

# 特斯拉稳健增长，新势力经营改善，全面加码智能化

## --特斯拉及新势力车企专题

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1月2日

- ◆ **总结：**1) 销量端看，24Q3特斯拉销量稳健，新势力普遍高增，其中小鹏、零跑受益新车型驱动，环比增长亮眼。2) 单车数据来看，盈利普遍改善，其中特斯拉单车净利环增33%超预期，零跑减亏幅度超预期。3) 特斯拉及新势力25年为新车型周期大年，其中特斯拉我们预计25年销量增20%-30%，新势力25年目标高增。4) 智能化进展加速，特斯拉端到端已被证明成功，FSD13进一步提升两次接管间里程，25年有望看到FSD引入中国/欧洲。新势力中，理想端到端大模型有望进一步优化，蔚来、小鹏纯视觉及端到端方案加速优化，极氪、零跑加速追赶。
- ◆ **特斯拉Q3毛利率超预期，新车周期在即。**公司24Q3营收251.8亿美元，同环比+8%/-1%，毛利率19.84%，同环比+2pct/+2pct；非GAAP净利润25.1亿美元，同环比+8%/+38%。汽车及储能盈利水平均超预期，单车成本下降、FSD收入同比增长及积分收入增加等有所贡献。
- ◆ **蔚来Q3业绩符合预期，乐道新车起量明显。**蔚来24Q3营收186.74亿元，同环比-2%/+7%，毛利率为10.7%，同环比+3pct/+1pct。归母净利润为-50.6亿元，同比亏损扩大11%，环比持平。汽车业务收入稳定，毛利率环比微增。新车型ET9即将量产交付，蔚来第三品牌萤火虫定位精品紧凑级车将于25年上半年交付，同时乐道L60正在提升产能以支持销量增长。
- ◆ **理想Q3业绩整体符合预期，毛利率表现亮眼。**理想24Q3营收429亿元，同环比+23.6%/+35.3%，毛利率21.5%，同环比-0.5pct/+2.0pct，归母净利润28.14亿元，同环比-0.3%/+155.4%，其中税费返还贡献约15亿元利润。
- ◆ **小鹏Q3毛利率超预期，营收及净利润符合预期。**小鹏24Q3营收101亿元，同环比+18%/+25%，毛利率15.2%，同环比+17.9pct/+1.2pct；归母净利润-18.1亿元，同环比-53.49%/+40.71%。
- ◆ **极氪Q3营收符合预期，毛利率基本持平。**24Q3营收184亿元，同环比+31%/-8%，毛利率为16%，环比-0.9pct，24Q3归母净利-12.15亿元，同比减亏18%，环比减亏30%。吉利控股完成极氪与领克股权优化，极氪持领克51%股份，预计协同降低成本提效率。
- ◆ **零跑Q3量价齐升，营收同环比大幅增长。**Q3实现销量8.4万辆，同环比+89%/+57%；其中C16于Q3开启规模交付，交付占比环比+20pct，公司整体ASP随之提升至11.8万元，环比+17%。公司24年超额完成25万目标，加速全球化布局，首款全球化车型B10亮相巴黎车展。
- ◆ **投资建议：**行业需求超预期，11-12月淡季不淡，25年需求上修至30%+增长，当前估值盈利底部，龙头技术创新、成本优势突出，盈利率先恢复，供需反转在即，强烈看好。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），其次看好（璞泰来、新宙邦、天奈科技、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、龙蟠科技、中科电气）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）等。
- ◆ **风险提示：**价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑。

- 总结：特斯拉稳健增长，新势力经营改善，全面加码智能化
- 特斯拉：Q3毛利率超预期，新车周期在即
- 蔚来：Q3业绩符合预期，乐道新车起量明显
- 理想：Q3业绩整体符合预期，毛利率表现亮眼。
- 小鹏：Q3毛利率超预期，P7i订单增量显著
- 极氪：Q3业绩符合预期，毛利率维持稳定
- 零跑：Q3业绩超预期，全球化持续推进
- 投资建议与风险提示

**总结：特斯拉稳健增长，新势力经营改善，全面加码智能化**

# 总结：新势力Q3销量普遍恢复，25年销量目标较高

- ◆ **Q3销量来看，理想、小鹏、零跑增速亮眼，特斯拉较平淡。**理想Q3销量15.4万辆，同环比+46%/+42%，小鹏Q3销量4.7万辆，同环比+16%/+54%，受益P7i及Mona交付起量，环比显著增长，零跑销量8.4万辆，同环比+89%/+57%，受益C16起量。24年度销量来看，零跑11月已提前完成24年25万辆销量目标，有望冲刺30万辆，其余车企截止11月均达成度较高。特斯拉24Q3销量46.3万辆，同环比+6%/+4%，我们预计24年销量约180万辆，同比持平。
- ◆ **25年新势力销量目标较高，特斯拉恢复增长。**受益FSD进步推动及低价新车型发布，我们预计特斯拉25年销量同增20%-30%至216-234万辆。新势力中，理想目标25年销量同增40%，极氪目标25年销量32万辆同增44%，其余新势力均设置销量70%-100%增长的目标。

图：分车企销量及25年目标（万辆）

	24Q3销量	同比	环比	24年销量	25年销量目标	25年同比
特斯拉	46.3	6%	4%	180	216-234	20%-30%
蔚来	6.2	14%	8%	22.2	44	98%
理想	15.4	46%	42%	50.1	70	40%
小鹏	4.7	16%	54%	19	36	89%
极氪	5.5	55%	~0%	22.2	32	44%
零跑	8.4	89%	57%	29.4	50	70%

# 总结：新势力产品线进一步丰富，部分车型有望成为爆款

## ◆ 新势力25年新车型进一步丰富，部分车型有望成为爆款：

- 1) 特斯拉：25年发布2.5万美元低价车型
- 2) 蔚来：乐道品牌25年目标月销2万辆，将发布第二和第三款SUV，萤火虫精品小车贡献额外增量
- 3) 理想：纯电系列3款SUV将发布
- 4) 小鹏：P7+已成爆款，25年走量车型将新增Mona品牌第二款车型
- 5) 极氪：001/007基本盘稳定，极氪7X成爆款，25年产品序列进一步扩充
- 6) 零跑：高端化发力，首款B级车B10已发布，25年预计再发3款

图：新车型梳理

	新车型梳理
特斯拉	25年Semi量产、2.5万美元新车型、Roadster，26年Cybercab
蔚来	ET9、现有产品线切换800V NT3.0平台、乐道第2/3款车型、萤火虫
理想	纯电系列3款SUV
小鹏	P7+、Mona第二款车型、G9/G6改款，25年产品线达到10款车型
极氪	Mix、3款SUV、007旅行版和1款大型MPV
零跑	全新B系列，首款为B10，2025年还有3款

# 总结：单车价格趋势向下，毛利水平触底回升

- ◆ **24Q3单车均价普降。**24Q3特斯拉、蔚来、理想单车均价环比小幅下滑，小鹏环降16%，主要系销量增量来自Mona拉低均价，极氪均价环比增7%，零跑单价环增17%，系高价车型C16放量带动。
- ◆ **盈利水平普遍好转。**24Q3特斯拉及新势力车企单车毛利普遍环比提升，其中特斯拉单车毛利0.7万美元/辆，环增17%亮眼，零跑单车毛利环增240%至0.95万元/辆大超预期。蔚来、理想单车毛利小幅改善，小鹏环增13%，极氪环增18%。费用端，除蔚来以外车企单车费用均有明显下降，带动单车净利改善较毛利更显著，其中特斯拉24Q3单车归母净利0.54万美元/辆，环增30%+，小鹏、极氪、零跑均大幅减亏。

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
<b>单车收入</b>	<b>4.2</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>12</b>
环比	-2%	-1%	-4%	-16%	7%	17%
<b>单车成本</b>	<b>3.5</b>	<b>23</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>11</b>
环比	-5%	-2%	-6%	-18%	5%	11%
<b>单车毛利</b>	<b>0.69</b>	<b>3.5</b>	<b>5.6</b>	<b>1.6</b>	<b>4.1</b>	<b>0.95</b>
环比	17%	6%	7%	13%	18%	240%
<b>单车研发费用</b>	<b>0.3</b>	<b>5.4</b>	<b>1.6</b>	<b>3.1</b>	<b>4.1</b>	<b>0.66</b>
环比	2%	7%	-39%	-25%	-13%	-4%
<b>单车销售管理费用</b>	<b>0.26</b>	<b>6.6</b>	<b>2.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.6</b>	<b>0.76</b>
环比	-10%	1%	-15%	-30%	-25%	-1%
<b>单车归母净利</b>	<b>0.54</b>	<b>-8</b>	<b>1.8</b>	<b>-3.9</b>	<b>-2.2</b>	<b>-0.8</b>

- ◆ **特斯拉端到端路线已被证明成功，国内车企跟随。** 特斯拉V12开始应用端到端大模型，数据感知为输入端，跨过预测和规划决策，直接输出执行端指令，规则驱动转为数据驱动，V12.5的两次接管里程达到50+英里，FSD V13预计再提高5-6倍，即将全面推送。国内新势力中，理想为完全端到端，25年有望进一步优化表现；小鹏在端到端基础上，为了适配不同车型，额外配置执行小模型，25年将发力无图NOA能力及自研芯片；蔚来硬件4 Orin车端算力领先，端到端25H1有望落地。极氪、零跑25年加速追赶。

图：25年分车企智能化规划

	智能化25年战略
特斯拉	美国推送FSD V13，Robotaxi德州/加州年底前投放，中国/欧洲引入FSD
蔚来	加速追赶城市无图NOA能力，发展乐道无激光雷达纯视觉方案，端到端年内推送
理想	优化城市无图NOA能力，端到端大模型进一步训练
小鹏	优化城市无图NOA能力，研发自产图灵芯片
极氪	加速追赶城市无图NOA能力，存量车型Mobileye方案进一步优化
零跑	加速追赶高速/城市无图NOA能力



**特斯拉：Q3毛利率超预期，新车周期在即**

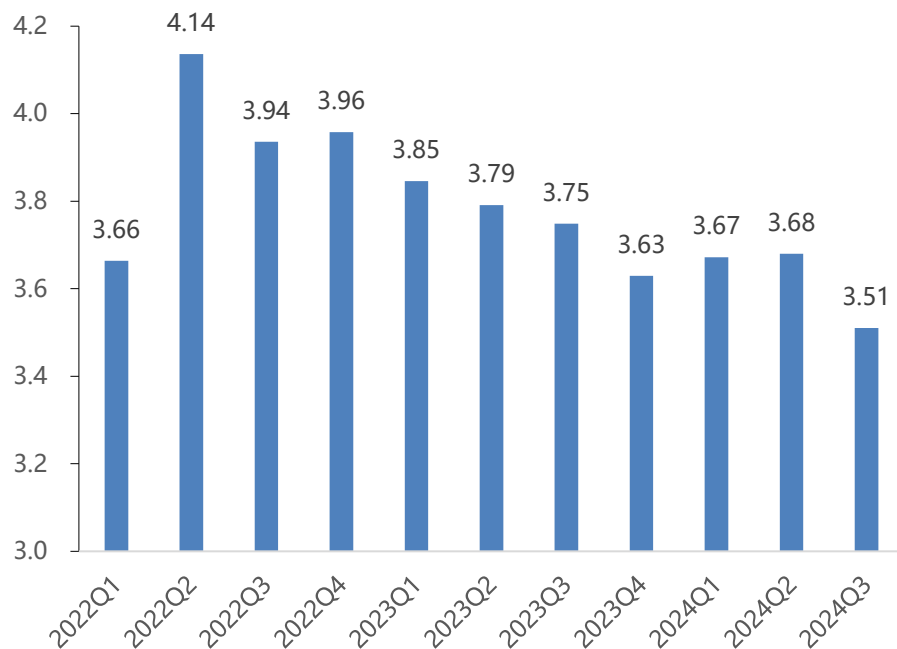
- ◆ **24Q3交付46.3万辆，同环比+6%/+4%**；其中，Model 3/Y交付44万辆，同环比+5%/+4.2%；Model S/X合计销2.3万辆，同环比+43.4%/+6.3%。2024年Q1-Q3特斯拉交付129.4万辆，同比-2.3%，其中Model3/Y交付123.2万辆，同比-3.6%，ModelS/X交付6.1万辆，同比+34%。Q3产量47万辆，同环比+9%/+14%，期末库存13.0万辆。2024年Q1-Q3特斯拉产量131.4万辆，同比-2.7%，其中Model3/Y产量124.3万辆，同比-4.3%，ModelS/X产量7.1万辆，同比+35.7%。
- ◆ **24年预计销量同比持平，25年有望增20%-30%**：我们预计公司24年销量180万辆，同比持平，25年受益廉价新车型发布及FSD更新驱动，销量有望同增20%-30%至216-234万辆。

图：特斯拉季度产销量（辆）

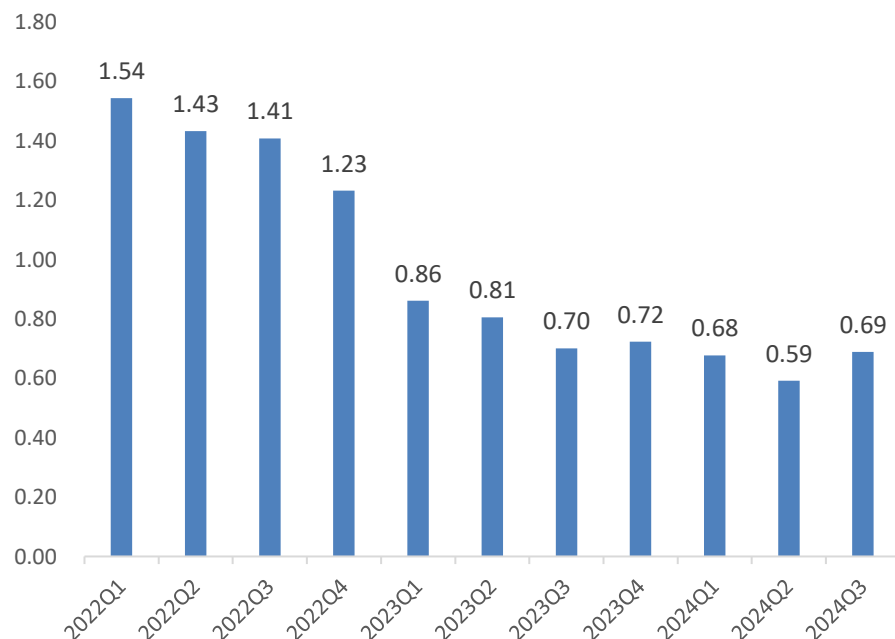
销量：辆	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
Model3/Y	412,180	446,915	419,074	461,538	369,783	422,405	439,975	1,232,163
-环比	6.2%	8.4%	-6.2%	10.1%	-19.9%	14.2%	4.2%	-
-同比	39.6%	87.4%	28.9%	18.9%	-10.3%	-5.5%	5.0%	-3.6%
Model S/X	10,695	19,225	15,985	22,969	17,027	21,551	22,915	61,493
-环比	-37.6%	79.8%	-16.9%	43.7%	-25.9%	26.6%	6.3%	-
-同比	-27.4%	19.0%	-14.4%	34.0%	59.2%	12.1%	43.4%	34.0%
<b>销量总计</b>	<b>422,875</b>	<b>466,140</b>	<b>435,059</b>	<b>484,507</b>	<b>386,810</b>	<b>443,956</b>	<b>462,890</b>	<b>1,293,656</b>
总销量环比	4.3%	10.2%	-6.7%	11.4%	-20.2%	14.8%	4.3%	-
总销量同比	36.4%	83.0%	26.5%	19.5%	-8.5%	-4.8%	6.4%	-2.3%
产量：辆	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
Model3/Y	421,371	460,211	416,800	476,777	412,376	386,576	443,668	1,242,620
-环比	0.5%	9.2%	-9.4%	14.4%	-13.5%	-6.3%	14.8%	-
-同比	44.7%	90.0%	20.5%	13.8%	-2.1%	-16.0%	6.4%	-4.3%
Model S/X	19,437	19,489	13,688	18,212	20,995	24,255	26,128	71,378
-环比	-5.7%	0.3%	-29.8%	33.1%	15.3%	15.5%	7.7%	-
-同比	36.7%	18.8%	-31.3%	-11.6%	8.0%	24.5%	90.9%	35.7%
<b>产量总计</b>	<b>440,808</b>	<b>479,700</b>	<b>430,488</b>	<b>494,989</b>	<b>433,371</b>	<b>410,831</b>	<b>469,796</b>	<b>1,313,998</b>
总产量环比	0.3%	8.8%	-10.3%	15.0%	-12.4%	-5.2%	14.4%	-
总产量同比	44.3%	85.5%	17.6%	12.6%	-1.7%	-14.4%	9.1%	-2.7%

- ◆ **24Q3单车售价持续下降。** 24Q3单车售价（除去租赁和积分收入影响）4.20万美元/辆，同环比-6%/-2%。
- ◆ **降本措施持续发力，Q3单车毛利改善明显。** 24Q3单车成本3.51万美元/辆，同环比-6%/-5%，扣除积分影响，单车毛利为0.69万美元/辆，同环比-1%/+17%。24Q3单车净利0.54万美元/辆，同比微增，环增33%。

图：特斯拉单车成本（万美元，除去租赁和积分影响）

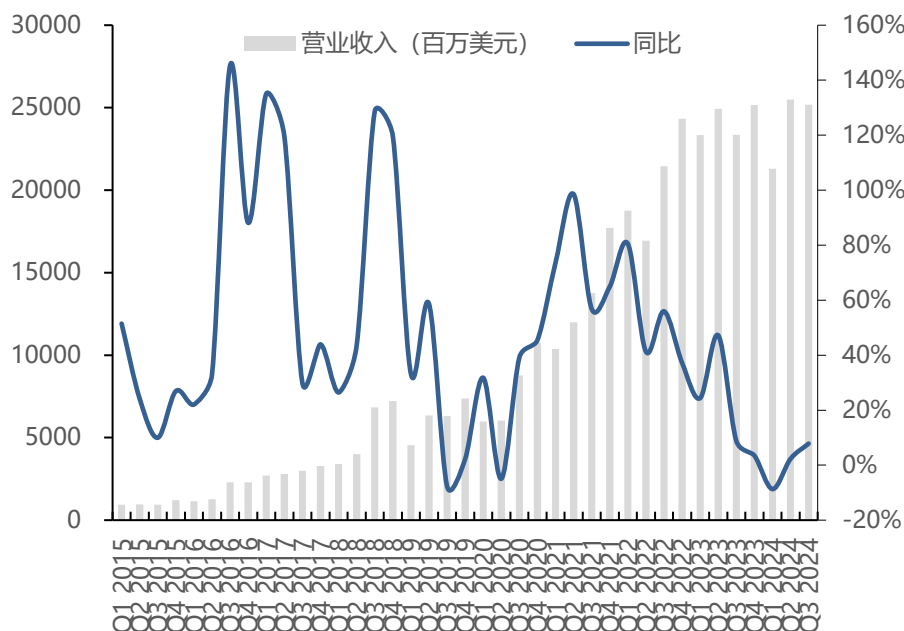


图：特斯拉单车毛利（万美元，除去租赁和积分影响）

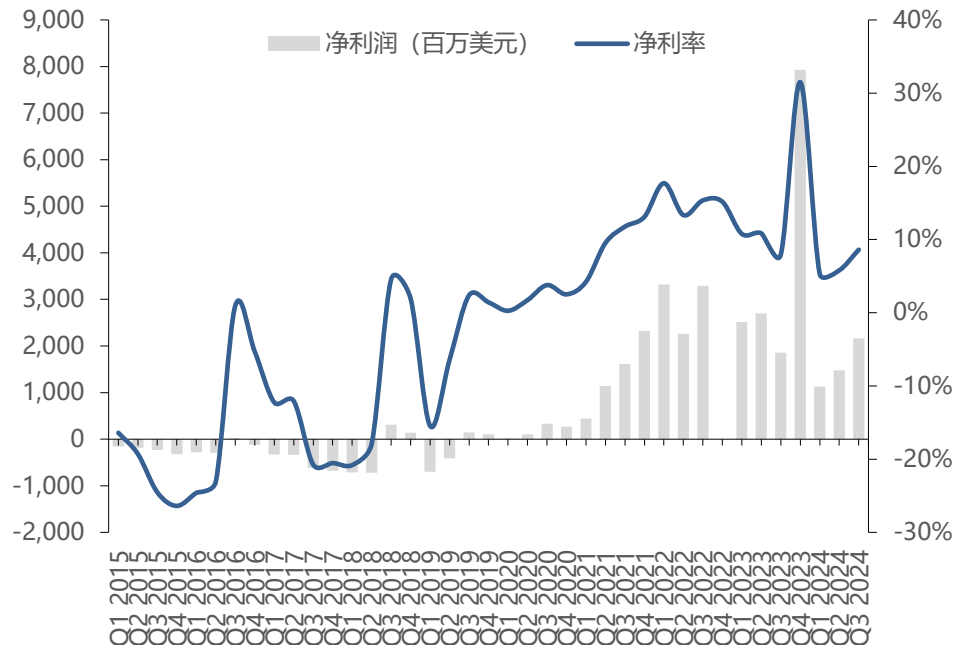


- ◆ **Q3营收同环比+8%/-1%，毛利率环比增加2pct。** 公司24Q3营收251.8亿美元，同环比+8%/-1%，毛利率19.84%，同环比+2pct/+2pct；非GAAP净利润25.1亿美元，同环比+8%/+38%，非GAAP净利率10%；24年Q1-Q3公司营收719.8亿美元，同比+1%，毛利率18.44%，非GAAP净利润58.5亿美元，同比-30%。

图：特斯拉季度营收（百万美元）及同比（右轴）

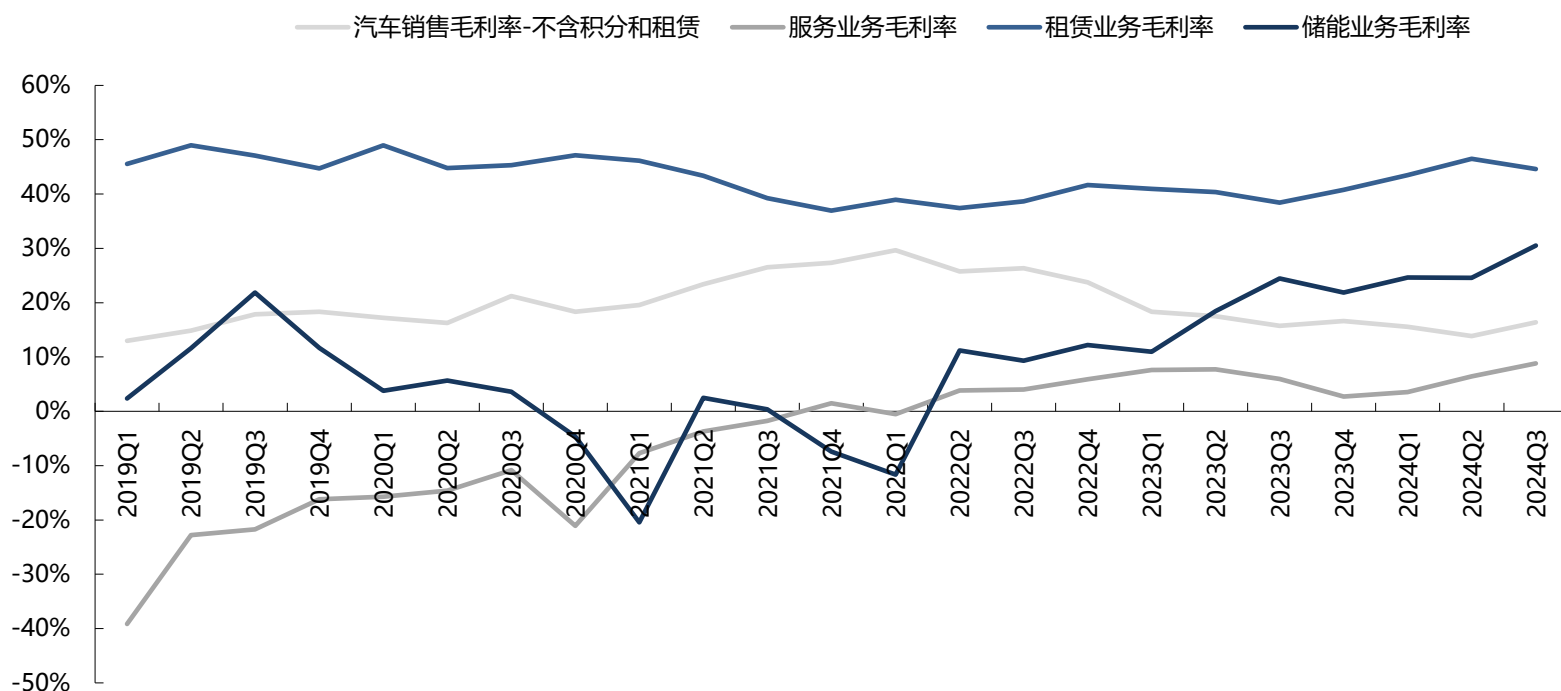


图：特斯拉季度净利润（百万美元）及净利率（右轴）



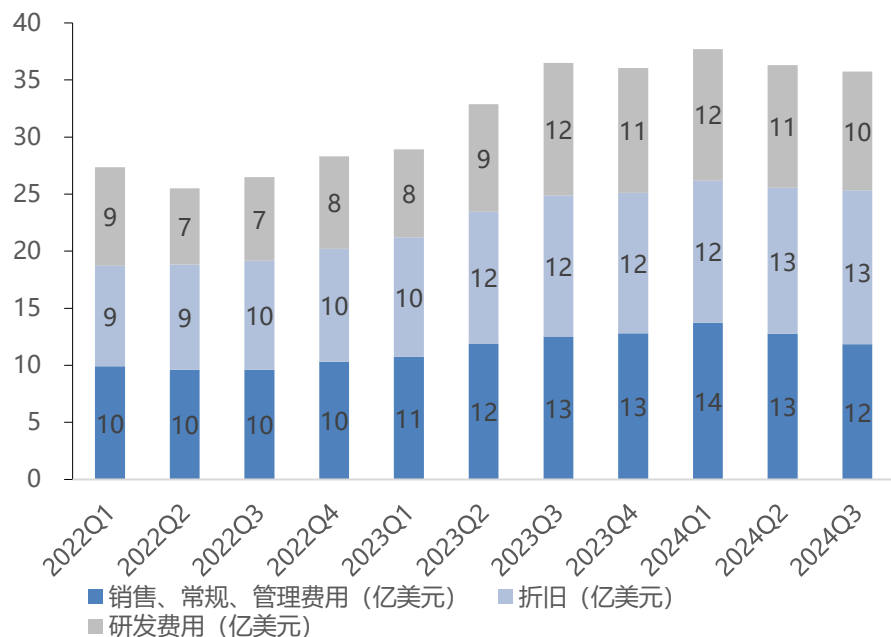
- ◆ **汽车业务毛利下滑，储能业务带来增长新动能。** 汽车业务24Q3收入200.2亿美元，同环比+2%/1%。其中汽车销售收入188.3亿美元，同环比+1%/+1%，扣除积分及租赁后毛利率16.4%，同环比+0.65pct/+2.54pct；汽车租赁业务收入4.5亿美元，同环比-9%/-3%，毛利率44.6%。储能业务收入23.8亿美元，同环比+52%/-21%，储能业务毛利率30.5%，同环比+6.1pct/+5.9pct。

图：特斯拉分业务毛利率



- ◆ **Q3费用端同环比改善明显。** 24Q3单季度研发费用10.39亿美元，同环比-10.5%/-3.3%，研发费用率5.5%。Q3销售、管理等常规费用合计11.86亿美元，同环比5.3%/-7.1%，管理费用率6.3%。24Q3折旧13.48亿美元，同环比+9.1%/+5.5%。
- ◆ **单车研发费用及折旧稳定，销售费用下降明显。** 24Q3单车研发费用0.3万美元/辆，同环比+1.7%/+2%；单车折旧0.3万美元/辆，同环比+1.7%/+2%；单车销售、管理等费用0.26万美元/辆，同环比-11.8%/-10.2%。

图：特斯拉季度费用情况

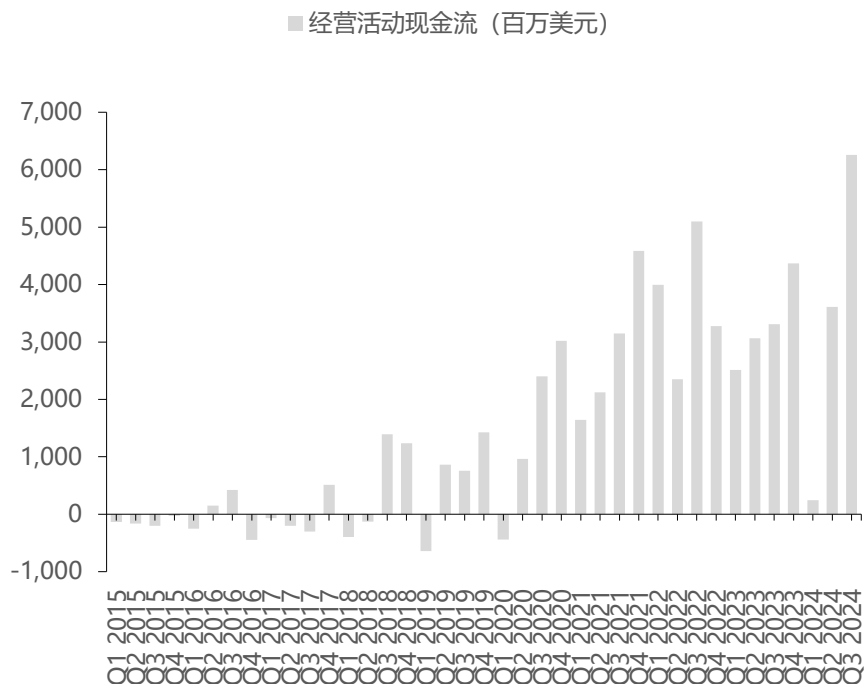


图：特斯拉分季度费用率

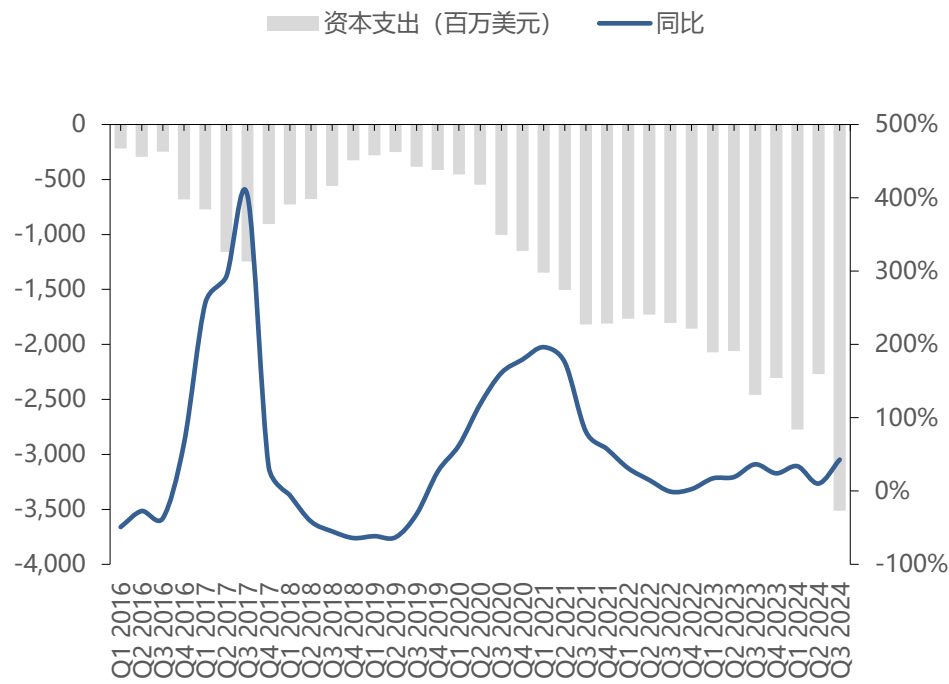


- ◆ **Q3经营性现金流提升明显，资本开支维持增长。** 24Q3经营性现金流62.55亿美元，同环比+89%/+73%；资本开支为35.13亿美元，同环比+55%/+43%。24Q3自由现金流27.42亿美元，同环比+223%/+104%。

图：特斯拉季度经营现金流（百万美元）



图：特斯拉季度资本支出（百万美元）及同比（右轴）



- ◆ **储能装机6.9gwh，毛利率提升至30%+**。24Q3储能业务收入23.8亿美元，同增52%，环降21%，毛利率30.5%，环比大幅提升6pct。Q3储能电池出货6.9gwh，同增73%维持高增长，环比下降系项目结构导致，Q3单价0.34美元/wh，前三季度装机20.4GWh，当前加州40GWh产能满产满销，上海工厂20GWh预计25年Q1投产，我们预计24年出货30-40GWh，同比翻倍以上增长，25年有望进一步高增长。

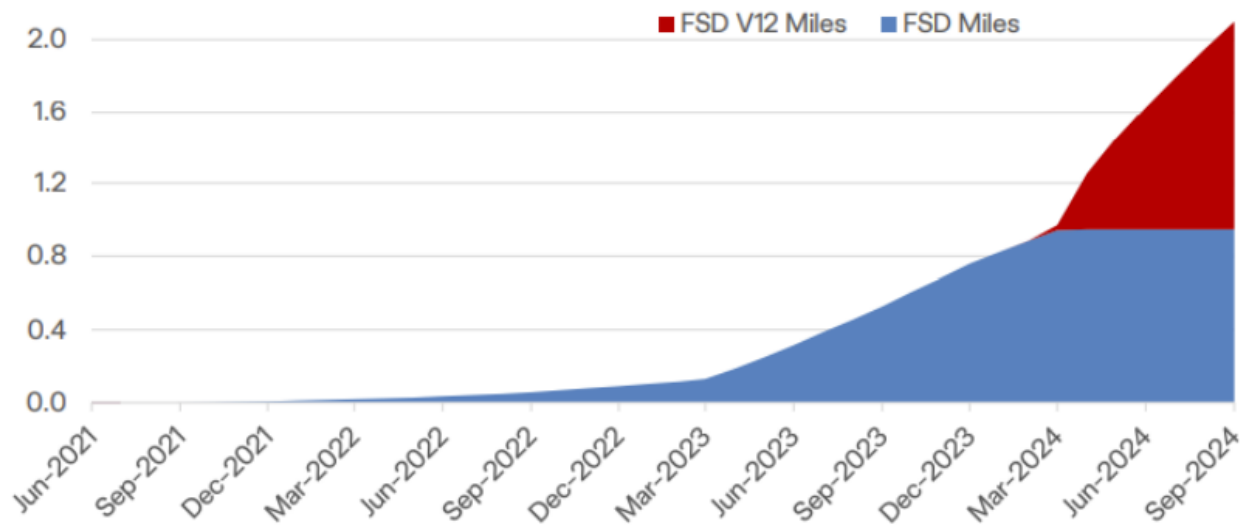
图：特斯拉储能业务业绩

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q1-3
储能	收入 (亿美元)	15.3	15.1	15.6	14.4	16.4	30.1	23.8	70.3
	-同比	148%	74%	40%	10%	7%	100%	52%	53%
	-环比	17%	-1%	3%	-8%	14%	84%	-21%	-
	收入占比	7%	6%	7%	6%	8%	12%	9%	10%
	成本 (亿美元)	13.6	12.3	11.8	11.2	12.3	22.7	16.5	51.6
	毛利率	11.0%	18.4%	24.4%	21.8%	24.6%	24.6%	30.5%	26.6%
	太阳能装机 (MW)	67	66	49	41	-	-	-	-
	储能装机 (MWh)	3889	3653	3980	3202	4053	9400	6900	20353
	-同比	360%	222%	90%	30%	4%	157%	73%	77%
	-环比	58%	-6%	9%	-20%	27%	132%	-27%	-
	单价 (美元/wh)	0.39	0.41	0.39	0.45	0.40	0.32	0.34	0.35
	-环比	-26%	5%	-5%	15%	-10%	-21%	7%	-



- ◆ **FSD端到端进步显著**：公司端到端解决方案为FSDV12版本推送，由数据感知的输入直接跨过预测和规划决策，输出为执行端指令，规则驱动转为数据驱动，不依赖算法工程师的能力而转为依赖数据的保有数量和质量。Q3发布FSD V12.5，并发布智能召唤功能，做到了 50+ 英里/次且首次在高速公路中实现端到端神经网络落地。FSD V13即将全面推送，预计较12.5两次接管间的里程数提高5-6倍，25年1月有望开始看到FSD端到端的优化及硬件的提升。25年中国/欧洲有望看到监管层面FSD进展。
- ◆ **Robotaxi 25年德州/加州率先落地**：Robotaxi25年会率先在德州推出，加州有望25年底前推出
- ◆ **公司算力储备丰厚，AI训练加速**：根据特斯拉2024Q3季度财务报表，特斯拉人工智能训练能力斜率加速提升，截至2024年9月特斯拉人工智能训练能力已达60000+片H100等效GPU，预计2024年底可达到约80000片H100等效GPU，24Q3 AI训练的计算量增长超过75%。且在德州提前部署了2.9万张英伟达H100芯片构成的集群，预计到10月底将拥有5万张H100产能

图：特斯拉FSD累计里程数（十亿英里）



- ◆ **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。我们预计24年销量仍将实现增长，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。

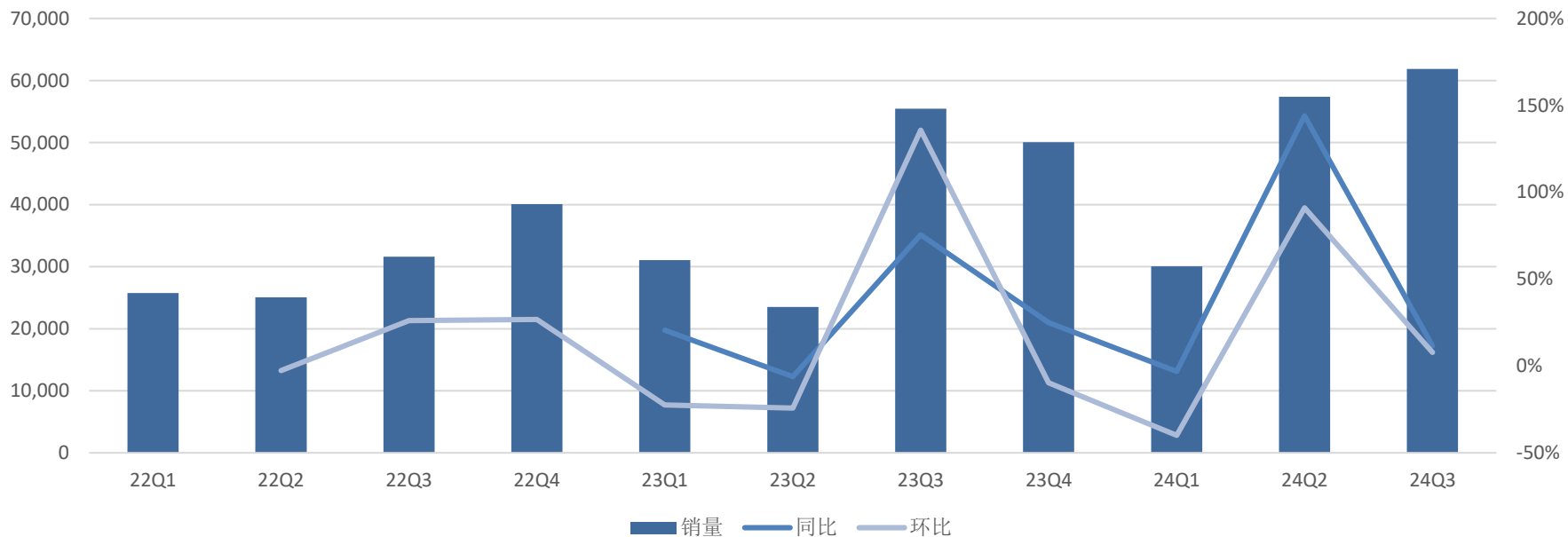
图：特斯拉Cybercab



**蔚来：Q3业绩符合预期，乐道新车起量明显**

- ◆ **24Q3交付6.2万辆，同环比+14%/+8%**；公司24Q3交付6.2万辆，同增14%，环增8%，Q1-Q3累计交付14.9万辆，同增36%。
- ◆ **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年公司目标交付44万辆，同比接近翻番增长，其中目标蔚来销量20万辆，乐道销量24万辆。

图：蔚来季度销量（辆）及同环比（右轴）



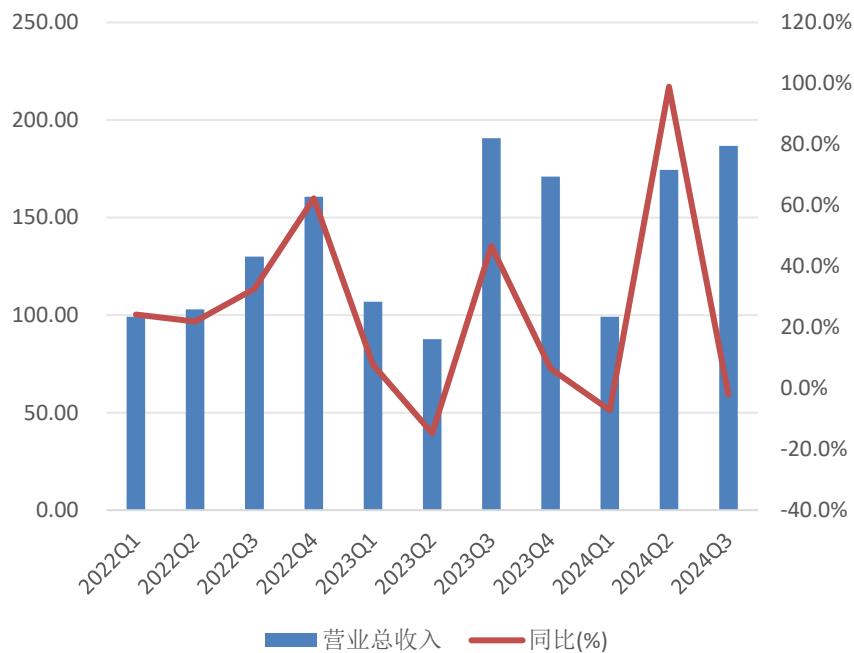
- ◆ **24Q3单车售价环比持平微降。** 24Q3单车售价27万元/辆，同环比-14%/-1%。Q4随乐道开始集中交付，单车售价我们预计将明显下降。
- ◆ **降本措施持续发力，Q3单车毛利略微改善，费用稳定。** 24Q3单车成本23万元/辆，同环比-16%/-2%，单车毛利为4万元/辆，同环比+2%/+6%。24Q3单车归母亏损8万元/辆，同比持平，环比收窄7%。

图：蔚来单车数据

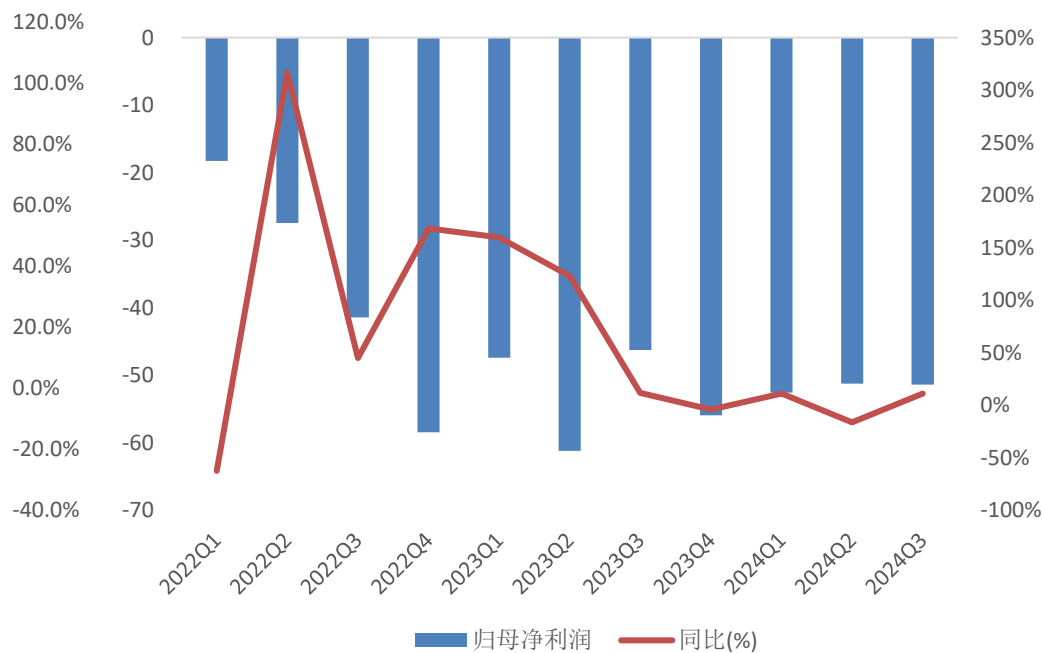
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
销量合计 (辆)	31,041	23,520	55,432	50,045	30,053	57,373	61,855
环比	-22%	-24%	136%	-10%	-40%	91%	8%
单车收入 (万元/辆)	30	31	31	31	28	27	27
单车成本 (万元/辆)	28	29	28	27	25	24	23
单车毛利 (万元/辆)	2	2	3	4	3	3	4
研发费用 (万元/辆)	10	14	5	8	10	5	5
销售管理费用 (万元/辆)	8	12	7	8	10	7	7
单车归母净利 (万元/辆)	(15)	(26)	(8)	(11)	(17)	(9)	(8)

- ◆ **Q3营收符合预期，毛利率有所下滑。** 蔚来24Q3营收186.74亿元，同环比-2%/+7%，毛利率为10.7%，同环比+3pct/+1pct。归母净利润为-50.6亿元，同比亏损扩大11%，环比持平。
- ◆ **汽车业务收入稳定，毛利率环比微增。** 汽车销售业务24Q3收入166.98亿元，同环比-4%/+6%，毛利率13.1%，同环比+1pct/+2pct。Q3服务及其他业务收入19.76亿元，同环比+19%/+12%，毛利率-8.8%，同环比+15pct/+3pct。

图：蔚来季度营收（亿元）及同比（右轴）

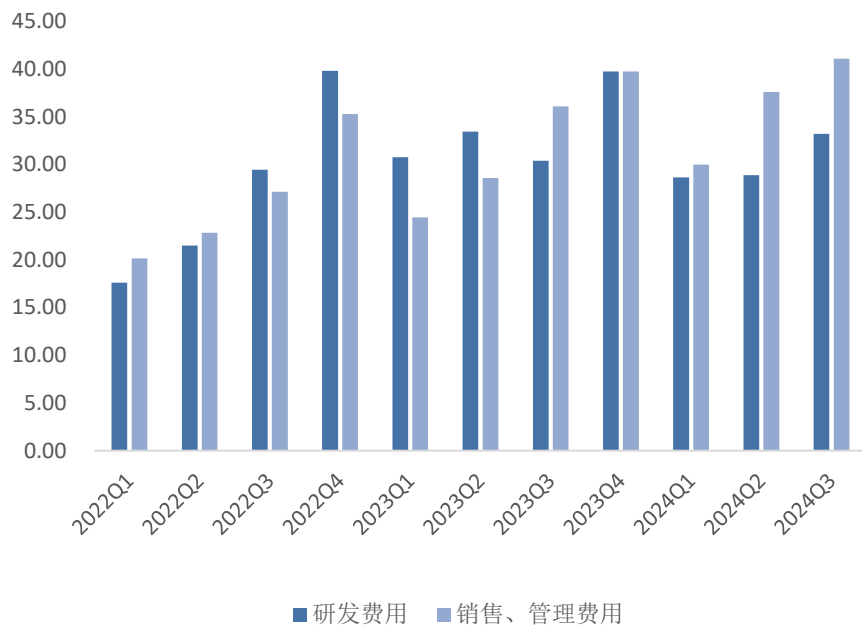


图：蔚来季度归母净利润（亿元）及同比（右轴）

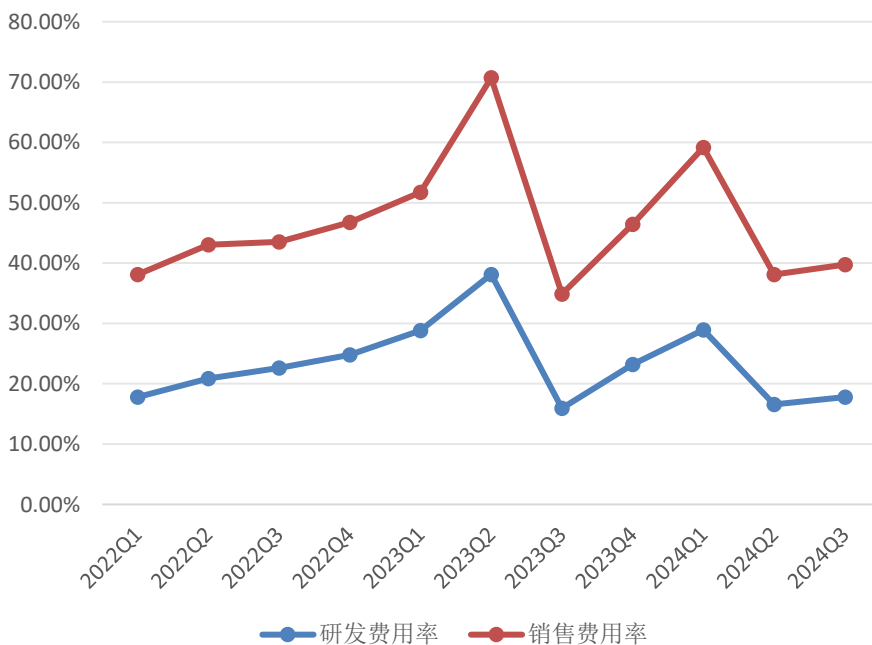


◆ **研发投入持续加码，销售管理费用同环比上行。** 24Q3研发费用33.19亿元，同环比+9%/+3%，研发费用率为18%，同环比+1.9pct/+1.2pct。销售管理费用41.09亿元，同环比+14%/+9%，销售管理费用率22%，销售管理费用率同环比+3pct/+0.5pct。

图：蔚来季度费用（亿元）



图：蔚来季度费用率



- ◆ **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。

图：蔚来自动驾驶配置





- ◆ **24年销量目标22万辆+**，同增近40%。蔚来四季度交付指引为7.2万台至7.5万台，同比增长43.9%至49.9%；四季度营收指引为196.8亿元至203.8亿元，同比增长15.0%至19.2%。
- ◆ **新车型起量在即，支撑25年销量进一步增长**。ET9正在进行量产前的最后测试和准备，预计明年3月开始交付。ET9汇集了蔚来领先的创新技术，将进一步巩固蔚来高端品牌形象。乐道L60正在提升供应链产能，公司预计24年12月产能将达到1万辆/月，25年3月将达到2万辆/月，第二款车型六座/七座旗舰SUV及第三款车大五座SUV将于25年发布。12月21日，蔚来第三品牌萤火虫首发，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：蔚来乐道L60



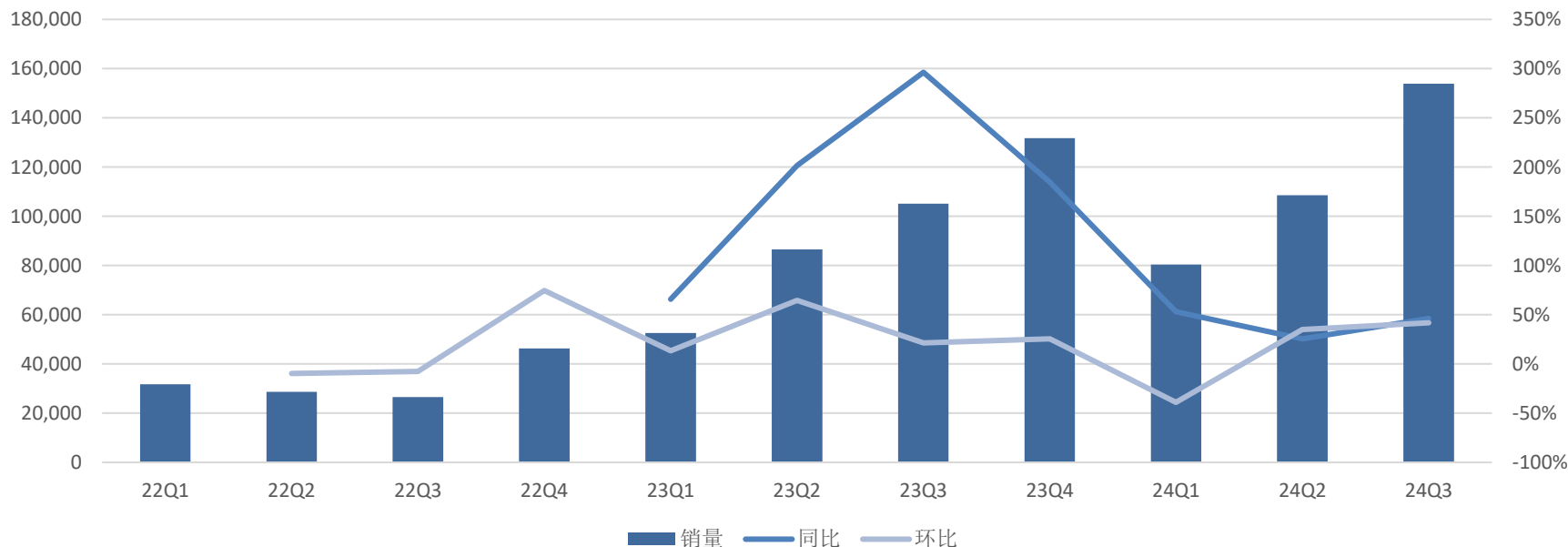
图：蔚来萤火虫



**理想：Q3业绩整体符合预期，毛利率表现亮眼。**

- ◆ **24Q3交付15.4万辆，同环比+46%/+42%**；公司24Q3交付15.4万辆，同增46%，环增42%，Q1-Q3累计交付34.3万辆，同增40%。
- ◆ **24年销量50万辆+，同增33%**。理想24年交付50.1万辆，同增33%，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）



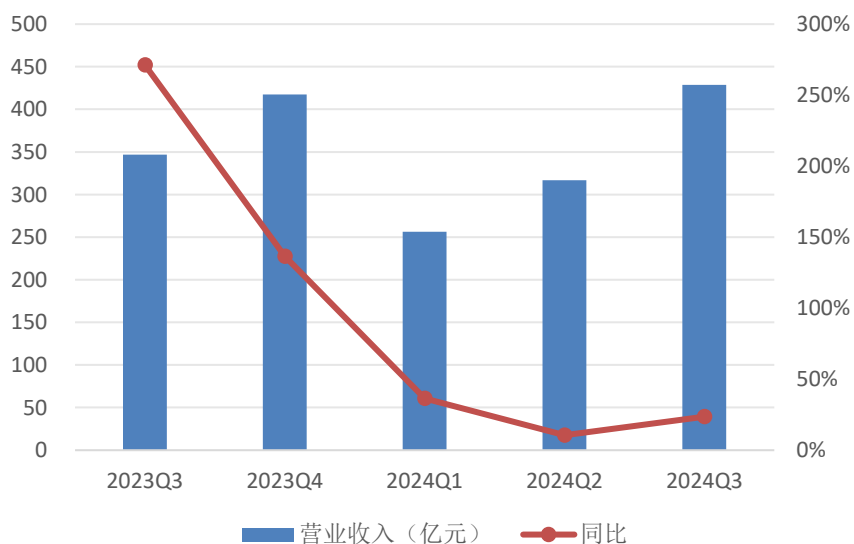
- ◆ **24Q3单车售价持续下降。**24Q3单车售价27万元/辆，同环比-16%/-4%。
- ◆ **降本措施持续发力，Q3单车毛利环比改善，费用显著下降。**24Q3单车成本21万元/辆，同环比-16%/-6%，单车毛利为5.6万元/辆，同环比-17%/+7%，单车研发费用1.6万元/辆，同环比-38%/-39%，单车销售管理费用2.1万元/辆，同环比-10%/-15%，24Q3单车归母净利润1.8万元/辆，同比-32%，环比+80%。

图：理想单车数据

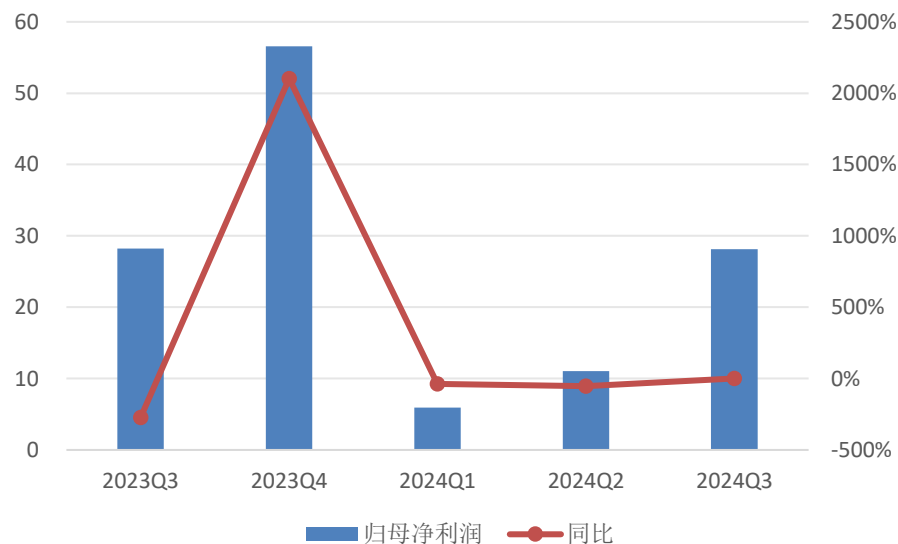
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
单车收入 (万元/辆)	34.9	32.3	32.0	30.6	30.2	27.9	26.9
单车成本 (万元/辆)	28.0	25.5	25.2	23.7	24.3	22.7	21.2
单车毛利 (万元/辆)	6.9	6.8	6.8	7.0	5.8	5.2	5.6
研发费用 (万元/辆)	3.4	2.7	2.6	2.6	3.6	2.7	1.6
销售管理费用 (万元/辆)	3.1	2.6	2.3	2.4	3.5	2.5	2.1
单车归母净利 (万元/辆)	1.8	2.7	2.7	4.3	0.7	1.0	1.8

- ◆ **Q3营收符合预期，毛利率环比改善。**理想24Q3营收428.74亿元，同环比+23.6%/+35.3%，毛利率21.52%，同环比-0.5pct/+2.0pct。归母净利润28.14亿元，同比持平微降，环比+155%。
- ◆ **Q3汽车销售收入环增36%，服务收入维持高增。**24Q3汽车销售收入413亿元，同环比+23%/+36%，毛利率20.9%，同环比-0.3pct/2.2pct。Q3服务及其他业务收入15.5亿元，同环比+46%/+14%，毛利率为36.9%，同环比-12pct/+2pct。

图：理想季度营收（亿元）及同比（右轴）

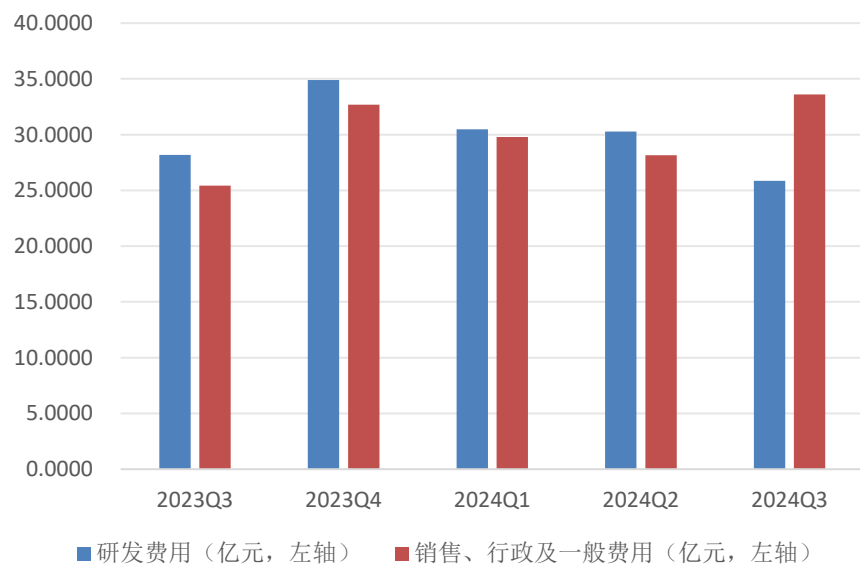


图：理想季度归母净利润（亿元）及同比（右轴）

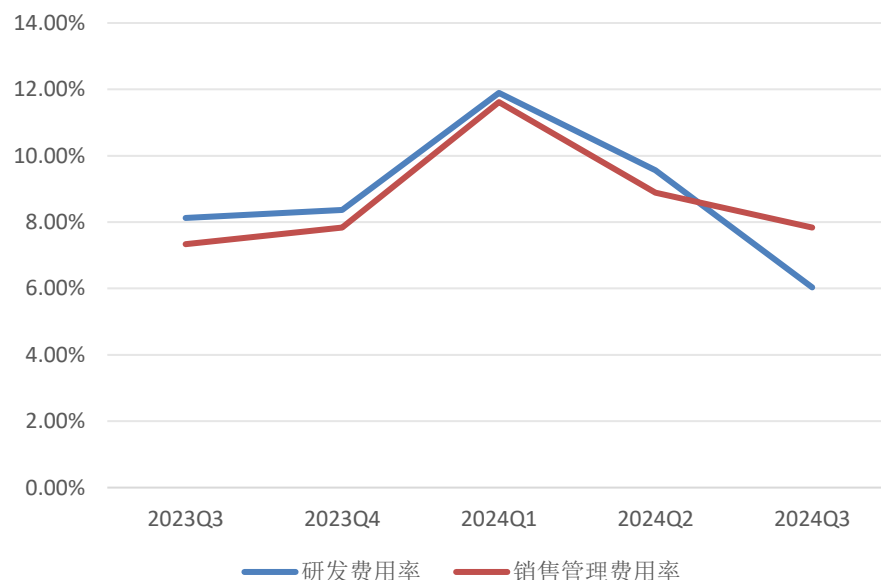


- ◆ **24Q3研发费用同环比下降，费用率显著下降。** 24Q3研发费用26亿元，同环比-8%/-15%，研发费用率6%，同环比-2pct/-4pct。销售管理费用34亿元，同环比+32%/+19%，销售管理费用率8%，同环比0.5pct/-1pct。24Q1-Q3研发费用87亿元，同比+22%，研发费用率9%，同比持平。销售管理费用92亿元，同比+41%，销售管理费用率9%，同比+1pct。

图：理想季度费用

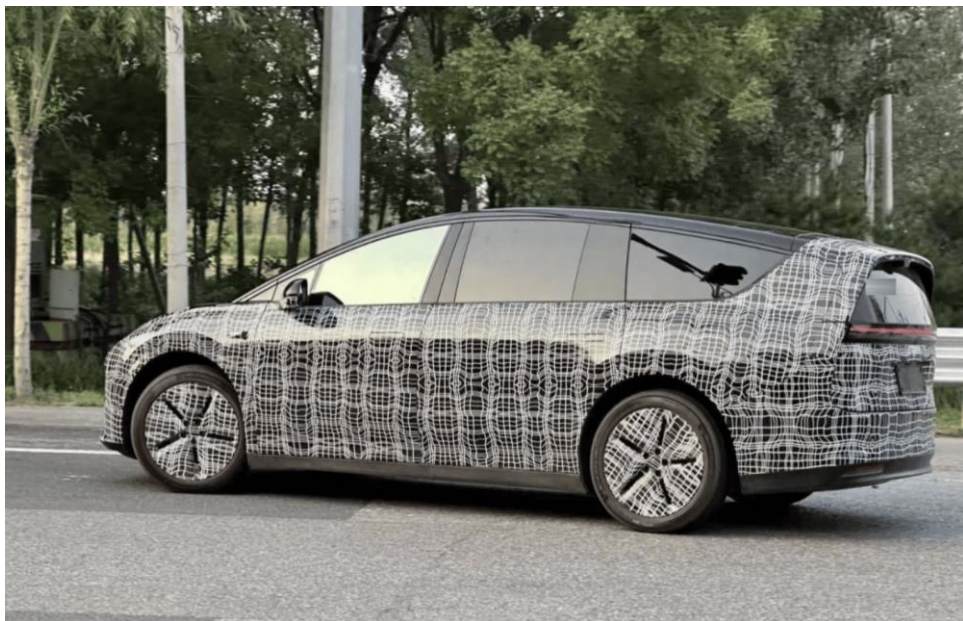


图：理想季度费用率



- ◆ **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。
- ◆ **25年发布纯电车型：**我们预计理想25年将发布三款纯电SUV，分别为中型SUV、六座中大型SUV、大型旗舰SUV，基于800V平台打造。
- ◆ **基础设施建设：**公司将扩大超充站布局，计划在2025年底前建设超过4000个充电站，覆盖全国主要城市、高速公路及自驾路线，以支持纯电车型的规模化普及。
- ◆ **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)。

图：理想25年纯电SUV测试车

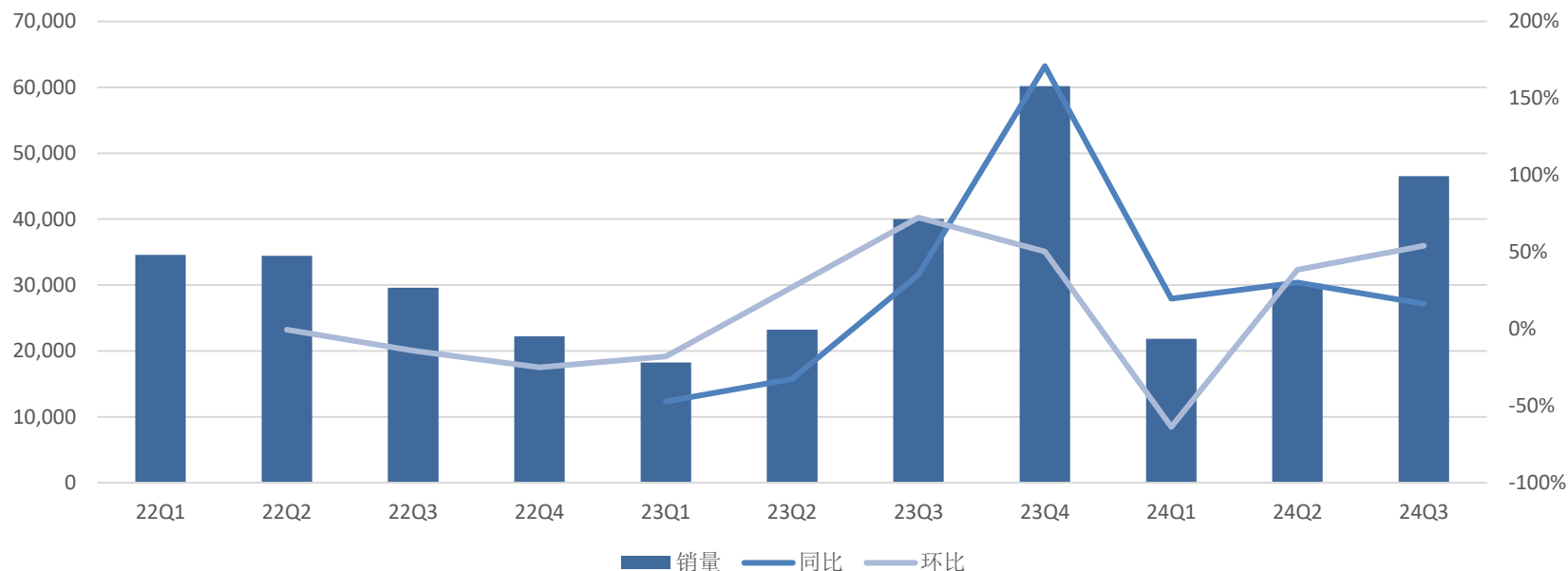


**小鹏：Q3毛利率超预期，P7i订单增量显著**



- ◆ **24Q3交付4.7万辆，同环比+16%/+54%**；公司24Q3交付4.7万辆，同增16%，环增54%，Q1-Q3累计交付9.9万辆，同增21%。
- ◆ **24年销量19万辆，同增34%**。公司24年销量19万辆，同增34%，25年公司目标交付36万辆，同比维持近90%的高增长。

图：小鹏季度销量（辆）及同环比（右轴）



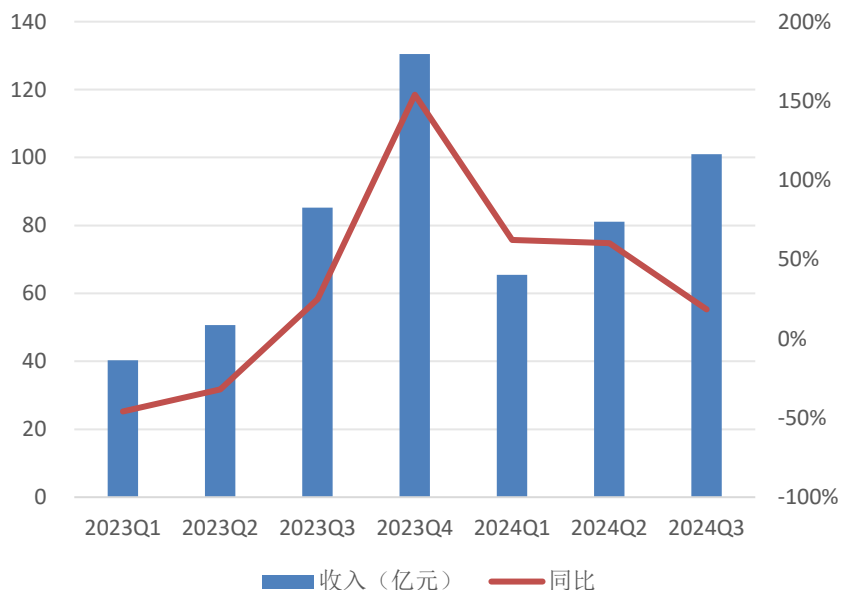
- ◆ **24Q3单车售价持续下降。** 24Q3单车售价19万元/辆，同环比-4%/-16%。随Mona及P7+起量，单车售价我们预计将进一步下降。
- ◆ **降本措施持续发力，Q3单车毛利改善，费用改善显著。** 24Q3单车成本17万元/辆，同环比-17%/-18%，单车毛利为1.6万元/辆，同比转正，环比+13%。24Q3单车销售管理费用3.1万元/辆，同环比-21%/-30%，单车研发费用3.1万元/辆，同环比+2%/-25%，24Q3单车归母亏损3.9万元/辆，同比扩损收窄60%，环比收窄9%。

图：小鹏单车数据

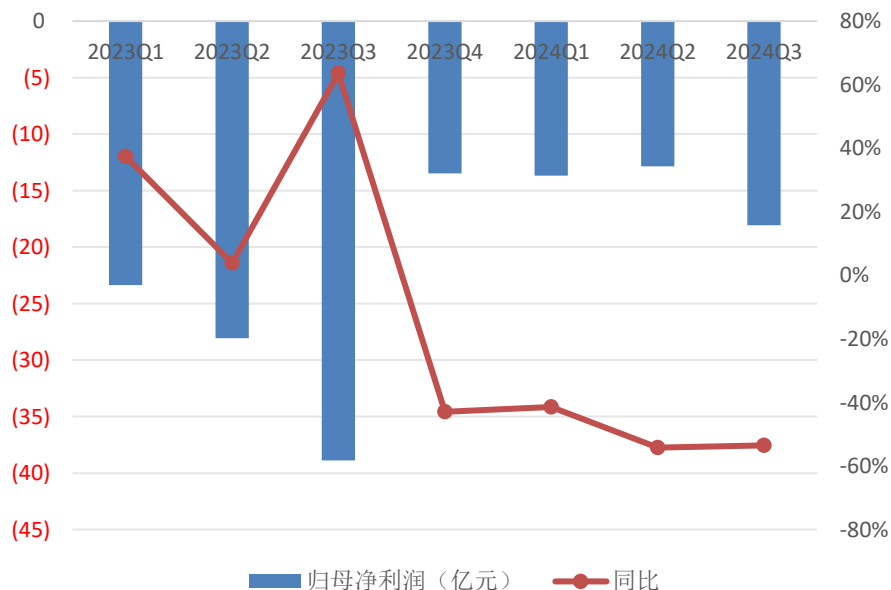
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
平均售价 (万元/辆)	19.3	19.1	19.6	20.3	25.4	22.6	18.9
平均成本 (万元/辆)	19.8	20.7	20.8	19.5	24.0	21.1	17.3
<b>平均毛利 (万元/辆)</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(1.6)</b>	<b>(1.2)</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.6</b>
销售管理费用 (万元/辆)	6.6	5.8	3.9	3.0	5.4	4.4	3.1
研发费用 (万元/辆)	6.2	5.1	3.0	2.0	5.2	4.1	3.1
<b>单车归母净利 (万元/辆)</b>	<b>(12.8)</b>	<b>(12.1)</b>	<b>(9.7)</b>	<b>(2.2)</b>	<b>(6.3)</b>	<b>(4.3)</b>	<b>(3.9)</b>

- ◆ **小鹏24Q3营收101亿元，同环比+18%/+25%**，毛利率15.2%，同环比+17.9pct/+1.2pct；归母净利润-18.1亿元，亏损同比收窄53%，环比扩大41%。
- ◆ **汽车及其他业务齐头并进**。24Q3汽车销售收入88亿元，同环比+12%/+29%，毛利率9.1%，同环比+14.7pct/+2.2pct。服务及其他业务收入13.1亿元，同环比+91%/+1%，同比增长主要系与大众的技术授权费用收入及电子电气架构合作，环比微增主要系大众技术授权及电子电气架构合作收入增长，但零部件及配件收入下滑，毛利率60.1%，同环比+24pct/+5.8pct。

图：小鹏季度营收（亿元）及同比（右轴）

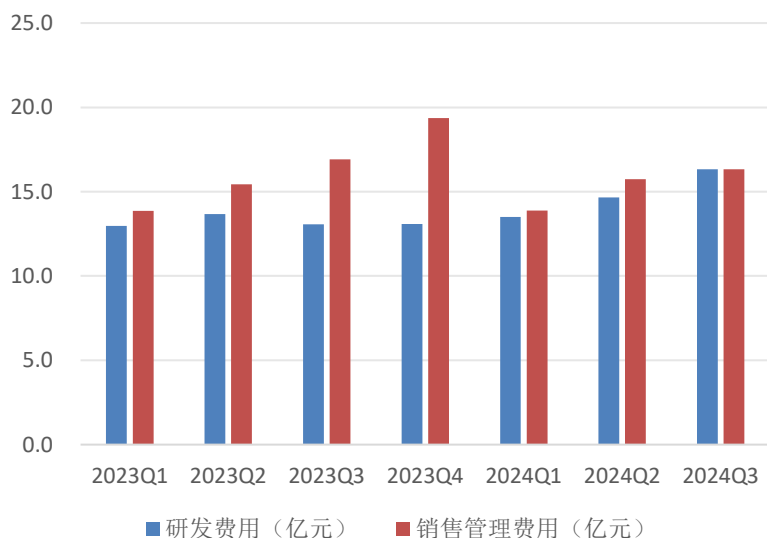


图：小鹏季度归母净利润（亿元）及同比（右轴）

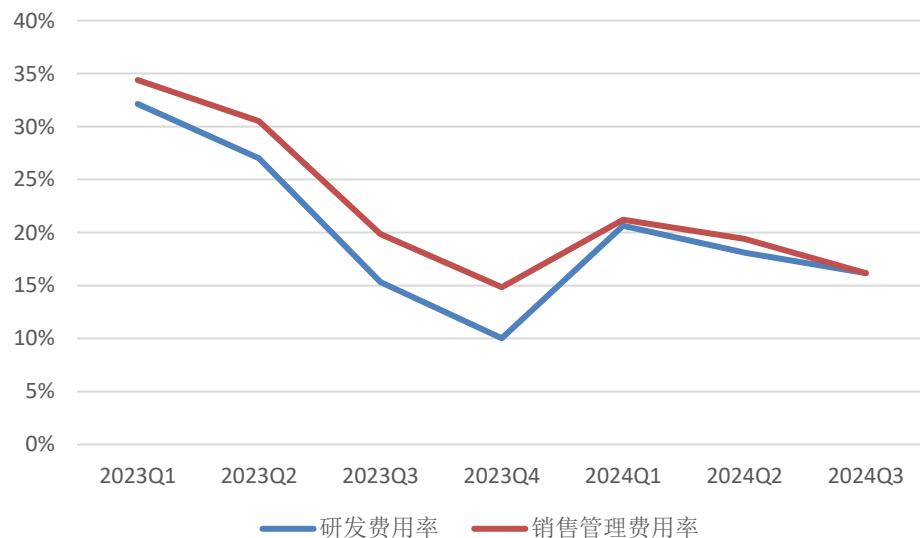


- ◆ **费用管控良好，Q3费用率下降显著。** 24Q3研发费用16.3亿元，同环比+25%/+11%，费用率16%，同环比+1pct/-2pct。24Q3销售管理费用16.3亿元，同环比-3%/+4%，费用率16%，同环比-4pct/-3pct。

图：小鹏季度研发费用及销售管理费用



图：小鹏季度研发费用率及销售管理费用率



- ◆ **产品线：Mona及P7+成爆款，25年新车型将发布，贡献额外增量。**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。

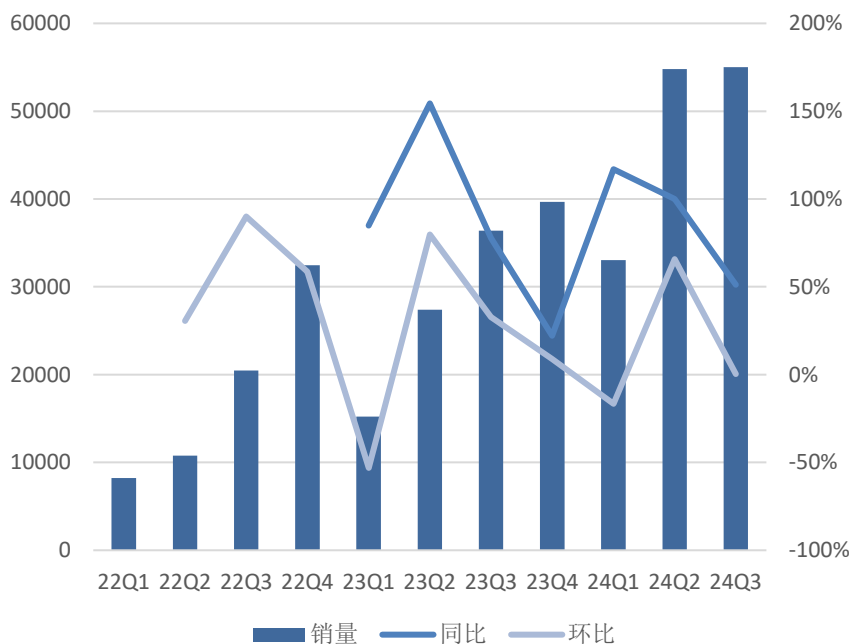
表：小鹏p7i配置

	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	

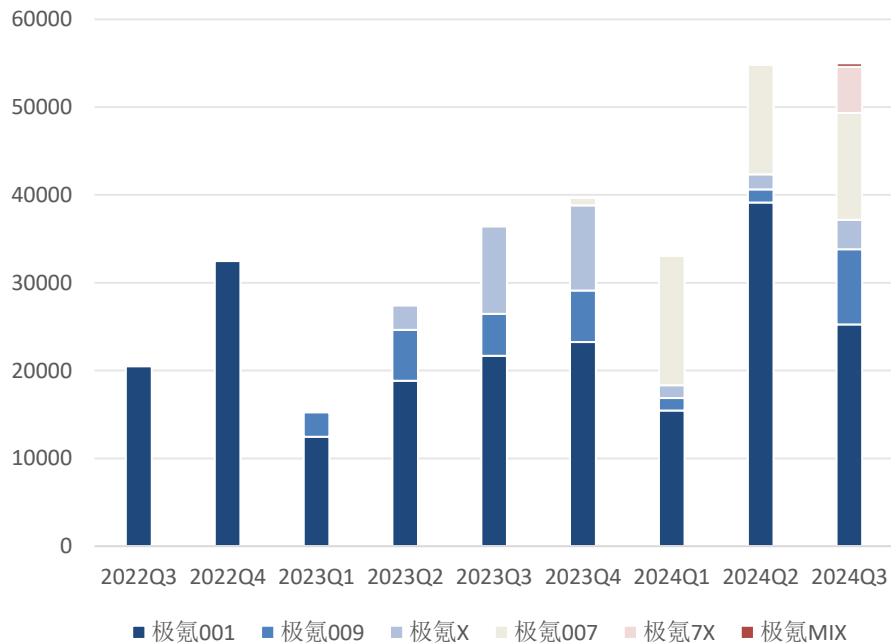
**极氪：Q3业绩符合预期，毛利率维持稳定**

- ◆ **24Q3交付5.5万辆，同比+55%，环比持平微增**；公司24Q3交付5.5万辆，同增55%，环比持平微增，其中001交付2.5万辆，占比46%，007交付1.2万辆。公司Q1-Q3累计交付14.3万辆，同增80%。
- ◆ **24年销量22.2万辆，同增87%，25年目标销量32万辆**。公司24年交付22.2万辆，同增87%，25年公司将有Mix、3款SUV、007旅行版和1款大型MPV新车上市，目标交付32万辆。

图：极氪季度销量（辆）及同环比（右轴）



图：极氪不同车型销量变动趋势（辆）



- ◆ **24Q3单车售价回升。**24Q3单车售价26万元/辆，环比+6.7%。
- ◆ **Q3单车毛利改善，费用下降显著。**24Q3单车成本22万元/辆，环比+4.9%，单车毛利为4.1万元/辆，环比+17.8%。24Q3单车销售管理费用3.6万元/辆，环比-25%，单车研发费用4.1万元/辆，环比-13%，24Q3单车归母亏损2.2万元/辆，亏损环比收窄30%。

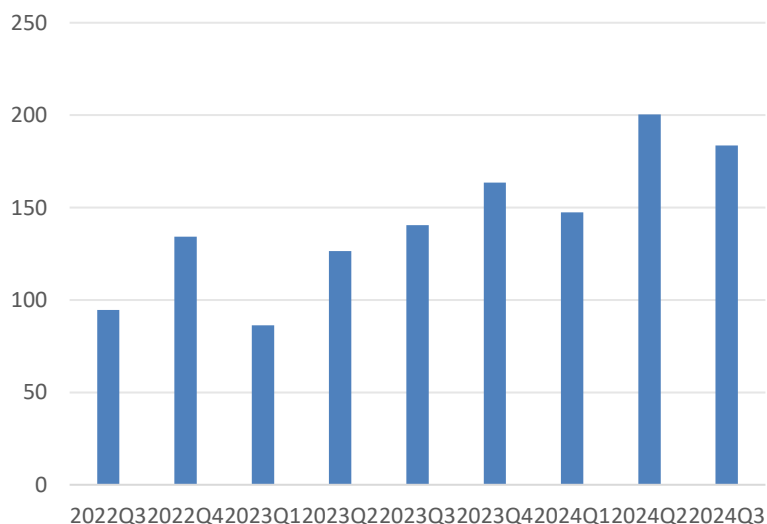
图：极氪单车数据

	2024Q1	2024Q2	2024Q3
平均售价 (万元/辆)	24.73	24.52	26.18
平均成本 (万元/辆)	21.26	21.04	22.08
平均毛利 (万元/辆)	3.47	3.48	4.10
销售管理费用 (万元/辆)	5.82	4.79	3.57
研发费用 (万元/辆)	5.90	4.75	4.14
单车归母净利 (万元/辆)	-6.25	-3.16	-2.21



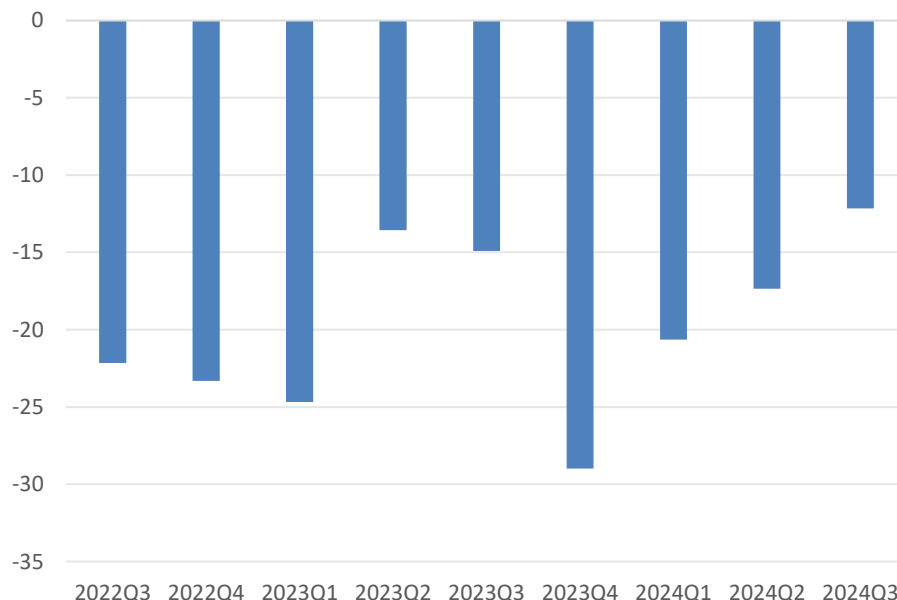
- ◆ **Q3营收符合预期，毛利率持平微降。** 24Q3营收183.58亿元，同环比+31%/-8%，毛利率为16%，环比-1pct。归母净利为-12.15亿元，同比减亏18%，环比减亏30%。
- ◆ **汽车业务收入及毛利率环比增长。** 汽车销售业务24Q3收入144亿元，环比+7%，毛利率16%，环比+1.4pct。销售电池和其他零部件业务24Q3收入32亿元，环比-39%，毛利率13%，环比-7pct。研究和开发服务24Q3收入7亿元，环比-45%，毛利率35%，环比-1pct。

图：极氪季度营收（亿元）



■ 主营业务收入（亿元）

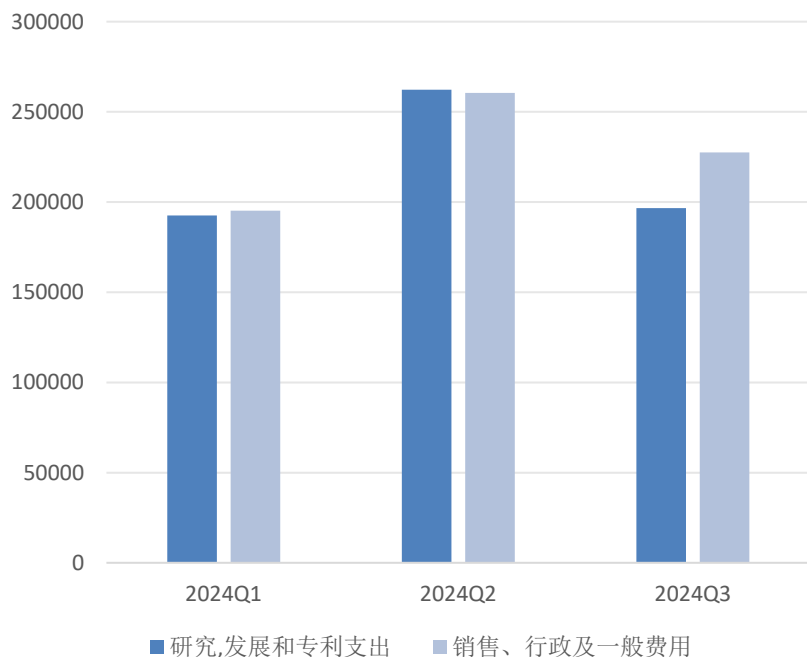
图：极氪季度归母净利（亿元）



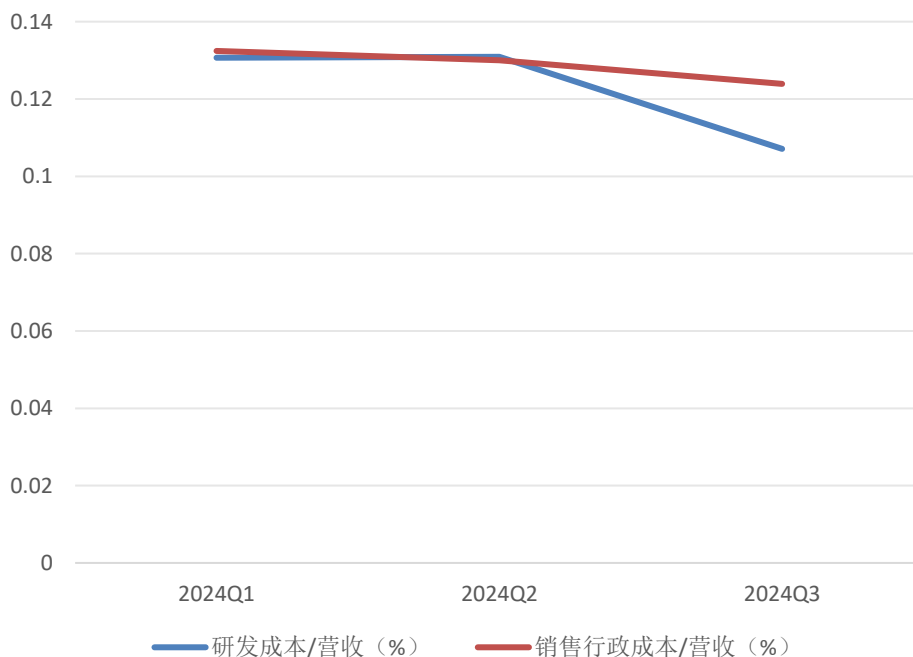
■ 综合收益（亿元）

- ◆ **研发投入略有下行，销售管理费用环比持平。** 24Q3研发费用19.66亿元，环比-25%，研发费用率为10.7%，环比-2.4pct。销售管理费用22.75亿元，环比-13%，销售管理费用率12.4%，环比微降。

图：极氪季度费用（亿元）



图：季度费用率（%）



- ◆ **极氪与领克整合、发挥协同优势。**12月3日吉利控股对极氪、领克股权结构优化完成，极氪将持有领克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%。
- ◆ **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。
- ◆ **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。

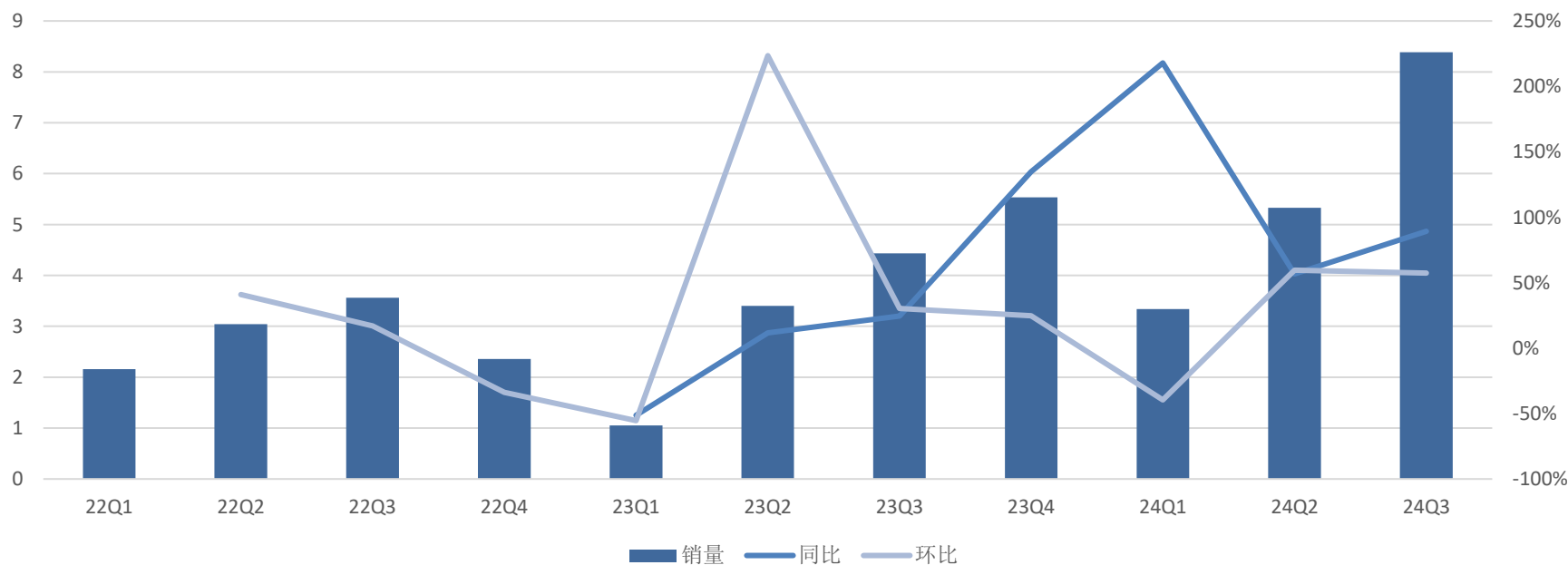
图：极氪001



**零跑：Q3业绩超预期，全球化持续推进**

- ◆ **24Q3交付8.4万辆，同环比+89%/+57%**；公司24Q3交付8.4万辆，同增89%，环增57%，Q1-Q3累计交付17.1万辆，同增92%。
- ◆ **24年销量目标25万辆超额完成，25年目标50万辆。**公司24年销量29.4万辆，超额完成25万辆的销量目标；25年公司目标交付50万辆，对应25年同比70%增长。

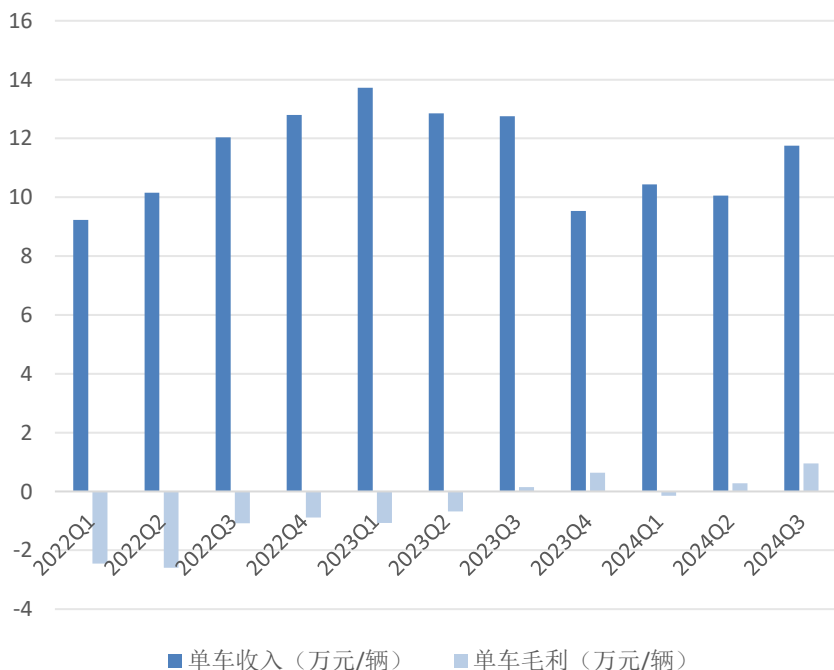
图：零跑季度销量（万辆）及同环比（右轴）



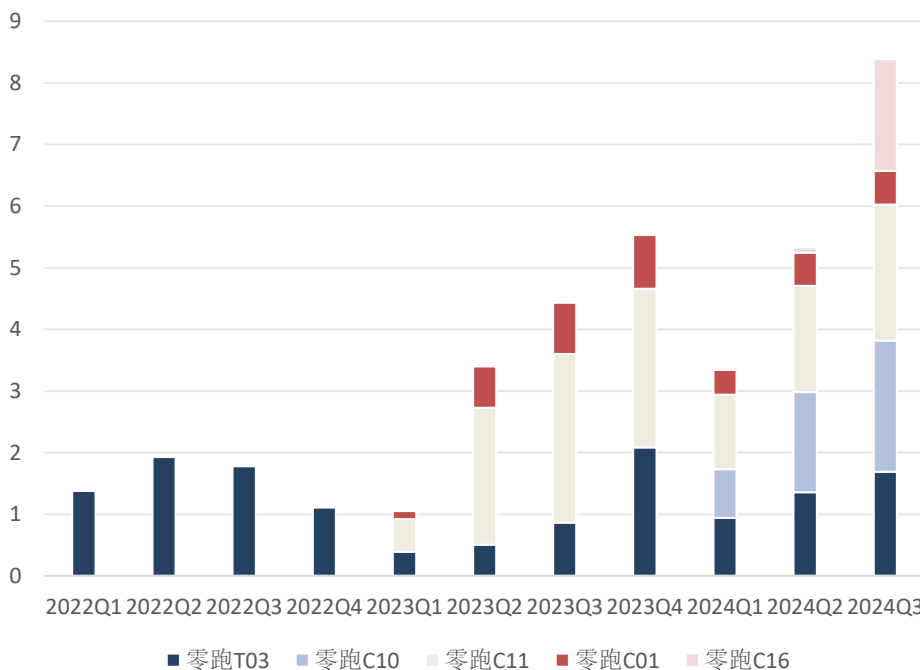
# 零跑：24Q3单车收入提升明显，盈利能力显著改善

- ◆ **单车数据Q3环比改善明显。** 24Q3单车收入11.76万元，同降8%，环增17%，主要受益C16于Q3开启规模交付，交付占比环比+20pct。24Q3单车毛利0.95万元，同增573%，环增240%，单车净利-0.8万元/辆，同环比大幅减亏（2023Q3为-2.2万元/辆，2024Q2为-2.2万元/辆）。

图：零跑单车营收及毛利情况

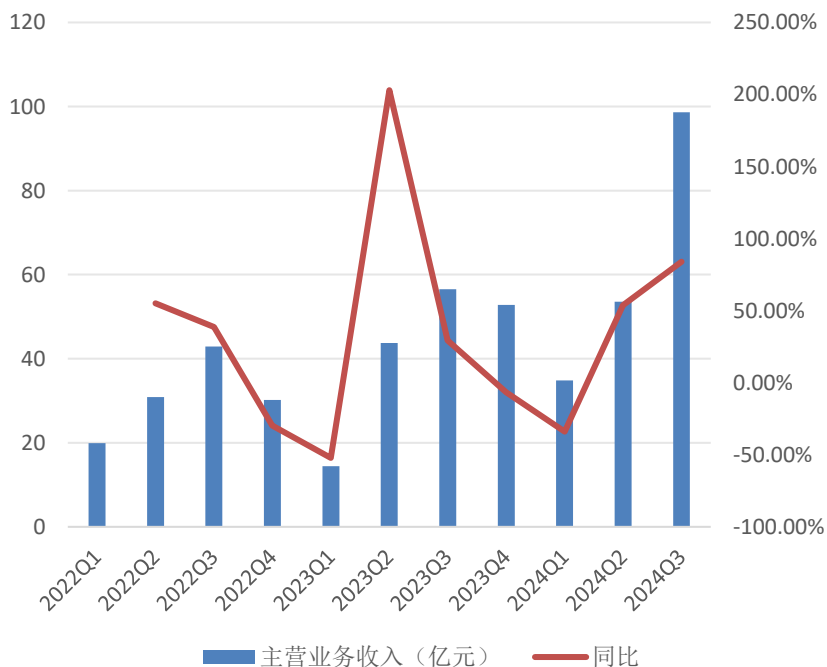


图：零跑不同车型销量变动趋势 (万辆)

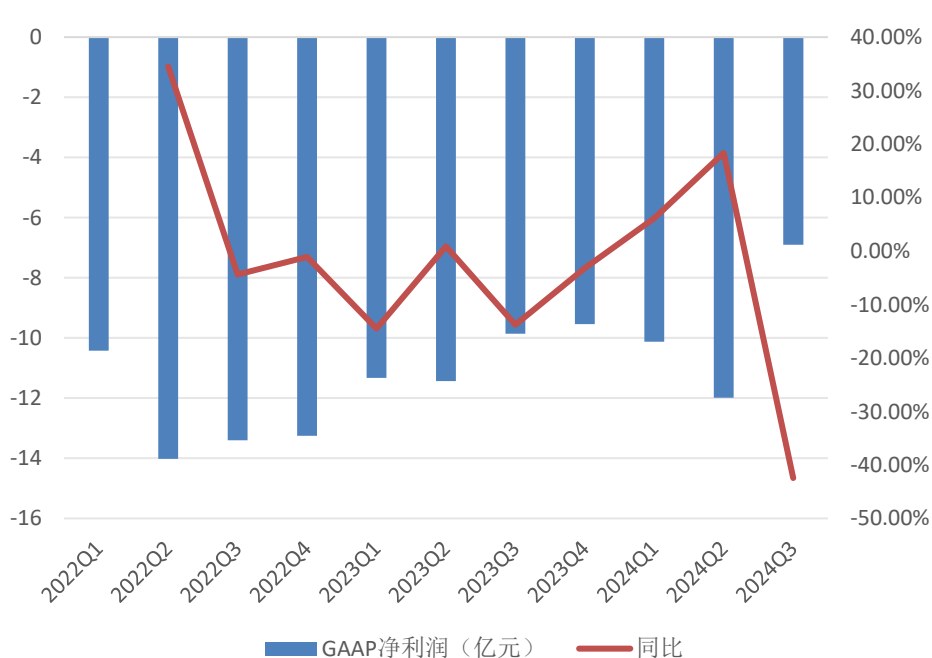


- ◆ **Q3量价齐升，营收同环比大幅增长。** 在行业以旧换新政策支持&公司自身新车放量基础上，公司Q3实现销量8.4万辆，同环比分别+89.2%/+57.4%。
- ◆ **毛利率表现超预期。** 公司Q3单季度毛利率为8.1%，同环比分别+6.9/+5.3pct，Q3规模效应&高毛利车型C16占比提升&持续降本管理影响下毛利率表现超预期。

图：零跑季度营收（亿元）及同比（右轴）

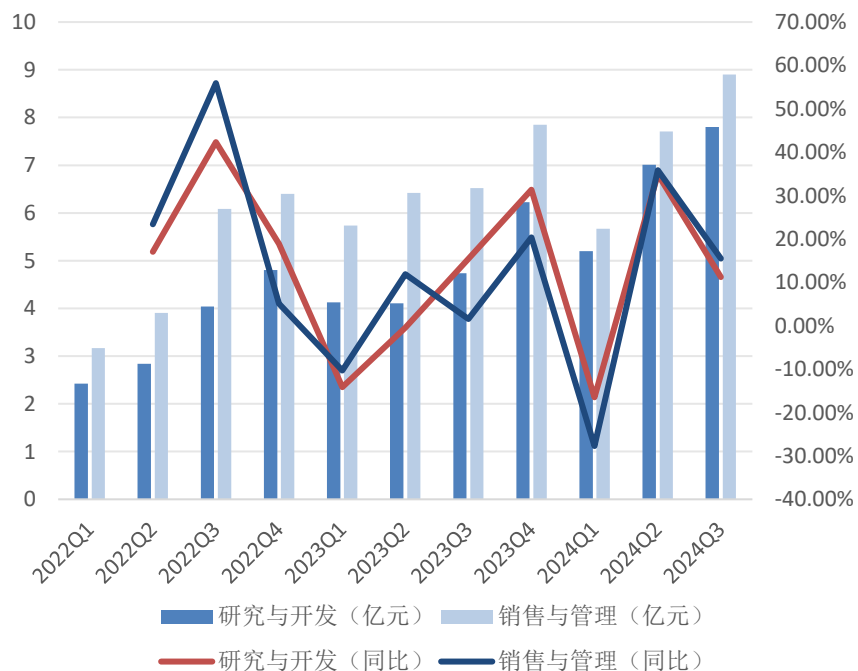


图：零跑季度GAAP净利润（亿元）及同比（右轴）

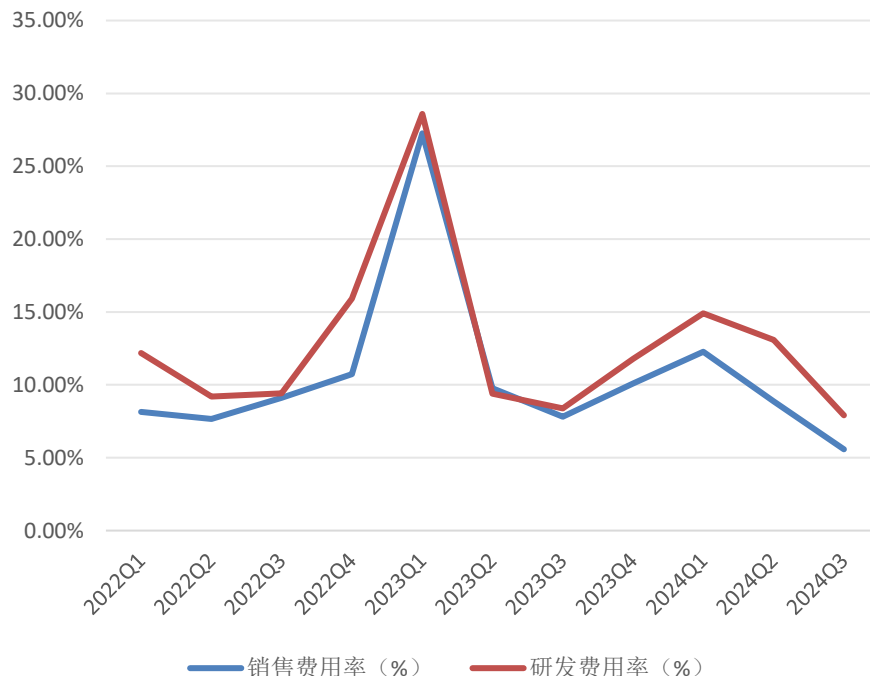


◆ **费用管控良好，费用率符合预期。** 公司Q3销售/管理/研发费用率分别为5.6%/3.4%/7.9%，同比分别-2.2/-0.3/-0.5pct，环比分别-3.3/-2.1/-5.2pct。研发绝对值保持历史高位，持续加大智驾技术的相关投入，目前研发工程师400人+，计划2024年底扩招至500人。渠道方面，截至2024年9月底公司销售渠道覆盖204个城市，包括销售门店493家，服务门店362家。

图：零跑季度费用（亿元）及同比（右轴）



图：零跑季度费用率（%）





- ◆ **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Distriigo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。
- ◆ **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。

图：零跑B10



## 投资建议与风险提示

- ◆ **投资建议：**行业需求超预期，11-12月淡季不淡，25年需求上修至30%+增长，当前估值盈利底部，龙头技术创新、成本优势突出，盈利率先恢复，供需反转在即，强烈看好。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**），其次看好（**璞泰来、新宙邦、天奈科技、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、龙蟠科技、中科电气**）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**）等。

- ◆ **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。

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