

乘用车电动化复盘：拥抱变化

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：021-60199790

2026年1月6日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

为什么在2020年整车行情出现向上拐点？

- 2020年起虽有疫情干扰，但指数开始向上，主要原因为①行业销量同比转正；②新能源渗透率开始出现实质性的拐点，且本轮新能源浪潮带动自主品牌份额显著提升，自主整车车企分得更多行业蛋糕。
- 新能源渗透率出现核心拐点的原因主要为：①特斯拉国产化后带来产业趋势强化，Model 3迅速爬坡上量成为爆款。②产业链经济性的改善带来供给端百花齐放。

几次整车指数见底向上分别发生了什么？

- **21年5月：电动化逻辑仍很强势（渗透率约为10%），终端需求未减弱，缺芯阶段性缓解。**行业缺芯问题从2021年初开始全面爆发，指数对应下跌。21年5月开始市场普遍预期7-8月供应问题将逐步缓解（预计马来西亚芯片工厂8月将复工等），股价提前反应行业基本面改善的前景。
- **22年5月：电动化逻辑较强势（渗透率约为25%），封控区复工复产，购置税补贴政策落地，电池成本高位震荡。**22Q1上海等地由于疫情影响长三角地区供应链体系也受到较大影响，同时电池成本飙升，指数快速调整。22年5月国常会宣布阶段性减征乘用车购置税 600 亿元，对30 万元以下、2.0L 及以下排量车型实施购置税减半，同时地方政策密集跟进。此外上海等地区陆续实现复工复产，电池成本未持续上升，指数上行。
- **24年2月：供需地位发生转换，交易各价格带的以价换量，后期智能化/全球化逻辑开始演绎但并非主逻辑。**汽车芯片短缺问题从2022年6-7月开始缓解，9-10月迎来明显拐点，2023 年实现全面缓解，同时电池成本从23年初开始进入到下行区间；疫情影响基本消退，供给端恢复正常，供需地位转换。但由此带来的结果是竞争加剧+终端价格战，特斯拉22年10月开始大规模降价，后续“价格战”成为车市主旋律。进入24年2月，大盘反弹+比亚迪以价换量效果显著（电比油低），7月伴随以旧换新政策在终端开始发挥效果，进一步向上。进入25年，DeepSeek-R1模型发布，AI技术突破与产业应用落地受到市场关注。2月比亚迪等车企陆续举办辅助驾驶发布会，推动辅助驾驶搭载车型价格带下移，申万乘用车/香港汽车指数均录得较大涨幅，此外由于权重车企比亚迪出口数据持续超预期，指数上行，智能化/全球化的逻辑在25年开始得到部分演绎。

新能源行情下整车盈利能力/估值怎么变化？

- **新能源行情下整车盈利能力和油车时期相比没有明显提升。**本质原因为 ① 卖新能源车并没有改变整个行业的商业模式，完全还是制造业逻辑，虽有品牌向上突破但对行业整体盈利拉动有限，出口对盈利有一定支撑但和国内市场相比占比暂时还比较低；② 这轮产业变革中行业涌入特斯拉、蔚小理零跑等实力颇强的新势力，同时由于汽车行业承担的税收、就业等重要角色，原有的整车供给也在多方支持下没有完全退出市场，供给拥挤带来竞争加剧，战时拉长也给了后进者继续出牌的机会，竞争加剧；③ 动力类型的转换也带来产业利润的重新分配，电池等上游供应商也在产业话语权重新分配中获得了较高的利润。
- **新能源行情下整车估值中枢上移。**油车时代整车板块PS最高2x，中枢1.0x，最低0.5x（18年-20H1），新能源高速发展期对应PS最高2x，中枢1.5x，24H1以来整车PS估值中枢在1x。PS上移的主要原因为：本轮新能源渗透率提升背后蕴含的是自主品牌市占率提升（量）以及自主高端化突破（ASP），因此在本轮产业趋势下会预期自主品牌有更高的营收增速。

新能源车时代车企竞争的核心要素是什么？

- **整体硬实力先行，软实力在后半段发挥效果。**车企在各阶段通过发挥核心要素优势扩大份额或补足上一阶段的核心要素抢夺份额。这些竞争要素不是独立影响格局，每个壁垒都不深，后来者可以居上。
- **阶段一：供应链（2021-2022）。**供应链成本高昂/供给受限阶段，对应的是新能源渗透率从10%-30%阶段，【需求爆发遇到供给约束】，以比亚迪为代表的供应链垂直一体化的车企优势极其显著。
- **阶段二：电动化技术/产品定义能力（2023）。**供应链成本高昂/供给受限问题解决后，需求增速相对放缓、成本开始下降，行业进入新的竞争阶段，车市主旋律开始转变为价格战。价格战初期行业主逻辑是【对油车的替代】，核心要素是【电动化技术+找蓝海市场的产品定义能力】。
- **阶段三：营销/智能化技术（2024）。**2023年底到2024年进入到了价格战第二阶段，这个阶段兼有【对油车的替代】以及【对优势新能源车企的模仿超越】，核心要素是对【电动化技术的补足追赶+对产品定义能力的补足追赶+品牌营销能力】。
- **阶段四：2025持续下沉和全面的竞争。**2025年进入了新能源渗透率增速明显放缓阶段，新能源总量表现低于预期。全年主旋律延续了24年的状态，主逻辑演变为了【对优势新能源车企的模仿超越】为主。

核心标的的涨跌复盘结论？

- **回顾当年内涨跌幅变化**，新能源发展初期市场会对上一轮产业周期的领军企业仍有较高期待，中后期则是根据竞争要素变化找当年的黑马，没有常胜将军，需要抓住产业变化核心矛盾并灵活做出调整。
- **拉长时间来看**，2020-2025年（新势力车企按照相对上市当天涨幅来看），赛力斯是十倍股，江淮涨幅八倍，比亚迪五倍，新入局者华为是最大的黑马。想要在长时间维度下赚最大的超额收益需要：**①**在20年判断清楚行业最大的产业逻辑是电动化，选择其中最纯粹、能力最好的标的比亚迪；**②**理解华为的能力和打法，选择赛力斯。再总结来看就是要拥抱变化、提高认知。

投资建议

- **国内选抗波动+出口选确定性**。**1) 国内**：关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车，以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等；**2) 出口**：优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车，以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。

风险提示

- 智能驾驶相关技术迭代/产品落地低于预期；海外出口方面面临地缘政治不确定风险；需求低预期风险；价格竞争加剧风险等

- ◆ **对电动化的认知？** 商业模式没有发生变化，还是卖车，行业利润总盘子没有扩大。行业壁垒不深，和油车比准入门槛降低，所有竞争要素都可以被模仿和超越。车企每种打法都有边界，后来者可以居上。
- ◆ **如何判断产业趋势拐点？** 初期还是供给创造需求，在商业模式没有发生改变的情况下（还是卖车为主），要有代表性产品，同时产业环境（供应链、政策等）支持供给端的快速增加。从炒股的角度来说，逻辑切换初期市场会对上一轮产业周期的领军企业仍有较高期待，中后期则是根据竞争要素变化找当年的黑马，没有常胜将军。
- ◆ **如何应对阶段性调整？** 如果确认了产业趋势仍在快速发展期，由于外部变量的短期干扰带来的调整不需担忧（电动化逻辑强势阶段疫情、芯片短缺、电池成本提升都是短变量）。如果明确了供需地位发生转换，要根据核心竞争要素变化灵活调整标的选择。
- ◆ **电动化各个阶段什么影响了格局？** 整体硬实力先行，软实力在后半段发挥效果。因为硬实力的壁垒不深（回到第一点）。但研究清楚硬实力的领先优势有多久还是很有意义的。
- ◆ **接下来电动化看什么？** 首先要明确从23年开始电车供需格局发生了转换，23年至今行业电动化的主旋律就是“平替”，目前看各个价格带的平替/平替的平替都比较拥挤，23/24年在平替bba和合资油车，25年在平替比亚迪。豪华车价格带江淮还在验证期。
- ◆ **电动化的复盘经验能否应用到全球化/智能化？** 大部分不能。电动化的炒法依赖数据验证、渠道验证，全球化研究初期很难有完整的验证体系，以及电动化框架下的竞争要素在全球化可能完全是相反的（例如全球化更要求全球分工和供应链开放，和电动化阶段的竞争逻辑不同）；智能化改变了最底层“卖车”的逻辑，所以大部分经验也无法直接参考。变化是唯一的不变。



■ 一、行业层面复盘

■ 二、个股层面复盘

■ 三、复盘的核心启示

■ 四、投资建议与风险提示

行业层面复盘

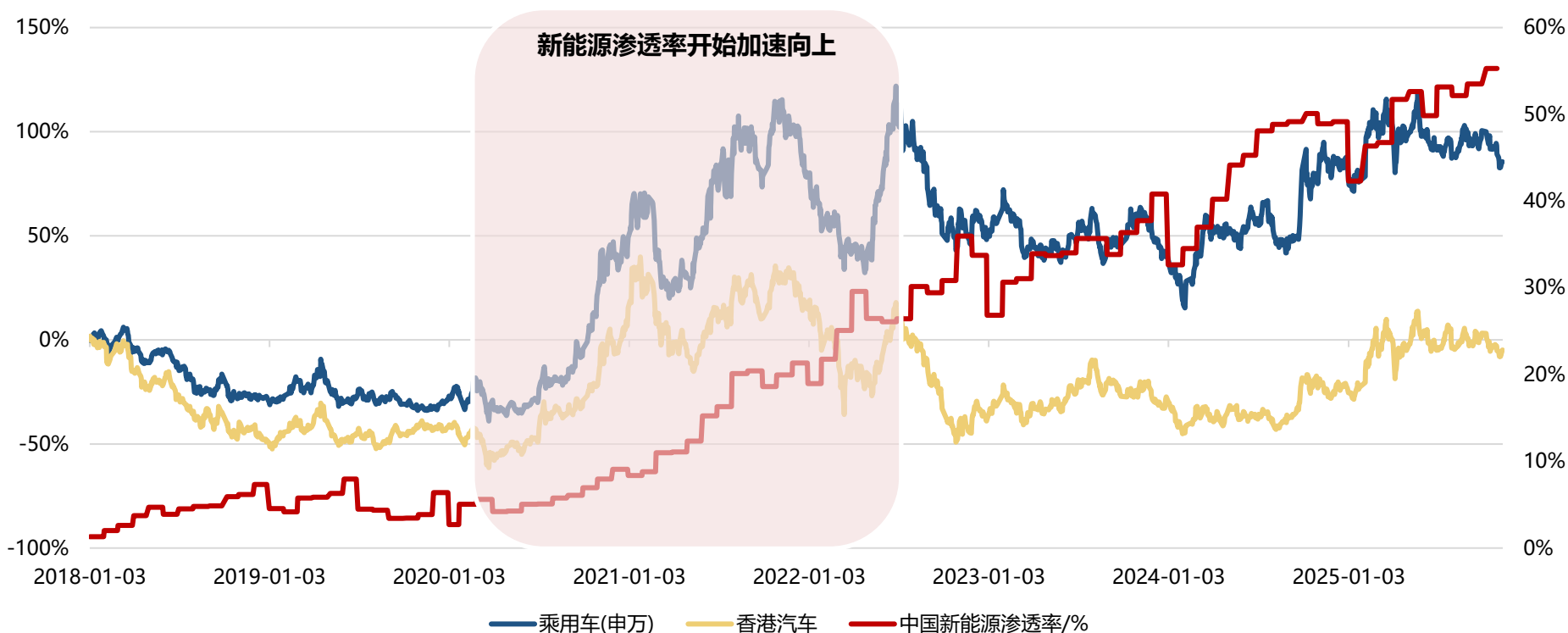
核心解决的问题：

- 1、为什么在2020年整车行情出现向上拐点？
- 2、几次整车指数见底向上分别发生了什么？（21年5月/22年5月/24年2月）
- 3、新能源行情下整车盈利能力&估值发生怎样的变化？为什么？

问题一：为什么在2020年整车行情出现向上拐点？

- ◆ 在2018-2019年两年的行业负增长阶段，2018年SW汽车指数单边持续下行，板块择时没有意义，个股挖掘也非常难，市场策略多选择看好龙头的偏保守思路。2019年1-4月乘用车指数有30%左右修复，但主因还是大盘修复，乘用车批发同比仍为负，指数跑输大盘。2020年起虽有疫情干扰，但指数开始向上，主要原因为**①行业销量同比转正**；**②新能源渗透率开始出现实质性的拐点，且本轮新能源浪潮带动自主品牌份额显著提升，自主整车车企分得更多行业蛋糕。**

图：2018-2025年乘用车/香港汽车指数（左轴/%）及新能源渗透率（右轴/%）涨跌复盘



注：图中所列数据为以2018/1/3收盘价为基数计算的当日收盘价涨跌幅

数据来源：wind，乘联会，东吴证券

更多免费行业报告

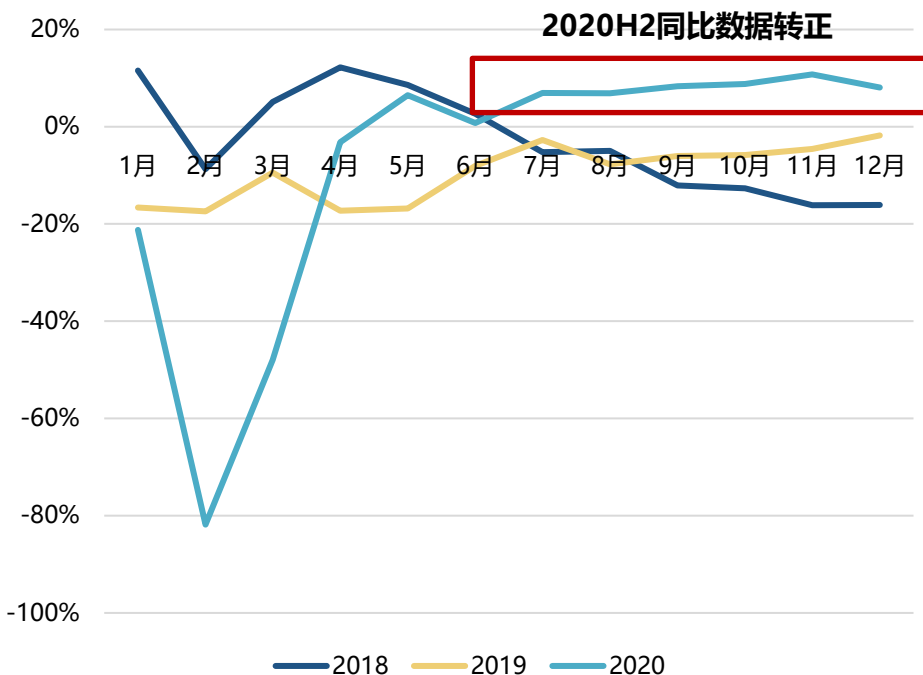
并购家

www.ipoipo.cn

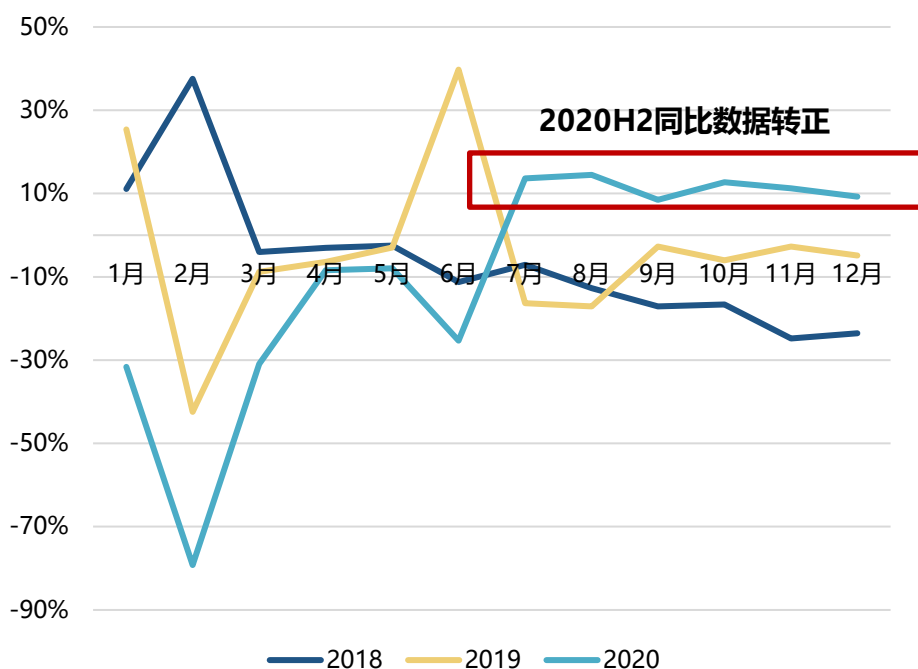
原因一：行业总量恢复同比正增长

- ◆ **2020年乘用车总量走出深幅调整期，月度销量同比增速开始转正。** 2018年开始受宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦、以及小排量乘用车购置税优惠政策退出（2015年10月推出减半政策，2017年12月结束）等因素的影响，乘用车销量开始出现十年来首次同比下滑。2019年7月起，重点区域、珠三角、成渝地区提前实施国六排放标准，造成终端相对混乱，销量总量仍同比下滑。2020年总量同比增速自5月起开始转正，主要原因为：①疫情初步缓解后前期车市抑制需求得到释放；②前期透支效应减弱。

图：2018-2020年乘用车批发销量同比数据/%



图：2018-2020年乘用车零售销量同比数据/%



原因二：新能源-①政策提供基础

- ◆ **政策：普惠支持培育市场 → 引导产业升级 → 推动市场化机制建立。**新能源车支持政策从2009年开始启动，2013年国家财政开始提供直接的购车补贴，2014年开启购置税免征，初期通过高补贴培育市场；后历经多次技术标准调高以及补贴金额退坡，引导产业升级；2022年新能源车国补正式退出。同时配合2017年正式推出的双积分政策，通过更市场化的手段加大车企新能源车供给投放。

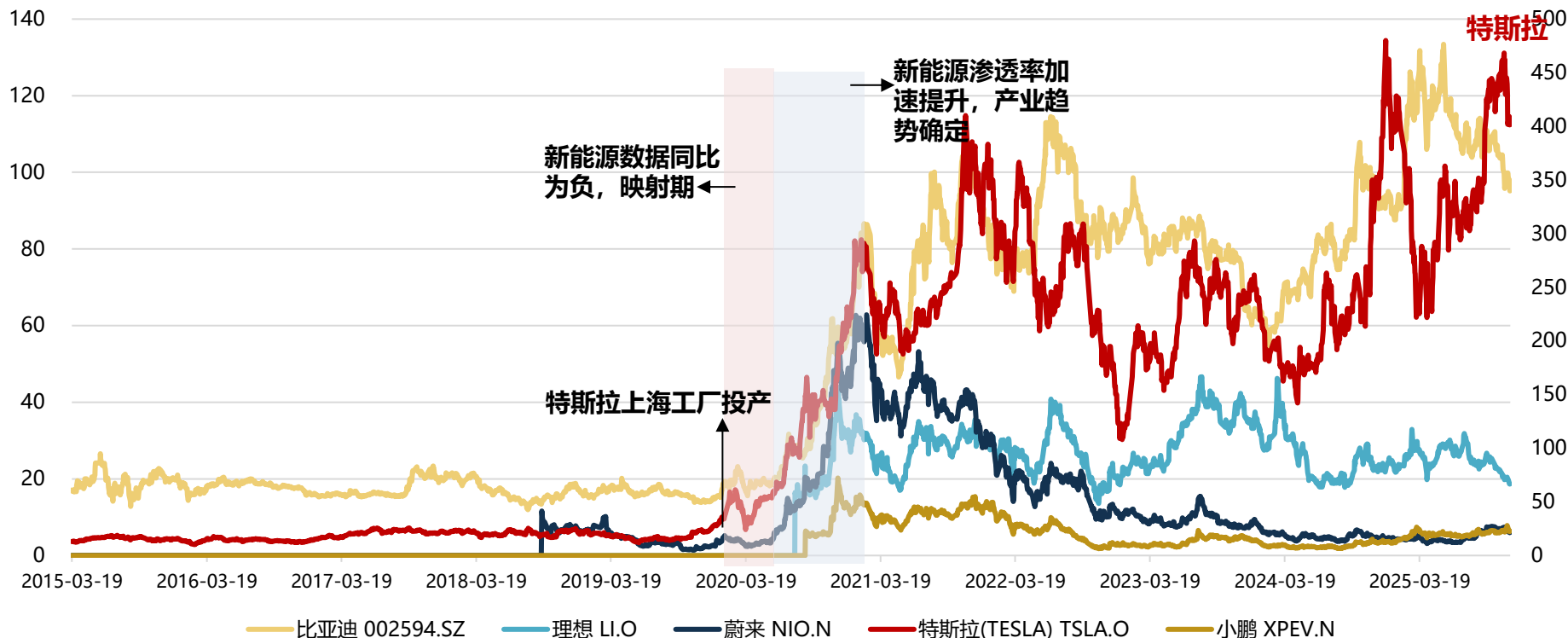
表：新能源车国家补贴政策梳理

政策阶段	时间	政策名称	核心内容
政策试点期	2009年	"十城千辆" 示范推广工程	通过财政补贴计划在3年内每年选择10个城市，每个城市推广1000辆新能源汽车，覆盖 公交、出租、公务 等领域，目标使新能源汽车市场份额在2012年达到10%。中央财政对10米以上混合动力公交补贴5万-42万元，纯电动公交补贴50万元，工业和信息化部发布两批推荐车型目录涵盖24种车型
	2010年6月	在上海等5个城市正式启动私人购买新能源汽车补贴试点	对满足支持条件的新能源汽车，按3000元/千瓦时给予补贴。插电式混合动力乘用车每辆最高补贴5万元，纯电动乘用车每辆最高补贴6万元。补贴资金将拨付给汽车生产企业，按其扣除补贴后的价格将汽车销售给 私人用户或租赁企业 。
政策扩张/规范期	2013年9月	关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知	根据电续驶里程情况，每辆纯电动乘用车分三个档次补贴 3.5/5/6万元 ，纯电续驶里程大于50公里的插电式混合动力乘用车(含增程式)补贴 3.5万元
	2014年1月	关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知	修订补贴退坡程度 ，2014年在2013年标准基础上下降5%（原为10%），2015年在2013年标准基础上下降10%（原为20%）
	2016年1月	骗补调查	
	2016年12月	关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	提高推荐车型目录门槛 并将进行动态调整。其中，提高了整车续驶里程门槛要求，引入动力电池国标，提高了动力电池的安全性、循环寿命、充放电性能等指标要求
政策退坡期	2018年2月	关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	历经半年过渡期补贴进一步 退坡 ，补贴档位从三档细化为五档，鼓励高续航里程车型，淘汰低续航产品
	2019年3月	关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	历经半年过渡期补贴进一步 退坡 ，基础补贴几乎腰斩，同时能量密度要求大幅提高
	2020年4月	关于调整完善新能源汽车补贴政策的通知	将原定2020年底到期的补贴政策 合理延长到2022年底 ，平缓补贴退坡力度和节奏，要求新能源乘用车补贴前售价须在30万元以下（含30万）
	2022年12月	国补正式退出	

原因二：新能源-②特斯拉国产化后带来产业趋势强化

- ◆ 特斯拉作为电动化周期的领先企业，Model 3国产后迅速爬坡上量成为爆款，是这一轮新能源行情启动的重要催化。在Model 3之前新能源车市场主销车型为北汽EU系列（tob为主）、比亚迪元。Model 3成为爆款的主要原因包括：① 性价比提升，与本土供应商深度协同/免关税/上海工厂极致生产效率（一体化压铸等技术运用及产线调整）等原因下使得国产Model3价格相较进口版本有较大降幅；② 技术领先的三电系统/自动驾驶系统；③ 科技性能的品牌形象。
- ◆ 整车新能源周期启动与海外龙头特斯拉爆款车型出现核心相关，一方面确认了产业趋势（渗透率加速上行），另外一方面特斯拉代表的高效率生产模式、软件定义汽车带来的商业模式创新（软件收费）在初期都给整车公司带来更高的估值溢价。

表：特斯拉（右轴）/比亚迪/理想/蔚来/小鹏收盘价复盘（除比亚迪收盘价单位为人民币外，其余均为美元）



注：图中所列数据均为前复权收盘价

数据来源：wind，东吴证券研究

更多免费行业报告

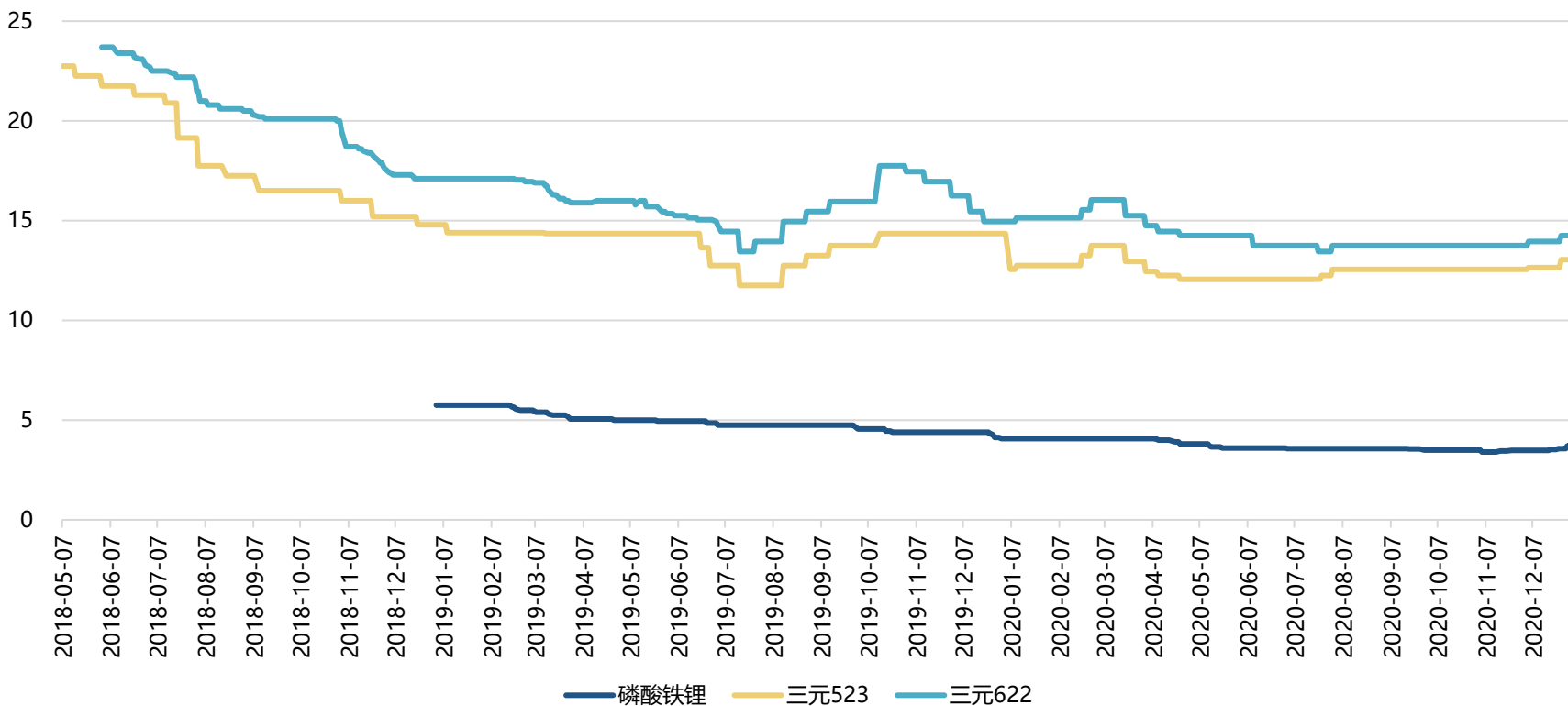
并购家

www.ipoipo.cn

原因二：新能源-③产业链经济性的改善

- ◆ **2018年-2020年电池成本不断下移**，主要原因包括：① 电池技术迎来多项关键突破直接转化为价格优势：三元材料从 523 向 622、811 体系迭代、磷酸铁锂材料性能优化、CTP (无模组) 技术的应用等；② 锂电池核心原材料价格下滑；③ 动力电池产能扩张与规模效应全面释放。
- ◆ **核心成本不断下移带动新能源汽车整体经济性提升，为需求增长提供条件。**

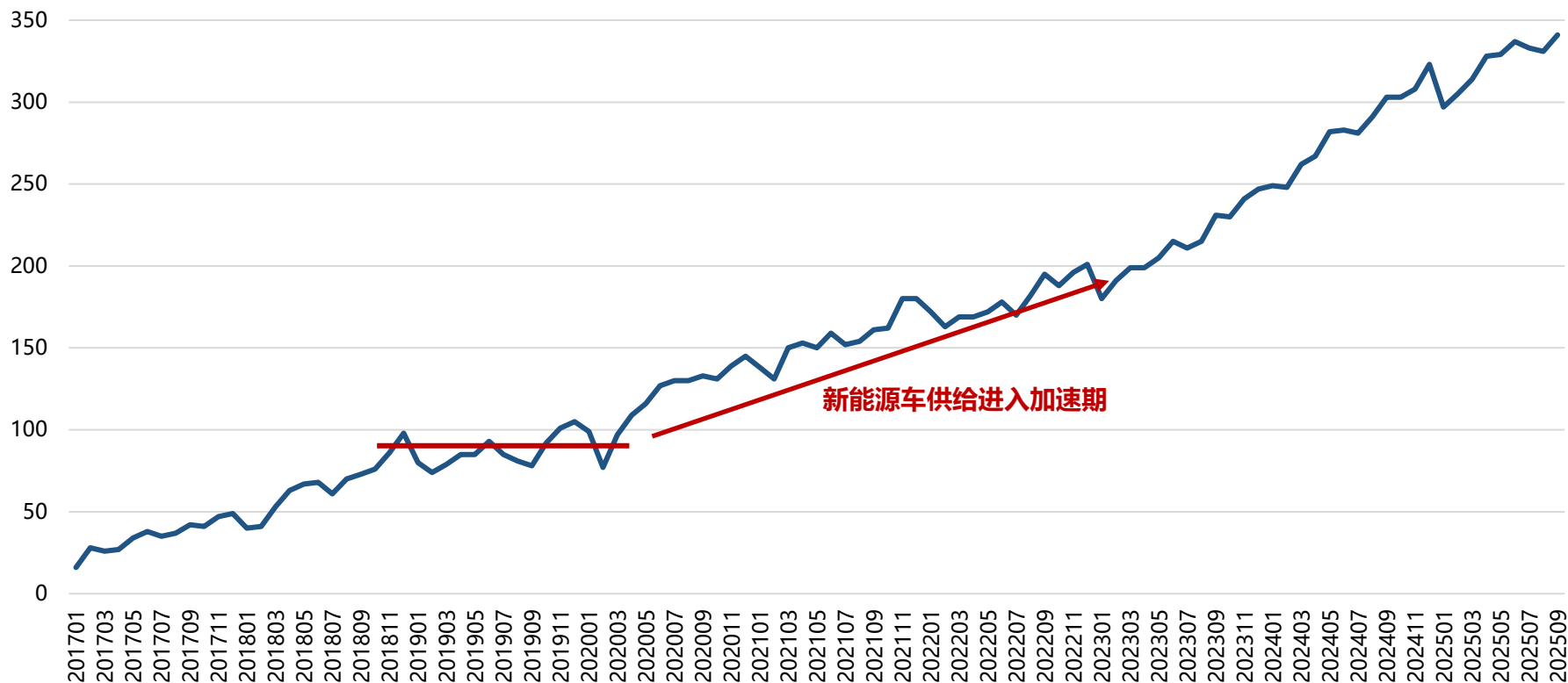
图：电池正极材料价格变化（单位：万元/吨）



原因二：新能源-④供给端百花齐放

- ◆ 2020年开始新能源车整体供给显著增加，2019年底市场上在售的新能源车型约为100款，2020年底在售车型增长至140款左右，除Model3以外，比亚迪汉、宏光MINI、小鹏P7等车型均是在2020年推出。供给端极大丰富也带动了国内新能源车渗透率快速上行。

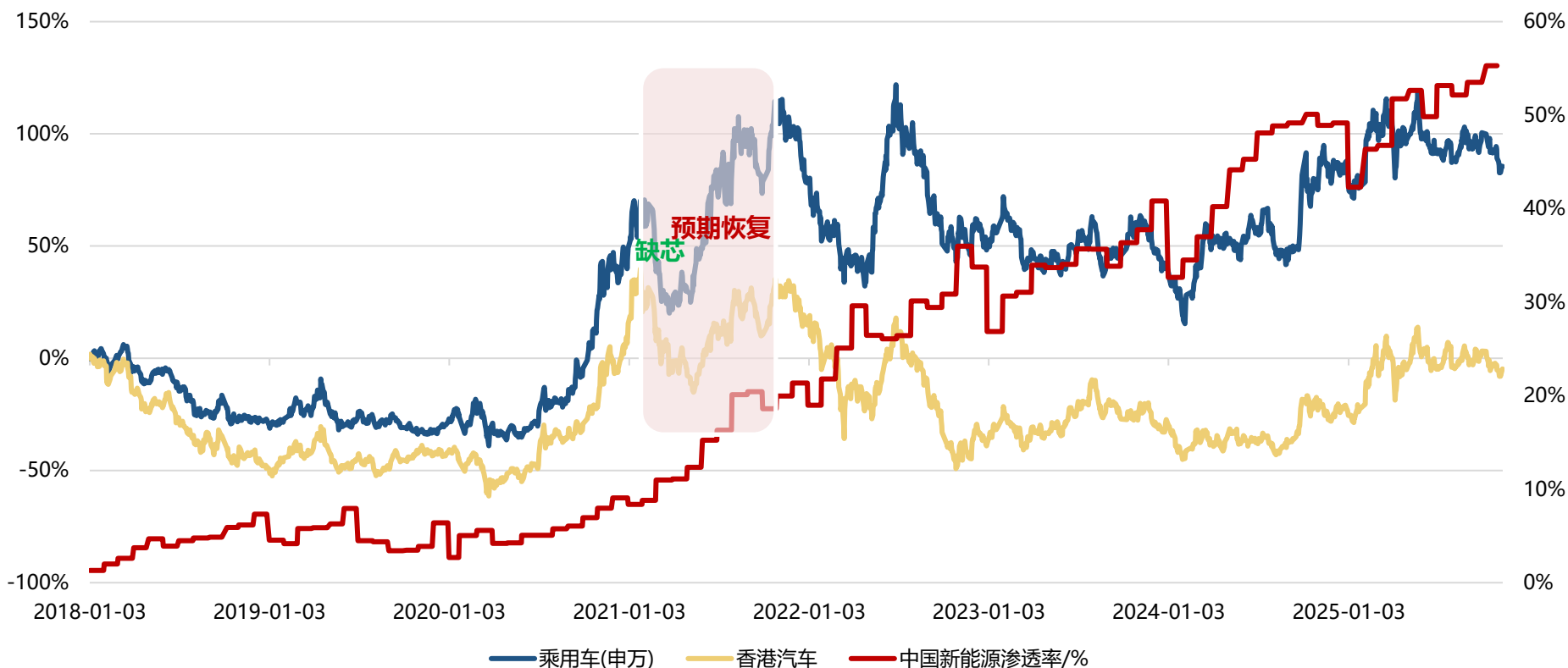
图：当月在售新能源车款数



问题二：几次整车指数见底向上分别发生了什么？①

- ◆ **21年5月：电动化逻辑仍很强势（渗透率约为10%），终端需求未减弱，缺芯阶段性缓解。**疫情初期车企预判市场萎缩，集体削减芯片订单，同时消费电子行业（手机、电脑）因远程办公需求激增，大量抢购芯片，需求发生转移；但后续汽车需求恢复较快，存在供需错配，叠加部分黑天鹅事件（例如芯片工厂火灾、暴雪等）进一步缩减供给，行业缺芯问题从2021年初开始全面爆发，指数对应下跌。5月开始市场普遍预期7-8月供应问题将逐步缓解（预计马来西亚芯片工厂8月将复工等），股价提前反应行业基本面改善的前景。

图：2018-2025年乘用车/香港汽车指数（左轴/%）及新能源渗透率（右轴/%）涨跌复盘



注：图中所列数据为以2018/1/3收盘价为基数计算的当日收盘价涨跌幅

数据来源：wind，乘联会，东吴证券

更多免费行业报告

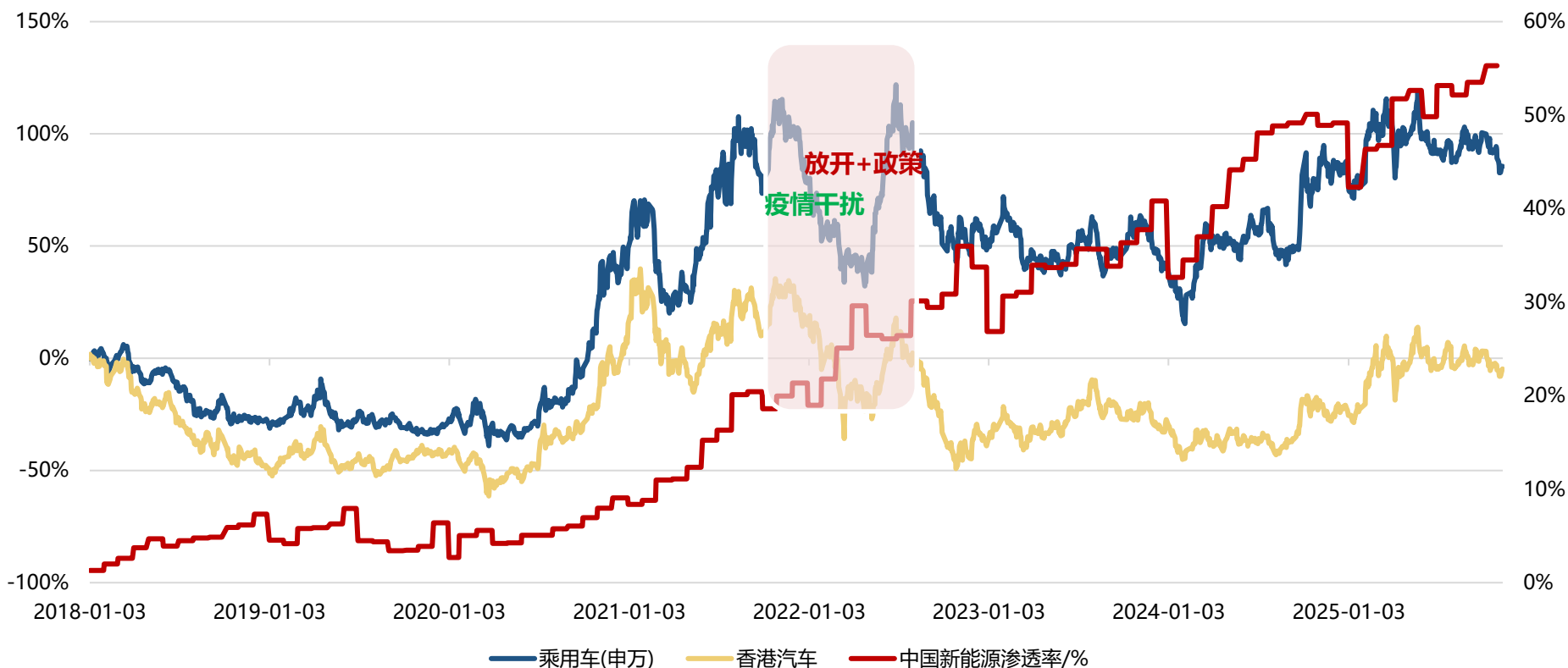
并购家

www.ipoipo.cn

问题二：几次整车指数见底向上分别发生了什么？②

- ◆ **22年5月：电动化逻辑较强势（渗透率约为25%），封控区复工复产，购置税补贴政策落地，电池成本高位震荡。**22Q1上海等地由于疫情影响长三角地区供应链体系也受到较大影响，同时电池成本飙升，指数快速调整。22年5月国常会宣布阶段性减征乘用车购置税 600 亿元，对30 万元以下、2.0L 及以下排量车型实施购置税减半，同时地方政策密集跟进。此外上海等地区陆续实现复工复产，电池成本未持续上升，指数上行。

图：2018-2025年乘用车/香港汽车指数（左轴/%）及新能源渗透率（右轴/%）涨跌复盘



注：图中所列数据为以2018/1/3收盘价为基数计算的当日收盘价涨跌幅

数据来源：wind，乘联会，东吴证券

更多免费行业报告

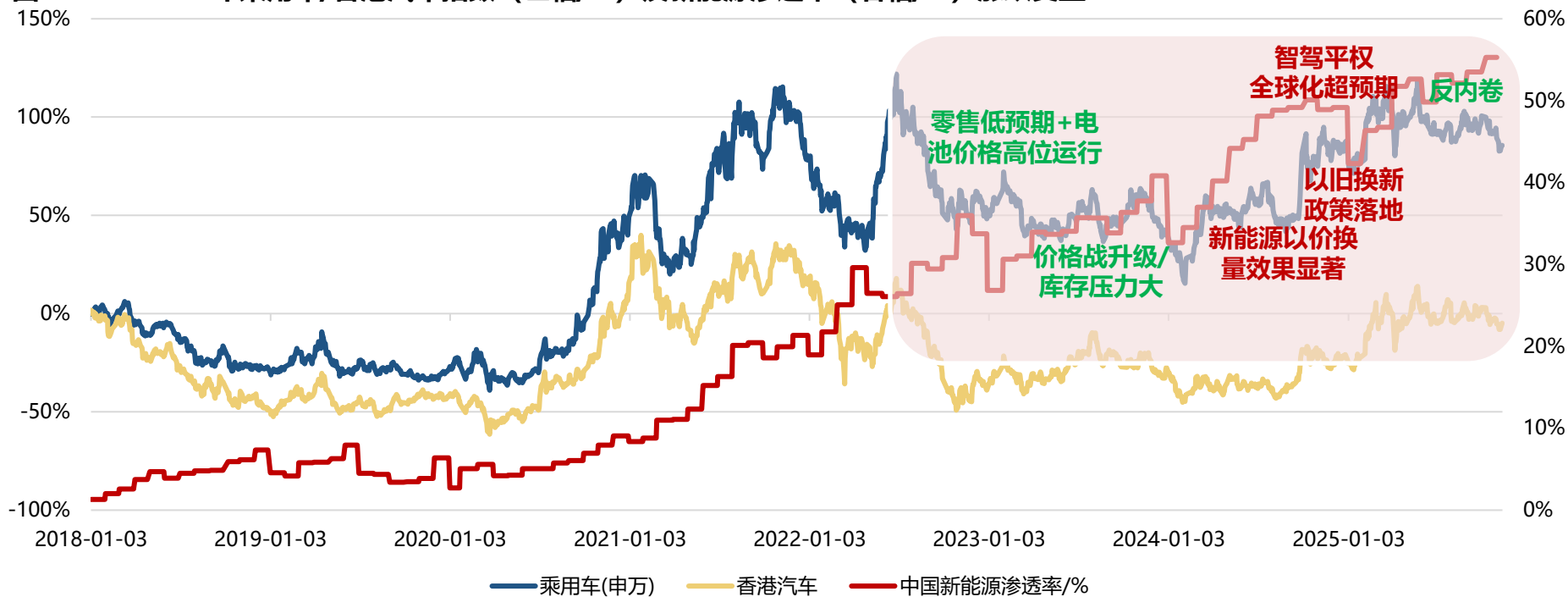
并购家

www.ipoipo.cn

问题二：几次整车指数见底向上分别发生了什么？③

◆ **24年2月：供需地位发生转换，交易各价格带的以价换量，后期智能化/全球化逻辑开始演绎但并非主逻辑。** 22年6月开始的持续较长时间的下跌主要原因为：汽车芯片短缺问题从2022年6-7月开始缓解，9-10月迎来明显拐点，2023年实现全面缓解，同时电池成本从23年初开始进入到下行区间；疫情影响基本消退，供给端恢复正常，供需地位转换。但由此带来的结果是竞争加剧+终端价格战，特斯拉22年10月开始大规模降价，后续“价格战”成为车市主旋律。**进入24年2月，大盘反弹+比亚迪以价换量效果显著（电比油低），7月伴随以旧换新政策在终端开始发挥效果，进一步向上。进入25年，DeepSeek-R1模型发布，AI技术突破与产业应用落地受到市场关注。** 2月比亚迪等车企陆续举办辅助驾驶发布会，推动辅助驾驶搭载车型价格带下移，申万乘用车/香港汽车指数均录得较大涨幅，此外由于权重车企比亚迪出口数据持续超预期，指数上行，智能化/全球化的逻辑在25年开始得到部分演绎。

图：2018-2025年乘用车/香港汽车指数（左轴/%）及新能源渗透率（右轴/%）涨跌复盘



注：图中所列数据为以2018/1/3收盘价为基数计算的当日收盘价涨跌幅

数据来源：wind，乘联会，东吴证券

更多免费行业报告

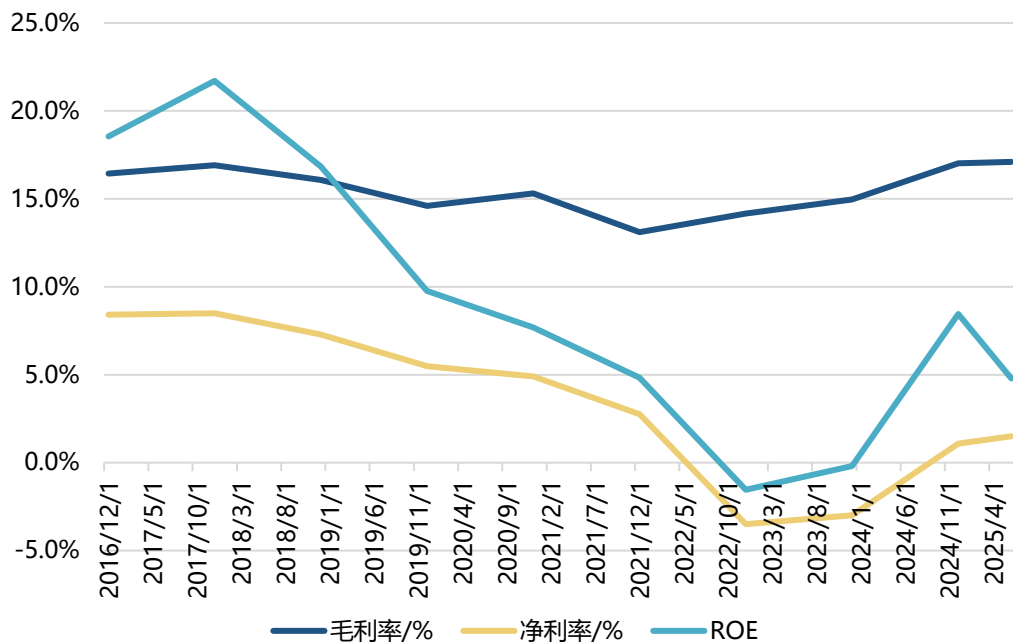
并购家

www.ipoipo.cn

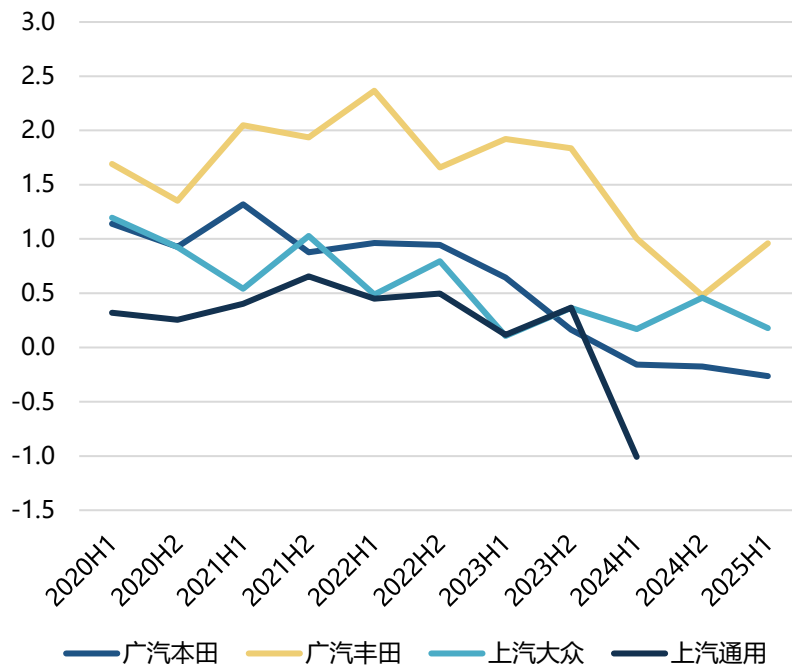
问题三：新能源行情下整车盈利能力怎么变化？

- ◆ **新能源行情下整车盈利能力和油车时期相比没有明显提升。**本质原因因为
 - ① **卖新能源车并没有改变整个行业的商业模式**，完全还是制造业逻辑，虽有品牌向上突破但对行业整体盈利拉动有限，出口对盈利有一定支撑但和国内市场相比占比暂时还比较低；
 - ② 这轮产业变革中行业涌入特斯拉、蔚小理零跑等实力颇强的新势力，同时由于汽车行业承担的税收、就业等重要角色，原有的整车供给也在多方支持下没有完全退出市场，供给拥挤带来竞争加剧，战时拉长也给了后进者继续出牌的机会，**竞争加剧**；
 - ③ 动力类型的转换也带来**产业利润的重新分配**，电池等上游供应商也在产业话语权重新分配中获得了较高的利润。

图：2018-2025年乘用车盈利能力变化 (%)



图：2018-2025年合资品牌单车经利变化 (万元/辆)



注：图中所列财务数据为AH主流乘用车上市公司财务数据加权平均计算得出

数据来源：wind，乘联会，东吴证券

更多免费行业报告

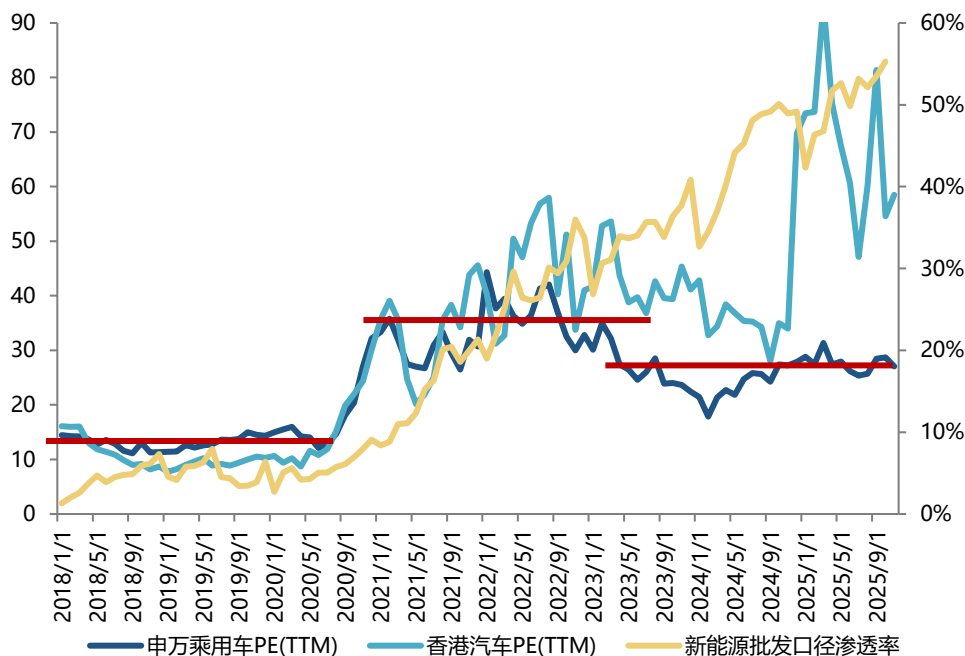
并购家

www.ipoipo.cn

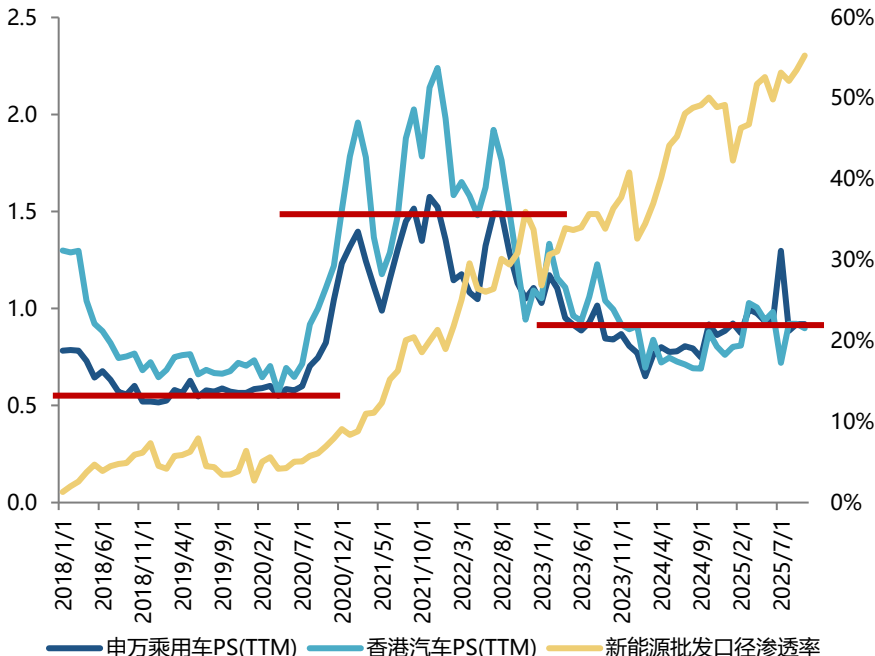
问题四：新能源行情下整车估值怎么变化？

- ◆ **新能源行情下整车估值中枢上移。**产业逻辑切换期（18年-20H1）整车公司PE估值中枢在15x，在新能源进入高速发展期（对应企业投入期）行业PE（TTM）中枢为35x，24H1以来整车估值中枢（TTM）在20-25x；油车时代整车板块PS最高2x，中枢1.0x，最低0.5x（18年-20H1），新能源高速发展期对应PS最高2x，中枢1.5x，24H1以来整车PS估值中枢在1x。PS上移的主要原因为：**本轮新能源渗透率提升背后蕴含的是自主品牌市占率提升（量）以及自主高端化突破（ASP），因此在本轮产业趋势下会预期自主品牌有更高的营收增速。**

图：2018-2025年乘用车/香港汽车估值（左轴/PE(TTM)）及新能源批发渗透率（右轴/%）复盘



图：2018-2025年乘用车/香港汽车估值（左轴/PS(TTM)）及新能源批发渗透率（右轴/%）复盘



注：图中所列数据为以2018/1/2收盘价为基数计算的当月收盘价涨跌幅，香港汽车估值在2024/11发生突增并非行业基本面发生较大改变所致，而是由低权重、EPS（每股收益）极小的亏损企业EPS微小变动所致。

数据来源：wind，乘联会，东吴证券研究所

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

个股层面复盘

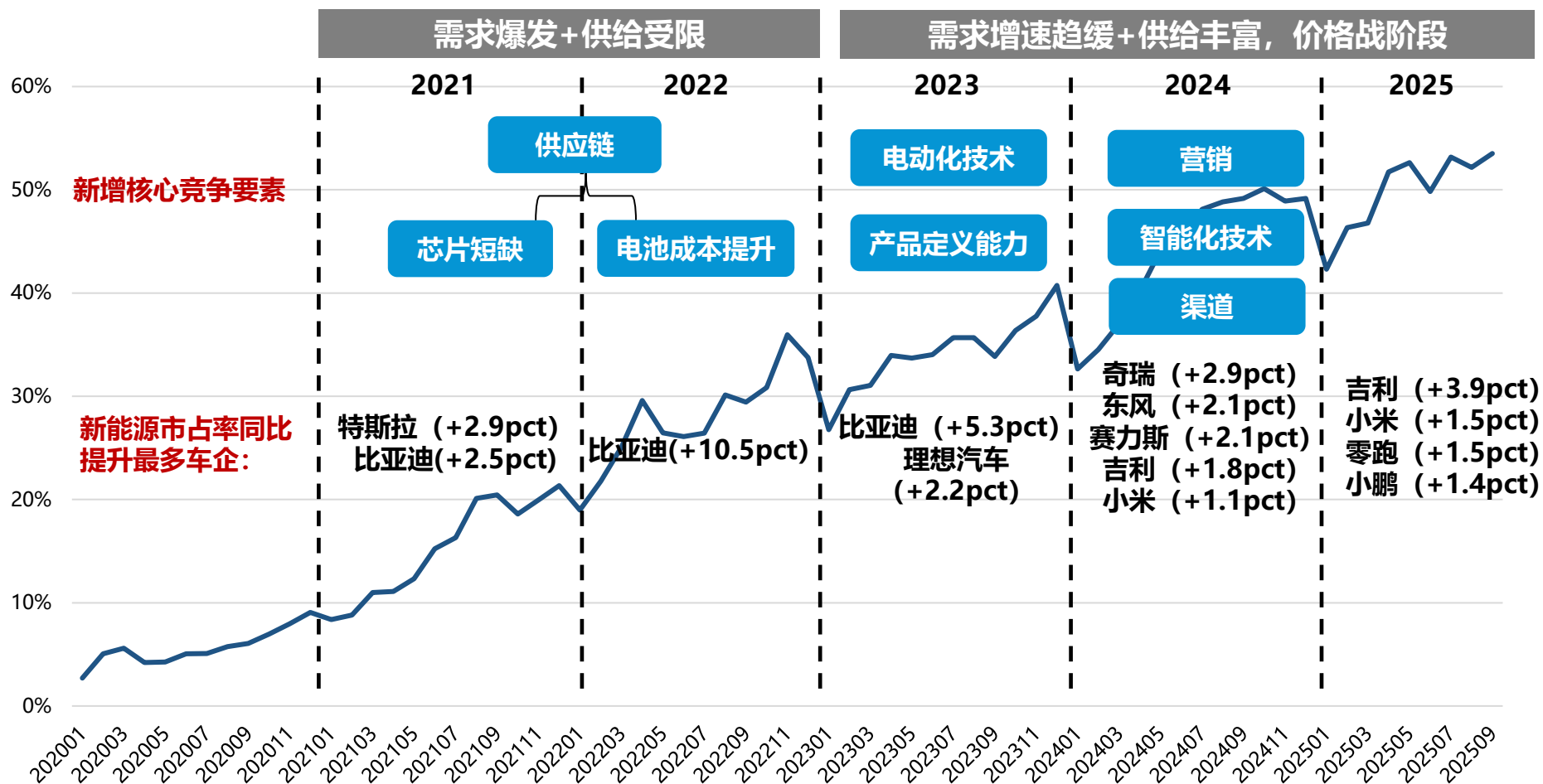
核心解决的问题：

- 1、分阶段看什么因素影响了整车市场格局？
- 2、2020年至今不同阶段整车领涨标的是谁？原因是什么？

新能源车时代车企竞争的核心要素

- ◆ 外部环境和产业发展进程在不断变化，车企每种打法都有边界。下图总结了各阶段新增的核心竞争要素，**整体硬实力先行，软实力在后半段发挥效果**。车企在各阶段通过**发挥核心要素优势扩大份额或补足上一阶段的核心要素抢夺份额**。这些竞争要素不是独立影响格局，每个壁垒都不深，后来者可以居上。

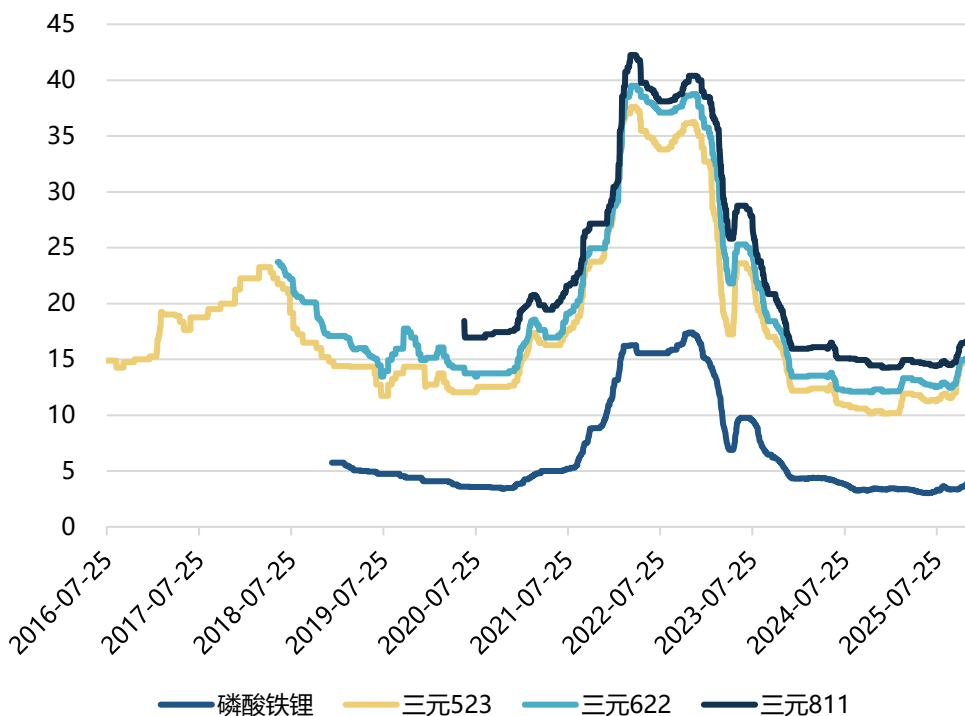
图：新能源批发渗透率变化/%



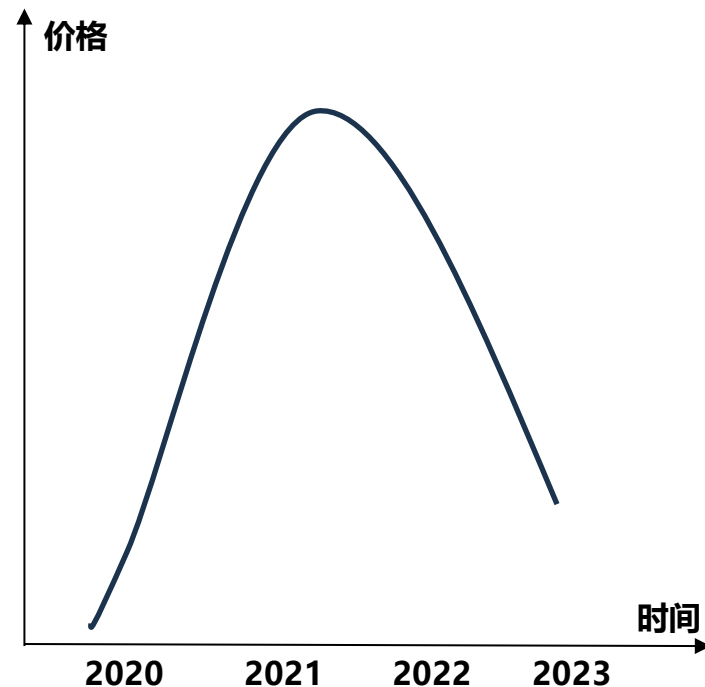
核心要素一：供应链（2021-2022）

- ◆ **供应链成本高昂/供给受限阶段，对应的是新能源渗透率从10%-30%阶段，市场培育已经完成，【需求爆发遇到供给约束】，以比亚迪为代表的供应链垂直一体化的车企优势极其显著。**
- **电池：**电池成本快速提升的时期为2021年-2022年，2022年11月碳酸锂价格历史峰值。**比亚迪**通过自研自产动力电池、向上游延伸的方式在电池涨价背景下迅速提升市场份额（22年相较20年份额提升13pct）。
- **芯片：**行业缺芯问题从2021年初开始全面爆发，2022Q4开始基本缓解。**比亚迪**通过自研自产部分关键芯片（如MCU、IGBT）等受外部供应波动影响较小，同样助力快速提升市场份额。

图：电池正极材料价格变化（单位：万元/吨）



图：汽车缺芯情况示意图

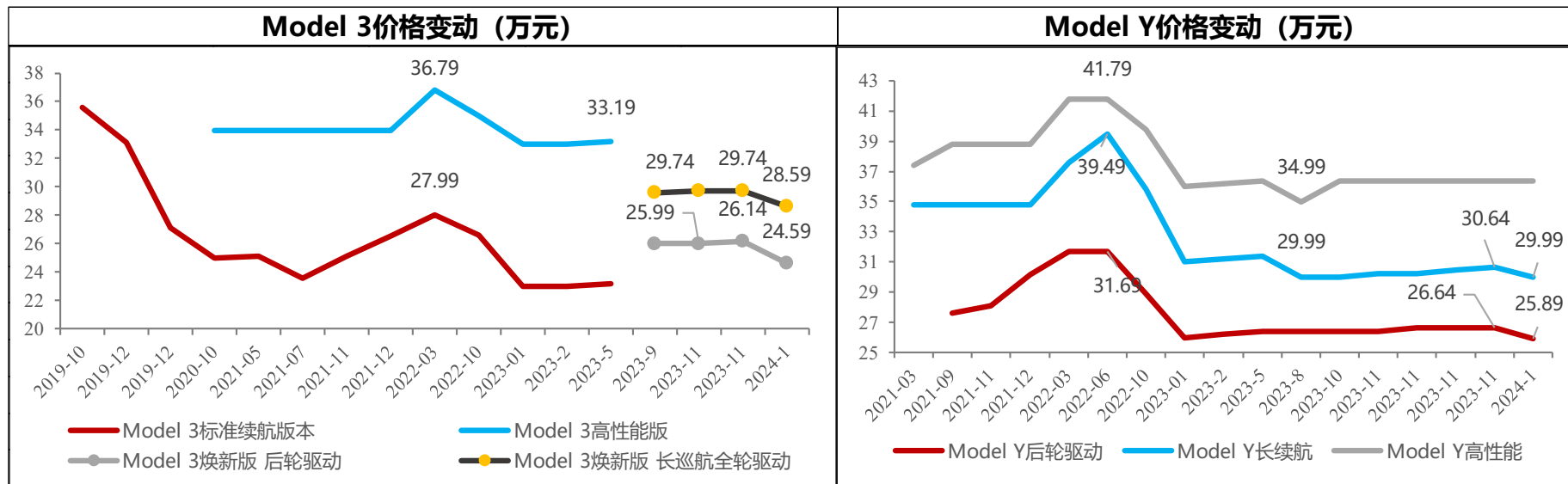


注：此处仅为价格变化示意图，不代表真实报价

核心要素二：电动化技术/产品定义能力（2023）

- ◆ **供应链成本高昂/供给受限问题解决后，对应到行业渗透率30%后阶段，需求增速相对放缓、成本开始下降，行业进入新的竞争阶段，车市主旋律开始转变为价格战。价格战初期行业主逻辑是【对油车的替代】，核心要素是【电动化技术+找蓝海市场的产品定义能力】。**
- **比亚迪：喊出“油电同价”替代合资燃油车（dmi技术支持）。**比亚迪第四代DM-i插混技术通过骁云-插混专用1.5L高效发动机、EHS电混系统和专用刀片电池的深度协同，实现了亏电油耗3.8L/100km的极致效能；叠加全产业链自研带来的成本优势，在23年初推动“冠军版”战略，主动将插混车型价格锚定燃油车抢夺市场。
- **理想：家庭车替代BBA（增程路线支持+产品定义能力支持）。**理想是新势力车企中最先重视增程路线的车企，1.5T 增程器热效率达 40.5%，亏电油耗5.9L/100km，覆盖“90% 日常通勤 + 10% 长途出行”场景，同时重视空间和舒适度，精准锁定30-50岁二胎 / 三胎家庭。

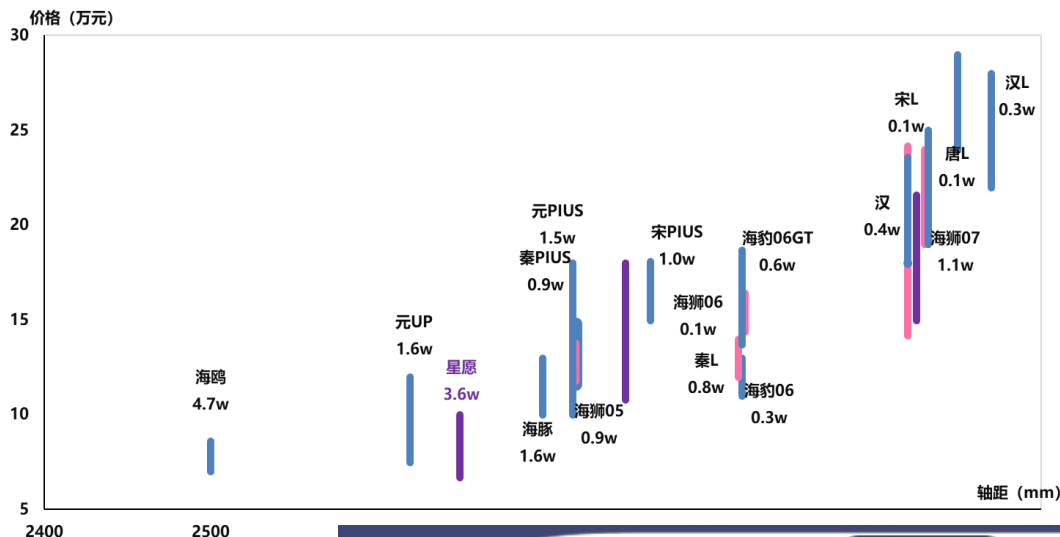
图：特斯拉价格变动梳理（22年10月开始进入降价期）



核心要素三：营销/智能化技术（2024）

- ◆ **2023年底到2024年进入到了价格战第二阶段，这个阶段兼有【对油车的替代】以及【对优势新能源车企的模仿超越】，核心要素是对【电动化技术的补足追赶+对产品定义能力的补足追赶+品牌营销能力】。**
- **赛力斯：对BBA高端SUV的替代（智驾技术+品牌营销+渠道）。**23年底M7大改款+M9开启对BBA高端SUV的再一次进攻，问界品牌锚定高端，华为智能驾驶系统和鸿蒙智能座舱构成问界核心产品竞争力之一；华为手机业务带来流量导入，零售网络（如华为旗舰店、授权体验店）+赛力斯自身用户中心为问界提供广泛的线下获客基础，最终实现销量和盈利的双重突破。
- **吉利：对比亚迪王朝海洋的追赶（电动化技术的补足）。**银河采取“比竞品高半级、价格低一线”的错位竞争策略，自上而下通过体系整合+GEA架构等技术突破，补足在电动化（这里指能耗、成本控制能力）方面的短板，用银河E5、星愿、星舰7等车型快速上量。
- **小米：对豪华品牌的替代（品牌营销+电动化技术+产品定义能力）。**小米通过创始人IP效应+本身在消费电子行业积累多年的品牌效应进行流量导入，产能受限下饥饿营销策略制造稀缺感，提供情绪价值，同时造型设计非常出色，在相对红海的20-30万元轿车市场找到相对蓝海赛道，具有出色的产品定义能力；技术方面主要强调自研V8s电机和“最速量产电动车”的标签，背后同样是电动化技术的补足。

图：比亚迪vs吉利银河纯电车型指导价/轴距对比

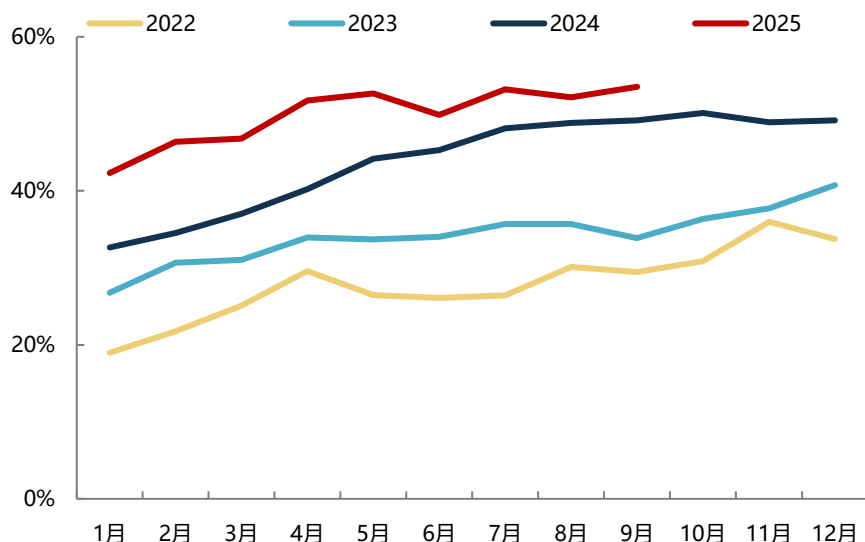


图：SU7用户画像

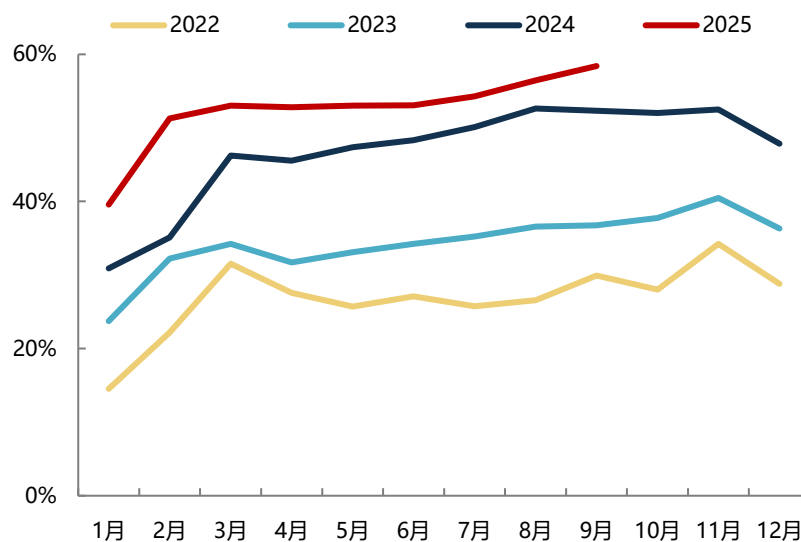


- ◆ 2025年进入了新能源渗透率增速明显放缓阶段，新能源总量表现低于预期。全年延续了24年的状态，主逻辑演变为以【对优势新能源车企的模仿超越】为主。后期智能化/全球化逻辑开始演绎但并非主逻辑。
- 零跑：65% 核心零部件自研，将成本优势转化为价格竞争力（比亚迪）；产品定义方面，“半价理想”的定位使高端配置平民化，技术普惠+配置普惠下快速上量。
- 小鹏：从电动化的逻辑来理解，小鹏这几年逐步补足在营销、供应链管理、渠道等方面的短板，同时发挥智能化技术优势，在此基础上推出M03、P7+等爆款车型。

图：新能源批发口径渗透率（单位：%）



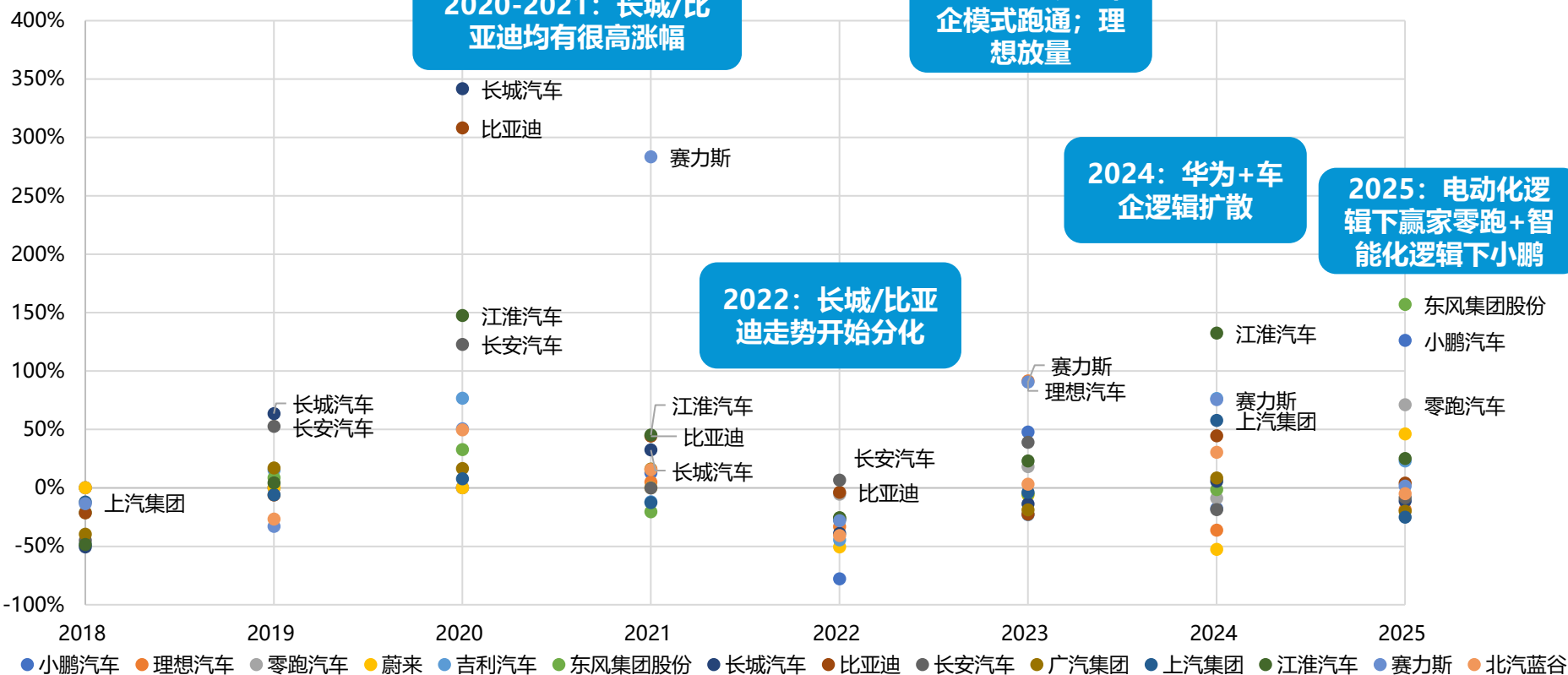
图：新能源零售口径渗透率（单位：%）



核心标的的涨跌复盘（年内）

◆ 回顾当年内涨跌幅变化，新能源发展初期市场会对上一轮产业周期的领军企业仍有较高期待，中后期则是根据竞争要素变化找当年的黑马，没有常胜将军，需要抓住产业变化核心矛盾并灵活做出调整。对2020-2021年长城/比亚迪两家车企均有很高涨幅，长安等油车占比高的车企表现也不错，但新能源发展大势所趋，在芯片短缺和成本上涨背景下长城新能源转型相对迟缓、高端化受阻，2022年开始走势与比亚迪开始出现分化。2023年华为+赛力斯模式跑通，鸿蒙智选逻辑扩散，成为2024年乘用车涨跌的核心逻辑；同时理想也伴随L系列放量股价快速上涨。2025年从年末相对于年初涨幅来看，电动化逻辑下赢家零跑+智能化逻辑下小鹏均有很好表现。

图：核心标的的年内涨幅统计

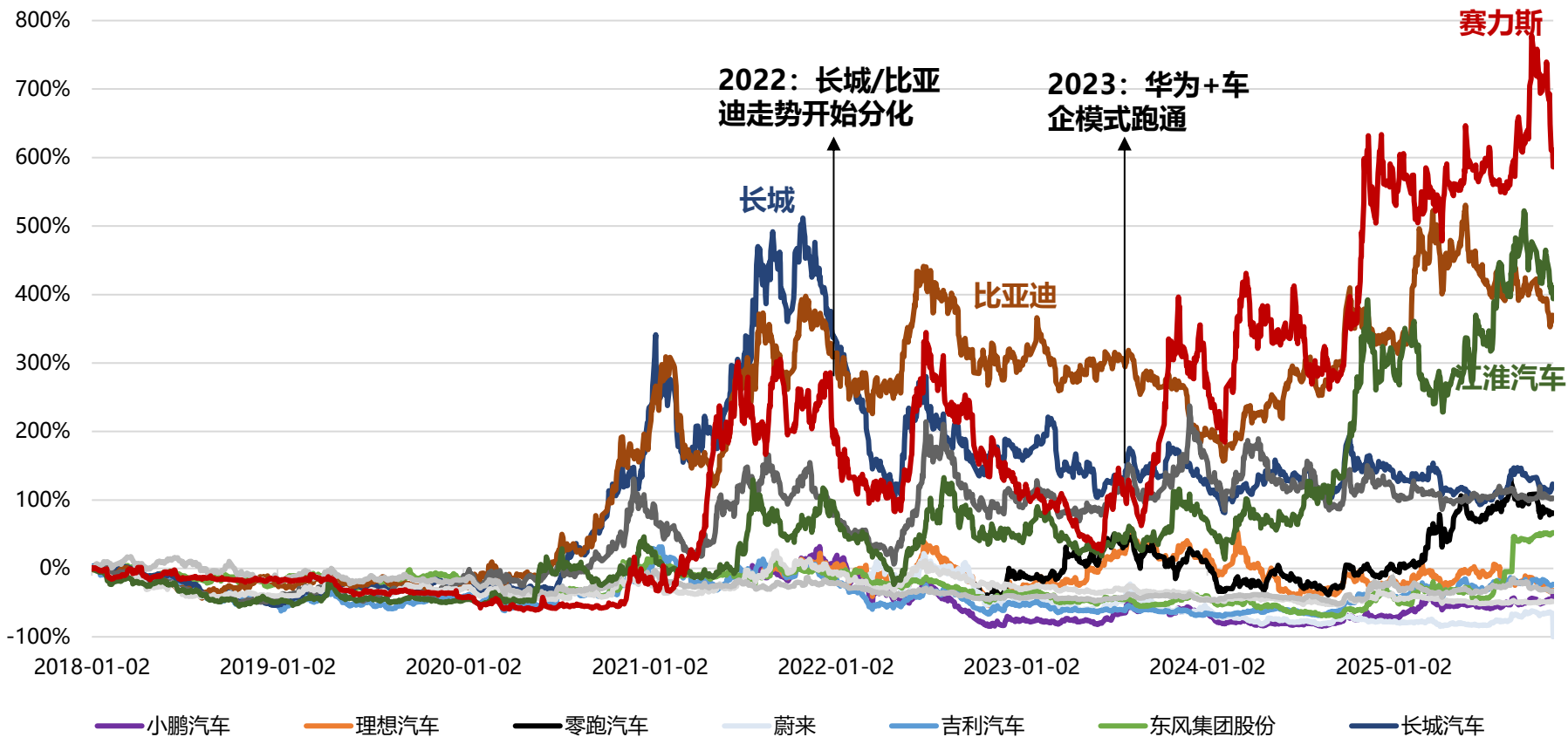


注：年内最大涨幅定义为年末相较于年初涨幅

核心标的的涨跌复盘（5年）

◆ 拉长时间来看，2020-2025年（新势力车企按照相对上市当天涨幅来看），赛力斯是十倍股，江淮涨幅八倍，比亚迪五倍，新入局者华为是最大的黑马。想要在长时间维度下赚最大的超额收益需要：①在20年判断清楚行业最大的产业逻辑是电动化，选择其中最纯粹、能力最好的标的比亚迪；②理解新入局者华为的能力和打法，选择赛力斯。再进一步的总结就是就是要拥抱变化。

图：核心标的的涨跌幅统计（%）



注：图中所列数据为以2018/1/2收盘价为其基数计算的收盘价涨跌幅，港股上市公司以上市当天收盘价

数据来源：wind，东吴证券研究

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

复盘的核心启示

- ◆ **对电动化的认知？** 商业模式没有发生变化，还是卖车，行业利润总盘子没有扩大。行业壁垒不深，和油车比准入门槛降低，所有竞争要素都可以被模仿和超越。车企每种打法都有边界，后来者可以居上。
- ◆ **如何判断产业趋势拐点？** 初期还是供给创造需求，在商业模式没有发生改变的情况下（还是卖车为主），要有代表性产品，同时产业环境（供应链、政策等）支持供给端的快速增加。从炒股的角度来说，逻辑切换初期市场会对上一轮产业周期的领军企业仍有较高期待，中后期则是根据竞争要素变化找当年的黑马，没有常胜将军。
- ◆ **如何应对阶段性调整？** 如果确认了产业趋势仍在快速发展期，由于外部变量的短期干扰带来的调整不需担忧（电动化逻辑强势阶段疫情、芯片短缺、电池成本提升都是短变量）。如果明确了供需地位发生转换，要根据核心竞争要素变化灵活调整标的选择。
- ◆ **电动化各个阶段什么影响了格局？** 整体硬实力先行，软实力在后半段发挥效果。因为硬实力的壁垒不深（回到第一点）。但研究清楚硬实力的领先优势有多久还是很有意义的（例如比亚迪dmi技术）。
- ◆ **接下来电动化看什么？** 首先要明确从23年开始电车供需格局发生了转换，23年至今行业电动化的主旋律就是“平替”，目前看各个价格带的平替/平替的平替都比较拥挤，23/24年在平替bba和合资油车，25年在平替比亚迪。豪华车价格带江淮还在验证期。
- ◆ **电动化的复盘经验能否应用到全球化/智能化？** 大部分不能。电动化的炒法依赖数据验证、渠道验证，全球化研究初期很难有完整的验证体系，以及电动化框架下的竞争要素在全球化可能完全是相反的（例如全球化更要求全球分工和供应链开放，和电动化阶段的竞争逻辑不同）；智能化改变了最底层“卖车”的逻辑，所以大部分经验也无法直接参考。变化是唯一的不变。

投资建议

投资建议

- **国内选抗波动+出口选确定性。**1) **国内：** 关注高端电动化赛道中对政策扰动不敏感的个股江淮汽车，以及高端化有望放量的吉利汽车/长城汽车/北汽蓝谷/赛力斯/理想等；2) **出口：** 优先配置海外体系成熟、执行能力已验证的头部车企，优选比亚迪/长城汽车/奇瑞汽车，以及零跑/小鹏/上汽集团/长安汽车等。

风险提示

- ◆ **智能驾驶相关技术迭代/产品落地低于预期。** 若智能驾驶相关技术迭代和产品落地的节奏低于预期，可能会对消费者对智驾的认知和接受度产生影响，影响市场对未来发展趋势的判断。
- ◆ **海外出口方面面临地缘政治不确定等风险。** 乘用车出口独联体/拉美/东南亚/欧盟等多地，地缘政治的不稳定性因素可能冲击海外市场汽车需求，影响国内出口。
- ◆ **需求不及预期风险。**
- ◆ **价格竞争加剧风险。**

免责声明

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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园