

# 小鹏汽车-W (09868.HK)

## AI+汽车智能化系列之三——技术加持降本提效，智驾赋能强势周期

买入（维持）

2023年10月31日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001  
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 杨惠冰

执业证书：S0600523070004  
yanghb@dwzq.com.cn

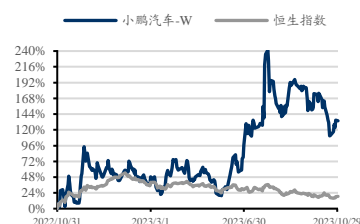
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	26,855.12	26,797.32	63,665.00	122,500.00
同比	28%	-0.22%	138%	92%
归属母公司净利润（百万元）	-9,138.97	-8,230.31	-3,214.23	722.25
同比	-88%	10%	61%	122%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-5.27	-4.75	-1.85	0.42
P/E（现价最新股本摊薄）	-	-	-	133.24

关键词：#市占率上升

### 投资要点

- **汽车高阶智驾加速落地，技术突破创新重塑下游竞争格局。**2014 年至今智驾历经三轮变化，围绕功能迭代覆盖更多下游需求场景，Mobileye 驱动行业由 L0 向 L2 升级，特斯拉颠覆 EE 架构驱动行业向 L2+/L3 迭代；并升级软件算法，降低硬件依赖以及地图限制，助力行业向 L4 跨越。在本轮以软件能力主导的行业竞争中，端到端大模型加速 BEV+transformer 等算法应用成为行业主流，OEM 竞争要素向计算硬件/软件数据收敛，未来智驾成为产品竞争力重要指标，格局有望快速收敛。
- **智驾软件算法最领先，Xbrain 智驾+天玑座舱+智能制造等技术赋能，实现降本提能。**智驾维度小鹏以“Xbrain 领先算法能力”为护城河，Xnet2.0+Xplanner 融合多维感知信息并提供推理预判，实时建图代替精准定位并降低雷达依赖，扶摇中心提供云端大算力助力模型训练，智驾硬件有望降低 50%；座舱维度，依托高通 8295，以 AI 大模型助力构建 XOS 天玑系统，首搭 X9 后续逐步普及；车身维度，电池 CIB+前后一体化压铸技术平台化应用，提能降本。**补齐短板，产品定义/渠道变革/供应链优化陆续落地。**1) 持续深耕 15~30 万元价格区间，公司以扶摇新平台陆续覆盖旗下全系列车型，城市领航高阶智驾+全域 800V 为差异化卖点，平台降本助力智驾向 20 万元以下市场普及，提升市占率。2) 渠道端整合直营营销体系，统一上层管理架构，销售大区变“战区”，扁平化管理提升效率。3) 优化内部供应链，加强反腐工作建设，提升与供应商合作紧密度和信任度，补齐交付短板。
- **外部合作+业务拓展，实现技术变现和规模效应，打开科技定位长期成长空间。**1) 与大众股权合作，学习大众卓越供应链/成本管理优势与海外开拓经验，补齐短板；创新 B 端收费商业模式，实现技术变现。2) 战略合作滴滴，加速科技普惠和平权落地；进一步分担自身技术平台成本，助力规模和盈利提升。3) 平行发展飞行汽车+机器人业务，开拓 AI 智能化下游应用场景，科技优势定位打开长期成长空间。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2023~2025 年归母净利润为-82/-32/7 亿元的预期，对应 PS 为 3.6/1.5/0.8 倍，可比公司 PS 均值为 3.0/2.0/1.6 倍。考虑智驾算法能力领先，我们认为公司应该享受更高估值，对比特斯拉，维持小鹏汽车 2024 年 5X 目标 PS，对应目标价 196 港币，当前股价 59.35 港币（2023 年 10 月 30 日），维持“买入”评级。
- **风险提示：**乘用车价格战超预期，终端需求恢复低于预期；L3 智驾政策推出节奏不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	59.35
一年最低/最高价	24.75/96.30
市净率(倍)	3.14
港股流通市值(百万港元)	82,164.92

### 基础数据

每股净资产(港元)	18.87
资产负债率(%)	51.00
总股本(百万股)	1,733.12
流通股本(百万股)	1,384.41

### 相关研究

- 《小鹏汽车-W(09868.HK): 智驾超预期，飞行汽车&机器人再添新翼》  
2023-10-25
- 《小鹏汽车-W(09868.HK): 9 月交付环比+12%，智驾龙头持续爆发》  
2023-10-09

## 内容目录

<b>1. 高阶智驾普及加速，有望重塑行业竞争结构</b>	<b>4</b>
1.1. 历史复盘：三阶段迭代，功能升级驱动软硬件持续变革	4
1.1.1. 第一阶段（2014-2016）：ME 纯视觉方案崛起，推动 L2 级 ADAS 功能普及	4
1.1.2. 第二阶段（2019-2022）：特斯拉颠覆创新 E/E 架构，软硬件解耦向 L3 迭代	5
1.1.3. 第三阶段（2023 年+）：软件主导技术变革，降本&场景泛化推动向 L4+提升	6
1.2. 端到端方案逐步落地，软件能力为 OEM“必争之地”	7
1.2.1. 模块化→端到端，特斯拉驱动行业变革	7
1.2.2. 端到端方案驱动，智驾能力需求向软硬件两端收敛	8
<b>2. 小鹏：围绕技术领先核心优势，产品/渠道/供应链全面优化</b>	<b>9</b>
2.1. 技术领先：聚焦高阶智驾，全栈自研构建更深护城河	9
2.1.1. 功能落地：最快落地城市 NGP 功能，积极开发无图区域能力	9
2.1.2. 全栈自研：开发 BEV+Transformer+占据网络，XNGP+加速普及	10
2.1.3. 座舱融合：AI 驱动智能发展，助力“降本提效”	11
2.1.4. 智能制造：一体化压铸等新技术上车助力降本	12
2.2. 产品迭代：以智驾为卖点聚焦中高端市场完善产品矩阵	12
2.3. 补齐短板：渠道优化&供应链整合同步推进	14
2.3.1. 新总裁王凤英主导，渠道整合提升效率	14
2.3.2. 企业内部反腐，供应链管理整合优化	15
<b>3. 外部合作+业务开拓，全新定位打开中长期发展空间</b>	<b>15</b>
3.1. 小鹏+大众开启合作新模式，优势互补进化	15
3.2. 战略合作滴滴，加速科技普惠/智能平权落地	16
3.3. 拓展飞行汽车+机器人，AI 智能化应用再添双翼	16
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>17</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

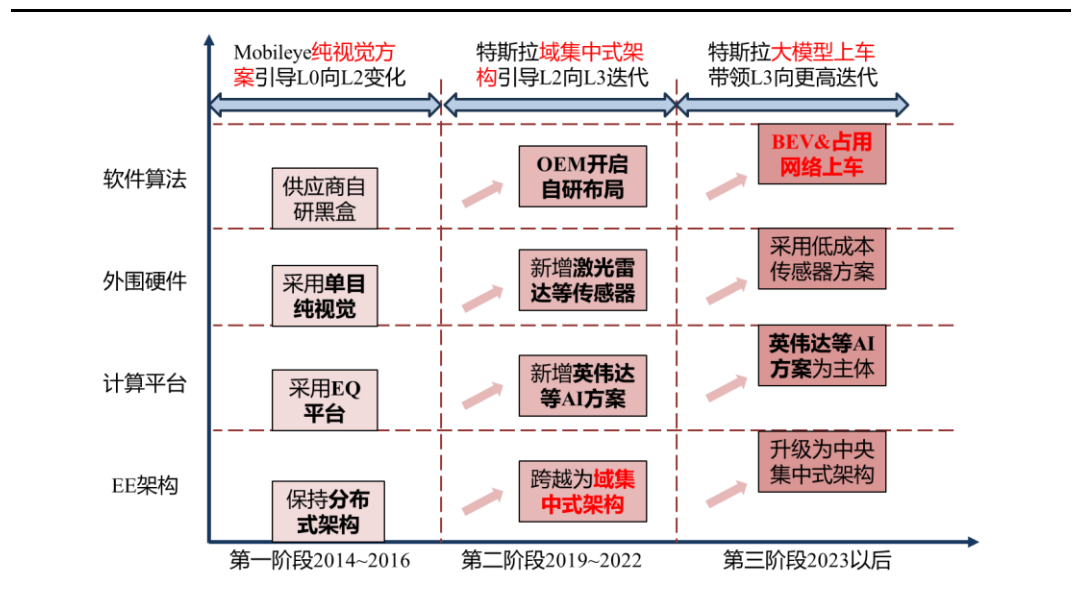
图 1: 汽车智能驾驶发展历程复盘（架构维度）	4
图 2: Mobileye 芯片+摄像头方案	5
图 3: Mobileye 芯片出货量（百万颗）	5
图 4: ADAS 功能感知+决策+执行环节	5
图 5: 2023H1 中国乘用车高级别自动驾驶市场份额	5
图 6: 英伟达智驾芯片升级过程	6
图 7: 端到端方案与模块化方案底层逻辑	8
图 8: 模块化方案向端到端方案发展	8
图 9: 智能驾驶主机厂逐渐转向软件自研	9
图 10: 小鹏汽车智能驾驶规划	10
图 11: 小鹏 XNet 深度视觉神经网络架构	10
图 12: 小鹏 XNET 2.0 功能示意图	11
图 13: 小鹏 Xplanner 功能示意图	11
图 14: XOS 天玑系统全场景车感 SR 功能	12
图 15: AI 大模型助力公司内部提效	12
图 16: 小鹏汽车下一代电驱系统	12
图 17: 小鹏汽车下一代 CIB+中地板一体压铸技术	12
图 18: 小鹏汽车产品矩阵	13
图 19: 小鹏 G6 与小鹏汽车总销量/辆	14
图 20: 小鹏 X9	14
图 21: 小鹏终端门店分线城市情况（截至 2023.10.23）	15
图 22: 小鹏终端销售分线城市情况	15
图 23: 小鹏汽车核心竞争力	16
图 24: 小鹏“陆地航母”分体式飞行汽车	17
图 25: 小鹏汽车自研机器人 PX5	17
表 1: 车企最新高级别自动驾驶架构及进展	7
表 2: 智能驾驶各阶段功能及成本情况	7
表 3: 小鹏自动驾驶方案搭载芯片情况	11
表 4: 主要车企 2024 年智驾车型规划	14
表 5: 小鹏汽车盈利预测核心假设	17
表 6: 小鹏汽车可比公司估值表（2023 年 10 月 30 日）	18

## 1. 高阶智驾普及加速，有望重塑行业竞争结构

### 1.1. 历史复盘：三阶段迭代，功能升级驱动软硬件持续变革

智能驾驶发展的核心动力来源于产业发展对更高级别智驾功能升级的诉求，体现为汽车底层 EE 架构的迭代以及智驾相关软硬件的突破性进展。2014 年以来，汽车智能驾驶历史发展分为三个阶段：第一阶段（2014-2016）Mobileye 纯视觉方案引导 L0 向 L2 变化；第二阶段（2019-2022）特斯拉迭代域集中式 EE 架构，引导 L2 向 L3+ 迭代，特斯拉/英伟达在 19 年之后逐步强化自身的行业地位；第三阶段（2023 年以后）特斯拉大模型上车，带领自动驾驶级别由 L3 向更高迭代。

图1：汽车智能驾驶发展历程复盘（架构维度）



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所绘制

#### 1.1.1. 第一阶段（2014-2016）：ME 纯视觉方案崛起，推动 L2 级 ADAS 功能普及

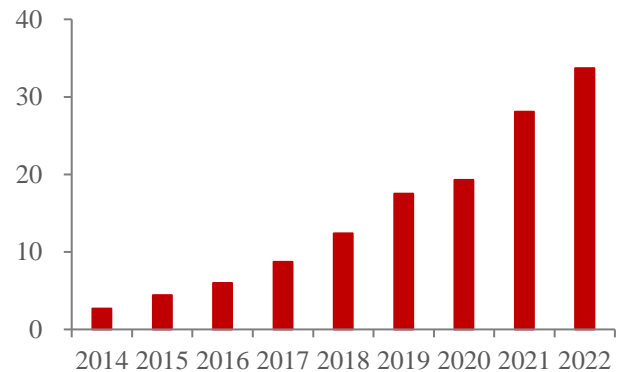
Mobileye 开创智驾时代，主导 L2+ 以下市场。2008 年以来，Mobileye 通过成熟的纯视觉方案先后实现了车道偏离预警（LDW，2008 年）、自动紧急制动（AEB，2009 年）、前方碰撞预警（FCW，2010 年）、自适应巡航系统（ACC，2013 年）等多项 ADAS 功能。单颗摄像头+芯片的技术架构大幅降低了系统的生产成本，同时具备完善的功能应用，因此随着 2013 年纯视觉 ACC 功能的推出，Mobileye 的芯片开始受到各大主流中高端汽车品牌的青睐，几乎成为各家唯一的 ADAS 方案商，出货量大幅攀升，成功推动 ADAS 功能的普及，截至 2022 年累计出货量超过 1.3 亿颗。

图2: Mobileye 芯片+摄像头方案



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所绘制

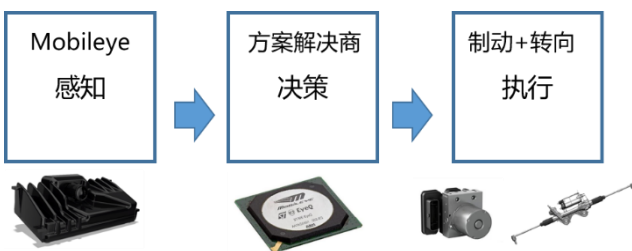
图3: Mobileye 芯片出货量 (百万颗)



数据来源: Mobileye, 东吴证券研究所绘制

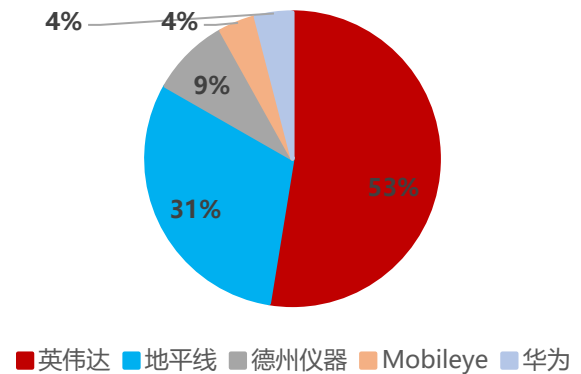
**黑盒子方案软硬件结合紧密, 产品效率高但开放性低。**Mobileye 自研 EQ 系列 ASIC 芯片及单目摄像头解决方案, 无自学习及判断能力, 具备大规模量产经验, 成熟可靠且成本较低, 对于原有底盘/车身 EE 架构变化较小, 成为 L2 级别及以下自动驾驶方案的首选, 2019 年市占率超过 70%。早期特斯拉的 S/X 车型自动驾驶方案也是采用其 EQ3 芯片, 推动了整套系统的快速普及。但 Mobileye 黑盒供应, 场景泛化和迁移能力有限, 第三方厂商无法进行定制化开发, 随着高级别自动驾驶需求的提高, 一线车企和新势力逐渐转向英伟达等企业 (特斯拉转向自研)。

图4: ADAS 功能感知+决策+执行环节



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 中国乘用车高级别自动驾驶市场份额



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所绘制








1.1.2. 第二阶段 (2019-2022): 特斯拉颠覆创新 E/E 架构, 软硬件解耦向 L3 迭代

特斯拉以颠覆式创新的 EE 架构+纯自研的一体化智驾软硬件解决方案, 真正实现智能汽车时代软硬件完全独立生态体系构建。2019 年特斯拉发布 Model Y 车型, 相较于 2017 年发布的 Model 3 车型, 其最大的变化来自于整车电子电气 (E/E) 架构: 从传统的分布式架构开始向域集中架构转变。通过 E/E 架构的变化, 特斯拉有效地解决了分布式之前的算力不足, 难以支持 OTA 升级以及车内通讯速率较慢等多种问题, 并且推

出了基于自研芯片的 AutoPilot HW 的新一代 FSD 自动驾驶系统，并预计于 2023 年底正式向 HW4.0 版本迭代。通过 EE 架构的底层变革，特斯拉充分利用自身 FSD 系列智驾芯片+基于 Linux 开发的操作系统，以域集中式的模式统筹全车身算力，提升芯片利用效率；同时软硬件解耦，便于硬件标准化生产实现降本，软件持续 OTA 迭代保证领先。

**英伟达取代 Mobileye 占据智驾芯片硬件至高位。**英伟达先后推出的大算力 AI 芯片 Xaiver(30TOPS)/Orin (254TOPS)很好地满足了智驾所需不断增长的算力需求，下一代全新 Thor 芯片也于 2022Q3 正式发布，预计算力达 2000TOPS，取代 Mobileye 成为域集中架构下众多车企的首选，基于 AI 芯片的**自动驾驶域控制器**成为产业链价值量增加最大的新产品。当前英伟达最新量产芯片 Orin 平台已经搭载至头部新势力/传统主机厂高端品牌等，几乎覆盖智驾领域除特斯拉外的所有头部 OEM。

图6：英伟达智驾芯片升级过程

	Drive PX	Drive PX2(Auto Cruise)	Drive PX2(Auto Chauffeur)	Drive AGX Xavier	Drive AGX Pegasus	Drive AGX Orin	Drive AGX Thor
							
发布时间	2015	2016.9	2016.1	2017	2017	2019.12	2022.9
CPU	4*Cortex A57 4*Cortex A53	4*Denver 2 8* Cortex A57	4*Denver 2 8* Cortex A57	8*ARM 64	16*ARM 64	16*ARM 64	Grace CPU
GPU	2*Tegra X1 (Maxwell)	1*Tegra X2 (Parker)	2*Tegra X2 (Parker) 2*Pascal GPU	1*Tegra Xavier	2*Tegra Xavier	2*Turing GPU	Hopper GPU, Ada Lovelace GPU
自动驾驶级别	L2/L3	L2/L3	L3/L4	L3/L4	L5	L4/L5	L4/L5
功耗 (W)	150	125	250	30	500	75	/
算力 (TOPS)	2	4	24	30	320	250	2000
制程 (nm)	28	16	16	12	12	7	/
搭载车型	/	ZF ProAI	Model S/X/3	小鹏P5/P7	蔚来和博世的 Robotaxi	理想汽车/小鹏汽车/蔚来汽车/智己汽车/高合汽车//广汽集团/长安汽车等	极氪

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所绘制

### 1.1.3. 第三阶段（2023 年+）：软件主导技术变革，降本&场景泛化推动向 L4+提升

**特斯拉引领技术方向，高级别自动驾驶方案有望实现降本。**特斯拉基于 BEV+ TransFormer+ Occupancy Network 方案的 FSD V11.4.1 版本在 2023 年 5 月面向北美用户开始推送，感知能力在城市街道场景+36%、交叉场景+44%、合并场景+27%、转弯场景+16%。特斯拉全新的自动驾驶架构推出后获得业界各家企业的认可，国内理想、小鹏、比亚迪等主流车企以及华为等供应商纷纷采用 BEV+ TransFormer 的方式对全新一代自动驾驶感知方案进行建模。理想汽车和赛力斯（华为 ADS 2.0）均采用了占用网络的技术，在算法架构上全面向特斯拉看齐，虽然基于安全考虑，目前推出的城市 NOA 功能都搭配了激光雷达作为冗余感知配置，但随着算法的成熟，有望降低对于激光雷达的依赖，大幅降低整套系统的成本，进一步推动高级别自动驾驶渗透率的提升。

表1: 车企最新高级别自动驾驶架构及进展

车企	功能	车型	智能化上市	芯片	算力	摄像头	激光雷达	毫米波	BEV	占用网络	Trans Former
理想	城市 NOA	L9	2023Q2	双 Orin	508TOPS	11	1	1	✓	✓	✓
长城汽车	城市 NOH	魏牌蓝山	2024Q1	高通	360TOPS	12	2	5	✓	/	✓
吉利汽车	无	极氪 009	2022Q4	双 Mobileye EyeQ5H 英伟达	48TOPS	15	/	1	/	/	/
比亚迪	城市 NOA	腾势 N7	2024Q1	Drive Orin	84TOPS	13	2	5	✓	✓	✓
小鹏汽车	城市 NGP	小鹏 G6	2023Q2	双 Orin	508TOPS	12	2	5	✓	✓	✓
长安汽车	城市领航	阿维塔 11	2023Q1	MDC810	400TOPS	13	3	6	✓	✓	✓
上汽智己	城市 NOA	LS6	2023Q3	1 Orin	254TOPS	11	1	3	✓	✓	✓
广汽埃安	无	Aion LX	2022Q1	MDC610	200TOPS	12	3	6	/	/	/
蔚来	高速领航 NOP+	ES8	2023Q2	4 Orin	1016Tops	11	1	5	✓	✓	✓
赛力斯	城市 NCA	M7 智驾	2023Q3	MDC610	200TOPS	11	1	3	✓	✓	✓

数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

**场景泛化+降本需求决定软件主导+硬件集约的行业趋势。**智能驾驶历史发展的三个阶段伴随着功能级别的提升, 覆盖场景的逐步开拓以及产品体验的逐步优化, 先后解决用户在全域驾驶辅助、结构化道路领航以及全域领航等更高维度的驾驶场景, 并通过感知以及决策软硬件的迭代升级在长周期维度实现成本下降。

表2: 智能驾驶各阶段功能及成本情况

发展阶段	功能迭代更高	场景覆盖愈加全面	成本整体降低
第一阶段 2014~2016	L0→智能辅助驾驶 AEB/LCC/LKA/泊车	辅助驾驶全场景覆盖, 提供基本的车道保持/车身稳定等 L1/L2 功能, 优化驾驶体验	智驾新增硬件成本 3~5 千元, 消费者接受度较高
第二阶段 2019~2022	辅助→部分自动驾驶 高速/低速场景点对点	部分结构化道路领航驾驶, 覆盖高速以及停车场等部分路况	智驾新增硬件成本 2.5~3 万元, 消费者接受度较低
第三阶段 2023 年及之后	部分→全域自动驾驶 城市/全场景点对点	城市道路领航, 更全面覆盖各种道路场景, 实现点对点领航驾驶	无图弱雷达模式兴起, 智驾硬件成本有望下降至 1.5~2 万元, 消费者接受度提升

数据来源: 东吴证券研究所整理

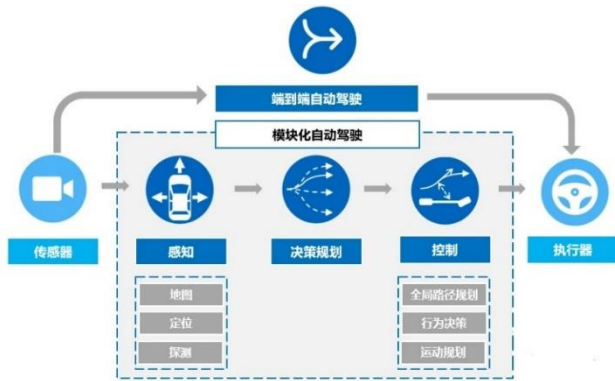
## 1.2. 端到端方案逐步落地, 软件能力为 OEM “必争之地”

### 1.2.1. 模块化→端到端, 特斯拉驱动行业变革

**模块化方案弱泛化性特征限制普及。**智能驾驶算法的框架主要有两大类: 1) 模块化方案; 2) 端到端方案。2023 年前业界采用最多是模块化自动驾驶系统, 优点是整个架构非常简洁, 不同的子模块可以并行开发和独立监控, 有效提升开发效率。但是缺点是需要人工设计所有的模块, 可能用很少的精力就能够解决大部分的自动驾驶场景, 但少部分的 Corner Case 会耗费大量的精力去进行一一的点对点解决, 难以真正拓展规模化应用。

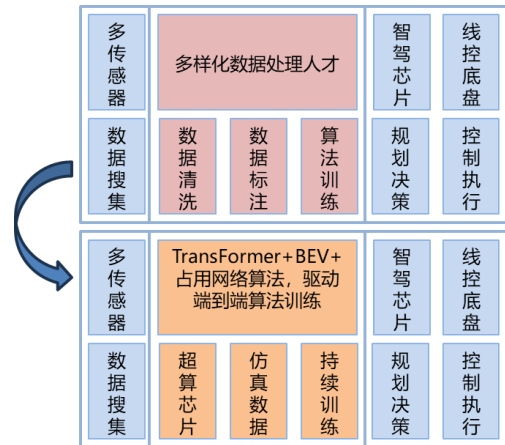
借助 BEV+Transformer 模型，特斯拉端到端感知系统方案全面升级。2023 年特斯拉采用 BEV+ Transformer + Occupancy Network 率先实现了端到端（End to End），核心是车辆把采集到的信息直接送入统一的深度学习网络，经过其处理之后直接输出自动驾驶汽车的驾驶命令。相较于模块化的系统，它设计难度低+硬件成本小，易于获得不同场景下的泛化性。端到端智驾方案高效且场景全覆盖，但高度依赖大算力芯片硬件以及足够的源数据（包括路测以及仿真数据）对算法进行持续训练，以保证快速迭代。

图7：端到端方案与模块化方案底层逻辑



数据来源：CSDN，东吴证券研究所

图8：模块化方案向端到端方案发展



数据来源：东吴证券研究所绘制

### 1.2.2. 端到端方案驱动，智驾能力需求向软硬件两端收敛

端到端方案下软件能力为整车厂“必争之地”。Transformer 大模型上车以及 BEV+ 占用网络算法应用，OEM 智驾能力对于激光雷达以及地图依赖度进一步降低；未来汽车智能驾驶竞速赛将核心围绕广义计算平台的能力进行展开，产业链重心从“中上游供应商（Tier1/2 等一体化智驾方案提供商）”逐渐演变为“上游供应商（芯片硬件）+下游主机厂（数据软件）”等环节。对主机厂而言，软硬件一体化全栈自研能够构建强有力竞争壁垒，核心是以更低成本实现更优产品体验。

我们判断：1)系统软件与芯片形成强绑定关系，短期依然以现有成熟第三方（英伟达）+特斯拉/华为自用为主，长期头部新势力陆续布局（核心在于中长期软件算法成熟以后，能否实现 ASIC 芯片自研）；2)软件算法环节，头部 OEM 借数据优势开展布局，压缩强势 Tier1+第三方软件厂商等的生存空间。

图9：智能驾驶主机厂逐渐转向软件自研

核心环节		OEM				强Tier		
		特斯拉	华为	小鹏/理想	吉利/上汽	英伟达/高通	Mobileye/地平线	Momenta/OpenAI
计算平台	狭义操作系统	基本确定为采用QNX/Linux开发						
	MCU单元							
	AI单元							
	操作系统定制开发							
	中间件组件							
应用软件	感知环节							
	决策环节							
	执行环节							
备注	颜色代表已自研覆盖				颜色代表未来将要自研覆盖			
效能能力	智驾等级体验	☆☆☆	☆☆	☆☆	☆	-	☆☆	☆☆
	未来迭代速率	☆☆☆	☆☆☆	☆☆☆	☆☆	☆☆☆	☆☆	☆☆
	当期控本能力	☆☆☆	☆	☆☆	☆☆☆	-	☆☆☆	☆☆
	长期降本能力	☆☆☆	☆☆☆	☆☆	☆	☆☆☆	☆	☆

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所绘制

## 2. 小鹏：围绕技术领先核心优势，产品/渠道/供应链全面优化

### 2.1. 技术领先：聚焦高阶智驾，全栈自研构建更深护城河

**智驾落地进度领先，积极推动技术降本。**当前乘用车终端对于智驾功能接受度明显提升，核心系成本降低+场景泛化，以较低成本应用更多场景。小鹏汽车以领先的软件算法能力，积极推动轻地图+轻雷达降低智驾成本，并支持在不同地区各种复杂路况进行领航驾驶，快速积累数据构建正循环，实现智驾持续领先。

#### 2.1.1. 功能落地：最快落地城市 NGP 功能，积极开发无图区域能力

**率先落地高阶城市领航智能驾驶，未来规划进展依然行业领先。**小鹏是首个让高阶智能辅助驾驶在城市场景中量产落地的汽车品牌。2023年3月31日，小鹏汽车正式向小鹏 G9 及 P7i Max 版用户开放 XNGP 第一阶段能力，在广州、深圳、上海三座城市有高精地图覆盖的区域内，车辆可实现城市内由 A 点到 B 点的智能导航辅助驾驶，完成本车道巡航跟车、超车变道、绕行静止车辆或物体等动态驾驶任务以及红绿灯识别启停、自主打灯变道、避让其他交通参与者等典型的城市路况交通行为。目前小鹏已在上海、深圳、广州、佛山、北京和全国高速路段开放了 XNGP 功能。

据小鹏汽车，XNGP 轻地图模式覆盖全国 73% 的路网，开城速度提升 20 倍，成本为原先的 1/10；轻雷达将从 X9 开始去除 2 个前向角雷达。小鹏汽车围绕 XNGP+AI 代驾实现“全国都能开”+“全程都好开”，无图 XNGP 将在 11 月底覆盖全国 25 城，12 月底开放全国 50 城，2024 年实现全国主要城市路网全覆盖，2024 年底覆盖欧洲市场。10 月 24 日当晚，首批新“开城”的 20 个城市正式开启公测。

图10: 小鹏汽车智能驾驶规划



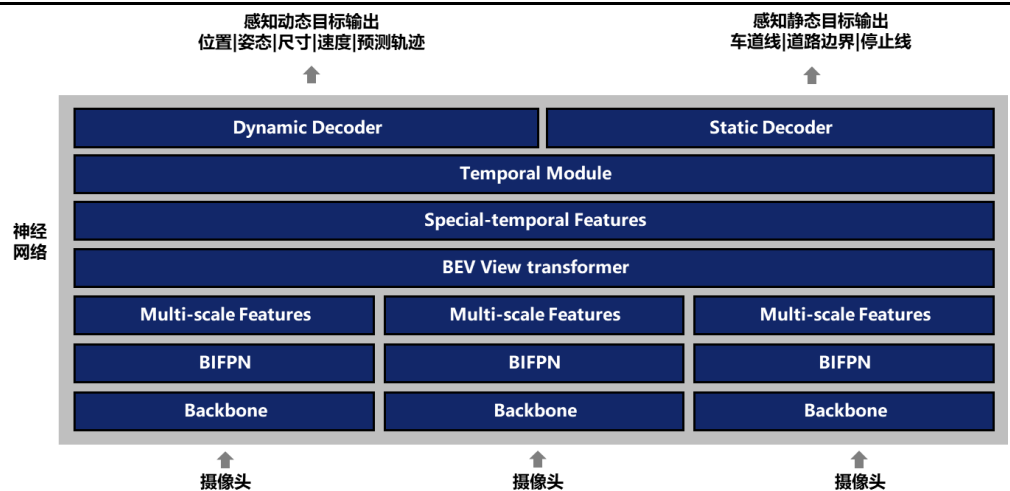
数据来源: 小鹏汽车科技日, 东吴证券研究所绘制

2.1.2. 全栈自研: 开发 BEV+Transformer+占据网络, XNGP+加速普及

全栈自研自动驾驶算法建立智能化壁垒。小鹏汽车自研城市领航辅助系统 XNGP, 感知核心为基于 Transformer 的 BEV 视觉感知系统 XNET, 以多相机多帧的纯视觉方案为核心, 辅以激光雷达作为安全冗余, 通过大模型深度学习网络对相机探测信息进行多帧时序前融合, 进而输出 BEV 视角下动态目标物的 4D 信息以及静态目标物的 3D 信息。

与之配合, 公司在采集、标注、训练、部署都实现了全栈自研以优化整个流程。采集端, 公司通过实车采集+全栈仿真获取了低成本高效率的数据; 标注端, 小鹏汽车打造了全自动标注系统, 标注效率是人工标注的 45000 倍; 训练端, 小鹏与阿里云合作打造了中国最大的自动驾驶计算中心—“扶摇”; 部署端, 通过重写 Transformer 层+网络骨干剪枝+多硬件协同, 公司实现了模型车端的高效运行。全栈自研能力为车企提供高效率, 能够缩短 20%的开发时间, 减少 60%座舱的开发成本, 减少智能驾驶成本 50%。

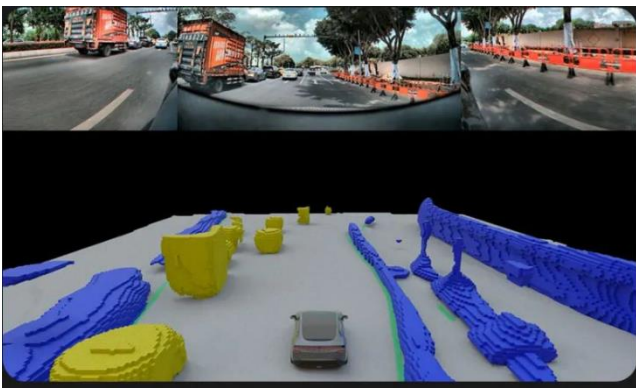
图11: 小鹏 XNet 深度视觉神经网络架构



数据来源: 九章智驾, 东吴证券研究所

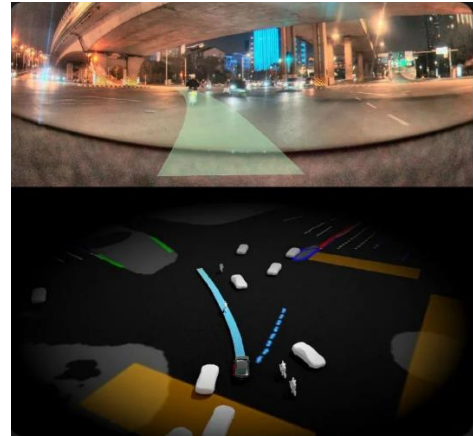
**Xbrain 架构助力智能驾驶再升级。**1024 科技日，小鹏汽车发布了下一代面向全场景智驾的智能驾驶架构“Xbrain”，相比于 XNGP 架构更加简洁。Xbrain 由 XNET2.0 与 XPlanner 组成，XNet2.0 为行业内首个具备时空理解能力的深度视觉神经网络，实现了动态 BEV、静态 BEV 和 **占据网络**的三网合一，感知范围提升 200%、感知类型增加 11 种；XPlanner 是基于神经网络的规划和控制，能够综合接收动态交通+静态环境信息，融合分钟级时序连续分析外部动态动机全面理解环境和周边车辆意图，实时变通调整生成最佳运动轨迹，实现长时序+多对象+强推理功能。

图12: 小鹏 XNET 2.0 功能示意图



数据来源：小鹏汽车科技日，东吴证券研究所

图13: 小鹏 Xplanner 功能示意图



数据来源：小鹏汽车科技日，东吴证券研究所

**扶摇算力中心支持大模型训练，加速算法迭代。**2022 年 8 月，小鹏汽车在乌兰察布建成中国最大的自动驾驶智算中心“扶摇”，基于阿里云智能计算平台，算力可达 600PFLOPS。在“扶摇”的加持下，自动驾驶模型训练效率提升 170 倍，训练时长从 7 天缩短至 1 小时内，端到端通信延迟低至 2 微秒。同时公司实现了智能驾驶数据的全栈闭环与全栈仿真，全闭环处理下效率提升 150%，城市场景被动接管数据降低 38%，全栈仿真已经模拟了 1.22 亿公里里程，有效降低了 XNGP 扩城的边际成本。硬件端，从公司第一代智驾系统 Xpilot 到第二代 XNGP，车端芯片算力已提升超过 100 倍。

表3: 小鹏自动驾驶方案搭载芯片情况

自动驾驶方案	芯片供应商	芯片	算力(TOPS)	制程(nm)	代表车型	传感器配置
小鹏 Xpilot 2.0	Mobileye	EyeQ4	2.5	28	小鹏 G3	5V3R12U
小鹏 Xpilot 2.5						
小鹏 Xpilot 3.0	英伟达	Xavier	30	12	小鹏 P7	13V5R12U
小鹏 Xpilot 3.5					2022 款小鹏 P5	13V5R12U
小鹏 Xpilot 4.0					Orin	254
小鹏 XNGP	英伟达	Orin	254	7	小鹏 G6	12V5R12U

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所整理

### 2.1.3. 座舱融合：AI 驱动智能发展，助力“降本提效”

**AI 大模型赋能智能座舱。**小鹏汽车第五代座舱 XOS 天玑系统搭载骁龙 8295 芯片，系统流畅度提升 35%，应用响应速度提升 50%，触控响应速度提升 40%。XOS 天玑系统支持分屏多任务、XDock、全场景车感 SR 等功能，智能语音接入小鹏自研的 XGPT 灵犀大模型，将在小鹏 X9 首发搭载，G6/G9/P7i 等也将陆续通过 OTA 升级。同时公司将 AI 大模型全面接入业务研发的过程中，代码开发提效 15%，大幅缩短设计周期。

图14: XOS 天玑系统全场景车感 SR 功能



数据来源: 小鹏汽车科技日, 东吴证券研究所

图15: AI 大模型助力公司内部提效

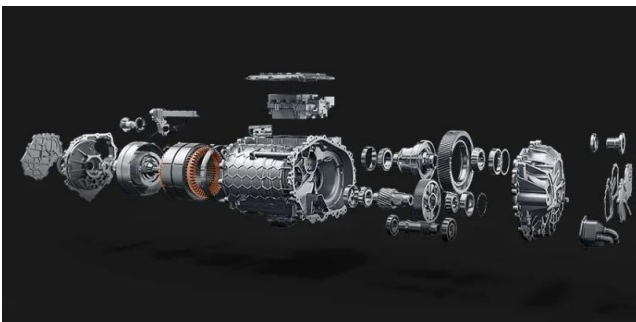


数据来源: 小鹏汽车公众号, 东吴证券研究所

#### 2.1.4. 智能制造: 一体化压铸等新技术上车助力降本

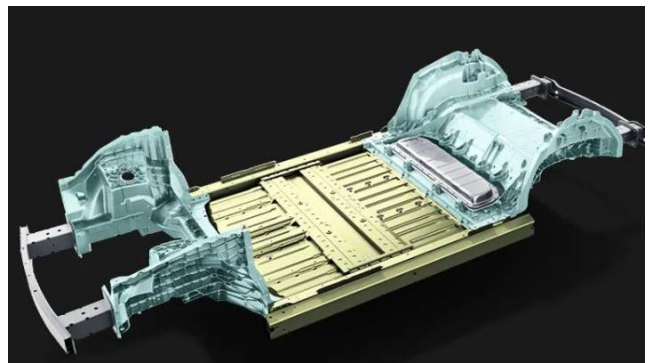
**智能制造助力公司车端降本提效。**2023 年 10 月 24 日小鹏汽车科技日上，公司发布了下一代电子电气架构 XEEA 3.5，作为行业内首个驾舱融合车载计算中心，XEEA3.5 集成了自驾、座舱、仪表、网关、IMU、功放等功能，整体成本减少 40%，性能提升 50%；公司下一代电驱系统 SIC 用量减少 20%，关键成本下降 50%，120km/h 高速续航效率超过 93%；小鹏是国内唯一量产前后一体化压铸的车企，拥有目前全球唯一一台 12000T 超大型压铸机，并即将扩展一台 16000T 压铸机以支持投产更大型的压铸件，公司下一代 CIB+中地板一体压铸技术使得整车续航进一步提高 5%，整车制造成本下降 10-30%。

图16: 小鹏汽车下一代电驱系统



数据来源: 小鹏汽车科技日, 东吴证券研究所

图17: 小鹏汽车下一代 CIB+中地板一体压铸技术



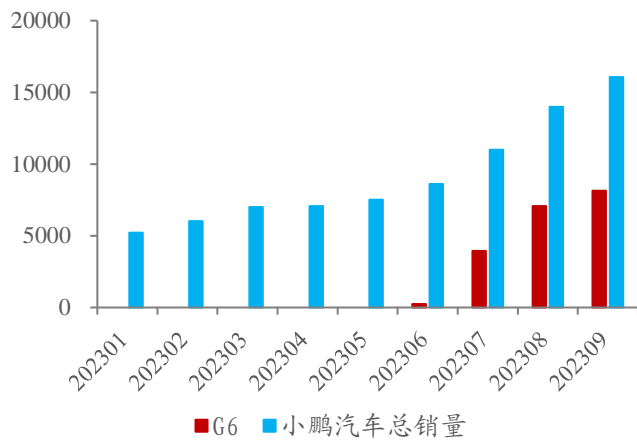
数据来源: 小鹏汽车科技日, 东吴证券研究所

## 2.2. 产品迭代: 以智驾为卖点聚焦中高端市场完善产品矩阵



包括智能座舱、智驾及共享出行市场等多维度的强有力支撑,助力小鹏汽车在“15万级”价格区间打造爆款车型。

图19: 小鹏 G6 与小鹏汽车总销量/辆



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

图20: 小鹏 X9



数据来源: 小鹏汽车公众号, 东吴证券研究所绘制

**聚焦智能驾驶平权普惠, 24 年有望率先进入 20 万以下市场。**10-20 万是新能源汽车最主要的市场, 2023 年以来在新能源汽车总销量中的占比稳定在 45% 以上。由于智驾相关软硬件成本原因, 目前搭载高级智能驾驶的汽车价格区间普遍在 20 万元以上; 凭借技术创新+全流程降本, 小鹏汽车预计在 2024 年推出 1~2 款全新车型, 落地“智驾硬件降本 50%”, 并支持行业最为领先的道路领航辅助驾驶功能, 在 2024H2 以低成本低价格+高普及率实现用户接受度、销量以及产品盈利能力的多维提升。另外, 展望未来 1~2 年时间, 根据当前行业玩家新车规划, 小鹏有望成为 20 万元以下少数提供城市领航功能的车企, 技术进步塑造差异化产品竞争力, 驱动市占率提升。

表4: 主要车企 2024 年智驾车型规划

车企	品牌	价格区间	智驾功能
小鹏	MONA	15w 级	XNGP
理想	L6	20-30w	城市 NOA
蔚来	阿尔卑斯	20-30w	NOP+
长安	深蓝 SL03	15-20w	自适应巡航+并线辅助
华为	华为北汽智选	20w 以上	华为 ADS 2.0
智己	轿跑车型	20w 以上	城市 NOA
极氪	M-Vision	30w 以上	NZP
长城	魏牌蓝山	25-30w	城市 NOH

数据来源: 各车企发布, 东吴证券研究所整理

## 2.3. 补齐短板: 渠道优化&供应链整合同步推进

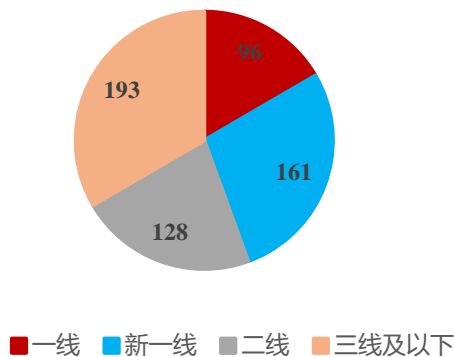
### 2.3.1. 新总裁王凤英主导, 渠道整合提升效率

**自营+授权混合模式下渠道资源内耗严重。**2019 年起小鹏汽车宣布开放授权合作销售模式, 自建直营+授权经销商加盟并行。直营渠道归属小鹏汽车贸易公司; 授权经销

商归属小鹏 UDS（用户发展服务中心），两个并行部门同时对渠道进行管理，存在一定渠道内部资源损耗问题。

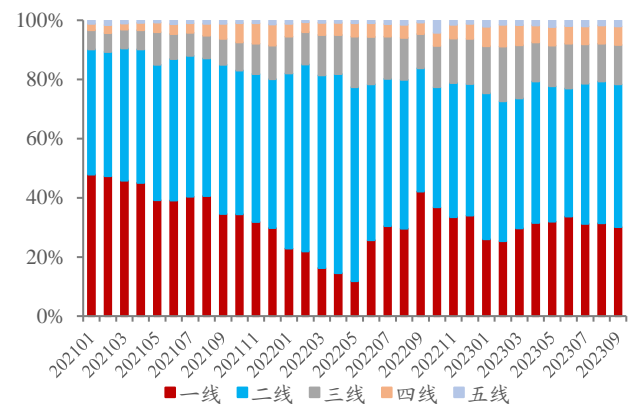
**总裁王凤英主导内部营销体系改革，团队合并提升渠道效率。**2023年1月30日，前长城汽车总经理王凤英正式出任小鹏汽车总裁，公司逐步进行渠道改革，在内部组织管理结构上，汽贸和UDS两个渠道团队完成合并，由副总裁王桐负责；渠道方面，将小鹏销售体系的东区、南区、北区、中区四个大区改为24个“战区”，将原来多条业务线统一为一个服务端销售体系上，每个小区内的直营门店和授权经销商均由小区负责人主管。渠道统一管理有效避免内部资源损耗，提升经营效率。王凤英还在打造营销服务效率工具，建立对前线需求响应更快的中台，提升内部沟通和运营的效率。

图21：小鹏终端门店分线城市情况（截至2023.10.23）



数据来源：小鹏汽车官网，东吴证券研究所

图22：小鹏终端销售分线城市情况



数据来源：交强险，东吴证券研究所绘制

### 2.3.2. 企业内部反腐，供应链管理整合优化

**供应链整顿，内部反腐倡廉。**10月9日，小鹏汽车正式公布其采购部门的负责人已被暂停职务，同时有数名员工正配合相关调查，主要系小鹏汽车内部进行的供应链反腐行动，涉及多个层级，并得到了警方的介入。2022年底，小鹏汽车已经开始对供应链业务部门进行调整，将原来的供应链服务部、营销服务采购部及零部件采购部合并为采购部。内部反腐是小鹏汽车提高内部管理水平、降本提效的重要环节，助力小鹏2025年实现扭亏为盈的战略目标。

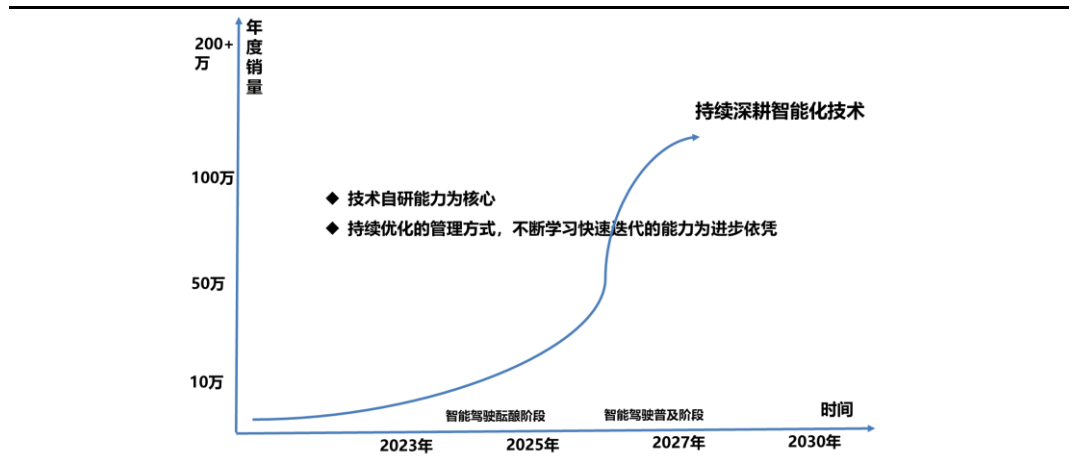
## 3. 外部合作+业务开拓，全新定位打开中长期发展空间

### 3.1. 小鹏+大众开启合作新模式，优势互补进化

**产业新老玩家联合开发。**2023年7月26日，大众与小鹏汽车签署长期技术合作框架协议，大众汽车集团将向小鹏汽车增资约7亿美元，以每ADS 15美元的价格，交易完成后持有小鹏汽车约4.99%的股权。在战略技术合作方面，小鹏和大众汽车集团将利用各自的核心能力和小鹏G9平台以及Connectivity和ADAS软件，共同开发两款B级BEV车型，以大众汽车品牌在中国市场销售，预计将于2026年开始生产。

自主品牌技术具备全球影响力，有望开启小鹏自身技术/销量/品牌力的正循环。本次合作预示着中国汽车品牌在电动智能车时代已经具备全球重大影响。大众作为油车时代的世界龙头之一，在这轮全球汽车技术变革需要拥抱中国汽车品牌方可加快自身转型步伐。**对小鹏的影响：**全球影响力质的上升和自身正循环的强化。1) 得到大众的认可对小鹏全球影响力上升的验证。2) 商业模式创新，不仅是短期财务投资，而是长期深度合作。3) 合作大众推动智能驾驶相关软件技术平台输出，稳定可持续的车型放量有望带来持续的收入。4) 自动驾驶/供应链进一步深度合作，打开规模效应的空间。

图23：小鹏汽车核心竞争力



数据来源：东吴证券研究所绘制

### 3.2. 战略合作滴滴，加速科技普惠/智能平权落地

小鹏汽车成为首家获得滴滴生态体系全面支持的整车企业。2023年8月28日，小鹏+滴滴双方达成战略合作，小鹏将发行占交易完成后总股本3.25%的A类普通股，收购滴滴旗下智能电动汽车项目相关资产和研发能力。滴滴将成为小鹏的战略股东。小鹏成为首家获得滴滴生态体系全面支持的整车企业（车型的运营、品牌营销、金融保险服务、充电设施建设、Robotaxi以及国际市场等），此收购最高对价为58.35亿港元。

小鹏正式进入多品牌战略阶段，引领电动智能新时代。小鹏汽车将以全新品牌（项目代号“MONA”）发布A级智能电动车，计划于2024年实现量产，正式进入多品牌战略阶段。未来，双方将在智能电动汽车的共享出行应用、充电设施、Robotaxi及海外市场拓展等领域积极探索合作机会，携手加速“科技普惠、智能平权”的落地。“MONA”定位“15万级”A级智能电动汽车，有望进一步强化小鹏A级市场产品的技术竞争优势，让智能驾驶技术在最主流的细分市场成为标配。

### 3.3. 拓展飞行汽车+机器人，AI智能化应用再添双翼

飞行汽车+机器人再添新翼。飞行汽车方面，公司计划在未来2~3年量产交付第一款增程式混合动力分体式飞行汽车“陆地航母”，采用陆行体+飞行体两分体构型，陆行体为飞行体持续补能，具备6轮6驱动，飞行体纯电推动，首创行业最低整机50m救生开伞高度；人形机器人方面，公司自研双足机器人PX5，具有双足行走和跨越障碍能力，

类人的手部具有 11 个自由度，双指夹持保持力 1kg，臂部具有 7 个自由度，最大负载 3kg，未来将接入 XNGP、XEEA 电子电气架构、XPower、XGPT 灵犀大模型等汽车同源技术，应用在工厂生产及销售服务等场景。

图24：小鹏“陆地航母”分体式飞行汽车



数据来源：小鹏汽车科技日，东吴证券研究所

图25：小鹏汽车自研机器人 PX5



数据来源：小鹏汽车科技日，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资建议

基于以下核心假设，我们对小鹏汽车 2023~2025 年盈利进行预测。

1) 小鹏汽车 2022 年实现批发销量 12.1 万辆，我们预期 2023~2025 年在 G6/MONA 等新车贡献下公司可分别实现批发销量 13.8/33.5/63.0 万辆，分别同比 +14%/+143%/+88%。2) 规模效应下我们预期公司 2023~2025 年综合毛利率分别为 2.1%/15.1%/19.4%。3) 费用率方面，我们预期在公司整合渠道/提升研发效率后费用率将得到显著改善，假设 2023~2025 年研发费用率分别为 19.3%/13.0%/11.0%；销售、行政及一般费用率为 19.7%/10.0%/9.0%。

表5：小鹏汽车盈利预测核心假设

	2022	2023E	2024E	2025E
销量/万辆	12.1	13.8	33.5	63.0
YOY	24%	14.2%	142.9%	88.1%
毛利率	11.5%	2.1%	15.1%	19.4%
研发费用率	19.4%	19.3%	13.0%	11.0%
销售、行政及一般费用率	24.9%	19.7%	10.0%	9.0%

数据来源：wind，东吴证券研究所

我们维持公司 2023~2025 年营收预测为 268/637/1225 亿元，归母净利润预测为 -82/-32/7 亿元，对应 PS 为 3.6/1.5/0.8 倍。选取港股上市的国内头部新势力车企理想汽车、蔚来、零跑汽车以及全球新能源领先车企特斯拉作为公司的可比公司，对应 2023~2025 年 PS 均值为 3.0/2.0/1.6 倍，考虑智驾算法能力领先以及长期软件供应持续收费，我们认为公司应该享受更高估值，对比行业领先企业特斯拉，维持小鹏汽车 2024 年 5X 目标 PS，对应目标价 196 港币，当前股价 59.35 港币（2023 年 10 月 30 日），维持“买入”

评级。

表6: 小鹏汽车可比公司估值表 (2023年10月30日)

证券代码	公司简称	总市值/ 亿元	总营业收入/亿元			归母净利润/亿元			PS/倍		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
2015.HK	理想汽车-W	2695.1	1191.4	2143.6	3274.2	89.3	224.5	407.4	2.3	1.3	0.8
9866.HK	蔚来-SW	923.6	563.1	921.5	1391.8	-170.6	-109.9	-7.6	1.6	1.0	0.7
9863.HK	零跑汽车*	337.7	226.0	457.8	624.1	-47.6	-31.2	3.6	1.5	0.7	0.5
TSLA.O	特斯拉*	47303.6	7143.5	9180.6	11200.0	666.7	988.5	1316.8	6.6	5.2	4.2
可比公司算数平均 PS									3.0	2.0	1.6
9868.HK	小鹏汽车-W	943.9	268.0	636.7	1225.0	-82.3	-32.1	7.2	3.6	1.5	0.8

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 标\*的盈利预测来源为 wind 一致预期, 其余均来自东吴证券研究所预测; 总市值指按指定证券价格乘指定日总股本计算上市公司在该市场的估值。表中货币单位均为人民币, 换算汇率采用 10 月 30 日 1 港元=0.9356 人民币; 1 美元=7.3178 人民币

## 5. 风险提示

**乘用车价格战超预期。**若车企价格战幅度较大以及节奏较快, 会对整车企业以及供应链盈利情况产生较大影响。

**终端需求恢复低于预期。**若消费者需求恢复不及预期, 则影响车企销量爬坡。

**L3 级别自动驾驶政策推出节奏不及预期。**L3 级别政策如果推出节奏不及预期, 可能会影响智能化功能落地量产时间, 导致整个板块向前推进受阻。

## 小鹏汽车-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>43,527.42</b>	<b>25,781.72</b>	<b>53,969.55</b>	<b>91,674.23</b>	<b>营业总收入</b>	<b>26,855.12</b>	<b>26,797.32</b>	<b>63,665.0</b>	<b>122,500.0</b>
现金及现金等价物	14,607.77	9,390.47	19,680.45	46,761.52	营业成本	23,766.73	26,223.00	54,053.00	98,758.00
应收账款及票据	3,872.85	3,349.67	7,958.13	15,312.50	销售费用	5,028.96	3,805.22	4,392.89	7,350.00
存货	4,521.37	3,642.08	7,507.36	13,716.39	管理费用	1,659.29	1,473.85	2,482.94	4,397.75
其他流动资产	20,525.43	9,399.50	18,823.62	15,883.82	研发费用	5,214.84	5,163.84	8,276.45	13,475.00
<b>非流动资产</b>	<b>27,963.59</b>	<b>36,746.21</b>	<b>39,924.32</b>	<b>47,254.62</b>	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	10,606.75	14,296.07	17,616.46	20,604.82	<b>经营利润</b>	<b>(8,814.69)</b>	<b>(9,868.60)</b>	<b>(5,540.27)</b>	<b>(1,480.75)</b>
商誉及无形资产	2,997.59	3,172.83	3,330.55	3,472.49	利息收入	1,058.77	1,225.49	1,838.45	1,314.68
长期投资	0.00	400.00	600.00	800.00	利息支出	132.19	132.05	62.70	132.00
其他长期投资	9,221.48	12,221.48	11,221.48	14,221.48	其他收益	(1,230.25)	516.47	516.68	964.48
其他非流动资产	5,137.77	6,655.83	7,155.83	8,155.83	<b>利润总额</b>	<b>(9,118.36)</b>	<b>(8,258.69)</b>	<b>(3,247.84)</b>	<b>666.40</b>
<b>资产总计</b>	<b>71,491.01</b>	<b>62,527.93</b>	<b>93,893.87</b>	<b>138,928.85</b>	所得税	24.73	21.47	16.24	(6.00)
<b>流动负债</b>	<b>24,114.85</b>	<b>26,245.89</b>	<b>57,326.07</b>	<b>102,338.79</b>	<b>净利润</b>	<b>(9,143.09)</b>	<b>(8,280.16)</b>	<b>(3,264.08)</b>	<b>672.40</b>
短期借款	3,309.35	1,309.35	3,809.35	3,009.35	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	14,222.86	18,210.42	37,536.81	68,581.94	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(9,138.97)</b>	<b>(8,230.31)</b>	<b>(3,214.23)</b>	<b>722.25</b>
其他	6,582.65	6,726.13	15,979.92	30,747.50	EBIT	(10,044.94)	(9,352.13)	(5,023.59)	(516.28)
<b>非流动负债</b>	<b>10,465.49</b>	<b>7,101.68</b>	<b>10,101.68</b>	<b>8,901.68</b>	EBITDA	(8,634.23)	(7,716.69)	(3,001.70)	1,853.43
长期借款	5,410.80	1,910.80	4,910.80	3,710.80					
其他	5,054.69	5,190.88	5,190.88	5,190.88					
<b>负债合计</b>	<b>34,580.34</b>	<b>33,347.57</b>	<b>67,427.75</b>	<b>111,240.48</b>					
股本	0.11	0.11	0.11	0.11	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	(5.27)	(4.75)	(1.85)	0.42
归属母公司股东权益	36,910.67	29,180.35	26,466.12	27,688.37	每股净资产(元)	21.39	16.84	15.27	15.98
<b>负债和股东权益</b>	<b>71,491.01</b>	<b>62,527.93</b>	<b>93,893.87</b>	<b>138,928.85</b>	发行在外股份(百万股)	1,733.10	1,733.10	1,733.10	1,733.10
					ROIC(%)	(22.52)	(24.03)	(14.94)	(1.50)
					ROE(%)	(24.76)	(28.20)	(12.14)	2.61
					毛利率(%)	11.50	2.14	15.10	19.38
					销售净利率(%)	(34.03)	(30.71)	(5.05)	0.59
					资产负债率(%)	48.37	53.33	71.81	80.07
					收入增长率(%)	27.95	(0.22)	137.58	92.41
					净利润增长率(%)	(87.92)	9.94	60.95	122.47
					P/E	—	—	—	133.24
					P/B	2.60	3.30	3.64	3.48
					EV/EBITDA	(6.49)	(11.67)	(28.41)	30.32

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2023年10月30日的0.9356,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码：215021  
 传真：（0512）62938527  
 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>