

## 汽车行业 2026 年度投资策略

# 寻找结构性机会和产业新方向

- 受补贴政策退坡预期影响，市场当前对汽车明年周期下行的悲观预期较为充分，我们认为销量表现可能好于市场预期，投资机会围绕预期修复、个股 alpha，以及零部件的智驾/机器人/液冷板块行情来布局。
- 销量展望：**预计 2026 年零售+1.0%、批发+4.6%，其中电车批发+8%、油车批发+1%，库存微增 20 万辆（按年末），出口 686 万辆/+21%。相较于市场更悲观的销量预期，我们销量展望更为乐观，来源于：1）4Q25 销量低于预期，部分需求会顺延至明年，降低 25 年基数、抬高 26 年尤其 26Q1 需求；2）对政策托底持积极预期。
- 竞争展望：**整车角度，经济型和高端型品牌头部格局已基本成型，二线品牌进一步放量难度加大，价格端主要体现：1）行业进入“被动加库”的价格压力提升；2）反内卷的政策指引减缓价格压力。零部件角度，则主要考虑电车增速降速带来的营收和利润率压力，以及原材料、汇率波动。
- 整车投资：**  
周期下行会压制整体估值，2026 年潜在机会主要有三个方向：1）悲观预期修复，催化剂预计主要来自于明年节后销量超预期、政策超预期、出口超预期，核心标的为龙头车企，如吉利汽车、比亚迪。2）自身经营与电车向下 beta 相关性不强的江淮汽车，基本面和估值弹性皆较大。3）零散的整车机会，如今年的蔚来，这类机会往往依靠超预期的新车，需要持续跟踪、尽早识别。
- 零部件投资：**  
传统角度，我们预计新能源增速从 25 年的+25%下降到 26 年+8%，意味着多数优秀零部件的营收和利润率将承压，除非进入额外的订单释放周期（如敏实、豪能、继峰）。那么明年的投资机会将继续聚焦在新产业方向，通过产业进程和公司进展来拉动估值，主要为智驾、液冷、机器人。  
1）智驾：L3 标准落地预计催化订单周期投资机会，推荐地平线机器人，建议关注禾赛科技、速腾聚创、黑芝麻智能；L4 标准落地预计带来自动驾驶运营商机，建议关注小马智行、文远知行、曹操出行。  
2）液冷：作为可能最快贡献订单和利润的新产业方向，汽车零部件公司加速入局，推荐敏实集团、银轮股份、凌云股份。  
3）机器人：近期板块调整，预计明年产业将继续前进，带动新一轮投资机会，优先推荐调整后的头部标的：拓普集团、敏实集团、银轮股份、双环传动、豪能股份。  
4）业绩支撑力较强：受益于相对大量的新订单量产拉动，依然有部分零部件公司业绩较好，可以逢低布局，如敏实集团、豪能股份、爱柯迪、继峰股份、星宇股份、银轮股份、双环传动。
- 投资建议：**整车，重点推荐 beta 带动低估值修复的吉利汽车，建议关注比亚迪，并重点推荐明年新品较多、确定性较强、估值弹性大的豪华车机会江淮汽车。零部件，核心把握新产业投资机会，推荐 1）智驾：地平线机器人、建议关注禾赛科技、速腾聚创、黑芝麻智能；2）液冷：敏实集团、银轮股份；3）机器人：拓普集团、敏实集团、银轮股份、双环传动、豪能股份；4）业绩驱动：爱柯迪、继峰股份、星宇股份。
- 风险提示：**宏观经济波动、国内外政策低于预期、海外市场波动、原材料波动、价格战风险、汇率波动、机器人/液冷/智驾产业进度低于预期等。

## 推荐（维持）

### 华创证券研究所

#### 证券分析师：张程航

电话：021-20572543  
邮箱：zhangchenghang@hcyjs.com  
执业编号：S0360519070003

#### 证券分析师：夏凉

电话：021-20572532  
邮箱：xialiang@hcyjs.com  
执业编号：S0360522030001

#### 证券分析师：李昊岚

邮箱：lihaolan@hcyjs.com  
执业编号：S0360524010003

#### 证券分析师：林栖宇

邮箱：linxiyu@hcyjs.com  
执业编号：S0360525070002

#### 联系人：张睿希

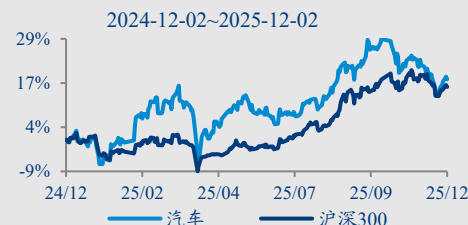
邮箱：zhangruixi@hcyjs.com

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	237	0.03
总市值(亿元)	46,773.13	3.95
流通市值(亿元)	35,434.87	3.71

### 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-5.0%	8.8%	17.6%
相对表现	-3.1%	-9.8%	2.3%



### 相关研究报告

《【华创汽车】汽车行业周报（20251124-20251130）：Q4 基本面平稳，看好汽车板块 1Q26 筑底/上行》

2025-11-30

《汽车行业周报（20251117-20251123）：负 beta 消化过程中，看好汽车板块 1Q26 筑底/上行》

2025-11-23

《汽车行业周报（20251110-20251116）：Q4 翘尾预计低于预期，看好明年汽车板块预期修复》

2025-11-16

## 投资主题

### 报告亮点

- 1) 梳理行业销量层面的需求、出口、库存、政策等核心影响要素；
- 2) 分析国内整车竞争格局，并预测 2026 年行业竞争烈度及车企销量；
- 3) 对新产业方向智驾、液冷、机器人进行梳理与展望；
- 4) 明确整车、零部件 2026 年选股思路。

### 投资逻辑

- 1) **整车**：周期下行会压制整体估值，2026 年潜在机会主要有三个方向：① 悲观预期修复，催化剂预计主要来自于明年节后销量超预期、政策超预期、出口超预期，核心标的为龙头车企，如吉利汽车、比亚迪。② 自身经营与电车向下 beta 相关性不强的江淮汽车，基本面和估值弹性皆较大。③ 零散的整车机会，如今年的蔚来，这类机会往往依靠超预期的新车，需要持续跟踪、尽早识别。

- 2) **零部件**：

传统角度，我们预计新能源增速从 25 年的+25%下降到 26 年+8%，意味着多数优秀零部件的营收和利润率将承压，除非进入额外的订单释放周期（如敏实、豪能、继峰）。那么明年的投资机会将继续聚焦在新产业方向，通过产业进程和公司进展来拉动估值，主要为智驾、液冷、机器人。

① **智驾**：L3 标准落地预计催化订单周期投资机会，推荐地平线机器人，建议关注禾赛科技、速腾聚创、黑芝麻智能；L4 标准落地预计带来自动驾驶运营商投资机会，建议关注小马智行、文远知行、曹操出行。

② **液冷**：作为可能最快贡献订单和利润的新产业方向，汽车零部件公司加速入局，推荐敏实集团、银轮股份、凌云股份。

③ **机器人**：近期板块调整，预计明年产业将继续前进，带动新一轮投资机会，优先推荐调整后的头部标的：拓普集团、敏实集团、银轮股份、双环传动、豪能股份。

④ **业绩支撑力较强**：受益于相对较大量的新订单量产拉动，依然有部分零部件公司业绩较好，可以逢低布局，如敏实集团、豪能股份、爱柯迪、继峰股份、星宇股份、银轮股份、双环传动。

# 目 录

<b>1. 基本面：行业周期性下行，但可少些悲观</b>	<b>6</b>
1.1. 零售	6
1.2. 批发	7
1.3. 出海	10
1.4. 政策	12
1.5. 新能源	16
1.6. 原材料与汇率	17
<b>2. 竞争：格局逐步成型</b>	<b>21</b>
2.1. 价格压力	21
2.2. 2026 年车型拥挤度	22
2.3. 分车企销量展望	24
<b>3. 新产业方向：智驾、液冷、机器人</b>	<b>26</b>
3.1. 智驾	26
3.2. 液冷	33
3.3. 机器人	36
<b>4. 投资建议</b>	<b>42</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>46</b>

## 图表目录

图表 1: 乘用车批发增速与 M1 增速.....	6
图表 2: 乘用车零售增速与 M1 增速.....	7
图表 3: 2016-2026E 乘用车景气判断及库存变动（万辆）.....	7
图表 4: 狭义乘用车月度渠道库存变动量（万辆）.....	8
图表 5: 2015 年起模拟库存系数.....	8
图表 6: 2015 年起模拟月度总渠道库存（万辆）.....	8
图表 7: 2015 年起模拟月度燃油渠道库存（万辆）.....	9
图表 8: 2021 年起模拟月度新能源渠道库存（万辆）.....	9
图表 9: 2016 年起狭义乘用车月度批发增速（%）.....	9
图表 10: 2026 年狭义乘用车零售、批发、库存、出口预估（万辆）.....	10
图表 11: 2010 年至今中国汽车出口量及增速（万辆、%）.....	10
图表 12: 2014 年至今中国汽车月度出口量及增速（万辆、%）.....	11
图表 13: 2021 年至今中国汽车分地区出口量（万辆）.....	11
图表 14: 燃油车购置税优惠政策.....	12
图表 15: 新能源车购置税优惠政策.....	13
图表 16: 汽车以旧换新政策.....	13
图表 17: 2015-2025 年近两轮燃油购置税优惠及以旧换新政策下乘用车零售销量及增速（万辆、%）.....	15
图表 18: 2020-2025 年新能源乘用车零售销量、增速及渗透率（万辆，%）.....	15
图表 19: 申万汽车 vs 沪深 300 累计表现.....	16
图表 20: 2025 年新能源分车企销量预测（万辆，%）.....	17
图表 21: 1Q20-4Q22 汽车主要原材料季度涨价及 A 股乘用车、零部件公司盈利情况（元/吨，%）.....	18
图表 22: 1Q24-4Q25 汽车主要原材料季度涨价情况（元/吨）.....	19
图表 23: 1Q20-3Q25 A 股乘用车企业财务费率（%）.....	19
图表 24: 1Q20-3Q25 A 股零部件企业财务费率（%）.....	19
图表 25: 2017 年至今美元、欧元兑人民币中间价.....	20
图表 26: 2017 年至今人民币兑卢布、比索中间价.....	20
图表 27: 模拟库存系数 vs 流通协会库存系数 vs GAIN 行业综合折扣率.....	21
图表 28: 各价格带自主份额（按批发）.....	22
图表 29: 国内主要车企各车系利润结构池（占比）.....	22
图表 30: 主流车企分价格带潜力车型款数.....	23
图表 31: 销量前 50 车企批发销量预测（万辆）.....	24

图表 32: 主要整车企业乘用车出口批发量预估 (万辆)	25
图表 33: 中国乘用车市场各 ADAS 等级渗透率	26
图表 34: 中国乘用车 NOA 标配搭载量及 YOY	26
图表 35: 中长期智能网联技术路线判断	26
图表 36: 头部新势力品牌最新智驾方案对比	27
图表 37: 预期功能安全封闭场地试验要求	28
图表 38: 进入智能网联汽车准入和上路通行试点联合体基本信息	31
图表 39: 首批获得 L3 级有条件自动驾驶准入车型名单	31
图表 40: 特斯拉、萝卜快跑、小马智行、文远知行 Robotaxi 最新进展及未来看点	32
图表 41: 北美数据中心建设计划	33
图表 42: 北美 TOP4 云厂商资本开支 (亿美元)	34
图表 43: 阿里及腾讯季度资本开支(亿元)	34
图表 44: Blackwell & Rubin 对比	34
图表 45: 英伟达不同系列 GPU 出货量预测 (万颗)	35
图表 46: 服务器液冷市场规模预测 (亿美元)	35
图表 47: 国内相关汽零公司液冷业务布局 (部分)	36
图表 48: 各大本体厂最新动态	36
图表 49: Optimus gen2 结构件价值量占比	38
图表 50: Optimus gen2 价值量拆解	38
图表 51: 灵巧手技术路线	38
图表 52: 特斯拉灵巧手技术路线	39
图表 53: PEEK 材料在人型机器人上的应用	39
图表 54: 部分本体厂商融资上市计划	40
图表 55: 人形机器人相关公司	40
图表 56: 乘用车板块 PE (倍)	42
图表 57: 零部件板块 PE (倍)	42
图表 58: 乘用车板块 PB (倍)	42
图表 59: 零部件板块 PB (倍)	42
图表 60: 申万乘用车相对沪深 300 走势	43
图表 61: 申万零部件相对创业板指走势	43
图表 62: 中信乘用车相对零部件走势, 与沪深 300	43
图表 63: 中信零部件相对乘用车走势, 与创业板指	43
图表 64: 汽车行业基金持仓占比情况	43
图表 65: 汽车行业基金持仓排名情况	43
图表 66: 汽车行业基金持仓前十大重仓股 (以持股市值排序)	44



## 1. 基本面：行业周期性下行，但可少些悲观

受补贴退坡影响，2026 年汽车销量增速预计下行已成市场共识，然而 2025 年 4 季度受今年补贴额度波动影响的销量低于此前预期，相应地，明年销量预期也将上修。整体而言，我们预计 2026 年无论乘用车还是电动车销量将同比增长或持平。

### 1.1. 零售

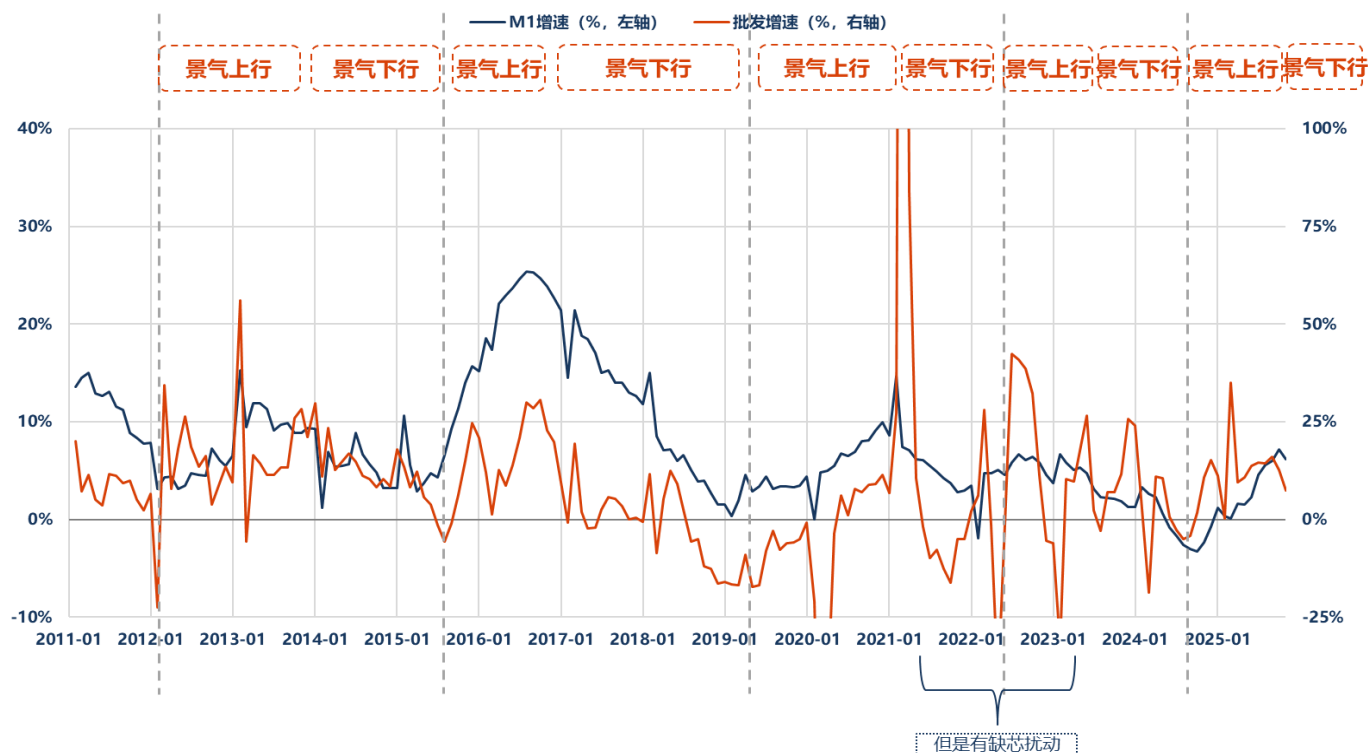
**2026 年乘用车零售：预计同比增速 0%-2%，中性预测+1%（对应 2025 年中性+2.7%）。**

对明年乘用车零售增速预期我们主要考虑政策影响，即以旧换新、电动车购置税优惠政策退坡带来透支，但预计透支量少于此前预期。

具体而言，受补贴短缺影响，4Q25 总零售下修 70-80 万辆，预计其中一部分需求消失、一部分需求还原到 1Q26。正常情况下，Q1 比去年 Q4 环比减少 1-200 万辆需求（1Q25 受以旧换新断档影响环比下降 240 万辆）。今年主要受 10-11 月部分以旧换新透支和购置税退坡两方面影响，原本影响预计能超过 1Q25 的环比-240 万辆，如 300 万辆，但考虑 11-12 月以旧换新短缺所带来需求还原，环比减少的销量将收窄。此外，尽管汽车行业反内卷仍在推进，但我们预计较大的销量增速波动依然会带来政策托底意愿的增强。

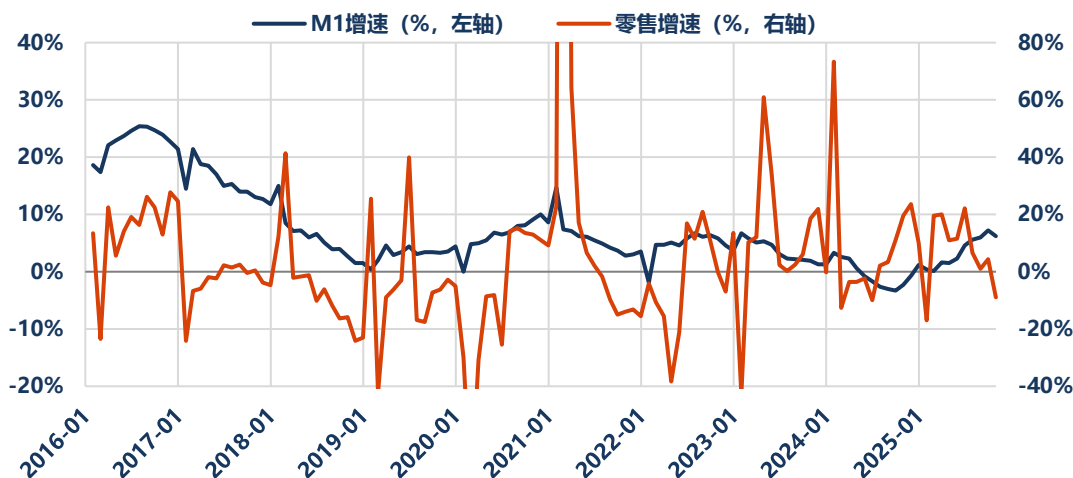
最终我们对 2026 全年零售的预估为悲观 2322 万辆/同比持平、中性 2355 万辆/+1.0%、乐观 2387 万辆/+2.0%。季度与月度数据可参考后文（本章末）。

图表 1：乘用车批发增速与 M1 增速



资料来源：乘联会、Wind、华创证券， 注：截至 2025 年 10 月

图表 2: 乘用车零售增速与 M1 增速



资料来源: Marklines、Wind、华创证券, 注: 截至 2025 年 10 月

## 1.2. 批发

汽车销量中, 批发=零售+出口+库存变动, 以下为我们对 2026 年库存和出口的展望。

**2026 年渠道库存:** 预计变动量为+20 万辆左右。这里主要考虑两个核心影响因素:

- 1) 景气波动中的库存变化: 2026 年预计从主动加库进入被动加库。在反内卷大背景下, 预计车企库存增加会相对可控。

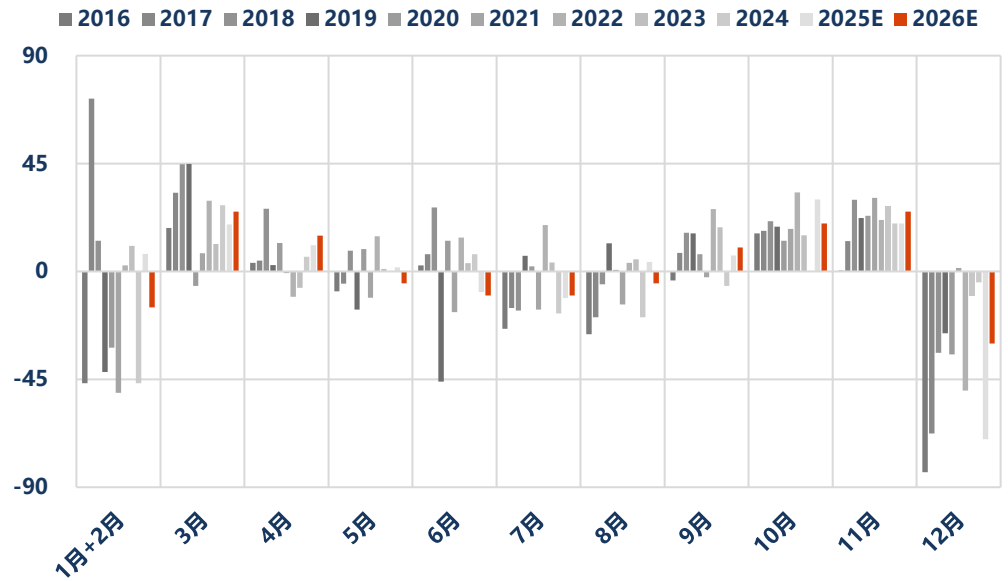
图表 3: 2016-2026E 乘用车景气判断及库存变动 (万辆)

年份	景气阶段	库存变动	其它扰动	库存变动量
2016	上2下1	被动去库→主动加库		-152
2017	下2	被动加库		47
2018	下3	被动加库→主动去库		130
2019	上1	被动去库		-7
2020	上2	主动加库		8
2021	下1	被动加库→主动去库	受缺芯影响实际去库大于历史	-51
2022	下2上1	主动去库→被动去库	缺芯结束实际开始补库	104
2023	上2下1	主动加库→被动加库		79
2024	下2上1	主动去库→被动去库	自主/新能源占比上升对库存拉动	-33
2025E	上2	主动加库		11
2026E		主动加库→被动加库		20

资料来源: 华创证券整理和预测

注: 依据乘联会、中汽协、中国汽车流通协会公布的数据判断

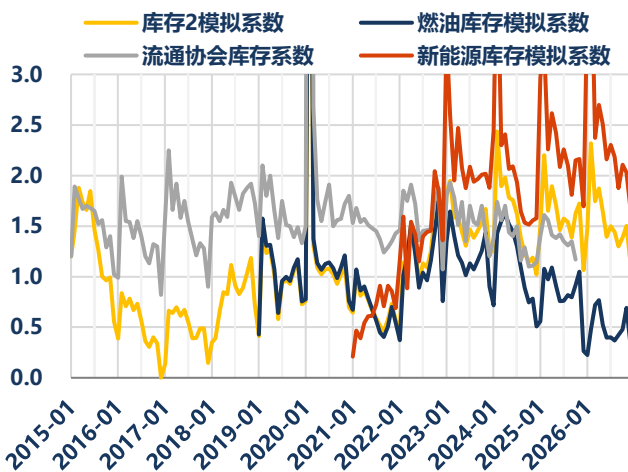
图表 4: 狭义乘用车月度渠道库存变动量 (万辆)



资料来源: 乘联会、Marklines、华创证券

- 2) **自主新能源占比上升对库存的影响: 2026 年预计将继续增加库存。**由于自主车企相较于合资车企, 整体拥有相对更高的库销比, 而新能源品牌或车型销售中, 仅部分采取直销模式, 因此当自主新能源销量占比越来越高, 行业总库存以及库销比将受到该结构性变化的影响而上升。因此, 我们建议后续观察行业库存变化时, 将燃油和新能源分开看, 且建议更加关注库存系数指标, 而非库存绝对值。我们预计 2025 年末新能源库存同比+50 万辆, 2026 年持平。

图表 5: 2015 年起模拟库存系数



资料来源: 中国汽车流通协会、中汽协、Marklines、华创证券

注: 2025 年 10 月后为预测值

图表 6: 2015 年起模拟月度总渠道库存 (万辆)



资料来源: 中国汽车流通协会、中汽协、Marklines、华创证券

注: 2025 年 10 月后为预测值



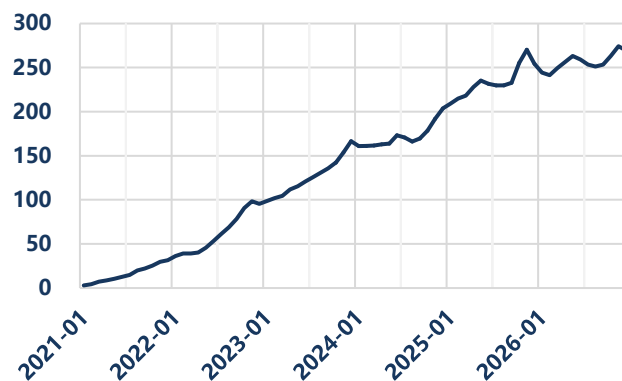
图表 7: 2015 年起模拟月度燃油渠道库存 (万辆)



资料来源: 中国汽车流通协会、中汽协、Marklines、华创证券

注: 2025 年 10 月后为预测值

图表 8: 2021 年起模拟月度新能源渠道库存 (万辆)



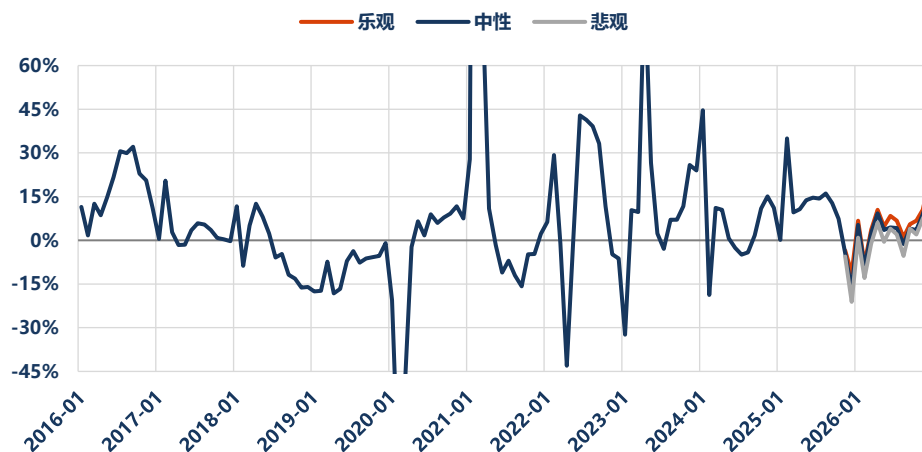
资料来源: 中国汽车流通协会、中汽协、Marklines、华创证券

注: 2025 年 10 月后为预测值

**2026 年乘用车出口: 预计全年 686 万辆、同比+17%。**在经过 2025 年对俄罗斯出口下滑的消化之后, 吉利、长安、长城等传统车企海外新能源产品、渠道准备工作已基本到位, 尤其在欧洲、东盟等区域, 预计 2026 年开始起量, 与此同时比亚迪预计仍将有一部分的增量 (详细见下一节)。

**2026 年批发: 预计同比增速 2%-7%, 中性预测+5%。**结合上文对零售、库存变动、出口三者的预估, 我们最终对 2026 年乘用车批发预估为, 悲观 2985 万辆/+2%、中性 3061 万辆/+4.6%、乐观 3126 万辆/+6.8%。

图表 9: 2016 年起狭义乘用车月度批发增速 (%)



资料来源: 中国汽车流通协会、华创证券; 注: 2025 年 10 月后为预测值

图表 10: 2026 年狭义乘用车零售、批发、库存、出口预估 (万辆)

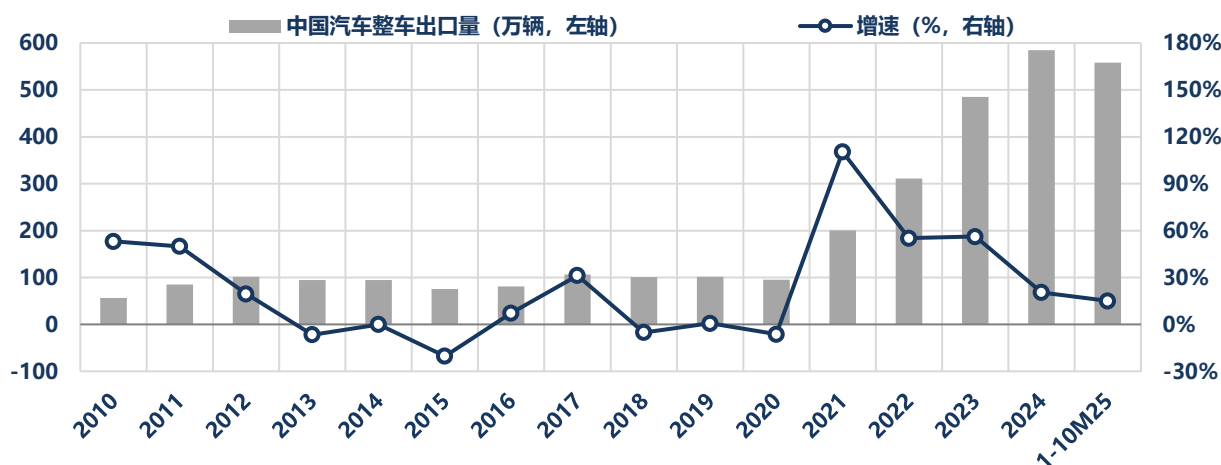
2026	全年	Q1	Q2	Q3	Q4	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
<b>零售</b>																	
乐观	2,387	473	571	619	723	184	118	171	168	188	216	194	198	226	226	226	271
YoY	2.0%	-3.2%	2.2%	2.8%	4.8%	4%	-8%	-6%	1%	2%	3%	4%	2%	3%	9%	8%	-1%
MoM		-30%	21%	8%	17%	-31%	-36%	45%	-2%	12%	15%	-10%	2%	14%	0%	0%	20%
出口	704	158	181	179	186	56	46	56	59	61	61	57	60	62	62	62	62
中性	2,355	469	564	609	714	182	117	169	166	186	212	191	195	224	224	224	266
YoY	1.0%	-4.2%	0.8%	1.2%	4.8%	3%	-9%	-7%	0%	1%	1%	2%	0%	2%	8%	8%	-1%
MoM		-31%	20%	8%	17%	-32%	-36%	45%	-2%	12%	14%	-10%	2%	15%	0%	0%	19%
出口	686	155	178	173	180	55	45	55	58	60	60	55	58	60	60	60	60
悲观	2,322	450	557	612	703	175	112	163	161	184	213	192	195	225	220	220	262
YoY	0.0%	-8.0%	-0.3%	1.7%	4.5%	-2%	-13%	-11%	-3%	-1%	2%	2%	1%	2%	7%	8%	0%
MoM		-8%	24%	10%	15%	-35%	-36%	45%	-1%	14%	16%	-10%	2%	15%	-2%	0%	19%
出口	668	149	172	170	177	53	43	53	56	58	58	54	57	59	59	59	59
<b>批发</b>																	
乐观	3,126	641	757	793	934	225	164	252	242	244	272	241	253	298	313	313	308
YoY	6.8%	1.4%	7.9%	4.4%	12.3%	7%	-8%	4%	10%	5%	8%	7%	1%	6%	7%	10%	21%
MoM		-23%	18%	5%	18%	-12%	-27%	54%	-4%	1%	12%	-11%	5%	18%	5%	0%	-2%
批发-上险-出口	35	10	5	-5	25	-15	-	25	15	-5	-5	-10	-5	10	25	25	-25
中性	3,061	634	742	777	909	222	162	249	239	241	262	236	248	294	304	309	296
YoY	4.6%	0.2%	5.6%	2.3%	9.2%	5%	-9%	3%	9%	4%	4%	4%	-1%	4%	4%	9%	16%
MoM		-24%	17%	5%	17%	-13%	-27%	54%	-4%	1%	9%	-10%	5%	19%	3%	2%	-4%
批发-上险-出口	20	10	-	-5	15	-15	-	25	15	-5	-10	-10	-5	10	20	25	-30
悲观	2,985	609	724	762	890	213	155	241	232	232	261	231	237	294	299	304	286
YoY	2.0%	-3.7%	3.2%	0.3%	6.9%	1%	-13%	-1%	6%	0%	4%	2%	-5%	4%	2%	7%	12%
MoM		-27%	19%	5%	17%	-16%	-27%	55%	-4%	0%	13%	-12%	3%	24%	2%	2%	-6%
批发-上险-出口	-5	10	-5	-20	10	-15	-	25	15	-10	-10	-15	-15	10	20	25	-35

资料来源: 乘联会、Marklines、华创证券预测

### 1.3. 出海

中国汽车有望连续 5 年实现 100 万辆级的出口增量。根据中汽协, 2020-2024 年中国汽车出口量分别为 95 万、200 万、311 万、485 万、585 万辆, 2025 年前十月中国汽车出口 558 万辆、同比+15%, 其中十月单月出口量约 67 万辆, 全年有望继续实现 100 万辆级增量。2020 年前, 中国汽车出口在 100 万辆便到达瓶颈, 但此后已连续 5 年实现百万辆级的增长, 一方面是海外供应链错配带来突破瓶颈的机会, 另一方面中国自主新车的性价比、渠道及售后的完善等优势也持续显现, 带来海外增长的良性循环。

图表 11: 2010 年至今中国汽车出口量及增速 (万辆、%)



资料来源: 中汽协、华创证券

图表 12：2014 年至今中国汽车月度出口量及增速（万辆、%）



资料来源：中汽协、华创证券

分地区看，俄罗斯市场大幅下滑，但俄以外地区的增速非常亮眼。根据海关总署，2025 年前九月，中国汽车出口 569 万辆、同比+20%，其中以俄罗斯为主体的独联体地区出口 79 万辆、同比-33%，主要受到 2024 年 10 月报废税提高以及当地高库存等因素影响；但非俄地区出口 489 万辆、同比+38%、增量 135 万辆，其中东南亚&南亚、中东、非洲同比增量均在 25-30 万辆级，中南美在 20-25 万辆级，欧美在 15-20 万辆级，第三世界等发展中国家为中国汽车带来主要的出口增量，向欧美等发达国家的出口量也在持续突破。

分国别看，2024 年和 2025 年前九月中国汽车出口前五国家不变，但俄罗斯从第一降至第三，前五分别为墨西哥、阿联酋、俄罗斯、比利时、沙特，分别出口 41 万、37 万、36 万、23 万、22 万辆，分别占中国整体出口 7%、6%、6%、4%、4%。

图表 13：2021 年至今中国汽车分地区出口量（万辆）

2021			2022			2023			2024			1-9M25		
国别	出口量	份额	国别	出口量	份额	国别	出口量	份额	国别	出口量	份额	国别	出口量	份额
沙特	13.3	6%	墨西哥	25.5	8%	俄罗斯	90.8	17%	俄罗斯	115.7	18%	墨西哥	41.0	7%
俄罗斯	12.1	6%	沙特	22.2	7%	墨西哥	41.6	8%	墨西哥	44.5	7%	阿联酋	36.8	6%
澳大利亚	9.5	5%	比利时	20.7	6%	比利时	21.7	4%	阿联酋	33.0	5%	俄罗斯	35.5	6%
墨西哥	9.4	5%	俄罗斯	16.1	5%	澳大利亚	21.5	4%	比利时	28.0	4%	比利时	23.0	4%
比利时	9.2	4%	澳大利亚	16.1	5%	英国	21.4	4%	沙特	27.6	4%	沙特	22.4	4%
英国	7.6	4%	英国	14.8	4%	沙特	21.3	4%	巴西	23.7	4%	澳大利亚	22.3	4%
菲律宾	6.0	3%	菲律宾	14.4	4%	菲律宾	17.3	3%	英国	19.5	3%	英国	22.3	4%
泰国	4.8	2%	阿联酋	9.3	3%	泰国	16.9	3%	澳大利亚	17.8	3%	巴西	21.8	4%
巴西	4.4	2%	泰国	8.7	3%	阿联酋	15.8	3%	菲律宾	16.9	3%	菲律宾	19.6	3%
阿联酋	2.4	1%	巴西	3.5	1%	巴西	11.5	2%	土耳其	13.4	2%	哈萨克斯坦	14.7	3%
其他	127	62%	其他	183	55%	其他	244	47%	其他	304	47%	其他	309	54%
总计	206	100%	总计	334	100%	总计	523	100%	总计	644	100%	总计	569	100%

资料来源：海关总署、华创证券

2025 年出口表现超预期，乐观预计 2026 年仍有望实现百万辆出口增量。2025 年初俄罗斯进口报废税大幅提升，欧盟、土耳其、加拿大等地均针对中国进口电动车施加/增加了高额的关税，市场对 2025 年整体汽车出口预期不高，但最终表现超预期。其中俄罗斯出口如预期般大幅下滑，但 2025 年前九月欧美出口实现 15-20 万辆增量，而 2024 年较 2023 年增量仅 10 万辆，同时第三世界等发达国家出口能够延续高增也超预期。5M25 以来，

非俄地区出口增速维持在 40-50%，中国车企的海外布局也在同步扩张，我们对 2026 年中国汽车出口增长预期乐观，或有望继续实现百万辆级出口增量。

#### 1.4. 政策

**汽车消费刺激政策种类众多，购置税优惠及补贴政策刺激最直接。**从中央到地方、从新车到二手车市场，包括：购置税优惠/减征政策、以旧换新补贴、购车消费券、汽车金融支持政策、二手车市场促进政策、专项促销以及优化限购政策等。从效果上看，购置税优惠类政策和补贴类政策作为“真金白银”的刺激效果最明显。

- 1) 燃油购置税优惠政策：历史上三轮燃油购置税优惠政策均在经济增长较低迷的背景下出台（08 年经济危机、15 年增长压力、22 年疫情反复），用于刺激汽车消费。前两轮面向排量 1.6L 以下乘用车，最近一次面向排量 2.0L 以下、30 万元以内乘用车。
- 2) 新能源购置税免征政策：作为产业扶持政策，自出台以来一直延续（但对门槛及免征金额逐步设限）。根据 2023 年 6 月财政部的《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》，新能源购置税免征政策将在 2026 年首次退坡。

图表 14：燃油车购置税优惠政策

政策类型	发布时间	持续时间	政策内容	补贴对象	补贴金额
燃油购置税率确定	2000 年 10 月	2001/01/01-2009/01/19	对汽车、摩托车、电车、挂车、农用运输车设置 10% 购置税	汽车、摩托车、电车、挂车、农用运输车	车辆购置税的税率为 10%
燃油购置税减征	2009 年 1 月	2009/01/20-2009/12/31	减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税	排量 1.6 升及以下的乘用车（含国产轿车、客车、越野车及进口车型）	减征 5%（征收 5%）
燃油购置税减征	2009 年 12 月	2010/01/01-2010/12/31	减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税	排量 1.6 升及以下的乘用车（含国产轿车、客车、越野车及进口车型）	减征 2.5%（征收 7.5%）
停止燃油购置税减征	2010 年 12 月	2011/01/01-2015/09/30	正常收取 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税	排量 1.6 升及以下的乘用车（含国产轿车、客车、越野车及进口车型）	车辆购置税的税率为 10%
燃油购置税减征	2015 年 9 月	2015/10/01-2016/12/31	减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税	排量 1.6 升及以下的乘用车（含国产轿车、客车、越野车及进口车型）	减征 5%（征收 5%）
燃油购置税减征	2016 年 12 月	2017/01/01-2017/12/31	减征 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税	排量 1.6 升及以下的乘用车（含国产轿车、客车、越野车及进口车型）	减征 2.5%（征收 7.5%）
停止燃油购置税减征	2017 年 12 月	2018/01/01-至今	正常收取 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税	排量 1.6 升及以下的乘用车（含国产轿车、客车、越野车及进口车型）	车辆购置税的税率为 10%
燃油购置税减征	2022 年 5 月	2022/06/01-2022/12/31	不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车	单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车	符合条件的车辆减征 5% 的购置税（征收 5%）

资料来源：国务院、财政部、税务总局、华创证券

图表 15：新能源车购置税优惠政策

政策类型	发布时间	持续时间	政策内容	补贴对象	补贴金额
新能源购置税免征	2014 年 8 月	2014/09/01-2017/12/31	对符合条件的新能源汽车免征购置税	新能源汽车是指纯电动汽车、插电式混合动力（含增程式）汽车、燃料电池汽车	免征购置税
新能源购置税免征	2017/12 月	2018/01/01-2020/12/31	对符合条件的新能源汽车免征购置税	新能源汽车是指纯电动汽车、插电式混合动力（含增程式）汽车、燃料电池汽车	免征购置税
新能源购置税免征	2020 年 4 月	2021/01/01-2022/12/31	对符合条件的新能源汽车免征购置税	新能源汽车是指纯电动汽车、插电式混合动力（含增程式）汽车、燃料电池汽车	免征购置税
新能源购置税免征	2022 年 9 月	2023/01/01-2023/12/31	对符合条件的新能源汽车免征购置税	新能源汽车是指纯电动汽车、插电式混合动力（含增程式）汽车、燃料电池汽车	免征购置税
新能源购置税减征	2023 年 6 月	2024/01/01-2025/12/31	对符合条件的新能源汽车免征购置税	插电车型需纯电续航≥200km 且能耗达标，且需满足电池能量密度≥125Wh/kg 纯电动需能耗达标 所有车型必须在工信部减免目录内采	免征，但单车免税额不超过 3 万元
新能源购置税减征	2023 年 6 月	2026/01/01-2027/12/31	对符合条件的新能源汽车减征购置税	插电车型需纯电续航≥200km 且能耗达标，且需满足电池能量密度≥125Wh/kg 纯电动需能耗达标 所有车型必须在工信部减免目录内采	减征 5%，但单车免税额不超过 1.5 万元

资料来源：财政部、税务总局、工业和信息化部、华创证券

3）以旧换新政策：2024 年国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，汽车以旧换新补贴政策针对报废、置换类汽车消费进行补助，补贴金额及补贴范围逐步扩大。2025 年延续以旧换新政策相关内容。

图表 16：汽车以旧换新政策

政策名称	发布时间	持续时间	政策内容	补贴对象	补贴金额
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》《汽车以旧换新补贴实施细则》	2024 年 4 月	至 2024 年 12 月 31 日	推进汽车以旧换新，分“报废旧车”“置换旧车”两类实施分档财政补贴	1. 报废旧车：国三及以下燃油车 / 2018.4.30 前注册的新能源车 2. 置换旧车：转让旧车后购置新车	1. 报废旧车购新能源车：1 万元 2. 报废旧车购燃油车：7000 元 3. 置换旧车购新能源车：最高 1.8 万元 4. 置换旧车购燃油车：最高 1.5 万元（置换类补贴由地方自主制定标准）中央财政和地方财政总体按 6:4 比例共担，并分地区确定具体分担比例
《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	2024 年 7 月	至 2024 年 12 月 31 日	延续汽车以旧换新分档补贴，优化报废旧车范围并统一置换补贴上限	1. 报废旧车：国三及以下排放标准燃油车/2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源车 2. 置换旧车：转让旧车后购置新车	1. 报废旧车购新能源车：2 万元 2. 报废旧车购燃油车：1.5 万元 3. 置换旧车购新能源：最高 1.8 万元 4. 置换旧车购燃油车：最高 1.5 万元 中央和地方财政总体按 9:1 比例共担，并分地区确定具体分担比例，东部省份 8.5:1.5；中部省份 9:1；西部省份 9.5:0.5
《商务部等 8 部门办公厅关于做好 2025 年汽	2025 年 1 月	至 2025 年 12 月 31 日	个人消费者报废或转让旧车后购置新车，完成车辆注册	1. 旧车报废，包括 2012 年 6 月 30 日前注册登记的汽油乘用车、	1. 报废旧车并购买新能源车：2 万元 2. 报废旧车并购买 2.0 升及以下燃油车：1.5 万元



车以旧换新工作的通知》（商办消费函〔2025〕9 号）		登记的，给予定额补贴	2014 年 6 月 30 日前注册登记的柴油乘用车，以及 2018 年 12 月 31 日前注册登记的的新能源乘用车； 2. 旧车置换，已完成合法转让流程的任意合规乘用车； 3. 新车购置，合规的新能源乘用车，或是排量为 2.0 升及以上的合规燃油乘用车。	3. 置换旧车并购买新能源车：≤1.5 万元 4. 置换旧车并购买 2.0 升及以下燃油车：≤1.3 万元
-----------------------------	--	------------	---	--

资料来源：国家发展改革委、财政部、商务部、工业和信息化部、公安部、生态环境部、税务总局、市场监管总局、华创证券

**近两轮燃油购置税政策期内刺激作用显著，政策结束后也出现阶段性透支效应。**第一轮燃油车购置税优惠政策在 2009-2010 年间，当时汽车总销量基盘小，政策持续期间及期后销量增长明显。近两轮燃油购置税优惠政策刺激效果显著，2016 年零售同比+16%、2022 年 Q3 同比+14%、Q4 同比+3%。政策期后也出现了较明显的透支效应，2017 年 Q1 同比-18%、2023 年 Q1 同比-14%。特别地，需要注意两轮政策实施时行业背景区别：

1) 2015-2016 年：政策类似第一轮覆盖 1.6L 以下燃油车，主要利好中低价格车型，刺激效果更大。2017 年 Q1 透支效果显著，Q2-Q4 已基本消化透支效应。2018 年 3 月中美贸易争端，此后汽车消费持续低迷。

2) 2022 年：由于 22H1 新冠疫情导致全国部分重要城市封城，汽车供应链及线下消费受损严重。进而出台面向 2.0L 以下燃油车的购置税优惠政策，覆盖面较此前更广。22Q3 零售+14%，刺激效果显著。但随着 22Q4 全国疫情管控的放开，各地首次感染事件影响了 22Q4 线下零售。

燃油购置税优惠政策在年底结束，透支效应叠加季节性淡季通常让 Q1 销量数据表现较差。随着春节后车企营销动作、产品周期的渐次展开，同比下滑趋势逐渐收敛：2017 年 6 月零售转正，2023 年跨期对比 2021 年销量在 5 月零售转正。

**预计新能源购置税政策退坡影响幅度小于此前类似政策，但影响节奏或相似。**新能源购置税作为产业扶持政策，从 2014 年推出后主体内容一直延续至今。按照 2023 年的政策指引，2026 年新能源购置税将发生退坡，减按 5%征收。我们预计 2025 年新能源零售约 1262 万辆/+18%、渗透率约 54%。类比燃油购置税退坡情况，考虑新能源产品力的相对优势，以及总量占比，2026 年新能源购置税退坡的透支效应或小于燃油购置税退坡的透支效应。但节奏上或相似：26Q1 春节前透支效果较大、26Q2 向上恢复。

图表 17：2015-2025 年近两轮燃油购置税优惠及以旧换新政策下乘用车零售销量及增速（万辆、%）

年份	全年	Q1	Q2	Q3	Q4	1+2M	1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M	10M	11M	12M
第二轮燃油购置税优惠：1.6L以下，5%																		
2015	2,132	540	450	489	652	397	232	165	143	154	156	140	152	156	181	186	194	272
2016	2,465	565	507	596	797	390	263	127	175	163	178	166	177	197	222	210	248	339
YoY	16%	5%	13%	22%	22%	-2%	13%	-23%	22%	6%	14%	19%	16%	26%	22%	13%	28%	25%
2017	2,312	461	495	590	766	296	187	109	165	158	171	166	176	199	216	209	236	321
YoY	-6%	-18%	-2%	-1%	-4%	-24%	-29%	-14%	-6%	-3%	-4%	0%	0%	1%	-2%	-1%	-5%	-5%
2018	2,122	526	474	521	602	365	210	154	161	155	169	150	165	175	181	176	179	247
YoY	-8%	14%	-4%	-12%	-21%	23%	12%	41%	-2%	-2%	-1%	-10%	-6%	-12%	-16%	-16%	-24%	-23%
第三轮燃油购置税优惠：2.0L、30万元以下，5%																		
2021	2,003	518	475	466	544	351	227	125	167	156	161	158	154	150	162	160	168	216
2022	1,972	470	409	532	562	329	217	111	141	96	127	186	172	181	179	160	156	246
YoY	-2%	-9%	-14%	14%	3%	-6%	-4%	-11%	-16%	-38%	-21%	17%	11%	21%	11%	0%	-7%	14%
2023	2,101	404	514	557	625	246	124	123	158	154	170	190	172	186	199	189	190	245
YoY	7%	-14%	26%	5%	11%	-25%	-43%	10%	12%	61%	34%	2%	0%	3%	11%	19%	22%	0%
汽车以旧换新政策：报废、置换																		
2023	2,101	404	514	557	625	246	124	123	158	154	170	190	172	186	199	189	190	245
YoY	7%	-14%	26%	5%	11%	-25%	-43%	10%	12%	61%	34%	2%	0%	3%	11%	19%	22%	0%
2024	2,271	474	486	579	732	322	214	107	152	149	165	172	176	192	211	227	235	270
YoY	8%	17%	-6%	4%	17%	30%	73%	-13%	-4%	-4%	-2%	-10%	2%	3%	6%	20%	24%	10%
2025	2,329	489	557	602	681	306	178	128	183	165	182	210	187	194	220	206	206	268
YoY	3%	3%	15%	4%	-7%	-5%	-17%	20%	20%	11%	10%	22%	7%	1%	4%	-9%	-12%	-1%

资料来源：MarkLines、华创证券

注：1）单元格深灰色：政策力度最强执行期；2）单元格浅灰色：政策退坡/政策力度较弱执行期；3）红色文字：预测值。

图表 18：2020-2025 年新能源乘用车零售销量、增速及渗透率（万辆，%）

年份	全年	Q1	Q2	Q3	Q4	1+2M	1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M	10M	11M	12M
2020	108	10	19	28	51	5	4	1	5	5	6	7	9	9	11	12	17	22
2021	278	41	54	73	109	23	14	9	18	16	17	21	20	22	31	28	35	46
YoY	157%	320%	187%	160%	113%	347%	233%	852%	290%	215%	171%	180%	139%	143%	191%	131%	102%	112%
渗透率	14%	8%	11%	16%	20%	7%	6%	7%	11%	10%	11%	13%	13%	14%	19%	17%	21%	21%
2022	518	100	105	145	168	56	31	25	44	26	32	46	44	48	54	44	53	70
YoY	87%	142%	94%	98%	55%	140%	122%	168%	144%	64%	88%	123%	115%	120%	71%	59%	53%	53%
渗透率	26%	21%	26%	27%	30%	17%	14%	22%	31%	27%	25%	25%	25%	26%	30%	28%	34%	29%
2023	719	122	165	197	236	68	29	39	54	45	56	64	60	67	69	71	76	89
YoY	39%	22%	58%	35%	40%	23%	-7%	60%	21%	73%	72%	39%	38%	41%	28%	59%	43%	26%
渗透率	34%	30%	32%	35%	38%	28%	23%	32%	34%	29%	33%	34%	35%	36%	35%	37%	40%	36%
2024	1,074	174	230	300	370	103	66	37	70	68	79	83	88	101	111	118	123	129
YoY	49%	42%	39%	53%	57%	51%	127%	-5%	31%	49%	43%	28%	47%	50%	60%	66%	62%	46%
渗透率	47%	37%	47%	52%	51%	32%	31%	35%	46%	45%	48%	48%	50%	53%	52%	52%	52%	48%
2025	1,262	233	295	340	394	136	70	66	97	87	97	111	102	110	129	119	125	150
YoY	18%	34%	29%	13%	6%	32%	7%	76%	37%	29%	22%	34%	15%	8%	16%	1%	1%	16%
渗透率	54%	48%	53%	56%	58%	44%	40%	51%	53%	53%	53%	53%	54%	56%	58%	57%	61%	56%

资料来源：MarkLines、华创证券

以旧换新政策刺激与补贴金额高度相关，重点关注年底政策变化内容。2024 年 4-7 月期间，以旧换新政策单车补贴在 0.7-1.0 万元，并且政策首次推出也出现了标准及流程推进问题，初期终端零售并未有明显反馈。但随着 8 月对单车补贴金额的加码，以及标准与流程的梳理完整，2024 年 Q4 零售+17%，效果显著。从覆盖面看，根据商务部数据，2024 年全年以旧换新申请量超 680 万份、2025 年 1-10 月以旧换新申请量超 1000 万份，占同期零售量约 30%、54%，实际补贴金额达到了超千亿。而今年由于申请量大，补贴资金使用较快，多地 10 月前后宣布暂停以旧换新补贴发放。2026 年以旧换新政策内容有望在年底出台，相关补贴内容或有变化。

2020-2025 年汽车板块成长特性突出，政策变动对基本面扰动影响或停留在短尺度。我们以沪深 300 指数作为指数参照，以申万汽车指数的超额收益累计表现作图表 19:

- 1) 2015-2017 年: 由于燃油购置税优惠政策的刺激，汽车板块超额收益持续上行。2017Q2 开始跑输沪深 300 指数并进入下行周期。
- 2) 2018-2019 年: 叠加中美贸易争端影响，汽车板块持续跑输沪深 300 指数。
- 3) 2020-2025 年: 新能源车渗透率快速提升，自主/新势力市占成长共振自主汽零份额崛起，促成中国汽车产业链成长大周期，叠加政策刺激，板块持续跑赢沪深 300 指数。

在此轮成长期间，汽车行业的周期属性仍然存在:

- 1) 仅 2020、2025 年 Q1 板块跑赢沪深 300: 前者背景是经历两年下行周期的反弹，后者背景是以旧换新政策接续后市场抢跑（2024 年 Q1 低基数）。
- 2) 仅 2022 年下半年跑输沪深 300: 抛开疫情影响，汽车旺季板块行情表现持续亮眼。

当下市场对明年以旧换新政策退坡、新能源购置税政策退坡有预期，25Q4 板块表现或跑输沪深 300。但从成长角度，新能源渗透率的提升以及智能化的发展并未停滞，依旧具备广阔空间。而从周期角度，市场或放大 Q1 数据的悲观预期。我们依旧看好板块回调后的投资机会，投资节奏上需要更多关注对基本面改善、政策预期改善以及产业趋势的捕获。

图表 19: 申万汽车 vs 沪深 300 累计表现



资料来源: Wind、华创证券

注: 累计表现=2015 年初至今  $\Sigma$  (行业指数日涨跌幅-沪深 300 涨跌幅)

### 1.5. 新能源

**预测结论 1: 2026 年新能源乘用车销量 1640 万辆/+8%，渗透率 54%/+2PP。**

- 1) 自主品牌: 比亚迪 514 万辆/+12%、吉利 210 万辆/+25%、长安 95 万辆/+2%、奇瑞 85 万辆/+61%、长城 48 万辆/+13%;
- 2) 新势力: 理想 45 万辆/+12%、赛力斯汽车 45 万辆/+6%、零跑 70 万辆/+13%、蔚来

35 万辆/+6%、小鹏 50 万辆/+9%;

注意: 电动化竞争开始出现饱和/同质化特征, 后续格局大幅变化可能性降低、因素减少, 行业竞争将逐步回归车企体系+智能化。

**预测结论 2: 中高端放量、纯电增量回弹。**

- 1) 中高端放量: 自主品牌、新势力、华为及小米明年推出的新车在 20-50 万元价格带较多, 有望带动中高端新能源车放量, 这也是自主份额相对较弱的价格带。
- 2) 纯电反弹: 由于 23 年上游原材料价格大幅下降, 尤其碳酸锂, 电池成本降低后纯电产品性价比提升。另一方面, 新势力及各自主车企高压快充网络及产品落地, 消费者对纯电产品续航焦虑问题有所缓解。2026 年有望看到纯电产品增量回弹。

图表 20: 2025 年新能源分车企销量预测 (万辆, %)

车企	2023A	2024A	2025E	2026E	25YoY	26YoY	25市占变化	26市占变化
比亚迪	301	425	460	514	8%	12%	-4.6%	1.0%
吉利汽车	55	97	168	210	73%	25%	3.1%	1.7%
上汽自主	82	87	123	115	42%	-7%	1.0%	-1.1%
长安汽车	44	67	93	95	39%	2%	0.6%	-0.4%
奇瑞集团	12	52	83	85	61%	2%	1.3%	-0.3%
特斯拉	95	92	82	80	-10%	-3%	-2.1%	-0.6%
零跑汽车	14	29	62	70	112%	13%	1.7%	0.2%
小米汽车		14	42	65	207%	54%	1.7%	1.2%
小鹏汽车	14	19	46	50	141%	9%	1.5%	0.0%
长城汽车	26	32	43	48	33%	13%	0.2%	0.1%
赛力斯	10	43	43	45	0%	6%	-0.7%	-0.1%
理想汽车	38	50	40	45	-20%	12%	-1.5%	0.1%
东风自主	15	27	41	40	52%	-3%	0.5%	-0.3%
蔚来汽车	16	22	33	35	49%	6%	0.4%	0.0%
广汽自主	53	43	30	28	-29%	-8%	-1.5%	-0.3%
其他	111	117	126	115	7%	-8%	-1.3%	-1.3%
合计	886	1,215	1,514	1,640	25%	8%		

资料来源: Marklines、华创证券预测

## 1.6. 原材料与汇率

简单复盘 2021 年上一轮原材料涨价, 乘用车、零部件企业季度毛利率最大降幅分别约 5-6PP、1-2PP, 对应区间不含碳酸锂最大涨幅 30-50%。2021 年受全球形势影响, 大宗原材料显著涨价, 3Q21 多数主流原材料均价同比涨幅在 30-50%之间, 碳酸锂同比接近翻两倍; 4Q21 碳酸锂、冷轧板、铝、橡胶、铜、聚氯乙烯均价同比分别+376%、+23%、+27%、+1%、+30%、+29%, 多数原材料均有环比 4 个季度甚至更长时间区间的连续上涨。4Q21 乘用车和零部件企业季度盈利水平均触及 1Q20 以来低位, 乘用车企业毛利率-销售费率 6.7%、同比-1.8PP, 零部件企业毛利率 14.9%、同比-3.5PP, 较 3Q20 降幅达 5.3PP。



**图表 21: 1Q20-4Q22 汽车主要原材料季度涨价及 A 股乘用车、零部件公司盈利情况 (元/吨, %)**

原材料季度均价 (元/吨)	20-03	20-06	20-09	20-12	21-03	21-06	21-09	21-12	22-03	22-06	22-09	22-12
碳酸锂 (元/吨)	48,791	44,034	40,015	44,117	74,759	88,900	110,141	210,057	422,034	471,153	482,246	552,183
冷轧普通薄板 (元/吨)	4,512	4,271	4,631	4,969	5,516	6,225	6,414	6,091	5,707	5,684	4,841	4,689
铝 (元/吨)	13,259	12,988	14,629	15,761	16,251	18,572	20,530	20,020	22,175	20,613	18,392	18,760
天然橡胶期货 (元/吨)	11,240	9,948	11,102	13,918	14,726	13,285	13,051	14,096	13,992	12,847	11,975	12,258
铜 (元/吨)	44,820	43,962	51,389	54,548	62,766	70,481	69,643	71,020	71,703	71,884	61,041	65,483
钼:99.95% (元/克)	602	526	539	564	569	651	587	460	544	520	526	505
铈:99.95% (元/克)	2,679	2,214	2,864	3,775	5,704	6,215	4,231	3,366	4,284	4,001	3,605	3,483
聚氯乙烯PVC(乙烯法) (元/吨)	6,465	5,939	6,660	7,908	8,213	9,190	9,711	10,212	8,956	8,747	6,635	6,178
同比	20-03	20-06	20-09	20-12	21-03	21-06	21-09	21-12	22-03	22-06	22-09	22-12
碳酸锂	-38%	-42%	-39%	-21%	53%	102%	175%	376%	465%	430%	338%	163%
冷轧普通薄板	-1%	-7%	2%	10%	22%	46%	39%	23%	3%	-9%	-25%	-23%
铝	-2%	-8%	4%	12%	23%	43%	40%	27%	36%	11%	-10%	-6%
天然橡胶期货	-4%	-14%	4%	18%	31%	34%	18%	1%	-5%	-3%	-8%	-13%
铜	-8%	-8%	10%	15%	40%	60%	36%	30%	14%	2%	-12%	-8%
钼:99.95%	69%	52%	39%	22%	-5%	24%	9%	-18%	-4%	-20%	-10%	10%
铈:99.95%	281%	185%	166%	149%	113%	181%	48%	-11%	-25%	-36%	-15%	3%
聚氯乙烯PVC(乙烯法)	-2%	-14%	-3%	14%	27%	55%	46%	29%	9%	-5%	-32%	-40%
原材料价格季度环比	20-03	20-06	20-09	20-12	21-03	21-06	21-09	21-12	22-03	22-06	22-09	22-12
碳酸锂	-12%	-10%	-9%	10%	69%	19%	24%	91%	101%	12%	2%	15%
冷轧普通薄板	0%	-5%	8%	7%	11%	13%	3%	-5%	-6%	0%	-15%	-3%
铝	-6%	-2%	13%	8%	3%	14%	11%	-2%	11%	-7%	-11%	2%
天然橡胶期货	-5%	-11%	12%	25%	6%	-10%	-2%	8%	-1%	-8%	-7%	2%
铜	-6%	-2%	17%	6%	15%	12%	-1%	2%	1%	0%	-15%	7%
钼:99.95%	30%	-13%	2%	5%	1%	14%	-10%	-22%	18%	-4%	1%	-4%
铈:99.95%	77%	-17%	29%	32%	51%	9%	-32%	-20%	27%	-7%	-10%	-3%
聚氯乙烯PVC(乙烯法)	-7%	-8%	12%	19%	4%	12%	6%	5%	-12%	-2%	-24%	-7%
A股零部件	20-03	20-06	20-09	20-12	21-03	21-06	21-09	21-12	22-03	22-06	22-09	22-12
零部件毛利率, 整体法	18.9%	19.3%	20.3%	18.4%	18.9%	18.2%	16.8%	14.9%	16.4%	16.2%	16.9%	17.1%
零部件毛利率, 中值法	22.3%	23.9%	23.7%	20.8%	22.2%	21.6%	19.7%	18.0%	20.0%	19.8%	19.1%	19.7%
剔除华均	20.2%	21.0%	21.7%	19.3%	19.9%	19.3%	17.2%	15.9%	17.2%	17.1%	17.7%	17.8%
零部件净利率, 整体法	4.0%	6.2%	7.2%	5.0%	7.0%	6.5%	5.0%	1.2%	5.1%	5.7%	6.2%	2.7%
零部件净利率, 中值法	5.9%	8.2%	8.6%	7.5%	8.5%	7.5%	6.8%	5.1%	6.3%	6.1%	7.3%	5.2%
剔除华均	5.0%	7.3%	7.8%	4.6%	7.8%	7.1%	5.1%	2.7%	5.6%	6.5%	6.5%	2.1%
A股乘用车 (不含销售费用)	20-03	20-06	20-09	20-12	21-03	21-06	21-09	21-12	22-03	22-06	22-09	22-12
乘用车毛利率, 包括上汽	5.4%	7.3%	7.1%	8.5%	7.1%	7.7%	7.5%	6.7%	7.6%	7.9%	9.3%	9.7%
乘用车毛利率, 不包括上汽	6.0%	11.1%	12.0%	10.8%	8.6%	9.1%	8.9%	9.8%	9.6%	10.0%	12.3%	13.1%
乘用车净利率, 包括上汽	0.1%	4.8%	4.8%	2.4%	4.2%	4.8%	4.0%	1.8%	4.5%	3.7%	3.8%	1.9%
乘用车净利率, 不包括上汽	-2.0%	3.7%	4.4%	0.9%	2.8%	3.8%	2.3%	0.9%	4.8%	5.0%	4.1%	1.3%

资料来源: Wind、华创证券

部分主流大宗原材料价格连续两个季度上涨。经历 2021 年前后大宗原材料涨价对盈利的影响后, 汽车企业在产品采购或销售时多数加入了原材料价格联动机制或缩短了联动周期, 因而当前原材料均价的环比变化有助于市场推测原材料对企业盈利的影响方向。3Q 主流原材料价格均环比上涨; 截至 2025 年 11 月 14 日, 4Q25 原材料均价环比变动从高至低分别为: 钼+22%、铈+17%、铜+8%、碳酸锂+6%、铝+2%、冷轧板-0.2%、橡胶-2%、聚氯乙烯-4%。其中碳酸锂涨价对整车企业影响较大, 铜、铝涨价则会影响部分线束线缆、压铸等零部件企业。









相比 2021 年, 当前原材料涨价压力对汽车产业链影响有限:

整车方面, 市场较为担心碳酸锂涨价的影响, 但在 2021 年价格最高翻 4-5 倍的情况下, 乘用车毛利率下降幅度也仅在 1-2PP 之间, 我们认为当前价格变动下整体风险可控。

零部件方面, 4Q25 冷轧板、橡胶、聚氯乙烯均价同环比均有下降, 压力不大; 而铜、铝均价的环比涨幅也远不如 2021 年前后原材料大涨的时期。同时, 上一轮原材料涨价启动前的 1Q20, 铝、铜均价在 1.3 万、4.5 万元/吨, 本次连续两个季度上涨前的 2Q25 均价在 2.0 万、7.7 万元/吨, 再现当年的涨价幅度可能性不大。另外, 零部件企业与下游关于原材料的调价周期较 2021 年也有缩短, 风险敞口变小。综合看, 零部件面临的压力也有限。



图表 22: 1Q24-4Q25 汽车主要原材料季度涨价情况 (元/吨)

原材料季度均价 (元/吨)	23-03	23-06	23-09	23-12	24-03	24-06	24-09	24-12	25-03	25-06	25-09	25-12	最新价格	价格走势
碳酸锂 (元/吨, 左轴)	402,843	254,593	240,627	140,506	101,567	105,868	79,977	76,236	75,805	65,237	73,031	77,742	85,190	
冷轧普通薄板 (元/吨, 左轴)	4,870	4,709	4,708	4,742	4,707	4,493	4,158	4,327	4,274	4,054	4,079	4,069	4,054	
铝 (元/吨, 左轴)	18,450	18,521	18,828	18,960	19,050	20,534	19,557	20,563	20,441	20,197	20,705	21,220	21,450	
天然橡胶期货 (元/吨, 左轴)	12,491	11,750	12,270	13,331	13,827	14,577	14,973	17,364	17,244	14,400	14,672	14,410	14,600	
铜 (元/吨, 左轴)	68,542	67,442	69,033	68,074	69,363	79,677	75,120	75,485	77,329	77,963	79,646	86,382	85,955	
钼:99.95% (元/克, 左轴)	396	376	331	288	259	260	253	269	257	264	308	374	368	
锆:99.95% (元/克, 左轴)	2,634	1,830	1,033	1,197	1,206	1,275	1,247	1,175	1,299	1,428	1,772	2,073	2,055	
聚氯乙烯PVC(乙烯法) (元/吨)	6,361	5,875	6,144	5,885	5,706	5,827	5,578	5,284	5,051	4,857	4,864	4,648	4,556	
同比	23-03	23-06	23-09	23-12	24-03	24-06	24-09	24-12	25-03	25-06	25-09	25-12		
碳酸锂	-5%	-46%	-50%	-75%	-75%	-58%	-67%	-46%	-25%	-38%	-9%	2%		
冷轧普通薄板	-15%	-17%	-3%	1%	-3%	-5%	-12%	-9%	-9%	-10%	-2%	-6%		
铝	-17%	-10%	2%	1%	3%	11%	4%	8%	7%	-2%	6%	3%		
天然橡胶期货	-11%	-9%	2%	9%	11%	24%	22%	30%	25%	-1%	-2%	-17%		
铜	-4%	-6%	13%	4%	1%	18%	9%	11%	11%	-2%	6%	14%		
钼:99.95%	-27%	-28%	-37%	-43%	-35%	-31%	-24%	-7%	-1%	2%	22%	39%		
锆:99.95%	-39%	-54%	-71%	-66%	-54%	-30%	21%	-2%	8%	12%	42%	76%		
聚氯乙烯PVC(乙烯法)	-29%	-33%	-7%	-5%	-10%	-1%	-9%	-10%	-11%	-17%	-13%	-12%		
原材料价格季度环比	23-03	23-06	23-09	23-12	24-03	24-06	24-09	24-12	25-03	25-06	25-09	25-12		
碳酸锂	-27%	-37%	-5%	-42%	-28%	4%	-24%	-5%	-1%	-14%	12%	6%		
冷轧普通薄板	4%	-3%	0%	1%	-1%	-5%	-7%	4%	-1%	-5%	1%	0%		
铝	-2%	0%	2%	1%	0%	8%	-5%	5%	-1%	-1%	3%	2%		
天然橡胶期货	2%	-6%	4%	9%	4%	5%	3%	16%	-1%	-16%	2%	-2%		
铜	5%	-2%	2%	-1%	2%	15%	-6%	0%	2%	1%	2%	8%		
钼:99.95%	-21%	-5%	-12%	-13%	-10%	0%	-3%	6%	-5%	3%	17%	22%		
锆:99.95%	-24%	-31%	-44%	16%	1%	6%	-2%	-6%	11%	10%	24%	17%		
聚氯乙烯PVC(乙烯法)	3%	-8%	5%	-4%	-3%	2%	-4%	-5%	-4%	-4%	0%	-4%		

资料来源: Wind、华创证券; 截至 2025 年 11 月 14 日

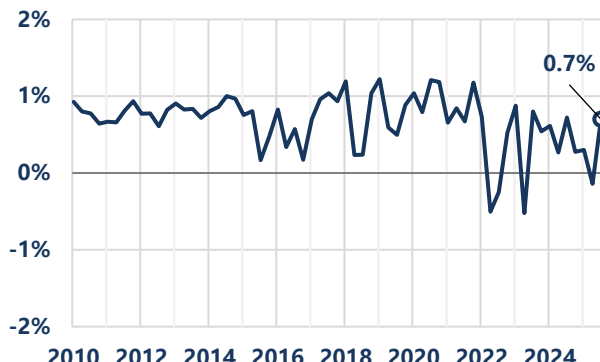
随中国汽车企业海外业务扩张, 汇率波动对盈利的影响加大。中国零部件先于乘用车企业开始海外拓张, 历史上受美元、欧元汇率影响便不小, 因此历史上能看到包含汇兑损益的财务费率在零部件企业中的波动要明显大于乘用车企业。2022 年后至今, 越来越多零部件公司先后于墨西哥、泰国新设工厂, 近 1 年墨西哥比索的汇率波动已开始影响部分公司的盈利水平, 预计未来 1-2 年泰铢汇率对零部件的影响也会逐渐显现。乘用车企的出口提速始于疫情后的全球供应链错配, 尤其以出口俄罗斯市场的爆发为标志, 近 1-2 年欧洲市场出口也在快速增长。2025 年前两个季度, 欧元、卢布均持续升值, 导致乘用车企获得数额不小的汇兑收益, 未来应持续关注乘用车海外重点市场汇率对盈利影响。

图表 23: 1Q20-3Q25 A 股乘用车企业财务费率 (%)



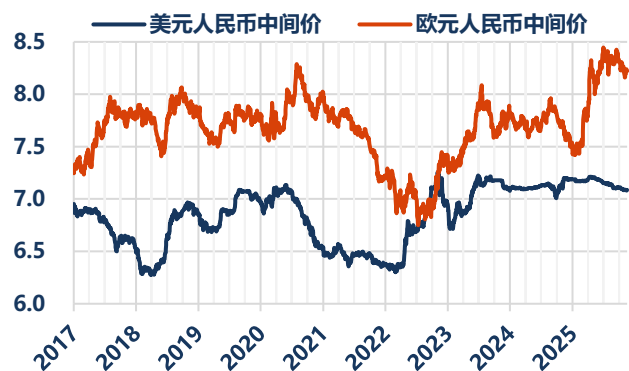
资料来源: iFinD、华创证券

图表 24: 1Q20-3Q25 A 股零部件企业财务费率 (%)



资料来源: iFinD、华创证券

图表 25: 2017 年至今美元、欧元兑人民币中间价



资料来源: Wind、华创证券

图表 26: 2017 年至今人民币兑卢布、比索中间价



资料来源: Wind、华创证券

## 2. 竞争：格局逐步成型

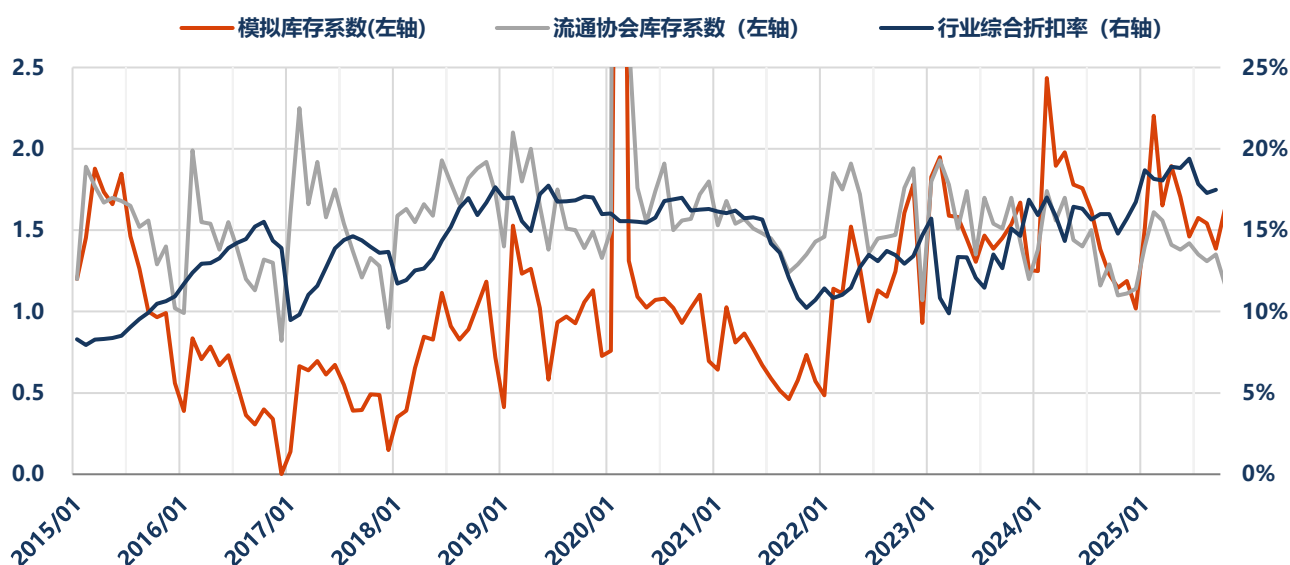
当前整车格局逐步定型，2026 年考虑到补贴退坡所带来的行业增速下移，车企端依然有竞争压力，只不过电车成本已几乎到底，以及当前有反内卷政策指引，我们预计 2026 年价格战烈度可控。

### 2.1. 价格压力

过去的价格战主要因子是景气波动所致库存波动，2023-2024 年叠加自主 vs 合资竞争、电动 vs 燃油竞争的新增因素，后两者所带来的价格降幅相对较大，动辄上万，三者叠加则带来了力度超前的“价格战”，这是 1.0 阶段。2025 年开始行业进入价格战 2.0，其核心区别在于，自主与自主的价格竞争会成为相对的主角，因为合资/油车的降价空间/盈利/市场份额已相对地大幅收缩，但是自主之间的竞争不会再像 1.0 阶段那么漫长和剧烈。

**库存：2026 年被动加库，景气型折扣压力加大。**景气波动所带来的价格一般由经销商发起再传导至整车厂。对经销商的商业模式来说，核心的经营要点是“周转”，因此在主/被动加/减库的过程中，库存变化就会带动经销商零售价格的变化（参考下图）。2026 年预计行业从主动加库变成被动加库，景气型价格压力将提升。

图表 27：模拟库存系数 vs 流通协会库存系数 vs GAIN 行业综合折扣率

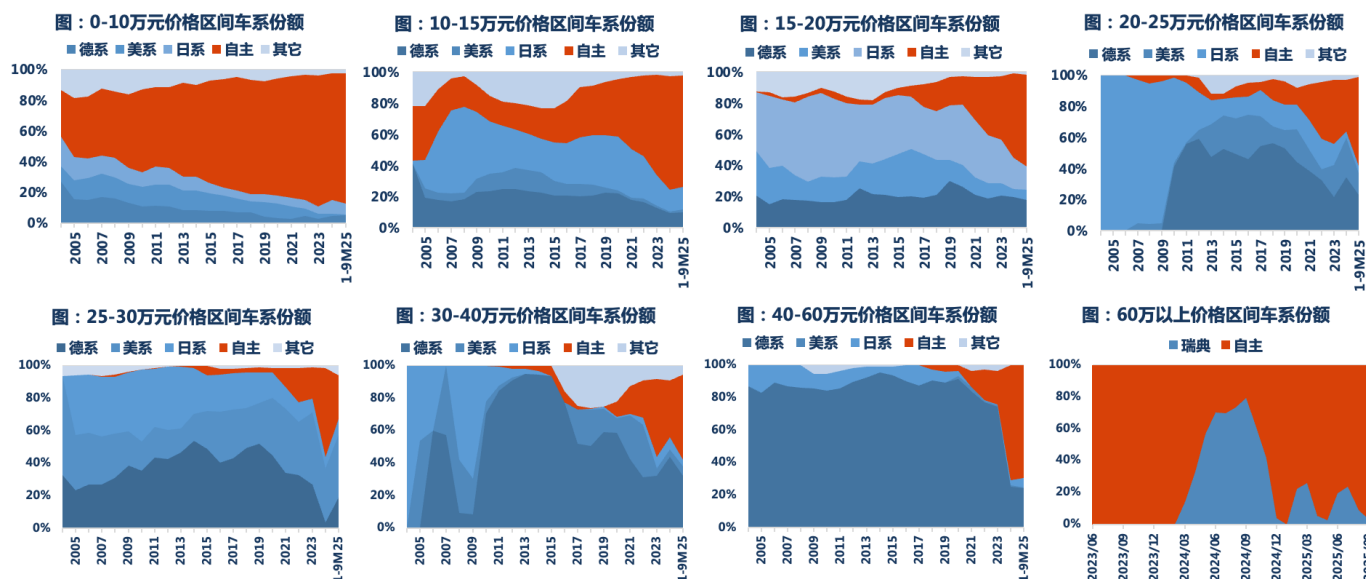


资料来源：中国汽车流通协会、Wind、华创证券

注：由于近年来车企开始官降（下调指导价），新能源车推出权益计划，因此经销商终端折扣不再能完全反应消费者的到手价格变化。

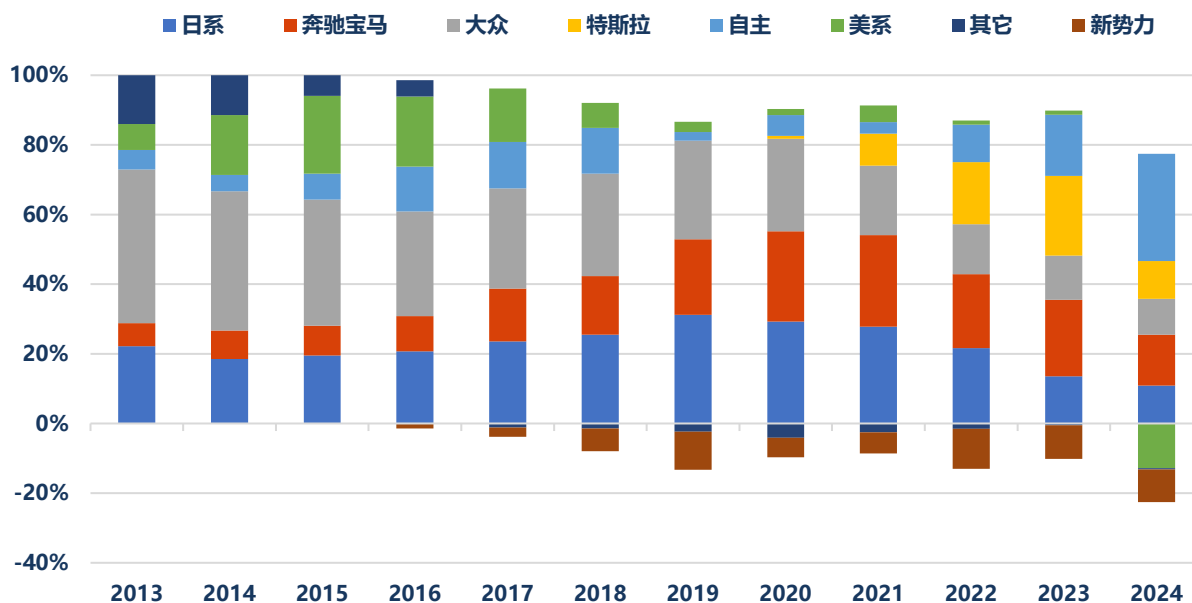
**竞争：油电/合资自主的竞争减弱，自主之间的竞争成为主旋律，但当前受反内卷约束。**现阶段行业的竞争可以分为两类，1) 合资油车与自主电车，2) 自主电车与自主电车。竞争会在库存/景气型折扣压力之外再带来价格竞争，但从当前合资/油车份额、定价、盈利状态看，下降空间并不大了。在反内卷的要求下，车企降价的行为也将变得更谨慎。

图表 28: 各价格带自主份额（按批发）



资料来源：中汽协、易车网、华创证券；注：截至 2025 年 9 月

图表 29: 国内主要车企各车系利润结构池（占比）



资料来源：各车企财报、华创证券预测

## 2.2. 2026 年车型拥挤度

我们借助已有数据和信息可以构建拥挤度指标:

- 1) 主力车型款数: 每个价格带月销过万的车型款数, 20 万元以上放宽至 0.5 万辆/月;
- 2) 潜力车型款数: 主流车企的主流细分领域车型款数, 虽然每年卖“爆”的车型屈指可

数，但主流玩家的重点产品依然会被投入较多资源、能在市场上形成一定格局扰动。

3) 潜力车型款数/主力车型款数，比值即为拥挤度。

综合我们的梳理，可以得到以下判断：

- 1) 车型结构角度：轿车竞争烈度缓解，SUV 维持较高拥挤度，相对影响较大车企包括吉利、长城、华为系、小米。
- 2) 拥挤度偏高的细分市场：2025 年 15-20 万元 SUV+MPV、30-40 万元 SUV、40-60 万元 SUV+MPV。

下图是主要车企的各价格带新车大致款数供参考（新车规划也可能递延、提前、取消），但还是要注意，新车多不代表就会成功，量≠质，也不等于新品周期。

图表 30：主流车企分价格带潜力车型款数

万辆	当前主力 车型款数	潜力车型 款数	潜力/主力 比例	拥挤度	自主份额		比亚迪	吉利	长城	长安	潜力车型款数		小鹏	理想	小米	零跑
					2024	1-9M25					华为系	蔚来				
SUV																
0-10	12	2	17%	低	95%	96%		1								1
10-15	20	1	5%	低	76%	70%			1							
15-20	2	3	150%	高	59%	83%		1					1			1
20-25	5	4	80%	低	54%	76%	1		1			1				
25-30	7	2	29%	低	45%	24%			1		1					
30-40	4	9	225%	高	37%	74%		1	3		3	1			1	
40-60	2	6	300%	高	71%	68%					1	1		1	1	
60以上	0	0	0%	低	51%	71%										
SUV合计							1	3	6	0	5	3	1	1	2	2
轿车																
0-10	12	0	0%	低	71%	76%										
10-15	7	3	43%	低	67%	75%		2								1
15-20	4	0	0%	低	48%	31%										
20-25	7	1	14%	低	18%	42%	1									
25-30	0	1	100%	低	97%	74%	1									
30-40	3	1	33%	低	18%	18%					1					
40-60	0	0	0%	低	100%	100%										
60以上	0	1	100%	低	100%	100%					1					
轿车合计							2	2	0	0	2	0	0	0	0	1
MPV																
				低												
0-10	0	0	0%	低	100%	100%										
10-15	0	0	0%	低	97%	100%										
15-20	0	2	200%	高	73%	80%		1								1
20-25	1	0	0%	低	27%	68%										
25-30	1	0	0%	低	100%	4%										
30-40	4	2	50%	低	59%	62%					2					
40-60	0	2	200%	高	64%	74%		1			1					
60以上	0	1	100%	低	0%	0%					1					
MPV合计							0	2	0	0	4	0	0	0	0	1
潜力总计	91	41	45%				3	7	6	0	11	3	1	1	2	4
低拥挤度潜力总计							3	3	3	0	6	1	0	0	0	2

资料来源：中汽协、Marklines、汽车之家、爱卡汽车网、易车网、懂车帝、太平洋汽车、腾讯网、华创证券测算

注：车型统计为 2025 年 11 月以来至 2026 年已上市或有望上市车型



### 2.3. 分车企销量展望

结合油车 vs 电车竞争力趋势变化, 合资 vs 自主竞争力趋势变化, 以及潜在的出口增量, 我们对 2026 年车企批发销量进行了预估:

- 1) 增量预计较大的车企主要为: 比亚迪、吉利、小米、零跑、赛力斯。
- 2) 减量预计较大的车企主要为: 大众中国、丰田中国、本田中国、特斯拉。
- 3) 其中出口增量预计较大的车企主要为: 比亚迪、吉利、长城、长安、奇瑞。

图表 31: 销量前 50 车企批发销量预测 (万辆)

排名	车企	批发销量 (万辆)						同比增速				市场份额					
		2023	2024	2025E	2026E	25增量	26增量	2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E	25变化	26变化
1	比亚迪	300	424	460	500	36	40	61%	41%	8%	9%	11.7%	15.6%	15.7%	16.3%	0.2%	0.6%
2	吉利汽车	169	197	304	377	107	73	18%	17%	55%	24%	6.6%	7.2%	10.4%	12.3%	3.2%	1.9%
3	奇瑞汽车	178	252	263	245	12	18	55%	41%	5%	-7%	6.9%	9.2%	9.0%	8.0%	-0.2%	-1.0%
4	长安汽车	160	168	191	210	23	19	16%	5%	14%	10%	6.2%	6.2%	6.5%	6.9%	0.4%	0.3%
5	一汽大众	185	160	153	137	-7	-16	3%	-13%	-4%	-10%	7.2%	5.9%	5.2%	4.5%	-0.7%	-0.7%
6	长城汽车	103	105	116	125	11	9	17%	3%	10%	8%	4.0%	3.9%	4.0%	4.1%	0.1%	0.1%
7	上汽通用五菱	81	92	112	105	20	-7	-30%	14%	21%	-6%	3.1%	3.4%	3.8%	3.4%	0.4%	-0.4%
8	上汽大众	121	115	103	95	-12	-8	-8%	-5%	-11%	-7%	4.7%	4.2%	3.5%	3.1%	-0.7%	-0.4%
9	上汽乘用车	102	77	88	93	11	5	21%	-25%	14%	5%	4.0%	2.8%	3.0%	3.0%	0.2%	0.0%
10	零跑汽车	14	29	61	85	31	24	29%	103%	108%	40%	0.6%	1.1%	2.1%	2.8%	1.0%	0.7%
11	一汽丰田	80	78	78	73	-0	-5	-4%	-3%	0%	-6%	3.1%	2.9%	2.7%	2.4%	-0.2%	-0.3%
12	特斯拉	95	92	81	70	-11	-11	33%	-3%	-12%	-13%	3.7%	3.4%	2.8%	2.3%	-0.6%	-0.5%
13	广汽丰田	93	74	75	70	1	-5	-7%	-21%	1%	-6%	3.6%	2.7%	2.5%	2.3%	-0.2%	-0.3%
14	赛力斯汽车	11	39	43	66	4	23	33%	265%	10%	53%	0.4%	1.4%	1.5%	2.2%	0.0%	0.7%
15	一汽轿车	46	56	65	65	9	-0	22%	21%	16%	-1%	1.8%	2.1%	2.2%	2.1%	0.2%	-0.1%
16	小鹏汽车	14	19	44	60	25	16	18%	32%	133%	37%	0.6%	0.7%	1.5%	2.0%	0.8%	0.5%
17	小米汽车		14	39	60	25	21			176%	55%		0.5%	1.3%	2.0%	0.8%	0.6%
18	广汽乘用车	91	79	61	55	-18	-6	44%	-13%	-23%	-10%	3.5%	2.9%	2.1%	1.8%	-0.8%	-0.3%
19	东风日产	72	63	58	52	-5	-6	-21%	-13%	-7%	-11%	2.8%	2.3%	2.0%	1.7%	-0.3%	-0.3%
20	上汽通用	100	44	54	50	10	-4	-14%	-57%	24%	-7%	3.9%	1.6%	1.8%	1.6%	0.2%	-0.2%
21	理想汽车	38	50	39	48	-11	9	182%	33%	-21%	22%	1.5%	1.8%	1.3%	1.6%	-0.5%	0.2%
22	华晨宝马	74	63	52	45	-10	-7	7%	-16%	-17%	-14%	2.9%	2.3%	1.8%	1.5%	-0.5%	-0.3%
23	北京奔驰	59	56	45	40	-11	-5	0%	-5%	-20%	-12%	2.3%	2.1%	1.5%	1.3%	-0.5%	-0.2%
24	蔚来汽车	16	22	32	40	10	8	21%	35%	45%	25%	0.6%	0.8%	1.1%	1.3%	0.3%	0.2%
25	东风乘用车	12	21	28	30	7	2	-39%	82%	32%	6%	0.5%	0.8%	1.0%	1.0%	0.2%	0.0%
26	北京汽车	18	21	30	30	9	-0	90%	16%	44%	-1%	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	0.3%	-0.1%
27	东风本田	60	43	31	25	-12	-6	-9%	-29%	-27%	-20%	2.3%	1.6%	1.1%	0.8%	-0.5%	-0.3%
28	广汽本田	65	47	33	25	-14	-8	-13%	-27%	-29%	-25%	2.5%	1.7%	1.1%	0.8%	-0.6%	-0.3%
29	东风悦达起亚	17	25	25	25	1	-0	27%	49%	3%	-2%	0.6%	0.9%	0.9%	0.8%	0.0%	-0.1%
30	江淮汽车	19	17	15	21	-2	6	-1%	-13%	-10%	40%	0.7%	0.6%	0.5%	0.7%	-0.1%	0.2%
31	长安福特	23	25	20	20	-5	0	-7%	6%	-20%	1%	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	-0.2%	0.0%
32	岚图汽车	5	8	14	20	6	6		54%	76%	42%	0.2%	0.3%	0.5%	0.7%	0.2%	0.2%
33	北京现代	24	18	20	18	2	-2	-3%	-25%	12%	-11%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%	0.0%	-0.1%
34	沃尔沃	19	16	18	16	1	-2	6%	-15%	7%	-9%	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%	0.0%	-0.1%
35	北汽新能源	1	6	9	15	2	6	36%		38%	71%	0.0%	0.2%	0.3%	0.5%	0.1%	0.2%
36	江铃汽车	11	12	13	13	1	0	35%	8%	6%	2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%
37	东风汽车	21	18	14	10	-5	-4	-40%	-14%	-26%	-27%	0.8%	0.7%	0.5%	0.3%	-0.2%	-0.1%
38	长安马自达	9	8	8	6	1	-2	-15%	-15%	8%	-26%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.0%	-0.1%
39	神龙汽车	8	7	5	4	-2	-1	-36%	-15%	-24%	-23%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	-0.1%	0.0%
40	上汽大通	5	4	3	3	-1	0	1%	-25%	-23%	1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
41	奇瑞捷豹路虎	5	4	3	2	-1	-0	1%	-24%	-36%	-10%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%
42	华晨金杯	4	3	2	2	-0	-0	6%	-33%	-5%	-10%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
43	福建奔驰	3	3	2	2	-1	-0	-8%	-14%	-21%	-10%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
44	一汽海马	2	1	1	1	-0	-0	42%	-37%	-23%	-10%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
45	江苏吉麦	1	1	1	1	-0	-0	-70%	-18%	-7%	-10%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
46	北汽福田	0	0	1	1	0	-0	-7%	-28%	147%	-10%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
47	上汽集团	1	0	0	0	-0	-0	2%		-13%	-10%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
48	哪吒汽车	13	9	0	0	-9	-0	-4%	-31%	-99%	-10%	0.5%	0.3%	0.0%	0.0%	-0.3%	0.0%
49	东风小康	0	0	0	0	-0	-0	-92%		-79%	-10%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
50	东风英菲尼迪	0	-	-	-	-	-	-8%	-100%			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其它		23	39	13	5							0.9%	1.4%	0.5%	0.2%	-1.0%	-0.3%
合计		2,575	2,723	2,926	3,061	228	143					100%	100%	100%	100%	0.0%	0.0%

资料来源: 中汽协, 华创证券预测

图表 32：主要整车企业乘用车出口批发量预估（万辆）

销量（万辆）	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	25增量	26增量
比亚迪	0	1	6	24	43	100	145	57	45
奇瑞汽车	11	27	45	92	114	103	110	-11	7
吉利汽车	7	12	20	27	43	40	60	-3	20
长城汽车	5	10	12	27	45	50	60	5	10
上汽乘用车	17	29	48	69	55	53	55	-2	2
长安汽车	4	9	13	20	35	42	50	7	8
特斯拉	-	15	27	34	26	26	26	0	-
上汽通用五菱	6	14	19	21	23	28	30	5	2
悦达起亚	3	4	4	9	17	18	18	0	1
零跑汽车		-	0	-	1	6	13	5	7
江淮汽车	1	3	5	9	14	12	12	-2	-0
江铃股份	1	2	4	7	9	11	11	3	-0
广汽乘用车	1	2	3	6	11	11	11	0	-
长安福特	1	1	2	3	7	7	7	-0	-
北京现代	1	1	0	1	6	8	8	2	-
其它	14	26	39	56	41	70	69		
合计	73	156	247	404	489	584	684	95	100

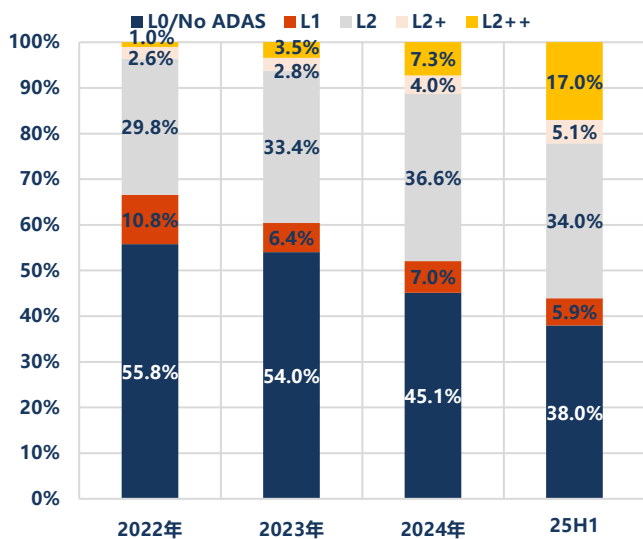
资料来源：中汽协、华创证券预测

### 3. 新产业方向：智驾、液冷、机器人

#### 3.1. 智驾

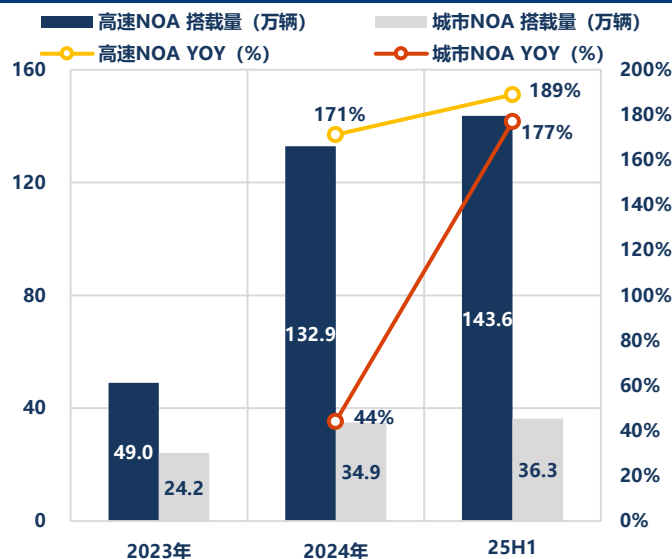
**2025 年 L2++快速渗透，城市 NOA 搭载量增长提速。**根据盖世汽车研究院，25H1 中国乘用车市场 L2 及以上渗透率提升至 56.1%、首次超 50%、创历史新高，其中 L2++渗透率提升最为明显、达 17.0%。25H1 中国乘用车市场 L2++搭载量约 180 万辆、同比+1.86 倍，其中高速 NOA 搭载量约 144 万辆、同比+1.89 倍、维持 2024 年的高增态势，城市 NOA 搭载量约 36 万辆、同比+1.77 倍、较 2024 年明显提速。

图表 33：中国乘用车市场各 ADAS 等级渗透率



资料来源：盖世汽车研究院、华创证券

图表 34：中国乘用车 NOA 标配搭载量及 YOY



资料来源：盖世汽车研究院、华创证券

注：高速 NOA 指标配高速 NOA 同时非标配城市 NOA

中长期，2030 年 L2 及以上乘用车有望全面普及，L3/L4 乘用车渗透率有望超 35%。2025 年 10 月 22 日，中国汽车工程学会正式发布《节能与新能源汽车技术路线图 3.0》，提出了面向 2040 年构建新型汽车产业生态的顶层设计和行动计划。其对中长期智能网联技术路线的判断提到未来 5-15 年，智能网联汽车有望进入市场化发展快车道。根据中国汽车工程学会预计，①L2 及以上乘用车到 2030 年有望在新车中全面普及；②L3/L4 级乘用车在 2030、2035 年渗透率有望达到 35%、70%以上；③L4 级自动驾驶营运车辆新车销量在 2030、2035 年有望分别实现十万辆级、百万辆级规模；④到 2040 年，L4 级有望在智能网联汽车新车中全面普及，L5 级智能网联汽车开始进入市场。

图表 35：中长期智能网联技术路线判断

		2030 年	2035 年	2040 年
产品市场方面	L2 级	L2 级及以上智能网联乘用车在乘用车新车中 <b>全面普及</b> ，L2 级及以上智能网联商用车占商用车新车销量的 <b>50%以上</b>	L2 级及以上智能网联乘用车在乘用车新车中 <b>全面普及</b> ，L2 级及以上智能网联商用车占商用车新车销量的 <b>85%以上</b>	L4 级在智能网联汽车新车中 <b>全面普及</b> ，L5 级智能网联汽车 <b>开始进入市场</b> ；基于车路云一体化的智能网联汽车生态高度繁荣，深度融入社会生活与经济运
	L3/L4 级	具备 L3/L4 级功能的智能网联乘用车占乘用车新车年销量的 <b>35%以上</b> ，具备 L4 级功能的自动驾驶营运车辆新车销量实现 <b>十万辆级</b> 规模	具备 L3/L4 级功能的智能网联乘用车占乘用车新车年销量的 <b>70%以上</b> ，具备 L4 级功能的智能网联商用车占商用车新车销量的	

			35%以上，具备 L4 级功能的自动驾驶营运车辆新车销量实现百万辆级规模	行，根本性重塑汽车产业链价值和交通运输模式
	辅助驾驶	新车协同预警、预警功能基本普及，C-ADAS 功能在辅助驾驶车辆中占比 50%以上，C-ADS 功能在自动驾驶车辆中占比 30%以上	C-ADAS/C-ADS 功能成为主流	
技术方面		城市道路实现 L3 级有条件自动驾驶，高速公路、城市快速路、泊车等场景实现 L4 级高度自动驾驶；智能网络系统导致的事故间隔里程行业领先水平达到高速公路 100 万公里/起，城市工况 50 万公里/起	/	自动驾驶系统在安全性、适应性、效率及认知理解能力上全面超越职业驾驶员水平

资料来源：中国汽车工程学会《节能与新能源汽车技术路线图 3.0》、华创证券

注：自动驾驶营运车辆含自动货运班车、网约车、干线物流车等

主流方案对比：2025 年头部新势力品牌最新智驾方案呈现以下特点：

- 1) 自研硬件底座+自主可控趋势。华为自研昇腾系列车规芯片及激光雷达等传感器、蔚来自研神玃 NX9031 智驾芯片、小鹏自研图灵 AI 芯片，奇瑞、理想等则通过与国产智驾芯片供应商地平线合作，来实现核心硬件自主可控。
- 2) 陆续搭载高算力芯片+多激光雷达/4D 毫米波雷达逐渐应用。高算力为复杂路况下的实时推理、多任务并行提供了性能冗余，特斯拉（推测）、华为、地平线方案算力在 400-500TOPS 左右；理想、小米高端配置采用英伟达 Thor U，系统算力可提升至 700TOPS；蔚来、小鹏通过自研高算力芯片，方案算力可突破 2000TOPS。传感器配置方面，鸿蒙智行众多车型、蔚来高端车型均已采用多颗激光雷达；此外，部分品牌最新车型已逐步应用 4D 毫米波雷达，如小米 YU7、蔚来 ET9/ES8/ET5/ET5T/ES6/EC6。
- 3) 端到端架构深化+引入 VLA/WA。大部分品牌已采用一段式端到端架构，其中，25M9 理想、小鹏相继推出 VLA 版本，小鹏融合全场景 VLA 大模型，进行复杂场景推理思考、专家级风险预判、视野盲区防御性驾驶，并持续强化学习人机共驾操作习惯；理想 VLA 具备空间智能、语言智能和行为智能，实现可语音指令沟通和思维链文字交互等。25M9 华为 ADS 4 采用全新 WEWA 架构（云端世界引擎+车端行为模型），云端 AI 生成现实中罕见的难例交通场景，车端基于为专业驾驶而生的原生基座模型，相较 ADS3 时延下降 50%，通行效率提升 20%，重刹率下降 70%；25M5 蔚来世界模型 NWM 首个版本正式开启推送，在主动安全、高快领航、城区领航、智能泊车四大场景全面升级；25M11 小米也在此前 1000 万 Clips 版本基础上引入强化学习算法和世界模型，11 月 25 日起在 SU7 Ultra 开始陆续推送。

图表 36：头部新势力品牌最新智驾方案对比

品牌	智驾版本	推送时间	硬件			软件	
			芯片	算力	传感器	算法	特点
特斯拉	FSD V14.2	25M11	HW4.0	推测 500TOPS	V*8	未公开	相比 V13，V14 的模型参数量提升了约 4.5 至 10 倍，数据处理能力和决策精度显著增强；V14.2 进一步升级了神经网络视觉编码器，利用更高分辨率的特征进一步改进了诸如处理紧急车辆、道路障碍物和人体手势等场景
华为	HUAWEI ADS 4	25M9	昇腾 610pro 为主	400TOPS 为主	L*1/2/4（部分车型 pro/pro+ 版*0），	WEWA 架构（云端世界引擎	相较 ADS3 时延下降 50%，通行效率提升 20%，重刹率下降 70%；车位到车位领航辅助 2.0，云端互联，任意车位一键达，现已支持超 50 万个停车场



					V*10/11, U*12, R*3/5/9	+车端世界行为 模型)	
地平线	HSD	25Q4	星途 ET5 激光雷达版: J6P*1	560TOPS	星途 ET5 激光雷达版: L*1, V*11, U*12, R*3	一段式端到端+强化学习	从感知到控制超低时延, 类人思考的防御性驾驶策略, 提供启停柔顺、博弈无感、过弯丝滑、绕行敏捷的拟人体验; 引入强化学习机制, 强化场景理解与推理能力, 更好自主应对极端场景
蔚来	Banyan 3.2.2	25M5	第三代车型神玑 NX9031 (自研)	1000-2000TOPS	L*1/3, V*11, U*12, 4D 成像雷达*1 或 R*5	蔚来世界模型 NWM	高速领航 (根据对实时环境多模信息的全量理解和推演, 自主选择最优的 ETC 车道通行, 完成对横杆的起落响应)、城区领航 (新增车位收藏, 行业首个量产停车场自主寻路功能)、智能泊车 (行业首个推出全模型化的泊车辅助功能, 可以实现包括对面、背后、跨通道等 360° 全向车位的识别, 车位显示范围提升 4 倍)
小鹏	XOS 5.7.7.8902	25M9	1 或 3 颗图灵 AI 芯片 (自研), 或 2 颗 OrinX	508-2250TOPS	V*8/11/12, U*12, R*3	一段式端到端 (VLA+VLM)	融合全场景 VLA 大模型, 复杂场景推理思考、专家级风险预判、视野盲区防御性驾驶, 并持续强化学习人机共驾操作习惯, 最新版本纯视觉的信息捕获和处理都更加精确和细致, 运算速度提升 (从收到信息到处理信息再到执行信息几乎仅花毫秒级时间)
理想	OTA 8.0	25M9	L 系列 pro 版为 J6M*1, L 系列其他版本或 I 系列为 Thor U*1,	128-700TOPS	L*1, V*11/12, U*12, R*1	一段式端到端 (VLA)	具备空间智能、语言智能和行为智能, 车道数量变化、主辅路切换、高架匝道等复杂路口果断通行, 记住你在特定道路的车速偏好, 可语音指令沟通和思维链文字交互
小米	XiaomiHAD 增强版	预计 25 年冬季	SU7 标准版 OrinN*1、其他版本 OrinX*2, YU7 Thor U*1	84-700TOPS	L*1 (SU7 标准版*0), V*11, U*12, R*1/3 (YU7 为 4D 毫米波雷达*1)	端到端大模型 (VLM+世界模型)	1000 万 Clips 版本纵向舒适度提升 57%, 绕行成功率提升 67%, 路口通过率提升 23%, HyperOS 1.11.0 在 1000 万 Clips 版本基础上引入强化学习算法和世界模型, 纵向加减速更丝滑, 横向变道更果断, 路况理解能力优化, 并新增部分场景防御性降速
资料来源: 各公司官网、各公司官方公众号、懂车帝、凰家评测、盖世汽车研究院、晚点新闻、芝能汽车、Model 3 情报公众号、佐思汽研、电车通公众号、IT 之家、华创证券							

明年趋势预判: L2 智驾强标推进, 测试要求大幅提高。2025 年 9 月 17 日至 11 月 15 日, 工业和信息化部就强制性国家标准《智能网联汽车组合驾驶辅助系统安全要求》公开征求意见。L2 智驾强制标准拟于 2027 年 1 月 1 日实施, 规定了一系列详尽的常见且易引发事故的测试场景, 涵盖临时施工区、纸箱、侧翻车辆、斜置车辆、儿童目标、自行车目标、日间、夜间、雨天、雾天等, 涵盖 46 项场地试验、72 小时道路试验及 8 类整车危害阈值, 组合驾驶辅助系统需要通过这些严格测试才能获得市场准入资格。

图表 37: 预期功能安全封闭场地试验要求

触发条件	潜在功能不足	试验要求	适用 ODD
交互: 道路设施 (临时施工区域)	感知不足: 感知无法识别临时施工区域或探测较晚; 规划控制不足: 未采取或采取不合理的安全策略应对突然检出的临时施工区域	日间临时施工区域试验、夜间临时施工区域试验、夜间临时施工区域改道试验	A 类道路环境、B 类道路环境



交互：道路设施（临时施工区域）、多目标交互（并行）	感知不足：感知无法识别临时施工区域或探测较晚； 规划控制不足：未采取或采取不合理的安全策略应对突然检出的临时施工区域	日间临时施工区域多目标交互试验、 夜间临时施工区域多目标交互试验	
交互：目标物类型（临时障碍物）、多目标交互（并行）	感知不足：感知无法识别小尺寸障碍物或探测较晚； 规划控制不足：临车道被他车占用情况下，未采取或采取不合理的安全策略应对突然检出的临时障碍物	日间临时障碍物（纸箱）多目标交互试验、夜间临时障碍物（纸箱）多目标交互试验	
交互：目标物类型（多目标物叠加）	感知不足：感知无法识别重叠的行人和车辆或探测较晚； 规划控制不足：未采取或采取不合理的安全策略应对突然检出的行人和车辆	日间静态多目标交互试验、夜间静态多目标交互试验	
交互：目标物类型及状态（静止侧翻车辆）、多目标交互（并行）	感知不足：无法识别侧翻车辆或探测较晚； 规划控制不足：临车道被他车占用情况下，未采取或采取不合理的安全策略应对突然检出的侧翻车辆	日间侧翻车辆多目标交互试验、夜间侧翻车辆多目标交互试验	
环境：光照（夜晚） 交互：多目标物交互（紧急制动）	感知不足：环境光照影响感知范围和精度，导致无法及时准确探测出目标车辆速度突然变化； 规划控制不足：未采取或采取不合理的安全策略应对突然检出的前车状态突变	夜间前方车辆目标紧急制动	B 类道路环境
交互：多目标物交互（遮挡、横穿）	感知不足：遮挡、环境光照影响感知范围和精度，导致无法及时准确探测出儿童、自行车目标物； 规划控制不足：未采取或采取不合理的安全策略应对突然检出的目标物	日间儿童目标横穿被车辆目标遮挡试验、夜间儿童目标横穿被车辆目标遮挡试验、日间自行车目标横穿被车辆目标遮挡试验、夜间自行车目标横穿被车辆目标遮挡试验	
环境：光照（光照突然变化） 交互：目标物类型及状态（静止斜置车辆）	感知不足：隧道环境光照突然变化影响感知探测范围和精度，无法识别斜置车辆或探测较晚； 规划控制不足：未采取或采取不合理的安全策略应对突然检出的斜置车辆	隧道内存在斜置车辆试验	A 类道路环境、B 类道路环境，且支持隧道
环境：天气（雨） 交互：目标物类型及状态（静止侧翻车辆）	感知不足：雨影响感知范围及精度，导致无法及时探测到目标物； 规划控制不足：未采取或采取不合理的安全策略应对突然检出的目标物	日间雨天侧翻车辆试验	A 类道路环境、B 类道路环境，且支持雨天
环境：天气（雾） 交互：目标物类型及状态（静止斜置车辆）	感知不足：雾影响感知范围及精度，导致无法及时探测到目标物； 规划控制不足：未采取或采取不合理的安全策略应对突然检出的目标物	日间雾天斜置车辆试验	A 类道路环境、B 类道路环境，且支持雾天
驾驶员误用	感知不足：ODD 检出准确性不足，人员误误用； 规划控制不足：对人员操作误用的应对能力不足	误干预试验、激活后误用试验、误激活试验	A 类道路环境、B 类道路环境

资料来源：国家市场监督管理总局国家标准化管理委员会《智能网联汽车组合驾驶辅助系统安全要求》（2025 年 9 月）、华创证券  
注：本表中的试验场景仅为相关触发条件及潜在功能不足可能导致危害的代表性风险场景，试验目的主要为确认制造商针对同类场景所采取的相关安全措施和安全策略。

我们认为，L2 强标虽未对传感器类型与技术方案作出强制限定，但在更加严苛的安全性要求背景下，激光雷达、4D 毫米波雷达等赋能智驾安全的硬件领域，有望迎来加速渗透期。我们预计，为应对 L2 强标要求，短期内各车厂智驾厂的感知配置将分成三条优化路径：

1) **加速配置激光雷达,甚至多颗/高性能激光雷达。**激光雷达的核心优势主要体现在:①不受环境光照剧变的影响,凭借其直接测量距离、形状和高精度的测角能力,在障碍物探测方面也表现出更强的识别性能;②对于感知算法能力相对薄弱的车企,搭载激光雷达能够通过硬件补足部分软件层面的能力短板;③可作系统的安全冗余兜底;④可作产品差异化卖点,强化市场竞争力,尤其多颗激光雷达或高性能激光雷达配置。

2) **成本敏感型车型可考虑配置 4D 毫米波雷达。**相较于传统毫米波雷达只能提供目标距离、速度和方位角信息,4D 毫米波雷达增加了对目标高度的探测能力,能够生成更丰富的环境点云,从而更好地分辨静止障碍物(如路障、抛锚车辆)和区分桥梁与大型车辆,被视为在某些场景下补充甚至部分替代低线数激光雷达的有力竞争者。

3) **坚持纯视觉路线的车企则聚焦于通过规控算法优化及适度牺牲部分通行效率,来满足强标要求。**部分纯视觉路线从业者认为,目前摄像头性能大幅提升,清晰度超越人眼,叠加充足的车端算力支撑与深厚的算法积累,完全具备满足强标要求的潜力。针对隧道、夜间强光等视觉感知弱势场景,车企可以通过预设提前降速、明确系统能力边界、精准限制 ODD 范围、搭配 4D 毫米波雷达辅助感知等保守策略降低事故风险,以换取强标通过。

#### 明年趋势判断: L3 趋势

**海外经验: L3 立法以 UNR157 为基础,分阶段逐步推进。**海外自动驾驶法规大部分采取分阶段推进的立法策略,根据技术发展水平和市场需求逐步放宽对自动驾驶汽车的限制和监管,并随法规研制修订,逐步批准更高速、更复杂的 L3 级自动车道保持系统。UNECE R157 法规作为全球首个针对 L3 级自动驾驶(自动车道保持系统, ALKS)具有法律约束力的国际技术标准,于 2020 年发布(00 系),2021 年 1 月 22 日生效,自动车道保持系统最高速度为 60km/h,适用于高速路段交通拥堵场景,适用车辆限制在乘用车且不支持换道功能。2021 年,该法规扩展至卡车和长途客车等重型车辆;2022 年再次修订(01 系),最高车速扩展至 130km/h,并增加了换道功能。

2021 年 12 月,德国联邦汽车运输管理局 KBA 批准了梅赛德斯奔驰 L3 系统 Drive Pilot,设计运行范围包括需要引导车、最高时速 60km/h、白天、环境温度不低于 4℃;2023 年 8 月, KBA 批准了宝马 BMW Personal Pilot L3 系统,设计运行范围包括需要引导车、最高时速 60km/h、白天和黑夜、环境温度不低于 3℃;2024 年 12 月, KBA 对梅赛德斯奔驰 L3 系统 Drive Pilot 扩展进行了批准,系统最高时速提升至 95km/h(仅在最右侧车道),并允许系统在执行最小风险策略时进行换道。

**事故责任划分是各国 L3 立法的重点。**责任划分根据事故发生时车辆的状态(如自动驾驶系统是否处于正常工作状态)、驾驶员的行为(如是否及时接管车辆)以及车辆是否存在缺陷等因素确定。例如,日本自动驾驶汽车发生事故时,责任原则上由车辆所有者承担,如果事故是由于自动驾驶系统本身的缺陷引起的,那么汽车生产企业可能需要承担责任;在外部黑客入侵汽车系统导致事故时,损害由政府赔偿。奔驰 Drive Pilot 在加州获批的 L3 车型中,明确规定在系统激活的高速公路场景下,由车企承担驾驶责任;华为联合中汽研发起安全倡议,细化 L3 事故追溯机制,若因系统算法缺陷导致事故,由技术提供方承担赔偿责任。

此外,各国均要求为自动驾驶汽车购买保险,以应对可能发生的交通事故,通常包括车辆损失保险、第三者责任险等。例如,英国要求自动驾驶汽车必须实现保险全覆盖,发生事故时由保险公司向受害者赔偿,但若事故因车辆缺陷或车上人员操作失误所致,保险公司有权向责任方追偿。

**数据安全与用户隐私保护是 L3 立法的关键保障。**为保护用户隐私和数据安全，各国均制定了相关法规，规范自动驾驶汽车数据的收集、使用和存储。例如，日本政府要求自动驾驶汽车生产企业在收集、使用和存储车辆数据时，必须确保数据安全、防止数据泄露，并尊重用户隐私。

**国内进展：有条件批准 L3 级车型生产准入，L3 商业化落地逐步推进。**2024 年 6 月，工信部等四部门公布了进入智能网联汽车准入和上路通行试点联合体名单，由汽车生产企业和使用主体组成的 9 个联合体将在北京、上海、广州等 7 个城市开展智能网联汽车准入和上路通行试点，为商业化运营奠定基础，试点产品涵盖乘用车、客车以及货车三类。2025 年 9 月 21 日，工信部等八部门联合印发《汽车行业稳增长工作方案(2025-2026 年)》，明确提出推进智能网联汽车准入和上路通行试点，并首次写明“有条件批准 L3 级车型生产准入”，意味着 L3 级车型有望打开量产准入关键许可，进入商业化落地的关键阶段。

图表 38：进入智能网联汽车准入和上路通行试点联合体基本信息

汽车生产企业	使用主体	车辆运行所在城市	产品类别
重庆长安汽车股份有限公司	重庆长安车联科技有限公司	重庆市	乘用车
比亚迪汽车工业有限公司	深圳市东潮出行科技有限公司	广东省深圳市	乘用车
广汽乘用车有限公司	广汽祺宸科技有限公司	广东省广州市	乘用车
上海汽车集团股份有限公司	上海赛可出行科技服务有限公司	上海市	乘用车
北汽蓝谷麦格纳汽车有限公司	北京出行汽车服务有限公司	北京市	乘用车
中国第一汽车集团有限公司	一汽出行科技有限公司	北京市	乘用车
上汽红岩汽车有限公司	上海友道智途科技有限公司	海南省儋州市	货车
宇通客车股份有限公司	郑州市公共交通集团有限公司	河南省郑州市	客车
蔚来汽车科技（安徽）有限公司	上海蔚来汽车有限公司	上海市	乘用车

资料来源：工业和信息化部网站、华创证券

**公布首批 L3 准入车型，广汽昊铂率先获批最高时速 120 公里 L3 测试牌照。**首批进入准入名单的具体车型，覆盖了从豪华旗舰到家用主流的多个细分市场，涵盖传统自主车企、民营自主车企与造车新势力，包括问界、智界、享界、阿维塔、深蓝、岚图、猛士、昊铂等品牌，且其中华为 ADS 方案占主流，外资品牌仅奔驰、宝马获得有限测试牌照。广汽昊铂成为全国率先获批最高时速 120 公里 L3 测试牌照的车企（场景条件：车辆行驶在指定的自动驾驶测试高速公路主路上，车速≤120 千米/小时）。展望明年，随相关立法的进一步细化、生产准入机制的持续完善和技术方案更加成熟，L3 自动驾驶落地节奏有望提速。

图表 39：首批获得 L3 级有条件自动驾驶准入车型名单

车企	车型	系统	智驾芯片	芯片算力	智驾域控厂商	算法
赛力斯	问界 M9、问界 M8、2025 款问界 M7	华为 ADS	海思昇腾 610pro	400TOPS	华为	华为 ADS4.0
奇瑞	R7 智界 S7 Ultra	华为 ADS	海思昇腾 610pro	400TOPS	华为	华为 ADS4.0
北汽	享界 S9 Ultra 旗舰版、享界 S9T Ultra 旗舰版	华为 ADS	海思昇腾 610pro	400TOPS	华为	华为 ADS4.0
长安	阿维塔 11/12/07/06、深蓝 S09 Ultra	华为 ADS	海思昇腾 610pro	400TOPS	华为	华为 ADS4.0
东风	岚图梦想家、猛士 M817	华为 ADS	海思昇腾 610pro	400TOPS	华为	华为 ADS4.0
蔚来	未知	蔚来 NAD	蔚来神玃 NX9031	1000TOPS	蔚来（伟创力代工）	蔚来 NAD
比亚迪	仰望系列	天神之眼 A	英伟达 Orin-X*2	508TOPS	比亚迪	Momenta



广汽	昊铂 A800	未知	海思昇腾 610pro	400TOPS	华为	华为 ADS4.0
宝马	宝马 i7（仅限于特定道路测试）	未知	/	/	/	/
奔驰	奔驰 S 级（仅限于特定道路测试）	未知	/	/	/	/

资料来源：车质网、佐思汽研、广汽昊铂公众号、华创证券

**L4 趋势 2026 年或成为 Robotaxi 商业化落地关键节点。**在 Robotaxi 领域，头部企业在技术降本、车队规模化、全球化运营等维度持续突破，2026 年有望加速推进 Robotaxi 商业化。

- 1) 特斯拉：**25M6 起在美国得克萨斯州奥斯汀市正式启动 Robotaxi 试点服务，目标几月内扩展至 1000 辆；公司预计 26M4 正式启动 Cybercab 量产，整车成本有望降低至 3 万美元以内，2026 年底扩展至高达数 10 万辆甚至超过 100 万辆。
- 2) 萝卜快跑：**目前车队规模超 1000 辆，已在全球 22 个城市运营，其第六代无人车整车成本降低至 20.46 万元，较前代下降 60%；截至 2025 年 10 月 31 日，公司自动驾驶里程超 2.4 亿公里，其中全无人里程超 1.4 亿公里；公司计划 25 年年底前通过 Uber 率先在亚洲和中东市场部署无人车，计划于 2026 年率先在德国和英国部署无人车，并逐步扩大欧洲规模至数千辆，此外，公司计划未来将在迪拜部署超 1000 辆全无人驾驶车辆。
- 3) 小马智行：**目前车队规模超 720 辆，11 月 5 日公司第七代 Robotaxi 上线运营，采用 100%车规级零部件，自动驾驶套件的生产物料成本较上一代下降 70%；公司目标 2025 年底部署 1000 辆，3 年内投放上万辆；若 25 年年底到 26 年年初在 1000+辆车的规模下，第七代 Robotaxi 可以做到盈亏平衡。
- 4) 文远知行：**目前自动驾驶车辆超 1500 辆、Robotaxi 超 700 辆，公司是全球唯一旗下产品同时拥有中国、阿联酋、新加坡、法国、美国、沙特、比利时、瑞士八国自动驾驶牌照的科技企业；公司计划到 2026 年将中东地区 Robotaxi 车队扩充至 1000 辆，到 2030 年扩充至数万辆，整体目标至 2030 年部署数十万辆；其中，公司在阿布扎比 Robotaxi 车队规模将拓展至数百辆，2025 年底将基本覆盖阿布扎比全城核心区域，随着纯无人商业运营服务的上线与车辆利用率的持续提升，公司预计在阿布扎比的 Robotaxi 服务将实现单车盈亏平衡。

图表 40：特斯拉、萝卜快跑、小马智行、文远知行 Robotaxi 最新进展及未来看点

	当前车型	技术方案	车队规模	运营区域	累计里程	整车成本	明年及未来看点
特 斯 拉	Model Y 改造，26M4 Cybercab 量产	4D 毫米波雷达*4、摄像头*12；HW4.0 芯片，500 TOPS	初期 10 至 20 辆车，目标几月内 1000 辆	美国得克萨斯州奥斯汀，下一阶段即将登陆美国更多主要城市	自 6 月下旬服务启动至 11 月初，Robotaxi 车队累计里程 25 万英里	Cybercab 预计低于 3 万美元	预计 2026 年底数 10 万辆甚至超过 100 万辆
萝 卜 快 跑	第六代无人车 颀驰 06	激光雷达*4、毫米波雷达*6、超声波雷达*12 及摄像头*12；双 AI 模型多核芯片，1200 TOPS	超 1000 辆	已在北上深、香港、迪拜、阿布扎比等全球 22 个城市落地	截至 2025 年 10 月 31 日，自动驾驶里程超 2.4 亿公里，其中全无人里程超 1.4 亿公里	20.46 万元，较前代下降 60%	25 年年底前，率先在亚洲和中东市场部署第六代无人车，计划将数千辆无人驾驶汽车接入 Uber 全球出行网络；计划于 2026 年率先在德国和英国部署第六代无人车，逐步扩大欧洲规模至数千辆；未来将在迪拜部署超 1000 辆全无人驾驶车辆
小 马	第七代 Robotaxi（极	激光雷达*9、毫米波雷达*4、摄	截至 2025/11/23	北上广深运营，Robotaxi 业务覆	截至 2025/7/25 超 5000 万公	自动驾驶套件 BOM	根据截至 2025 年 11 月 23 日近两周数据，第七代 Robotaxi 在广州实现单车盈利转正；

智行	狐阿尔法 T5、埃安霸王龙、铂智 4X)	像头*14; 英伟达 Orin X*4, 1016 TOPS	, Robotaxi 961 辆	盖海外卡塔尔、阿联酋、沙特、韩国、新加坡、卢森堡、美国 7 个国家	里; 截至 2025/8/11 第七代 Robotaxi 测试超 200 万公里	成本较前代下降 70%, 2026 年预计再降 20%	公司预计今年 1000 台目标将提前完成, 2026 年 Robotaxi 目标超 3000 辆, 3 年内上万辆; 目标 25 年年底到 26 年年初在 1000+台车的规模下, 第七代 Robotaxi 整体做到盈亏平衡; 第四代 Robotruck 明年量产, 车队未来规模超 1000 台, 自动驾驶套件 BOM 成本较前代下降约 70%, 系统设计寿命 2 万小时/100 万公里
文远知行	GXR、CER 基于星途星纪元 ET	含高性能低成本激光雷达、高清高动态相机、RTK 高精组合惯导模块等超 20 个传感器; 双 Thor X 芯片, 2000 TOPS AI 算力	自动驾驶车辆超 1500 辆, 其中 Robotaxi 超 700 辆	全球唯一旗下产品同时拥有中国、阿联酋、新加坡、法国、美国、沙特、比利时、瑞士八国自动驾驶牌照的科技企业, 已在全球 11 个国家超 30 个城市开展自动驾驶研发、测试及运营	自动驾驶里程累计超过 5500 万公里; 截至 2025 年 10 月 Robotaxi 在阿布扎比累计行驶里程接近 100 万公里	略高于 4 万美元, 较前代自动驾驶套件成本下降 50%, 平辆的全生命周期总成本下降 84%	划今年内开启试运营, 2026 年开启无人商业运营; 瑞士: 计划 26H1 正式开放 Robotaxi 无人运营; 新加坡: 榜鹅 Ai.R 自动驾驶出行服务将于 2026 年初迎来首批公众乘客; 阿布扎比: Robotaxi 车队规模将拓展至数百辆, 2025 年底将基本覆盖全城核心区域, 随着纯无人商业运营服务的上线与车辆利用率的持续提升, 预计在阿布扎比的 Robotaxi 服务将实现单车盈亏平衡; 与 Uber 在中东共同运营着中美以外最大的商业化 Robotaxi 车队, 计划到 2026 年将中东地区 Robotaxi 车队扩充至 1000 辆, 在 2030 年前扩张至数万辆

资料来源: 小马智行公众号、萝卜快跑自动驾驶公众号、文远知行公众号、萝卜快跑官网、中国证券报、界面新闻、IT 之家、《财经》新媒体、电车通公众号、时间线 Timelines 公众号、时代周报、电动星球公众号、超电实验室公众号、智驾网、汽车之心、江西省工业和信息化厅官网、百度公司公告、证券时报、高工智能汽车、华创证券

**投资角度, 2026 年汽车智能化投资聚焦政策与技术的双轮驱动。**L2+强标及 L3 法规或提高行业技术规范, 加速产业链核心环节的技术突破与自主可控。汽车智能化产业链有望迎来渗透率加速、单车价值量向上拐点的爆发前夜。我们看好并推荐: 1) 智驾软硬解决方案供应商: 地平线机器人, 建议关注黑芝麻智能; 2) 核心传感器激光雷达: 建议关注禾赛科技、速腾聚创; 3) 自动驾驶运营商: 关注小马智行、文远知行。

3.2. 液冷

**2025 年 AI 训练及推理需求爆发, 云端算力基础设施需求旺盛。**北美市场方面, 2025 年北美四大云厂商资本开支同比高增, 全年同比预计高达 54.8%, 头部云厂商资本开支强劲增长并持续上调指引。2026 年看好资本开支延续增长态势, 预计国内外主要云厂商资本支出同比将超过 20%。

图表 41: 北美数据中心建设计划

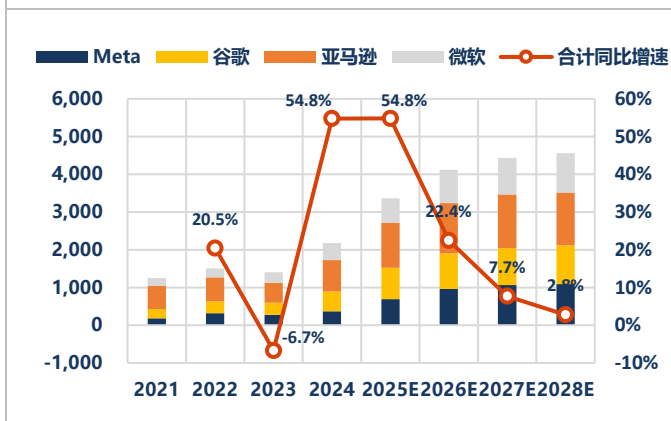
厂商	2022/2023 年	2024 年	截至 2025 年 10 月	2025 年及以后
微软	投资约 \$10B 用于全球扩张, 包括澳大利亚 \$3.3B 和英国 \$3.2B 云基础设施	Q4 财年资本支出 \$19B, 主要用于 AI 数据中心	已建成超过 400 个数据中心, 覆盖 70 个地区	2025 预计投资 \$80B 用于开发数据中心, 目标 2025 年底新增容量至 1.5GW
亚马逊	开始使用低碳材料建设 43 个数据中心	上半年资本支出 \$50B+	超过 108 个可用区, 覆盖 34 个地区	计划在未来 15 年内投资 1500 亿美元用于全球数据中心的建设与运营, 其中智算中心将是重点投资领域之一



谷歌	启动亚利桑那第一个数据中心	投资数十亿美元, 包括印第安纳和内布拉斯加项目	170 个数据中心, 覆盖 59 个地区	计划在 2025 年投资约 750 亿美元用于服务器采购、数据中心建设及支持谷歌云、DeepMind 等业务
Meta	2023 年投资\$27B capex	投资\$37B capex	30 个数据中心运营/建设中	计划从私人资本公司筹集 290 亿美元, 以在美国建设人工智能数据中心
甲骨文	2023 年资本支出同比增长 93%	亚太云区域扩展至 12 个	101 个云地区	三年计划, 包括 20 个新地区和 8 个 AI 超级集群

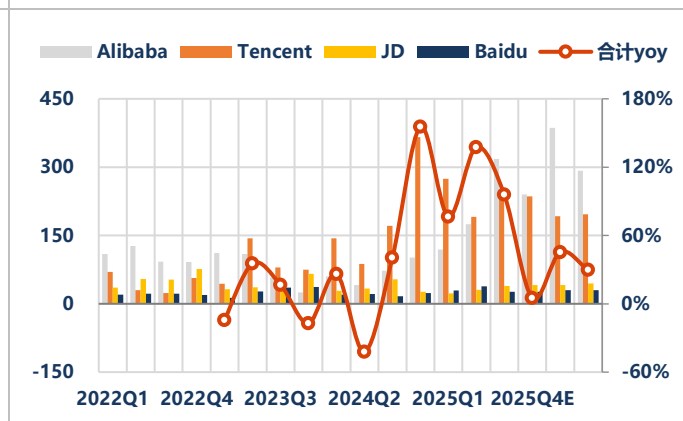
资料来源: 各公司官网、Bloomberg、环球网、CIO DIVE、DCD、CRN、GPEC、Data Centre Magazine、华创证券

图表 42: 北美 TOP4 云厂商资本开支 (亿美元)



资料来源: Bloomberg、华创证券

图表 43: 阿里及腾讯季度资本开支(亿元)



资料来源: Bloomberg、华创证券

目前, 冷板式技术具有相对成熟, 生态完善的优点, 目前英伟达及大部分数据中心服务器机柜商业化落地的方案均为冷板式液冷。浸没式液冷相较冷板式液冷的优势在于其散热能力更强, 预计将是未来智算中心高功率密度散热的主要方案。2026 年, 英伟达即将上量的 GB300、Rubin 288 等 GPU 集群会带来更高的 TDP 功耗, 关注英伟达等主流厂商的液冷技术进展。

图表 44: Blackwell & Rubin 对比

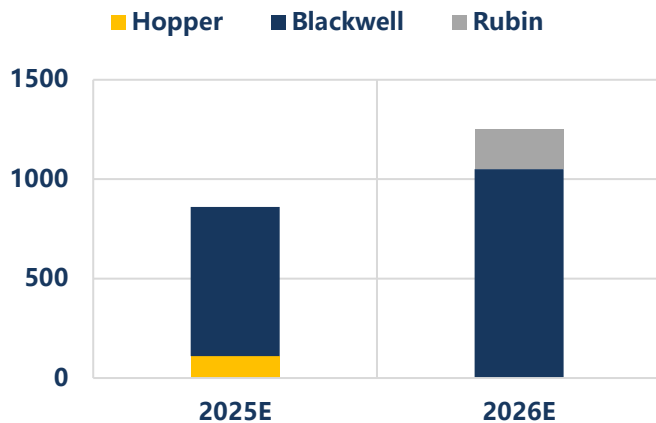
对比维度	Blackwell GB300 NVL72	Vera Rubin NVL144	Rubin Ultra NVL576
状态/时间	最新发布	预计 2026 推出	预计 2027 年推出
核心 GPU	Blackwell Ultra (如 GB300)	Rubin GPU 和 Vera CPU	Rubin Ultra GPU
配置	72 个 NVIDIA Blackwell Ultra GPU、 36 个 NVIDIA Grace CPU	144 GPU	576 GPU
关键互联技术	第五代 NVLink(1.8TB/s)	第六代 NVLink (3.6TB/s)	NVSwitch 7.0 (支持 576 GPU)
单机柜性能基准	1x (基准)	约 3.3 倍于 GB300 NVL72	约 14 倍于 GB300 NVL72
内存提升	基准 (GB300 搭载 288GB HBM3E)		8 倍于 GB300
散热方案	Bianca 架构: GPU 用冷板式液冷, CPU 和内存用风冷, 电源用风冷	100%液冷	100%液冷 (GPU 用冷板式, 电源用浸没式)

	Cordelia 架构：独立液冷板设计		
--	---------------------	--	--

资料来源：英伟达官网、华创证券

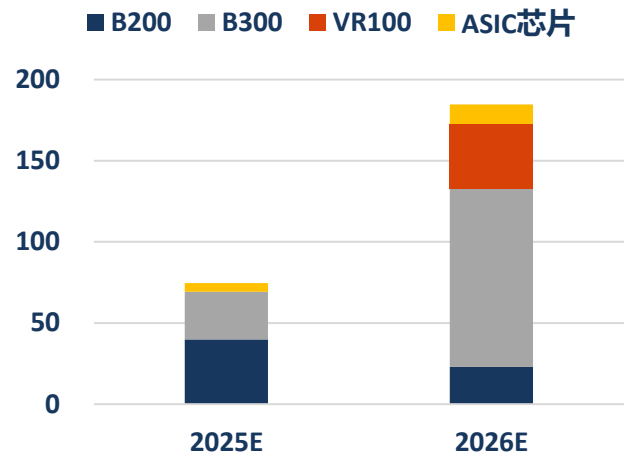
2025 年 10 月的 GTC 大会上，英伟达更新了对 Blackwell、Rubin 系列芯片的出货量指引。我们测算 2025、2026 年英伟达 GPU 出货量约为 920/1250 万颗，各大厂商 ASIC 芯片 2025/2026 年出货量分别为 187/357 万颗。综合考虑英伟达 GPU、ASIC 芯片出货量及单机柜液冷价值量，测算得到 2025、2026 年全球 AI 服务器液冷市场规模达 74.7/184.6 亿美元。

图表 45：英伟达不同系列 GPU 出货量预测（万颗）



资料来源：零氪 I+I、英伟达官网、华创证券

图表 46：服务器液冷市场规模预测（亿美元）



资料来源：零氪 I+I、英伟达官网、华创证券

2025 年英伟达 GTC 大会上，多家合作伙伴展示了最新的散热解决方案。其中，Accelsius 展示了全新的两相浸没式液冷解决方案，能够解决高功率密度场景的散热需求，有望在 2026 年 Rubin 芯片发布后实现初步商业化。英伟达目前已公布了部分散热模组及组件供应商名单，包括英维克、Auras、AVC、Coolermaster、维谛、比亚迪电子、富士康等，其中：

- 1) 系统级解决方案：维谛；
- 2) UQD：英维克、Auras、AVC、比亚迪电子等；
- 3) CDU：AVC、台达电子、nVent 等；
- 4) 液冷板：Auras、AVC、宝德等；

**汽零公司立足上游核心零部件快速入局。**汽零公司多以汽车热管理（三花、拓普、银轮等）及汽车管路（凌云、川环、飞龙等）起家并顺产业研发进而入局，产品多为液冷上游零部件泵、阀、管路、快接头、Manifold 等，有望凭借多年技术积累及精密制造优势快速打开市场。

随 AI 芯片不断迭代带动液冷行业产业方向发展及以英伟达为代表的全球头部厂商和运营商大力推进 AI 及液冷服务器建设，液冷市场有望逐步爆发，看好汽零公司凭借多年技术积累及精密制造优势跨行业布局及英伟达液冷产业链公司，推荐银轮股份、凌云股份、敏实集团，建议关注维谛技术、英维克、川环科技、飞龙股份等。

图表 47：国内相关汽零公司液冷业务布局（部分）

公司名	产品	客户及进展
拓普集团	液冷泵、温压传感器、各类流量控制阀、气液分离器、液冷导流板等	已经向华为、A 客户、NVIDIA、META 及各企业客户和各数据中心提供商，对接推广相关的产品
三花智控	阀、泵、转换器、控制器等产品由热管理向液冷拓展中	产品及客户积极拓展中
比亚迪电子	数据中心液冷产品	已通过行业领军企业认证
银轮股份	兆瓦级浸没一体式液冷设备、精密空调+冷却塔、服务器液冷/风冷 CDU+芯片冷板模组+Manifold、柴油发电机液冷模块等	部分品类已进入逐步放量阶段，部分品类处在验证阶段
敏实集团	公司正重点布局和推动 AI 液冷相关产品开发和落地	
凌云股份	公司子公司凌云阔丹及亚大集团专注于管路产品，目前已成功开发并获得储能、充电站、数据中心等场景所需液冷产品订单；公司子公司凌云胶管公司提供定制化液冷管路系统，已打入全球供应链	向国内数字能源高科技领军企业 H 客户批量供货，为全球知名液冷厂家 CoolerMaster、AVC、宝德华南等散热龙头批量供应液冷管路，液冷产品系统还被英维克、申菱环境等企业用于自主可控液冷方案
中鼎股份	CDU(冷液分配装置)，未来根据实际需要，逐步将浸没式技术运用到超算中心热管理中	目前公司正在加速与客户对接
锦富技术	公司控股子公司已向某台湾客户交付小批量液冷板部件，该液冷板部件用于 B200 服务器的散热模组中	
祥鑫科技	液冷解决方案（并继续拓展算力服务器的关节部件（液冷模组、快接头、CDU、机柜等）	目前公司正与算力服务器的国内外头部企业接洽
川环科技	服务器管路产品已达 V0 级标准，并成功取得美国 UL 认证	目前已经进入了 CoolerMaster、AVC、英维克、中航光电、飞荣达、宝德华南等供应商体系，正按照客户的流程进行开发工作；液冷相关接头产品已完成初样研制，正处于客户推广阶段
飞龙股份	电子泵系列产品和温控阀系列产品为主	目前公司液冷领域主要客户及建立联系的达 80 家，有超 120 个项目正在进行中，部分项目已经量产
腾龙股份	已实现电子水泵产品及橡胶管、尼龙管产品分别用于数据中心和储能电柜领域液冷的小批量量产	
美立信	铝合金结构件产品	与全球多家头部通信技术与服务提供商建立了密切的协同开发关系
溯联股份	目前公司已完成了 UQD 产品的主要性能试验验证工作，正着手研发配套的液冷组件和独立的系统化性能解决方案	已与国内主要服务器制造商以及国际化的领先热管理系统集成商建立了业务联系和技术交流
立中集团	公司研发的高导热可钎焊压铸铝合金并正在积极拓展储能、算力中心液冷系统领域的应用	

资料来源：各公司公告、华创证券

3.3. 机器人

**2025 年聚焦硬件技术突破，2026 年多家主机厂有望实现小批量生产。**2025 年人形机器人的交付以科研教育场景为主，随着硬件技术的突破与发展，各厂商开始在科研教育场景外开拓工业、医疗、家庭等应用场景。根据各本体厂商规划，2026 年在进一步升级技术的同时，大力推动产品的商业化销售和规模量产，实现市场化初步应用。

图表 48：各大本体厂最新动态

国家	公司名称	2025 年最新产品	产品亮点/详情	2026 年规划
中	优必选科技	天工行者	首款全尺寸科研教育机器人	完成 Walker S 系列机器人的规模化交付，推动在

国		Walker S2	实现工业场景大规模商业订单落地，具备自主热插拔换电系统	汽车制造等工业场景的应用，并持续迭代技术
	宇树科技	H2	全尺寸高性能人形机器人，展示流畅武术，运动控制能力业界领先	推动 H2 或其升级版量产与商业化销售，深化高动态运动控制算法
	开普勒机器人	K2	专注于工业场景，已在工厂产线执行搬运、装配等任务，是少数实现量产交付的企业之一	推动产业规模化普及，优化技术、深化生态合作推动人形机器人走向规模化、普及化
	小鹏汽车	IRON	搭载仿人脊椎、仿生肌肉系统和柔性皮肤，单手 22 个自由度，首发应用全固态电池	于 2026 年底前实现规模量产；首先进入导航、导购等商业服务场景；向开发者开放 SDK 构建生态
	星动纪元	星动 L7	国内首个 VLA 模型 ERA-42 驱动全身 55 个高自由度	扩大市场份额并降低成本；基于大模型开发更高级认知决策能力；拓展物流、医疗等新应用领域
	智元机器人	智元启元大模型	业界首个通用具身基座模型	聚焦解决作业操作问题；在三年内打造千亿级产业生态
美国	特斯拉	Optimus Gen2.5	较 gen2 动作更流畅，外观更精致	2026 年，年初发布 gen3，年底批量生产
	Figure AI	Figure 03	探索家庭场景应用，能够在不断变化的家庭环境中导航并执行类似人类的家务任务	

资料来源：各公司官网、每日经济新闻、界面新闻、notateslaapp、开普勒人形机器人公众号、优必选科技公众号、华创证券

**特斯拉 Optimus 引领行业技术革新，丝杠、减速器、传感器等核心零部件国产加速渗透。**

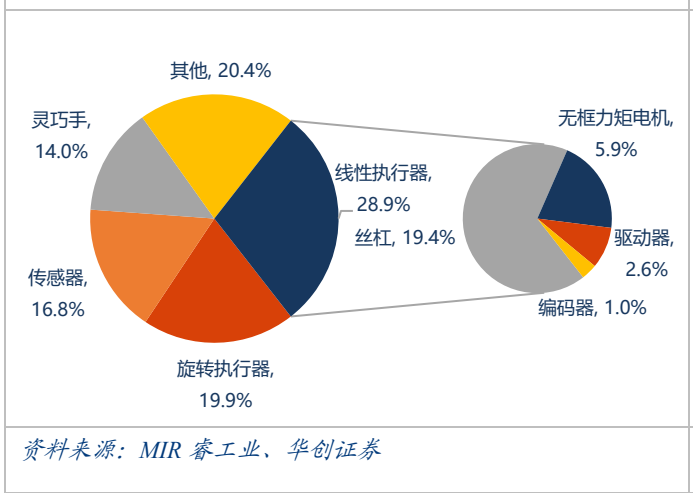
特斯拉作为行业先行者，2021 年首次宣布 Optimus 项目，其定位为通用机器人助手，在明确的商业化目标和丰富经验的推动下，Optimus 机器人快速迭代，成为引领行业发展的标杆。以特斯拉为例，Optimus 机器人结构件主要由 14 个线性关节执行器、14 个旋转关节执行器、灵巧手、传感器及其它零部件组成，细分来看：

- 1) 丝杠：价值量最高（关节中丝杠约占整体成本 19%），产品包括行星滚柱丝杠、滚珠丝杠等，主要用于线性关节中，其作用是通过螺杆的旋转带动螺母做直线运动，把电机的旋转运动转化为执行器所需的直线运动，当前德、日企业占据高端市场，国内厂商如五洲新春、北特科技、双林股份等积极布局，后续有望加速渗透。
- 2) 减速器：关节中价值量约占整体成本 9.3%，产品包括谐波减速器及精密行星减速器，主要用于旋转关节中，其作用是通过齿轮传动比，系统性降低电机的转速，并按比例放大输出扭矩，使机器人关节能以合适的速度驱动负载，此外摆线减速器由于具备高减速比和精度的同时拥有高负载水平，后续有望应用于腰髋、膝等下肢高负载关节。
- 3) 电机：价值量约占总成本 18%，产品主要包括无框力矩电机（执行器）和空心杯电机（灵巧手），其作用是把电能通过定子转移为用转子输出的机械能，驱动机器人完成精准动作，随灵巧手方案迭代，后续有刷无齿槽电机凭借成本优势有望部分替代空心杯电机应用。

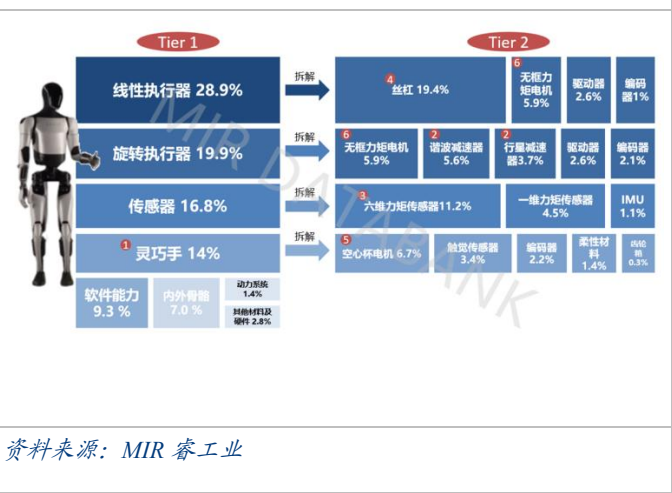
力传感器：价值量约占总成本 16%，主要产品包括一维力传感器及六维力传感器，主要用于传感器，其作用检测外部力矩的变化，把物理量转化为电信号。其中，六维力传感器技术的发展是提升机器人操作精度的关键，其核心价值在于作为“智能装备的触觉神经”解决传统刚性控制无法应对的柔性操作需求。目前，国家标准明确了六维力传感器的准度等级，后续量产进展需要关注主流厂商产品降本情况。



图表 49: Optimus gen2 结构件价值量占比



图表 50: Optimus gen2 价值量拆解



灵巧手作为人形机器人拓宽应用场景的关键部件，2026 年有望加速产业化落地。灵巧手约占机器人成本 14%，以传动路径区分当前主流技术包括腱绳传动方案（特斯拉 Optimus）、齿轮传动方案（宇树 Dex5-1）等，由于作为仿人手设计，需要向高自由度及高精度方向发展，来逐步拓展人形机器人的应用功能，建议重点关注 2026 年技术及产品突破情况。以特斯拉方案举例，第一代灵巧手自由度仅 11 个，内置 6 个空心杯电机，第二代灵巧手小幅升级，在第一代基础上增加了触觉传感器，机器人能够完成部分高精度操作。而 Gen2.5 灵巧手单手自由度大幅提升至 22 个，并且传动方案采用微型减速器+丝杠+腱绳的复合传动方式，并使用了无刷有齿槽电机技术，其对外界的物理感知能力进一步提升，可以完成更精细动态抓取和复杂操作任务。随着灵巧手自由度的提升，其操控难度也进一步加大，马斯克计划 Optimus gen3 的灵巧手执行器系统将从 gen2.5 版本的 17 个提升到 50 个，复杂度增加近 200%，灵巧手 26 年方案定型将进一步推动人形机器人行业发展进程。

图表 51: 灵巧手技术路线

公司	灵心巧手	特斯拉	灵巧智能	宇树科技
最新产品	Linker Hand 系列	Optimus Gen2.5 灵巧手	DexHand 021 系列	Dex5-1
核心特点	最高 42 自由度，系列月订单超千台	22 个自由度	专注绳驱路径，强调“力”的感知与控制	20 个自由度，握力 3.5kg
技术路径	覆盖连杆、腱绳等多种路线	无刷有齿槽电机+腱绳传动	腱绳传动，腕手一体	复合传动关节+齿轮传动
产品示意图				

资料来源: 灵心巧手官网、灵巧智能官网、宇树科技官网、艾媒网、人形机器人洞察研究、华创证券



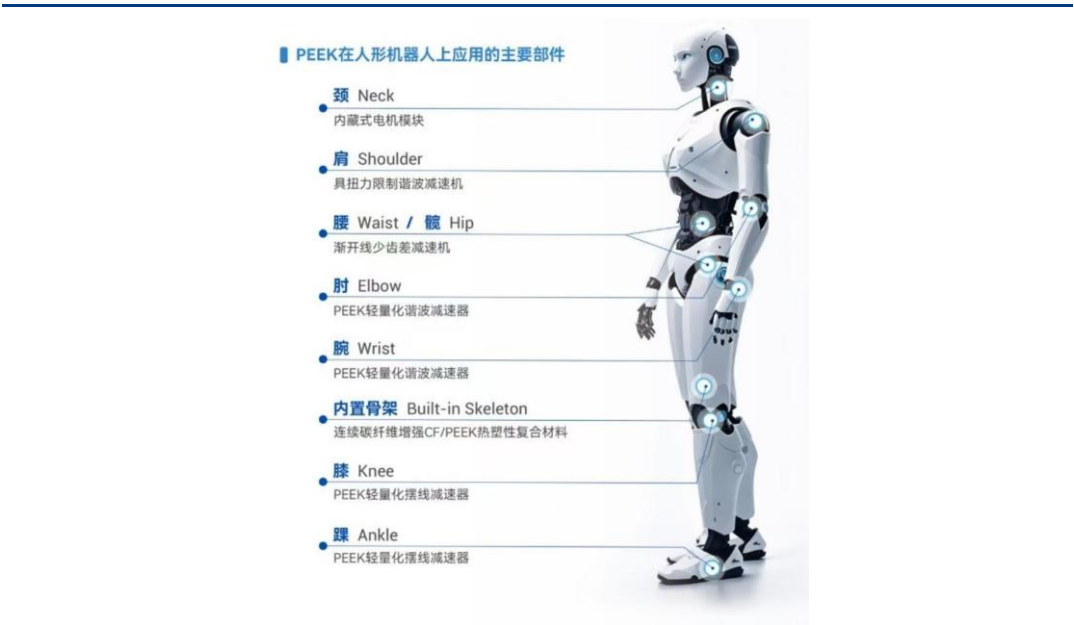
图表 52: 特斯拉灵巧手技术路线

类别	第一代灵巧手	第二代灵巧手	第三代灵巧手
发布时间	2022 年 10 月	2023 年 12 月	2024 年 10 月
驱动方案	空心杯电机+行星减速器	空心杯电机+行星减速器	无刷有齿槽电机+行星减速器
传动方案	涡轮蜗杆	涡轮蜗杆	丝杠+腱绳
自由度	11 个（6 主动+5 被动）	11 个（6 主动+5 被动）	22 个（17 主动+5 被动）
执行器	6	6	17
感知方案	无	在第一代基础上，新增指尖触觉传感器	在第二代的基础上，将触觉传感器覆盖全手，并集成 AI 视觉系统
功能场景	支持简单的抓取和放置任务	新增“抓鸡蛋”、“叠衬衫”等精细操作能力	可完成复杂动态任务，如接住飞行网球等。
产品展示意图			

资料来源：机器觉醒时代、华创证券

轻量化材料的应用可以显著提高机器人的运动性能和续航能力，2026 年关注原材料国产化进程。机器人轻量化材料包括 PEEK 材料，镁、铝合金，碳纤维等等，其中 PEEK 材料主要作为齿轮、轴承、骨架应用于各个关节模组，可以在降低机身重量的同时具备良好的耐腐蚀、耐高温等性能。减重可以有效提升机器人的运动灵活性和续航能力，目前 PEEK 材料核心原材料氟酮产能被少数公司掌控，后续国内厂商国产化率提升有望显著降低生产成本，从而带动 PEEK 材料价格下降和量产能力提升。

图表 53: PEEK 材料在人型机器人上的应用



资料来源：乐晴智库精选

2026 年人形机器人头部主机厂加速融资上市，汽零公司立足上游核心零部件快速入局。国内头部主机厂，包括宇树科技、智元机器人、乐聚机器人等均已在 2025 年获得了多轮融资，并计划于资本市场上市。由于人形机器人核心零部件制造端多与汽车零部件技术同源，且部分本体厂商为汽车主机厂，汽零公司以技术协同性及客户优势立足核心零部件快速入局，2026 年有望随下游人形机器人量产开始贡献营收。

图表 54：部分本体厂商融资上市计划

公司名称	申报时间	目标板块	最新进展
宇树科技	2025 年 11 月	科创板	11 月 10 日，宇树科技完成上市辅导工作
智元机器人	预计 2026 年申报	港股	截止目前已完成多轮融资，并控股上纬新材
乐聚机器人	已启动 IPO	创业板	10 月 30 日完成 IPO 辅导备案，目前已获 15 亿元融资

资料来源：央广网、东方财富网、大河财立方、华创证券

重点关注 26 年头部主机厂及核心零部件量产进程。

- 1) 推荐调整后的头部标的：拓普集团、敏实集团、银轮股份、新泉股份、双环传动、豪能股份、爱柯迪、福达股份、福赛科技；
- 2) 建议关注：凌云股份、新坐标、精锻科技、星宇股份、冠盛股份、旭升集团、贝斯特。

图表 55：人形机器人相关公司

零部件	零部件分类	作用	代表企业
减速器	RV 减速器	驱动关节，减速增矩，保障精准运动	中大力德、双环传动
	谐波减速器	精度高、体积小，适配紧凑关节	中大力德、绿的谐波、中鼎股份、隆盛科技
	行星减速器	承载强、效率高，强承载传动力	中大力德
	摆线减速器	高传动比和高效率、结构紧凑体积小、运转平稳噪声低、使用可靠寿命长	双环传动、豪能股份、精锻科技
传感器	六维力传感器	感知六向力，助平衡与精准操作	凌云股份
	触觉传感器	感知环境视觉，助导航与物体识别	汉威科技
	视觉传感器	捕捉环境视觉，辅助导航与识别	奥比中光
	IMU 惯性单元	检测姿态运动，辅助平衡与运动控制	芯动联科
	编码器	检测位置速度，辅助精确运动控制	奥普光电
电机	空心杯电机	空心无铁芯，轻量高效，精控微动作	鸣志电器、鼎智科技
	无框力矩电机	无框结构，高力矩，紧凑直驱，响应快	汇川技术、雷赛智能
	其他各类电机	将电能转化为机械能、精确控制运动	步科股份、江苏雷利、恒帅股份
灵巧手	材料	保障灵巧手柔韧耐用，适配精细操作	金发科技、浙江荣泰、祥鑫科技
	驱动	驱动手部活动，实现精准操作	鸣志电器
	完整件	精准抓握操作，助机器人完成复杂任务	兆威机电、雷迪克、明新旭腾
控制系统	大脑	统筹决策，协调各部件精准运作	科大讯飞、软通动力
	小脑	协调运动平衡，确保动作精准	汇川技术
丝杠	行星滚柱丝杠	高负载、高精度、长寿命，适配重载关节	绿的谐波、恒立液压、嵘泰股份、福达股份、贝斯特、万向钱潮、双林股份、汇川技术
	滚珠丝杠	高速、高传动效率，用于灵巧手及线性关节	鼎智科技、江苏雷利

电子皮肤	传感器	感知触觉温度等，使人形机器人更好感知外界	汉威科技、星宇股份
	材料	柔性基底，支撑电子皮肤的感知功能。	日盈电子
本体结构件	机器人骨架、总成等	轻量化骨架，支撑各系统集成	拓普集团、三花智控、银轮股份、敏实集团、富临精工、均胜电子、冠盛股份、爱柯迪、沪光股份、威孚高科、亚普股份、美湖股份、蓝黛科技
其他	材料、内外饰等	轻量化、优化外观	旭升集团、肇民科技、纽泰格、瑞鹄模具、广东鸿图、恒勃股份
资料来源：各公司公告、华创证券			

#### 4. 投资建议

当前整车和零部件板块估值按 PB 看处于历史中枢位置，按 PE 看整车处于历史中枢略高位、零部件处于中枢。整车从 2020 年中起开始跑赢沪深 300、零部件从 2021 年中开始跑赢创业板，都主要来自于自主电动的拉动，尤其零部件业绩持续增长，虽然部分股票股价在历史高位水平，其利润的确也消化了估值。2025 年以来，行业估值受到 AI、机器人及液冷等概念多轮催化，但近半年在政策退坡、2026 年销量展望不明朗的压制下，板块开始跑输大盘，但估值依然处于中枢略高的水平。

图表 56: 乘用车板块 PE (倍)



资料来源: Wind、华创证券, 截至 11 月 21 日收盘

图表 57: 零部件板块 PE (倍)



资料来源: Wind、华创证券, 截至 11 月 21 日收盘

图表 58: 乘用车板块 PB (倍)



资料来源: Wind、华创证券, 截至 11 月 21 日收盘

图表 59: 零部件板块 PB (倍)



资料来源: Wind、华创证券, 截至 11 月 21 日收盘

图表 60: 申万乘用车相对沪深 300 走势



资料来源: Wind、华创证券, 截至 11 月 21 日收盘

图表 61: 申万零部件相对创业板指走势



资料来源: Wind、华创证券, 截至 11 月 21 日收盘

图表 62: 中信乘用车相对零部件走势, 与沪深 300



资料来源: Wind、华创证券, 截至 11 月 21 日收盘

图表 63: 中信零部件相对乘用车走势, 与创业板指



资料来源: Wind、华创证券, 截至 11 月 21 日收盘

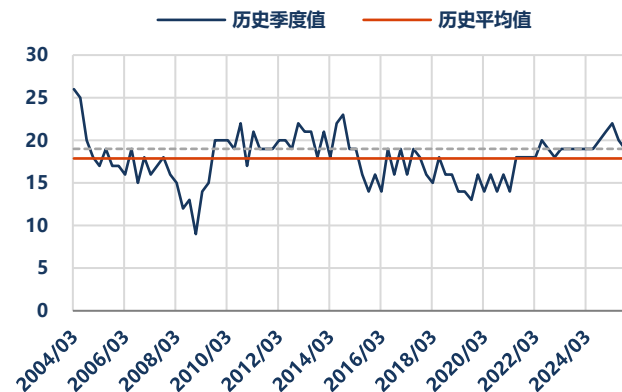
汽车板块的持仓环比下滑。汽车板块基金持仓比例（占基金总持仓）Q3 减少 0.84PP 至 3.58%，主要反应市场对未来行业下行的悲观预期。其中，乘用车由 Q2 1.41%降至 0.96%，商用车由 0.23%降至 0.14%，零部件由 2.20%降至 2.02%，汽车服务由 0.04%降至 0.03%。

图表 64: 汽车行业基金持仓占比情况



资料来源: Wind、华创证券, 截至 3Q25

图表 65: 汽车行业基金持仓排名情况



资料来源: Wind、华创证券, 截至 3Q25, 按升序排名



图表 66：汽车行业基金持仓前十大重仓股（以持股市值排序）

亿元 排序	2025Q3 股票	持股市值	持股变动	2025Q2 股票	持股市值
1	比亚迪	127	-0.7%	比亚迪	355
2	赛力斯	102	-3.6%	福耀玻璃	162
3	福耀玻璃	92	-6.1%	赛力斯	158
4	拓普集团	86	-3.1%	春风动力	97
5	新泉股份	69	-5.7%	潍柴动力	95
6	春风动力	60	-14.8%	拓普集团	75
7	浙江荣泰	49	-3.1%	伯特利	72
8	长安汽车	48	-1.2%	宇通客车	71
9	江淮汽车	38	-4.5%	上汽集团	69
10	上汽集团	37	-1.8%	江淮汽车	68

资料来源：Wind、华创证券

结合前文，**2026 年汽车行业特征**我们预计是：

- 1) 总量：行业周期性下行，即增速下移、进入被动加库阶段，但总量、电车表现预计会好于当前市场预期，数据端，预计 2026 年零售+1.0%、批发+4.6%，其中电车批发+8%、油车批发+1%，同时出口保持高增速，预计同比增量可达 100 万辆，出口乘用车总量超过 680 万辆。由于行业以旧换新政策尚未明确，因此具体政策的动态调整对明年销量影响也较大。
- 2) 竞争：由于行业进入被动加库阶段，理论上价格压力也将加大，但考虑到电车成本结构已基本触底、反内卷政策指引，预计实际价格压力会小于周期性理论状态，此外需要注意，无论是经济型（<20 万元）还是高端型（20-60 万元）的龙头品牌格局正逐步清晰，二三线品牌追赶难度较之前将有所提升。

#### 整车投资：

一共三类机会。其一是悲观预期修复，催化剂预计主要来自于明年节后销量超预期、政策超预期、出口超预期，核心标的为龙头车企，如吉利汽车、比亚迪。其二为自身经营与电车向下 beta 相关性不强的江淮汽车，基本面和估值弹性皆较大。其三则为零散的整车机会，如今年的蔚来，这类机会往往依靠超预期的新车，需要持续跟踪、尽早识别。

#### 零部件投资：

传统角度，预计新能源增速从 25 年的+25%下降到 26 年+8%，意味着多数优秀零部件的营收和利润率将承压，除非进入额外的订单释放周期（如敏实、豪能、继峰）。那么明年的投资机会将继续聚焦在新产业方向，通过产业进程和公司进展来拉动估值：

- 1) 智驾：L3 标准落地预计催化订单周期投资机会，推荐地平线机器人，建议关注禾赛科技、速腾聚创、黑芝麻智能；L4 标准落地预计带来自动驾驶运营商投资机会，建议关注小马智行、文远知行、曹操出行。
- 2) 液冷：作为可能最快贡献订单和利润的新产业方向，汽车零部件公司加速入局，推荐敏实集团、银轮股份、凌云股份。
- 3) 机器人：近期板块调整，预计明年产业将继续前进，带动新一轮投资机会，优先推荐调整后的头部标的：拓普集团、敏实集团、银轮股份、双环传动、豪能股份。

- 4) 业绩驱动：受益于相对较大量的新订单量产拉动，依然有部分零部件公司业绩较好，可以逢低布局，如敏实集团、豪能股份、爱柯迪、继峰股份、星宇股份、银轮股份、双环传动。

## 5. 风险提示

宏观经济波动、国内外政策低于预期、海外市场波动、原材料波动、价格战风险、汇率波动、机器人/液冷/智驾产业进度低于预期等。

## 汽车组团队介绍

### 组长、首席分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019 年加入华创证券研究所。

### 高级分析师：夏凉

华威大学商学院商业分析硕士。曾任职于汽车产业私募股权基金，2020 年加入华创证券研究所。

### 分析师：李昊岚

伦敦大学学院金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

### 分析师：林栖宇

上海财经大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：于公铭

英国拉夫堡大学金融硕士。2024 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：张睿希

上海交通大学金融硕士。2024 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售助理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售助理		fuyaqi@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
广州机构销售部	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com



## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明:

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/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522