

从产品到品牌 理想护城河是什么

2025年06月20日

► 本篇报告重点分析理想在高端市场中的品牌护城河如何形成,以及高端市场的竞争格局,结合公司纯电产品和智能化能力,看好公司通过品牌壁垒维持高端市场份额,并迎来销量利润的再次向上。

► **高端市场地位稳固,品牌力为第一层护城河。**2024年25万元以上市场空间380.7万辆,同比-5.9%;公司在25万元以上价格带中份额为自主品牌第一,约为10%;核心原因为:1)公司已经建立以品牌为核心的护城河,并非可通过模仿产品轻易超越;2)当前公司依靠销量和智能化技术能力奠定品牌基础,并通过高端家庭形象塑造品牌社会属性。因此,公司在高端市场中的品牌护城河逐步加深,避免落入单纯的价格博弈,在中长期时间内有望持续强化在高端市场中的地位。远期来看,高端市场品牌为核心竞争要素,且难以突破。油车时代,BBA长期占据25万元以上市场超过60%的份额;新能源时代,头部集中度有望高于电车,我们认为公司远期有望获得超过25%的份额,对应约为100万辆销量。

► **基础建设配套能力+纯电产品定义形成公司第二层护城河。**当前限制纯电产品发展的两大主要痛点为里程焦虑和补能焦虑。公司纯电产品在现有技术条件下提供行业领先的解决方案:1)通过超低风阻系数,配合高压纯电平台打造低能耗高续航的产品,缓解续航焦虑;2)公司加大投入超充站建设,截至2025年6月15日,在全国已投入使用2,451座公司超充站。我们认为,超充站密度和补能便利性将直接影响纯电产品销量,公司的基础建设投入有望帮助建立更为长期的壁垒,叠加纯电产品i8和i6的发布,我们认为后续发展依旧可期。

► **VLA技术重构智驾,技术优势强化品牌形象构筑公司第三层护城河。**公司的MindVLA在技术架构层面,融合空间智能、语言智能与行为智能,其基于统一架构赋予车辆类人化的多维认知能力,从功能端实现“AI司机”的能力。AI赋能的智能座舱和智能驾驶将给予乘客跨时代的产品体验。我们认为,在高端市场产品同质化严重的背景下,AI能力有望成为公司竞争优势,可以强化高端品牌,构筑更坚实的护城河,并为公司提供更高的估值空间。

► **投资建议:**公司三重护城河逐步形成,我们看好公司在中高端市场凭借品牌力占据稳固的市场份额,并维持高盈利能力;逐步在纯电基础建设及智能化能力方面加大投入强化优势,驱动销量的稳步提升。我们预计公司2025-2027年收入分别为1,583.0/1,930.2/2,269.8亿元,归母净利润为101.2/145.7/184.1亿元,对应2025年6月19日收盘价101.9港元/股(港元兑人民币汇率1:0.92),PE分别为20/14/11倍,维持“推荐”评级。

► **风险提示:**车市下行风险;新车型销量、需求不及预期;行业竞争加剧风险;出海进度不及预期。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	144,460	158,301	193,015	226,982
增长率 (%)	16.6	9.6	21.9	17.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	8,032	10,117	14,571	18,407
增长率 (%)	-31.4	25.9	44.0	26.3
每股收益 (元)	3.75	4.73	6.81	8.60
PE	25	20	14	11
PB	2.8	2.5	2.1	1.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2025年6月19日收盘价, 率1HKD=0.92RMB)

推荐

维持评级

当前价格:

102.00 港元



分析师 崔琰

执业证书: S0100523110002

邮箱: cuiyan@mszq.com

分析师 乔木

执业证书: S0100524100002

邮箱: qiaomu@mszq.com

相关研究

- 理想汽车 (2015.HK) 系列点评七: 2025Q1 毛利率超预期 纯电+智驾开启新周期-2025/05/31
- 理想汽车 (2015.HK) 系列点评六: 2024 营收稳健增长 2025 纯电+智驾驱动-2025/03/15
- 理想汽车 (2015.HK) 系列点评五: 2024Q3 毛利亮眼 智驾加速推进-2024/11/01
- 理想汽车 (2015.HK) 系列点评四: 2024Q2 毛利超预期 智驾加速推进-2024/08/30
- 理想汽车系列点评三: 2024Q1 毛利维持健康 静待纯电产品优化-2024/05/22

目录

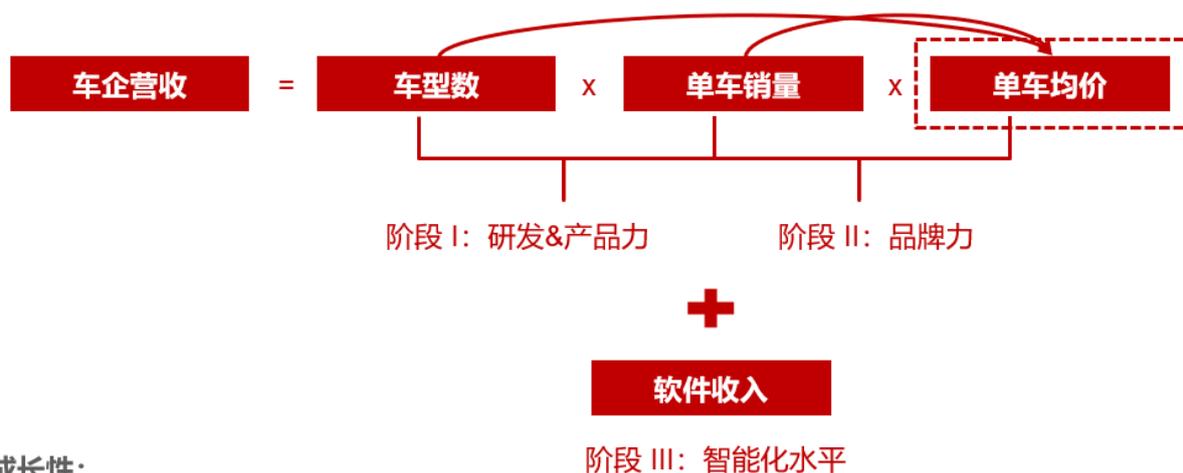
引言	3
1 营收盈利稳健向上 费用率改善盈利向好.....	5
1.1 产品销量稳定 营收持续增长.....	5
1.2 费用率改善 毛利率稳定.....	5
2 高端市场地位稳固 品牌建设加深护城河.....	7
2.1 品牌力保障竞争力 竞品车企难以赶超.....	7
2.2 品牌力壁垒逐步强化 产品势能持续强势.....	8
2.3 高端燃油性能优势不在 以价换量品牌力持续削弱.....	9
2.4 小结.....	11
3 纯电思路正确 超充+5C 成未来产品趋势.....	12
3.1 超充解决补能焦虑 低风阻外形改善能耗.....	12
3.2 电池基建双向发力 精准聚焦纯电痛点.....	13
3.3 MEGA 产品准备不足 新品上市再出发.....	15
3.4 小结.....	16
4 聚焦 AI 领航智能驾驶 VLA 开启物理智能体变革.....	17
4.1 端到端+VLM 重构智驾 公司智能驾驶技术快速提升.....	17
4.2 VLA 技术重构 智驾体验革命.....	18
4.3 总结.....	21
5 盈利预测与投资建议.....	22
5.1 盈利预测假设与业务拆分.....	22
5.2 估值分析.....	22
5.3 投资建议.....	23
5 风险提示.....	25
插图目录.....	27
表格目录.....	27

引言

基于【民生汽车整车研究框架】，我们认为，汽车智能电动变革中，自主车企有望在中国和海外市场实现市占率提升和品牌向上，核心的观测指标就是车企营收、利润的扩张，车企营收=车型数量*单车销量*均价，由车企竞争意愿、竞争能力、品牌力综合决定；车企利润=车型数量*单车销量*单车利润，由车企品牌力、成本控制能力综合决定。

整车估值短期由车企营收、利润的成长性决定（进一步取决于产品周期、份额提升、利润向上），进一步取决于产品周期强弱；长期由车企智能化水平决定（软件收费改变商业模式）。

图1：民生汽车整车研究框架



成长性：

1) 短期车企营收由三个要素决定

车型数（平台化，车企研发实力）、车型销量（车企竞争能力）、单车均价（车企品牌力）

2) 中长期车企智能化水平决定软件收入

资料来源：民生证券研究院绘制

本篇报告认为品牌力建设、纯电产品理念和智能化布局是当下公司走向更成功的核心要素。我们看好理想依靠品牌稳固其在高端市场的地位，并通过明确的产品思路在纯电市场中取得成功。

1) **品牌力强化，护城河持续加深。**品牌来源于品质和社会属性，而长期稳定的销量是建立品牌的基础。公司依靠超过 100 万辆的累计销量建立消费者对其品质的认可度即第一层品牌力，通过豪华家庭产品定位逐步建立起由社会属性所带动的第二层品牌力。两层品牌力的搭建均需要销量和时间所积累，竞品无法单纯通过产品冲击。公司抓住新能源变革窗口期，跻身豪华品牌之列，在下一波技术突破

前，市场地位将维持稳固难以受到冲击。

2) 纯电产品理念明确，增程纯电双谱系推进。公司纯电产品思路围绕用电和补能焦虑两大核心痛点打造，并深度思考如何与 L 系列增程产品做区隔。纯电产品以超低风阻+5C 电池，配合高压纯电平台打造低能耗高续航快补能的产品，缓解用户用电补能焦虑。从外观、空间等方面采用前卫设计理念，迎合高端纯电市场用户的个性化、差异化的需求并与 L 系列的中庸设计理念完全区隔。

3) 积极布局智能化，后者未必后至。在智驾竞争中，公司此前虽稍逊于行业头部品牌，但在过去两年的加速投入下，已经逐步显出成效。智能化方面，公司创新性的采用 VLA 模型，打造高度拟人化的智驾体验；打造行业首创的 AI 司机的能力。随着公司在智能化研发方面的持续高额投入，有望在算力、算法层面通过资本和人才优势持续领先；在数据层面，通过新势力最高产品保有量获得数据优势，并持续模型训练的优化。看好公司在智能 AI 方面逐步达到行业领先地位。

区别于市场的观点：

目前市场对公司纯电产品思路、市场竞争格局和长期赛道空间方面存疑：

1) 部分观点认为，华为系产品表现强劲，公司高端市场份额将被华为新品挤压，市场地位将受到威胁。

我们认为：高端市场空间充足，竞争格局稳定；25 万元以上高端市场市场规模达 380 余万辆，且主要市场份额仍由 BBA（奔驰、宝马、奥迪）所占据，燃油替代空间充足。市场容量足以满足公司、华为等车企并存，随着高端品牌的品牌溢价逐步丢失，我们判断更可能的现象是公司、华为、小米等车企共同发展进一步挤占 BBA 及高端合资品牌份额。

2) 部分观点认为，经验上高端纯电产品难以热销，不看好公司纯电产品发展。

我们认为，限制高端纯电发展的核心原因为用电补能短板，豪华车消费者对产品需求偏向于水桶型，不愿接受明显短板。公司在现有技术水平下提供行业领先的纯电解决方案，年底全国预计建成 4,000 超充站，通过长续航+800V 高压快充+5C 电池的方案，提供近似燃油车的续航和补能体验，有望最大程度缓解纯电短板，赢得市场份额。

1 营收盈利稳健向上 费用率改善盈利向好

1.1 产品销量稳定 营收持续增长

营收增长迅速，净利润持续增长。自理想 ONE 上市以来，公司营业收入增速较快，2021 年实现总营收 270.1 亿元，同比+185.59%；2022 年总营收为 452.9 亿元，同比+67.7%；2023 年总营收 1,238.5 亿元，同比+173.5%，均实现快速增长。2024 年由于纯电产品上市时间推后，总营收增速放缓，仍然实现营收 1,444.6 亿元，同比+16.6%；2025Q1 季度营收 259.3 亿，同比+1.1%。

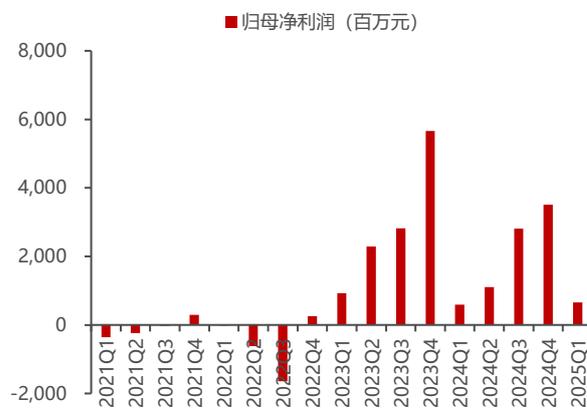
利润端，2021 年以来公司亏损逐季收窄，于 2021Q4 实现盈利；2022 年在原材料涨价和车型周期切换不利影响下，叠加研发开支的增长，公司出现归母净亏损 20.1 亿元，同比扩大；但公司新品开启交付后，2023Q1 单季归母净利润再次实现转正，达到 9.3 亿元；2023 年实现归母净利 117.04 亿元；2024 年实现归母净利 80.3 亿元；2025Q1 实现归母净利 6.5 亿元，同比+10.4%。

图2：公司季度收入及同比增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：公司季度归母净利润（百万元）



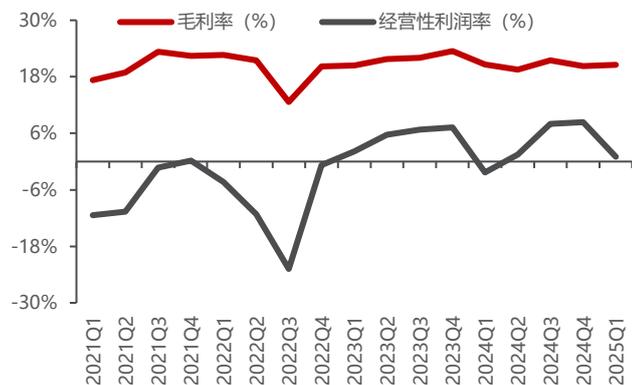
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 费用率改善 毛利率稳定

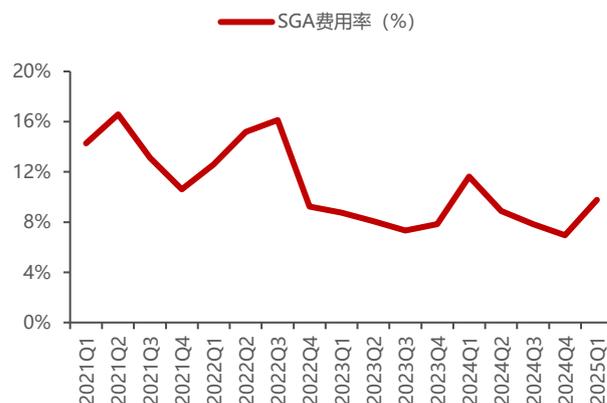
盈利端：2021 年以来公司毛利率维持稳定，2021/2022/2023/2024 年毛利率分别为 21.3%/19.4%/22.2%/20.5%，高于多数传统主机厂。2021/2022/2023/2024 年调整后经营性利润率分别为 0.3%/-3.5%/6.0%/4.9%，整体表现在所有新势力车企中最好。

费用端：2021/2022/2023/2024 年公司销售、一般及管理费用率分别为 12.9%/12.5%/7.9%/8.5%。由于雇员数量增加导致雇员薪酬的增加以及因销售与服务网络的扩大导致的租金支出及其他费用增加，公司 2024 年 SG&A 费用率有

所上升，但整体趋势持续维持下降。2025Q1 公司 SG&A 费用率为 9.8%，同比-1.9pct。随着纯电新车型的上量，长期来看销售、管理费用率仍有优化空间。

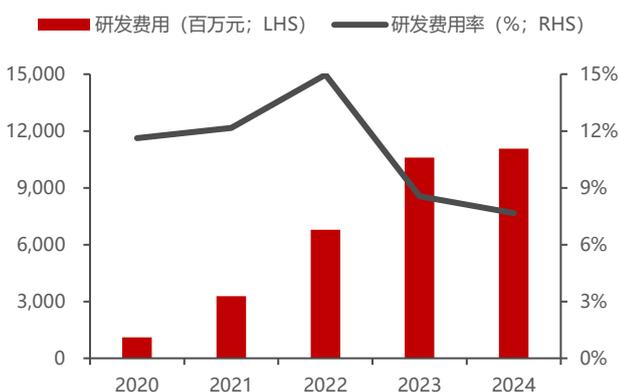
图4：公司毛利率、non-GAAP 经营性利润率 (%)


资料来源：公司官网，民生证券研究院

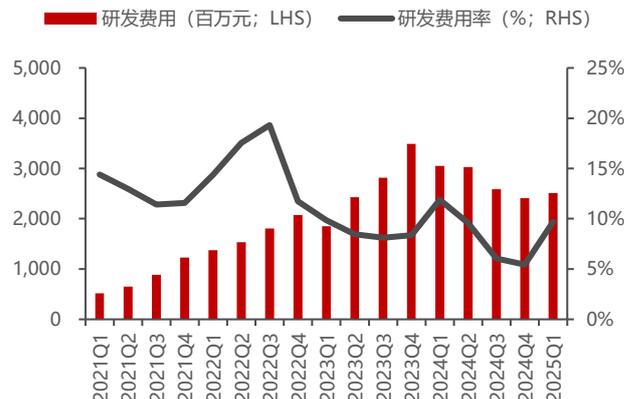
图5：公司 SG&A 费用率 (%)


资料来源：公司官网，民生证券研究院

研发投入逐季提升，研发费用率持续降低。2021/2022/2023/2024 年公司研发投入分别为 32.9/67.8/105.9/110.7 亿元，研发费用率分别为 12.2%/15.0%/8.5%/7.7%。拆分季度来看，自 2020Q2 起研发费用率逐步进入正常阶段，研发投入逐季度提升，费用率于波动中保持相对稳定。2024Q1-2024Q2 由于支持扩展产品组合和技术的费用增加以及雇员数量增加导致雇员薪酬的增加，研发费用略有提升。2024Q3-2024Q4 随着 L6 车型的上量，新产品及技术的设计及研发成本减少以及雇员薪酬减少，研发费用率下降。2025Q1 研发投入为 25.1 亿元，同比-17.5%，但总量保持稳定，研发费用率为 9.7%，同比-2.2pct，费用率优化。

图6：公司年度研发及研发费用率 (百万元, %)


资料来源：公司官网，民生证券研究院

图7：公司季度研发及研发费用率 (百万元, %)


资料来源：公司官网，民生证券研究院

2 高端市场地位稳固 品牌建设加深护城河

2.1 品牌力保障竞争力 竞品车企难以赶超

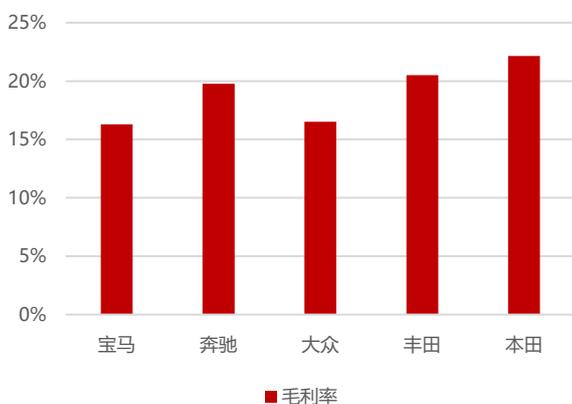
依靠销量和高端产品定位所营造的社会属性逐步获取的品牌力是公司取得长期竞争能力的关键因素。这也使得竞品车企难以通过简单模仿等手段威胁到公司的市场地位。

品牌概念的来源是 C 端消费者和产品供应方的信息不对称。对于 B 端消费者来说产品供应方基本透明，由专业人士对供应商能力、产品品质进行深入研究，因此品牌力并不是主要考虑因素。而 C 端消费者由于获得的信息不完全、对信息认知的不充分等因素无法对产品品质进行充分评估，因此品牌成为了消费者的对于产品品质的保障。

1) 第一层品牌力来源是对产品品质预期的稳定性和一致性。销量一定程度上代表着产品品质的稳定性以及可预期性。一款车型销量越多代表其认可度越高，对其品质的判断越有参考性，从而逐渐在消费者心中建立对该品牌的认可度。在此阶段，消费者购买该品牌的产品更多基于对其品质的放心。高销量可强化此现象并吸引更多消费者购买该品牌的产品，并形成滚雪球效应。对于高单价产品汽车来说，品质保证更为重要，因此此现象更为明显。

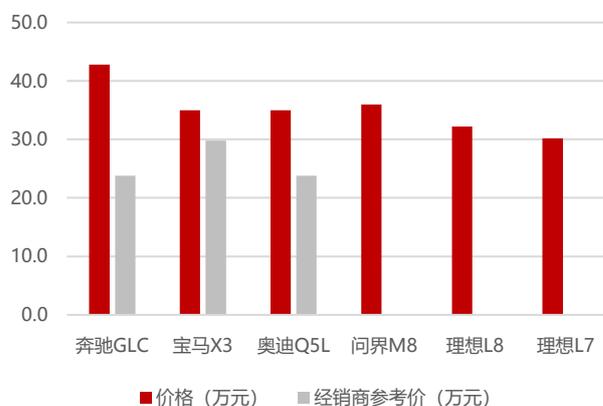
2) 第二层品牌力来源于社会属性。消费者乐意为其心中的“豪车”付出品牌溢价。如 BBA 一类品牌已经通过长期的高端产品定位布局，在消费者心中树立了“豪华”“尊贵”“奢侈”等形象，激活了其社会属性与社交名片功能。所以，即便产品性价比不如其他车企，依然能依靠品牌溢价在市场上轻松获得超额利润。进入第二阶段的车企可以避开单纯的性价比和产品配置的竞争，通过品牌维持销量并赚取品牌溢价，形成更难以打破的护城河。

图8：2025Q1 年重要海外车企毛利率 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：BBA 主销产品与相近配置自主车型价格对比 (万元)



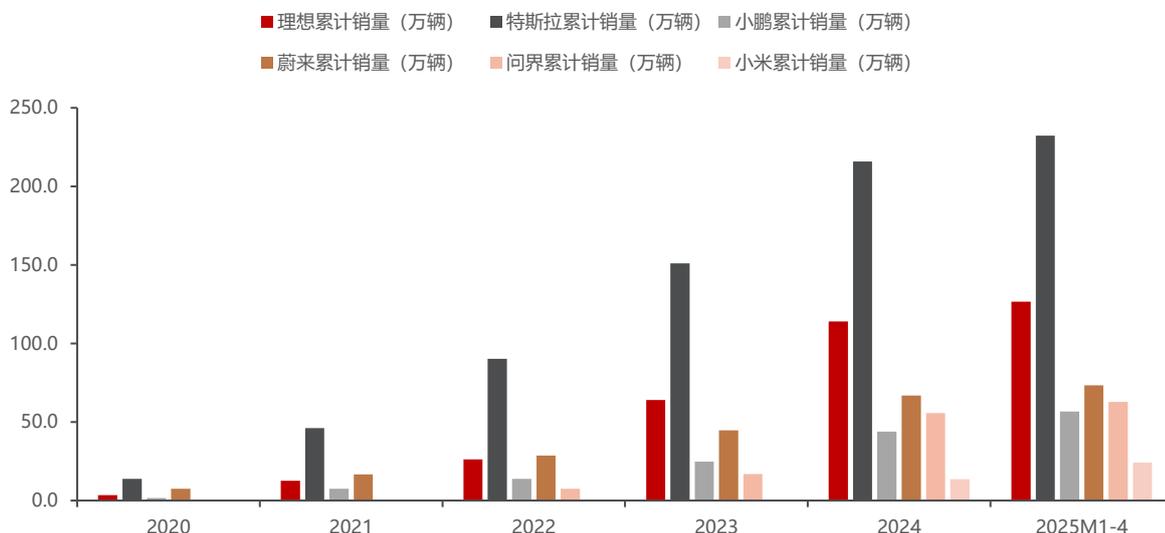
资料来源：汽车之家，民生证券研究院 注：灰色部分代表经销商实际价格

2.2 品牌力壁垒逐步强化 产品势能持续强势

2.2.1 公司保有量快速增长 第一层品牌力形成

公司的第一层品牌力已经通过销量建立。累积高销量赋予产品品质保证之余，消费者的羊群效应也会得以体现，最终再次反馈形成新的销量。截至 2024 年末，公司累计交付量超过 114 万辆，是累计交付量最高的中国新势力车企，公布周销量榜单同样是公司建立第一层品牌力的方式。公司在 2023Q2 第一次公布并沿用至今，通过周销量排名中公司高频的销冠次数，强化消费者对公司品质、品牌力的认可。我们认为，公司已经通过逐年递增的累计销量沉淀出第一层品牌力。

图10：公司及其他新势力车企累计销量（万辆）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

销量累计需要时间沉淀，并无捷径可走。新品牌销量由营销手段、渠道能力、用户口碑、产品本身等等因素共同造就，短时间内难以快速形成及突破。华为系虽然没有依靠累计汽车销量获得第一层品牌力，但产品同样取得成功的原因在于华为将高端手机中获得的品牌力和消费者认可度转移到了汽车端。而没有此项先天优势的其他车企必须要重新走一遍公司走过的路来完成高端市场销量的累计，从而获得和公司竞争的机会，无法依靠单纯模仿产品思路等手段短期内对公司造成威胁。

2.2.2 公司产品定位精准 逐步建立第二层品牌力

第二层品牌力来源于社会属性。本层品牌力需要靠车企高端产品定位和时间沉淀来建立，使消费者愿意支付额外的品牌溢价。第二层品牌力一旦建立如非颠覆性的技术变革难以被赶超。公司在产品定位上首先准确把握了家庭用户的需求。其产品以大空间、舒适性为核心卖点，满足了家庭用户对出行品质的要求。即相比

BBA 等传统豪华品牌公司产品更加符合中国市场的需求。同时，新能源变革的历史性窗口给予了公司通过技术变革而跻身豪华品牌的机会。参考历史上 BBA 的长期占据高端市场份额的头部地位，在窗口期过后，头部品牌市场地位将难以被撼动。

L 系列同样在高端 SUV 市场中成为热销车型。从市占率上看，截至 2024 年末 L 系列在 25 万以上市场市占率皆超过 10.7%，这代表高端市场用户对公司品牌的认可。公司有望凭借在高端市场的深耕与 BBA 在此细分赛道内分庭抗礼，获取品牌溢价，从而避免与竞品单纯从价格和配置方面竞争，在未来长期发展中通过不断强化第二层品牌力，取得超额利润率为自身建立更深的品牌护城河。

2.3 高端燃油性能优势不在 以价换量品牌力持续削弱

高端燃油车以性能为主要卖点，电动技术解构燃油车品牌价值。燃油时代，高端车除了配置多功能座椅、高品质音响等，最为核心的卖点参数为 V6、V8 等高功率高性能发动机。以百公里加速核心参数，高端燃油产品往往具有 5 秒以内的加速性能，而中低端市场产品不可能具有与之匹配的性能，因此豪华产品的价值锚点通常围绕发动机性能展开。新能源时代，由于电机加速的天然优势，加速性能的成本已经大幅降低，因此同样性能的新能源车成本远低于同级燃油车。得益于中国产业链优势，在舒适性配置方面，自主新能源车同样具有更高的性价比。因此，豪华燃油车的性能和配置卖点均被自主车企解构，燃油车的产品价值持续弱化，售价被迫大幅下降，长期以来，品牌力必然受损。

BBA 以价换量不可持久，中长期维度难以压制。根据上险数据，公司在该细分市场中的市场份额仅次于 BBA（奔驰、宝马、奥迪），显示出其品牌力的强劲。2024 年 3 月的公司 L7、L8、L9 的改款后，由于市场反馈不佳，快速进行了价格调整，但销量并未立刻恢复。从价格数据中我们可以看出这一现象背后的原因是由奔驰 GLC、宝马 X3、和奥迪 Q5 等车型的降价策略，削弱了公司较 BBA 的性价比优势。长期来看，终端超额折扣无法长期维持，因此当 2024 年 7 月起 BBA 终端折扣回收后，公司销量立即呈现显著回升的态势。我们认为，从盈利角度来看，BBA 无法一直维持低价和公司竞争，因此长期来看，BBA 的份额下滑的趋势仍然不可避免。

表1：BBA 主销 SUV 终端价格（万元）

日期	2023.10	2023.11	2023.12	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2024.5	2024.6	2024.7
奔驰 GLC	36.8	36.5	36.5	36.3	36.2	35.5	35.2	33.2	31.0	33.0
宝马 X3	35.4	35.0	35.0	34.8	34.4	33.9	33.4	31.5	30.3	31.0
奥迪 Q5	29.7	29.4	29.2	29.2	28.6	28.3	27.4	25.5	25.1	26.2
日期	2024.08	2024.09	2024.10	2024.11	2024.12	2025.01	2025.02	2025.03	2025.04	2025.05
奔驰 GLC	32.1	31.6	31.0	30.7	30.4	30.7	30.3	30.0	29.0	28.9
宝马 X3	31.2	30.3	29.8	29.5	29.3	29.3	28.8	28.5	28.4	28.4

奥迪 Q5	25.7	25.4	24.9	24.9	24.8	24.3	24.1	23.4	23.3	23.2
-------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

资料来源：汽车之家，民生证券研究院

高端市场理想份额领先中系，BBA 份额大幅下滑。从市场空间来看，25 万元以上的豪华车市场 2024 年销量约为 380 万辆；其中自主品牌占比约为 44.8%，总体仍为少数。BBA 为占据 25 万元以上市场的最主要品牌，2024 年合计销量约为 121.9 万辆，占比约为 32.0%，较自主新能源品牌发展初期 2020 年的 55.8% 下滑 23.8 pct，在以理想和问界品牌为代表的自主产品冲击下，销量和份额持续下滑。从自主品牌份额来看，理想持续领先，占据约 10% 的市场份额，基本和 BBA 持平。随着 BBA 等合资品牌降价带来的品牌价值下滑，我们认为合资品牌（包括 BBA）2024 年的 210 万辆销量将持续下滑，公司作为高端市场的龙头车企，有望承接退让出的份额。我们认为按远期 25 万元以上市场 25%（奔驰巅峰市场份额）的份额来测算，公司销量有望达到 100 万辆。

表2：25 万元+各品牌销量（万辆）

销量	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
奔驰	12.7	13.2	11.6	14.4	13.1	12.4	13.5	10.8	10.2	11.4	12.5	12.2	11.8	8.6
奥迪	8.6	10.6	9.1	12.1	10.5	8.0	9.5	8.6	10.4	9.9	8.3	8.6	9.4	7.3
宝马	11.2	12.9	12.4	14.4	14.0	12.0	13.7	14.2	14.3	11.7	10.1	8.7	7.3	5.5
BBA 合计	32.6	36.7	33.1	40.9	37.7	32.4	36.8	33.7	34.9	32.9	30.9	29.6	28.5	21.5
理想	3.5	3.2	2.9	2.7	4.7	5.4	8.6	10.4	13.3	8.5	7.6	10.5	11.1	6.5
问界	0.0	0.2	1.3	2.3	3.1	1.0	0.9	0.7	2.6	6.6	8.4	9.6	8.4	3.7
腾势	0.1	0.1	0.0	0.0	0.6	2.1	3.0	3.3	2.9	2.1	2.7	2.5	3.0	3.0
智界	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	2.8	2.9
蔚来	2.5	2.6	2.4	3.2	3.9	3.2	2.2	5.5	4.8	3.1	5.6	6.2	5.6	2.8
坦克	0.0	0.0	0.3	0.7	0.8	0.4	0.3	0.9	2.3	2.1	2.7	2.6	3.0	2.3
小米	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	1.9	2.6	2.0

资料来源：交强险，民生证券研究院

表3：25 万元+各品牌市场份额（%）

市占率	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
奔驰	14.7%	15.6%	14.5%	13.9%	12.5%	14.8%	13.5%	10.4%	8.7%	12.4%	13.8%	12.7%	11.5%	12.0%
奥迪	10.0%	12.5%	11.4%	11.6%	10.0%	9.5%	9.5%	8.3%	8.9%	10.8%	9.2%	9.0%	9.2%	10.2%
宝马	13.0%	15.2%	15.5%	13.9%	13.3%	14.3%	13.7%	13.7%	12.3%	12.7%	11.2%	9.1%	7.1%	7.7%
BBA 合计	37.7%	43.2%	41.4%	39.4%	35.8%	38.6%	36.8%	32.4%	29.9%	35.9%	34.1%	30.9%	27.8%	29.9%
理想	4.1%	3.8%	3.6%	2.6%	4.5%	6.4%	8.6%	10.0%	11.4%	9.3%	8.4%	10.9%	10.8%	9.0%
问界	0.0%	0.2%	1.6%	2.2%	2.9%	1.2%	0.9%	0.7%	2.2%	7.2%	9.3%	10.1%	8.1%	5.2%
腾势	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.6%	2.5%	3.0%	3.2%	2.5%	2.3%	3.0%	2.7%	3.0%	4.2%
智界	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	2.8%	4.0%

蔚来	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.7%	3.8%	2.2%	5.3%	4.1%	3.4%	6.2%	6.5%	5.5%	3.8%
坦克	0.0%	0.0%	0.3%	0.7%	0.8%	0.5%	0.3%	0.9%	2.0%	2.3%	3.0%	2.7%	3.0%	3.1%
小米	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	1.9%	2.5%	2.8%

资料来源：交强险，民生证券研究院

豪华市场盈利能力强，公司远期盈利仍有提升空间。由于受到自主车企的激烈竞争，在 BBA 价格持续下探的情况下，2024 年奔驰宝马在中国市场单车净利润仍然有约 3 万左右。按当前 BBA 盈利单车盈利展望，叠加 25 万+豪华车市场总销量约 400 万辆，远期市场净利润体量约为 1,200 亿元，盈利空间广阔。我们假设，公司远期可达到 25% 的市场份额，那么对应的利润空间约为 300 亿元，较当前公司净利润，仍有较大提升空间。

表4：北京奔驰/华晨宝马单车收入及净利润（万元）

	2020	2021	2022	2023	2024
北京奔驰单车 ASP	26.5	28.1	29.3	28.7	30.0
华晨宝马单车 ASP	31.0	35.5	43.9	35.7	32.9
北京奔驰单车净利润	3.5	3.9	4.1	3.6	3.1
华晨宝马单车净利润	3.3	4.5	7.2	4.4	2.8

资料来源：ifind，民生证券研究院

2.4 小结

公司第一层护城河建立在品牌之上，而汽车品牌的建立并非单纯性价比高就能够实现。我们认为市场车企想要建立品牌力需要通过累计销量（第一层）与社会属性（第二层）两个层次实现。而公司已经依靠累计销量建立了第一层品牌力，同时以其豪华家庭产品定位和高端市场的强劲表现正在逐步建立起第二层品牌力。证明了其相比市场其他竞品车企更加优质的长期竞争能力。在市场优质竞争格局及双层品牌力加持下，公司未来核心竞争力得到保障，市场地位稳固。同时，由于豪华燃油车的品牌锚点已经被新能源车解构，BBA 被迫的以价换量将持续削弱自身品牌力，并最终将份额推让给自主车企。公司作为自主豪华品牌的龙头，有望承接 BBA 所让出的市场份额，我们认为按远期 25 万元以上市场 25%（奔驰巅峰市场份额）的份额来测算，公司销量有望达到 100 万辆。

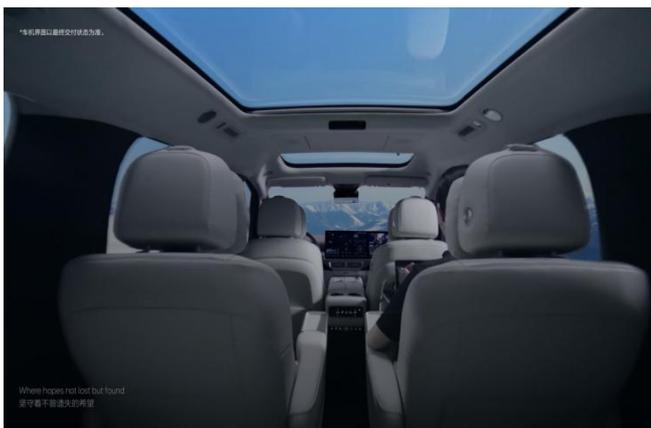
3 纯电思路正确 超充+5C 成未来产品趋势

3.1 超充解决补能焦虑 低风阻外形改善能耗

3.1.1 设计区隔现存产品 避免内部竞争

纯电设计调整，与 L 系列精确区隔。对于新能源车企来说，核心技术配置等类似的车型中，由于用电补能问题纯电相比混动存在天然劣势。而 MEGA 在核心技术等方面相比 L9 并不会有明显变化，所以以纯电能源形式推出的 MEGA 采用了极其前卫创新的外观设计理念，让消费者从第一印象认为 MEGA 和 L 系列存在根本性差异。其次，MEGA 选择以 MPV 车型呈现超过 5.3 米车长和 3.3 米的轴距，保证车内空间体验比 L9 具有更显著的差异。结合以上两点，避免消费者认为 MEGA 只是 L9 的简单加长版。从而进一步与 L 系列产品区隔，避免内部竞争。

图11：公司 MEGA 座舱



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：公司 MEGA 后排航空座椅



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.1.2 造型降低风阻 延长续航里程

外形服务于功能，解决续航痛点。目前市场上纯电车对比燃油车最大的两个劣势，一是普遍情况下满箱油比满瓶电续航里程高，二是补满能所需时间可能相差十倍以上。车主很容易产生里程焦虑补能焦虑。“高铁车头”式设计以其独特的水滴形车头和溜背式车顶外形使 MEGA 达到了 0.215cd 的超低风阻系数，而目前全球最低风阻系数的汽车是小米 SU7 (0.195cd)，相比于其他新势力 MPV，MEGA 以接近最低风阻系数轿车的数字领跑行业。同时配合先进的高压纯电平台和超高的整车集成效率，成就了其极低的能耗，从而使 CLTC 续航里程超过了 700 公里领先市场纯电竞品，对标燃油车续航水平。减缓用户用电焦虑，为公司进军纯电市场解决纯电车续航差的痛点问题。

表5：公司 MEGA 与其他新势力高端电车续航参数对比

车型	公司 MEGA	小鹏 X9 640 四驱 Max	腾势 D9 四驱 旗舰	极氪 009 WE 版	特斯拉 ModelX	蔚来 ES8 100kWh
风阻系数 (cd)	0.215	0.227	-	0.27	0.24	0.25
CLTC 续航里程 (km)	710	640	600	702	700	605
能耗 (kWh/100km)	15.9	17.7	18.4	18.3	19.8	21

资料来源：汽车之家，工信部，民生证券研究院

3.2 电池基建双向发力 精准聚焦纯电痛点

3.2.1 5C 电池超级快充 媲美油车补能效率

解决补能痛点首先从补能效率入手。上文已经提到 MEGA 通过独特设计配合整车集成效率达成了 700km 的 CLTC 续航里程参数，对标燃油车劣势不再。所以车主里程焦虑问题得以解决。而补能焦虑公司试图通过两个维度解决。MEGA 搭载的宁德时代麒麟 5C 电池将电芯单体失效率降低到十亿分之几的水平，同时 5 倍于电芯容量的峰值充电电流可使 MEGA 长时间保持超充功率。最终达到 12 分钟 500km 的补能速度，媲美燃油车补能效率。

表6：公司 MEGA 与其他新势力高端电车续航补能参数对比

车型	公司 MEGA	小鹏 X9 640 四驱 Max	腾势 D9 四驱 旗舰	极氪 009 WE 版	特斯拉 ModelX	蔚来 ES8 100kWh
风阻系数 (cd)	0.215	0.227	-	0.27	0.24	0.25
CLTC 续航里程 (km)	710	640	600	702	700	605
能耗 (kWh/100km)	15.9	17.7	18.4	18.3	19.8	21
驱动电机数	双电机	双电机	双电机	双电机	双电机	双电机
电机布局	前置+后置	前置+后置	前置+后置	前置+后置	前置+后置	前置+后置
电池类型	三元锂电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池
电芯品牌	宁德时代	中创新航	弗迪	宁德时代	松下	宁德时代/江苏时代/中创新航
电池容量 (kWh)	102.7	101.5	103.36	116	100	100
补能速度	12min500km	20min 充满	15min230km	28min 充满	1h 充满	36min 充满

资料来源：汽车之家，工信部，民生证券研究院

3.2.2 夺取超充站先发优势 缓解高速补能焦虑

补能便捷度同样至关重要。补能速度有了保障，补能基础设施资源（充电桩）是否能够对标加油站便捷度也是纯电产品能否成功的核心要素之一。而纯电车补

能痛点在于高速，因为以公司 MEGA 700km 的表显续航足够满足城市上下班通勤等日常需求，基本不存在补能焦虑；而如五一国庆等高速高峰期时，中石油中石化管理加持下的加油站都存在补能资源紧张的情况，纯电车以其固有的补能效率低下的特性更会加剧用户的补能担忧。

3.2.3 配电网承压 800V 超充 提前布局获取优势

高速布局 800V 超充站，缓解补能焦虑。从 2023 年 4 月 20 日公司第一座超级充电站投入运营后，截至 2025 年 6 月 15 日，公司在全国已投入使用 2,451 座超充站，拥有 13,427 根充电桩。公司 2025 年目标累计上线 5,000 座+，实现全国高速主线 90%和四线及以上城市核心城区 90%覆盖。但 800V 超级快充高达 480kW 的功率会对电网造成一定压力，但压力并非存在于输电网，而在配电网。

图13：公司充电站



资料来源：公司网站，民生证券研究院

图14：公司 5C 超充站



资料来源：公司网站，民生证券研究院

配电网存在压力无法高密度布局 800V，公司优势或有望成为长期壁垒。我国电动汽车的使用分布存在不均衡性，如北京、上海和广州的电动汽车比例较高，用电量也更大，而一些偏远地区的用电量较低。此外，由于电动汽车的充电时间通常在夜间，夜间电力需求相对较低。这也意味着如何合理分配各地区和不同时间段的电力供应是关键问题。大功率充电桩的瞬时高功率需求可能会对电力分配造成一定冲击，尤其是在使用 800V 超级快充时，充电功率高达 480kW，是目前主流充电桩功率的 4 到 6 倍。可能导致电网的负荷波动，无法高密度布局。公司目前率先在布局 800V 超充站，有望提前占据优势位置。而便利的补能体验将帮助消费者更愿意购买公司产品，因此公司有望获得更长期的竞争优势。

3.2.4 持续加大铺设密度 强盈利保障基建投资

强盈利助力基建投资，现金流稳定支持长期投资。目前公司超充站大部分为

1+3 结构，即 1 根 5C 超充桩搭配 3 根 2C 充电桩，公司计划不断优化超充站配置，升级 2 (5C) +2 (2C) 结构。同时根据公司在沟通会上公布的数据，3,000 座超充站的成本为 10 亿美金，即平均一个超充站 240 万人民币左右。截至 2024Q4 公司现金储备达到 659.0 亿，且自由现金流达到 49.0 亿元。因此公司有足够优秀的固定资本投资能力，超充站建设耗费资金对盈利端影响不会很大。公司可以凭借自身强大的盈利能力保障超充站建设顺利推进，发挥雪球效应强化超充站布局先发优势、解决纯电产品补能焦虑。

3.3 MEGA 产品准备不足 新品上市再出发

MEGA 不及预期，产品上市准备不足。公司首款纯电产品 MEGA 于 2024 年 3 月 1 日正式发布，定价 55.98 万元，但上市后销量不及预期，单月销量不足 1,000 辆。我们认为，MEGA 初期的不及预期主要原因为：

- 1) **MEGA 产品准备不充分，配套基建不够成熟。**截至 2024 年 3 月 31 日，公司在全国仅建成 357 座公司超充站，拥有 1,544 个充电桩，覆盖 142 个城市。从充电站数量可以看出，在 MEGA 上市时，公司并没有为这款纯电产品配备足够多的超充站，因此 5C+超充的体系可使用性不强，用户无法便利的使用超充体验，因此产品的核心卖点并未对用户产生足够强的获得感。
- 2) **MEGA 定位偏高，纯电产品重新塑造品牌。**2024 年 3 月 1 日 MEGA 上市定价为 55.98 万元。作为一款全新的纯电产品，由于技术架构的差异，公司通过增程产品所构建的品牌信任感无法直接转化到纯电产品上。公司意识到失误后，在 2024 年 4 月 22 日，将 MEGA 价格下调至 52.98 万元，优化产品性价比；但消费者对于 50 万+的纯电产品仍然需要重新建立品牌认知。因此 MEGA 销量并未立刻提升。

纯电产品能力补齐，新品周期将于 7 月上市。在 MEGA 失利后，公司认识到了产品宣发的失误，在基建配套方面做出了大幅优化。截至 2025 年 4 月 30 日，在全国已投入使用 2,267 座公司超充站，拥有 12,340 根充电桩。据公司规划，新款纯电车型 i8 将于 2025 年 7 月上市，i6 将于 2025H2 上市。

新车型 MEGA Home 家庭特别款推出，主打创新座椅布局和智能化配置。公司在原有 MEGA 车型的基础上，2025 年 4 月推出新车型 MEGA Home 家庭特别款，定位大型 MPV，订购价格 55.98 万元，配备双零重力旋转座椅，支持 45 度便捷上下车、90 度露营模式、180 度对坐亲子房、对坐大客厅模式等功能，一、二排座椅支持热石揉捏按摩、呼吸式座椅通风等豪华舒适功能。智驾方面搭载 ATL 全天候激光雷达，采用英伟达 Thor-U 芯片，算力可达 700TOPS，未来可支持 VLA 大模型。

伴随基建配套完善和新车型势能，MEGA 系列销量逐步提升。在充电配套基建逐步完善的背景下，MEGA 系列销量从开始的月销 5-6 百辆逐步提升，2025 年 3 月交付 916 辆。4 月 MEGA Home 家庭特别版推出后，订单量超计划预期，MEGA 系列目前预计每月能稳定交付 2500 至 3000 辆新车，相较于 2024 款车型交付量实现了大幅增长，体现出公司纯电思路正在被消费者逐步认可。我们预计，公司 i8 和 i6 上市后，纯电产品合计月销有望达到 1.5 万以上。

图15：理想 i8 正面（中间）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：理想 i8 背面（中间）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.4 小结

公司第二层护城河为基建能力和纯电产品思路。公司在纯电产品的设计和发展规划中具有明确的思路，1) 通过产品端的长续航+800V+5C 电池打造低能耗高续航的产品，缓解用户用电焦虑；2) 由于良好的运营能力和现金流，公司有大量建设超充站，在基础配套方面加速布局，率先占据最为便利的补能区位，让用户获得更好的补能体验，塑造公司纯电口碑，为纯电产品打开市场。在基建完善后，公司将于年内推出定价更为接近主流消费市场的 i8 和 i6，我们认为公司有望在新品上更有效的落地此前纯电的产品思路，并通过主流市场产品，重新建立起纯电品牌认知，打开第二增长曲线。

4 聚焦 AI 领航智能驾驶 VLA 开启物理智能体变革

4.1 端到端+VLM 重构智驾 公司智能驾驶技术快速提升

端到端+VLM 迈向 VLA 模型，技术变革重构智驾逻辑。2025 年，公司在 NVIDIA GTC 大会上正式公布了其全栈自研的 MindVLA(视觉-语言-行动模型)，该模型融合了空间智能、语言智能和行为智能，标志着公司在智能驾驶领域的最新突破。MindVLA 采用 3D 高斯作为核心中间表征，具备丰富的语义表达能力和多粒度、多尺度的 3D 几何表达，能够高效感知和理解周围环境。同时，系统通过自监督学习充分利用海量数据，进一步提升了各类下游任务的性能。

端到端+VLM 双系统：视觉与语言融合的智驾突破。在 2024 年，公司推出了端到端+VLM 的智驾方案。端到端系统经模型训练而成，负责处理近 95%的驾驶工作；而当车辆识别到需要特别注意的场景，如红绿灯路口、公交车道、减速带等情况，VLM 将介入提醒，完成剩余 5%的驾驶任务。这种架构实现了视觉与语言信息的融合，提升了环境感知和决策处理能力。

VLA 模型：从感知到执行的全流程闭环优化。公司正在研发的下一代 VLA 智驾大模型，计划与纯电 SUV 公司 i8 同时发布，将智能驾驶推向新的高度。VLA 模型在端到端+VLM 的基础上引入了动作反馈模块，实现了从感知到执行的全流程闭环优化。通过分层数据融合与智能决策算法，VLA 实时整合路况、信号和驾驶意图，迅速选定最佳行动方案，有效缩短响应时延。同时，依托实时反馈和多任务协同学习，VLA 在复杂交通环境中能够主动预判风险并迅速调整策略，从而显著提升整体鲁棒性和安全性。

图17：端到端+VLM 双系统推送



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18：VLA 模型发布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图19：公司智能驾驶技术进程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 VLA 技术重构 智驾体验革命

VLA 是智能驾驶的“下一代”，推动智驾从“功能优化”迈向“体验革命”。 VLA 模型对比端到端+VLM 双系统模式，不只是技术上的“升级”，而是一次彻底的重构。它解决了一个核心问题：如何让智能驾驶系统真正像人一样思考、决策、行动。这种转变，不仅让技术更高效，也让用户体验更自然、更安全。

VLA 不是“叠加”，而是“融合”。 端到端模型旨在统一处理感知、规划和控制，使智能驾驶更贴近人类驾驶方式，但在面对潮汐车道、行人违规横穿等极端场景时，因缺乏语义和规则深度理解而“卡壳”。公司在端到端基础上叠加 VLM 模型以处理复杂场景语义解析，但这种“双模型”架构存在不足：VLM 占用一整颗 Orin - X 芯片算力，端到端本身也需大量算力支持，导致架构效率低，协同易延迟或冲突。VLA 出现直接解决此问题，它将端到端和 VLM 功能整合至统一框架，使感知、理解、规划、控制由单一模型完成，“一体化设计”减少模块冗余交互，提升系统运行效率。

VLA 的泛化能力，让它更像“老司机”。 VLA 另一核心优势是泛化能力，即适应各种复杂场景而无需单独训练。如在 200 类罕见物体抓取测试中，VLA 准确率近 90%，行业领先。更重要的是，它能借助“全局信息”和“长上下文推理”处理长尾问题。例如遇潮汐车道，不仅能识别车道标志，还结合当前时间、交通规则与其他车辆行为做最优决策，这是传统端到端模型无法企及的。

VLA 让智能驾驶更“聪明”，也更“听话”。 VLA 引入不仅使车更智能，还更“懂人”。它结合视觉、语言和动作完成复杂交互任务，如用户可直接指令“开快点”“左拐”，或给地标照片让它导航。这种交互能力让智能驾驶从“工具”变“助手”乃至“专职司机”。更进一步，VLA 能在陌生环境自主决策，如从未去过的大楼地下停车场，可自行找车位并泊车，提升用户体验，拓宽智能驾驶适用场景。

VLA 是技术的突破，也是行业的方向。 从行业发展看，VLA 意义远超技术本

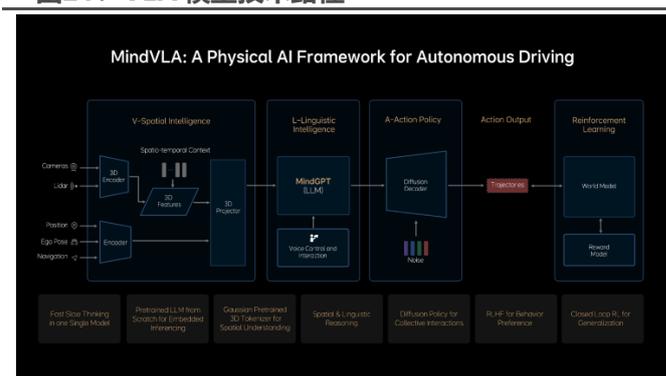
身。它代表智能驾驶新范式：从“分模块优化”到“全局优化”，从“规则驱动”到“数据驱动”。此范式转变提升系统性能，为未来自动驾驶技术奠基。不过，VLA 落地面临挑战，如需更高算力支持，公司现采用英伟达 Thor - U MAX 芯片，单颗算力达 1,000TOPS，超当前主流双 Orin - X 方案 (508TOPS)，但高算力需求使其短期内难大规模普及。

图20：端到端+VLM 技术路径



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：VLA 模型技术路径



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2.1 公司 VLA 技术重构 智驾系统全面升级

VLA 整合端到端+VLM 为一个模型，实现智驾系统高效实时运行。 VLA 是视觉语言行为大模型，并非简单地将原有端到端+VLM 双系统结合，而是一个全新设计的统一系统，它将视觉空间智能 (V)、语言智能 (L) 和行为智能 (A) 统一在一个模型里，赋予智驾系统感知、思考和适应环境的能力，解决原有端到端+VLM 双系统优化困难的痛点。VLA 通过视觉空间智能 (V) 赋予智驾系统强大的环境感知能力，应对复杂的交通状况；根据用户的语言指令，VLA 通过语言智能 (L) 与用户沟通、理解用户意图，增强其本身的空间理解和推理能力，给出合理的驾驶决策；通过行为智能 (A)，VLA 实时预测其他车辆和行人的轨迹，并根据人类偏好，给出最佳的驾驶轨迹，实现智驾系统的高效实时运行。

VLA 通过全新设计，赋予智驾系统强大空间理解与逻辑推理能力。 VLA 通过训练得到 3D 高斯表征，增加模型的 3D 空间理解能力和驾驶知识。通过训练 LLM，VLA 能够学习人类的思考过程，自动切换快慢思考，进一步增强智驾系统的 3D 空间理解和推理能力，解决 VLM 模型 3D 空间理解能力不足的痛点。VLA 同时采用了稀疏化设计，提升推理效率，在实现模型容量增加的同时，不会大幅度增加推理负担，解决原有系统难以兼顾参数量与推理能力的痛点。通过以上创新设计，VLA 赋予了智驾系统强大的 3D 空间理解能力和逻辑推理能力，能够充分感知周围驾驶环境，应对复杂的交通状况。

VLA 对齐专业司机水平，提供人类价值观。 用户能够与 VLA 直接对话，VLA 通过语言智能与用户沟通、理解用户意图，并基于其强大的空间理解和推理能力自

动拆解与执行任务。通过行为智能，VLA 不仅可以生成自车轨迹，还能预测其他车辆和行人的轨迹，并根据人类驾驶员偏好，优化出最终的驾驶轨迹，大大增加了其应对复杂交通环境的能力，提高智驾的安全下限，对齐专业司机水平。在相同驾驶情形下，VLA 能够满足不同用户的特定驾驶需求，解决原有端到端+VLM 系统难以对齐人类驾驶行为的痛点，使智驾系统不再只是一个驾驶工具，而是一个真正的专业司机，为用户提供人类价值。

VLA 模型的发布进一步增强了公司的技术竞争力。VLA 优化用户的智能驾驶体验，推动汽车行业智能驾驶技术的更新迭代。VLA 模型为公司创造出独特的竞争壁垒，巩固了公司的行业地位与品牌价值，展现出公司在智能驾驶领域的发展进步与竞争优势。

表7：端到端+VLM 与 VLA 模型对比

性能	端到端+VLM	VLA
模型系统	端到端和 VLM 是两个独立的模型，运行频率不同，整体的联合训练和优化是十分困难的	VLA 是视觉语言行为大模型，它将视觉空间智能 (V)、语言智能 (L) 和行为智能 (A) 统一在一个模型里，能够实现智驾系统的高效实时运行
空间理解能力	VLM 模型使用的是互联网二级图文数据做预训练，在 3D 空间理解能力和驾驶知识方面不足，上限不高	VLA 模型通过训练得到 3D 高斯表征，并通过训练 LLM 进一步激发模型，赋予模型强大的 3D 空间理解能力
推理能力	目前自动驾驶芯片的内存带宽和算力是远不及服务器 GPU 的，难以提高模型的参数量和能力的同时实现高效的推理。	VLA 模型采用稀疏化模型设计，在实现模型容量扩容的同时，不会大幅度增加推理负担
人类价值	基于端到端+VLM 系统的驾驶行为依赖于回归建模，难以处理在相同驾驶情形下，不同用户驾驶行为的多样性	VLA 模型能够通过语言智能与用户沟通、理解用户意图，并根据行为智能实时预测其他车辆和行人的轨迹，最后依据人类偏好优化出最终驾驶轨迹，对齐人类驾驶员的行为

资料来源：公司 2025 年 NVIDIA GTC 大会 民生证券研究院

4.2.2 数据算法双核驱动 算力人才共塑标杆

公司在智能驾驶研发领域占据多方面优势，其数据积累、算法优化与算力投入等方面均取得显著成就，为智能驾驶技术的持续进步奠定了坚实基础。

数据积累：海量数据支撑智驾系统训练。公司在智能驾驶领域积累了大量数据，为智驾系统训练和优化提供了坚实基础。截至 2024 年底，智能驾驶训练量达 800 万 Clips，对应约 30 亿公里智驾里程，ADMax 用户近 40 万，处于行业头部。这些数据涵盖多种路况、天气及交通场景，使智驾系统能在复杂环境中学习优化。公司通过车辆行驶和用户反馈不断丰富数据集，提升智驾系统适应性和可靠性。

表8：公司与华为乾崮 2024 年智能驾驶数据对比

车企	智驾用户数 (截至 2024 年底)	2024 年智驾总里程	年度智驾里程占比 (智驾里程/累计行驶里程)	智能泊车次数
公司	110.9 万	17.2 亿公里	9.88%	7785.8 万次
华为乾崮	50.69 万	14.52 亿公里	29.72%	1.02 亿次

资料来源：公司公告，华为乾崮智能汽车解决方案，民生证券研究院

算法优化：提升智驾系统的实时响应与适应性。公司在算法优化上表现突出，智驾功能迭代迅速，2024 年智能驾驶升级 12 次，行业领先。2024 年 11 月，公司全量推送车位到车位功能，成为国内首家实现该功能全量推送的车企。这种快速迭代提升了智驾系统性能，增强了其在复杂交通中的稳定性和安全性。

算力投入：强大算力保障智驾系统高效运行。公司不断加大智能驾驶算力投入，截至 2024 年底，智能驾驶训练算力达 8.1 EFlops。公司每年投入 10 亿人民币用于训练，未来将增至每年 10 亿美金。这种投入确保智驾系统高效运行和持续优化。同时，公司智驾研发团队汇聚多领域顶尖人才，为技术创新提供人才保障。

表9：主要车企智驾训练投入对比

车企/公司	训练算力储备或后续规划
公司	到 24 年底，智驾训练算力储备达到 8.1EFlops
特斯拉	到 24 年底，AI 训练能力将提升至 90-100EFlops
华为	截至 24 年底，华为云端 A 学习训练算力已超过 10EFlops
小鹏汽车	截至 24 年 7 月，A 算力储备达到 2.51EFlops；到 2025 年，小鹏云端算力将增加到 10EFlops

资料来源：特斯拉财报，公司微信公众号，华为车 BU 靳玉志公开演讲，小鹏汽车 AI 智驾发布会，小鹏汽车 AI 科技日，民生证券研究院

4.3 总结

公司的第三层护城河建立在技术能力之上。公司通过 VLA 开创智驾革命，不同于传统智驾产品，更多将功能聚焦于辅助驾驶中，VLA 则是融合座舱和智驾功能，展现出匹配人类司机的能力。将 AI 从辅助工具转化为生产工具。允许乘客使用与司机交流的模式和车机交流将大幅提升用户体验，并为行业带来革命性的变革。纯智驾功能在当前市场中并未被消费者直接认可的原因因为消费者对于智驾的掌控权弱，缺乏使用信心，而 VLA 模式下，乘客可以随时通过语音指引智驾系统控制车辆，因此 1) 强化智驾模式下用户对于车辆的掌控，2) 强化 AI 功能和乘客的交互提升用户感知。我们认为，在这套新模型下，公司的“AI 司机”将更加符合当前消费者的使用习惯，提升购买意愿。长期来看，技术能力也可以强化公司科技属性，为高端品牌形象建立新的锚点；从而通过技术优势强化高端品牌形象，并提升销量和产品份额。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

业务拆分预测：公司核心业务收入由车型 L9、L8、L7、L6 的销售收入组成，2025 年将至少有 3 款纯电产品推出。2024 年在 L 系列新款车型销量快速增长的背景下，汽车收入为 1,385.4 亿元，同比+15.2%，整体汽车毛利率约为 19.8%。考虑到高端市场竞争格局稳定，预计未来毛利率有望维持 20%左右。我们预计 2025-2027 年汽车业务收入约为 1,518.5/1,850.0/2,178.8 亿元，同比增速为 9.6%/21.8%/17.8%。服务及其他收入为 64.5/80.1/91.0 亿元，同比增速为 8.9%/24.3%/13.6%。

表10：公司分业务盈利预测（百万元，%）

业务	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
汽车销售（百万元）	120,294.7	138,538.1	151,854.7	185,004.5	217,883.3
同比（%）	172.7%	15.2%	9.6%	21.8%	17.8%
毛利率（%）	21.5%	19.8%	19.8%	20.0%	20.0%
其他（百万元）	3,556.7	5,921.9	6,446.5	8,010.9	9,098.9
同比（%）	201.3%	66.5%	8.9%	24.3%	13.6%
毛利率（%）	47.4%	37.8%	35.4%	38.0%	40.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

表11：公司期间费用预测（百万元，%）

费用	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
管理费用（百万元）	9,768.0	12,229.3	12,222.60	13,078.45	14,362.77
管理费用率（%）	7.9%	8.5%	7.7%	6.8%	6.3%
研发费用（百万元）	10,586.1	11,071.4	11,212.52	13,282.80	14,985.23
研发费用率（%）	8.5%	7.7%	7.1%	6.9%	6.6%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

从估值角度分析，由于公司已于 2023 年实现盈利，因此需要以 PE 方式估值；可比公司主要采用已经盈利的整车企业。我们预计公司 2025 年净利润约为 101.2 亿元，对应当前股价约为 20 倍 PE。考虑到公司在产品、品牌和智能驾驶的领先优势，以及即将开启的纯电产品周期，和未来的盈利高增速，我们认为当前估值仍有上升空间。

表12：可比公司估值对比

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			2025-2027 CAGR	PE (倍)			
			2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	
002594.SZ	比亚迪	10,357.8	552.0	649.7	746.7	16.3%	19	16	14	
601127.SH	赛力斯	2,142.3	103.6	133.3	159.6	24.1%	21	16	13	
601633.SH	长城汽车	1,563.5	140.9	163.0	182.4	13.8%	11	10	9	
0175.HK	吉利汽车	1,459.6	162.1	220.9	259.8	26.6%	9	7	6	
000625.SZ	长安汽车	1,084.1	88.7	107.6	127.2	19.7%	12	10	9	
可比公司均值								14	12	10
2015.HK	理想汽车	1,993.5	101.2	145.7	184.1	34.9%	20	14	11	

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

注：除赛力斯外（采用同花顺一致预期），可比公司数据为民生证券研究院预测，A 股股价为人民币，H 股股价为港币，股价为 2025 年 6 月 19 日收盘价，港币兑人民币汇率 1:0.92

5.3 投资建议

高端市场地位稳固 品牌力加深护城河。2024 年 25 万以上市场空间 381.3 万，同比-5.7%；其中，公司凭借 10.7%的份额排名自主品牌第一。我们认为，品牌为高端市场最核心的护城河，而品牌依靠持续性的销量以及其附带的社会属性所建立，并非可通过模仿产品轻易超越。公司依靠强势销量奠定品牌基础，通过高端家庭形象塑造社会属性。公司在高端市场中的品牌护城河正在逐步加深，叠加稳定的竞争格局和扩容的市场，有望避免落入单纯的产品配置和价格的博弈。因此，公司在中长期时间内有望持续强化在高端市场中的地位，并保持利润和销量的持续向上。

聚焦纯电两大痛点 基础建设配套发力。当前限制纯电产品发展的两大主要痛点为里程和补能焦虑。公司纯电产品设计思路围绕此方向打造，在现有技术条件下提供行业领先的解决方案。通过超低风阻系数，配合高压纯电平台打造低能耗高续航的产品，缓解续航焦虑。同时，公司加大投入超充站建设，截至 2025 年 6 月 15 日，在全国已投入使用 2,451 座公司超充站。我们认为，超充站密度和补能便利性将直接影响纯电产品销量，而公司在具有亮眼的盈利和现金流的情况下，具备充足能力和意愿基础设施建设，且由于超充站对电网压力所带来的排他性，我们认为公司的基础建设投入有望帮助公司建立更为长期的壁垒，纯电产品后续发展依旧可期。

公司 VLA 技术重构 智驾系统全面升级。公司的 MindVLA 智能驾驶系统展现出多维度的卓越特性与显著优势。在技术架构层面，作为全球首创融合空间智能、语言智能与行为智能的机器人大模型，其基于统一架构赋予车辆类人化的多维认知能力，实现从感知到决策的高效协同。3D 高斯中间表征技术的运用，使得系统

能够精准洞悉三维空间的几何形态与语义信息，为车辆提供了精确且全面的环境感知基础。MoE 混合专家架构与稀疏注意力机制的搭配，保障了端侧推理的高效性，确保车辆在复杂多变的行驶环境中实时、准确地响应各类状况。在驾驶决策优化上，通过扩散模型对驾驶轨迹进行规划，显著增强了车辆在复杂交通场景中的决策博弈能力，提升行驶安全性与流畅性。

公司护城河逐步形成，我们看好公司在中高端市场凭借品牌力占据稳固的市场份额，并维持高盈利能力；逐步在纯电基础建设及智能化能力方面加大投入强化公司优势，驱动销量的稳步提升。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 1,583.0/1,930.2/2,269.8 亿元，归母净利润为 101.2/145.7/184.1 亿元，对应 2025 年 6 月 19 日收盘价 101.9 港元/股（港元兑人民币汇率 1:0.92），PE 分别为 20/14/11 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 车市下行风险：汽车行业存在周期性，经济持续下行可能导致汽车市场消费疲软，同时汽车行业的竞争预计将更加激烈，带来风险；

2) 新车型销量、需求不及预期：消费者的需求随着时间和市场环境的变化而不断变化。如果公司未能准确预测消费者需求的变化，或者未能及时调整产品策略以满足市场需求，可能导致新车型销量不及预期，带来风险；

3) 行业竞争加剧风险：汽车行业特别是电动车领域，面临行业竞争加剧，导致新能源车企盈利困难，带来风险；

4) 出海进度不及预期：出口存在关税、汇兑、海运费波动风险，可能会增加公司汽车在海外市场的成本，从而影响其竞争力。此外，随着全球贸易形势的变化，部分国家可能对中国汽车出台反倾销、反补贴政策，导致出海进度不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	126,310	138,225	164,513	194,622
现金及现金等价物	65,901	76,503	99,590	126,538
应收账款及票据	135	176	214	252
存货	8,186	9,102	11,048	12,983
其他	52,088	52,445	53,660	54,849
非流动资产合计	36,039	40,987	45,472	49,841
固定资产	21,141	25,015	28,699	32,368
商誉及无形资产	9,244	10,144	10,944	11,644
其他	5,654	5,828	5,828	5,828
资产总计	162,349	179,213	209,984	244,463
流动负债合计	69,216	75,717	91,914	107,964
短期借款	376	376	376	376
应付账款及票据	53,596	59,510	72,236	84,890
其他	15,243	15,830	19,302	22,698
非流动负债合计	21,813	22,078	22,078	22,078
长期借贷	8,795	8,795	8,795	8,795
其他	13,018	13,284	13,284	13,284
负债合计	91,029	97,795	113,992	130,042
普通股股本	1	1	1	1
储备	70,873	80,920	95,421	113,757
归属母公司股东权益	70,875	80,921	95,422	113,759
少数股东权益	445	496	570	662
股东权益合计	71,320	81,418	95,992	114,421
负债和股东权益合计	162,349	179,213	209,984	244,463

现金流量表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	15,933	18,370	30,844	34,602
净利润	8,032	10,117	14,571	18,407
少数股东权益	13	51	73	92
折旧摊销	3,058	3,226	3,516	3,631
营运资金变动及其他	4,830	4,977	12,683	12,472
投资活动现金流	-41,137	-7,434	-7,421	-7,319
资本支出	-7,730	-8,000	-8,000	-8,000
其他投资	-33,407	566	579	681
筹资活动现金流	-416	-265	-265	-265
借款增加	-525	0	0	0
普通股增加	15	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	95	-265	-265	-265
现金净增加额	-25,422	10,601	23,088	26,948

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	144,460	158,301	193,015	226,982
其他收入	0	0	0	0
营业成本	114,804	126,022	152,970	179,766
销售管理费用	12,229	12,223	13,078	14,363
研发费用	11,071	11,213	13,283	14,985
财务费用	-1,632	-1,712	-1,801	-1,827
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	1,328	1,266	1,544	1,816
除税前利润	9,316	11,823	17,029	21,511
所得税	1,270	1,655	2,384	3,011
净利润	8,045	10,168	14,645	18,499
少数股东损益	13	51	73	92
归属母公司净利润	8,032	10,117	14,571	18,407
EBIT	7,683	10,110	15,228	19,684
EBITDA	10,741	13,337	18,744	23,315
EPS (元)	3.75	4.73	6.81	8.60

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	16.64	9.58	21.93	17.60
归属母公司净利润	-31.37	25.95	44.03	26.32
盈利能力(%)				
毛利率	20.53	20.39	20.75	20.80
销售净利率	5.56	6.39	7.55	8.11
ROE	11.33	12.50	15.27	16.18
ROIC	8.24	9.60	12.45	13.70
偿债能力				
资产负债率(%)	56.07	54.57	54.29	53.20
净负债比率(%)	-79.54	-82.70	-94.19	-102.57
流动比率	1.82	1.83	1.79	1.80
速动比率	1.03	1.09	1.16	1.25
营运能力				
总资产周转率	0.94	0.93	0.99	1.00
应收账款周转率	1036.91	1018.01	988.93	972.79
应付账款周转率	2.18	2.23	2.32	2.29
每股指标 (元)				
每股收益	3.75	4.73	6.81	8.60
每股经营现金流	7.44	8.58	14.41	16.16
每股净资产	33.11	37.80	44.57	53.14
估值比率				
P/E	25	20	14	11
P/B	2.8	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	14.58	11.74	8.35	6.72

插图目录

图 1: 民生汽车整车研究框架	3
图 2: 公司季度收入及同比增速 (百万元, %)	5
图 3: 公司季度归母净利润 (百万元)	5
图 4: 公司毛利率、non-GAAP 经营性利润率 (%)	6
图 5: 公司 SG&A 费用率 (%)	6
图 6: 公司年度研发及研发费用率 (百万元, %)	6
图 7: 公司季度研发及研发费用率 (百万元, %)	6
图 8: 2025Q1 年重要海外车企毛利率 (%)	7
图 9: BBA 主销产品与相近配置自主车型价格对比 (万元)	7
图 10: 公司及其他新势力车企累计销量 (万辆)	8
图 11: 公司 MEGA 座舱	12
图 12: 公司 MEGA 后排航空座椅	12
图 13: 公司充电站	14
图 14: 公司 5C 超充站	14
图 15: 理想 i8 正面 (中间)	16
图 16: 理想 i8 背面 (中间)	16
图 17: 端到端+VLM 双系统推送	17
图 18: VLA 模型发布	17
图 19: 公司智能驾驶技术进程	18
图 20: 端到端+VLM 技术路径	19
图 21: VLA 模型技术路径	19

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: BBA 主销 SUV 终端价格 (万元)	9
表 2: 25 万元+各品牌销量 (万辆)	10
表 3: 25 万元+各品牌市场份额 (%)	10
表 4: 北京奔驰/华晨宝马单车收入及净利润 (万元)	11
表 5: 公司 MEGA 与其他新势力高端电车续航参数对比	13
表 6: 公司 MEGA 与其他新势力高端电车续航补能参数对比	13
表 7: 端到端+VLM 与 VLA 模型对比	20
表 8: 公司与华为乾崮 2024 年智能驾驶数据对比	21
表 9: 主要车企智驾训练投入对比	21
表 10: 公司分业务盈利预测 (百万元, %)	22
表 11: 公司期间费用预测 (百万元, %)	22
表 12: 可比公司估值对比	23
公司财务报表数据预测汇总	26

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048