下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

汽车 2026 年 09 月 22 日

汽车行业深度研究报告

2025 全球车企成本分拆：新势力表现分化，效率向传统车企收敛

推荐（维持）

- *我们整理了国内及海外多家重点车企的财报数据（具体车企详见正文图表），从业务差别、产品竞争力、成本投入与效率三方面，对比新势力之间及新势力与传统车企的差别与变化趋势。*
- **产品层面，重点从 ASP、盈利性看新旧势力的区别。**
  1) **新势力 ASP 位于海外豪华与国内普通之间，定位高端**，主要基于更高定价对电动、智能成本的容纳力及潜在盈利性。同比角度，赛力斯/小米受益于高端车型放量逆势提升（+3/+2 万元），特斯拉基本持平，理想/蔚来/小鹏受市场竞争加剧及产品矩阵下探影响回落（-1/-3/-3 万元）。其中，ASP 奔驰 59>宝马 39>新势力 16-31 万元，奔驰凭借迈巴赫等超豪华车型拉升了整体均价，启示新势力高端化是提升 ASP 的关键。
  2) **新势力间毛利率差异较大，第一梯队已达甚至超越传统车企水平。**ASP 与销量共同体现产品在市场上的竞争力，并综合表现在毛利率上。此外，车企的细分定位、产品结构、经营水平也会影响毛利率水平。2025 年调整毛利率，赛力斯/小米已超 BBA 水平，特斯拉/理想/小鹏已进入 BBA 区间；蔚来仍偏低，但同比+3.7PP；国内普通车企中，吉利、比亚迪居前，零跑（考虑产业链垂直整合、性价比定位等，与传统车企更为相似）同比+6.2PP。净利率上，小米及零跑首次转正，小鹏、蔚来大幅减亏。
- **车企核心商业模式是“对复杂体系的管理”，并统领了整车六大经营条线，我们以之为纲，从人力、研发、SG&A 的投入与产出指标刻画车企经营差异：**
  1) **人力：**①投入上，**人均薪酬**海外>新势力>国内传统（除上汽自主），源于海外更高的人力成本及高端品牌在研发、销售端的高投入对人才要求更严苛。②产出上，新势力研发人员人均销量已与长城、广汽、比亚迪相当，销售人员人均销量多数显著低于传统车企，管理人员人均销量则多数更高；多数车企**薪酬/营收比例**集中在 5%-15%。
  2) **研发：**①投入上，**研发开支/矩阵车型数**海外高于国内，国内新势力及比亚迪居前。②产出上，**研发开支/营收**特斯拉、赛力斯已达海外高端水平，蔚来、小鹏与传统车企仍有差距，但显著改善；零跑由 9%降至 7%。
  3) **销售及管理：**①投入上，新势力 **SG&A 费用/在售车型数**更高，可能与直营模式、薪酬水平、股权激励等有关。②产出上，**SG&A 费用/营收**特斯拉、理想已达传统车企水平，小鹏大幅改善，蔚来、赛力斯仍有提升空间；零跑由 10%降至 9%，比亚迪、吉利（6%~8%）处于较优水平。
- **具体指标定义、详细数据等详见正文图表。**
- **投资建议：**新势力通过率先产品端对电动、智能要素的引入，商业模式端对用户运营、生态建设的引入，宣传端对移动互联网的引入，在近年实现了对 BBA 等传统车企强有力的竞争。2025 年，新势力表现分化：销量上小鹏、小米翻倍式增长，特斯拉、理想有所下滑；毛利率上小米升至新势力第二，小鹏跃升至第一梯队；小米净利率首次转正，蔚来大幅减亏；特斯拉、赛力斯、理想效率指标已与传统车企相近，但盈利均有回落。国内普通车企中，比亚迪、吉利盈利与效率指标稳居前列，零跑首次扭亏、费用率快速下降。

  投资建议上，乘用车投资仍以内需弹性为主、出口成长为辅，近期主要反映出海政策端的不确定性，但出海大格局确立，推荐比亚迪、吉利汽车、零跑汽车。此外，高端化是提升 ASP 与盈利的关键，江淮汽车在豪华市场的竞争格局稳定，但豪车行业逆风导致标的处于低谷、未来行业重建有赖于资产价格上涨和优质供给增加，目前底部配置等待。
- **风险提示：**受数据的披露、口径及处理的影响，指标计算或存在一定误差；国内经济低于预期、行业竞争强于预期、原材料价格波动、海外汽车政策影响等。

华创证券研究所

证券分析师：张程航

邮箱：zhangchenghang@hcyjs.com

执业编号：S0360519070003

证券分析师：林栖宇

邮箱：linxiyu@hcyjs.com

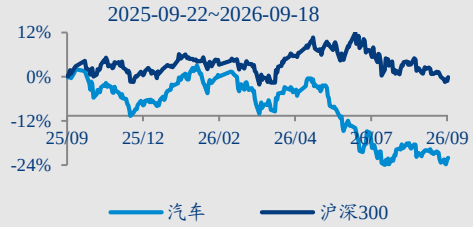
执业编号：S0360525070002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	247	0.03
总市值(亿元)	39,035.91	3.03
流通市值(亿元)	29,222.52	2.96

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-4.4%	-19.1%	-23.2%
相对表现	0.2%	-15.9%	-23.4%



相关研究报告

《汽车行业周报（20260914-20260920）：关注海外中欧汽车政策变化情况》

2026-09-20

《汽车行业周报（20260907-20260913）：内需有望实现季节性恢复，海外关注中欧汽车政策变化》

2026-09-13

《【华创汽车】8 月销量点评：出口、新能源渗透率维持高位》

2026-09-09

下载日志已记录，仅供内部参考

投资主题

报告亮点

1) **多维度对比新势力与传统车企差异：**本文深度剖析新势力与传统车企在业务结构、产品竞争力、成本投入与效率等核心维度的差异。业务结构上，聚焦新势力新增的电池及充电业务、汽车周边零售业务等创新布局，以及传统车企在零部件外售和汽车金融业务上的优势；产品竞争力方面，从 ASP、产品矩阵、单车型销量及总销量等角度展开全面对比。

2) **精细化成本与效率分析：**本文不仅从人力结构与效率、研发开支、销售与管理费用等层面进行成本投入强度分析，还深入探究成本转化效率，通过人均销量、人均创收、单车薪酬等多指标，揭示新势力与传统车企在经营效率上的差距与潜力。

投资逻辑

1) **盈利能力分析：**新势力车企定位高端，ASP 处于海外豪华与国内普通之间，2025 年 ASP 走势分化（赛力斯、小米逆势提升，理想、蔚来、小鹏回落）。部分新势力如赛力斯、小米、特斯拉、理想、小鹏等通过“中高端定位+爆品”策略，毛利率已达到甚至超过 BBA 水平，小米、零跑净利率首次转正，小鹏、蔚来大幅减亏，特斯拉、理想、赛力斯净利率则同比回落；随着销量增长和经营提效，新势力净利率仍有显著提升空间。

2) **成本投入与效率：**新势力在人力、研发、销售与管理等方面投入强度整体高于国内传统车企，如研发开支/矩阵车型数、单车型 SG&A 费用等指标均体现较高投入。在产出效率上，赛力斯、小鹏人均销量与人均创收已达到或超过国内传统车企，理想、特斯拉、蔚来人均销量仍偏低；研发与 SG&A 产出效率上，特斯拉已达传统车企水平，蔚来、小鹏随销量放量快速改善，也显示出较大的经营弹性。随着新势力规模效应逐步显现，成本投入和产出效率有望向均值回归。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、业务差别 6
（一）业务结构 6
（二）类固定资产结构 7
二、产品竞争力 9
（一）产品定位 9
1、ASP 9
2、产品矩阵 10
（二）产品竞争力 11
1、单车型销量 11
2、总销量 12
（三）盈利能力 13
1、毛利率 13
2、净利率 14
3、单车净利 15
三、成本投入与效率 17
（一）简述 17
（二）人力结构与效率 17
1、人力结构 17
2、人力投入 18
3、人力效率 18
（三）研发开支 20
1、研发投入 21
2、研发产出 22
（四）销售与管理 24
1、SG&A 投入 24
2、SG&A 产出 25
3、销售与管理费用 26
四、投资建议 30
五、风险提示 30

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1：新势力与传统车企业务结构（2025 年）.....6
图表 2：新势力与传统车企类固定资产（2025 年）.....7
图表 3：新势力车企固定资产细分科目及占比（亿元，%）.....8
图表 4：2009-2025 年新势力及传统车企整车 ASP（万元）.....9
图表 5：GAIN 中国乘用车行业成交均价（万元）.....10
图表 6：新势力与传统车企车型款数（国产，2025 年）.....11
图表 7：新势力与传统车企各细分类别单车型月均销量（2025 年，万辆）.....12
图表 8：2009-2025 年新势力及传统车企销量（万辆）.....13
图表 9：2009-2025 年新势力及传统车企调整后毛利率（%）.....14
图表 10：2009-2025 年新势力及传统车企调整后净利率（%）.....15
图表 11：2009-2025 年新势力及传统车企调整后单车净利（万元）.....16
图表 12：新势力及传统车企员工人数（2025 年，万人）.....18
图表 13：新势力及传统车企员工结构（2025 年，万人）.....18
图表 14：2009-2025 年新势力及传统车企人均薪酬（万元）.....18
图表 15：2009-2025 年新势力及传统车企生产性人均薪酬（万元）.....18
图表 16：新势力及传统车企单员工销量（2025 年，辆）.....19
图表 17：新势力及传统车企单员工营收（2025 年，万元）.....19
图表 18：2009-2025 年新势力及传统车企单车薪酬（万元）.....20
图表 19：2009-2025 年新势力及传统车企薪酬/营收（%）.....20
图表 20：矩阵车型款数（个）.....21
图表 21：2019-2025 年新势力及传统车企研发开支/矩阵车型数（亿元/款）.....22
图表 22：2019-2025 年新势力及传统车企人均研发薪酬（万元）.....22
图表 23：2009-2025 年新势力及传统车企研发开支/销量（万元/辆）.....23
图表 24：2009-2025 年新势力及传统车企研发开支/营收（%）.....23
图表 25：2019-2025 年新势力及传统车企在售车型款数（个）.....24
图表 26：2019-2025 年新势力及传统车企 SG&A/在售车型数（亿元/款）.....24
图表 27：2009-2025 年新势力及传统车企 SG&A 员工薪酬（万元/人）.....24
图表 28：2009-2025 年新势力及传统车企单车 SG&A（万元）.....25
图表 29：2009-2025 年新势力及传统车企 SG&A 费用率（%）.....26
图表 30：2019-2025 年新势力及传统车企单车型销售人数（人/款）.....27
图表 31：2019-2025 年新势力及传统车企单车型管理人数（人/款）.....27
图表 32：2019-2025 年新势力及传统车企销售费用/在售车型数（亿元/款）.....27
图表 33：2019-2025 年新势力及传统车企管理费用/在售车型数（亿元/款）.....27

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 34：2009-2025 年新势力及传统车企单车管理费用（万元）.....28
图表 35：2009-2025 年新势力及传统车企管理费用率（%）.....28
图表 36：2009-2025 年新势力及传统车企单车销售费用（万元）.....29
图表 37：2009-2025 年新势力及传统车企销售费用率（%）.....29

下载日志已记录，仅供内部参考

一、业务差别

（一）业务结构

业务结构上，新势力车企与传统车企仍存在一定差异，但从 2025 年数据来看差距已在缩小，主要体现在：

1) **新势力新增了充电及电池业务、会员及零售等新业态。**蔚来的充电及电池业务占营收 3.2%，理想的 Plus 会员、在线商店及充电桩销售，小鹏的增压服务及技术研发服务亦属此列。充电业务源于电动汽车的刚性需求，而会员及零售业务则是智能化趋势下用户运营的延伸，且毛利率较高（理想、小鹏其他销售及服务毛利率分别为 33.6%、57.2%），对整体盈利有正向贡献。

2) **相比传统车企，新势力的汽车金融和零部件外售业务规模仍较小。**宝马和大众的金融服务分别占营收 26.1%和 19.3%，是重要的利润来源；长城零配件销售占比 6.2%，毛利率 31.3%；而新势力零部件外售较少，主要由于其缺乏传统动力总成部件、品牌起步较晚且保有量偏低。新势力中仅特斯拉、蔚来涉及二手车销售，蔚来另含少量汽车金融（二手车销售及金融合计占营收 3.1%），其他新势力尚未形成独立的金融板块，主要受限于金融牌照门槛，但该业务对车企盈利结构具有重要意义。

整体来看，双方的业务结构已呈现收敛特征，新势力也逐步拓展售后、零配件、二手车等传统业务条线。随着电动化与智能化的深入推进，预计这一收敛趋势将持续。

图表 1：新势力与传统车企业务结构（2025 年）

业务结构	传统车企				新势力车企			
	宝马	大众	长安	长城	特斯拉	蔚来	理想	小鹏
业务1	**汽车业务**	**汽车业务**	**商品销售**	**汽车销售**	**汽车销售**	**汽车销售**	**汽车销售**	**汽车销售**
包含项目	汽车销售	乘用车和轻型商用车 商用车	汽车销售 零部件销售	汽车销售	汽车销售	汽车销售	汽车销售	汽车销售
占比	73.2%	82.4%	95.0%	89.0%	69.4%	87.9%	95.0%	89.1%
毛利率	12.2%	14.4%	15.4%	17.3%	14.5%	12.3%	17.9%	12.8%
业务2	**金融服务**	**金融服务**	**提供劳务及其他**	**零配件销售**	**其他销售及服务**	**其他销售和服务**	**其他销售和服务**	**服务及其他**
包含项目	金融服务	金融服务	技术服务 金融服务	零配件销售	二手车销售 售后服务 零配件销售 车辆保险 零售商品 充电服务	零配件及售后(5.1%) 充电及电池业务(3.2%) 二手车销售及金融(3.1%)	理想Plus会员 在线商店和配件销售 售后服务 充电桩销售 佣金服务	技术研发服务 嵌入销售合同服务 维修服务 增压服务
占比	24.8%	17.6%	5.0%	6.2%	13.2%	12.1%	5.0%	10.9%
毛利率	11.4%	15.6%	18.8%	31.3%	7.4%	6.6%	33.6%	57.2%
业务3	**摩托车业务**			**提供劳务**	**能源生产及存储**			
包含项目	摩托车销售			技术服务 金融服务	能源发电及存储销售 能源发电及存储租赁			
占比	2.0%			1.1%	13.5%			
毛利率	14.5%			13.5%	29.8%			
业务4	**其他实体**			**模具及其他销售**	**汽车租赁**			
包含项目	控股、融资等			模具及其他销售	直接租赁 直销型租赁			
占比	0.0%			3.6%	1.8%			
毛利率	100.0%			9.0%	47.5%			
业务5					**汽车监管积分**			
包含项目					汽车监管积分			
占比					2.1%			
毛利率					100.0%			

资料来源：各公司公告、华创证券

注：宝马、大众各业务占比根据内部交易抵消调整

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）类固定资产结构

类固定资产上，新势力车企使用权资产占比较高，可能与直营、充电基建等相关。本文定义类固定资产=固定资产+使用权资产+土地使用权资产，以更全面地反映车企在长期经营场所（如门店、工厂、土地）和重大设备上的资源。从占比结构看，传统车企以固定资产 PPE 为主，使用权资产占比普遍在 10%及以下；新势力的使用权资产占比显著更高，蔚来 31%、理想 29%、小鹏 22%，这主要源于新势力广泛采用的直营模式和充电基础设施的租赁布局。其中小鹏因经销模式占比更高，使用权资产低于蔚来和理想，但其土地使用权占比达 15%，为新势力中最高，反映出小鹏更多采取自有土地建设而非租赁的模式。

直营模式对新势力的财务结构具有双重影响：一方面，通过减少渠道分成提升毛利率并强化终端掌控力以提升品牌形象；另一方面，则因承担门店租金等固定成本而推高销售费用率，并带来较重的经营现金流负担。

图表 2：新势力与传统车企类固定资产（2025 年）

类固定资产，亿元	传统车企				新势力车企		
	宝马	大众	长安	长城	蔚来	理想	小鹏
固定资产PPE	**2,918**	**5,319**	**220**	**293**	**258**	**228**	**135**
使用权资产（经营租赁）	**313**	**597**	**4**	**31**	**117**	**91**	**47**
无形资产	**1,612**	**7,406**	**323**	**122**	**2**	**12**	**75**
土地使用权	-	-	24	27	2	-	32
其他（专利、软件等，不属于类固定资产）	1,612	7,406	298	95	0	12	43
类固定资产合计（不含无形资产-其他）	**3,231**	**5,917**	**249**	**351**	**377**	**319**	**214**
类固定资产占比，%	**传统车企**				**新势力车企**		
	宝马	**大众**	**长安**	**长城**	**蔚来**	**理想**	**小鹏**
固定资产PPE	**90%**	**90%**	**89%**	**83%**	**68%**	**71%**	**63%**
土地及建筑物	33%	32%					
其他（设备、厂房等）	58%	58%					
使用权资产（经营租赁）	**10%**	**10%**	**2%**	**9%**	**31%**	**29%**	**22%**
土地及建筑物	7%	9%					
无形资产							
土地使用权			10%	8%	1%	0%	15%
其他（专利、软件等，不属于类固定资产）							
类固定资产合计（不含无形资产-其他）	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

资料来源：各公司公告、华创证券

注：宝马与大众使用权资产包含在固定资产中，这里统一口径单独拆出，且其土地使用权未单独披露，包含在固定资产与使用权资产中

新势力新建充电基建资产，拥有更重的资产模式。2025 年，小鹏充电及电池设备相关资产约 6 亿元，占其固定资产的 3%；蔚来为 93 亿元（2024 年 78 亿元），占比约 20%。蔚来的高占比凸显了其在换电网络上的重资产布局。除了部分新势力自建工厂带来的固定资产增长，直营销售模式推高了使用权资产占比；同时，大规模自建充电网络又新增了大量充电设备固定资产以及可能伴随的土地使用权或场地租赁费用。这些因素叠加，共同构成了新势力更重的资产结构。

下载日志已记录，仅供内部参考

部分新势力车企已在积极优化资产结构。蔚来、理想在建工程分别从 2024 年的 36 亿元、33 亿元大幅降至 2025 年的 9 亿元、9 亿元，在建项目已集中转固。渠道端，小鹏 2023 年启动“木星计划”，淘汰低效直营店、扩大经销商网络；理想 2025 年推出“百城繁星”轻资产合作计划，新增超 300 家零售网点；蔚来则推出多品牌综合店和“用户合作店”模式，降低重资产投入。充换电端，蔚来与宁德时代达成战略合作，并推出“加电合伙人计划”向社会开放换电站投资；小鹏与大众合作共建超快充网络。随着轻资产化和开放合作模式的推进，新势力的资产结构有望持续优化。

图表 3：新势力车企固定资产细分科目及占比（亿元，%）

固定资产（亿元）	蔚来		理想		小鹏		特斯拉		蔚来	理想	小鹏	特斯拉
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2025	2025	2025	2025
模具工装	71	103	53	73	30	36	277	348	22%	22%	18%	8%
租赁改良	61	64	28	34	6	7	263	317	13%	10%	4%	7%
建筑	9	9	44	64	42	58	760	846	2%	19%	30%	19%
生产设备	68	104	92	125	48	59	1306	1490	22%	38%	30%	34%
充电和电池交换设备	78	93			5	6			20%		3%	
计算机和电子设备	19	19			4	6			4%		3%	
研发设备	16	16							3%			
车辆	19	17	21	25	6	6			4%	8%	3%	
公司家具												
在建工程	36	9	33	9	17	15	483	628	2%	3%	8%	14%
软件采购	13	14							3%			
计算机、硬件和软件							207	229				5%
订阅业务车辆	8	8							2%			
建筑改良			4									
AI设施							367	487				11%
其它	14	17			3	4			4%		2%	
总计	**415**	**473**	**275**	**330**	**162**	**197**	**3662**	**4344**	100%	100%	100%	100%
-累计折旧	-156	-214	-63	-102	-45	-60	-1110	-1441				
-减值损失	-0	-0	-0	-0	-2	-1						
总PPE净值	**259**	**258**	**211**	**228**	**115**	**135**	**2552**	**2903**				

资料来源：各公司公告、华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

二、产品竞争力

（一）产品定位

1、ASP

ASP 上，新势力一般位于海外豪华与国内普通之间，定位高端品牌。2025 年，海外豪华/高端品牌 ASP 最高，其中奔驰凭借迈巴赫等超豪华车型将均价拉升至 59 万元，宝马为 39 万元。新势力 ASP 集中在 16 至 31 万元区间，赛力斯以 31 万元领先，得益于问界高端车型的强竞争力；特斯拉、理想、小米、蔚来处于 24 至 29 万元的高端区间，定价接近海外普通品牌；小鹏 16 万元接近国内普通品牌水平。国内普通品牌 ASP 多在 9 至 15 万元之间。新势力选择高端定位，核心在于更高的单车售价能够更好地容纳电动化和智能化带来的额外 BOM 成本，同时高端品牌具备更强的潜在盈利空间。

同比变化角度，新势力 ASP 走势分化。赛力斯和小米受益于高端车型放量及产品结构升级，ASP 逆势提升（分别+3 万元至 31 万元、+2 万元至 26 万元），特斯拉基本持平，理想、蔚来、小鹏则受市场竞争加剧和产品矩阵重心下移的影响，ASP 有所回落（分别-1 万元、-3 万元、-3 万元）。此外，行业整体层面，中国乘用车市场的成交均价因电动车成本降低和行业竞争加剧同样显示出下行态势。

图表 4：2009-2025 年新势力及传统车企整车 ASP（万元）

整车ASP（万元）		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华													64	68	76	75	74	
法拉利	海外豪华					194	220	188	200	223	214	223	245	244	231	286	322	356	
宝马	海外高端			36	34	33	33	30	31	33	33	35	37	39	38	40	39	39	
奔驰	海外高端	37	39	40	37	36	38	33	35	37	38	40	51	53	54	59	59	59	
奥迪	海外高端	26	29	29	25	35	35	33	34	35	38	36	25	26	29	32	31	33	
沃尔沃	海外高端			28	28	27	27	24	25	29	30	28	30	30	36	38	35	37	
通用	海外普通		15	20	15	14	15	15	17	16	19	18	19	22	27	27	29	28	
福特	海外普通	16	16	16	15	15	15	15	16	17	19	20	22	25	27	30	31	31	
丰田	海外普通	17	18	19	18	16	16	15	17	18	18	19	21	20	20	22	22	23	
大众	海外普通	18	18	19	17	22	22	19	21	22	23	24	26	29	32	33	33	37	
现代	海外普通		14	16	11	11	11	10	9	12	12	13	15	15	16	18	18	19	
本田	海外普通	17	18	19	18	16	16	15	17	18	18	19	17	22	23	24	23	24	
起亚	海外普通	9	10	10	9	9	9	9	10	12	12	12	13	14	16	19	20	20	
上汽自主	国内普通	11	11	9	8	7	7	8	9	10	10	8	8	8	8	9	6	6	
长安自主	国内普通					4	5	7	7	8	8	9	8	8	8	9	9	9	
广汽自主	国内普通				32	16	16	9	9	10	9	9	11	11	12	11	10	11	
长城汽车	国内普通	6	6	6	7	7	8	9	9	9	9	8	8	9	11	12	14	15	
吉利汽车	国内普通	4	5	5	5	5	5	5	7	7	7	7	7	8	10	10	11	10	
奇瑞汽车	国内普通							6	7	7					7	8	10	10	
零跑汽车	国内普通												8	7	11	12	11	10	
比亚迪	国内普通	5	4	5	6	6	7	11	14	16	15	14	20	15	18	16	14	14	
特斯拉	新势力				97	55	75	53	58	71	51	45	36	30	34	31	29	29	
蔚来汽车	新势力										43	36	35	36	37	31	26	24	
理想汽车	新势力											29	28	29	33	32	28	26	
小鹏汽车	新势力											17	20	20	21	20	19	16	
小米汽车	新势力																23	26	
赛力斯	新势力														12	13	28	31	

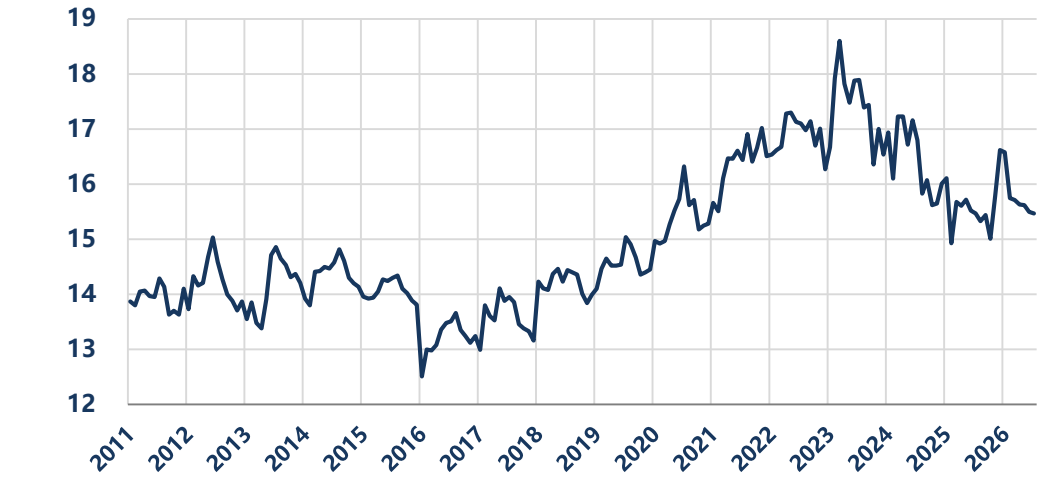
资料来源：各公司公告、华创证券

注：2022 年 2 月起宝马并表华晨宝马，其它外资车企并表口径不包含在华合资车企，后同

注：本报告中将零跑汽车分类由新势力调整为国内普通，赛力斯由国内普通调整为新势力。主要原因为零跑汽车具备产业链垂直整合、性价比定位、海外市场扩张等特点，与传统车企更为相似；而赛力斯近年发展重心在问界品牌，通过华为赋能实现“软件定义汽车”，以生态合作快速切入高端市场，与新势力更为相似。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：GAIN 中国乘用车行业成交均价（万元）



资料来源：GAIN、华创证券

2、产品矩阵

产品矩阵上，车企通常在主流车型布局完毕后，会逐步向非主流细分市场扩展。对比新势力与传统车企的车型矩阵可见，新势力车企：

1）**车型数量较少：**新势力车型总数远低于传统车企，普遍不足后者的三分之一。

2）**车型尺寸偏大：**新势力车型普遍集中于 B 级和 C 级。传统平价品牌覆盖从 A00 级微型车到 D 级大型车的完整谱系，传统豪华从 A0 级起步，豪华品牌整体车型尺寸更大。

3）**产品结构差异：**新势力已上市车型仍以轿车和 SUV 为主，MPV 布局刚起步（如理想 MEGA、小鹏 X9），而传统车企拥有更多 MPV 车型。

结合新势力品牌的高端定位，预计其未来产品矩阵将更趋近于豪华品牌的策略。具体体现为在巩固 B/C 级 SUV 和轿车的基础上，逐步向 MPV 和小尺寸车型延伸。近年新车已印证这一趋势：理想、小鹏分别推出 MPV 车型 MEGA、X9，蔚来推出 A0 级精品小车萤火虫、小鹏推出 A 级爆款 MONA M03 等。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：新势力与传统车企车型款数（国产，2025 年）

传统-平价 10-30万		大众	丰田	吉利	长城	长安	比亚迪	零跑
A00				2		1		1
A0	Sedan	1		1	1	1	2	
	SUV	1	1	4		2	2	
	MPV							
A	Sedan	7	4	10	1	9	5	2
	SUV	8	4	17	12	15	5	1
	MPV	1		3			1	
B	Sedan	5	6	3	1	3	5	
	SUV	5	9	5	2	5	8	2
	MPV			1				
C	Sedan			5		4	4	1
	SUV	5	1	2	4	4	5	1
	MPV	1	2	3	1		2	
D	Sedan						1	
	SUV			2			2	
	MPV							

传统-豪华 30-100万		奔驰	宝马	奥迪
A00				
A0	Sedan		1	
	SUV			1
	MPV			
A	Sedan	1	1	1
	SUV	2	2	1
	MPV			
B	Sedan	1	2	4
	SUV	2	2	1
	MPV			
C	Sedan	1	3	3
	SUV	1	1	2
	MPV			
D	Sedan	1		
	SUV			
	MPV			

新势力 20-50万		特斯拉	蔚来	小鹏	理想	小米
A00						
A0	Sedan					
	SUV		1			
	MPV					
A	Sedan			1		
	SUV			1		
	MPV					
B	Sedan	1	2	1		
	SUV	1	3	2		
	MPV					
C	Sedan		1			1
	SUV		3	1	5	1
	MPV			1		
D	Sedan		1			
	SUV		1		1	
	MPV				1	

资料来源：易车、中汽协、华创证券

（二）产品竞争力

1、单车型销量

新势力在产品矩阵广度上仍弱于传统车企，单车型销量则出现分化：除少数爆品外规模效益仍受限，营收增长和成本控制继续面临挑战。单车型销量是产品市场竞争力的直接体现，并深刻影响终端定价能力和规模效益。从数据来看，特斯拉和小米虽然仅各有两款车型，但单品月均销量在新势力中遥遥领先。相比之下，蔚来虽然产品线覆盖面最广，但车型分散导致单品销量偏低，规模效应尚未充分释放；小鹏依靠 A 级轿车 MONA M03 实现了单品放量，在 B 级轿车上表现也尚可，但其他车型仍有提升空间；理想此前凭借家用 SUV 赛道的专注实现了多款车型的稳定放量，但 2025 年产品周期切换叠加竞争加剧，单车型销量有所回落。

值得注意的是，传统平价品牌在经济型细分市场的单车型销量往往远高于新势力在高端市场的表现，这反映出高端市场本身的容量约束。对于专注非主流细分市场的车型而言，必须具备极其精准的产品定义能力和差异化优势，才可能通过更高的溢价来弥补其相对弱势的规模效益。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7：新势力与传统车企各细分类别单车型月均销量（2025 年，万辆）

传统-平价 10-30万		大众	丰田	吉利	长城	长安	比亚迪	零跑
A00				0.69		1.61		0.64
A0	Sedan	0.01		3.99	0.36	0.25	3.20	
	SUV	0.00	0.00	0.61		0.16	1.79	
	MPV							
A	Sedan	0.86	0.25	0.40	0.00	0.28	0.68	0.36
	SUV	0.32	1.12	0.51	0.58	0.41	1.40	0.77
	MPV	0.00		0.01			0.00	
B	Sedan	0.76	0.50	0.38	0.01	0.23	1.54	
	SUV	0.68	0.33	0.37	0.20	0.40	0.62	1.06
	MPV			0.02				
C	Sedan			0.27		0.18	0.40	0.07
	SUV	0.12	0.18	0.22	0.32	0.10	0.31	0.65
	MPV	0.08	0.71	0.07	0.50		0.73	
D	Sedan						0.02	
	SUV			0.31			0.13	
	MPV							

传统-豪华 30-100万		奔驰	宝马	奥迪
A00				
A0	Sedan		0.57	
	SUV			0.05
	MPV			
A	Sedan	0.12	0.00	0.54
	SUV	0.15	0.26	0.04
	MPV			
B	Sedan	1.06	0.75	0.27
	SUV	0.55	0.35	0.05
	MPV			
C	Sedan	1.09	0.38	0.52
	SUV	0.03	0.60	0.04
	MPV			
D	Sedan	0.06		
	SUV			
	MPV			

新势力 20-50万		特斯拉	蔚来	小鹏	理想	小米
A00						
A0	Sedan					
	SUV		0.33			
	MPV					
A	Sedan			1.46		
	SUV			0.00		
	MPV					
B	Sedan	2.61	0.27	0.81		
	SUV	4.49	0.35	0.43		
	MPV					
C	Sedan		0.03			2.15
	SUV		0.13	0.23	0.57	1.28
	MPV			0.22		
D	Sedan		0.02			
	SUV		0.36		0.38	
	MPV				0.15	

资料来源：易车、中汽协、华创证券

2、总销量

总销量上，新势力销量整体逐年提升，但体量仍显著小于传统车企。总销量取决于产品矩阵的规模与车型竞争力的综合作用。2025 年新势力内部走势明显分化：小鹏和小米销量增长最为迅猛，分别从 19 万辆和 14 万辆跃升至 43 万辆和 40 万辆；蔚来从 22 万辆增至 33 万辆，赛力斯从 50 万辆微增至 52 万辆；而特斯拉和理想受全球竞争加剧及产品周期切换影响，销量分别回落 8%和 19%。即便如此，除特斯拉外的新势力总销量仍仅相当于传统车企的 10%至 40%，规模差距依然显著。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8：2009-2025 年新势力及传统车企销量（万辆）

销量（万辆）		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华					16	19	23	24	25	26	28	27	30	31	32	31	28	
法拉利	海外豪华					0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	0.9	1.1	1.3	1.4	1.4	1.4	
宝马	海外高端	124	141	157	170	176	184	196	206	208	202	200	172	185	230	255	245	246	
奔驰	海外高端	107	124	130	136	145	158	175	188	195	190	182	148	138	145	145	142	133	
奥迪	海外高端	95	94	108	114	117	125	122	128	127	120	117	107	106	99	119	104	102	
沃尔沃	海外高端			45	42	43	47	50	53	57	64	71	66	70	62	71	76	71	
通用	海外普通	565	604	493	646	655	603	588	609	556	474	462	393	340	364	409	416	430	
福特	海外普通	455	511	528	517	565	552	577	571	578	525	485	357	329	374	395	403	402	
丰田	海外普通	724	731	735	887	912	897	868	897	896	898	896	765	823	882	944	936	960	
大众	海外普通	491	536	610	674	669	671	655	652	676	680	691	558	553	514	618	629	640	
现代	海外普通	254	300	336	353	359	372	378	467	372	380	371	323	353	369	396	396	393	
本田	海外普通	282	287	248	341	356	351	364	368	369	375	335	340	255	245	289	291	274	
起亚	海外普通	165	209	248	271	275	291	292	298	275	281	282	261	278	277	292	284	288	
上汽自主	国内普通	9	16	16	20	23	18	17	32	52	70	67	66	80	84	99	71	89	
长安自主	国内普通					46	66	89	115	106	86	80	98	120	139	160	168	180	
广汽自主	国内普通				4	11	14	20	38	51	54	39	35	44	63	88	79	61	
长城汽车	国内普通	21	36	46	62	77	73	85	107	107	105	106	111	128	106	123	123	132	
吉利汽车	国内普通	33	42	43	49	55	43	56	80	124	138	123	114	111	120	143	189	299	
奇瑞汽车	国内普通	48	62	60	53	42	44	46	50	43	47	55	67	90	118	183	256	261	
零跑汽车	国内普通												0.8	4.4	11	14	29	60	
比亚迪	国内普通	45	52	44	42	47	37	38	42	36	51	46	43	74	180	302	427	460	
特斯拉	新势力				0	2	3	4	6	8	23	30	50	94	131	181	179	164	
蔚来汽车	新势力										1.1	2.1	4.4	9.1	12	16	22	33	
理想汽车	新势力											0.1	3.3	9.0	13	38	50	41	
小鹏汽车	新势力											1.3	2.7	9.8	12	14	19	43	
小米汽车	新势力																14	40	
赛力斯	新势力							28	38	40	35	33	27	27	27	25	50	52	

资料来源：各公司公告、华创证券

（三）盈利能力

1、毛利率

毛利率体现市场竞争力和定价能力。ASP 与销量共同体现产品在市场上的竞争力，并综合表现在毛利率上。此外，细分定位、产品结构、经营水平也会影响毛利率、净利率水平。

新势力车企之间毛利率差异较大，第一梯队追赶迅速，已达到甚至超越传统车企水平。

1) 特斯拉、理想、赛力斯、小米、小鹏通过“中高端定位+爆品”的方式，2025 年毛利率分别为 18.0%、18.7%、29.1%、24.5%、18.9%，已进入 BBA 区间，其中赛力斯、小米已超过 BBA 水平，小鹏同比+4.6PP，由第二梯队跃升至第一梯队。（小米指小米汽车，后同）

2) 蔚来毛利率为 13.6%，仍低于多数国内普通及传统高端车企，但提升显著，2025 年同比+3.7PP。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：2009-2025 年新势力及传统车企调整后毛利率（%）

毛利率，成本含税金不含研发		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华													32.1%	32.0%	32.9%	30.8%	22.6%	
法拉利	海外豪华					47.1%	45.5%	47.5%	49.1%	51.7%	52.6%	52.1%	51.3%	51.3%	48.0%	49.8%	50.1%	51.7%	
宝马	海外高端	15.9%	22.9%	26.4%	25.4%	25.5%	26.3%	24.3%	24.4%	25.2%	24.5%	23.0%	19.5%	25.4%	21.9%	23.9%	21.4%	20.6%	
奔驰	海外高端	16.9%	23.3%	24.0%	32.1%	32.1%	21.7%	21.3%	20.9%	20.9%	19.8%	16.9%	16.6%	22.9%	22.7%	22.4%	19.6%	16.9%	
奥迪	海外高端	20.9%	23.1%	24.3%	26.0%	25.0%	24.3%	25.8%	22.9%	21.5%	21.2%	22.4%	18.7%	20.4%	21.9%	21.9%	22.1%	19.8%	
沃尔沃	海外高端			16.5%	16.0%	16.6%	21.5%	20.1%	20.4%	22.4%	19.5%	19.0%	17.5%	21.6%	18.3%	19.4%	19.8%	16.9%	
通用	海外普通		17.4%	18.1%	11.9%	16.2%	13.6%	16.0%	16.7%	18.5%	14.9%	15.1%	16.2%	20.3%	19.6%	16.9%	18.6%	12.8%	
福特	海外普通	14.0%	18.3%	17.5%	17.9%	20.3%	13.1%	16.6%	15.6%	15.6%	14.2%	12.3%	10.1%	17.6%	15.8%	13.8%	12.7%	5.9%	
丰田	海外普通	12.0%	12.5%	11.8%	15.5%	19.0%	19.8%	20.4%	17.6%	18.7%	18.8%	17.2%	17.8%	19.0%	17.0%	20.8%	19.9%	16.7%	
大众	海外普通	18.1%	22.3%	22.1%	22.8%	23.2%	23.7%	21.5%	24.2%	23.5%	24.8%	24.6%	22.9%	24.0%	23.8%	23.8%	23.9%	21.6%	
现代	海外普通		25.3%	26.2%	25.1%	24.3%	23.2%	21.8%	21.2%	20.6%	18.2%	19.1%	20.4%	21.4%	22.5%	23.1%	22.3%	20.5%	
本田	海外普通	25.2%	27.3%	25.5%	25.6%	19.0%	22.5%	22.4%	22.4%	21.9%	20.8%	20.6%	20.7%	20.5%	19.7%	21.6%	21.5%	16.5%	
起亚	海外普通	22.7%	22.5%	23.6%	23.0%	21.5%	20.2%	20.1%	20.0%	16.9%	15.1%	16.5%	17.1%	18.8%	21.1%	23.0%	23.4%	20.0%	
上汽自主	国内普通	15.1%	15.1%	9.5%	7.4%	7.3%	8.5%	6.1%	14.6%	16.0%	14.7%	7.3%	4.5%	2.4%	0.8%	2.4%	4.5%	5.1%	
长安自主	国内普通	17.9%	15.4%	12.8%	15.8%	14.2%	14.3%	15.6%	13.3%	9.5%	11.2%	11.2%	10.5%	12.9%	17.1%	15.2%	12.2%	13.4%	
广汽自主	国内普通				6.0%	10.8%	11.8%	12.5%	16.9%	19.9%	16.3%	5.4%	5.0%	6.2%	5.5%	5.3%	4.0%	-2.7%	
长城汽车	国内普通	16.9%	21.2%	21.4%	23.2%	25.0%	24.1%	21.4%	20.7%	15.1%	14.2%	13.9%	14.1%	13.1%	15.6%	15.3%	15.8%	14.2%	
吉利汽车	国内普通	18.6%	18.9%	18.6%	19.1%	20.6%	18.7%	18.5%	18.4%	19.6%	20.4%	17.6%	16.0%	17.1%	14.1%	15.3%	15.9%	16.6%	
奇瑞汽车	国内普通	12.6%	7.2%	8.9%	15.8%	11.5%	9.4%	9.6%	7.5%	4.0%					13.8%	16.0%	13.5%	13.8%	
零跑汽车	国内普通												-50.6%	-44.3%	-15.4%	0.5%	8.4%	14.5%	
比亚迪	国内普通	21.8%	17.8%	15.2%	12.0%	13.1%	13.9%	15.3%	18.9%	17.8%	14.8%	15.1%	18.0%	11.6%	15.3%	18.5%	17.5%	16.1%	
特斯拉	新势力	8.5%	26.3%	30.2%	7.3%	22.7%	27.6%	22.8%	22.8%	18.9%	18.8%	16.6%	21.0%	25.3%	25.6%	18.2%	17.9%	18.0%	
蔚来汽车	新势力										-5.2%	-15.3%	11.5%	18.9%	10.4%	5.5%	9.9%	13.6%	
理想汽车	新势力												16.4%	21.3%	19.4%	22.2%	20.5%	18.7%	
小鹏汽车	新势力											-24.0%	4.6%	12.5%	11.5%	1.5%	14.3%	18.9%	
小米汽车	新势力																18.5%	24.5%	
赛力斯	新势力							16.7%	16.2%	19.0%	20.5%	14.2%	2.1%	1.7%	8.6%	7.9%	23.5%	29.1%	

资料来源：各公司公告、华创证券

注：统一口径调整成本含税金，不含研发

2、净利率

特斯拉净利率居新势力首位、仍处 BBA 区间，理想/小米/赛力斯微利，小鹏/蔚来仍亏损。2025 年，调整后净利率，丰田/奥迪/起亚/奇瑞/宝马/长城 4~7%≈特斯拉 4.1%>大部分海外/国内普通 1.6~3.3%（现代/比亚迪/吉利/通用/大众）>理想/小米/赛力斯/零跑 0.7~1.0%>奔驰 0.4%>本田/沃尔沃/长安约-1%>小鹏-2.1%>福特-2.7%>上汽自主-9.2%>蔚来-16.5%>广汽自主-21.6%。

多数车企净利率同比下滑，小米、零跑转正，小鹏、蔚来大幅减亏。2025 年，海外车企受关税、电动化转型成本及在华业务收缩影响，国内车企受行业激烈竞争影响，特斯拉、理想、赛力斯及大部分传统车企净利率同比下滑；而小米、零跑随销量放量实现净利率转正（小米-21.8%→+0.9%、零跑-8.9%→+0.7%），小鹏、蔚来随销量增长、经营提效，亏损率大幅收窄（小鹏-13.5%→-2.1%、蔚来-33.7%→-16.5%）。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10：2009-2025 年新势力及传统车企调整后净利率（%）

净利润率，不含投资收益，统一研发支出口径		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华													10.3%	10.1%	10.0%	8.2%	3.3%	
法拉利	海外豪华					15.7%	14.1%	14.2%	11.6%	13.2%	17.0%	13.4%	13.4%	15.4%	15.2%	19.2%	20.6%	20.9%	
宝马	海外高端			7.2%	6.4%	5.6%	5.9%	5.4%	5.9%	6.9%	5.1%	4.2%	2.4%	9.3%	12.7%	7.8%	4.4%	4.5%	
奔驰	海外高端	-5.1%	3.5%	4.0%	5.0%	4.7%	4.0%	4.3%	3.9%	4.0%	2.6%	-0.5%	0.5%	14.6%	6.8%	5.6%	3.5%	0.4%	
奥迪	海外高端	5.8%	8.4%	9.0%	7.1%	5.8%	6.2%	5.7%	1.5%	4.5%	4.2%	6.5%	6.2%	9.3%	10.3%	6.7%	5.8%	6.7%	
沃尔沃	海外高端			2.0%	1.3%	-1.8%	-2.2%	1.9%	2.8%	3.1%	3.6%	2.4%	1.8%	3.1%	0.6%	-1.4%	0.0%	-1.1%	
通用	海外普通		3.7%	4.1%	3.0%	2.3%	1.2%	4.9%	4.2%	-4.1%	4.0%	3.9%	4.6%	6.8%	5.7%	5.4%	5.7%	1.8%	
福特	海外普通	2.5%	4.7%	14.5%	3.8%	4.1%	1.3%	3.7%	1.9%	4.1%	2.2%	0.0%	-1.0%	12.9%	0.5%	2.2%	2.8%	-2.7%	
丰田	海外普通	1.0%	1.3%	0.9%	3.9%	6.5%	7.3%	7.4%	5.7%	7.2%	5.4%	6.2%	7.1%	7.3%	4.9%	9.6%	8.8%	6.9%	
大众	海外普通	-0.1%	4.6%	8.6%	4.0%	2.0%	2.7%	-3.5%	-0.1%	2.9%	3.1%	3.8%	1.9%	4.1%	3.2%	3.0%	2.8%	1.6%	
现代	海外普通		6.2%	7.4%	7.8%	6.7%	5.3%	4.5%	4.0%	4.3%	1.0%	2.1%	1.4%	3.8%	4.8%	6.1%	5.1%	3.3%	
本田	海外普通	2.2%	4.7%	1.5%	3.1%	3.8%	3.0%	1.5%	3.9%	5.9%	2.7%	2.2%	2.9%	3.7%	3.7%	5.0%	4.2%	-0.9%	
起亚	海外普通	1.7%	3.1%	4.8%	5.2%	4.9%	3.1%	3.0%	2.6%	0.4%	0.9%	2.0%	1.7%	4.9%	5.7%	7.7%	8.0%	5.7%	
上汽自主	国内普通	-13.0%	-13.9%	-21.6%	-20.7%	-35.1%	-41.4%	-38.1%	-14.4%	-7.8%	-4.8%	-11.1%	-12.5%	-11.9%	-5.2%	-4.4%	-7.5%	-9.2%	
长安自主	国内普通	0.3%	0.5%	-4.5%	-3.3%	-4.0%	-2.3%	-0.3%	-0.4%	-0.9%	-0.7%	-2.6%	-1.0%	1.2%	5.9%	2.3%	1.4%	-1.2%	
广汽自主	国内普通				-19.8%	-11.6%	-11.5%	-8.1%	-3.1%	0.0%	-2.9%	-11.6%	-12.7%	-11.5%	-10.1%	-8.9%	-12.5%	-21.6%	
长城汽车	国内普通	8.0%	12.1%	11.6%	13.2%	14.4%	12.8%	10.5%	10.7%	4.9%	2.8%	3.1%	2.2%	0.8%	1.3%	1.9%	5.3%	4.2%	
吉利汽车	国内普通	6.7%	5.5%	5.2%	5.8%	7.1%	1.7%	1.8%	6.3%	8.5%	8.0%	5.3%	4.0%	4.0%	1.4%	-0.4%	4.5%	2.9%	
奇瑞汽车	国内普通	-0.2%	-5.3%	-1.4%	0.3%	-15.4%	-5.3%	-9.0%	-10.8%	-14.8%					4.9%	5.5%	4.5%	4.6%	
零跑汽车	国内普通												-174.0%	-90.9%	-41.3%	-25.3%	-8.9%	0.7%	
比亚迪	国内普通	9.4%	4.7%	-0.6%	-2.6%	-1.5%	-2.0%	0.3%	4.7%	2.5%	-0.2%	0.1%	3.3%	0.6%	4.0%	4.9%	4.9%	3.2%	
特斯拉	新势力	-49.8%	-132.2%	-124.6%	-95.9%	-3.7%	-9.2%	-22.0%	-11.0%	-19.1%	-5.0%	-3.2%	2.7%	10.5%	15.5%	15.5%	7.3%	4.1%	
蔚来汽车	新势力										-194.5%	-143.5%	-32.2%	-11.3%	-30.3%	-38.1%	-33.7%	-16.5%	
理想汽车	新势力												-1.6%	-1.2%	-4.5%	9.5%	5.6%	1.0%	
小鹏汽车	新势力											-159.0%	-46.7%	-26.0%	-34.1%	-33.1%	-13.5%	-2.1%	
小米汽车	新势力																-21.8%	0.9%	
赛力斯	新势力							3.4%	2.3%	3.4%	-3.6%	-7.6%	-21.8%	-21.2%	-20.5%	-24.2%	2.2%	0.8%	

资料来源：各公司公告、华创证券

注：调整后净利润率，不含投资收益，统一研发支出口径

3、单车净利

特斯拉单车净利与宝马/丰田相当，理想/赛力斯/小米微利，小鹏/蔚来仍未转正。2025 年，调整后单车净利奥迪 3.5 万元>宝马/丰田/特斯拉/起亚 1~2 万元>大部分海外/国内普通 0.5~0.8 万元（现代/长城/大众/通用/比亚迪/奇瑞）>奔驰/吉利/理想/赛力斯/小米 0.2~0.4 万元>零跑 0.1 万元>小鹏-0.4 万元>蔚来-4.4 万元，单车净利受 ASP 和净利率共同影响。

多数车企单车净利同比下滑，小米、零跑转正，小鹏、蔚来大幅减亏。同净利率变动趋势，2025 年特斯拉、理想、赛力斯及海内外大部分车企单车净利同比下滑；而小米（-5.2→0.2 万元）、零跑（-1.0→0.1 万元）单车净利转正，小鹏（-2.9→-0.4 万元）接近盈亏平衡、蔚来（-10.0→-4.4 万元）大幅减亏。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 11：2009-2025 年新势力及传统车企调整后单车净利（万元）

单车净利（万元，不含投资收益，统一研发支出口径）		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华					9.8	9.5	7.2	8.2	9.3	9.5	7.7	8.5	8.7	8.7	9.7	8.1	3.5	
法拉利	海外豪华					43.1	44.1	36.5	33.0	40.9	49.0	38.5	40.1	45.0	41.5	64.1	77.1	88.6	
宝马	海外高端	0.3	2.1	2.8	2.3	2.0	2.1	1.8	2.0	2.5	1.9	1.7	1.1	4.3	5.6	3.6	2.0	2.0	
奔驰	海外高端	-3.5	2.5	3.0	3.4	3.1	2.7	2.5	2.3	2.6	1.8	-0.4	0.4	10.8	4.9	4.5	2.8	0.4	
奥迪	海外高端	1.7	2.9	3.3	2.4	2.0	2.2	1.9	0.5	1.6	1.6	2.4	2.3	3.6	4.5	3.0	2.8	3.5	
沃尔沃	海外高端			0.6	0.4	-0.5	-0.6	0.5	0.7	0.9	1.1	0.7	0.5	0.9	0.2	-0.5	0.0	-0.4	
通用	海外普通		0.6	0.8	0.4	0.3	0.2	0.8	0.8	-0.7	0.8	0.8	1.0	1.6	1.6	1.6	1.8	0.6	
福特	海外普通	0.4	0.8	2.4	0.6	0.7	0.2	0.6	0.3	0.8	0.5	0.0	-0.3	3.4	0.1	0.7	0.9	-0.9	
丰田	海外普通	0.2	0.3	0.2	0.8	1.2	1.3	1.2	1.1	1.4	1.1	1.3	1.6	1.6	1.1	2.3	2.1	1.7	
大众	海外普通	0.0	1.0	2.0	0.9	0.5	0.7	-0.8	0.0	0.7	0.8	1.1	0.6	1.4	1.2	1.2	1.1	0.6	
现代	海外普通		0.8	1.0	1.0	0.9	0.7	0.6	0.5	0.7	0.2	0.4	0.3	0.7	1.0	1.3	1.2	0.8	
本田	海外普通	0.5	1.1	0.4	0.7	0.8	0.7	0.3	0.9	1.5	0.7	0.6	0.7	1.2	1.3	1.8	1.5	-0.3	
起亚	海外普通	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.7	0.9	1.4	1.6	1.1	
上汽自主	国内普通	-1.7	-1.6	-2.1	-1.8	-2.8	-3.5	-3.8	-1.5	-0.9	-0.5	-1.1	-1.1	-1.0	-0.5	-0.4	-0.6	-0.7	
长安自主	国内普通					-0.3	-0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	0.5	0.2	0.1	-0.1	
广汽自主	国内普通				-6.6	-2.0	-1.9	-1.2	-0.4	0.0	-0.4	-1.8	-2.3	-2.0	-1.8	-1.3	-1.7	-3.4	
长城汽车	国内普通	0.5	0.8	0.8	0.9	1.1	1.1	0.9	1.0	0.5	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3	0.9	0.7	
吉利汽车	国内普通	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.4	0.6	0.6	0.4	0.3	0.4	0.2	0.0	0.6	0.3	
奇瑞汽车	国内普通							-0.5	-0.7	-1.0					0.4	0.5	0.5	0.5	
零跑汽车	国内普通												-13.6	-6.4	-4.6	-2.9	-1.0	0.1	
比亚迪	国内普通	0.9	0.4	-0.1	-0.3	-0.2	-0.3	0.1	1.2	0.7	0.0	0.0	1.2	0.2	0.9	1.0	0.9	0.6	
特斯拉	新势力				-99.2	-2.0	-6.9	-12.6	-8.1	-18.6	-3.1	-1.8	1.2	3.9	6.4	5.8	2.8	1.7	
蔚来汽车	新势力										-84.9	-54.6	-12.0	-4.5	-12.2	-13.3	-10.0	-4.4	
理想汽车	新势力												-0.5	-0.4	-1.5	3.1	1.6	0.3	
小鹏汽车	新势力											-29.0	-10.1	-5.6	-7.6	-7.2	-2.9	-0.4	
小米汽车	新势力																-5.2	0.2	
赛力斯	新势力														-2.6	-3.4	0.7	0.3	

资料来源：各公司公告、华创证券

注：调整后单车净利，不含投资收益，统一研发支出口径



下载日志已记录，仅供内部参考

三、成本投入与效率

（一）简述

车企核心商业模式是“对复杂体系的管理”，其在制造业中相对较低的 ROE、利润率水平，同时又涵盖制造、营销、供应链、设计等诸多细分经营内容，均是以“管理”为核心的商业模式所带来的。表面车企相互竞争产品销量和 ASP，本质则是同时竞争 1）产品定义，2）研发，3）渠道管理，4）供应链管理，5）制造，6）广宣这六大核心能力。由于整车玩家多，而变革并不随时发生，所以汽车也容易陷入同质化竞争。当产品同质化后，价格便成为市场中极具影响力的要素，穿透回车企，就需要对上述六大能力的性价比分厘必争，此时，复杂体系精益管理的能力（同时实现六大能力的拔尖）变得极为重要——尽量用更少的成本（物料、人工、管销研、其它等），创造更多的收入（销量和单价）。除非某些玩家持续引领变革，或者行业引入新的商业模式，否则整车行业对管理的竞争就不会在长跑中让位。

为探究各车企“对复杂体系的管理”以及六大能力对应的经营条线有哪些特征，我们从利润表角度构建了相关指标进行衡量，主要在人员、管、销、研四个层面，后文将逐一展示。在此之前，我们需要简单理解两个贯穿全文的概念：

1) 成本投入强度和投入产出效率有所区别，前者显示对成本的控制能力（最小单位投入），后者显示对销量和收入的转化能力。

2) 管、销、研费用，在车企经营短周期里是固定成本，但长周期中其各自人员结构和规模需要匹配车企体量，其中，研发更多跟随车型款数变化，即研发投入的最小单位是一款车型，销售和管理则同时跟随车型款数和销量变化。

（二）人力结构与效率

1、人力结构

管销研费用的主体构成是员工薪酬，不同业务条线的员工数量和薪酬支出比例显示了车企对有限资源的分配思路。对比新旧势力，我们能看到新势力呈现以下特征：

1) **制造、管理及其它人员占比更低。**

2) **研发人员占比内部分化，小鹏、赛力斯明显高于传统车企，蔚来、理想与传统车企相当。**主要有两方面原因：其一，研发环节相对于制造、销售环节会更加前置，新势力单一车型规模、总销量规模小于传统车企；其二，新势力车企对智能化等增量技术的投入程度更甚。聚焦新势力车企，2025 年，蔚来研发人员占比同比降低 5.5PP；而赛力斯、小鹏、理想分别增加 6.3PP、4.1PP、1.3PP。

3) **销售人员占比更高，蔚来 48%、理想 41%、小鹏 28%，远高于国内普通的 5-11%。**传统车企销售方式以经销为主，销售员工主要来自销售公司或销售部门中负责渠道管理、广宣等的人员。新势力车企全部或部分门店采取直营的方式，销售人员除销售管理类员工之外，还包括门店员工。赛力斯 9%，因主要依托华为渠道及经销体系，销售人员占比与传统车企相当。直营会增加车企经营负担，但同时好的经营也会增强车企对品牌力的管控。聚焦新势力车企，2025 年，蔚来、小鹏、赛力斯销售人员占比分别同比下降 5.3PP、4.1PP、0.5PP；而理想增加 0.6PP。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12：新势力及传统车企员工人数（2025 年，万人）

员工人数,2025年,万人		研发	制造	销售	管理及其他	合计
上汽自主	国内普通	0.7	0.3	0.1	0.1	1.2
长安自主	国内普通	1.2	3.4	0.3	0.9	5.8
广汽自主	国内普通	1.4	4.9	0.6	1.2	8.2
长城汽车	国内普通	2.7	4.7	1.1	1.2	9.8
吉利汽车	国内普通					7.3
奇瑞汽车	国内普通					7.0
零跑汽车	国内普通					2.9
比亚迪	国内普通	12.8	66.6	4.0	3.6	87.0
特斯拉	新势力					13.5
蔚来汽车	新势力	0.7	1.0	1.7	0.2	3.5
理想汽车	新势力	0.6	0.9	1.3	0.3	3.1
小鹏汽车	新势力	0.9	0.5	0.6	0.1	2.0
小米汽车	新势力					
赛力斯	新势力	1.0	0.9	0.2	0.2	2.2

资料来源：各公司公告、华创证券

图表 13：新势力及传统车企员工结构（2025 年，万人）

员工结构,2025年		研发	制造	销售	管理及其他	合计
上汽自主	国内普通	58%	29%	7%	6%	100%
长安自主	国内普通	21%	58%	5%	16%	100%
广汽自主	国内普通	17%	60%	7%	15%	100%
长城汽车	国内普通	28%	49%	11%	13%	100%
吉利汽车	国内普通					100%
奇瑞汽车	国内普通					100%
零跑汽车	国内普通					100%
比亚迪	国内普通	15%	77%	5%	4%	100%
特斯拉	新势力					100%
蔚来汽车	新势力	20%	28%	48%	5%	100%
理想汽车	新势力	20%	31%	41%	9%	100%
小鹏汽车	新势力	44%	24%	28%	4%	100%
小米汽车	新势力					
赛力斯	新势力	44%	39%	9%	8%	100%

资料来源：各公司公告、华创证券

2、人力投入

从人均薪酬来看，海外显著高于国内，国内车企中新势力（赛力斯）高于传统车企。2025 年人均薪酬，海外车企（奔驰 86 万元、宝马 81 万元、大众 67 万元）仍显著领先，国内则为赛力斯 33 万元>零跑 24 万元>长安/长城/吉利/奇瑞 21~23 万元>广汽自主/比亚迪 15 万元。海外车企高于国内车企的主要原因是更高的人力成本。国内车企中，赛力斯高于传统车企，主要因为新势力品牌定位所对应的研发、销售投入更多，对人力的要求更高。

图表 14：2009-2025 年新势力及传统车企人均薪酬（万元）

人均薪酬，万元		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
宝马	海外高端	86	68	69	68	69	69	61	68	71	72	72	80	79	66	74	74	81	
奔驰	海外高端	52	57	59	53	56	57	51	54	58	59	58	59	70	68	76	75	86	
大众	海外普通	46	47	48	48	52	53	47	50	53	56	56	54	56	57	64	64	67	
上汽自主	国内普通	20	16	16	28	28	31	33	35	36	33	37	35	40	38	44	47	43	
长安自主	国内普通			14	16	10	12	14	14	14	16	15	18	19	22	23	24	23	
广汽自主	国内普通				5	6	6	5	6	8	9	9	9	10	12	15	15	15	
长城汽车	国内普通		9	4	6	7	8	9	10	12	14	15	15	17	20	22	23	22	
吉利汽车	国内普通			8	8	9	8	10	8	14	14	17	15	18	18	17	19	21	
奇瑞汽车	国内普通				6	11												21	
零跑汽车	国内普通													26	28	37	27	24	
比亚迪	国内普通	5	4	4	5	6	5	7	8	9	10	10	11	11	11	13	13	15	
赛力斯	新势力						8	9	11	11	12	13	12	16	19	20	29	33	

资料来源：各公司公告、华创证券

图表 15：2009-2025 年新势力及传统车企生产性人均薪酬（万元）

生产性人均薪酬，万元		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
长安自主	国内普通									10	14	12	11	15	17	23	21	23	
广汽自主	国内普通														13	17	18	17	
长城汽车	国内普通													30	31	32	31	26	
比亚迪	国内普通									9	11	11	11	11	9	10	9	11	
赛力斯	新势力										10	11	8	22	26	29	27	30	

资料来源：各公司公告、华创证券

3、人力效率

员工人均销量层面，新势力按渠道模式分化，赛力斯、小鹏已达自主品牌主流水平，理想、特斯拉、蔚来偏低。主要原因在于新势力偏高端且单车型销量偏低，员工角度规模

下载日志已记录，仅供内部参考

效应弱。2025 年员工人均销量，吉利 41 辆>奇瑞 37 辆>长安/通用/丰田/福特/赛力斯/小鹏/零跑 21~31 辆>沃尔沃/宝马/本田/长城/理想 13~17 辆>特斯拉/奥迪/大众 11-12 辆>蔚来/奔驰/广汽/比亚迪 5-9 辆。

从员工类别角度看人均销量：

1) **新势力研发人员的人均销量已与长城、广汽、比亚迪相当，仅低于长安、上汽。**随着销量放量，新势力研发端的规模差距已明显缩小。

2) **除赛力斯外，新势力销售人员的人均销量显著低于传统车企**，主要原因是相较于以经销为主的传统车企，部分新势力车企的直营模式使门店一线员工均计入销售编制，抬高了分母，叠加新势力总销量规模偏小，导致人均销量偏低。

3) **新势力管理人员的人均销量多数高于传统车企，管理效率高。**这可能因为体量偏小，结构冗余程度更低，在发展初期效率更高。

人均创收层面，赛力斯、特斯拉高于国内传统普通车企。2025 年单员工营收，通用/福特 790-850 万元>赛力斯 752 万元>海外高端/丰田 600-690 万元>本田/特斯拉 500-550 万元>吉利/大众/奇瑞 400-500 万元>小鹏 386 万元≈理想 366 万元>长安 281 万元>蔚来 250 万元>长城/零跑 200-230 万元>广汽 118 万元>比亚迪 92 万元。相比于员工人均销量，员工人均创收引入了 ASP 因素，因此定位更高端的新势力排名普遍上移。

图表 16：新势力及传统车企单员工销量（2025 年，辆）

单员工销量,辆,2025年		研发	制造	销售	管理及其他	合计
保时捷	海外豪华					7
法拉利	海外豪华					2
宝马	海外高端					16
奔驰	海外高端					8
奥迪	海外高端					12
沃尔沃	海外高端					17
通用	海外普通					28
福特	海外普通					24
丰田	海外普通					25
大众	海外普通					11
现代	海外普通					
本田	海外普通					14
起亚	海外普通					
上汽自主	国内普通	128	258	1111	1226	75
长安自主	国内普通	145	53	673	191	31
广汽自主	国内普通	42	12	103	49	7
长城汽车	国内普通	49	28	122	108	14
吉利汽车	国内普通					41
奇瑞汽车	国内普通					37
零跑汽车	国内普通					21
比亚迪	国内普通	36	7	114	129	5
特斯拉	新势力					12
蔚来汽车	新势力	47	34	19	206	9
理想汽车	新势力	67	43	32	155	13
小鹏汽车	新势力	49	90	78	569	22
小米汽车	新势力					
赛力斯	新势力	53	60	276	287	24

资料来源：各公司公告、华创证券

图表 17：新势力及传统车企单员工营收（2025 年，万元）

单员工营收,万元,2025年		研发	制造	销售	管理及其他	合计
保时捷	海外豪华					703
法拉利	海外豪华					1012
宝马	海外高端					691
奔驰	海外高端					633
奥迪	海外高端					630
沃尔沃	海外高端					613
通用	海外普通					847
福特	海外普通					791
丰田	海外普通					621
大众	海外普通					442
现代	海外普通					
本田	海外普通					535
起亚	海外普通					
上汽自主	国内普通	993	2007	8631	9526	579
长安自主	国内普通	1321	486	6142	1740	281
广汽自主	国内普通	673	195	1626	783	118
长城汽车	国内普通	822	470	2052	1826	228
吉利汽车	国内普通					473
奇瑞汽车	国内普通					428
零跑汽车	国内普通					225
比亚迪	国内普通	630	121	1993	2246	92
特斯拉	新势力					503
蔚来汽车	新势力	1266	906	518	5530	250
理想汽车	新势力	1859	1191	889	4287	366
小鹏汽车	新势力	867	1604	1395	10162	386
小米汽车	新势力					
赛力斯	新势力	1706	1918	8803	9175	752

资料来源：各公司公告、华创证券

单车薪酬层面，依然是海外高、国内低的格局，其中比亚迪显著高于其它自主品牌。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18：2009-2025 年新势力及传统车企单车薪酬（万元）

薪酬/销量（万元/辆）		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华					9.5	9.3	8.0	8.9	9.9	11.0	11.0	12.2	11.3	11.3	12.3	12.8	14.6	
法拉利	海外豪华					28.9	31.6	25.7	26.9	28.5	27.3	29.4	33.7	33.1	28.2	32.2	35.2	39.3	
宝马	海外高端	4.9	4.6	4.4	4.1	4.2	4.3	3.8	4.1	4.4	4.8	4.8	5.6	5.1	4.3	4.4	4.8	5.2	
奔驰	海外高端	12.5	11.9	12.0	10.7	10.6	10.2	8.3	8.3	8.7	9.2	9.6	11.7	12.6	8.1	8.7	9.4	11.0	
奥迪	海外高端	3.5	4.1	4.2	3.6	3.9	4.0	3.7	3.9	4.3	4.8	5.2	5.1	5.7	5.9	5.4			
沃尔沃	海外高端			3.0	3.2	3.5	3.3	2.8	3.1	3.6	3.4	3.3	3.4	3.5	3.7	3.7	3.5	4.0	
通用	海外普通																		
福特	海外普通																		
丰田	海外普通																		
大众	海外普通	3.1	3.2	3.5	3.6	3.9	4.1	3.8	4.2	4.4	4.7	4.8	5.7	6.0	6.5	6.2	6.1	6.2	
现代	海外普通																		
本田	海外普通																		
起亚	海外普通			0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.3	1.4	1.3	
上汽自主	国内普通	0.9	0.6	0.5	0.9	0.9	1.2	1.5	0.9	0.7	0.6	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6	0.8	0.6	
长安自主	国内普通					0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	
广汽自主	国内普通				4.1	2.0	2.0	1.6	1.2	1.3	1.5	2.2	2.4	2.2	1.9	1.6	1.7	2.0	
长城汽车	国内普通		0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	1.1	1.6	1.5	1.6	1.6	
吉利汽车	国内普通	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	
奇瑞汽车	国内普通	0.2	0.2	0.4	0.4	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3					0.4	0.5			
零跑汽车	国内普通													1.9	2.1	2.4	1.4	1.2	
比亚迪	国内普通	1.0	1.3	1.8	1.8	1.9	2.7	3.5	3.8	4.9	4.1	4.9	5.7	4.3	3.4	3.0	2.9	2.8	
特斯拉	新势力																		
蔚来汽车	新势力																		
理想汽车	新势力																		
小鹏汽车	新势力																		
小米汽车	新势力																		
赛力斯	新势力														1.2	1.3	1.1	1.4	

资料来源：各公司公告、华创证券

总薪酬/营收层面，赛力斯相对低。我们将投入产出财务化之后，即将投入按薪酬、产出按营收计算后，发现多数车企的薪酬/营收比例在 5-15%之间。其中，赛力斯相对偏低，为 4%，可能因为一部分投入在华为层面。比亚迪高于其它自主品牌，与大众相当，偏高的原因或许是其制造向上游零部件延伸且包括比亚迪电子，员工数量的增加抬高了人力成本总额。

图表 19：2009-2025 年新势力及传统车企薪酬/营收（%）

薪酬/营收		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华					13%	13%	12%	13%	14%	14%	14%	15%	14%	13%	13%	13%	14%	
法拉利	海外豪华					11%	10%	10%	9%	9%	9%	10%	11%	11%	10%	10%	9%	9%	
宝马	海外高端	13%	12%	11%	11%	12%	12%	12%	12%	12%	13%	12%	12%	11%	10%	9%	11%	12%	
奔驰	海外高端	18%	17%	16%	16%	16%	15%	14%	14%	14%	13%	13%	14%	17%	11%	11%	12%	14%	
奥迪	海外高端	12%	12%	12%	10%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	14%	14%	15%	13%	12%			
沃尔沃	海外高端			11%	11%	13%	12%	12%	12%	13%	11%	12%	12%	11%	10%	10%	10%	11%	
通用	海外普通																		
福特	海外普通																		
丰田	海外普通																		
大众	海外普通	15%	15%	15%	15%	16%	17%	17%	17%	17%	17%	17%	18%	17%	17%	15%	15%	15%	
现代	海外普通																		
本田	海外普通																		
起亚	海外普通			9%	9%	10%	10%	10%	9%	10%	9%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	
上汽自主	国内普通	7%	5%	5%	10%	11%	15%	15%	9%	7%	6%	8%	8%	9%	7%	6%	10%	7%	
长安自主	国内普通			8%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	
广汽自主	国内普通				12%	12%	12%	11%	9%	9%	11%	14%	13%	13%	11%	11%	12%	13%	
长城汽车	国内普通		6%	7%	7%	8%	9%	8%	7%	8%	9%	9%	9%	10%	12%	11%	9%	10%	
吉利汽车	国内普通	4%	6%	7%	6%	6%	7%	6%	5%	5%	6%	6%	6%	8%	6%	6%	5%	5%	
奇瑞汽车	国内普通	5%	4%	5%	7%	9%	7%	6%	4%	5%					5%	5%			
零跑汽车	国内普通												56%	26%	19%	21%	13%	11%	
比亚迪	国内普通	11%	14%	16%	16%	17%	17%	17%	15%	16%	16%	17%	15%	15%	14%	15%	16%	16%	
特斯拉	新势力																		
蔚来汽车	新势力																		
理想汽车	新势力																		
小鹏汽车	新势力																		
小米汽车	新势力																		
赛力斯	新势力						7%	7%	6%	6%	9%	11%	11%	13%	9%	9%	4%	4%	

资料来源：各公司公告、华创证券

（三）研发开支

为统一海外及国内报表口径，本文从现金流角度定义研发开支=研发支出资本化部分+研发支出费用化部分=研发支出资本化部分+研发费用-研发摊销。

下载日志已记录，仅供内部参考

2024 年以前，车企研发开支的主要构成为用于车型开发的人员薪酬、设备材料费用、外包服务、折摊等。传统的车企研发开支主要用途为车型平台设计（一般 50-100 亿元/平台）、车型开发（一般 5-10 亿元/车型）、动力总成以及其它汽车相关功能开发。在电动智能趋势下，新兴的研发用途包括智能驾驶、软件系统功能开发、三电系统以及电子电气架构等。

2024 年之后，领先的车企研发开支新增了巨大的 AI 开发成本，理想、小米、小鹏等车企在算法/世界模型工程师和算力卡上投入了数以十亿元计的成本。但鉴于 2024 年及之前的车企研发支出仍以传统车型及平台开发为主导，我们将“矩阵车型”定义为车企两年后的在售车型总数，并采用“研发开支/矩阵车型”作为衡量研发投入强度的指标。

图表 20：矩阵车型款数（个）

矩阵车型款数（个）		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
宝马	海外豪华	20	28	27	27	26	23	27	
奔驰	海外豪华	23	27	27	27	26	25	30	
奥迪	海外豪华	21	22	22	19	22	23	25	
通用	海外普通	51	54	49	43	42	42	46	
丰田	海外普通	83	89	91	87	87	86	86	
大众	海外普通	99	102	101	94	97	104	107	
长安自主	国内普通	22	27	28	32	37	40	44	
长城汽车	国内普通	23	20	24	25	24	24	24	
吉利汽车	国内普通	29	37	44	55	56	63	69	
奇瑞汽车	国内普通	29	31	35	42	54	63	69	
零跑汽车	国内普通	3	4	3	5	8	12	15	
比亚迪	国内普通	15	20	24	33	42	52	58	
特斯拉	新势力	4	4	4	4	4	6	7	
蔚来汽车	新势力	4	6	7	10	11	14	15	
理想汽车	新势力	1	3	3	5	7	8	9	
小鹏汽车	新势力	4	4	6	8	8	11	13	
小米汽车	新势力				1	3	4	6	
赛力斯	新势力	2	4	3	4	5	7	9	

资料来源：各公司公告、MarkLines、华创证券预估

注：矩阵车型款数为预计未来 2 年后在售车型款数，后同

1、研发投入

研发投入强度上，海外高于国内，国内新势力及比亚迪居前。2025 年研发开支/矩阵车型，1）特斯拉 65 亿元/款，因车型极少、AI 投入大而显著偏离，其研发开支包含 FSD、算力、机器人等。2）海外车企相对高，奔驰/宝马 25~26 亿元/款>大众/奥迪/通用 13~15 亿元/款，这与海外更高的人力成本密切相关。3）国内车企相对低：赛力斯/理想/比亚迪 11~14 亿元/款>小鹏/蔚来 7 亿元/款>长城/吉利/零跑/长安/奇瑞 2~4 亿元/款；其中新势力品牌相对多数国内普通品牌偏高，原因在于新势力品牌多定位中高端，且处于起步阶段，研发人员的薪酬水平更高。同时，除车型开发外，新势力还在智能驾驶等多个新兴方向增加了自主研发投入；比亚迪因三电、智驾等全栈自研投入大，亦处于同一水平。趋势上，2019 至 2025 年国内车企投入强度持续上行（比亚迪 6→11、长城 2→4 亿元/款），而宝马基本持平、奔驰由 32 回落至 26 亿元/款，国内外差距有所收敛。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 21：2019-2025 年新势力及传统车企研发开支/矩阵车型数（亿元/款）

研发开支/矩阵车型数,亿元		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
宝马	海外高端	25	18	19	19	23	30	25	
奔驰	海外高端	32	25	22	22	29	30	26	
奥迪	海外高端	16	13	14	17	19	15	14	
通用	海外普通	9	8	10	15	17	16	13	
丰田	海外普通	8	8	7	7	7	7	8	
大众	海外普通	11	11	12	14	17	16	15	
长安自主	国内普通	2	2	2	2	2	3	3	
长城汽车	国内普通	2	3	4	5	5	4	4	
吉利汽车	国内普通	2	1	1	2	2	3	3	
奇瑞汽车	国内普通				1	1	2	2	
零跑汽车	国内普通	1	1	2	3	2	2	3	
比亚迪	国内普通	6	4	4	6	10	10	11	
特斯拉	新势力	23	26	42	52	70	54	65	
蔚来汽车	新势力	11	4	7	11	12	9	7	
理想汽车	新势力	12	4	11	14	15	14	13	
小鹏汽车	新势力	5	4	7	7	7	6	7	
小米汽车	新势力								
赛力斯	新势力	11	5	6	8	9	10	14	

资料来源：各公司公告、MarkLines、华创证券预计

图表 22：2019-2025 年新势力及传统车企人均研发薪酬（万元）

人均研发薪酬，万元		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
长安自主	国内普通	14	16	18	22	16	16	12	
广汽自主	国内普通				4	5	5	3	
长城汽车	国内普通			7	10	12	13	13	
比亚迪	国内普通	7	10	9	15	21	26	25	
蔚来汽车	新势力	75	62	55	67	80	77	111	
理想汽车	新势力	46	41	61	79	86			
赛力斯	新势力	7	10	4	4	5	16	16	

资料来源：各公司公告、华创证券

2、研发产出

从销量角度分析，小鹏、蔚来研发产出效率明显改善，小鹏已为新势力中最优。单车研发开支水平越低，意味着销量对研发投入的转化效率越高。其中，蔚来、小鹏随销量放量大幅下降（5.9→3.3、3.4→2.2 万元/辆）；赛力斯此前因部分研发投入在华为层面而偏低，2025 年已升至 2.4 万元/辆；理想、特斯拉 2025 年单车研发开支均升至 2.8 万元/辆，反映 AI 投入加大叠加销量回落。

2025 年研发开支/销量：

1) 高端：奔驰 5.9 万元/辆>奥迪/蔚来 3.3~3.4 万元/辆>理想/特斯拉/宝马/沃尔沃 2.7~2.8 万元/辆>赛力斯 2.4 万元/辆。

2) 普通：本田 2.7 万元/辆>大众 2.5 万元/辆>小鹏 2.2 万元/辆>福特 1.7 万元/辆>通用/比亚迪/广汽 1.3~1.4 万元/辆>零跑 0.7 万元/辆≈其它国内普通及日韩车企 0.4~0.8 万元/辆。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 23：2009-2025 年新势力及传统车企研发开支/销量（万元/辆）

研发开支/销量,万元/辆		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华						8.4	6.6	6.8	7.2	6.7		6.5	6.1	6.1	6.8	6.3	6.6	
法拉利	海外豪华					42.1	46.9	40.3	59.6	67.3	71.3	67.8	73.2	64.1	50.0	55.2	58.4	60.2	
宝马	海外高端	1.9	1.8	1.9	1.9	2.2	2.0	1.8	1.8	2.2	2.7	2.5	2.9	2.8	2.2	2.3	2.9	2.7	
奔驰	海外高端	3.7	3.5	3.9	3.4	3.1	2.9	2.6	3.0	3.4	3.7	4.1	4.6	4.4	4.2	5.3	5.3	5.9	
奥迪	海外高端	1.6	1.8	2.4	2.4	2.8	2.8	2.4	2.6	2.3	2.7	2.9	2.7	2.8	3.2	3.5	3.4	3.4	
沃尔沃	海外高端			0.4	0.5	2.0	2.1	1.5	1.6	1.9	1.5	1.5	1.7	2.0	2.4	2.5	2.5	2.7	
通用	海外普通	0.7	0.8	1.1	0.7	0.7	0.8	0.6	0.7	0.9	1.1	1.0	1.1	1.5	1.8	1.7	1.6	1.4	
福特	海外普通	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.4	1.5	1.4	1.5	1.4	1.7	
丰田	海外普通	0.7	0.8	0.9	0.7	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8	
大众	海外普通	1.1	1.0	1.1	1.1	1.4	1.6	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	2.0	2.1	2.6	2.7	2.6	2.5	
现代	海外普通		0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	
本田	海外普通	1.2	1.3	1.7	1.3	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3	1.6	1.5	1.9	1.8	1.7	1.8	2.7	
起亚	海外普通	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.4	
上汽自主	国内普通				1.0	1.2	1.9	2.7	1.5	1.2	1.0	0.6	0.5	0.7	0.3	0.3	0.5	0.5	
长安自主	国内普通					0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	
广汽自主	国内普通				2.9	0.9	1.2	1.0	0.6	0.6	0.9	1.3	1.4	1.2	1.0	0.9	1.0	1.3	
长城汽车	国内普通	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.7	1.1	0.9	0.8	0.8	
吉利汽车	国内普通	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.7	0.9	1.0	0.7	
奇瑞汽车	国内普通					0.4	0.3	0.2	0.4	0.2					0.3	0.4	0.4	0.6	
零跑汽车	国内普通												3.6	1.7	1.3	1.3	1.0	0.7	
比亚迪	国内普通	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6	1.0	1.0	1.1	1.8	1.7	1.8	2.0	1.4	1.1	1.3	1.3	1.4	
特斯拉	新势力				68.6	6.4	10.9	10.2	8.7	11.5	4.3	3.0	2.1	1.8	1.6	1.5	1.8	2.8	
蔚来汽车	新势力										35.2	21.5	5.7	5.0	8.8	8.4	5.9	3.3	
理想汽车	新势力											120.2	3.4	3.6	5.1	2.8	2.2	2.8	
小鹏汽车	新势力											16.3	6.4	4.2	4.3	3.7	3.4	2.2	
小米汽车	新势力																		
赛力斯	新势力								0.1	0.2	0.5	0.7	0.7	0.7	1.2	1.8	1.4	2.4	

资料来源：各公司公告、华创证券

从营收角度分析，除特斯拉与赛力斯外，新势力与传统车企仍有一定差距。特斯拉、赛力斯已与传统高端相当；蔚来、小鹏仍高于传统车企约 5PP，但差距快速缩小（20%→12%、16%→12%）；理想则随营收下滑由 8%升至 10%。

2025 年研发开支/营收：

1) 高端：蔚来 12%>理想 10%>赛力斯 8%>海外高端 6~7%≈特斯拉 7%。

2) 普通：小鹏 12%>比亚迪/广汽/长安 8%>本田/零跑 7%>其它海外/国内普通 2~6%。

图表 24：2009-2025 年新势力及传统车企研发开支/营收（%）

研发开支/营收，%		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华						11%	10%	10%	10%	9%		8%	7%	7%	7%	6%	6%	
法拉利	海外豪华					15%	15%	16%	21%	22%	25%	24%	24%	22%	18%	17%	16%	14%	
宝马	海外高端	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	5%	6%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	6%	6%	
奔驰	海外高端	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	
奥迪	海外高端	5%	5%	6%	7%	8%	8%	7%	7%	6%	7%	8%	7%	7%	7%	8%	7%	7%	
沃尔沃	海外高端			2%	2%	7%	8%	6%	6%	7%	5%	5%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	
通用	海外普通	6%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	5%	5%	
福特	海外普通	4%	4%	4%	4%	4%	5%	4%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	5%	5%	4%	5%	
丰田	海外普通	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	
大众	海外普通	6%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	7%	6%	6%	
现代	海外普通		2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	3%	3%	
本田	海外普通	5%	5%	7%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	7%	
起亚	海外普通	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	2%	
上汽自主	国内普通				12%	15%	23%	27%	14%	11%	10%	6%	6%	9%	3%	3%	7%	6%	
长安自主	国内普通	2%	2%	6%	6%	4%	4%	4%	4%	5%	6%	6%	5%	5%	5%	6%	6%	8%	
广汽自主	国内普通				9%	5%	7%	7%	5%	4%	7%	8%	8%	7%	6%	6%	7%	8%	
长城汽车	国内普通	3%	2%	2%	2%	3%	4%	4%	3%	3%	4%	4%	5%	7%	9%	6%	5%	5%	
吉利汽车	国内普通	3%	3%	4%	4%	4%	7%	8%	5%	5%	5%	6%	5%	4%	6%	7%	8%	6%	
奇瑞汽车	国内普通					6%	4%	3%	6%	3%					4%	4%	4%	5%	
零跑汽车	国内普通											306%	46%	24%	11%	11%	9%	7%	
比亚迪	国内普通	4%	4%	6%	5%	5%	6%	5%	4%	6%	7%	7%	5%	5%	5%	7%	7%	8%	
特斯拉	新势力	17%	80%	102%	66%	12%	15%	18%	12%	12%	7%	5%	5%	5%	4%	4%	5%	7%	
蔚来汽车	新势力										81%	57%	15%	13%	22%	24%	20%	12%	
理想汽车	新势力											411%	12%	12%	15%	9%	8%	10%	
小鹏汽车	新势力											89%	30%	20%	19%	17%	16%	12%	
小米汽车	新势力																		
赛力斯	新势力								3%	4%	8%	12%	13%	12%	9%	12%	5%	8%	

资料来源：各公司公告、华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

（四）销售与管理

1、SG&A 投入

SG&A 投入强度角度，新势力的投入强度高于相同定位的传统车企。SG&A 费用的核心构成包括管理端的薪酬、销售端的薪酬、销售端的广宣、经销商返点以及部分折摊等。销售和管理投入会同时随着车型款数和销量的变化而调整，显示出一定成本的人力所能覆盖的管理边界。从数据来看，品牌定位越高端，单款车型的 SG&A 投入水平越高，在同一市场定位中，新势力车企的单车型 SG&A 投入普遍高于传统车企。

2025 年单车型 SG&A 费用，即 SG&A 费用/在售车型数：

高端车企：特斯拉 104 亿元/款>赛力斯 58 亿元/款>奔驰 38 亿元/款>宝马 33 亿元/款>奥迪/理想/蔚来 15 亿元/款。

普通车企：大众 30 亿元/款>丰田 17 亿元/款>通用 15 亿元/款>小鹏 12 亿元/款>比亚迪 11 亿元/款>零跑/长城 7 亿元/款>吉利/长安/奇瑞 3~5 亿元/款。

结合前文提及的新势力管理人员数与车型数的比值偏低（效率高），可推测这一现象可能与新势力采用直营模式、员工薪酬水平较高、存在股权激励支出及其他开支有关。

图表 25：2019-2025 年新势力及传统车企在售车型款数（个）

在售车型款数（个）		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
宝马	海外豪华	22	22	20	28	27	27	26	
奔驰	海外豪华	20	21	23	27	27	27	26	
奥迪	海外豪华	17	17	21	22	22	19	22	
沃尔沃	海外豪华	11	10	11	12	12	14	13	
通用	海外普通	54	53	51	54	49	43	42	
丰田	海外普通	81	85	83	89	91	87	87	
大众	海外普通	82	86	99	102	101	94	97	
长安自主	国内普通	24	24	22	27	28	32	37	
长城汽车	国内普通	17	19	23	20	24	25	24	
吉利汽车	国内普通	21	26	29	37	44	55	56	
奇瑞汽车	国内普通	24	24	29	31	35	42	54	
零跑汽车	国内普通		2	3	4	3	5	8	
比亚迪	国内普通	15	13	15	20	24	33	42	
特斯拉	新势力	3	4	4	4	4	4	4	
蔚来汽车	新势力	2	3	4	6	7	10	11	
理想汽车	新势力		1	1	3	3	5	7	
小鹏汽车	新势力	1	2	4	4	6	8	8	
小米汽车	新势力						1	3	
赛力斯	新势力		1	2	4	3	4	5	

资料来源：各公司公告、MarkLines、华创证券

图表 26：2019-2025 年新势力及传统车企 SG&A/在售车型数（亿元/款）

SG&A/在售车型，亿元/款		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
宝马	海外高端	33	31	35	27	31	32	33	
奔驰	海外高端	65	55	40	32	35	36	38	
奥迪	海外高端	19	17	14	13	14	17	15	
通用	海外普通	11	9	11	13	14	18	15	
丰田	海外普通	15	12	13	14	15	18	17	
大众	海外普通	29	25	23	22	26	29	30	
长安自主	国内普通	3	3	4	3	4	4	4	
长城汽车	国内普通	3	4	4	5	5	5	7	
吉利汽车	国内普通	3	3	3	3	4	3	5	
奇瑞汽车	国内普通				2	3	3	3	
零跑汽车	国内普通		2	3	5	9	7	7	
比亚迪	国内普通	6	7	8	13	16	13	11	
特斯拉	新势力	61	54	73	66	85	92	104	
蔚来汽车	新势力	27	13	17	18	18	16	15	
理想汽车	新势力		11	35	19	33	24	15	
小鹏汽车	新势力	12	15	13	17	11	9	12	
小米汽车	新势力								
赛力斯	新势力		16	12	16	24	57	58	

资料来源：各公司公告、MarkLines、华创证券

薪酬角度，新势力销售及管理人员薪酬强度较高。薪酬差异本质是“业务模式与人才战略”的映射。新势力处于快速扩张期，需要用高薪吸纳稀缺人才，以支撑其直营模式和智能化。

图表 27：2009-2025 年新势力及传统车企 SG&A 员工薪酬（万元/人）

SG&A员工薪酬（万元/人）		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
长安自主	国内普通							24	24	19	20	22	41	37	39	33	41	34	
广汽自主	国内普通							4	5	7	8	9	12	14	13	15	16	19	
长城汽车	国内普通					3	3	4	4	7	8	8	10	11	13	18	18	24	
比亚迪	国内普通							7	8	8	8	9	9	17	18	19	24	27	
蔚来汽车	新势力										43	52	34	31	33	31	28	42	
理想汽车	新势力											38	26	21	28	36			

资料来源：各公司公告、华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

2、 SG&A 产出

销量方面，特斯拉、理想已优于传统高端车企，小鹏投入产出明显改善，蔚来、赛力斯单车 SG&A 仍偏高。

2025 年单车 SG&A:

高端：奔驰 7.4 万元>赛力斯 5.6 万元>蔚来 4.9 万元>宝马≈沃尔沃 3.5 万元>奥迪 3.1 万元>理想 2.6 万元>特斯拉 2.5 万元。

普通：大众 4.5 万元>本田 4.3 万元>现代 2.6 万元>小鹏 2.2 万元>起亚 2.0 万元>福特 1.9 万元>广汽 1.6 万元>通用 1.4 万元>其它国内普通 0.4-1.2 万元。

图表 28：2009-2025 年新势力及传统车企单车 SG&A（万元）

单车SG&A，万元		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华					9.5	8.8	7.4	7.9	8.9	9.1	8.5	8.6	8.9	9.1	11.1	12.3	13.6	
法拉利	海外豪华					30.5	33.9	30.5	27.1	29.9	27.6	26.2	29.0	23.8	22.9	25.9	31.5	38.1	
宝马	海外高端			3.5	3.3	3.4	3.5	3.0	3.3	3.5	3.7	3.6	4.0	3.8	3.3	3.3	3.6	3.5	
奔驰	海外高端	9.7	8.9	9.4	8.6	8.1	7.7	6.1	6.1	6.6	7.0	7.2	7.8	6.6	5.9	6.5	6.8	7.4	
奥迪	海外高端	3.4	3.3	3.4	3.6	3.6	3.6	3.6	3.7	3.4	3.2	2.7	2.8	2.7	2.8	2.7	3.1	3.1	
沃尔沃	海外高端			2.9	3.1	2.9	2.9	2.7	2.6	3.3	3.0	2.8	2.8	3.1	3.5	3.6	3.3	3.5	
通用	海外普通		1.3	1.6	1.3	1.2	1.2	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2	1.6	2.0	1.7	1.8	1.4	
福特	海外普通	2.0	1.6	1.4	1.5	1.4	1.6	1.6	1.4	1.3	1.4	1.6	2.0	2.3	2.0	1.9	1.8	1.9	
丰田	海外普通	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.7	1.6	
大众	海外普通		2.6	2.8	3.0	3.3	3.3	3.2	3.4	3.3	3.4	3.4	3.9	4.1	4.3	4.2	4.3	4.5	
现代	海外普通		1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.9	1.8	2.0	2.7	2.2	2.4	2.2	2.5	2.6	
本田	海外普通	3.5	3.7	4.2	3.3	2.7	2.9	3.0	2.7	2.9	2.8	3.1	2.5	3.1	3.5	3.7	3.8	4.3	
起亚	海外普通		1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.4	1.6	1.3	1.4	1.6	1.4	1.8	1.8	1.9	2.0	
上汽自主	国内普通	2.7	2.8	2.8	2.6	3.5	4.3	5.1	3.4	2.6	1.4	1.4	1.1	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4	
长安自主	国内普通					1.1	1.0	0.9	0.7	0.6	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8	
广汽自主	国内普通				5.2	2.3	2.5	1.8	1.5	1.7	1.7	2.0	2.0	1.9	1.3	1.2	1.2	1.6	
长城汽车	国内普通	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	1.0	1.1	1.0	1.2	
吉利汽车	国内普通	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0	1.1	1.0	0.9	
奇瑞汽车	国内普通	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9	0.7	0.6	0.6	0.7					0.4	0.5	0.6	0.7	
零跑汽车	国内普通												4.2	1.9	1.8	1.8	1.1	0.9	
比亚迪	国内普通	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.8	2.2	2.6	3.3	1.7	1.9	2.2	1.6	1.4	1.3	1.0	1.0	
特斯拉	新势力				37.6	7.9	14.2	13.1	15.0	20.6	8.3	6.0	4.3	3.1	2.0	1.9	2.0	2.5	
蔚来汽车	新势力										47.1	26.5	9.0	7.5	8.6	8.1	7.1	4.9	
理想汽车	新势力											70.9	3.4	3.9	4.3	2.6	2.4	2.6	
小鹏汽车	新势力											9.1	10.8	5.4	5.5	4.6	3.6	2.2	
小米汽车	新势力																		
赛力斯	新势力							0.5	0.5	0.5	0.8	0.7	0.6	0.9	2.5	2.8	4.6	5.6	

资料来源：各公司公告、华创证券

营收方面，特斯拉、理想已达传统车企水平，小鹏大幅改善，蔚来、赛力斯仍有提升空间。SG&A 费用大部分可视为固定成本，具有较强的经营杠杆特征，费用率受规模影响较大，如理想 2023 年随营收大幅增长 SG&A 费用率同比-4.6PP，2025 年又随营收下滑回升至 9.5%。个体间 SG&A 费用率也受到公司体系管理能力的影响，如特斯拉具备强自我营销能力、几乎无营销投入。

2025 年 SG&A 费用率:

高端：蔚来≈赛力斯 18%>理想 9.5%>宝马/奔驰/沃尔沃 8-9%>奥迪≈特斯拉 6%。

普通：小鹏 12%>其它海外普通/广汽 10-11%>零跑 9%>其它国内普通 5-9%>通用/福特/丰田 5~6%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 29：2009-2025 年新势力及传统车企 SG&A 费用率（%）

SG&A费用率		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华					13.0%	11.9%	11.2%	11.5%	12.3%	11.7%	10.8%	10.4%	10.7%	10.6%	11.5%	12.4%	12.9%	
法拉利	海外豪华					11.1%	10.9%	11.9%	9.5%	9.6%	9.6%	9.1%	9.7%	8.1%	8.4%	7.7%	8.4%	9.0%	
宝马	海外高端			9.0%	9.1%	9.5%	9.8%	9.4%	9.7%	9.7%	9.8%	9.0%	8.9%	8.3%	7.4%	7.1%	7.9%	7.9%	
奔驰	海外高端	13.8%	12.6%	12.8%	12.6%	12.1%	11.4%	10.4%	10.2%	10.2%	10.2%	9.8%	9.5%	9.0%	8.0%	8.1%	8.6%	9.2%	
奥迪	海外高端	11.5%	9.6%	9.1%	10.5%	10.4%	10.4%	11.0%	10.9%	9.4%	8.2%	7.4%	7.5%	7.0%	6.4%	5.9%	6.4%	6.0%	
沃尔沃	海外高端			10.4%	11.1%	10.7%	10.6%	11.3%	10.3%	11.3%	10.0%	9.8%	9.2%	10.1%	9.8%	9.7%	9.4%	9.4%	
通用	海外普通		8.4%	8.1%	8.9%	8.0%	7.8%	8.8%	7.0%	6.6%	6.6%	6.2%	5.7%	6.7%	6.8%	5.7%	5.7%	4.7%	
福特	海外普通	11.2%	9.2%	8.5%	9.1%	9.0%	9.8%	10.0%	8.0%	7.4%	7.1%	7.2%	8.0%	8.7%	6.9%	6.1%	5.6%	5.8%	
丰田	海外普通	7.4%	6.2%	5.7%	5.9%	6.6%	6.0%	6.6%	6.6%	6.9%	6.4%	6.2%	5.7%	6.0%	6.4%	6.2%	7.1%	6.2%	
大众	海外普通		12.2%	11.9%	13.0%	13.5%	13.4%	14.4%	13.8%	12.6%	12.4%	12.2%	12.5%	11.8%	11.3%	10.6%	10.8%	11.0%	
现代	海外普通		13.9%	13.2%	12.3%	11.9%	12.1%	11.8%	12.4%	12.4%	12.0%	12.1%	14.2%	11.7%	11.7%	10.0%	10.9%	10.8%	
本田	海外普通	15.6%	15.5%	16.1%	14.5%	12.6%	12.9%	14.4%	11.4%	11.6%	11.2%	11.0%	10.1%	9.1%	9.9%	10.3%	10.8%	11.4%	
起亚	海外普通		14.6%	14.1%	14.0%	13.3%	13.1%	13.6%	13.6%	14.0%	11.0%	11.1%	11.8%	9.8%	11.0%	9.5%	9.7%	10.3%	
上汽自主	国内普通	20.9%	23.7%	28.6%	29.7%	42.7%	50.1%	50.6%	32.8%	24.0%	13.2%	15.2%	12.1%	9.5%	5.4%	5.1%	5.3%	5.3%	
长安自主	国内普通	12.9%	13.0%	12.4%	14.1%	13.9%	12.7%	11.9%	10.4%	8.3%	12.2%	9.7%	9.1%	7.7%	7.2%	7.8%	7.5%	8.9%	
广汽自主	国内普通				15.6%	13.5%	15.3%	12.1%	11.6%	12.2%	12.6%	13.1%	11.1%	10.9%	7.6%	8.1%	9.1%	10.4%	
长城汽车	国内普通	7.8%	6.5%	6.1%	5.7%	5.2%	5.3%	5.4%	4.6%	5.9%	6.3%	6.1%	6.4%	6.8%	7.8%	7.5%	6.2%	7.2%	
吉利汽车	国内普通	8.3%	9.6%	10.0%	9.6%	9.9%	11.5%	9.8%	7.4%	5.9%	6.0%	6.5%	7.7%	8.6%	7.9%	9.0%	7.6%	7.8%	
奇瑞汽车	国内普通	12.8%	11.8%	9.5%	13.6%	14.8%	10.5%	10.4%	9.5%	10.2%					5.6%	5.9%	5.3%	5.7%	
零跑汽车	国内普通											249.6%	53.7%	26.4%	15.8%	15.8%	10.2%	8.6%	
比亚迪	国内普通	10.4%	11.3%	10.8%	10.0%	10.1%	11.4%	10.4%	10.7%	11.1%	6.5%	6.6%	6.0%	5.5%	5.9%	6.4%	5.5%	5.8%	
特斯拉	新势力	37.7%	72.4%	51.0%	36.4%	14.2%	18.9%	22.8%	20.5%	21.1%	13.2%	10.8%	10.0%	8.4%	4.8%	5.0%	5.3%	6.2%	
蔚来汽车	新势力										107.9%	69.7%	24.2%	19.0%	21.4%	23.2%	23.9%	18.4%	
理想汽车	新势力											242.4%	11.8%	12.9%	12.5%	7.9%	8.5%	9.5%	
小鹏汽车	新势力											50.2%	50.0%	25.3%	24.9%	21.4%	16.8%	12.3%	
小米汽车	新势力																		
赛力斯	新势力							12.9%	11.7%	10.0%	13.9%	13.3%	11.3%	14.2%	19.3%	19.9%	15.7%	17.6%	

资料来源：各公司公告、华创证券

3、销售与管理费用

拆分到销售费用和管理费用分项，新势力与传统车企在单车销售人员上差异较大，管理人员相对更低。

1) 单车型销售角度，新势力单车型销售人员显著高于长安/长城，新势力投入强度较大，受直营影响。比亚迪显著高于其它传统自主车企，投入强度较大（人员数量多）、子公司和其它业务多。

2) 单车型管理角度，新势力单车管理人员相对更低，新势力组织架构往往更简单，生存压力倒逼管理瘦身。比亚迪显著高于其他车企，同销售人员情况。

拆分为投入和产出两个角度，新势力与传统车企的效率差异更多来自销售费用。综合考虑数据披露不够全面（忽略相应车企）以及部分车企销售费用/管理费用为估算值（详见图表下注释）的影响进行简略分析：

1) 投入角度，单车型管理费用和销售费用新势力普遍高于国内传统车企。新势力投入强度较高，其中销售费用受直营影响。

2) 产出角度，由于更加受到规模效应的影响，新势力的单车销售费用/销售费用率显著更高（1.7~4.7 万元、7%~15%，国内传统车企 0.2~1.0 万元、2%~6%）；管理端，小鹏、赛力斯的单车管理费用/管理费用率（0.5、0.9 万元，2.6%、2.9%）已与国内传统车企（0.2~0.7 万元、2%~4%）相当。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 30：2019-2025 年新势力及传统车企单车型销售人数（人/款）

单车型销售人员，人		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
长安自主	国内普通	72	71	87	74	93	65	72	
长城汽车	国内普通	119	114	143	213	161	248	453	
吉利汽车	国内普通		83						
零跑汽车	国内普通				336	425			
比亚迪	国内普通	462	469	756	1185	1562	1382	961	
蔚来汽车	新势力	1816	1380	2008	1997	2453	2441	1535	
理想汽车	新势力		1563	6019	3066	4113	2614	1805	
小鹏汽车	新势力		1006	1569	1579	793	611	688	
小米汽车	新势力								
赛力斯	新势力		656	611	318	430	425	375	

资料来源：各公司公告、华创证券

图表 31：2019-2025 年新势力及传统车企单车型管理人数（人/款）

单车型管理人员，人		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
长安自主	国内普通	258	249	262	218	258	238	255	
长城汽车	国内普通	792	824	963	1197	757	722	508	
吉利汽车	国内普通								
零跑汽车	国内普通				151	191			
比亚迪	国内普通	2341	2611	1319	1730	1604	1172	852	
蔚来汽车	新势力	311	253	342	326	314	226	144	
理想汽车	新势力		191	587	347	991	531	374	
小鹏汽车	新势力		144	140	138	86	72	94	
小米汽车	新势力								
赛力斯	新势力		2046	1762	1205	1232	531	360	

资料来源：各公司公告、华创证券

图表 32：2019-2025 年新势力及传统车企销售费用/在售车型数（亿元/款）

销售费用/在售车型数，亿元/款		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
宝马	海外高端	20	19	20	16	17	18	18	
奔驰	海外高端	49	41	30	25	28	29	30	
奥迪	海外高端	16	15	11	10	12	14	12	
通用	海外普通	9	7	8	10	10	11	11	
丰田	海外普通	7							
大众	海外普通	20	17	15	14	16	18	19	
长安自主	国内普通	2	1	2	2	3	2	3	
长城汽车	国内普通	2	2	2	3	3	3	5	
吉利汽车	国内普通	2	2	2	2	3	2	4	
奇瑞汽车	国内普通				1	2	2	2	
零跑汽车	国内普通		1	1	3	6	4	5	
比亚迪	国内普通	3	4	4	8	11	7	6	
特斯拉	新势力	1							
蔚来汽车	新势力	8	5	7	6	8	7	6	
理想汽车	新势力		5	22	7				
小鹏汽车	新势力	7	9	11	13	8	7	9	
小米汽车	新势力								
赛力斯	新势力		7	6	12	18	48	48	

资料来源：各公司公告、MarkLines、华创证券估算

*注：估算值按销售费用=广宣费用*2 估算*

图表 33：2019-2025 年新势力及传统车企管理费用/在售车型数（亿元/款）

管理费用/在售车型数，亿元/款		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
宝马	海外高端	13	13	15	11	14	15	15	
奔驰	海外高端	16	13	9	7	8	7	8	
奥迪	海外高端	3	3	2	2	3	3	3	
通用	海外普通	1	2	2	3	4	7	4	
丰田	海外普通	7	12	13	14	15	18	17	
大众	海外普通	9	9	8	8	10	10	10	
长安自主	国内普通	1	2	2	1	1	1	1	
长城汽车	国内普通	1	1	2	2	2	2	2	
吉利汽车	国内普通	1	1	1	1	1	1	1	
奇瑞汽车	国内普通				1	1	1	1	
零跑汽车	国内普通		1	1	2	3	2	2	
比亚迪	国内普通	3	3	4	5	6	6	5	
特斯拉	新势力	60	54	73	66	85	92	104	
蔚来汽车	新势力	19	9	10	12	11	9	9	
理想汽车	新势力		6	13	12	33	24	15	
小鹏汽车	新势力	5	6	3	4	3	2	3	
小米汽车	新势力								
赛力斯	新势力		9	5	4	6	9	10	

资料来源：各公司公告、MarkLines、华创证券估算

*注：估算值按管理费用=SG&A 费用-广宣费用*2 估算*

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 34：2009-2025 年新势力及传统车企单车管理费用（万元）

单车管理费用，万元		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华					4.0	3.4	2.8	2.7	3.2	3.4	2.8	3.2	3.6	3.8	4.3	4.6	5.5	
法拉利	海外豪华																		
宝马	海外高端			0.9	0.9	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6	1.6	1.4	1.5	1.6	1.6	
奔驰	海外高端	2.9	2.5	2.7	2.4	1.8	1.7	1.3	1.3	1.5	1.7	1.7	1.9	1.5	1.3	1.4	1.4	1.5	
奥迪	海外高端	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	
沃尔沃	海外高端			1.1	1.2	1.1	1.2	1.1	0.9	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2	1.1	1.1	
通用（估算）	海外普通		0.2	0.2	0.3	0.1	0.2	0.5	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	0.7	0.4	
福特（估算）	海外普通	1.0	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	0.4	0.6	0.9	1.1	1.2	1.0	0.8	1.0	
丰田（估算）	海外普通	0.8	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7	1.3	1.3	1.4	1.5	1.7	1.6	
大众	海外普通		0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6	
现代	海外普通		0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3	
本田	海外普通																		
起亚	海外普通		0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	
上汽自主	国内普通	1.7	1.7	2.2	1.6	2.4	2.6	3.5	2.1	1.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	
长安自主	国内普通					0.4	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
广汽自主	国内普通				3.2	1.3	1.2	0.9	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.7	0.5	0.6	0.7	
长城汽车	国内普通	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	
吉利汽车	国内普通	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	
奇瑞汽车	国内普通	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2					0.2	0.2	0.2	0.2	
零跑汽车	国内普通												2.3	0.9	0.8	0.6	0.4	0.3	
比亚迪	国内普通	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7	1.2	1.4	1.6	1.9	0.7	0.9	1.0	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4	
特斯拉（估算）	新势力				35.7	7.4	11.9	11.4	14.0	20.0	8.1	5.9	4.3	3.1	2.0	1.9	2.0	2.5	
蔚来汽车（估算）	新势力										26.7	18.6	5.9	4.4	5.7	4.7	4.0	3.0	
理想汽车（估算）	新势力											34.6	1.8	1.4	2.7	2.6	2.4	2.6	
小鹏汽车	新势力											3.9	4.4	1.0	1.4	1.1	0.7	0.5	
小米汽车	新势力																		
赛力斯	新势力							0.2	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.9	

资料来源：各公司公告、华创证券估算

*注：估算指按管理费用=SG&A 费用-广宣费用*2 估算*

图表 35：2009-2025 年新势力及传统车企管理费用率（%）

管理费用/营收，%		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华					5.5%	4.6%	4.2%	3.9%	4.4%	4.3%	3.6%	3.8%	4.3%	4.4%	4.4%	4.6%	5.2%	
法拉利	海外豪华																		
宝马	海外高端			2.4%	2.4%	3.1%	3.2%	3.1%	3.3%	3.4%	3.5%	3.6%	3.5%	3.5%	3.1%	3.2%	3.6%	3.7%	
奔驰	海外高端	4.2%	3.6%	3.6%	3.5%	2.7%	2.6%	2.2%	2.2%	2.3%	2.4%	2.3%	2.3%	2.1%	1.7%	1.8%	1.7%	1.9%	
奥迪	海外高端	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%	
沃尔沃	海外高端			3.7%	4.2%	4.2%	4.3%	4.5%	3.6%	3.9%	3.2%	3.5%	3.2%	3.4%	3.5%	3.1%	3.0%	2.9%	
通用（估算）	海外普通		1.4%	1.1%	1.8%	0.9%	1.1%	3.0%	1.5%	0.7%	1.1%	0.8%	1.3%	1.5%	1.7%	1.5%	2.1%	1.3%	
福特（估算）	海外普通	5.8%	3.2%	2.5%	3.1%	3.0%	3.8%	4.3%	2.4%	2.1%	2.1%	2.5%	3.6%	4.2%	4.1%	3.2%	2.5%	2.9%	
丰田（估算）	海外普通	4.1%	3.0%	2.4%	2.9%	3.3%	2.8%	3.2%	3.4%	3.4%	3.1%	3.1%	5.7%	6.0%	6.4%	6.2%	7.1%	6.2%	
大众	海外普通		2.6%	2.8%	3.2%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%	3.5%	3.7%	3.9%	4.2%	4.2%	4.2%	3.9%	3.9%	3.9%	
现代	海外普通		5.8%	5.6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.3%	6.2%	6.1%	5.9%	6.0%	5.6%	5.4%	5.4%	5.7%	5.6%	
本田	海外普通																		
起亚	海外普通		4.2%	3.8%	3.8%	4.1%	4.2%	4.1%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	3.5%	3.2%	3.0%	3.0%	3.1%	3.6%	
上汽自主	国内普通	12.7%	14.3%	23.0%	18.3%	29.5%	31.0%	35.0%	20.2%	12.5%	2.0%	3.1%	3.0%	3.1%	2.6%	2.4%	2.2%	2.9%	
长安自主	国内普通	3.2%	3.2%	4.3%	5.2%	4.6%	4.4%	4.5%	3.7%	3.3%	4.2%	3.2%	5.1%	3.3%	2.9%	2.7%	2.8%	2.8%	
广汽自主	国内普通				9.4%	7.8%	7.1%	5.8%	4.8%	4.9%	5.6%	5.4%	5.3%	5.2%	3.8%	3.3%	4.1%	4.3%	
长城汽车	国内普通	2.3%	1.9%	2.2%	1.8%	1.9%	2.0%	1.7%	1.4%	1.6%	1.7%	2.0%	2.5%	3.0%	3.6%	2.7%	2.4%	2.1%	
吉利汽车	国内普通	2.9%	3.7%	3.5%	3.6%	4.0%	5.8%	4.6%	2.7%	1.6%	1.7%	2.1%	2.2%	2.4%	2.4%	2.3%	2.0%	1.9%	
奇瑞汽车	国内普通	5.2%	3.9%	4.6%	6.7%	7.3%	3.9%	3.3%	2.8%	3.4%					2.1%	2.5%	2.2%	2.0%	
零跑汽车	国内普通											137.5%	29.1%	12.7%	6.8%	5.1%	3.5%	3.0%	
比亚迪	国内普通	6.7%	6.8%	7.1%	6.8%	6.3%	7.6%	6.8%	6.6%	6.4%	2.9%	3.2%	2.8%	2.6%	2.4%	2.2%	2.4%	2.5%	
特斯拉（估算）	新势力	34.6%	67.1%	48.1%	34.5%	13.3%	15.8%	19.9%	19.1%	20.4%	12.9%	10.5%	10.0%	8.4%	4.8%	5.0%	5.3%	6.2%	
蔚来汽车（估算）	新势力										61.1%	48.8%	15.9%	11.1%	14.2%	13.7%	13.6%	11.2%	
理想汽车（估算）	新势力											118.4%	6.2%	4.8%	8.0%	7.9%	8.5%	9.5%	
小鹏汽车	新势力											21.4%	20.2%	4.9%	6.2%	5.0%	3.3%	2.6%	
小米汽车	新势力																		
赛力斯	新势力							6.4%	5.3%	4.2%	6.0%	5.8%	6.2%	6.5%	5.2%	4.6%	2.4%	2.9%	

资料来源：各公司公告、华创证券估算

*注：估算指按管理费用=SG&A 费用-广宣费用*2 估算*

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 36：2009-2025 年新势力及传统车企单车销售费用（万元）

单车销售费用，万元		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华					5.5	5.4	4.6	5.3	5.7	5.8	5.6	5.4	5.3	5.4	6.8	7.7	8.1	
法拉利	海外豪华																		
宝马	海外高端			2.6	2.5	2.3	2.4	2.0	2.2	2.3	2.4	2.2	2.4	2.2	1.9	1.8	1.9	1.9	
奔驰	海外高端	6.7	6.4	6.8	6.2	6.3	6.0	4.8	4.8	5.1	5.4	5.4	5.9	5.1	4.6	5.1	5.4	5.9	
奥迪	海外高端	3.1	2.9	3.0	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3	3.0	2.7	2.3	2.3	2.2	2.3	2.2	2.5	2.6	
沃尔沃	海外高端			1.9	1.9	1.8	1.7	1.6	1.7	2.1	2.1	1.8	1.8	2.0	2.3	2.4	2.2	2.4	
通用（估算）	海外普通		1.1	1.4	1.1	1.0	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	0.9	1.3	1.5	1.2	1.1	1.0	
福特（估算）	海外普通	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	0.8	0.9	1.0	1.0	
丰田（估算）	海外普通	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7							
大众	海外普通		2.0	2.2	2.3	2.4	2.5	2.5	2.6	2.4	2.4	2.3	2.6	2.7	2.7	2.6	2.7	2.9	
现代	海外普通		1.0	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	1.0	0.9	1.0	1.6	1.1	1.3	1.0	1.2	1.2	
本田	海外普通																		
起亚	海外普通	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	1.2	0.8	0.9	1.1	0.9	1.3	1.2	1.3	1.3	
上汽自主	国内普通	1.1	1.1	0.6	1.0	1.1	1.6	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1	0.8	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2	
长安自主	国内普通					0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.6	
广汽自主	国内普通				2.0	1.0	1.4	0.9	0.9	1.0	0.9	1.2	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7	1.0	
长城汽车	国内普通	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.7	0.6	0.9	
吉利汽车	国内普通	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7	
奇瑞汽车	国内普通	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5					0.3	0.3	0.3	0.4	
零跑汽车	国内普通												1.9	1.0	1.0	1.2	0.7	0.6	
比亚迪	国内普通	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.8	1.0	1.4	0.9	1.0	1.2	0.8	0.8	0.8	0.6	0.6	
特斯拉（估算）	新势力				2.0	0.5	2.3	1.7	1.0	0.6	0.2	0.1							
蔚来汽车（估算）	新势力										20.4	8.0	3.1	3.1	2.9	3.3	3.1	1.9	
理想汽车（估算）	新势力											36.3	1.6	2.4	1.5				
小鹏汽车	新势力											5.3	6.4	4.4	4.2	3.5	2.9	1.7	
小米汽车	新势力																		
赛力斯	新势力							0.2	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3	0.5	1.8	2.2	3.9	4.7	

资料来源：各公司公告、华创证券估算

*注：估算指按销售费用=广宣费用*2 估算*

图表 37：2009-2025 年新势力及传统车企销售费用率（%）

销售费用/营收，%		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	历史趋势
保时捷	海外豪华					7.5%	7.3%	7.0%	7.6%	7.9%	7.4%	7.2%	6.6%	6.4%	6.3%	7.1%	7.7%	7.7%	
法拉利	海外豪华																		
宝马	海外高端			6.6%	6.7%	6.4%	6.6%	6.2%	6.4%	6.2%	6.3%	5.4%	5.4%	4.8%	4.3%	3.9%	4.3%	4.3%	
奔驰	海外高端	9.6%	9.1%	9.2%	9.1%	9.4%	8.9%	8.1%	8.0%	7.9%	7.8%	7.4%	7.2%	6.9%	6.3%	6.3%	6.9%	7.4%	
奥迪	海外高端	10.5%	8.6%	8.2%	9.4%	9.3%	9.3%	9.9%	9.8%	8.2%	7.0%	6.1%	6.3%	5.8%	5.2%	4.8%	5.2%	4.9%	
沃尔沃	海外高端			6.6%	6.9%	6.5%	6.3%	6.8%	6.7%	7.4%	6.9%	6.3%	6.0%	6.7%	6.4%	6.5%	6.3%	6.5%	
通用（估算）	海外普通		7.0%	6.9%	7.1%	7.1%	6.7%	5.8%	5.5%	5.9%	5.4%	5.4%	4.4%	5.2%	5.1%	4.2%	3.5%	3.4%	
福特（估算）	海外普通	5.4%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.8%	5.7%	5.2%	5.0%	4.6%	4.4%	4.5%	2.8%	2.8%	3.0%	2.9%	
丰田（估算）	海外普通	3.2%	3.3%	3.3%	3.0%	3.3%	3.2%	3.4%	3.3%	3.5%	3.2%	3.1%							
大众	海外普通		9.6%	9.2%	9.8%	10.0%	10.0%	11.0%	10.4%	9.0%	8.7%	8.3%	8.3%	7.7%	7.1%	6.6%	6.9%	7.1%	
现代	海外普通		8.1%	7.6%	6.3%	6.0%	6.0%	5.8%	6.1%	6.2%	5.8%	6.2%	8.2%	6.1%	6.3%	4.5%	5.2%	5.1%	
本田	海外普通																		
起亚	海外普通	11.8%	10.4%	10.3%	10.3%	9.3%	8.9%	9.5%	9.7%	10.0%	7.2%	7.3%	8.3%	6.6%	8.0%	6.5%	6.6%	6.7%	
上汽自主	国内普通	8.2%	9.5%	5.6%	11.4%	13.2%	19.0%	15.5%	12.6%	11.5%	11.2%	12.1%	9.1%	6.4%	2.8%	2.8%	3.1%	2.4%	
长安自主	国内普通	9.8%	9.8%	8.1%	8.9%	9.2%	8.2%	7.4%	6.7%	5.0%	8.0%	6.5%	4.0%	4.4%	4.2%	5.1%	4.7%	6.1%	
广汽自主	国内普通	2.1%	5.1%	5.6%	6.1%	5.7%	8.2%	6.3%	6.8%	7.3%	7.0%	7.6%	5.8%	5.7%	3.8%	4.8%	5.0%	6.1%	
长城汽车	国内普通	5.5%	4.7%	4.0%	3.8%	3.3%	3.3%	3.7%	3.2%	4.4%	4.6%	4.1%	4.0%	3.8%	4.3%	4.8%	3.9%	5.1%	
吉利汽车	国内普通	5.4%	5.9%	6.5%	6.0%	5.9%	5.7%	5.2%	4.7%	4.4%	4.2%	4.4%	5.5%	6.2%	5.6%	6.6%	5.5%	5.9%	
奇瑞汽车	国内普通	7.6%	7.8%	4.9%	6.8%	7.5%	6.6%	7.1%	6.7%	6.9%					3.5%	3.4%	3.1%	3.7%	
零跑汽车	国内普通											112.1%	24.5%	13.7%	9.0%	10.7%	6.6%	5.6%	
比亚迪	国内普通	3.6%	4.5%	3.7%	3.2%	3.8%	3.8%	3.6%	4.1%	4.7%	3.6%	3.4%	3.2%	2.8%	3.6%	4.2%	3.1%	3.3%	
特斯拉（估算）	新势力	3.0%	5.3%	2.8%	1.9%	0.9%	3.1%	2.9%	1.4%	0.6%	0.3%	0.2%							
蔚来汽车（估算）	新势力										46.8%	20.9%	8.3%	7.9%	7.2%	9.5%	10.4%	7.1%	
理想汽车（估算）	新势力											124.1%	5.6%	8.2%	4.5%				
小鹏汽车	新势力											28.8%	29.7%	20.4%	18.7%	16.3%	13.5%	9.6%	
小米汽车	新势力																		
赛力斯	新势力							6.4%	6.4%	5.8%	7.9%	7.5%	5.1%	7.7%	14.1%	15.2%	13.2%	14.7%	

资料来源：各公司公告、华创证券估算

*注：估算指按销售费用=广宣费用*2 估算*

下载日志已记录，仅供内部参考

四、投资建议

新势力通过率先产品端对电动、智能要素的引入，商业模式端对用户运营、生态建设的引入，宣传端对移动互联网的引入，在近年实现了对 BBA 等传统车企强有力的竞争。2025 年，新势力表现分化：销量上小鹏、小米翻倍式增长，特斯拉、理想有所下滑；毛利率上小米升至新势力第二，小鹏跃升至第一梯队；小米净利率首次转正，蔚来大幅减亏；特斯拉、赛力斯、理想效率指标已与传统车企相近，但盈利均有回落。国内普通车企中，比亚迪、吉利盈利与效率指标稳居前列，零跑首次扭亏、费用率快速下降。

投资建议上，乘用车投资仍以内需弹性为主、出口成长为辅，近期主要反映出海政策端的不确定性，但出海大格局确立，推荐比亚迪、吉利汽车、零跑汽车。此外，高端化是提升 ASP 与盈利的关键，江淮汽车在豪华市场的竞争格局稳定，但豪车行业逆风导致标的处于低谷、未来行业重建有赖于资产价格上涨和优质供给增加，目前底部配置等待。

五、风险提示

受数据的披露、口径以及处理的影响，指标的计算或存在一定误差；国内经济和消费低于预期、行业竞争强于预期、原材料价格波动、海外汽车政策影响等。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	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
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	朱晞毓	高级销售经理		zhuxiyu@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@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	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	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	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@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	保险机构销售总监	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	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@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
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

	古舜	销售助理		guwu@hcyjs.com
	郭有渔	销售助理		guoyouyu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	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	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

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	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	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522