

新车迭代加速，高阶智驾下沉，车企经营分化

--特斯拉及新势力车企2024年报总结专题

电新首席证券分析师：曾朵红

执业证书编号：S0600516080001

联系邮箱：zengdh@dwzq.com.cn

电动车首席证券分析师：阮巧燕

执业证书编号：S0600517120002

联系邮箱：ruanqy@dwzq.com.cn

联系电话：021-60199793

2025年4月1日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- ◆ **销量：2024年特斯拉销量平稳，新势力普遍高增，其中小鹏、零跑、小米增长势头猛。** 特斯拉24年销量179万辆，同比略降2%，25年推MY焕新版本和低价车型，目标销量20%~30%增长。**小鹏**自24H2 Mona品牌发力，销量亮眼，Q4销量9.2万辆，同环比52%/97%，25Q1销量环比持平，每季度推新车型，并规划增程车型，全年销量目标翻番至38万辆。**零跑**24年实现29.4万辆，同比增104%，25年将推3款10-15万价格带的B系列，目标50万辆，同比70%增长。**小米**24年实现13.7万辆，25年中将上市首款SUV，全年销量目标35万辆。**理想**24年销量50万辆，增长33%，增长有所放缓，25H2分布新车型纯电I8和I6，目标销量为70万辆，同比增长40%，其中Q1预计交付 8.8 - 9.3 万辆，同增10% ~16%。**极氪集团**25年将发布5款新车型，目标销量71万辆，同比增220%。**蔚来**乐道销量低于预期，总体增长放缓，25Q1销量4.1万-4.3万辆，同比增36%-43%，基于对三大品牌9款车型的信心，维持全年翻番增长至44万辆的目标。
- ◆ **竞争加剧车企均价均承压，但小鹏、零跑、小米、极氪等受益于规模化，盈利改善明显。** 24年竞争加剧降价+经济型车型放量，车企均价均有5-15%不同程度下降。但小鹏、零跑、小米受益于规模化，Q4盈利明显改善，毛利率均为两位数，其中小鹏Q4总体业务毛利率14.4%，单车亏损1.45万元，减亏明显；零跑Q4毛利率13%，首季度实现盈利；小米Q4毛利率20%；极氪Q4单车亏损1.3万元。而特斯拉、理想24年单车利润下降，蔚来一定程度上减亏成功，但亏损仍然较大。
- ◆ **智能化和全球化是车企2025年两大战略。** 智驾方面，特斯拉FSD目标2025年进入欧洲和中国。新势力24年主要聚焦端对端、无图城市NOA的竞争，而25年更注重智驾平权、智驾下沉，小鹏MOAN03max版本将高阶智驾下沉至15万价格带，可使用城市NOA；零跑B10搭载激光雷达，4月可使用高速NOA，年底目标为使用城市NOA，价格下沉至10-12万。全球化方面，一方面加快海外销售网络建设和品牌宣传，其中小鹏目标25年海外销量翻番至4万辆，极氪集团目标出口销量占比10%；另一方面，新势力将加快智能化海外布局，包括数据收集、测试等。
- ◆ **投资建议：**电动车型快速+高阶智驾下沉，电动化率持续提升，我们预计25年中国电动车销量增长25%，达到1600万辆，叠加全球储能需求35-40%增长，整体锂电需求近30%增长，26年有望维持20%左右。且各环节盈利开始逐步改善，龙头估值仅15-18x，首推格局和盈利稳定龙头电池（宁德时代、比亚迪、亿纬锂能）、结构件（科达利）；并看好具备盈利弹性的材料龙头，首推（湖南裕能、尚太科技、天赐材料、天奈科技），其次看好（璞泰来、新宙邦、容百科技、华友钴业、中伟股份、恩捷股份、星源材质、德方纳米等），关注（富临精工、中科曙光、龙蟠科技）等；同时碳酸锂价格已见底，看好具备优质资源龙头，推荐（中矿资源、永兴材料、赣锋锂业、雅化集团）等。
- ◆ **风险提示：**价格竞争超市场预期；原材料价格不稳定，影响利润空间；投资增速下降。

- 总结：车型快速迭代，高阶智驾下沉，电动化率持续提升
- 特斯拉：FSD和低价车型有望推动销量回升
- 理想：销量放缓，25H2纯电新车型贡献增量
- 小鹏：新车周期+管理改进，增长势头强劲
- 零跑：24首次转亏为盈，全球化持续推进
- 小米：单一爆款车型盈利亮眼，产品矩阵逐步丰富
- 极氪：24全年减亏，合并领克25年规模效应可期
- 蔚来：24年亏损扩大，加速新品牌营销
- 投资建议与风险提示

总结：车型快速迭代，高阶智驾下沉，电动化率持续提升

总结：车企经营分化，新车周期+放量对盈利改善明显

- ◆ 从全年来看，小鹏、极氪、小米、零跑利润逐季改善，增长态势强劲；特斯拉、理想增长态势放缓，但优势依然明显；蔚来亏损扩大。小鹏、极氪、零跑24全年归母净利润同比分别增长44%、23%和33%，均为六家车企前列；小米24年Q4归母净利润环比增长53%。而特斯拉、理想24全年的归母净利润同比分别下降23%、31%，但依然是六家车企中唯二实现全年盈利为正的企业。蔚来全年归母净利润亏损-227亿元，亏损扩大7%。

图：分车企24Q4及全年总体经营情况（亿元）,特斯拉（亿美元）

	特斯拉	蔚来	理想	小鹏	极氪	零跑	小米
Q4总收入	257	197	443	161	228	135	167
同环比	2%/2%	15%/6%	6%/3%	23%/59%	39%/24%	155%/36%	-/72%
Q4归母净利润	26	-71	35	-13	-10	1	-7
同环比	3%/2%	-28%/-39%	-28%/35%	1%/26%	67%/19%	109%/88%	-/53%
Q4毛利率	16%	12%	20%	14%	19%	13%	20%
同环比	-1pct/-4pct	4pct/1pct	-3pct/-1pct	8pct/-1pct	5pct/3pct	7pct/5pct	-/3pct
全年总收入	977	657	1445	409	759	322	328
同比	1%	18%	17%	33%	47%	92%	-
全年归母净利润	84	-227	80	-58	-64	-28	-62
同比	-23%	-7%	-31%	44%	23%	33%	-
全年毛利率	19%	10%	21%	14%	16%	8%	19%
同比	1pct	4pct	-2pct	13pct	3pct	8pct	-

总结：单车价格趋势向下，盈利水平分化

- ◆ **竞争加剧车企均价均承压，但小鹏、零跑、小米、极氪等受益于规模化，盈利改善明显。**24年竞争加剧降价+经济车型放量，车企均价均有5-15%不同程度下降。但小鹏、零跑、小米受益于规模化，Q4盈利明显改善，毛利率均为两位数，其中小鹏Q4汽车业务单车毛利率10%，单车归母净利润亏损1.45万元，减亏明显；零跑Q4毛利率13%，首季度实现盈利；小米Q4毛利率20%；极氪Q4单车亏损1.3万。而特斯拉、理想24年单车利润下降，蔚来一定程度上减亏成功，但亏损仍然较大。
- ◆ **费用端，各车企单车费用均有明显下降。**其中，新势力车企单车研发与销售管理费用同样均有明显下降；而特斯拉单车研发费用同比增长15%，销售管理费用同比增长8%，加大了相关运营费用的投入。

图：分车企单车指标对比（万元/辆，特斯拉：万美元/辆）

	特斯拉	蔚来	理想	小鹏	极氪	零跑	小米
Q4单车收入 / 环比	4 / -5%	24 / -11%	26.8 / -1%	16 / -15%	24.4 / -7%	10.9 / -7%	24.0 / -2%
Q4单车成本 / 环比	3.5 / -1%	21 / -11%	21.6 / 1%	14.4 / -17%	20.1 / -9%	9.5 / -12%	19.1 / -6%
Q4单车毛利 / 环比	0.51 / -26%	3.1 / -11%	5.3 / -7%	1.6 / -1%	4.2 / 3%	1.5 / 53%	4.9 / 17%
Q4单车研发费用 / 环比	0.27 / -9%	5 / -7%	1.5 / -10%	2.3 / -26%	4 / 13%	0.7 / -22%	10.6 / -30%
Q4单车销售管理费用 / 环比	0.28 / 6%	6.71 / 1%	1.9 / -12%	2 / -35%	3.6 / -14%	0.9 / -20%	13.2 / -32%
Q4单车归母净利润 / 环比	0.52 / -4%	-10 / 18%	2.2 / 21%	-1.45 / 63%	-1.3 / 44%	0.07 / 108%	-1.0 / 73%
全年单车收入 / 同比	4.3 / -7%	26 / -15%	27.7 / -14%	18.9 / -5%	24.9 / -13%	11 / -6%	23.9 / -
全年单车成本 / 同比	3.5 / -5%	32 / -17%	22.2 / -12%	17.3 / -14%	21 / -14%	10 / -13%	20.0 / -
全年单车毛利 / 同比	0.8 / 4%	3.2 / 10%	5.5 / -20%	1.6 / 594%	3.9 / -9%	0.9 / 790%	4.4 / -
全年单车研发费用 / 同比	0.26 / 15%	5.72 / -32%	2.1 / -23%	3.2 / -25%	4.4 / -38%	1 / -26%	13.82 / -
全年单车销售管理费用 / 同比	0.3 / 8%	7.09 / -12%	2.3 / -7%	3 / -12%	4.3 / -26%	0.7 / -42%	17.54 / -
全年单车归母净利润 / 同比	0.47 / -22%	-10 / 23%	1.6 / -48%	-3 / 58%	-2.9 / 59%	-0.96 / 67%	-4.53 / -

- ◆ **2024年特斯拉销量平稳，新势力普遍高增，其中小鹏、零跑、小米增长势头猛。**特斯拉24年销量179万辆，同比略降2%，25年推MY焕新版本和低价车型，目标销量20%~30%增长。**小鹏**自24H2 Mona品牌发力，销量亮眼，Q4销量9.2万辆，同环比52%/97%，25Q1销量环比持平，每季度推新车型，并规划增程车型，全年销量目标翻番至38万辆。**零跑**24年实现29.4万辆，同比增104%，25年将推3款10-15万价格带的B系列，目标50万辆，同比70%增长。**小米**24年实现13.7万辆，25年中将上市首款SUV，全年销量目标35万辆。**理想**24年销量50万辆，增长33%，增长有所放缓，25H2发布新车型纯电I8和I6，目标销量为70万辆，同比增长40%，其中Q1预计交付 8.8 - 9.3 万辆，同增 10% ~16%。**极氪集团**25年将发布5款新车型，目标销量71万辆，同比增220%。**蔚来**乐道销量低于预期，总体增长放缓，25Q1销量4.1万-4.3万辆，同比增36%-43%，基于对三大品牌9款车型的信心，维持全年翻番增长至44万辆的目标。

图：分车企销量及25年目标（万辆）

	24Q4销量	同比	环比	24年销量	同比	25年销量目标	25年同比
特斯拉	49.6	2%	7%	178.9	-2%	216-234	20%-30%
蔚来	7.3	45%	18%	22.2	39%	44	100%
理想	15.9	20%	4%	50.1	33%	70	40%
小鹏	9.2	52%	97%	19	34%	38	100%
极氪	7.9	100%	44%	22.2	87%	71	220%
零跑	12.3	123%	47%	29.4	104%	50	70%
小米	7.0	-	75%	13.7	-	35	155%

- ◆ 竞争加剧，各大车企车型迭代加速，新车持续发布，且产品线布局丰富（包括价格带和动力系统类型）：
- 特斯拉：25H1推出低价车型，搭配FSD。25年2月开始在所有工厂生产新款MY
 - 蔚来：蔚来ET5、ES6和EC6将在Q2推出2025款车型；乐道L90将于Q2推出，第三款产品将在Q4推出；萤火虫品牌将于4月份推出并交付
 - 理想：理想I8将于7月发布，I6下半年发布。今年将陆续推出L系列和Mega的自驾焕新版。
 - 小鹏：MONA M03 Max车型即将上市，2025年在每个季度都有重磅的新车型和改款，媒体报道其在研增程车型。
 - 极氪：极氪在4月10号左右，会发布第二款的猎装车007的GT，三季度和四季度各有一款豪华的大型的SUV。领克有一款SUV-领克的900将会推出，下半年还有一款使用混合动力EMP的中大型轿车
 - 零跑：新增B系列三款车型，将在25年4月底、5月底、6月底分别发布
 - 小米：将推出代号为 MX11 的首款 SUV；小米 SU715周年纪念版、小米 YU7、小米SU7 Ultra

图：新车型梳理

	新车型梳理
特斯拉	25H1低价车型，25年2月开始生产新款MY
蔚来	ET5、ES6和EC6的2025款车型；乐道L90与第三款产品；萤火虫品牌新车
理想	I8，I6；将陆续推出L系列和Mega的自驾焕新版
小鹏	MONA M03 Max；25年每个季度都会有新车型
极氪	极氪：猎装车007的GT，两款豪华的大型的SUV；领克：一款SUV-领克的900，一款SUV-领克的900
零跑	B系列三款车型
小米	MX11，首款 SUV；小米 SU7 15 周年纪念版、小米 YU7、小米SU7 Ultra

- ◆ **智能化下沉是车企2025年的重要战略。** 特斯拉FSD目标2025年进入欧洲和中国。新势力24年主要聚焦端对端、无图城市NOA的竞争，而25年更注重智驾平权、智驾下沉，小鹏MOAN03max版本将高阶智驾下沉至15万价格带，可使用城市NOA；零跑B10搭载激光雷达，4月可使用高速NOA，年底目标城市NOA，价格下沉至10-12万。

图：分车企智能化布局规划

	智能化布局规划
特斯拉	6月将在奥斯汀推出无人监督的全自动驾驶付费服务，年底前计划在多个美国城市推广；6月内部车队将在奥斯汀部署 robotaxi
蔚来	推出领先的自动紧急转向功能，全面应用端到端技术，每周保持 40% 的优化增速；向基于世界模型的下一代架构过渡取得突破，将于 4 月初开启MBM早期试用；AI 功能NOMI 整合自研及第三方大模型优化用户体验
理想	首创端到端加VRM双系统解决方案，已启动基于视觉语言行动（VLA）架构的下一代模型研发，计划与理想 I8 一同发布
小鹏	26年将规模化量产支持L4低速场景的无人驾驶车型，并且今年开始量产自研的图灵芯片；当前加速人形机器人L3智能化落地，计划26年量产面向工业场景的L3级别人形机器人
极氪	三、四季度推出的SUV将会搭载超级电混的技术，也能够实现超快充900伏，具备L3量产条件；智驾方面3月18号发布，端到端、车位到车位的整个能力，在本月已经实现了万人公测；智舱方面自研了大模型极氪AIOS
零跑	计划在25年的三、四季度对城市自动驾驶功能进行升级，B10车型已完成相关准备工作，能够实现点对点的城市道路自动驾驶；B10车型采用新的计价方案，集成了高通8295和8650两款芯片
小米	小米 HAD 端到端全场景智驾，不断提升智能驾驶在各种场景下的表现和安全性

各车企加速在全球的商业布局，积极开发海外市场。全球化方面，一方面加快海外销售网络建设和品牌宣传，其中小鹏目标25年海外销量翻番至4万辆，极氪集团目标出口销量占比10%；另一方面，新势力将加快智能化海外布局，包括数据收集、测试等。同时，零跑和stellantis，小鹏和大众等均加速在欧洲布局。

图：分车企全球化布局规划

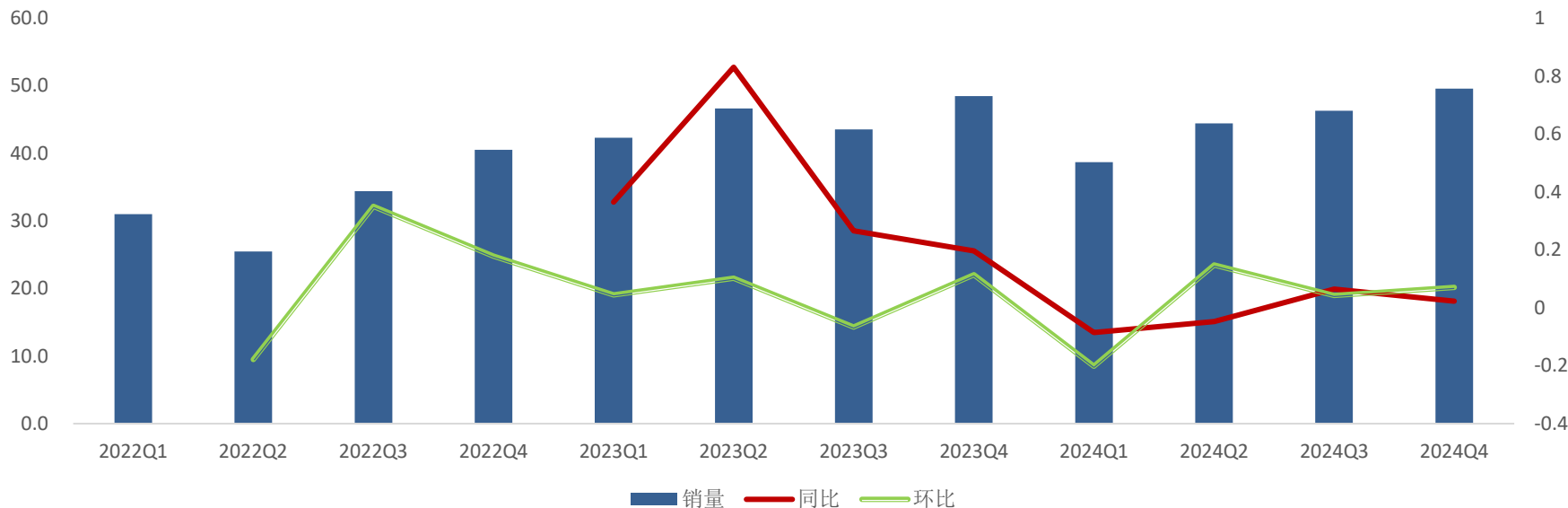
	全球化布局规划
特斯拉	有望在北美各地推出无人监督的全自动驾驶付费服务；争取25年在欧洲和中国推出FSD（有监管）功能
蔚来	随着全球销售渠道的拓展以及萤火虫品牌交付的开始，公司正在加速全球扩张
理想	25年1月德国研发中心开业，为首个海外研发中心。已在哈萨克斯坦、迪拜、乌兹别克斯坦建立直营服务中心，今年将加大海外拓展，在拉美、中东、欧洲增加投入，开展授权经销商工作。25年成立独立海外市场拓展部门
小鹏	25年计划实现海外业务销量的翻倍增长，并且在全球建立超过 300 个销售以及服务网点；将在海外建立全新的研发中心，会将图灵 A 智驾带到海外进行研发以及测试，如果当地法规允许，可在 2026 年及以后推广智驾；预计25年销售的国家与门店数量翻倍；2034年，计划一半销量来自全球
极氪	25年计划海外市场占10%的销量；将会在欧洲以外的新兴市场成立统一的销售公司，用一个团队来开拓两个品牌的国际市场；领克008的EMP，极氪的7X会快速推向海外市场。
零跑	24年3月成立海外子公司，同年6-7月已建立超过300家经销商，9月完成欧盟及其他海外市场的认证工作并正式启动销售；2024年内实现了3700台产品的出口，预计未来每月销量可维持在2000台以上
小米	AIoT海外潜力巨大，小米网和小米之家并行的新零售模式非常重要，前者已经在很多国家开了，有很强粉丝基础；波兰在中欧洲的光宝经营得也很好，今年会继续加大力度

特斯拉：FSD和低价车型有望推动销量回升

24Q4交付49.6万辆，同环比+2%/+7%；销量增长态势放缓，但仍然保持稳健增长。

24年全年销量178.9万辆，同比-1%。24年整体销量较23年有所下滑，但24年年内，销量保持逐季增长，增长态势稳健。25年公司目标交付216~234万辆，同比增长20%~30%。

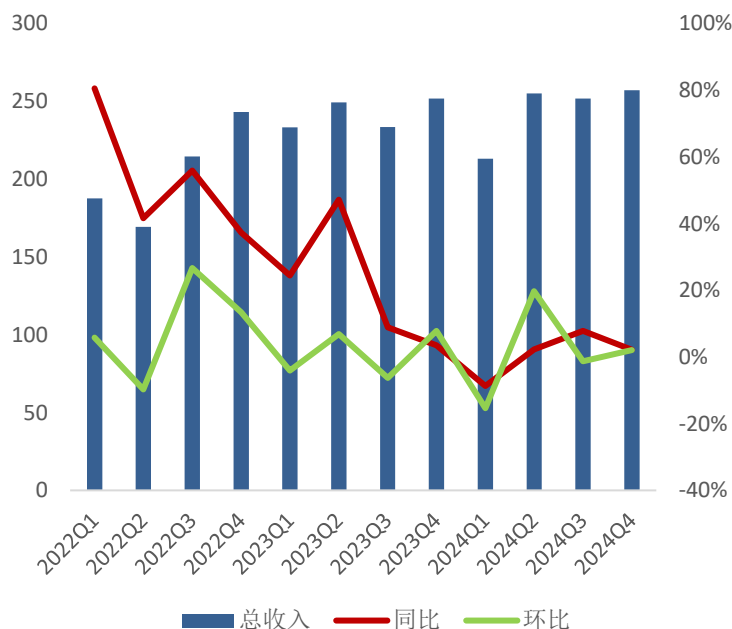
图：特斯拉季度销量（万辆）及同环比（右轴）



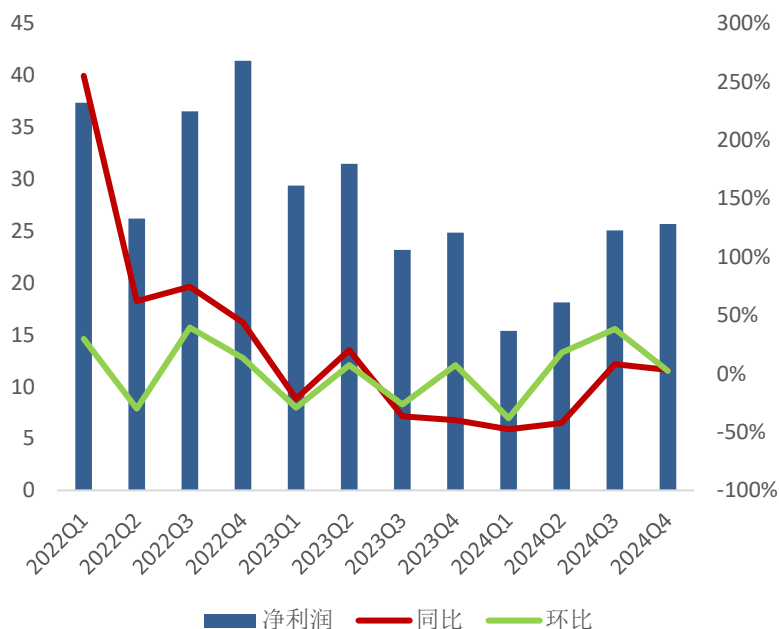
特斯拉：24营收同比+1%，净利润逐季增加

- ◆ **24年全年营收977亿美元**，同比增1%，毛利率17.9%，同比-0.3pct，非GAAP净利84亿美元，同比-23%，净利率9%；其中Q4营收257亿美元，同比+2%，环比+2%，毛利率16.3%，同比-1.4pct，环比-3.6pct，非GAAP净利润25.7亿美元，同比增3%，环比增2%，非GAAP净利率10%，环比持平，毛利率受年末单车售价下降及人工智能及其他研发项目推动的运营费用增加影响。

图：特斯拉季度营收（亿万美元）及同环比（右轴）



图：特斯拉季度净利润（亿美元）及同环比（右轴）



特斯拉：24年单车收入持续下降，单车成本环比改善明显

- ◆ **24年单车售价逐季下降。**24Q4单车售价（除去租赁和积分收入影响）4.00万美元/辆，同环比-8.1%/-4.7%；24全年单车售价（除去租赁和积分收入影响）4.19万美元/辆，同比-7.3%。
- ◆ **24年单车成本及运营费用无明显下降趋势，单车毛利下降明显。**24Q4单车成本3.50万美元/辆，同环比-3.6%/-0.3%；单车研发及销售管理费用分别为0.27、0.28万美元/辆。扣除积分影响，单车毛利为0.51万美元/辆，同环比-29.5%/-25.9%。24Q4单车净利0.52万美元/辆，同比微增，环比减4%。

图：特斯拉单车成本（万美元，除去租赁和积分影响）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
单车收入（万美元/辆）	4.71	4.60	4.45	4.35	4.35	4.27	4.20	4.00
环比	-9.3%	-2.4%	-3.2%	-2.2%	-0.1%	-1.8%	-1.7%	-4.7%
单车成本（万美元/辆）	3.85	3.79	3.75	3.63	3.67	3.68	3.51	3.50
环比	-2.8%	-1.4%	-1.1%	-3.2%	1.2%	0.2%	-4.6%	-0.3%
单车毛利（万美元/辆）	0.86	0.81	0.70	0.72	0.68	0.59	0.69	0.51
单车研发费用（万美元/辆）	0.27	0.27	0.30	0.27	0.36	0.29	0.26	0.27
单车销售管理费用（万美元/辆）	0.26	0.26	0.30	0.26	0.33	0.29	0.30	0.28
单车净利（万美元/辆）	0.69	0.68	0.53	0.51	0.40	0.41	0.54	0.52

- ◆ **下一代廉价车型25H1推出，25年销量有望实现20-30%增长。**产能方面，弗里蒙特工厂年产能65万辆，上海工厂年产能超95万辆；德州、柏林工厂产能分别超37.5/37.5万辆，其中德州Cybertruck产能超12.5万辆。公司预计明年上半年推出下一代廉价车型，新车售价预计低于3万美金，Semi预计明年年底前量产，Cybercab将2026年量产，目标年产200万辆，公司预计明年销量仍有望实现20-30%增长。

图：特斯拉Cybercab



图：特斯拉产能分布（辆）

Region	Model	Capacity	Status
California	Models/Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	>550,000	Production
Shanghai	Model3/Model y	>950,000	Production
Berlin	Model y	>375,000	Production
Texas	Model Y	>250,000	Production
	Cybertruck	>125,000	Production
	Cybercab	-	In development
Nevada	Tesla Semi	-	Pilot production
TBD	Roadster	-	In development

智能化布局规划

◆ 自动驾驶（FSD）：

（1）版本升级：Cortex训练集群推动发展。后续增量更新及V14版本将进一步提升，包括大幅扩大模型规模、增加上下文长度、更好地整合音频信息、扩充数据集等。

（2）市场推广：6月将在奥斯汀推出无人监督的全自动驾驶付费服务，年底前计划在多个美国城市推广，明年有望在美国及北美各地推出，明年底不考虑监管要求，在技术层面可以在全球大部分国家推出。

（3）合作意向：公司需要待无监督公司Q4完成Cortex的部署，约5万个 H100 芯片组成的训练集群，助力实现了FSD V13版本，预计25年6月在德州奥斯汀推出无人监督版的FSD，加州也会在全自动驾驶在美国全面可用后，考虑大规模授权合作。

◆ **robotaxi进度**：今年6月，内部车队将在奥斯汀部署robotaxi，预计今年年底前，特斯拉的内部车队将在几个城市进行robotaxi运营。明年人们就可以选择是否将自己的车加入特斯拉的车队。

全球化布局规划

◆ 25年的年底前，有望在北美各地推出无人监督的全自动驾驶付费服务；

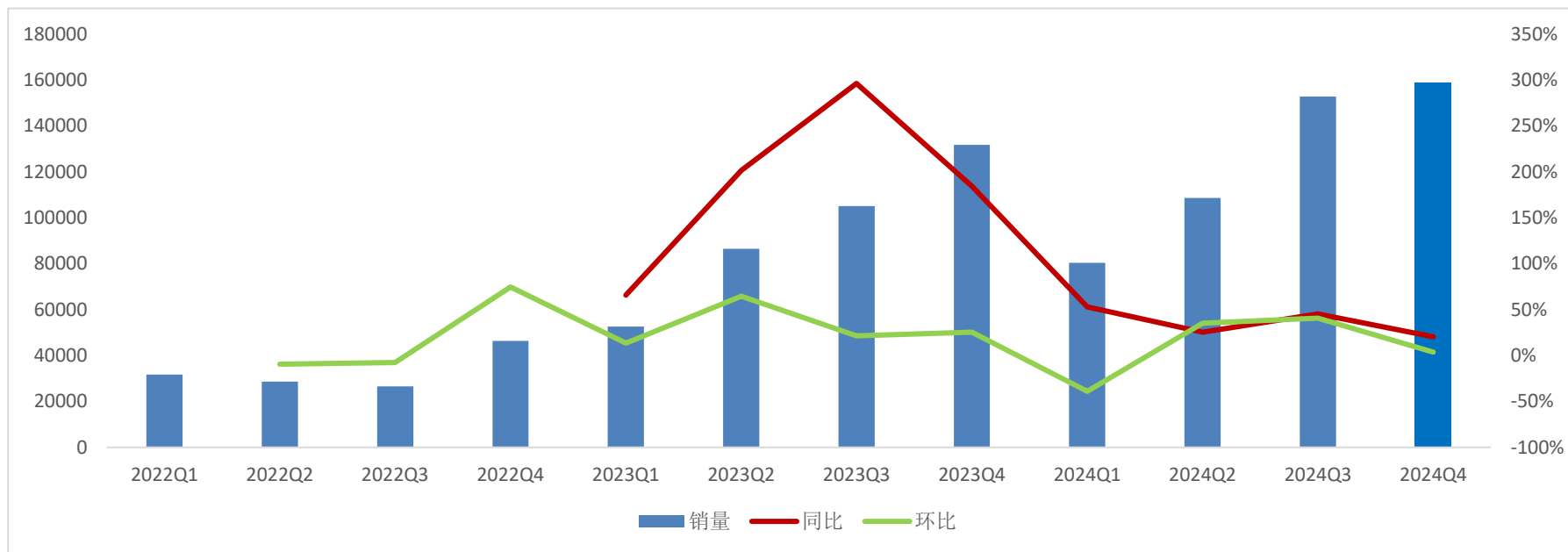
◆ 争取25年在欧洲和中国推出FSD（有监管）功能。

理想：销量放缓，25H2纯电新车型贡献增量

理想：24Q4销量同环比+20%/+4%，25年销量目标同增40%

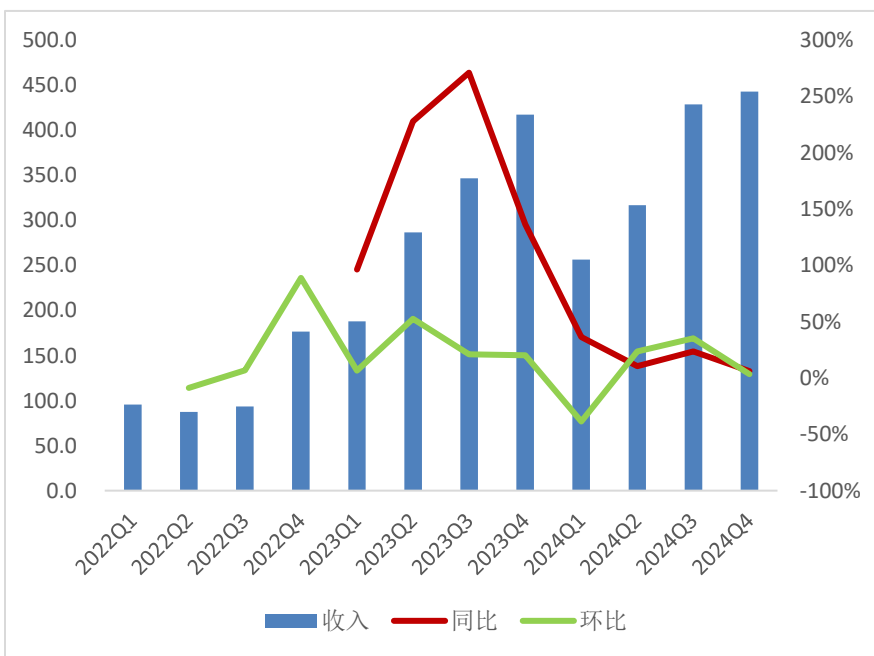
- ◆ 24Q4交付15.9万辆，同环比+20%/+4%；销量持续增长，增长态势稳健。
- ◆ 24年销量50.1万辆，同增33%。各季度较23年销量有明显增加，继续保持稳健的增长态势。25年公司目标交付70万辆，同比维持约40%增长。

图：理想季度销量（辆）及同环比（右轴）

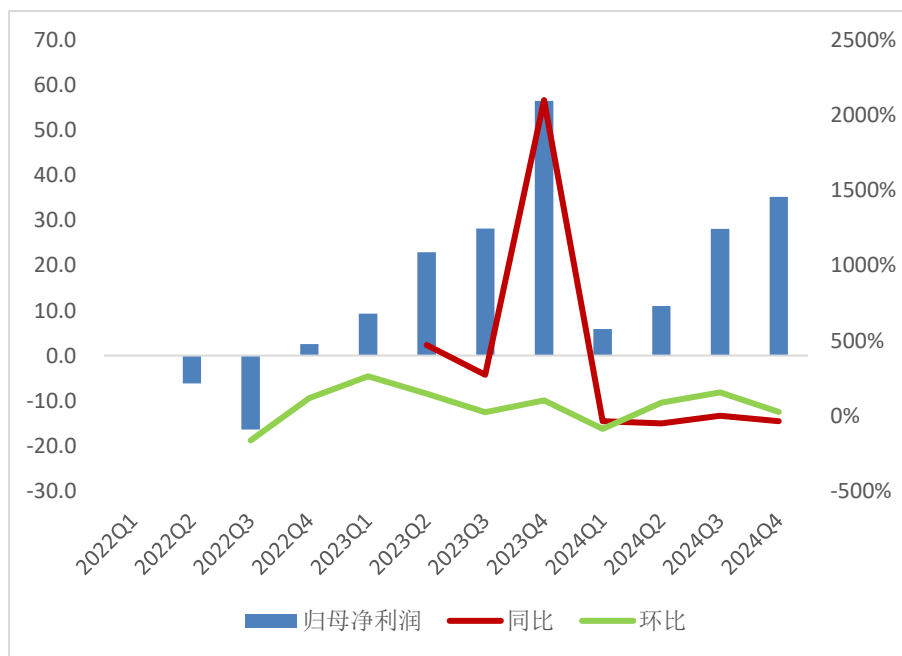


- ◆ **Q4经营相对稳健、全年业绩下滑**：Q4收入443亿元，同环比增长 6%/3%；毛利率20.3%，同环比-3/-1pct；归母净利润35亿元，同环比-38%/+25%。24年全年收入1445亿元，同比+17%；归母净利80亿元，同比-31%。
- ◆ **汽车业务增速放缓、毛利率环比微降**：Q4汽车收入426亿元，同环比+5%/+3%；毛利率19.7%，同环比-3/-1pct。服务和其他业务收入稳健：Q4收入16亿元，同环比+19%/4%，毛利率34.7%，同环比-10/-2pct；24年全年收入59亿元，同比+66%，全年毛利率37.6%，同比-10pct。

图：理想季度营收（亿元）及同环比（右轴）



图：理想季度归母净利润（亿元）及同环比（右轴）



- ◆ **24Q4单车售价持续下降。**24Q4单车售价26.84万元/辆，同环比-12%/-1%。24年全年单车售价27.7万元/辆，同比-14%。
- ◆ **降本措施持续发力，24年单车成本持续下降，单车毛利表现不佳。**24Q4单车成本21.56万元/辆，同环比-24%/0.8%，同时单车研发与销售管理费用也在持续下降。单车毛利为5.29万元/辆，同环比-24%/-7%。24Q4单车归母盈利2.22万元/辆，同环比-48%/+21%。

图：理想单车数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
单车收入（万元/辆）	34.85	32.33	31.98	30.64	30.16	27.92	27.04	26.84
环比	-6.5%	-7.3%	-1.1%	-4.2%	-1.5%	-7.4%	-3.2%	-0.7%
单车成本（万元/辆）	27.97	25.52	25.20	23.67	24.33	22.69	21.38	21.56
环比	-18.5%	-8.7%	-26.6%	-6.1%	-29.1%	-6.7%	-37.7%	0.8%
单车毛利（万元/辆）	6.89	6.80	6.78	6.96	5.83	5.24	5.66	5.29
单车研发费用（万元/辆）	3.44	2.74	2.60	2.56	3.59	2.67	1.63	1.46
单车销售管理费用（万元/辆）	3.05	2.61	2.35	2.40	3.50	2.48	2.12	1.87
单车归母净利（万元/辆）	1.77	2.65	2.69	4.29	0.74	1.02	1.84	2.22

- ◆ **25H2新车发布，智驾构架再更新**：2025 年计划推出两款全新纯电 SUV，理想 I8 将于 7 月发布，I6 于下半年发布。并且今年将陆续推出 L 系列和 Mega 的自驾焕新版。同时，公司已启动基于VLA架构的下一代模型研发，计划与理想 I8 一同发布。超充方面，24年底建成2000座，计划理想 I8 发布时建成 2500 座超充站，2025 年底增至 4000 座。

图：理想L8



图：理想 Mega



智能化布局规划

- ◆ 率先全量推送端到端：24年10月23日，理想汽车全新一代双系统智能驾驶解决方案端到端+VLM（视觉语言模型），随OTA6.4版本车机系统向理想L系列AD Max用户和理想MEGA用户进行全量推送，OTA6.5上实现了车位到车位全场景覆盖能力。截至24年11月底，理想智能驾驶总用户量超过百万人，NOA 总里程突破14.4亿公里。
- ◆ 持续发力AI，赋能智能座舱：12月25日理想AI TALK活动中，李想表示公司不再仅仅是一家汽车制造企业，而是一家 AI 企业，以车为载体处理日常事务，未来将研制人形机器人，实现AGI(通用人工智能)。

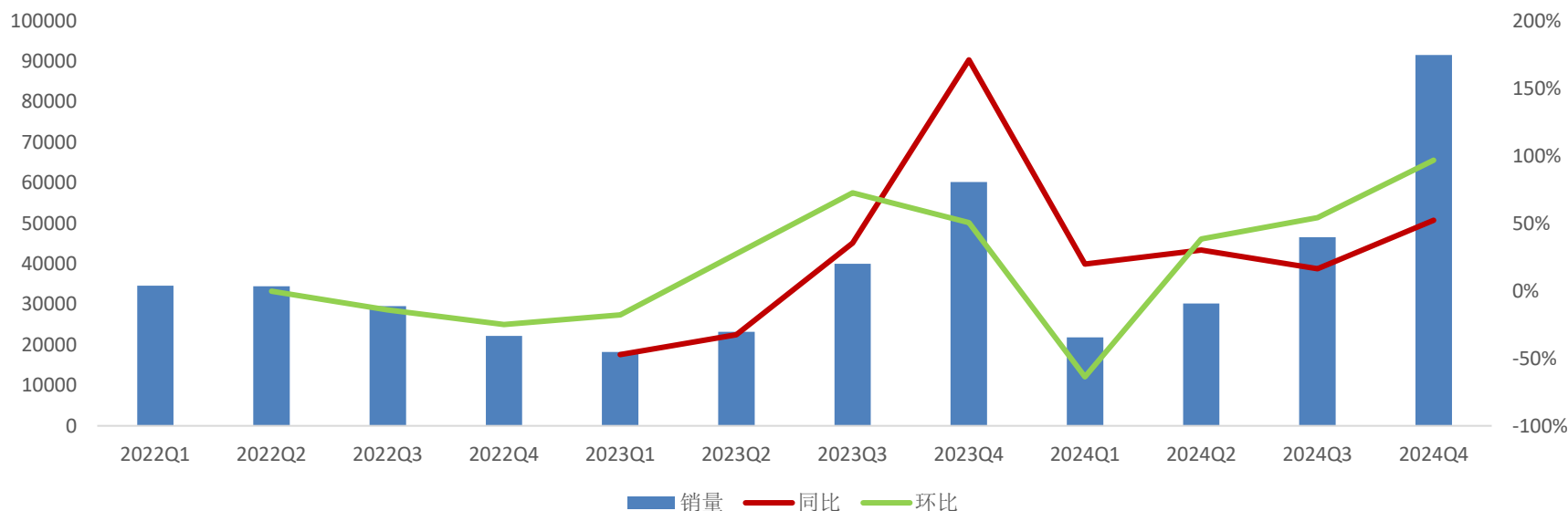
全球化布局规划

- ◆ 25年1月德国研发中心开业，为首个海外研发中心。
- ◆ 已在哈萨克斯坦、迪拜、乌兹别克斯坦建立直营服务中心，今年将加大海外拓展，在拉美、中东、欧洲增加投入，开展授权经销商工作。25年成立独立海外市场拓展部门

小鹏：新车周期+管理改进，增长势头强劲

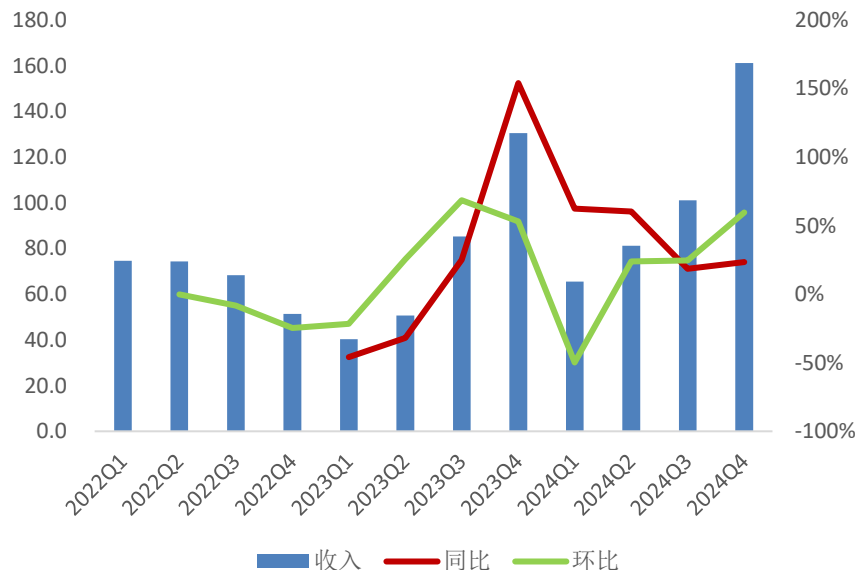
- ◆ **24Q4交付9.2万辆**，同环比+52%/+97%；24年各季销量持续强劲增长。
- ◆ **24年销量19.0万辆**，同增34%。各季度较23年销量有明显增加，继续保持稳健的增长态势。25年公司目标交付38万辆，同比翻番。

图：小鹏季度销量（辆）及同环比（右轴）



- ◆ **Q4经营盈利进一步改善、全年营收逐步上升：**Q4收入161亿元，同环比增长 23%/59%；毛利率14.4%，同环比+8/-1pct；归母净利润-13亿，同环比+1%/+26%，亏损进一步缩窄。24年全年收入409亿，同比+33%；归母净利-58亿，同比+44%，减亏。
- ◆ **汽车业务毛利率提升至双位数：**Q4收入14.3亿，同环比+74%/10%，毛利率59.6%，同环比+21/-0.5pct；24年全年收入50.4亿，同比+89%，全年毛利率57.2%，同比+24pct。

图：小鹏季度营收（亿元）及同环比（右轴）



图：小鹏季度归母净利润（亿元）及同环比（右轴）



- ◆ **Mona放量，24Q4单车售价持续下降。**24Q4单车售价16.03万元/辆，同环比-12%/-15%。24年全年单车售价18.9万元/辆，同比-5%。
- ◆ **降本措施持续发力，24年单车成本持续下降，单车毛利稳步增长。**24Q4单车成本14.43万元/辆，同环比-26%/-17%，同时单车研发与销售管理费用也在持续下降。单车毛利为1.61万元/辆，同环比95%/-1%。24Q4单车归母盈利-1.45万元/辆，同环比-35%/-63%。

图：小鹏单车数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
单车收入 (万元/辆)	19.28	19.07	19.61	20.33	25.41	22.57	18.90	16.03
环比	-8.2%	-1.1%	2.8%	3.7%	25.0%	-11.2%	-16.3%	-15.2%
单车成本 (万元/辆)	19.75	20.71	20.80	19.50	24.02	21.14	17.28	14.43
环比	-0.3%	4.8%	0.4%	-6.2%	23.2%	-12.0%	-18.3%	-16.5%
单车毛利 (万元/辆)	(0.48)	(1.64)	(1.19)	0.82	1.39	1.44	1.62	1.61
单车研发费用 (万元/辆)	6.63	5.82	3.89	3.02	5.39	4.38	3.06	2.27
单车销售管理费用 (万元/辆)	6.19	5.15	3.00	2.04	5.24	4.08	3.06	2.00
单车归母净利 (万元/辆)	(12.82)	(12.09)	(9.71)	(2.24)	(6.27)	(4.25)	(3.88)	(1.45)

- ◆ **Mona及P7+成爆款，25年新车型将发布，贡献额外增量。** 3月推出小鹏G6、G9（2025款）。未来四个季度，小鹏将推出四款新车型及现有车型的多项更新，每季度均有新产品亮相。其中包括一款增程车型，各细分市场的销量预期不低于Mona和P7+。
- ◆ **智能座舱升级：**小鹏P7+是行业首个全面应用AI车载操作系统AI天玑系统的产品，全面接入小鹏自研X-GPT大模型，首发搭载天玑5.4.0系统，升级的内容包括：XNGP支持0速激活，原地启动，车内芯片为高通骁龙SA8295P芯片，相较8155芯片CPU算力提升到2.2倍、GPU算力提升2.3倍、NPU算力提升5.2倍。
- ◆ **智能驾驶：弃用激光雷达，首搭采用纯视觉的AI鹰眼视觉方案。** P7+采用双Orin-X智驾芯片，算力508TOPS，摄像头*11、毫米波雷达*3、超声波雷达*12。最重要的是前视双目+后视摄像头应用Lofic架构。

表：小鹏p7i配置

	702 Pro	702 Max	702 Max 鹏翼版
售价 (万元)	24.99	26.99	28.99
长/宽/高 (mm)		4888/1896/1450	
轴距 (mm)		2998	
CLTC综合工况续航里程 (km)		702	
10%至80%直流快充时间 (min)		29	
电机最大功率/最大扭矩 (kW/N·m)		203/440	
0-100km/h加速时间 (s)		6.4	
最高车速 (km/h)		200	

智能化布局规划

- ◆ 26年将规模化量产支持L4低速场景的无人驾驶车型
- ◆ 今年开始规模化量产自研的图灵芯片
- ◆ 当前加速人形机器人L3智能化落地，计划26年量产面向工业场景的L3级别人形机器人

全球化布局规划

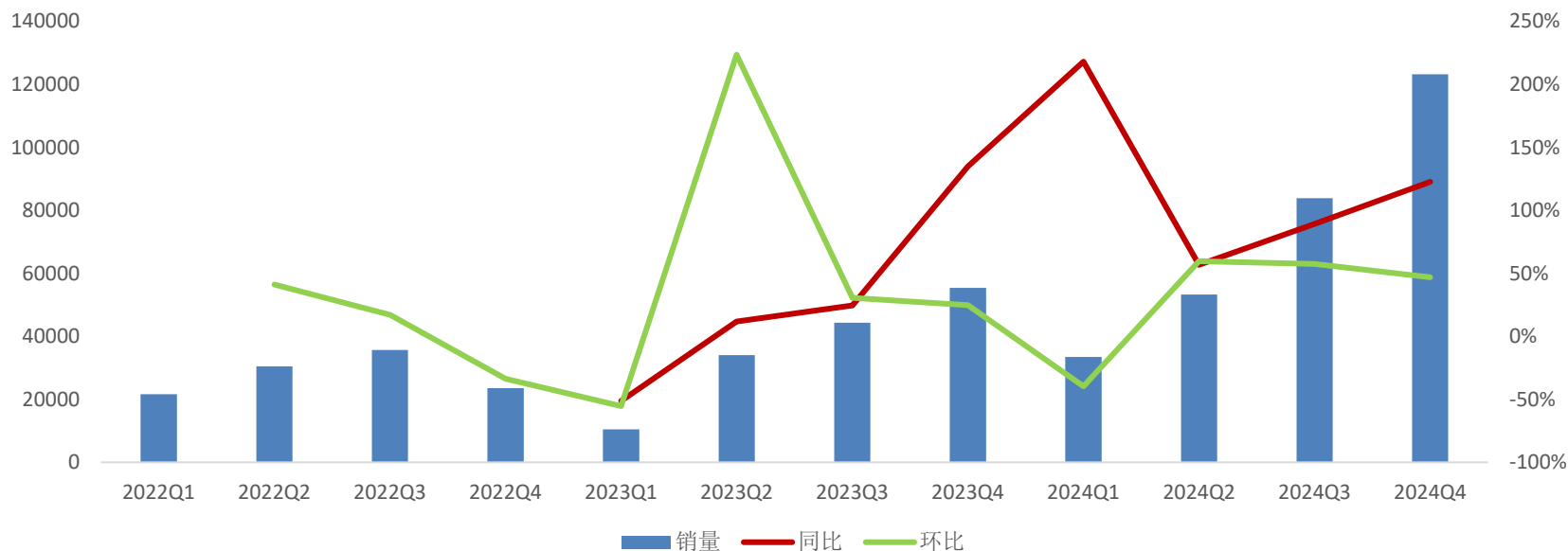
- ◆ 25年计划实现海外业务销量的翻倍增长，达到4万辆，并且在全球建立超过 300 个销售及服务网点
- ◆ 将在海外建立全新的研发中心，会将图灵 A 智驾带到海外进行研发以及测试，如果当地法规允许，可在 2026 年及以后推广智驾
- ◆ 预计25年销售的国家与门店数量翻倍；2034年，计划一半销量来自全球

零跑：24首次转亏为盈，全球化持续推进

零跑：24销量同比+104%，25年销量目标50万辆

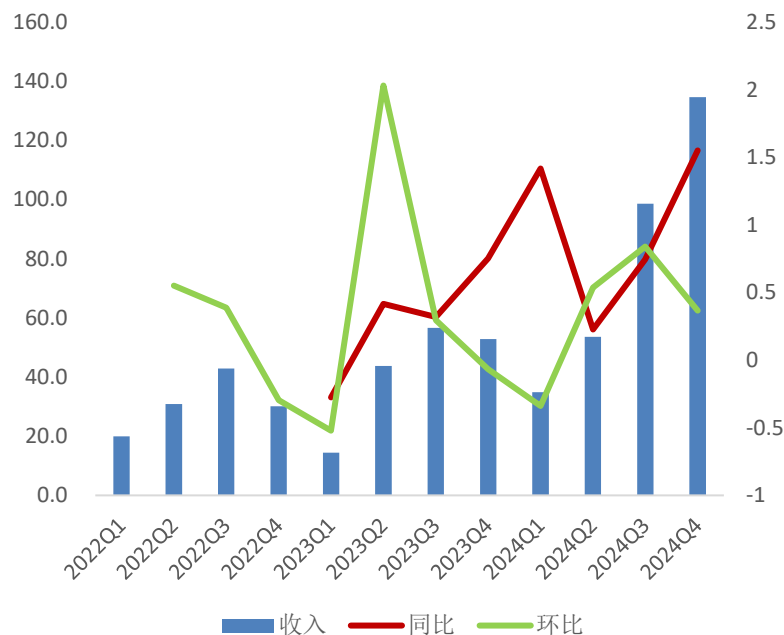
- ◆ **24Q4交付12.3万辆**，同环比+123%/+47%；24年各季销量保持强劲增长态势。
- ◆ **24年销量29.4万辆**，同增104%。较23年销量有明显增加，继续保持稳健的增长态势。25年公司目标销量50万辆，同比增70%；2024年内实现了3700台产品的出口，预计未来每月销量可维持在2000台以上。

图：零跑季度销量（辆）及同环比（右轴）



- ◆ **Q4经营大幅改善**：Q4收入135亿元，同环比+155%/36%；毛利率13.3%，同环比大幅提升7/5pct；净利润0.8亿，首次转正，提前一年达成目标。
- ◆ **24发展势头强劲，营收逐季大幅提升**：24年全年收入321.64亿元，同比92%；毛利率8.38%，同比+8pct。

图：零跑季度营收（亿元）及同环比（右轴）



图：零跑季度归母净利润（亿元）及同环比（右轴）



零跑：24Q4单车毛利提升明显，盈利能力显著改善

- ◆ **Q4单车售价重新下跌，全年售价波动较大。**24Q4单车售价10.93万元/辆，同环比15%/-7%。24年全年单车售价11.0万元/辆，同比-6%。
- ◆ **24全年单车毛利大幅改善，费用下降显著。**24Q4单车成本9.47万元/辆，环比-12.3%，单车毛利为1.46万元/辆，环比+53%。24Q4单车销售管理费用0.85万元/辆，环比-20%，单车研发费用0.73万元/辆，环比-22%，24Q4单车归母盈利0.07万元/辆，首次转亏为盈。

图：零跑单车数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
单车收入 (万元/辆)	13.73	12.86	12.76	9.54	10.43	10.06	11.76	10.93
环比	7.3%	-6.3%	-0.8%	-25.2%	9.4%	-3.6%	16.9%	-7.0%
单车成本 (万元/辆)	14.80	13.53	12.61	8.90	10.58	9.78	10.80	9.47
环比	8.0%	-8.6%	-6.8%	-29.4%	18.9%	-7.6%	10.5%	-12.3%
单车毛利 (万元/辆)	(1.07)	(0.67)	0.15	0.64	-0.15	0.28	0.95	1.46
单车研发费用 (万元/辆)	3.92	1.21	1.07	1.13	1.56	1.32	0.93	0.73
单车销售管理费用 (万元/辆)	5.46	1.89	1.47	1.42	1.70	1.45	1.06	0.85
单车归母净利 (万元/辆)	(10.78)	(3.36)	(2.22)	(1.73)	(3.03)	(2.02)	(0.64)	0.07

- ◆ 新增B系列三款车型，预计在2025年内逐步发布；新车型将在2025年4月底、5月底、6月底分别发布。
- ◆ 25年目标50万辆，B系列贡献增量：B系列面对中国10-15万元最大的细分市场，产品包括SUV B10、中型轿车B01及运动型掀背车B05。其中，B10已开启预售，价格10.98-13.98万元，预售1h订单破1.5万辆；B01计划今年7月上市，11月B05预售，并且D系列计划12亮相。

图：零跑B10



智能化布局规划

- ◆ 智驾加速追赶高速/城市无图NOA能力。公司正在进行端到端大模型研发，计划于2025年上半年，在LEAP 3.5架构上配置以「端到端大模型」为基础的高速及城区的高阶智驾功能。
- ◆ 计划在25年的三、四季度对城市自动驾驶功能进行升级，B10车型已完成相关准备工作，能够实现点对点的城市道路自动驾驶；B10车型采用新的计价方案，集成了高通8295和8650两款芯片。

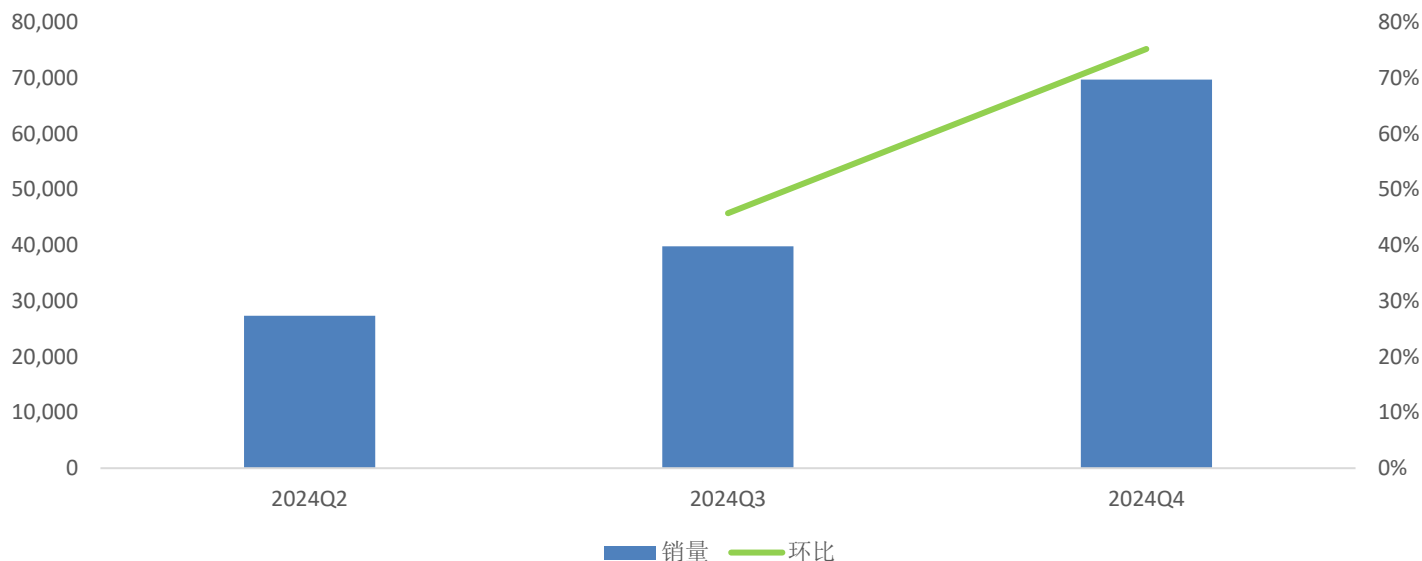
全球化布局规划

- ◆ 全球化持续推进：9月24日，零跑T03、C10在欧洲正式上市，截至2024年10月底，欧洲已开业339家经销商门店，并且全部都具有销售加售后服务功能。零跑国际也将逐步布局亚太、中东及非洲，和南美市场，公司预计到2025年形成500家以上的渠道规模。零跑国际已与Stellantis Financial Services达成合作协议，为经销商和消费者提供金融服务。零部件配送也形成了1个备件总仓，5个备件分仓，以及超过140家Distrigo配送中心，形成每天两次对维修网点进行备件配送的能力。未实现本地化之前公司预计海外毛利率与国内基本一致，公司目标为在2025年底前实现本地化。
- ◆ 24年3月成立海外子公司，同年6-7月已建立超过300家经销商，9月完成欧盟及其他海外市场的认证工作并正式启动销售。
- ◆ 计划在25年专注于现有车型的本地化生产，2024年内实现了3700台产品的出口，预计未来每月销量可维持在2000台以上。

小米：单一爆款车型盈利亮眼，产品矩阵逐步丰富

- ◆ 24Q4交付6.7万辆，环比+75%；24年各季销量保持强劲增长态势。
- ◆ 24年销量13.7万辆。25年公司目标销量35万辆，同比增155%。

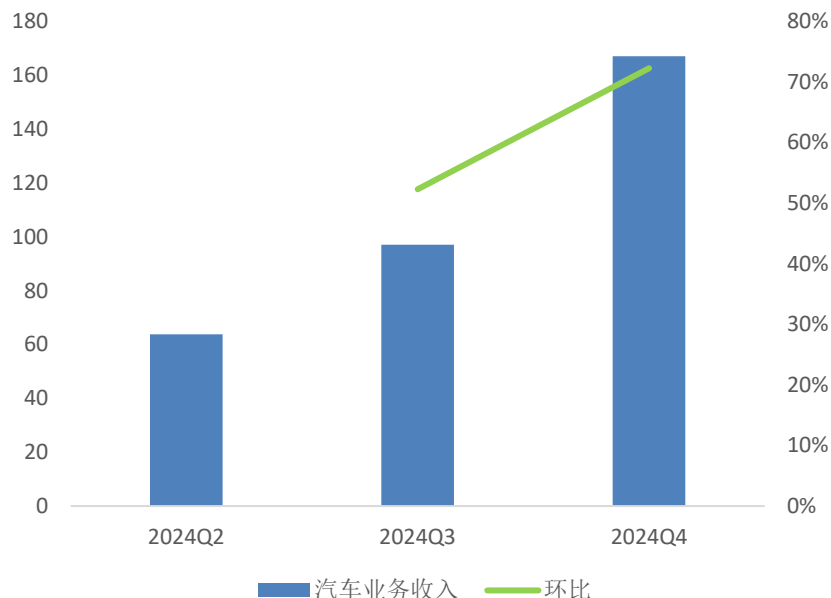
图：小米季度销量（辆）及环比（右轴）



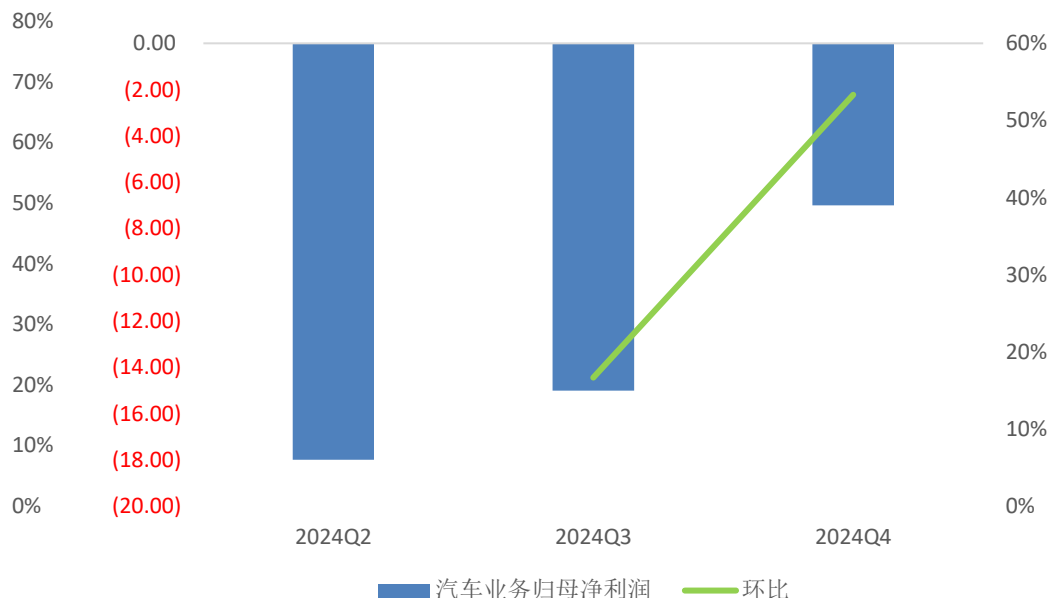
小米：Q4营收环比高增，毛利率水平良好

- ◆ **Q4经营增长态势持续**：Q4收入167亿元，环比+72%；毛利率20.4%，环比+3pct。归母净利润-7亿元，亏损环比收窄53%。
- ◆ **24年发展势头强劲，营收逐季大幅提升**：24年全年收入328亿元；毛利率18.5%。

图：小米汽车季度营收（亿元）及环比（右轴）



图：小米汽车季度归母净利润（亿元）及环比（右轴）



- ◆ **Q4单车售价小幅下降，全年售价波动幅度较小，基本持平。**24Q4单车售价23.96万元/辆，环比-2%。24年全年单车售价23.94万元/辆。
- ◆ **24全年单车毛利大幅改善，费用下降显著。**24Q4单车成本19.08万元/辆，环比-6%，单车毛利为4.88万元/辆，环比+17%。24Q4单车销售管理费用13.20万元/辆，环比-32%，单车研发费用10.62万元/辆，环比-30%，24Q4单车归母盈利-1万元/辆，亏损收窄73%。

图：小米单车数据

	2024Q2	2024Q3	2024Q4
单车收入（万元/辆）	23.32	24.37	23.96
环比	-	4%	-2%
单车成本（万元/辆）	19.73	20.20	19.08
环比	-	2%	-6%
单车毛利（万元/辆）	3.59	4.17	4.88
单车研发费用（万元/辆）	20.14	15.08	10.62
单车销售管理费用（万元/辆）	10.19	19.35	13.20
单车归母净利（万元/辆）	(2.58)	(3.77)	(1.00)

- ◆ **小米 SU7 Ultra**：2025 年 2 月 27 日上市，出厂即搭载 Xiaomi HAD 端到端全场景智驾；开售 3 天大定订单超 19000 台，锁单订单超 10000 台；52.99 万元起（竞速套装售价 10 万元，纽北限量版售价 81.49 万元）。
- ◆ **小米 SU7 15 周年纪念版**：2025 年 1 月 1 日开启预售，支持小米 HAD 端到端全场景智驾；在原车型价格基础上，需额外支付 9000 元选择装配该配色。
- ◆ **小米 YU7**：预计 2025 年 6-7 月上市，将搭载小米 HAD 端到端全场景智驾系统或相关智驾功能，预计 25 万起。

图：小米 SU7 Ultra



智能化布局规划

- ◆ 小米 HAD 端到端全场景智驾，不断提升智能驾驶在各种场景下的表现和安全性。
- ◆ 硬件方面，可能配备激光雷达、多个摄像头、毫米波雷达、超声波雷达等多种传感器，以及高性能计算芯片等。软件方面，采用自研的端到端全场景智驾算法。

全球化布局规划

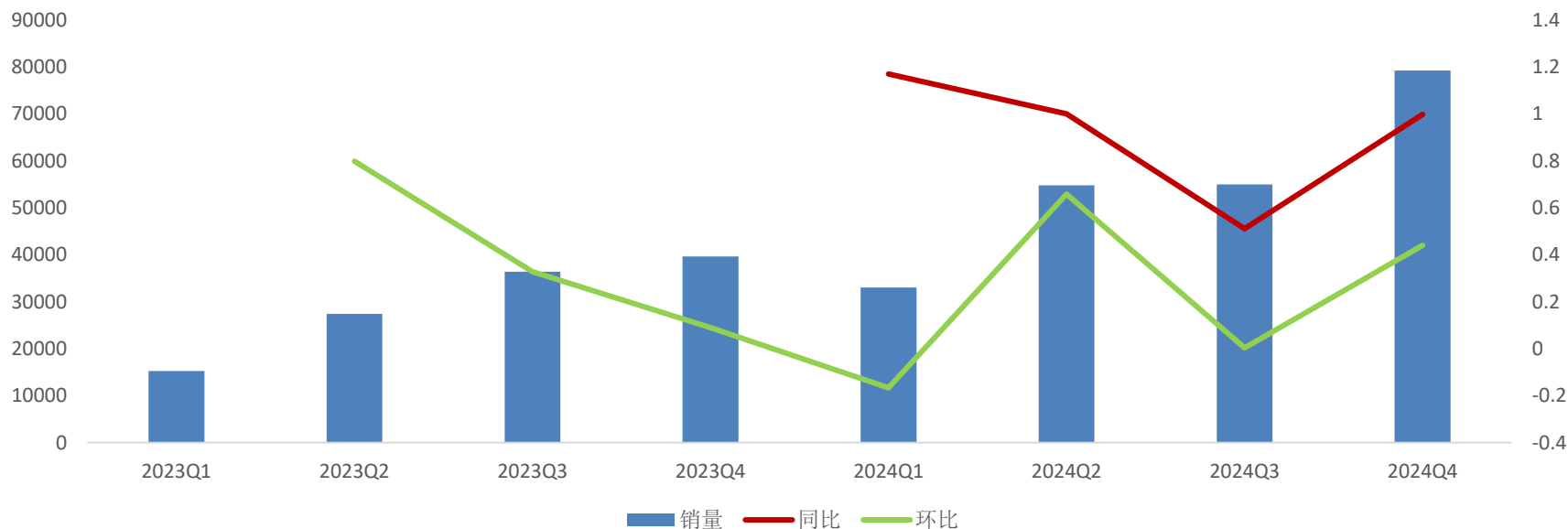
- ◆ AIoT海外潜力巨大，小米网和小米之家并行的新零售模式非常重要，前者已经在很多国家开了，有很强粉丝基础；波兰在内欧洲的米家经营得也很好，今年会继续加大力度。以此助力小米汽车走向国际。

极氪：24全年减亏，合并领克25年规模效应可期

极氪：24销量同比+87%，25年销量目标40%+增长

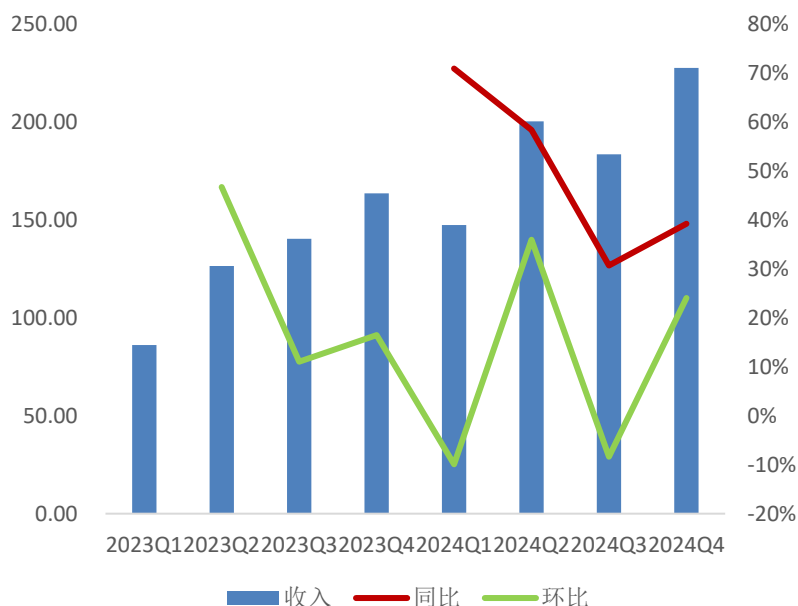
- ◆ **24Q4交付7.9万辆**，同环比+100%/+44%；24年各季销量稳健增长。
- ◆ **24年销量22.2万辆**，同增87%。各季度较23年销量有明显增加，继续保持稳健的增长态势。25年公司目标销量71万辆，同比增220%，海外占比达到10%，其中极氪32万辆、领克39万辆，26年销量目标为实现100万辆。

图：极氪季度销量（辆）及同环比（右轴）

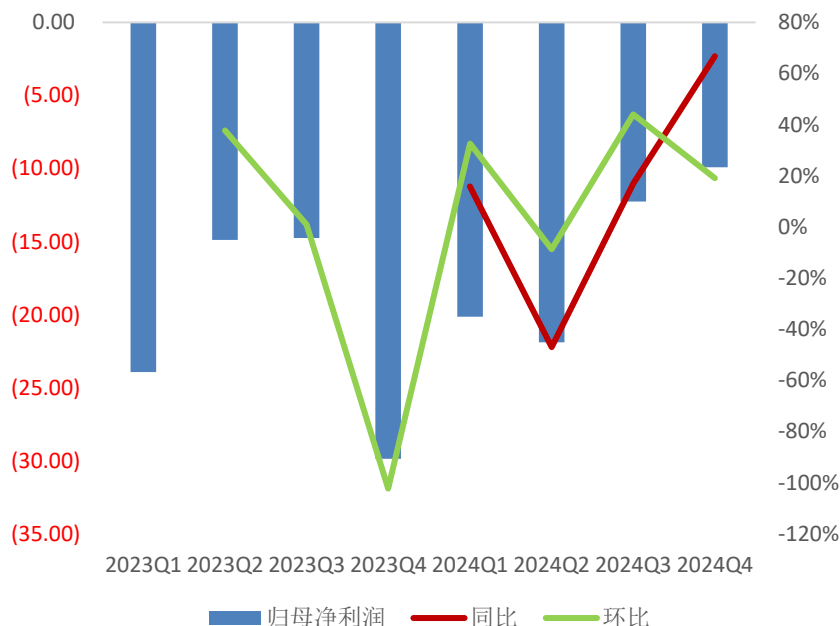


- ◆ **24年全年减亏，盈利逐季改善：**2024 年极氪主营业务收入 553亿元，同比增长 63%；归母净利亏损64亿元，同比减亏23%。Q4 收入193亿元，同环比+82%/+34%；归母净利亏损9.9亿元，同环比减亏67%/19%；Q4毛利率达19%，同环比 +5pct/+3pct。
- ◆ **汽车收入再提升，单车亏损缩窄：**Q4 汽车收入193亿元，同环比82%/34%；Q4毛利率17.3%，同环比 +2/+1.7pct。全年毛利率15.6%，同比微增0.6pct。其他业务收入相对稳健，盈利水平大幅提升：销售电池和其他零部件业务 全年收入168亿元，同比增速放缓至14%，主要受原材料降价影响，毛利率13.8%，同比增8pct。研究和开发服务业务全年收入38亿元，同比+24%，毛利率39%，同比提升10pct。

图：极氪季度营收（亿元）



图：极氪季度归母净利（亿元）



- ◆ **Q4单车售价小幅下降，全年售价基本平稳。**24Q4单车售价24.36万元/辆，同环比-9%/-7%。24年全年单车售价24.9万元/辆，同比-13%。
- ◆ **24全年单车毛利改善，费用下降显著。**24Q4单车成本20.14万元/辆，环比-8.8%，单车毛利为4.22万元/辆，环比+3%。24Q4单车销售管理费用3.55万元/辆，环比-14%，单车研发费用4.04万元/辆，环比+13%，24Q3单车归母亏损1.25万元/辆，亏损环比收窄44%。

图：极氪单车数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
单车收入 (万元/辆)	31.02	30.84	27.87	26.71	24.73	24.52	26.18	24.36
环比	-	-0.6%	-9.6%	-4.2%	-7.4%	-0.8%	6.8%	-7.0%
单车成本 (万元/辆)	27.89	26.65	22.83	22.63	21.26	21.04	22.08	20.14
环比	-	-4.5%	-14.3%	-0.9%	-6.1%	-1.0%	5.0%	-8.8%
单车毛利 (万元/辆)	3.13	4.20	5.04	4.08	3.47	3.48	4.10	4.22
单车研发费用 (万元/辆)	11.85	5.05	5.55	7.97	5.82	4.79	3.57	4.04
单车销售管理费用 (万元/辆)	8.43	5.89	4.98	5.57	5.90	4.75	4.14	3.55
单车归母净利 (万元/辆)	(15.72)	(5.44)	(4.06)	(7.53)	(6.09)	(4.00)	(2.23)	(1.25)

- ◆ **极氪与领克整合、发挥协同优势。**24年12月3日吉利控股对极氪、领克股权结构优化完成，极氪持有领克51% 股份，领克其余 49% 股份继续由吉利汽车旗下全资子公司持有。官方预计，双方联合后，采购合并BOM 成本将降低5%-8%，产能利用率将提升3%-5%，研发投入也能通过研发协同降低10%-20%，职能支持部门组织优化将费用降低10%-20%。
- ◆ **新产品：**极氪，25年4月10号左右，会发布第二款的猎装车007的GT；三季度和四季度各有一款豪华的大型SUV；领克，一款SUV-领克的900将会推出，下半年还有一款使用混合动力EMP的中大型轿车。
- ◆ **极氪7X交付起量：**全系搭载全栈 800V 高压系统、「穹甲车身」安全结构设计、8295 智能座舱计算平台、双 Orin-X 智驾芯片和激光雷达等十余项标配，进入到端到端大模型时代，其无图城市 NZP 可支持 90%+ 复杂路口。上市 10 天交付量突破 5000 台，50 天交付量突破 20000 台，75 天交付量突破 30000 台，连续两个月成为 20 万级中国纯电 SUV 的销量冠军。

图：极氪



智能化布局规划

- ◆ 端到端智驾升级：2025版极氪001配备极氪最新的浩瀚智驾 2.0 版本，以实现端到端的量产上车。搭载两颗英伟达 Drive Orin 智能驾驶系统级芯片，算力高达 508 TOPS。其自动紧急制动（AEB）、紧急车道保持辅助（ELKA）和行人保护系统（PEB）进一步升级，能实现对静止车辆的全刹车停止。此外，还增加了远程指尖泊车功能，车内智能助手 EVA 引入了 AI 超级大脑。
- ◆ 三季度和四季度推出的豪华的大型的SUV将会搭载超级电混的技术也能够实现超快充900伏，具备L3量产条件。
- ◆ 智仓方面自研了大模型极氪AIOS。

全球化布局规划

- ◆ 25年计划海外市场占10%的销量。
- ◆ 将会在欧洲以外的新兴市场成立统一的销售公司，用一个团队来开拓两个品牌的国际市场。
- ◆ 领克008的EMP，极氪的7X会快速推向海外市场。

蔚来：24年亏损扩大，加速新品牌营销

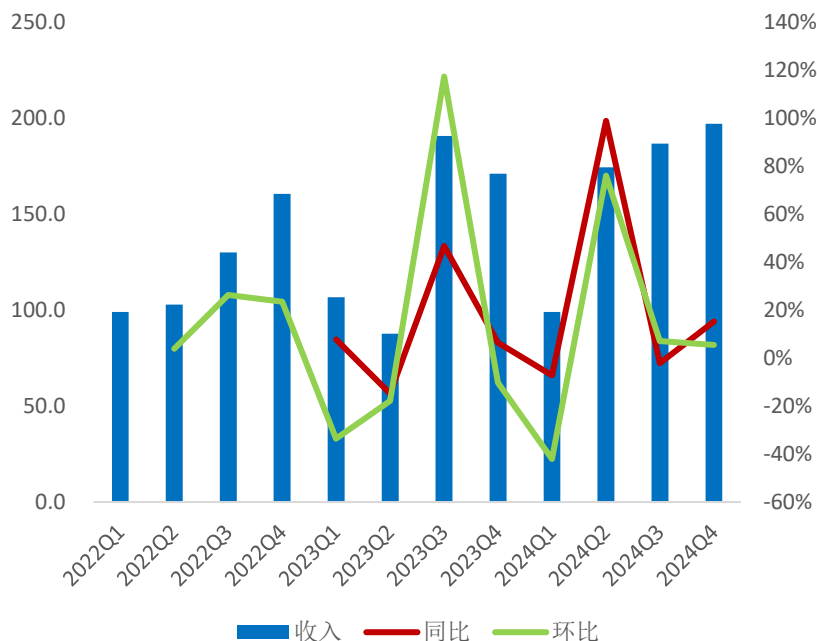
- ◆ **24Q4交付7.3万辆，同环比+45%/+18%，销量增长态势良好、稳步攀升。**
- ◆ **24年销量22.2万辆，同增39%。**蔚来24Q4营收指引为196.8亿元至203.8亿元，同比增长15%至19%，24年销量22.2万辆，同增39%。
- ◆ **25年Q1指引：**汽车交付量介于4.1万-4.3万辆，同比增长36.4-43.1%，环比下降42%。总收入将介于124亿元~129亿元之间，同比增长约25%~30%，环比下降28%。25年公司目标交付44万辆，同比翻番增长。

图：蔚来季度销量（辆）及同环比（右轴）

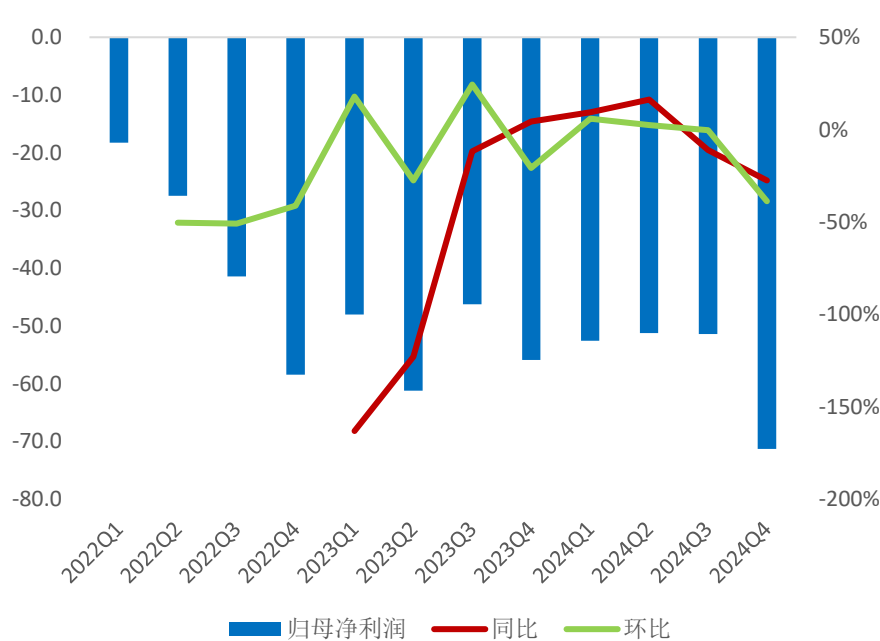


- ◆ **24Q4亏损扩大**：24 年收入657亿元，同比+18%；归母净利亏损227亿，亏损扩大7%。Q4 收入 197亿元，同环比 15%/6%；归母净利亏损71.3亿，亏损同环比扩大28%/39%；Q4毛利率达12%，同环比+5pct/+1pct。
- ◆ **Q4汽车毛利率稳定**：Q4 汽车收入175亿元，同环比13%/5%；Q4毛利率 13.1%，同 +1.1，环比持平。全年毛利率12.3%，同比增长2.8pct。其他业务收入毛利率转正：Q4 收入 22.3 亿元，同环比 34%/13%；毛利率 1.1%，同环比增 35/10pct。全年收入75亿，同比增速 18%。

图：蔚来季度营收（亿元）及同环比（右轴）



图：蔚来季度归母净利润（亿元）及同环比（右轴）



- ◆ **24年单车售价持续下降。**24Q4单车售价24.04万元/辆，同环比-22%/-11%。24年全年单车售价26.24万元/辆，同比-15%。
- ◆ **降本措施持续发力，24年单车成本持续下降，单车毛利表现不佳。**24Q4单车成本20.9万元/辆，同环比-23%/-11%，同时单车研发与销售管理费用也在持续下降。单车毛利为3.14万元/辆，同环比-14%/-11%。24Q4单车归母亏损9.81万元/辆，同比收窄18%，环比扩大12%。

图：蔚来单车数据

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
单车收入 (万元/辆)	29.72	30.55	31.41	30.85	27.89	27.33	26.99	24.04
环比	-19.4%	2.8%	2.8%	-1.8%	-9.6%	-2.0%	-1.2%	-10.9%
单车成本 (万元/辆)	28.21	28.65	27.95	27.18	25.33	24.01	23.47	20.90
环比	-17.8%	1.6%	-18.6%	-2.8%	-26.2%	-5.2%	-31.6%	-11.0%
单车毛利 (万元/辆)	1.50	1.90	3.46	3.67	2.56	3.32	3.53	3.14
单车研发费用 (万元/辆)	9.91	14.22	5.48	7.94	9.53	5.03	5.37	5.00
单车销售管理费用 (万元/辆)	7.88	12.15	6.51	7.94	9.97	6.55	6.64	6.71
单车归母净利 (万元/辆)	(15.48)	(26.03)	(8.35)	(11.18)	(17.50)	(8.94)	(8.31)	(9.81)

- ◆ **三大品牌九款车型，目标25年销量翻番。**蔚来品牌，ET5、EA6 和 EC6 将在Q2推出 2025 款车型。乐道品牌，第二款车型六座/七座旗舰SUV将于Q2推出，第三款车型大五座SUV将于Q4推出，并加大门店布局 and 营销推广。萤火虫品牌首发，定位精品紧凑级车市场，首款产品将于25年4月交付，定价14.88万元起。

图：蔚来ONVO L60



图：蔚来NIO L60



图：蔚来Firefly



智能化布局规划

- ◆ 硬件高配，标配4块Orin+激光雷达。公司采用英伟达方案，其中蔚来配备4块Orin，拥有1016TOPS算力。AQUILA 蔚来超感系统，拥有 33 个高性能感知硬件，包括 1 个超远距高精度激光雷达、7 颗 800 万像素高清摄像头、4 颗 300 万像素高感光环视专用摄像头、1 个增强主驾感知、5 个毫米波雷达、12 个超声波传感器、2 个高精度定位单元和 V2X 车路协同。实现融合感知。乐道采用单Orin，纯视觉+4D毫米波雷达方案。
- ◆ 加速追赶城市无图NOA能力。公司24年4-5月启动端到端方案，6月围绕“端到端”智能驾驶技术的组织架构调整，成立了大模型部、部署架构与方案部、时空信息部，12月智驾部门新设技术委员会，负责综合大能力建设，强化蔚来的智驾交付团队能力，“世界模型”智能驾驶方案计划冲刺明年一季度推出。
- ◆ 推出领先的自动紧急转向功能，全面应用端到端技术，每周保持 40% 的优化增速。
- ◆ 向基于世界模型的下一代架构过渡取得突破，将于 4 月初开启 MBM 早期试用。
- ◆ AI 功能 NOMI 整合自研及第三方大模型优化用户体验。

全球化布局规划

- ◆ 随着全球销售渠道的拓展以及萤火虫品牌交付的开始，公司正在加速全球扩张。

投资建议与风险提示

- ◆ **投资建议：**电动车型快速+高阶智驾下沉，电动化率持续提升，我们预计25年中国电动车销量增长25%，达到1600万辆，叠加全球储能需求35-40%增长，整体锂电需求近30%增长，26年有望维持20%左右。且各环节盈利开始逐步改善，龙头估值仅15-18x，首推格局和盈利稳定龙头电池（宁德时代、比亚迪、亿纬锂能）、结构件（科达利）；并看好具备盈利弹性的材料龙头，首推（湖南裕能、尚太科技、天赐材料、天奈科技），其次看好（璞泰来、新宙邦、容百科技、华友钴业、中伟股份、恩捷股份、星源材质、德方纳米等），关注（富临精工、中科曙光、龙蟠科技）等；同时碳酸锂价格已见底，看好具备优质资源龙头，推荐（中矿资源、永兴材料、赣锋锂业、雅化集团）等。

表 相关公司估值表（截至2025年3月26日股价）

板块		股票代码	名称	总市值 (亿元)	股价	归母净利润 (亿元)			PE			评级
						2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
电动车	电池	300750	宁德时代	11,400	259	508	661	802	22	17	14	买入
		002594	比亚迪	11,617	387	403	531	651	29	22	18	买入
		300014	亿纬锂能	980	48	41	53	75	24	18	13	买入
		300207	欣旺达	416	23	17	21	27	24	19	15	买入
		002245	蔚蓝锂芯	165	14	5	7	8	34	25	20	买入
		688063	派能科技	101	41	1	2	5	119	46	21	买入
	结构件	688772	珠海冠宇	187	17	4	8	13	43	22	15	买入
		002850	科达利	358	132	14	17	21	25	21	17	买入
	电解液	002709	天赐材料	367	19	5	15	23	77	24	16	买入
		300037	新宙邦	257	34	9	13	16	27	20	16	买入
		603659	璞泰来	398	19	15	25	33	26	16	12	买入
	负极	835185	贝特瑞	257	23	12	16	20	21	16	13	买入
		001301	尚太科技	149	57	8	10	14	18	15	10	买入
		301349	信德新材	39	38	0	1	1	-116	54	29	买入
		002812	恩捷股份	308	32	6	9	15	51	34	21	买入
	隔膜	300568	星源材质	145	11	5	6	8	31	25	18	买入
		688733	壹石通	36	18	0	1	2	104	32	20	增持
		603799	华友钴业	598	35	44	48	52	14	13	12	买入
	正极	300919	中伟股份	342	37	18	23	28	19	15	12	买入
		300769	德方纳米	92	33	-9	1	5	-10	159	19	买入
		688275	万润新能	53	42	0	3	6	356	16	9	买入
		688005	容百科技	169	24	3	7	10	67	24	17	买入
		688707	振华新材	64	13	1	2	4	97	26	18	买入
		300073	当升科技	213	42	5	6	7	44	35	29	买入
		688778	厦钨新能	197	47	5	7	9	40	27	21	未评级
		301358	湖南裕能	281	37	6	23	32	47	12	9	买入
		300432	富临精工	245	20	4	10	17	60	24	14	买入
		688116	天奈科技	149	43	3	5	7	59	31	21	买入
	导电剂	603876	鼎胜新材	83	9	3	5	8	27	17	11	买入
	铝箔	301325	曼恩斯特	87	60	1	2	3	156	48	28	买入
		688392	骄成超声	56	49	1	1	3	67	42	21	买入
	锂	002466	天齐锂业	495	31	-77	22	30	-7	23	17	买入
		002460	赣锋锂业	640	35	-18	13	18	-40	53	38	买入
		002756	永兴材料	184	34	10	9	12	18	20	15	买入
		000408	藏格矿业	566	36	25	27	43	22	21	13	买入
		002738	中矿资源	243	34	8	15	19	30	16	13	买入
		002497	雅化集团	148	13	3	9	13	48	16	12	买入
										26		买入

- ◆ **价格竞争超市场预期：**新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。
- ◆ **原材料价格不稳定，影响利润空间：**原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。
- ◆ **投资增速下滑：**各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园