



电动化“下半场”，我国汽车行业信用风险展望

联合资信 工商评级部 王进取 张超

根据中汽协数据，2025 年我国新能源汽车渗透率接近 50%，如果以 50% 作为分界线，则我国新能源汽车市场已经走完“上半场”并即将进入“下半场”。有必要对“上半场”进行一场回顾，并对“下半场”行业信用风险进行展望。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



摘要

通过对我国新能源汽车市场的“上半场”进行回顾，我们发现在“上半场”，我国新能源汽车市场经历了三个典型的阶段，在精心设计的政策组合支持下，用 10 年时间完成了从“政策襁褓”到“市场主导”的跨越。

对整车制造样本企业和汽车零部件样本企业财务状况进行回顾发现，整车企业资产总额持续快速提升，营业收入及营收增速跟我国汽车销量变动趋势基本一致，但 2018 年以来，在行业竞争加剧、电动化及智能化投资规模庞大以及产业链利润向优质供应商集中等多重因素影响下，整车企业盈利指标维持低水平震荡，整车制造企业有息负债率水平不高，但对上游供应商的应付类占款规模较大；汽车零部件样本企业资产和收入增速与我国新能源汽车发展节奏较吻合，受整车企业成本控制影响，零部件企业盈利指标处于下降通道，此外，整车企业持续占用供应商资金，零部件企业现金收入比降至较低水平，有息债务规模整体可控，偿债指标表现良好。

债券市场表现方面，整车制造企业主要通过股权融资方式获取资金，债券融资规模相对有限；零部件企业多以发行可转债为主，发行主体评级以“AA-”和“AA”居多。行业存续债券集中兑付压力不大，但对于零部件企业，需关注行业景气度变化以及下游整车企业客户风险传导的影响。

在“下半场”，我们首先测算了行业空间，综合考虑我国人均汽车保有量与欧美、日韩等国的差距，长远来看，我国汽车市场仍有很大的增长空间；另外我国新能源汽车下乡政策带动的区域下沉已成为行业增长的重要推动力。综合考虑我国汽车行业的市场空间以及行业整体负债率水平，存续债券规模和期限结构，我们认为我国汽车行业目前整体信用风险可控，但内部竞争激烈分化加剧。另外，行业的 K 型分化决定了出口是“下半场”企业竞争的第二“战场”，在内销承压的情况下，出海能力强的企业无疑更具竞争力。如果说电动化是“上半场”，那么“下半场”则是“智能化”。因此研发能力强，具有智能化优势的企业将占据竞争优势，同时也更能获得产品溢价，根据价格的 K 型分化，高价智能化车型增速反而更好，意味着在下半场，智能化转型成功的企业将获得更大的优势；而相反，未能成功转型的智能化车企将可能被淘汰。

一、电动化“上半场”行业运行回顾

政策层面，“财政补贴—补贴退坡—双积分接棒—购置税托底”，精心设计的“扶上马、送一程”，使我国新能源汽车仅用 10 年，完成从“政策襁褓”到“市场主导”的跨越。

2015 年，国务院印发《中国制造 2025》，将“节能与新能源汽车”列为十大重点发展领域之一，核心规划在于通过掌握核心技术，实现从汽车大国向汽车强国的转变，提出要形成从关键零部件到整车的完整工业体系和创新体系。经过十余年的发展，我国新能源汽车已经超额完成《中国制造 2025》当初的规划。2025 年，我国新能源汽车销量由 2016 年的 50.7 万辆增长至 1649.0 万辆，新能源汽车渗透率由不足 2% 提升至 47.9%。

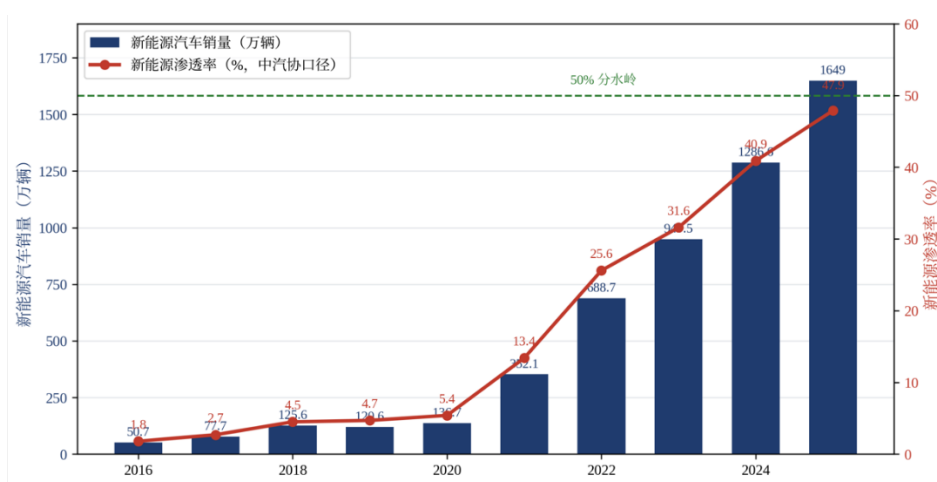
从政策层面看，我国围绕《中国制造 2025》中关于新能源汽车产业的目标构建了一套结构完整、相互协同且精密的政策组合体系。通过顶层的“双积分”制度设计引导技术路径演化；通过供给侧激励，引导资本投入并加速规模形成；通过消费侧激励放大市场需求，加速消费者接受速度；通过对充换电等基础设施的持续投入，建立生态，有效降低用户使用门槛。



资料来源：《对中国汽车行业深度变革的观察与思考》，IGPI 上海

图 1.1 中国新能源汽车产业政策体系

回顾这十年的政策，我国新能源汽车产业的政策还呈现较为清晰的“接力”特征，早期以财政补贴完成市场启蒙，中期以“双积分”等市场化机制接续，后期则以“购置税优惠”“以旧换新”等普惠性政策托底需求，政策工具从“选择性扶持”逐步转向“普惠性培育”，最终让位于市场自身的选择。



资料来源：中汽协等公开资料，联合资信整理

图 1.2 2016-2025 年，中国新能源汽车销量及新能源渗透率

2016 年以来，我国新能源汽车产业从发展路径看，大致经历三个阶段：

2016—2020 年，是我国新能源汽车市场政策驱动阶段，市场启蒙与退坡并行，完成产业化基础设施建设。

2016 年是我国新能源汽车产业由“野蛮生长”转向“规范发展”的分水岭，当年启动的“骗补”核查与补贴目录动态调整，终结了此前粗放的补贴模式，也标志着补贴开始逐年退坡。2017 年补贴标准进一步细化、地方补贴受限；2018 年补贴大幅退坡并设置电池能量密度门槛，同时“双积分”落地，将新能源供给从“要补贴”转为“要积分”。2019 年补贴平均退坡约 50%，行业当年出现产销下滑（2019 年，我国新能源汽车销量 120.6 万辆，同比下降 4.0%），暴露出产业对补贴的高度依赖。但这一阶段的意义在于完成了基础设施、供应链和消费认知的原始积累——充电桩保有量从 2016 年约 14 万个增至 2019 年超 120 万个，宁德时代 2018 年位列全球动力电池出货量第一，产业链基础在此阶段基本夯实。

2021—2023 年，我国新能源汽车市场进入产品驱动阶段，新能源汽车进入快速成长周期。

面对补贴退坡带来的短期阵痛，2020 年我国将购置补贴政策延长至 2022 年底，并同步推进“新能源汽车下乡”；同年特斯拉国产 Model 3 放量、比亚迪“汉”与刀片电池上市，供给端的质变与政策端托底形成共振。2021 年，尽管遭受公共卫生事件冲击，我国新能源汽车销量仍然实现同比大幅增长 1.6 倍至 352.1 万辆，渗透率首次超过 10%至 13.4%。新能源首次摆脱补贴退坡的负面影响，“市场驱动”取代“政策驱动”成为行业增长主要动力。我国新能源汽车进入爆发期，渗透率逐年快速上升，进入 S 型曲线陡峭段。2022 年新能源销量 688.7 万辆，同比增长 93.4%，渗透率为 25.6%；2023 年尽管行业大打价格战，销量仍同比增长 37.9%至 949.5 万辆，渗透率达 31.6%，另外 2023 年我国新能源汽车实现出口 120.3 万辆，同比大幅增长 77.6%，出口与内销共振。

2024—2025 年，我国新能源汽车市场进入规模替代阶段，新能源成为汽车市场主流增长方向。我国新能源汽车市场普惠政策托底与“反内卷”并行。

2024 年以来，政策重心转向需求侧的普惠刺激，新能源汽车免征购置税政策延续（2024—2025 年免征、单车免税上限 3 万元，2026—2027 年转为减半征收、单车减税上限 1.5 万元），2024 年“两新”政策落地并于 2025 年加大扩围，成为拉动需求的核心变量。具体来看，2024—2025 年，我国汽车总销量分别为 3144 万辆和 3440 万辆，增速分别为 4.5%和 9.4%；其中燃油车销量分别为 1156 万辆和 1791 万辆，增速分别为-17.4%和-8.3%；新能源汽车销量分别为 1287 万辆和 1649 万辆，增速分别高达 35.5%和 28.2%。新能源汽车已经规模化替代燃油车，成为我国汽车市场核心增长“引擎”。

但 2016 年以来，伴随着新能源汽车销量的跨越式发展而来的是我国汽车制造业营业收入利润率的持续下滑，2025 年我国规模以上汽车制造业营业收入利润率仅 4.1%，相比 2016 年的水平已经“腰斩”，我国新能源汽车产业增量不增利已经成为产业核心矛盾。

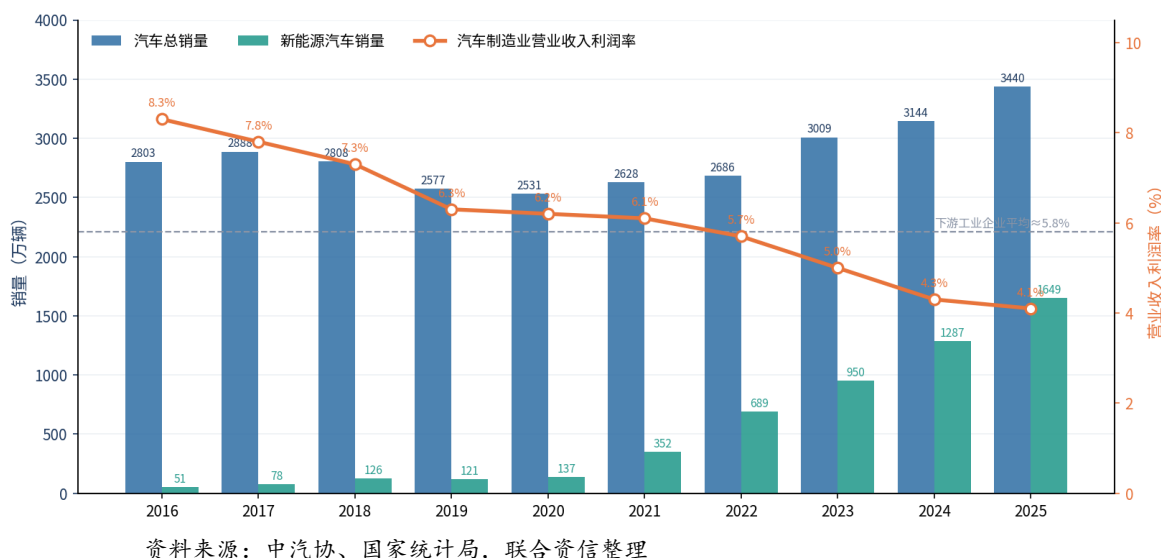


图 1.3 2016-2025 年，我国汽车销量与汽车制造业营业收入利润率对比情况

因此，2025 年“反内卷”成为贯穿全年的政策主线，从年初两会车企呼吁有序竞争，到 5 月中汽协倡议、多家车企承诺将供应商账期缩短至 60 天，再到工信部、商务部、市场监管总局陆续围绕整治网络乱象、生产一致性、价格合规等密集发文，监管取向已从“做大增量”转向“规范存量竞争”。这一转向本身，即是对上半场“以价换量”负面效应的纠偏。

二、“上半场”行业财务状况

（一）整车制造行业

我们选取了整车制造样本企业 30 家。从行业成长性来看，2016 年以来，伴随着我国新能源汽车的崛起，尤其是 2020 年以来行业加大融资力度，布局及优化新能源汽车产能，整车企业资产总额持续快速提升；营业收入及营收增速跟我国汽车销量变动趋势基本一致。从行业盈利能力来看，2018 年以来，在行业竞争加剧、电动化及智能化投资规模庞大以及产业链利润向优质供应商集中等多重因素影响下，整车企业盈利指标维持低水平震荡；但分化明显，头部新势力车企盈利指标持续向好，传统燃油车车企盈利水平整体下降。从现金流角度来看，国内整车企业持续扩大市占率，经营活动现金流净流入规模快速攀升，但仍无法覆盖投资支出，资金缺口主要依赖对外融资。整车制造企业有息负债率水平不高，但对上游供应商的应付类占款规模较大。

1. 行业的增长性

2020 年以来，行业加大融资力度，布局及优化新能源汽车产能，整车企业资产总

额及营业总收入平均值均快速提升；在此轮行业洗牌中，比亚迪、吉利汽车等头部企业及新势力车企竞争力显著提升，但部分竞争力较弱的车企逐步被出清。

2016—2025 年末，整车企业资产总额平均值呈持续增长态势，从 656.07 亿元增长至 1485.28 亿元；2020 年之后，整车企业资产总额增速迈入新阶段，主要得益于比亚迪以及新势力车企开启扩张步伐，融资力度大幅提升，资产规模随之快速扩张。其中，比亚迪于 2021 年完成两次增发，合计融资约 438 亿元；理想汽车、蔚来集团和小鹏集团亦于 2020 年启动大额融资，账面资金持续攀升，后续逐步投入汽车产能建设与营销研发等环节。

2016—2025 年末，整车企业营业总收入平均值整体呈波动增长态势。其中 2017—2020 年，汽车行业进入调整周期，需求量下滑，整车企业营业总收入平均值持续走低；2021 年，随着技术日趋成熟及市场接受度提高，新能源汽车迎来销量爆发元年，当年市场渗透率首度突破 13%，此后在政策支持、新能源汽车产业逐步成熟等因素驱动下，行业产能加速释放，营业总收入屡创新高。与此同时，海马汽车、华晨中国等部分竞争力较弱的企业营业总收入持续萎缩，逐步被出清。



资料来源：Wind，联合资信整理



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 整车企业资产变化情况（单位：亿元）

图 2.2 整车企业营业总收入变化情况（单位：亿元）

2. 盈利和现金流

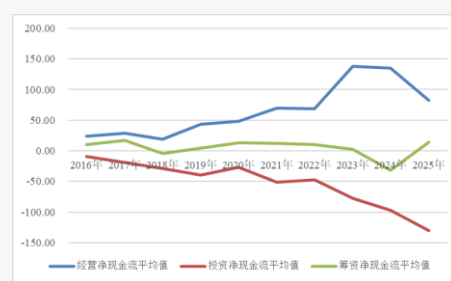
从盈利指标来看，2016—2025 年，整车企业的营业利润率及净资产收益率中位数从高点回落至 2018 年的低盈利水平，随后在此低位区间箱体震荡。究其原因，主要体现在以下几个方面：其一，在国内汽车进入存量市场后，行业产能利用率偏低，车企为争夺市场份额被迫降价让利，毛利空间遭受压缩；其二，行业正处于从传统燃油车向电动化及智能化转型的关键期，巨额研发及资本开支拖累行业整体利润水平；其三，在此转型过程中，部分上游环节（如电池、高算力芯片等）凭借技术壁垒与市场寡头地位掌握议价权，攫取了产业链中较大比例的利润，进一步挤压了车企的利润空间。分企业来看，零跑汽车、赛力斯、理想集团、蔚来集团、小鹏集团及北汽蓝谷

等新势力车企在产能逐步释放的推动下，盈利指标整体呈现好转态势，但大部分企业目前仍处于亏损阶段，实现扭亏仍需依赖汽车销量的持续增长；另一方面，受新能源汽车挤压市场份额、燃油车销售价格下行等因素影响，广汽集团、长安汽车及北京汽车等传统车企的盈利指标则呈现恶化趋势。

2016—2025 年，随着新能源汽车的快速放量，国内整车企业经营活动现金流平均值持续保持净流入，且净流入规模整体呈快速增长态势；然而，在电动化及智能化转型过程中，企业需持续布局及优化相关产能，导致投资活动现金流持续净流出，且净流出规模敞口不断拉大；整车企业当前的经营现金流尚不足以完全覆盖投资需求，相应资金缺口主要通过直接融资及举债等方式予以弥补。



资料来源：Wind，联合资信整理



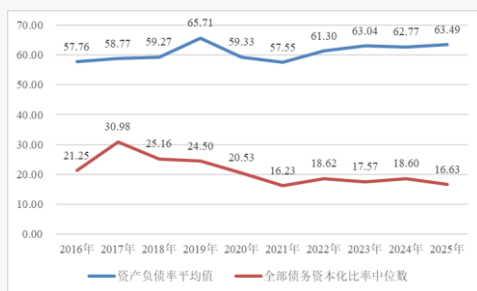
资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.3 整车企业盈利指标变化情况（单位：%）

图 2.4 整车企业现金流变化情况（单位：亿元）

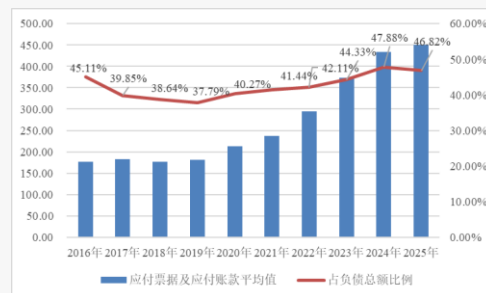
3. 资本结构与杠杆水平

2016—2025 年末，整车企业资产负债率在 60.00%水平附近震荡，但全部债务资本化比率呈波动下降态势。分阶段观察，2020—2021 年，车企集中融资致使债务杠杆水平快速下行；然而进入 2022 年，一方面，行业竞争日趋激烈，车企盈利及经营获现面临较大压力；另一方面，巨额研发与产能扩张需要大额资本支出，整车企业现金流压力进一步加剧，遂凭借其强势的产业链地位，通过占用上游供应商资金以缓解现金流压力，由此形成大额的应付票据及应付账款，资产负债率再度回升，但全部债务资本化比率水平维持稳定。数据显示，截至 2025 年末，整车企业应付票据及应付账款平均值占负债总额平均值之比已攀升至 46.82%，处于近年来较高水平。



注：全部债务中不含应付票据
资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.5 整车企业杠杆水平变化情况（单位：%）

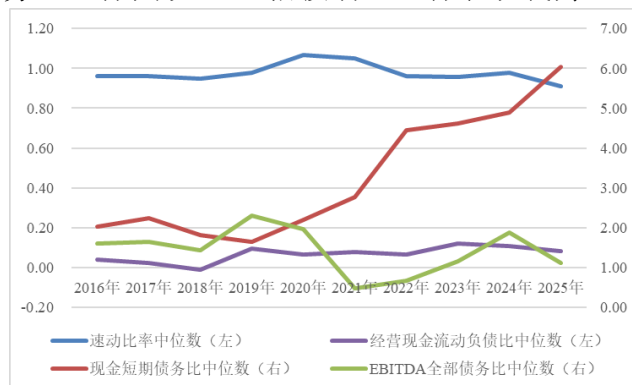


资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.6 整车企业应付票据及应付账款变化情况（单位：亿元）

4. 偿债能力

整车企业有息债务规模整体可控，负债总额构成中应付账款及应付票据占比较大且呈上升趋势。从短期偿债指标来看，整车企业经营规模提升，股权融资力度加大，且通过占用上游供应商资金来获取现金流，现金类资产规模提升，且借款占比下降，现金类资产对短期债务的覆盖倍数自 2020 年以来持续提升；速动比率自 2021 年起呈下降态势，经营现金流动负债比亦自 2023 年起转降。从长期偿债指标来看，整车企业 EBITDA 全部债务比整体围绕 1.00 倍波动，整体表现良好。



注：全部债务中不含应付票据
资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.7 整车制造企业偿债指标情况（单位：倍）

（二）汽车零部件行业

“电动化”上半场我国新能源汽车的快速发展，必然带动相关汽车零部件产业的发展。

我们选取了汽车零部件行业样本企业合计 281 家。行业成长性来看，零部件企业的经营业绩与整车行业景气度高度相关，2016 年以来，样本零部件企业资产规模持续增长，营业收入亦持续增长，且增速与我国新能源汽车发展节奏比较吻合。盈利方面，受整车企业成本控制影响，零部件企业盈利指标处于下降通道；此外，整车企业

持续占用供应商资金，零部件企业现金收入比降至较低水平。零部件企业有息债务杠杆水平较为稳定，且处于较低水平；有息债务规模整体可控，偿债指标表现良好。

1. 行业的增长性

2016—2025 年末，零部件企业资产总额平均值和营业总收入平均值均呈持续增长态势，其中资产总额平均值由 44.14 亿元增长至 85.16 亿元，营业总收入平均值由 29.58 亿元增长至 58.95 亿元，但整体规模仍不大。分阶段观察，2017—2020 年末，受下游汽车行业周期性调整影响，景气度有所回落，零部件企业订单收缩，营业总收入和资产总额整体变动不大；2021 年之后，随着汽车行业景气度回升，零部件企业订单回暖，营业总收入和资产总额整体保持中等增速增长。分企业来看，零部件企业的经营业绩与行业景气度高度相关，因此在 2021 年以来的高景气度环境下，大多数零部件企业业绩均实现了较好增长。



资料来源：Wind，联合资信整理



资料来源：Wind，联合资信整理

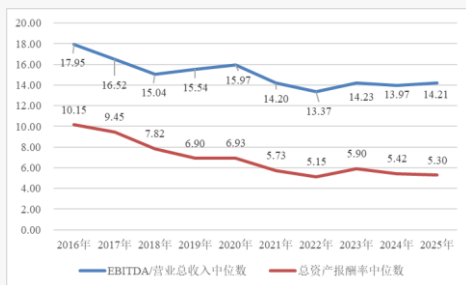
图 2.8 零部件企业资产变化情况（单位：亿元）

图 2.9 零部件企业营业总收入变化情况（单位：亿元）

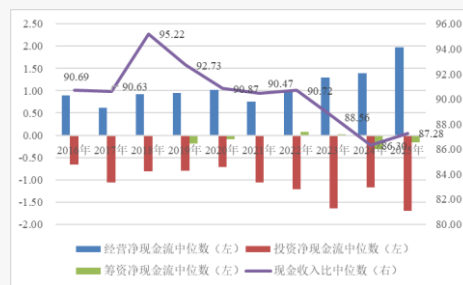
2. 盈利和现金流

从盈利指标来看，2016—2025 年，零部件企业 EBITDA/营业总收入中位数和总资产报酬率中位数整体处于下降通道，其中 2016—2022 年降幅尤为显著，主要系下游整车企业因竞争加剧导致利润率持续下滑，零部件企业作为上游供应商，利润空间亦被持续压缩；2022 年以来，上述盈利指标呈震荡态势，一方面，汽车行业景气度回升使得零部件企业产能持续释放，但另一方面，整车企业对零部件供应商的利润挤压仍在延续，且上游原材料价格大幅上涨对部分零部件企业构成利空。整体来看，自 2016 年以来，仅部分具备技术优势的零部件供应商盈利水平呈上升态势，其余大部分零部件企业的盈利空间持续受到整车企业的挤压。

2016—2025 年，零部件企业营业总收入持续增长，但整车企业占用零部件企业资金的情况致使收现质量持续恶化，2024 年现金收入比中位数一度降至 86.30%；零部件企业经营活动净现金流整体上可覆盖投资支出需求，外部融资需求相对有限。



资料来源: Wind, 联合资信整理



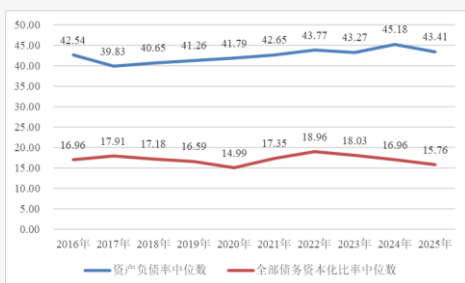
资料来源: Wind, 联合资信整理

图 2.10 零部件企业盈利指标变化情况 (单位: %)

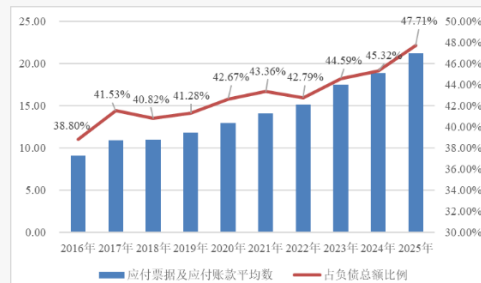
图 2.11 零部件企业现金流变化情况 (单位: 亿元、%)

3. 资本结构与杠杆水平

2016—2025 年末, 零部件企业资产负债率中位数呈上升态势, 但波动幅度有限 (39.83%~45.18%), 整体处于一般水平; 全部债务资本化比率中位数在 14.99%~18.96% 之间波动, 杠杆水平总体可控。但从应付票据及应付账款情况来看, 与整车企业类似, 零部件企业同样通过占用上游企业资金以缓解现金流压力; 截至 2025 年末, 零部件企业应付票据及应付账款平均值占负债总额平均值之比已攀升至 47.71%, 为近年来最高水平。



资料来源: Wind, 联合资信整理



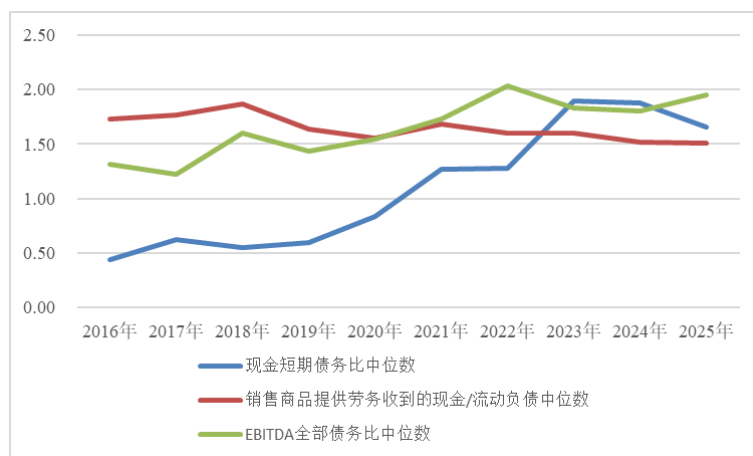
资料来源: Wind, 联合资信整理

图 2.12 零部件企业债务杠杆情况 (单位: %)

图 2.13 零部件企业应付票据及应付账款情况 (单位: 亿元)

4. 偿债能力

2016—2025 年末, 行业景气度提升, 零部件企业经营规模增长, 现金类资产处于增长态势, 与此同时零部件企业票据结算规模增长, 借款增幅有限, 现金短期债务比中位数波动上行至较高水平, 截至 2025 年末为 1.65 倍; 销售商品提供劳务收到的现金/流动负债中位数波动下降, 主要系整车企业占用供应商资金致使零部件企业收现质量偏弱所致; EBITDA 全部债务比中位数处于上升通道, 2025 年达 1.95 倍, 整体表现良好。



注：全部债务中不含应付票据
资料来源：Wind，联合资信整理

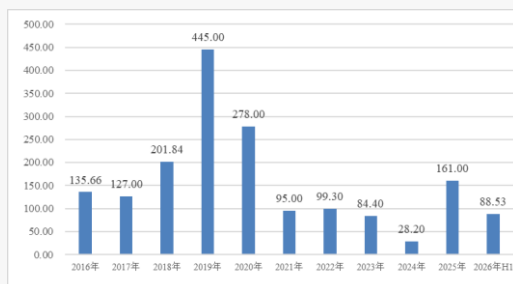
图 2.14 零部件企业偿债指标情况（单位：倍）

三、行业债券市场表现

（一）企业发债情况

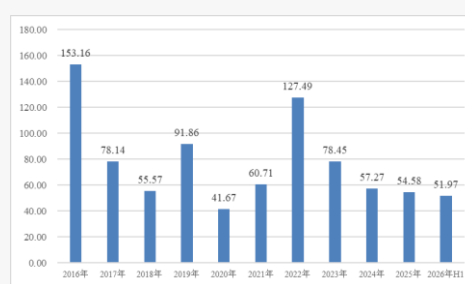
2021 年以来，整车制造企业主要通过股权融资方式获取资金，债券融资规模相对有限；零部件企业多以发行可转债为主，发行主体评级以“AA-”和“AA”居多。

2016 年至今，整车企业发债规模呈现“前高后低”态势，其中 2018—2020 年发债金额较大，主要系 2018 年“小排量乘用车购置税减半及减按 75%征收的优惠政策”退出后，行业景气度下行，车企经营性现金流承压，筹资需求增加，叠加宏观利率整体下行、债券融资成本下降等多重因素影响所致；期间发债金额较大的主体包括北京汽车集团有限公司、比亚迪股份有限公司、东风汽车集团股份有限公司等。2021 年以来，整车企业发债规模大幅收缩，行业转而主要通过股权融资方式获取资金。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 3.1 整车企业发债情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

图 3.2 零部件企业发债情况（单位：亿元）

从零部件企业发债情况来看，2016 年—2025 年及 2026 年上半年，除个别年份发债金额较大外，其余年份发债规模较为平稳。大部分零部件发债企业为上市公司，资质总体一般，因此债券类型以可转债为主，从发行笔数看，可转债发行笔数占比高达

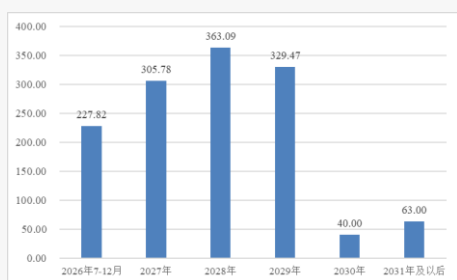
61%；债券发行主体评级以“AA-”“AA”为主，“AA+”“A+”次之。

（二）存续债券到期情况

整车企业资质较好，债券集中兑付压力不大；零部件企业存续债券规模整体可控，以主体信用评级为 AA 的民营企业为主，需关注行业景气度变化以及下游整车企业客户风险传导的影响。

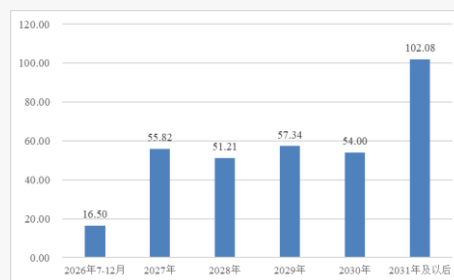
截至 2026 年 6 月底，整车企业存续债券规模 1329.16 亿元，到期日主要集中在 2029 年之前，各年度到期金额分布相对均衡；债券到期金额较大的企业主体信用评级集中在 AAA，资质优良，集中兑付压力可控。

截至 2026 年 6 月底，零部件企业存续债券规模 336.94 亿元，整体规模有限。零部件企业到期债券信用评级主要集中在 AA，发行主体中民营企业占比较高，考虑到发行债券以可转债为主、到期期限分布较为合理等因素，偿债兑付压力尚可，但需持续关注行业景气度变化以及下游客户经营状况对零部件企业偿债能力的影响。



注：数据节点为截至 2026 年 6 月末
资料来源：Wind，联合资信整理

图 3.3 整车企业债券到期情况（单位：亿元）



注：数据节点为截至 2026 年 6 月末
资料来源：Wind，联合资信整理

图 3.4 零部件企业债券到期情况（单位：亿元）

四、电动化“下半场”行业信用风险展望

（一）行业空间

综合考虑我国人均汽车保有量与欧美、日韩等国的差距，长远来看，我国汽车市场仍有很大的增长空间；另外我国新能源汽车下乡政策带动的区域下沉已成为行业增长的重要推动力。

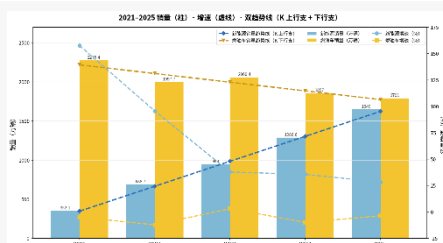
从市场容量来看，2024 年，我国汽车保有量为 3.53 亿辆，千人保有量为 251 辆，根据公开数据，美国千人汽车保有量为 850 辆，韩国为 510 辆，日本及欧洲等国家为 600-800 辆之间，假设取中间值 600 辆为目标值，以 14 亿人口为基础进行测算，则饱和总存量为 8.4 亿辆，若按 15 年的置换周期，则年化新增为 3247 万辆，2025 年我国汽车销量为 3440 万辆，粗略估算我国汽车年销量远未达到天花板，市场仍存在很大增长空间。

另外，2020 年 7 月，工信部、农业农村部以及商务部联合发布《关于开展新能源汽车下乡活动的通知》（工信厅联通装函〔2020〕167 号），我国新能源汽车下乡活动开启，已演进为涵盖购车优惠、充换电基建、以旧换新、车网互动、财税减免的系统化政策组合。得益于这种系统化的政策组合，2020-2025 年，我国新能源下乡车型年度销量由 39.7 万辆攀升至 943.1 万辆。2025 年下乡车型销量占当年新能源汽车总销量 1649 万辆的汽车总销量的 57.19%，新能源下乡已成为我国新能源汽车增长的重要推动力量。根据乘联会数据，截至 2025 年 1 月，我国三线、四线和五线城市新能源汽车渗透率分别为 38.3%、31.6%和 27.2%，远低于一线城市 46.5%的水平，我国三线城市及以下市场仍有很大的拓展空间。

（二）“下半场”行业结构变化

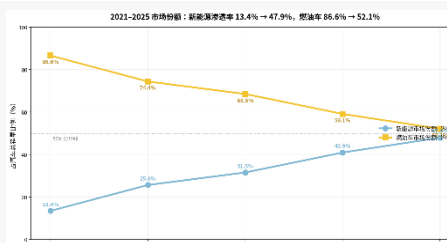
“下半场”开局，行业进入存量博弈下的 K 型结构性分化阶段。技术路线方面，燃油车和新能源汽车销量的这种 K 型分化在“下半场”仍将持续。出口和内销分化，内销承压，出口成为行业重要支撑。出海能力比较强的企业未来有望在竞争中处于有利地位。价格方面也出现分化，价格比较高的豪车销量增速较快，价格较低的低端车销量增速明显向下，反映了在电动化和智能化的“浪潮中”，消费者已经认可了智能化带来的产品力提升，愿意为此付出溢价，智能化能够构筑产品竞争力壁垒。

技术路线方面，2021 年以来，燃油车和新能源汽车销量以及市场份额呈现非常典型的 K 型分化。2021—2025 年，我国新能源汽车销量实现 368%的增长，而燃油车销量下降幅度为-21%。同期，从市场份额来看，燃油车市场份额由 86.6%一路下滑至 52.1%；而新能源汽车市场份额由 13.4%攀升至 47.9%。考虑到电池技术的不断迭代、“下半场”智能化路线的不断前进以及地缘政治带来的石油燃料价格的上涨，我们认为燃油车和新能源汽车销量的这种 K 型分化在“下半场”仍将持续。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 4.1 燃油车和新能源汽车销量（单位：万辆）



资料来源：Wind，联合资信整理

图 4.2 燃油车和新能源车市占率情况

出口方面，2023 年 10 月欧盟对中国进口纯电车发起反补贴调查，2024 年 10 月

开始征收反补贴税；2024 年 5 月，美国对进口的中国电动汽车征收四倍关税政策。因此 2024 年和 2025 年受关税壁垒不利因素影响，我国汽车出口增速较 2023 年显著下滑。但 2026 年，得益于中欧在汽车领域达成的新共识，2026 年上半年，我国汽车出口增速强势反弹至 65.3%。内销方面，2021-2023 年，我国汽车国内销量由 2426 万辆持续下降至 2211 万辆，2024 年和 2025 年，得益于政策方面加码支持，国内销量同比重回增长。2026 年上半年，受政策调整、市场结构变化、宏观环境承压等多重因素影响，我国汽车行业整体面临内需不足，国内销量同比大幅下降 21.1%。

2026 年上半年，我国汽车总销量 1502 万辆，同比仅小幅下滑（-4.1%），完全由出口高增对冲国内内销-21.1%的深度下行，内外市场行情完全割裂，K 型分化由细分结构性问题上升为行业核心矛盾。2026 年上半年，出口占总销量比重达到 34.0%，出海成为头部车企的第二增长曲线。

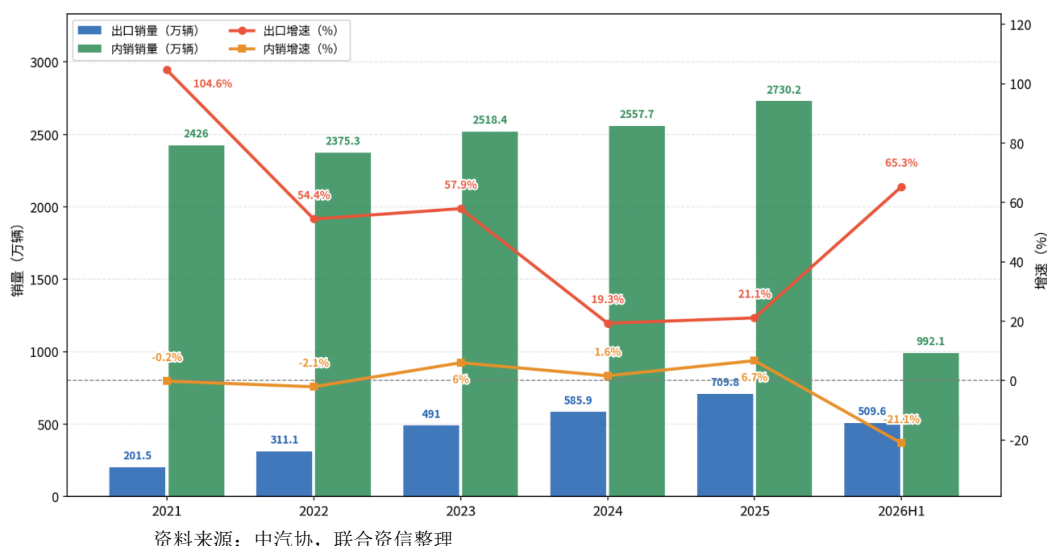
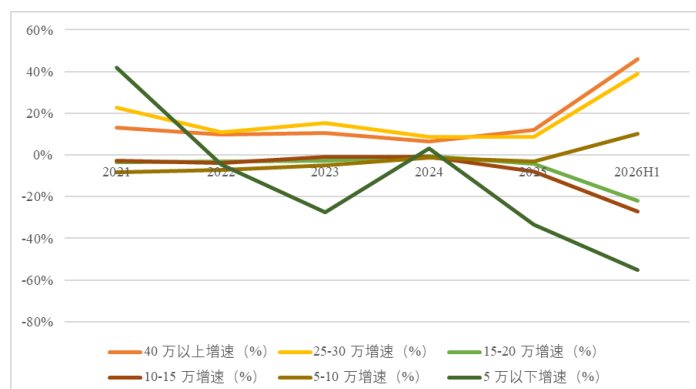


图 4.3 近几年我国汽车出口和内销销量情况（单位：万辆）

从价格区间看，2021-2025 年，国内不同价格区间的车型销量未呈现明显分化。但 2026 年上半年，不同价格带销量呈现明显 K 型分化，25-30 万区间和 40 万以上价格的车型销量增速明显向上；而 10-15 万、15-20 万以及 5 万以下价格区间的车型销量增速明显向下。其中 40 万以上市场 2026 年上半年销量同比增长 46%，理想、小米、极氪等自主新能源贡献主要增量，自主品牌份额快速挤压传统豪华燃油车市场空间。10-20 万主流家用红海市场塌陷，该区间为国内销量最大板块，但销量大幅下滑，价格战击穿单车毛利，呈现“量大利薄”的规模陷阱。低端市场两极演绎，5-10 万精品代步具备韧性；5 万以下市场断崖收缩，电池、智能化硬件抬升造车成本，超低价车型难以兼顾安全与配置，供给持续退出。



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 4.4 乘用车分价格带销量增速情况

（三）行业风险展望

综合考虑我国汽车行业的市场空间以及行业整体负债率水平，存续债券规模和期限结构，我们认为我国汽车行业目前整体信用风险可控，但内部竞争激烈分化加剧。

具体来说，虽然长远来看，我国汽车行业市场空间仍存在较大增长空间，但该增长空间的释放有赖于产品价格的下探与人均收入水平增长的平衡“相会”，因此短期内“上半场”增量不增利的局面很难改变，预计行业竞争仍将很激烈，行业将承受价格战与政策退坡的“双击”。据此，成本控制能力是车企竞争的核心，行业可能呈现强者恒强的马太效应，市场份额大的车企有望凭借规模优势取得成本优势，进而在激烈的价格战中占据优势；而销量下滑的尾部企业将被迫出清。

另外，行业的 K 型分化决定了出口是“下半场”企业竞争的第二“战场”，在内销承压的情况下，出海能力强的企业无疑更具竞争力。而不具有出海能力的企业则只能被迫在国内内卷。

技术形态上，根据业界的判断，电动化是“上半场”，而“下半场”则是“智能化”。产业政策是电动化变革的第一推动力，而以 SDV（Software-Defined Vehicle 软件定义汽车）为代表的智能化演进，则更多是由企业主导、市场竞争驱动的变革。下半场的竞争必然聚焦于智能化。智能化需要持续不断的研发投入，而且也决定了产品迭代速度的加快。因此研发能力强，具有智能化优势的企业将占据竞争优势，同时也更能获得产品溢价，根据价格的 K 型分化，高价智能化车型增速反而更好，意味着在下半场，智能化转型成功的企业将获得更大的优势；而相反，未能成功转型的智能化车企将可能被淘汰。

在盈利承压的同时，行业将被迫维持很刚性的资本开支，因为电动化、智能化以及出海能力的构建均需要同步推进，而且属于战略支出。因此经营现金流与自由现金

流的缺口将扩大，对于企业的融资能力提出挑战。

参考文献

- [1] 《对中国汽车行业深度变革的观察与思考--第二章：政策导向下的能源结构变化》
IGPI 上海：4 页.

联系人

投资人服务 010-85679696-8704 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。