

惠誉博华 2025 年信用展望：汽车

2024 年 1-11 月，汽车产销量分别为 2,790.3 万辆和 2,794.0 万辆，同比分别增长 2.9% 和 3.7%，产销量增速虽低于上年，但呈现稳健增长态势。乘用车市场表现稳定但各品牌销量现分化，商用车销量疲弱。惠誉博华预计，2025 年中国汽车总体销量仍将保持 3.0%-4.0% 的增速，乘用车增速将高于商用车，但不同品牌、不同车型销量增速将进一步分化。2025 年预计汽车消费刺激政策将赓续发力，为销量增长提供外部动力。

2025 年新能源汽车渗透率仍将进一步提升，智能化将成主要角逐领域。但由于目前新能源汽车渗透率已超 40%，高基数影响下未来新车销售增速将进一步放缓，预计 2025 年新能源汽车销量增速在 15%-20% 之间。惠誉博华认为，智能化已走向主流，未来汽车行业将面临技术持续创新与成本不断降低双重挑战。

中国汽车产品竞争力提升、国际地缘政治变局等因素推动中国汽车出口近年持续高增长，2024 年 1-11 月汽车出口 534.5 万辆，同比增长 21.2%。预计 2025 年中国汽车出口销量增速仍维持两位数增长，但伴随国际贸易摩擦不断增加，增速将放缓。

财务方面，汽车行业变革已至，销量规模及产品结构仍是主机厂商盈利能力的决定性因素，未来其成本压力或传导至上游。行业整体财务结构稳健，自由现金流现分化，但多数企业仍有较好的短期债务现金保障能力。惠誉博华认为，2024 年及 2025 年自主品牌市场份额提升空间收窄，行业格局趋于稳定，乘用车板块整体盈利规模增速将小幅上行，但企业之间结构性差异或将加大，需要重点关注销量持续不及预期且杠杆率高企的样本企业经营与财务压力。

综上所述，惠誉博华对汽车行业的信用展望为“中景气稳定”。

惠誉博华

相关研究

惠誉博华 2024 年信用展望：汽车（2024.03）

分析师

周纹羽 CPA（中国）；CPA, CGA(Canada)
+86 (10) 5663 3872
wenyu.zhou@fitchbohua.com

王兴萍 CPA

+ 86 (10) 5663 3871
xingping.wang@fitchbohua.com

媒体联系人

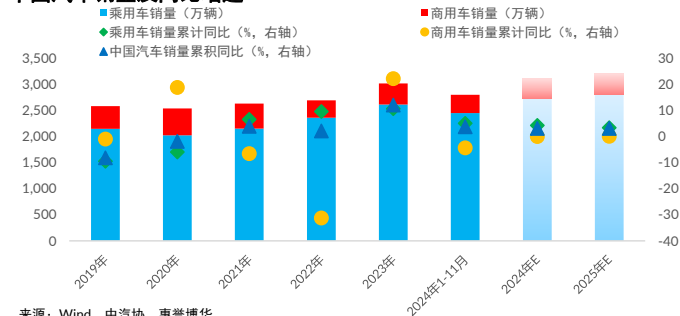
李林
+86 10 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

2024 年 1-11 月中国汽车市场整体呈现稳健增长态势：乘用车市场表现稳定，但各品牌销量现分化；商用车销量疲弱

2024 年 1-11 月，中国汽车产销量分别为 2,790.3 万辆和 2,794.0 万辆，同比分别增长 2.9% 和 3.7%，产销量增速虽低于 2023 年全年，但整体呈现稳健增长态势，《惠誉博华 2024 年信用展望：汽车》的总体预测与实际表现基本一致。受“以旧换新”等消费刺激政策、新能源汽车快速发展以及出口高增等因素影响，乘用车 2024 年 1-11 月销量 2,443.5 万辆，同比增长 5.0%。

受房地产行业低迷以及基建投资放缓影响，加之国内公路货运运力过剩、运价低迷、货车行业库存积压等问题，2024 年 1-11 月商用车销售 350.5 万辆，同比下降 4.4%，其中货车为 305.4 万辆，同比下降 5.4%；客车销量为 45.0 万辆，同比增长 3.2%。2024 年 11 月货车和客车销量分别环比增长 5.5% 和 6.5%，年底供应商冲销量以及商用车的“两新”（《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》）实施细则和配套政策逐步落地，商用车 2024 年全年销量降幅有望较前 11 个月收窄。

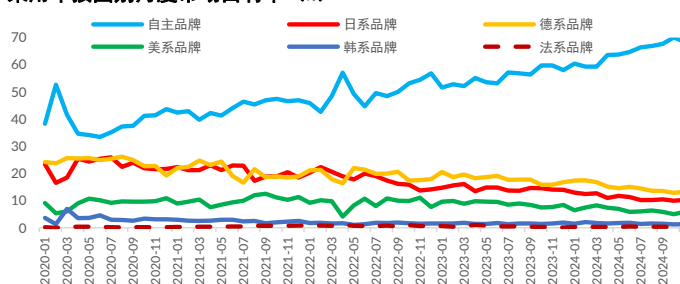
中国汽车销量及同比增速



来源：Wind，中汽协，惠誉博华

分品牌来看，中国自主品牌乘用车市场份额持续增加，领先优势不断扩大，2024 年 11 月市场份额达到 68.3%。主要原因为新能源汽车渗透率不断提升，自主品牌新能源汽车的比较优势厚积薄发，在新能源汽车市场表现强势，2024 年 11 月自主品牌新能源乘用车渗透率（批发）高达 64.7%，这一比例远高于主流合资车企的 5.8%。

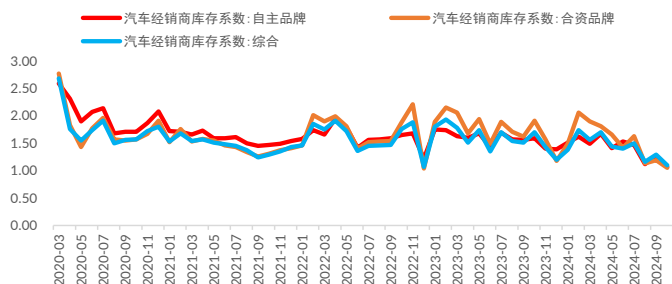
乘用车按国别月度市场占有率（%）



来源：Wind，惠誉博华

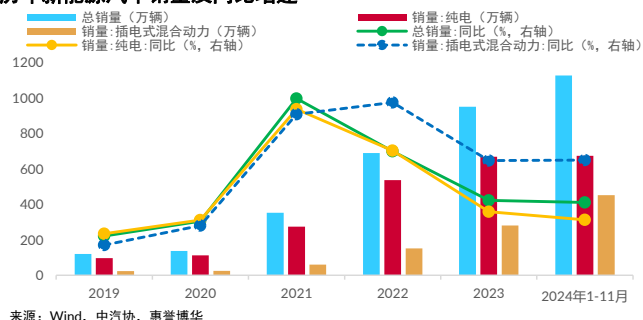
库存端，2024 年行业整体生产偏谨慎，合资车企持续去库存，自 2024 年下半年以来，合资品牌和自主品牌经销商库存系数均持续走低，且低于 1.5 的警戒线，进入合理区间。这反映出车企和经销商正逐步调整运营策略，使之与消费周期相匹配，以降低行业周期风险。

汽车经销商库存系数



中国新能源汽车渗透率持续快速提升，混合动力新能源汽车更具市场竞争力。2024 年 1-11 月新能源汽车销售 1,126.2 万辆，同比增长 35.6%，其中，新能源汽车国内销量 1,012.1 万辆，渗透率为 44.8%，国内新能源乘用车销量 965.9 万辆，占乘用车国内销量比例的 48.5%。从动力类型来看，2024 年前 11 个月插电式混合动力新能源汽车销量保持快速增长，同比劲增 85.2%，占新能源汽车总销量比例为 40.1%。

历年新能源汽车销量及同比增速



2024 年 1-11 月，汽车销量前十大整车集团合计销量 2,372.5 万辆，同比增长 3.2%，但市场集中度略有下降，CR10 为 84.9%，低于上年同期 0.4 个百分点。微观上看，由于新能源汽车与传统燃油车销量“K 型”分化加剧，且各车企出口表现不一，各车企 2024 年 1-11 月销量增速涨跌互现，比亚迪、奇瑞汽车、吉利汽车涨势强劲，广汽集团、上汽集团跌幅较大，市场份额明显下滑。

2024 年 1-11 月部分整车集团销量排名		
	2024 年 1-11 月销量 (万辆)	同比增长
上汽集团	353	-19.5%
一汽集团	285.3	-5.3%
比亚迪	375.7	40.0%
长安汽车	243.3	4.1%
广汽集团	172	-23.4%
东风汽车集团	170.5	-11.1%
奇瑞汽车	230.5	38.4%
吉利汽车	196.7	30.9%
长城汽车	109.8	-18%

来源：各企业公开资料，惠誉博华

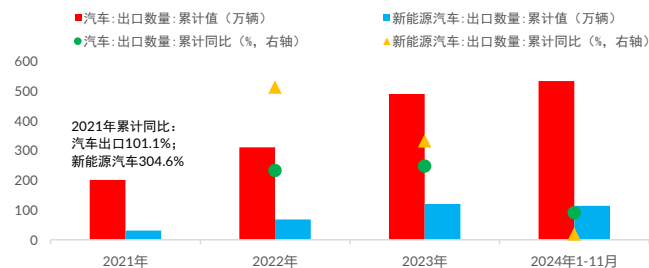
作为大宗消费品，汽车零售额占据社会零售总额的 10% 左右份额，2024 年“以旧换新”、新能源汽车下乡等政策有效促进了汽车消费。惠誉博华预计，2025 年汽车消费刺激政策将赓续发力，为销量增长提供外部动力，中国汽车总体销量仍将保持 3%-4% 的增长，其中乘用车增速将高于商用车，但不同品牌、不同车型销量将持续分化。

2025 年新能源汽车渗透率仍将进一步提升，智能化将成主要角逐领域。但鉴于目前新能源汽车渗透率已超 40%，高基数影响下未来新车销售增速将进一步放缓，预计 2025 年新能源汽车销量增速在 15%-20% 之间。

2025 年中国汽车出口销量增速仍将维持两位数增长，但伴随国际贸易摩擦不断增加，增速将放缓

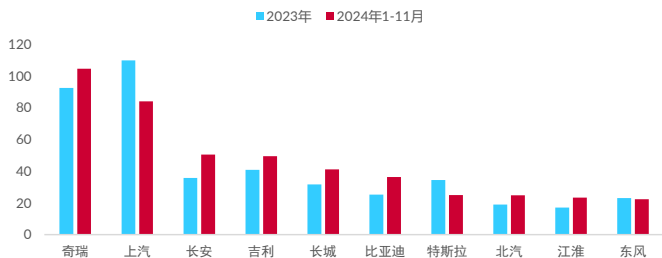
中国汽车产品竞争力提升、国际地缘政治变局等因素推动中国汽车出口近年持续高增长，市场份额不断扩大，根据中汽协数据，2024 年 1-11 月汽车整车出口量达到 534.5 万辆，同比增长 21.2%。从结构来看，燃油车出口由于在部分海外市场仍具广泛需求，表现强劲。而因高基数以及海外其他国家渗透率提升缓慢等原因，新能源汽车出口 2024 年前十一个月累计销量 114.1 万辆，同比增长 4.5%。

中国汽车、新能源汽车出口销量及同比



分车企来看，与 2023 年相比，2024 年 1-11 月整车出口车企前十名保持稳定，但排名次序略有变化。比亚迪、奇瑞及长安等车企在 2024 年 1-11 月期间出口增速较快，上汽集团出口下滑明显。

2023年及2024年1-11月部分整车出口车企情况（万辆）



来源：中汽协，惠誉博华

当前在逆全球化泛起的潮流下，中国整车出口正面临日益复杂多变的贸易环境与外部阻力。2023 年 10 月，欧盟宣布对中国出口的电动车启动反补贴调查，2024 年 10 月，欧盟宣布对比亚迪、上汽集团等中国出口生产商加征最高达 35.3% 的反补贴税。美国方面，目前中国出口美国的汽车产品除需缴纳一般进口关税外，仍被征缴 25% 的额外关税。2025 年特朗普正式上任后，可能会对中国通过第三方国家出口美国的产品进一步征收关税。此外，特朗普的贸易政策也将导致全球贸易格局发生颠覆性变化，整车及零部件行业全球化将面临新的挑战。

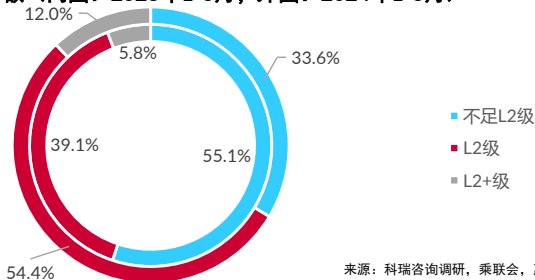
由于高基数、俄罗斯需求增速放缓以及欧美贸易环境不确定等因素，我们预计中国汽车 2025 年出口仍将维持双位数增速，但增速将进一步放缓。

智能化走向主流，汽车行业面临技术创新与成本降低双重挑战

随着技术不断进步和消费者需求日益增长，汽车智能化已成为汽车行业发展的重要趋势。2024 年，整车和零部件领域智能化均有显著的增长和创新。端到端大模型、轻量化传感器方案、大数据与算法提升、平价智驾车型的推出、无高精地图的城市 NOA（Navigation on Autopilot）功能以及华为 ADS 系统的应用等技术，不仅提升了智能驾驶系统的反应速度和决策精度，还降低了硬件成本，优化了感知、决策和控制能力。

据乘联会数据，2024 年上半年我国 L2 及以上辅助驾驶功能的新能源乘用车渗透率达 66.4%，渗透率较 2023 年上半年明显上升，特别是 L2+ 级别自动驾驶汽车的快速渗透，标志着智能驾驶技术市场化应用的成熟。同时，越来越多的 20 万元以下车型搭载智能驾驶功能，整车智能驾驶技术应用逐渐从高端市场走向主流市场，成为整车行业未来发展不可忽视的因素。

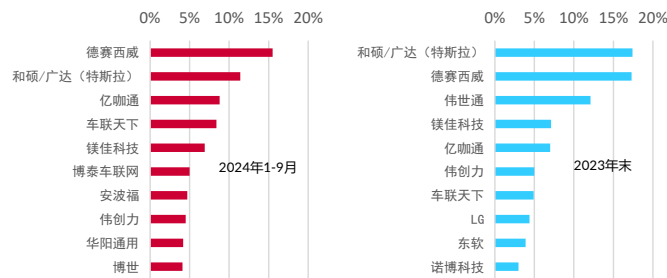
新能源乘用车高级驾驶辅助系统（ADAS）不同等级市场
份额（内圈：2023年1-6月；外圈：2024年1-6月）



来源：科瑞咨询调研，乘联会，惠誉博华

零部件智能化分布于智能驾驶的感知系统、执行系统及决策系统，涵盖了动力系统、底盘系统、车身系统、电器与电子系统以及智能座舱等多个传统汽车功能域。中国零部件行业大部分仍依赖于整车配套（OEM）市场，多应用于自主品牌车型配套，其产量与业绩变化与自主车型销量相关度更高。随着我国新能源乘用车 ADAS 搭载渗透率逐步提升，一些核心智能化零部件厂商也因此受益。如感知系统的主要硬件之一激光雷达目前国产化率接近 100%，头部厂商速腾聚创、华为技术及禾赛科技 2024 年 1-6 月合计装机量市场份额达 84.8%。深耕汽车智驾和座舱领域的供应商德赛西威 2024 年前三季度座舱域控装机量市占率排名第一，市占率 15.5%。

座舱域控供应商装机量市场占有率（top 10）



来源：盖世汽车研究院，惠誉博华

政策面，国家及各省市 2024 年针对智能驾驶领域均有政策出台，旨在推动技术发展及应用，政策主要集中在推动高阶智能驾驶应用、车路云一体化项目建设以及智能网联汽车准入和上路通行试点工作。政策的出台显示了国家对于智能驾驶领域发展的重视，旨在通过政策引导和支持，加速技术的成熟和应用，进而推动整个智能网联汽车产业的发展。

2024年以来智能驾驶相关政策		
时间	政策名称	政策内容
2024年1月	工信部等五部委《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》	“推动智能化路侧基础设施和云控基础平台建设，提升车载终端装配率，开展智能网联汽车“车路云一体化”系统架构设计和多种场景应用，形成统一的车路协同技术标准与测试评价体系。”
2024年1-4月	《南京市智能网联汽车道路测试与示范应用管理实施细则（试行）》、《杭州市智能网联车辆测试与应用促进条例》、《关于发布湖南省智能网联汽车典型示范应用场景的通知》等	国内多个省市如成都市、杭州市、四川省等出台道路测试等智能驾驶相关政策
2024年7月	工信部等五部门联合发布《关于公布智能网联汽车“车路云一体化”应用试点城市名单的通知》	包括北京、上海、重庆等20个城市
2024年8月	工信部制定三项智能网联汽车强制性国家标准	GB44495—2024《汽车整车信息安全技术要求》、GB44496—2024《汽车软件升级通用技术要求》和GB44497—2024《智能网联汽车自动驾驶数据记录系统》

来源：互联网，惠誉博华

惠誉博华认为，随着技术的持续发展和市场需求的扩张，核心智能化零部件市场仍有增量空间。同时，随着出口市场的拓展，中国零部件厂商的国际竞争力将进一步增强。但汽车零部件行业正面临来自跨界领域厂商的激烈竞争，如科技公司、芯片制造商以及主机厂商自主研发。对于那些未能将产品应用于主流市场或未能及时更新

技术以适应市场变化的零部件厂商，可能会迅速丧失市场份额，甚至被市场淘汰出局。

此外，在乘用车行业产能过剩、销量整体维持中低速增长预期下，2025 年各车企及零部件厂商仍面临巨大压力，行业“内卷”加剧背景下势必对企业的利润端造成负面影响。除了主机厂商在终端市场难以“提价”外，2024 年末已有主机厂商对供应链提出了 2025 年的“降本”要求，对于上游可替代性强的供应商来说，其议价能力有限，或将承担主机厂商传导的“降本”压力，从而导致其利润空间进一步压缩。面对有限增量市场，行业内企业的降本能力、研发效率及有效性、品牌实力等因素均将最终映射到其利润及现金流，行业格局加速“洗牌”。

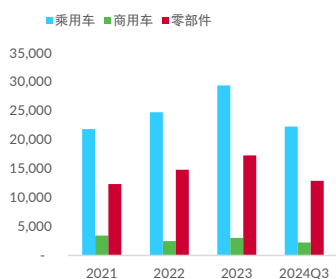
汽车行业电动化、智能化趋势也在持续重塑世界汽车产业的竞争格局与发展生态。传统汽车公司和新势力也建立了不同形式的合作关系，如大众汽车（VW）与小鹏汽车联合开发纯电动汽车，斯特兰蒂斯（Stellantis）与零跑在海外成立合资公司。未来或将有更多企业打破常规，积极探索跨界与创新合作，以在快速变革的浪潮中抢占先机，实现可持续的创新发展与竞争力提升。

汽车行业变革已至，销量规模及产品结构仍是主机厂商盈利能力的决定性因素，未来其成本压力或传导至上游

惠誉博华选取了 274 家发债及上市汽车整车及零部件企业（母子公司合计）作为样本，对披露的重点业务及财务数据进行分析。其中，乘用车企业 15 家，商用车企业 14 家，零部件企业 245 家¹。

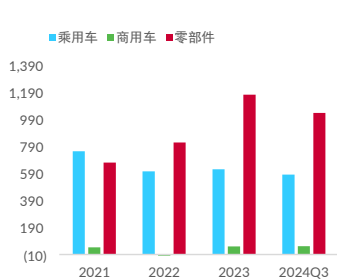
新能源汽车高速发展，自主品牌市占率持续提升，带动 2023 年样本企业（母子公司按合并口径计算）乘用车板块收入同比增长 18.8%，预计 2024 年全年乘用车板块收入仍将进一步增加。由于品牌间销量分化严重，2024 年 Q3 乘用车样本企业间营收和净利润增速差异显著。商用车及零部件板块 2023 年同比增长也有较好表现，但商用车由于 2024 年销量增幅有限，预计 2024 年营收增幅将弱于乘用车。零部件企业则将裂变，预计其中与新能源汽车智能化相关的核心零部件厂商 2024 年营收将有扩大趋势，但部分传统燃油车零部件厂商收入将进一步下滑。

样本企业营业收入（亿元）



注：东风汽车集团为 2024 年 6 月数据
来源：Wind，惠誉博华

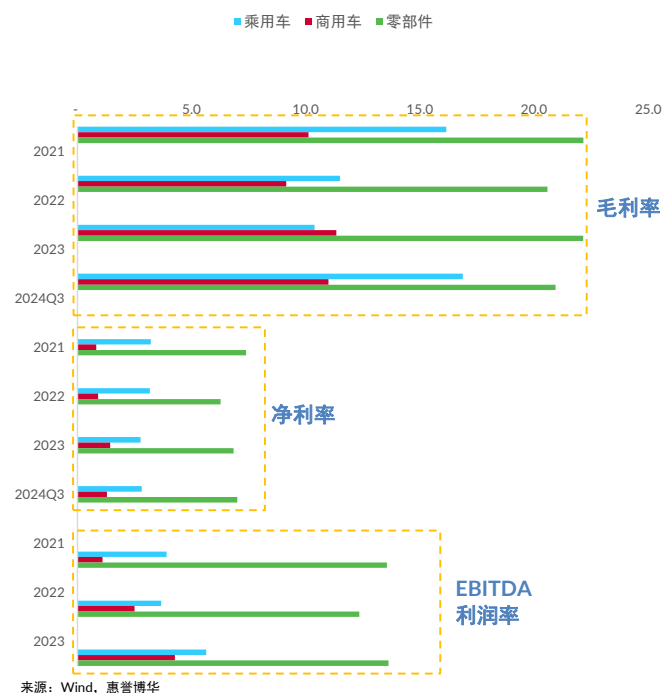
样本企业净利润（亿元）



2023 年乘用车和商用车样本企业整体净利润同比 2022 年有所下滑，主机厂商竞争激烈，增收不增利现象仍突出，2024 年下半年，终端价格竞争有所好转，自主品牌乘用车市占率提高以及自主高端

化提升带来的盈利空间增大，加之新能源汽车成本端电池级碳酸锂价格从 2023 年高点 31.8 万元/吨下降至 2024 年 12 月末 7.6 万元/吨，降幅超过 70%，预计 2024 年乘用车 EBITDA 利润率以及净利率将随之改善，但各厂商间仍将冷暖不一。零部件板块 2023 年受益于成本下行，净利润增速超过营收增速，预计 2024 年随着行业降本增效向上传导，零部件板块整体净利率将受挤压而有所下行。

样本企业毛利率、净利率及 EBITDA 利润率中位数 (%)

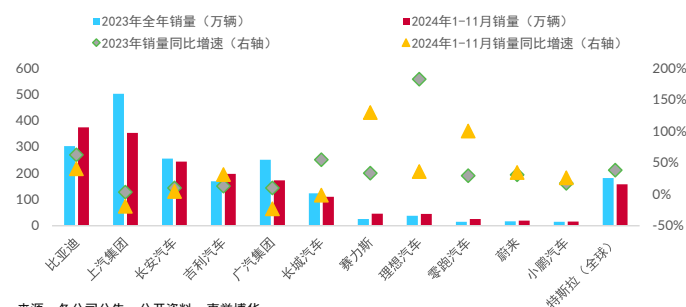


来源：Wind，惠誉博华

2024 年前三季度，中国主机厂商盈利格局随销量变化而分化，车企规模和产品结构对盈利能力有着显著影响。整体来看，新能源汽车销量具备规模优势或销量增速较快的主机厂商毛利率和净利率远高于曾经的头部国有车企。其中，比亚迪 2023 年汽车销量为 302.4 万辆，同比增加 62.0%，2023 年全年实现收入 6,023.2 亿元，同比增长 42.0%，汽车、汽车相关产品及其他产品收入占总收入的 80.3%，该分部收入同比增长 48.9%。规模效应也导致比亚迪毛利率和净利率的节节攀升。

¹ 以上样本均采自 SW 汽车行业分类，此外，乘用车企业包括海外上市的小鹏汽车、蔚来及理想汽车 3 家，零部件企业还包括德赛西威、经纬恒润、三花智控、宁德时代等 4 家企业。

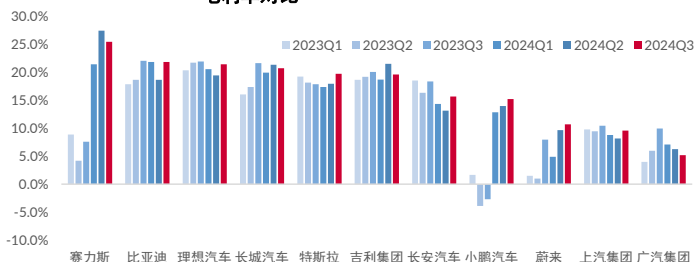
部分乘用车主机厂商2023年及2024年1-11月销量



比亚迪、赛力斯和理想汽车等 2024 年前三季度单季度毛利率超过特斯拉，但净利率与其仍有差距。在华为加持下，赛力斯旗下问界系列汽车销量大幅增加，促使其 2024 年单季度毛利率和净利率迅速改善。另一方面，一些传统车企在市场竞争中面临很大压力，特别是在销量和成本控制方面，例如，上汽集团、广汽集团 2024 年单季度毛利率和净利率都出现了大幅下滑。

部分乘用车主机厂商2023年及2024年分季度（Q1-Q3）

毛利率对比



部分乘用车主机厂商2023年及2024年分季度（Q1-Q3）

销售净利率对比

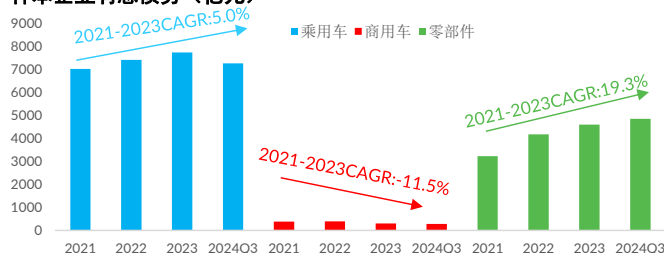


展望 2025 年，在乘用车行业销量整体维持个位数增长预期下，各车企销售压力增大，盈利能力承压，销量持续不及预期的车企将面临盈利困境甚至被迫出局，2024 年，已有多家新势力车企面临被淘汰的命运。同时，电动化、智能化已成确定趋势，且主机厂商马太效应渐显，车企应付账款及应付票据周转天数逐年拉长，其中位数从 2021 年的 169 天延长至 2024 年 Q3 的 199 天，预计 2025 年汽车上游供应链利润空间和现金流均将承受大客户降本增效的侵蚀。

汽车行业整体财务结构稳健，主机厂商自由现金流呈现分化，但多数企业仍有较好的短期债务现金保障能力

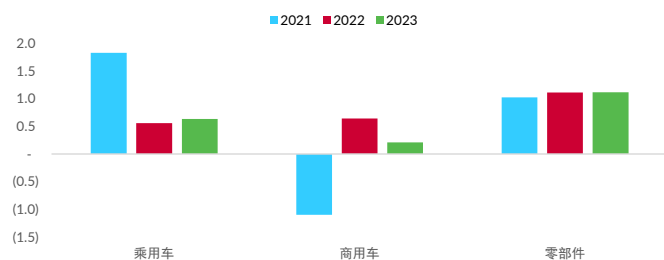
2023 年末，样本企业总债务规模合计 1.3 万亿元，2021-2023 年复合年均增长率为 9.0%，以乘用车和零部件样本为主要构成，后者增速高于前者，但均远低于各自收入增速，行业展现出了较强的财务稳健性，收入的快速增长为企业应对债务风险提供了一定的缓冲空间。

样本企业有息债务（亿元）



各板块带息债务与 EBITDA 比值中位数均不高于 2 倍，处于相对较低水平，EBITDA 对债务的保障程度尚可。多数上市公司杠杆率保持稳健，但部分企业因销量不及预期，EBITDA 2022 年及 2023 年连续为负，盈利能力的下滑可能会削弱其长期偿债能力，若未来市场环境未能有效改善或企业自身不能及时调整经营策略以提升销量与盈利能力，其债务风险可能会逐步累积。

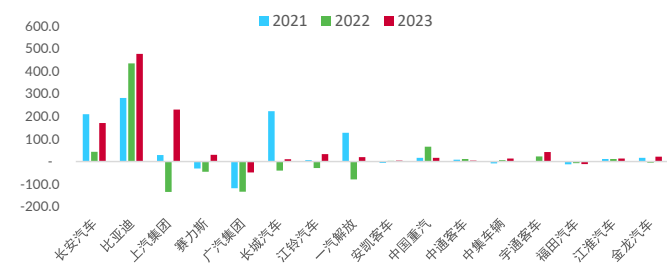
带息债务/EBITDA (X) 中位数



资本支出的持续投入并未影响到新能源汽车产业链头部企业的自由现金流（FCF），2023 年比亚迪、赛力斯等自由现金流大幅增长，但一些新能源相关零部件厂商以及个别传统乘用车和商用车主机厂商因转型及自身扩产导致自由现金流 2023 年仍为负值，相应地自由现金流对其债务的保障也有限，但多数企业流动性比率²仍在 1.0 以上，体现了较好的短期债务现金保障能力和风险控制。

² 流动性比率=（现金及现金等价物+自由现金流）/短期债务

部分主机厂商2021-2023年FCF（亿元）



来源：Wind, 惠誉博华

惠誉博华认为，2025 年自主品牌市场份额提升空间收窄，行业格局趋于稳定，乘用车板块整体盈利规模增速将小幅上升，但企业之间的结构性差异可能增大。各主机厂商和零部件厂商资本支出需求仍将驱使债务小幅增长，但囿于市场需求增量有限，企业将谨慎投资扩产，预计行业杠杆率水平较 2023 年变动不大，财务结构仍将保持稳健。同时，需要重点关注销量持续不及预期且杠杆率高企的样本企业。

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。