

发布时间：  
2024年2月29日

撰写人：  
钟佩佩  
0755-82873966  
[zhongpp@cspengyuan.com](mailto:zhongpp@cspengyuan.com)

张扬  
0755-82873966  
[zhangy@cspengyuan.com](mailto:zhangy@cspengyuan.com)

秦风明  
0755-82873966  
[qinfm@cspengyuan.com](mailto:qinfm@cspengyuan.com)

中证鹏元资信评估股份有  
限公司

地址：深圳市深南大道  
7008号阳光高尔夫大厦3  
楼

电话：0755-82872897

网址：  
[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 信用展望 2024|整车制造业：汽车行业面临深刻变革，中国车企存在哪些机遇和挑战？

### 主要内容：

近年中国汽车行业快速发展，技术迭代和产业组织模式变化频繁。新能源汽车渗透率快速提升，为自主品牌整车厂商带来重大机遇。与此同时我们也关注到，新旧能源交替，车企竞争加剧，尾部企业开始出清。在此背景下，本篇报告旨在通过梳理整车市场的政策取向、竞争格局、技术迭代、产业组织模式的现状及发展趋势，观察重点企业的经营和财务表现，并展望行业和企业信用资质水平。主要结论如下：

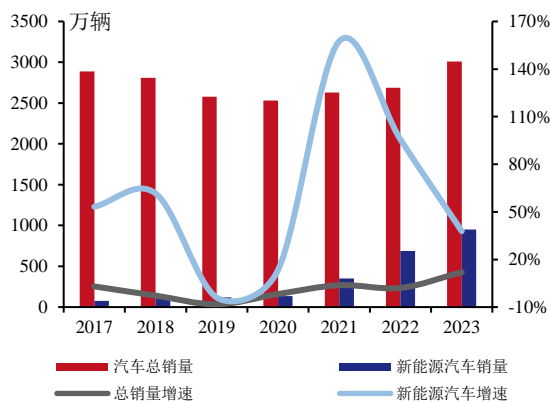
- ◆ **整车市场需求增长无忧，但结构有所分化。**燃油车日渐式微，2023年12月新能源汽车市场渗透率为40%左右，存在提升空间，是未来市场增量的主要来源。目前新能源汽车在低端市场渗透率更高，随着续航里程提升和智能化技术进步，新能源汽车产品力提升，中高端新能源汽车相较低端车型的增长空间更大。
- ◆ **新能源车企的头部集中度快速提升，二三线车企排位更替频繁。**产品矩阵丰富、产品定位明晰或在汽车“新四化”方面具备显著技术优势的车企有望在激烈竞争中脱颖而出。转型较慢的传统燃油车厂商面临压力，尾部企业开始出清，行业竞争加剧。补能技术和补能模式近年变化较快，超快充技术已落地，车企换电朋友圈正在扩大，纯电汽车竞争力持续提升，其对行业格局的影响不容忽视。
- ◆ **行业供应链正在重塑，拥有垂直整合能力的整车厂商将更具竞争力。**燃油车时代供应链呈金字塔结构，整车厂到各级供应商层层递进，秩序明晰。新能源汽车时代供应链从链状向网状变化，头部厂商正在加大垂直整合力度，通过自研自供零部件掌握更多生产环节和用户数据，提升产品力，缩短车辆迭代周期。
- ◆ **目前新能源汽车业务增收不增利的情况仍存在，未来随着新能源汽车渗透率和前排企业市场份额提升，新能源汽车盈利难问题预计将有所缓解。**传统整车厂商营收规模在新能源汽车冲击下有所走低，但其体量大、整体杠杆率不高，预计短期内财务表现仍能维持稳定；新势力车企财务表现存在较大分化，盈利能力弱，依赖外部融资为其现阶段主要特征。

## 一、整车市场产销回顾

**2023 年中国整车销售先抑后扬，国内市场需求大幅反弹，出口市场跃居全球第一，新能源汽车延续较高景气度，商用车谷底回弹**

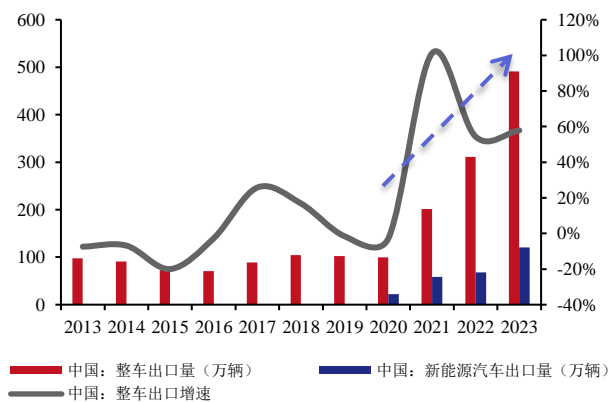
2023 年初受宏观外部事件影响，汽车产销复苏进程放缓，1-3 月累计产销同比有所回落；二季度起随着整车厂商通过价格战以价换量、地方政府推出购车补贴刺激需求，汽车消费市场显著回暖，加之自主品牌新能源汽车性能持续提升，整车市场较高的景气度延续全年。根据中汽协数据显示，2023 年全国汽车产销量分别完成 2,593.86 万辆和 3,004.50 万辆，同比分别增长 11.50%和 11.90%，产销量连续 15 年居全球第一。其中，乘用车销售 2,608.6 万辆，同比增长 9.54%，消费需求相较 2022 年显著回升；随着外部宏观事件影响逐步消退以及新能源商用车市场渗透率提升，商用车市场谷底回弹迎来恢复式增长，全年销售 403.90 万辆，同比增长 26.89%。出口方面，2023 年中国汽车出口量首超日本，跃居全球第一，销售表现亮眼。根据中汽协数据显示，2023 年中国汽车出口 491 万辆，同比增长 57.9%；其中新能源汽车出口达 120.3 万辆，同比增长 77.60%，对提升自主品牌的全球市场认可度贡献显著。

图1 2023 年新能源汽车延续高增长趋势



资料来源：中汽协，中证鹏元整理

图2 2021 年以来中国新能源汽车出口量持续攀升



资料来源：中汽协，中证鹏元整理

## 二、市场竞争格局现状

近年国内汽车市场需求增长无忧，但燃油车日渐式微，新能源车企竞争愈发激烈。汽车产业具有促消费稳增长的作用，是经济部门重点监测和扶持的产业之一。截至 2023 年末，我国千人汽车保有量持续上升至 230 辆，但与主要国家数据如美国近 840 辆、韩国超过 470 辆等相比，长期仍具备较大提升空间。过去几年部分主要城市增加车牌投放指标、提供购车补贴等刺激政策频出，整车厂商持续加大对新能源汽车的研发投入和车型投放力度，消费者对新能源汽车的接受度亦持续提升，均给整车市场需求带来较大推动力。

然而，在国内汽车整车市场需求保持增长的背景下，汽车消费结构预计将有所分化，燃油车市场或呈持续萎缩态势。头部新能源车企和部分电动化转型较好的传统车企有望继续受益于新能源汽车行业的较高景气度和国产替代需求，其他转型偏缓的传统车企预计收入增长有限，市场份额或被摊薄。

**新能源汽车市场头部集中度快速提升，二三线车企排位更替频繁，转型较慢的传统燃油车整车厂商面临更大压力，尾部企业开始出清。**对于众多新能源车企而言，2022-2023年颇为关键。2022年上半年，受宏观外部事件影响，汽车行业供应链遭受较大冲击，其中以长三角地区尤为显著。此外，全球范围的缺芯状况一度较难缓解，减缓了车型推陈出新及车企抢占市场份额的脚步。而在此次产业链稳定性危机中，比亚迪作为三电技术自研自供率高、能够量产电池、具备IGBT自有产线的整车制造企业，受汽车零部件供应间断的影响小。期间比亚迪顺势完善了产品矩阵和定价体系，目前已有“王朝”“海洋”“腾势”“仰望”“方程豹”五大品牌，同时丰富产品线，对小微型车、紧凑型车、中型车、中大型车、越野车均进行了产品铺设，定价涵盖10万-100万区间范围，比亚迪在2022年实现井喷式发展，市占率由17.9%提升至30.2%，与其他车企拉开明显差距，奠定了头部新能源车企的排位。

从销售情况来看，分列二三位的特斯拉（中国）和上汽通用五菱近年销量增速有所放缓；广汽埃安通过弹匣电池技术和网约车入局策略、理想汽车凭借现阶段能够有效缓解里程焦虑的增程式技术，销量均在2023年实现较快增长，其市占率差距同前排车企迅速缩小；吉利汽车、长安汽车的新能源转型亦有较好的市场认可度；蔚来和小鹏作为具备较好品牌认可度和技术实力的新势力车企亦能进入TOP10行列，值得关注的是华为和小米跨界加入造车行列，二者在智能技术、渠道运营以及品牌流量等方面拥有一定优势，其中华为和赛力斯合作的问界汽车2024年1月销售3.30万辆，已跃居新势力月销榜首，实力不容小觑。受新车型推出周期短、产品技术迭代快、消费者的品牌认可度变化大等因素影响，上述车企的新能源汽车销量市占率及销量增速近年均存在较大变化，排位竞争激烈。与此同时，需关注的是自2023年起威马、恒驰、爱驰、雷丁、高合等部分中后排新能源车企开始出清。目前，多数新能源整车厂商仍较难实现稳定盈利，高固定成本、高额研发支出需通过一定的销量摊薄。随着政府补贴退坡，销量偏低、规模效应不强的车企出清压力正在增加。

**表1 近年TOP10车企新能源汽车市场表现情况（单位：万辆）**

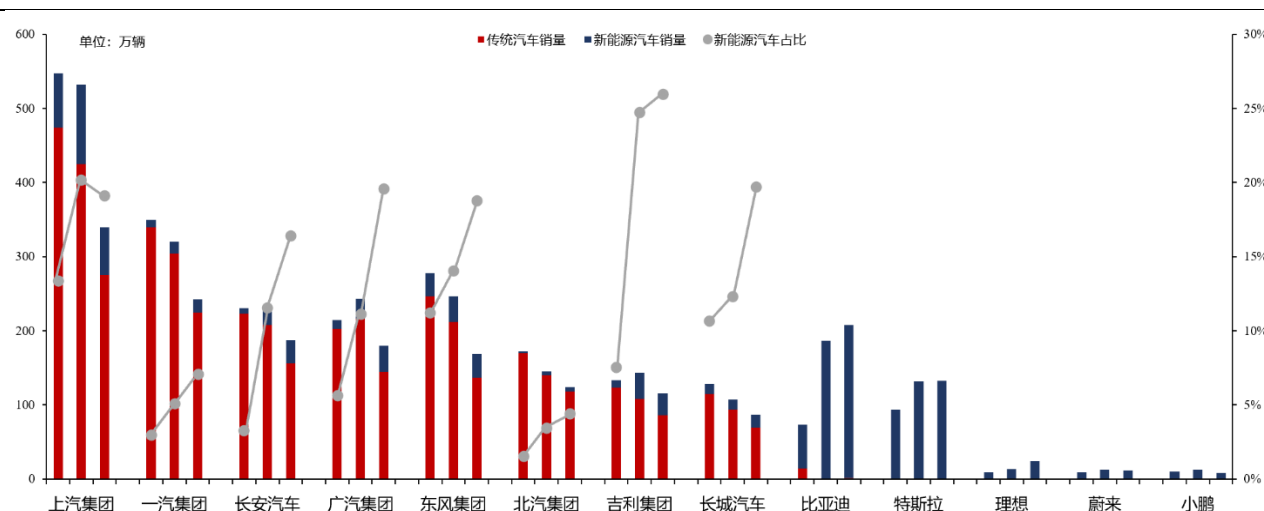
车企名称	2023年			2022年			2021年		
	销量	同比	占比	销量	同比	占比	销量	同比	占比
比亚迪	238.97	50.9%	32.7%	158.32	<b>201.1%</b>	30.2%	52.59	<b>261.4%</b>	17.9%
特斯拉（中国）	60.42	36.8%	8.3%	44.17	37.2%	8.4%	32.20	132.5%	11.0%
上汽通用五菱	45.20	1.2%	6.2%	44.68	5.6%	8.5%	42.32	158.7%	14.4%
广汽埃安	44.26	<b>107.0%</b>	6.1%	21.38	74.3%	4.1%	12.27	93.8%	4.2%
理想汽车	37.73	<b>178.8%</b>	5.2%	13.53	48.2%	2.6%	9.13	172.9%	3.1%
吉利汽车	31.22	97.7%	4.3%	15.79	<b>132.8%</b>	3.0%	未进入TOP10		

长安汽车	28.03	42.6%	3.8%	22.18	<b>117.5%</b>	4.2%	10.01	<b>252.9%</b>	3.4%
长城汽车	20.67	93.4%	2.8%	未进入 TOP10			13.35	146.9%	4.6%
蔚来汽车	15.99	33.1%	2.2%	未进入 TOP10			9.09	109.5%	3.1%
小鹏汽车	13.36	10.9%	1.8%	12.04	24.6%	2.3%	9.66	<b>253.6%</b>	3.3%

资料来源：乘联会，中证鹏元整理

燃油车方面，从目前各传统主流车企的销售结构来看，燃油车仍为其主要构成，占比超过 75%，但各家均存在明确的新能源汽车转型意愿，制定了转型计划。近年，特斯拉、比亚迪等车企相继带头掀起多轮汽车降价浪潮，特斯拉自 2021 年 1 月起对旗下车辆价格持续调整，Model3 和 ModelY 价格波动下行；2023 年 3 月，以东风为首的汽车降价浪潮席卷全国，此轮降价浪潮不仅涉及企业让利促销的市场竞争行为，亦有“有形的手”参与其中；2024 年 2 月，比亚迪高举“电比油低”，将插电式混合动力车型价格下探至 8 万元以内，主攻合资燃油车企所掌控的入门级轿车市场。首先，在汽车电动化趋势深入及汽车排放国六（6B）标准临近实施的背景下，部分厂商对燃油车推出大额折扣，意图去库存回现金改善经营状况；其次，头部新能源车企选择以价换量、抢占市场份额，挤占传统燃油车企和二三线厂商同价格段车型的生存空间；最后，扩内需稳经济方针下，部分城市政府部门让渡车辆购置税等，以期激发市场活力，缓解相关车企经营压力。2023 年以来参与购车优惠政策的车企和地方政府众多，对车企的影响深远。**长期来看，积极推进新能源布局、自主品牌具备市场竞争力的传统车企仍有望在行业格局中保有重要地位。而部分转型较慢的传统燃油车整车厂商面临产品竞争力下降的局面，燃油车销量下滑，但相关产业链从业人员众多且固定成本高企，从而利润空间被侵蚀，经营承压。**

图3 主要整车厂商新能源汽车及燃油车销量结构分布



注：从左至右分别为 2021 年末、2022 年末和 2023 年三季度末数据

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 三、整车市场发展趋势展望

**（一）政策端：国内激励政策囊括燃油车及新能源汽车，涵盖消费刺激、汽车电动化和智能化的技术推动等多方面；需持续关注欧洲双反调查和美国提高关税对新能源汽车出海的影响**

汽车产业作为国民经济支柱产业之一，近年中央和地方为鼓励汽车生产和消费，出台的相关政策不胜枚举，尤其是自 2009 年提出发展新能源汽车国家战略以来，财政补贴、税收优惠、双积分以及绿牌赠送等政策便接踵而至。尽管部分企业利用政策漏洞进行“骗补”，曾一度致使行业进入低质发展，但不可否认，历经十余年的政策培育和引导，中国新能源汽车在产业链、技术等方面已经实现“弯道超车”，自主品牌日益崛起，新能源汽车市场需求也逐渐从政策驱动切换为市场驱动。

目前，汽车产业相关政策的支持仍不可或缺。现行政策及其动向主要体现在以下方面：一是消费端，继续推行购车优惠、车辆购置税减免政策，但免征购置税技术指标加严；二是生产端，通过收紧“双积分”政策，推动车企研发制造的节能转型；三是通过政府采购，在试点城市推行公共领域全面电动化；此外，智能网联汽车领域政策密集出台，L3 及 L4 自动驾驶功能的智能网联汽车产品开展准入和上路通行试点，未来智驾技术将成为消费者选车的重要考量因素。

**表2 2023-2024 年汽车产业重要政策变化**

发布时间	政策/会议	核心内容	主要影响
2023.06	《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》	新能源汽车免征车辆购置税政策延续至 2027 年底（2024-2025 年新能源汽车免征车辆购置税，免税额不超过 3 万元；2026-2027 年新能源汽车减半征收车辆购置税，减税额不超过 1.5 万元）	降低消费者购买新能源汽车的成本
2023.11	《关于启动第一批公共领域车辆全面电动化先行区试点的通知》	明确 15 个首批试点城市，推广数量预计超过 60 万辆	公共领域全面电动化进程加速
2023.12	《关于调整减免车辆购置税新能源汽车产品技术要求的公告》	对减免车辆购置税的车型提出了一定的技术要求，纯电动乘用车免征购置税技术指标由之前的不低于 100km 调整为不低于 200km，具体从 2024 年 6 月 1 日起实施	提高免税车型的技术门槛，鼓励消费者选购更高品质新能源汽车
2023.12	中央经济工作会议	着力扩大国内需求，稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费	-
2023.12	中共中央 国务院关于全面推进美丽中国建设的意见	到 2027 年，新增汽车中新能源汽车占比力争达到 45%	-
2023.12	《开展“充电基础设施建设应用示范县和示范乡镇”申报工作》	将充电基础设施建设要求首次明确落实到农村地区，以申报示范县、示范乡镇的方式，鼓励农村地区政府加快充电基础设施的布局	-
2024.01	《关于加强新能源汽车与电网融合互动的实施意见》	要求到 2025 年，车网互动技术标准体系初步建成，充电峰谷电机机制全面实施并优化，加大试点示范，力争参与示范城市 2025 年全年充电电量 60% 以上集中在低谷时	降低充电难度和成本

段。开展新能源汽车作为移动式储能资源的试点。促进电费分时以及供应机制尽快健全。

2024.01	《关于2024-2025年度乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分管理有关事项的通知》	NEV积分比例要求较2023年的18%大幅提升，2024年为28%，2025年为38%；NEV积分计算时，低油耗车型按量0.2倍计入；循环外技术装置的安装且对循环外节能有效果的车型，计算CAFC时可减免一定额度	收紧“双积分”政策，在生产端推进车企节能转型
2024.01	《关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》	2024-2026年对搭载具备量产条件的L3及L4自动驾驶功能的智能网联汽车产品开展准入和上路通行试点，首次从国家层面对高级别自动驾驶技术的智能网联汽车准入和上路通行做出了统一的规范，并明确了事故责任归属问题	推动智能网联汽车产业商业化进程

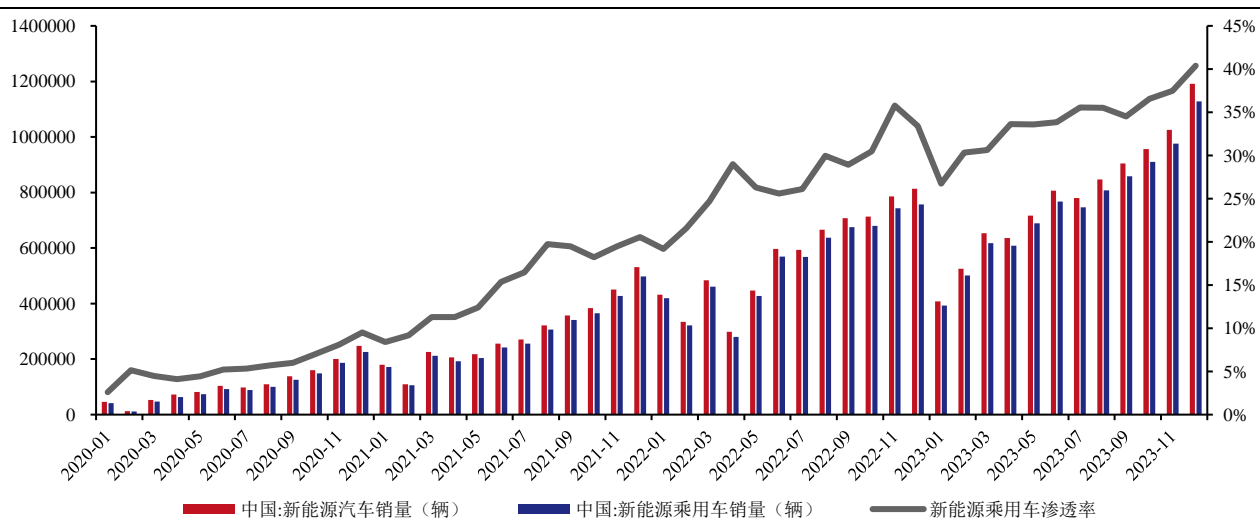
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

海外方面，欧盟和美国意图通过贸易壁垒和关税壁垒将中国新能源汽车拒之门外，例如美国对中国电动车加征27.5%的关税，推出《通胀削减法案》限制动力电池自华采购，欧盟启动对中国电动车的反补贴调查等。2024年需持续关注欧美相关法案和调查对中国新能源汽车出海的影响。

## （二）市场供需端：新能源汽车市场渗透率仍存在提升空间，预计为未来市场增量的主要贡献方

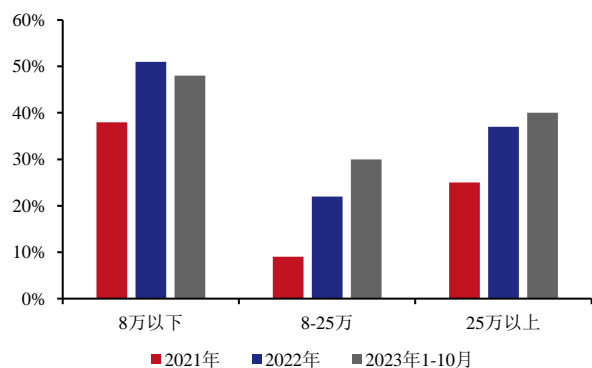
自特斯拉上海工厂制造的Model 3首次下线交付以来，新能源汽车在中国市场的认可度迅速提升，短短4年时间市场渗透率由2.6%攀升至40%，众多自主品牌整车厂商及配套零部件厂商获得了较大的品牌认知度提升及国产替代机遇。2023年12月末中国电动车渗透率已升至40.39%，汽车电动化已通过可实现汽油替代的市场验证。目前，消费者对新能源汽车认可度逐步提高，充电桩等配套设施亦持续完善。随着新能源车型投放力度加大，三电技术和智能车机系统应用进一步突破，新能源汽车相较燃油车的驾乘体验持续提升，未来对新能源汽车消费市场仍可保持乐观。从各车企的新车规划来看，2024年推出的新车型超过80%为纯电及插混新能源车，将继续推高我国新能源汽车市场渗透率。

图4 中国新能源汽车渗透率整体呈上升态势

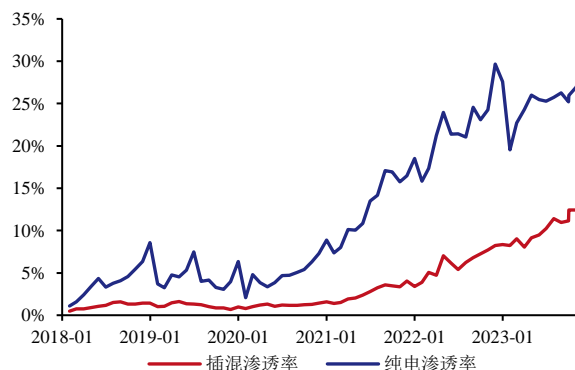


资料来源：Wind，中证鹏元整理

低端市场新能源汽车竞争力强，中间市场优质新能源车型供给持续提升，高端市场仍主要为燃油车型。随着智能化技术进步，中高端新能源汽车相较低端车型的增长空间更大。分价格段来看，8万以下的新能源汽车渗透率已接近 50%，高于行业均值。究其原因，8 万以下价格段以小微型车为主，集中在五菱宏光 MINI EV、比亚迪海鸥、吉利熊猫 mini、长安 Lumin 等车型，主要应用于城市短途通勤需求，且低端市场的消费者对油价及车辆保养费用更为敏感，日常维护成本更低的新能源汽车在此价格段更具优势。8-15 万的中低端市场仍为传统燃油车优势领域，呈现车型集中度偏低的特点，仅比亚迪的部分新能源车型能够在此价格段获得一定市占率，优质新能源汽车供给不足；15-25 万的中端市场竞争激烈，比亚迪、广汽埃安均能对同价格段燃油车构成挑战，亦是插电混车型的主要布局价格段。从技术路线来看，纯电始终为新能源汽车的市场主流路线，但插电混动亦处于稳定上升趋势中，市场认可度持续提高。25-40 万中高端市场以特斯拉、比亚迪、理想为主，相关车型市占率已超越同价格段燃油车；40 万以上的车型市场集中度较高，仍以 BBA、沃尔沃等品牌的燃油车为主，但理想 L9 已有所突破，自主品牌新能源汽车在高端市场仍有较大提升空间。中高端市场消费者对补能价格及车辆保养费用不及低端市场消费者敏感，更注重汽车智能化和驾乘体验，中高端新能源汽车若要打开增长空间，其能拥有超出 BBA 等中高端传统燃油车的体验或品牌价值是关键。而随着续航里程提升及电动化、智能化技术进步，未来中高端新能源汽车的渗透率增长速度有望高于全市场平均。

**图5 近年各价格段新能源汽车渗透率**


资料来源：中汽协，中证鹏元整理

**图6 纯电及插混路线的新能源汽车渗透率走势变化**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

**（三）产品技术端：产品矩阵丰富、产品定位明晰或在汽车“新四化”方面具备显著技术优势的车企有望在激烈竞争中脱颖而出，补能技术和补能模式近年变化较快，其对行业格局的影响不容忽视**

多产品矩阵是传统车企的常用市场策略，未来仍将是其抗衡新势力车企的优势所在。传统车企多有国资或合资背景，造车经验丰富，具有较强的资金实力和渠道管理能力。因此，通过多产品矩阵覆盖不同细分市场，利用协同效应降低单一产品开发成本，以此提升市场竞争力和盈利能力是传统车企的常用策略。以比亚迪为例，其王朝、海洋两大品牌主打日常家庭消费，为主要销售来源；通过腾势开拓高端市场、以

方程豹满足消费者个性化需求，产品涵盖跑车、越野等，仰望则为百万级越野和超跑车型，品牌布局合理，覆盖了日用到豪华，各类场景的用车需求，有效提升了比亚迪的销量和品牌影响力。此外，吉利旗下吉利、领克、极氪和睿蓝四大品牌、长安旗下启源、深蓝和阿维塔三大品牌以及长城新能源自 2023 年以来亦均有不俗表现，其品牌矩阵已具备规模和一定市场认可度，预计未来仍将保有较强竞争力。除此之外，部分车企产品定位明晰，在激烈的市场竞争中占据了一席之地。如理想定位于 40 万元左右的家庭用车，广汽埃安凭借性价比发力于网约车市场，亦取得不错的销量。

**技术引领为新势力车企的主要优势，其有望在智能化竞争中获得一定先机。**电动化和智能化是新能源汽车两大主要技术迭代领域。电动化方面，快充、超充技术在 2023 年成为各大企业的技术竞争焦点，蔚小理等新势力车企均已布局 800V 超充，随着电池技术稳定性增强，里程焦虑和安全问题得到缓解，未来纯电汽车市场或将迎来较快发展。智能座舱和智能驾驶是现阶段承载整车个性化智能体验的关键所在，也是目前车企的竞争焦点和布局重点。目前智能座舱已经成为当下智能汽车的必备选项，高价值汽车装配智能座舱的比例高。蔚小理在智能驾驶方面均采用独立研发模式，目前正加快开城速度并积极布局端到端大模型。小鹏在智能驾驶方面走在前列，系国内首个量产落地高阶城市辅助驾驶功能的车企，已完成 243 座城市的高级别辅助驾驶功能落地（XNGP），是城市 NOA 开城最多的一家，并提出 2024 年实现 XNGP 全国主要城市路网全覆盖。理想和蔚来在智驾领域仍在努力追赶，目前理想城市 NOA 已推至 113 个城市，但限制部分道路开放，蔚来全域领航辅助已经可以覆盖高速公路、城市快速路和城市地面道路，全域覆盖里程超过 100 万公里。此外，在特斯拉 FSD V12 展示了端到端大模型技术之后，国内新势力车企也宣布将积极跟进。

**超快充技术已落地，换电朋友圈正在扩大，两条技术路线的补能效率均持续提升，使纯电汽车竞争力进一步增强，其对汽车行业格局的影响不容忽视。**缩短充电时间是提升新能源汽车驾乘体验的关键之一，国内外主流车企纷纷布局 800V 高压快充车型，以求通过快速充电来提升产品竞争力。目前，比亚迪、广汽埃安、吉利极氪、长安、长城、小鹏、理想、蔚来、东风岚图、北汽极狐等多家车企均已宣布将推出 800V 快充车型，有望实现充电 10 分钟续航 400Km。从超充桩规划来看，华为宣布将在 2024 年底布局 10 万个超快充桩，广汽埃安到 2025 年底将建设 2,000 座超充站、同期小鹏和理想各为 3,000 座。对比来看，截至 2022 年末全国共有约 11 万座加油站，若超快充桩如期布局，其数量将同燃油车加油站不相上下，势将提升充电便利性和充电效率，有效缓解里程焦虑。另一方面，换电模式亦为重要补能方式，蔚来在该技术领域拥有最为成熟的体系。截至 2024 年 1 月末，蔚来布局换电站超过 2,350 座，且与长安汽车、吉利汽车、江淮汽车、奇瑞控股等多家传统车企达成换电战略合作，助力相关企业推出“可充可换”车型，提升补能效率。超快充和换电两大技术路线的有效应用将进一步提升纯电汽车的竞争力，预计对燃油车带来更大挑战，而中长期来看，其本身的技术迭代速度、成本差异预计也将使各大车企的产品力和盈利能力有所分化，继而影响车企的综合竞争力。



**图7 华为布局“1秒1公里”超快充电桩**

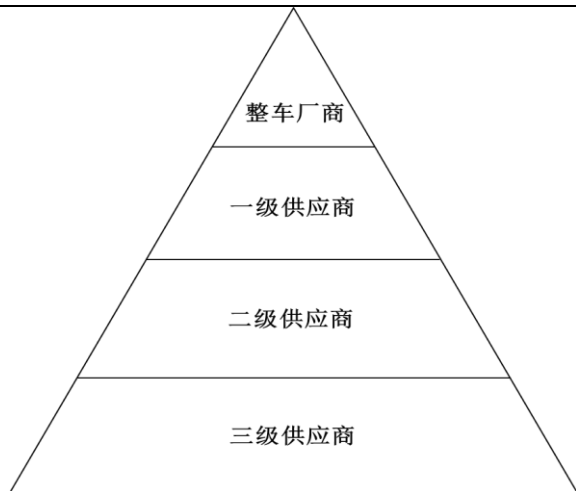

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**图8 蔚来携手众多厂商布局换电站**

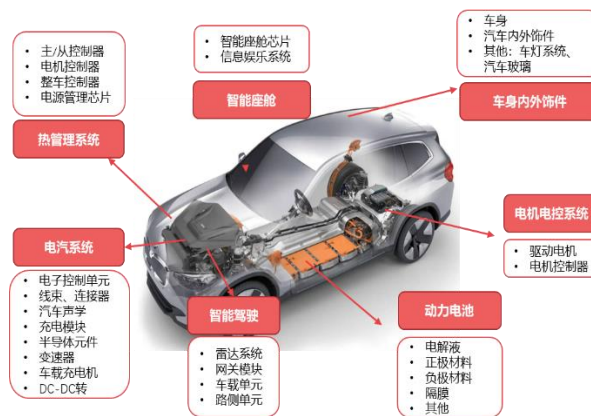

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**（四）产业组织端：新能源汽车时代，行业供应链结构正从链状逐步向网状变化，传统车企纷纷探索与新能源汽车生产相适应的生产组织模式，新势力车企亦寻求同传统车企及外资合作来增强行业话语权；华为通过与车企合作下场造车，增长势头强劲**

新能源汽车正在悄然改变汽车产业的生产组织模式，燃油车时代供应链呈金字塔结构，汽车“新四化”后供应链结构日趋复杂，从链状向网状变化；头部厂商不约而同加快垂直整合，步入新能源时代核心零部件供应商或会减少。燃油车时代汽车行业供应链以金字塔结构为主，即整车厂到一级、二级、三级供应商层层递进，秩序明晰，整车厂多直接同一级供应商沟通协作，二、三级相对较少；但随着汽车电动化和智能化将三电系统、智能系统和互联网引入汽车行业，汽车供应链呈日趋复杂态势。部分整车厂商加大产业链垂直整合力度，如比亚迪致力于自研自供电池、电机、芯片等重要零部件，特斯拉则致力于自动驾驶系统的自研自供；部分整车厂商有时寻求绕过部分一级供应商，同二级供应商联合开发零部件，有时绕过电池企业投资锂矿等上游原材料等。此外，如华为等供应商着力为整车厂商提供“交钥匙”方案，试图成为战略重要性堪比整车厂的供应商。究其原因，汽车“新四化”后，部分零部件一体化趋势明显，且整车厂商更为注重车机系统的配合及后期软件的升级迭代，掌握车辆更多的生产环节和用户数据，有助于其提升产品力，缩短车辆迭代周期，获取竞争优势。在此趋势下，预计未来更多整车厂商存在垂直整合需求，核心零部件供应商或相较燃油车时代有所减少。

**图9 燃油车汽车供应链图示**


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**图10 新能源汽车供应链图示**


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

新势力车企产业组织模式快速变化，寻求造车独立、商业合作是现阶段的主要特征；传统车企合资经验丰富，预计合作经营仍将成为其重要模式之一，但合作模式多样，效果亦有待观察。新能源汽车放量初期，即2020年7月，工信部修改《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》，删去有关“设计开发能力”的要求，可分离生产和设计开发能力，意在鼓励代工模式。对于跨界入局的造车者而言，技术制造共享降低了造车门槛，同传统整车制造厂商合作可快速实现整车下线、量产的目标。彼时，小鹏和海马合作、理想和力帆合作、蔚来和江淮合作等等，较多的新势力车企选择了代工模式入局。2022年新能源汽车制造行业初现产能过剩端倪，工信部发布《关于开展新能源汽车委托生产试点工作的通知》，要求选择代工模式的委托方与受托方均需具备生产资质才能代工生产，大幅提高门槛，收缩意图明显。另一方面，蔚小理等新势力车企随着汽车销量增长，形成品牌声誉，均相继选择自建工厂。自2023年10月蔚来同江淮汽车分开，走上自建道路，各大实力较强的新势力车企基本完成生产组织模式自建化转变。

商业合作方面，2023年7月，大众集团向小鹏增资7亿美元，收购小鹏汽车4.99%股权，同时双方达成技术框架协议，预计于2026年在中国市场共同推出两款大众品牌电动汽车。2023年10月，外资车企Stellantis集团以15亿欧元收购零跑汽车20%股权并拥有零跑汽车董事会2个席位，双方正在筹备以51:49的比例共同组建合作公司。2023年11月，蔚来同长安汽车、吉利控股等达成合作协议，将联合推动建立换电电池标准。此外，蔚来汽车同长安汽车首款共用电池包的可换电乘用车型计划在2025年上市。整体来看，新势力、传统车企和外资车企均在寻求中国市场的商业合作，形式包括股权收购、成立合资公司、合作造车、售后换电合作等多种方式，模式多样，双方绑定程度深浅不一，效果仍有待观察，需持续关注上述合作的成功与否以及对行业格局带来的影响。

此外，华为作为具有强话语权的供应商，选择与整车厂商合作的方式参与造车，合作深度由浅至深包

括零部件供应商模式、HI 模式以及智选模式。零部件供应商模式，即华为向车企供应电机、电池管理系统、智能驾驶和智能座舱等零部件，下游客户包括比亚迪、广汽埃安、吉利、哪吒汽车等。HI 模式，即车企使用华为全栈智能汽车解决方案，包括计算与通信架构、智能座舱、智能驾驶等，在该模式下，华为与车企共同定义、联合开发，选择 HI 模式的车企多为在新能源领域布局较早但智能化进程相对缓慢，通过与华为合作可快速补齐智能化短板，合作车企包括北汽极狐、长安阿维塔等。智选模式下，华为深度参与产品定义、整车设计、品牌营销和渠道销售，华为系整台车“灵魂”的核心掌控者，选择此模式的车企通常在电动化和智能化方面的发展相对偏缓，目前赛力斯、奇瑞、江淮、北汽等车企加入该模式。总体来看，华为通过在智能化、营销、渠道等方面赋能传统车企参与造车，是行业的强势新兴力量，近来增长势头强劲。

## 四、重点企业财务分析和信用展望

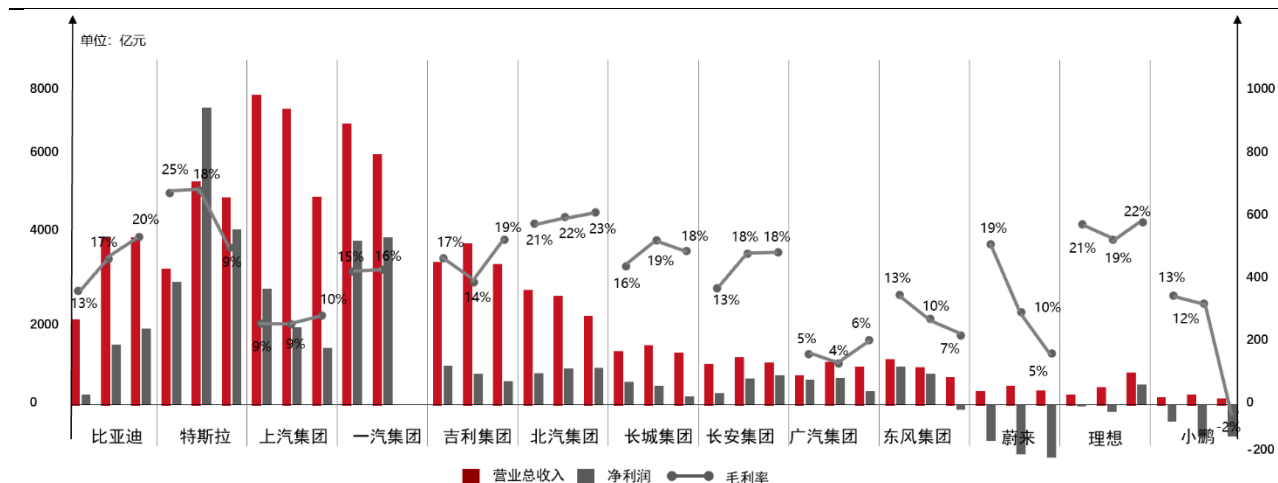
### （一）重点企业财务表现

**传统整车厂商营收规模在新能源汽车冲击下有所走低，但其营收体量大，预计短期内财务表现仍能维持稳定；新势力车企财务表现存在较大分化，盈利能力弱、依赖外部融资为现阶段主要特征**

传统整车厂商的业务虽受新能源汽车冲击较大，致近年营收和利润规模有所下滑，如上汽集团、一汽集团等，但其凭借较大的营收体量、较强的渠道能力和丰富的产品线，预计仍能在短期内保有较大的营收、利润规模，维持相对稳定的财务表现。广汽集团、吉利集团和长安汽车的新能源汽车市场认可度逐步提升，销量保持增长，带动营收规模持续上升。东风集团、北汽集团新能源汽车产品未见明显起色，同时燃油车产品受到冲击，营收规模有所下滑。

从毛利率水平来看，近年新能源汽车业务较难盈利的情况始终存在，广汽集团系在新能源汽车业务表现突出的传统厂商，但其整体销售毛利率处于偏低水平；北汽集团新能源汽车业务近年发展相对靠后，但其整体销售毛利率相较其他传统厂商更优。新势力车企的盈利能力则存在较大分化和较大波动，目前销量偏后的蔚来汽车和小鹏汽车盈利能力较弱，近年受益于增程式技术路线，市场表现较好的理想汽车亦能实现较高的利润率。蔚来汽车和小鹏汽车目前尚未实现盈利，公司运营依赖外部融资，其中蔚来汽车毛利率下滑明显，净利润亏损幅度持续加大，小鹏汽车毛利率转负，财务杠杆提升明显。目前新能源汽车业务增收不增利，预计随着新能源汽车渗透率进一步提升，新能源汽车盈利难问题将有所缓解。

图11 主要整车厂商近年营收和净利润一览

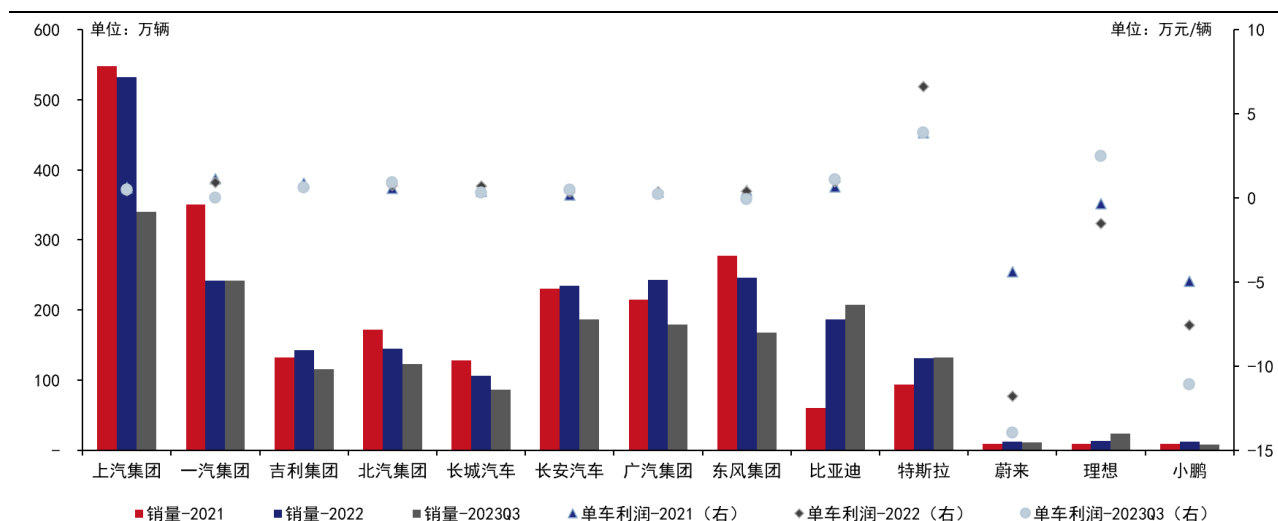


注：从左至右分别为2021年末、2022年末和2023年三季度末数据；一汽集团未披露2022年及2023年1-9月财务数据，其2022年指标采用2022年1-9月数据计算

资料来源：Wind，公开资料，中证鹏元整理

特斯拉单车利润引领市场，国内传统整车厂商单车利润差异较小，整体较为稳定；新势力车企单车利润分化明显，整体偏低。特斯拉凭借着高销量形成的规模效应、技术创新和垂直整合下较好的成本控制，以及品牌溢价，近年将单车利润保持在较高水平。传统厂商虽正逐步提升新能源汽车销售结构占比，但整体来看仍以燃油车为主，因此各家单车利润差异不大，近年变化亦不大，处于平稳态势。新势力车企中理想凭借较好的市场表现，能够获得同传统厂商相似的单车利润，蔚来和小鹏市场表现变化大，不够稳定，以致单车利润偏低，且近年波动明显。

图12 主要整车厂商近年销量与单车利润一览

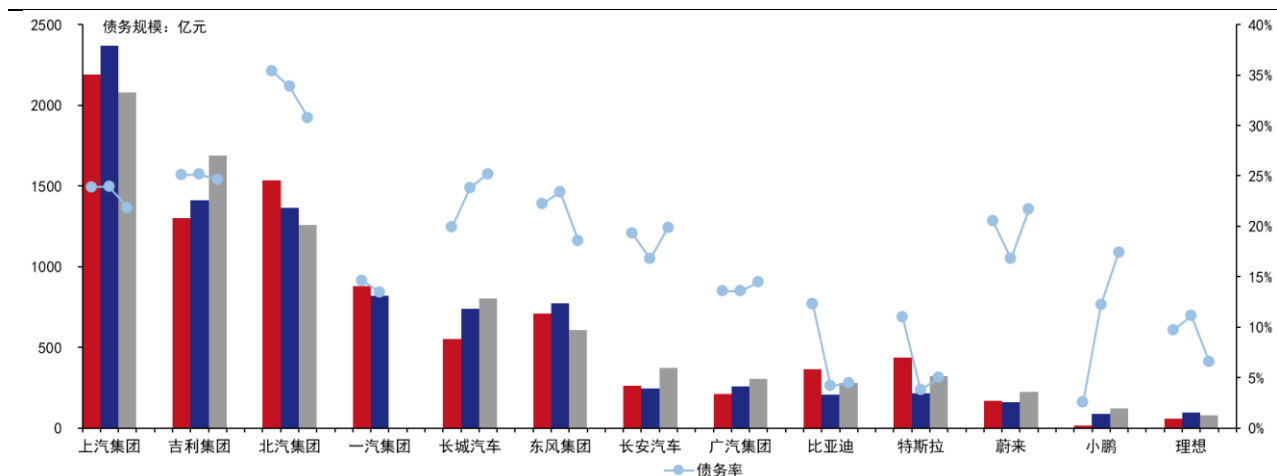


注：从左至右分别为2021年末、2022年末和2023年三季度末数据；一汽集团未披露2022年及2023年1-9月财务数据，其2022年指标采用2022年1-9月数据计算

资料来源：Wind，公开资料，中证鹏元整理

传统整车厂商和新势力厂商的债务率整体均不高，处于制造业企业的合理范围内。以新能源汽车业务为主的厂商，其债务率普遍更低。比亚迪和特斯拉两大头部新能源整车厂商盈利能力相对更佳，经营性现金流表现较好，有一定的盈余积累，近年来有息债务率持续下降且处于较低水平。

**图13 主要整车厂商债务规模与债务率一览**



注：从左至右分别为2021年末、2022年末和2023年三季度末数据；一汽集团未披露2022年及2023年1-9月财务数据，其2022年指标采用2022年1-9月数据计算  
 资料来源：Wind，公开资料，中证鹏元整理

## （二）整车制造业和主要整车厂商信用资质展望

中国汽车市场需求近年呈小幅增长趋势，其中2023年全国汽车产销量分别完成2,593.86万辆和3,004.50万辆，同比分别增长11.50%和11.90%，延续较高景气度。出口方面，2023年中国汽车出口量首超日本，跃居全球第一，销售表现亮眼。同时，受益于新能源汽车的快速发展，中国车企自主品牌快速崛起，市场认可度逐步提升，行业整体信用资质预计平稳。与此同时，整车厂商竞争日益激烈，内卷加剧，二三线车企排位更替频繁，对应整车厂商信用资质亦存在变化。通过观测重点企业的产品矩阵、销售情况和财务特征，我们预计2024年比亚迪、广汽集团、长安汽车和理想汽车信用资质向好，上汽集团、吉利集团和长城汽车信用资质平稳。

### 1、信用资质预期向好

企业	产品矩阵	市场销量	财务表现
比亚迪	拥有五大产品系列，涵盖低中高端、豪华车	纯电插混齐驱，2023年累计销量保持高增（+61.9%），各条线均表现亮眼； 高端品牌方面，腾势月销过万辆，趋势较好； 同期海外销量占比8.0%，加速全球化布局	有息债务率逐步下降，经营活动现金流保持净流入且逐年增长

<b>广汽集团</b>  自主品牌广汽埃安、广汽传祺 合资品牌广汽丰田和广汽本田	广汽埃安表现强势，市占率超 7%，广汽传祺亦表现不俗；  合资品牌仍为产销压舱石，是公司营收和利润的重要来源	新能源汽车市场表现强势，公司营收和利润近年持续增长，经营活动现金流好转；  公司盈利能力偏弱，处于偏低水平，公司杠杆水平不高，偿债指标表现较好，债务压力不大
<b>长安汽车</b>  搭建深蓝+启源+阿维塔三大系，全面覆盖新能源汽车低中高端市场  燃油车产品谱系广，主打高性价比	自主新能源表现较好，“深蓝+启源+阿维塔”全年累计销量突破 47 万辆；  合资品牌销售偏弱，长安福特和长安马自达全年销量分别同比下降 7.13% 和 14.77%	单车利润向上，营收及净利润保持高增态势，经营活动现金流近年始终保持净流入；  杠杆水平偏高，但现金类资产相对充足，且偿债指标表现较好，债务压力不大
<b>理想汽车</b>  专注于大中型 SUV 赛道 L7/8/9 三款增程式 SUV	2023 年以来销量增长主要来自 L7 上市；  L8/9 具备较高市场认可度，在 40 万以上新能源车系中市占率亦保持前列	自 2023 年一季度起净利润由亏转盈，公司毛利率在新能源车企中位居前列；  现金流持续流入，有息债务规模相对现金类资产不高，债务压力不大

## 2、信用资质预期平稳

企业	产品矩阵	市场销量	财务表现
<b>上汽集团</b>	已形成合资+自主，内销+出口，价格覆盖中高低市场的矩阵；  合资品牌拥有上汽大众、上汽通用等巨头；  自主品牌拥有智己、飞凡（荣威）、名爵	凭借乘用车、商用车等多类产品布局，近年总销量稳居国内第一；  上汽新能源销量虽相对靠前，2023 年达 112.3 万辆，但以产品价格较低的宏光 MINIEV 为主，且同比有所下滑，自主品牌尚未有明显起色；  外销表现领跑中国车企，2023 年达 120.8 万辆，同比增长 18.8%	年营收近 8000 亿元，体量大，多年位居第一；  近年盈利能力有所下滑，毛利率不足 10%；  杠杆水平略高，超过 60%，有息债务规模较大，现金债务比和速度比率等偿债指标略低于前排车企，但整体偿债压力可控
<b>吉利集团</b>	涵盖吉利、几何、极氪、沃尔沃、领克等品牌；  极氪、沃尔沃定位中高端，吉利、几何定位中低端，合资品牌睿蓝主要面向换电出行市场	吉利新能源 2023 年销量约 98 万辆，同比增长超 51%，势头较好；  传统汽车市场，旗舰品牌沃尔沃全年销售 70.87 万辆，同比增长 15%，保持稳定增长；  新能源车型份额有所拓展，极氪品牌在豪华车市场表现有所起势	近年营收规模保持增长，但受材料成本上升、芯片短缺拖累，利润率下滑，且对外股权投资规模较大，非经营性损益等对公司盈利有所侵蚀；  2021 年末以来有息债务持续攀升，经调整后资产负债率接近 70%，整体财务杠杆水平较高

长城汽车	拥有哈弗、魏牌、欧拉、长城皮卡和坦克五大品牌；	2023 年销售 123.07 万辆，同比增长 15.29%；	近年营收和净利润呈小幅增长态势，毛利率均超 15%，水平尚可； 有息债务规模相较公司现金类资产偏大，短期偿债指标相较前排车企略弱，2023 年三季度经营活动现金净额呈流出状态，但整体看债务压力可控
	产品涵盖 SUV、轿车、皮卡三大品类	2023 年新能源汽车累计销售 26.2 万辆，同比增长 98.74%，起势明显	
		海外销量 31.60 万辆，同比增长 82.48%，保持强劲势头	

## 五、结论

从汽车整车市场来看，需求增长无忧，但结构有所分化，燃油车日渐式微，新能源汽车市场渗透率存在提升空间，是未来市场增量的主要来源。其中，随着续航里程提升和智能化技术进步，中高端新能源汽车相较低端车型的增长空间更大。此外，行业供应链正在重塑，拥有垂直整合能力的整车厂商将更具竞争力。燃油车时代供应链呈金字塔结构，整车厂到各级供应商层层递进，秩序明晰。新能源汽车时代供应链从链状向网状变化，头部厂商加大垂直整合力度，通过自研自供零部件掌握更多生产环节和用户数据，提升产品力，缩短车辆迭代周期。

从车企来看，新能源车企竞争愈发激烈，头部集中度快速提升，二三线车企排位更替频繁，转型较慢的传统燃油车厂商则面临更大压力，尾部企业开始出清。产品矩阵丰富或具备显著技术优势的车企有望在激烈竞争中脱颖而出，补能技术和补能模式近年变化较快，超快充技术已落地，换电朋友圈正在扩大，两条技术路线的补能效率均持续提升，其对行业格局的影响不容忽视。

从财务特征来看，目前新能源汽车业务增收不增利的情况仍存在。传统整车厂商营收规模在新能源汽车冲击下有所走低，但其营收体量仍大，预计短期内财务表现仍能维持稳定；新势力车企财务表现存在较大分化，盈利能力弱、依赖外部融资为其现阶段主要特征。未来随着新能源汽车渗透率和前排企业市场份额进一步提升，预计盈利难问题将有所缓解。

从信用资质来看，中国整车制造业仍存在一定增量空间，预计整车制造行业整体信用资质平稳，但随着行业竞争愈发激烈，预计各车企信用资质表现将有所分化且变化较快。

[注]本文新能源汽车市场渗透率采用“新能源乘用车销量/乘用车总销量”计算。

## 免责声明

---

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
  - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
  - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
  - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-



## 中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际） 三楼	地址：北京市朝阳区建国路世 茂大厦 C 座 23 层	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	电话：010-66216006 传真：010-66212002	总机：021-51035670 传真：021-51035670
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘 府东路 200 号华坤时代 2603	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	电话：025-87781291 传真：025-87781295	电话：028-89102569
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济 南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室	地址：西安高新区唐延路 22 号 金辉国际广场 902 室	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	电话：029-88626679 传真：029-88626679	电话：+852 36158343 传真：+852 35966140