

向上三年周期已经逐步开启

2025年投资策略报告

证券分析师： 刘强
分析师登记编号： S1190522080001

证券分析师： 万伟
分析师登记编号： S1190524100003

证券分析师： 梁必果
分析师登记编号： S1190524010001

证券分析师： 刘淞
分析师登记编号： S1190523030002

证券分析师： 钟欣材
分析师登记编号： S1190524110004

证券分析师： 谭甘露
分析师登记编号： S1190524110001

报告摘要

特斯拉开启新能源汽车未来新的向上周期。未来三年是电动车智能化升级的关键阶段，其中特斯拉是核心驱动力。2025年特斯拉的FSD有望逐步在全球迎来大拐点，从而推动新能源汽车行业真正进入智能化时代；同时，电动车的智能化还将产生很多价值倍增的延伸：机器人、低空经济等。在特斯拉的鲶鱼效应下，国内外电动车龙头有望加速智能化应用，从而打开需求的空间。

欧美等海外市场有望持续超预期。由于补贴退坡已过关键期+碳考核，欧洲电动车市场有望加速发展。美国市场在特斯拉引领下（新车型+其他车企发力）有望进入渗透率加速提升的阶段。欧美之外的海外市场也有望超预期。

国内优质产业链有望开启全球业务向上三年周期。

- 1) 下游：智能化倒逼行业进化，华为、小米等强势崛起；比亚迪乘势而上。
- 2) 中游：电池、电机、电控等各方面全面升级，类固态升级的典型。
- 3) 上游：新能源金属已处于大周期底部范围，大概率在2025年确认底部，重视锂、钴等金属机会。

投资建议：由于特斯拉等企业推动的智能化加速+行业供需重塑，新能源汽车产业链未来有望进入向上三年周期，以下三个方向重点受益：1) 核心成长：宁德时代、亿纬锂能、汇川技术等。2) 受益新技术、新市场的新成长：璞泰来、科达利等。3) 从底部将逐步反转的核心公司：华友钴业、中伟股份、尚太科技、天赐材料、新宙邦等。

风险提示：智能化等新技术变化不及预期、政策不及预期、行业竞争格局恶化等

目录

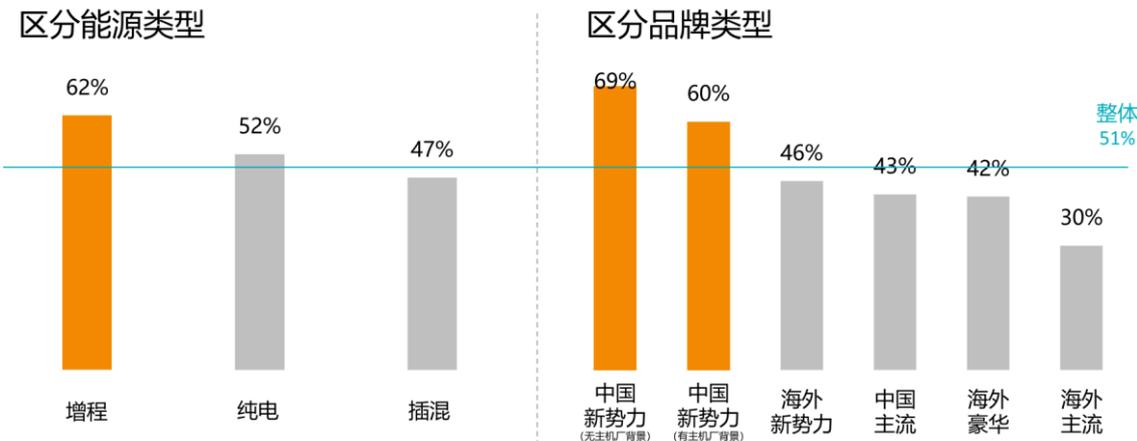
- 1、**特斯拉开启新能源汽车未来新的向上周期**
- 2、欧美等海外市场有望持续超预期
- 3、国内优质产业链有望开启全球业务向上三年周期
- 4、投资建议：重视核心成长、新成长、强周期三大方向
- 5、风险提示

1.1 未来三年是电动车智能化升级的关键阶段

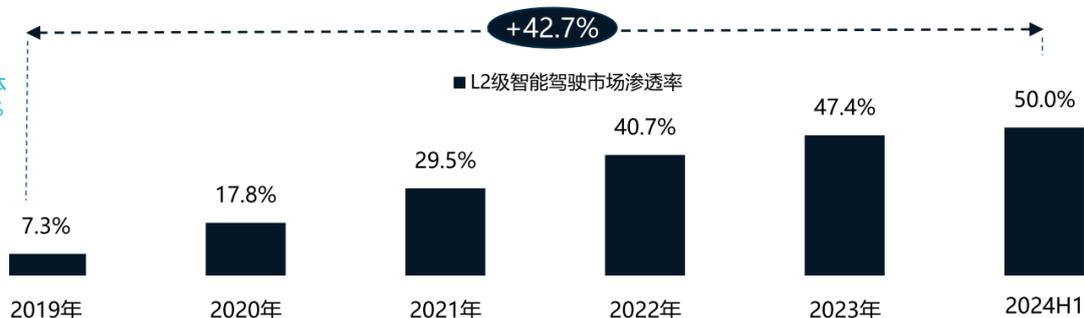
从本质上看，电动车未来持续发展的核心在于智能化。在汽车电动化之后，其产品已类似电子产品。类比手机，其目前竞争格局分层严重，最核心的原因就在于软硬一体带来的智能化体验。所以电动车的未来看智能化升级。

从产业周期看，未来三年是智能化升级的关键期。目前新能源汽车发展的上半场已经基本告一段落，如中国电动车渗透率已到50%；但其智能化渗透率还不高。在未来几年AI加速应用背景下，电动车有望迎来智能化升级的关键期。

图表：超过半数的用户重视智能化，新势力、电动车更高



图表：智能驾驶L2渗透率已超50%，未来关键在L3



资料来源：汽车之家、太平洋证券

资料来源：汽车之家、太平洋证券

1.2 特斯拉是电动车未来向上周期的核心驱动力

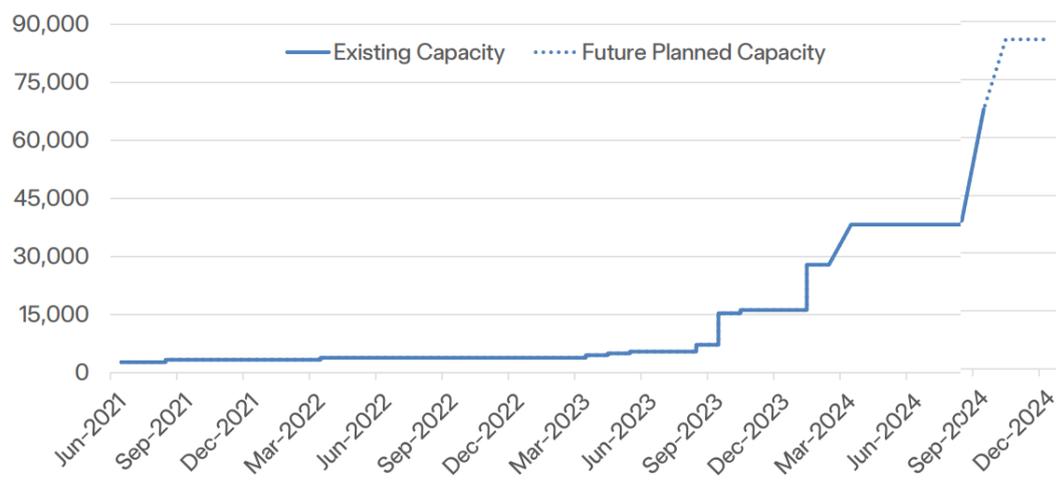
特斯拉的智能化是引领全球市场的。 特斯拉自成立以来，其产品就定位高端化、智能化；其老板马斯克具有很好的软件、互联网能力；可以说，特斯拉本身的底层基因就是智能化。其核心产品FSD已经持续引领市场进行迭代。**特斯拉的智能化车辆销售已经具备较好的规模效应。** 特斯拉年产能已超235万辆，未来随着平价车型、CyberCab等车辆的推出和放量，智能化学习的正反馈效应将更强。

图表：特斯拉年产能已超235万辆车（单位：辆）

Region	Model	Capacity	Status
California	Model S / Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	>550,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	>950,000	Production
Berlin	Model Y	>375,000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	>125,000	Production
Nevada	Tesla Semi	-	Pilot production
Various	Next Gen Platform	-	In development
TBD	Roadster	-	In development

资料来源：特斯拉公告、太平洋证券

图表：特斯拉智能化硬件基础持续加强（单位：H100等效GPU）



资料来源：特斯拉公告、太平洋证券

1.3 2025年特斯拉的FSD有望逐步在全球迎来大拐点

从2025年开始，FSD有望超过人类驾驶的安全水平。目前特斯拉车辆安全水平远超美国总体的平均车辆安全水平；根据特斯拉自身测算，2025年年Q2可以让FSD超过人类驾驶的安全水平。2025年现有车辆也是可实现新版本的FSD能力。

在AI加持下，FSD的迭代进入关键期。未来一段时间内，FSD V13版本有望很快会发布。与V12.5版本相比，预计V13的两次干预之间的里程数将提高5-6倍。同时，X.ai将助力特斯拉提升AI能力。

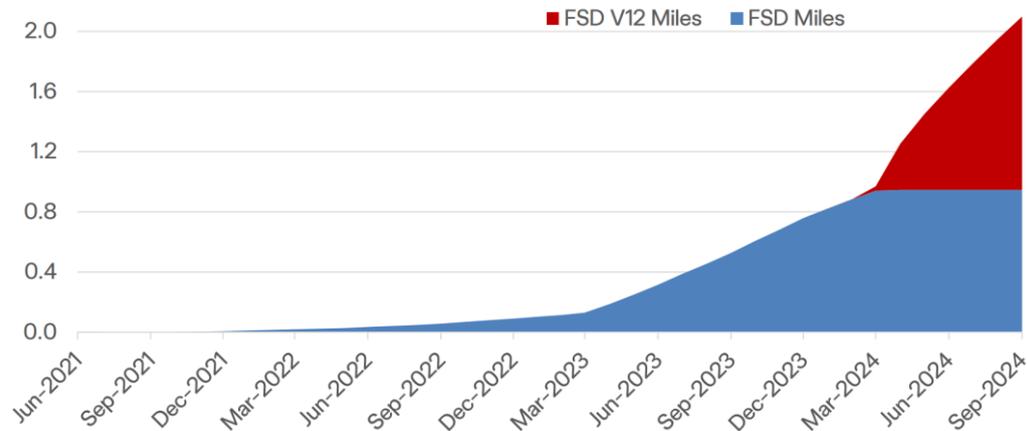
图表：特斯拉FSD升级已经到了关键阶段



资料来源：特斯拉公告、太平洋证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图表：FSD累计行驶里程已超20亿英里（单位：十亿）



资料来源：特斯拉公告、太平洋证券

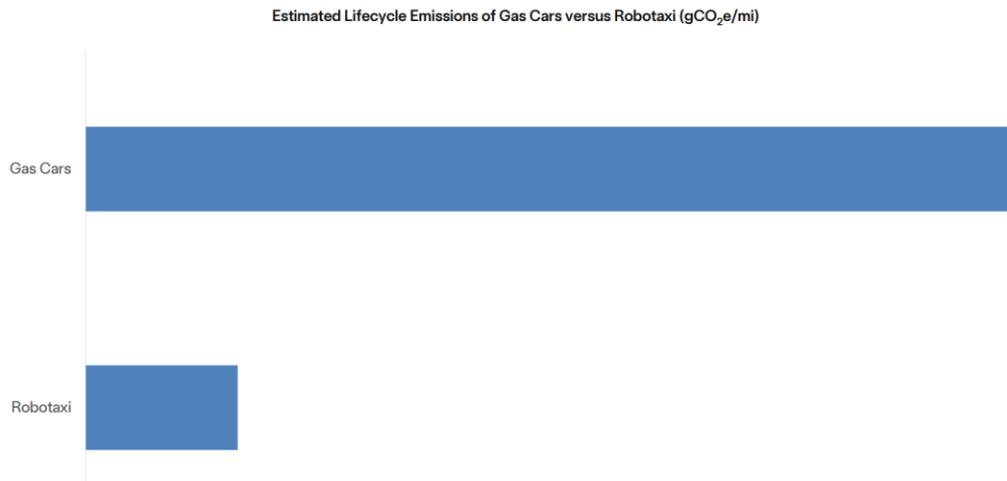
守正 出奇 宁静 致远

1.4 电动车的智能化还将产生很多价值倍增的延伸：机器人、Robotaxi等

人形机器人是电动车智能化的延伸。根据特斯拉最新进展，人形机器人后面可以实现22个自由度，是之前的两倍；特斯拉是全球唯一一家具备大规模部署这类技术的公司。

无人驾驶出租车有望提升车辆全生命周期价值。2025年特斯拉有望在德州和加州向公众提供Robotaxi服务。

图表：无人驾驶出租车有望大幅降低二氧化碳排放



资料来源：特斯拉公告、太平洋证券

图表：人形机器人的导入已经进入关键期

OPTIMUS - DANCING AT "WE, ROBOT"



资料来源：特斯拉公告、太平洋证券

1.5 在特斯拉引领下，国内外电动车进入智能化应用大拐点

国内，小鹏、小米、比亚迪等新旧电动车势力加速智能化应用。小鹏在2024年调整技术开发部，重点突出AI端到端、AI应用、AI能效。2024年小米汽车智能驾驶团队重整为“端到端算法与功能部”；比亚迪成立自研智能驾驶的天璇开发部。海外，宝马、奔驰等也加速了其智能化水平升级。梅赛德斯-奔驰2024科技创新日活动上，奔驰推出了全新的“纯视觉方案无图L2++全场景高阶智驾功能”。宝马iX3已提供L2+智能驾驶功能。

图表：小鹏汽车智驾能力持续升级

图表：小米汽车全场景智能驾驶有望加速应用

小鹏图灵AI智驾体系

以大模型为核心

云端、模型、芯片、硬件「新」全栈自研



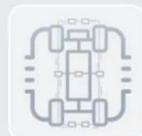
云端大模型



车端模型



图灵AI芯片



沧海底座

端到端大模型 全场景智能驾驶

11月16日 启动定向内测

12月底 开启先锋版推送



*端到端全场景智能驾驶是指行车、泊车功能均搭载端到端大模型技术，实现车位到车位的智能驾驶辅助。
全场景智能驾驶功能于小米SU7 Pro、小米SU7 Max、小米SU7 Ultra搭载。

资料来源：小鹏AI科技日、太平洋证券

资料来源：小米汽车、太平洋证券

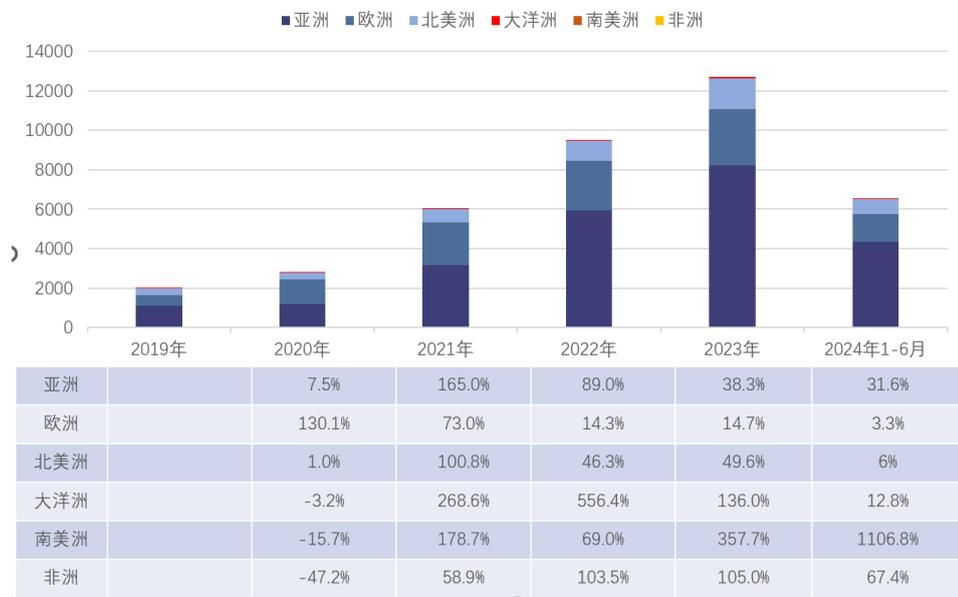
目录

- 1、特斯拉开启新能源汽车未来新的向上周期
- 2、欧美等海外市场有望持续超预期
- 3、国内优质产业链有望开启全球业务向上三年周期
- 4、投资建议：重视核心成长、新成长、强周期三大方向
- 5、风险提示

2.1 从全球市场看，欧美目前处于增速和预期的低谷

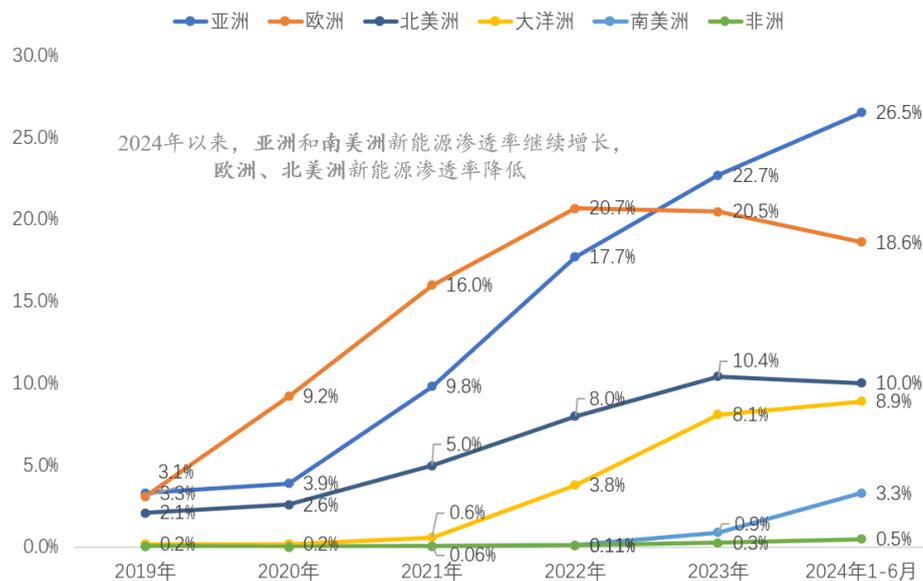
欧美等海外市场的电动车需求增速目前处于低谷，2025年有望出现积极变化。从需求增速看，欧洲、北美的电动车销量增速2024年已经降低到个位数；但整体的渗透率还比较低（在10%-20%之间）。未来随着特斯拉新车型等新品在供给端的推动、以及智能化的加持，2025年大概率出现趋势性向好。

图表：目前欧美处于电动车需求增速的低谷



资料来源：Global NEVS、太平洋证券；备注：上面单位为：千辆；下面为增速

图表：欧美等海外市场电动车渗透率未来还有很大提升空间



资料来源：Global NEVS、太平洋证券；备注：纵轴为渗透率

2.2 由于补贴退坡已过关键期+碳考核，欧洲电动车市场有望加速发展

2025年有望成为欧洲电动车市场的拐点之年。随着欧洲主要国家的补贴退坡关键阶段已过+2025年欧盟加大碳排放考核，行业发展增速有望加速。更重要的是，电动车的优质供给也在加速释放；中国优质锂电的当地配套供应链也在2025-2026年逐步完善、提升供给能力。

图表：欧洲汽车碳排放标准趋严，有望倒逼电动车销量增速加速

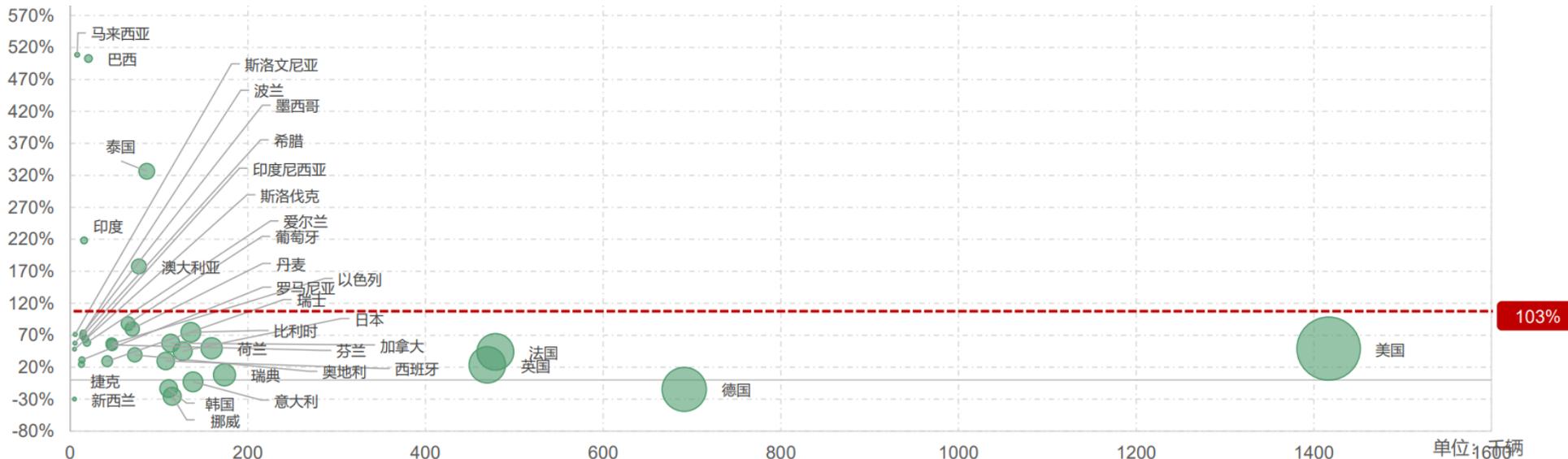
国家	测试标准	2015		2020		2025		2030	
		原始值	统一口径	原始值	统一口径	原始值	统一口径	原始值	统一口径
欧盟	碳排放	130g/km	130g/km	95g/km	95g/km (2021)	81g/km	81g/km	43g/km	43g/km
中国	燃油经济性	6.9L/100km	160g/km	5L/100km	117g/km	4L/100km	93g/km	-	-
日本	燃油经济性	168km/L	138g/km	20.3km/L	122g/km	-	-	25.4km/L	74g/km
美国	燃油经济性 /温室气体	36.3mpg	151g/km (2021)	56.2mpg	103g/km	62.9mpg	99g/km	-	-
韩国	燃油经济性 /温室气体	17km/L	140g/km	12km/L	97g/km	-	-	-	-

资料来源：Global NEVS、太平洋证券

2.3 美国市场在特斯拉引领下（新车型+其他车企发力）有望进入渗透率加速提升的阶段

美国是汽车大国，从产业周期看也即将进入电动车渗透率加速向上的阶段。从数据上看，美国这几个季度的电动车渗透率都在10%左右，未来具有较大的提升空间。从未来节奏看，特斯拉在2025年有望推出中低端车型、MODEL Y改款等新车型，其他汽车也逐步跟上，更重要的是AI应用的提速，智能电动车销量有望在美国加速发展。

图表：美国电动车市场的发展空间和增速还有很大潜力



注：Y轴：23年新能源车销量同比增速，X轴：2023年新能源车销量规模，泡泡大小为23年新能源车销量规模。图中中国和土耳其仅作参考。

资料来源：Global NEVS、太平洋证券

2.4 欧美之外的海外市场也有望超预期：东盟、拉美等市场增速已起来

智能化强化的电动车产品已经越来越强，未来在欧美之外的海外市场有望持续超预期。从数据上看，近一两年来东盟、拉美等新兴市场的新能源汽车增速已超200%。

图表：中欧美之外的新能源汽车市场未来增速可能更高

		全球	中国	美国	欧洲	东盟	拉美	
整体市场	规模 (2023, 万)	6906	2166	1241	1397	256	360	
	增长潜力	低速	低速	低速	低速	低速	低速	
	增速	23年	10.4%	5.6%	14.3%	16.0%	4.6%	5.3%
		24年 (1-4月)	3.5%	8.2%	4.9%	8.6%	-4.5%	7.5%
新能源市场	规模 (2023, 万)	1273	776	142	286	11.2	2.8	
	新能源市场增长潜力	中速	中高速	低速	低速	高速	高速	
	增速	23年	33.9%	37.1%	49.0%	14.7%	241.1%	233.6%
		24年 (1-4月)	22.5%	32.8%	4.2%	7.4%	50.3%	733.7%
	新能源市场渗透率 (2024年1-4月)	18.4%	38.6%	10.8%	18.0%	4.4%	2.4%	
竞争环境 (品牌CR10, CR5)	-	新能源市场相对集中, CR10=66.2% CR5=51.9%	新能源市场相对集中, CR10=80.2% CR5=63.1%	新能源市场相对集中, CR10=70.1% CR5=43.5%	新能源市场相对集中, CR10=86.1% CR5=72.0%	新能源市场相对集中, CR10=73.9% CR5=51.7%		

资料来源：Global NEVS、太平洋证券；备注：东盟国家包括泰国、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾越南、新加坡、缅甸7国；拉美国家包括巴西、智利、墨西哥、哥伦比亚、乌拉圭、阿根廷6国。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

2.5 欧美之外的海外市场也有望超预期：亚非拉未来可期

在欧盟2035年禁燃的推动下，亚非拉的市场空间已经逐步打开，未来高速增长具有持续性。印尼、巴西等国制定了明确的长期量的目标。沙特、阿联酋等中东国家在寻求中长期转型，未来电动车发展有望超预期。

图表：全球碳中和目标及新能源车目标预计着新能源汽车的发展还在上半场

国家/地区	碳中和目标	规划目标	新能源车目标
欧盟	2030年温室气体排放比1900年下降55%，2050年碳中和	2035年新车销售100%零排放车辆；2030年乘用车、厢式货车相比2021年减少55%、50%，2035年实现100%减排	2035年禁售燃油车
印度尼西亚	2030年碳达峰，2060年碳中和	2025年电动汽车产量达40万辆，2030年达到60万辆，2035年达到100万辆	2030年产量达到60万辆；2035年产量达到100万辆
马来西亚	2050年碳中和	2030年电动汽车将占汽车销量的15%，2025年提供9000座交流电与1000座直流电公共充电设施	2030年销量15%
泰国	2030年碳达峰，2065年碳中和	2030年电动汽车将占汽车产量的50%，充电桩2025年1万个，2030年8万个，到2035年从目前的传统汽车生产中心转变为东南亚电动车生产中心	2030年产量的50%
巴西	2025年碳达峰，实现碳中和的时间从原定的2060年提前到2050年	到2030年，将可持续生物能源在巴西能源结构中的占比提高到18%左右，扩大生物燃料的消费，增加乙醇的供应；力争到2030年可再生能源在能源结构中的占比达到45%，电气行业的效率提高10%	2030年新能源保有量100万
墨西哥	2050年碳中和	新销售汽车中电动汽车占比到2030年5%，到2040年提高到50%，2050年达到100%	2030年5%
南非	2030年碳达峰，2060年碳中和	2035年，南非将从主要生产内燃机汽车，过渡到在生产中电动汽车与内燃机汽车并驾齐驱；增加南非对汽车组装和电动汽车制造的投资水平（预估到2035年，投资将高达800亿美元）	-
沙特阿拉伯	2030年碳达峰，2060年碳中和	预计到2030年，首都利雅得的电动汽车数量占比至少达到30%	利雅得至少30%
阿联酋	2030年碳达峰，2060年碳中和	到2050年阿联酋50%的车辆为电动汽车，25%为插电式混合动力汽车(PHEV)，其余为内燃机(ICE)、压缩天然气(CNG)和氢气(H2)汽车	2030年至少30%的政府部门车辆和10%的道路车辆为电动汽车
哈萨克斯坦	2030年碳达峰，2060年碳中和	-	-

资料来源：Global NEVS、太平洋证券；备注：东盟国家包括泰国、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾越南、新加坡、缅甸7国；拉美国家包括巴西、智利、墨西哥、哥伦比亚、乌拉圭、阿根廷6国。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正出奇 宁静致远

目录

- 1、特斯拉开启新能源汽车未来新的向上周期
- 2、欧美等海外市场有望持续超预期
- 3、国内优质产业链有望开启全球业务向上三年周期
- 4、投资建议：重视核心成长、新成长、强周期三大方向
- 5、风险提示

3.1 下游：在特斯拉推动下，华为、小米等强势崛起

从下游看，优秀的产品供给激发更多增量需求。华为鸿蒙智行在过去几年持续升级，目前在高端智能电动车已经具有很好的品牌力。重视华为产业链投资机会。

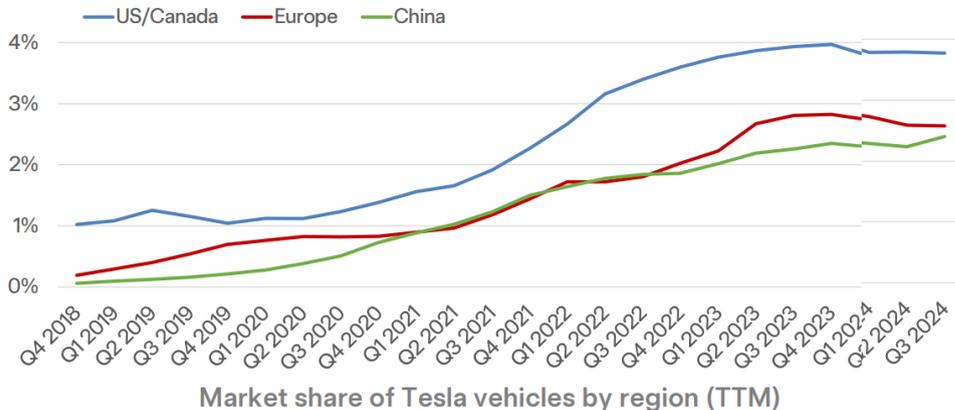
从产业链投资机会看，下游市场化需求带来的机会更为具有持续性。未来智能电动车的生态越来越与手机生态类似，重视特斯拉、华为、小米等优质产业链长期投资机会。

图表：华为鸿蒙智行智驾能力持续提升



资料来源：华为、太平洋证券

图表：特斯拉全球市占率有望继续提升



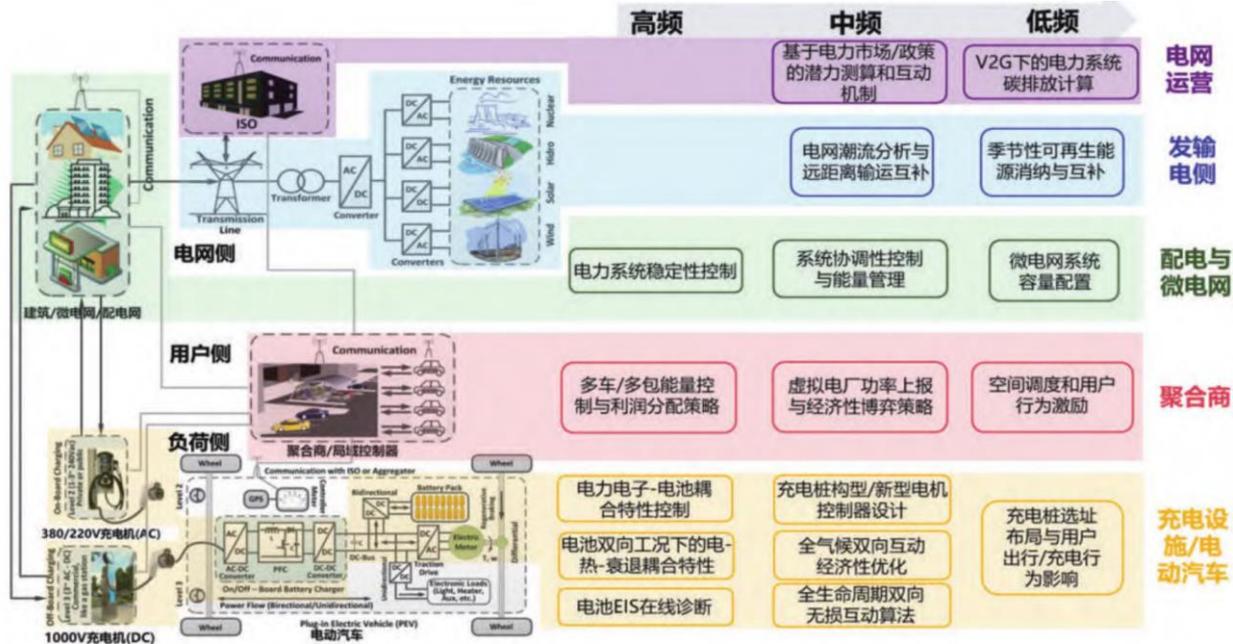
Source: Tesla estimates based on latest available data from ACEA; Autonews.com; CAAM – light-duty vehicles only; TTM = Trailing twelve months

资料来源：特斯拉、太平洋证券

3.2 下游：电动车将推动商业模式变革：电动-智能-低碳一体化

电动车的升级有望推动未来智能-低碳商业模式变革。未来智能电动车有望成为“人员-信息-能源”三位一体的多功能移动终端，既是信息终端，也是能源终端，同时也是人员物流的终端。新能源智能化电动汽车具有交通、娱乐和盈利的完整功能，并且将来绿色消费还可以获得碳汇收益。

图表：电动汽车有望与智慧能源形成良性体系



资料来源：《中国新能源汽车未来10年周期性和结构性趋势展》、太平洋证券

3.3 中游：电池、电机、电控等各方面全面升级，类固态升级的典型

智能化推动电池、电机、电控全面升级。从近期看，高性能、高安全的电池、电机、电控的需求越来越旺盛；如宁德时代的麒麟电池等产品，从季度数据看已有持续提升的趋势。

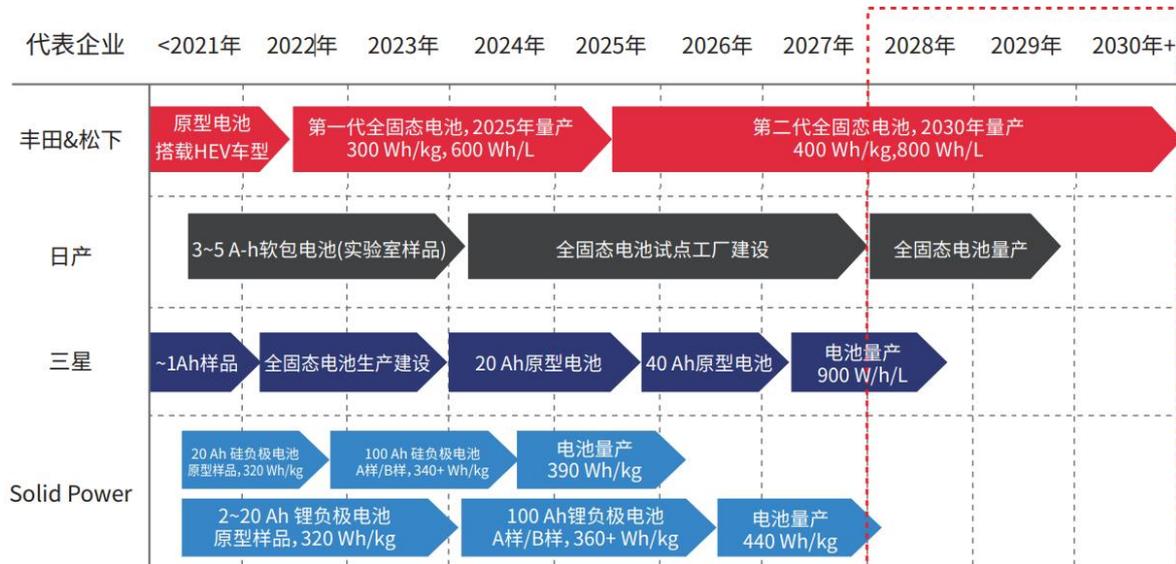
电池是动力核心，类固态升级是核心。由于全固态具有高性能、本质安全等理想性能，所以国内外车厂、电池厂大多把此作为终极目标在努力，未来2-3年类固态电池的应用有望加速、全固态的应用也有望完成从0到1的落地。

图表：固态电池在安全性、能量密度等方面优势突出

类型	液态电池	固态电池
电解质	有机溶剂+LiPF ₆ +添加剂	聚合物、氧化物、硫化物
隔膜	液态隔膜	无隔膜
热稳定性	上限100°C	上限800°C
能量密度	<300Wh/kg	>500Wh/kg
运行温度	-10~45°C	-30~100°C
充电次数	2000次	10000次
安全性	有机溶剂易燃、易氧化、具有腐蚀性，安全性差；损坏时易泄露	不易氧化分解、机械强度更高，安全性高

资料来源：《北京市固态电池产业发展研究》、太平洋证券

图表：海外企业全固态电池的发展也已进入大拐点

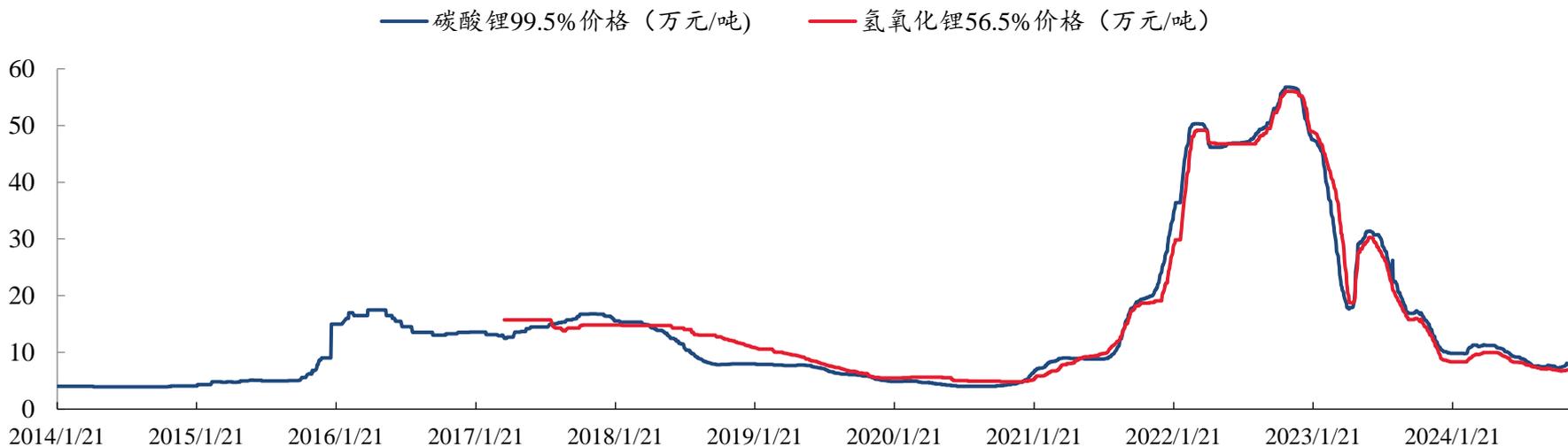


资料来源：《北京市固态电池产业发展研究》、太平洋证券

3.4 上游：新能源金属已处于大周期底部范围，大概率在2025年确认底部

从过去碳酸锂产业周期看，2025年将是产业价格确认底部的关键期。从过去碳酸锂的价格周期看，价格下跌周期一般为三年左右；这主要有几方面的原因：1) 碳酸锂如锂矿加工能力的产能释放周期在2-3年；2) 电动车产业本身具有5-6年的产业周期（2-3年上升，2-3年下降），而且下降周期一般还更快。

图表：从碳酸锂看，新能源汽车上游已处于大周期底部



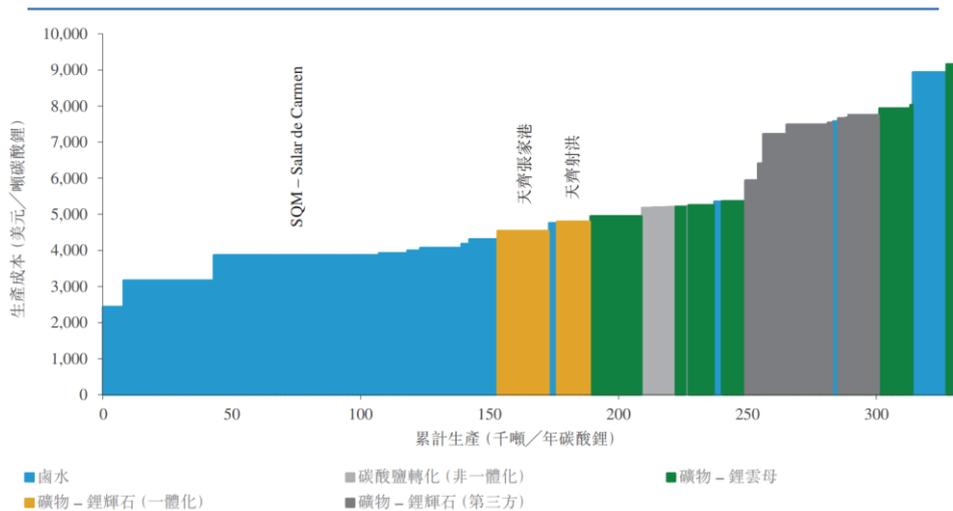
资料来源: wind、太平洋证券

3.5 上游：重视锂、钴等新能源金属机会

锂具有稀缺资源属性，各企业成本差异明显。从各资源属性看，成本排序为：锂云母-锂矿-盐湖；从各区域看，同样资源属性由于品位不一样，成本差异也很大，如非洲锂矿资源大部分比澳洲的成本高。

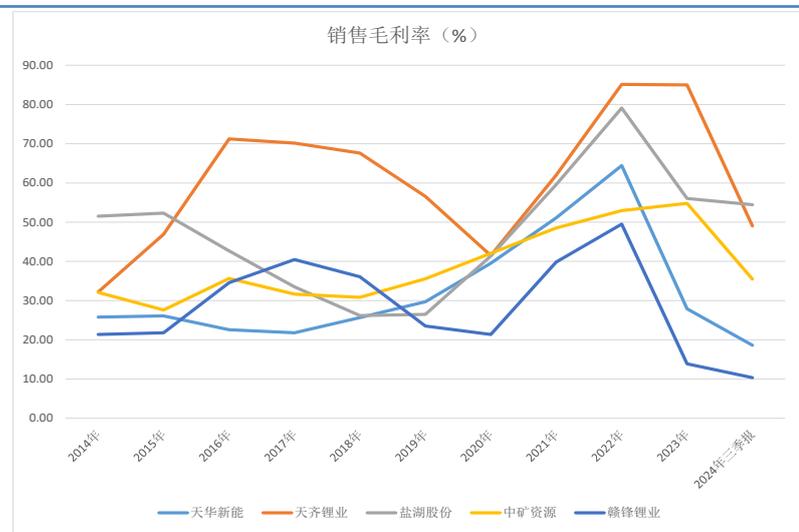
重视有优质资源的新能源金属企业的机会。从季度和年度的盈利情况看，锂资源企业的最差阶段有望逐步过去；从毛利率看，未来三年有望逐步上台阶。更重要的是，部分企业还具有较好成长性，如中矿资源、盐湖股份等。

图表：碳酸锂成本分层严重



资料来源：天齐锂业港股招股书、太平洋证券；备注：2020年情形

图表：从毛利率等指标看，目前龙头公司处于周期底部



资料来源：wind、太平洋证券

目录

- 1、特斯拉开启新能源汽车未来新的向上周期
- 2、欧美等海外市场有望持续超预期
- 3、国内优质产业链有望开启全球业务向上三年周期
- 4、投资建议：重视核心成长、新成长、强周期三大方向
- 5、风险提示

5 投资建议：重视核心成长、新成长、强周期三大方向

由于特斯拉等企业推动的智能化加速+行业供需重塑，新能源汽车产业链未来有望进入向上三年周期，2025是关键布局期。以下三个方向重点受益：

- 1) 核心成长：宁德时代、亿纬锂能、汇川技术等。
- 2) 受益新技术、新市场的新成长：璞泰来、科达利等。
- 3) 从底部将逐步反转的核心公司：华友钴业、中伟股份、尚太科技、天赐材料、新宙邦等。

图表：受益标的估值信息表

公司代码	公司简称	收盘价（元）		EPS		PE		
		2024/11/28	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300750.SZ	宁德时代	254.70	11.66	14.18	16.79	21.85	17.96	15.17
300014.SZ	亿纬锂能	47.98	2.20	2.81	3.48	21.85	17.08	13.78
300124.SZ	汇川技术	58.30	1.88	2.25	2.68	31.01	25.87	21.78
603659.SH	璞泰来	19.97	0.82	1.05	1.28	24.30	18.95	15.64
002850.SZ	科达利	104.14	5.20	6.23	7.38	20.02	16.71	14.10
603799.SH	华友钴业	31.71	2.26	2.59	2.92	14.05	12.24	10.88
300919.SZ	中伟股份	39.58	2.10	2.59	3.04	18.87	15.26	13.02
001301.SZ	尚太科技	74.31	2.96	3.65	4.52	25.14	20.33	16.44
002709.SZ	天赐材料	24.35	0.30	0.72	1.10	80.63	33.67	22.22
300037.SZ	新宙邦	41.25	1.45	1.99	2.60	28.51	20.70	15.88

资料来源：Wind、太平洋证券；注：收盘价日期为2024年11月28日，公司数据来自Wind一致预期

目录

- 1、特斯拉开启新能源汽车未来新的向上周期
- 2、欧美等海外市场有望持续超预期
- 3、国内优质产业链有望开启全球业务向上三年周期
- 4、投资建议：重视核心成长、新成长、强周期三大方向
- 5、风险提示

风险提示

- 智能化等新技术变化不及预期
- 政策不及预期
- 行业竞争格局恶化

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街9号华远企业号D座二单元七层

上海市浦东南路500号国开行大厦10楼D座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心19层1904号

广州市大道中圣丰广场988号102室



投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。