

小鹏汽车：MONA引领新一轮产品周期，智能化领先优势不断强化

华西证券汽车团队
2024年7月12日

分析师：白宇

SAC NO: S1120524020001

分析师：赵水平

SAC NO: S1120524050002

投资建议

■ 核心观点：

夯实科技标签，新产品周期加速到来。小鹏汽车定位中国量产智能驾驶领导者，2022年9月开始推动城区NGP量产落地，2024年1月落地243座城市，2024年三季度目标实现全国都能开。公司智能科技标签深入人心，明星车型P7首搭高速NGP功能，最高月销超9000台；未来3年，小鹏汽车规划新品或改款约30款，新产品周期加速到来。

新系列MONA，推动智驾下沉普及。公司收购滴滴旗下智能电动汽车项目，推出新系列MONA。MONA首款车型M03致力于打造年轻人的第一台AI智驾汽车，我们认为其定位为P7平替、售价10-15万元，销量值得期待。

渠道改革成效初显，出海战略2.0加速。公司启动“木星计划”，以“直营+授权”模式，扩大渠道覆盖规模。根据2024年一季度销量数据，下沉市场表现较好、渠道改革成效初显。此外，小鹏汽车出海2.0战略加速推进，从东南亚、中东非到德国，目标市场不断扩容；2024年一季度，公司累计出口量达2023年出口量61.8%，海外销量提升明显。

■ **投资建议：** 我们认为MONA M03定位P7平替，有望再续爆款基因，助力小鹏汽车月销站稳2万。我们预计2024-2026年营收为454.30、734.65、1076.44亿元，归母净利润为-66.46、-26.54、23.21亿元，EPS为-3.51、-1.40、1.23元；2024年7月11日收盘价33.05港元，对应2024-2026年PE为-8.70、-21.79、24.91倍；首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：** 公司目前在售产品均为纯电车型，纯电车型对补能依赖性更强且目前用户对纯电产品接受度低，公司坚持做纯电车型，未来销量增长可能不及预期；公司致力于研发高阶智能驾驶技术，对核心技术人员依赖性强，面临核心研发人员流失等风险；价格战竞争激烈带来销量不及预期等风险。

目录

夯实科技标签，新产品周期加速到来

新系列MONA，推动智驾下沉普及

渠道改革成效初显，出海战略2.0加速

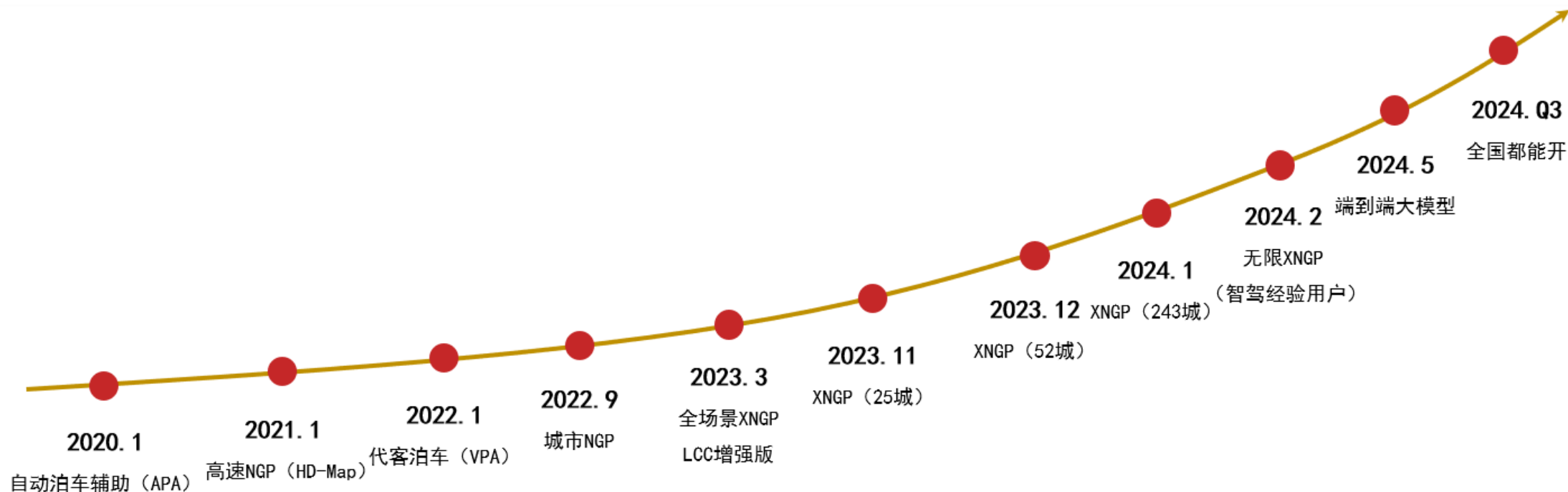
风险提示

1. 夯实科技标签，新产品周期加速到来

小鹏汽车：中国量产智能驾驶领导者

- **小鹏汽车：中国量产智能驾驶领导者。** 1) 自动泊车辅助：2020年1月，推出自动泊车辅助（APA），是行业首个基于纯视觉的自动泊车方案（G3）；2) 高速NGP/代客泊车：2021年1月，推出高速NGP，基于高精地图；2022年1月，推出代客泊车（VPA），是行业首个记忆泊车方案（P7）；3) 城市NGP：2022年9月，推出城市NGP，是国内首个基于高精地图的城区智驾（P5）；4) 全场景XNGP/LCC增强版：2023年3月，推出全场景XNGP，是国内首个基于BEV+Transformer架构的城区智驾（广州/深圳/上海）；LCC车道居中辅助增强版，红绿灯启停、跨线绕行避障（G9/P7i）；5) 无限XNGP：2023年11月，全量推送无图XNGP至25城；12月，增加至52城；2024年1月，增加至243城；5月，端到端大模型上车（G9/P7i/G6/X9）；Q3计划推送全国都能开。

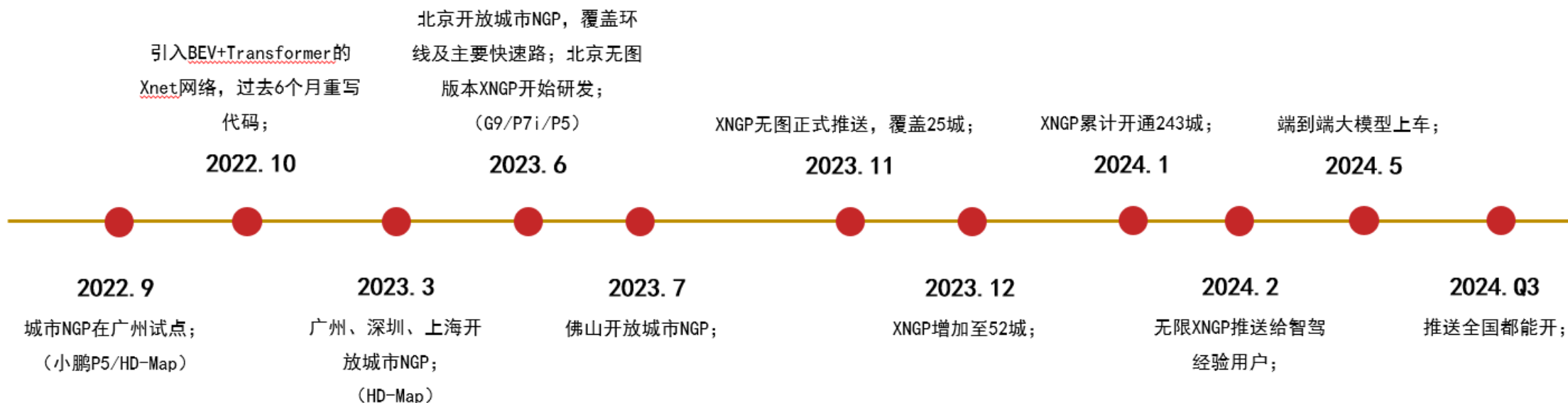
图 1-1：小鹏智驾发展路径



XNGP开城加速，剑指全球都能开

- XNGP开城加速，Q3推送全国都能开。** 1) 第一阶段：基于高精地图的城市NGP。2022年9月，小鹏推送广州城市NGP，该版本基于高精地图；后续拓展至北京/上海/广州/深圳/佛山五个城市；2) 第二阶段：基于BEV+Transformer架构的城市NGP。2023年11月，首批推送无图XNGP，覆盖25城；12月增加至52城；2024年1月增加至243城；3) 第三阶段：无限版XNGP。2024年5月端到端大模型上车；Q3计划推送全国都能开。
- 泛化能力加强，剑指全球都能开。** 根据开城时间线来看，随着泛化能力加强，开城速度加快（11/12/1月开城数分别为25/52/243个）。2024年，XNGP将覆盖全国主要城市路网、研发全球高速NGP；2025年，研发全球XNGP。

图 1-2：小鹏汽车开城时间线



资料来源：晚点Auto、小鹏汽车公众号等，华西证券研究所

发力营销智驾、夯实品牌科技标签

- **标签是用户对品牌的认知。** 标签是对各种客观事物的特征标识，品牌通过塑造差异化的产品形象，在消费者心目中逐渐占据独特和有价值的地位。
- **发力营销智驾、夯实品牌科技标签。** 根据杰兰路《2023年度下半年新能源汽车品牌健康度研究》，小鹏位列“开放创新”标签第二名。根据官方微博宣传物料，小鹏汽车大力营销智驾，智驾直播场均观看次数超150万；凭借小鹏汽车智驾实力以及营销助攻，智驾科技标签有望进一步被强化。

图 1-3：发力营销智驾，夯实品牌标签

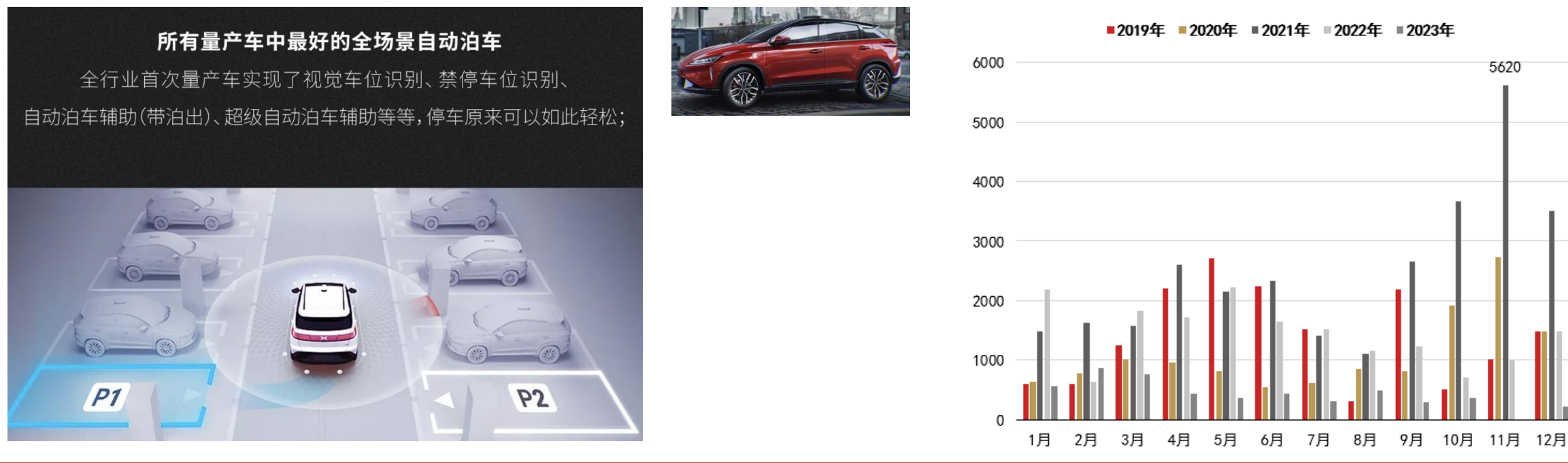


资料来源：小鹏汽车官方微博、杰兰路等，华西证券研究所

G3：A级纯电SUV，峰值月销超5500台

- 2018年12月，小鹏G3正式上市并启动交付，定位具备互联网基因的智能SUV，售价14.89-17.69万元。
- **G3：A级纯电SUV（车长4495mm），峰值月销超5500台。**小鹏G3为A级纯电SUV，2021年平均月销超2000台，峰值月销量达5620台。G3搭载全场景自动泊车功能，全行业首次量产车实现视觉车位识别、禁停车位识别、自动泊车辅助（带泊出）、超级自动泊车辅助等功能。

图 1-4：小鹏G3带全场景自动泊车功能，峰值月销超5500台

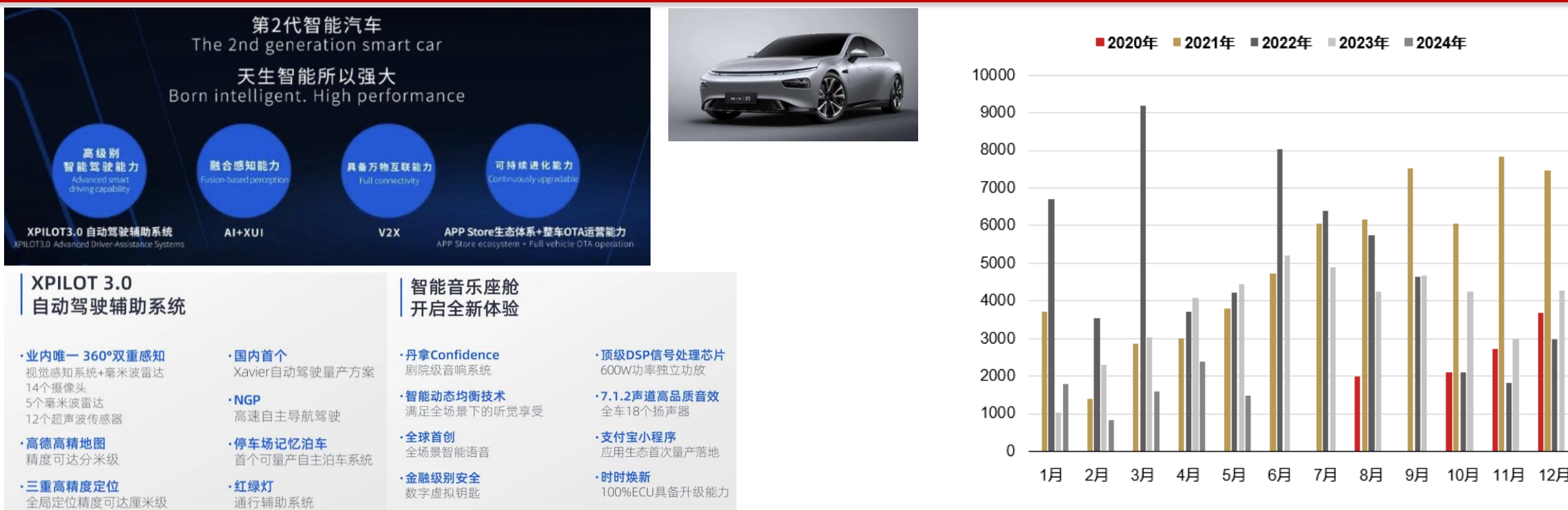


资料来源：小鹏汽车公众号、汽车之家App，华西证券研究所

P7：纯电明星轿跑，峰值月销超9000台

- 2020年4月，小鹏P7正式上市，定位具备互联网基因的智能纯电动轿跑，售价22.39万元起。
- **P7：纯电明星轿跑（车长4880mm），峰值月销超9000台。**小鹏P7为运动型纯电轿跑，2021/2022/2023年平均月销分别为5047/4922/3781台，峰值月销量超9000台。P7智能驾驶再进阶，国内首个搭载英伟达Xavier自动驾驶量产方案，可实现高速NGP、停车场记忆泊车功能；智能音乐座舱搭载丹麦Confidence音响系统，实现600W功率独立功放。

图 1-5：小鹏P7首个搭载英伟达Xavier芯片，可实现高速NGP、停车场记忆泊车功能，峰值月销超9000台

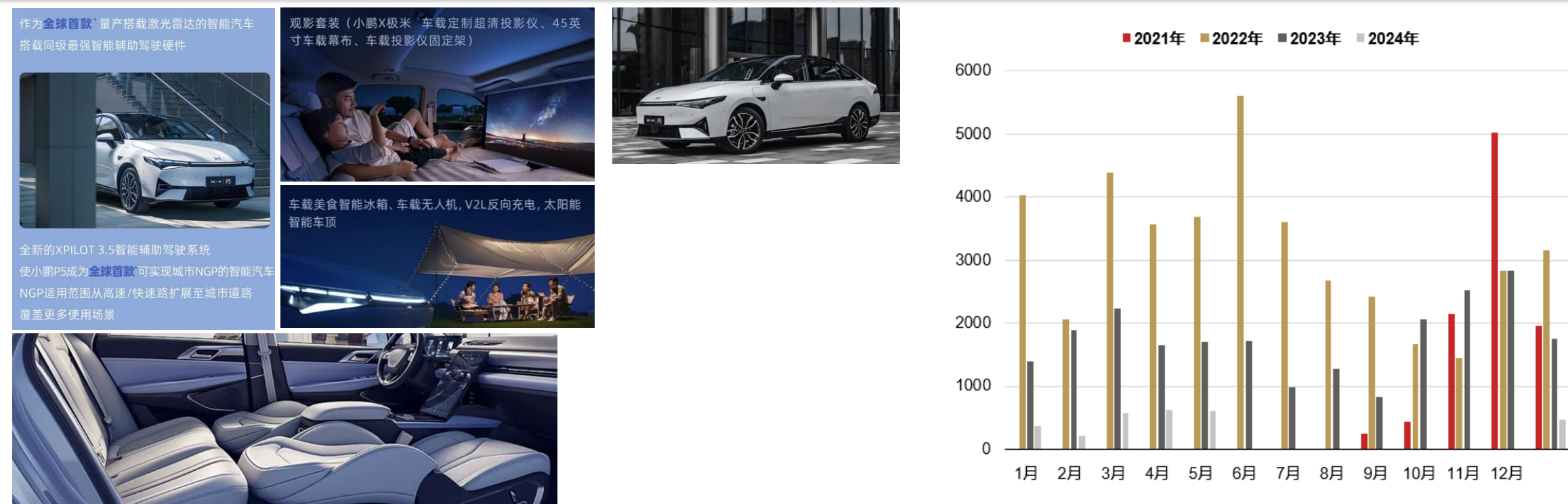


资料来源：小鹏汽车公众号、汽车之家App，华西证券研究所

P5：纯电家用B级轿车，峰值月销超5500台

- 2021年9月，小鹏P5正式上市，定位百变舒适智能家轿（配备冰箱彩电大沙发），售价15.79-22.39万元。
- **P5：B级纯电家用轿车（车长4808mm），峰值月销超5500台。**小鹏P5为B级纯电家用轿车，2022/2023年平均月销分别为3165/1757台，峰值月销量超5500台。P5是全球首款量产搭载激光雷达的车型，全新XPILOT 3.5辅助驾驶系统适用范围从高速/快速路拓展至城市道路。P5定位百变舒适智能家轿，配备冰箱彩电大沙发，打造家用舒适大空间。

图 1-6：小鹏P5首个量产搭载激光雷达，智能驾驶向城区场景进化，峰值月销超5500台

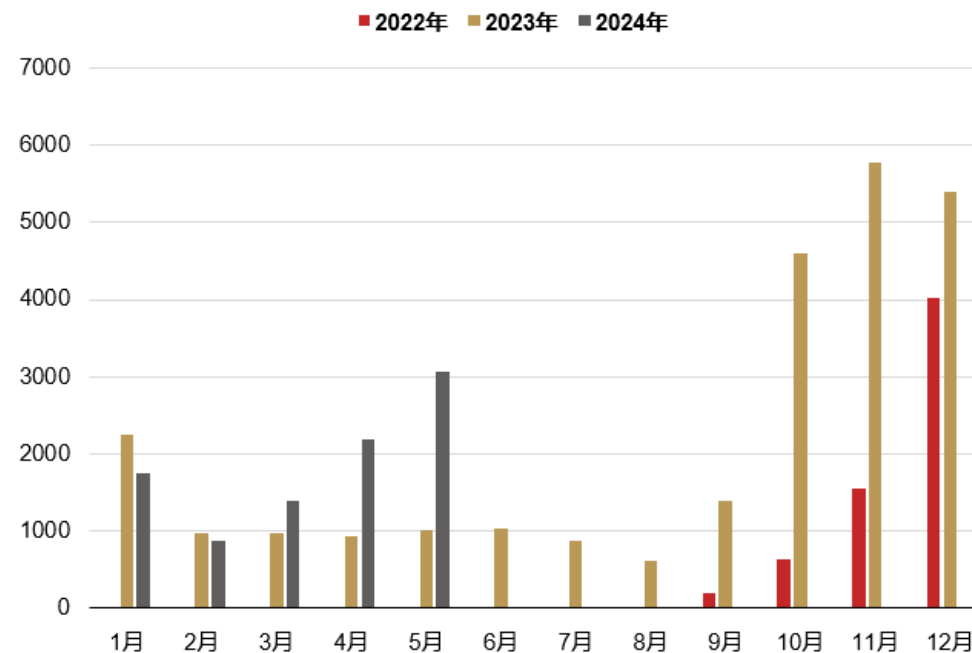
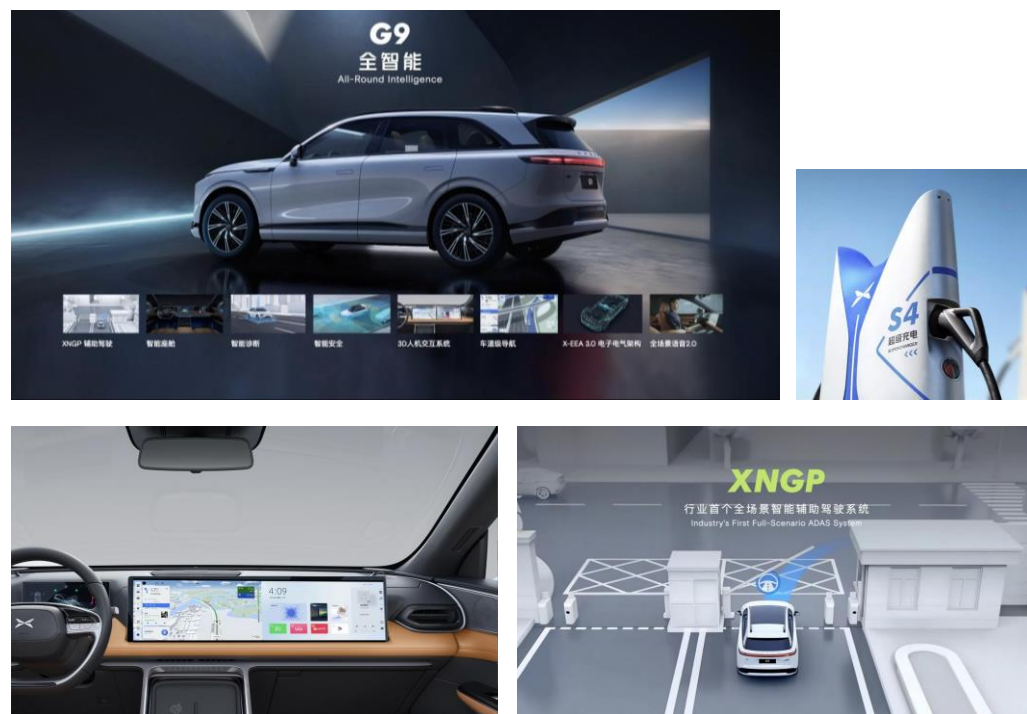


资料来源：小鹏汽车公众号、汽车之家App，华西证券研究所

G9：超快充全智能SUV，峰值月销超5500台

- 2022年9月，小鹏G9正式上市，定位超快充全智能SUV，售价26.39万元起。
- **G9：B+级全智能超快充纯电SUV（车长4891mm），峰值月销超5500台。**小鹏G9为B+级纯电SUV，2022/2023年平均月销分别为1593/2149台，峰值月销量超5500台。G9搭载国内首个量产的车端800V高压SiC平台，4C版本的车型峰值功率达430kW，配合小鹏S4超快充桩可实现充电5分钟，续航200km，从10%充到80%最快仅需15分钟；

图 1-7：小鹏G9首个量产搭载激光雷达，智能驾驶向城区场景进化，峰值月销超5500台

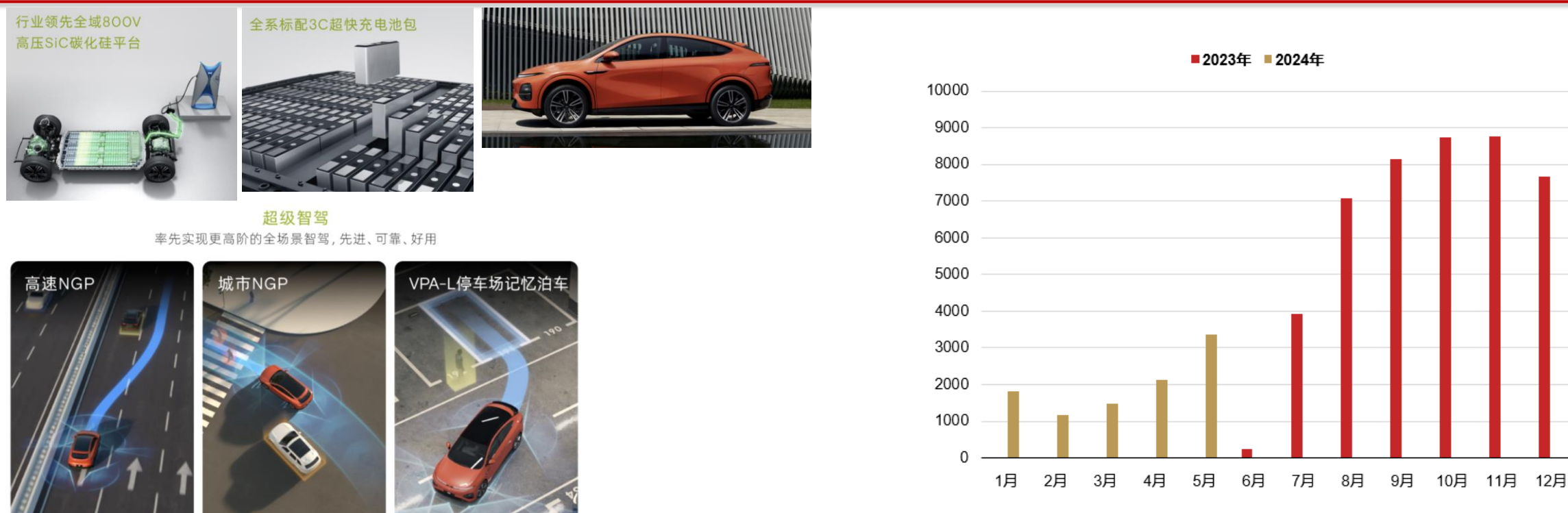


资料来源：小鹏汽车官网、汽车之家App，华西证券研究所

G6：中型轿跑SUV，峰值月销近9000台

- 2023年6月，小鹏G6正式上市，定位超智驾轿跑SUV，售价20.99-27.69万元。
- **G6：B级纯电轿跑SUV（车长4753mm），峰值月销近9000台。**小鹏G6为中型轿跑SUV，2023年平均月销为6364台，峰值月销量为8741台。G6率先推动800V+城区智能驾驶向20-25万价格段普及，搭载800V高压碳化硅平台，标配3C超快充电池包；智能驾驶延续G9方案，可实现高速/城市NGP、停车场记忆泊车功能。

图 1-8：小鹏G6智能化/电动化均较强，峰值月销近9000台



资料来源：小鹏汽车公众号、汽车之家App，华西证券研究所

X9：超智驾大七座MPV，峰值月销近4000台

- 2024年1月，小鹏X9正式上市，定位超智驾大七座MPV（配备冰箱彩电大沙发），售价35.98-41.98万元。
- **X9：超智驾大七座MPV（车长5293mm），峰值月销近4000台。**小鹏X9为大七座纯电家用MPV，峰值月销量近4000台。X9产品力超强，超低风阻设计、最低能耗16.2度/百公里；全系标配800V碳化硅平台、充电10分钟续航增加300km、20分钟补能10%-80%；全系标配后轮转向、双腔空悬。智能驾驶延续小鹏智能化基因，可实现全场景XNGP。

图 1-9：X9延续小鹏智能化基因、产品力超强，峰值月销近4000台



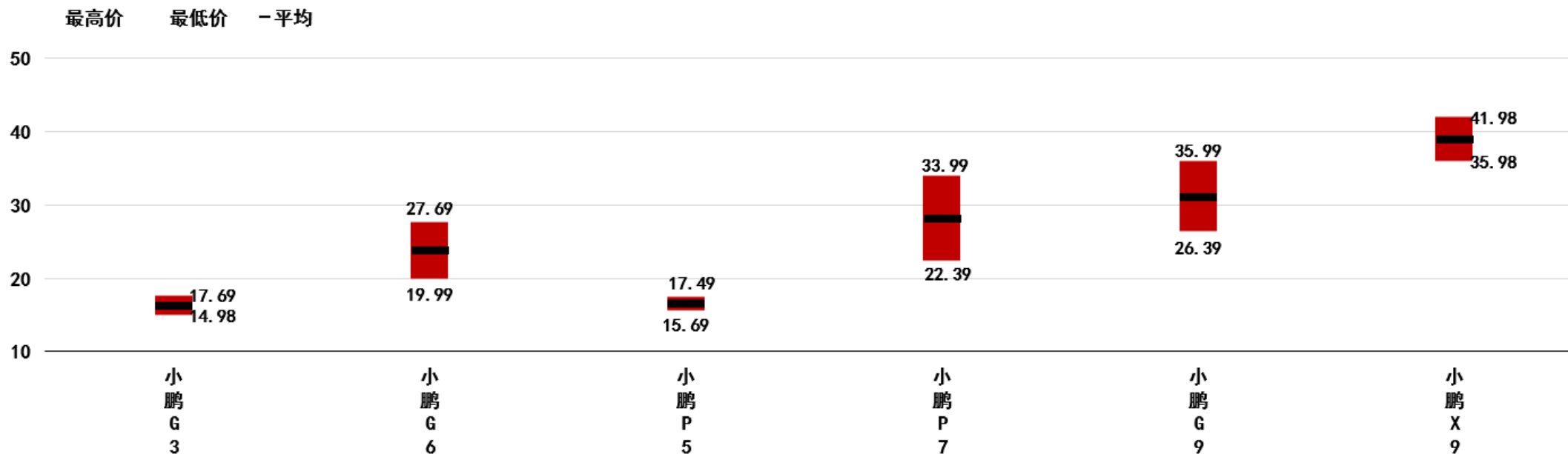
资料来源：小鹏汽车公众号、汽车之家App，华西证券研究所

3年30款，新产品周期加速到来

- **小鹏汽车产品矩阵：级别&价格段较分明。** 15-20万价格段：P5；20-25万价格段：G6+P7；25-30万价格段：G9；35-40万价格段：X9。从产品矩阵布局看，C级、30-35万价格段处空白状态，我们预计未来空白有望被填补。根据《晚点Auto》援引对何小鹏的采访，未来3年计划推出新款+改款30款，新产品周期加速到来。

图 1-10：小鹏汽车产品矩阵（价格根据指导价）

	小鹏G3	G6	P5	P7	G9	X9
主销价格段	15-20万	20-25万	15-20万	20-25万	25-30万	35-40万
车型级别	紧凑型 SUV	中型 SUV	中型 轿车	中型 轿跑	中大型 SUV	大型 MPV



2、新系列MONA，推动智驾下沉普及

收购滴滴电动车业务，推出新系列MONA

- 收购滴滴电动车业务，推出新系列MONA。** 2023年8月28日，小鹏汽车宣告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（MONA）相关资产和研发能力；通过合作，小鹏汽车将正式进入多品牌战略阶段，进一步强化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。
- 增发总股比，合计不超过5%。** 只要合作车辆SOP、完成第一阶段交付10万辆以上目标、完成第二阶段也是交付10万辆以上目标，小鹏汽车还将向滴滴增发股份。增发的总股比，包括收购滴滴智能电动汽车业务的3.25%股份在内，总共不超过5%。

图 2-1：小鹏汽车收购滴滴电动车业务的协议内容

阶段	内容
第一阶段	第一阶段即首次交割日当天，小鹏向滴滴以行价发行58164217股A类普通股；交割股份占到小鹏总股本的3.25%；
第二阶段	双方合作代号为MONA的15万元A级车型SOP当天，小鹏向滴滴交割4636447股A类普通股；
第三阶段	在上方合作车型在新车交付后的13个月内，滴滴对赌销量达到10万辆第一阶段里程碑后，小鹏再向滴滴最多交割14054605股A类普通股（该股份数对应18万辆销量，实际交割股份数按交付数量比例而定）；
第四阶段	在达到第一阶段里程碑后的12个月内，滴滴对赌销量达到10万辆的第二阶段里程碑后，小鹏向滴滴交割最多14276501股A类普通股（该股份数同样对应18万辆销量，实际交割股份数按交付数量比例而定）；

资料来源：电动汽车观察家公众号，华西证券研究所

MONA M03：年轻人第一台AI智驾汽车

- **MONA M03：年轻人第一台AI智驾汽车，定位P7平替。**根据汽车之家，2024北京车展，小鹏汽车全新品牌MONA预告图发布，新品牌预计6月发布，首款车型将于年内上市。官方表示，MONA将是颠覆创新的全新物种，致力于打造年轻人的第一台AI智驾汽车。新车定位紧凑型纯电动轿跑，售价10-15万元，引领全球AI智驾汽车的普及。

图 2-2：小鹏汽车全新品牌MONA



资料来源：小鹏MONA微博、小鹏汽车公众号、HiEV大蒜粒车研所公众号，华西证券研究所

大模型持续进阶，端到端二季度上车

- **从NGP到XNGP、大模型持续进阶，端到端二季度上车。** 1) 感知模块，从动态/静态网络分网到融合动态/静态/占用网络，感知范围、感知类别在提升，可有效改善遮挡问题；2) 规控模块，从规则代码到引入神经网络，可实现长时序、多对象、强推理；3) 端到端模型，公司在第二季度上车端到端大模型，这一大模型的应用将过去基于图片的算法框架，转为视频流。

图 2-3：小鹏汽车智驾模型迭代路径

	2022年（1024科技日）		2023年（1024科技日）		2024年（2024北京车展）	
	算法模型	模型特点	算法模型	模型特点	算法模型	模型特点
感知	神经网络 (静态网络、动态网络分网)	XNet1.0 关键词：多相机/多帧； 1) 静态：超强环境感知能力，实时生成“高精地图”； 2) 动态：更强的360度感知，博弈更强，交道成功率更高；	神经网络 (融合静态、动态和占据网络)	XNet2.0 时空理解能力增强； 1) 感知范围提升200%、感知类别增加11种； 2) 模型自行脑补，可以解决遮挡问题等； 3) 纯视觉占据网络，行业最高精度的两倍；	端到端	将感知、决策融合到同一个模型，使端到端模型有效避免联级之间的误差值，无需任何人工规则介入，更加接近人类驾驶行为的高阶智驾
规划	规则	-	神经网络			
控制				Xplanner 长时序、多对象、强推理；		

资料来源：小鹏汽车官方微博、新智驾公众号，华西证券研究所

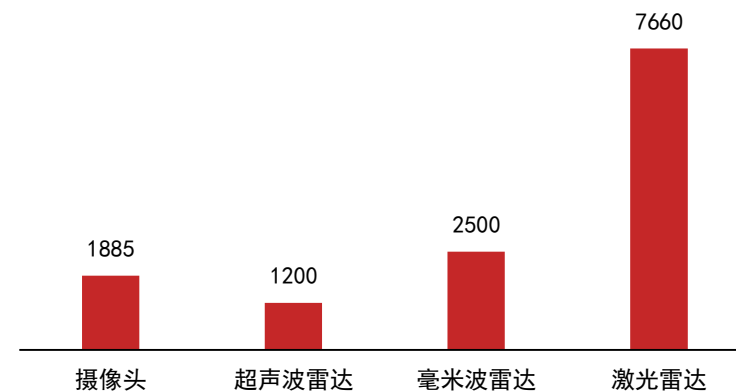
切入纯视觉，智驾方案成本预计显著下降

- **智驾降本进行时，小鹏X9减少2个雷达。**未来，将减少对激光雷达的依赖，不断优化智驾成本。根据小鹏最新发布的X9车型来看，相较之前车型，X9砍掉两个前向雷达。
- **切入纯视觉，预推动智驾成本砍半。**根据HiEV大蒜粒车研所消息，小鹏内部新车（代号F57）预计放弃激光雷达，搭载纯视觉方案以及3D毫米波雷达。此外，根据小鹏汽车2023年第四季度业绩电话会议，公司表示2024年下半年，新车型的XNGP成本将显著下降。

图 2-4：小鹏G9、X9智能驾驶硬件对比

智驾硬件	小鹏 G9		小鹏 X9	
	Pro	Max	Pro	Max
传感器	摄像头 X 11 超声波雷达 X 12 毫米波雷达 X 5	摄像头 X 11 超声波雷达 X 12 毫米波雷达 X 5 激光雷达 X2	摄像头 X 11 超声波雷达 X 12 毫米波雷达 X 3	摄像头 X 11 超声波雷达 X 12 毫米波雷达 X 3 激光雷达 X2
芯片	英伟达 Drive Orin X 1 (254 TOPS)	英伟达 Drive Orin X 2 (508 TOPS)	英伟达 Drive Orin X 1 (254 TOPS)	英伟达 Drive Orin X 2 (508 TOPS)

车百智库2023年发布的《自动驾驶全场景商业化应用（2022）》里估算过小鹏P5智驾系统感知传感器的成本。小鹏P5感知传感器总成本为13245元（激光雷达占比约58%，目前下降到50%）；

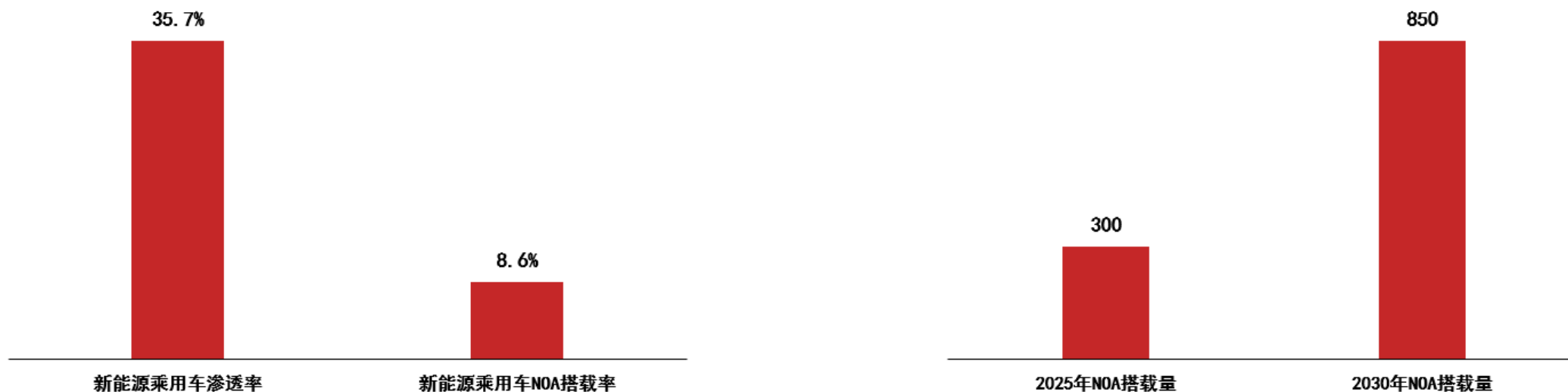


资料来源：汽车之家、Autocarweekly公众号，华西证券研究所

预计2025年NOA搭载量突破300万台

- **2023年，电动化、智能化渗透率分别为35.7%、8.6%。**根据乘联会数据，2023年，乘用车零售销量2171万台，其中新能源乘用车774万台，新能源渗透率为35.7%；根据高工智能汽车研究院数据，新能源乘用车NOA搭载量67万台，渗透率为8.6%，20万以上标配率突破20%。
- **预计2025年NOA车型突破300万台、2030年超850万台。**盖世汽车研究院认为，随着搭载NOA功能车型逐渐下探到15万价格区间，2025年，国内NOA功能配套车型预计将突破300万台、2030年将超850万台。

图 2-5：预计2025年NOA车型突破300万台、2030年超850万台



资料来源：乘联会、高工智能汽车研究院、盖世汽车社区，华西证券研究所

【10-15万】：新能源销量扩大、TOP3为海豚/秦/驱逐舰05

- **10-15万价格段乘用车销量下滑，新能源销量扩大。** 2021-2023年，10-15万价格段乘用车上险量分别为650/591/586万台，新能源乘用车上险量分别为40/58/56万台；分燃料类型看，纯电动上险量分别为40/58/56万台；PHEV上险量分别为9/24/47万台，销量规模逐步扩大。
- **海豚、秦、驱逐舰05，10-15万价格段新能源销量TOP3。** 2023年，10-15万价格段新能源乘用车销量TOP3为海豚、秦、驱逐舰05，销量分别为28.6万台、27.3万台、7.2万台。

图 2-6：10-15万价格段，乘用车销量分析

	2021年	2022年	2023年
10-15万价格段销量（万台）	650	591	586
其中：			
纯电动销量（万台）	40	58	56
纯电动渗透率（%）	6.2%	9.8%	9.6%
PHEV销量（万台）	9	24	47
PHEV渗透率（%）	1.4%	4.1%	8.0%
新能源合计销量（万台）	49	81	103
新能源合计渗透率（%）	7.5%	13.7%	17.6%

资料来源：大搜车数据库，华西证券研究所

图 2-7：10-15万价格段，新能源车销量前10车型

厂商	车系	车身类型	燃料类型	2023年销量
比亚迪	海豚	两厢	纯电动	285579
比亚迪	秦	三厢	插混	273115
比亚迪	驱逐舰05	三厢	插混	71828
比亚迪	宋	SUV	插混	63998
北京汽车	北京EU5	三厢	纯电动	45354
广汽埃安	AION S	三厢	纯电动	43915
长城汽车	欧拉好猫	两厢	纯电动	29409
东风乘用车	风神E70	三厢	纯电动	27910
比亚迪	比亚迪E2	两厢	纯电动	18556
东风日产	启辰D60	三厢	纯电动	17865

资料来源：大搜车数据库，华西证券研究所

智舱&智驾实现科技平权，M03销量值得期待

- **智舱&智驾推动科技平权，M03销量值得期待。** 1) 10-15万是乘用车最大的市场，2024年1-5月新能源渗透率在持续扩大，且纯电车型月销量持续增长；2) MONA M03定位年轻运动轿跑，与小鹏P7定位相似，而P7售价在20万以上；我们认为，MONA M03定位P7平替，价格下探到10-15万区间；3) 得益于小鹏过往智能化资源优势，M03预计将获家庭增购以及年轻首购用户的青睐，销量值得期待。

图 2-8：10-15万价格段，乘用车销量分析

	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2024.5
10-15万价格段乘用车销量（万辆）	65.3	33.4	43.6	45.5	51
纯电动销量（万辆）	5.6	3.1	8.5	11.7	12.2
占比（%）	8.6%	9.3%	19.5%	25.7%	23.9%
PHEV销量（万辆）	7.2	5.1	10	9.9	13.1
占比（%）	11.0%	15.3%	22.9%	21.8%	25.7%
新能源销量（万辆）	12.8	8.2	18.5	21.6	25.3
渗透率（%）	19.6%	24.6%	42.4%	47.5%	49.6%

资料来源：大搜车数据库，华西证券研究所

图 2-9：小鹏P7对比MONA M03



4888 x 1896 x
1450



4780 x 1896 x
1445

资料来源：懂车帝，华西证券研究所

3、渠道改革成效初显，出海战略 2.0加速

启动木星计划，“直营+经销”双模发展

- **启动木星计划，“直营+经销”双模发展。**2023年9月初，小鹏汽车启动“木星计划”，强调以“直营+授权”模式，扩大经销商规模、淘汰效率低下门店。
- **渠道改革成效初显，下沉市场销量表现较好。**截止2024/5/12，小鹏汽车门店总数为638家；其中，一线/二线/三线及以下城市分别为276/140/222家。按城市划分销量，小鹏汽车在一线/二线/三线及以下城市销量占比分别为60%/22%/18%，下沉市场表现较好、渠道改革成效初显。

图 3-1：小鹏汽车木星计划以及新势力门店分布&销量分布

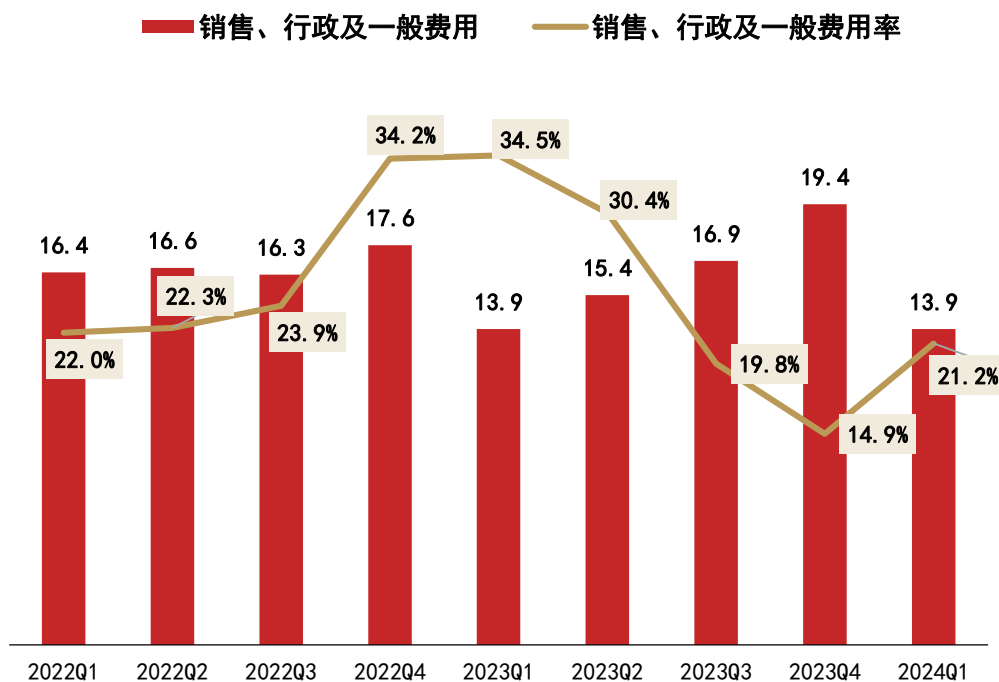


资料来源：小鹏汽车官方微博、蔚来/理想/小鹏官网、易车，华西证券研究所

渠道建设优化，运营效率大幅提升

- **引入经销商，减轻销售端资金压力。**2024年一季度，小鹏汽车销售、行政及一般费用为13.9亿，环比下滑28.3%；主要系向特许经营店支付的佣金减少及营销、推广及广告开支减少。
- **渠道建设持续优化，提升运营效率。**1) 渠道优化和下沉，相比于过去集中在高线城市，小鹏汽车门店正在覆盖更多低线城市；2) 提高经销商4S店的比例；3) 商超门店会选择更为适度的面积，而非一味追求大门店；

图 3-2：小鹏汽车销售、行政及一般费用（单位：亿元）



持续优化渠道建设，提升门店运营效率

- 1、渠道优化和下沉，相比于过去集中在高线城市，小鹏汽车门店正在覆盖更多低线城市；
- 2、提高经销商4S店的比例；
- 3、商超门店会选择更为适度的面积，而非一味追求大门店；

牵手海外经销商，出海战略2.0加速

- **牵手海外经销商，着力布局核心区域。**截至目前，小鹏汽车已宣布在阿联酋、埃及、泰国、新加坡、中国香港和中国澳门等多个地区建立经销商合作伙伴关系；未来，小鹏汽车将继续在欧洲、东盟、中东、拉美、大洋洲等核心区域持续布局，从产品、智能驾驶、品牌等方面打造中国智能汽车的全球化新路径。
- **出海战略2.0加速，一季度出口成绩取得明显进展。**2024年以来，小鹏汽车出海2.0战略加速推进，从东南亚、中东非到德国，目标市场正在不断扩容。2024年一季度，小鹏汽车累计出口销量达2023年全年出口量的61.8%。

图 3-3：小鹏汽车海外渠道布局信息

时间	布局区域	海外上市车型信息	海外渠道布局信息
2024-02-22	中东非	小鹏汽车将从Q3开始在阿联酋销售小鹏G6和G9两款SUV车型；	截至2024年2月22日，小鹏汽车在中东非市场已与阿联酋经销商集团Ali&Sons、埃及RAYA集团、阿塞拜疆SR集团、约旦T Gargour&Fils集团、黎巴嫩Gargour Asia SAL集团达成战略合作伙伴关系，小鹏汽车多款车型将于第二季度起在中东非五国上市并交付；
2024-03-26	新马泰	小鹏汽车将在泰国、新加坡和马来西亚三国推出小鹏G6的右舵版本，计划于今年第三季度开始交付；	3月26日，小鹏汽车在第45届曼谷国际车展上宣布与泰国经销商集团Neo Mobility Asia建立长期战略合作伙伴关系，此次合作标志着小鹏汽车正式进军东盟市场。此外，新加坡Premium Automobiles和马来西亚Bermaz Auto等经销商集团也加入了小鹏汽车合作伙伴行列；
2024-03-28	欧洲	3月28日，小鹏汽车宣布正式进入德国市场，并向德国市场推出了小鹏G9上市版和小鹏P7上市版两款车型；其中，小鹏G9售价区间为5.76万-6.96万欧元；小鹏P7售价区间为4.96万-6.96万欧元。未来，小鹏还将进入包括法国、意大利和英国在内的其他欧洲市场；	目前，小鹏汽车在欧洲地区主要通过完善经销商网络进一步落地销售战略；5月份开启销售后，小鹏汽车将与12家当地优质经销商合作，在德国24个零售点开展业务目标于2026年底，将经销商数量增加至60家，零售点扩展至120个，为欧洲鹏友带来更完备的服务体验；
2024-05-11	澳洲	小鹏汽车将在2024年第四季度面向澳洲市场正式推出小鹏G6；	小鹏汽车宣布与澳大利亚TrueEV公司达成独家合作协议，正式进军澳大利亚市场，后者将作为小鹏汽车在澳洲市场的独家进口、分销及零售商，提供品牌展厅和全程客户支持；
2024-05-17	法国	小鹏汽车在巴黎举行小鹏G9上市发布活动，当天活动现场展出小鹏G6并计划于下个月在法国上市；	小鹏汽车在欧洲地区主要通过完善经销商网络进一步落地销售战略，到今年底，计划在法国落实35个销售网点，明年希望达到55个；
2024-06-11	埃及	小鹏汽车在开罗大埃及博物馆举行发布会，面向埃及市场发布了小鹏G9、小鹏P7，产品将于本月底在埃及进行交付；	作为小鹏汽车在埃及市场的经销商和独家合作伙伴，Raya Auto计划在埃及市场为当地的小鹏车主提供全面的售后支持；

资料来源：小鹏汽车公众号，华西证券研究所

核心假设与收入拆解

- **核心假设：**随着智能驾驶技术的发展，假设智驾对用户购车决策的影响逐步提升，2024/2025/2026年销量分别为18/30/43万台，平均售价分别为22/23/23万元。公司具备技术输出等优势，可以弥补价格战带来的毛利损失，2024/2025/2026年毛利率分别为12.2%/13.9%/16.5%。

图 3-4：收入拆解

		2023A	2024E	2025E	2026E
汽车销售	营收 (亿元)	280	401	675	1011
	YOY	13%	43%	68%	50%
	毛利率	-1.6%	6.6%	10.5%	14.5%
其他产品及服务收入	营收 (亿元)	27	53	60	65
	YOY	32%	54%	20%	8%
	毛利率	33.7%	53.9%	51.9%	46.9%
总计	营收 (亿元)	307	454	735	1076
	YOY	14%	48%	62%	46%
	毛利率	1.5%	12.2%	13.9%	16.5%

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 3-5：盈利预测与可比公司估值情况

	2024年7月 12日市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE				EPS			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
特斯拉	55807.62	6881.62	7347.73	9168.10	11268.37	1066.45	603.59	857.25	1204.94	52.67	90.82	63.95	45.50	30.58	18.93	26.88	37.52
蔚来	712.46	556.18	688.46	1036.04	1282.63	-211.47	-183.29	-139.50	-87.95	-5.30	-3.84	-5.04	-8.00	-12.44	-8.84	6.68	-4.16
理想汽车	1648.14	1238.51	1645.47	2415.28	3205.27	118.09	96.06	160.48	235.58	13.96	17.16	10.27	7.00	5.57	4.53	7.56	11.10
平均值	19389.40	2892.10	3227.22	4206.47	5252.09	324.36	172.12	292.74	450.86	20.44	34.71	23.06	14.83	7.90	4.87	13.71	14.82
小鹏汽车	606.43	306.76	454.30	734.65	1076.44	-103.76	-66.46	-26.54	23.21	-53.60	-8.70	-21.79	24.91	-5.96	-3.51	-1.40	1.23

资料来源：Wind，华西证券研究所（注：2024年7月12日汇率 港币：人民币=0.93）
可比公司盈利预测均来自2024年7月12日wind一致预测

投资策略

■ 核心观点：

夯实科技标签，新产品周期加速到来。小鹏汽车定位中国量产智能驾驶领导者，2022年9月开始推动城区NGP量产落地，2024年1月落地243座城市，2024年三季度实现全国都能开。公司智能科技标签深入人心，明星车型P7首搭高速NGP功能，最高月销超9000台；未来3年，小鹏汽车规划新品或改款约30款，新产品周期加速到来。

新系列MONA，推动智驾下沉普及。公司收购滴滴旗下智能电动汽车项目，推出新系列MONA。MONA首款车型M03致力于打造年轻人的第一台AI智驾汽车，定位P7平替、售价10-15万元，销量值得期待。

渠道改革成效初显，出海战略2.0加速。公司启动“木星计划”，以“直营+授权”模式，扩大渠道覆盖规模。根据2024年一季度销量数据，下沉市场表现较好、渠道改革成效初显。此外，小鹏汽车出海2.0战略加速推进，从东南亚、中东非到德国，目标市场不断扩容；2024年一季度，小鹏汽车累计出口销量达2023年出口量61.8%，海外销量提升明显。

■ **投资建议：**MONA M03定位P7平替，有望再续爆款基因，助力小鹏汽车月销站稳2万。我们预计2024-2026年营收为454.30、734.65、1076.44亿元，归母净利润为-66.46、-26.54、23.21亿元，EPS为-3.51、-1.40、1.23元；2024年7月11日收盘价33.05港元，对应2024-2026年PE为-8.70、-21.79、24.91倍；首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**公司目前在售产品均为纯电车型，纯电车型对补能依赖性更强且目前用户对纯电产品接受度低，公司坚持做纯电车型，未来销量增长可能不及预期；公司致力于研发高阶智能驾驶技术，对核心技术人员依赖性强，面临核心研发人员流失等风险；价格战竞争激烈带来销量不及预期等风险。



04 风险提示

风险提示

- 公司目前在售产品均为纯电车型，纯电车型对补能依赖性更强且目前用户对纯电产品接受度低，公司坚持做纯电车型，未来销量增长可能不及预期；公司致力于研发高阶智能驾驶技术，对核心技术人员依赖性强，面临核心研发人员流失等风险；价格战竞争激烈带来销量不及预期等风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	30676.07	45430.03	73465.35	107644.37
YoY(%)	14.23%	48.10%	61.71%	46.52%
营业成本	30224.91	39905.05	63265.07	89927.32
营业税金及附加				
销售费用	6558.94	6019.36	6318.02	7804.22
研发费用	5276.57	7201.84	7566.93	8719.19
财务费用	-991.50	0.00	0.00	0.00
资产减值损失				
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-11384.36	-7696.23	-3684.67	1193.64
营业外收支				
利润总额	-10393.71	-6616.66	-2638.36	2319.10
所得税	36.81	23.43	9.34	-8.21
净利润	-10430.52	-6640.09	-2647.70	2327.31
归属于母公司净利润	-10375.78	-6646.20	-2653.80	2321.21
YoY(%)	-13.53%	35.95%	60.07%	187.47%
每股收益	-5.96	-3.51	-1.40	1.23

现金流量表 (百)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-10375.78	-6646.20	-2653.80	2321.21
折旧和摊销	2107.28	961.84	1101.50	1234.18
营运资金变动	7333.01	8274.80	9324.86	10365.39
经营活动现金流	956.16	1510.88	6726.24	12795.31
资本开支	-2311.51	-3755.01	-3755.01	-3755.01
投资	2138.14	9705.23	9705.23	9705.23
投资活动现金流	631.17	6714.57	6996.54	7075.69
股权募资	5019.60	0.00	0.00	0.00
债务募资	2995.65	2643.66	2643.66	2643.66
筹资活动现金流	8015.25	2643.66	2643.66	2643.66
现金净流量	9588.00	10869.10	16366.44	22514.65

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.23%	48.10%	61.71%	46.52%
净利润增长率	-13.53%	35.95%	60.07%	187.47%
盈利能力 (%)				
毛利率	1.47%	12.16%	13.88%	16.46%
净利润率	-33.82%	-14.63%	-3.61%	2.16%
总资产收益率ROA	-12.33%	-7.29%	-2.28%	1.54%
净资产收益率ROE	-28.56%	-22.39%	-9.82%	7.91%
偿债能力 (%)				
流动比率	1.51	1.25	1.15	1.14
速动比率	1.07	0.95	0.83	0.82
现金比率	0.59	0.64	0.62	0.65
资产负债率	56.84%	67.45%	76.74%	80.48%
经营效率 (%)				
总资产周转率	0.39	0.52	0.71	0.81
每股指标 (元)				
每股收益	-5.96	-3.51	-1.40	1.23
每股净资产	19.25	15.68	14.28	15.51
每股经营现金流	0.51	0.80	3.55	6.76
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-8.80	-8.70	-21.79	24.91
PB	2.72	1.95	2.14	1.97

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	21127.16	31996.27	48362.71	70877.36
预付款项	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	5526.21	7296.09	11567.15	16441.98
其他流动资产	10229.80	8026.42	12979.60	19018.23
流动资产合计	54521.63	62726.55	89160.65	124854.18
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	10954.49	10745.81	10547.56	10359.23
无形资产	6404.86	9406.70	12258.45	14967.61
非流动资产合计	29640.91	28454.06	27047.96	25509.18
资产合计	84162.54	91180.61	116208.60	150363.36
短期借款	5287.32	7930.98	10574.63	13218.29
应付账款及票据	22210.43	29323.77	46489.61	66082.07
其他流动负债	8608.07	12748.21	20615.26	30206.30
流动负债合计	36111.56	50011.46	77693.26	109526.81
长期借款	6428.48	6428.48	6428.48	6428.48
其他长期负债	5293.97	5058.34	5058.34	5058.34
非流动负债合计	11722.45	11486.82	11486.82	11486.82
负债合计	47834.01	61498.28	89180.07	121013.62
股本	0.12	0.12	0.12	0.12
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	36328.53	29682.33	27028.53	29349.74
负债和股东权益合计	84162.54	91180.61	116208.60	150363.36

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS

