2024年深度行业分析研究报告



正文目录

一 、智能化持续领先带来长期的估值溢价 6
1.1 特斯拉估值溢价隐含商业模式变革的巨大潜力 6
1.2 两个视角测算特斯拉智驾业务潜力 9
二 、特斯拉 FSD V12带来智能驾驶的重大飞跃 11
三 、特斯拉 FSD 入华影响前瞻 13
四 、高阶智驾走向端到端，数据驱动取代人海战术 14
4.1 智驾算法迈入端到端的驱动力和必要性 15
4.2 传统智能驾驶方案和端到端方案的优劣对比 15
五 、本土企业的端到端演进动态 17
5.1 华为：ADS 3.0 率先实现车位到车位、智驾方案上探下沉齐发力 17
5.2 蔚小理：面向端到端调整智驾组织架构，高阶智驾下沉至15万级车型 20
5.3 长城汽车：智驾蓝山智驾版开启基于端到端模型的智驾迭代 25
5.4 吉利汽车：开启战略聚焦，极氪浩瀚智驾 2.0全面搭载 27
5.5 小米汽车：资源雄厚、智驾发展速度较快 28
六 、智驾迈入数据驱动阶段的影响与趋势展望 29
6.1 高阶智驾拟人度+泛化性快速提升，智驾将成影响购车决策的关键因素 29
6.2 倒逼车企提高智驾版车型保有量，2025年20万以上新车有望标配高阶智驾硬件 30
6.3 智驾研发组织面向端到端进行调整，车企内部研发资源聚焦，智驾方案选择将快速收敛 30

图表目录

图表1 全球主要车企市值及市销率 单位：亿美元 7

图表2 近十年特斯拉与丰田市值变化 单位：亿美元 7

图表3 特斯拉与丰田汽车估值(PS -TTM)对比 **8**

图表4 特斯拉与丰田关键财务指标对比 **8**

图表5 特斯拉与丰田毛利率波动 8

图表6 特斯拉与丰田净利率波动 **8**

图表7 特斯拉无人驾驶乘车服务界面 **9**

图 表 8 Robotaxi 视角下的特斯拉汽车业务估值测算 10

图 表 9 ARK Invest 特斯拉估值预测 10

图 表 1 0 ARK Invest 预测的特斯拉业务构成 10

图表11 特斯拉智能驾驶硬件、算法、体验演进历程 11

图表12 特斯拉自动驾驶算法架构迭代过程 12

图表13 特斯拉 FSD 累积行驶里程已超过16亿英里 **单位：十亿英里** 13

图表14 特斯拉训练算力储备及规划 13

图表 15 端到端智能驾驶系统与传统自动驾驶系统技术架构对比 14

图表 16 端到端自动驾驶架构演进的四个阶段 15

图表17 传统自动驾驶架构和端到端架构的对比 16

图表 18 端到端智驾方案有更高智驾体验上限，但方案上车初期存在下限不稳定 17

图表19 赛力斯与深圳引望(华为车BU)均于2024年上半年扭亏为盈 单位：亿元 17

图 表 2 0 华 为 车BU 长期的业务规模测算 18

图表21 华为智驾系统硬件迭代节奏及首搭车型 19

图 表 2 2 华 为ADS 感知系统进化：从物体识别到场景理解 19

图 表 2 3 华 为ADS 3.0架构 20

图 表 2 4 华 为ADS 基础版架构 20

图表25 新势力三强美股市值与特斯拉市值之比 **21**

图 表 2 6 市 销 率 (PS -TTM)对比 21

图表27 蔚小理智驾研发及功能落地进度 21

图表28 理想汽车智驾系统方案迭代 22

图表29 理想汽车全新一代智能驾驶系统构成 23

图表30 小鹏汽车智驾迭代四部曲 24

图表31 小鹏汽车发布纯视觉(AI 鹰眼视觉)高阶智驾方案 24

图表32 小鹏汽车端到端大模型由感知大模型 XNet+规控大模型 XPlanner+大语言模型 XBrain 三部分组成 24

图表33 蔚来世界模型与常规端到端的比较 25

图表34 蔚来汽车世界模型 25
图表35 毫末智行数据智能体系 26
图表36 长城汽车端到端智驾大模型 26
图表37 长城汽车端到端智驾大模型 27
图表38 极氪浩瀚智驾技术演进 28
图表39 小米汽车智能驾驶 28
图表40 高阶智驾系统达到“好用、爱用”需同时解决系统性能优化和场景泛化问题 29
图表41 2023年国内头部厂商高阶智驾选装率趋势 30

一 、 智能化持续领先带来长期的估值溢价

全球车企市值与估值对比——高端化及智能化成影响车企估值的关键因素。从总市值看，特斯拉市值持续领跑全球车企，其次为丰田汽车、法拉利，比亚迪是国内市值最大的车企。品牌形象带来的高用户粘性(法拉利)、智能化隐含的商业模式变革潜力(特斯拉)是最难被竞争对手模仿的两点壁垒。

当前整车股估值(PS-TTM) 分为以下几个梯队：

1)法拉利作为超豪华品牌，PS估值远超其它车企。法拉利单车均价较高，据财报，2023年度单车收入超过340万元，1Q23以来净利润保持双位数高增长，盈利能力远超其它车企，2Q24 毛利率/净利率高达50%/24%,体现品牌稀缺性、兼具高成长属性。

2)其次为全球智能车领头羊特斯拉，PS逾7倍，据财报，2Q24 单车营收4.48万美元，汽车制造毛利率14.6%。

3)本土车企中，华为智选车品牌所在上市公司估值相对更高。近年来造车新势力估值虽回落较多，但仍较绝大部分传统车企有估值溢价，小鹏汽车PS 估值高于蔚来、理想。

1.1特斯拉估值溢价隐含商业模式变革的巨大潜力

- **特斯拉估值复盘——估值波动虽大，但持续高于传统车企**

2020-2021是估值高峰，最高市值突破万亿美金。上市以来特斯拉估值持续高于传统车企，特斯拉销量不到丰田汽车的1/5,但其市值从2020年中之后持续超越丰田，这源于更高的成长性及持续兑现的智驾技术带来的商业模式变革潜力。

- **特斯拉基本面复盘——利润率及其波动规律与传统车企并无二致**

特斯拉成立于2003年，2020年首次年度盈利，从成立到盈利耗时17年。从首次年度盈利到2024年中报，特斯拉盈利水平及其波动规律与传统车企并无二致，主要是其技术积累尚未达到触发商业模式大变革的临界点，但这一时点随着特斯拉FSDV12 版本的推出在加速临近。

- **特斯拉公司愿景——打造规模化无人驾驶车队**

特斯拉CEO 马斯克于2021股东大会上提出2030年实现年销量2000万辆的目标，并逐步实现无人驾驶。特斯拉的企业资源投向主要围绕降本&智能化目标，尤其是自研智驾软硬件以来，战略方向没有发生动摇，特斯拉高阶智驾车保有规模全球领先。

目标的实现路径——全方位降本&智驾软硬垂直一体，保持智驾技术引领地位。

1) 产品维度——始于高端，成于平价。

产品集成化高，单品爆款规模效应强，SKU 简洁，据特斯拉2023投资者日活动，下一代乘用车将实现控制器100%自研。

2) 制造维度———再造汽车制造流程。

一体压铸与CTC(Cell to Chassis)兑现工艺创新，再造汽车制造流程实现制造环节空间与时间的更高效利用。

3) 电动化——电池外购与自制并举，电池全流程降本。

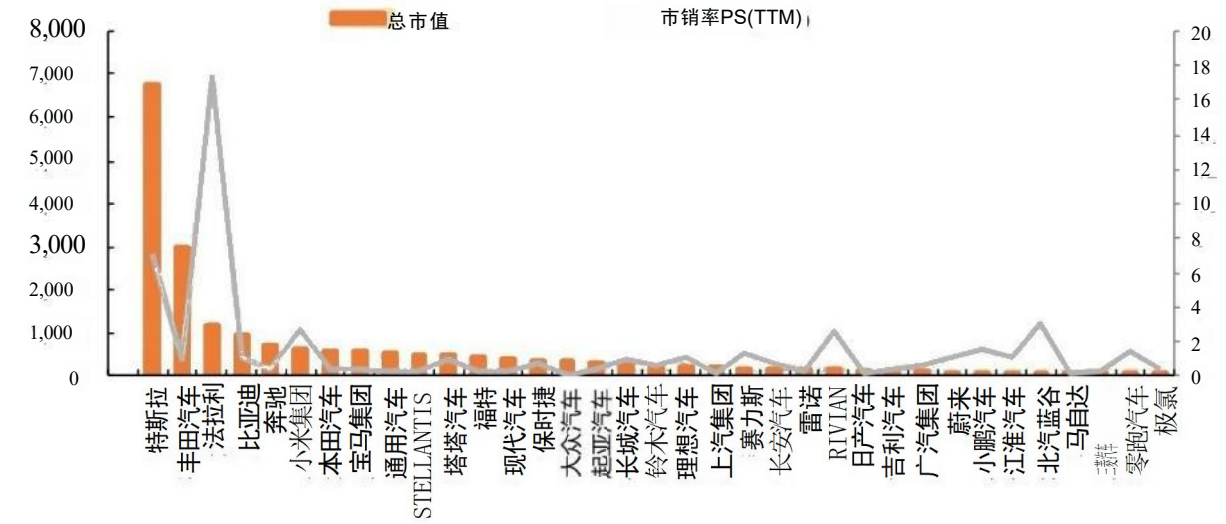
全流程电池降本：特斯拉拥有电芯设计——电芯工厂——正负极材料——电芯底盘集成的一整套全流程降本方案，电机电控自研。2024年9月15日特斯拉宣布第1亿颗4680电池正式下线。

4) 智能化——车队规模及云端算力全球领先。

车端感知采用纯视觉方案，智驾软硬一体，高度自研(车端智驾 sOC 芯片+智驾软件+云端训练芯片)。特斯拉拥有全球领先的高阶智驾车队规模、云端训练算力、智驾累积行驶里程。

全球主要车企市值及市销率

单位：亿美元



附注：市值为2024年9月3日收盘市值

资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 近十年特斯拉与丰田市值变化 单位：亿美元



资料来源：Wind，特斯拉财报，平安证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/155033210101011333