

汽车

2025 年展望：似曾相识燕归来，春风拂柳吐新芽

尽管 2024 年的以旧换新政策透支了部分需求，我们预计 2025 年中国乘用车销售仍有韧性，我们预测 2025 年新能源车零售销量市占率将达到 57.8%。我们认为 2024 年的部分行业特征如价格战、新车型重要性提升等将在 2025 年延续，同时我们也将看到一些新的趋势，如行业或初现整合之象、投资者更加关注企业盈利等。

■ **尽管面临更多挑战，2025 新车销售仍具韧性。**我们估算今年的以旧换新政策透支了约 150 万台的需求，导致我们预期 2025 年中国乘用车零售销量将同比下滑 2% 到 2,308 万辆。我们预期在海外销量提升及补库存的助力下，2025 年中国乘用车批发销量将同比上升 3.8%。我们评估了自主品牌在全球 60 个主要国家的渗透率及发展潜力，预计海外销量在 5 年左右的中期维度潜在规模约为每年 700 万辆（今年自主品牌约 400 万台）。我们预计 2025 年中国乘用车出口将提升至 550 万（其中自主品牌 465 万台），同比增长 10%，低于 2024 年的 21%，主要出于对地缘政治风险的担忧。

■ **自主品牌新车型继续领先，插混车型市占率进一步提升。**我们预计 2025 年中国新能源车零售和批发销量均同比增长 22% 到 1,335 万辆和 1,490 万辆。欧洲由于碳排放标准收紧，2025 年新能源车的销量或超预期。2025 年，自主品牌的新车数量将数倍于外资品牌，我们预期自主品牌 2025 年在新能源车和燃油车市场的市占率都将进一步提升。2025 年，新能源车型将占据 84% 的新车数量，更多的增程、更大尺寸且具有性价比的车型将上市。我们预期 2025 年自主品牌批发销量的市占率将达到 70%，插混（含增程）在新能源市场的批发市占率将达到 45%。

■ **投资策略：**我们认为 2024 年是中国新能源车行业走向成熟的一年，尤其当我们看到四线及以下城市的新能源市占率已经达到 38%，且新能源车的价格带分布已几乎与燃油车一致。2025 年新能源车或将在大部分价格带及车型级别上占据主流地位，这意味着另辟蹊径的差异化打法将越来越难，而性价比和品牌力将成为关键。销量前 20 的新能源车型所属品牌从 2023 年的 7 个降到 2024 年前 10 个月的 5 个，而性价比更要求车企的技术能力和规模效应。这也意味着留给落后品牌追赶的时间已然不多，2025 或将开始看到行业整合迹象。同时，我们认为投资者在 2025 年将更加关注企业的盈利能力，对亏损的容忍度进一步降低。

■ **推荐标的：**新车成为爆款的可能性以及盈利能力的改善是我们选股的关键指标。整车厂中我们首选吉利汽车和小鹏汽车，因为这两个车企似乎从最近推出的车型中找到了成功的关键点，这也让我们对其后续车型成为爆款的信心增加。汽车服务板块，我们推荐途虎，因其更受益于目前的消费降级。

优于大市
(维持)

中国 汽车行业

史迹, CFA

(852) 3761 8728

shiji@cmbi.com.hk

窦文静, CFA

(852) 6939 4751

douwenjing@cmbi.com.hk

梁晓钧

(852) 3900 0856

austinliang@cmbi.com.hk

覆盖股票列表:

公司名称	股份代码	评级	目标价 (本地)
理想汽车	LI US	买入	30
理想汽车	2015 HK	买入	117
蔚来汽车	NIO US	持有	5
小鹏汽车	XPEV US	买入	16
小鹏汽车	9868 HK	买入	62.4
吉利汽车	175 HK	买入	19
长城汽车	2333 HK	买入	17
长城汽车	601633 CH	买入	35
比亚迪	1211 HK	买入	350
比亚迪	002594 CH	买入	382
广汽集团	2238 HK	买入	3.3
广汽集团	601238 CH	买入	10
零跑汽车	9863 HK	买入	40
永达汽车	3669 HK	买入	1.8
美东汽车	1268 HK	买入	2.8
途虎	9690 HK	买入	26
敏实集团	425 HK	买入	21
亿和控股	838 HK	买入	1.4

资料来源：彭博，招银国际环球市场

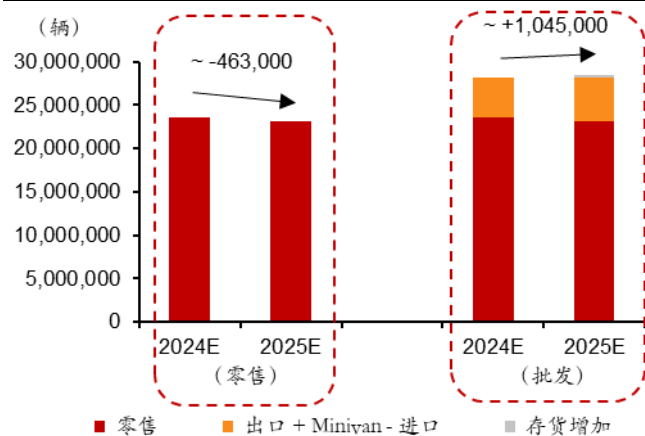
相关报告：

["China Auto Sector - 2024 Outlook: Competition pushes technological advancement, overseas expansion" - 30 Nov 2023](#)

["China Auto Sector - 2023 Outlook: A critical year for long-term survival" - 7 Dec 2022](#)

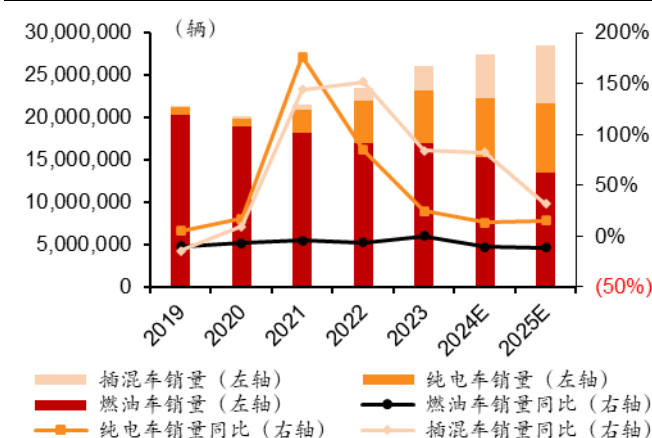
重要图表

图 1: 2024-2025 年中国乘用车零售和批发销量预测



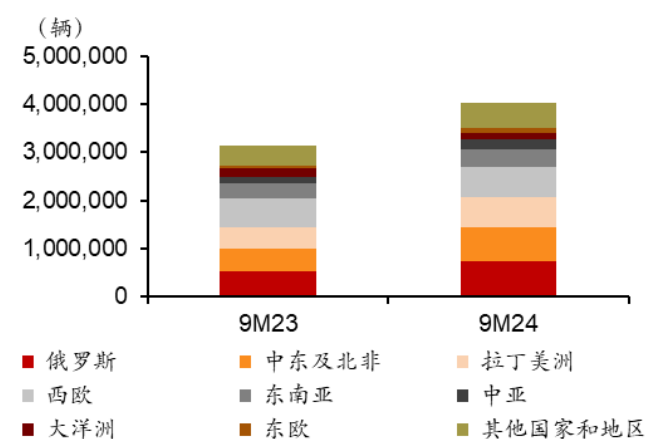
资料来源：中汽协、中汽中心、招银国际环球市场预测

图 2: 中国乘用车批发销量预测（按动力形式分）



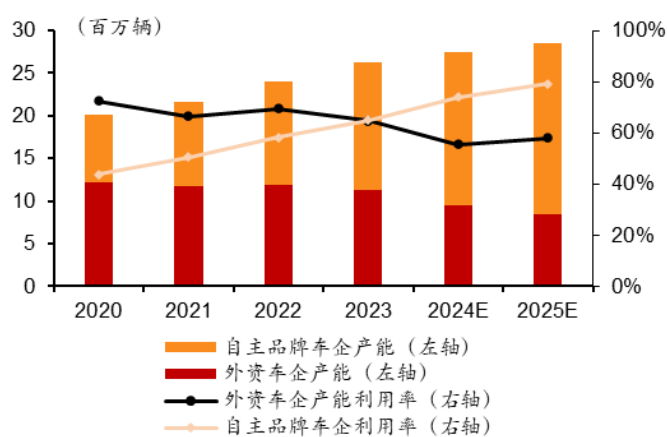
资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

图 3: 中国对海外各地区出口销量变化



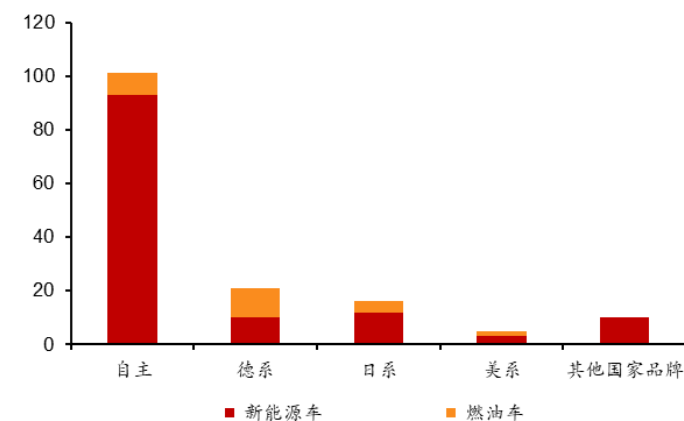
资料来源：中国海关、ThinkerCar、招银国际环球市场预测

图 4: 中国乘用车产能及产能利用率



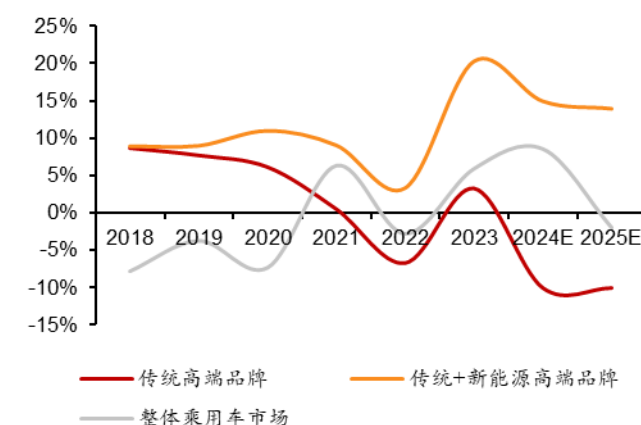
资料来源：中汽协、公司资料、Marklines、招银国际环球市场预测

图 5: 2025 年新车规划数量（按品牌国别和动力类型分）



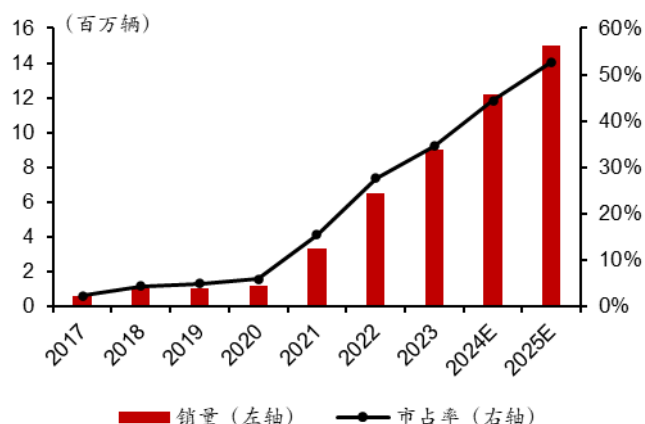
资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 6: 高端品牌零售销量同比增速预测



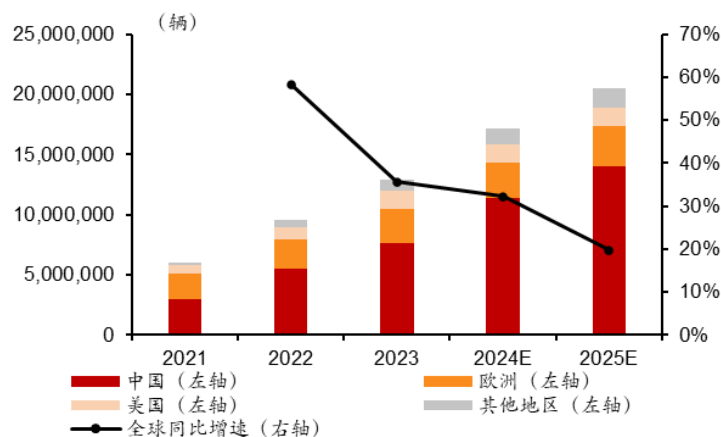
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场预测

图 7: 中国新能源乘用车批发销量及市占率预测



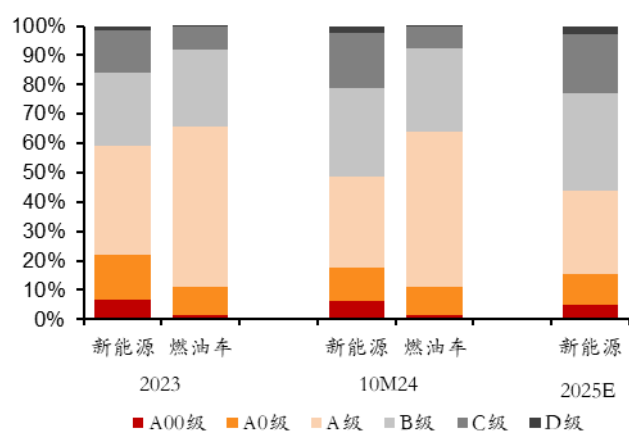
资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

图 8: 全球新能源车销量预测



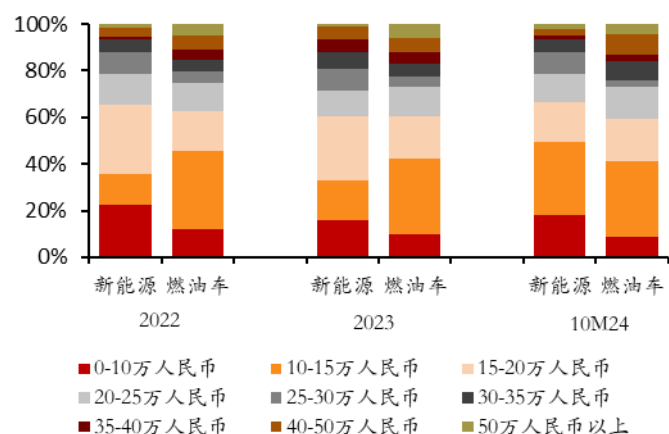
资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

图 9: 中国乘用车车型尺寸分布 (批发销量)



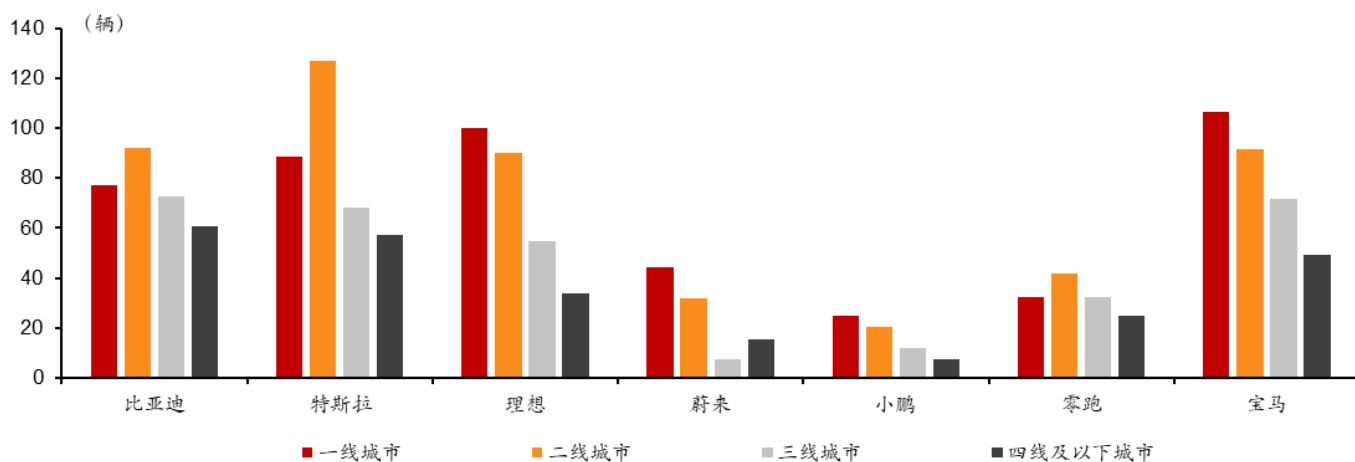
资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

图 10: 中国乘用车价格区间分布 (零售销量)



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 11: 2024 年前 10 个月, 不同品牌在不同层级城市的单店月均销量对比



资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

目录

重要图表.....2

2024 年股价表现回顾及 2025 年投资策略.....5

2024 股价回顾：动力电池跑赢，经销商最弱.....5

汽车行业投资观点：2025 年将是 2024 年的翻版？7

2025 年行业展望：中国乘用车销售仍具韧性.....9

零售销量：2024 年以旧换新补贴透支部分需求，预期 2025 年零售销量同比下滑 2%.....9

批发销量：预期同比增长 3.8%10

强劲的新车型推出将继续提升自主品牌的市占率14

2025 年关键新车型概览及主要中国车企销量预测17

2025 年合资企业或将更大力度地去产能21

高端品牌：经销商最差的时刻已经过去了吗？25

全球汽车销售：温和复苏伴随着去产能27

2025 年新能源车展望：留给弱势品牌的时间不多了.....29

全球新能源车：中国持续占据主导地位，2025 年欧洲或超预期.....29

预计 2025 年中国新能源车批发销量中的 45%来自插混32

中国新能源车尺寸向上，价格向下33

性价比和品牌力在竞争持续加剧、行业愈发成熟的市场变得更为重要34

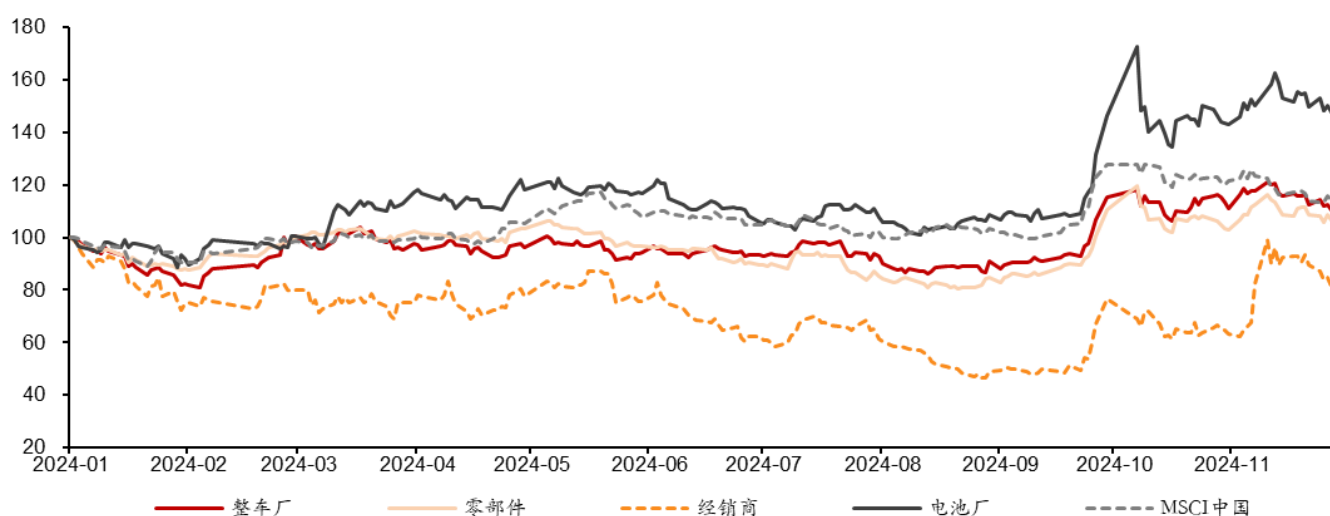
从城市层级的维度分析新能源车销量和门店效率36

2024 年股价表现回顾及 2025 年投资策略

2024 股价回顾：动力电池跑赢，经销商最弱

我们用市值加权法编制了 4 个细分行业指数（整车厂指数、经销商指数、零部件供应商指数、动力电池企业指数），以此回顾汽车产业链不同细分板块在 2024 年前 11 个月的股价表现。今年以来，除了动力电池企业整体股价增幅比市场基准（MSCI 中国指数）高出 36 个百分点，其他细分行业的表现均低于市场基准（MSCI 中国指数）。其中，经销商表现最弱，今年前 11 个月，经销商股价回报率比市场基准（MSCI 中国指数）低 33 个百分点。

图 12: 2024 年以来汽车各子板块股价表现（以 2024 年 1 月 1 日的股价为基准还原）



资料来源: 彭博、招银国际环球市场

注: 整车厂指数成分股: 理想、蔚来、小鹏、比亚迪、吉利、长城、广汽、零跑、极氪 (ZK US, 未评级)、北京汽车 (1958 HK, 未评级)、北汽蓝谷 (600733 CH, 未评级)、上汽集团 (600104 CH, 未评级)、长安汽车 (000625 CH, 未评级)、赛力斯 (601127 CH, 未评级)、东风集团股份 (489 HK, 未评级)、江淮汽车 (600418 CH, 未评级)

经销商指数成分股: 中升控股 (881 HK, 未评级)、美东汽车和永达汽车

零部件供应商指数成分股: 敏实集团、汇川技术 (300124 CH, 未评级)、福耀玻璃 (600660 CH, 未评级)、华域汽车 (600741 CH, 未评级)、星宇股份 (601799 CH, 未评级)、德赛西威 (002920 CH, 未评级)、拓普集团 (601689 CH, 未评级)、均胜电子 (600699 CH, 未评级)、耐世特 (1316 HK, 未评级)

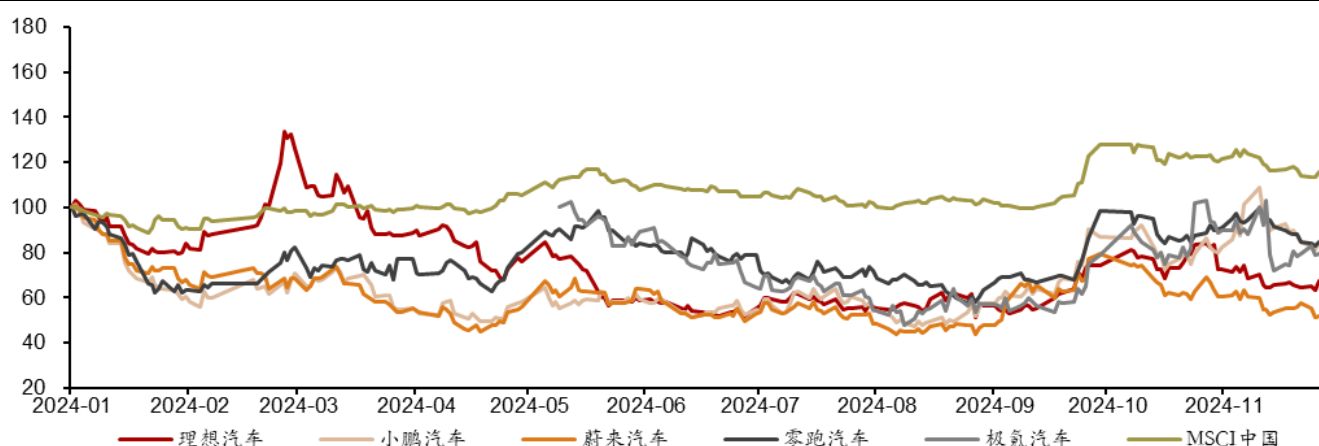
随着原材料价格在 2024 年开始企稳，动力电池企业盈利前景改善。与 2022 和 2023 年不同，当时车企为了降低成本增加电池供应商数量，头部的上市公司市场份额受影响，但在 2024 年其市场份额获得提升。随着一些较小的电池企业试图在资本市场完成上市融资，2025 年行业格局或将迎来变化。但目前前两名合计市占率达到 70%，这些电池企业想要挑战它们的领导地位需要在新技术领域获得突破。

经销商指数曾在 2023 年腰斩，2024 年前 8 个月再度腰斩，我们在 2023 年 11 月发布的 2024 行业策略报告中指出经销商行业仍未能看到明确的复苏信号。在促进消费的政策刺激下，2024 年 9 月经销商股价迎来反弹。11 月，中升控股宣布计划新开一系列问界门店再次提振整个行业的股价。今年以来（截至 2024 年 11 月底）经销商指数表现仍比市场基准低 33 个百分点。我们相信现在已经是经销商的至暗时刻，但盈利拐点尚不明朗，因为新能源汽车的市场格局仍在快速变化，而且相当一部分新能源车品牌仍采用直销模式。我们认为 2025 年以后，经销商行业的前景会更加清晰。我们建议投资者应该加大对经销商的关注，在后面的章节“高端品牌：经销商最差的时刻已经过去了吗？”将做更详细的论述。

2024 年零部件供应商指数和整车厂指数表现高度相关。价格战的冲击已经传导到上游零部件企业，相较于往年，车企要求更大幅度的年降。政府在 8 月中推出以旧换新补贴翻倍政策和 9 月推出恢复消费的刺激政策后，整车厂的股价在此后的 2-3 月内明显反弹。

新势力相较于传统车企股价表现波动更大。理想的股价表现在 2024 年 3 月 Mega 上市前显著好于市场基准，但在前 11 个月，其股价表现仅略好于蔚来，在 5 家新势力中排倒数第 2。今年前 11 个月，蔚来的股价于 4 月、8 月和 11 月三次触底，相较于年初下跌约 50%。小鹏、零跑和极氪今年以来股价走势相似，下跌约 14-17%，低于市场基准 29-32 个百分点。前 9 个月，小鹏和蔚来的股价表现高度相关，但在 Mona M03 和 P7+ 上市后，小鹏股价快速反弹。

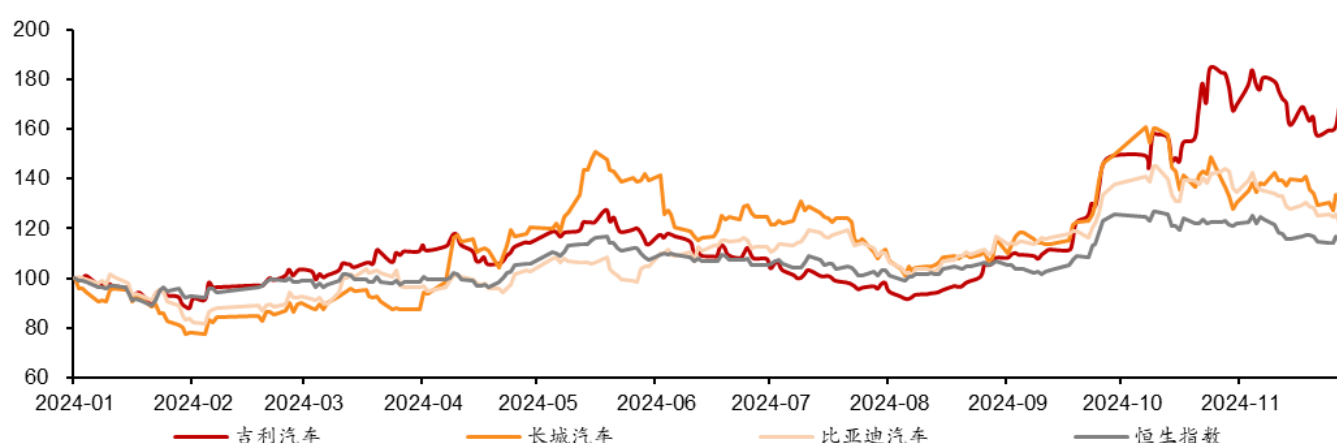
图 13: 2024 年以来蔚来、理想、小鹏、零跑和极氪股价表现（以 2024 年 1 月 1 日的股价为基准还原）



资料来源: 彭博、招银国际环球市场

对于三家港股上市的头部民营车企，不同于 2023 年比亚迪、吉利和长城的股价走势各异，2024 年前 9 个月，它们的港股股价表现趋同。随着银河 E5 和星愿的成功，投资者对吉利新能源车的销量和利润更有信心，10-11 月，吉利是 3 家中股价表现最好的公司。2024 年前 11 个月，3 家车企的股价表现均好于市场基准（恒生指数）。

图 14: 2024 年以来吉利、长城和比亚迪股价表现（以 2024 年 1 月 1 日的股价为基准还原）

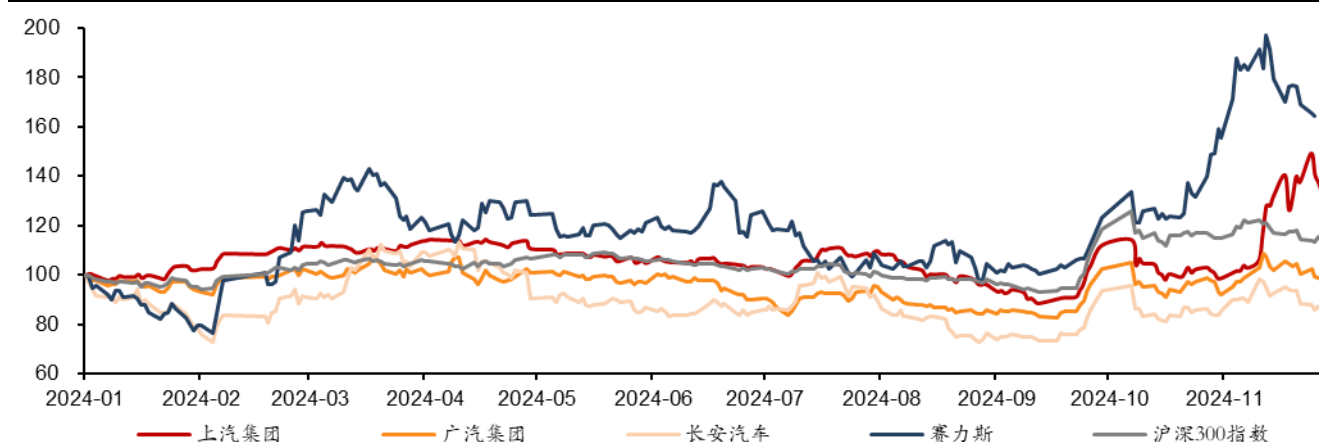


资料来源: 彭博、招银国际环球市场

在电动化转型和技术领先性方面，国有车企处于不利地位。2024 年前 11 个月，广汽和长安的股价表现均低于市场基准（沪深 300 指数）。广汽 2024 年面临自主品牌埃安和合资品牌销量的双重下滑。上汽在 11 月份的股价表现好于市场基准（沪深 300 指数），或因市场

传言上汽将与其他车企有潜在合作计划。和 2023 年一样，赛力斯的股价表现在 2024 年再次大幅超越市场基准（沪深 300 指数），两年股价大幅上涨均发生在 9 月份。

图 15: 2024 年以来上汽、广汽、长安和赛力斯股价表现（以 2024 年 1 月 1 日的股价为基准还原）



资料来源: 彭博、招银国际环球市场

汽车行业投资观点: 2025 年将是 2024 年的翻版?

■ 竞争加剧，开始出现行业整合的迹象

2023 年的大部分行业特征比如价格战、新车型重要性凸显等在 2024 年得到延续，这使投资者自然而然地预期 2025 年或许是 2024 年的又一个翻版。诚然，我们认为 2024 年的部分特征也将在 2025 年延续：价格战会继续加剧，新车型依旧是最重要的催化剂之一。然而，我们可能也会看到一些新的趋势变化。

2024 年是中国新能源车行业开始成熟的一年，前 10 个月新能源车在四线及以下城市的市占率已经达到 38%。尽管我们此前多次强调中国乘用车市场格局的复杂性会导致行业周期底部会比大家之前想象的要长，但我们认为 2025 年或许将出现行业开始整合的早期信号，在新能源车在大部分城市、大部分价格带和大部分车型上都将成为主流的情况下，当层出不穷的产品和营销创新已经出现以后，我们认为在全自动驾驶时代到来之前，产品在短期内或难有颠覆性的创新出现，所以落后的车企想要另辟蹊径地进行差异化会越来越困难，追赶的时间所剩无几了，实现盈利的紧迫性也越来越强。

■ 2025 年，车企更加强调盈利能力或者实现盈亏平衡

我们认为到目前为止，还是很难甄别谁是真正的长期赢家，因为我们发现行业格局稳定后的玩家数量或许比我们之前想象的要多。小米首个车型即大获成功，华为也和越来越多车企合作都令整个行业格局变得更加复杂。比亚迪和理想已经多年盈利，吉利的新能源部门预期 2025 年开始盈利，小鹏预期在 2026 年实现盈亏平衡，零跑预期 2026 或 2027 年实现盈亏平衡。我们认为现在还看不到盈亏平衡的车企成功的机会越来越渺茫。盈利要求已不再是空头支票，实际的盈利表现能否超预期或将成为 2025 年股价表现的关键。

■ 自动驾驶能力是必要的，但车企很难凭借该能力获得溢价

我们看到，过去几年，各家车企之前的智能驾驶能力差距并不是在变大，反而在缩小，这使得该功能会成为车型的标配，但车企却难以用它来赚钱。我们依然认为车企比独立的 L4 技术提供商更有优势。目前大部分头部智驾供应商比如华为、大疆、Momenta 都没有上市，地平线（9660 HK，未评级）于 2024 年 10 月上市，很可能将吸引投资者的目光。

■ **推荐标的：整车厂：吉利汽车、小鹏汽车；汽车服务商：途虎**

整车厂板块，我们的选股标准为：1) 有望推出爆款车型，2) 有望实现盈利大幅提升的车企，即吉利汽车和小鹏汽车。

吉利汽车：吉利今年 8 月推出的银河 E5 和 11 月上市的星愿车型都是上市即爆款。这令我们对其即将于 12 月上市的星舰 7 SUV (PHEV) 和计划于明年 2 季度上市的中型 PHEV 轿车更有信心。通过推出更具经济性的 GEA 平台并将混动架构升级为雷神 EM-i，我们认为吉利的新能源产品实现了消费者体验和成本控制的双重改善，我们估计吉利新能源车型的单车成本有望因此下降 5,000-7,000 元。我们预测 2025 年吉利批发销量将同比提升 10%到 238 万辆，其中 55%是新能源车。受益于规模效应的提升叠加有效的成本控制，我们预测 2025 年吉利的核心净利润有望同比增长 36%至 125 亿人民币。

小鹏汽车：我们将小鹏 Mona M03 的推出看作其新一轮强产品周期开启的标志，11 月基于全新降本技术方案的 P7+上市又将中大型纯电轿车的价格区间降低到 20 万以下，获得超出预期的市场反馈。我们认为小鹏在智驾之外，重新找准了打造爆款的思路，也让我们对其 2025 年将上市的 4 款全新车型（含首款长续航增程车型）更加期待。我们预测小鹏 2025 和 2026 年的销量将分别同比增长 110%和 26%至 39 万辆和 49 万辆，并有望在 2026 年扭亏为盈。

对于汽车经销和服务板块，我们认为经销商的基本面已经到达底部，值得投资者关注，但是拐点的信号仍不明朗。相对而言，我们更加推荐途虎：我们认为途虎作为行业领先的独立汽车服务商有望在中国车龄增长、消费偏好理性化的趋势中获益。门店网络扩张足以抵消潜在的单店增长压力，而自有自控产品占比的提升对公司的利润和利润率均有正面贡献。我们认为途虎是宏观经济波动中很好的防御性标的。

图 16: 同业估值对比

公司	代码	评级	目标价	收市价	市值	P/E (x)		P/S (x)		ROE (%)	
			(交易货币)	(交易货币)	(百万美元)	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
理想汽车	LI US	买入	30.0	22.7	24,085	19.8	13.3	1.2	0.9	13.4	16.7
理想汽车	2015 HK	买入	117.0	87.9	23,949	19.7	13.2	1.2	0.9	13.4	16.7
蔚来汽车	NIO US	持有	5.0	4.6	9,684	N/A	N/A	1.1	0.7	(131.3)	(382.4)
蔚来汽车	9866 HK	持有	39.0	37.1	9,947	N/A	N/A	1.1	0.7	(131.3)	(382.4)
小鹏汽车	XPEV US	买入	16.0	12.7	12,050	N/A	N/A	2.2	1.2	(18.0)	(7.6)
小鹏汽车	9868 HK	买入	62.4	50.0	12,199	N/A	N/A	2.2	1.2	(18.0)	(7.6)
特斯拉	TSLA US	未评级	N/A	351.4	1,128,079	136.6	98.6	11.3	9.7	11.4	13.1
平均						58.7	41.7	2.9	2.2	(37.2)	(104.8)

公司	代码	评级	目标价	收市价	市值	P/E (x)		P/S (x)		ROE (%)	
			(交易货币)	(交易货币)	(百万人民币)	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E
吉利汽车	175 HK	买入	19.0	14.5	136,048	8.2	10.9	0.6	0.5	19.3	12.9
长城汽车	2333 HK	买入	17.0	13.1	104,610	8.2	7.5	0.5	0.4	17.3	16.7
长城汽车	601633 CH	买入	35.0	27.1	231,812	18.2	16.5	1.1	1.0	17.3	16.7
广汽集团	2238 HK	买入	3.3	3.3	31,913	N/A	247.7	0.3	0.3	(0.4)	0.1
广汽集团	601238 CH	买入	10.0	10.1	104,130	N/A	808.1	1.0	1.0	(0.4)	0.1
比亚迪	1211 HK	买入	350.0	260.4	707,747	19.6	14.9	1.0	0.8	23.6	25.5
比亚迪	002594 CH	买入	382.0	280.0	814,536	22.6	17.1	1.1	1.0	23.6	25.5
零跑汽车	9863 HK	买入	40.0	27.9	29,099	N/A	N/A	1.0	0.7	(32.2)	(28.5)
永达汽车	3669 HK	买入	1.8	2.0	3,588	14.4	7.0	0.1	0.1	1.8	3.6
美东汽车	1268 HK	买入	2.8	2.2	2,729	22.4	7.1	0.1	0.1	2.3	7.1
途虎	9690 HK	买入	26.0	21.5	15,028	23.7	14.6	1.0	0.9	13.4	18.4
敏实集团	425 HK	买入	21.0	13.3	14,274	6.1	5.4	0.6	0.5	11.9	12.3
亿和控股	838 HK	买入	1.4	0.7	1,090	4.5	3.9	0.2	0.2	8.4	9.1
平均						14.8	96.7	0.7	0.6	8.2	9.2

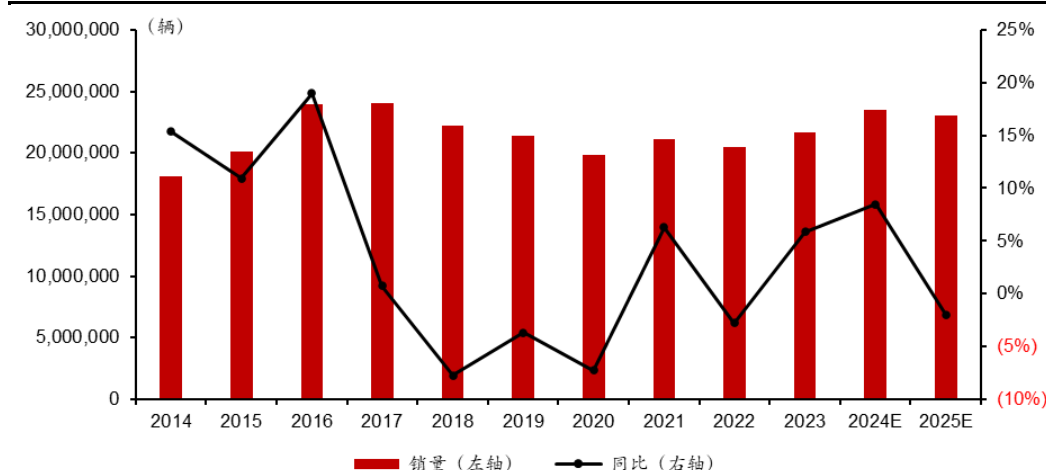
资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（市场数据截至 2024 年 12 月 4 日）

2025 年行业展望：中国乘用车销售仍具韧性

零售销量：2024 年以旧换新补贴透支部分需求，预期 2025 年零售销量同比下滑 2%

我们预期中国乘用车零售销量将从 2024 年的 2,354 万辆同比下滑 2% 到 2025 年的 2,308 万辆，主要因为 2024 年 8 月开始加码的以旧换新政策提前透支了部分需求。尽管经济面临挑战，但中国汽车销量已经连续两年超预期，我们认为 2025 年中国汽车消费韧性仍将好于部分投资者的预期。

图 17: 中国乘用车零售销量预测



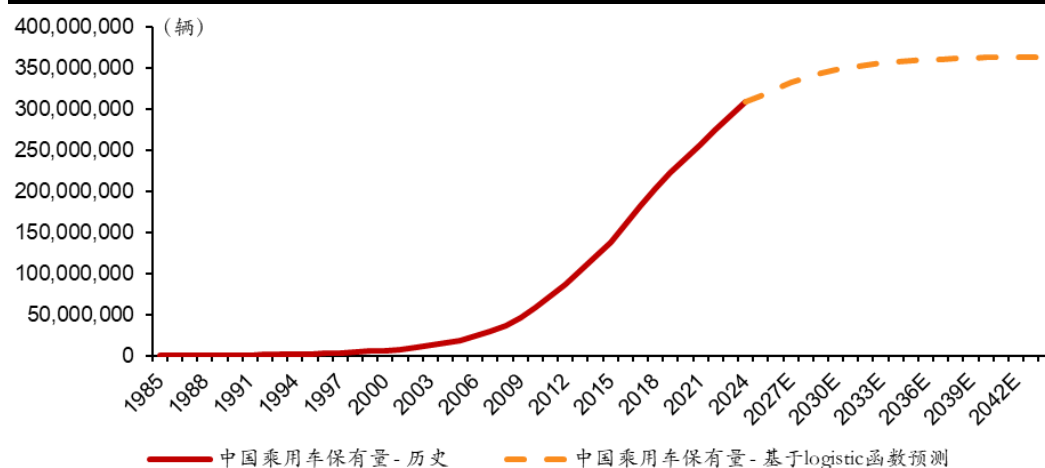
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场预测

汽车以旧换新的补贴政策始于 2024 年 4 月，针对符合要求的消费者，政府分别给予燃油车补贴 7,000 元和新能源车补贴 10,000 元。该政策在 2024 年 8 月中进一步加码，补贴金额翻倍（燃油车补贴 15,000 元，新能源车补贴 20,000 元）。截至 2024 年 11 月 18 日，累计的补贴申请已经超过 200 万份。此外，各省市地方政府还出台了置换更新补贴政策。我们估计两个政策合计拉动了 150 万辆的额外需求，占全年预测销量的 6.4%。因此，我们预期 2024 年中国乘用车零售销量将同比提升 8.5% 到 2,354 万辆，比我们此前的预测高 11%，其中超预期的部分或有 65% 来自于刺激政策的拉动。

汽车消费仍是刺激中国经济最重要的手段之一，所以我们预期类似的刺激政策在 2025 年仍将持续。假设我们估算的 2024 年 150 万台透支其中的 2/3 本应在 2025 年发生，且刺激政策持续到 2025 又将前置 150 万辆左右的购车需求，调整后的 2025 年零售销量将同比增长约 2.4%，基本和我们测算的中国乘用车长期增速一致。值得一提的是，尽管我们预期 2025 年零售销量将同比下滑，其规模仍排在历史第 4。

我们用单一因子的逻辑曲线模型粗略估算了中国长期的汽车保有量以及稳态下的置换需求。具体的计算过程请参考我们 2022 年 12 月 7 日发布的 [2023 展望报告](#)。我们基于逻辑曲线以及 1985-2024 的中国乘用车保有量数据测算出中国稳态情况下的乘用车保有量约为 3.64 亿辆，这一数值比我们在 2022 和 2023 年同期所做的测算略高出了 3%，也表明 2023 和 2024 年汽车消费的韧性均超出我们的预期。我们按平均 14 年左右的报废周期推算中国乘用车市场稳态情形下每年的置换需求约 2,450-2,550 万辆。

图 18: 基于逻辑曲线模型预测中国乘用车保有量

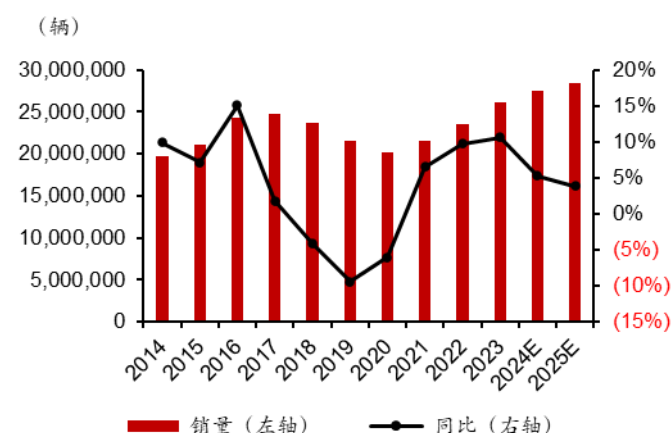


资料来源：中汽协、中汽中心、中国国家统计局、招银国际环球市场预测

批发销量：预期同比增长 3.8%

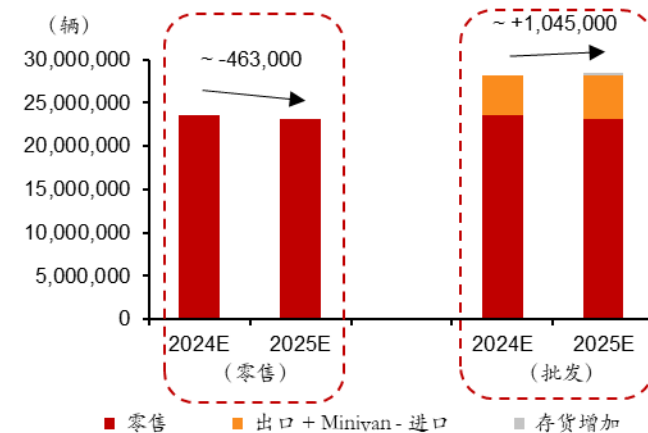
我们预期中国乘用车批发销量将从 2024 年 2,742 万辆提高到 2025 年的 2,847 万辆，同比增长 3.8%（假设 2025 年零售销量 2,308 万辆）。我们预期 2024 年批发销量将比我们去年同期所做的预测高出 4.6%，主要是因为零售销量超预期。其他方面，2024 年的出口和渠道库存都低于我们的预期。

图 19: 中国乘用车批发销量预测



资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

图 20: 2024-2025 年中国乘用车零售和批发销量预测



资料来源：中汽协、中汽中心、招银国际环球市场预测

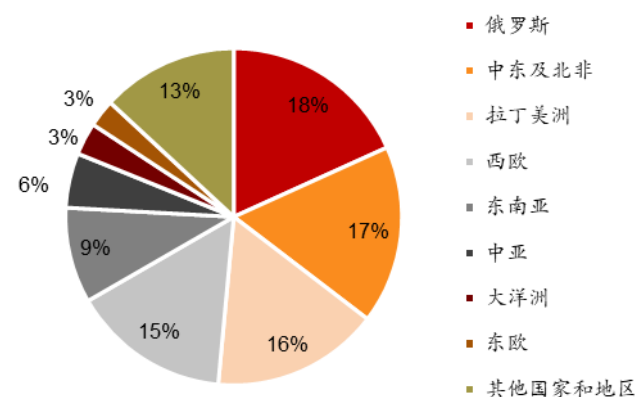
■ 出口：贸易风险加剧及基数提升，出口增速将放缓

我们预期中国乘用车出口将从 2024 年的 500 万辆提高到 2025 年的 550 万辆，同比增长 10%，为 2021 年以来的最低增速。2024 年的出口增速很可能放缓到 21%，低于我们此前所预期的 25%，主要是因为上汽（600104 CH, 未评级）和特斯拉（TSLA US, 未评级）出口同比下滑。

根据海关数据，2024 年前 3 个季度，中国向约 200 个国家出口乘用车，前 10 大国家占比约 56%，其中俄罗斯排第 1，占比 18%，其后分别是墨西哥（7%）、阿联酋（5%）和比利时（5%）。阿联酋和比利时应该扮演着中国汽车出口在中东和欧洲中转中心的角色。中国出口到中东和北非地区（包括土耳其）的销量同比大幅增长 49%，中亚和俄罗斯均同比提升 41%，另外东欧（除俄罗斯）、拉丁美洲（包括南美洲、中美洲、墨西哥和加勒比海

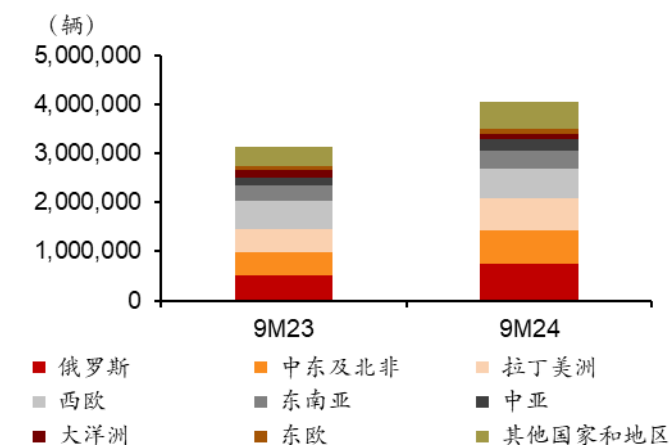
地区)、中欧和东南亚分别同比提高 40%、38%、29%和 18%。这 7 个地区合计占到中国 2024 年前 3 季度出口总量的 71%。

图 21: 2024 年前三季度中国乘用车出口到各地区占比



资料来源: 中国海关、ThinkerCar、招银国际环球市场

图 22: 中国乘用车出口到海外各地区销量变化



资料来源: 中国海关、ThinkerCar、招银国际环球市场预测

2025 年中国乘用车出口将面临以下挑战:

- 1) 2025 年俄罗斯汽车销量增速或将放缓, 且自主品牌在俄罗斯的市占率 (接近 50%) 或即将触顶。
- 2) 俄罗斯汽车销量下滑也会影响到中国对中亚和白俄罗斯的出口。随着自主品牌在哈萨克斯坦的市占率已经达到 40%, 乌兹别克斯坦已经成为自主品牌争相开发的中亚最重要的市场。
- 3) 从 2024 年 7 月开始, 欧盟对中国制造的纯电和增程车辆征收 7.8%-35.3% 的额外关税。尽管可能仍有变数, 我们预期 2025 年中国汽车出口增速将放缓。
- 4) 一些国家如巴西和土耳其开始对中国电动车征收关税 (自主品牌刚刚在当地市场获得一定的市场份额)。我们相信其他一些国家也可能跟进相关政策。
- 5) 2024 年前 10 个月, 特斯拉在中国新能源车和整体乘用车出口中分别占 26% 和 6%, 2025 年特斯拉出口或将停止增长甚至下滑。2024 年前 10 个月, 特斯拉出口销量已经同比下滑 21%。

我们预期 2025 年出口增量主要还是来自中东和北非地区、拉丁美洲以及东南亚。在拉丁美洲和东南亚, 自主品牌已经占据了当地 7-10% 的市场份额, 本土化生产在下一阶段的发展显得更为关键。在海湾地区 (包括沙特、阿联酋、卡塔尔、阿曼、科威特和巴林), 自主品牌也已经占据了约 10% 的市场份额。

基于海外不同国家和地区的汽车工业发展、当地消费者的品牌忠诚度和国家政策, 我们把海外市场分为: 1) 美国; 2) 加拿大; 3) 日本、韩国和印度; 4) 有自主品牌的西欧国家 (包括德国、法国、意大利等); 5) 没有自主品牌的西欧国家 (包括比利时、荷兰、瑞士等); 6) 北欧; 7) 中欧; 8) 东欧; 9) 俄罗斯; 10) 拉丁美洲; 11) 中东和北非; 12) 南亚; 13) 中亚; 14) 大洋洲; 15) 其他国家和地区。我们预期自主品牌在这些国家和地区的市占率有望达到 0-45%, 潜在的市场规模合计 700 万辆。也就是说, 在未来 5-6 年里, 自主品牌在海外市场仍有 75% 的增长潜力, 相当于年复合增速 10-12%。我们预计 2025 年的 550 万台海外销量中, 自主品牌占 465 万台, 增速约为 16%。

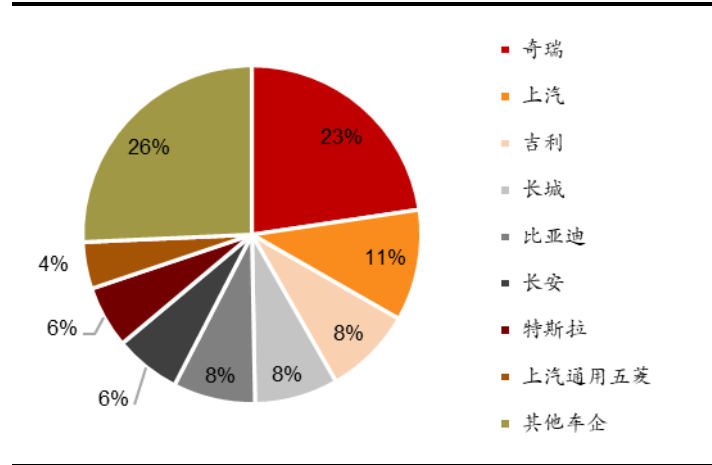
图 23: 中期维度，自主品牌海外销售的潜在市场规模

分地区（除中国外）	年度总销量（辆）	自主品牌潜在 市场份额	自主品牌潜在 年度销量（辆）	当前新能源车 市占率
美国	17,000,000	0%	0	9%
日本、韩国和印度	11,100,000	4%	444,000	3%
有自主品牌的西欧国家	9,500,000	9%	838,000	18%
拉丁美洲	5,500,000	25%	1,364,000	4%
中东及北非	4,700,000	25%	1,166,000	4%
东南亚	3,150,000	25%	781,000	6%
没有自主品牌的西欧国家	3,000,000	15%	450,000	22%
加拿大	1,900,000	2%	38,000	7%
中欧	1,600,000	20%	320,000	5%
大洋洲	1,400,000	25%	350,000	5%
俄罗斯	1,100,000	45%	495,000	0%
北欧	780,000	20%	156,000	52%
中亚	730,000	35%	256,000	6%
东欧（除俄罗斯外）	220,000	30%	66,000	1%
其他国家和地区	920,000	30%	276,000	5%
合计	62,600,000	11%	7,000,000	

资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

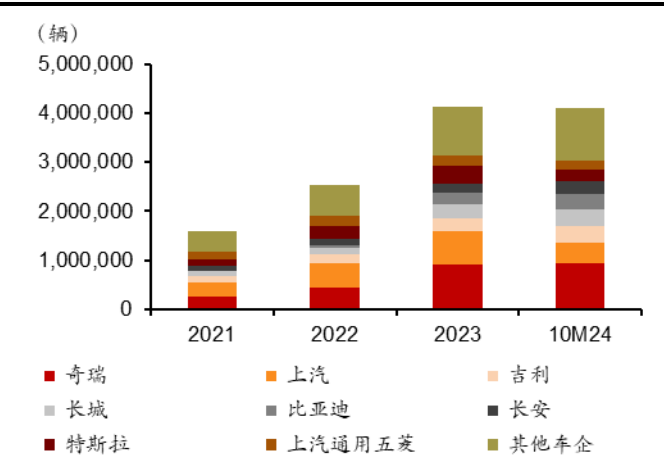
根据中汽协的数据，2024 年前 10 个月，比亚迪出口同比大幅提升 83%到 32.2 万辆，增速在出口销量前 5 大车企中排名第 1，同时也超越特斯拉成为中国最大的新能源车出口企业。由于出口同比下滑 21%，特斯拉在中国出口车企的排名从 2023 年的 3 名下滑到 2024 年（按前 10 个月的出口销量计算）的第 7 名。2024 年前 10 个月，上汽是前 5 大出口车企中唯一同比下滑的（-17%），奇瑞出口同比增长 27%到 92.7 万辆，高出第 2、3 名（上汽和吉利）总和。2024 年前 10 个月，吉利和长城出口分别同比提升 55%和 56%到 34.6 万辆和 32.7 万辆。

图 24: 2024 年前 10 个月出口销量按车企拆分（份额）



资料来源：中汽协、招银国际环球市场

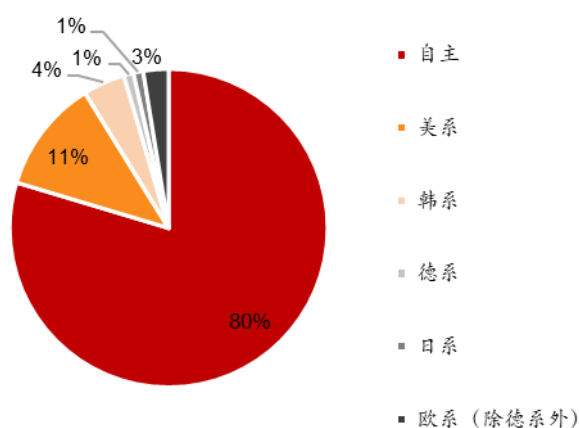
图 25: 中国出口销量按车企拆分



资料来源：中汽协、招银国际环球市场

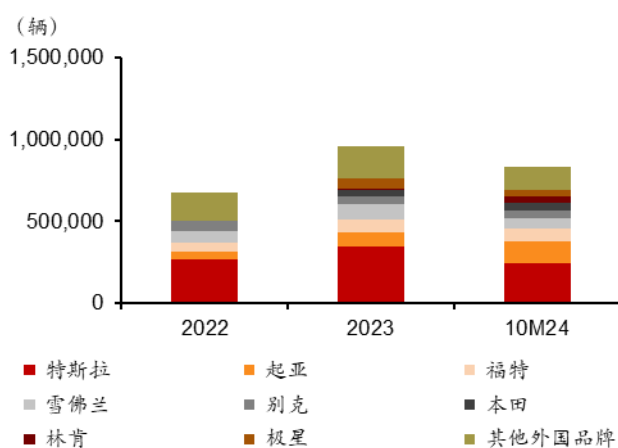
我们预计 2024 年外资品牌从中国出口到海外的销量将同比提升 4% 到约 100 万辆，由于在华销售承压，中国工厂产能利用率严重下滑，越来越多外国品牌将中国作为该品牌出口的基地。2024 年前 10 个月，起亚出口同比翻倍到 13.7 万辆，跃升至外资品牌出口第 2 名。本田、现代、福特和林肯也相继增加出口。与此同时，外资品牌的新能源车出口呈现出下滑趋势，主要是由于欧洲开始对中国出口的电动车征收额外关税。特斯拉、达契亚、宝马、Smart 和极星在 2024 年前 10 个月的出口销量同比下滑 21-49% 不等。

图 26: 2024 年前 10 个月出口销量按品牌国别拆分



资料来源：中汽协、招银国际环球市场

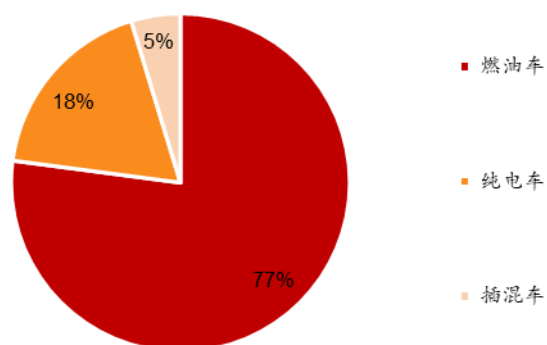
图 27: 外资品牌从中国出口的销量变化



资料来源：中汽协、招银国际环球市场

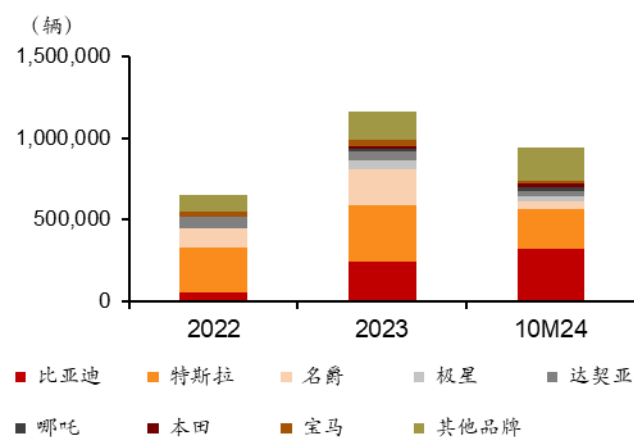
我们预期 2024 年中国新能源车出口同比下滑 2% 到 114 万辆，比亚迪的出口增长依然无法抵消特斯拉、上汽、极星、达契亚等车企出口的颓势。2024 年可能是 2020 年以来新能源车出口第一次成为整体乘用车出口的拖累因素。由于地缘政治持续紧张，我们预期 2025 年新能源车出口将持续下滑。

图 28: 2024 年前 10 个月中国出口销量按动力类型拆分



资料来源：中汽协、招银国际环球市场

图 29: 中国新能源车出口销量 (按品牌分)



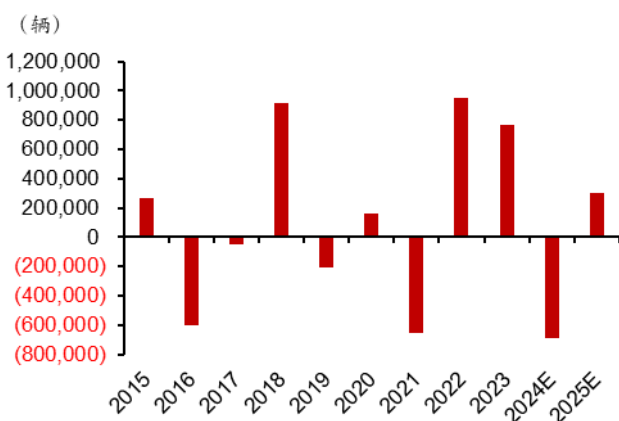
资料来源：中汽协、招银国际环球市场

■ 渠道库存：2024 年去库存超预期，车企经营愈发谨慎

2024 年前 10 个月，中国的车企减少了 53.8 万辆渠道库存，几乎抹平 2023 年前 10 个月增加的库存。刺激政策的实施在过去意味着加库存的开始，就像 2015 年 4 季度和 2022 年下半年行业。然后今年情况发生了改变，这也表示车企对中国市场的波动愈发谨慎。考虑到春节在明年 1 月底，我们预期 12 月份渠道会再次去库存。全年来看，我们预期 2024 将减少 68.8 万辆渠道库存，2025 年将增加 30 万辆渠道库存。

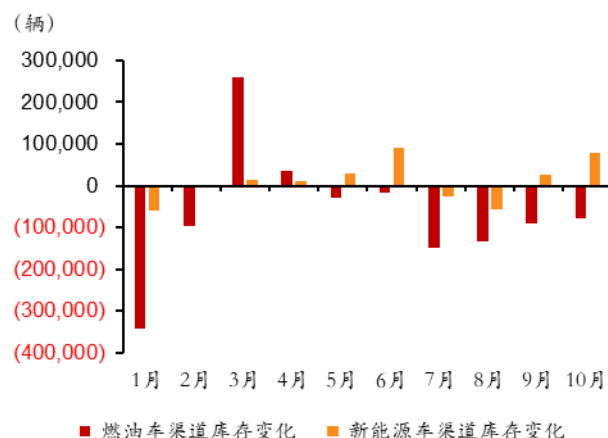
2024 年前 10 个月的去库存主要来自燃油车，同期，新能源车实际增加了 10.8 万辆的库存。我们估算目前燃油车和新能源车的库存均在 1.5 个月的水平。我们预期 2025 年燃油车库存将进一步下滑，新能源车库存继续温和提升。

图 30: 估算的历年乘用车渠道库存变化



资料来源：中汽协、中汽中心、招银国际环球市场预测

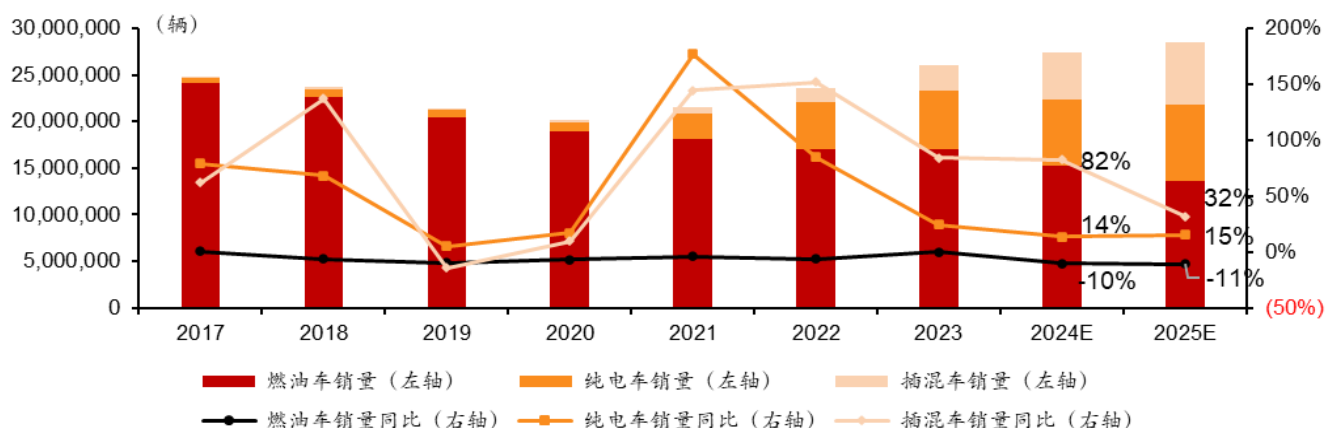
图 31: 2024 年燃油车和新能源车渠道库存变化



资料来源：中汽协、中汽中心、招银国际环球市场

综上所述，我们预期 2025 年中国乘用车批发销量同比提升 3.8% 到 2,847 万辆。从动力总成形式来看，新能源车仍是销量增长的核心驱动因素，我们预期新能源车批发销量将从 2024 年的 1,218 万辆提升到 2025 年的 1,490 万辆，同比提升 22%，其中插混销量增速（同比+32%）仍将高于纯电销量增速（同比+15%）。以上预测暗含中国燃油车 2025 年批发销量将同比下滑 11%（对比 2024 年将同比下滑 10%）。

图 32: 中国乘用车批发销量（按动力形式分）



资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

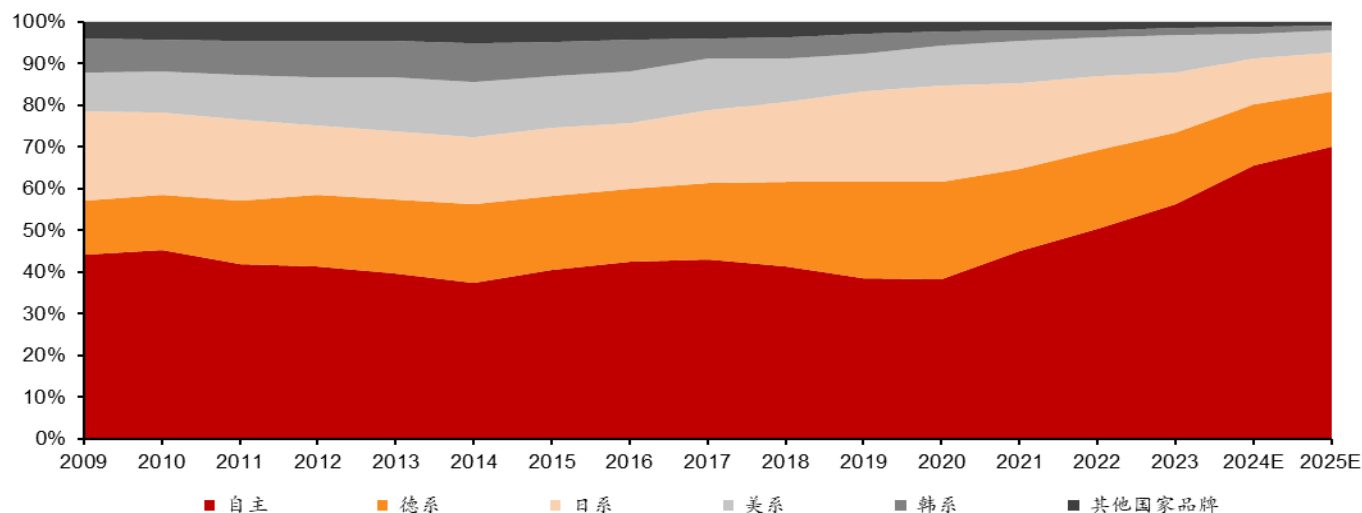
强劲的新车型推出将继续提升自主品牌的市占率

正如我们在 2023 和 2024 的展望报告所述，本轮中国汽车的周期底部可能比之前的预期更长，而外资品牌由于产品更新换代缓慢导致电动化和智能化落后，在这一轮周期中受影响最大。2025 年随着竞争进一步加剧，外国品牌可能将进一步失去其市场份额，同时，我们或将看到行业开始出现整合的信号。

2024 年自主品牌在中国的批发销量市占率有望提升 9 个百分点（历史最高），比我们此前的预期高出 5 个百分点。我们预期其市占率将从 2024 年的 66% 提升到 2025 年的 70%，并

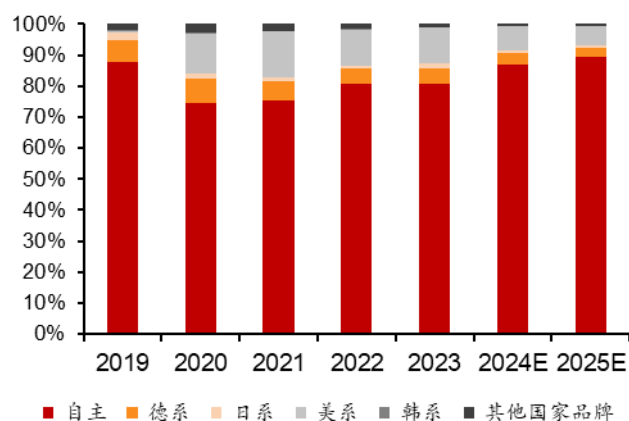
在新能源和燃油车两个细分市场都提升份额。过去 2 年，自主品牌主要依赖出口提升燃油车的市占率，而 2024 年前 10 个月，自主品牌在国内燃油车零售销量的市场份额也提升 0.6 个百分点。

图 33: 中国市场乘用车不同国别品牌的市场份额变化（批发销量）



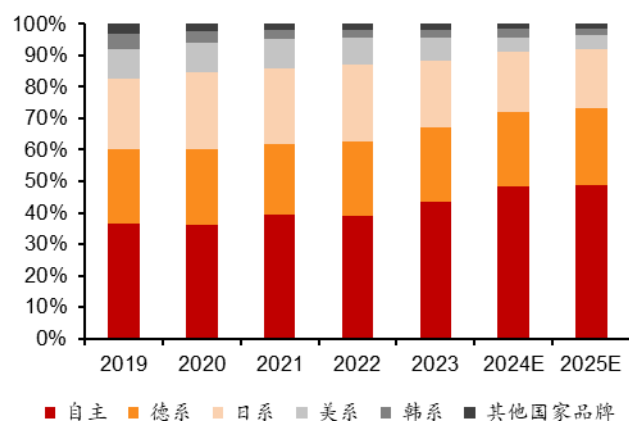
资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

图 34: 新能源市场不同国别品牌的市场份额（批发销量）



资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

图 35: 燃油车市场不同国别品牌市场份额（批发销量）



资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

■ 2025 年新车：更大的车型，更有竞争力的价格

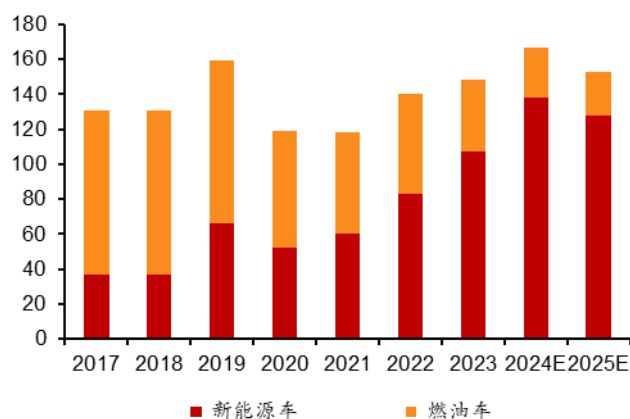
2024 年将是中国有史以来推出新车最多的一年，预计全年发布 167 款新车（高于我们的 2024 展望报告中预测的 151 款新车），据我们统计，2024 年前 10 个半月已经上市了 149 款新车。

我们预计中国市场在 2025 年将发布 153 款新车，其中 84% 是新能源（高于 2023 年的 72% 和 2024 年的 83%）。自主品牌预计将发布 101 款新车，其中 93 款是新能源。考虑到头部自主品牌的巨额研发投入来应对日益加剧的竞争，自主品牌在 2025 年最终的新车数量甚至会超过我们目前收集的信息。

外资品牌的情况或与自主品牌形成鲜明对比，虽然不少外国品牌发布了中国市场的电动化计划，但大量规划好的新车因缺乏竞争力被延后或者取消。外资品牌在 2022-2024 的 3 年

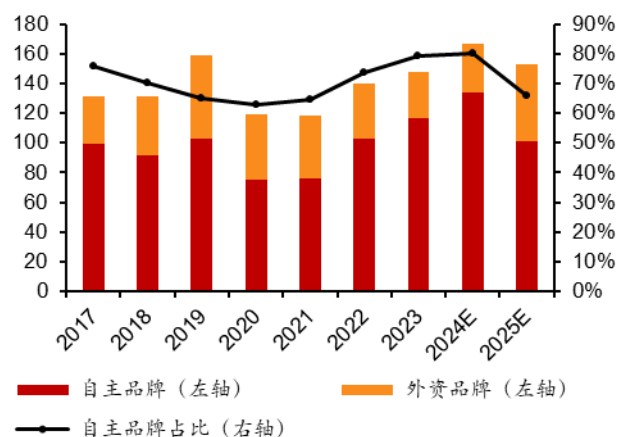
内合计只发布了 46 款新能源车型，比自主品牌过去半年推出的数量还少。我们预期 2025 年，外国品牌将发布 52 款新车，其中 35 款（约 67%）是新能源车，我们目前并未在其中看到特别有竞争力的车型。

图 36: 中国历年新上市车型数量（按动力形式分）



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

图 37: 中国历年新上市车型数量（按品牌所属国家分）



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

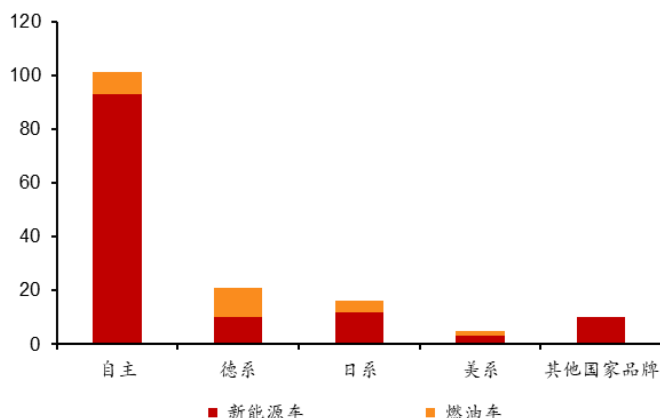
从 2025 年的新车计划来看：

1) 总体车型尺寸仍在变大。2025 年 70% 以上的新车是中型或以上的尺寸（2022-2024 年分别占比 46%、58%、62%），中大型及以上尺寸的车型占到 37%（2022-2024 年分别 28%、30%、35%）。

2) 智能电动车的竞争将蔓延到 20 万元人民币以内。2024 年 11 月小鹏发布了中大型轿车 P7+，定价低于 20 万人民币，相信其他车企也将跟进，我们预计 2025 年新能源新车中，约 26%（2024 年 21%）在 15-20 万人民币价格区间，占比最高。只有 12% 在 20-25 万人民币价格区间，低于 2024 年的 20%。

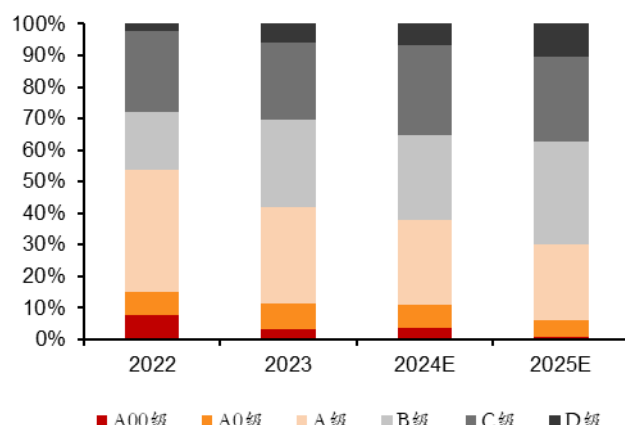
3) 更多混动车型，尤其是结构简单的增程车型。埃安、极氪、小鹏、小米（1810 HK，买入）和蔚来都计划在 2025-2026 年发布增程或者插混车型。我们预计 2025 年将上市至少 32 款增程车，远高于 2023 年的 9 款和 2024 年的 22 款。

图 38: 2025 年新车规划数量 (按品牌国家分)



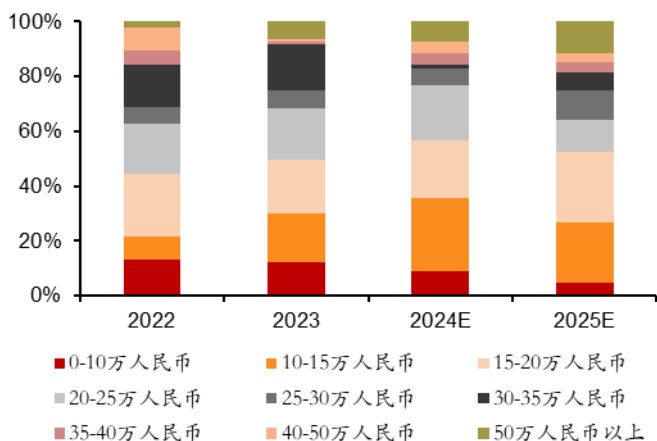
资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

图 39: 中国历年新上市车型数量按尺寸拆分



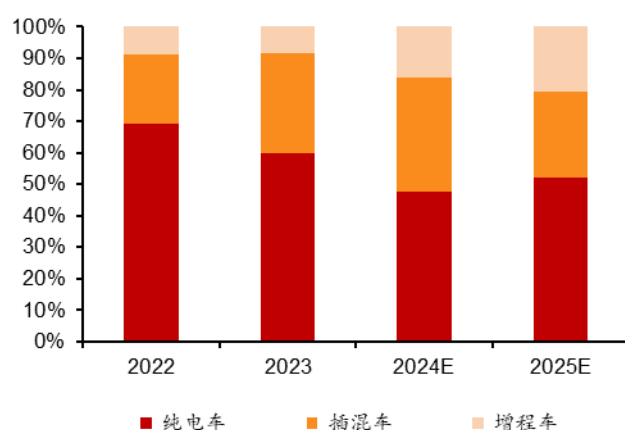
资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

图 40: 中国历年上市新能源车型数量按价格区间拆分



资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

图 41: 中国历年上市新能源车型数量按动力形式拆分



资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

2025 年关键新车型概览及主要中国车企销量预测

由于新车更新迭代加速，新车对销量和利润的贡献越来越大。2023 年 10 月到 2024 年 9 月上市的新车合计占 2024 年 10 月总销量的 30%，销量前 20 的新车占总销量 17%。搭载 DM-i 5.0 技术的比亚迪秦 L 插混及其姊妹车型海豹 06 插混合计在 2024 年 10 月贡献了 9.5 万辆的销量。问界 M9 成为 2024 年前 10 个月 50 万以上最畅销的车型，帮助赛力斯实现扭亏为赢。小米第一款车小米 SU7 的销量帮助小米成为汽车行业的关键玩家之一。

另一方面，宝马新 5 系的定价错误导致华晨宝马 2024 年上半年利润同比大幅下滑，宝马经销商的新车毛利率也达到历史最低。广汽丰田在 2024 年的销量下滑幅度或将创历史纪录，其中新一代凯美瑞的批发销量可能同比下滑接近 30%。长城 2024 年的批发销量或将同比下滑 2%，主要是因为哈弗 H6 或将同比下滑 27%。

■ 比亚迪汽车：2025 年将推出更多高端车型

2024 年前 11 个月，比亚迪上市了 11 款新车（比亚迪 7 款，腾势 2 款，方程豹 1 款，仰望 1 款）。基于 DM-i 5.0 技术的新车销量表现惊艳，超出了我们此前的预期，而这些新车将在 2025 年贡献全年销量。我们预期比亚迪 2025 年将上市 14 款新车，其中 9 款来自高端

品牌腾势、方程豹和仰望。比亚迪 2025 年的重点新车型包括：1) 新款唐和唐 L；2) 中大型 MPV 夏；3) 对标理想 L9 的腾势 N9，有望驱动腾势品牌销量继续增长；4) 豹 3 或将成为驱动方程豹品牌销量增长的关键。

我们预期比亚迪批发销量（包括商用车）将同比提升 15%，从 2024 年的 424 万辆提升到 2025 年的 490 万辆，增速略低于新能源车行业的 22%。我们相信比亚迪的利润将在 2025 年继续保持韧性，因为其强大的降本能力及严格的财务处理。比亚迪也可能将引领新一轮的行业价格战。

■ 吉利汽车：搭载 EM-i 混动技术的 GEA 平台将驱动新能源销量增长

吉利似乎已经掌握了爆款新能源车型的关键，包括将 CMA 平台改造成架构更简单的 GEA 平台、将三档的混动架构改为 EM-i 的单档架构。这些变化促进了近期上市的星愿和银河 E5 的成功，也让 12 月 6 日上市的星舰 7 和明年 2 季度上市的对标秦 L 的中型插混轿车成为爆款车型可能性大大增加。同时，不考虑规模效应的前提下，我们估计平台及架构的简化有望将单车成本降低 5,000-7,000 元。

我们预期吉利新能源（包括极氪和领克品牌）批发销量将从 2024 年的 87 万辆提升 50% 到 2025 年的 131 万辆，整体批发销量将从 2024 年的 216 万辆提升 10% 到 2025 年的 238 万辆。我们预期 2025 年吉利汽车的新能源车批发销量将占集团总销量的 55%，而燃油车批发销量将同比下降 20%。

■ 长城汽车：在新能源领域仍需打造出类似于 H6 的走量的大众化车型

魏牌在 2025 年仍可能是长城的战略重点，其计划上市 4 款魏牌新能源车型，其中一款很可能是对标理想 L9 的车型，有了 2024 年改款魏牌蓝山的成功经验，长城在车型推广方面将做得更好。过去的 2 年，长城多次取消或推迟了新能源车型的上市，我们认为现阶段长城仍在寻找其在新能源时代的定位。由于坦克和欧拉在 2025 年缺乏新车型，哈弗品牌的 2 款插混新车或成弥补燃油车销量下滑的关键。我们预计长城整体（包括皮卡）的批发销量将从 2024 年的 121 万辆增加到 2025 年的 136 万辆，同比上升 13%，到 2025 年，新能源车的销量占比或将达到 39%。

■ 奇瑞汽车：2025 继续有大量新车上市，将驱动新能源车销量进一步增长

2024 年前 10 个月，奇瑞旗下的 5 个品牌（奇瑞、捷途、星途、iCAR 和智界）合计发布了 18 款新车（其中 17 款车是新能源），创下了中国市场的历史记录。虽然海外市场占了奇瑞接近一半的销量，但在大量新车上市驱动下，奇瑞 2024 年前 10 月国内零售销量同比增长了 73%。

奇瑞在捷途品牌下新增了山海系列，其中：山海 L 系列对应捷途 X 系列，山海 T 系列聚焦混动越野 SUV。山海 T2（山海 T 系列首款车型）于 2024 年 4 月上市，近三个月的月均销量已达到 6,000 辆。奇瑞还在奇瑞品牌旗下复活了风云系列，大部分的风云车型可看做艾瑞泽（对应风云 A 系列）和瑞虎（对应风云 T 系列）的插混车型。这两个新的系列以及新能源品牌 iCAR 和智界共同推动奇瑞新能源车批发销量的占比从 2023 年的 7% 提升到 2024 年前 10 个月的 18%。

■ 小鹏汽车：Mona M03 和 P7+ 良好的销量表现，为后续新车型注入信心

我们相信小鹏通过 Mona M03 和 P7+ 会越来越了解目标消费者的需求，从而提高 2025 年将上市的 4 款车型的爆款机率。尽管小鹏目标到 2025 年 4 季度实现盈亏平衡，但我们认为小鹏仍会将销量放在更高的优先级。我们预期 2025 年小鹏的销量有望翻倍到 39 万辆。

■ 理想汽车：等待纯电车型的更多信息

尽管 L6 在 2025 年全年销量的贡献可进一步提升理想的销量，明年上市的纯电车型仍将是中期销量的核心驱动因素，也是理想股价的催化剂。由于 Mega 的失败，理想对于纯电新车的上市变得非常谨慎而不愿透露更多信息，这或许会让理想 2025 年 1 季度的股价缺乏催化剂。我们预计理想 2025 年总销量同比提升 30% 到 66 万辆，其中 11 万辆将来自纯电。

■ 蔚来汽车：乐道和蔚来品牌相互挤压的情况或比预期的严重

2025 年，蔚来将上市 4 款车型，其中 2 款来自乐道品牌的车型（对标理想 L7 和 L8）有望成为销量的核心驱动力。我们认为蔚来的旗舰车型 ET9 更多是展示其最先进的技术，高昂的价格或使其不太走量。2025 年，我们预期乐道品牌的销量将达到 14.2 万辆，但蔚来品牌的销量或将同比下滑 17% 到 16.8 万辆，整体销量或将达到 36 万辆，同比上升 61%，低于公司销量翻倍的目标。蔚来第三品牌萤火虫的首款车型将在 12 月发布并在 2025 年上半年交付。我们认为对于年销量低于 50 万辆的车企而言，同时发展 3 个品牌无法合理利用研发和市场营销的资源。

■ 零跑汽车：C10 和 C16 的成功为 B 系列车型打下了基础

随着 C 系列（中型和中大型）车型全部完成上市，面向中国和海外消费者的 B 系列车型的表现将成为 2025 年关键。B10 SUV 作为 B 系列首款车型将在 2025 年 3 月上市，其后 B01 和 B05 也将逐步上市。我们认为随着 C10 和 C16 的成功，零跑已经建立了高性价比品牌的形象，而且我们相信零跑依然会坚持性价比策略来吸引消费者并受益于消费降级的环境。我们预期 2025 年零跑销量将达到 45 万辆，同比提升 54%，其中 B 系列销量将达到 10.7 万辆。C16 能否持续保持良好的销量对于零跑的毛利率表现非常关键。

■ 赛力斯：问界 M8 是焦点

问界 M9 和改款问界 M7 大获成功后，大家都十分期待 2025 年即将上市的问界 M8 的表现。我们对问界 M8 持乐观态度，但同时我们也考虑中大型家庭 SUV 市场的竞争情况，所以我们预期问界销量将从 2024 年 40.2 万辆提升 28% 到 2025 年的 51.6 万辆。

■ 小米汽车：第 2 款车型的销量表现有望超越 SU7

随着小米 SU7 的销量在 2024 年 10 月突破 2 万辆，我们预期小米全年销量将达到 13.5 万辆。小米的第 2 款车型（中大型 SUV）将拓宽其目标群体。考虑到产能的爬升，我们预期小米 2025 年全年销量将达到 30 万辆。

图 42: 中国乘用车批发销量预测（按车企/品牌分）

	2023 年销量 (辆)	2024 年销量 (辆)	2025 年销量 (辆)	2025 年销量 同比 (%)	2024 年 市占率 (%)	2025 年 市占率 (%)
中国车企	14,677,689	17,969,000	19,952,000	11%	65.5%	70.1%
吉利汽车	1,682,667	2,160,000	2,380,000	10%	7.9%	8.4%
长城汽车	1,027,847	1,037,000	1,160,000	12%	3.8%	4.1%
长安汽车	1,539,539	1,670,000	1,750,000	5%	6.1%	6.1%
上汽通用五菱	960,160	1,035,000	970,000	-6%	3.8%	3.4%
上汽乘用车	1,024,271	770,000	800,000	4%	2.8%	2.8%
比亚迪汽车	3,012,906	4,231,000	4,900,000	16%	15.4%	17.2%
广汽集团	886,505	738,000	790,000	7%	2.7%	2.8%
奇瑞汽车	1,717,643	2,470,000	2,660,000	8%	9.0%	9.3%
东风汽车	338,914	430,000	275,000	-36%	1.6%	1.0%
一汽集团	471,443	585,000	640,000	9%	2.1%	2.2%
蔚来汽车	157,110	223,000	360,000	61%	0.8%	1.3%
理想汽车	376,029	507,000	660,000	30%	1.8%	2.3%
小鹏汽车	141,601	186,000	390,000	110%	0.7%	1.4%
阿维塔汽车	26,407	64,000	120,000	88%	0.2%	0.4%
零跑汽车	144,155	293,000	450,000	54%	1.1%	1.6%
赛力斯	166,301	473,000	549,000	16%	1.7%	1.9%
小米汽车	0	135,000	300,000	122%	0.5%	1.1%
德国品牌	4,483,007	4,016,000	3,809,000	-5%	14.6%	13.4%
大众	2,218,703	2,050,000	1,900,000	-7%	7.5%	6.7%
奥迪	668,252	600,000	560,000	-7%	2.2%	2.0%
宝马	743,885	610,000	574,000	-6%	2.2%	2.0%
奔驰	623,393	595,000	570,000	-4%	2.2%	2.0%
Smart	67,018	53,000	75,000	42%	0.2%	0.3%
日本品牌	3,761,068	3,008,970	2,672,000	-11%	11.0%	9.4%
本田	1,243,181	860,000	740,000	-14%	3.1%	2.6%
丰田	1,749,907	1,473,000	1,400,000	-5%	5.4%	4.9%
日产	661,241	600,000	480,000	-20%	2.2%	1.7%
美国品牌	2,325,968	1,688,000	1,490,000	-12%	6.2%	5.2%
别克	606,400	275,000	180,000	-35%	1.0%	0.6%
福特	258,331	235,000	210,000	-11%	0.9%	0.7%
特斯拉	947,742	900,000	860,000	-4%	3.3%	3.0%
韩国品牌	415,956	427,000	315,000	-26%	1.6%	1.1%
现代	249,716	177,000	105,000	-41%	0.6%	0.4%
起亚	166,240	250,000	210,000	-16%	0.9%	0.7%
其他品牌	396,311	316,000	232,000	-27%	1.2%	0.8%
合计	26,059,999	27,424,970	28,470,000	4%	100.0%	100.0%

资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

图 43:中国新能源乘用车批发销量预测（按车企/品牌分）

	2023 年销量 (辆)	2024 年销量 (辆)	2025 年销量 (辆)	2025 年销量 同比 (%)	2024 年 市占率 (%)	2025 年 市占率 (%)
中国车企	7,285,073	10,610,999	13,346,700	26%	87.1%	89.6%
吉利汽车	489,248	872,000	1,310,000	50%	7.2%	8.8%
长城汽车	261,546	313,000	450,000	44%	2.6%	3.0%
长安汽车	412,800	590,000	747,000	27%	4.8%	5.0%
上汽通用五菱	446,080	693,200	677,000	-2%	5.7%	4.5%
上汽乘用车	376,235	210,200	260,000	24%	1.7%	1.7%
比亚迪汽车	3,012,906	4,231,000	4,900,000	16%	34.7%	32.9%
广汽集团	510,676	408,000	470,000	15%	3.3%	3.2%
奇瑞汽车	124,846	486,300	702,000	44%	4.0%	4.7%
东风汽车	155,129	320,870	378,550	18%	2.6%	2.5%
一汽集团	106,366	205,000	265,000	29%	1.7%	1.8%
蔚来汽车	157,110	223,000	360,000	61%	1.8%	2.4%
理想汽车	376,029	507,000	660,000	30%	4.2%	4.4%
小鹏汽车	141,601	186,000	390,000	110%	1.5%	2.6%
阿维塔汽车	26,407	64,000	120,000	88%	0.5%	0.8%
零跑汽车	144,155	293,000	450,000	54%	2.4%	3.0%
赛力斯	126,144	432,690	519,000	20%	3.6%	3.5%
小米汽车	0	135,000	300,000	122%	1.1%	2.0%
德国品牌	461,767	419,350	414,000	-1%	3.4%	2.8%
大众	190,803	201,000	170,000	-15%	1.6%	1.1%
奥迪	31,677	22,500	22,000	-2%	0.2%	0.1%
宝马	133,952	116,150	120,000	3%	1.0%	0.8%
奔驰	38,317	26,700	25,000	-6%	0.2%	0.2%
Smart	67,018	53,000	75,000	42%	0.4%	0.5%
日本品牌	137,034	90,245	115,300	28%	0.7%	0.8%
本田	75,390	26,800	30,000	12%	0.2%	0.2%
丰田	39,080	59,920	57,300	-4%	0.5%	0.4%
日产	22,205	1,700	20,000	1076%	0.0%	0.1%
美国品牌	1,049,729	976,542	899,000	-8%	8.0%	6.0%
别克	88,954	69,000	34,000	-51%	0.6%	0.2%
特斯拉	947,742	900,000	860,000	-4%	7.4%	5.8%
其他品牌	99,736	87,490	125,000	43%	0.7%	0.8%
合计	9,033,339	12,184,626	14,900,000	22%	100.0%	100.0%

资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

2025 年合资企业或将更大力度地去产能

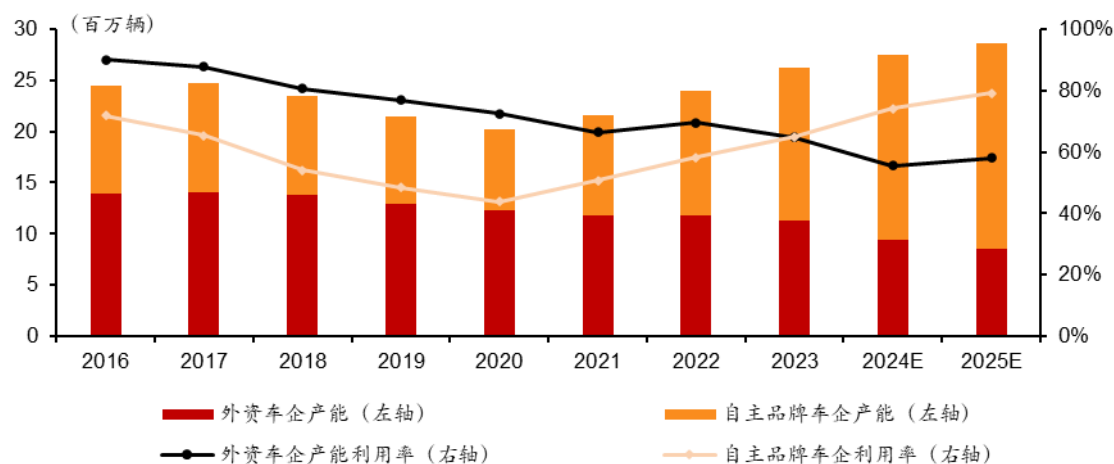
根据我们的估计，2024 年，外资品牌在中国的产能将削减 2%左右，但其产能利用率仍将达到历史最低的 55%，因为其产量或将同比下滑 16%。相反，自主品牌国内工厂的产能利用率将达到历史最高的 74%。

我们预期 2025 年合资品牌将进一步削减中国工厂产能，因为他们中的大部分已经意识到其销量难以恢复往日荣光。东风本田在 2024 年中已经关闭了武汉的 1 个工厂，我们预计接下来上汽大众、一汽大众、东风日产、上汽通用和北京现代等合资公司都很可能在 2025 年开

始关厂。我们预期 2025 年合资品牌在中国将减少 240 万辆的产能，但届时外国品牌的产能利用率仍将低于 60%。

与之相反，我们预期 2025 年中国车企国内产能同比将略微增加 4%，产能利用率继续创历史新高，达到 79%。新能源车市场的成功是中国车企产能利用率提升的关键，尽管不少新能源车仍与燃油车共线生产会导致其产能利用率难以估算，我们粗略估计中国的新能源车 2024 和 2025 年的产能利用率将分别达到 76% 和 85%。

图 44: 中国乘用车产能及产能利用率

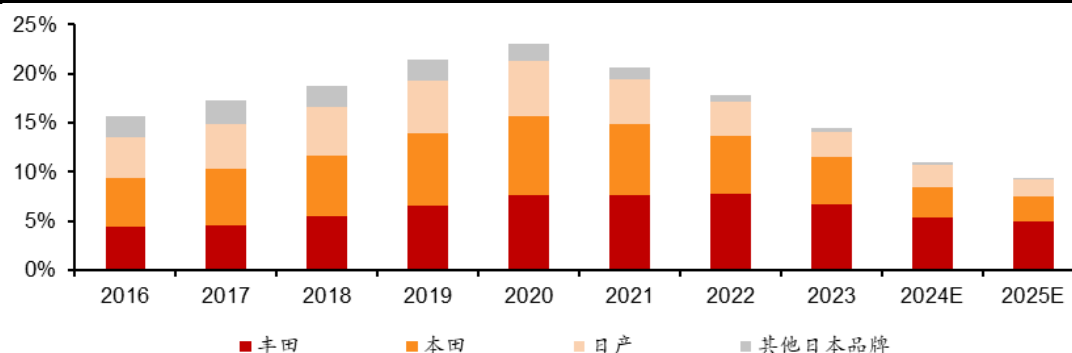


资料来源：中汽协、公司资料、Marklines、招银国际环球市场预测

■ 日系品牌：2024 年市占率大幅下滑的趋势将延续到 2025 年

日系品牌在中国市场的市占率连续三年下滑幅度在所有品牌中排名第一，已从 2020 年的高点 23.1% 下滑到 2024 年前 10 个月的 11.2%。日系品牌销量 2023 年销量下滑主要集中在小型车，但在 2024 年前 10 个月，丰田的凯美瑞、亚洲龙、汉兰达、赛那，本田的雅阁、CR-V、皓影以及日产的天籁这些销量和盈利的主力车型销量纷纷同比下滑。所以我们预期日系品牌在中国面临的挑战仍将在 2025 年延续，而我们并没有看到 2025 年日系品牌将会上市一些有竞争力的车型，我们预期其市占率将进一步同比下滑 1.6 个百分点。

图 45: 日系品牌在中国市场市占率（批发销量）

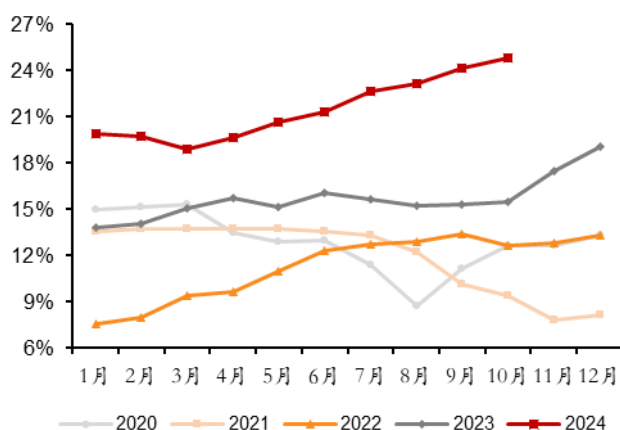


资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

作为最早尝试纯电车的日本车企，日产在中国市场的电动化战略看起来也最为激进，日产计划到 2026 年底前在中国上市 5 款新能源车型，但由于纯电艾睿雅失败，我们对这几款新车型表现并没有信心。日产在中国的销量表现已经步福特和现代的后尘，也并无任何复

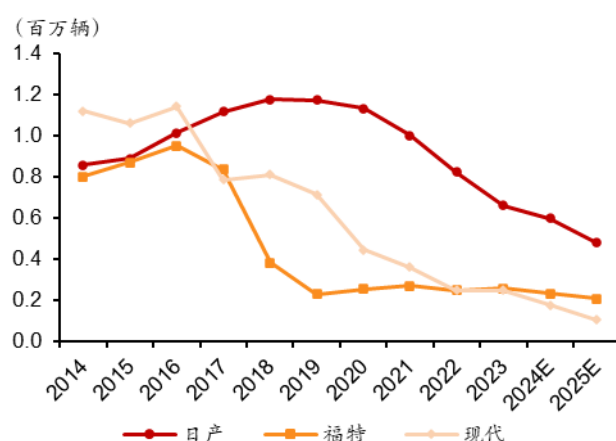
苏的信号。经历了 2018 年管理层的动荡后，我们一直不看好日产，因为我们认为日产所面临的考验不仅仅在中国，而是整个公司在全球的挑战。

图 46: 东风日产终端折扣



资料来源: ThinkerCar、招银国际环球市场

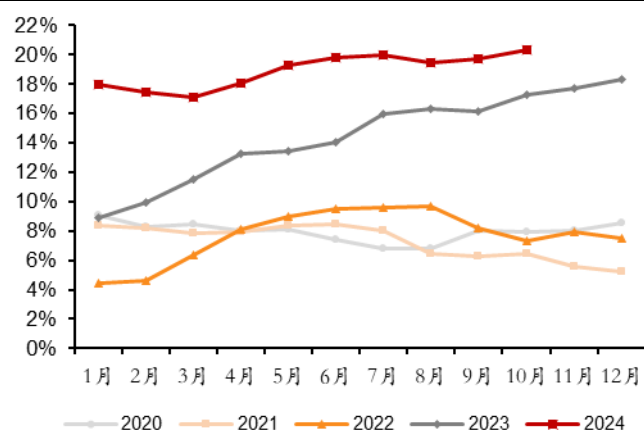
图 47: 中国市场日产批发销量 (vs.福特、现代)



资料来源: 中汽协、招银国际环球市场预测

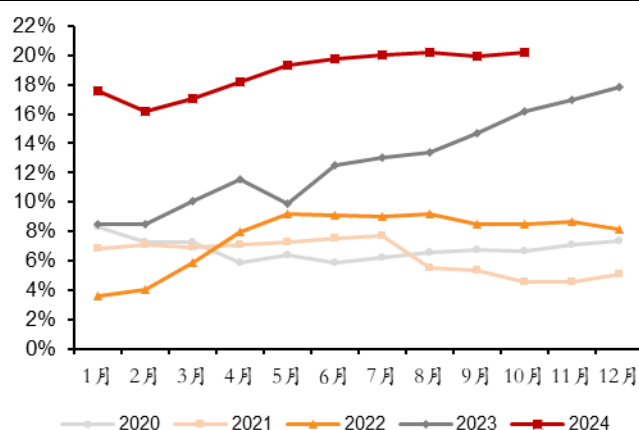
本田此前上市的新能源车型 e:NP/e:NS 系列均已失败，2024 年东风本田借助中国合作伙伴的资源推出了新的电动车品牌“灵悉”，2025 年东风本田和广汽本田还将分别推出新的品牌“烨”。尽管本田在中国动作频频，我们依然预期其在中国的市场份额到 2025 年将进一步萎缩。2024 年第 3 季度，东风本田和广汽本田的经销商折扣均已经达到 20%。日产在中国的销量从 2018 年的顶峰到 2024 年的减半花了 6 年，而本田可能只需要 4 年时间（2021 年达到销量顶峰）。

图 48: 东风本田终端折扣



资料来源: ThinkerCar、招银国际环球市场

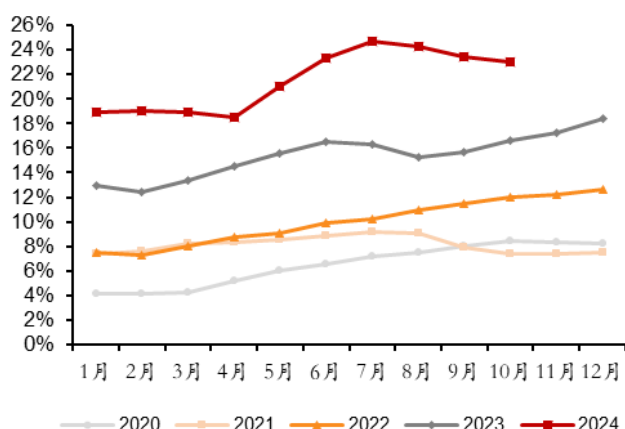
图 49: 广汽本田终端折扣



资料来源: ThinkerCar、招银国际环球市场

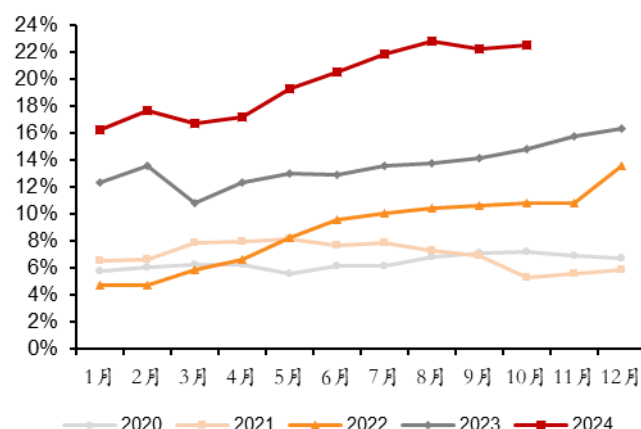
即使在一年前，许多投资者仍认为丰田是在中国市场最具韧性的外资品牌，而现在其旗下的主力车型已经开始失去中国消费者的青睐，我们预期其在 2024 年的销量将同比下滑 16%。过去 4 年丰田在中国已经上市了 17 款新车，而 2025 年是丰田新车型的小年，我们认为其依然会选择加大折扣力度来减缓销量下滑。2024 年第 3 季度，一汽丰田和广汽丰田的经销商折扣力度均已超过 22%。

图 50: 一汽丰田终端折扣



资料来源: ThinkerCar、招银国际环球市场

图 51: 广汽丰田终端折扣



资料来源: ThinkerCar、招银国际环球市场

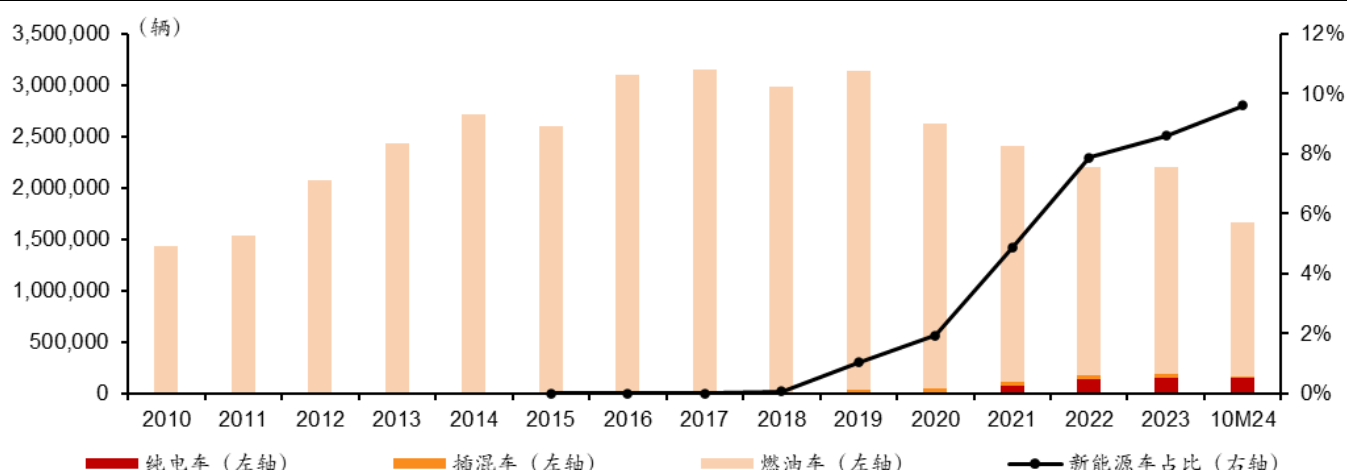
■ 大众品牌：2024 年的销售韧性超预期

我们预计大众品牌 2024 年在中国的批发销量同比下滑 8%，好于外资品牌整体情况（同比下滑 17%）。我们认为大众是德国品牌里面第一个意识到中国市场将面临的挑战并快速做出变化的品牌，尤其在新车型定价方面相较于其他外国品牌更快适应了中国当前的市场环境。其 2024 年的换代车型迈腾、帕萨特和途观 L 上市后的初期销量表现也明显好于其他外国品牌新上市车型。

尽管大众有 7 款纯电车型在售，但 2024 年前 10 个月新能源车仅占大众零售销量的 10%，其中 ID.3 月均销量达到 7,500 辆，比剩余 6 款车型月销量总和还多。随着大部分的 ID 系列车型都已上市，而跟小鹏合作的纯电车型又要等到 2026 年 1 季度，2025 年大众品牌将要上市的新能源新车较少，我们预期其新能源车的销量占比相较于 2024 年可能会下滑。

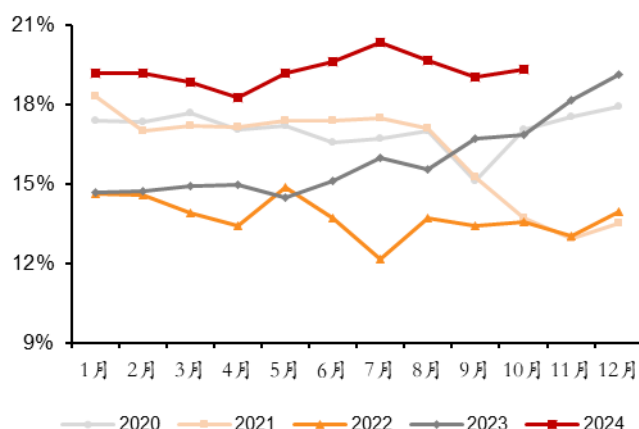
另一方面，2025 年大众的燃油车型包括探岳、探歌、途岳、途昂都到了应该换代的时间点，相信 2024 年其相对成功的燃油车换代经验也可以帮助相关车型的换代。

图 52: 大众品牌在中国市场的零售销量



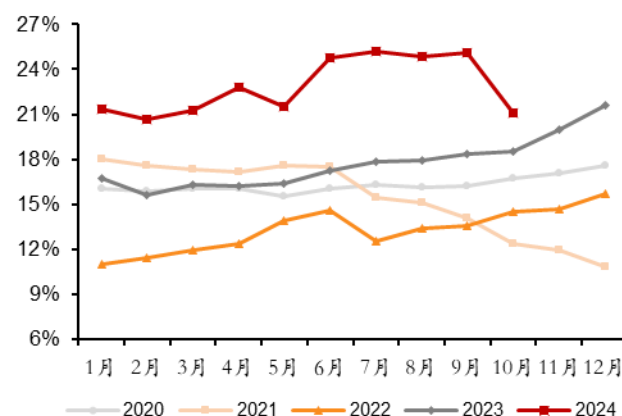
资料来源: 中汽中心、招银国际环球市场

图 53: 上汽大众终端折扣



资料来源: ThinkerCar、招银国际环球市场

图 54: 一汽大众终端折扣



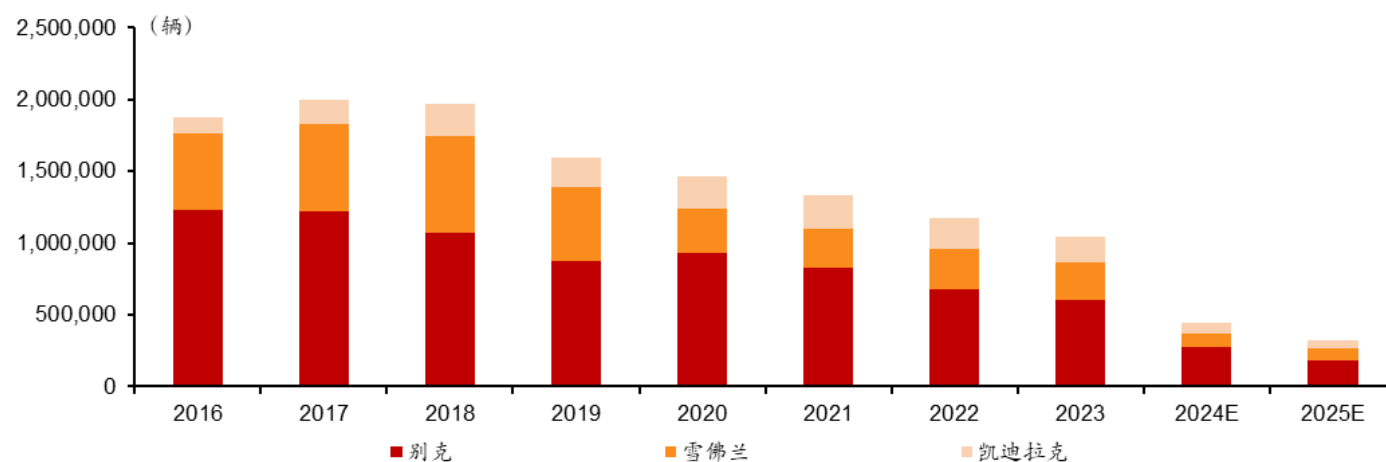
资料来源: ThinkerCar、招银国际环球市场

■ 通用汽车: 销量仅剩巅峰时的 1/4, 但下滑趋势仍未结束

通用在中国市场的表现证明现实往往能比大部分人所能想象的最差情况还要更差。2017 年上汽通用的批发销量触顶, 达到 200 万辆, 排名第二, 到 2023 年销量减半至约 100 万台。我们预期 2024 年通用 (包括别克、雪佛兰和凯迪拉克) 在中国批发销量将同比下滑超过 50% 到 45 万辆。而这减半的销量中, 约有 30% 来自出口的贡献。上汽通用五菱帮上汽通用代工了雪佛兰爱唯欧并出口到墨西哥。2024 年前 10 个月, 别克批发销量的 25% 是新能源车, 这一比例在所有外资品牌 (纯新能源品牌如特斯拉除外) 中是最高的, 其中微蓝 6 纯电和 GL8 插混做出了最大的贡献。

考虑到新车型缺乏竞争力, 我们预期通用 2025 年的批发销量将同比下滑 29% 到 32 万辆。GL8 插混的销量在上市的第 5 个月也开始显露出颓势。尽管通用依然在做各种努力挽回中国市场, 但我们目前未能看到任何其翻身的可能性。

图 55: 通用在中国市场的批发销量



资料来源: 中汽协、招银国际环球市场预测

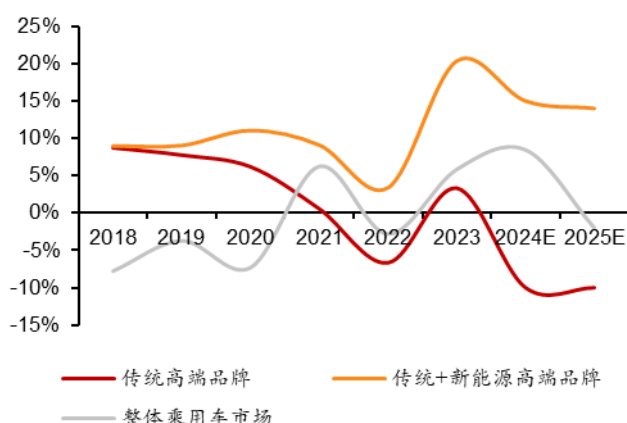
高端品牌: 经销商最差的时刻已经过去了吗?

我们将高端汽车品牌分为传统高端品牌和高端新能源品牌以便更好地理解行业格局的变化。由于部分中国车企仍在不断调整其品牌定位, 我们不得不对这些品牌的范畴随时调整, 目

前，我们将蔚来、理想、问界、极氪、腾势、小米等定义为高端新能源品牌。因为中国市场仍有 20% 的传统高端品牌车来自进口，而且特斯拉上海工厂约 1/3 的产量用于出口，我们认为用零售销量来反映相关需求更加准确。

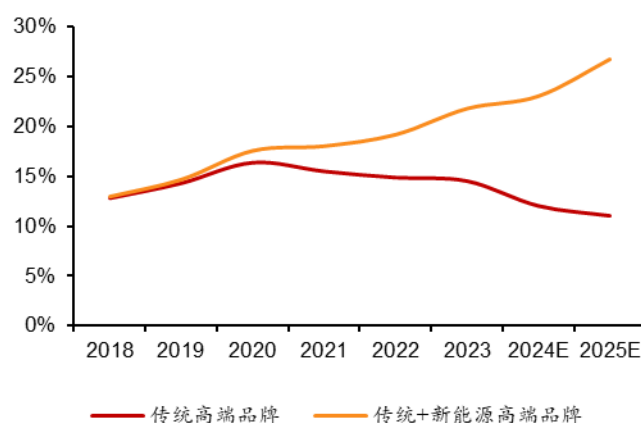
传统高端品牌的市占率在 2020 年触顶达到 16.4% 后开始连续 4 年下滑。我们预计 2024 年传统高端品牌的市占率将下滑到 12%，差于我们之前的预期，而 2025 年或进一步下滑到 11%。与其形成鲜明对比的是，2024 年前 10 个月，高端新能源品牌的零售销量同比增长 68% 到 196 万辆，主要驱动力来自问界（同比增长 560%）、极氪（同比增长 89%）和小米。特斯拉在高端新能源品牌中销量仍排名第 1，市占率约 26%，其后是理想（20%）和问界（17%）。我们认为特斯拉的市占率可能在 2025 年会进一步下滑。尽管 2024 年前 10 个月高端新能源品牌的市占率已经达到 10.7%，我们预期 2025 年这些品牌的零售销量同比将继续大幅增长 40%。也就是说，到了 2025 年，高端新能源品牌的市占率很可能超越传统高端品牌，我们预期高端品牌（包括传统高端品牌和高端新能源品牌）的市场份额将从 2023 年的 21.8% 逐步提升至 2024 年 23.0% 和 2025 年 26.7%。

图 56: 高端品牌零售销量同比增速



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场预测

图 57: 高端品牌零售市占率



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场预测

2024 年前 10 个月，宝马、奔驰、保时捷零售销量分别同比下滑 15%、10%、33%，同期雷克萨斯同比增长 7%。这 4 个对港股经销商目前盈利影响最大的品牌的折扣在 2024 年都已达到历史最高，导致这些品牌的经销商在车企补贴下，毛利率依然在 2024 年上半年创历史新高。

为了避免经销商大规模退网，传统高端品牌的经销商新车毛利率大概率不会继续大幅下滑，但由于新车销量可能持续减少，售后服务的利润仍可能下滑。随着高端新能源品牌市占率逐步接近甚至超越传统高端品牌，已经开始出现存活率比较高且采用经销商模式的高端新能源品牌，这使得头部经销商开始寻求与这些品牌的合作，比如中升控股已经计划新开一批问界的 4S 店，以期从该品牌火爆的销量中受益。

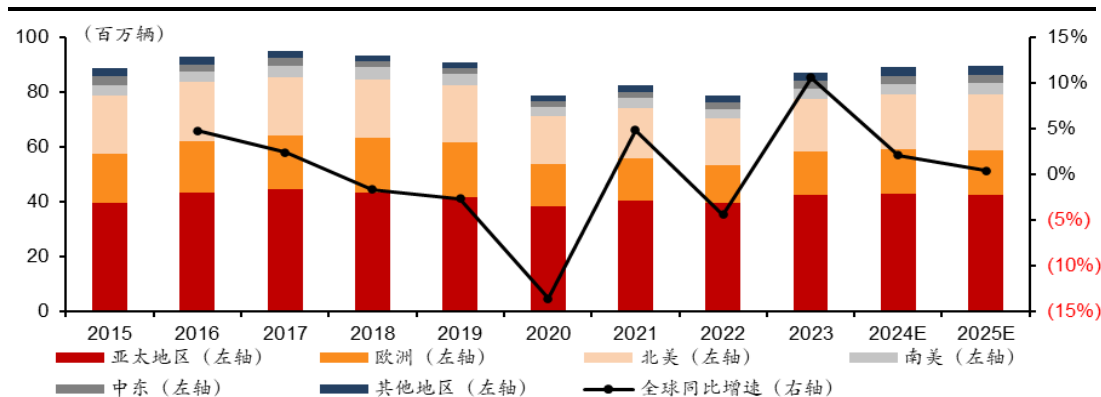
虽然我们认为经销商面临的挑战再进一步加剧的可能性已经较低，但确定性高的利润增长还未出现，因为新能源品牌的格局仍在变化，而高端新能源品牌给经销商带来的盈利可持续性仍待检验，部分新能源品牌仍坚持直销模式。随着新能源行业的逐渐成熟并成为主流，或许经销商行业的前景和格局在 2025 年后会更加清晰。

全球汽车销售：温和复苏伴随着去产能

我们预期 2024 年全球汽车销量将同比增长 2.1% 到 8,904 万辆，跟我们在今年 3 月的预测基本一致。虽然中国销量超预期，但由于日本、泰国、印尼的销量拖累，2024 年亚太地区总销量可能会比我们此前的预测低 1.3 个百分点。我们也将欧洲 2024 年的销量增速预测从之前的 4.3% 下调到 2.6%。2024 年前 10 个月，欧洲主要汽车市场除英国和波兰外表现均低于预期。拉丁美洲市场表现较好，墨西哥、巴西和阿根廷均超我们的预期。

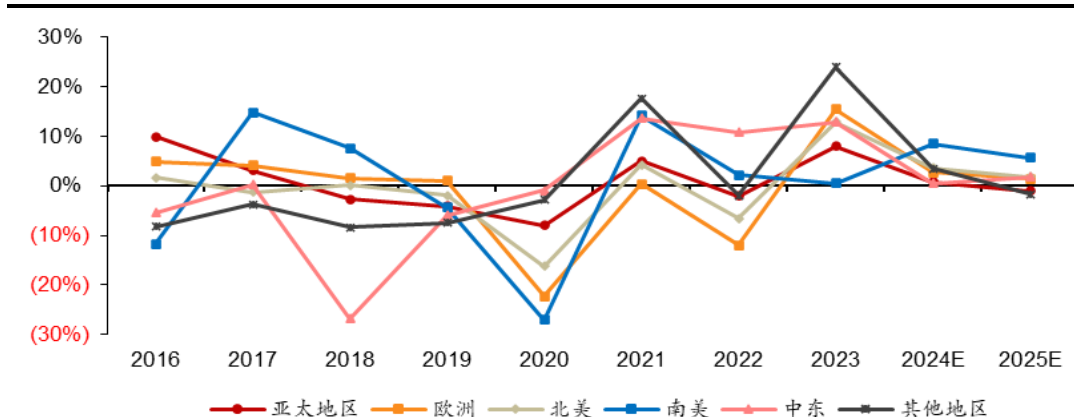
我们下调 2025 年全球汽车销量增速，预计同比增长 0.4% 到 8,941 万辆。下调增速主要是考虑到中国 2024 年政策刺激透支了部分需求以及欧洲市场未见拐点。2022-2025 全球市场有望迎来连续 4 年的汽车销量增长，但仍低于疫情前 2019 年的销量 9,100 万辆和 2017 年的历史高点 9,510 万辆。

图 58: 全球各地区汽车销量



资料来源: Marklines、招银国际环球市场预测

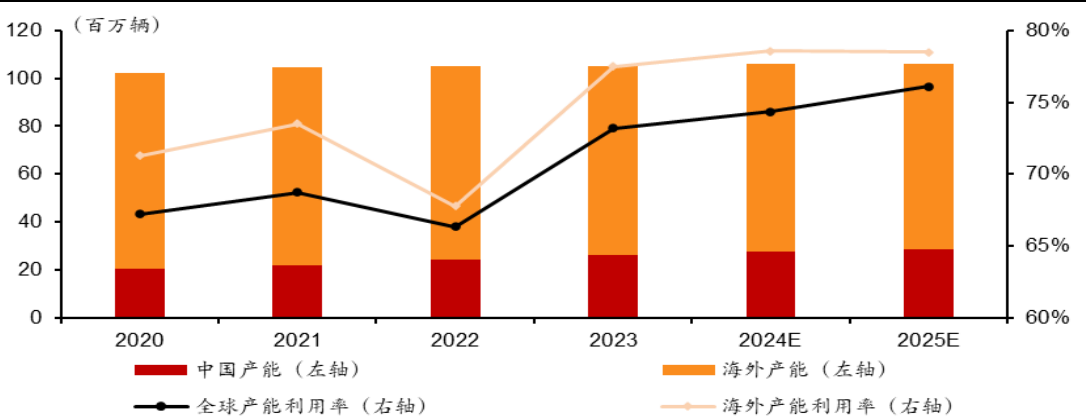
图 59: 全球各地区汽车销量增速



资料来源: Marklines、招银国际环球市场预测

经历了新冠和缺芯后，2022 年海外产能利用率下降到 68%，去产能随之开始，主要集中在欧洲和南美地区。尽管全球汽车销量从 2023 年起持续温和增长并可能将这一趋势延续到 2025 年，我们预期 2025 年中国和海外仍将持续去产能，因此我们也预计全球 2025 年的产能利用率将提升至 76%，而中国（74%）将越来越接近全球平均水平。实际上，我们预测中国车企 2025 年在国内的产能利用率将比全球平均水平高 3 个百分点。

图 60: 全球汽车产能及产能利用率



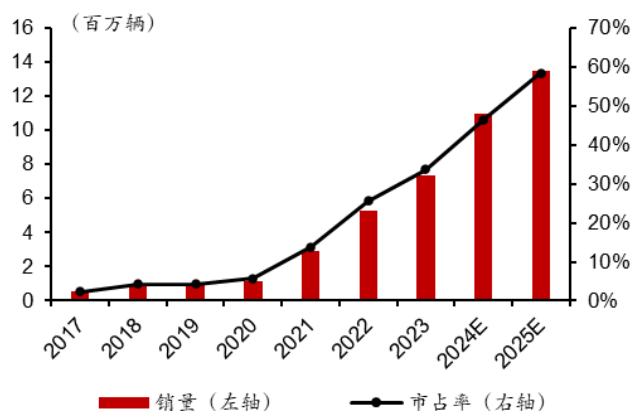
资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

2025 年新能源车展望：留给弱势品牌的时间不多了

我们预期中国新能源乘用车零售销量将从 2024 年的 1,093 万辆提升到 2025 年的 1,335 万辆，同比提升 22%，新能源车市场份额将从 2024 年的 46.4% 提升到 2025 年的 57.8%。

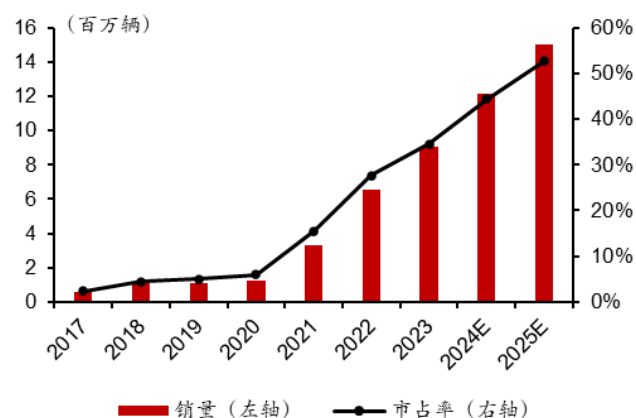
我们预期中国新能源乘用车批发销量将从 2024 年的 1,218 万辆提升到 2025 年的 1,490 万辆，同比也提升 22%，新能源车市场份额将从 2024 年的 44.4% 提升到 2025 年的 52.3%。新能源车批发市占率相对于零售较低主要在于出口销量中燃油车占比高。由于欧洲对中国制造的电动车征收额外关税影响中国车企和特斯拉上海工厂相关产品的出口，我们预期 2024 年新能源车出口同比下滑 2%，2025 年同比仅提高 5% 到 120 万辆。

图 61: 中国新能源乘用车零售销量及市占率



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场预测

图 62: 中国新能源乘用车批发销量及市占率



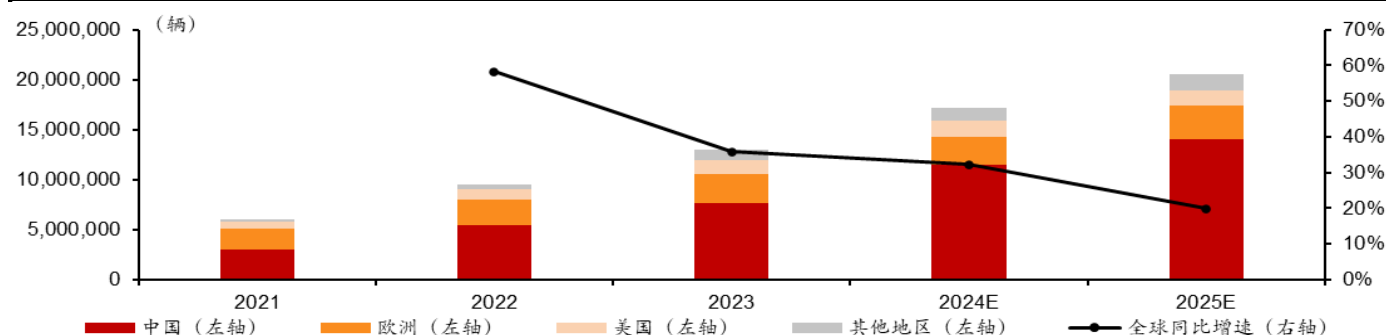
资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

全球新能源车：中国持续占据主导地位，2025 年欧洲或超预期

我们预期 2024 年全球新能源车销量将同比增长 32% 到 1,714 万辆，比我们此前的预测高出约 3%，超预期主要源于中国新能源车市场的火爆。欧洲和美国市场均低于此前的预期。中国新能源车的销量增速已经连续 4 年超越全球平均水平，中国市场的新能源车销量占全球销量的比重也将从 2020 年的 40% 提升到 2024 年的 67%。

2025 年，全球新能源车销量或将同比增长 20% 到 2,054 万辆，其中中国占比达到 68%。欧洲在碳排放政策再次收紧下倒逼新能源车销量，而美国新能源车市场可能因为特朗普的再次执政而变得前景不明。

图 63: 全球新能源车销量预测

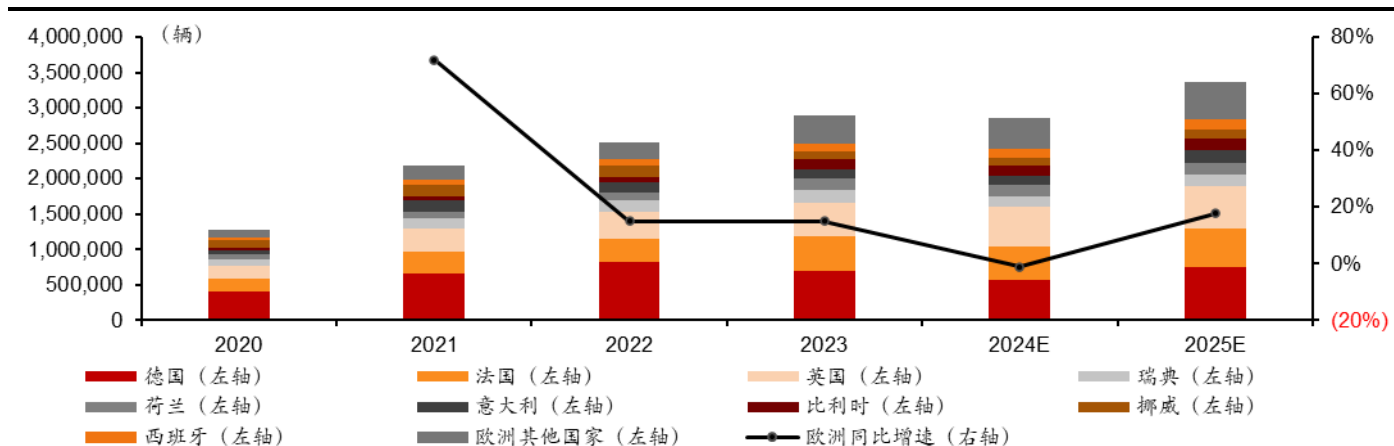


资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

■ 欧洲：2025 年碳排放标准收紧有望再次提升新能源车销量

过去 3 年，我们多次强调欧洲新能源车的发展主要是因为 2020-2021 年的碳排放要求迫使车企不得不提升新能源车销量，但其实他们的产品并未完善，这也就导致 2022-2023 年欧洲新能源车发展停滞，2024 年的市占率甚至同比将下滑 0.6 个百分点到 17.7%。2025 年，欧洲车企即将迎来新一轮更严格的碳排放要求，政策或将又一次成为推动欧洲新能源车销量增长的关键。我们预期欧洲新能源车市占率将从 2024 年的 17.7% 提升到 2025 年的 20.5%；如果按所有车企均能达标的假设估算，2025 年欧洲新能源车的增长或超我们的预期。宝马和奔驰都将从 2025/2026 年开始分别基于全新的纯电平台 Neue Klasse 和 MMA 推出全新电动车，刚好与政策收紧的时间线吻合。

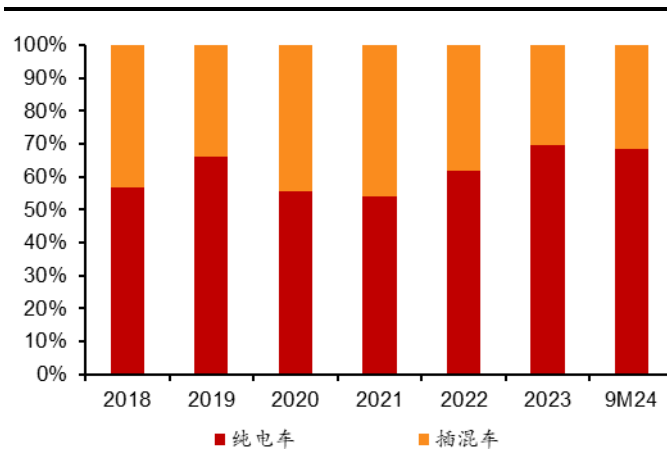
图 64: 欧洲新能源车销量预测



资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

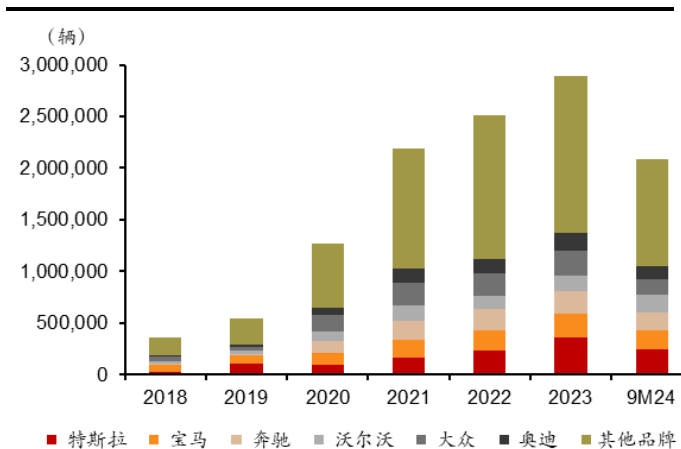
2024 年，特斯拉虽然销量或将同比下滑超 10%，仍是欧洲新能源车销量冠军。2024 年前 3 个季度，欧洲新能源车整体下滑，其中大众新能源车销量同比下滑 17%，销量排名掉落到第 5 位，沃尔沃新能源车销量同比大幅上升 60%，排名升至第 4 位，宝马和奔驰销量分别同比提升 19% 和 15%，名爵是新能源车销量排名前 10 的品牌里面下滑最严重的，销量同比下滑 23%。

图 65: 欧洲新能源车市场纯电和插混销量占比



资料来源：Marklines、招银国际环球市场

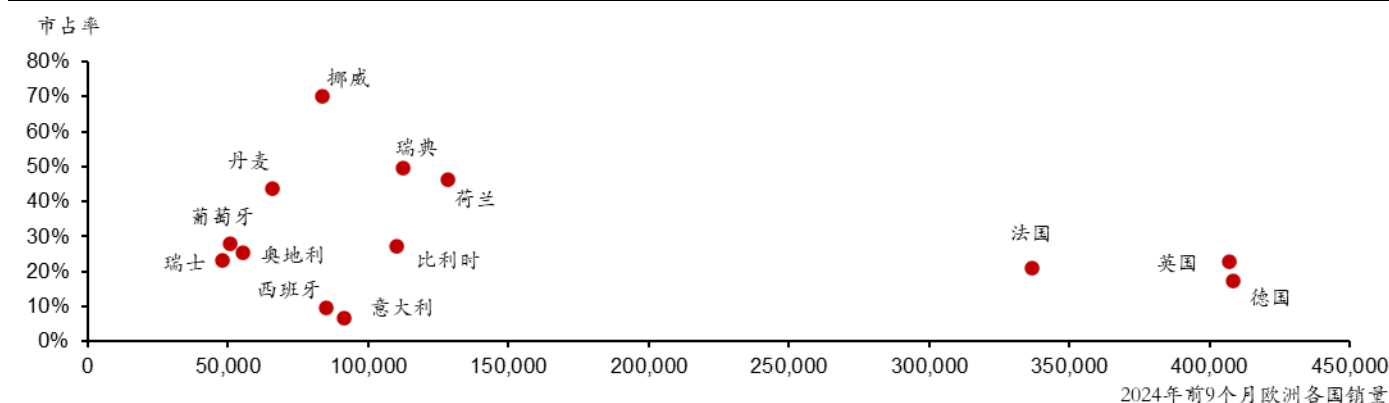
图 66: 各品牌在欧洲市场的新能源车销量



资料来源：Marklines、招银国际环球市场

德国作为是欧洲最大的乘用车和新能源车市场，新能源车销量在 2024 年前 3 个季度同比下滑 20%，拖累了整个欧洲的新能源车销量增速。同期，英国是新能源车销量排名前 5 的国家里新能源车销量增速最快的，同比增长 15%。荷兰超越瑞典成为欧洲第 4 大新能源车销量国。在此期间，虽然挪威和瑞典新能源车销量同比均下滑，挪威和瑞典仍是欧洲新能源车市占率最高的国家。

图 67: 2024 年前 9 个月欧洲各国新能源车销量及市占率



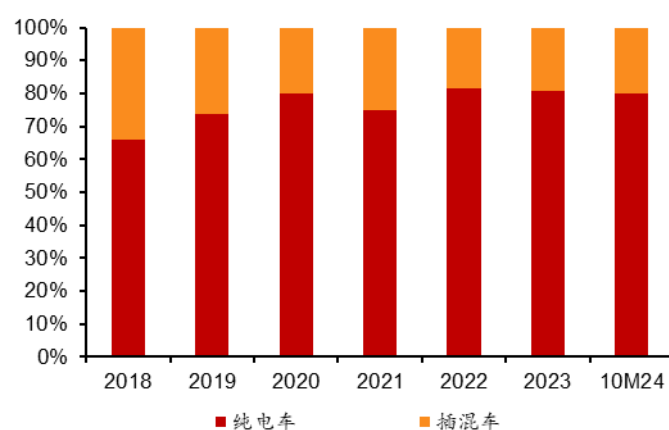
资料来源: Marklines、招银国际环球市场

■ 美国：特朗普执政下充满了不确定性

我们预期美国新能源车的市占率将从 2023 年的 9.1% 提高到 2024 年的 9.5%，在 2024 年前 10 个月，美国新能源车销量同比增长了 7%，但整体汽车市场销量同比仅增长 1%。

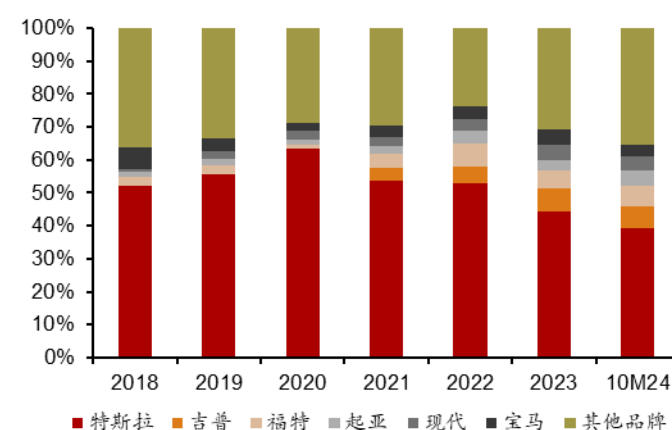
特斯拉在美国新能源车市场的市占率已经从 2022 的 53% 下滑到 2024 年前 10 个月的 39%，相反，在过去的这一年，福特、起亚和沃尔沃获得了更多的市场份额。

图 68: 美国新能源车市场纯电和插混销量占比



资料来源: Marklines、招银国际环球市场

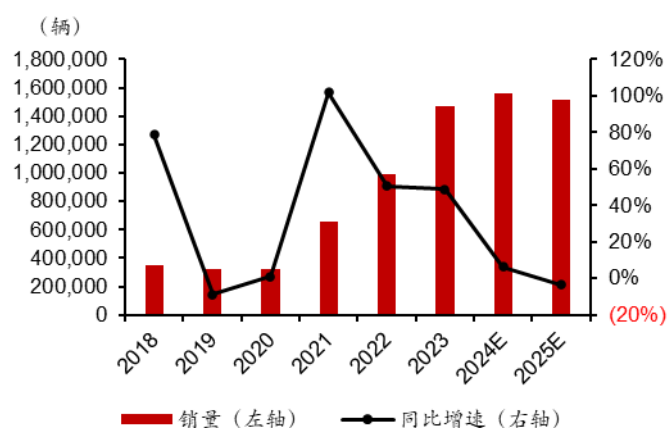
图 69: 各品牌在美国市场的新能源车销量占比



资料来源: Marklines、招银国际环球市场

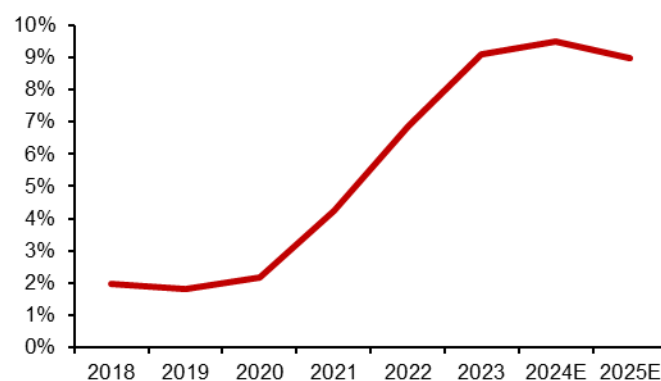
马斯克与特朗普的竞选和第二个任期联系紧密，这一关系或许给特斯拉和整个美国的新能源车市场都带来了非常大的不确定性。特斯拉的品牌形象在美国的消费者眼中也可能出现微妙变化。同时，基于《通胀削减法案》的新能源车税收抵免政策很可能在特朗普执政期间重新审核。我们预期美国 2025 年的新能源车市占率可能同比缩窄到 9.0%。而在可预见的将来，中国车企依然难有机会进入美国市场。

图 70: 美国新能源车销量预测



资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

图 71: 美国新能源车市占率预测

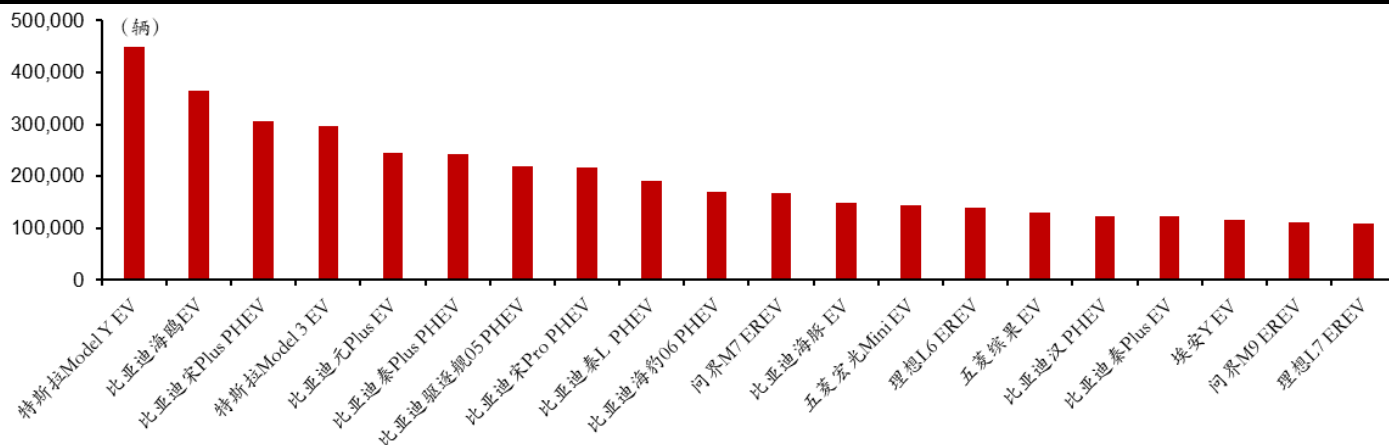


资料来源：Marklines、招银国际环球市场预测

预计 2025 年中国新能源车批发销量中的 45% 来自插混

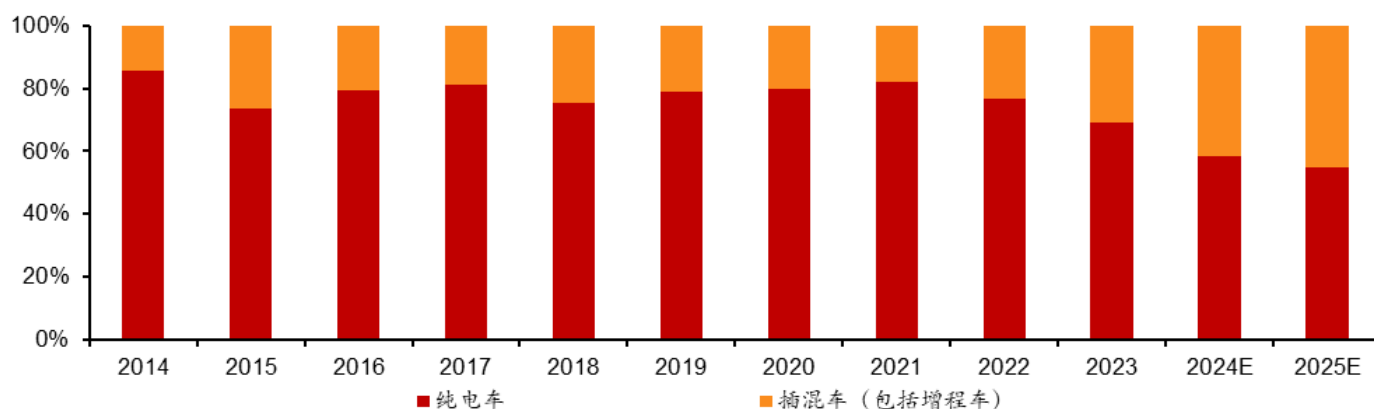
在 2024 年前 10 个月批发销量排名前 20 的新能源车型中，纯电车型的数量从 2023 年的 11 款减为 9 款，比亚迪的插混以及理想和问界的增程车型占据了前 20 款中的 11 款。同期，插混（含增程）在新能源车批发销量的占比已经从 2023 年的 31% 提高到 42%。随着越来越多车企计划 2025 年开始在中国市场推出插混或增程车型，我们预期到 2025 和 2026 年，插混（含增程）在新能源车批发销量的占比将分别达到 45% 和 50%。

图 72: 2024 年前 10 个月中国批发销量排名前 20 的新能源车型



资料来源：中汽协、招银国际环球市场

图 73: 中国新能源车市场纯电车和插混车（包括增程车）批发销量占比



资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

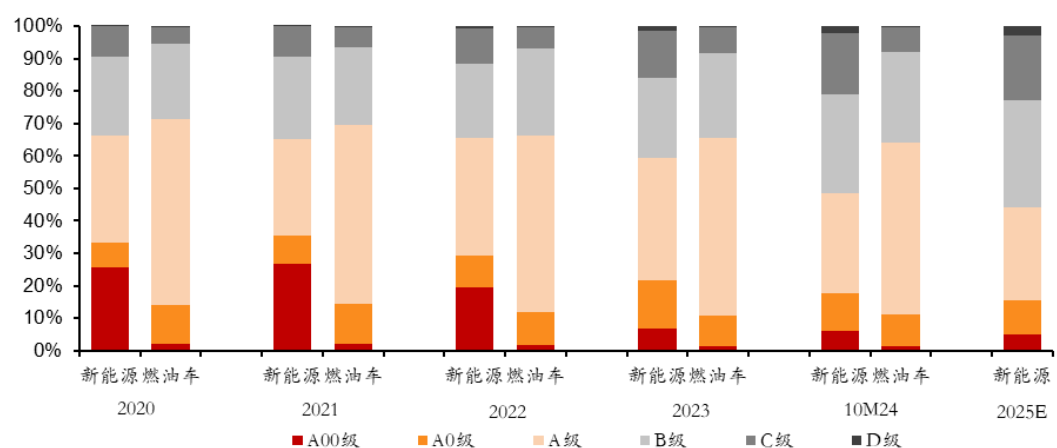
中国新能源车尺寸向上，价格向下

随着 2022 年微型纯电车型销量大幅下降，中国新能源车越做越大的趋势越来越明显，而且仍将持续。新能源车底盘设计灵活，更容易拉长轴距来满足中国消费者对大空间的偏好。

2024 年前 10 个月批发销量排名前 20 的新能源车型中，B 级及以上车型（中型及以上）数量从 2023 年的 7 款增加到 9 款。过去的 12 个月，B 级和 C 级新能源车批发销量市占率均提升了 5.1 个百分点，提升幅度在所有尺寸中是最大的。同期，A 级车（紧凑型车）市占率下滑了 7.7 个百分点。2024 年前 10 个月 B 级及以上尺寸的新能源车批发销量在新能源车市场的市占率已经达到 51.5%。

我们预期 2025 年 B 级新能源车批发销量在新能源车市场的市占率将达到 33%，在所有尺寸中占比最高，若包含 B 级以上车型，这一比例则将达到 56%。

图 74: 中国乘用车批发销量按车型尺寸分布

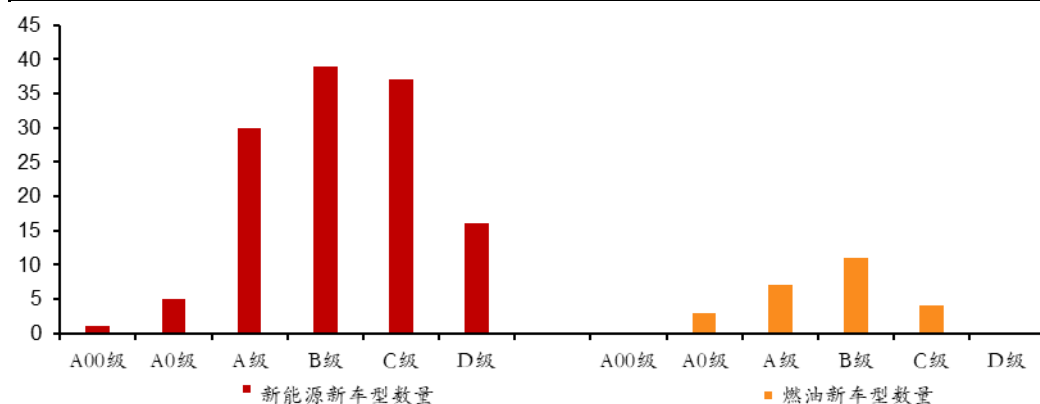


资料来源：中汽协、招银国际环球市场预测

从 2023 年开始，想在中国进入新能源批发销量前 20 名需要月均销量达到 1 万辆以上，而 2024 年 10 月单月销量超 1 万辆的新能源车型有 35 个，部分车型如宋 L 插混、小米 SU7 和极氪 7X 由于上市时间较短未能入选前 10 个月合计销量前 20，这几个车型以及即将上市的唐 L、问界 M8、理想 M8、小米的 C 级 SUV 和银河的 B 级轿车或将在 2025 年支持中级及以上车型的销量增速高于平均水平。另外，相较于 2024 年的大幅下滑，我们预计 2025

年 A 级新能源车的市占率仅略微下滑，主要来自银河 E5、小鹏 Mona M03 和零跑 B10 等车型的销量支撑。

图 75: 2025 年新车规划数量（按车型尺寸分）



资料来源：公司资料、招银国际环球市场预测

中国消费者对大车的偏好并不仅限于新能源车，但燃油车受限于车型迭代周期更长的原因，导致大型化的速度显著慢于新能源车。2024 年前 10 个月中国 B 级及以上燃油车占整体燃油车销量的 35.9%，相较于 1 年前仅上升了 1.7 个百分点。

性价比和品牌力在竞争持续加剧、行业愈发成熟的市场变得更为重要

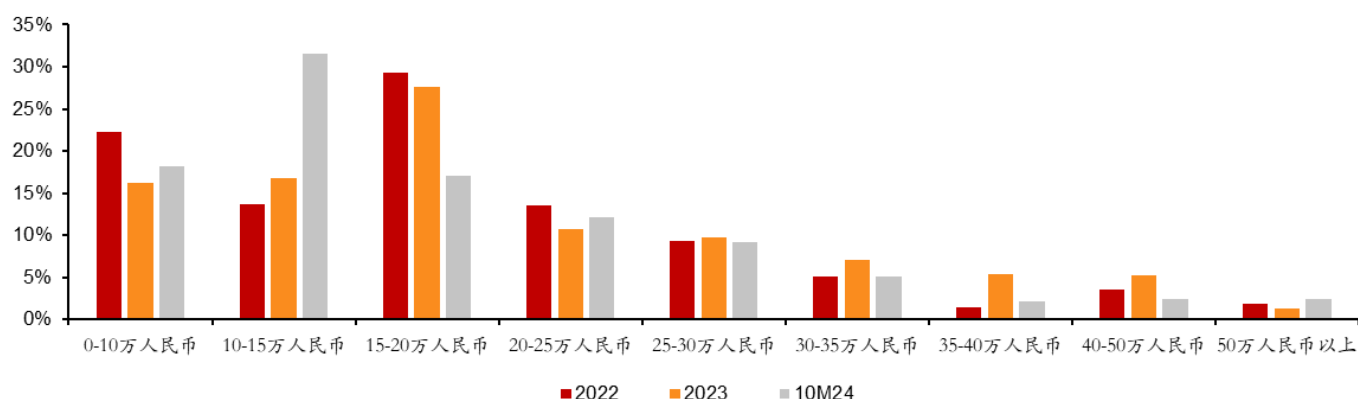
中国新能源车竞争愈发激烈，而且我们预计 2025 年仍将持续。2024 年前 10 个月销量排名前 20 的新能源车合计销量占整体新能源车批发销量的 43%（vs 2022 年 55%和 2023 年 52%）。

■ 新能源车价格区间分布特征跟燃油车趋同，10-15 万价格区间的车型销量市占率第一

2024 年前 10 个月，10-15 万价格段的新能源车销量占中国整体新能源车零售销量的 32%，比 2023 年高 14.8 个百分点。这一价格段市占率大幅提升主要是因为新能源车价格的持续下滑，尤其是比亚迪基于 DM-i 5.0 技术的新车型带来的大幅降价。2024 年，比亚迪将宋 Plus 插混、宋 Pro 插混和元 Plus 纯电的价格从 15-20 万人民币价格段降至 10-15 万人民币价格段，2024 年的新车型包括秦 L 插混和海豹 06 插混虽然尺寸比秦插混更大，但价格基本相当，这些迫使其他车企包括埃安、吉利在内纷纷降价。

正如我们去年所预测，2024 年的价格战将部分原本 25-30 万人民币的新能源车型打到 20-25 万人民币，提升了新能源车在 20-25 万人民币价格段的市占率，其中特斯拉 Model Y 贡献最大。2024 年前 10 个月，定价 50 万以上的新能源车零售销量同比增长了 2.6 倍，主要来源于问界 M9 和极氪 009 的贡献，部分抵消宝马 5 系插混、奔驰 E 级插混和保时捷卡宴插混销量的下滑。

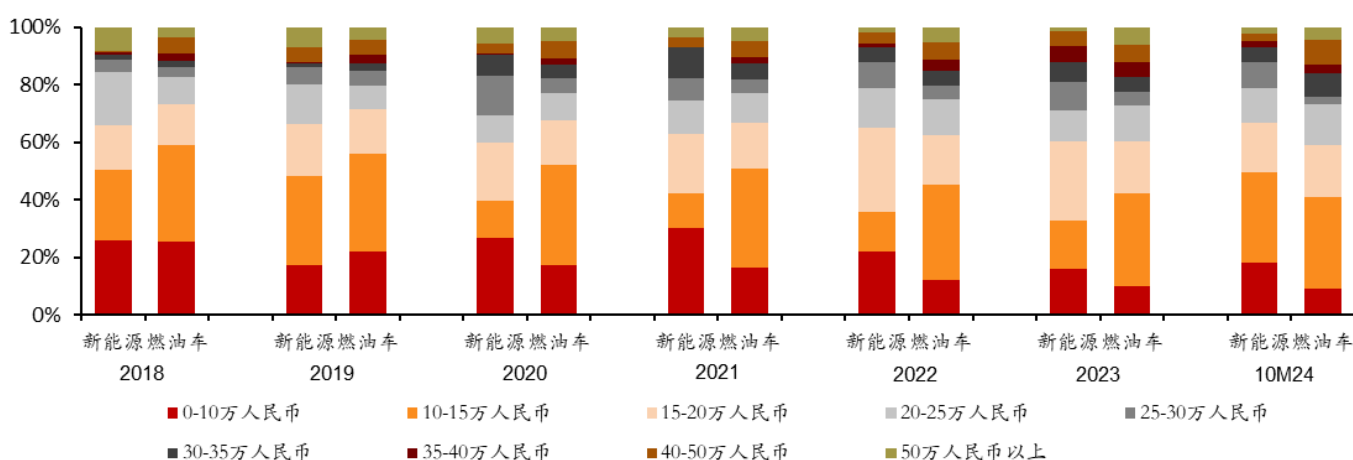
图 76: 2022-2024 年前 10 个月，新能源乘用车在各价格区间的零售销量占比分布



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

2020-2021 年，新能源车市场主要由小型纯电和高端车型贡献销量，到了 2022 年，价格区间 15-30 万元人民币的新能源车销量增速最快，而到了 2024 年，新能源车价格区间分布和燃油车已经非常相似。从空间和功能的表现看，部分新能源车的价格已经比燃油车更便宜。我们认为接下来新能源车的价格区间分布可能不会再经历大起大落的变化，在这个阶段对于想要成为爆款的新车型来说，在所属的价格段显得物超所值以及其背后品牌力可能更为重要。

图 77: 新能源和燃油乘用车在各价格区间零售销量占比分布

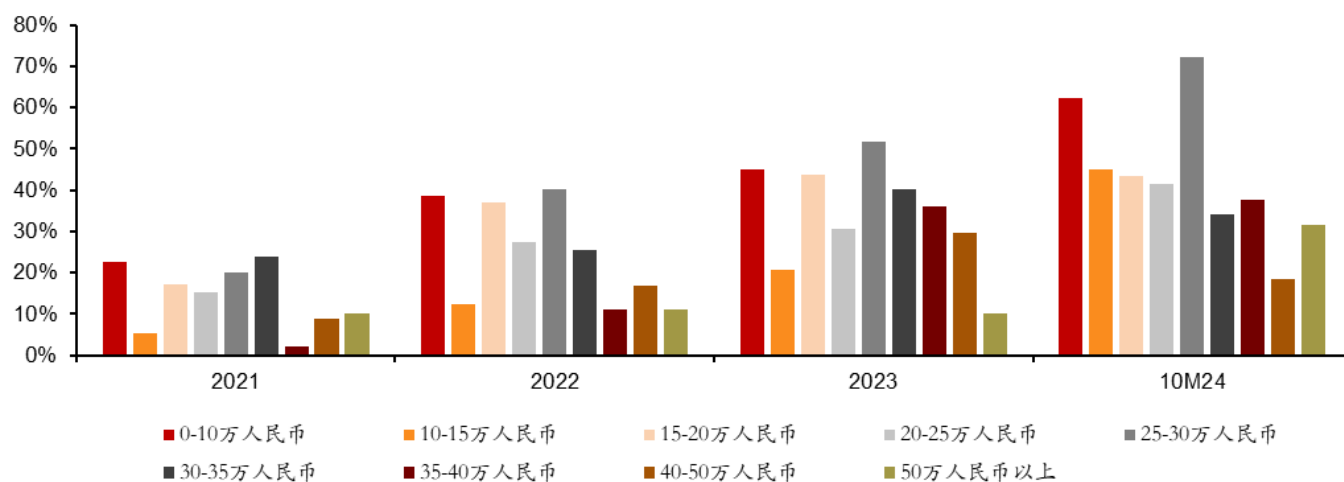


资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

■ 2025 年新能源车在 30 万人民币以下所有价格带车市占率或都将超过 50%

2024 年前 10 个月，25-30 万人民币价格区间内，新能源车零售销量市占率达到 72%，符合我们此前的预测。然而我们依旧低估了价格战的剧烈程度，因为 10-15 万人民币价格区间内新能源车的零售销量市占率从 2023 年 21% 上升到 2024 年前 10 个月的 45%，但在 30-35 万价格区间内，新能源车的市占率并未进一步增长。

图 78:新能源乘用车在不同价格区间的市占率 (vs.燃油车, 基于零售销量)



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

我们预期 2025 年新能源车整体市占率将提升到 57.8%，而在主要的价格区间，新能源车的市占率都将超过 50%，这也意味着未来爆款车型的定价很可能是多样化的。

从新车定价和销量趋势来看，小鹏和零跑可能是目前对性价比重要性理解最深刻的车企。销量的提升一方面巩固品牌的形象和定位，另一方面了解市场需求后更有助于开发新车型从而进入良性循环。2023 年，销量前 20 的车型来自 7 个不同的品牌，到了 2024 年前 10 个月，这一数字减少到 5 个。我们认为 2025 年价格战将持续，留给低线新能源品牌建立品牌力和占领消费者心智的时间不多了。

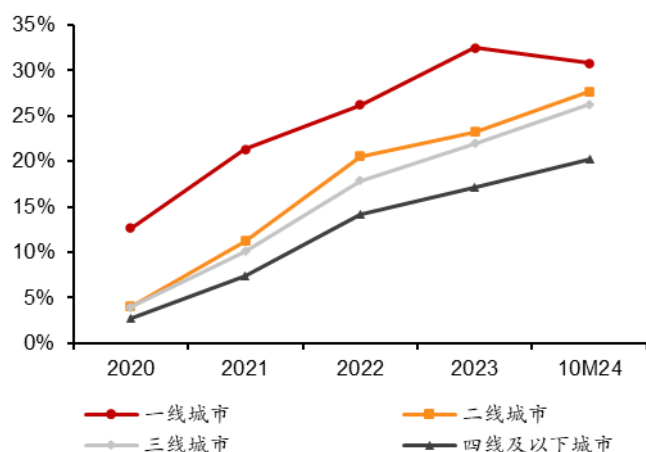
从城市层级的维度分析新能源车销量和门店效率

■ 当低线城市的新能源车市占率超过 40%，销量增速会放缓吗？

2024 年前 10 个月，中国的三线城市继续保持最高的新能源车销量增速，新能源车市占率从 2023 年的 32.1% 提升 12.9 个百分点到 45.1%，同期，二线和四线及以下城市的新能源车销量增速也超越平均水平，市场份额分别提升了 11.9 个百分点和 12.2 个百分点，但一线城市新能源车销量增速低于平均水平，纯电零售销量同比下滑。

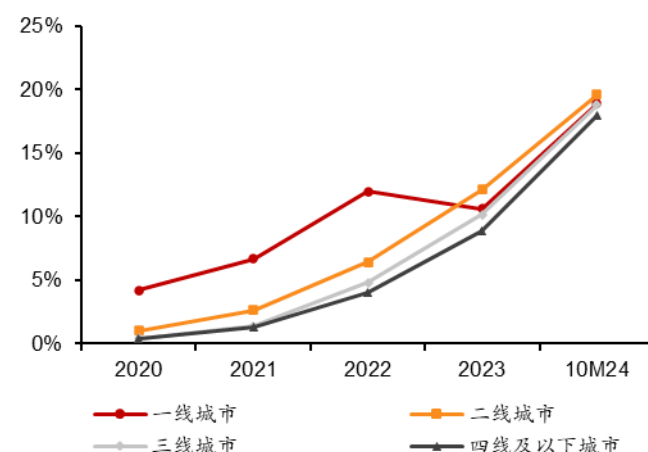
2024 年前 10 个月，一线、二线、三线和四线及以下城市的新能源车市占率分别达到 49.7%、47.3%、45.1% 和 38.2%。不同于以往，我们更加聚焦哪些城市能驱动新能源车的销量，接下来更重要的是低线城市新能源车销量增速是否会像一线城市 2023 年以来一样放缓。尽管随着新能源车逐步成为主流，销量增速会经历自然放缓并向行业整体增速靠拢的过程，但新能源车的产品力依然对其长期渗透率和增速起决定作用。2024 年前 10 个月插混在一线城市销量的重新快速增长，以及大量具有竞争力的新能源车型推动了新能源车销量在 2023-2024 年超预期，均侧面印证了这一点。

图 79: 纯电车在各层级城市中的市占率 (基于零售销量)



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

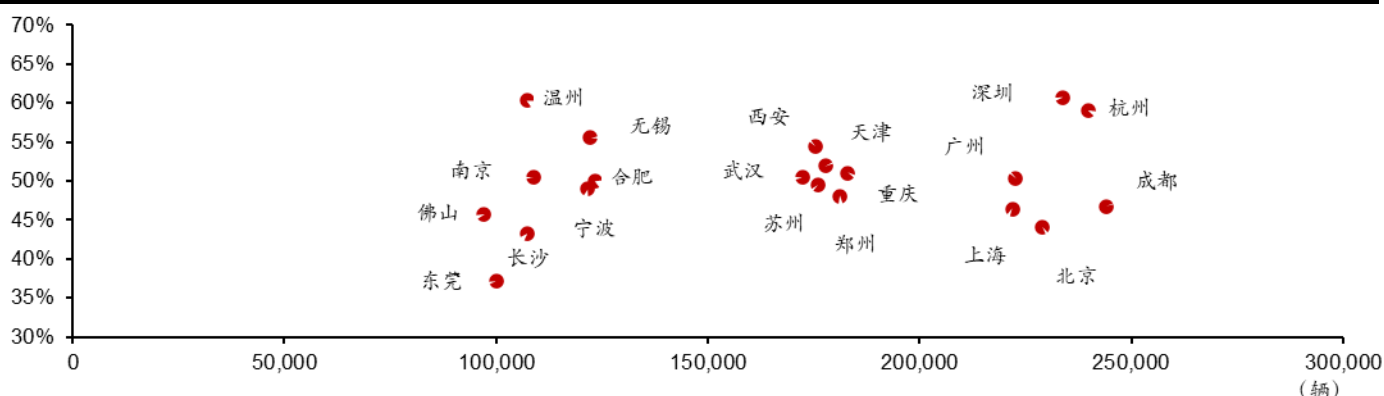
图 80: 插混车在各层级城市中的市占率 (基于零售销量)



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

2024 年前 10 个月，新能源车零售销量排名前 20 的城市中，新能源车市占率超过 50% 的城市数量达到 10 个，远高于 2023 年仅有深圳 1 座城市。同期，深圳新能源车的市占率已经提升到 60%。但令人意外的是，这一期间上海新能源车市占率下降约 3 个百分点至 46%，纯电零售销量同比下滑 26%。

图 81: 2024 年前 10 个月新能源车零售销量前 20 城市的新能源车销量及市占率



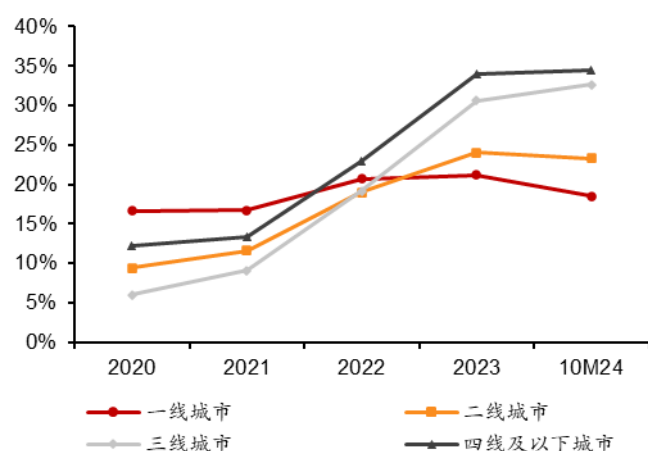
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

■ 比亚迪：凭借全面的经销商网络和车型，受益于低线城市的新能源车需求增长

2024 年前 10 个月，比亚迪（包括比亚迪、腾势、仰望和方程豹 4 个品牌）在纯电和插混两个细分市场，在中国各层级城市的市占率均保持第 1。尽管比亚迪已经占据了三线及以下城市纯电车型 1/3 的市场，其市占率在 2024 年仍在缓步增长，这主要得益于其在低线城市强大的经销网络覆盖以及全价格带的产品组合。插混领域，比亚迪在不同层级城市的市占率均有所下滑，符合我们此前预期，但在三线及以下城市，其市占率仍超过 50%。在所有竞争对手中，奇瑞和问界 2024 年在低线城市抢占了最多的市场份额。

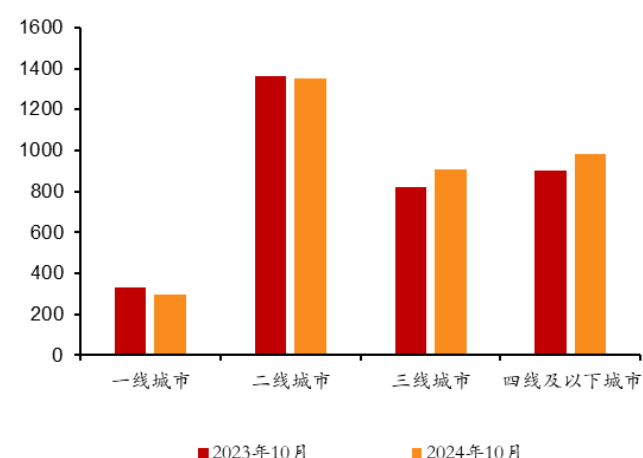
截至 2024 年 10 月底，比亚迪的经销网络（包括王朝网和海洋网，不包括腾势、仰望、方程豹）超过 3,500 家，比 1 年前多了 100 家左右，新增门店全部来自低线城市，三线及以下城市的门店数量占比已经达到 53%。但比亚迪在低线城市的销量增速比门店扩张速度更快，三线及以下城市的单店月均销量同比提升了近 50%。

图 82: 比亚迪在中国各层级城市纯电市场的市占率（基于零售销量）



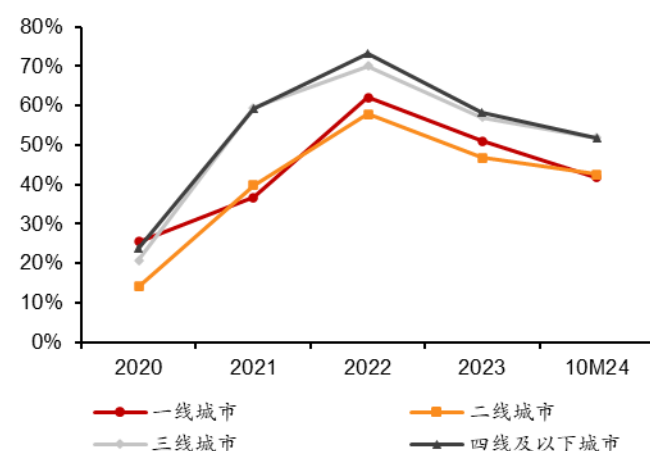
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 84: 比亚迪品牌在中国各层级城市的门店数量



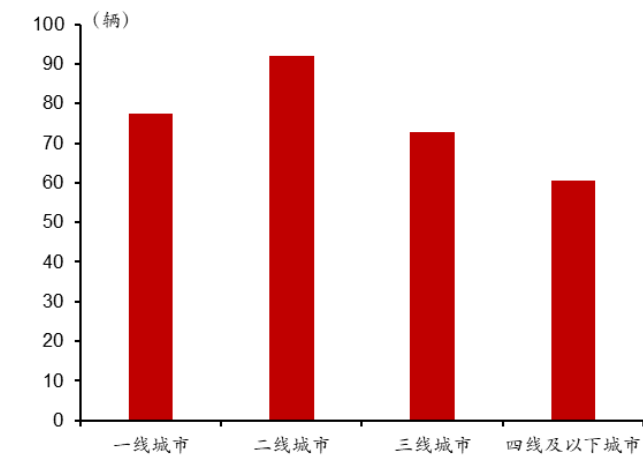
资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 83: 比亚迪在中国各层级城市插混市场的市占率（基于零售销量）



资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 85: 比亚迪品牌在中国各层级城市的单店月均销量



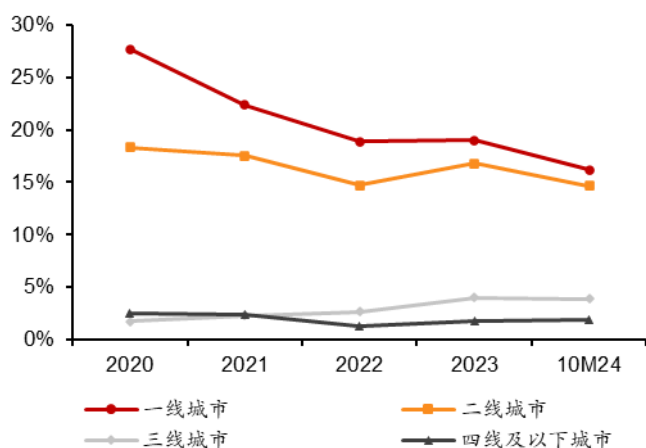
资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

■ 特斯拉：大力进军下沉市场，销售仍具韧性

2024 年前 10 个月，特斯拉在中国零售销量同比增长 8%，比我们此前的预期更有韧性，主要是来自于低线城市的销量贡献。同期，特斯拉在三线及以下城市的销量大幅增加了 28%，三线及以下城市的销量占特斯拉在中国的总零售销量的比重也达到 10%，高出 2023 年 2 个百分点。

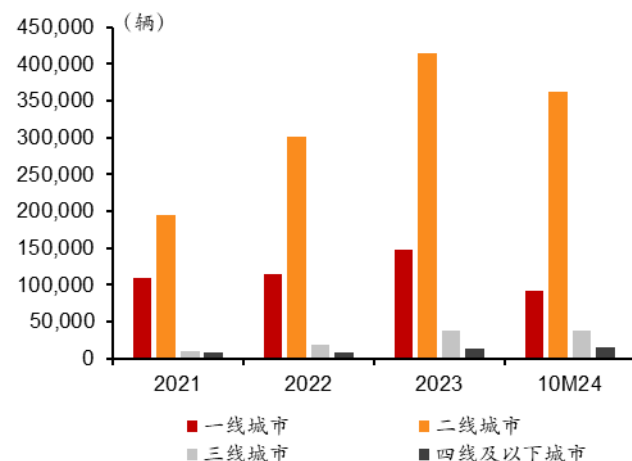
过去 12 个月，特斯拉新开了近 150 家门店，其中 90 家来自二线城市，56 家来自三线及以下城市。特斯拉正在大力利用数字营销进军对品牌更有执念的低线城市。在中国所有新能源品牌中，特斯拉的单店效率仍然最高，而比亚迪和理想正在缩小差距。

图 86: 特斯拉在中国各层级城市纯电市场的市占率



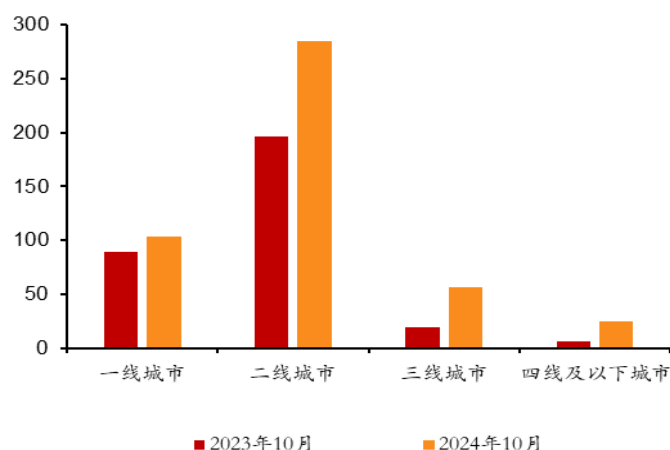
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 87: 特斯拉在中国各层级城市的零售销量



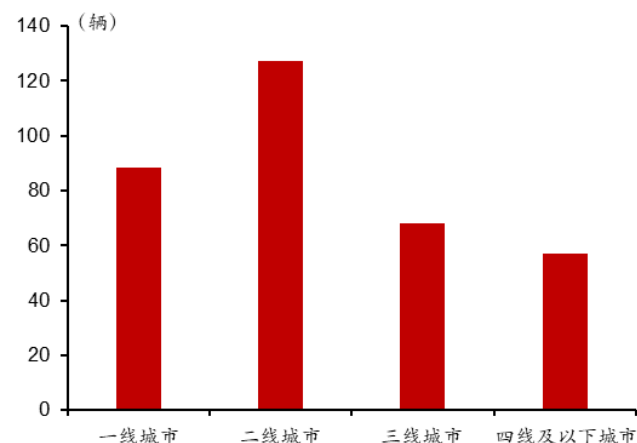
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 88: 特斯拉在中国各层级城市的门店数量



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 89: 特斯拉在中国各层级城市的单店月均销量



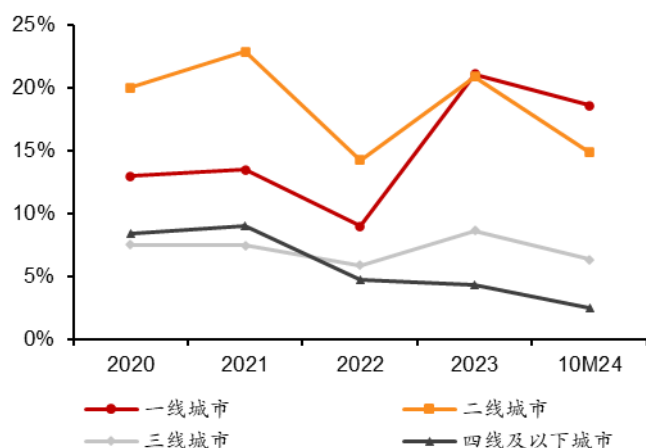
资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

■ 理想汽车：理想 L6 还未明显提振低线城市销量，2025 年的纯电车型仍是关键

2024 年前 10 个月，在插混（含增程）领域，理想在中国各个层级城市市占率均略有下滑，主要是受到来自问界的竞争，问界成为在一线、二线和三线城市插混市场市占率均提升最大的车企。理想 Mega 失败后，理想 L6 成为其 2024 年销量增长的唯一动力，但理想 L6 的销量贡献主要来自二线城市，其上市 7 个月后，仅 17% 的销量来自三线及以下城市，与整个公司 16% 的占比基本一致。

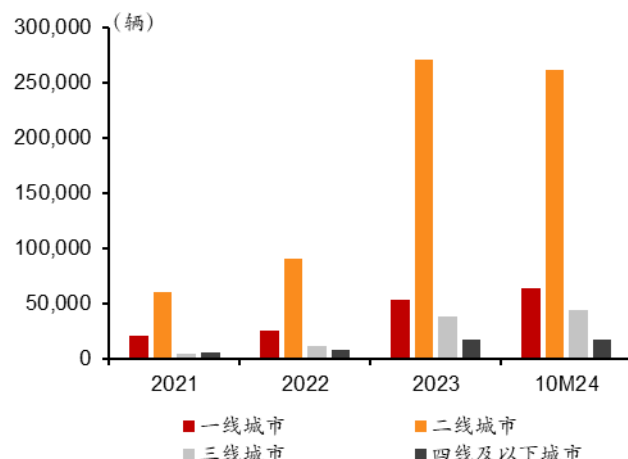
正如公司 2024 年初的计划，理想并未大幅增加其门店数量，而是将更多的商超店转换成更大的 4S 店来展示将来更多的在售车型。在蔚小理中，理想门店数量是最少的。理想现在也在大力建设快充设施，为其即将推出的纯电车型做准备。我们认为纯电车型将是 2025 年理想销量增长的关键，但目前关于车型的信息仍非常有限。在中国的新能源车企中，理想的单店效率最高，这也一定程度解释了为什么理想的销管费用率远低于小鹏和蔚来。

图 90: 理想在中国各层级城市插混市场的市占率



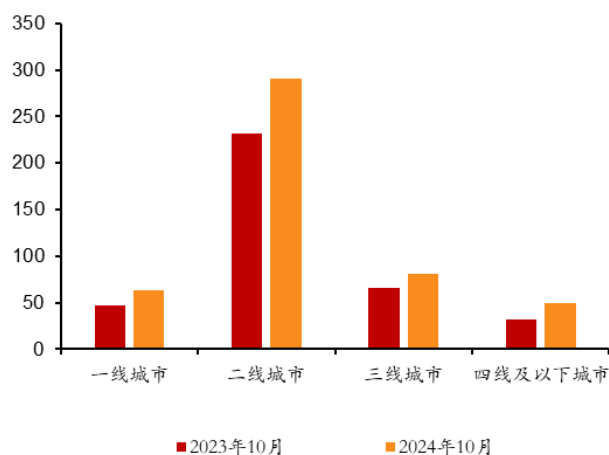
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 91: 理想在中国各层级城市的零售销量



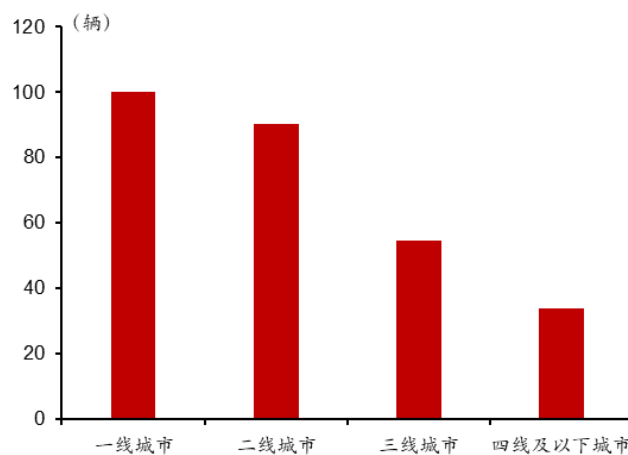
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 92: 理想在中国各层级城市的门店数量



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 93: 理想在中国各层级城市的单店月均销量



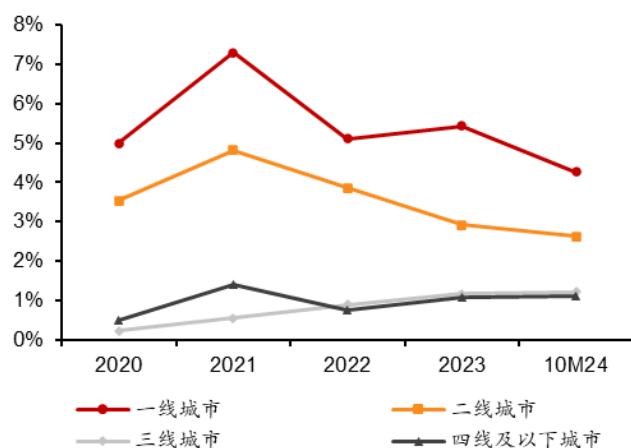
资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

■ 小鹏汽车：Mona M03 将支撑公司尤其在低线城市的销量增长

2024 年前 10 个月，通过激进的定价策略和经销网络扩张，小鹏维持住了其在三四线城市纯电领域的市场份额。Mona M03 上市后的首 2 个月，24%的销量来自三线及以下城市，高于全公司全车型的 18%。我们预期随着产能爬升，低线城市将贡献更多的销量。

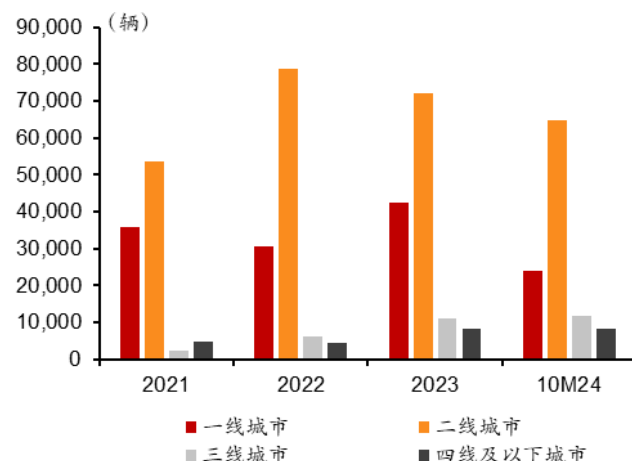
过去 12 个月，小鹏新增 155 家门店，其中 96 家来自三线及以下城市，三线及以下城市门店的数量占比已经达到 34%，高于 1 年前的 25%，这一比例是蔚小理里面最高的，也符合小鹏的性价比战略。小鹏逐步转向经销模式带来的更低的新开店成本和更快的流程有望加速三线及以下城市的门店扩展，我们预期 2025 年小鹏在三线及以下城市的门店数量占比将进一步扩大。

图 94: 小鹏在中国各层级城市纯电市场的市占率



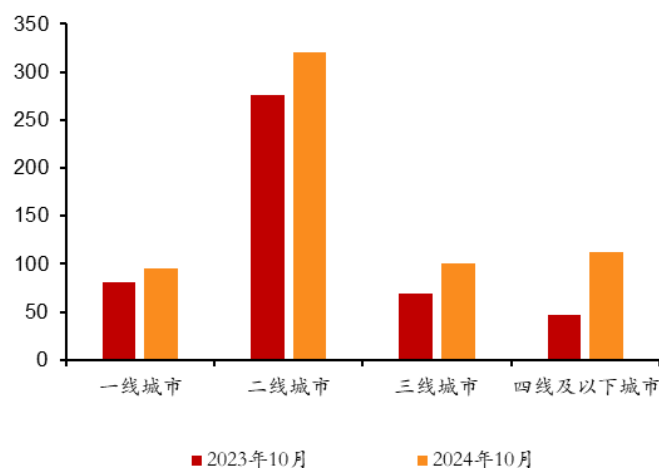
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 95: 小鹏在中国各层级城市的零售销量



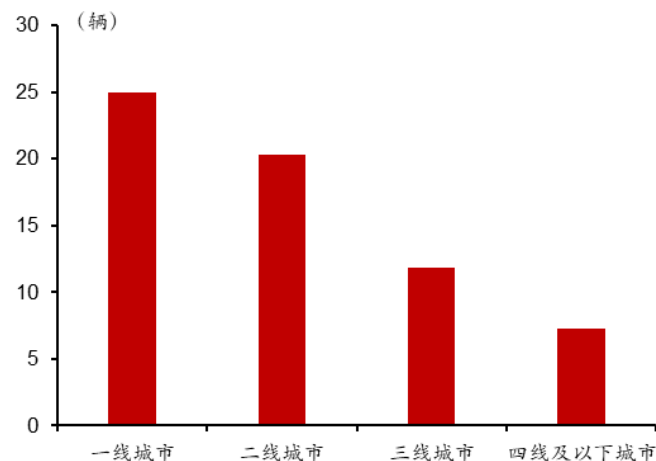
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 96: 小鹏在中国各层级城市的门店数量



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 97: 小鹏在中国各层级城市的单店月均销量



资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

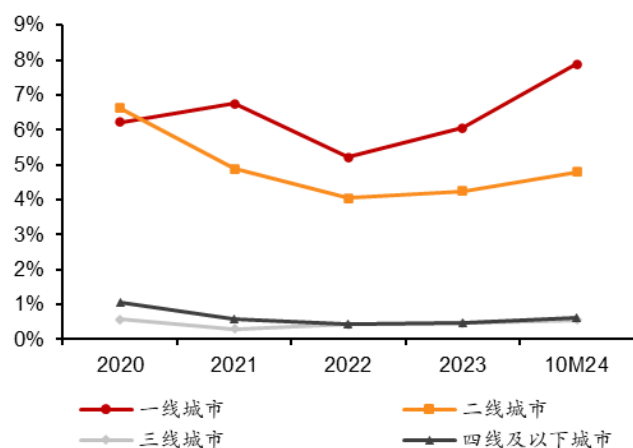
■ 蔚来汽车：一二线城市市场份额上升，蔚来和萤火虫并网销售或面临窘境

当其他车企都在大力争夺下沉市场，蔚来从 2023 年开始，在一二线城市纯电领域的市场份额持续增长，部分因为换电站在这些城市的布局更为完善，对高线城市的依赖性也可能在经济下行时带来更大的销量波动。

蔚来已经推出了乐道品牌，并将旗下产品价格区间拓展到 20-30 万元人民币。蔚来已经为乐道品牌新建了独立门店和升级了兼容的换电设施，这需要大量的资金投入，但我们认为其中很多是冗余的投资。我们认为蔚来和乐道之间销量的互相侵蚀的影响可能会超出公司的预期。

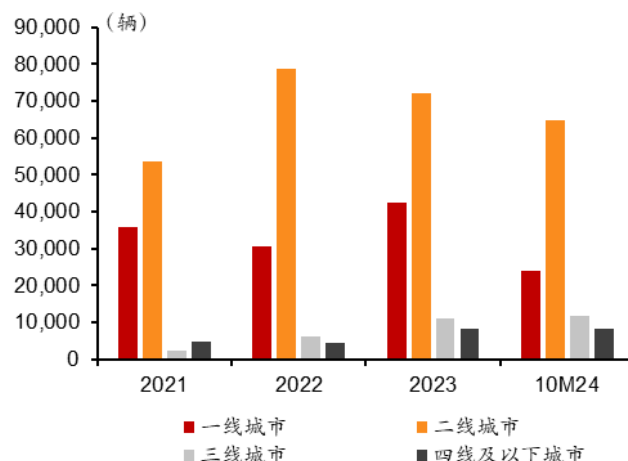
2025 年上半年，蔚来计划推出萤火虫品牌的首款车型，并在蔚来品牌的门店销售。萤火虫品牌聚焦小型新能源车型，其定位类似于 Mini 和 Smart，同时面向中国和海外消费者。蔚来缺乏低线城市的销售网络，很可能影响萤火虫品牌车型在中国小城市的销售。两个品牌之间不同的消费者群体定位，也使得公司在扩张门店时进退两难。

图 98: 蔚来在中国各层级城市纯电市场的市占率



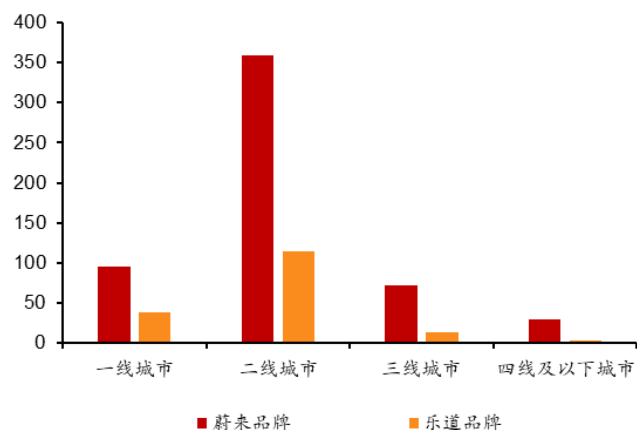
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 99: 蔚来在中国各层级城市的零售销量



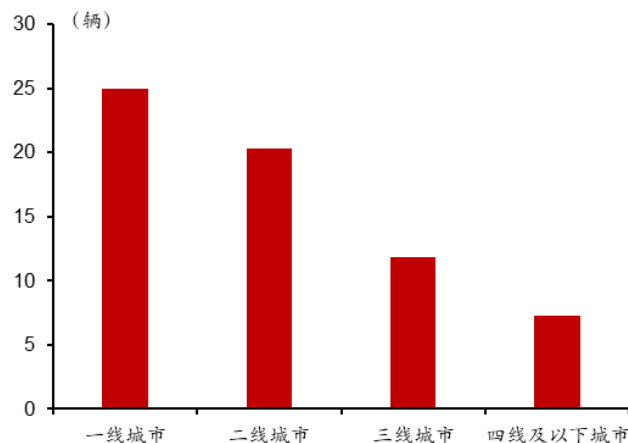
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 100: 截至 2024 年 10 月底，蔚来及乐道品牌门店数量



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 101: 蔚来品牌在中国各层级城市的单店月均销量

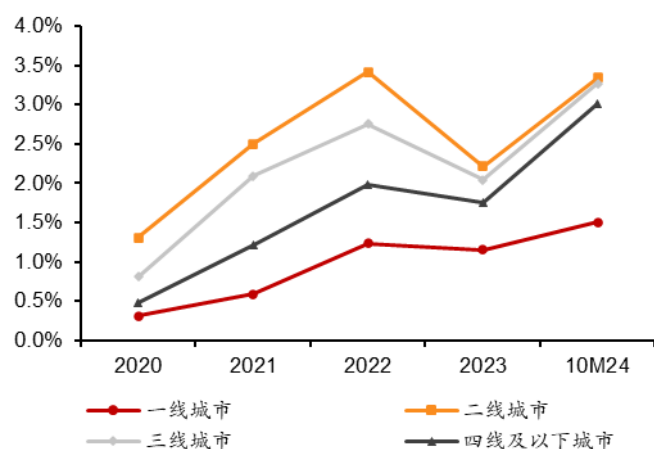


资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

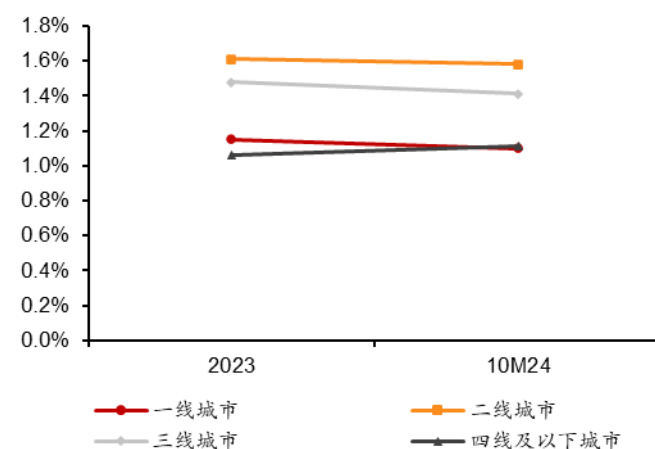
■ 零跑汽车：在各个层级城市的市场份额均有提升

2024 前 10 个月，零跑是唯一两个在所有层级城市的纯电市场市占率同比均有提升的车企之一（另一家是极氪），C10 和 C16 的成功夯实了零跑极具性价比的品牌形象。同期，37% 的零售销量来自三线及以下城市贡献，这一比例在所有中国新能源车创业公司中是最高的，即将上市的 B 系列车型或将进一步提升该比例。

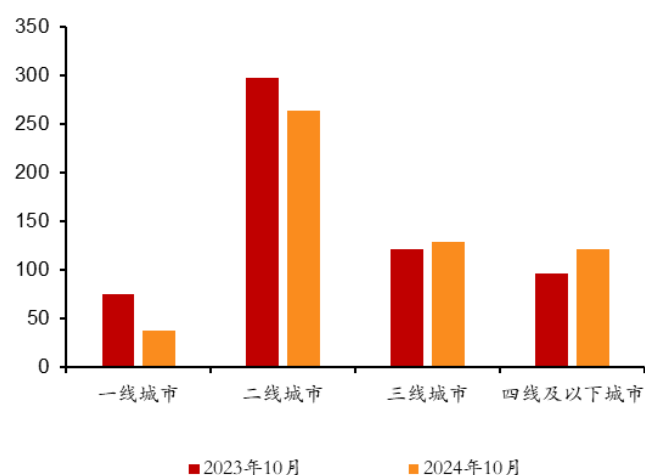
过去 12 个月，零跑减少了近 40 家门店（多位于一二线城市），单店效率同比实现近乎翻倍，但依然排在比亚迪、特斯拉、理想之后。

图 102: 零跑在中国各层级城市纯电市场的市占率（基于零售销量）


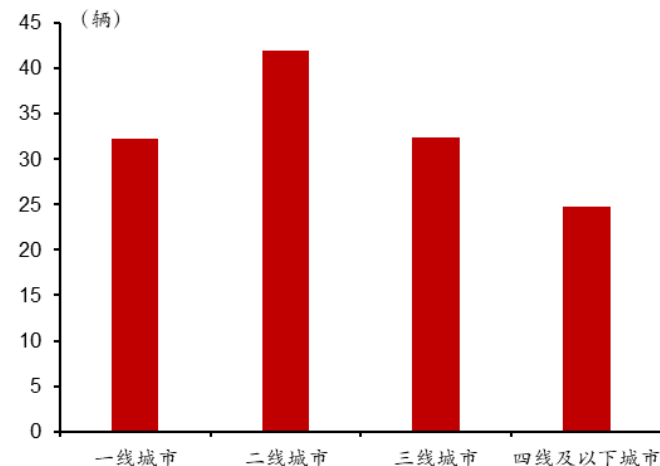
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 103: 零跑在中国各层级城市插混市场的市占率（基于零售销量）


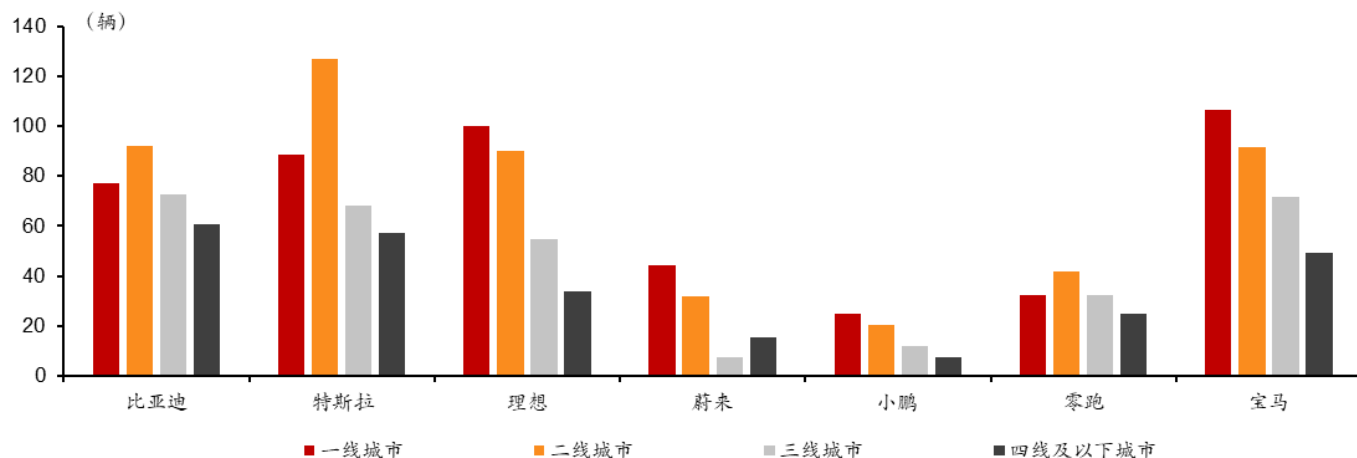
资料来源：中汽中心、招银国际环球市场

图 104: 零跑在中国各层级城市的门店数量


资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 105: 零跑在中国各层级城市的单店月均销量


资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

图 106: 2024 年前 10 个月，不同品牌在不同层级城市的单店月均销量对比


资料来源：中汽中心、公司资料、招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I) 不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。