下载日志已记录，仅供内部参考

汽车

行业专题报告

2026 年 07 月 06 日

26 年汽车总量思考：行业需求疲软，国内主机厂产能结构及利用率分析

投资评级： 看好（维持）

证券分析师

李泽

SAC：S1350525030001

lize@huayuanstock.com

秦梓月

SAC：S1350525070008

qinziyue@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



投资要点：

- **我国汽车行业产能或并未严重过剩，且主机厂国内产能投放预计已过高峰期。从总量数据看，我们对比发现中国汽车制造业的产能利用率高于美国、泰国等国家，或并未出现严重的产能过剩现象。**2025 年中国汽车制造业的产能利用率平均为 73%，对比同期美国汽车及其零部件/美国汽车和轻型机动车的产能利用率分别平均为 66%/61%，同期泰国汽车制造的产能利用率则为 51%。**从企业数据看，我们发现我国的汽车行业产能可能出现结构性过剩。**目前我国产能利用率低于 50%的主要为弱势的自主/合资品牌，这些品牌多因新能源转型较慢、产品力相对较弱等原因销量表现较弱；而对于销量表现强势的主机厂（例如 2025 年的问界品牌等），实际产能利用率则处于较高水平。与海外车企对比看，一方面，目前强势的海外主机厂总体产能利用率多在 70-80%间，也即中国强势主机厂产能利用率并不输海外；另一方面，海外部分弱势区域工厂的产能利用率也出现了低于 50%的情况，也即中国与海外汽车行业产能均有结构性过剩现象。**目前我国汽车行业新增产能投产受到一定限制，且主机厂国内产能投放预计已过高峰期，从分母端看大幅降低产能利用率的概率相对较小。**

- **我国汽车行业的结构性过剩或不会导致汽车行业出现类似房地产行业较为严重的出清过程。1）汽车为周期性行业**（宏观周期、政策周期、车型周期），我们认为今年疲软的销量不代表明年、后年较弱的销量表现。而作为对比，我国商品房销售面积 2022 年来持续呈现下滑趋势。**2）汽车行业较好的海外景气度有望弥补国内较弱的销量表现**，并且汽车出口盈利能力相对更强，有望提升主机厂的盈利能力。此外，**车企高端化也有助于改善国内销售及盈利结构**。3）若汽车销量景气度持续低迷，**主机厂或可以通过出售部分固定资产的方式回笼资金，或通过减产等方式降低实现盈亏平衡点所需达到的产量**。实际上，海外已经有较多主机厂（计划）减产、或关停/出售厂房，并且此前克莱斯勒、日产都曾通过收缩战略从而实现扭亏为盈。**4）汽车企业负债结构或优于房地产企业，且通过经营造血的能力相对较强**。汽车企业有息负债率明显低于房地产企业，而应付票据及账款占总体负债的比例明显高于房地产行业；汽车企业经营活动产生的现金流量净额较多，也即具备相对较强的通过经营造血的能力，而对比部分房地产企业（尤其 2020 年前）多通过筹资活动产生现金。因此，汽车产能结构性过剩背景下，我们认为汽车企业的出清更多可能限于一些中小主机厂，或不会出现较为严重的出清过程。

- **汽车行业弱景气度下我们认为行业或仍存结构性机会，维持汽车行业“看好”评级，建议关注以下主线：**1）国内新车景气周期相对较强且出口表现较好的车企：建议关注吉利汽车；2）有望通过自动驾驶等技术创新创造额外需求的车企：建议关注理想汽车-W、小鹏集团-W。

- **风险提示：汽车行业销量不及预期，宏观经济发展不及预期，汽车政策不及预期等**

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 我国汽车行业产能或并未严重过剩，且主机厂国内产能投放预计已过高峰期 4
1.1. 我国汽车行业或并未出现严重的产能过剩现象，但存在结构性过剩问题 4
1.2. 主机厂国内产能投放预计已过高峰期，分母端大幅降低产能利用率的概率较小 6
2. 我国汽车行业的结构性过剩或不会导致较为严重的出清过程 9
2.1. 汽车为周期性行业，今年销量的疲软不代表后续较弱的销量表现 9
2.2. 出口及高端化有望弥补国内较弱的销量及盈利表现 9
2.3. 主机厂可通过出售固定资产回笼资金、或通过减产降低盈亏平衡点的产量 10
2.4. 汽车企业负债结构或优于房地产企业，且通过经营造血的能力较强 12
3. 风险提示 15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 2025 年中国汽车制造业的产能利用率平均为 73%.....4
图表 2： 中、美、日三国的变化趋势并未出现过大差异.....4
图表 3： 我国汽车行业产能可能出现结构性过剩.....5
图表 4： 目前强势的海外主机厂总体产能利用率多在 70-80%间，部分弱势区域工厂产能利用率低于 50%.....6
图表 5： 我国汽车行业新增产能投产受到一定限制.....7
图表 6： 中国汽车制造业固定资产投资完成额增速放缓.....7
图表 7： 2023~2025 年除比亚迪外的主机厂合计资本开支较稳定（单位：亿元）.....7
图表 8： 汽车企业固定资产同比增速呈下滑趋势.....8
图表 9： 除比亚迪外的汽车厂商 2025 年合计在建工程规模有所回落（单位：亿元）.....8
图表 10： 主机厂累计折旧/固定资产原值比例多呈上升趋势.....8
图表 11： 乘用车零售销量具有周期性（单位：万辆）.....9
图表 12： 我国商品房销售面积及增速.....9
图表 13： 乘用车行业出口销量表现较好（单位：万辆）.....10
图表 14： 2026M1-4 我国 30 万以上价格的车型销量占比较 2025 年有所提升.....10
图表 15： 2026 年来以旧换新成交均价有所提升（单位：万元）.....10
图表 16： 多家主机厂（计划）减产/关停厂房.....11
图表 17： 克莱斯勒、日产都曾通过收缩战略从而实现扭亏为盈.....11
图表 18： 汽车企业整体的资产负债率低于房地产行业.....12
图表 19： 汽车企业整体的剔除预收款后的资产负债率低于房地产行业.....12
图表 20： 汽车企业的有息负债率明显低于房地产行业.....13
图表 21： 汽车企业整体的应付票据及账款占总体负债的比例高于房地产行业.....13
图表 22： 汽车企业的净负债率明显低于房地产行业.....13
图表 23： 汽车企业整体的现金短债比高于房地产行业.....13
图表 24： 汽车企业经营活动产生的现金流量净额较多（单位：亿元）.....13

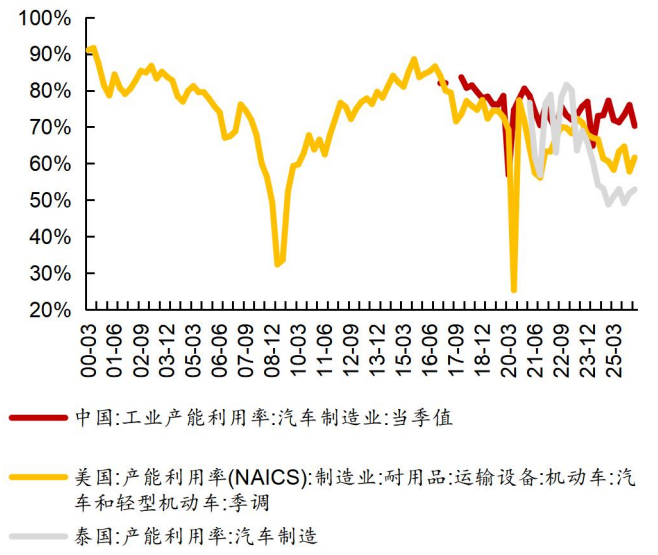
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 我国汽车行业产能或并未严重过剩，且主机厂国内产能投放预计已过高峰期

1.1. 我国汽车行业或并未出现严重的产能过剩现象，但存在结构性过剩问题

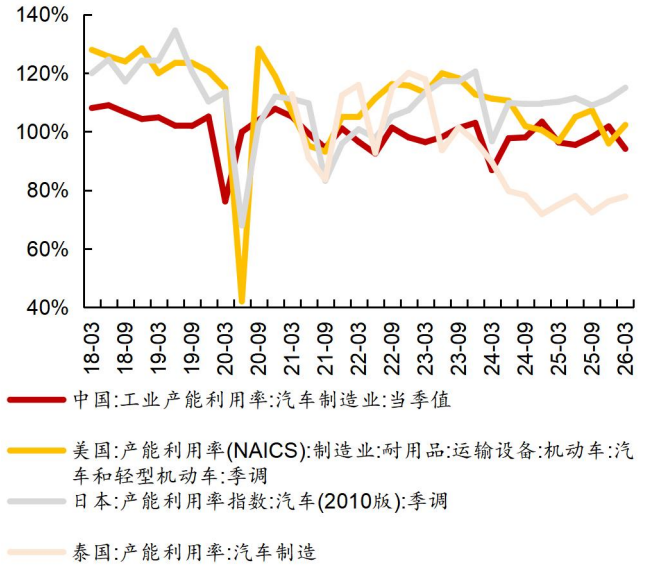
首先，从总量数据看，我们对比发现中国汽车制造业的产能利用率高于美国、泰国等国家，或并未出现严重的产能过剩现象。2025 年中国汽车制造业的产能利用率平均为 73%，对比同期美国汽车及其零部件/美国汽车和轻型机动车的产能利用率分别平均为 66%/61%，同期泰国汽车制造的产能利用率则为 51%。日本的产能利用率绝对数无法直接比较，若将各国 2021 年的产能利用率作为基期（=100）进行对比，我们发现尤其中、美、日三国的变化趋势并未出现过大差异。因此，单纯从总量数据分析，我们认为我国汽车制造业或并未出现严重的产能过剩现象。

图表 1：2025 年中国汽车制造业的产能利用率平均为 73%



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 2：中、美、日三国的变化趋势并未出现过大差异



资料来源：Wind，华源证券研究所（以 2021 年产能利用率作为基期（=100））

其次，从企业数据看，我们发现我国的汽车行业产能可能出现结构性过剩。目前我国产能利用率低于 50%的主要为弱势的自主/合资品牌，这些品牌多因新能源转型较慢、产品力相对较弱等原因销量表现较弱；而对于销量表现强势的主机厂（例如 2025 年的问界品牌等），实际产能利用率则处于较高水平。**与海外车企对比看**，一方面，目前强势的海外主机厂总体产能利用率多在 70-80%间，也即中国强势主机厂产能利用率并不输海外；另一方面，海外部分弱势区域工厂的产能利用率也出现了低于 50%的情况，也即中国与海外汽车行业产能均有结构性过剩现象。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3：我国汽车行业产能可能出现结构性过剩

		2025 年		
	主要工厂	设计产能/万辆	产能/万辆	产能利用率
长城汽车	保定	60	50	83%
	天津	30	5	16%
	重庆	16	25	153%
	荆门	10	22	216%
	主要工厂合计	**116**	**101**	**87%**
长安汽车	**合计**	**225**	**198**	**88%**
赛力斯	赛力斯智慧工厂	30	43	144%
	其他工厂	30	9	29%
	合计	**60**	**52**	**86%**
江淮汽车	乘用车工厂	34	14	42%
北汽蓝谷	北京新能源汽车	12	10	86%
	北汽蓝谷麦格纳汽车	15	10	69%
	合计	**27**	**21**	**76%**
广汽集团	广汽本田	60	35	59%
	广汽丰田	100	76	76%
	广汽传祺	72	33	46%
	广汽埃安	56	30	54%
	广汽领程	1	0.5	45%
	合计	**289**	**174**	**60%**
上汽集团	上汽大众	192	106	55%
	上汽通用	145	53	37%
	上汽集团乘用车	116	89	76%
	上汽通用五菱	176	167	95%
	上汽大通	38	22	60%
	上汽正大	7	3	42%
	上汽通用五菱汽车印尼	6	2	35%
	捷仕达名爵汽车印度	6	7	126%
	其他	14	2	17%
	合计	**699**	**452**	**65%**
东风集团股份	**乘用车**	**314**	**154**	**49%**

资料来源：各公司公告，华源证券研究所（其中，东风集团股份的产能利用率为 2024 年，其余均为 2025 年）

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：目前强势的海外主机厂总体产能利用率多在 70-80%间，部分弱势区域工厂产能利用率低于 50%

		产能	产量	产能利用率
大众	全球	截至 2025 年底，大众集团全球产能约 1000 万辆，较 2019 年 1200 万辆的历史峰值已下调约 200 万辆	2025 年产量 886.6 万辆	若按 1200 万辆产能测算，2020~2024 年整体产能利用率多在 70~80%间； 若按 1000 万辆产能测算，2025 年整体产能利用率预计超过 85%
	德国			大众德国工厂的产能利用率仅为 56%，而奥斯纳布吕克工厂甚至低至 30%
丰田	全球		2025 年产量 995.1 万辆，此前预计 2026 年全球产量超过 1000 万辆	
本田	全球	根据 Marklines，预计超 450 万辆(截至 2026 年 6 月)	2025 年 339.6 万辆 (2019 年突破 500 万辆)	2025 年预计 70%出头
	中国大陆	预计 120 万辆	2025 年 68 万辆	2025 年预计一半左右
日产	全球		2025 年产量 295 万辆	2024 财年工厂利用率 70%
Stellantis	全球			在欧洲，到 2030 年，预计产能利用率将从 60%提升至 80%。 在美国，预计产量增加将使产能利用率在 2030 年达到 80%。

资料来源：各公司财报，各公司官网，财联社，中国汽车报，Marklines 等，华源证券研究所

1.2. 主机厂国内产能投放预计已过高峰期，分母端大幅降低产能利用率的概率较小

目前我国汽车行业新增产能投产受到一定限制，且主机厂国内产能投放预计已过高峰期，从分母端看大幅降低产能利用率的概率相对较小。根据《汽车产业投资管理规定》，燃油方面，我国已禁止新建独立燃油汽车企业，并且现有汽车企业若想扩大燃油汽车生产能力，在产能利用率、新能源汽车产量占比、研发费用支出占主营业务收入等方面均需要满足一定条件；新能源方面，我国并未禁止新建新能源汽车产能，但对项目所在省份汽车产能利用率、项目建设规模、拟扩产主机厂的产能利用率/上年度纯电动汽车产量均有一定要求。此外，考虑到 1）2026M1-5 中国汽车制造业固定资产投资完成额增速、2025 年汽车企业固定资产同比增速呈下滑趋势，2）2023~2025 年除比亚迪外的主机厂合计资本开支较稳定(比亚迪 2025 年资本开支投入较大预计也与电池及海外工厂投入有关，并非都是国内产能 ）、除比亚迪外的汽车厂商 2025 年合计在建工程规模亦有所回落，3）多数主机厂累计折旧与固定资产原值的比例有所提升，因此我们认为多数主机厂国内产能投放已过高峰期。

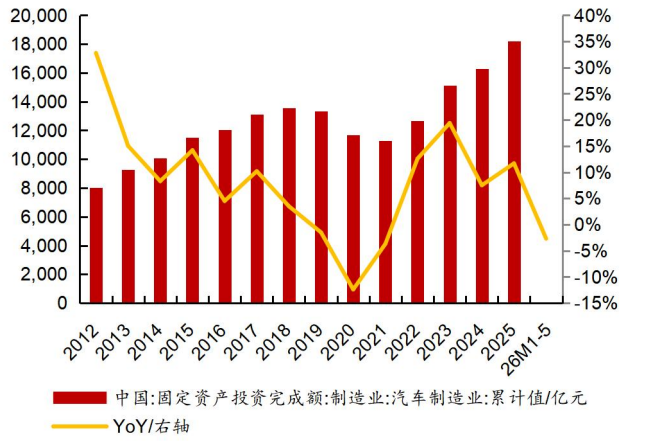
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：我国汽车行业新增产能投产受到一定限制

项目	要求
燃油汽车整车投资项目	第十一条　禁止建设以下燃油汽车投资项目(不在中国境内销售产品的投资项目除外)： **(一)新建独立燃油汽车企业;** (二)现有汽车企业跨乘用车、商用车类别建设燃油汽车生产能力; (三)现有燃油汽车企业整体搬迁至外省份(列入国家级区域发展规划或不改变企业股权结构的项目除外); (四)对行业管理部门特别公示的燃油汽车企业进行投资(企业原有股东投资或将该企业转为非独立法人的投资项目除外)。
	第十二条　现有汽车企业扩大燃油汽车生产能力投资项目，应符合以下条件： **(一)上两个年度汽车产能利用率均高于同产品类别(乘用车和商用车)行业平均水平;** **(二)上两个年度新能源汽车产量占比均高于行业平均水平;** (三)上两个年度研发费用支出占主营业务收入的比例均高于 3%; (四)产品具有国际竞争力; (五)项目所在省份上两个年度汽车产能利用率均高于同产品类别行业平均水平，且不存在行业管理部门特别公示的同产品类别燃油汽车企业。
	第十三条　燃油乘用车扩能投资项目，除符合本规定第十二条外，企业平均燃料消耗量应满足国家标准和有关规定的要求，异地新建扩能投资项目，建设规模应不低于 15 万辆且企业上年度总产量不低于 30 万辆。
纯电动汽车整车投资项目	第十七条　新建独立纯电动汽车企业投资项目(含现有汽车企业跨乘用车、商用车类别建设纯电动汽车生产能力)所在省份，应符合以下条件： **(一)上两个年度汽车产能利用率均高于同产品类别行业平均水平;** **(二)现有新建独立同产品类别纯电动汽车企业投资项目均已建成且年产量达到建设规模。**
	第二十条　新建独立纯电动汽车企业投资项目，应符合以下条件： **建设规模，纯电动乘用车不低于 10 万辆，**纯电动商用车不低于 5000 辆
	第二十一条　现有汽车企业扩大同产品类别纯电动汽车生产能力，燃油汽车企业上两个年度汽车产能利用率均高于行业平均水平，纯电动汽车企业上年度纯电动汽车产量达到建设规模；拟生产产品的能耗、续驶里程等主要技术指标达到行业领先水平。

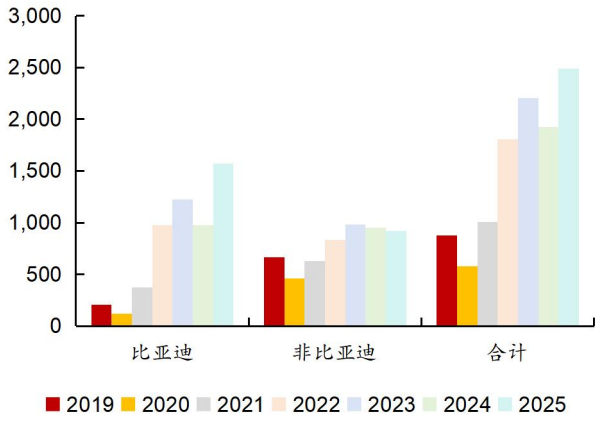
资料来源：国家发展和改革委员会《汽车产业投资管理规定》，华源证券研究所

图表 6：中国汽车制造业固定资产投资完成额增速放缓



资料来源：Wind，华源证券研究所

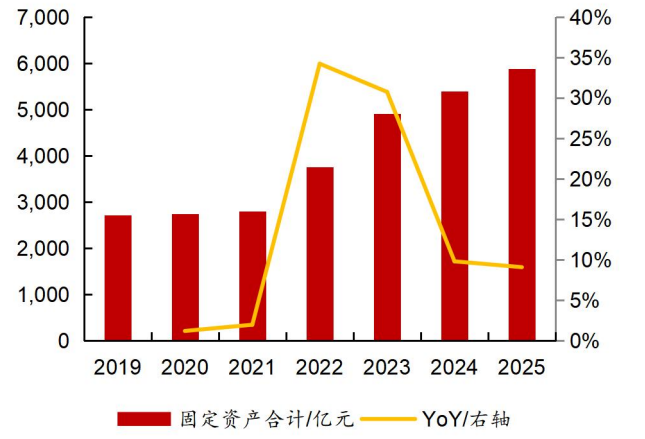
图表 7：2023~2025 年除比亚迪外的主机厂合计资本开支较稳定（单位：亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所（非比亚迪主机厂包括长城、长安、吉利、赛力斯、江淮、北汽蓝谷、上汽、广汽、蔚来、理想、小鹏、零跑）

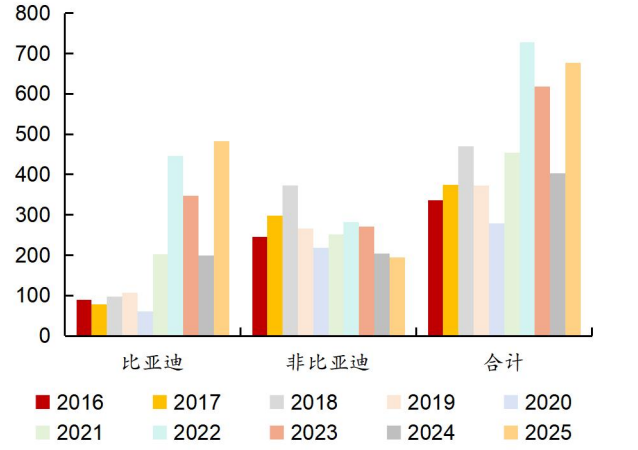
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8：汽车企业固定资产同比增速呈下滑趋势



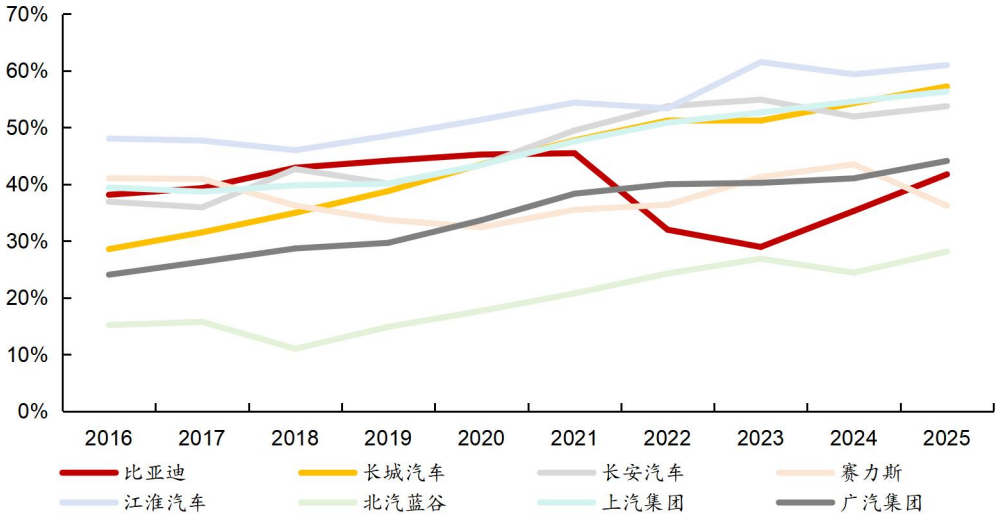
资料来源：Wind，华源证券研究所（汽车企业包括比亚迪、长城、长安、吉利、赛力斯、江淮、北汽蓝谷、上汽、广汽、蔚来、理想、小鹏、零跑）

图表 9：除比亚迪外的汽车厂商 2025 年合计在建工程规模有所回落（单位：亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所（非比亚迪主机厂包括长城、长安、赛力斯、江淮、北汽蓝谷、上汽、广汽）

图表 10：主机厂累计折旧/固定资产原值比例多呈上升趋势



资料来源：Wind，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

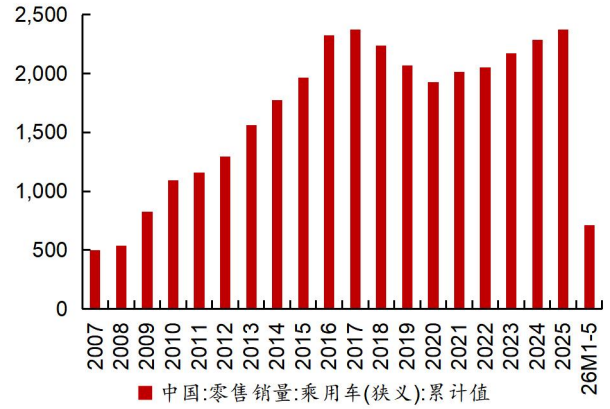
2. 我国汽车行业的结构性过剩或不会导致较为严重的出清过程

我们认为，我国汽车行业的结构性过剩或不会导致汽车行业出现类似房地产行业较为严重的出清过程，具体原因如下：

2.1. 汽车为周期性行业，今年销量的疲软不代表后续较弱的销量表现

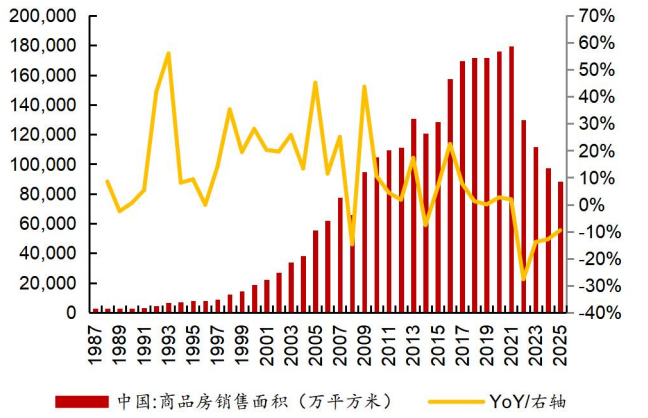
汽车为周期性行业（宏观周期、政策周期、车型周期），我们认为今年疲软的销量不代表明年、后年较弱的销量表现。从总量看，汽车行业销量呈现周期性波动，2017 年零售销量到达阶段性高峰后乘用车销量有所回落，但 2025 年又回归到较高的销量水平。从车企看，公司如有充沛的现金流，短期或可以通过降价等途径卖车，并在后续通过提升产品力等途径等待下一轮产品周期。而作为对比，我国商品房销售面积 2022 年来持续呈现下滑趋势。

图表 11：乘用车零售销量具有周期性（单位：万辆）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：我国商品房销售面积及增速



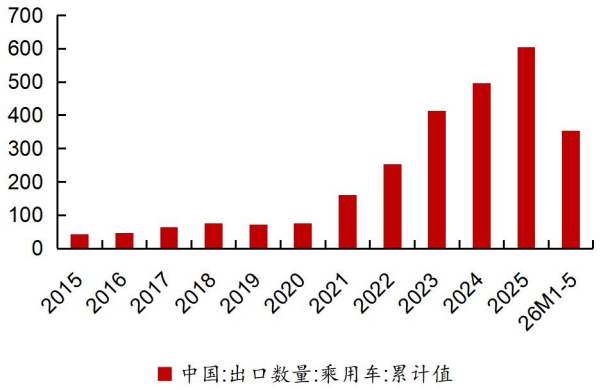
资料来源：Wind，华源证券研究所

2.2. 出口及高端化有望弥补国内较弱的销量及盈利表现

汽车行业较好的海外景气度有望弥补国内较弱的销量表现，并且汽车出口盈利能力相对更强，有望提升主机厂的盈利能力。我国乘用车出口景气度较强，2026 年前五月出口累计同比增速为 70%，对比零售销量累计同比增速为-19%，并且出口毛利率普遍较高，因此哪怕汽车厂商国内产能利用率下滑并且盈利水平下滑，也有望通过出口弥补一定损失。**此外，2026M1-4 我国 30 万以上价格的车型销量占比较 2025 年有所提升，**我们预计由于 1）部分主机厂陆续布局高端车型（例如吉利汽车的极氪等）；2）以旧换新补贴、新能源购置税补贴的变化对高端车相对更有利。**高价车型销量占比的提升有望改善国内销售及盈利结构，从而在一定程度上对冲国内较弱的销售及盈利表现。**

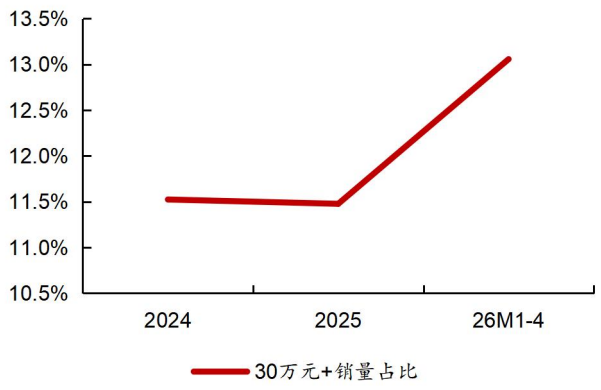
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 13：乘用车行业出口销量表现较好（单位：万辆）



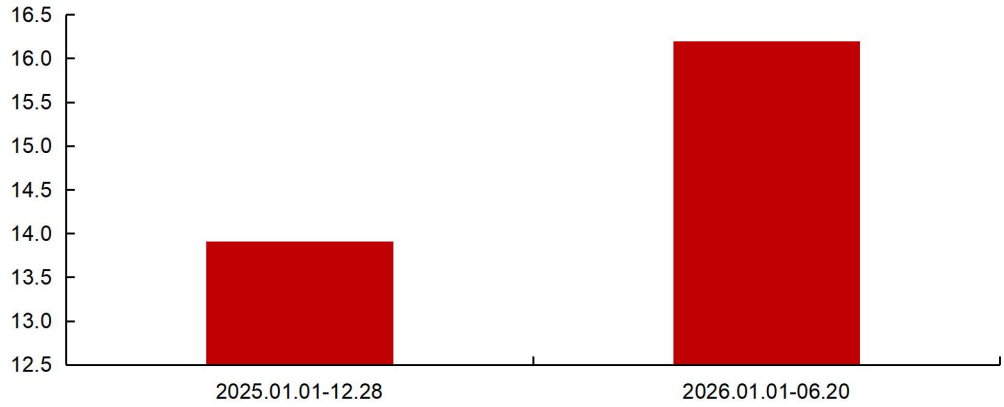
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：2026M1-4 我国 30 万以上价格的车型销量占比较 2025 年有所提升



资料来源：交强险，华源证券研究所

图表 15：2026 年来以旧换新成交均价有所提升（单位：万元）



资料来源：商务部，央视新闻，华源证券研究所

2.3. 主机厂可通过出售固定资产回笼资金、或通过减产降低盈亏平衡点的产量

若汽车销量景气度持续低迷，主机厂或可以通过出售部分固定资产的方式回笼资金，或通过减产等方式降低实现盈亏平衡点所需达到的产量。实际上，海外已经有较多主机厂（计划）减产、或关停/出售厂房，并且此前克莱斯勒、日产都曾通过收缩战略从而实现扭亏为盈。因此我们认为，只要汽车企业车型的产品力相对较好，哪怕短期汽车景气度低迷，其也可以通过卖厂等手段获取生存以及后续扩张的可能性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 16：多家主机厂（计划）减产/关停厂房

主机厂	举措
大众	2025 年大众乘用车业务已基本完成在德国境内削减 73 万辆产能的计划。 2026 年 4 月，**大众集团计划再削减 100 万辆全球产能**，将年产能降至约 900 万辆。主要削减目标还是在德国。若德国四座工厂关闭，大众集团德国产能将可以再减少约 75 万辆。
丰田	2026 年 5 月下旬，丰田汽车将原定截至 11 月的海外产量削减规模从 3.8 万辆大幅上调至约 8.3 万辆。叠加此前日本本土已削减的约 4 万辆中东市场定向产量，丰田半年内整车产能计划收缩超 12 万辆。 此次减产重心明确指向**泰国、印度、马来西亚等亚洲工厂及中东专供产线，主要砍掉燃油版 RAV4、凯美瑞及 IMV 系列（创新型全球多功能战略车）的汽油车型；而混动车型与纯电车型产能则基本维持，甚至略有提升**。
本田	2024 年 7 月，本田就宣布关停在中国的两座整车工厂，其中一座广汽本田工厂年产能为 5 万辆，主要生产雅阁轿车；另一座东风本田工厂年产能为 24 万辆。 2026 年 6 月，广汽本田广州黄埔工厂停产；东风本田武汉一座燃油车工厂预计 2027 年停产。
	2026 年 4 月，本田宣布将于今年年底前**撤出韩国汽车市场**，结束在韩经营了 23 年的汽车业务，仅保留摩托车相关业务。 更早之前，本田还宣布**关闭位于泰国大城府的一座工厂**。
日产	2020 年决定将 720 万辆的全球产能削减 20%，到 2023 财年末仅保留每年 540 万辆的产能。 2025 年 2 月：日产汽车的目标是到 2026 财年将全球产能从 500 万辆削减至 400 万辆（其中，包括已在**中国实施的从 150 万辆减至 100 万辆的减产举措**；同时日产汽车正在采取措施将中国以外工厂的产能从 350 万辆削减至 300 万辆）。 2025 年 5 月中旬，日产汽车启动了名为“Re：Nissan”的复兴计划，将于 2027 年前在全球关闭 7 家工厂、裁员 2 万人，**将在中国市场以外的产能从 350 万辆逐步削减至 250 万辆。**

资料来源：中国汽车报，中国经济网等，华源证券研究所

图表 17：克莱斯勒、日产都曾通过收缩战略从而实现扭亏为盈

主机厂	问题	措施	效果
日产	日产公司难以适应日益激烈的国际市场竞争，市场份额逐渐缩小，在 1992 年以来的 8 个财政年度中有 7 年出现亏损。1998 年的汽车产量减少到 152 万辆，收益明显恶化，负债增加，陷入资金周转极为困难的地步。公司被迫在1999年3月向法国雷诺公司出售36.8%的股权。	1999 年决定实施新重建计划，根据新重建计划，日产公司在 2003 年 3 月之前，**将关闭 3 个组装工厂与两个零件制造厂，减少 50 条生产线，裁减 2.1 万员工，把汽车生产能力从 200 万辆降低到 165 万辆。** 该“计划”还决定，为了降低生产成本，在大幅度减少现在的分包企业数，增加以低价格提供零件的分包企业的同时，同雷诺公司进行合作购买措施。 日产公司决定除了出售该公司工业机械部门外，正在研究出售属于多种经营范围的宇航工业部门和海运部门以及出售其他企业中日产公司的大部分股份。	截至 2001 年 3 月 31 日的财年财务报告显示，在日产复兴计划的第一个完整年度，**公司报告了税后合并净利润 3311 亿日元**（27 亿美元，30 亿欧元）。
克莱斯勒	克莱斯勒的财务状况在 20 世纪 70 年代迅速恶化。其市场份额从 1970 年的 16.1%降至 1975 年的 11.7%，再到 1979 年的 9.0%。1979 年，克莱斯勒的亏损总额达到 11 亿美元，被迫向联邦政府寻求救助。	1978 年至 1982 年间，克莱斯勒通过裁员迅速进行缩减规模。1978 年至 1980 年间，**克莱斯勒在美国关闭了 20 家工厂**，主要原因是这些工厂设备陈旧，且公司的生产需求有所下降。克莱斯勒在美国的**时薪制员工人数从 1978 年 6 月的 109,085 人降至 1982 年 12 月的 42,806 人的低点。**	克莱斯勒于 1982 年底开始复苏，就业人数在 1982 年回升至 73,000 人，1983 年进一步增至 82,000 人。**1982 年，克莱斯勒实现了 1.7 亿美元的盈利**。在复苏过程中，克莱斯勒于 1983 年偿还了联邦贷款。

资料来源：日产官网，解放日报，Peter D. Sherer《Industrial restructuring and industrial relations in three United States firms》，华源证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4. 汽车企业负债结构或优于房地产企业，且通过经营造血的能力较强

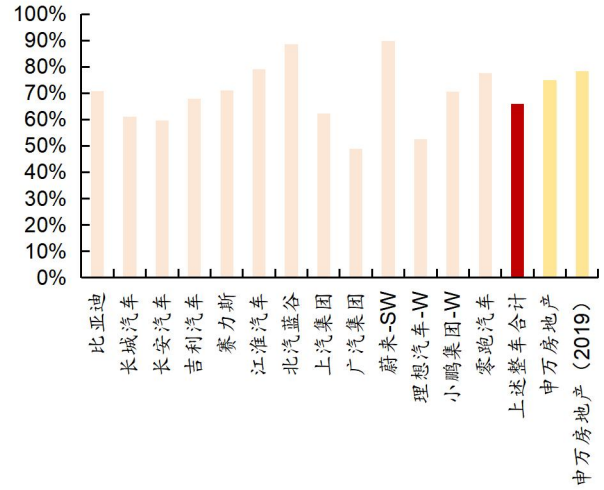
汽车企业的部分财务性质或优于房地产企业（例如汽车企业负债结构或优于房地产企业，且通过经营造血的能力相对较强），商业模式也有所区别。

从财务角度分析，①汽车企业整体的资产负债率以及剔除预收款后的资产负债率略低于房地产行业；②汽车企业的负债结构与房地产企业有较明显差异，汽车企业有息负债率（有息负债=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券）**明显低于房地产企业，而应付票据及账款占总体负债的比例明显高于房地产行业**，因此汽车企业整体负债结构或好于房地产企业；③汽车企业的净负债率（=（带息债务-货币资金）/所有者权益）明显低于房地产行业、且现金短债比（=货币资金/(一年内到期非流动负债+短期借款））高于房地产行业；**④汽车企业经营活动产生的现金流量净额较多**，也即具备相对较强的通过经营造血的能力，**而对比部分房地产企业（尤其 2020 年前）多通过筹资活动产生现金**。

从商业模式角度看，房地产开发的流程包括拿地、新开工、销售、施工、竣工、交房装修等，对于期房销售而言，房地产开发商可以只用部分自有资金进行投资，其余依靠银行贷款及预售回款回笼资金，再通过这一轮资金去进行下一块地的开发，整体杠杆水平预计高于汽车企业。该模式下，若房地产需求下行、国家融资政策再有所收紧（例如 2020 年的“三道红线”政策），容易导致部分企业的暴雷。

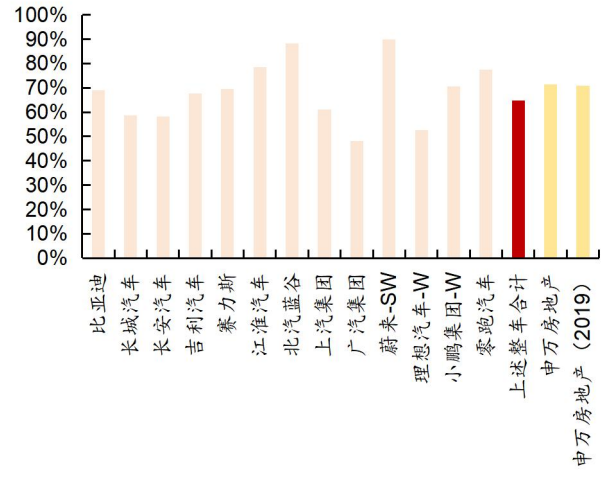
因此，综上所述，汽车产能结构性过剩背景下，我们认为汽车企业的出清更多可能限于一些中小主机厂，或不会出现较为严重的整体出清过程。

图表 18：汽车企业整体的资产负债率低于房地产行业



资料来源：Wind，华源证券研究所

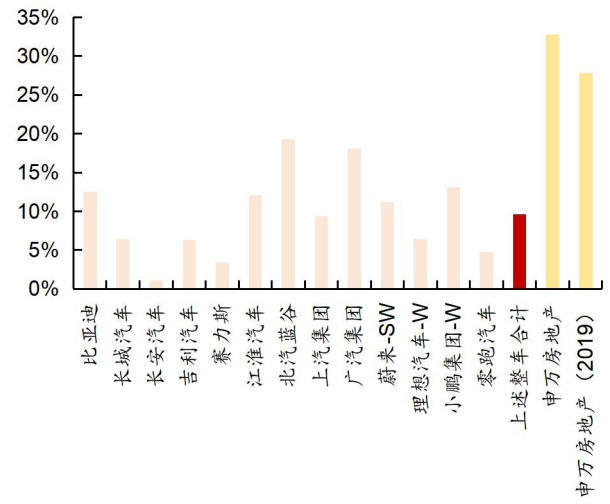
图表 19：汽车企业整体的剔除预收款后的资产负债率低于房地产行业



资料来源：Wind，华源证券研究所

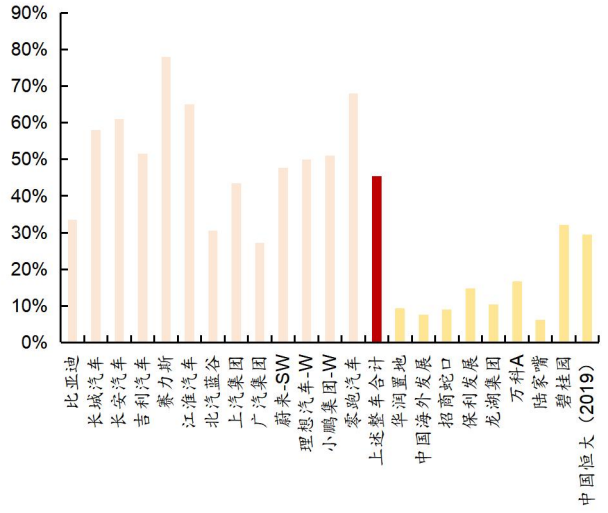
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 20：汽车企业的有息负债率明显低于房地产行业



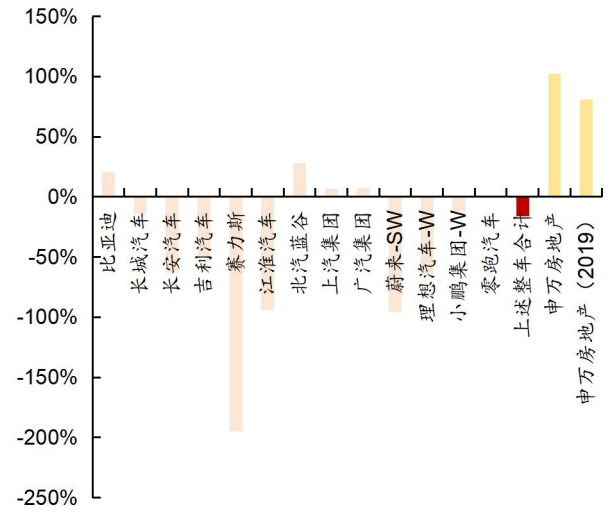
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 21：汽车企业整体的应付票据及账款占总体负债的比例高于房地产行业



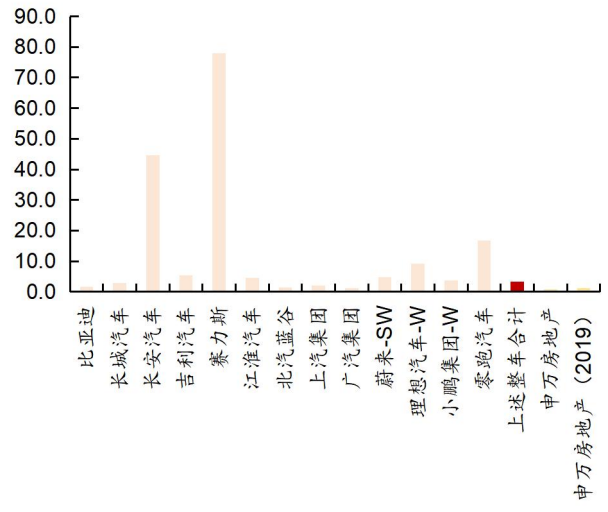
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 22：汽车企业的净负债率明显低于房地产行业



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 23：汽车企业整体的现金短债比高于房地产行业



资料来源：Wind，华源证券研究所

人在草木间

图表 24：汽车企业经营活动产生的现金流量净额较多（单位：亿元）

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
比亚迪	经营	-18	64	125	147	454	655	1,408	1,397	1,335	591
	投资	-134	-160	-142	-209	-144	-454	-1,206	-1,257	-1,291	-1,975
	筹资	163	112	39	66	-289	161	-195	128	-103	1,046
长城汽车	经营	88	-11	197	140	52	353	123	178	278	404
	投资	-84	-31	-100	-158	-116	-112	-105	-105	-233	-292
	筹资	-11	61	-65	39	114	-96	-31	11	-122	-134
长安汽车	经营	23	-14	-39	39	107	230	57	199	48	18
	投资	54	44	-66	-38	36	-15	-30	-62	-43	-122
	筹资	-24	-46	-14	-4	70	-26	2	-21	-14	-2

下载日志已记录，仅供内部参考

吉利汽车	经营	83	120	139	125	16	153	160	223	265	473
	投资	-26	-119	-113	-108	-54	-72	-121	-161	-91	-234
	筹资	0	-17	-3	18	38	9	13	-28	-133	-18
赛力斯	经营	11	10	11	3	11	-10	-12	64	225	289
	投资	-7	-16	-28	-20	-13	-16	-42	-30	-165	-50
	筹资	11	27	3	10	-11	29	63	-13	-42	183
江淮汽车	经营	-3	-67	-35	2	-13	17	15	34	27	34
	投资	-13	-3	-37	17	11	-10	10	15	-46	11
	筹资	51	24	39	-18	-5	27	-7	-38	4	-17
北汽蓝谷	经营	-1	-0	-36	-64	-66	50	35	-5	-16	19
	投资	0	0	-23	-57	30	-23	-15	-15	-25	-30
	筹资	0	0	57	140	2	-2	-52	42	74	-26
上汽集团	经营	114	243	90	463	375	216	95	423	693	343
	投资	264	-109	98	-393	-71	-15	-68	-422	-35	-276
	筹资	-61	-5	-191	-31	-159	-162	91	-101	-93	-532
广汽集团	经营	55	151	-13	-4	-29	-56	-53	67	109	-150
	投资	-31	29	-56	-48	5	16	-38	-25	-118	-56
	筹资	16	96	-25	-23	-18	1	243	41	22	55
蔚来-SW	经营	-22	-46	-79	-87	20	20	-39	-14	-78	30
	投资	1	-12	-79	34	-51	-398	104	-109	-50	-115
	筹资	23	129	116	31	414	181	-16	277	18	68
理想汽车-W	经营			-13	-18	31	83	74	507	159	-86
	投资			-2	-26	-187	-43	-44	-0	-411	-7
	筹资			11	57	247	167	56	2	-4	8
小鹏集团-W	经营			-16	-36	-1	-11	-82	10	-20	83
	投资			-36	7	-44	-331	48	6	-13	-73
	筹资			67	36	343	146	60	80	7	5
零跑汽车	经营				-7	-7	-10	-24	11	85	126
	投资				-4	-3	-30	-13	-49	-133	-111
	筹资				7	9	83	64	86	-5	31
华润置地	经营	139	95	272	327	223	70	12	474	466	388
	投资	-80	-247	-451	-429	-328	-278	-393	-393	-224	-513
	筹资	-37	273	340	21	363	402	261	90	-57	-30
中国海外发展	经营	542	-351	-72	99	97	226	-105	353	465	167
	投资	135	-68	-73	-26	-25	-145	-81	-48	18	-103
	筹资	-290	-110	151	15	80	144	-21	-350	-298	-269
招商蛇口	经营	-127	-47	105	138	276	260	222	314	320	97
	投资	55	-327	30	-132	-48	-243	-100	-122	32	-23
	筹资	118	338	9	162	-79	-112	-59	-174	-234	-218
保利发展	经营	341	-293	119	392	152	106	74	139	63	152
	投资	-131	-170	-135	-105	-69	-200	6	73	-13	-20
	筹资	-113	674	465	-28	-19	345	-30	-500	-190	-260
龙湖集团	经营	327	713	779	343	367	285	100	330	297	219
	投资	-401	-1,109	-1,160	-352	-414	-487	-124	-116	-116	-43

下载日志已记录，仅供内部参考

	筹资	68	489	565	167	209	313	-136	-343	-294	-382
万科 A	经营	396	823	336	457	532	41	28	39	38	-10
	投资	-434	-516	-674	-286	58	-263	-130	-46	108	37
	筹资	313	553	448	-333	-325	-231	34	-368	-277	-249
陆家嘴	经营	-13	-54	43	5	-7	37	-5	114	13	105
	投资	-75	54	10	-84	-24	-56	-88	17	41	-52
	筹资	60	-17	-53	79	33	111	-2	-69	-87	-19
碧桂园	经营	413	241	294	147	-216	109	356	-761	-33	15
	投资	-205	-444	-123	-191	-59	-180	44	95	61	17
	筹资	275	728	738	253	-541	-129	-587	-544	-35	-37
中国恒大	经营	-586	-1,510	547	-674	1,101	-516	-122			
	投资	-1,196	-475	-604	-553	-241	-144	-131			
	筹资	2,731	1,529	-177	1,432	-769	-873	242			

资料来源：Wind，华源证券研究所

3. 风险提示

1、汽车行业销量不及预期：汽车行业景气度可能存在持续不及预期的情况，将对汽车销量造成负面影响；

2、宏观经济发展不及预期：汽车作为大宗消费品，与宏观经济发展的相关性较高，经济增速的变化或对汽车销量产生直接影响；

3、汽车政策不及预期：若国内并无新增补贴政策，或海外国家对中国主机厂出口施加不利政策，将对中国汽车内销/出口销量产生影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。