

09868.HK 小鹏汽车-W

港股通（沪/深）

买入（首次）

道阻且长，行则将至

2022年11月10日

市场数据

日期	2022-11-09
收盘价(港元)	29.00
总股本(百万股)	1,724
流通股本(百万股)	1,314
总市值(百万港元)	49,996
流通市值(百万港元)	38,106
净资产(百万元)	339,78
总资产(百万元)	692,81
每股净资产(元)	19.71

主要财务指标

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	20,988	26,918	41,080	70,615
同比增长	259.1%	28.3%	52.6%	71.9%
毛利润(百万元)	2,623	3,104	6,083	11,610
毛利率	12.5%	11.5%	14.8%	16.4%
归母净利润(百万元)	-4,863	-9,716	-7,314	-2,746
PS	2.2	1.7	1.1	0.7

来源:

投资要点

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

海外汽车研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

定位中高端大众市场，产能/渠道快速扩张，行业空间广阔。小鹏定位中高端智能电动汽车市场，2019-2022年以每年一款新车的节奏陆续推出紧凑型SUV G3/中型轿车P7/紧凑型轿车P5/中大型SUV G9，核心车型定价15-40万元区间，覆盖超过800万辆新车销售市场。公司采用直销+代销两种模式实现销售服务网络的快速扩张，通过自建工厂快速提升产能，自建超充电桩提升消费者补能体验。2019/2020/2021/2022M1-M10，公司分别实现纯电动车销量12,728/27,011/98,188/103,470辆，表现位居行业前列。

自主研发智能电动车核心软硬件技术，2023年有望建立全场景辅助驾驶能力迈入智能驾驶下半场。硬件方面，小鹏自主设计、开发和制造包括与动力系统、电子电气架构、高压快充相关的关键技术，为消费者提供卓越和可靠的车辆性能和驾乘体验。软件方面，公司通过车载智能操作系统Xmart OS为用户提供顺畅、易操作和语音控制的智能出行体验，通过XPiLOT为用户提供高性价比的LCC道路居中辅助，VPA记忆泊车，高速NGP，城市NGP等场景辅助驾驶功能，通过XNGP将无高精地图区域的导航辅助驾驶、停车场导航辅助驾驶、高速NGP、城市NGP等全场景打通，实现从车位到车位的高阶智能导航辅助驾驶能力。小鹏计划在2023年建立全场景辅助驾驶能力，2025年向全面自动驾驶无人驾驶进发。

产品矩阵不断完善，期待新车型提振销量。22Q4公司高端智能旗舰SUV G9开启交付，搭载我们预期单月销量有望达到5000

辆。同时，P7改款有望于22Q4发布及23Q1开始交付，其智能驾驶能力、快充能力、座舱舒适性及智能化或将得到大幅提升，预计改款后单月销量有望爬升至8000辆以上。此外，2023年小鹏将发布两款全新车型，其中B级SUV有望于年中发布，C级车有望于23Q4发布。伴随产品矩阵不断完善，小鹏销量有望在23Q2重回快速增长轨道。

我们的观点：智能电动车行业道阻且长，公司定位空间广阔的中高端大众市场，智能化优势明显，新车型产品力及销量有望大幅提升。我们认为短期车型换代及销售压力不影响公司长期价值，预计公司2022-2024年销量分别为12.0、15.8、27.1万辆，营业收入分别为269.18、410.80、706.15亿元。我们给予公司目标价38.84港元/9.90美元，对应2023年1.5倍PS，给予公司“买入”评级。

风险提示：研发不及预期；技术落地不及预期；新车型不及预期；产能提升不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Buy

(Initiated)

XPENG
(09868.HK)

Stock Connect (SH/SZ)

The journey is hard, but success will be at the end

Nov. 10th, 2022

Automobile**Key Data**

Nov. 09, 2022

Closing Price (HKD)	29.00
Total Shares (Mn)	1,724
Shares Outstanding (Mn)	1,314
Market Cap(HKD/Mn)	49,996
Market Float(HKD/Mn)	38,106
Net Assets (CNY/Mn)	339,78
Total Assets (CNY/Mn)	692,81
BVPS(CNY)	19.71

Source:Wind, Industrial Securities Research Institute

Key Financial Indicators

FY	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (Mn/CNY)	20,988	26,918	41,080	70,615
YoY	259.1%	28.3%	52.6%	71.9%
Gross Profit (Mn/CNY)	2,623	3,104	6,083	11,610
Gross Margin	12.5%	11.5%	14.8%	16.4%
Net Profit (Mn/CNY)	-4,863	-9,716	-7,314	-2,746
PS	2.2	1.7	1.1	0.7

Source:Wind, Industrial Securities Research Institute

Positioning the mass market, enjoying broad industry space. Xiaopeng is positioned in the middle and high-end intelligent electric vehicle market. From 2019 to 2022, the company successively launched SUV G3/ sedan P7/ sedan P5/ SUV G9, priced between 150000 yuan and 400000 yuan, covering more sales and consignment sales to realize

the rapid expansion of the sales service network, rapidly improve the production capacity through self built factories, and improve the consumer's energy supplement experience through self built overcharged piles. In 2019/2020/2021/2022M1-M10, the company achieved sales of 12,728/27,011/98,188/103,470 pure electric vehicles, ranking the top in the industry.

Independent research and development of technology of intelligent electric vehicles, the company expect to enter the second half of AD in 2023. In terms of hardware, Xiaopeng independently designed, developed and manufactured key technologies related to power system, electronic and electrical architecture, and high voltage fast charging to provide consumers with excellent and reliable vehicle performance and driving experience. In terms of software, the company provides users with smooth, easy to operate and voice controlled intelligent travel experience through the on-board intelligent operating system Xmart OS, and provides users with LCC road centering assistance, VPA memory parking, highway NGP, urban NGP and other assisted driving functions through XPiLOT. Through XNGP, the company will open up the whole scene of navigation assisted driving, parking lot navigation assisted driving, high-speed NGP, urban NGP and other areas without high precision maps, Realize high-order intelligent navigation and driving assistance from parking space to parking space. Xiaopeng plans to build a full scene assistant driving capability in 2023 and move towards fully autonomous driverless driving in 2025.

The product matrix is constantly improved, and new models are expected to boost sales. 22Q4 The company's high-end intelligent SUV G9 was delivered, equipped with 800V high-voltage fast charging and advanced intelligent driving technology, and has strong product force. We expect that the monthly sales volume is expected to reach 5000. At the same time, P7 is expected to be released in 22Q4 and delivered in 23Q1. Its intelligent driving ability, fast charging ability, cabin comfort and intellectualization may be greatly improved. We expect that the sales volume of P7 will climb to more than 8000 vehicles per month. In addition, Xiaopeng will release two new models in 2023, of which Class B SUV is expected to be released in the middle of the year, and Class C is expected to be released in 23Q4. With the continuous improvement of the product matrix, Xiaopeng's sales volume is expected to have rapid growth in 23Q2.

Our point of view: the intelligent electric vehicle industry has a long way to go, and the company has a broad space in the middle and high-end mass market. With obvious advantages in intelligence, the sales of new models are expected to increase significantly. We believe that the short-term vehicle model replacement and sales pressure will not affect the long-term value of the company. We estimate that the sales volume of the company in 2022-2024 will be 12.0 million, 158 million and 271 thousand respectively, and the operating revenue will be 26,918 million, 41,080 million and 70.615 billion yuan respectively. We give the company a target price of HK \$38.84/US \$9.90, corresponding to 1.5 times PS in 2023, and give the company a "buy" rating.

Potential risks: R&D is not as expected; The technology implementation is not as expected; The new model is not as expected; The capacity increase was less than expected.

目 录

1、公司历史及股权结构.....	- 5 -
1.1、公司发展历史.....	- 5 -
1.2、公司融资历史及股权结构.....	- 6 -
2、新能源车行业：低线城市接棒增长，15 万以上市场仍广阔.....	- 7 -
2.1、全国新能源车渗透率达到 30%，低线城市接棒增长.....	- 7 -
2.2、中国 15-20 万纯电市场广阔，三十万以上市场仍是蓝海.....	- 8 -
2.3、行业竞争加剧，集中度下降，产品力及覆盖广度构成核心竞争力.....	- 9 -
3、定位中高端智能纯电市场，产品/产能/渠道布局逐步完善.....	- 12 -
3.1、瞄准 15-40 万广阔市场，销量逐年增长.....	- 12 -
3.2、自有产能快速扩张，供应链多元化稳步推进.....	- 14 -
3.3、销售服务网络快速向中西部低线城市扩张，充电网络加速建设.....	- 15 -
4、公司竞争优势分析.....	- 17 -
4.1、团队：研发团队履历优秀，组织架构迎来重大变革.....	- 17 -
4.2、技术：智能驾驶+智能座舱技术+高压快充三大技术强势赋能.....	- 20 -
4.3、产品矩阵不断完善，期待新车型提振销量.....	- 24 -
5、财务分析与行业对比.....	- 27 -
6、盈利预测与估值.....	- 30 -
7、风险提示.....	- 34 -

图目录

图 1、2022 年 9 月各省份汽车销量（单位：辆）及新能源车渗透率情况.....	- 7 -
图 2、2022 年 9 月各省份新能源车渗透率与全国平均水平的差异.....	- 7 -
图 3、国内分城市级别渗透率.....	- 8 -
图 4、22 年 9 月不同燃料类型新车销售价格带分布.....	- 9 -
图 5、22 年 9 月不同价格带各燃料类型份额.....	- 9 -
图 6、特斯拉全球在手订单.....	- 9 -
图 7、主流电动车型续航里程表现.....	- 10 -
图 8、主流车型空气动力学表现（前向截面积单位：平方米）.....	- 10 -
图 9、各车型百公里能耗与装备质量的关系.....	- 11 -
图 10、中高端品牌门店数量（单位：家）.....	- 11 -
图 11、豪华品牌门店数量（单位：家）.....	- 11 -
图 12、小鹏 2019-2022 年月度销量（单位：辆）.....	- 13 -
图 13、主流品牌门店数量（单位：家）.....	- 15 -
造车新势力销售网络分省份分布情况（单位：家）.....	- 15 -
图 15、何小鹏个人经历.....	- 17 -
图 16、造车新势力员工结构.....	- 18 -
图 17、小鹏第 1/2/3 代电子电气架构.....	- 20 -
图 18、主流车企高压快充布情况.....	- 21 -
图 19、小鹏 800V 高压碳化硅平台.....	- 21 -
图 20、小鹏 480kw 高压超充桩.....	- 21 -
图 21、XPiLOT、Xmart OS、电子电气架构和动力系统等技术栈（*代表可通过 OTA 升级）.....	- 23 -
图 22、小鹏 P7 历史销量表现（单位：辆）.....	- 24 -
图 23、小鹏 P7 竞品车型参数.....	- 24 -
图 24、小鹏 G9 570 Max 与同级别车型参数对比.....	- 25 -
图 25、造车新势力单车 ASP 对比（单位：万元）.....	- 28 -

图 26、造车新势力毛利率对比	- 28 -
图 27、造车新势力研发费用及费用率对比	- 28 -
图 28、造车新势力销售费用及费用率对比	- 28 -
图 29、造车新势力现金流情况（单位：百万元）	- 29 -
图 30、小鹏汽车美股历史 PS-band	- 33 -
图 31、小鹏汽车港股历史 PS-band	- 33 -

表目录

表 1、小鹏汽车发展历史	- 5 -
表 2、小鹏汽车融资历史	- 6 -
表 3、小鹏汽车股东股权与投票权占比（截至 2021 年底）	- 6 -
表 4、中国分价格带乘用车销量	- 8 -
表 5、小鹏汽车在售车型相关信息	- 12 -
表 6、小鹏汽车工厂及产能布局	- 14 -
表 7、造车新势力电池电机供应商列表（截至 2022Q3）	- 14 -
.....表 8、小鹏、理想、蔚来补能方式对比	
表 9、小鹏核心管理团队	- 18 -
表 10、小鹏 XPILOT 发布计划	- 22 -
表 11、小鹏 XNGP 发布计划	- 22 -
表 12、2022 年小鹏 P7 及竞品销量表现（单位：辆）	- 25 -
表 13、小鹏汽车核心财务数据	- 27 -
表 14、造车新势力财务数据对比	- 29 -
表 15、小鹏汽车销量预测表	- 30 -
表 16、小鹏汽车盈利预测表	- 31 -
表 17、美股、港股汽车行业估值表	- 32 -

1、公司历史及股权结构

1.1、公司发展历史

小鹏汽车成立于 2015 年，是中国领先的智能电动汽车公司。公司以“用科技为人类创造更便捷愉悦的出行生活”为使命，坚持饱和式研发投入，构建软件全栈自研的核心能力。2020 年 8 月 27 日，小鹏汽车正式登陆纽交所。2021 年 7 月 7 日，小鹏汽车正式于香港联合交易所主板挂牌交易。2019/2020/2021 年，公司分别实现纯电动车销量 12,728/27,011/98,188 辆，2021 年销量位居国内造车新势力榜首。

表 1、小鹏汽车发展历史

年份	月份	重要事件
2015 年		小鹏汽车在广州正式成立
2016 年	9 月	小鹏汽车 Identity X(即 1.0 版)正式发布
2017 年	2 月	实现量工程车下线
	5 月	智能科技产业园落户广州肇庆
	6 月	完成 a 轮 22 亿元融资
	7 月	获得国家工信部产品资质公告
	10 月	实现量产车(1.0 版下线)
2018 年	1 月	小鹏汽车 G3 在美国 CES 展全球首发亮相，完成 22 亿元 B 轮融资，阿里巴巴、IDG 联合领投
	3 月	获得新能源汽车专用“绿牌”
	8 月	获得陈华资本、晨兴资本以及何小鹏本人总额 40 亿元 B+轮融资，在广州塔正式举办“驱动下一个改变”为主题的品牌日活动
	11 月	在广州国际车展发布用户服务运营体系“鹏友+”计划
	12 月	举办“我的第一台智能汽车”新车上市发布会，发布并交付第一款面向市场的量产车型小鹏 G3
2019 年	6 月	第 10000 台 G3 下线，小鹏汽车成为最短时间实现万台下线的新造车企业
	7 月	超长续航智能 SUV——小鹏 G3 2020 款正式上市
	11 月	宣布 C 轮融资 4 亿美元，引入新晋战略投资伙伴小米集团，进一步开拓 IOT 和智能汽车领域，小鹏汽车 P7 在广州车展公布智能音乐座舱，并公布预售价格
2020 年	3 月	小鹏汽车收购广东福迪汽车有限公司，P7 获得美国 NHTSA 颁发的科研目车辆进口许可
	4 月	小鹏汽车 P7 正式上市，最长续航可达 706km
	5 月	小鹏汽车工厂生产资质获批落地，智能制造自主全链条完整补齐
	7 月	小鹏 P7 在北上广成开启首批大规模交付
	8 月	小鹏汽车在美国纽约证券交易所挂牌
	9 月	第 100 台小鹏 G3i 出口欧洲，小鹏汽车智能网联汽车智造基地正式奠基
	10 月	第 10000 辆小鹏 P7 下线，创造新势力造车企业单车型万台下线最快纪录
	11 月	小鹏 P7——鹏翼版正式上市
2021 年	1 月	小鹏汽车获五大银行综合授信 128 亿元；小鹏 P7 向用户开放 NGP 智能导航辅助驾驶(公测版)
	3 月	推出采用磷酸铁锂版本的小鹏 P7 后驱标准续航版和小鹏 G3 460c 车型；小鹏 NGP 完成 3000 公里
	4 月	签约武汉智造基地，前瞻布局满足高速发展需求；全新小鹏 P5 正式亮相
	5 月	OTA 升级开放 VPA 停车场记忆泊车
	6 月	与 NBA 中国共同宣布结为官方市场合作伙伴关系
	7 月	小鹏 G3i 焕新上市；小鹏汽车在香港交易所挂牌上市
	9 月	百变舒适智能家轿——小鹏 P5 正式上市
	11 月	小鹏汽车宣传品牌焕新，带来全新的品牌视觉和品牌形象；全新智能旗舰 SUV——小鹏 G9 全球首发亮相
2022 年	2 月	欧洲首个直营店开业，导入“直营+授权”新零售模式；P5 正式登陆欧洲，旗下三款车型在欧洲四国均已开售
	3 月	肇庆工厂正式下线第十万辆 P7，创下新势力最快纪录
	6 月	小鹏汽车配套零部件产业园正式奠基
	9 月	小鹏 G9 正式上市发布

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、公司融资历史及股权结构

融资能力突出。公司上市前曾进行 10 轮融资募集资金，上市后引进战略投资等方式多次募集资金。小鹏汽车采用双重股权架构，截至 2021 年底，何小鹏持有 3.49 亿股 B 类普通股和 64.6% 的投票权，夏珩持有 0.61 亿股 B 类普通股、1.26 万股 A 类普通股和 11.3% 的投票权，淘宝中国持有 14.7% 的 A 类普通股。

表 2、小鹏汽车融资历史

日期	轮次	金额	投资方
1 2015 年 4 月	天使轮	几千万元	微光创投、紫牛基金
2 2016 年 3 月	Pre-A 轮	4200 万美元	/
3 2017 年 6 月	A 轮	22 亿元	优车产业基金、大钰资本
4 2017 年 12 月	A+轮 (A0、A1、A2 三轮融资)	/	阿里巴巴、GGV 纪源资本、五源资本、IDG 资本、经纬创投、顺为资本、光控众盈资本、新鼎资本、昆仲资本、光速中国、何小鹏、姚劲波、张涛、戴科彬
5 2018 年 1 月	B 轮	22 亿元	阿里巴巴、富士康、IDG 资本、云锋基金、Apoletto、中金公司、GGV 纪源资本、五源资本、经纬创投
6 2018 年 2 月	战略融资	3 亿元	鸿海精密、富泰华
7 2018 年 8 月	B+轮		春华资本、五源资本、天使投资人何小鹏、高瓴资本、K11 投资集团
8 2019 年 11 月	C 轮	4 亿美元	五源资本、小米集团、天使投资人何小鹏、经纬创投、
9 2020 年 7 月	C+轮	近 5 亿美元	Aspex Management、Coatue Management、高瓴资本、红杉中国
10 2020 年 8 月	C++轮	4 亿美元	阿里巴巴、Qatar Investment Authority、Mubadala
11 2020 年 8 月	IPO (纽交所)	14.9 亿美元	公开发行
12 2020 年 9 月	战略融资	40 亿元	凯得新兴
13 2020 年 12 月	股权增发	21.6 亿美元	/
14 2021 年 3 月	战略融资	5 亿元	粤财基金
15 2021 年 7 月	IPO (港交所)	140.25 亿港元	公开发行

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、小鹏汽车股东股权与投票权占比 (截至 2021 年底)

股东	股份类别	股份数目	投票权占比
何小鹏	B 类普通股	348,708,257	64.60%
夏珩	A 类普通股	12,580	11.30%
	B 类普通股	61,137,879	
淘宝中国	A 类普通股	191,918,464	3.60%

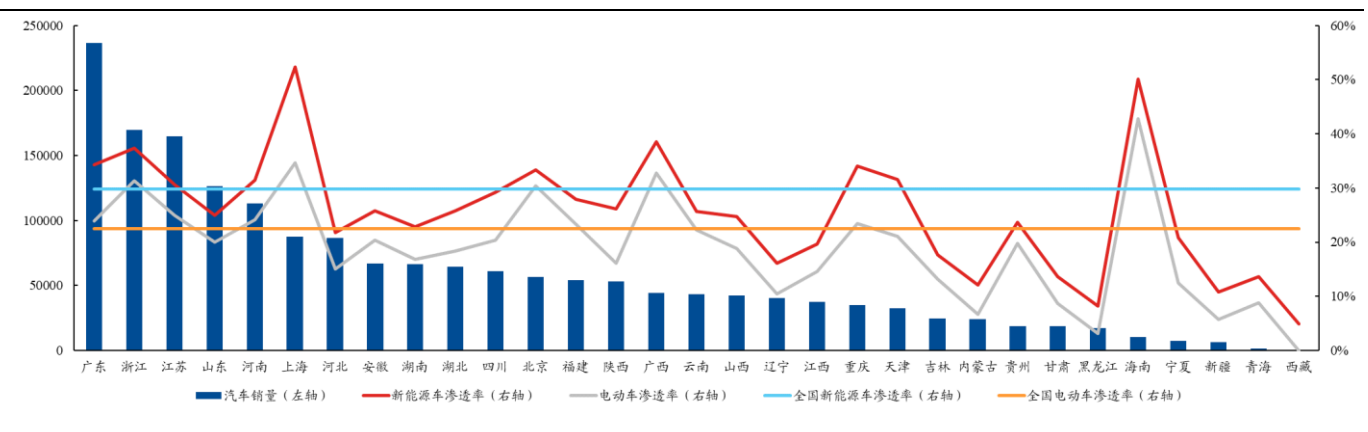
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、新能源车行业：低线城市接棒增长，15万以上市场仍广阔

2.1、全国新能源车渗透率达到 30%，低线城市接棒增长

全国新能源车渗透率已经接近 30%，发达或南方省市新能源车渗透率更高。根据交强险数据，2022 年 9 月全国新能源车渗透率已经达到 29.8%，电动车渗透率达到 22.5%。分省份来看，新能源车方面，上海市、海南省已经超过 50%，广西、浙江、广东、重庆、北京、天津、河南、江苏等区域渗透率超过 30%；电动车方面，海南省渗透率超过 40%，上海、广西、浙江、北京等地渗透率超过 30%。插混渗透率较高的省市包括上海达到 17.7%，重庆、天津、广东、陕西等地区也超过 10%。

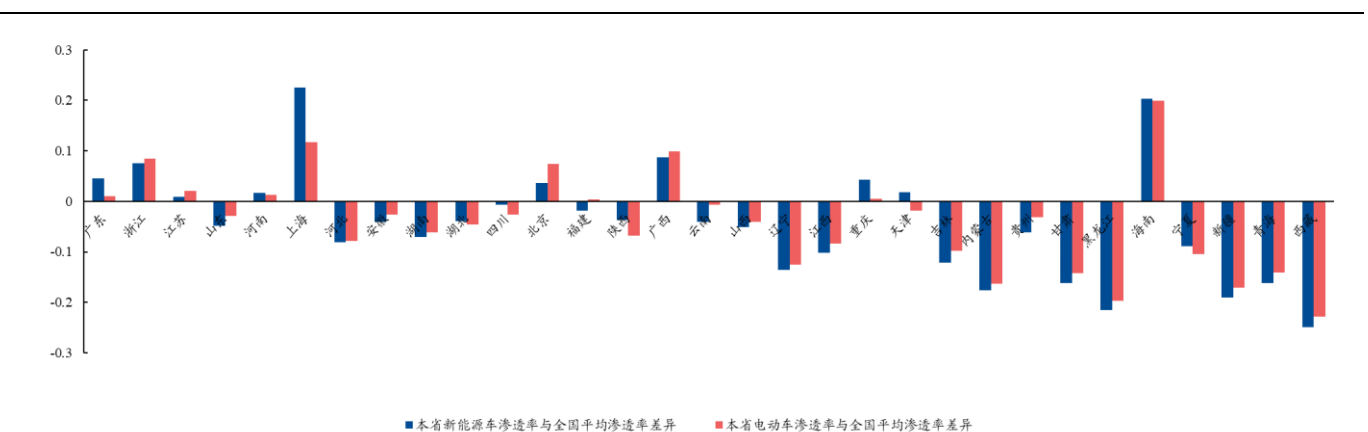
图 1、2022 年 9 月各省份汽车销量（单位：辆）及新能源车渗透率情况



资料来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

部分省份新能源车渗透率和销量仍有较大提升空间。综合地理位置及汽车销量来看，我们认为山东、河北、安徽、湖南、湖北、四川、福建、陕西、云南、山西、江西等省份具备较大发展空间，若相关省份新能源车渗透率提升至全国平均水平，有望带来 4 个百分点渗透率的提升，以及新能源车销量约 80 万辆的提升。

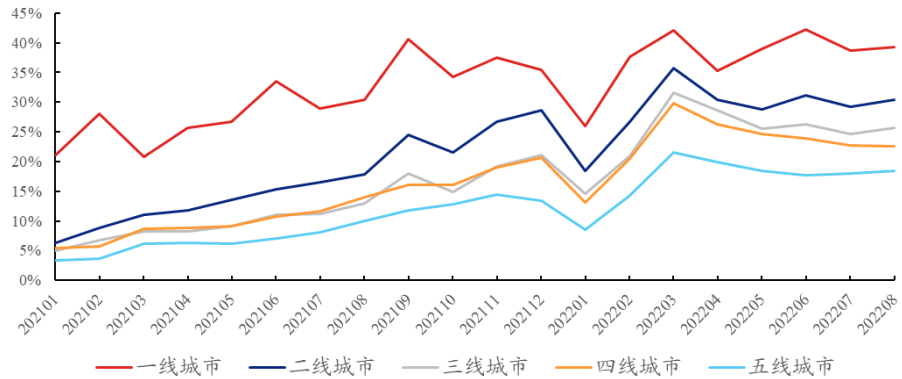
图 2、2022 年 9 月各省份新能源车渗透率与全国平均水平的差异



资料来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

一线城市渗透率达到较高位置，二三四线城市成为主要增量来源。从城市角度来看，中国一线城市（北京、上海、广州、深圳）渗透率已经到达较高位置，二三四五线城市是未来主要增量来源。低线城市居民车位充足，安装充电设施方便，具备购买新能源车的条件，价格亲民的性价比车型明年有望持续热销。

图 3、国内分城市级别渗透率



资料来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、中国 15-20 万纯电市场广阔，三十万以上市场仍是蓝海

15-20 万纯电市场空间仍然广阔，三十万以上电动车市场仍然蓝海。根据 2021 年乘联会数据，分价格带来看，30-40 万乘用车销量为 123 万辆，同比增速 10.8%，新能源车渗透率 17%，若渗透率提升至 40%，则有近 30 万增量，约 1000 亿人民币市场规模。其中电动车渗透率仅为 9%，若渗透率提升至 40%，则有近 40 万增量，约人民币 1200 亿人民币规模。15-20 万市场销量为 346 万辆，新能源车渗透率虽然达到 29%，但是纯电渗透率仅为 16%，仍有较大空间。相比之下，20-30 万市场新能源车渗透率已经达到 42%，且纯电渗透率 33%，竞争非常激烈；10-15 万价格带虽然有近 600 万销量，但是新能源车渗透率已经达到 30%，纯电渗透率 22%，且由于单价较低，空间较小。

表 4、中国分价格带乘用车销量

销量（万辆）	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022			
							Q1	Q2	Q3	Q1-Q3
5 万元以下	156	133	90	52	50	103	25	25	33	83
5-10 万元	983	992	917	726	582	579	139	116	150	405
10-15 万元	679	645	636	653	596	594	150	129	181	460
15-20 万元	288	319	330	318	328	346	110	87	126	323
20-30 万元	159	208	206	203	251	307	84	69	105	258
30-40 万元	67	81	97	107	111	123	32	31	37	100
40 万元以上	34	41	51	52	58	58	14	15	20	49
总计	2365	2420	2327	2111	1975	2110	554	472	652	1678

占比	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022			
							Q1	Q2	Q3	Q1-Q3
5 万元以下	7%	5%	4%	2%	3%	5%	5%	5%	5%	
5-10 万元	42%	41%	39%	34%	29%	27%	25%	25%	24%	
10-15 万元	29%	27%	27%	31%	30%	28%	27%	27%	27%	
15-20 万元	12%	13%	14%	15%	17%	16%	20%	18%	19%	
20-30 万元	7%	9%	9%	10%	13%	15%	15%	15%	15%	
30-40 万元	3%	3%	4%	5%	6%	6%	6%	7%	6%	
40 万元以上	1%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	

资料来源：乘联会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、22 年 9 月不同燃料类型新车销售价格带分布

	燃油	混合动力	插混	纯电动	乘用车
40 万以上	3%	0%	9%	3%	3%
30-40 万	7%	10%	6%	2%	6%
20-30 万	12%	49%	19%	26%	17%
15-20 万	21%	13%	35%	14%	20%
10-15 万	27%	29%	30%	27%	28%
5-10 万	30%	0%	0%	14%	23%
5 万以下	0%	0%	0%	14%	3%
总计	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：乘联会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、22 年 9 月不同价格带各燃料类型份额

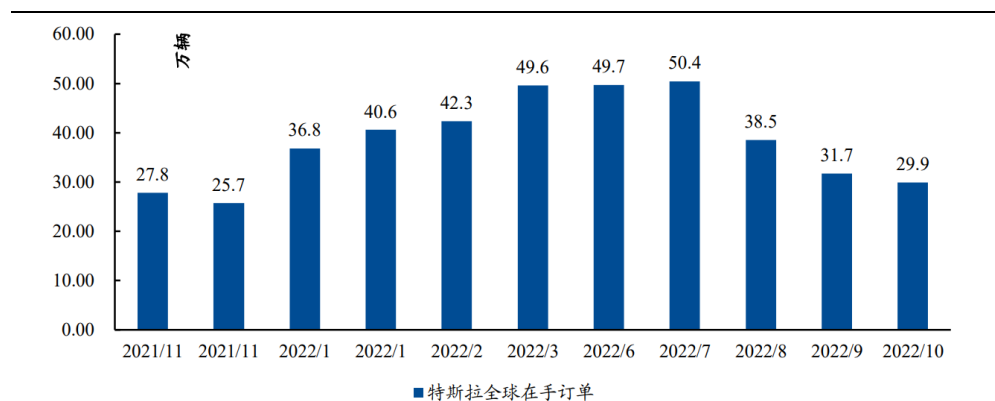
	燃油	混合动力	插混	纯电动	总计
40 万以上	69%	0%	20%	11%	100%
30-40 万	77%	6%	8%	9%	100%
20-30 万	49%	10%	8%	33%	100%
15-20 万	69%	2%	13%	16%	100%
10-15 万	67%	4%	8%	22%	100%
5-10 万	86%	0%	0%	14%	100%
5 万以下	0%	0%	0%	100%	100%
乘用车	67%	3%	7%	22%	100%

资料来源：乘联会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、行业竞争加剧，集中度下降，产品力及覆盖广度构成核心竞争力

过去新势力整车厂通过大单品模式实现快速上量、降低成本，采用这一战略的理想汽车、特斯拉均取得了非常大的成功。但汽车消费者需求丰富，预算区间维度大，大单品模式能覆盖的消费群体数量有限。在产品上市 2-3 年以后，消费者对产品新鲜感降低，产品进入生命周期末期，如果没有产品升级迭代产品销量非常容易下滑。特斯拉 Model 3 和 Model Y 在国内提车周期不断降低，就是大单品竞争力下滑的例子。同时理想汽车在 One 进入生命周期末期后也积极主动放弃大单品战略选择在细分市场中全面铺开各种大小、定位的车型。

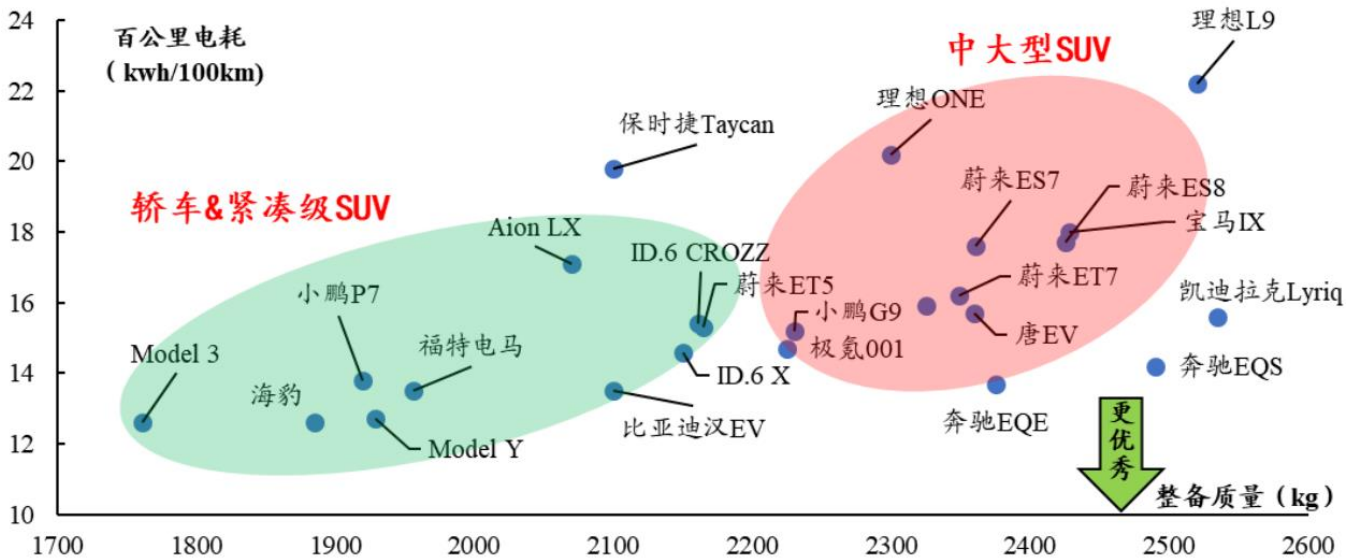
图 6、特斯拉全球在手订单



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院测算

汽车的整備质量和百公里能耗也存在对应关系，对于同等重量的车型来说，越低的百公里能耗代表车型拥有更优秀的能耗表现。同时中大型 SUV 和轿车及紧凑型 SUV 之间的界限也较为分明，我们观察到 Model 3 和 Model Y 在此项指标中表现尤为优秀，同时比亚迪海豹、汉 EV 也取得了不错的成绩，在中大型车型中，奔驰 EQE、EQS、小鹏 G9、唐 EV 表现优秀。

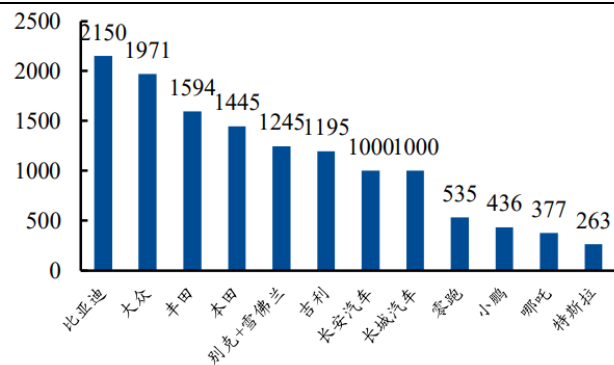
图 9、各车型百公里能耗与装备质量的关系



资料来源：懂车帝，兴业证券经济与金融研究院整理

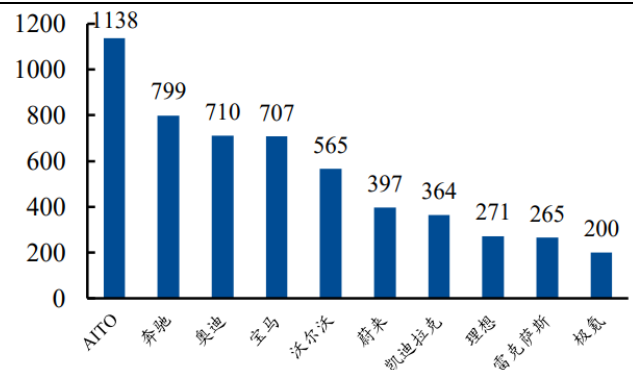
渠道决定车企能够触达用户的广度，部分新能源车企覆盖度具备优势。更广泛的渠道覆盖意味着企业可以接触到更多用户群体。主流中高端品牌在中国大陆的门店数普遍在千家以上，包括比亚迪、大众、丰田、本田、吉利、长安、长城等，豪华品牌门店数普遍在 1000 家以内，包括 BBA、沃尔沃、凯迪拉克、雷克萨斯的那个。新能源车企目前正在大力布局渠道，从当前渠道数量来看，零跑、小鹏、蔚来、哪吒等渠道数量均已超过 300 家，覆盖度较高，具备一定的领先优势。

图 10、中高端品牌门店数量（单位：家）



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、豪华品牌门店数量（单位：家）



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3、定位中高端智能纯电市场，产品/产能/渠道布局逐步完善

3.1、瞄准 15-40 万广阔市场，销量逐年增长

定位中高端大众市场，核心销售车型价格在 15-40 万元区间。小鹏汽车量产车核心销售车型定价在 15-40 万元之间。2018 年 12 月，小鹏首款量产车 G3 上市，该车型为中型 5 座 SUV，价格在 14.98-19.98 万元之间，可搭载小鹏 XPLIOT 2.5 智能辅助驾驶系统。2020 年 4 月，小鹏推出首款中型纯电轿车 P7，价格在 21.99-40.99 万元之间，可搭载小鹏 XPLIOT 3.0 智能辅助驾驶系统。2021 年 9 月，小鹏紧凑型纯电轿车 P5 上市，价格在 15.79-22.39 万元之间，可搭载小鹏 XPLIOT 3.5 自动驾驶辅助系统。2022 年 9 月，公司推出高端智能旗舰 SUV G9，在 800V 高压快充及 XPILOT 4.0 技术支持下产品力大幅提升，全部车型定价均 30 万元以上。

表 5、小鹏汽车在售车型相关信息

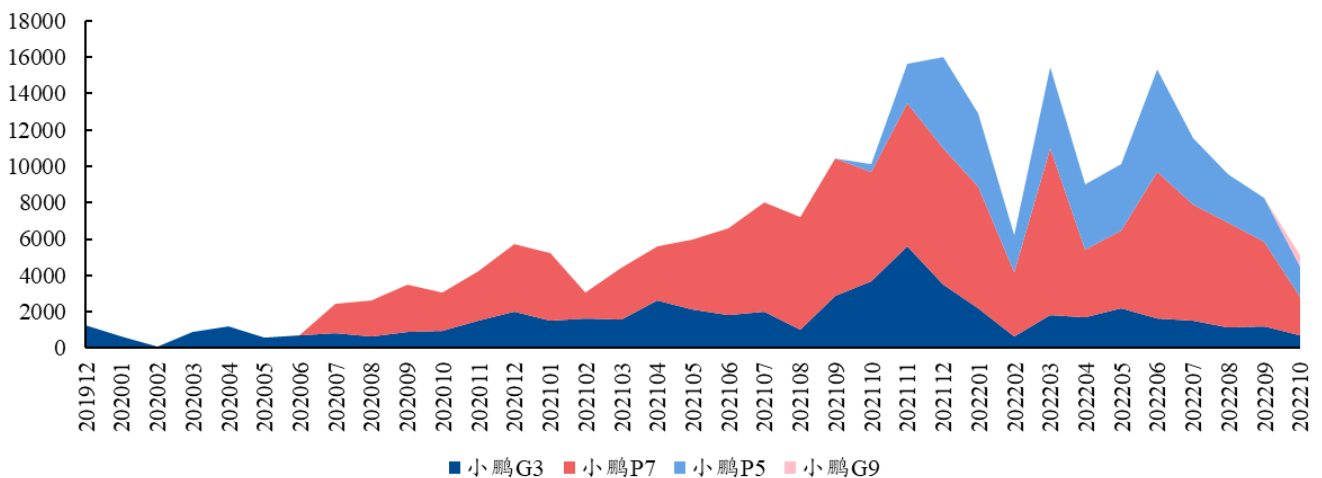
车型	P7				G9		
上市时间							
座位数	5 座中型轿跑				5 座中大型 SUV		
长宽高	4880mm / 1896mm / 1450mm				4891mm/1937mm/1680mm		
轴距	2998mm				2998mm		
系列	480	586/625	670/706	562 性能版	570	702	650
SKU (个)	6	4	9	3	3	2	3
价格区间 (万元)	23.99-26.29	25.99-28.59	27.09-38.79	34.99-42.99	30.99-34.99	34.99-36.99	39.99-46.99
零百加速时间	/				6.4s		3.9s
风阻系数	0.236				≥0.272		
悬架形式	前双叉臂式独立悬架/后五连杆式独立悬架				前双叉臂式/后多连杆式独立悬架		
驱动形式	后置后驱			双电机四驱	单电机后驱		双电机四驱
快充能力	/				车端 800V 高压 SiC 平台，单相交流充电模式，3C 超快充电池包，不可选 4C 超快充电池包		车端 800V 高压 SiC 平台，单相交流充电模式，标配 3C 超快充电池包，可选 4C 超快充电池包
座舱	Xmart OS 车载智能系统				Xmart OS 4.0 车载智能系统，高通骁龙 SA8155P 车规级 7nm 座舱芯片，四音区识别		
辅助驾驶软硬件	可选 XPILOT 2.5+ (智能控制器，3 个毫米波雷达，12 个超声波传感器，1 个高感知摄像头，4 个环视摄像头，亚米级高精定位单元)/XPILOT 3.0 (Xavier 超级计算平台，5 个毫米波雷达，12 个超声波传感器，9 个高感知摄像头，4 个环视摄像头，亚米级高精定位单元)				可选 XPILOT /XPILOT +XNGP，单/双 NVIDIA DRIVE Orin 超级计算平台，单/双激光雷达，5 个毫米波雷达，12 个超声波传感器，7 个高感知摄像头，4 个环视摄像头，亚米级高精定位单元		
车型	P5				G3i		
上市时间	2021 年 9 月				2021 年 7 月		
座位数					5 座紧凑型 SUV		
长宽高	4808mm / 1840mm / 1520mm				4495mm * 1820mm * 1610mm		
轴距	2768mm				2625mm		
系列	460	510	550	600	460	520	
SKU (个)	5	2	3	1	3	4	
价格区间 (万元)	17.79-20.99	18.89-20.69	19.39-22.59	24.99	16.89-18.89	18.19-20.19	
零百加速时间	7.5s				≥8.6s		
风阻系数	0.223				0.295		
悬架形式	前麦弗逊式独立悬架/后扭力梁式半独立悬架						
驱动形式	前置前驱						
座舱	第三代高通骁龙旗舰级数字座舱平台 (SA8155P 芯片)、Xmart OS 车载智能系统				Xmart OS 车载智能系统，高通骁龙 820A 芯片		
辅助驾驶软硬件	可选 XPILOT 2.5, XPILOT 3.0/XPILOT 3.5 (Xavier 超级计算平台)				可选 XPILOT 2.5		

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

面向大众市场,覆盖 800 万量规模。P7 售价 24-35 万元,覆盖 250 万辆市场规模; P5 售价 15-25 万元,覆盖 300 万辆市场规模; G3 售价 15-20 万元,覆盖 350 万辆市场; G9 售价 30-40 万元,覆盖 120 万辆市场规模。全产品覆盖 800 万辆大市场,市场容量仍在扩大,2021 年同比增速 10%+。分价格带来看,20-30 万元市场 2021 年同比增速 22.3%,30-40 万元市场 2021 年同比增速 10.8%,15-20 万元市场 2021 年同比增速 5.5%,40 万元以上市场 2021 年同比增速 3.6%。

伴随车型不断丰富,小鹏汽车实现销量的快速增长。整体来看,小鹏每月交付量由 2019 年 12 月的一千辆左右快速攀升至 2021 年 12 月的 16000 辆,实现了快速且较为稳健的增长。伴随小鹏汽车不断推出符合市场需求的新车型,产品在智能驾驶、车机系统、乘驾体验方面相比同价位同级别燃油车/新能源车均具有明显的优势,持续获得市场的认可、公司整体销量实现快速增长。

图 12、小鹏 2019-2022 年月度销量 (单位: 辆)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、自有产能快速扩张，供应链多元化稳步推进

从代工转向自产，小鹏自有产能快速扩张。小鹏汽车在 2017 年与海马汽车签订协议，由海马工厂代工小鹏 G3。2020 年 5 月，小鹏汽车肇庆一期工厂投产，标准产能 10 万辆，二期产能也于 2021 年 8 月开始动工，计划 2022 年投产，投产后肇庆工厂合计标准产能将达到 20 万辆。拥有自建产能后，小鹏于 2021 年底结束了与海马的代工合作，实现全面自产，公司目前四款在售车型均在肇庆工厂生产。此外，小鹏汽车广州工厂于 2020 年 9 月开始动工，预计 2022 年底投产；武汉工厂于 2021 年 8 月开始动工，预计 2023 年投产。公司快速扩张自有产能，三大工厂总设计产能达到 40 万辆，通过双班生产可达年产 60 万辆。快速扩张的自有产能帮助公司实现交付快速提升，同时为未来增长提供有力支撑。

表 6、小鹏汽车工厂及产能布局

工厂	广东肇庆工厂	广东广州工厂	湖北武汉工厂
状态	已投产	在建	在建
标准产能	一期、二期各 10 万辆	10 万辆	10 万辆
动工时间	一期 2018 年 6		2021 年 8 月
投产时间	一期 2020 年 5 月/二期 2022 年	2022 年底	2023 年
生产车型	P7、G3i、P5、G9	/	/

资料来源：小鹏汽车招股说明书，公司官方微信公众号，武汉经开区公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

电池电机供应商多元化布局，电池包从全盘采购走向自主集成。电机方面，小鹏较早实现供应商多元化，主要合作方包括精进电机、方正电机、合普动力、上海电驱动，四家供应商参与了小鹏在售车型的持续供应。电池方面，小鹏早期车型主要以整包采购方式使用欣旺达和猛狮电池包，后来引进顶级供应商宁德时代并逐渐转向采购电芯进行电池包的自主集成。从最新的申报情况来看，小鹏为实现电池供应多元化布局，逐渐引入中创新航、亿纬锂能、蜂巢能源等，欣旺达和猛狮或逐渐退出小鹏供应链序列。多元化的供应商布局帮助公司分散过度依赖单一供应商、单一供应区域风险，更有助于公司实现更好的成本管控。

表 7、造车新势力电池电机供应商列表（截至 2022Q3）

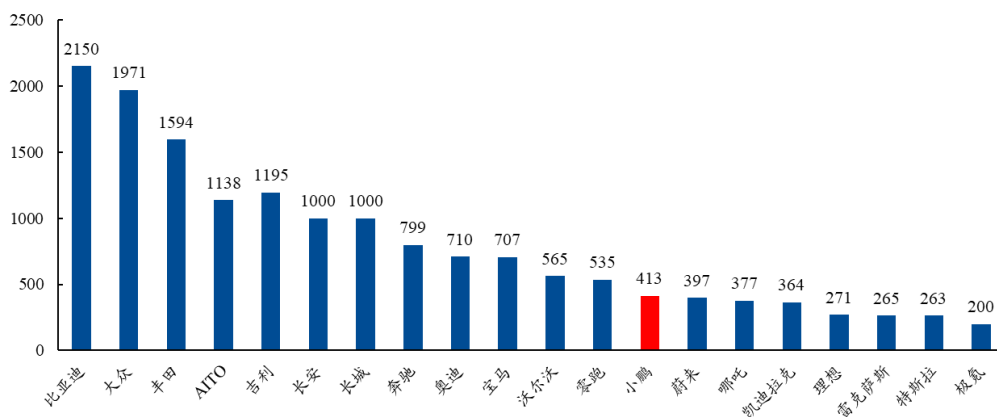
小鹏	电池	中创新航、宁德时代、亿纬锂能、蜂巢能源、欣旺达、猛狮
	电机	精进电机、方正电机、合普动力、上海电驱动
蔚来	电池	宁德时代、卫蓝新能源
	电机	XPT 自产
理想	电池	宁德时代、比亚迪
	电机	联合电子、博格华纳
零跑	电池	宁德时代、中创新航、蜂巢能源、国轩高科、欣旺达
	电机	自产

资料来源：工信部，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、销售服务网络快速向中西部低线城市扩张，充电网络加速建设

小鹏汽车采用“自建自营+授权经营、2S+2S、线上+线下”的新零售模式，销售网络快速扩张。小鹏为用户提供“一体化，多触点”的服务体验，实现全国线上线下一体化价格统一、销售流程一致、服务标准一致，保障用户体验；售后服务方面，小鹏汽车依托自主开发的远程诊断系统、智能理赔、移动服务等功能，提高用户的服务效率和智能体验。

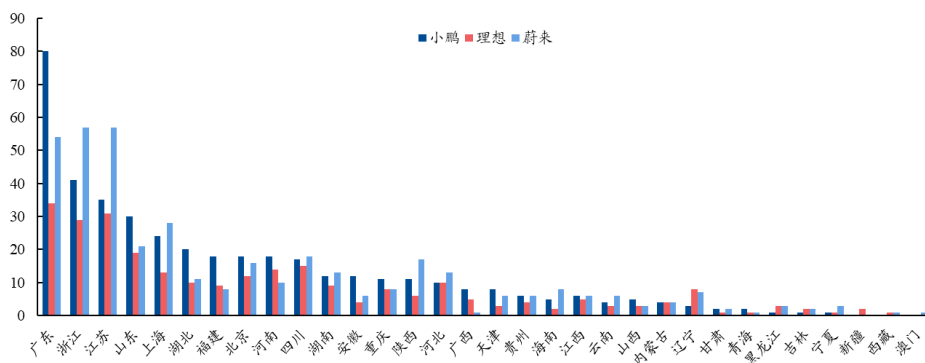
图 13、主流品牌门店数量（单位：家）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理（截至 2022 年 10 月 21 日）

销售网络在中西部低线城市布局充分。从销售网络数量来看，截至 2022 年 10 月 21 日，小鹏以 413 家销售门店在造车新势力中处于领先地位。公司在山东、湖北、福建、河南、四川、湖南、安徽、广西等省份均具备完善布局，有望把握上述省份新能源车渗透率快速提升的红利。

图 14、造车新势力销售网络分省份分布情况（单位：家）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

持续扩大充电网络，自营超充站数量快速增长。小鹏汽车自建自营超级充电站，并持续通过高质量对外合作和服务运营，与优秀的伙伴共建智能生态圈，为用户提供便捷的免费充电服务，有效解决智能电动车用户的里程焦虑。截至 22Q2 公司在全国拥有充电站扩张至 977 座，包括 793 座 XPeng 自营超充桩和 184 座自营目的地站。今年第三季度，小鹏汽车将从北京、上海、广州、深圳等 G9 订单前十名的城市开始铺设 S4 超快充设备。2023 年计划在全国重点城市和核心高速公路沿线完成 S4 超快充网络覆盖；到 2025 年，有望再建设 2000 座小鹏超快充站。

表 8、小鹏、理想、蔚来补能方式对比

	小鹏	理想	蔚来
补能模式			
家用充电桩	√	√	√
自建超级充电桩	√		√
第三方充电桩	√	√	√
换电			√
一键加电			√
增程		√	
超高压平台	√	研发中	
补能特点	家用充电+小鹏品牌超级充电站+第三方充电桩	家用充电桩（7kW）+公共快充（最大 60kW）+燃油+对外放电（最大 2.2kW）	在家：家用充电桩 2.0（7kW）+家用快充桩（20kW） 在外：充电地图+超充桩+换电站+一键加电
补能网络	截至 2022 年 6 月 30 日，充电站扩张至 977 座，包括 793 座 XPeng 自营超充桩和 184 座自营目的地站。	-	截至 9 月 7 日，蔚来在中国累计布局 1094 座换电站，包含 285 座高速公路换电站；累计部署 1873 座充电站，包含 5341 根超充桩和 5466 根目的地充电桩，接入第三方充电桩超 56 万根。
未来进展	1、扩大小鹏品牌超级充电站网络 2、高压超级充电站：800 伏高压 SiC 平台及轻型 480 千瓦高压超充充电桩。	超高压：下一代充电设施预计于 800 伏特的平台运作，公司已对高倍率电池、高压平台以及大功率充电网络等下一代电动汽车技术进行投资。高压纯电动汽车预计 2023 年推出，有望实现充电 10 分钟，续航 400 公里。	换电站快速扩建，预计 2025 年累计建成 5000 座。
特点	1、未来超高压平台	加油均可） 2、未来超高压平台	1、换电站 2、一键加电

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4、公司竞争优势分析

4.1、团队：研发技术团队履历优秀，组织架构迎来重大变革

公司创始人何小鹏出身理工科，带领团队深耕技术护城河。创始人何小鹏先生理工科技术出身及丰富的互联网经验奠定了公司高研发投入、深耕技术护城河的风格。何小鹏先生于1999年7月获得华南理工大学计算机专业学士学位，2004年和校友梁捷一同创立UC优视，UC于2012年成为安卓平台全球首个用户过亿的第三方浏览器。2014年6月，阿里巴巴以43.5亿美元整体收购UC优视，随后何小鹏在阿里巴巴集团担任移动事业群总裁、阿里游戏董事长及土豆网总裁等多个职位。2017年何小鹏从阿里离职，出任小鹏汽车董事长。

图 15、何小鹏个人经历



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

核心管理团队来自互联网、汽车制造、自动驾驶、战略融资等领域。夏珩、何涛两位小鹏汽车联合创始人，毕业于清华大学汽车工程系，两人此前在广汽研究院负责新能源汽车和智能汽车控制系统的开发工作，夏珩现担任联合创始人、总裁，

联合创始人、高级副总裁。顾宏地博士为前摩根大通亚太区投行主席，

于2018年3月加盟小鹏汽车，担任小鹏汽车副董事长、总裁。互联网副总裁纪宇为小鹏 Xmart OS 负责人，于2004年至2010年担任腾讯无线技术实验室主任，在无线技术方面拥有逾15年经验，在小鹏带领团队自主研发 Xmart OS 智能车载系统。自动驾驶副总裁/自动驾驶院董事吴新宙毕业于清华大学电机工程系，获得 UIUC 电机工程博士学位，曾担任高通高级工程总监及自动驾驶/高级驾驶辅助系统团队负责人。

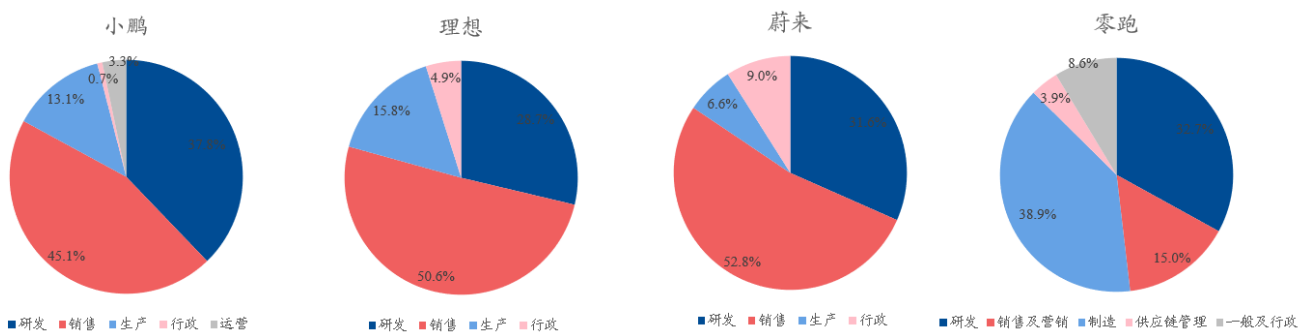
表 9、小鹏核心管理团队

领域	管理人	职位	就职经历
互联网领域	何小鹏	联合创始人、董事长、CEO	历任 UC 优视创始人、阿里移动事业群总裁、阿里游戏董事长、土豆总裁
	纪宇	互联网副总裁	原 UC 优视公司游戏中心创新业务部总监,曾担任腾讯无线技术实验室主任
战略融资领域	顾宏地	副董事长、总裁	前摩根大通亚太区投行主席
	刘芹	非执行董事	五源资本创始人
	符绩勋	非执行董事	风险投资公司 GGV Capital 执行合伙人
	杨飞	非执行董事	IDG 资本合伙人
	刘明辉	动力总成副总裁	前一汽研发院院长
汽车制造领域	蒋平	制造副总裁	曾任蔚来副总裁、广汽副总裁
	夏珩	联合创始人、总裁	曾担任广汽新能源中心控制科科长
	何涛	联合创始人、高级副总裁	曾任职于广汽研究院,负责新能源控制系统开发,组建广汽自动驾驶团队
	吴新宙	自动驾驶副总裁,自动驾驶院董事	前高通高级工程师及自动驾驶/高级驾驶辅助系统团队负责人
	徐吉汉	汽车研发副总裁	前广汽研究院总工程师,蔚来副总裁。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

研发人员数量及比例高。截止 2021 年底，小鹏员工数量为 13933 人，其中研发人员 5271 人，占比 37.8%；理想员工数量为 11901 人，其中研发人员 3415 人，占比 28.7%；蔚来员工数量为 15204 人，其中研发人员 4809 人，占比 31.6%。截至 2022 年 6 月底，零跑员工数量为 5723 人，其中研发人员 1869 人，占比 32.7%。从研发人员数量及比例来看，小鹏均明显领先同行。

图 16、造车新势力员工结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理（注：零跑截至 2022 年 6 月 30 日，其他公司数据截至 2021 年底）

组织架构迎来重大调整，未来何小鹏工作重心向产品倾斜。10月21日，小鹏汽车内部发布全员信，宣布进行重大组织架构调整，建立五大虚拟委员会组织和三个产品矩阵组织。其中，五个虚拟委员会包括战略委员会、产规委员会、技术规划委员会、产销平衡委员会和OTA委员会，前三个委员会由小鹏汽车董事长、CEO何小鹏亲自挂帅，另外两个委员会的负责人为小鹏汽车联合创始人兼副总裁何涛、小鹏汽车副总裁陈永海，两人直接向何小鹏汇报。三个产品矩阵则是E平台、F平台和H平台产品矩阵，分别负责横向的E、F、H车型产品平台，由小鹏汽车销售副总裁廖清红、小鹏汽车联合创始人夏珩和小鹏汽车车身以及内外饰高级总监矫青春负责，三位负责人也直接向何小鹏汇报。建立虚拟委员会组织有利于拉通公司各条业务线的沟通渠道，提升协作效率，设立三个产品矩阵的目的则是确保以客户和市场导向为主，端到端的负责产品全业务闭环。我们认为，伴随公司此次

未来何小鹏工作重心向产品倾斜，~~继续架构调整~~规划与营销效率。

4.2、技术：智能驾驶+智能座舱技术+高压快充三大技术强势赋能

硬件方面，小鹏自主设计、开发和制造其核心车辆系统，包括与动力系统、电子电气架构、高压快充相关的关键技术，为消费者提供卓越和可靠的车辆性能和驾乘体验。此外，自研动力系统和电子电气架构对小鹏汽车的安全性、可靠性和高性能都至关重要。

● 动力总成系统

小鹏坚持自研动力总成系统，参与电池、电驱动及底盘等系统设计与开发。电池方面，公司与供应商合作开发了 P7 的电芯。此外，公司集成了先进的能量回收制动系统，该系统与 P7 的低空气阻力和三合一的电驱动系统相结合，使 P7 能够实现高能效。公司还与一家德国工程设计公司合作开发 P7 的底盘，使公司能够在性能、驾驶性和操控性方面提供卓越的驾驶体验。由于公司在车辆开发过程中的全方位努力，P7 已经实现了行业领先的驾驶里程。

● 电子电气架构

小鹏电子电气架构已实现从 EEA1.0 到 EEA3.0。小鹏第一代电子电气架构 EEA 1.0 采用分布式的电子电气架构，仅能实现局部 OTA；从 P7 开始，小鹏电子电气架构进入 2.0 时代，率先引入基于功能域控制器的架构，实现了整车级 OTA 和百兆以太网通信；从 G9 开始，小鹏搭载基于中央超算+区域控制的第三代电子电气架构 EEA 3.0，实现无感 OTA，整车升级时间缩短至小于 30 分钟。

图 17、小鹏第 1/2/3 代电子电气架构



X-EEA 3.0 电子电气架构采用了中央超算+区域控制硬件架构，做到了硬件和软件的深度集成。区域控制器将网关、配电、机电控制等集成在一块，大大减少了 ECU 的数目，线束拓扑得以简化，线束密度也大大降低。G9 为首款搭载 XPILOT 4.0 系统的车型。同时，依靠着小鹏全栈自研的技术，可以将各功能做平台化分配，使软硬件接口标准化，缩短开发周期，让用户更快用上更新的产品。此外，X-EEA 3.0 还支持整车级分层式软件平台，将整车软件做了系统软件平台、基础软件平台、智能应用平台的分层定义，以此使智能功能，如智能辅助驾驶系统、智能语音车控车设、智能场景等功能做到快速开发和迭代。

● **高压快充技术**

在车端，小鹏自主研发 **800V 高压碳化硅平台**：该平台能够承受超过 600A 的充电峰值电流，平台采用高能量密度、高充电倍率电池，可实现充电 5 分钟续航 200 公里。另一方面，800V 电气架构能够降低车内线束重量，进一步优化续航里程。包括保时捷、极氪、现代起亚等车企均已发布旗下的 800V 电气架构，保时捷 taycan 是首款应用 800V 电气架构的量产车型。此外，该平台使用碳化硅功率半导体，大幅提升车辆的充电效率、续航里程以及减轻车身重量。

图 18、主流车企高压快充布局情况

OEM类型	OEM	高压快充布局情况
自主品牌	比亚迪	全新平台3.0，搭载800V高压充电技术，充电5分钟，续航150公里
	极氪	所使用的SEA浩瀚智能进化体验架构，800V电压平台，360kW超级快充
	岚图	布局800V高压快充，最高支持350kW的超级快充，充电10分钟行驶400公里
	广汽埃安	发布880V高电压平台，实现最大充电功率可达480kW
	极狐	将在全国一线城市建立360kW 24座专属超充站和16座目的地站
	长安	发布了800V电驱平台，最快可具备充电10分钟续航200km
海外/合资	长城	沙龙首款车型机甲龙支持800V超级快充，峰值电流高达600A，可实现充电10分钟续航401公里
	保时捷	最早发布支持800V车型Taycan
	大众	纯电轿车Project Trinity，新平台支持800V
	奔驰	发布奔驰MMA架构，支持800V超充
造车新势力	奥迪	发布PPE平台，支持800V电压，直流充电峰值功率达到270kW
	理想	纯电动车型将采用800V架构，将充电时间缩短至10-15分钟
	小鹏	在新车型09上将实现800V高压碳化硅平台

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

在充电端，小鹏自研自建 **480kW 高压超充桩**：高压充电桩应用了液冷散热技术、内置安全检测芯片及轻量化设计，能够充分发挥 800V 平台的补能技术潜力。此外，小鹏超充将在站端带来自研储能充电技术，采用储能超充站及移动储能车两种方式，通过削峰填谷，为用户带来高效补能体验的同时减轻电网压力。未来，小鹏超充将根据车主出行大数据持续加力布局，保障城市圈内出行补能，并在高速公路服务区、高速公路出入口周边布设超充网络，满足长途出行需求。

小鹏 G9 是国内首款基于 800V 高压 SiC 平台、480kW 高压超充桩的打造的量产车，具备超充 5min、补能超过 200km 的能力。

图 19、小鹏 800V 高压碳化硅平台



资料来源：小鹏 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、小鹏 480kW 高压超充桩



资料来源：小鹏 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

● XPILOT 和 XNGP

公司正在全力推进城市高等级辅助驾驶功能“城市 NGP”和全场景智能辅助驾驶系统“XNGP”的应用落地。根据小鹏规划，2023 年公司将建立全场景辅助驾驶能力，迈入智能驾驶下半场，2025 年向全面自动驾驶无人驾驶进发。

XPILOT 将主要提供 LCC 道具居中辅助，VPA 记忆泊车，高速 NGP，城市 NGP 等场景辅助驾驶功能。针对 XPILOT 用户，2022 年起至 2023 年上半年，小鹏 G9 Pro 版在交付即有高速 NGP、记忆泊车、LCC、智能泊车等功能基础上，开放红绿灯识别、车道级导航功能，该功能在小鹏 P5 P 版、E 版，小鹏 P7 E 版、智尊版也将开放，小鹏 P5 P 版的城市 NGP 将新增开放深圳、上海两座城市，城市 NGP 与 LCC 增强版性能也将进一步提升。2023 年下半年，小鹏 G9 Pro 版的高速 NGP、VPA、LCC 将迎来性能提升，以上所有版本车型的高速 NGP 功能也将在该周期内迎来在限速调节、脱手检测方面的策略优化。

表 10、小鹏 XPILOT 发布计划

2022-2023H1		
G9 Pro 版	交付即有高速 NGP、记忆泊车、LCC、智能泊车等功能 开放红绿灯识别车道级导航功能	高速 NGP、VPA、LCC 性能提升 高速 NGP 策略优化（限速调节、脱手检测）
P5 P 版	城市 NGP 新增开放深圳、上海，城市 NGP&LCC 增强版性能提升 开放红绿灯识别车道级导航辅助功能	高速 NGP 策略优化（限速调节、脱手检测）
P5 E 版	开放红绿灯识别车道级导航辅助功能	高速 NGP 策略优化（限速调节、脱手检测）
P7 E 版	开放红绿灯识别车道级导航辅助功能	高速 NGP 策略优化（限速调节、脱手检测）

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

XNGP 将无高精地图区域的导航辅助驾驶、停车场导航辅助驾驶、高速 NGP、城市 NGP 等全场景打通，实现从车位到车位的智能导航辅助驾驶能力。根据 XNGP 系统的落地计划，2023 年上半年之前，在 G9 Max 版本车型上，除交付即有高速 NGP、记忆泊车、LCC、智能泊车等功能外，将在全国范围（所有无图城市）开放识别红绿灯并直行通过路口能力，城市 NGP 功能覆盖广州、深圳、上海三座城市。2023 年下半年，在大部分无图城市开放变道、超车、左右转能力（部分高等级能力可用范围将根据用户数量和测试进度分阶段开放），2024 年完成全场景打通，实现从车位到车位的智能导航辅助驾驶能力。

表 11、小鹏 XNGP 发布计划

2022	交付即有高速 NGP、记忆泊车、LCC、智能泊车等功能
2023H1	城市 NGP 发布，支持广州、深圳，新增首发城市上海 全国范围（所有无图城市）开放识别红绿灯并直行通过路口能力
2023H2	大部分无图城市开放变道、超车、左右转能力
2024	全场景打通，实现从车位到车位的智能导航辅助驾驶能力

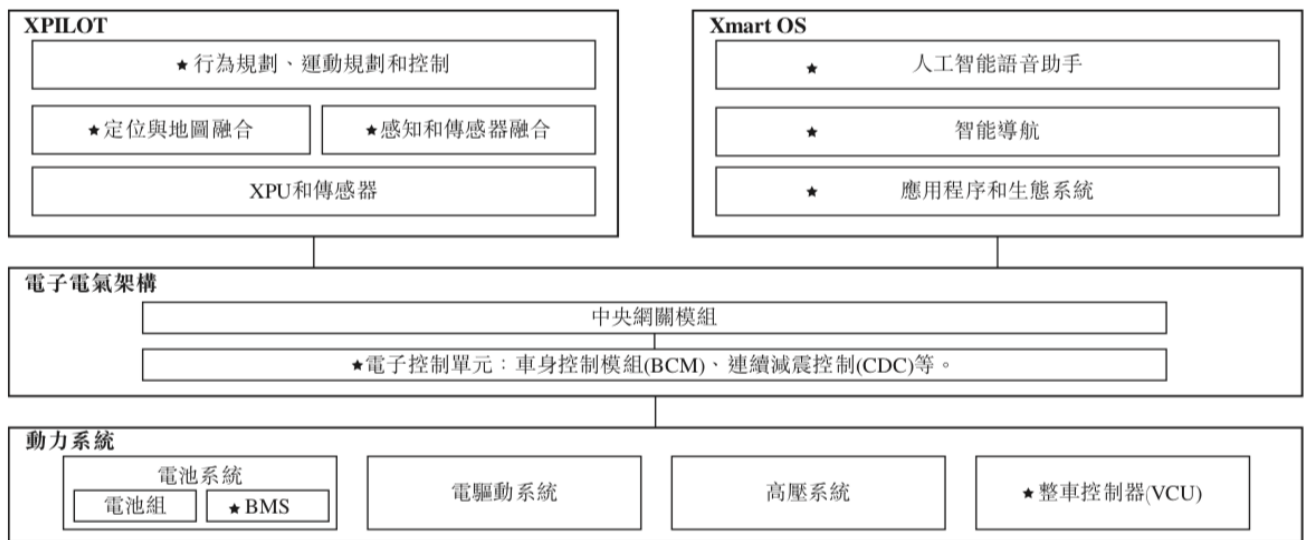
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● **Xmart OS**

公司的车载智能操作系统 Xmart OS 支持智能驾驶座舱，提供顺畅、易操作和语音控制的智能出行体验。其支持多种智能互连功能，如增强的人工智能语音助手功能、智能导航和应用商店。人工智能语音助手能够进行连续的驾驶员—车辆对话，并执行覆盖广泛场景的请求，其自 2019 年以来均维持超过 99% 的使用率，全场景语音系统可以实现定制化形象，音区覆盖，连续对话，可见即可说等。车载应用商店令公司的客户能够方便地存取第三方服务和资讯娱乐，也使公司能够开发自有的智能互连行业，为所有参与者创造价值。

软硬件集成和电子电气架构方面的技术自研使小鹏能够有效地提供 OTA 固件升级。通过这些升级，小鹏能够在整个产品生命周期内频繁升级其已售汽车，为用户带来更多的功能和更好的驾乘体验。XPILOT、Xmart OS、电子控制单元、动力系统几大关键技术栈中大部分软、硬件功能均可通过 OTA 实现升级。通过快速增长的上路行驶智能电动车数量和数据闭环能力，公司持续积累现场数据和边角案例，不断测试自研算法并实现高频升级。

图 21、XPILOT、Xmart OS、电子电气架构和动力系统等关键技术栈 (*代表可通过 OTA 升级)

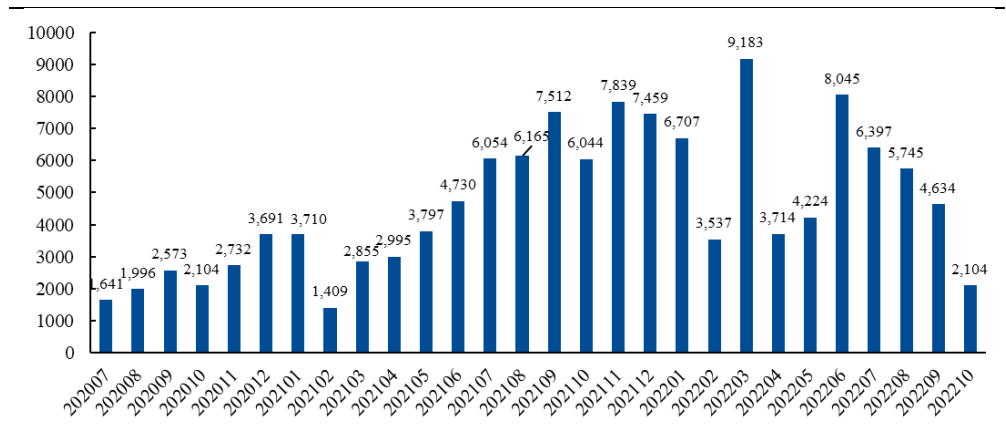


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、产品矩阵不断完善，期待新车型提振销量

P7 上市超两年，产品竞争力下滑。小鹏 P7 自 2020 年 7 月开始交付，2020 年销量排名电动轿车第 8 名，彼时核心竞争对手仅有特斯拉 Model 3、比亚迪汉等。伴随销量持续提升，P7 在 2021 年销量超过 6 万辆，单月排名多次进入前五。2022 年以来，比亚迪汉、秦等中高端轿车销量大幅增长，极氪 001 及零跑 C11 等后发车型快速起量，小鹏 P7 销量自 3 月达到 9174 辆历史最高后开始震荡下行，与竞品相比，P7 确实存在部分硬件功能落后、产品竞争力下滑等情况。

图 22、小鹏 P7 历史销量表现（单位：辆）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、小鹏 P7 竞品车型参数

	小鹏 P7 2022款 586E	汉 EV 2022款 创世版 715KM旗舰型	Model 3 2022款 后轮驱动版	ZEEKR 001 2022款 超长续航单电机 WE版	蔚来 ETS 2022款 75kWh	海豹 2022款 700KM 长续航版	哪吒 S 2022款 纯电 715 后驱中版	零跑 C01 2022款 后驱超长续航版
经销商报价	28.09万	28.75万	26.59万	29.90万	32.80万	25.98万	24.58万	23.18万
官方指导价	28.09万	28.75万	27.6988万	29.9万	32.8万	25.98万	24.58万	23.18万
厂商	小鹏汽车	比亚迪	特斯拉中国	极氪	蔚来	比亚迪	合众汽车	零跑汽车
级别	中型车	中大型车	中型车	中大型车	中型车	中型车	中大型车	中大型车
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
上市时间	2022.05	2022.04	2021.11	2022.07	2021.12	2022.07	2022.07	2022.09
电动机	纯电动 267马力	纯电动 245马力	纯电动 264马力	纯电动 272马力	纯电动 490马力	纯电动 313马力	纯电动 231马力	纯电动 272马力
纯电续航里程 (km)	586	715	556	732	560	700	715	717
充电时间 (小时)	快充0.42小时 慢充5.7小时	快充0.5小时 慢充12.2小时	快充1小时 慢充10小时	—	快充0.6小时	快充0.5小时 慢充11.79小时	快充0.58小时 慢充16小时	快充0.67小时 慢充8小时
快充电量 (%)	80	80	—	—	80	80	80	80
最大功率 (kW)	196 (267Ps)	180 (240Ps)	194 (264Ps)	200 (272Ps)	360 (490Ps)	230 (313Ps)	170 (231Ps)	200 (272Ps)
最大扭矩 (N·m)	390	350	340	384	700	360	310	360
变速箱	电动车单速变速箱	电动车单速变速箱	电动车单速变速箱	电动车单速变速箱	电动车单速变速箱	电动车单速变速箱	电动车单速变速箱	电动车单速变速箱
长×宽×高 (mm)	4880×1896×1450	4995×1910×1495	4694×1850×1443	4970×1999×1560	4790×1960×1499	4800×1875×1460	2980×1980×1450	5050×1902×1509
车身结构	4门5座三厢车	4门5座三厢车	4门5座三厢车	5门5座掀背车	5门5座三厢车	4门5座三厢车	4门5座三厢车	4门5座三厢车
最高车速 (km/h)	170	185	225	200	—	180	185	180
官方百公里加速时间 (s)	6.7	7.9	6.1	6.9	4.0	5.9	6.9	7.2
百公里耗电量 (kWh/100km)	17.0	13.5	12.6	14.7	15.3	13.0	13.5	14.0
整车保修期限	5年或12万公里	6年或15万公里	4年或8万公里	4年或10万公里	3年或12万公里	6年或15万公里	4年或12万公里	4年或12万公里

资料来源：懂车帝，兴业证券经济与金融研究院整理

P7 改款有望于 22Q4 发布及 23Q1 开始交付，预计改款后需求有望迎来明显提升。P7 改款后智能驾驶能力、快充能力、座舱舒适性及智能化有望得到大幅提升。我们认为，P7 改款上市后单月销量有望爬升至 8000-10000 辆，带动小鹏销量重回增长轨道

表 12、2022 年小鹏 P7 及竞品销量表现 (单位: 辆)

车型	燃料类型	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月
比亚迪汉	EV	8,423	5,078	11,127	7,659	9,331	13,474	12,220	11,328
比亚迪秦 PLUS	EV	5,148	5,534	9,810	6,806	7,423	11,140	10,407	11,068
极氪 001	EV	3,309	2,710	2,279	2,154	4,320	4,044	3,791	8,926
比亚迪秦	EV	1,284	1,307	2,536	2,058	3,600	5,721	7,627	8,099
小鹏 P7	EV	6,754	3,539	9,174	3,634	4,089	8,078	6,485	5,686
零跑 C11	EV	2,103	1,144	3,220	2,242	2,479	5,988	4,807	5,214
特斯拉 Model 3	EV	3,120	5,149	25,736	589	4,170	25,514	850	3,847

资料来源: Marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

G9 具备强劲的产品力，我们预期单月销量有望达到 5000 辆。与同级别及同价位的竞品相比，G9 具备领先的高阶辅助驾驶能力及高压快充能力，车内空间布局合理，电耗水平明显低于同级别竞品，续航里程明显处于领先水平，性价比极强。伴随交付后用户认可度提升，G9 销量有望迎来持续增长，我们预期其单月销量有望超过 5000 辆。

图 24、小鹏 G9 570 Max 与同级别车型参数对比

	小鹏 G9 2022 款 570Max	Model Y 2022 款 改款后轮驱动版	问界 M5 2022 款 M5 EV 四驱性能版	ZEEKR 001 2022 款 超长续航双电机 ME 版	蔚来 ES6 2022 款 455KM 运动版	理想 L7 2023 款 Max 版
官方指导价	34.99 万	29.9988 万	31.98 万	34.9 万	38.6 万	37.98 万
厂商	小鹏汽车	特斯拉中国	赛力斯汽车	极氪	蔚来	理想汽车
级别	中大型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中大型车	中型 SUV	中大型 SUV
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	增程式
上市时间	2022.09	2022.08	2022.09	2022.07	2022.06	2022.09
电动机	纯电动 313 马力	纯电动 264 马力	纯电动 496 马力	纯电动 544 马力	纯电动 435 马力	增程式 449 马力
纯电续航里程 (km)	570	545	552	616	455	175
充电时间 (小时)	快充 0.27 小时	快充 1 小时 慢充 10 小时	快充 0.5 小时 慢充 10.5 小时	—	快充 0.6 小时 慢充 11.5 小时	快充 0.5 小时 慢充 6.5 小时
快充电量 (%)	80	—	80	—	80	80
最大功率 (KW)	230 (313Ps)	194 (264Ps)	365 (496Ps)	400 (544Ps)	320 (435Ps)	330 (449Ps)
最大扭矩 (N·m)	430	340	675	768	610	620
长×宽×高 (mm)	4891×1937×1680	4750×1921×1624	4785×1930×1620	4870×1999×1560	4850×1965×1758	5050×1995×1750
车身结构	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座掀背车	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
最高车速 (km/h)	200	217	210	200	200	180
官方百公里加速时间 (s)	6.4	6.9	4.5	3.8	5.6	5.5
百公里耗电量 (kWh/100km)	15.2	12.7	17.1	17.5	17.3	—

资料来源: 懂车帝, 兴业证券经济与金融研究院整理

2023年两款新车，产品矩阵不断完善。小鹏目前四款在售车型，其中G3与G9分别覆盖15-20万、30-50万SUV市场，P5与P7核心销售车型分别覆盖15-25万、25-35万轿车市场。此外，明年公司还将上市两款新车，预计将补充20-30万SUV市场，以及35万以上轿车市场，届时公司将同时拥有6款定位及价格带区分明显的在售车型，实现15-50万轿车与SUV市场全覆盖。

未来车型SKU将持续精简。从小鹏目前在售车型发布顺序来看（不考虑辅助驾驶能力薄弱的G3车型），P7具有22个SKU，P5具有11个SKU，G9修改后SKU为8个，公司正在逐步减少复杂的SKU。根据何小鹏指引，未来公司将进一步精简车型SKU，相信不管是在售车型还是未来新车型，消费者选车体验都会得到大幅提升。

5、财务分析与行业对比

销量与营收快速增长后进入瓶颈期，预计 23Q2 重回增长轨道。销量方面，公司交付量及收入水平在 2020-2021 年实现了快速增长，2021Q4 达到历史最高交付 34561 辆及历史最高汽车收入 81.87 亿元，当季 12 月单月交付量达到 16000 辆历史最高水平，2021 年累计交付量亦登顶新势力龙头。2022 年以来，公司季度交付量回落至 34000-35000 辆，收入明显回落。由于在售车型竞争力下滑、新车型仍需爬坡时间、改款车型在 23Q2 上量，预计 22Q4-23Q1 小鹏交付量仍将承受较大压力，23Q2 有望迎来企稳增长。我们认为，15-50 万元汽车市场空间广阔，伴随公司产品力和消费者认可度的持续提升，公司销量有望从 23Q2 开始重回增长轨道。

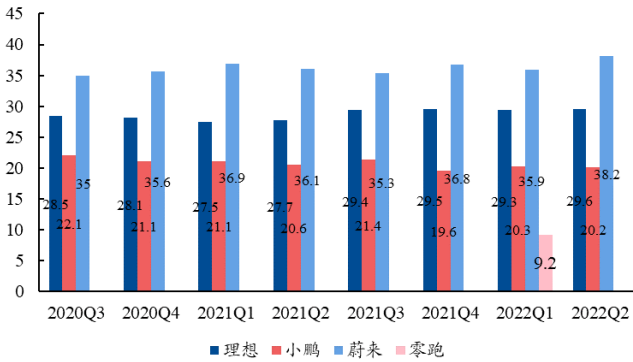
表 13、小鹏汽车核心财务数据

数据指标	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
交付量 (辆)	8578	12964	13340	17398	25666	41751	34561	34422
汽车收入 (百万元)	1898	2735	2810	3584	5460	8187	6999	6938
汽车毛利率	3.2%	6.8%	10.1%	11.0%	13.6%	10.9%	10.4%	9.1%
其他收入 (百万元)	92	116	141	177	260	369	456	498
其他销售毛利率	32.9%	22.2%	32.2%	19.7%	16.5%	35.5%	40.2%	36.3%
单车 ASP (万元)	22.1	21.1	21.1	20.6	21.4	19.6	20.3	20.2
单车成本 (万元)	21.5	19.7	19.9	17.5	18.3	17.5	18.1	18.3
研发费用 (百万元)	635	460	535	864	1264	1451	1221	1265
研发费用率	31.9%	16.1%	18.1%	23.0%	22.1%	17.0%	16.4%	17.0%
销管费用 (百万元)	1204	918	721	1031	1538	2015	1642	1665
销管费用率	60.5%	32.2%	24.4%	27.4%	26.9%	23.6%	22.0%	22.4%
归母净利润 (百万元)	-2026	-787	-787	-1195	-1595	-1287	-1701	-2701
归母净利润率	-101.8%	-27.6%	-26.7%	-31.8%	-27.9%	-15.0%	-22.8%	-36.3%
non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-865	-713	-696	-1096	-1492	-1198	-1528	-2464
non-GAAP 归母净利润率	-43.5%	-25.0%	-23.6%	-29.2%	-26.1%	-14.0%	-20.5%	-33.1%
现金及等价物、受限制现金、短期投资 (亿元)								413

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

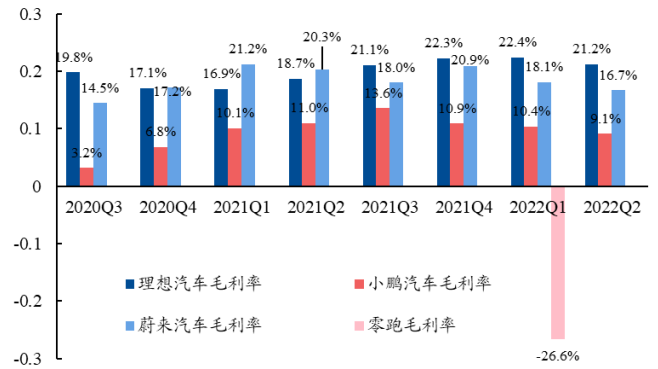
中高端市场竞争激烈，公司毛利率较低但仍有较大提升空间。小鹏定位大众、年轻市场，22Q2 单车收入约为 20.2 万元，直面特斯拉、比亚迪竞争，同期蔚来/理想分别为 38.2/29.6 万元。与造车新势力同行相比，公司毛利率水平较低，2022 年 Q2 为 9.1%，同期蔚来/理想分别为 16.7%和 21.2%。我们认为，小鹏定位中高端，目标市场竞争激烈，消费者价格敏感度非常高，难以享有品牌溢价。后续伴随公司产品竞争力提升，价格逐步向 25-50 万区间上探，以及交付量提升带来规模化效应提升，公司毛利率有较大提升空间。

图 25、造车新势力单车 ASP 对比 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

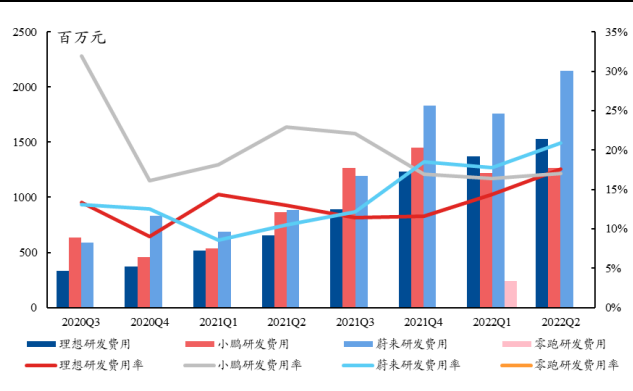
图 26、造车新势力毛利率对比



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

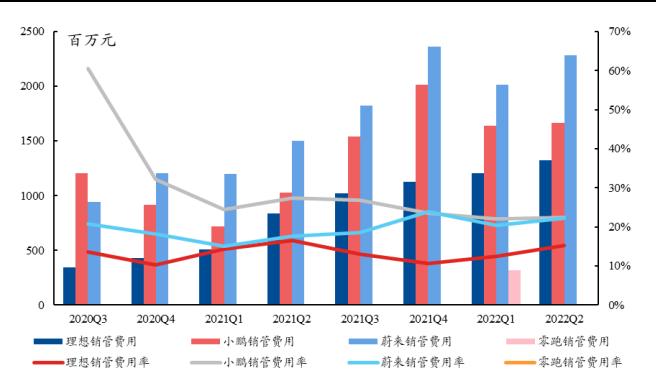
公司大力投入研发和营销, 费用率高居行业第一。由于研发投入高, 小鹏研发费用率常年保持行业第一, 研发开支的提高能够强化公司智能化软硬件技术的优势及加速新车型的推出。同时小鹏销售费用率较高, 较高的销售费用有助于公司在高速增长初期扩大规模和推广品牌。2022 年来, 小鹏研发与销售费用有所控制, 季度研发费用稳定在 12-13 亿元, 销售费用稳定在 16-17 亿元。随着销售规模与品牌知名度的提升, 公司未来费用率下降和盈利能力改善的空间依旧较大。

图 27、造车新势力研发费用及费用率对比



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、造车新势力销售费用及费用率对比



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

小鹏在手现金充足, 支撑未来持续投入与发展。通过在资本市场的持续融资, 截至 2022 年 6 月 30 日, 小鹏现金及等价物、受限制现金、短期存款、短期投资及长期存款为 413 亿元, 在手现金非常充裕, 能支撑未来几年公司扩张所需较高研发及生产销售投入。

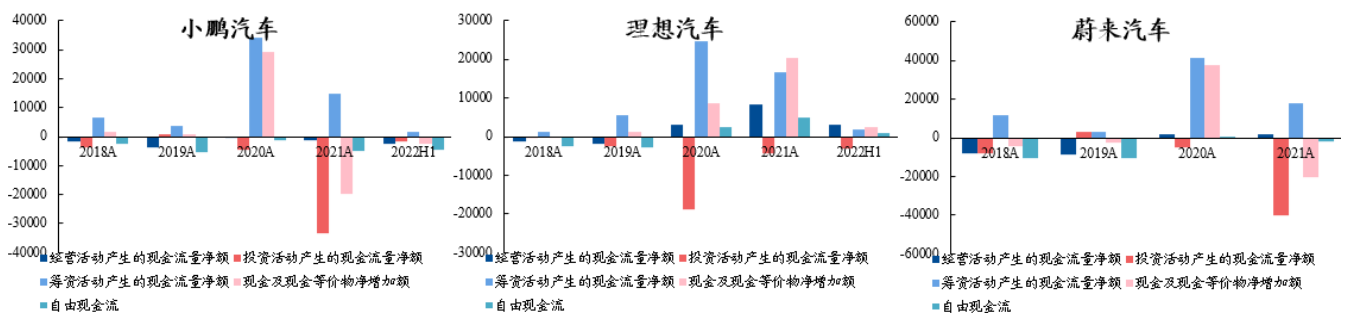
海外公司深度研究报告

表 14、造车新势力财务数据对比

	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	
理想	归母净利润 (百万元)	-321	108	-360	-235	-22	296	-11	-618
	归母净利润率	-12.8%	2.6%	-10.1%	-4.7%	-0.3%	2.8%	-0.1%	-7.1%
	non-GAAP 归母净利润 (百万元)	16	115	-177	-65	336	686	477	-160
	non-GAAP 归母净利润率	0.6%	2.8%	-5.0%	-1.3%	4.3%	6.5%	5.0%	-1.8%
	现金及等价物、受限制现金、短期投资 (亿元)								536
小鹏	归母净利润 (百万元)	-2026	-787	-787	-1195	-1595	-1287	-1701	-2701
	归母净利润率	-101.8%	-27.6%	-26.7%	-31.8%	-27.9%	-15.0%	-22.8%	-36.3%
	non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-865	-713	-696	-1096	-1492	-1198	-1528	-2464
	non-GAAP 归母净利润率	-43.5%	-25.0%	-23.6%	-29.2%	-26.1%	-14.0%	-20.5%	-33.1%
	现金及等价物、受限制现金、短期投资 (亿元)								413
蔚来	归母净利润 (百万元)	-1188	-1492	-4875	-659	-2859	-2179	-1825	-2745
	归母净利润率	-26.2%	-22.5%	-61.1%	-7.8%	-29.2%	-22.0%	-18.4%	-26.7%
	non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-996	-1326	-355	-336	-570	-1716	-1285	-2186
	non-GAAP 归母净利润率	-22.0%	-20.0%	-4.4%	-4.0%	-5.8%	-17.3%	-13.0%	-21.2%
	现金及等价物、受限制现金、短期投资 (亿元)								544
零跑	归母净利润 (百万元)							-1042	
	归母净利润率							-39.2%	
	现金及等价物、受限制现金、短期投资 (亿元)							55	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、造车新势力现金流情况 (单位: 百万元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

6、盈利预测与估值

● 销量预测

2022年: 1-10月公司交付量为10.347万, 11-12月伴随G9逐步上量公司交付有望企稳回升, 我们预计公司2022全年交付量有望超过12万辆, 同比增长22.4%。

2023-2025年: 伴随P7改款于23Q1开启交付及两款全新车型上市, 我们预计公司销量将在2023年第二季度重回增长通道。预计23年全年交付量有望达到15.8万辆, 同比增长31.4%。2024年开始, 小鹏自动驾驶、智能座舱及高压快充等技术进一步成熟, 产品竞争力有望大幅增长增强, 我们预计公司2024-2025年将分别交付新车27.1、38.2万辆, 分别同比增长71.4%、41.4%。

表 15、小鹏汽车销量预测表

单位: 辆	2019	2020A	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总销量	12,728					270,518	382,456
yoy		112.2%	263.5%	22.4%	31.4%	71.4%	41.4%
小鹏 G3		11,949	29,998	16,381	6,120	7,128	7,508
小鹏 P7		15,062	60,569	57,888	74,280	106,139	112,703
小鹏 P5			7,621	37,286	18,082	19,651	20,866
小鹏第 G9				8,623	47,443	53,578	56,891
小鹏第 5 款车					11,930	50,523	64,758
小鹏第 6 款车						33,000	74,731
小鹏第 7 款车						500	45,000

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 单车收入及毛利率预测

平均单车收入持续上探, 毛利率逐步提升: 伴随G9及后续较高价格新车型的相继推出, 我们预计公司单车ASP将持续上升, 2023-2025年有望分别达到23.6/24.4/25.1万元。毛利率方面, 伴随较高价格及毛利率车型上量, 我们预计公司2023-2025年平均单车毛利率将逐步提升至13.0%、15.0%、15.7%。

● 收入预测

伴随公司新车销量及单车价格的持续增长, 我们预计公司2022-2025有望分别实现汽车收入251.63、387.97、667.03、971.40亿元, 分别同比增长28.1%、54.2%、71.9%、45.6%。伴随公司新车销量的持续增长, 存量客户增加带动售后及周边产品收入稳健增长, 我们预计公司2022-2025有望分别实现其他销售收入24.44、51.70、100.45、151.39亿元。综合来看, 我们预计公司2022-2025有望分别实现营业收入269.18、410.80、706.15、1026.72亿元, 分别同比增长28.3%、52.6%、71.9%、45.4%。

● 毛利预测

汽车毛利率：伴随公司汽车销量增长，较高价格及盈利能力车型占比提升，我们预计公司 2023-2025 年汽车毛利率将分别提升至 13.3%、15.1%、15.6%。

其他销售毛利率：伴随周边产品销售收入，预计公司其他销售毛利将持续提升。

综合毛利：综合来看，我们预计公司 2022-2025 年有望分别实现毛利 31.04、60.83、116.10、173.52 亿元，综合毛利率分别为 11.5%、14.8%、16.4%、16.9%。

● 公司费用预测

未来几年费用持续高增长：公司自研自动驾驶和智能座舱，相关研发人员和投入将持续增长，伴随车型增加以及销量的持续提升，门店、广告等投入持续增加，我们预计公司营业费用将继续保持大幅增长。我们预计 2022-2025 年公司研发费用分别为 56.16、66.81、74.72、83.61 亿元，预计 2021-2025 年公司销售费用分别为 73.89、76.62、77.22、81.12 亿元。

● 利润预测

盈利时点或为 2025 年：销量大幅提升有望带来公司的研发、销售费用率持续下降，此外毛利率持续提升有望帮助公司利用毛利逐步覆盖研发、销售费用，我们预计公司 2022-2024 年将分别亏损 97.16、73.14、27.46 亿元，预计 2025 年能扭亏为盈，实现净利润 14.09 亿元。

表 16、小鹏汽车盈利预测表

(人民币千元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
汽车销售收入	19,648,213	25,162,844	38,797,310	66,702,723	97,140,385
Yoy	254.2%	28.1%	54.2%	71.9%	45.6%
服务及其他销售收入	946,161	1,694,406	2,283,065	3,912,523	5,531,495
yoy	218.0%	79.1%	34.7%	71.4%	41.4%
总收入	20,988,152	26,917,863	41,080,375	70,615,246	102,671,880
yoy	259.1%	28.3%	52.6%	71.9%	45.4%
汽车销售毛利	2,329,787	2,444,112	5,169,658	10,044,862	15,139,139
汽车毛利率	11.6%	9.7%	13.3%	15.1%	15.6%
服务及其他销售毛利	292,788	660,177	913,226	1,565,009	2,212,598
			40.0%	40.0%	40.0%
总毛利	2,622,555	3,104,289	6,082,884	11,609,871	17,351,737
gpm	12.5%	11.5%	14.8%	16.4%	16.9%
研发费用	-5,616,228	-6,681,040	-7,472,045	-8,361,385	-5,616,228
研发费用率	20.9%	16.3%	10.6%	8.1%	20.9%
yoy	36.5%	19.0%	11.8%	11.9%	36.5%
SG&A	-7,389,428	-7,661,797	-7,722,384	-8,112,433	-7,389,428
行政费用率	27.5%	18.7%	10.9%	7.9%	27.5%
yoy	39.3%	3.7%	0.8%	5.1%	39.3%
归母净利润	-4,863,096	-9,715,711	-7,313,608	-2,746,083	1,408,517
npm	-23%	-36%	-18%	-4%	1%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 估值及投资建议

公司核心看点：小鹏定位中高端智能电动车，市场空间广阔，通过直销+经销双重销售渠道、及自产+代工两种生产方式，销量有望实现快速提升；公司自主开发全栈式自动驾驶软件，利用闭环数据和深度学习能力不断训练算法并实施频繁升级，为用户提供差异化的智能驾驶体验并实现高毛利率的相关软件收入。此外，公司在高压快充技术方面的布局亦有望大大增强公司产品竞争力，我们预计 2023-2025 年公司有望实现新车销量及销售收入持续快速增长。

估值：由于造车新势力为初创企业，尚未盈利，但增长前景广阔，因此适用于 PS 估值：美股可比公司 2023 年的平均 PS 分别为 3.1 倍，其中特斯拉 4.5 倍，蔚来、理想分别为 1.2 倍、1.3 倍。公司定位大众市场，智能化优势明显，我们认为公司可享有一定的估值溢价，我们给予公司目标价 38.84 港元/9.90 美元，对应 2022 年 1.5

S，给予公司“买入”评级。

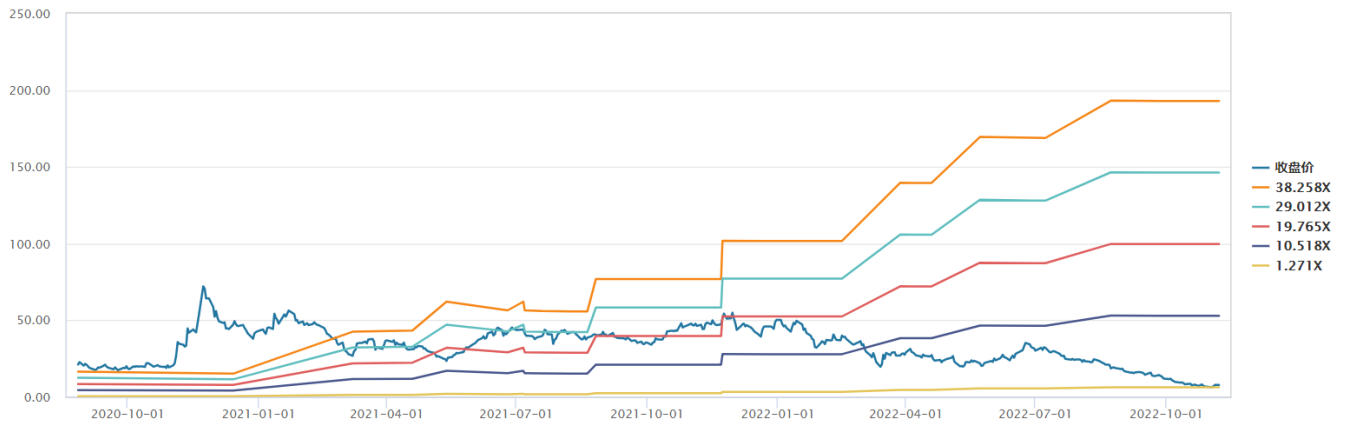
表 17、美股、港股汽车行业估值表

名称	代码	市值 (亿美元)	营业收入(亿人民币)			PS		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
理想汽车*	LI.O	193	519.1	1076.6	1803.1	2.7	1.3	0.8
蔚来*	NIO.N	179	589.6	1217.7	1695.1	2.2	1.1	0.8
小鹏汽车*	XPEV.N	67	269.2	410.8	706.2	1.8	1.2	0.7
特斯拉*	TSLA.O	6041	6456.8	10547.8	15502.6	6.8	4.2	2.8
FISKER	FSR.N	23	2.5	154.5	n.a.	63.9	1	n.a.
RIVIAN	RIVN.O	292	141.8	474.5	n.a.	14.8	4.4	n.a.
LUCID	LCID.O	226	59.5	210.6	n.a.	28.2	7.9	n.a.
平均						17.2	3.0	1.3

名称	代码	市值 (亿港元)	营业收入(亿人民币)			PS		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
理想汽车*	2015.HK	1,438	519.1	1076.6	1803.1	2.6	1.2	0.7
蔚来*	9866.HK	1372	589.6	1217.7	1695.1	2.1	1.0	0.7
小鹏汽车								
长城汽车*	2333.HK	852	1471.8	1830.0	2176.5	0.5	0.4	0.4
比亚迪股份*	1211.HK	5444	4236.5	7810.8	9977.7	1.2	0.6	0.5
吉利汽车*	0175.HK	1038	1203.8	1727.9	2731.4	0.8	0.6	0.4
平均						1.5	0.8	0.6

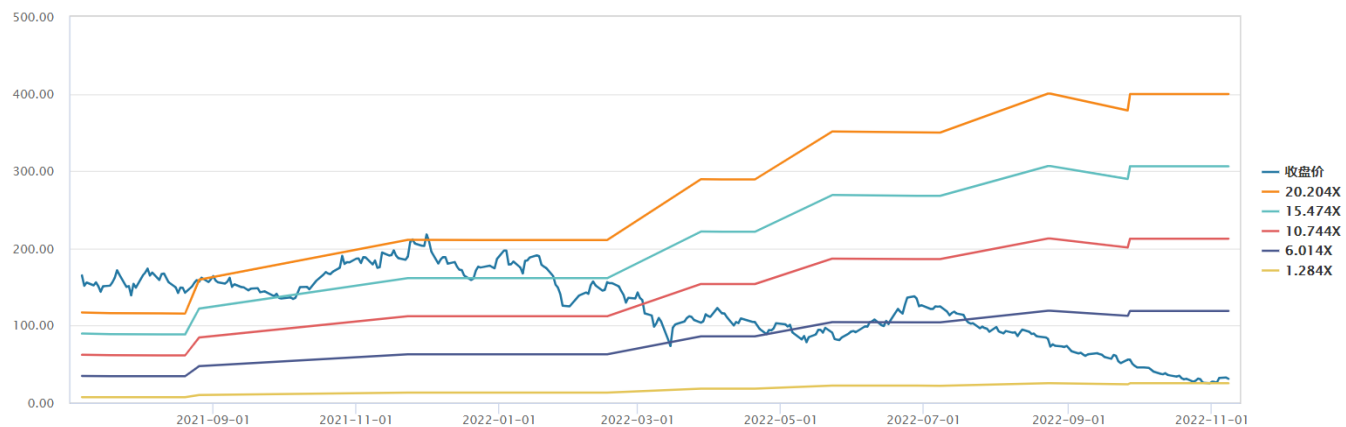
资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理（标“*”的公司 PE 为我们预测数据，其余取自 Bloomberg 一致预期，美股按照 2022 年 11 月 8 日收盘价计算，港股按照 2022 年 11 月 9 日收盘价计算）

图 30、小鹏汽车美股历史 PS-band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、小鹏汽车港股历史 PS-band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

7、风险提示

研发不及预期：公司核心技术研发在行业处于领先地位，相关技术研发进展或不及预期，导致公司新产品交付不及预期。

技术落地不及预期：公司研发的部分技术较为前沿，且相关设施配套仍不完善，或导致技术落地不及预期带来新产品交付不及预期。

新车型不及预期：公司面临的市场处于激烈竞争当中，公司新车型或并不能满足消费者需求，进而导致销量及收入不及预期。

产能提升不及预期：公司正在全力扩张产能，当前产能并不能满足持续高速的交付量增长，新产能投产或不及预期，进而导致交付量及收入不及预期。

海外公司深度研究报告

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去12个月内与百德医疗投资控股有限公司、

International Holdings VI Limited、Coastal Emerald Limited、Higher Key Management Limited、润歌互动有限公司、山东仙境控股有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、山海（香港）国际投资有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、历城国际发展有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东方资本有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、兰溪市交通投资建设集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兆海投资（BVI）有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设投资有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发（集团）有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、江苏句容投资集团有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、远东宏信有限公司、连云港港口集团、邳州市交通控股集团有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂

集团有限公司、信诚证券股份有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、恒源国际发展有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、济南历城控股集团有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、郑州地产集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、香港國際（青島）有限公司、香港象屿投资有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、盈博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、厦门象屿集团有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友

海外公司深度研究报告

银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、溧源国际有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、潍坊市城市建设投资发展集团有限公司、福建省晋江市城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、蓬莱阁(烟台市蓬莱区)旅游有限责任公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、镇江交通产业集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编：200135

邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元

邮编：100020

邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编：518035

邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

传真：(852) 35095929

邮箱：ir@xyzq.com.hk