



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

新势力如何跨越盈亏平衡点？

国联证券汽车研究团队

2024年9月

证券研究报告

报告评级：强于大市 | 维持

请务必阅读报告末页的重要声明

目 录

第一部分

从理想和赛力斯看如何跨越盈亏平衡？

第二部分

如何判断尚未盈利车企何时盈亏平衡？

第三部分

投资建议

第四部分

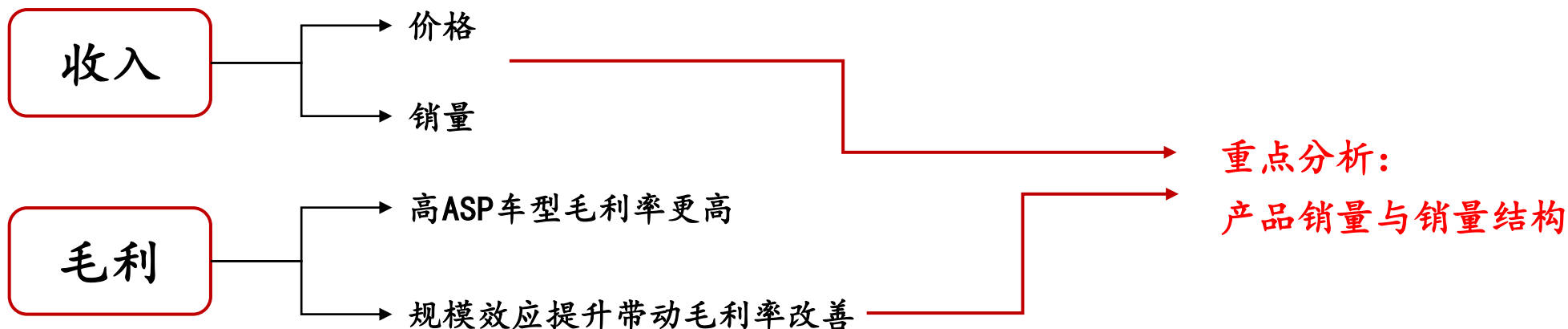
风险提示



研究框架图

➤ 盈亏平衡条件下：归母净利润/GAAP净利润=0，营业利润接近0，重点分析毛利和费用的关系：

收入-成本 = 收入*毛利率 = 毛利 VS 研发费用+SG&A = 期间费用



分时间维度来看：

- (1) 一定时期内（如3-4个季度内）费用基本稳定，研发和销售人员的、产能、销售门店基本稳定
- (2) 长期来看，不同发展阶段费用会存在较大变化，重点关注新产能、新技术、新市场变化

分企业生命周期阶段来看：

- (1) 未盈利阶段，“开源节流”是新势力车企的主要选择，正现金流—毛利提升—实现盈利
- (2) 盈利阶段，过快速扩张后产品销量无法延续/市场价格战加剧导致促销增加，盈利存在波动



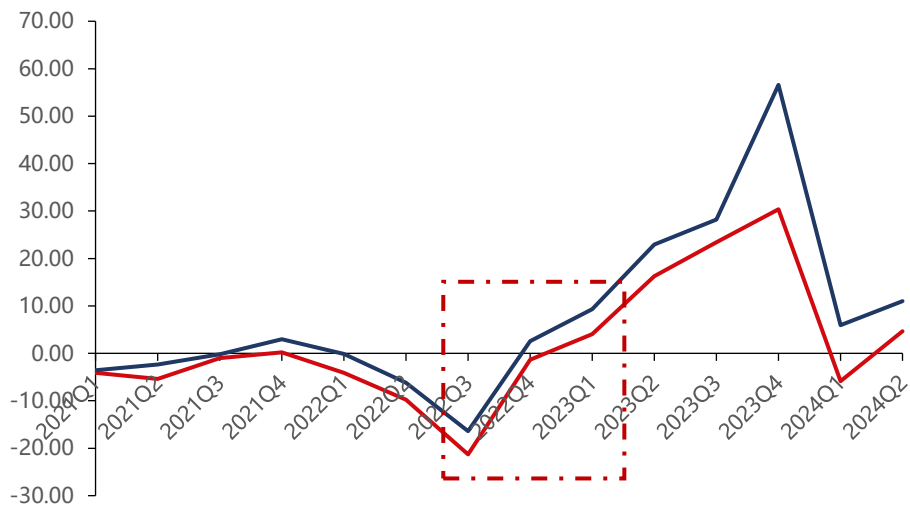
1、从理想和赛力斯看如何跨越盈亏平衡？

1. 经典案例：理想汽车和赛力斯如何跨越盈亏平衡？

理想汽车和赛力斯在销量提升过程中实现营业利润的提升，跨越盈亏平衡点，成功进入盈利阶段。理想汽车2022Q4/2023Q1分别实现销量4.6/5.3万辆，分别实现收入176.5/187.87亿元，分别实现营业利润为-1.34/4.05亿元，GAAP净利润分别为2.57/9.30亿元，2022Q4后公司进入盈利阶段。问界品牌2023Q4/2024Q1分别实现销量10.4/8.3万辆，分别对应收入191.6/265.6亿元，营业利润分别为-6.13/3.13亿元，归母净利润分别为-1.56/2.20亿元，赛力斯在2024Q1后进入盈利阶段。其中营业利润等于毛利减研发费用减SG&A，在后续的分析中重点分析理想汽车和赛力斯毛利、研发费用、SG&A的变化。

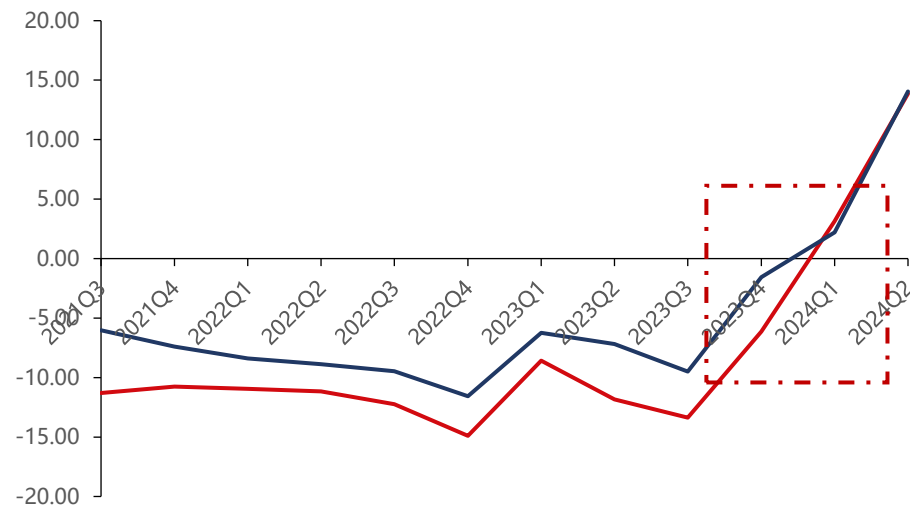
理想汽车营业利润和GAAP净利润

— 营业利润 (亿元) — GAAP净利润 (亿元)



赛力斯营业利润和GAAP净利润

— 营业利润 (亿元) — 归母净利润 (亿元)



资料来源：wind，国联证券研究所

1.1 理想汽车：2022Q4-2023Q1跨越盈亏平衡

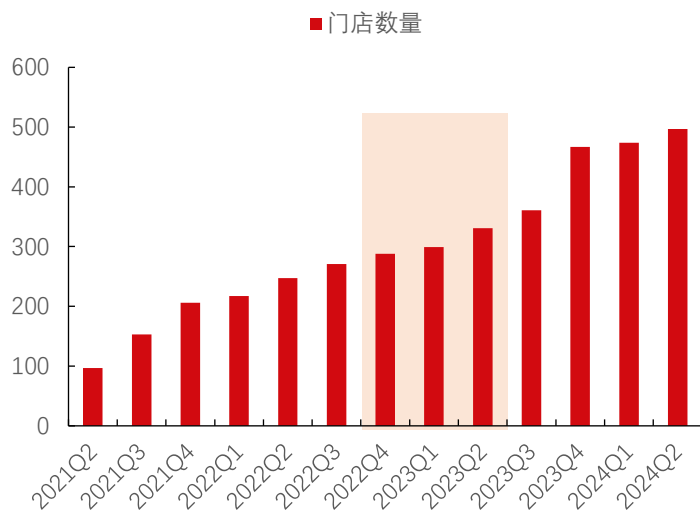
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入	95.62	87.33	93.42	176.50	187.87	286.53	346.8	417.32	256.34	316.78
营业成本	73.98	68.54	81.60	140.84	149.57	224.17	270.35	319.45	203.49	255.02
毛利	21.64	18.78	11.82	35.66	38.3	62.35	76.45	97.87	52.84	61.77
毛利率	22.6%	21.5%	12.7%	20.2%	20.40%	21.80%	22.00%	23.50%	20.60%	19.50%
汽车销售 (亿元)										
营业收入	93.09	84.84	90.46	172.68	183.27	279.72	336.16	403.79	242.52	303.20
营业成本	72.20	66.87	79.63	138.18	147.05	220.84	264.91	312.02	195.62	246.36
毛利	20.89	17.96	10.83	34.50	36.22	58.88	71.25	91.77	46.90	56.84
毛利率	22%	21%	12%	20%	19.80%	21.00%	21.20%	22.70%	19.30%	18.70%
汽车销量 (辆)										
理想one	31,716	28,687	16,401	1,987	3,241	6,327	5	-	-	-
L9			10,123	28,850	21,126	21,385	32,218	57,525	23,693	19,980
L8				15,482	20,515	24,109	32,791	35,142	20,910	16,111
L7					7,702	34,712	39,073	38,756	32,570	30,932
L6									-	39,210
Mega									3,229	2,348
总计	31,716	28,687	26,524	46,319	52,584	86,533	104,087	133,223	80,402	108,581
单车价格 (万元)										
理想one (均价)	32	32	32	32	20	20	20			
L9 (均价)			46	46	46	46	43	40	40	40
L8 (均价)				36	36	35	34	30	30	30
L7 (均价)					34	33	32	29	30	29
L6 (均价)										25
Mega									50	50
费用及净利润 (亿元)										
SG&A	12.03	13.25	15.07	16.30	16.45	23.09	25.44	32.7	29.78	28.15
研发费用	13.74	15.32	18.04	20.70	18.52	24.26	28.17	34.91	30.49	30.28
营业利润	-4.13	-9.79	-21.30	-1.34	4.05	16.26	23.39	30.36	-5.85	4.68
GAAP净利润	-0.11	-6.18	-16.40	2.57	9.3	22.93	28.23	56.58	5.93	11.03

资料来源：wind，理想汽车公告，中汽协，汽车之家，国联证券研究所
注：单车价格是基于车价格的假设

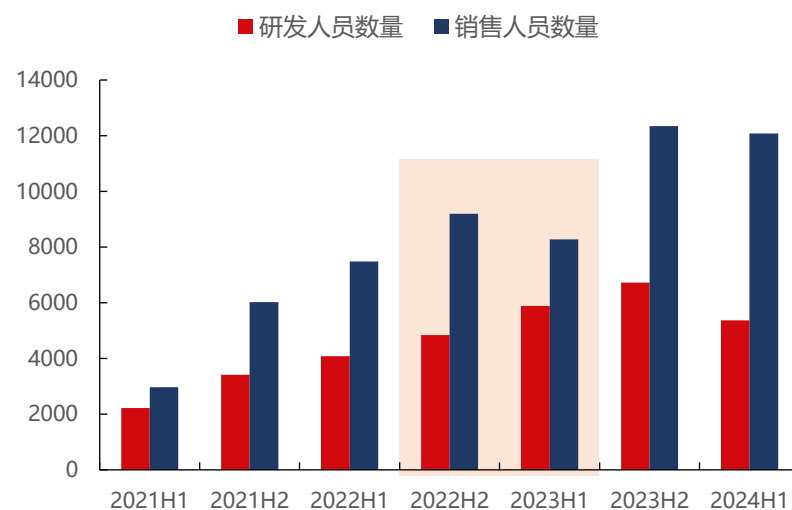
1.1 理想汽车：稳健使用资金，费用保持相对稳定

- 在盈利前理想汽车保持了稳健保守的费用投入，2022Q4前后来看，研发费用和SG&A保持稳步增长，费用之和保持在33-37亿区间。
- 费用方面，研发人员数量、销售人员数量、销售门店数量保持基本稳定。拆分来看，理想汽车研发人员数量、销售人员数量和销售门店数量保持稳步增长，是公司研发费用和SG&A稳步增长的关键。2022Q4门店数量为288家，保持几个季度稳定增长。2022H2研发人员数量稳步增长，销售人员数量增长明显，人员数量分别4838/9199人。

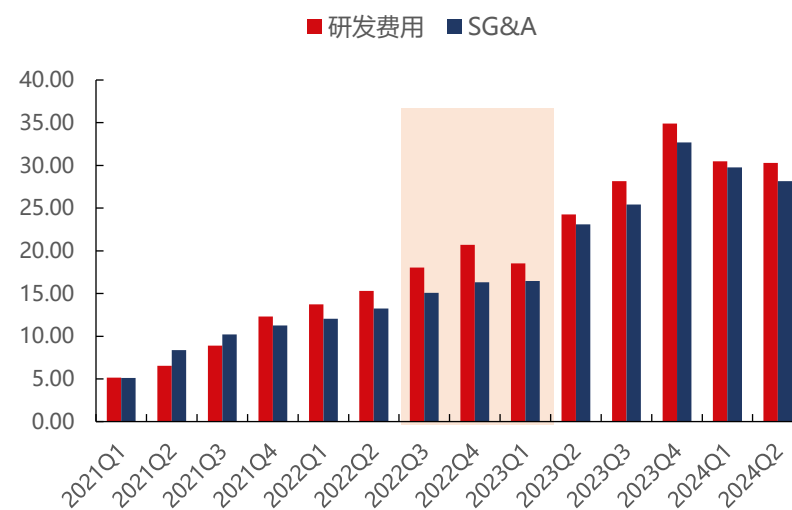
理想汽车门店数量（家）



理想汽车研发人员和销售人员数量（人）



理想汽车研发费用和SG&A费用（亿元）



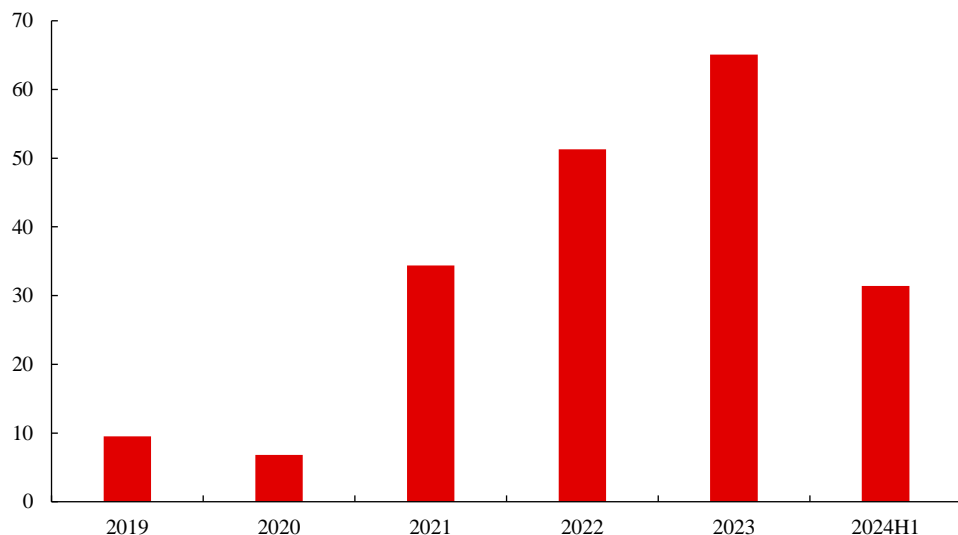
资料来源：wind，理想汽车公告，国联证券研究所

1.1 理想汽车：稳健使用资金，控制CAPEX增长

- 在盈利前理想汽车保持了保守的资本开支投入模式，成为公司毛利率稳定的关键因素。
- 资本开支方面，理想汽车仍处于投入阶段，2022年后由于收购北京工厂、建设超充站逐步增加CAPEX。由于2022前理想汽车CAPEX保持相对较低水平，2022年各季度折旧较低，成为2022Q4盈利的关键。折旧来看，理想汽车折旧保持平稳增长，2022H2同比增速见顶后持续下降。
- 进入盈利阶段后，由于2022年后过快的资本扩张导致折旧较高，2024Q1无法保持高销量的情况下使得毛利率显著降低，营业利润为负，资本投入节奏也是影响新势力车企保持盈利能力的关键因素。

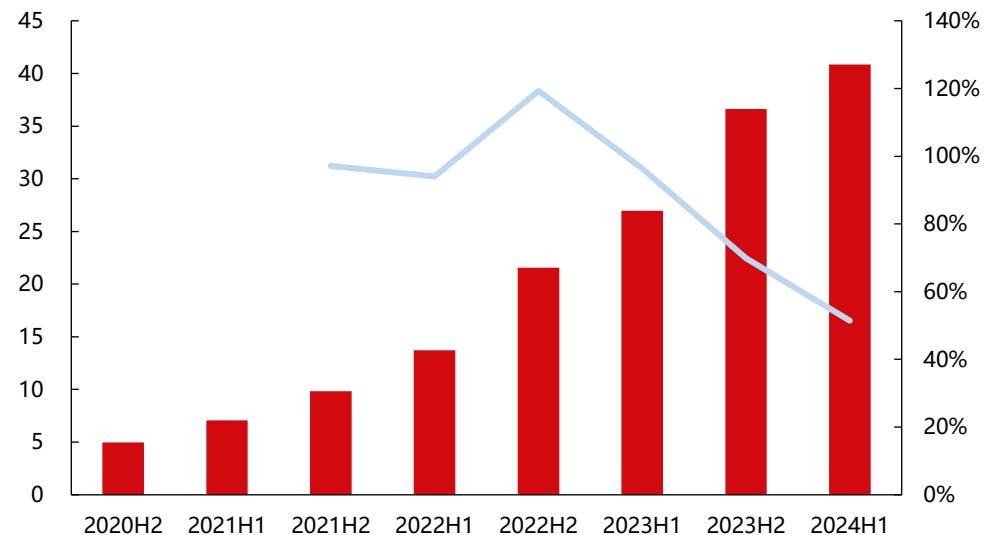
理想汽车固定资产

■ CPAEX (亿元)



理想汽车折旧保持稳定

■ 折旧 (亿元) — yoy

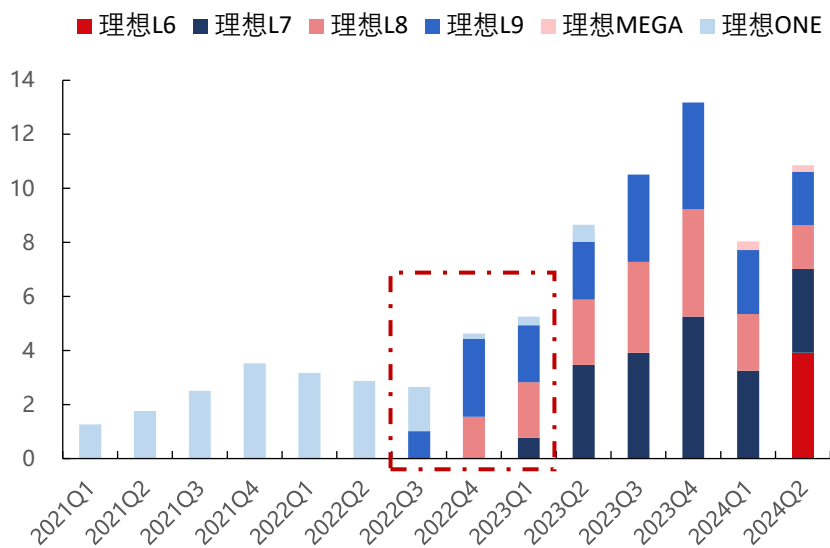


资料来源：wind，理想汽车公告，国联证券研究所

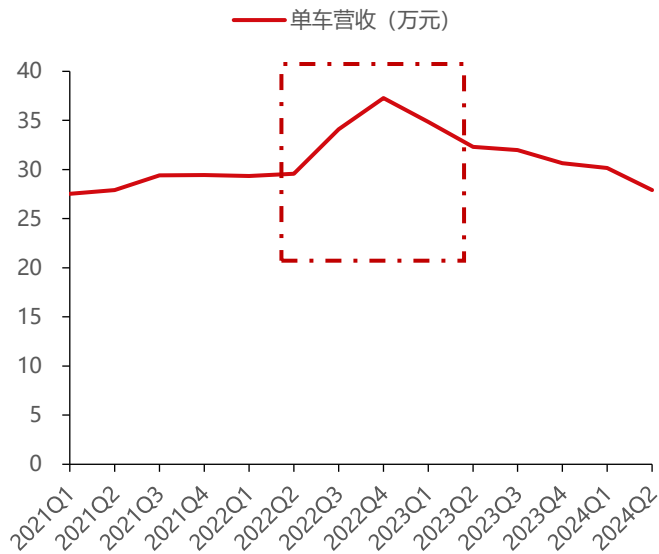
1.1 理想汽车：ASP保持稳定，销量实现规模效应

- 2022年底，理想汽车产品矩阵切换后，ASP保持基本稳定。理想汽车在2022Q3-2023Q1进入产品结构调整阶段。2022Q3理想One逐步退出市场，L9上市。2022Q4 L8上市，2023Q1 L7上市，产品矩阵逐步完善。2022Q4前后单车ASP保持基本稳定，提升到34-35万元区间。
- 2022Q3后，新车型产品力领先助推车型销量快速提升，实现跨越式增长。2022Q3/2022Q4/2023Q1销量分别为2.7/4.6/5.3万辆，营收分别为93.4/176.5/187.8亿元，2022Q4营收环比提升66.2%，环比增长明显。

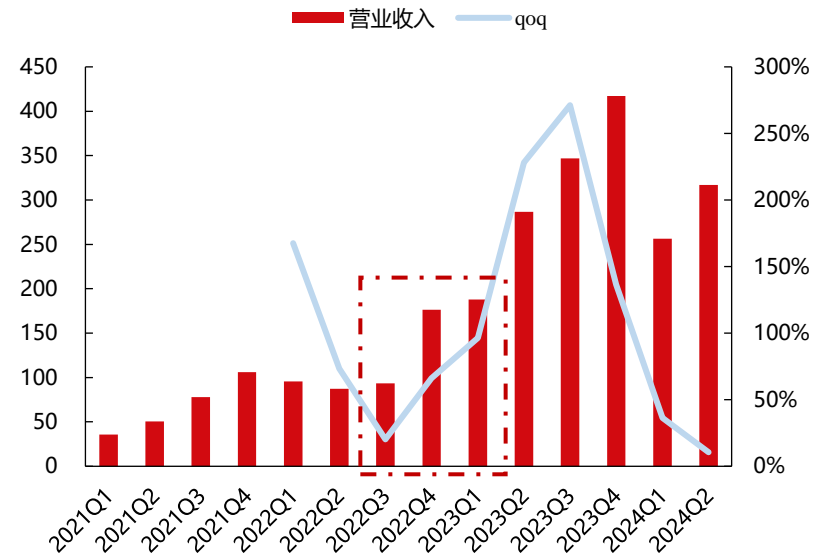
2022Q4销量显著提升且结构逐步改善（万辆）



理想汽车ASP2022Q4保持在34万左右



2022Q4营业收入同环比显著提升



资料来源：wind，理想汽车公告，中汽协，国联证券研究所

1.1 理想汽车：费用稳定，ASP稳定，规模效应助推盈利

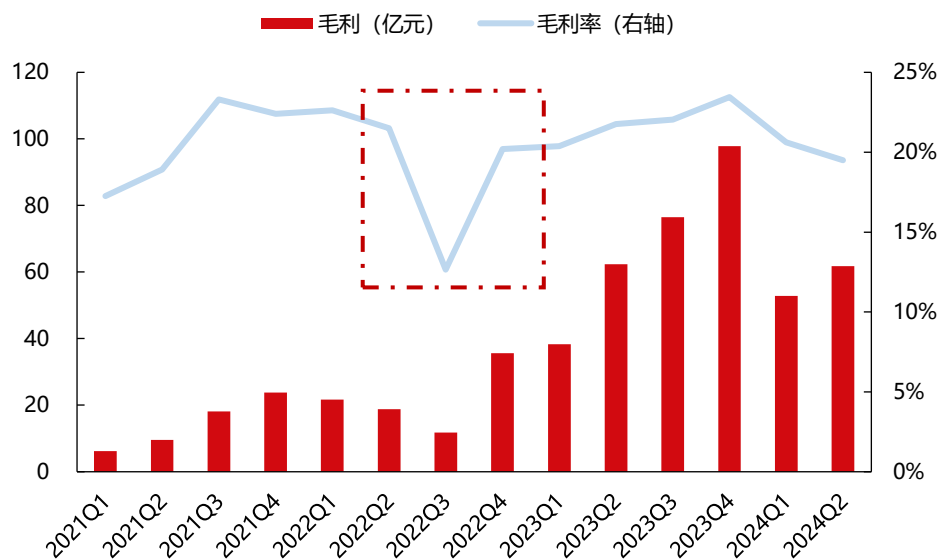
理想汽车跨越盈亏平衡我们认为主要原因有三：

费用情况：保持稳健的费用投入，降低盈亏平衡难度；

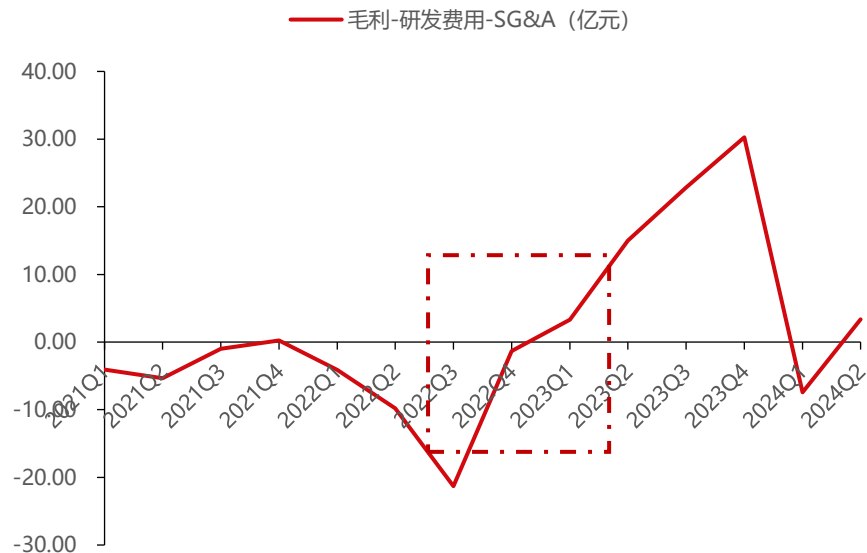
产品结构：低资本开支和ASP稳定，毛利率相对稳定；

规模效应：车型销量提升，收入和毛利增长明显，规模效应进一步提升毛利率。

2022Q4毛利和毛利率显著提升



2022Q4实现毛利绝对值与费用绝对值接近，即接近盈亏平衡



资料来源：wind，国联证券研究所

1.2 赛力斯：2023Q4-2024Q1跨越盈亏平衡

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入	50.91	59.42	56.48	191.62	265.61	384.84
营业成本	46.39	56.94	52.20	165.67	208.46	279.11
毛利	4.52	2.48	4.28	25.95	57.14	105.73
毛利率	8.9%	4.2%	7.6%	13.5%	21.5%	27.5%
车型销量 (辆)						
问界M5	7,322	9,745	8,262	9,740	2,931	13,597
问界M7	4,293	1,886	7,605	54,681	69,688	37,016
问界M9					10,697	48,169
其他	30,169	36,171	28,312	51,638	30,441	22,576
车型均价 (万元)						
问界M5	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
问界M7	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
问界M9	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
期间费用 (亿元)						
销售费用	7.68	9.64	9.39	27.94	34.05	59.32
管理费用	3.80	3.29	3.33	6.11	4.51	7.29
研发费用	3.46	3.27	4.19	6.05	9.54	18.74
财务费用	0.10	-1.11	0.46	0.39	0.01	-0.24
净利润 (亿元)						
营业利润	-8.58	-11.85	-13.36	-6.14	3.13	13.87
归属于母公司所有者的净利润	-6.25	-7.19	-9.50	-1.56	2.20	14.05

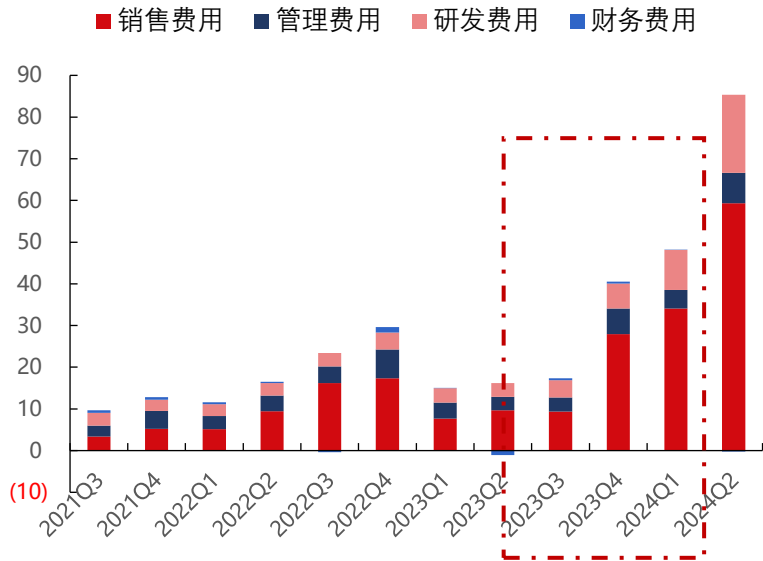
资料来源：wind，中汽协，汽车之家，问界官网，国联证券研究所

1.2 赛力斯：费用与收入同频

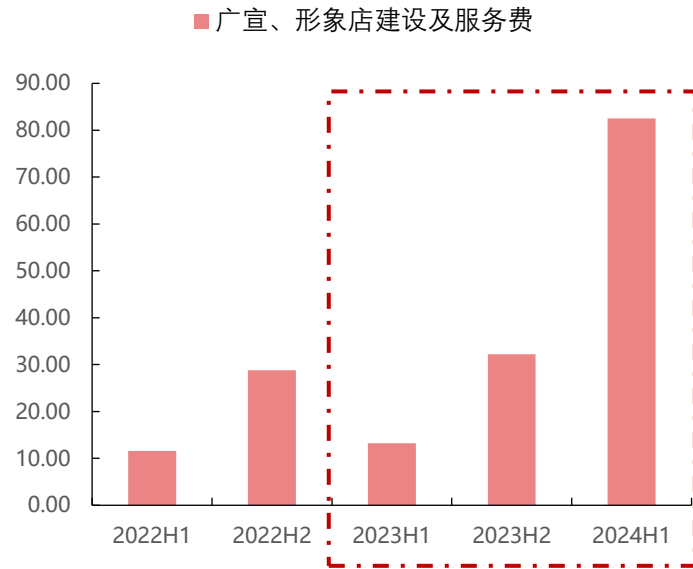
▼ 赛力斯费用与收入同步增长。2023Q3/2023Q4/2024Q1期间费用分别为17.4/40.5/48.1亿元。

▼ 赛力斯是华为在智选模式的重要合作伙伴。华为与车企联合研发产品、提供零部件，并参与和管理造车流程，同时利用华为的渠道和品牌帮助车企卖车。同时，华为通过全国多家体验店，利用品牌赋能、渠道网络、门店营销人员等资源，为车企提供品牌赋能和营销支持。在这种商业模式下，赛力斯的销售、研发费用保持了与销量、收入的同步增长。2023Q3/2023Q4/2024Q1销售费用分别为9.4/27.9/34.1亿元，其中广宣、店面建设及服务费用增长明显；2023Q3/2023Q4/2024Q1研发费用分别为4.2/6.1/9.5亿元，职工薪酬、折旧、委外研发是增长明显的部分。

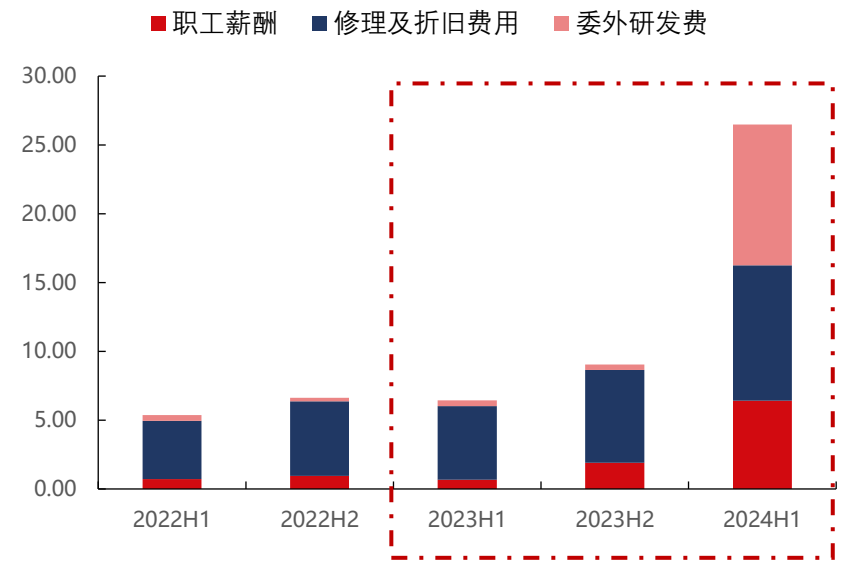
赛力斯期间费用保持高增长（亿元）



赛力斯销售费用中广宣费用高增长（亿元）



赛力斯研发费用保持高增长（亿元）

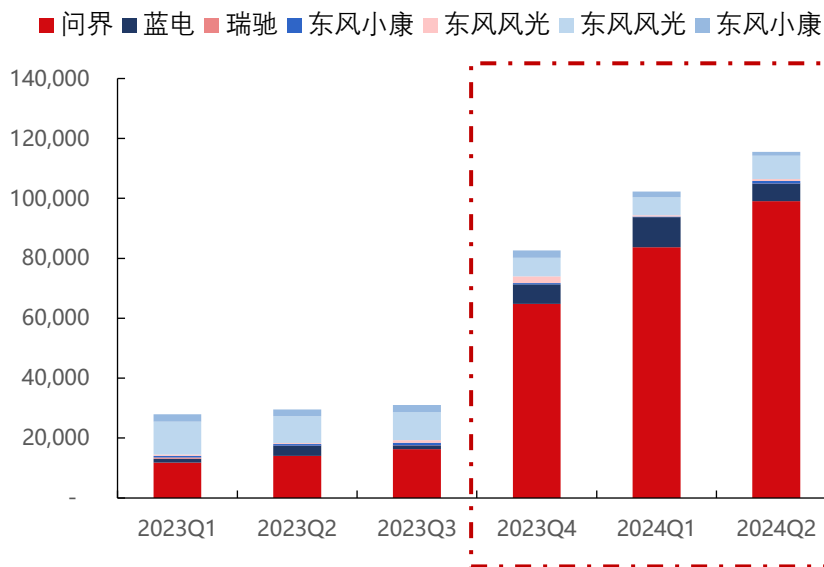


资料来源：wind，中汽协，国联证券研究所

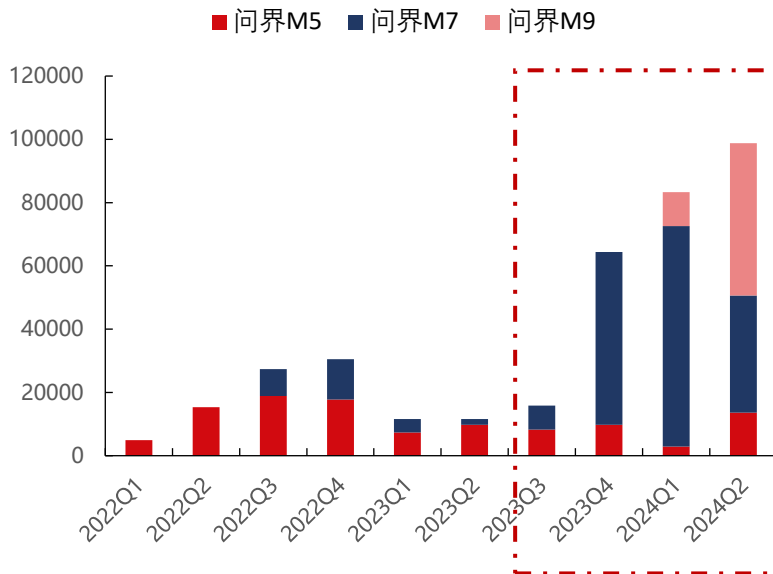
1.2 赛力斯：优质车型销量增长，营收显著提升

赛力斯车型结构和品牌结构持续改善，问界销量在2023Q3开始快速提升。2023Q3问界M7改款上市，产品结构优化。赛力斯销量的快速提升，2023Q3/Q4销量分别为4.5/11.6万辆。2023年9月M9发布会后订单火爆，2024Q1开始交付，2024Q1/Q2销量分别为11.4/12.2万辆，其中M9分别为1.1/4.8万辆。2023Q3-2024Q2进入收入快速放量阶段。

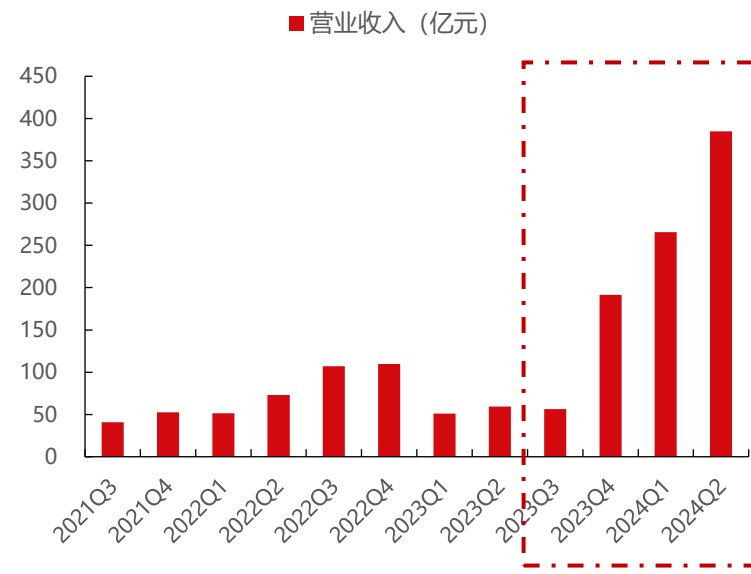
赛力斯分品牌销量（辆）



问界品牌分车型销量（辆）



赛力斯营业收入（亿元）

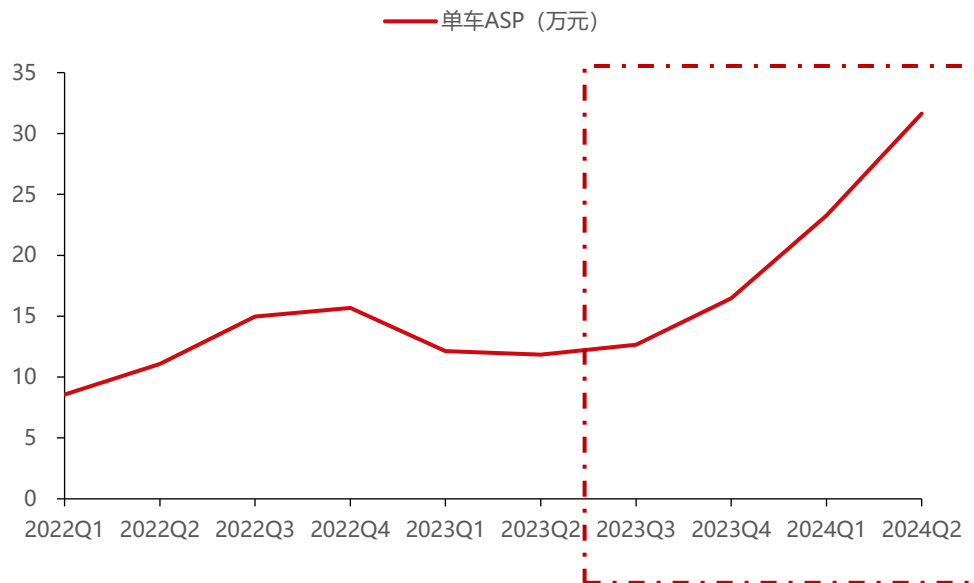


资料来源：wind，中汽协，国联证券研究所

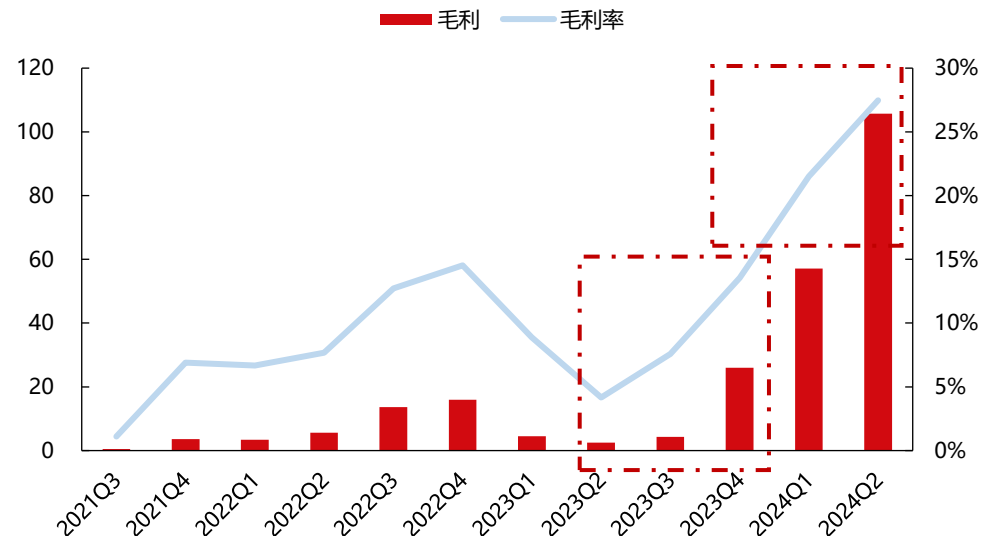
1.2 赛力斯：ASP升级，高毛利车型占比提升带动盈利能力升级

- 高价值量车型占比提升带动赛力斯车单车ASP显著提升。规模效应和ASP提升成为毛利率提升的关键因素。
- 2023Q2-2023Q4车型结构稳定阶段，M7改款后销量快速提升，规模效应带动毛利率的显著提升，2023Q2/Q3/Q4毛利率分别为4.2%/7.6%/13.5%。
- M9交付后单车ASP快速提升，高价格带车型可以实现更高毛利率水平，2024Q1/Q2毛利率分别为21.5%/27.5%。

赛力斯单车ASP在2023Q2后显著提升



赛力斯2023Q2后分两个阶段实现毛利率提升 (亿元)



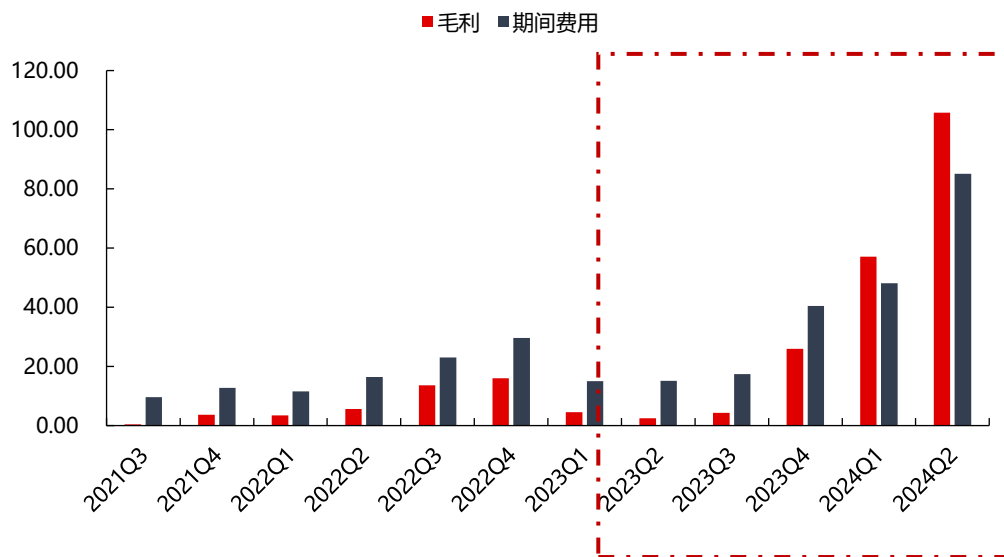
资料来源：wind，中汽协，国联证券研究所

1.2 赛力斯：ASP升级，高毛利车型占比提升带动盈利能力升级

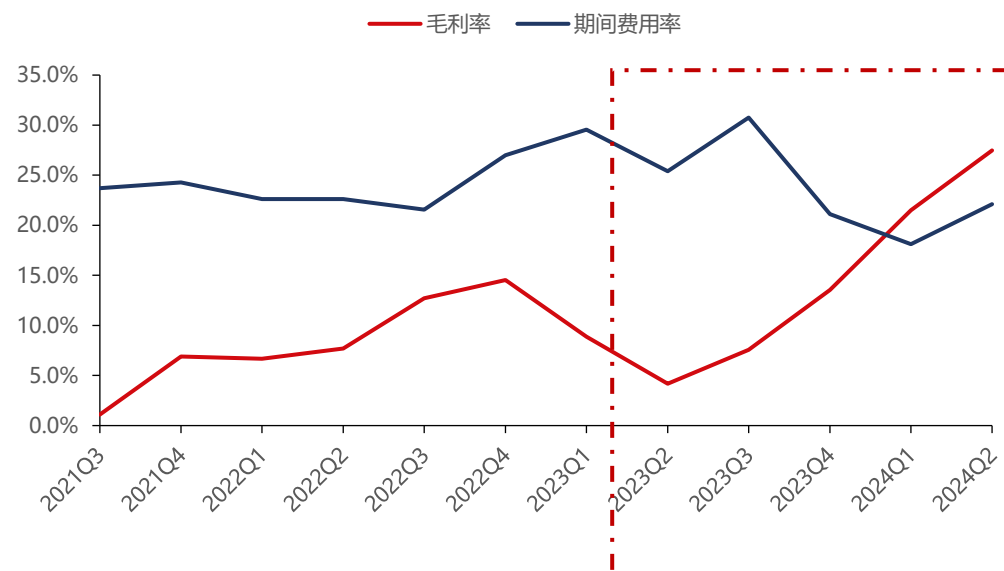
▼ 2024Q1，赛力斯实现了毛利绝对值大于期间费用。我们认为主要赛力斯实现盈亏平衡的原因：

- ▼ 费用情况：考虑商业模式的不同，费用与收入保持同步增长；
- ▼ 产品结构：受益于华为的赋能，高ASP车型占比提升带动公司毛利率上行；
- ▼ 规模效应：销量快速提升，带动收入和毛利提升，实现盈亏平衡。

赛力斯在2024Q1后实现毛利超过期间费用（亿元）



赛力斯2023Q2后分两个阶段实现毛利率提升



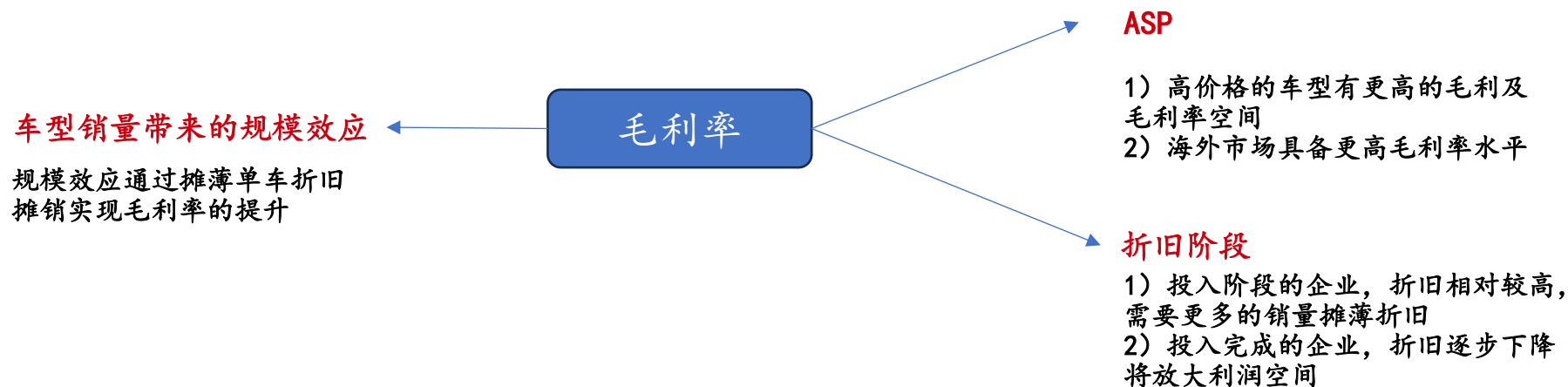
资料来源：wind，中汽协，国联证券研究所



2、如何判断尚未盈利车企何时盈亏平衡？

2.1 哪些指标可以判断车企未来能否盈利？

- ▼ 新势力车企毛利=营收*毛利率=车型销量*单车均价*汽车销售毛利率+其他业务收入*其他业务毛利率。考虑到行业属性和新势力车企企业生命周期，汽车销售部分的收入为核心部分，其他业务收入或成为加速毛利率提升的关键。
- ▼ 规模效应、ASP、折旧是影响毛利率的关键因素。（1）规模效应通过摊薄单车折旧摊销实现毛利率的提升。（2）ASP高价格的车型有更高的毛利及毛利率空间，海外市场具备更高毛利率水平。（3）折旧阶段影响当期折旧和生产成本，对于投入阶段的企业，折旧相对较高，需要更多的销量摊薄折旧；对于投入完成的企业来说，折旧逐步下降提升毛利率水平。
- ▼ 新势力车企期间费用或受到企业性质和研发模式的影响。（1）在研发和销售端均通过自身来完成，费用的投入需要根据车企后续3-5年的战略来决定。表观数据来看，费用端和CAPEX保持稳步上升，费用率由于营收快速增长而实现费用率的显著下降。盈利上则通过毛利率的提升和费用率的下降来实现。（2）研发体系或采购/使用外部合作公司（如华为）/母公司的研发体系，从而完成平台/智能驾驶/智能座舱等维度的研发，销售体系或使用/复用合作方的销售体系。表观数据来看，费用绝对值和车型销量正相关。盈利上受益于高ASP车型放量/规模效应带动的毛利率提升来实现，毛利增长大于费用增长标志着具备跨越盈亏平衡的条件。

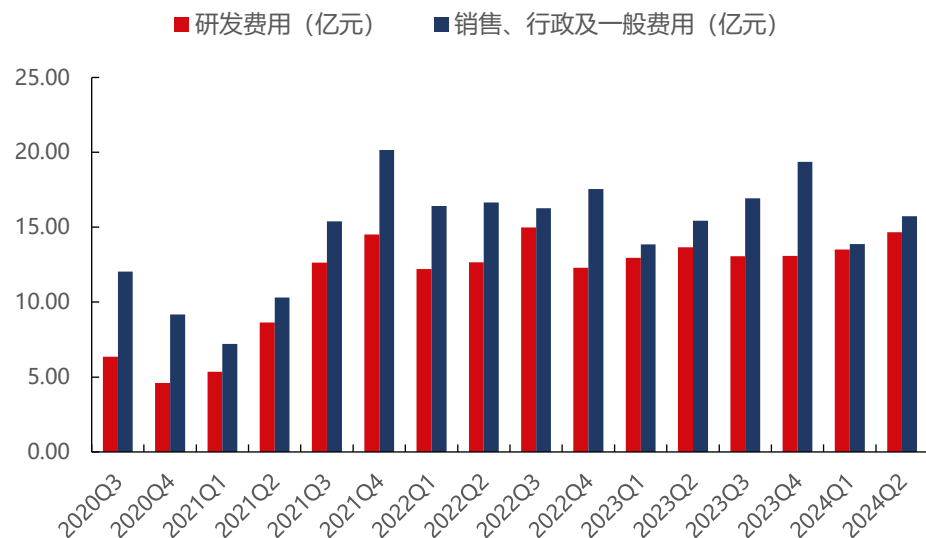


资料来源：wind，国联证券研究所

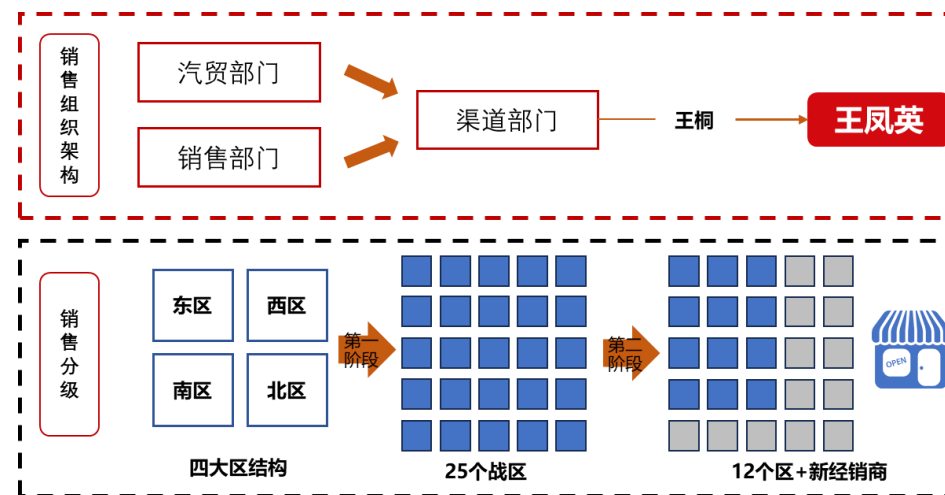
2.2 小鹏汽车：费用保持基本稳定

- 费用端：小鹏汽车进入费用控制阶段。单季度保持在30亿元左右。
- 研发人员数量和销售人员数量逐步下降。2022Q3-2022Q4在消费端调整组织架构引入木星计划，实现销售效率提升。

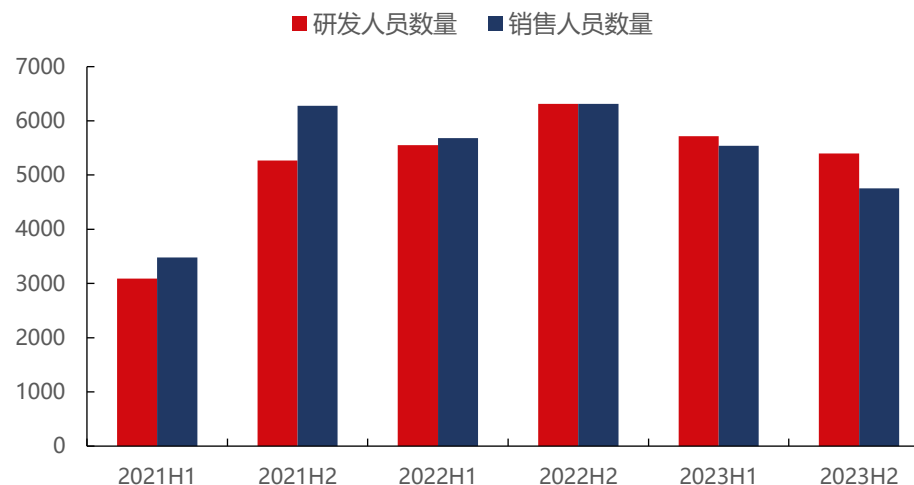
小鹏汽车研发费用保持稳定，SG&A略有下降



小鹏汽车在销售端引入木星计划，减少SG&A



小鹏汽车研发人员数量和销售人员数量略有下降



资料来源：wind，小鹏汽车微信公众号，腾讯网，小鹏汽车官网，晚点LatePost，界面新闻，国联证券研究所

2.2 小鹏汽车：2023Q4-2024Q2亏损逐步收窄

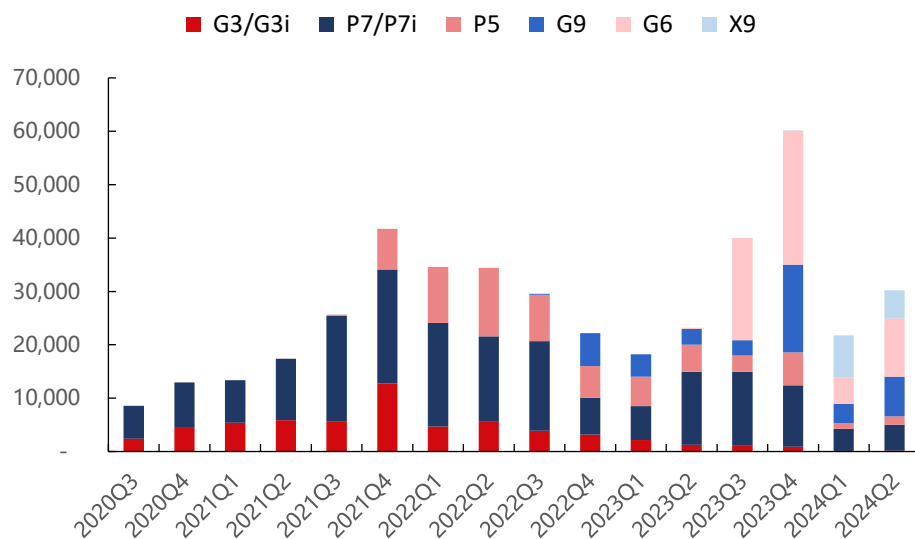
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入	40.33	50.63	85.30	130.50	65.48	81.11
营业成本	39.66	52.60	87.58	122.41	57.04	69.76
毛利	0.67	-1.97	-2.28	8.09	8.44	11.36
毛利率	1.7%	-3.9%	-2.7%	6.2%	12.9%	14.0%
汽车销售收入 (亿元)						
营业收入	35.14	44.25	78.44	122.28	55.44	68.19
营业成本	36.01	48.05	83.20	117.33	52.42	63.84
毛利	-0.87	-3.80	-4.76	4.95	3.02	4.35
毛利率	-2.5%	-8.6%	-6.1%	4.1%	5.5%	6.4%
车型销量 (辆)						
G3/G3i	2,183	1,228	1,104	881	132	170
P7/P7i	6,346	13,699	13,815	11,542	4,119	4,886
P5	5,520	5,079	3,074	6,140	1,090	1,522
G9	4,181	2,955	2,878	16,423	3,598	7,438
G6		244	19,137	25,164	4,964	10,920
X9				8	7,872	5,271
车型单价 (万元)						
G3/G3i	16.0	13.0	13.0	13.0	12.0	12.0
P7/P7i	23.0	18.0	21.5	21.0	19.0	19.0
P5	18.0	15.6	15.0	15.0	13.5	13.0
G9	32.0	32.0	31.0	30.0	24.9	24.0
G6	23.0	23.0	22.4	20.7	19.0	18.7
X9					35.0	35.0
其他业务收入 (亿元)						
营业收入	5.20	6.38	6.85	8.22	10.04	12.93
营业成本	3.66	4.56	4.38	5.08	4.62	5.91
毛利	1.54	1.83	2.48	3.14	5.41	7.01
毛利率	29.6%	28.6%	36.1%	38.2%	53.9%	54.3%
费用及利润 (亿元)						
研发费用	12.96	13.67	13.06	13.08	13.50	14.67
SG&A	13.87	15.44	16.92	19.37	13.88	15.74
营业利润	-25.85	-30.90	-31.61	-20.53	-16.46	-16.09
GAAP净利润	-23.37	-28.05	-38.87	-13.48	-13.68	-12.85

资料来源：wind，中汽协，汽车之家，小鹏汽车官网，国联证券研究所

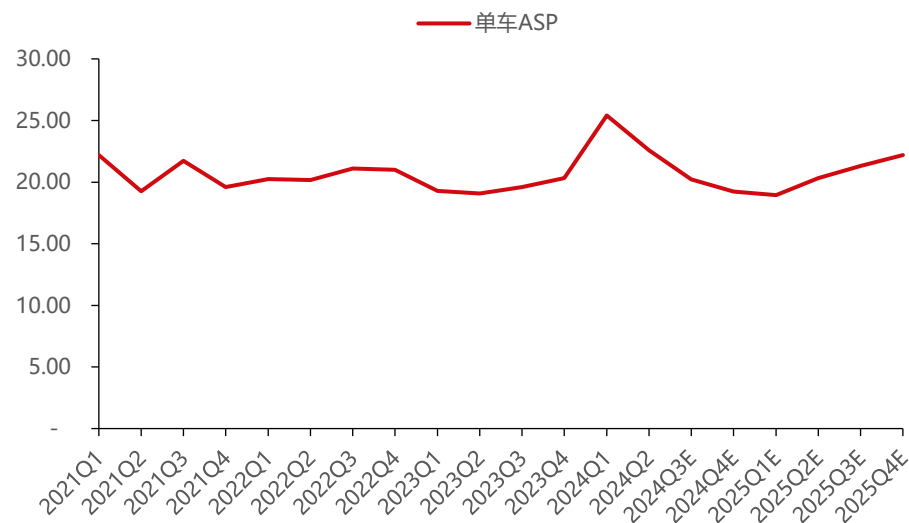
2.2 小鹏汽车：产品矩阵逐步完善，未来有望稳定在20-22万元区间

- 车型节奏及规划来看小鹏X9在2023Q4发布，上市后销量势头良好，2024Q1/2024Q2销量分别为0.79/0.53万辆，成为小鹏2024年上半年的核心车型。2024年8月发布Mona M03，预计9月开始交付。同时小鹏开启海外市场，加速覆盖新加坡、欧洲等市场。
- 小鹏汽车ASP保持基本稳定，短期由于Mona M03车型上市单车ASP或下降至20万以下，2025年随着新车型上市和高单价车型占比提升，有望实现ASP的升级，未来稳态ASP或保持在20-22万区间。

小鹏汽车单车结构变化明显（辆）



小鹏汽车单车ASP有望在2025Q1迎来拐点（万元）

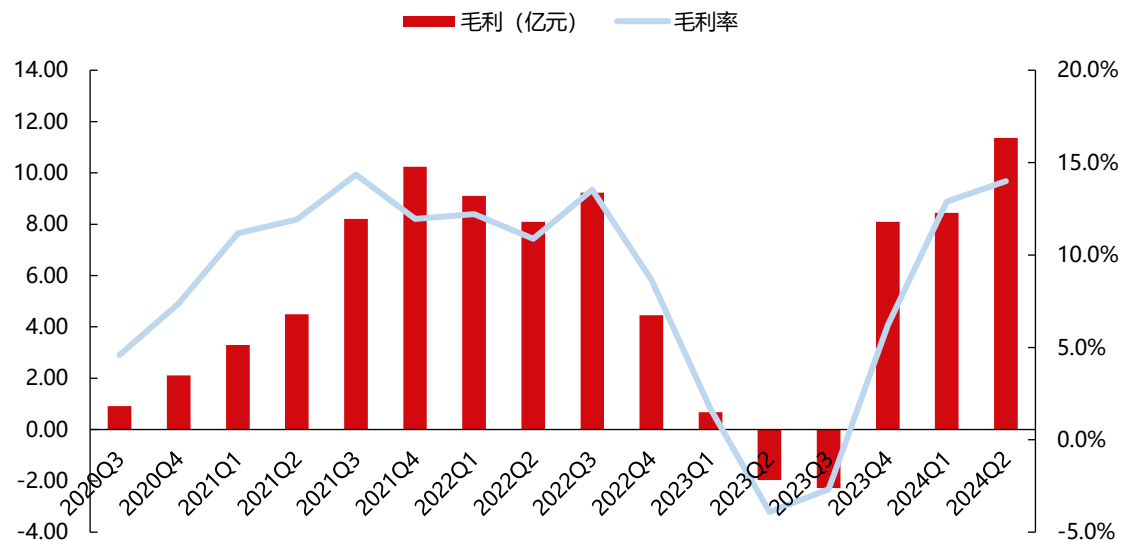


资料来源：wind，中汽协，国联证券研究所

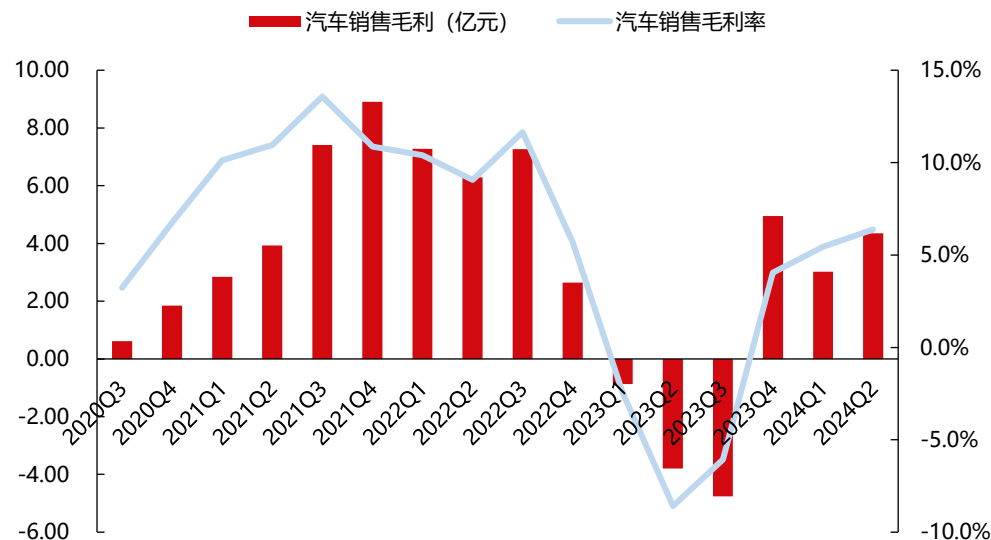
2.2 小鹏汽车:2023Q4后毛利率持续改善, 汽车业务毛利率有望上行

小鹏汽车毛利率进入恢复阶段。2024Q2毛利率为14.0%，同比提升17.9pct，环比提升1.1pct。汽车业务毛利率来看，2024Q2汽车业务毛利率为6.4%，同比提升15.0pct，环比提升0.9pct。未来汽车业务毛利率有望持续上行：（1）新车型上市后订单销量增速明显，规模效应有望带动毛利率提升；（2）ASP稳步向上，短期由于Mona上市和车型占比提升导致公司ASP下降，受益于扶摇架构后续高价格带车型占比提升带动毛利率提升；（3）出口销量占比提升，海外市场毛利率显著提升。

小鹏汽车毛利稳步回升



小鹏汽车汽车销售业务毛利稳步回升

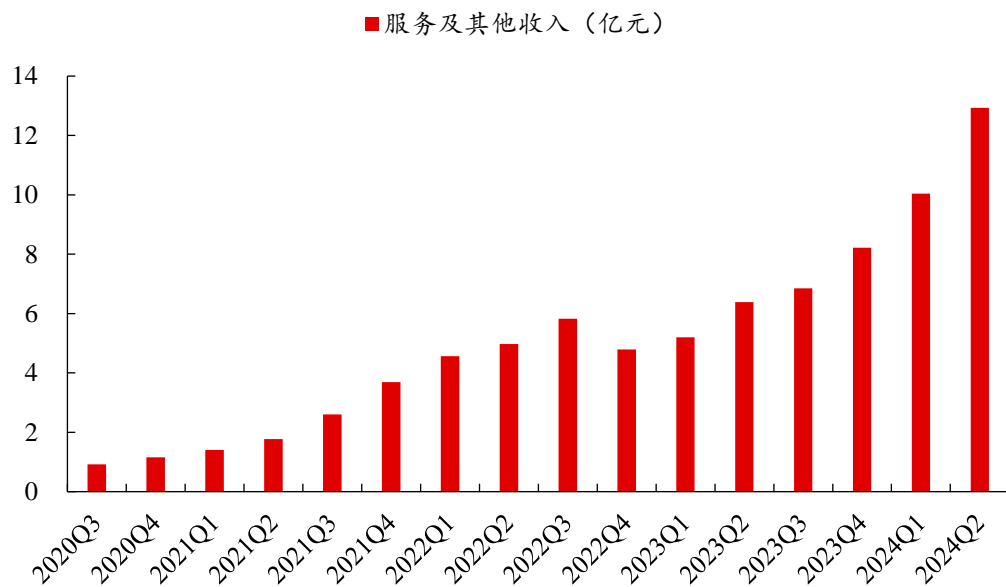


资料来源: wind, 中汽协, 国联证券研究所

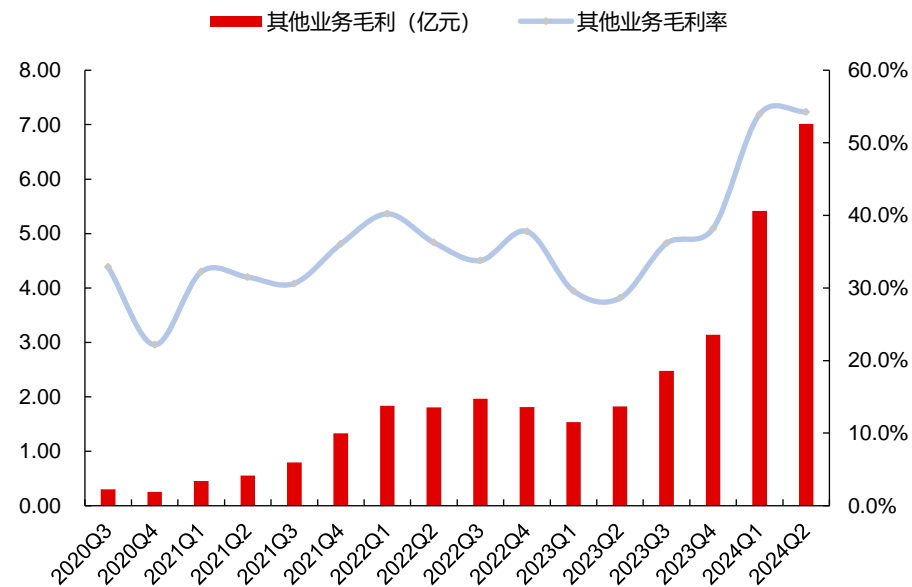
2.2 小鹏汽车:2023Q4后毛利率持续改善,其他业务收入带动整体毛利率提升

小鹏汽车其他业务收入增速高,利润率高,带动公司整体毛利率向上。2024Q2其他业务收入12.93亿元,同比增长102.5%;毛利率为54.3%,同比提升25.6%。其他业务包括软件付费收入以及与大众合作相关技术服务费等,该部分收入有望随着智能驾驶付费率提高以及与大众深化合作,进一步加速确认收入。其他业务收入利润率远高于汽车业务,有望带动整体毛利率向上。

小鹏汽车其他业务收入快速提升



小鹏汽车其他业务毛利及毛利率快速提升



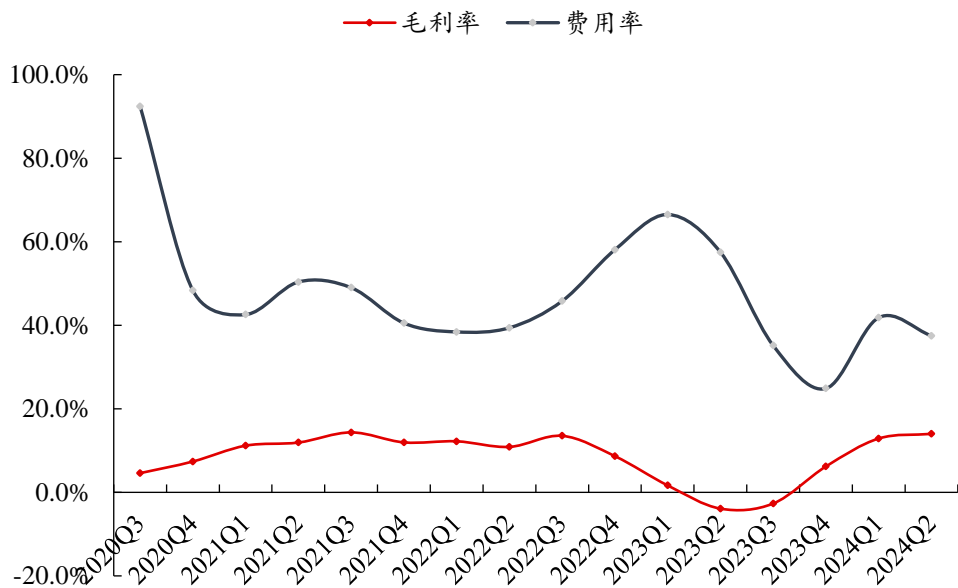
资料来源: wind, 中汽协, 国联证券研究所

2.2 小鹏汽车：费用稳定，规模效应成为跨越盈亏平衡的关键

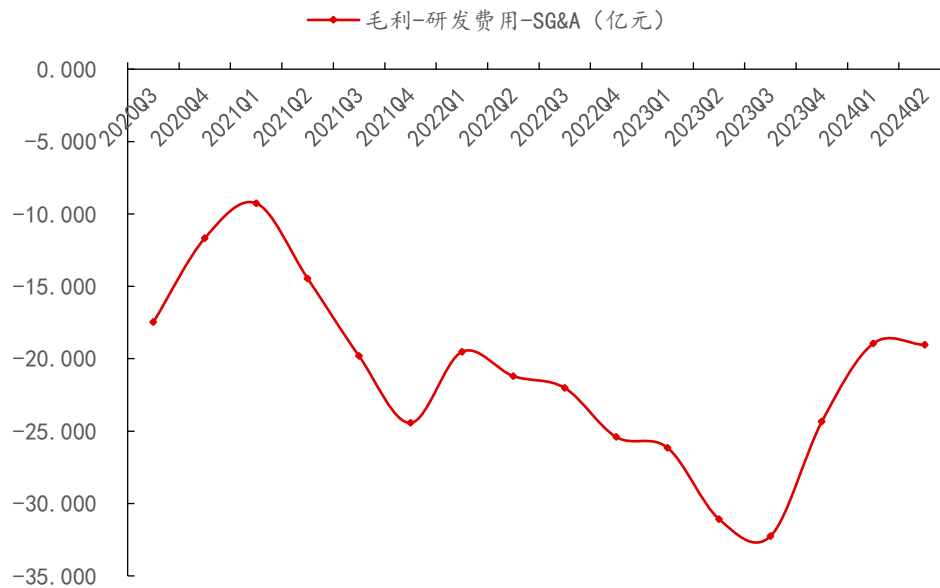
▼ 小鹏费用控制能力增强，2024Q2费用率环比下降，毛利率环比提升，未来有望盈利，主要原因如下：

- ▼ 费用情况：当前小鹏汽车经营效率提升，费用绝对值保持稳定，费用率有望持续下行；
- ▼ 其他业务：与大众合作深化，服务及其他收入绝对值提升，有望加速跨越盈亏平衡；
- ▼ 海外市场：海外市场利润率更高，有望带动汽车销售毛利率提升；
- ▼ 规模效应是关键：新车周期加速兑现，车型周期有望带动销量提升，ASP逐步回升；

小鹏汽车毛利率和费用率有望缩窄



小鹏汽车营业利润亏损逐步缩窄



资料来源：wind，中汽协，国联证券研究所

2.2 小鹏汽车：单季度销量10-12万辆，有望跨越盈亏平衡

- 根据在单车毛利稳中有进的假设下，车企盈亏平衡销量 = (期间费用-其他业务毛利) / 单车毛利，我们对小鹏盈亏平衡点进行测算。
- 当前小鹏汽车单季度费用保持在30亿元左右，考虑到后续费用的增长，我们给出28-36亿元单季度费用缺口。若大众汽车后续收入增长超预期，将有效减少小鹏汽车盈利车型销量，加速实现盈亏平衡。
- 预计单季度销量10-12万辆，小鹏汽车将跨越盈亏平衡。根据当前车型规划，主要假设条件：1) 单车售价20万元左右；2) 汽车销售业务毛利率13%。小鹏汽车单季度销量10-12万辆，对应收入200-240亿元，对应毛利28-31亿元。可能超预期的因素：1) 规模效应带动毛利率超预期；2) 其他业务收入快速增长，增厚毛利。

小鹏汽车盈亏平衡点敏感性分析

期间费用 (亿元)	26	28	30	32	34
汽车销售业务毛利率					
11.0%	11.82	12.73	13.64	14.55	15.45
12.0%	10.83	11.67	12.50	13.33	14.17
13.0%	10.00	10.77	11.54	12.31	13.08
14.0%	9.29	10.00	10.71	11.43	12.14
15.0%	8.67	9.33	10.00	10.67	11.33

资料来源：wind，中汽协，国联证券研究所



3、投资建议

- ▼ 随着电动化智能化加速发展，整车的竞争格局变化较大，市场关注哪些公司能够脱颖而出，而跨越盈亏平衡点是重要评价标准。本文通过对理想和赛力斯跨越盈亏平衡时期的财务特征进行比较分析，归纳出投入期的费用特征、产品结构的改善、销量和规模效应的提升等为重要要素。关注已经盈利且销量持续增长的优质企业，以及进入新产品周期有望跨越盈利平衡点的优秀企业，推荐理想汽车、小鹏汽车，关注赛力斯。
- ▼ 理想汽车：产品矩阵完善，盈利能力上行。展望三季度，受益于成本下降和L6规模效应，公司毛利率有望回到20%左右，迎来毛利率的拐点。智驾和超充全面提速，支撑后续新车型销量提升。端到端+VLM模型的智能驾驶系统全面上车，受益于大量数据和大规模算力的领先，理想智驾车端表现领先。超充网络拥有752座充电站，覆盖27个省份和156个城市，生态网络完善有望支撑后续纯电车型销量。
- ▼ 小鹏汽车：新车周期开启，预计在2025年某季度销量超过12-13万辆，实现盈利。小鹏Mona M03 8月发布，Q4预计发布B级轿车P7+，Q3销量预计在4.1-4.5万辆，Q4销量有望进一步提升。受益于扶摇架构和智能化水平的提升，小鹏有望开启新一轮新车周期，2025年G9/G6等换代的同时，每个季度有望上市一款新车，新车周期紧密。受益于销量的提升和毛利率的改善，小鹏有望在2025年某个季度单季度销量达到12-13万辆，实现盈亏平衡。
- ▼ 赛力斯：公司销量稳健增长，利润端持续优化。截至2024年8月，问界新M5累计大定量15万台，问界新M7上市以来大定量23万台，问界M9上市7个月大定量12万台。5座版本M9在2024年9月上市，车内空间进一步升级。2024年预计问界品牌有望实现销量42万辆，赛力斯有望实现销量52万辆，对应收入1504亿元，实现55亿归母净利润。销量持续增长有望持续兑现业绩。



4、风险提示

风险提示

- 1、宏观经济增速不达预期，导致汽车销量不达预期。汽车销售与可支配收入相关，受宏观经济的影响，导致汽车销量不达预期。
- 2、收入确认节奏导致盈利不达预期。小鹏汽车和大众的合作收入确认节奏不达预期，导致盈利进程不达预期。
- 3、跨市场比较风险。报告中标的涉及A股市场和港股市场，不同市场估值差距或影响判断。

评级说明和声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

致 谢！