶段性估值溢价。但随之释放业绩后，PS估值也回归了行业均值中枢。
- **PE估值视角：**赛力斯2024年才开始释放业绩，当下PE（ttm）是在50倍中枢，也类似比亚迪/理想释放业绩前期阶段。接下来PE估值中枢或20倍左右（不考虑机器人）。

赛力斯PS估值



赛力斯PE估值

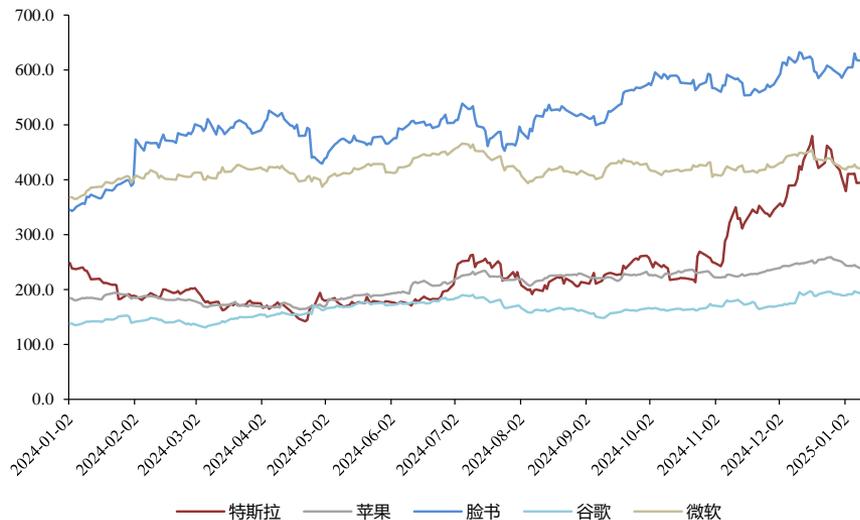


三、2025年整车行情展望

如何理解2024Q4特斯拉股价创新高

- **市场理解视角：特斯拉2024年核心变化在于**1) 马斯克“站队”特朗普成功；2) 特斯拉智能化FSDV13迭代/Cybercab亮相；3) 特斯拉机器人Optimus进入小批量量产阶段。
- 特斯拉创新高本身也有很重要前提：美股对AI科技股行情是认可的，其他科技股2024年股价也在逐步创新高！
- 对于特斯拉市值如何在【汽车硬件、FSD、机器人、能源】之间做比例划分存在较大分歧。

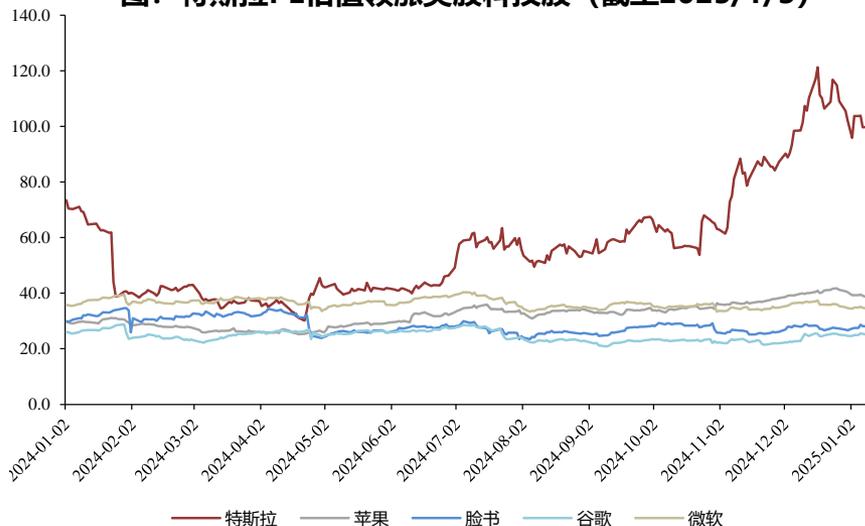
图：特斯拉2024年股价领涨美股科技股（美元，截至2025/1/3）



图：特斯拉PS估值领涨美股科技股（截至2025/1/3）



图：特斯拉PE估值领涨美股科技股（截至2025/1/3）



如何理解2024Q4特斯拉股价创新高

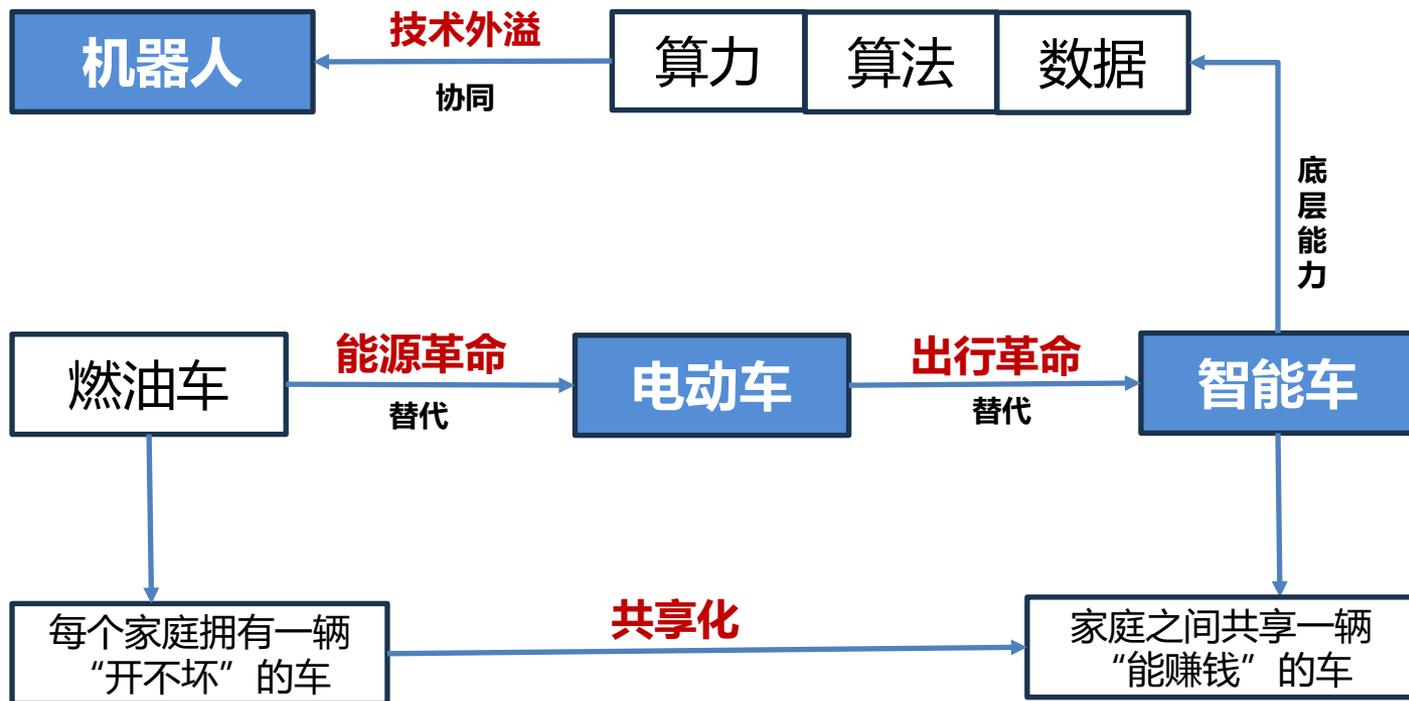
- **我们理解视角：**1) 特斯拉未来10年最核心是带来人类出行方式变革，Robotaxi成为【私家车-其他公共交通】的重要补充部分。特斯拉不仅有望是全球新车销量龙头，也有望成为全球Robotaxi龙头。2) 机器人/能源或是特斯拉市值的补充部分。

图：站在未来10年全球出行方式变革视角下理论测算T市值空间

1. 美国出行市场/万亿元	13				
美国人口/亿	3.2				
美国人均收入/万元	42				
美国人均年出行费用/万元	4.2				
2. 中国出行市场/万亿元	8.4				
中国人口/亿	14				
中国人均收入/万元	4				
中国人均年出行费用/万元	0.6				
3. 其他市场=美+中/万亿元	22				
4. 全球出行市场合计/万亿元	44				
Robotaxi出行比例	30%	私家车出行比例	40%	其他公共交通出行比例	30%
5. 全球Robotaxi出行规模/万亿元	13.1	9. 全球私家车出行/万亿元	17.5	假设T不涉及	
T市占率	30%	每台私家车每年万公里	2.5		
6. T-Robotaxi收入/万亿元	3.93	10. 全球私家车保有量/亿台	7.0		
T净利率	50%	更新率	10%		
7. T-Robotaxi净利润/万亿元	2.0	11. 全球私家车销量/万台	6989		
PE (参考苹果)	20	T市占率	20%		
8. T-Robotaxi市值/万亿元	39	12. T全球新车销量/万台	1398		
8. T-Robotaxi市值/万亿美元	5.6	T单车净利/万元	2		
		13. T全球新车净利润/亿元	2796		
		PE (参考丰田)	12		
		14. T全球新车销售市值/万亿元	3.4		
		14. T全球新车销售市值/万亿美元	0.5		
		特斯拉市值合计/万亿美元	6.1		
		假设实现周期/无风险利率	10年/3%		
		折现率	1.34		
		特斯拉市值合计/万亿美元 (折现后)	4.5		

注：人民币美元汇率按照1美元=7人民币计

- **从汽车视角看：**1) 电动化-智能化是汽车百年变革的重要环节，是汽车在【能源革命】基础上演绎【出行革命】，最终要实现汽车领域【共享化】，实现全球资源使用效率最大化，实现出行效率提升。2) **机器人是智能车的技术外溢。**【算力-算法-数据】是汽车智能化和机器人的共同底座，**智能车本质是机器人的一种形态。**



如何理解电动化-智能化-机器人三者关系

- **AI视角：AI（人工智能）是全球第四次科技革命核心主线。** 2023-2024年核心演绎了“卖铲子”环节（算力-光模块等），2025年重心去寻找“端侧应用”。汽车和机器人都是AI端侧垂直应用领域。**机器人远期市场规模想象空间更大于汽车。**汽车又分为电动车和智能车，智能车远期是要替代电动车。机器人产业处于0-1阶段，电动车产业处于1-N阶段，智能车正努力突破0-1阶段向1-10阶段发展。

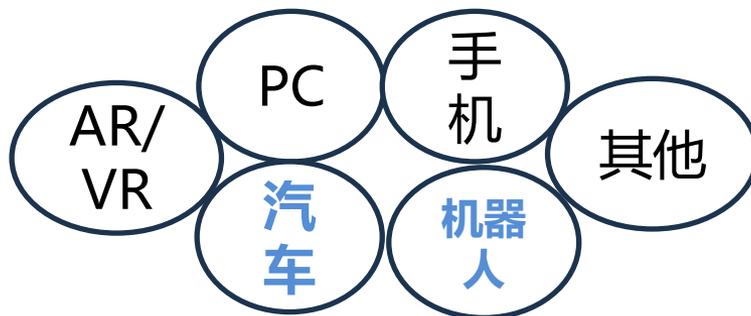
应用

1. 游戏/在线教育/电商等再升级；
2. **无人驾驶**/智慧城市/智慧工厂等；
3. 构建镜像世界（独立于现实世界）

美国

中国

终端



微软+谷歌+苹果+
亚马逊+Meta等

腾讯/阿里等

特斯拉等

华为/小鹏等

底座

算力

算法

数据

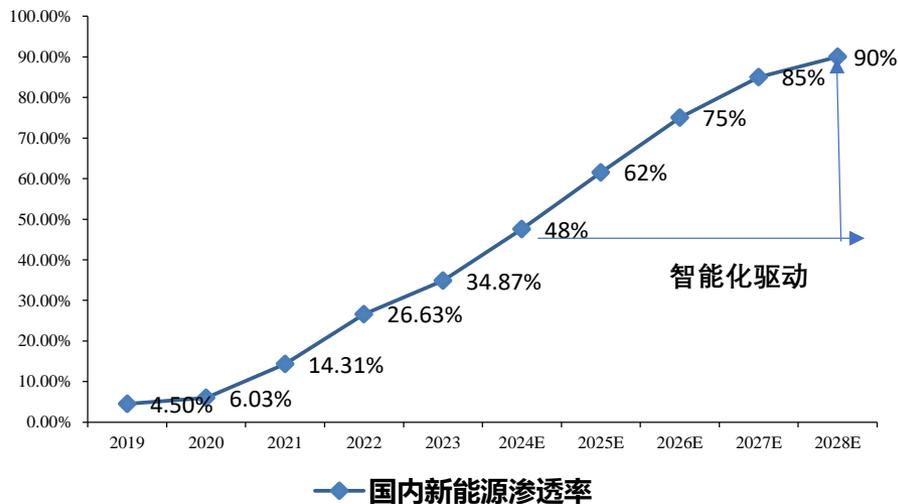
英伟达
Open AI等

寒武纪等

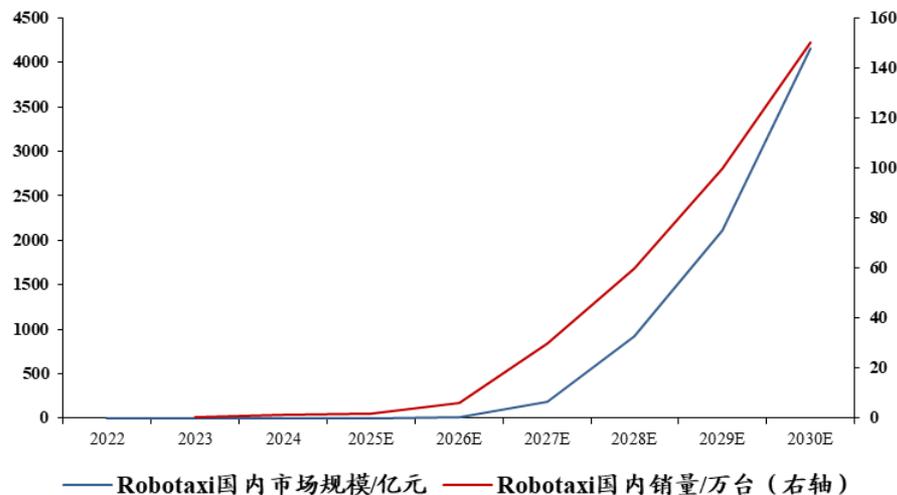
- **2025-2027年展望：汽车智能化核心任务是推动国内新能源（电动化）渗透率实现50%—80%+的突破！**也即：智能化是帮助车企卖车，依然是硬件商业模式，软件收费模式在国内难以实质性突破。
- **2028-2030年展望：Robotaxi有望走向大规模商业化落地，汽车出行革命实现质的突破（AI垂直应用领域之一）！**汽车智能化或真正意义开启了1-N产业趋势。

2027-2028年

2025-2027年智能化的目标

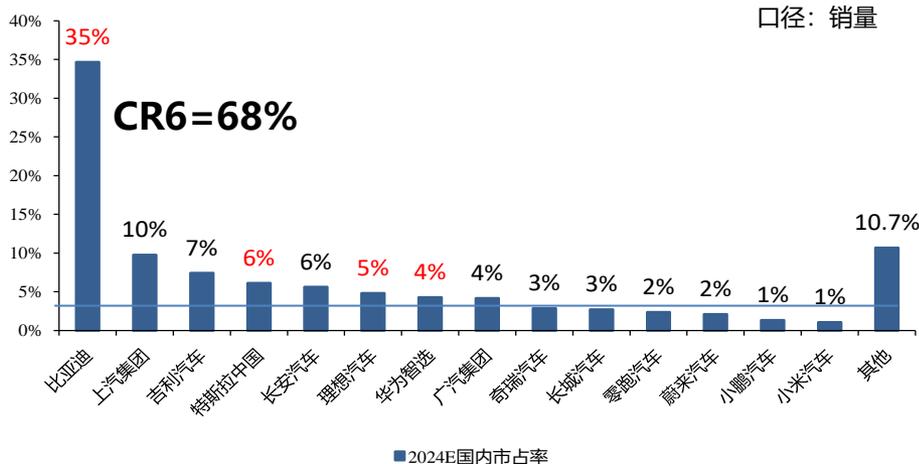


2028-2030年智能化的目标



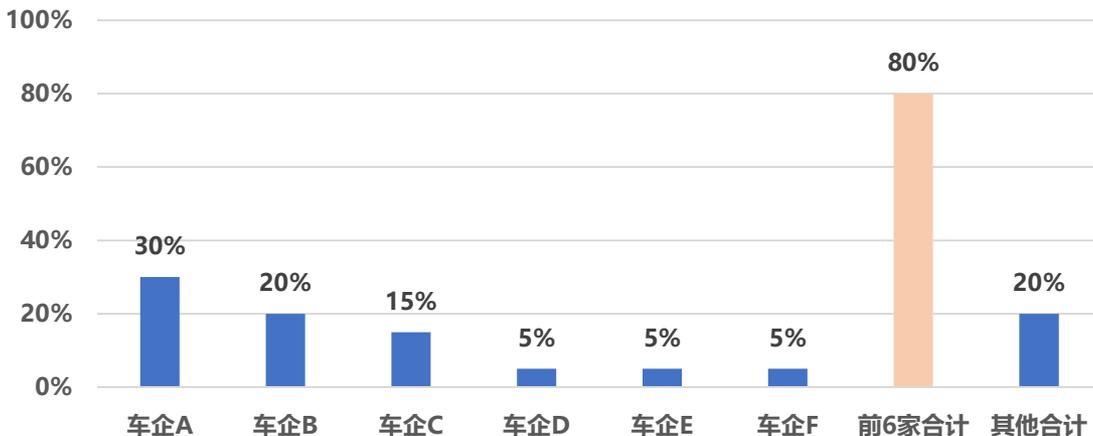
- **上半场电动化 (2020-2024年) :**
- 比亚迪一家独大，特斯拉占据核心市场，华为智选/理想占据高端市场。其他车企并没有显著跑出。
- 单一车型爆款程度比油车更爆款。
- 车企的盈亏平衡点比油车更高

2024E国内市占率



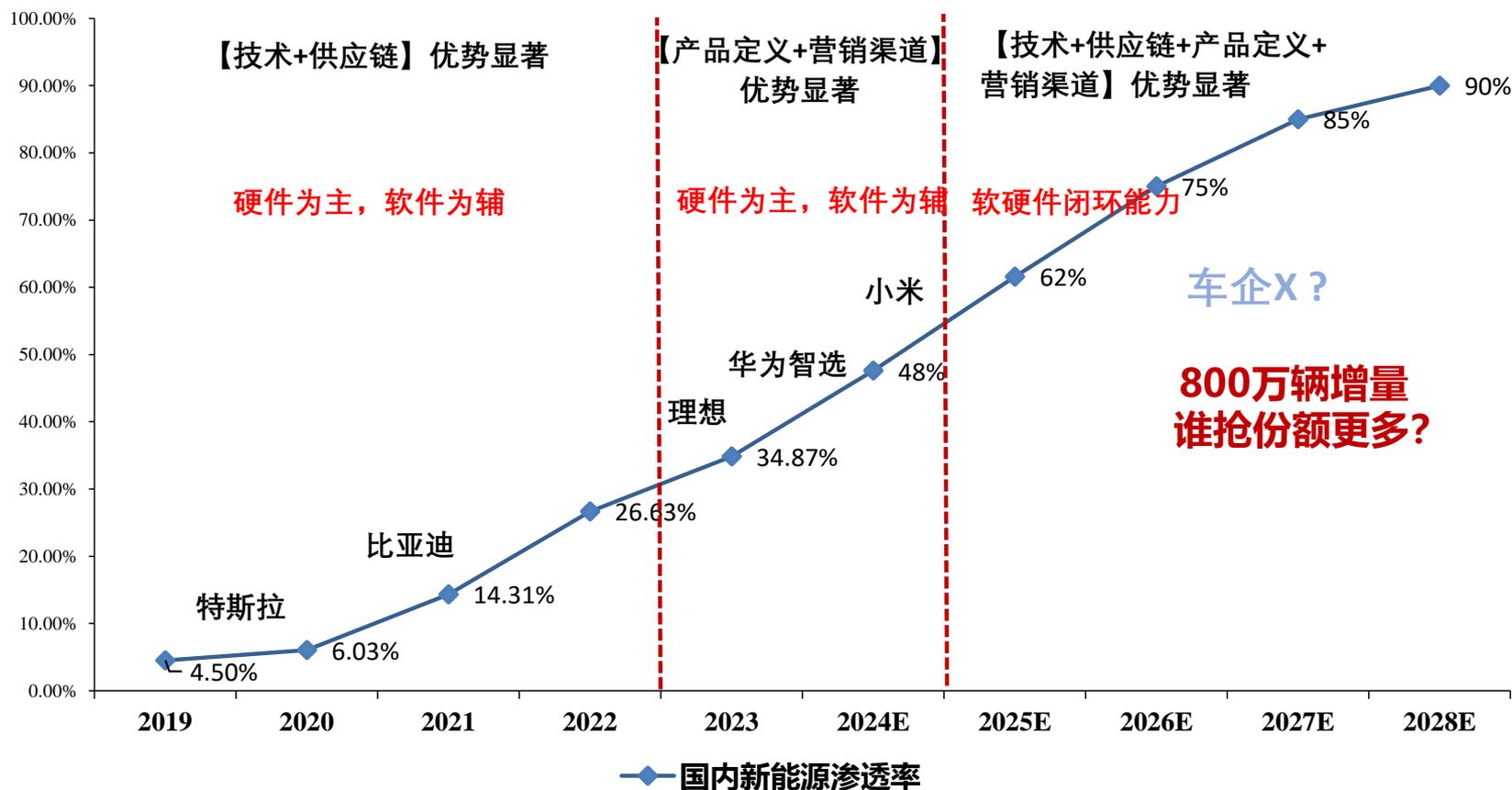
- **下半场智能化 (2025-2030年) :**
- 持续快速迭代-车企格局加速收敛-剩者为王。
- 类似于智能手机格局，我们预计CR6国内集中度或挑战80%。
- 单一车型爆款程度比电车更爆。
- 车企的盈亏平衡点比电车更高。

2025-2028年月均份额展望 (智能化红利的催化)

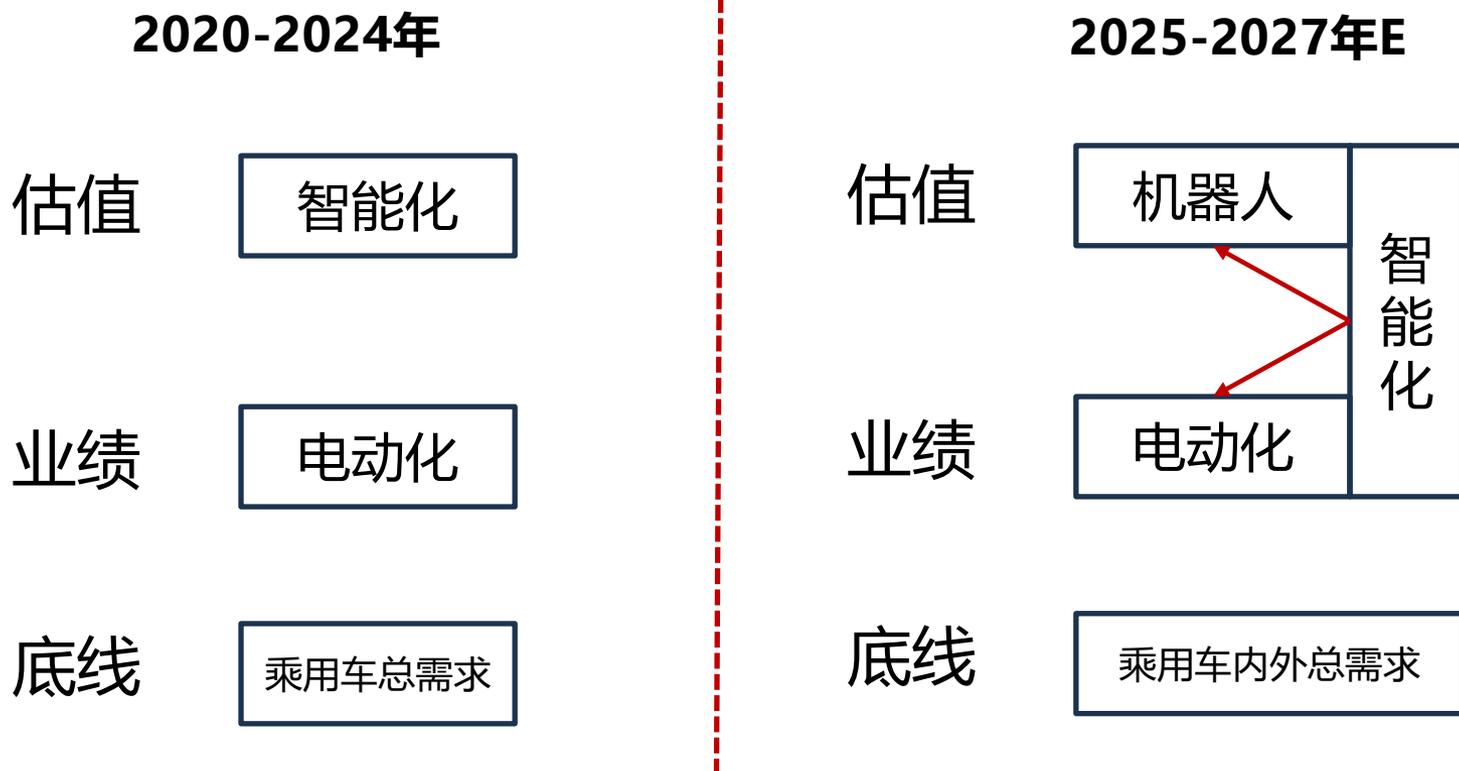


2025-2027年展望：智能化黑马车企诞生

- 国内新能源市场增量可观：以2300万辆80%渗透率可实现1840万辆，相比2024年或有【800万辆增量】。
- 2025-2027年能脱颖而出车企：智能化软硬件闭环能力是核心PK点，电动化综合能力也不能差。



- 相同点：类似2020年，2025年整车板块迎系统性估值修复（或有望重回PS估值）！从特斯拉扩散至国内车企！
- 不同点：相比2020年，2025年整车行情或呈现不一样特征：1) 因估值基数高于2020年，板块涨幅或弱于2020年，但核心车企或股价有望创历史新高；2) 智能化属性越强的车企，其机器人布局能力或越强，其涨幅或越高；3) 汽车零部件估值修复核心依赖机器人（未来第二增长曲线逻辑）。



- **2025年整车行情推演：系统性估值修复+扩散行情。** 1) 特斯拉依然是2025年整车方向标，特斯拉借助【FSD+机器人】有望PS持续向上突破，且带动特斯拉机器人相关产业链投资机会。2) 寻找特斯拉在中国的车企映射，国内车企PS有望跟随特斯拉向上突破。2025年国内车企不仅会纷纷【加速智能化战略】，且纷纷对外宣传【机器人战略】。【谁是特斯拉最佳中国车企映射？】2025年市场难以形成统一共识，或根据【新车周期/月度销量边际变化+机器人战略及进展】在不同车企之间形成行情的轮动。
- **2025年整车投资建议：全面看多整车板块！选股标准：智能化是内核，月度销量是结果，机器人是锦上添花。**
 - 第一梯队【小鹏汽车+上汽集团+赛力斯】
 - 第二梯队【理想汽车+比亚迪+吉利汽车+长安汽车+广汽集团+长城汽车+零跑汽车】
- **2025年零部件投资建议：全面看多零部件板块！选股标准：业绩确定性强+机器人布局+估值**
 - 智能化增量部件：【德赛西威+地平线机器人+伯特利】/【华阳集团/均胜电子/华域汽车/保隆科技/黑芝麻智能/经纬恒润/耐世特/中国汽研】等。
 - 电动化/机器人部件：【拓普集团+新泉股份+爱柯迪+旭升集团】/【岱美股份+继峰股份+恒帅股份+松原股份】等

- **国内以旧换新政策低于预期。** 2025年以旧换新政策推出时间点或单车补贴金额低于预期。
- **全球AI技术创新低于预期。** Open AI/苹果/微软等美国科技巨头AI进展低于预期。
- **特斯拉FSD入华进展低于预期。** 因地缘政治等综合因素，特斯拉FSD入华时间表低于预期。
- **国内L3智能化渗透率低于预期等。** 国内消费者对车企L3智能化买单意愿低于预期。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券 财富家园