

小鹏汽车-W(9868.HK)

G9筑基，开启公司增长新动能

推荐（维持）

股价：53.9元（港币）

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.xiaopeng.com
大股东/持股	Simplicity Holding Limited/19.11%
实际控制人	何小鹏
总股本(百万股)	1721.77
流通A股(百万股)	
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	825
流通A股市值(亿元)	
每股净资产(元)	23.23
资产负债率(%)	42.30

行情走势图



相关研究报告

《小鹏汽车-W*9868.HK*二季度毛利率下行、新车型有望带来公司边际改善》2022-08-24
《小鹏汽车-W*9868.HK*一季度经营稳健、销量结构改善显著》2022-05-24
《小鹏汽车-W*9868.HK*新势力交付量首位、自动驾驶稳步推进》2022-03-29
《小鹏汽车-W*9868.HK*加码自动驾驶、持续进化的智能化先锋》2022-01-28

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
BQV509
WANGDEAN002@pingan.com.cn

研究助理

王跟海 一般证券从业资格编号
S1060121070063
WANGGENHAI964@pingan.com.cn

事项：

小鹏 G9 正式上市，新车推出三种续航里程版本，分别为 570 公里、650 公里和 702 公里，售价区间为 30.99~46.99 万元。

平安观点：

- **G9 产品力更加均衡，具有一定爆款潜力。**G9 是小鹏汽车集所有领先技术打造的一款重磅车型，在充电效率、智能化水平、舒适性配置等方面均具有不错的竞争力水平。小鹏在此前更加突出其车型的智能化水平，但针对小鹏 G9，公司在上市宣传中不仅仅突出其智能化标签，公司希望凭借 G9 更加均衡的产品力和比较宽的价格带吸引更多的用户。G9 的主销价格区间为 35~40 万元，在此价格区间内 G9 的竞争力较强，尽管部分用户对于 G9 目前的选装配置策略有些许意见，但公司已表示将于近期推动改善。
- **现款车型销量承压，G9 成为小鹏开启二次增长的新动能。**从此前公司给出的交付指引来看，小鹏目前的销量已经触及瓶颈，而且由于竞争对手增多，其销量进一步提升的难度较大，同时由于车价较低，其盈利能力也弱于蔚来、理想。我们认为公司目前的局面有望随着 G9 的交付迎来改善，公司的销量规模和盈利能力都能够得到修复，2023 年小鹏还将推出两款车型（一款 B 级车和一款 C 级车），P7 也将迎来改款换代，公司有望在 2023 年重启增长态势。
- **盈利预测与投资建议：**小鹏汽车目前处于新旧车型切换的重要节点，而 G9 将是公司开启承上启下的关键车型，也是公司品牌价值向上突破的关键，G9 上市后能否取得预期的效果将很大程度影响资本市场对公司未来发展的信心。我们认为 G9 与竞品车型相比具有竞争优势，其未来的销量规模有望达到乃至超过 P7，如果 G9 车型能够取得成功，小鹏的价格中枢以及盈利能力都将得到提升，公司的估值水平也有望得到修复。结合公司最新情况，我们上调公司 2022~2024 年营业收入预测为 344 亿/723 亿/1093 亿（原营收预测为 338 亿/683 亿/994 亿），对应 2022~2024 年净利润预测分别为-77 亿/-42 亿/-1 亿（原净利润预测为-79 亿/-44 亿/-9 亿），我们看好 G9 上市交付后的销量表现，维持公司“推荐”评级。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5844	20988	34442	72259	109315
YOY(%)	151.8	259.1	64.1	109.8	51.3
净利润(百万元)	-2732	-4863	-7661	-4214	-114
YOY(%)	26.0	-78.0	-57.5	45.0	97.3
毛利率(%)	4.6	12.5	12.2	16.9	19.9
净利率(%)	-46.7	-23.2	-22.2	-5.8	-0.1
ROE(%)	-7.9	-11.5	-21.9	-13.7	-0.4
EPS(摊薄/元)	-1.59	-2.82	-4.45	-2.45	-0.07
P/E(倍)	-30.2	-17.0	-10.8	-19.6	-725.5
P/B(倍)	2.4	2.0	2.4	2.7	2.7

- **风险提示：**1) G9 上市后销量不及预期：G9 处于公司新旧产品切换的关键时点，新车型上市后面临诸多考验，如交付能力、品控、质量等，如果 G9 销量不达预期，公司基本面可能出现恶化，公司股价存在进一步下跌风险；2) 公司在智能化方面不能持续领先的风险：公司目前最重要的差异化标签是智能化，如果公司无法通过持续的技术创新在智能化赛道持续领先，可能会被竞争对手追平乃至超越；3) 供应链等不确定因素影响：芯片、电池等核心零部件短缺或者价格高企，将直接影响公司车型的交付节奏；4) 公司中短期内还将处于高投入期，公司基本面可能出现恶化。

正文目录

一、	小鹏 G9 正式上市.....	5
二、	G9 综合实力较强，构建电动化与智能化优势.....	5
	2.1 小鹏 G9 充电速度快.....	5
	2.2 小鹏 G9 更加智能.....	7
	2.3 小鹏 G9 舒适性配置更高.....	9
	2.4 小鹏 G9 竞争力强，具备爆款潜力，但多项亮点配置需要选装.....	10
三、	现款车型销量承压，G9 成为小鹏二次增长的新动能.....	12
	3.1 市场竞争加剧，小鹏三季度交付指引不及预期.....	12
	3.2 智能驾驶领先优势的变现能力不及预期，短期内可能不会改善.....	14
四、	盈利预测与投资建议.....	14
五、	风险提示.....	15

图表目录

图表 1	小鹏 G9 不同配置售价以及选装包价格	5
图表 2	小鹏 G9 与 Model Y 在第三方充电桩的充电效率对比.....	6
图表 3	小鹏 G9 与 Model Y 基于各自品牌充电桩的充电效率对比.....	6
图表 4	小鹏 G9 与 Model Y 基于各自品牌超快充站的充电效率对比.....	7
图表 5	小鹏自营充电站已超过 1000 座.....	7
图表 6	小鹏超快充站建设规划	7
图表 7	小鹏汽车第三代电子电气架构实现千兆以太网+中央计算+区域控制	8
图表 8	小鹏智能驾驶系统迭代路径	9
图表 9	小鹏 G9 的 3D 人机交互界面	9
图表 10	小鹏 G9 的座舱.....	10
图表 11	小鹏 G9 与主要竞品车型性能参数对比.....	11
图表 12	小鹏 G9 亮点配置的搭载以及选配情况.....	12
图表 13	蔚来、小鹏、理想 2022 年二季度业绩对比	12
图表 14	小鹏 P7 月交付量 单位：辆	13
图表 15	小鹏 P5 月交付量 单位：辆	13
图表 16	小鹏汽车可比公司估值.....	15

一、小鹏 G9 正式上市

小鹏汽车第四款车型 G9 正式上市，新车定位豪华纯电 SUV。新车推出三种续航里程版本，分别为 570 公里、650 公里和 702 公里，售价区间为 30.99~46.99 万元，我们预计 34.99 万元的 702E 版本有望成为 G9 的主销车型，随着新车的上市交付，G9 也将取代 P7 成为小鹏汽车平均售价最高的一款车型。此外 G9 还推出三款选装包配置，包括 5D 音乐座舱、XNGP 辅助驾驶和 4C 超快充电电池包，选装价格分别为 2.2 万/2.8 万/1.0 万元。

图表1 小鹏 G9 不同配置售价以及选装包价格



资料来源：公司官网，平安证券研究所

二、G9 综合实力较强，构建电动化与智能化优势

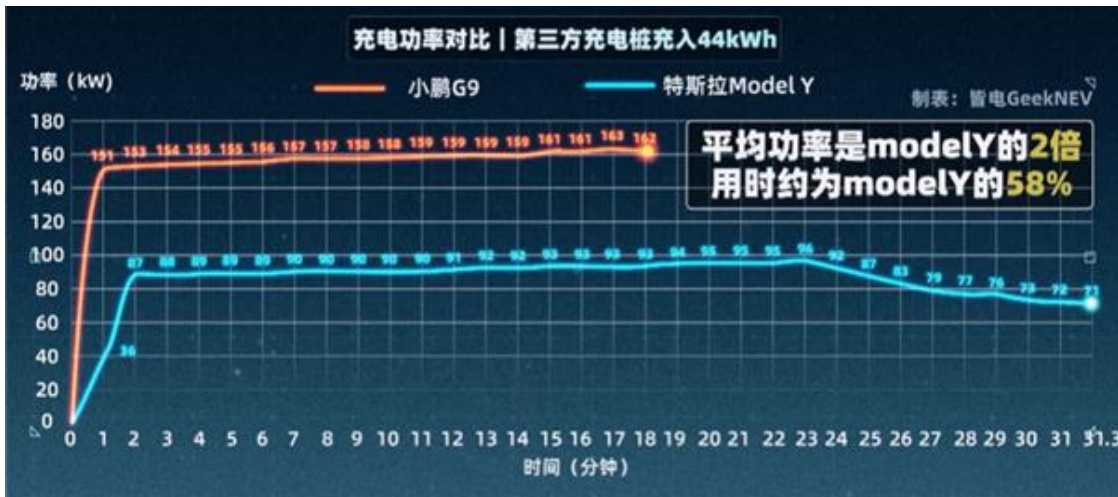
2.1 小鹏 G9 充电速度快

G9 基于 800V SiC 平台打造，是目前国内较早量产上市的 800V 高压车型，是目前小鹏汽车充电技术的集大成者。小鹏 G9 全系标配 3C 充电版本，4C 超快充电电池包选装价格为 1 万元。在 4C 充电版本配合小鹏 S4 超快充桩的情况下，可以实现充电 5 分钟，续航增加 200 公里的充电效率，若以 3C 充电版本为基础，从 10% 电量到 80% 电量最快也只需要 20 分钟。此外

G9 还可向下兼容第三方充电桩，并且充电效率要明显优于目前的 400V 平台的车型。

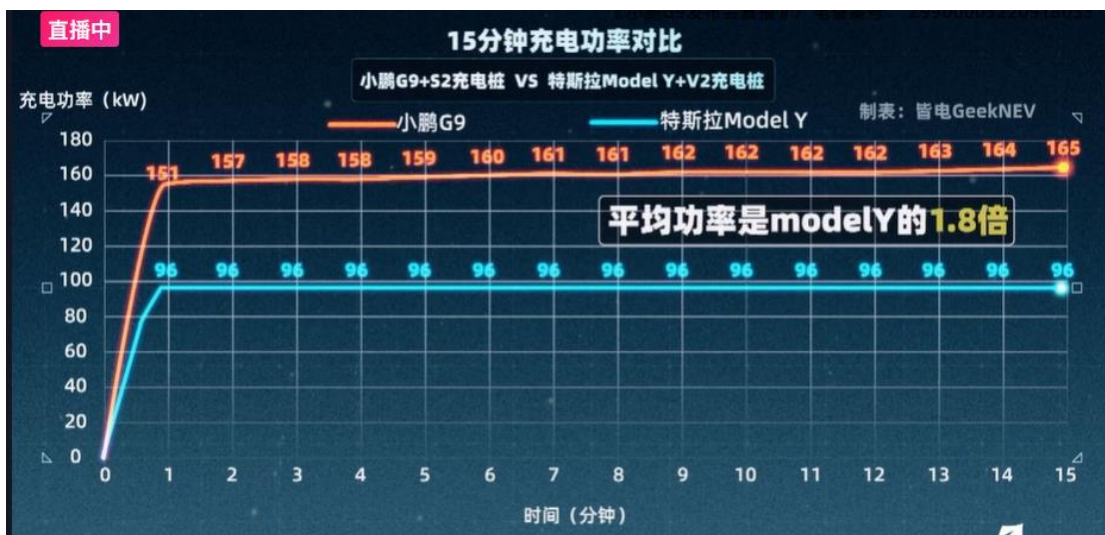
小鹏 G9 的充电效率约为特斯拉 Model Y 的 1.5~2.0 倍。小鹏在发布会现场对比了与特斯拉 Model Y 的充电效率，小鹏 G9 在搭载 3C 充电电池的情况下，分别对比了与特斯拉 Model Y 在第三方充电桩、各自品牌充电桩以及各自品牌超快充桩的充电效率，最终结果显示 G9 的充电效率约为特斯拉 Model Y 的 1.5~2.0 倍，如果换装 4C 版本，G9 的充电效率无疑会进一步提升。

图表2 小鹏 G9 与 Model Y 在第三方充电桩的充电效率对比



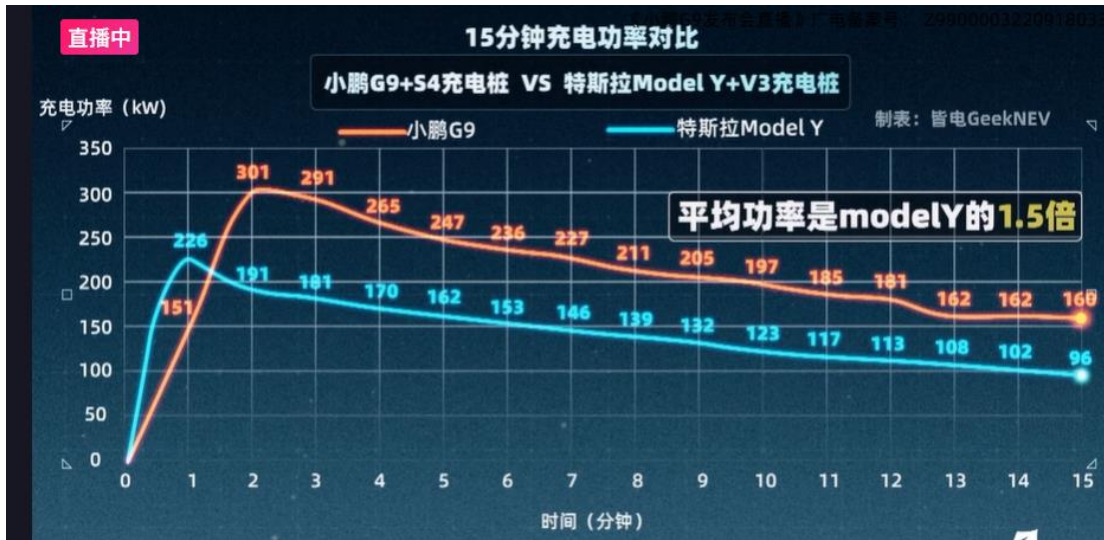
资料来源：小鹏汽车，皆电，平安证券研究所

图表3 小鹏 G9 与 Model Y 基于各自品牌充电桩的充电效率对比



资料来源：小鹏汽车，皆电，平安证券研究所

图表4 小鹏 G9 与 Model Y 基于各自品牌超快充站的充电效率对比



资料来源：小鹏汽车，皆电，平安证券研究所

小鹏将加快超快充站的建设，规划到 2025 年建成 2000 座 S4 超快充站。小鹏目前已建成 1000 座自营充电站，覆盖全国所有的地级行政区和直辖市。超快充占方面，小鹏在 8 月份发布了 S4 超快充，计划到 2022 年底建成 50 座 S4 超快充站，覆盖全国核心城市，2023 年将至少建成 500 座，覆盖全国重点城市及高速沿线，到 2025 年，小鹏超快充占的数量将达到 2000 个。

图表5 小鹏自营充电站已超过 1000 座



资料来源：小鹏汽车、平安证券研究所

图表6 小鹏超快充站建设规划



资料来源：小鹏汽车、平安证券研究所

2.2 小鹏 G9 更加智能

智能化是小鹏汽车的核心竞争优势，小鹏 G9 集成了目前小鹏汽车最先进的智能化技术，从电子电气架构、智能化硬件到软件算法相较之前车型均有大幅提升：

电子电气架构升级，领先国内其他车企。小鹏 G9 搭载了小鹏汽车全新一代的电子电气架构 X-EEA3.0，采用中央超算+区域控制的硬件架构，而当前国内主要竞争对手的电子电气架构还是以功能域为主，从硬件架构来看，X-EEA 3.0 已向特斯拉 model3 看齐。X-EEA 3.0 架构将整车软件做了系统软件平台、基础软件平台和智能应用平台的分层定义，基于分层式软件平台架构，智能功能可更快速开发，OTA 迭代速度也大大加快。在整车 OTA 方面，小鹏 G9 的整车级 OTA 时间控制在 30min 以内，另外域控制器均作内存分区，一个区用于升级，一个区用于车辆正常运行，从而使车辆真正实现无感 OTA。在电力

分配与使用方面，小鹏 G9 整车的用电设备供电 100%可控，车辆可根据用户用车场景进行按需配电，比如在路边等人时，可以只对空调、座椅调节、音乐等功能供电，其他部分断电，这样就能实现节能降耗，提高续航里程。

图表7 小鹏汽车第三代电子电气架构实现千兆以太网+中央计算+区域控制



资料来源：小鹏汽车，平安证券研究所

智能驾驶方面：

- **智能驾驶再进化，小鹏将推出 XNGP 功能，实现全场景的导航辅助驾驶功能。**小鹏 G9 搭载英伟达双 Orin 计算平台，算力达到 508TOPS，感知硬件达到 31 个，包括 800 万像素前向双目摄像头和两颗激光雷达，基于该套智能驾驶硬件，小鹏将推出行业首个全场景智能辅助驾驶系统 XNGP，相比于目前小鹏的 Xpilot 系统，XNGP 可以覆盖更多场景范围，可以连接高速 NGP、城市 NGP、VPA 记忆泊车等多个场景，此外 XNGP 可以降低对高精地图的依赖，小鹏汽车表示在有高精地图的区域 XNGP 体验接近完美，没有高精地图的区域体验一流。小鹏规划在 2023 年 XNGP 将实现全国大部分城市的覆盖，在 2024 年实现全场景点对点的打通。
- **Xpilot 辅助驾驶系统也会全面升级。**小鹏 G9E 版会标配 Xpilot 系统，版本迭代到 Xpilot4.0，基于 G9 更大的算力平台，小鹏重构了之前的算法架构，提升 ACC、LCC、VPA、NGP 等的功能体验。

图表8 小鹏智能驾驶系统迭代路径

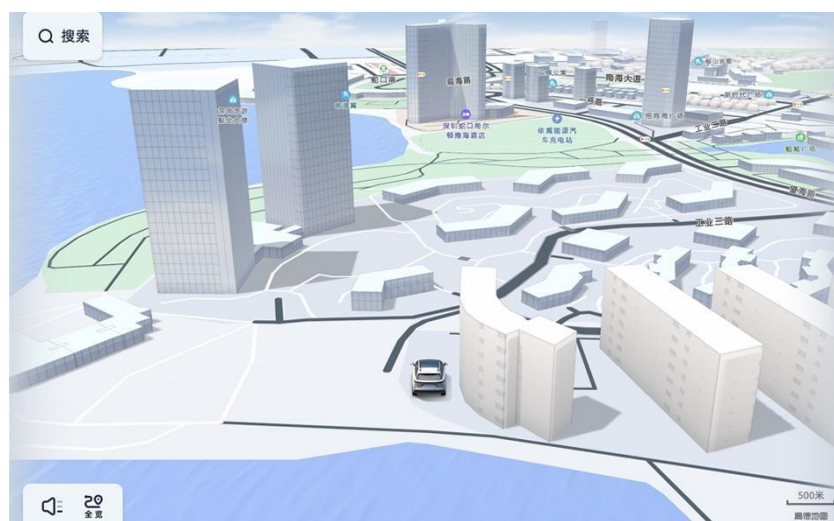
时间	自动驾驶系统	计算平台	自动驾驶服务	首次搭载车型
2018年	XPILOT 2.0	Mobileye EyeQ4	L1级辅助驾驶功能	G3
2019年	XPILOT 2.5	Mobileye EyeQ4	L2级辅助驾驶功能	G3
2020年	XPILOT 3.0	英伟达 Xavier(30TOPS)	高速场景 NGP 功能	P7
2022年	XPILOT 3.5	英伟达 Xavier(30TOPS)	城区场景 NGP 功能	P5
2023年	XPILOT 4.0	英伟达 OrinX(254TOPS)	ACC、LCC、VPA、NGP 体验升级	G9
2023年	XNGP	英伟达 OrinX(508TOPS)	全场景导航辅助驾驶	G9

资料来源：小鹏汽车、平安证券研究所

智能座舱方面：

- **3D 人机交互系统：**G9 推出了行业首个基于 Unity 3D 引擎技术量产开发的 3D 人机交互系统，通过实时渲染的 3D 地图可以更加真实地还原现实世界。智能辅助驾驶的 SR 显示范围会更广，细节也会更饱满，配合小鹏的高阶智能驾驶功能，可以给用户带来更好的安全感。
- **全场景语音 2.0 可以实现全车所有人的语音控制功能。**G9 搭载了四音区的语音系统，可以实现全车所有人的语音控制需求，小鹏宣称即使车内 4 个人同时发出语音指令，G9 也可以完成车内乘员的语音指令。

图表9 小鹏 G9 的 3D 人机交互界面



资料来源：Unity 官方平台、平安证券研究所

2.3 小鹏 G9 舒适性配置更高

座椅方面，小鹏 G9 高配车型标配推托调节，前排座椅标配座椅加热、通风功能，高配版车型还搭载座椅按摩功能，后排高配版车型也搭载座椅加热和按摩功能。在座舱配置方面，小鹏 G9 搭载了两块 14.96 英寸的中控屏和副驾娱乐屏，低配版车型标配了 8 音响系统，高配版车型搭载 18 个丹拿原厂的 Confidence 高级音响，总功率达到 2250 瓦，音响系统的功率超过理想 L9 和蔚来 ET7。底盘方面，G9 搭载了前双叉臂后五连杆的独立悬架，搭载了双腔空气弹簧，搭载空气弹簧的 G9 车型可以实现 100mm 的上下行程调节。

行业内首次推出 5D 音乐座舱。基于 G9 的座舱硬件系统，小鹏还推出了行业内首个 5D 音乐座舱，该项功能主要通过车机、音响、座椅、空调等多个系统的相互配合，可以为用户提供多维的感知体验，该功能的选配价格为 2.2 万元。

图表10 小鹏 G9 的座舱



资料来源：小鹏汽车、平安证券研究所

2.4 小鹏 G9 竞争力强，具备爆款潜力，但多项亮点配置需要选装

与主要竞品车型相比，G9 竞争力强劲，性价比突出。豪华纯电 SUV 的定位以及 30 万元以上的售价区间，决定了小鹏 G9 的主要竞品车型包括蔚来 ES6\ES7、特斯拉 Model Y、阿维塔 11 等车型：

- **与蔚来 ES7 相比，G9 性价比突出。**考虑到目前 ES6 是蔚来上一代平台的车型，我们认为 G9 与蔚来 ES7 可能形成一定竞争关系，G9 相比 ES7 车身尺寸略小，但轴距比 ES7 更长，四驱版本的 G9 在动力方面与 ES7 不相上下，但 G9 在续航里程方面全面占优，另外小鹏 G9 的价格比 ES7 更低，性价比突出。
- **与特斯拉 Model Y 相比产品竞争力更强。**目前豪华纯电 SUV 销量最高的车型是特斯拉 Model Y，与 Model Y 相比，小鹏 G9 在车身尺寸、续航里程、各项舒适性配置等方面均处于领先。
- **与阿维塔 11 相比，两款车型各有优劣势。**目前来看，真正能够跟 G9 形成直接竞争关系的车型可能是阿维塔 11，以 34.99 万的主销车型来看，小鹏 G9 为单电机后驱，续航 702km，而同样售价的阿维塔 11 则为双电机四驱，续航里程 555km，G9 在能耗方面更有优势。此外在高阶智能驾驶方面，34.99 万元的 G9 标配 Xpilot 辅助驾驶系统，而阿维塔 11 在城市场景的导航辅助驾驶以及代客泊车功能均需要用户付费开通，但阿维塔 11 车型标配激光雷达，算力达到 400TOPS，34.99 万元的 G9 需要加价选装激光雷达。此外阿维塔 11 交付时间为 22 年底，相比 G9 将近晚两个月。

图表11 小鹏 G9 与主要竞品车型性能参数对比

	小鹏 G9	蔚来 ES7	特斯拉 Model Y	阿维塔 11
售价/万元	30.99~46.99	46.8~54.8	31.69~41.79	34.99~40.99
尺寸/mm	4891×1937×1680	4912×1987×1720	4750×1921×1624	4880×1970×1601
轴距/mm	2998	2960	2890	2975
整备质量/kg	2190/2205/2230/2335	2361/2381/2400	1929/1997/2010	2280/2365/2425
续航里程/km	570/650/702	485/575/620	545/615/660	555/680
百公里加速时间/s	6.4/3.9	3.9	6.9/5/3.7	3.98/4.5
电机数量	1 个：后驱 2 个：四驱	2 个：四驱	1 个：后驱 2 个：四驱	2 个：四驱
电机功率	后驱：230kw 四驱：前 175kw+后 230kw	前 180kw/后 300kw	后驱：194kw 四驱：前 137kw+后 194kw/220kw	前 195kw+后 230kw
电机扭矩	后驱：430Nm 四驱：前 287Nm+后 430Nm	前 350Nm+后 500Nm	后驱：340Nm 四驱：前 219Nm+后 340Nm/440Nm	前 280Nm+后 370Nm
电池容量/KWh	78.2/98	75/100	60/78.4	90.38/116.79
百公里电耗 /KWh	15.2/16	17.6/19.1	12.7/13.4/14.4	18.03/19.03
是否搭载空气悬架	四驱版本搭载	全系标配	无	无

资料来源：汽车之家，平安证券研究所

G9 的推出意味着小鹏将从单一的智能化领先迈向综合性能领先。之前小鹏在车型的宣传中会更多地强调其在智能化方面的领先水平，但 G9 相比此前小鹏的车型竞争力会更加均衡，其产品的亮点也不再仅仅突出智能化标签，小鹏希望通过 G9 更加均衡的产品力以及比较大的价格带吸引更多的用户。何小鹏认为 G9 的销量可达连续月销量超 1 万台，2023 年销量超过奥迪 Q5（2021 年奥迪 Q5 全年销量 15 万台，2022 年 1~8 月累计销量超过 9 万台）。

多项亮点配置需要选装引起部分潜在用户不满，但公司表示将尽快改善。小鹏汽车在发布会宣传的多项亮点配置对用户具有较强的吸引力，但我们注意到部分配置只有高配车型才有搭载，而对于中低配车型，用户则需要加价选装，例如 4C 超快充电池包仅支持 X 版车型选装，未选装前价格为 44.99 万元。公司宣传的 XNGP 功能在 G9 的主销价格带内也依然需要加价选装，以主销版车型 702E 为例，其并未搭载空气弹簧，另外 XNGP 和 5D 音乐座舱配置也需要加价选装，如果选装这两项配置，用户的购车成本将提升至 40 万元，这种定价及配置策略可能会导致部分潜在用户流失。针对目前用户吐槽过多的 G9 选装配置问题，何小鹏表示将尽快推动改善。

图表12 小鹏 G9 亮点配置的搭载以及选配情况

车型版本	570G	570E	702E	650E	650X
售价/万元	30.99	32.99	34.99	39.99	44.99
驱动形式	后驱	后驱	后驱	四驱	四驱
空气弹簧	无	无	无	有	有
XPILOT	无	有	有	有	有
XNGP	无	无	选装	选装	有
5D 音乐座舱	无	选装	选装	选装	有
4C 超快充电池包	无	无	无	无	选装

资料来源：小鹏汽车、平安证券研究所

综合来看，我们认为 G9 仍然是目前市场内竞争力较强的一款车型，主销版本车型 702 公里的续航里程，标配 Xpilot4.0 智能驾驶系统，即使在不选装的情况下，G9 在充电效率以及智能化体验方面仍然具有竞争优势，我们认为 G9 的稳态月销量能够达到甚至超过此前 P7 的销量水平。

三、现款车型销量承压，G9 成为小鹏二次增长的新动能

3.1 市场竞争加剧，小鹏三季度交付指引不及预期

小鹏目前的盈利能力偏弱，但 G9 上市有望改善小鹏的盈利水平。根据造车新势力公布的 2022 年二季度业绩报告，小鹏汽车虽然在销量方面领先蔚来和理想，但盈利能力较蔚来和理想还有一定差距。小鹏二季度单车营收为 20.2 万元，低于蔚来和理想，单车贡献毛利润 1.8 万元，与蔚来和理想的差距进一步加大。随着 G9 的交付，小鹏汽车的盈利能力将迎来改善，G9 相比现款的 P7、P5 和 G3 在单车均价以及毛利水平均会有较大提升，我们认为其有望达到目前蔚来的毛利率水平，这对改善当前小鹏汽车较弱的盈利能力将起到非常重要的作用。

图表13 蔚来、小鹏、理想 2022 年二季度业绩对比

	蔚来	小鹏	理想
2Q22 销量/辆	25059	34422	28687
3Q22 交付指引/辆	31000~33000	29000~31000	27000~29000
合计			
总营收/亿元	102.9	74.4	87.3
汽车销售营收/亿元	95.7	69.4	84.8
其他收入/亿元	7.2	4.6	2.5
毛利润/亿元	13.4	8.1	18.8
毛利率	13.0%	10.9%	21.5%
汽车销售毛利率	16.7%	9.1%	21.2%
研发费用/亿元	21.5	12.6	15.3
研发费用率	20.9%	17.0%	17.5%
销售、行政及一般费用/亿元	22.8	16.6	13.3
销售、行政及一般费用率	22.2%	22.4%	15.2%
净亏损/亿元	-27.6	-27.0	-6.4
现金储备/亿元	544.0	413.4	536.5

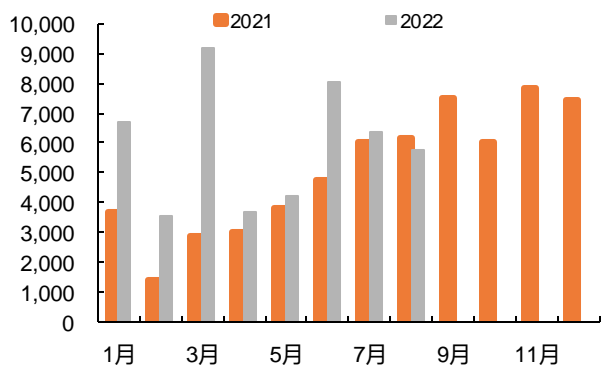
单车			
单车营收/万元	38.2	20.2	29.6
单车毛利/万元	6.4	1.8	6.3
单车研发费用/万元	-8.6	-3.7	-5.3
单车销售、行政及一般费用/万元	-9.1	-4.8	-4.6
单车营业利润/万元	-11.4	-6.1	-3.4

资料来源：公司公告、公司财报、平安证券研究所

三季度交付指引不及预期，在售车型已达瓶颈，新车型上市有望重启增长态势。小鹏汽车此前给出的三季度交付指引为 2.9~3.1 万台，环比二季度有所下滑：

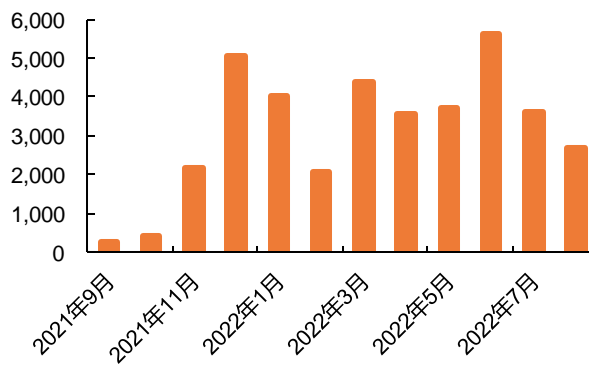
- **P7 竞争对手增多，销量已逐渐触及瓶颈，改款升级后销量有望回暖。** P7 是小鹏在 G9 之前平均单车售价最高的一款车型，2021 年 P7 全年交付超过 6 万台，单月销量一度维持在 6000~8000 台，属于纯电轿车车型中的爆款车型，公司此前曾给出 P7 在 2022 年将冲刺月销 1 万台，但 2022 年 P7 所在的 B 级纯电轿车竞争日渐激烈，除之前的比亚迪汉、特斯拉 Model3 外，新增竞品车型比亚迪海豹、深蓝 SL03、哪吒 S、蔚来 ET5（与 P7 高配车型形成一定竞争关系）等车型，同时友商如比亚迪产能扩充迅速，P7 的主要竞品比亚迪汉月销已经达到 2.5 万台。2023 年 P7 将迎来改款升级，产品力相比现款有较大提升，随着改款车型推出，P7 的销量有望回暖。
- **P5 销量不及预期。** P5 于 2021 年 9 月开启交付，定位紧凑级纯电轿车，是小鹏在 P7 后推出的第二款轿车车型，小鹏此前给出的预期是 P5 能够达到 P7 的销量规模，但目前来看难度较大。P5 与 P7 均属于小鹏旗下的轿车车型，但在造型风格、车型平台均与 P7 有较大差别，这也导致了 P5 并没有继承 P7 在某些产品力方面的优点，也无法向下承接 P7 的潜在用户，另外公司此前最先进的智能驾驶系统搭载的车型为 P5，而不是 P7，产品战略不清晰，这可能是公司为了急于推出首款搭载激光雷达的量产车而采取的折衷策略。

图表14 小鹏 P7 月交付量 单位：辆



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表15 小鹏 P5 月交付量 单位：辆



资料来源：公司财报、平安证券研究所

- **G9 成为小鹏新的增长动能，2023 年将推出 2 款新车型。** 站在当前阶段我们认为 G9 对于小鹏汽车意义重大，在已有车型销量增速下滑的情况下，G9 将承担起小鹏在 22 年四季度以及 2023 年销量增长的重任，而我们认为 G9 也有较大可能成为小鹏汽车新的增长动能。除 G9 外，2023 年也会是小鹏汽车的产品大年，根据规划小鹏将推出 2 款新车型（包括 1 款 B 级车和 1 款 C 级车），随着 G9 以及两款新车的推出，我们看好公司在 2023 年的销量增长以及盈利能力的持续改善。

3.2 智能驾驶领先优势的变现能力不及预期，短期内可能不会改善

当前阶段真正愿意为车企自动驾驶买单的用户可能并不多。小鹏汽车之前给用户传递的品牌形象是“智能化”，我们也认为以智能驾驶为代表的汽车智能化是未来汽车发展的大方向，而小鹏的智能驾驶自研能力以及落地速度也处于国内领先地位。但当前阶段我们暂时没有看到客户有非常强的意愿为汽车的智能驾驶功能买单：

- 1、目前车企宣传的很多高阶智能驾驶功能还是“期货”，需要后续 OTA。以小鹏 P5 为例，其搭载的 Xpilot 3.5 系统可以实现城市 NGP，但从 2021 年 10 月 P5 量产交付，到 2022 年 9 月 P5 的首个城市 NGP 才在广州试点。
- 2、智能驾驶软件收费很高也使得用户对开通高阶智能驾驶功能意愿并不强烈。特斯拉 FSD 国内售价为 6.4 万元，但据特斯拉财报电话会披露，国内 FSD 的开通率仅为 1%~2%，而特斯拉全球的 FSD 开通率也仅为 11%。小鹏此前的 Xpilot 系统也采用收费的模式，其 Xpilot3.0 系统单价为 2 万元，Xpilot3.5 价格则为 2.5 万元，小鹏在其财报中披露，小鹏 P5 有超过 50% 的车型可支持 Xpilot3.0 或 Xpilot3.5，但并未披露实际的软件开通率为多少。小鹏此前在财报电话会中曾多次提到 P7 开通 Xpilot3.0 的占比约在 20%~25% 左右。
- 3、当前各家车企智能驾驶体验有趋同倾向。特斯拉、蔚小理以及长城汽车都已落地了高速场景的导航辅助驾驶能力，而小鹏和长城将在 2022 年内落地城市场景的导航辅助驾驶功能，各家车企的高阶智能驾驶由于在策略上的差异可能带给用户不同的体验，但受到技术能力以及法规的限制，驾驶员仍需开启导航辅助驾驶功能的同时手握方向盘，并随时最好接管车辆的准备，因此用户目前体验到的高阶智能驾驶功能还远未达到完全自动驾驶的能力。

小鹏在 2022 年 5 月份调整 Xpilot 系统销售模式，但目前可支持 Xpilot3.5 的 P5 车型数量可能不足 1 万台。截至 2022 年 8 月，小鹏 P5 累计交付 37485 台，若以公司宣称的 50% 的 Xpilot3.0 或 Xpilot3.5 的硬件搭载率来看，约有 1.9 万台 P5 可支持高速或城市场景的导航辅助驾驶，倘若以 Xpilot3.0 和 Xpilot3.5 各占 50% 计算，目前小鹏交付的 P5 中约有不到 1 万台可支持城市场景的导航辅助驾驶，但实际情况可能是 Xpilot3.5 的 P5 车型数量可能会更低（Xpilot3.5 比例可能低于 Xpilot3.0、用户选择购买支持 Xpilot3.5 的 P5，但后续可能选择不开通软件功能），而这对于强调自动驾驶全栈自研的小鹏来讲完全不够，小鹏需要更多的数据驱动其智能驾驶功能的迭代，为此小鹏在 5 月份调整了智能驾驶软件功能的收费模式，从 5 月 9 日起只要购买的小鹏车型硬件上支持 XPILOT 3.0 或 3.5，小鹏辅助系统软件将免费向用户开放。

G9 上市后小鹏的 Xpilot 系统搭载量有望快速提升，XNGP 用户渗透率预计能达到 20%~30%，但未来 XNGP 功能收费模式能否持续还有待观察。从 G9 的配置来看，除最低配版本未搭载 Xpilot 系统外，其余版本车型均标配 Xpilot 系统，且都将升级迭代为 Xpilot4.0，可以实现目前小鹏拥有的高速、城市 NGP 以及代客泊车功能，而且相比之前的体验会有所提升，随着 G9 交付量的增加，我们认为小鹏 Xpilot 系统的搭载量会迎来比较快的增长，而这对于小鹏迭代其智能驾驶功能将至关重要。XNGP 选装价格达到 2.8 万元，我们认为部分预算充足以及喜爱尝试新鲜事物的用户可能会加价选装，我们预计 XNGP 渗透率将达到 20%~30% 左右，但从中长期来看，除非小鹏 XNGP 功能能够持续为用户带来差异化体验，否则不排除未来小鹏可能会调整 XNGP 的销售模式。

四、盈利预测与投资建议

小鹏汽车目前处于新旧车型切换的重要节点，而 G9 将是公司开启承上启下的关键车型，也是公司品牌价值向上突破的关键，G9 上市后能否取得预期的效果将很大程度影响资本市场对公司未来发展的信心。

我们认为 G9 是目前小鹏集所有技术实力打造的一款重磅车型，与竞品车型相比具有竞争优势，其未来的销量规模有望达到乃至超过 P7，如果 G9 车型能够取得成功，小鹏的价格中枢以及盈利能力都将得到提升，公司的估值水平也有望得到修复。结合公司最新情况，我们上调公司 2022~2024 年营业收入预测为 344 亿/723 亿/1093 亿（原营收预测为 338 亿/683 亿/994 亿），对应 2022~2024 年净利润预测分别为 -77 亿/-42 亿/-1 亿（原净利润预测为 -79 亿/-44 亿/-9 亿），我们看好 G9 上市交付后的销量表现，维持公司“推荐”评级。

图表16 小鹏汽车可比公司估值

股票名称	股票代码	市值(亿元)	营业收入(亿元)				P/S			
		2022-09-22	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
蔚来汽车-SW	9866.HK	2198	361	591	1067	1447	6.1	3.7	2.1	1.5
理想汽车-W	2015.HK	1735	270	483	1022	1548	6.4	3.6	1.7	1.1
特斯拉	TSLA.O	65541	3743	6059	9012	12279	17.5	10.8	7.3	5.3
小鹏汽车-W	9868.HK	825	210	344	723	1093	3.9	2.4	1.1	0.8

资料来源：WIND、平安证券研究所

备注：蔚来、特斯拉营业收入预测为WIND一致预测值

五、风险提示

- 1) G9上市后销量不及预期：G9处于公司新旧产品切换的关键时点，新车型上市后面临诸多考验，如交付能力、品控、质量等，如果G9销量不达预期，公司基本面可能出现恶化，公司股价存在进一步下跌风险；
- 2) 公司在智能化方面不能持续领先的风险：公司目前最重要的差异化标签是智能化，如果公司无法通过持续的技术创新在智能化赛道持续领先，可能会被竞争对手追平乃至超越；
- 3) 供应链等不确定因素影响：芯片、电池等核心零部件短缺或者价格高企，将直接影响公司车型的交付节奏；
- 4) 公司中短期内还将处于高投入期，公司基本面可能出现恶化。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11635	19811	12653	10932
应收账款	2673	6574	13791	20864
预付款项、现金及其他	2684	7209	15124	22880
其他应收款	0	0	0	0
存货	2662	5478	10873	15852
其他流动资产	29176	22561	44222	65447
流动资产总计	48831	61632	96664	135975
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5425	4575	3725	2875
在建工程	0	0	0	0
无形资产	3035	2529	2024	1518
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	8360	8360	8360	8360
非流动资产合计	16821	15465	14109	12753
资产总计	65651	77097	110773	148729
短期借款	0	0	0	542
应付账款	12362	19361	38432	56033
其他流动负债	5650	17246	36065	54494
流动负债合计	18013	36607	74497	111069
长期借款	1675	1675	1675	3172
其他非流动负债	3817	3817	3817	3817
非流动负债合计	5492	5492	5492	6989
负债合计	23505	42099	79989	118059
股本	1713	1722	1722	1722
储备	43795	44299	44299	44299
留存收益	-3361	-11022	-15237	-15350
归属于母公司股东权益	42147	34998	30784	30670
归属于非控制股东权益	0	0	0	0
权益合计	42147	34998	30784	30670
负债和权益合计	65651	77097	110773	148729

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
税后经营利润	-808	-7901	-4454	-354
折旧与摊销	838	1356	1356	1356
财务费用	-688	-930	-1951	-2952
其他经营资金	-436	13969	-4299	-5003
经营性现金净流量	-1095	6494	-9349	-6953
投资性现金净流量	-33076	240	240	240
筹资性现金净流量	14627	1443	1951	4991
现金流量净额	-19543	8176	-7158	-1721

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	20988	34442	72259	109315
销售成本	18366	30240	60026	87516
其他费用	0	6000	8000	10000
销售费用	0	3616	5419	7652
管理费用	4114	3616	5419	7652
财务费用	-688	-930	-1951	-2952
其他经营损益	0	200	200	200
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	-804	-7901	-4454	-354
其他非经营损益	-4033	240	240	240
税前利润	-4837	-7661	-4214	-114
所得税	26	0	0	0
税后利润	-4863	-7661	-4214	-114
归属于非控制股东利润	0	0	0	0
归属于母公司股东利润	-4863	-7661	-4214	-114
EBITDA	-4687	-7235	-4810	-1709
NOPLAT	-1521	-8831	-6405	-3305
EPS(元)	-2.82	-4.45	-2.45	-0.07

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营收额增长率(%)	259.1	64.1	109.8	51.3
EBIT 增长率(%)	-94.4	-55.5	28.2	50.3
EBITDA 增长率(%)	-95.0	-54.4	33.5	64.5
税后利润增长率(%)	-78.0	-57.5	45.0	97.3
盈利能力				
毛利率(%)	12.5	12.2	16.9	19.9
净利率(%)	-23.2	-22.2	-5.8	-0.1
ROE(%)	-11.5	-21.9	-13.7	-0.4
ROA(%)	-7.4	-9.9	-3.8	-0.1
ROIC(%)	-61.6	-28.1	-36.7	-13.7
估值倍数				
P/E	-17.0	-10.8	-19.6	-725.5
P/S	3.9	2.4	1.1	0.8
P/B	2.0	2.4	2.7	2.7
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	-12.9	-7.6	-12.3	-27.2
EV/EBITDA	-15.2	-9.0	-15.8	-48.8
EV/NOPLAT	-46.9	-7.4	-11.9	-25.2

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033