

比较研究系列

从车企财报看到的四点趋势

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006

BQV509

WANGDEAN002@pingan.com.cn

王跟海 投资咨询资格编号
S1060523080001

WANGGENHAI964@pingan.com.cn



平安观点：

- 民营车企盈利韧性强，国有车企相对承压，合资品牌量价利齐跌。分车企盈利看，民营车企的盈利韧性更强，比亚迪、长城、吉利在上半年均实现了毛利、净利端的同比提升。国有上市车企在上半年盈利承压，合资车企亏损面扩大，这导致依赖合资品牌贡献投资收益的上市车企在上半年盈利出现较大幅度下滑。此外传统豪华品牌在 24 年上半年盈利也受到冲击。
- 高端增程放量释放业绩，高端纯电节奏低于预期。高端增程 SUV 在 24 年上半年依然保持了较快的增长，理想汽车虽然上半年经历多次调整，但在二季度依然实现营业利润转正，赛力斯则受益于问界系列的放量，实现扭亏为盈。高端纯电总体节奏变慢，24 年推出的多款高端纯电销量低于预期，高端爆款纯电车主要集中在 20-30 万元，目前主要主导玩家包括特斯拉、小米和极氪，三家车企在 2Q24 的汽车业务毛利率均在 15% 左右。
- 车企研发投入逐趋稳定，智能化研发资源重组或整合。从上半年主要车企的研发费用看，各家车企的研发投入扩张期已接近尾声，研发费用绝对额已趋于稳定。我们认为车企在研发投入端的收缩一是由于行业盈利压力下车企研发投入更加谨慎；二是传统车企开始整合过去分散的研发资源，提高研发效率；三是智能驾驶技术路线逐步切换到“端到端”，国内智驾领先的车企开始调整智驾部门组织架构，缩减智驾的人员规模。
- 智驾迭代速度将成影响车企估值的重要因子。华为 ADS3.0 率先实现车位到车位无图领航，基础版智驾下沉至 20 万元以下；小鹏发布纯视觉高阶智驾方案，下探至 15 万元级别车型；理想端到端+视觉语言模型方案已开启测试；极氪 2025 款 001 切换自研智驾方案；长城推出蓝山智驾版高阶智驾功能。我们判断当智驾体验达到一定程度时，智驾会成为影响购车决策的重要因素，此外智能驾驶的领先可能带来新的商业模式以及新的盈利来源，这使得在智驾领域领先的车企将享受更高的估值水平。
- 投资建议：整车方面，高端增程 SUV 发展势头好，推荐理想汽车；20-30 万更易打造爆款纯电车型，建议关注小米集团；看好华为智能车业务的发展潜力，推荐长安汽车、建议关注赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷；看好越野品类的高壁垒以及海外本土化运营较好的车企，推荐长城汽车。零部件方面，看好产业链话语权强、盈利稳健的公司，推荐福耀玻璃、中鼎股份。
- 风险提示：1) 汽车消费动能不足；2) 汽车价格体系不稳定，车企下半年盈利依然承压；3) 海外出口情况地缘政治、汇率等因素扰动，销量和盈利表现可能不及预期；4) 汽车“以旧换新”政策刺激效果不达预期。

正文目录

一、	车企盈利分化，国企、合资品牌盈利下滑幅度大.....	4
1.1	经济型车：民营车企盈利韧性强，国有车企相对承压.....	5
1.2	高端车：增程放量释放业绩，纯电节奏低于预期.....	6
1.3	合资品牌：量价利齐跌，传统豪华品牌盈利亦受冲击.....	8
二、	车企研发投入趋于稳定，智驾走向“端到端”带来人员调整.....	9
三、	趋势展望——智驾迭代速度将成车企估值重要影响因子.....	10
四、	投资建议.....	11
五、	风险提示.....	12

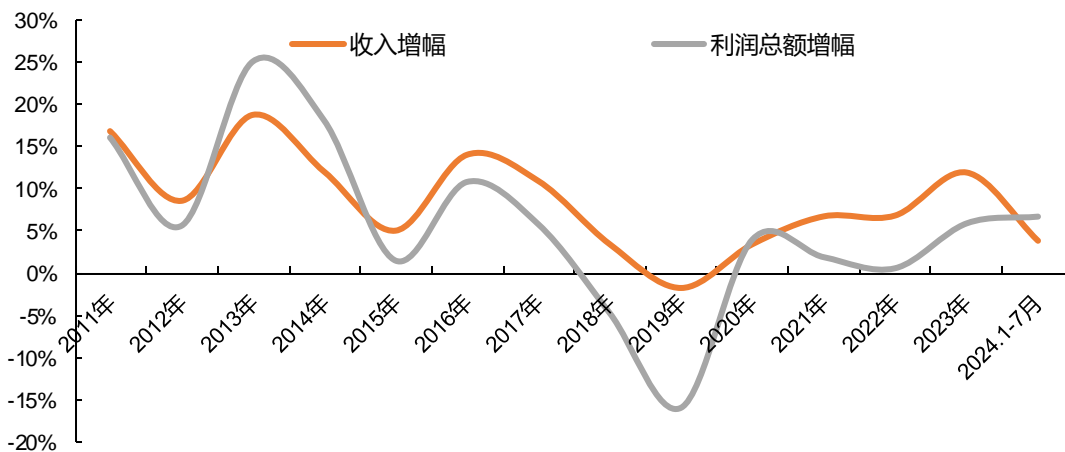
图表目录

图表 1	汽车行业营业收入、利润总额累计同比增速（截至 2024 年 7 月）	4
图表 2	国内狭义乘用车零售 单位：万台	4
图表 3	我国汽车出口销量 单位：万台	4
图表 4	国内主要车企 2024 年上半年净利润同比变化 单位：亿元	5
图表 5	国内主要经济型车企 24 年上半年汽车业务毛利率情况	5
图表 6	理想汽车和赛力斯 2024 年半年度业绩对比	7
图表 7	小米汽车与极氪 2024 年二季度主要财务数据对比	8
图表 8	主要合资品牌 1H24 销量 单位：万台	8
图表 9	上汽大众、上汽通用净利润变化 单位：亿元	8
图表 10	华晨宝马 24 年上半年利润率大幅下滑 单位：亿元	9
图表 11	主要车企研发费用季度变化情况 单位：亿元	9

一、车企盈利分化，国企、合资品牌盈利下滑幅度大

2024年1~7月我国汽车行业利润率4.9%。根据中汽协统计数据，2024年1-7月我国汽车批发销量1631万台，同比增长4.4%，而根据国家统计局数据，2024年1-7月我国汽车制造业实现营业收入55649.0亿元，同比增长3.8%（略低于批发销量增速），实现利润总额2730.6亿元，同比增长6.7%，高于营收增速，汽车行业利润率为4.9%。

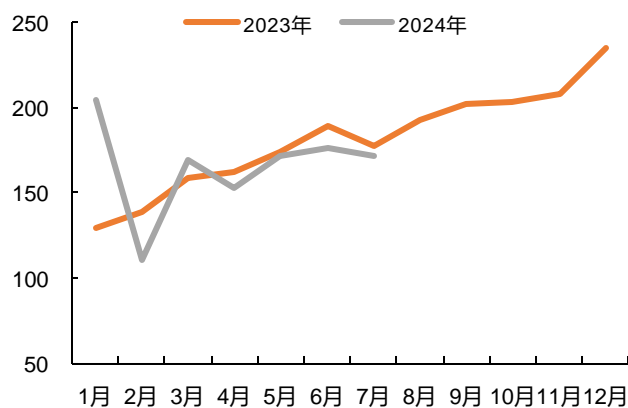
图表1 汽车行业营业收入、利润总额累计同比增速（截至2024年7月）



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

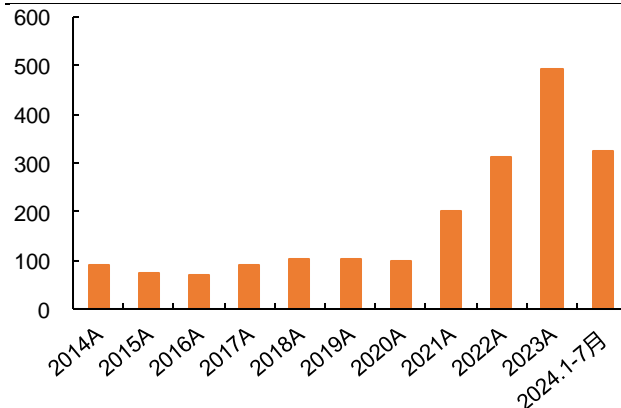
行业增长来自汽车出口，国内乘用车零售已连续4个月同比下降。受国内宏观消费不景气的影响，国内乘用车零售承压，根据乘联会统计数据，2024年7月我国狭义乘用车零售同比下降2.8%，已连续4个月同比下降。2024年汽车行业的增长主要来自汽车出口，根据中汽协统计，2024年1-7月我国汽车出口达到326.2万台，同比增长28.8%。

图表2 国内狭义乘用车零售 单位：万台



资料来源：乘联会，平安证券研究所

图表3 我国汽车出口销量 单位：万台



资料来源：中汽协，平安证券研究所

2024年上半年车企盈利表现分化，国资上市车企盈利下滑幅度较大。上半年受合资品牌下滑影响，上汽、广汽等此前依赖合资品牌的国有车企盈利下滑幅度较大，甚至出现亏损；民营自主车企表现强于国有车企，新能源龙头比亚迪保持强劲的盈利能力，长城汽车凭借坦克、皮卡、海外市场等优势领域，上半年盈利表现亮眼；新势力车企方面，赛力斯凭借问界系列的热销，在上半年实现扭亏为盈，理想汽车历经上半年MEGA失利，公司内部调整，但L系列依然保持了20万元以上新能源

车较高的市场份额，小鹏汽车通过毛利率提升以及与大众的技术合作收入入账，上半年同比实现减亏。

图表4 国内主要车企 2024 年上半年净利润同比变化 单位：亿元

主要车企	1H24 扣非净利润	1H23 扣非净利润	同比增速
比亚迪	123.2	96.9	27.0%
长城汽车	56.5	7.5	654.0%
吉利汽车	33.7	15.7	114.4%
理想汽车	17.0	32.2	-47.4%
赛力斯	14.4	-18.8	同比扭亏为盈
长安汽车	11.7	15.1	-22.6%
上汽集团	10.2	56.7	-82.0%
广汽集团	-3.4	27.0	-112.5%
零跑汽车	-22.1	-22.8	与上年同期基本持平
小鹏汽车	-26.5	-51.4	同比减亏

资料来源：各公司财报，平安证券研究所

1.1 经济型车：民营车企盈利韧性强，国资上市车企相对承压

主要经济型车企 2024 年上半年毛利率同比上升。与 2023 年上半年相比，大部分主营产品价格在 20 万元以下的车企上半年毛利率同比上年同期有所回升，主要原因包括规模效应提升、产品结构优化以及海外销量增长。但长安汽车受行业价格战、会计政策调整等原因，毛利率同比出现下滑。零跑汽车在上半年销量达到 86696 台（同比+94.8%），规模效应增加使得其毛利率由负转正。

从上半年分季度毛利率表现来看，大部分车企二季度环比一季度毛利率提升，但比亚迪由于在二季度“荣耀版”车型的销量占比提升，其二季度毛利率环比一季度出现下滑。

图表5 国内主要经济型车企 24 年上半年汽车业务毛利率情况

主要车企	1H23	1H24	毛利率变化原因分析
比亚迪	20.7%	23.9%	规模效应，汽车出口销量增加
长城汽车	16.9%	20.7%	海外销量增长、国内产品结构优化
长安汽车	17.5%	13.8%	行业价格战、会计政策调整（保证类质保费用由销售费用改为计入营业成本）
吉利汽车	14.4%	15.1%	规模效应、产品结构优化
广汽集团	1.2%	2.2%	
零跑汽车	-5.9%	1.6%	规模效应提升

资料来源：各公司财报，平安证券研究所

丰田汽车公布 2025 财年一季度业绩，营业利润增长主要来自汇率波动。丰田汽车是全球传统车企的代表，根据丰田汽车披露的 2025 财年一季度业绩（即 2024 年二季度业绩），丰田汽车 2024 年二季度销量为 225.2 万台，同比微降，全球营收达到 11.84 万亿日元（约合 736 亿美元），同比增长 12.2%，营业利润同比增长了 17%，达到 1.31 万亿日元（约合 81.5 亿美元），营业利润率为 11.1%，高于上年同期的 10.6%。营业利润的增长很大程度上来自于汇率的波动，根据丰田汽车财报，由于日元的贬值，汇率变动为丰田 24 年二季度增加了 370 亿日元的营业利润。

从国内车企的盈利能力看，2024 年上半年民营车企的盈利韧性更强，国有车企在上半年出现盈利下滑甚至亏损。

民营车企代表：比亚迪、长城、吉利

- **比亚迪：荣耀版车型放量影响二季度毛利率，但规模效应优势使得单车盈利环比提升。**根据比亚迪半年报数据，2024年上半年比亚迪扣非净利润 123.2 亿元（同比+27.0%），其中二季度扣非净利润 85.6 亿元，同环比分别增长 39.7%/128.2%。从毛利看，二季度比亚迪整体毛利率为 18.7%，环比下滑 3.2 个百分点，我们预计主要是由于二季度荣耀版车型销量占比提升所致。但从单车盈利看，由于比亚迪二季度费用端的控制、以及二季度销量规模的增长，单车盈利环比一季度有较大幅度提升，据财报细项拆解 2024 单二季度比亚迪单车净利润约八千元出头。
- **长城汽车：单车均价创新高，盈利表现稳健。**根据长城汽车公告，2024 年上半年长城汽车单车均价达到 16.5 万元，同比提升 3 万元，20 万元以上车型销量达到 14.1 万台，同比增长 64.3%。得益于出口高增长及高端车占比提升，2Q24 长城汽车单车净利润约 1.4 万元。在 2024 年汽车行业售价、盈利普遍承压的大背景下，长城凭借坦克、皮卡、出海三大长板获得较强的抗风险能力，经营表现超预期。
- **吉利汽车：上半年量、利齐升。**根据吉利汽车公告，24 年上半年吉利汽车销量 95.6 万台（同比+41%），毛利率达到 15.1%，同比提升 0.7 个百分点。由于营收和毛利端的同比正增，吉利汽车上半年扣非净利润达到 33.7 亿元（同比+114%）。

国有车企代表：长安汽车、广汽集团

- **长安汽车：新能源业务减亏，但传统自主业务盈利下滑幅度较大。**尽管长安汽车上半年新能源车业务实现减亏，但国内传统业务受价格战影响以及燃油车份额下滑，其盈利水平出现较大波动，根据长安汽车半年报披露，长安汽车上半年扣非净利润 11.7 亿元（同比-5.9%）。
 - （1）**传统自主业务盈利下滑。**根据长安 24 年半年报数据大致测算，上半年长安扣非自主净利润为 9.2 亿元，剔除深蓝汽车亏损影响，长安传统自主业务净利润为 12.9 亿元（上年同期该项业务净利润为 22.3 亿元），传统自主业务盈利下滑主要是由于行业价格战背景下，公司燃油车份额下滑以及启源品牌亏损所致。
 - （2）**海外业务盈利释放。**长安上半年自主业务利润很大程度上来自于海外业务，根据公司半年报披露，24 年上半年长安海外业务营收达到 169.0 亿元（同比+114.2%），海外业务毛利率达到 26.0%，高于国内 16.8 个百分点。
 - （3）**新能源业务实现同比减亏。**根据长安产销公告显示，24 年上半年深蓝和阿维塔两大新能源品牌销量分布为 7.1 万台/2.1 万台，同比分别增长 73.6%/104.3%。新能源车销量增长使得长安上半年新能源车业务实现减亏，根据长安半年报披露，24 年上半年深蓝、阿维塔分别亏损 7.4 亿/14.0 亿元，同比上年同期分别减亏 3.2 亿/3.6 亿元。
- **广汽集团：埃安销量同比下滑，1H24 自主净亏损同比增大。**根据广汽半年报披露，广汽上半年扣非净亏损为 3.4 亿元，广汽上半年亏损一是由于合资品牌投资收益下滑的影响，二是由于自主业务的亏损增加所致。根据广汽产销公告，24 年上半年埃安品牌销量为 12.6 万台（同比-39.7%），而在自主业务盈利方面，根据广汽集团半年报测算，广汽 1H24 自主业务净亏损（扣非净利润-投资收益）达到 36.0 亿元，同比上年同期亏损额增加 8.5 亿元。

1.2 高端车：增程放量释放业绩，纯电节奏低于预期

高端新能源的盈利差异很大程度上来自于动力形式的差异。目前来看，高端增程 SUV 在 24 年上半年依然保持了较快的增长，核心受益车企包括理想汽车、赛力斯。盈利方面，理想汽车上半年经历多次调整，但在二季度依然实现营业利润转正，赛力斯则受益于问界系列的放量，实现扭亏为盈。高端纯电方面，20-30 万元纯电市场相对更易打造爆款车型，受益车企主要是小米、极氪，2Q24 两家纯电车企的汽车业务毛利率已达到 15% 左右，而 30 万以上纯电市场节奏较慢，2024 年上市的主要高端纯电如理想 MEGA、享界 S9 销量或订单量均低于预期。

- **理想上半年经历多次调整，盈利能力逐渐恢复。**理想汽车上半年经历 MEGA 上市失利、销量目标下调、内部调整等，在 24 年一季度一度出现经营亏损，但随着 L6 上市后其销量逐步恢复，同时理想在二季度开始精简人员、降本增效，逐步走出年初的困境，并最终在二季度实现营业利润的转正。
- **问界 M9 成为自主豪华新标杆，赛力斯实现扭亏为盈。**根据赛力斯披露，2024 年一季度、二季度分别实现扣非净利润

1.1 亿/13.2 亿元，其中二季度盈利大幅提升的主要原因在于问界 M9 的上量，问界 M9 在二季度平均每月交付量超过 1.5 万台，成为自主高端新能源领域的新标杆，受益于二季度问界 M9 的上量，赛力斯在 24 年二季度的毛利率达到 27.5%。

- 理想和赛力斯目前是高端增程领域的两个主要玩家，也是目前国内除比亚迪外实现盈利的新能源车企，两家公司的车型在市场定位、销量规模等方面具备相似性。但由于主销产品的差异，赛力斯在 24 年上半年的毛利率水平更高。其次在费用率方面，两家公司也有较大差异，理想汽车的研发投入明显高于赛力斯，赛力斯的销售、管理费用率则高于理想汽车，我们预计这主要是由于赛力斯与华为的合作模式导致。

图表6 理想汽车和赛力斯 2024 年半年度业绩对比

	理想汽车	赛力斯
1H24 销量/辆	188981	182098 (仅问界销量)
1H24 营收/亿元	573.1	650.4
毛利率	20.0%	25.0%
研发费用/亿元	60.8	28.3
研发费用率	10.6%	4.3%
销售、管理费用/亿元	57.9	105.2
销售、管理费用率	10.1%	16.2%
净利润/亿元	17.0	16.2

资料来源：各公司财报，平安证券研究所

- **高端纯电发展节奏低于预期。**与高端增程销量迅速上升相比，2024 年 30 万元以上的高端纯电的增长并未达到之前预期，代表车型如理想 MEGA、享界 S9。我们认为主要原因包括：1) 纯电车型相比同级别插混车型电池成本更高；2) 纯电车型的补能便利程度不及插混车型；3) 30 万以上新能源车有更多增程车型可选，且增程车型与纯电车型在体验方面并无明显差别。
- **极氪、小米成为 20-30 万元纯电市场受益者，爆品思路下毛利率表现稳健。**相较 30 万以上高端纯电发展不及预期，20-30 万纯电市场则相对更易打造纯电爆品。特斯拉是目前该价格带纯电领域的主导者，国内车企小米、极氪在该价格带内已取得一定市场份额。小米 SU7 上市即爆款，极氪 001 上市多年，通过改款升级保持了较强的产品力，2024 年 8 月份升级智驾方案，搭载极氪全栈自研的浩瀚智驾 2.0，其中智驾硬件升级为激光雷达+双 Orin-X 方案。
 - 1) **特斯拉二季度单车营收以及汽车制造端毛利率均下滑。**根据特斯拉二季报数据，其二季度单车营收继续下降至 4.27 万美元。毛利率方面，剔除碳排放积分收入的影响，特斯拉制造端汽车业务毛利率为 14.6%，同环比分别下滑 3.5/1.7 个百分点。特斯拉在 2Q24 进行了一定比例的人员精简，这也由此造成了特斯拉在二季度产生了 6.2 亿美元的一次性费用。
 - 2) **小米汽车二季度毛利率超预期。**根据小米集团公布的二季报数据显示，2024 年二季度小米 SU7 单季度交付 27307 台，其智能电动汽车业务及其他创新业务收入人民币 64 亿元，当季度毛利率达到 15.4%，超过特斯拉二季度制造端汽车业务毛利率，也高于小鹏、极氪在二季度的汽车毛利率。小米总裁卢伟冰在做毛利率归因时表示，汽车业务毛利率超预期主要是由于：供应商支持、爆品思路避免汽车行业的规模不经济、消费电子行业经营经验的复用。由于小米汽车业务还处于起步阶段，其二季度智能汽车及其他创新业务净亏损 18 亿元。
 - 3) **极氪 24 年二季度按照香港会计准则接近盈亏平衡。**根据极氪披露的财报数据显示，24 年上半年极氪销量 8.8 万台 (同比+106%)，单二季度收入 200 亿元，其中汽车业务营收 134.4 亿元 (同比+59%)，汽车业务毛利率达 14.2%，单二季度净亏损 18.1 亿元，但按香港会计准则扣除股份支付后接近盈亏平衡。

图表7 小米汽车与极氪 2024 年二季度主要财务数据对比

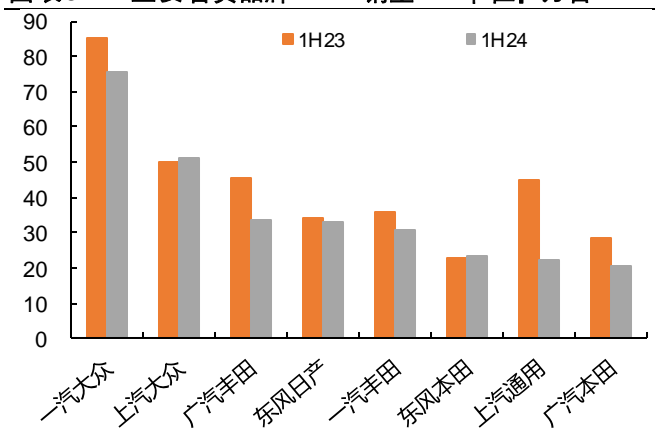
	小米集团汽车及其他创新业务	极氪
二季度营收/亿元	64	200
其中汽车销售收入/亿元	62	134
二季度汽车交付量/辆	27307	54811
单车营收/万元	22.9	24.5
二季度汽车业务毛利率	15.4%	14.2%
二季度净利润/亿元	-18	-18

资料来源：小米、极氪财报，平安证券研究所

1.3 合资品牌：量价利齐跌，传统豪华品牌盈利亦受冲击

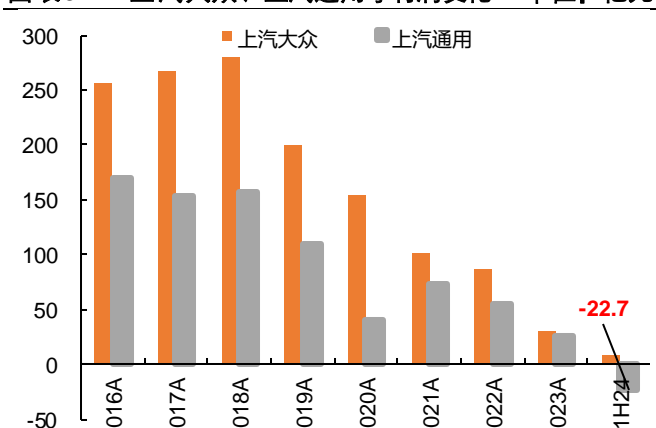
24 年上半年合资品牌下滑拖累车企盈利能力。合资品牌在本轮行业变革中受影响程度较大，比亚迪在年初推出的“荣耀版”车型加速了合资品牌燃油车市场份额的下滑，根据各公司产销公告，2024 年上半年上汽通用/广汽丰田/广汽本田同比分别下滑 50%/26%/28%。而受销量下滑的影响，合资品牌的盈利也出现较大幅度下滑，根据上汽集团中报业绩披露，上汽通用 24 年上半年净亏损达到 22.7 亿元。广汽方面，2024 年上半年广汽集团以广本/广丰为主的联合营企业投资收益为 20.1 亿元，同比下滑 62.1%。上汽集团、广汽集团由于受合资品牌盈利影响，其 2024 年上半年净利润表现不佳，甚至出现亏损的状态（扣非后）。

图表8 主要合资品牌 1H24 销量 单位：万台



资料来源：乘联会，平安证券研究所

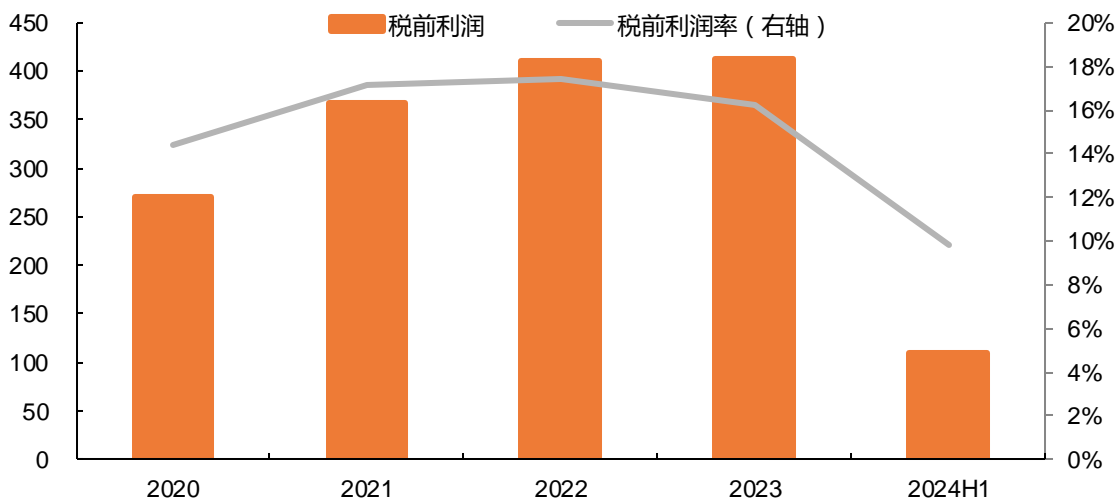
图表9 上汽大众、上汽通用净利润变化 单位：亿元



资料来源：上汽集团财报，平安证券研究所

传统豪华品牌盈利在 24 年上半年也受到较大程度冲击。合资品牌盈利下滑不仅体现在主流合资品牌，传统豪华品牌的盈利也出现较大幅度下滑。根据乘联会数据，2024 年上半年北京奔驰、华晨宝马销量分别为 27.9 万/31.6 万台，同比分别下滑 7.5%/5.4%，但盈利的下滑幅度更大。以华晨宝马为例，根据华晨中国披露的 24 年上半年业绩显示，华晨宝马在 24 年上半年税前利润为 109.4 亿元，同比下滑 44.7%，税前利润率为 9.8%，同比上年同期下滑 6.6 个百分点。

图表10 华晨宝马 24 年上半年利润率大幅下滑 单位：亿元



资料来源：华晨中国财报，平安证券研究所

二、车企研发投入趋于稳定，智驾走向“端到端”带来人员调整

车企研发扩张期逐渐接近尾声，研发投入逐渐趋于稳定。目前各家车企的研发投入依然较大，但研发费用的增长已经逐渐趋稳。根据 24 年上半年各车企财报数据显示，1H24 主要车企的研发费用环比 23 年下半年持平甚至下滑。24 年上半年分季度来看，二季度车企研发费用环比一季度也并未出现明显增长，部分车企二季度研发费用环比一季度甚至出现收缩。我们认为车企在研发投入端的收缩一是由于行业盈利压力下车企研发投入更加谨慎；二是传统车企开始整合过去分散的研发资源，提高研发效率；三是智能驾驶技术路线逐步切换到“端到端”，国内智驾领先的车企开始缩减智驾算法人员规模。

图表11 主要车企研发费用季度变化情况 单位：亿元

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
特斯拉	53.0	68.1	83.4	77.5	81.7	76.5
比亚迪	62.4	76.0	111.0	146.4	106.1	90.1
长城汽车	15.3	19.8	19.9	25.5	19.6	22.3
长安汽车	13.6	16.0	15.8	14.4	15.4	13.7
理想汽车	18.5	24.3	28.2	34.9	30.5	30.3
小鹏汽车	13.0	13.7	13.1	13.1	13.5	14.7
广汽集团	4.0	4.6	4.5	4.2	3.8	3.1
上汽集团	38.1	41.4	42.9	61.2	39.5	37.2

资料来源：各公司财报，平安证券研究所

传统车企开始整合过去分散的研发资源，提高研发效率。传统车企子品牌众多，各个子品牌在之前大多成立了专属的研发团队以及智能化研发团队，在新能源车行业快速增长以及智能化发展初期，不同品牌独立运转，可以寻求更多的创新和拓展机会，但随着竞争的加剧，降本增效成为车企的核心任务之一，目前已有多家传统车企开始整合研发资源：

- 根据 36 氪报道，2024 年二季度吉利开始进行研发整合，参与整合的对象包括吉利中央研究院和各子品牌的智驾、座舱、电子电气架构、动力、整车平台等团队，以及后端的采购和供应链。

- 上汽集团也正推进研发资源整合等相关工作，根据未来汽车日报报道，上汽正计划将智己、飞凡两个品牌的研发业务统一并入上汽研发总院，在此次调整之前，荣威、名爵由研发总院主导，智己和飞凡具备一定的开发自主权，但随着此番调整，智己和飞凡的新产品从立项到整体开发，均由研发总院统一负责。

智驾技术路线切换到“端到端”后，相应的智驾研发人员需求减少。2024年1月，特斯拉面向用户正式推送了FSD V12的测试版本，该版本采用端到端方案，用户体验要比之前版本更加“拟人”，目前“端到端”架构也被国内头部智驾车企认为是未来智驾的技术发展方向。所谓“端到端”是指从输入端感知外部环境到输出端产生给油门和刹车等部件的控制指令的全过程，都由深度神经网络完成。“端到端”架构不再需要将技术团队划分为感知、决策和归控，其更加依赖数据驱动和训练算力，而非大量工程师的人力堆叠。理想CEO李想在2024年中国汽车重庆论坛中曾表示：“随着AI技术发展，车企不再需要养几千人去搞corner case。”马斯克此前曾披露，FSD V12版本的代码数量由之前的30万行下降到只有2000行。特斯拉智驾人员的人均能效显著高于国内车企，根据36氪报道，特斯拉FSD的团队人员规模在300人左右。

头部造车新势力目前已完成智驾团队组织架构调整。特斯拉在智驾领域的技术方向被国内车企当作学习的范本，而技术路线的切换往往伴随组织架构的调整。理想汽车智驾方案在一年之内经历三代调整：从有图NOA到无图NOA，再到“端到端”架构开启内测，理想智驾方案的切换伴随着智驾部门的大幅调整，理想汽车马东辉在23年Q3业绩会上曾表示“2024年智驾部门人数将超2000人，2025年超过2500人”，但最终由于技术路线调整以及理想汽车24年销量目标下调，其智驾团队在24年上半年进行了精简，根据晚点团队报道，理想汽车智驾团队规模由1000人以上收缩为800人左右。除理想外，蔚来智驾部门也在24年上半年完成架构调整，根据晚点团队报道，此前蔚来智驾研发分为感知、归控和集成等部分，调整后感知和归控团队合并为大模型团队，集成团队重组为交付团队。小鹏汽车对智驾团队的调整相对较晚，但也在近期完成组织架构调整，根据红星国际报道，小鹏调整的重心是技术开发部，技术开发部是小鹏的算法研发部门，涵盖感知、规划、控制、定位的算法研发，调整之后，技术开发部被拆成了三个部门，分别是AI端到端、AI应用、AI能效，其中AI端到端部门负责端到端模型的研发，AI应用部门负责交付。此外，我们认为端到端架构引入导致的车企智驾部门调整，对于部分软件服务外包的智驾供应商也有一定影响，原有智驾不同团队间的“部门墙”被打破，组织架构更加精简，所需人员更少，此外“端到端”技术架构减少了代码相关的工作量，这对于提供软件服务外包的供应商的业务造成一定冲击。

华为车BU智驾团队规模大、研发费用高。智能驾驶产品线是华为车BU最大的业务板块，目前华为车BU的智驾团队人员规模在国内智能驾驶玩家当中处于前列。根据此前晚点团队报道，华为车BU智驾产品线人数接近5000人，其中ADS系统研发团队占智驾团队总人数的一半以上，而根据赛力斯公告的《深圳引望智能技术有限公司模拟审计报告》中的数据，华为车BU在24年上半年研发费用达到34.2亿元。

三、趋势展望——智驾迭代速度将成车企估值重要影响因子

- 国内高阶智驾迭代加速，纯视觉方案加速BOM成本大幅下降，高阶智驾将在2025年下沉至15万元级别。

在特斯拉FSD V12版本上车后，国内智驾方案迭代速度明显加快，华为引领，其端到端架构的ADS3.0已在享界S9上市，可实现点到点无图城市领航。华为智驾有着软硬一体、车云一体的高度垂直整合优势（目前国内其它高阶智驾方案一般基于英伟达ORIN芯片，软件用第三方方案或自研），随着鸿蒙智行热销，其很可能成为高阶智驾搭载车型销量最高的品牌，从而加速扩大其在本土智驾领域的领先优势。此外，华为ADS基础版正在加速下沉至经济型车。

小鹏汽车于2024年8月发布新一代高阶智驾感知方案“AI鹰眼视觉方案”，该套智驾方案在感知端取消激光雷达，将于2024年四季度在小鹏P7+上首发搭载。而由于其硬件成本大幅下降，该套智驾方案也将于2025年初搭载到小鹏MONA M03 MAX版本上，这意味着城市高阶智驾功能将下沉至15万元级别市场。

理想汽车的端到端+视觉语言模型已开启测试，智驾迭代速度加快。极氪已于近期将主销车型高阶智驾切换为自研方案。长城汽车蓝山智驾版上市，以单片英伟达Orin-X实现无图城市领航，数据驱动代替规则算法，逐步向端到端演进。

智驾体验可能成为影响未来购车者的重要因素之一。我们判断当智驾体验提升到相当水平后，智驾将会成为影响购车者决策的重要因素，这一时点有很大概率出现在2025年底之前。根据理想汽车披露的数据，理想开放无图NOA功能后，试驾率

以及 AD Max 销量显著提升，其中 AD Max 销量增长 30%以上，30 万元以上车型 AD Max 占比达到 70%。

智驾可能成为影响车企估值的重要因素。智能驾驶的领先可能带来新的业务模式以及新的盈利来源，这会使得在智驾领域领先的车企享受更高的估值水平，以国内车企小鹏和极氪为例，尽管目前从汽车销量角度小鹏落后于极氪，但小鹏汽车在美股的市值显著高于极氪，我们认为这很大程度上是由于小鹏汽车在智能驾驶领域的研发节奏相对更领先带来的估值溢价。

- **对 2024 年汽车总量判断趋于谨慎，“以旧换新”政策可能在四季度发力**

根据乘联会此前预估，2024 年 8 月狭义乘用车零售约为 184 万台，同比下滑 4.4%，这意味着国内狭义乘用车零售可能连续 5 个月出现同比下滑，受国内大额消费较为低迷的影响，我们对全年乘用车零售预期偏谨慎。但“以旧换新”政策会是 24 年下半年的利好因素，根据全国汽车以旧换新平台数据显示，截至 8 月 31 日，汽车报废更新补贴申请超过 80 万份，我们预计随着以旧换新政策临近年底退出，以及地方置换更新政策加码，国内乘用车零售有望在四季度回暖。

- **合资品牌下滑势头短期难以扭转**

合资品牌在本轮产品周期迭代中落后于国内自主车企，面临新能源转型窗口期逐渐收窄，短期内合资品牌或难以改变其下滑势头。大众汽车是传统合资品牌在国内转型最积极的车企之一，但其新一代的产品预计要到 2026 年上市交付，而在此之前，合资品牌的市场份额、盈利能力都将面临较大的压力。

- **看好高端增程在 24 年下半年的利润释放**

上半年理想汽车经历多次调整，但在二季度随着 L6 交付以及费用端的优化，理想汽车下半年盈利能力有望出现较大幅度改善，我们预计其全年净利润率依然有望达到 5%以上。赛力斯方面，问界 M9 即将推出 5 座版本，有望进一步扩大其用户群体，而随着问界 M9 销量占增加，其盈利能力有望进一步增加，根据赛力斯张兴海表示，华为与赛力斯合作的车型利润率要达到 5%以上。

四、投资建议

民营车企盈利韧性强，国有车企相对承压，合资品牌量价利齐跌。分车企盈利看，民营车企的盈利韧性更强，比亚迪、长城、吉利在上半年均实现了毛利、净利端的同比提升。国有上市车企在上半年盈利承压，合资车企亏损面扩大，这导致依赖合资品牌贡献投资收益的上市车企在上半年盈利出现较大幅度下滑。此外传统豪华品牌在 24 年上半年盈利也受到冲击。

高端增程放量释放业绩，高端纯电节奏低于预期。高端增程 SUV 在 24 年上半年依然保持了较快的增长，理想汽车虽然上半年经历多次调整，但在二季度依然实现营业利润转正，赛力斯则受益于问界系列的放量，实现扭亏为盈。高端纯电总体节奏变慢，24 年推出的多款高端纯电销量低于预期，高端爆款纯电车主要集中在 20-30 万元，目前主要主导玩家包括特斯拉、小米和极氪，三家车企在 2Q24 的汽车业务毛利率均在 15%左右。

车企研发投入逐趋稳定，智能化研发资源重组或整合。从上半年主要车企的研发费用看，各家车企的研发投入扩张期已接近尾声，研发费用绝对额已趋于稳定。我们认为车企在研发投入端的收缩一是由于行业盈利压力下车企研发投入更加谨慎；二是传统车企开始整合过去分散的研发资源，提高研发效率；三是智能驾驶技术路线逐步切换到“端到端”，国内智驾领先的车企开始调整智驾部门组织架构，缩减智驾的人员规模。

智驾迭代速度将成影响车企估值的重要因子。华为 ADS3.0 率先实现车位到车位无图领航，其基础版智驾下沉至 20 万元以下；小鹏发布纯视觉的高阶智驾方案，并将下探至 15 万元级别车型；理想端到端+视觉语言模型方案已开启测试；极氪 2025 款 001 切换自研智驾方案；长城推出蓝山智驾版高阶智驾功能。我们判断当智驾体验达到一定程度时，智驾可能会成为影响购车者决策的重要因素之一，此外智能驾驶的领先可能带来新的商业模式以及新的盈利来源，这使得在智驾领域领先的车企将享受更高的估值水平。

投资建议：整车方面，高端增程 SUV 发展势头好，推荐理想汽车；20-30 万更易打造爆款纯电车型，建议关注小米集团；看好华为智能车业务的发展潜力，推荐长安汽车、建议关注赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷；看好越野品类的高壁垒以及海外

本土化运营较好的车企，推荐长城汽车。零部件方面，看好产业链话语权强、盈利稳健的公司，推荐福耀玻璃、中鼎股份。

五、风险提示

- 1) 宏观经济恢复不达预期，对汽车消费可能形成负面影响
- 2) 国内汽车市场竞争日趋激烈，汽车价格体系可能不稳定，车企下半年盈利依然承压；
- 3) 海外出口情况地缘政治、汇率等因素扰动，销量和盈利表现可能不及预期；
- 4) 汽车“以旧换新”政策刺激效果不达预期。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层