

从半年报看车企销量周期后何时盈亏平衡？



分析师：张娜威

登记编码：S0950524070001

联系电话：18551983137

邮箱：zhangnawei@wkzq.com.cn

分析师：顾思捷

登记编码：S0950525030001

联系电话：18862755264

邮箱：gusj@wkzq.com.cn



中国五矿

五矿证券
MINMETALS SECURITIES

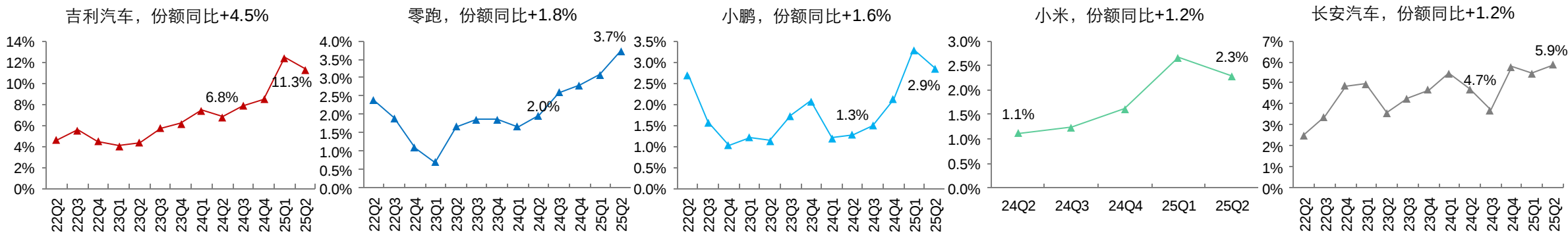
报告摘要

- 自2024Q2以来，吉利、零跑、小鹏、小米等销量和份额持续上涨，龙头企业份额被蚕食，尾部企业出清。吉利、零跑、小鹏定位大众市场，通过极致性价比车型吉利星愿、吉利银河E5、零跑C10、小鹏MONA M03等带动销量持续增长，小米则依靠强大的品牌力获得增长，新势力企业零跑、小鹏、小米的销量持续稳定在单季度8~12万辆之间。从份额角度看，这些企业的增长主要是蚕食了龙头企业的份额，比如比亚迪、特斯拉份额同比去年减少了5.1%、2.3%。
- 规模效应逐步显现，零跑、小鹏、小米毛利率提升明显。2025Q2零跑、小鹏毛利率分别是13.6%和17.3%，小米由于定位较高毛利率达到26.4%，假设以理想盈利节点2022Q4毛利率20.2%为参考，零跑、小鹏仍需进一步提升毛利率，小米汽车的毛利率已具备盈利条件。
- 受益于规模效应，近三个季度零跑、小鹏单车研发+销售+管理费用率大幅改善。近三个季度零跑、小鹏单车费用率较之前有明显下降，对应近三个季度单季度销量持续稳定在10万辆水平，2025Q2小鹏研发+销售+管理费用率合计约23.9%、零跑约23.1%，假设以理想盈利节点2022Q4单车费用率21%为参考，小鹏、零跑单车费用率还需再下降约3%可达到盈亏平衡点。
- 年销量50万辆左右有望实现单车盈利，零跑、小鹏、小米均有望在年内实现单季度盈亏平衡。2025Q2小鹏/小米接近盈亏点，零跑基本盈亏平衡。参考赛力斯2024Q1盈利时单季度销量11.4万辆、零跑2025Q2盈亏平衡时单季度销量13.4万辆，我们预计年销量50万辆左右时有望实现单车盈利。小鹏、小米随着小鹏P7、小米YU7的交付起量，单车盈利有望持续改善并在年内实现单车盈利。

1、销量趋势：后起之秀的产品周期带动了份额提升

- 自2024年中起，吉利/零跑/小鹏极具性价比车型不断推出，带动了销量的快速增长，新势力零跑/小鹏/小米单季度销量8~13万辆左右。
- 吉利汽车：吉利+银河两个品牌均有明显增长，2024Q2以来推出了银河E5、星愿等爆款车型占领大众市场，近期银河M9、银河A7上市，同样具备爆款潜质，份额有望继续提升。
- 零跑：2024年以来推出C10、B10、C16，近期推出B10，零跑始终坚持走极致性价比的路线。
- 小鹏：2024Q3以来推出MONA M03、P7+，销量增长但同时带动品牌价格区间的下降，近期上市的小鹏P7将重新冲击20万元以上市场。
- 小米：自2024Q2开始交付以来份额不断增长，因其具备强大的品牌护城河因此不需要走性价比路线但同样能保证销量。

图表1：份额增加排名前五的车企，及其同比去年同期增加的份额

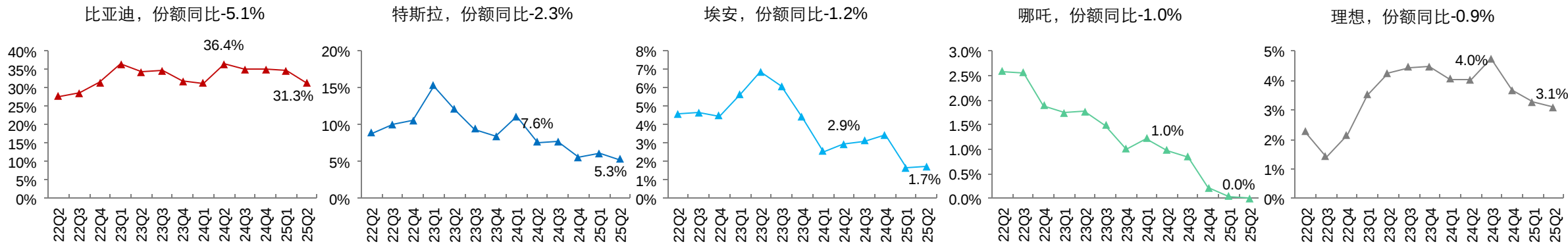


资料来源：乘联会，五矿证券研究所

1、销量趋势：龙头企业份额被蚕食，尾部企业出清

- ❑ 后期之秀份额的增长主要是蚕食了龙头企业的份额，小部分来自于尾部企业的出清。
- ❑ 比亚迪：吉利/零跑/小鹏同时进入大众市场，导致比亚迪受到的竞争更加激烈，份额下降较多；
- ❑ 特斯拉：由于长期未推出新品，特斯拉的市场份额长期处于下行通道；
- ❑ 埃安：近两年推出新产品节奏较慢，至今爆款车型仍是埃安Y，出现了份额和销量同时下滑；
- ❑ 理想：增程L系列产品长期未大改款，截至2025Q2纯电产品仅MEGA且不是走量车型，导致份额下滑，i8的定位决定了其并不能有效改善理想汽车的销量，后续需要关注i6上市情况。

图表2：份额减少排名前五的车企，及其同比去年同期减少的份额

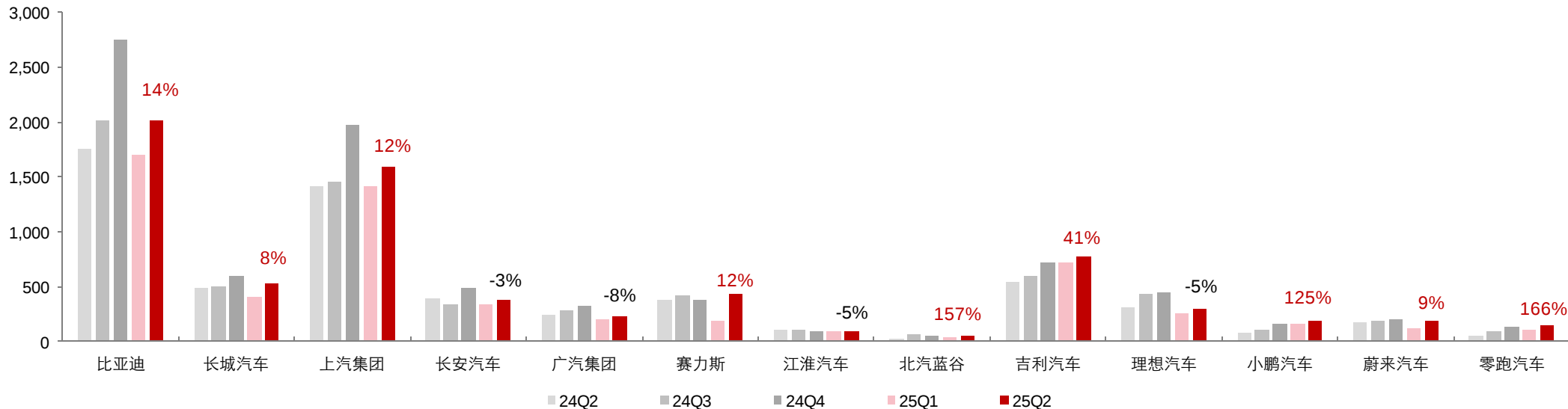


资料来源：乘联会，五矿证券研究所

2、营业收入：基本与销量趋势变动一致

- 份额增加的企业营收保持了较高的增长。2025Q2吉利汽车、小鹏、零跑营收同比增长分别为41%、125%、166%。
- 份额减少的企业中，比亚迪虽然份额下降，但是销量绝对值保持了增长，2025Q2同比增长15%，与营收同比增长14%基本一致；2025Q2理想销量同比增长2%，营收微跌5%；广汽集团营收和销量均同比减少。
- 车企营收增速可分为三类：（1）快速增长，如吉利、小鹏、零跑；（2）稳定增长，增速中枢约10%左右，如比亚迪、长城、上汽、赛力斯、蔚来；（3）营收下滑，如广汽、长安、江淮、理想。

图表3：主要车企营收情况（单位：亿元）

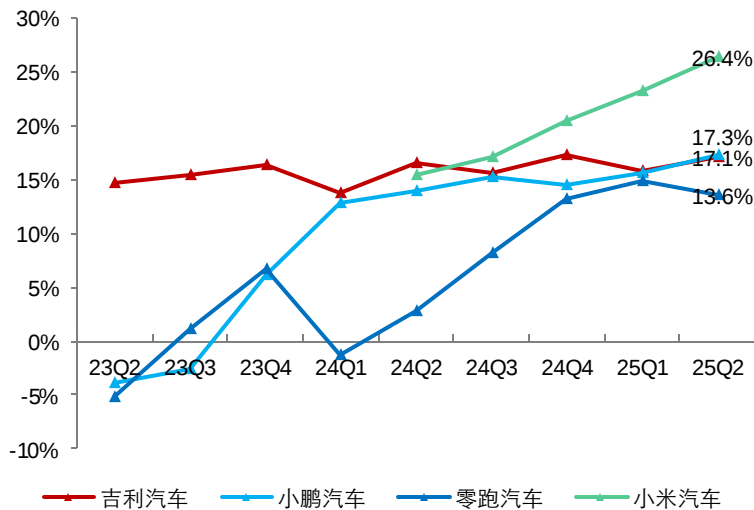


资料来源：公司公告，wind，五矿证券研究所

3、毛利率：后起之秀规模效应渐显，毛利率提升明显

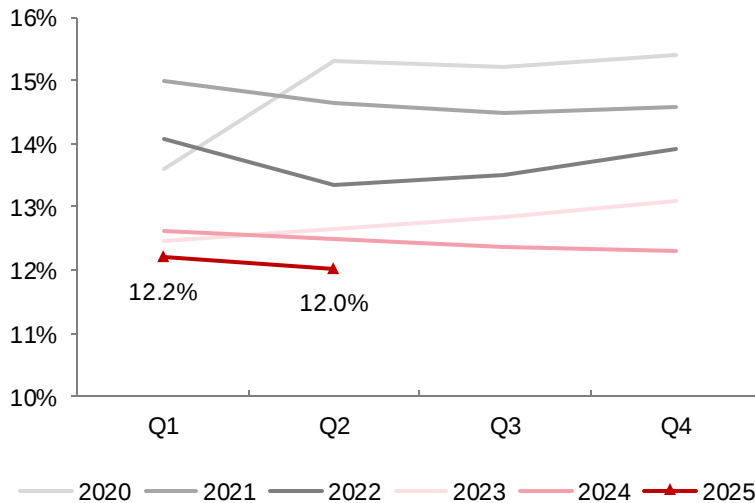
- 小鹏、零跑和小米受益于规模效应毛利率提升明显。小鹏和零跑随着销量的增长规模效应逐渐显现，毛利率逐步提升，目前小鹏和零跑单季度销量约8~13万辆左右，2025Q2毛利率分别是17.3%和13.6%，已逐步接近汽车行业正常水平。小米汽车由于其较高的品牌定位及规模效应，2025Q2毛利率达到26.4%。
- 行业整体毛利率水平仍处于较低水平。传统车企上汽、广汽、长安汽车等由于电动化转型导致燃油车销量骤减，毛利率逐步下降，尤其是广汽毛利率-2.4%，已处于负数水平。

图表4：规模效应渐显，毛利率提升



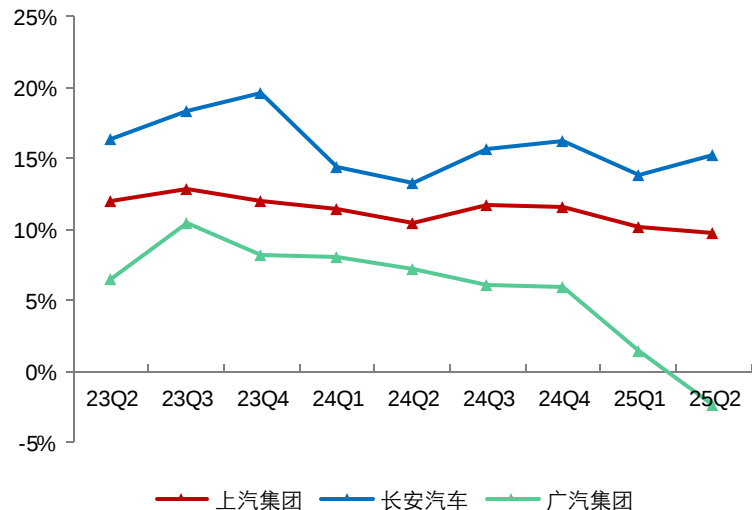
资料来源：公司公告，wind，五矿证券研究所

图表5：行业整体毛利率水平仍处于较低水平



资料来源：国家统计局，wind，五矿证券研究所

图表6：传统车企毛利率承压

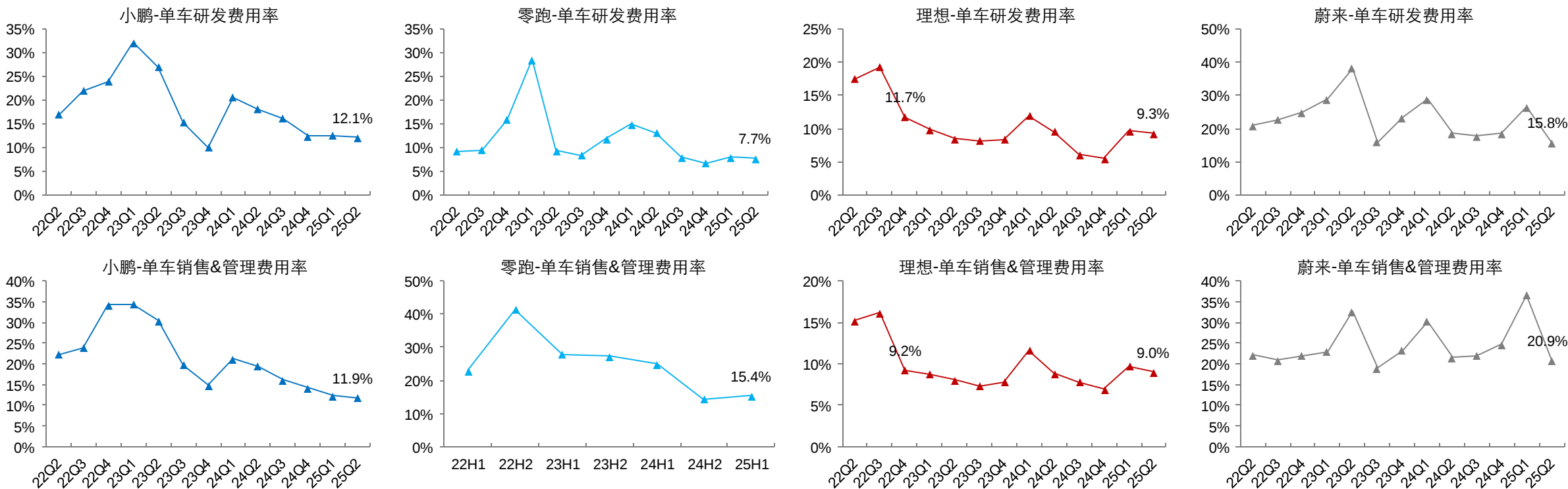


资料来源：公司公告，wind，五矿证券研究所

4、期间费用：规模效应带来单车费用率下降

□ 小鹏、零跑受益于规模效应单车费用率下降。小鹏、零跑自2024Q4起销量实现大幅提升，至今已三个季度保持在8~13万辆水平，近三个季度单车费用率较之前有明显下降，2025Q2小鹏研发+销售+管理费用率合计约23.9%、零跑约23.1%，假设以理想盈利节点2022Q4单车费用率21%为参考，小鹏、零跑单车费用率还需再下降约3%可达到盈亏平衡点。

图表7：小鹏、零跑单车费用率近三个季度保持稳定

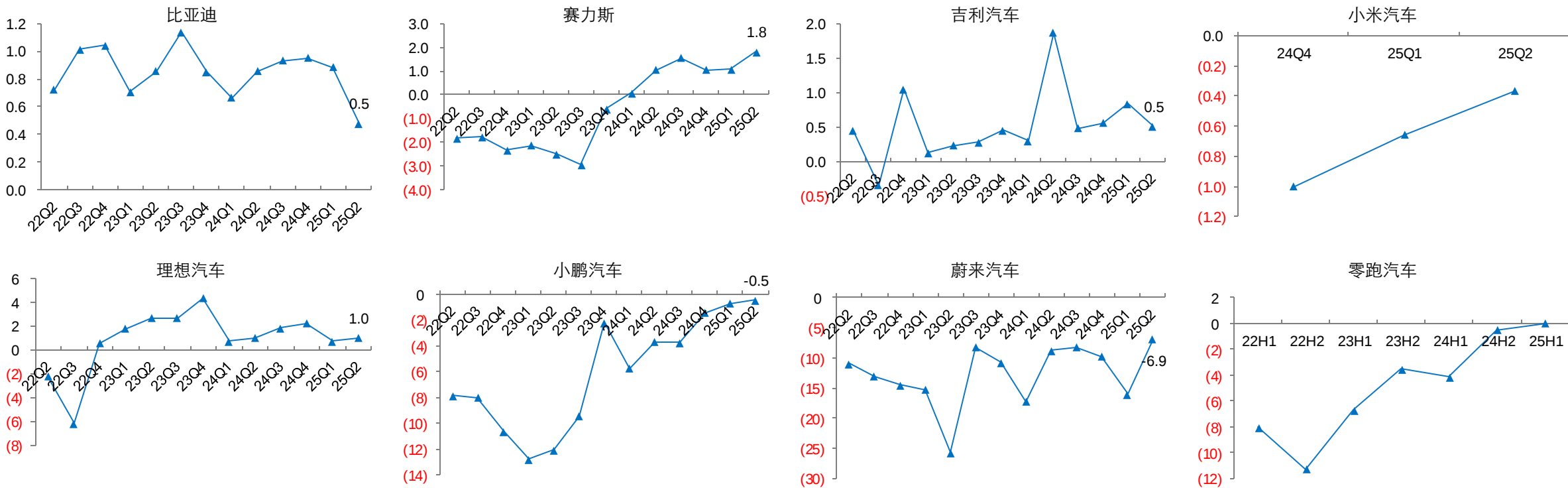


资料来源：公司公告，wind，五矿证券研究所测算

5、单车利润：年销量50万辆左右有望实现单车盈利

□ 2025Q2小鹏/小米接近盈亏点，零跑基本盈亏平衡。参考赛力斯2024Q1盈利时单季度销量11.4万辆、零跑2025Q2盈亏平衡时单季度销量13.4万辆，我们预计年销量50万辆左右时有望实现单车盈利。小鹏、小米随着小鹏P7、小米YU7的交付起量，单车盈利有望持续改善并在年内实现单车盈利。

图表8：代表车企的单车净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，wind，五矿证券研究所测算

风险提示

- 上游原材料价格波动的风险；
- 不同国家新能源汽车政策变动对出口的影响；
- 宏观经济不及预期的风险。

Thank you



五矿证券研究所

上海

上海市浦东新区富城路99号震旦国际大厦30楼
邮编：200120

深圳

深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层
邮编：518035

北京

海淀区首体南路9号，4号楼603
邮编：100037

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证：（i）本报告所采用的数据均来自合规渠道；（ii）本报告分析逻辑基于作者的职业理解，并清晰准确地反映了作者的研究观点；（iii）本报告结论不受任何第三方的授意或影响；（iv）不存在任何利益冲突；（v）英文版翻译若与中文版有所歧义，以中文版报告为准；特此声明。

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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上；
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间；
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间；
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下；
		无评级	对于个股未来6个月的市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间；
		看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

一般声明

五矿证券有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户，本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后，再注明出处为五矿证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时，也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下，报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

特别申明

在法律许可的情况下，五矿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，投资者应当考虑到五矿证券及/或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。