

## 比较研究系列

## 从财报看三类车企有何新变化趋势

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 证券分析师

**王德安** 投资咨询资格编号  
S1060511010006  
BQV509  
WANGDEAN002@pingan.com.cn

**王跟海** 投资咨询资格编号  
S1060523080001  
BVG944  
WANGGENHAI964@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **民营车企：盈利韧性强，2025 年加速辅助驾驶平权。** 高端化突破、出口占比提升、新能源车规模效应凸显使得主要民营车企体现较强盈利韧性。高端化战略成效显著，盈利能力持续提升，赛力斯依托问界系列热销，长城汽车凭借坦克、皮卡等核心品牌。海外市场贡献可观利润。新能源车领域，比亚迪凭借规模优势及产业链优势，保持较高单车盈利，吉利汽车凭业务聚焦与新能源车业务迈入规模效应期实现盈利回暖。2025 年以比亚迪、吉利为代表的民营车企成为推动高速辅助驾驶下沉并普及的主力军。
- **新势力车企：自我造血迫切性提升，新一轮产品验证成长性。** 理想汽车盈利能力依然稳健，零跑、小鹏毛利率改善显著，亏损逐渐收窄。2025 年比亚迪、小米成功融资为竞争注入新弹药，但新势力融资环境、估值水平已较其刚上市时发生较大变化，尽快实现自我造血的迫切性提升。下一步，新一轮的产品投放成为新势力车企进一步拓展成长空间的关键。如理想汽车在 2025 年将加速推进纯电车型，开拓纯电市场；小鹏汽车通过推出增程版车型丰富产品矩阵，满足多元化市场需求；零跑则基于全新的 LEAP 3.5 架构在 2025 年推出全新的 B 系列车型。
- **国有车企：盈利稍弱，与华为合作推动业务转型。** 国有车企的盈利水平稍弱，这一现象背后存在多重影响因素：其一，过往国有车企的利润支柱合资车企的投资收益走低；其二，国有车企尚未跨越新能源车规模效应临界点，仍处于亏损阶段，品牌高端化尚未实现突破；其三，国内汽车市场结构调整，燃油车板块的盈利下降。面临转型压力，多数国有车企正积极深化与华为的战略合作，以期推动企业向智能化、电动化的业务转型进程。
- **投资建议：** 民营车企盈利韧性强，并凭借规模优势引领智能辅助驾驶平权，推荐赛力斯、比亚迪、长城汽车、吉利汽车。新势力亏损逐渐收窄，2025 年进入新一轮产品周期以验证成长性，推荐理想汽车、小鹏汽车、小米集团，建议关注零跑汽车。国有车企整合提速，与华为合作进一步深化，推荐长安汽车、上汽集团。推荐核心汽配福耀玻璃、地平线机器人。
- **风险提示：** 1) 国内汽车市场竞争加剧以及新车上市销量不达预期的风险；2) 汽车出海风险；3) 宏观经济以及政策风险；4) 监管政策风险；5) 政策透支风险。

# 正文目录

一、汽车行业整体：出口拉动，政策提振内需效果显著.....4

1.1 近年来出口拉动汽车产销增长.....4

1.2 政策提振 2025 汽车内需.....5

二、主要民营车企：经营韧性强，辅助驾驶功能下沉.....5

2.1 提振盈利的三条路径——高端化、出口、新能源车规模效应.....5

2.2 民营车企引领辅助驾驶功能下沉.....8

三、主要新势力车企：自我造血迫切性提升，新一轮产品验证成长性.....9

3.1 亏损逐渐收窄，实现自我造血迫切性强.....10

3.2 2025 年新产品重新验证后续成长性.....11

四、主要国有车企：盈利稍弱，与华为合作推动业务转型.....14

4.1 多重因素导致国有车企业绩承压.....15

4.2 拓展外部合作机会，加强与华为合作.....16

五、投资建议.....17

六、风险提示.....18

图表目录

图表 1	我国汽车销量结构变化（分国内和出口）	单位：万台	4
图表 2	汽车行业营业收入、利润总额累计同比增速		5
图表 3	汽车行业利润率变化		5
图表 4	国内主要民营车企 2024 年扣非净利润	单位：亿元	6
图表 5	主要民营车企 2024 年单车营收与毛利率对比	单位：万元	6
图表 6	主要民营车企 2024 年扣非净利率对比		6
图表 7	长城、比亚迪销量对比	单位：万台	7
图表 8	长城、比亚迪扣非利润率变化对比		7
图表 9	主要民营车企 2024 年海外销量	单位：万台	7
图表 10	主要民营车企 2024 年海外营收	单位：亿元	7
图表 11	比亚迪“天神之眼”技术矩阵		8
图表 12	吉利汽车智能辅助驾驶解决方案		9
图表 13	长城汽车智能辅助驾驶平台规划		9
图表 14	主要造车新势力关键财务指标对比		10
图表 15	造车新势力经营活动净现金流对比	单位：亿元	11
图表 16	特斯拉与造车新势力 PS(TTM)估值变化		11
图表 17	理想 L 系列智能焕新版智能辅助驾驶硬件升级方案		12
图表 18	理想 L 系列智能焕新版舒适性配置升级方案		12
图表 19	理想首款纯电 SUV i8		13
图表 20	理想 MEGA Home 家庭特别版内饰		13
图表 21	MONA M03 外观		13
图表 22	小鹏汽车近半年销量结构	单位：台	13
图表 23	B 系列首款车型 B10		14
图表 24	零跑汽车近半年销量结构	单位：台	14
图表 25	小米汽车业务 2024 年二、三、四季度业绩拆分		14
图表 26	主要国有车企 2024 年扣非净利润对比	单位：亿元	15
图表 27	广汽集团联合营企业投资收益变化	单位：亿元	15
图表 28	上汽大众、上汽通用净利润变化	单位：亿元	15
图表 29	主要国有车企与华为合作情况		17

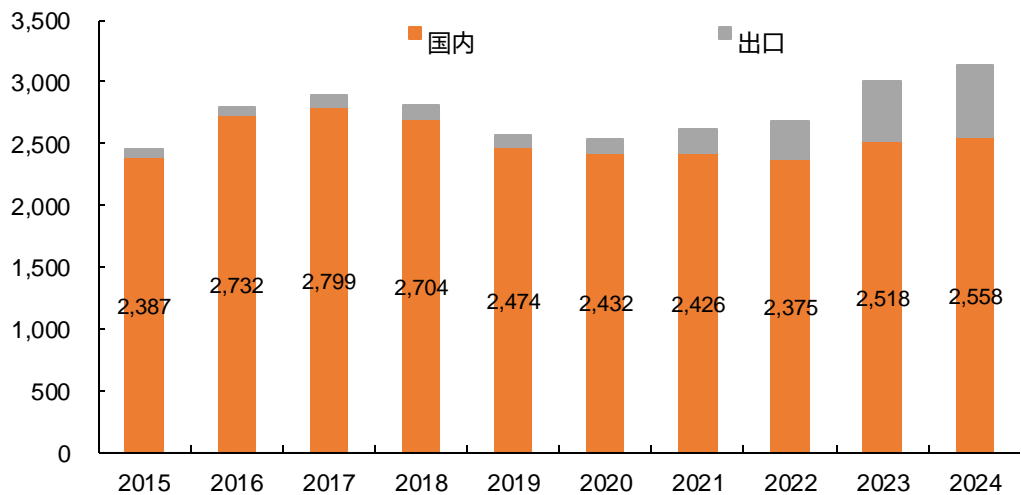
一、 汽车行业整体：出口拉动，政策提振内需效果显著

我国汽车销量在 2023 年首次突破 3000 万台，并于 2024 年再创新高。从增量来源看，近年来我国汽车产销增长主要来自出口拉动，国内汽车消费尚未恢复到 2017 年的水平。政策对汽车消费支持力度逐渐加强，2025 年以旧换新政策覆盖范围广、出台时间早，我们测算在 2025 将拉动汽车消费约 350 万台，此外，2025 年是新能源车购置税免征的最后一年（2026 年减半征收购置税），叠加“两新”政策对新能源车的补贴力度更大，我们判断 2025 年全年，尤其是下半年新能源车消费将保持高景气度。

1.1 近年来出口拉动汽车产销增长

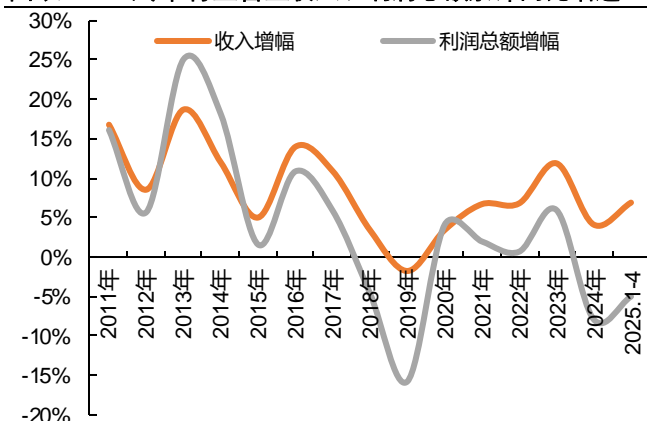
近年来汽车产销增长主要由出口拉动。根据中汽协统计数据，2023 年我国汽车产销量首次超过 3000 万台，但从销量结构来看，我国近年来汽车产销量的增长主要依赖出口拉动，汽车出口销量由 2020 年的 99.5 万台增长到 2024 年的 585.9 万台。国内汽车销量在 2017 年达到 2798.8 万台后，截至 2024 年国内汽车销量暂未恢复到 2017 年的水平。根据 Wind 统计数据，2024 年我国汽车制造业实现营业收入 106470.1 亿元，同比增长 4.1%，实现利润总额 4622.6 亿元，同比下滑 8.0%，汽车行业利润率为 4.3%，从整体变化趋势看，汽车行业利润率在近年来整体有一定下滑趋势，主要由于大部分国内新能源车企尚未实现稳定盈利所致。

图表1 我国汽车销量结构变化（分国内和出口） 单位：万台



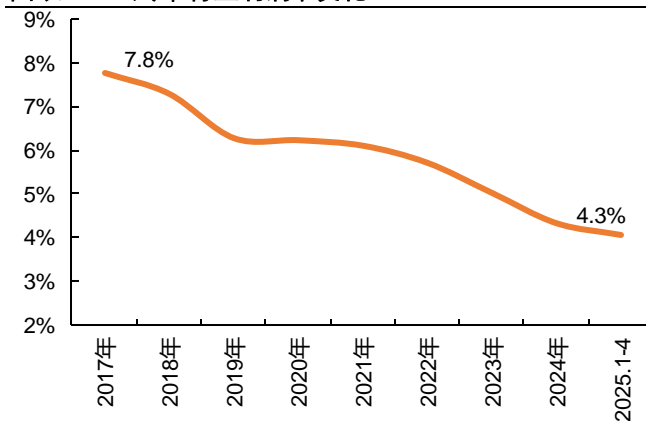
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表2 汽车行业营业收入、利润总额累计同比增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 汽车行业利润率变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 1.2 政策提振 2025 汽车内需

**政策刺激下内需提振显著。**根据商务部公布数据，2024 年汽车报废更新超过 290 万台（报废更新率约为 20%，报废更新率=报废更新量/符合报废补贴的保有量），置换更新超过 370 万台，政策对 2024 年汽车消费刺激效果显著。根据国家信息中心徐长明在 2024 年 12 月的公开演讲《汽车市场总量与结构变化》中的估计，2024 年政策拉动汽车消费 150 万台，这相当于商务部给出的享受到补贴政策的车辆规模的 23%（150 万台/660 万台）。

**2025 年汽车以旧换新政策覆盖范围广、出台时间早，预计拉动乘用车消费 350 万台。**2025 年以旧换新政策扩大了补贴实施范围，且政策有效时长明显高于 2024 年，刺激效果有望超过 2024 年。根据我们在 2025 年 1 月发布的研究报告《以旧换新政策明朗，刺激效果将超过 2024 年》中测算，假设 2025 年报废更新率提高至 30%（2024 年约 20%），则 2025 年乘用车报废更新有望达到 750 万台。2024 年地方置换更新于 9 月全面实施（置换更新量 370 万台），假设 2025 年地方置换更新政策覆盖全年，则受益置换政策的汽车需求规模有望达 1000 万台，即受益于“两新”政策的乘用车销量规模合计为 1750 万台，假设其中有 20% 的汽车消费因政策驱动，则 2025 年“两新”政策将拉动汽车消费 350 万台。

**海外市场不确定性增强，内需是 2025 年行业着力点，新能源汽车增长趋势明确。**在全球贸易壁垒增加以及出口高基数的大背景下，看好政策对 2025 年汽车消费的提振作用。新能源车方面，2025 年是新能源车购置税免征的最后一年（2026 年减半征收购置税），叠加“两新”政策对新能源车的补贴力度更大，我们判断 2025 年全年，尤其是下半年新能源车消费将保持高景气度。

## 二、 主要民营车企：经营韧性强，辅助驾驶功能下沉

民营车企高端化战略成效渐显，盈利能力持续提升，其中赛力斯依托问界系列热销，2024 年实现扭亏为盈。长城汽车凭借坦克、皮卡等优势品牌及海外市场贡献可观利润。新能源车领域，比亚迪凭借规模优势与垂直整合产业链，保持单车高盈利水平。吉利汽车通过业务聚焦与新能源规模化发展，盈利能力呈提升态势。智能辅助驾驶方面，2025 年以比亚迪、吉利汽车为代表的民营车企加速推进智能化战略，经济型车高速辅助驾驶渗透率有望快速提升。

### 2.1 提振盈利的三条路径——高端化、出口、新能源车规模效应

**主要民营车企盈利表现亮眼。**尽管 2024 年汽车行业整体盈利出现下滑，但民营车企盈利表现较强，根据各公司财报数据，比亚迪 2024 年扣非净利润达到 370 亿元，同比增长 29.9%，长城汽车扣非净利润达到 97 亿元，同比增长 101.4%，吉利

汽车扣非净利润达到 85 亿元，同比增长 51.5%，赛力斯扣非净利润达到 56 亿元，同比实现扭亏为盈。

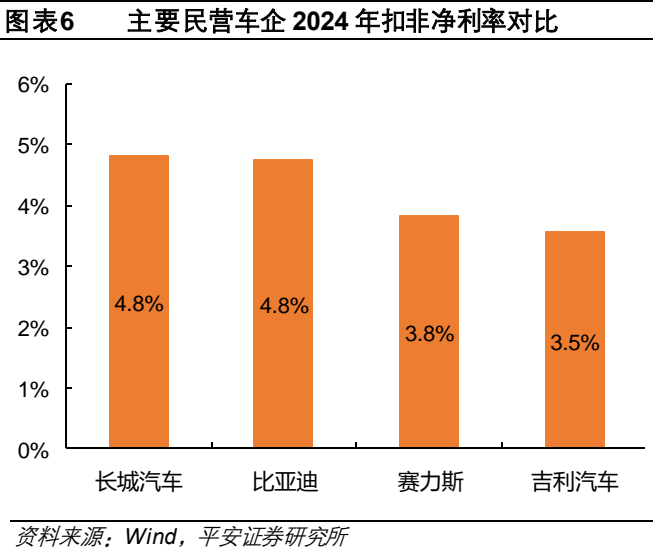
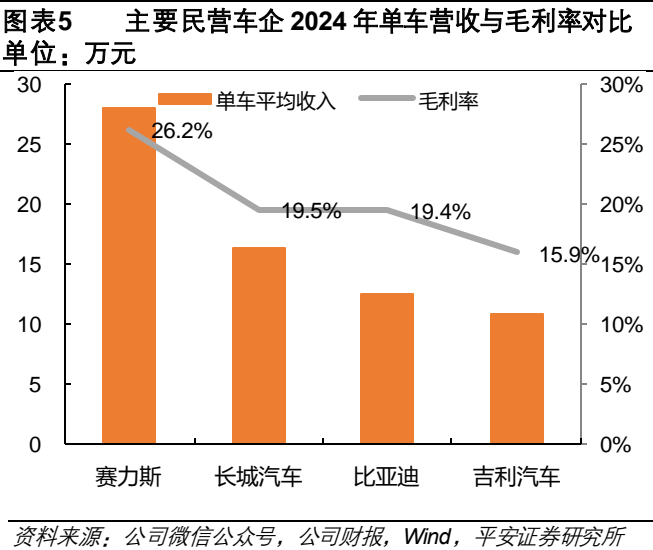
图表4    国内主要民营车企 2024 年扣非净利润    单位：亿元

民营车企	2024 年扣非净利润	2023 年扣非净利润	同比增速
比亚迪	370	285	29.9%
长城汽车	97	48	101.4%
吉利汽车	85	56	51.5%
赛力斯	56	-48	扭亏为盈

资料来源：各公司财报，平安证券研究所

● 高端化带来更好的利润表现

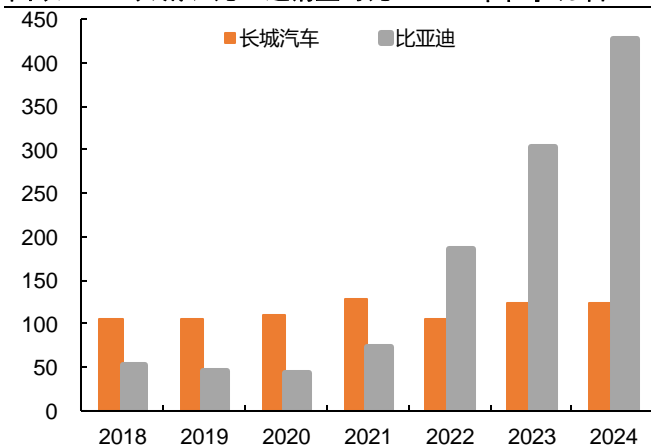
从毛利率、净利润率来看，高端化带来更好的利润表现，典型代表如赛力斯、长城汽车。根据各公司财报数据测算，2024 年赛力斯单车平均收入达到 28 万元，毛利率达到 26.2%，单车收入和毛利率均领先国内其他车企。长城汽车凭借坦克、皮卡等优势品牌，2024 年单车收入达到 16.38 万元（同比提升 2.3 万元）。



● 高端化与规模化战略的取舍

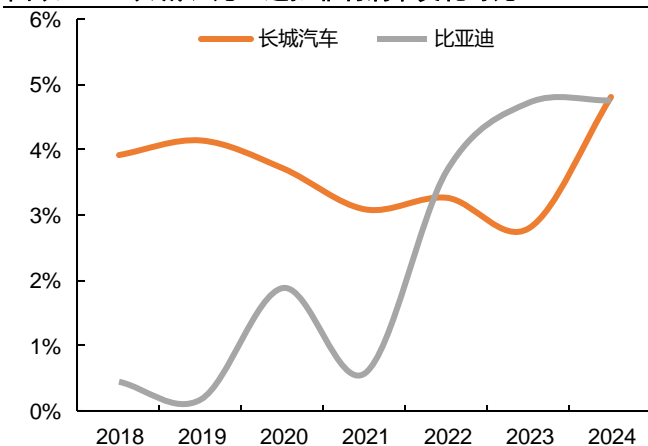
过去几年，长城汽车锚定盈利的稳定性与可持续性，凭借坦克系列、皮卡等明星车型构筑起稳固的利润护城河。长城年报数据显示，尽管年销量长期保持在 100-120 万辆区间，但 2018-2024 年间，其营业收入从千亿规模跃升至 2000 亿以上，扣非净利润也由 39 亿元增长至 97 亿元，盈利质量显著提升。反观比亚迪，则将新能源领域的规模效应发挥到极致，通过规模扩张推动成本优化，盈利能力提升明显。

图表7 长城、比亚迪销量对比 单位：万台



资料来源：各公司产销快报，平安证券研究所

图表8 长城、比亚迪扣非利润率变化对比



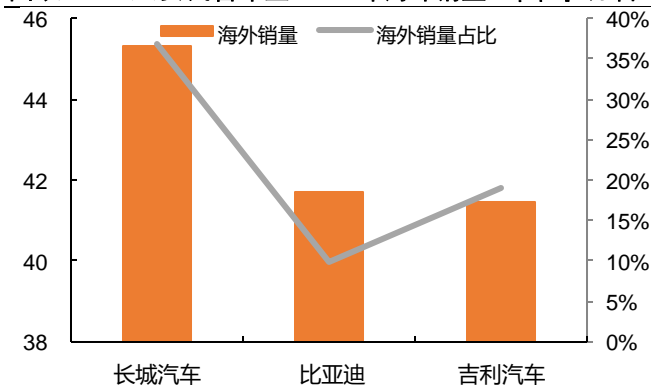
资料来源：Wind，平安证券研究所

### ● 海外利润贡献大

比亚迪、吉利、长城三家民营车企2024年海外销量均超过40万台，但从海外销量占比看，长城汽车2024年海外销量占比达到36.7%，占比最高。从营收规模看，2024年比亚迪汽车业务（含电池业务）海外营收超过1000亿元（比亚迪海外营收-比亚迪电子海外营收），长城汽车超过800亿元，吉利汽车海外营收规模相对较低，为539亿元。

从盈利能力来看，海外业务的盈利能力强于国内，以比亚迪为例，根据比亚迪财报数据，2024年比亚迪海外总体毛利率达到17.6%，但若剔除比亚迪电子的影响后，2024年比亚迪海外汽车业务（含电池业务）毛利率达到30.5%，超过其国内业务毛利率。此外长城汽车俄罗斯工厂盈利能力较强，根据长城财报数据，2024年长城汽车俄罗斯工厂净利润达到13.4亿元，净利润率达到了7%，高于长城整体的净利润率。

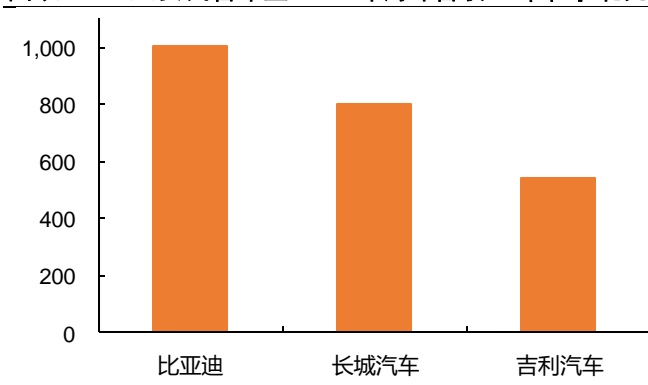
图表9 主要民营车企2024年海外销量 单位：万台



备注：赛力斯海外销量规模尚小，此处不作列示

资料来源：各公司产销快报，平安证券研究所

图表10 主要民营车企2024年海外营收 单位：亿元

备注：1、比亚迪海外营收剔除了比亚迪电子海外业务营收  
2、赛力斯海外营收规模尚小，此处不作列示

资料来源：各公司财报，平安证券研究所

### ● 业务聚焦实现降本，持续推动新能源车规模化

吉利自发布《台州宣言》以来，已陆续采取多项合并、聚焦、协同措施。目前吉利已形成两大汽车业务主体——吉利汽车集团和极氪科技集团。其中，吉利汽车集团整合吉利、吉利银河、雷达、翼真等，面向大众主流市场，加速新能源转型；极氪



科技集团整合领克、极氪，组建全球领先的高端豪华新能源汽车集团。2025 年吉利汽车公告，拟收购极氪已发行的全部股份，如交易完成，极氪将与吉利汽车实现完全合并。吉利通过推行品牌端的整合聚焦、技术协同，有利于提升资源利用效率，节省费用开支。根据吉利汽车 2025 年一季报显示，吉利汽车行政费用、销售费用绝对额均下降，整合后费用控制成效显著，若后续极氪顺利私有化，吉利汽车整合及协同还将继续带来降本空间。在新能源规模化方面，吉利汽车在 2025 年 1 月举办的《台州宣言》解析会中宣布吉利银河全年销量挑战 100 万辆，极氪、领克的合计产销目标则达到 71 万台。

2.2 民营车企引领辅助驾驶功能下沉

2025 年一季度，比亚迪、吉利等多家车企发布智能辅助驾驶平台规划，我们认为以比亚迪为首的民营车企在 2025 年的智能化战略将解决经济型车辅助驾驶从 0 到 1 的问题，将加速高速辅助驾驶功能的渗透。

根据中汽协数据，2024 年 20 万元以下乘用车销量规模为 1852 万台，在比亚迪、吉利等车企的引领下，经济型车的高速辅助驾驶渗透率可能在短时间内快速提升。

● 比亚迪引领辅助驾驶功能渗透

比亚迪于 2025 年 2 月举办智能化发布会，发布了天神之眼 A/B/C 三套智能辅助驾驶技术方案，并宣布比亚迪全系车型将搭载天神之眼智驾方案，目前比亚迪高速领航功能（天神之眼 C）全面覆盖 20 万元以下市场。比亚迪在每年年初的战略举措很大程度上引领了行业发展，我们认为比亚迪在 2025 年的智能化战略将较大程度地推动辅助驾驶功能渗透。

图表 11 比亚迪“天神之眼”技术矩阵

	天神之眼 A	天神之眼 B	天神之眼 C
辅助驾驶平台	Dipilot600	Dipilot300	Dipilot100
搭载品牌	仰望	腾势+比亚迪部分车型	比亚迪
辅助驾驶芯片	双 Orin X	单 Orin X	Orin N/地平线 J6M
芯片算力	508 Tops	254 Tops	84/128 Tops
激光雷达/颗	3	1 或 2	/
摄像头/颗	11	11 或 12	12
毫米波雷达/颗	5	5	5
超声波雷达/颗	12	12	12
辅助驾驶能力	城区领航	城区领航	高快领航
	高快领航	高快领航	城区记忆领航
	易四方泊车等	易三方泊车等	代客泊车、离车泊入等

资料来源：比亚迪智能化战略发布会，新出行，平安证券研究所

● 吉利汽车发布“千里浩瀚”辅助驾驶系统，将覆盖吉利全系不同价位车型

2025 年 3 月，吉利“千里浩瀚”辅助驾系统正式发布，将覆盖吉利全系不同价位车型。吉利汽车“千里浩瀚”系统分为 5 个层级，分别为 H1/H3/H5/H7/H9，均标配高速 NOA 功能。等级最低的 H1 系统具备自动泊车功能，H3 则具备城市通勤 NOA 与记忆泊车功能，从 H5 开始标配全场景车位到车位、城市无图 NOA、泊车代驾等，作为最高等级的 H9，具备 L3 的架构能力，搭载双 Thor 芯片。



图 表 12 吉 利 汽 车 智 能 辅 助 驾 驶 解 决 方 案



资料来源：吉利汽车集团微信公众号，平安证券研究所

● 长城汽车规划三大辅助驾驶平台，覆盖旗下全品牌车型

长城汽车则规划了低算力（ADC2.0）、中算力（ADC3.0）、高算力（ADC4.0）三大平台，其中低算力平台将覆盖哈弗、欧拉、皮卡等 10 万级别车型，中算力平台将覆盖 20 万级别车型，而高算力平台将覆盖 30 万级的高端车型。

图 表 13 长 城 汽 车 智 能 辅 助 驾 驶 平 台 规 划



资料来源：长城汽车 2024 年度业绩PPT，平安证券研究所

三、 主要新势力车企：自我造血迫切性提升，新一轮产品验证成长性

新势力车企在 2024 年整体边际改善，理想汽车单车盈利虽略有下滑，但盈利能力依然稳健。零跑、小鹏在 2024 年毛利率

同比改善显著，且由于费用端的控制，2024 年亏损相比 2023 年有所收窄。2025 年头部车企通过融资为接下来的市场竞争储备充足弹药，但新势力目前的融资环境已发生变化，尽快实现自我造血的迫切性提升。

我们认为，随着竞争环境的日趋激烈，新一轮的产品投放成为新势力车企进一步拓展成长空间的关键。如理想汽车在 2025 年将加速推进纯电车型，开拓纯电细分市场；小鹏汽车通过推出增程版车型进一步丰富产品矩阵，满足多元化市场需求；零跑则基于全新的 LEAP 3.5 架构，在 2025 年推出全新的 B 系列车型。

3.1 亏损逐渐收窄，实现自我造血迫切性强

● 理想汽车 2024 年盈利能力略有下降，但整体盈利能力依然稳健

理想汽车目前已处于稳定的盈利状态，但在 2024 年其盈利能力相较 2023 年有所承压，在单车营收方面，由于 L6 在 2024 年开始交付，理想汽车的单车营收有所下滑，但依然达到 27.7 万元，毛利率方面，受 MEGA 交付量不及预期以及 L 系列竞争对手的增加，理想汽车 2024 年汽车销售业务毛利率相较 2023 年有所下降，但依然达到 19.8%。

● 零跑、小鹏毛利改善显著，研发费用增长趋于收敛，亏损逐步收窄

目前小鹏、零跑的毛利率水平相对较低，但两家新势力车企在 2024 年毛利率相比 2023 年有较大幅度改善。此外，随着智能辅助驾驶技术路线切换到“端到端”，新势力车企研发费用的增长已逐渐趋于平稳，而随着销量的增加以及费用端的稳定，新势力亏损逐渐收窄。根据零跑、小米的财报数据，零跑汽车在 2024 年四季度成为继理想之后第二家盈利的新势力车企，此外，作为 2024 年新入局的车企，小米凭借 SU7 的热销，其毛利率达到 18.5%，2024 年四季度亏损已收窄至 7 亿元。

图表 14 主要造车新势力关键财务指标对比

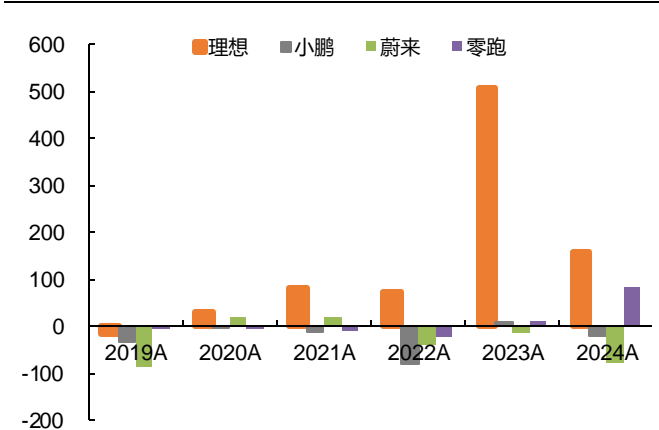
	理想汽车		小鹏汽车		零跑汽车		小米汽车
时间周期	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2023 年	2024 年	2024 年
销量/台	376030	500508	141601	190068	144155	293724	136854
合计财务指标							
汽车销售营收/亿元	1202.9	1385.4	280.1	358.3	167.3	316.3	327.5
汽车销售毛利率	21.5%	19.8%	-1.6%	8.3%	0.5%	8.4%	18.5%
研发费用/亿元	105.9	110.7	52.8	64.6	19.2	29.0	合计费用 132 亿元
销售管理费用/亿元	97.7	122.3	65.6	68.7	26.5	32.8	
营业利润/亿元	74.1	70.2	-108.9	-66.6	-43.8	-31.7	经调整净亏损 62 亿元
单车财务指标							
单车营收/万元	32.0	27.7	19.8	18.9	11.6	10.8	23.9
单车毛利润/万元	6.9	5.5	-0.3	1.6	0.1	0.9	4.4
单车研发费用/万元	2.8	2.2	3.7	3.4	1.3	1.0	单车费用 9.6 万元
单车销售管理费用/万元	2.6	2.4	4.6	3.6	1.8	1.1	
单车营业利润/万元	2.0	1.4	-7.7	-3.5	-3.0	-1.1	单车亏损 4.5 万元

资料来源：Wind，公司财报，平安证券研究所

● 头部车企 2025 年加大弹药储备，新势力实现自我造血迫切性提升

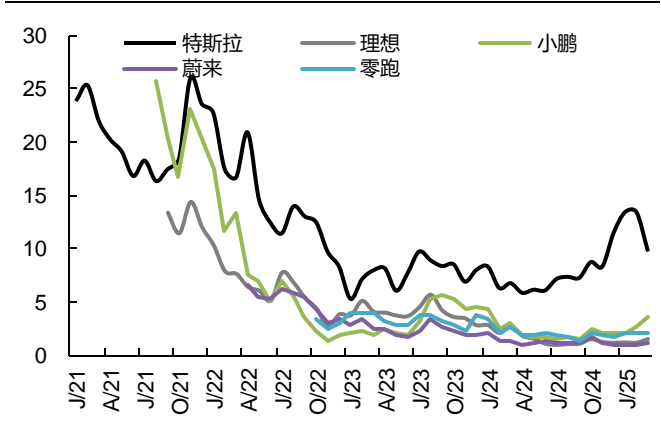
进入到 2025 年，头部车企比亚迪、小米均融资超过 400 亿港币，为接下来的市场竞争储备了充足的弹药。但对于造车新势力而言，目前融资环境相比其刚上市时已出现较大变化，在估值方面，国内新势力在上市初期的 PS 估值能够对标特斯拉，但目前国内新势力的 PS 估值与特斯拉差距拉大。在此背景下，我们认为造车新势力依赖融资经营的模式已无法持续，实现自我造血能力，已成为造车新势力谋求长远发展的关键破局点。

图 15 造车新势力经营活动净现金流对比 单位: 亿元



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图 16 特斯拉与造车新势力 PS(TTM)估值变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 3.2 2025 年新产品重新验证后续成长性

从行业发展趋势来看，整体新能源车的增长仍将延续，但受渗透率提升、消费需求波动以及基数扩大等因素影响，新能源车的增速会有所下滑。而在过去几年的发展过程中，各家新势力车企也都或多或少遭遇过不同的发展瓶颈。

展望未来，随着竞争环境的日趋激烈，新势力新一轮的产品投放成为新势力车企突破发展瓶颈、拓展成长空间的关键。例如，理想汽车在 2025 年将加速推进纯电车型，开拓纯电细分市场；小鹏汽车通过推出增程版车型进一步丰富产品矩阵，满足多元化市场需求；零跑则基于全新的 LEAP 3.5 架构，在 2025 年推出全新的 B 系列车型。

#### ● 智能焕新稳基盘，纯电周期启新篇

**2025 年 L 系列价格体系维持稳定，智能辅助驾驶软硬件升级，L7/L8/L9 舒适性配置升级力度大。**2025 年理想 L 系列的升级主要集中在智能辅助驾驶方面。在智驾硬件方面，新款 L 系列全系标配 ATL 全天候激光雷达，AD Pro 辅助驾驶升级为地平线 J6M 芯片，主动安全能力看齐 AD Max，AD Max 高级辅助驾驶升级为英伟达新一代 Thor-U 智能芯片，芯片算力由 508TOPS 增加至 700TOPS。除智驾外，L7/L8/L9 在电池以及舒适性配置方面也均有升级，如 L7/L8 由此前的单腔空气悬架升级到双腔空气悬架，其 MAX 版本电池容量升级到 52.3KWh。L9 悬架系统则升级到双腔双阀空气悬架，此外 L9 的后舱娱乐屏升级到 21.4 寸，同时升级 18 点热石揉捏按摩以及 800 万像素流媒体后视镜。产品策略上，L9 通过增配舒适性功能及 Ultra 版专属装饰强化高端定位，L7、L8 则重点升级 Max 版本配置。

**L6 竞争环境仍佳，L7/L8/L9 加大产品升级力度以应对市场竞争。**L7/L8/L9 在 2025 年的升级力度要大于 L6，我们认为这是公司基于当前竞争形势所做出的主动调整。2025 年问界新品以及其他中大型 SUV 相继推出，L7/L8/L9 三款车型所面临的竞争压力或大于 2024 年，根据乘联会披露数据，2025 年一季度三款车型销量分别为 20983 台/12940 台/12191 台，同比分别下滑 35.6%/38.1%/48.5%，但我们认为随着三款车型智能焕新版上市后，其销量有望逐步回升。L6 在 20-30 万元价格带内仍鲜有直接竞品，特斯拉 Model Y、小米 YU7 等同价格带的车型大多以纯电为主，且定位多偏运动，因此 L6 在 2025 年的竞争格局更好。

图表17 理想 L 系列智能焕新版智能辅助驾驶硬件升级方案

智能辅助驾驶系统	2024 款	智能焕新版
AD Pro	主控芯片：地平线 J5 ( 128TOPS )	主控芯片：地平线 J6M ( 128TOPS )
	激光雷达：无	激光雷达：1 颗禾赛 ATL 激光雷达
	摄像头：10 颗	摄像头：11 颗
	毫米波雷达：1 颗	毫米波雷达：1 颗
	超声波雷达：12 颗	超声波雷达：12 颗
AD Max	主控芯片：2 颗英伟达 Orin-X ( 508TOPS )	主控芯片：英伟达 Thor-U ( 700TOPS )
	激光雷达：1 颗禾赛 AT128 雷达	激光雷达：1 颗禾赛 ATL 激光雷达
	摄像头：11 颗	摄像头：11 颗
	毫米波雷达：1 颗	毫米波雷达：1 颗
	超声波雷达：12 颗	超声波雷达：12 颗

资料来源：汽车之家，平安证券研究所

图表18 理想 L 系列智能焕新版舒适性配置升级方案

L6 智能焕新版	新增天青色、绿色特别版珍珠漆，新增黑棕双色内饰，全新轮毂设计，前排手机无线充电散热能力升级，悬架调教升级
L7 智能焕新版	新增蓝灰特别版冷光漆，新增黑棕双色内饰，全新轮毂设计，全系标配双腔魔毯空气悬架，Max 版升级为 52.3kWh 电池
L8 智能焕新版	新增蓝灰特别版冷光漆、白色珍珠漆，新增黑棕双色内饰，全新轮毂设计，全系标配双腔魔毯空气悬架，Max 版升级为 52.3kWh 电池
L9 智能焕新版	新增白色珍珠漆、专属哑灰、特别版冷光漆，Ultra 专属旗舰金色装饰套装，新增黑棕双色内饰，全新轮毂设计，双腔双阀魔毯空气悬架，MEGA Home 同款十八点热石揉捏按摩，后排娱乐屏升级为 21.4 英寸，800 万像素流媒体后视镜，主/副驾双小桌板

资料来源：新出行，平安证券研究所

**MEGA Home 超预期，下半年两款纯电（i8、i6）预期乐观。**MEGA Home 上市后订单表现超预期，公司在一季度业绩电话会中表示，公司正在增加产能，在 7 月份将实现月交付量 2500~3000 台。根据公司规划，下半年公司还将推出 i8、i6 两款纯电 SUV，其中 i8 将于 7 月份上市，i6 将于 9 月份上市。我们认为 MEGA Home 版的成功为下半年两款纯电做好预热，也进一步增加了公司后续纯电车成功的筹码。此外我们认为相较于公司首款纯电 MEGA 上市时，下半年两款纯电新车的上市条件也更加成熟：1）造型、售价更为主流：i8 的官图已经发布，车尾造型与 MEGA 有较大差异，我们预计客户接受度会更高，此外 i8、i6 的售价也意味着其将面向更广泛的用户群体（MEGA 定位品牌旗舰，售价较高）；2）超充网络布局更广：根据公司此前业绩电话会披露，到 i8 上市时将上线 2500 座超充站，相比 2024 年 MEGA 上市初期超充站数量增加显著。



图表19 理想首款纯电 SUV i8



资料来源：理想汽车微信公众号，平安证券研究所

图表20 理想 MEGA Home 家庭特别版内饰



资料来源：理想汽车微信公众号，平安证券研究所

### ● 小鹏汽车：2025 年新车周期强，AI 战略稳步推进

**M03 以性价比取胜，但单车 ASP 略有承压。**2024 年下半年开始，小鹏汽车相继推出 M03、P7+两款新车型，其中 M03 凭借较高的性价比成为小鹏的一款爆款车型，根据乘联会披露的产销数据，M03 目前月交付量在 1.5 万台以上，约占目前小鹏总销量的 50%。我们认为 M03 对于小鹏走出销量困局意义重大，但由于其售价中枢相对较低，小鹏汽车 ASP 略有承压，根据公司 2025 年一季报数据测算，小鹏汽车一季度单车 ASP 为 15.3 万元，同环比分别下降 10.1 万/0.7 万元。

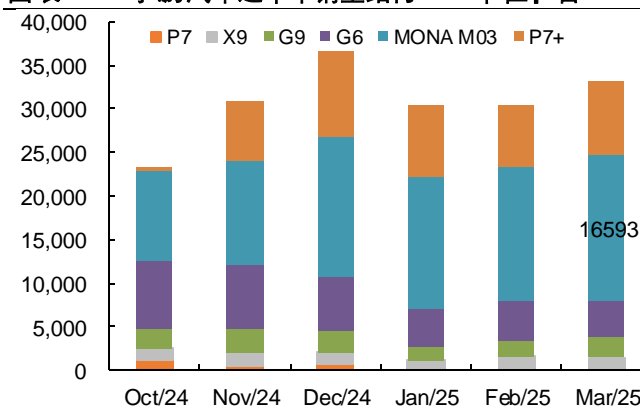
**后续新车周期依旧强势。**小鹏仍储备多款重磅车型，如小鹏 Mona M03 Max 版本已于 5 月底正式上市，而根据公司在业绩电话会中披露，6 月小鹏还将发布全新车型 G7，三季度推出全新一代 P7，四季度鲲鹏超级电动车型将进入量产，在新车型加持下，我们判断小鹏的销量有望再上新台阶。

图表21 MONA M03 外观



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

图表22 小鹏汽车近半年销量结构 单位：台



资料来源：乘联会，平安证券研究所

### ● 零跑汽车：架构升级，2025 年主打 B 系列 3 款新车

**LEAP 3.5 架构全面升级。**2025 年 3 月，零跑汽车正式发布了 LEAP 3.5 技术架构，LEAP 3.5 架构以中央域控为底座，在智驾、智舱、电驱、电池、热管理和底盘等技术进行了全新升级。在智能辅助驾驶方面，首款搭载 LEAP 3.5 架构的零跑 B10 搭载了激光雷达、高通 8650 芯片智驾方案以及端到端智驾大模型。在智能座舱方面，零跑 B10 配备了第四代骁龙座舱平台，采用高通 8295 芯片。

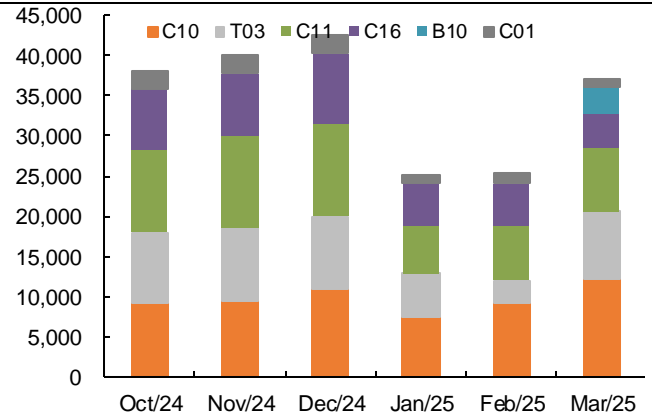
基于 LEAP 3.5 架构，零跑计划 2025 年推出 B 系列 3 款车型。根据零跑汽车的规划，零跑汽车计划在 2025 年推出 3 款 B 系列车型，首款 B 系列车型 B10 已经正式上市，售价 9.98 万~12.98 万元（其余两款车型为中型轿车 B01、运动型掀背车 B05），此外目前零跑在售的 C 系列车型也将在 2025 年陆续升级到 LEAP 3.5 架构。得益于 3 款 B 系列车型的上市交付，我们预计零跑汽车月销量有望再上新台阶。

图表23 B 系列首款车型 B10



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

图表24 零跑汽车近半年销量结构 单位：台



资料来源：乘联会，平安证券研究所

● 小米汽车交付量取决于产能节奏，2025 年汽车业务有望扭亏

小米汽车全年交付量很大程度上取决于产能爬坡节奏。目前小米积累了大量未交付订单，小米汽车 APP 显示，目前小米 SU7 的交付周期超过 40 周，而随着 YU7 在 2025 年中上市以及新产能投产，小米汽车月交付量有望再上新台阶。

产业链资源赋能，小米汽车业务亏损逐步收窄。根据小米财报数据，2024 年第二、三、四季度，小米的汽车业务毛利率分别达到 15.4%/17.1%/20.4%，毛利率水平逐季上升，小米作为新能源汽车行业的新入局者，目前的毛利率处于较高水平，我们认为这一定程度上取决于供应链对小米的信心。而随着小米汽车交付量的提升，汽车业务相关的费用率也在逐渐下降，根据我们在 2025 年 3 月发布的研究报告《小米集团：生态优势稳，汽车绘蓝图》中测算，我们预计 2025 年小米汽车销量将达到 40 万台，并实现扭亏为盈。

图表25 小米汽车业务 2024 年二、三、四季度业绩拆分

	2Q24	3Q24	4Q24
汽车销量/台	27307	39790	69697
单车营收/万元	23.3	24.4	23.9
营业收入/百万元	6368.8	9697.1	16661.70
毛利率	15.4%	17.1%	20.4%
毛利润/百万元	979.8	1660.4	3406.9
经营费用/百万元	2900	3300	4400
经营费用率	45.5%	34.0%	26.4%
经营性利润/百万元	-1920.2	-1639.6	-993.1
经调整净利润	经调整净亏损人民币 18 亿元      经调整净亏损人民币 15 亿元      经调整净亏损人民币 7 亿元		

资料来源：公司财报，平安证券研究所测算

四、 主要国有车企：盈利稍弱，与华为合作推动业务转型



国有车企的盈利水平稍弱,这一现象背后存在多重影响因素:其一,过往国有车企利润的重要支柱合资车企的投资收益走低,部分合资车企已出现亏损;其二,在新能源汽车领域,国有车企尚未跨越规模效应临界点,仍处于亏损阶段,同时品牌高端化尚未实现突破;其三,随着国内汽车市场结构调整,燃油车市场规模下降,致使国有车企在传统燃油车业务板块的盈利能力下降。面临转型压力,多数国有车企正积极深化与华为的战略合作,以期推动企业向智能化、电动化的业务转型进程。

#### 4.1 多重因素导致国有车企业绩承压

**2024 年国有车企业绩稍弱。**大部分国有车企在 2024 年业绩有一定下滑,甚至出现亏损,如广汽、上汽 2024 年扣非后出现亏损,长安汽车 2024 年扣非净利润也下滑 31.6%。

图表 26 主要国有车企 2024 年扣非净利润对比 单位:亿元

	2024 年	2023 年	同比变化
长安汽车	25.9	37.8	-31.6%
广汽集团	-43.5	35.7	-221.8%
上汽集团	-54.1	100.4	-153.9%
北汽蓝谷	-73.2	-60.2	/
江淮汽车	-27.4	-17.2	/

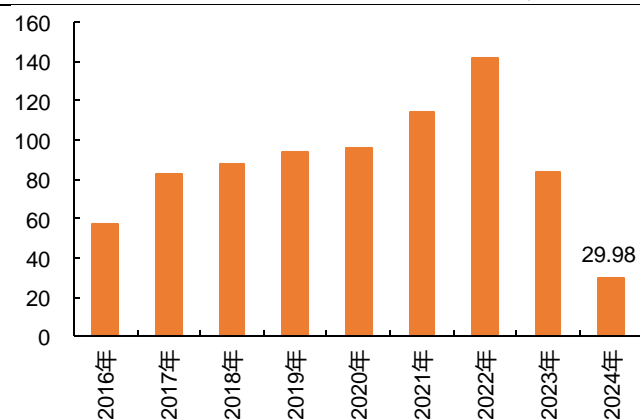
资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为造成国有车企盈利下滑的主要原因包括以下几个方面:

##### 1) 合资车企贡献的投资收益下滑并逐渐出现亏损。

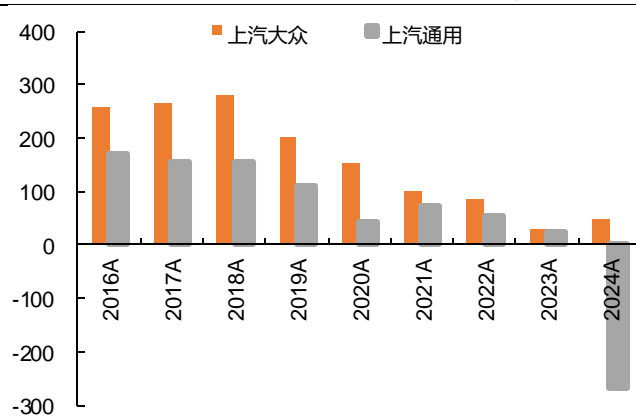
合资品牌在本轮行业变革中受影响程度较大,广汽集团、上汽集团 2024 年业绩均受到其合资盈利下滑的影响。根据广汽集团财报,2024 年广汽集团联合营企业投资收益为 30 亿元(同比下滑 64.1%),其中广汽丰田、广汽本田权益法下确认的投资收益分别为 26.5 亿/-3.9 亿元,广汽本田目前已处于亏损状态。上汽方面,上汽大众、上汽通用近年来的盈利能力出现大幅下滑,上汽通用在 2024 年同样处于亏损状态,并在 2024 年四季度计提了 232 亿元的减值准备。

图表 27 广汽集团联合营企业投资收益变化 单位:亿元



资料来源: 广汽集团财报, 平安证券研究所

图表 28 上汽大众、上汽通用净利润变化 单位:亿元



资料来源: 上汽集团财报, 平安证券研究所

##### 2) 高端化并未突破, 自主新能源业务尚未进入规模效应期, 仍然处于亏损中。

国有车企中,长安汽车的新能源节奏相对较快,旗下布局了长安启源、深蓝、阿维塔三大新能源品牌,根据乘联会数据,2024

年长安汽车新能源车销量达到 66.6 万台（同比+54.3%），但长安汽车的新能源业务仍处于亏损状态，根据长安汽车年报披露，2024 年长安汽车旗下两大新能源车业务板块深蓝汽车和阿维塔分别亏损 15.7 亿/40.2 亿元。

国有车企在高端新能源车领域也未形成突破，根据乘联会数据，2024 年阿维塔（长安系）、岚图（东风系）、智己（上汽系）、昊铂（广汽系）销量分别为 6.2 万/8.6 万/6.6 万/2.0 万台，四个高端新能源品牌在 2024 年的合计销量仅为 23.3 万台，规模效应不强。

### 3）国内燃油车盈利下滑

在合资品牌盈利承压，新能源车业务普遍亏损的情况下，国有车企同时面临传统燃油车板块的盈利能力下滑的局面。根据长安汽车年报大致测算，在剔除深蓝汽车业务亏损后，长安传统自主业务（主要为引力、启源）2024 年净利润为 33.5 亿元（上年同期该项业务净利润为 75.1 亿元），即便在 2024 年长安海外业务大幅增长对盈利有所贡献的情况下，传统自主业务盈利仍然承压。

## 4.2 拓展外部合作机会，加强与华为合作

**国有车企迫于转型压力，谋求与华为合作。**随着国有车企在本轮行业变革中逐渐落后，尤其是高端智能新能源车的发展落后于民营自主以及造车新势力，国有车企普遍面临较大的转型压力，而华为打造的鸿蒙智行起到了较好的“样板间”示范作用，因此自 2024 年以来，国有车企谋求通过与华为合作以推动内部转型。目前除赛力斯为民营车企外，与华为合作较为紧密的车企多为国有车企，如长安、东风、广汽、上汽、北汽、江淮、奇瑞等。

**阿维塔与华为合作升级，下一代车型预计 2026 年推出。**早在 2022 年，阿维塔便开启了与华为的合作（HI 模式），在 HI 合作模式下，阿维塔推出了阿维塔 11、12、07、06 四款车型，目前阿维塔搭载华为全套的智能化解决方案，但其产品定义、制造、营销渠道均由阿维塔主导。2024 年 12 月，阿维塔与华为正式签署全面深化战略合作协议，阿维塔与华为将在产品开发、营销及生态服务等领域深度合作，支持阿维塔打造下一代系列车型，本次合作升级后，阿维塔与华为的合作边界将被拓宽，合作模式从此前的 HI 模式升级为 HI Plus 模式，根据阿维塔规划，阿维塔后续将推出中大型五座、大六座 SUV、中大型轿车等 7 款产品。

**广汽集团投资 15 亿成立华望汽车，以华望为载体与华为开展合作。**2024 年 11 月，广汽与华为签署深化合作协议，广汽将在传祺、埃安和昊铂之外，打造一个全新的高端智能新能源汽车品牌，广汽集团将以新品牌为载体，与华为发挥各自优势，在产品开发、营销及生态服务等领域开展合作。2025 年，广汽集团投资设立 GH 项目公司，注册资本 15 亿元，GH 项目后注册成为华望汽车，而华望也将成为广汽与华为合作的主要载体。广汽集团董事长冯兴亚在 2024 年业绩说明会中披露，华为汽车主要面向 30 万元级别的高端客户，详细的产品定义和定位由华为主导。

**上汽集团加入鸿蒙智行大家庭。**2025 年 2 月，上汽与华为终端签署深度合作协议，双方将在产品定义、生产制造、供应链管理、销售服务等领域开展合作。在 2025 年 4 月鸿蒙智行新品发布会中，上汽与华为联合发布了全新品牌尚界，尚界正式成为鸿蒙智行旗下的第 5 个品牌。根据上汽集团公布信息，尚界采用华为智选车模式，将面向主流市场，上汽集团为尚界品牌首期投入 60 亿元，团队人员超过 5000 人，并将为尚界打造专属超级工厂。

图表29 主要国有车企与华为合作情况

车企	品牌	合作形式	主要合作车型
长安汽车	阿维塔	阿维塔现款车型：HI 模式 下一代车型：HI Plus 模式	HI 模式下已推出 4 款车型，后续将推出中大型五座、大六座 SUV、中大型轿车等 7 款产品
广汽集团	华望汽车	HI Plus 模式	主要面向 30 万级别的高端客户
上汽集团	尚界	鸿蒙智行	首款车型预计 2025 年秋上市
奇瑞汽车	智界	鸿蒙智行	智界 S7/R7
北汽蓝谷	享界	鸿蒙智行	享界 S9
江淮汽车	尊界	鸿蒙智行	首款车型尊界 S800 售价 70.8 万~101.8 万

资料来源：公司公告、微信公众号，中国基金报，上海证券报，平安证券研究所

五、 投资建议

● 民营车企：盈利韧性强，2025 年加速辅助驾驶平权

高端化突破、出口占比提升、新能源车规模效应凸显使得主要民营车企体现较强盈利韧性。高端化战略成效显著，盈利能力持续提升，赛力斯依托问界系列热销，长城汽车凭借坦克、皮卡等核心品牌。海外市场贡献可观利润。新能源车领域，比亚迪凭借规模优势及产业链优势，保持较高单车盈利，吉利汽车凭业务聚焦与新能源车业务迈入规模效应期实现盈利回暖。2025 年以比亚迪、吉利为代表的民营车企成为推动高速辅助驾驶下沉并普及的主力军。

● 新势力车企：自我造血迫切性提升，新一轮产品验证成长性

理想汽车盈利能力依然稳健，零跑、小鹏毛利率改善显著，亏损逐渐收窄。2025 年比亚迪、小米成功融资为竞争注入新弹药，但新势力融资环境、估值水平已较其刚上市时发生较大变化，尽快实现自我造血的迫切性提升。下一步，新一轮的产品投放成为新势力车企进一步拓展成长空间的关键。如理想汽车在 2025 年将加速推进纯电车型，开拓纯电市场；小鹏汽车通过推出增程版车型丰富产品矩阵，满足多元化市场需求；零跑则基于全新的 LEAP 3.5 架构在 2025 年推出全新的 B 系列车型。

● 国有车企：盈利稍弱，与华为合作推动业务转型。

国有车企的盈利水平稍弱，这一现象背后存在多重影响因素：其一，过往国有车企的利润支柱合资车企的投资收益走低；其二，国有车企尚未跨越新能源车规模效应临界点，仍处于亏损阶段，品牌高端化尚未实现突破；其三，国内汽车市场结构调整，燃油车板块的盈利下降。面临转型压力，多数国有车企正积极深化与华为的战略合作，以期推动企业向智能化、电动化的业务转型进程。

● 投资建议

民营车企盈利韧性强，并凭借规模优势引领智能辅助驾驶平权，推荐赛力斯、比亚迪、长城汽车、吉利汽车。新势力亏损逐渐收窄，2025 年进入新一轮产品周期以验证成长性，推荐理想汽车、小鹏汽车、小米集团，建议关注零跑汽车。国有车企整合提速，与华为合作进一步深化，推荐长安汽车、上汽集团。推荐核心汽配福耀玻璃、地平线机器人。

## 六、风险提示

- 1) **国内汽车市场竞争加剧以及新车上市销量不达预期的风险：**汽车行业价格战可能短时间内无法缓解，造成国内车企盈利能力下滑，此外国内新车竞争激烈，新车上市后销量可能不达预期；
- 2) **汽车出海风险：**海外出口受贸易壁垒、地缘政治、汇率等因素扰动，销量和盈利表现可能不及预期；
- 3) **宏观经济以及政策风险：**宏观经济恢复不达预期，可能会对汽车消费造成负面影响，汽车以旧换新政策刺激效果可能不达预期；
- 4) **监管政策风险：**智驾监管趋严后，车企也面临一定的“监管成本”，包括智驾营销难度增加、OTA 认证周期拉长等；
- 5) **政策透支风险：**2025 年新能源汽车购置税免征政策退坡，以旧换新政策在 2026 年尚未明确，汽车消费需求可能在 2025 年形成一定透支。

# 平安证券研究所投资评级：

## 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

## 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层	