

小鹏汽车-W (09868.HK)

扬长补短，看好新一轮周期向上

买入（维持）

2024年08月12日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

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 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|----------|----------|------------|----------|
| 营业总收入（百万元） | 26855 | 30676 | 43285 | 73754 | 116557 |
| 同比(%) | 27.95 | 14.23 | 41.10 | 70.39 | 58.03 |
| 归母净利润（百万元） | (9139) | (10376) | (5695) | (2500) | 2201 |
| 同比(%) | (87.92) | (13.53) | 45.11 | 56.10 | 188.03 |
| EPS-最新摊薄（元/股） | (0.05) | (0.05) | (0.03) | (0.01) | 0.01 |
| P/E（现价&最新摊薄） | (527.73) | (464.82) | (846.83) | (1,928.99) | 2,191.16 |

投资要点

- **小鹏历史复盘：开局顺风期持续向上，连续失利后逆风期聚焦调整。**以G9为分界线，公司先后经历顺风期和逆风期两大发展阶段。P7上市即爆款，树立公司智驾头部标签。22Q4以来行业日趋激烈的竞争环境对玩家的综合素质提出更高要求；经由G9/G6两款车型的失利，暴露公司在产品定位/渠道营销和供应链生产等多方面的短板问题，公司自2023年起积极进行组织架构调整，力求补足自身短板。
- **践行扬长补短：坚定智驾长板优势，团队调整补齐短板。**1) **扬长：**公司在无图全场景智驾功能落地等技术上持续深耕，保持国内技术领先的优势。树立“AI智能化头部玩家”的品牌标签，构筑差异化营销竞争力；与大众深度合作，全新商业模式优化公司业务结构。2) **补短：**公司以中高层团队架构重组为抓手，严格化管理风格，加强各项KPI考核，加强团队奋斗氛围培养。渠道营销维度，公司合并直营和经销商体系，实行统一管理；淘汰低效率门店，扩大代理经销商的门店规模。供应链维度，严打供应链反腐，加速淘汰老团队，整体部门中高层换血。产品维度，高层亲自下场把握产品定位，聚焦“智能化”卖点的同时配合不同价格带用户画像差异化设计，产品细分市场竞争力以及差异化卖点齐备。
- **未来经营看点：“新产品+新模式”开启发展新周期。**公司即将开启单品牌+多平台的新品战略，持续深化与大众的技术合作范围。1) **公司规划24H2推出2款全新产品，2025年起多平台战略赋能强势新品周期。**8月上市Mona系列M03，Q4推出B+级轿车P7+，智驾能力进一步提升，落地整车技术降本，产品竞争力提升。25年起公司多平台战略衍生多款新车，加速迭代。同时公司积极开拓分体式飞行汽车以及Robotaxi等领域，增强多业务线的协同效应。2) **公司与大众持续深化合作范围，就供应链采购+电动整车平台+电子电气EE架构等多方面进行联合，未来有望持续深化，扩大合作范围，贡献公司发展全新增量。**
- **盈利预测与投资评级：行业AI智能化发展趋势下，小鹏汽车新车型周期向上+新业务贡献增量，坚定看好。**我们预计公司2024~2026年营业总收入为433/738/1166亿元，归属母公司净利润为-57.0/-25.0/22.0亿元，对应PS为1.11/0.65/0.41。选取H股四家整车公司作为可比公司，PS估值算术平均值为0.86/0.59/0.49倍。鉴于公司AI智驾能力领先行业，同时与大众合作贡献相对稳定的B端软件收费新模式，未来可预期盈利能力中枢远高于常规汽车销售业务，我们认为小鹏汽车应该享受更高估值溢价，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级别自动驾驶政策推出节奏不及预期。**

股价走势



市场数据

| | |
|--------------|-------------|
| 收盘价(港元) | 27.70 |
| 一年最低/最高价 | 25.70/76.95 |
| 市净率(倍) | 1.49 |
| 港股流通市值(百万港元) | 42,763.36 |

基础数据

| | |
|-----------|----------|
| 每股净资产(元) | 18.59 |
| 资产负债率(%) | 56.04 |
| 总股本(百万股) | 1,892.51 |
| 流通股本(百万股) | 1,543.80 |

相关研究

- 《小鹏汽车-W(09868.HK): 7月销量符合预期，智驾端到端量产落地》
2024-08-06
- 《小鹏汽车-W(09868.HK): 6月交付符合预期，M03+智能化+全球化有望开启新一轮增量周期》
2024-07-02

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 历史复盘：顺风期持续向上，逆风期聚焦调整 | 4 |
| 1.1. 销量与股价复盘：主销车型变化定义公司不同发展阶段..... | 4 |
| 1.2. 失利归因：下行 β （竞争加剧）+弱化 α （团队换血变更，人才出走） | 5 |
| 2. 扬长补短：坚定智驾长板优势，团队调整补齐短板 | 6 |
| 2.1. 扬长：智驾能力持续领跑行业，Xbrain 架构落地端到端 | 7 |
| 2.2. 补短：团队架构重组，渠道营销+供应链+产品三维度全面优化 | 9 |
| 3. 经营看点：新产品+新模式，助力向上 | 11 |
| 3.1. 新产品：两款轿车新品 M03/P7+预计先后于 24H2 上市 | 11 |
| 3.2. 新模式：大众合作持续深化，重视 B 端收费新模态 | 13 |
| 4. 盈利预测与投资建议 | 13 |
| 5. 风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 双阶段划分小鹏汽车历史销量和主销车型占比变化..... | 4 |
| 图 2: 小鹏汽车股价复盘..... | 4 |
| 图 3: 小鹏汽车发展三大阶段【核心竞争力】变化..... | 5 |
| 图 4: 小鹏汽车智驾功能历史 OTA 迭代..... | 6 |
| 图 5: 小鹏汽车 Xbrain 终极架构与历史变化..... | 8 |
| 图 6: 智驾软件算法路径变化以及各玩家阶段对应..... | 8 |
| 图 7: 小鹏汽车未来智能驾驶迭代方向..... | 9 |
| 图 8: 2022 年小鹏高管团队..... | 10 |
| 图 9: 2024 年小鹏高管团队..... | 10 |
| 图 10: 小鹏 2024 年 6 月销量 (台) 及单店效能 (台)..... | 10 |
| 图 11: 小鹏 2024 年 6 月门店数 (家) 及经销比例..... | 10 |
| 图 12: 小鹏汽车 P7+..... | 11 |
| 图 13: 小鹏汽车 M03..... | 11 |
| 图 14: 小鹏 M03 竞品对比..... | 12 |
| 图 15: 小鹏 P7+ 竞品对比..... | 12 |
| 图 16: 小鹏“陆地航母”分体式飞行汽车..... | 12 |
| 表 1: 小鹏汽车业绩拆分..... | 14 |
| 表 2: 小鹏汽车-W 可比公司估值比较【2024 年 8 月 11 日】..... | 14 |

1. 历史复盘：顺风期持续向上，逆风期聚焦调整

1.1. 销量与股价复盘：主销车型变化定义公司不同发展阶段

2021年以来，随公司 P7/G9/G6 等主销车型周期轮动，其可以分为两大阶段：

第一阶段 2021~2022Q3：电动车行业竞争相对缓和，P7 为公司主销车型，销量占比过半，单月月销最高至万台量级；同时公司智驾能力成功标签化，稳居国内第一梯队；

第二阶段 2022Q4 至今：电动车行业竞争加剧，华为系等强势竞争对手新车持续推出；公司 G9/G6 等重要新车上市后未能引爆市场，暴露自身在经营管理上的系列问题，随后公司积极进行组织架构等维度的调整优化，改善向上。

图1：双阶段划分小鹏汽车历史销量和主销车型占比变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所绘制

股价维度，我们选取公司 2022 年 9 月 G9 上市至今的股价变化：公司在产品定义、渠道营销以及供应链等维度的相对弱势影响新车上市后的订单/交付，继而影响股价。公司 2021H2 港股上市，2022H2 起行业竞争加剧，公司销量整体呈现下行趋势；G9/G6 上市失利进一步暴露公司在产品配置定义+渠道准备+供应链配合等方面的短板股价处于低迷期。

图2：小鹏汽车股价复盘



数据来源: wind, 东吴证券研究所绘制

1.2. 失利归因: 下行β (竞争加剧) + 弱化α (团队换血变更, 人才出走)

复盘 G9 失利: 管理层精力分散, 渠道营销与产品定义不及预期。

直接原因: 1) 产品配置定义较乱, 智驾卖点不清晰, 配置选择过于丰富不聚焦; 2) 定价较高, 渠道管理较为混乱, 营销与产品和渠道并未形成有效联动; 3) 发货不及时, 等车周期长导致退单。

本质原因: 1) 公司维度, 公司管理层多业务线布局, 拓展汽车之外的机器狗/汇天等多方向, 新车上市前准备不足; 2) 行业维度, 22H2 “缺芯少电” 等问题缓解后电车行业竞争陡然加剧, 车型爆款对于 OEM 综合素质能力要求更高。

图3: 小鹏汽车发展三大阶段【核心竞争力】变化



数据来源：东吴证券研究所绘制（绿色代表恶化，橙色代表改善）

对比 G6 失利和 G9 失利：管理层重新聚焦，但生产供应问题尚未完全解决，竞争愈烈缩短车型上市窗口期

相比 G9 时期的好转：1) 23Q1 王凤英入职，与易寒配合负责新品营销以及渠道改革，产品定义与营销渠道配合有明显改善；2) AI 大模型引爆消费者对于智驾关注度，小鹏标签化形象引流。

相比 G9 时期的恶化：1) 行业竞争持续加剧，消费者可选车型迅速增加，叠加宏观环境影响，观望情绪也较为严重；2) G6 作为全新平台首款车型，对于生产制造与质量把控的协调性和一致性要求更高；而公司供应链整体信心趋弱。

2. 扬长补短：坚定智驾长板优势，团队调整补齐短板

行业 β 的下行恶化趋势下，爆款成功对企业综合能力的要求持续提升。2022H2 前后，乘用车行业供需关系变化，疫情带来的供应链短缺阻碍了头部玩家利用领先的技术迅速兑现为销量的节奏，给予二线玩家更多追赶机会；疫情恢复后，行业迅速进入同质化竞争阶段，新品爆款对于 OEM【多维度综合素质】的要求更高，放大企业经营短板对于销量的负向影响。公司积极推进扬长补短，G9/G6 失利反映了公司在**产品定义、渠道营销、生产供应**等几个维度的明显短板，但持续深耕的智驾技术同样为公司带来一定的向上赋能。

扬长：公司在无图全场景智驾功能落地、800V 等技术上持续深耕，保持国内技术领先的优优势。智能化相关技术为公司树立“AI 智能化头部玩家”的品牌标签，构筑差异化营销竞争力；同时智能化相关【EE 架构&智能驾驶&智驾平台】技术的领先是大众集团入股小鹏，双方就智能电动汽车技术系列合作的主要原因；短期带来技术授权费补充现金流，长期带来商业模式的向上优化。

图4：小鹏汽车智驾功能历史 OTA 迭代

| 版本 | XOS 1.1.0 | XOS 1.4.0 | XOS 1.5.0 | XOS 1.6.0 | XOS 1.7.0 | XOS 2.1.0 | XOS 2.5.0 | XOS 2.5.2 | XOS 2.6.0 | XOS 2.7.0 | XOS 2.8.0 |
|------|--|-------------------------------|-----------------------------------|---------------------------|--------------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|------------------------------------|-----------|------------------|---------------|
| 时间 | 2019/1 | 2019/6 | 2019/7 | 2019/9 | 2020/1 | 2020/10 | 2021/1 | 2021/3 | 2021/6 | 2022/1 | 2022/6 |
| 功能更新 | 新增自动泊车功能, XPILOT 2.0上线 | ICA智能巡航辅助开放 | TJA/ACC/ALC智能驾驶能力全开, XPILOT 2.5上线 | 新增LCC车道居中辅助场景拓展 | 新增360度全景可视泊车辅助系统, XPILOT 3.0上线 | 上线自动辅助驾驶功能 | 推出高速NGP | 自动辅助驾驶进化至2.0版本, XPILOT 3.5上线 | 新增VPA测试版 | 新增停车场记忆泊车(VPA)功能 | 新增智能限速辅助(SAS) |
| 传感器 | 摄像头*5; 毫米波雷达*3; 超声波雷达*12 | | | 摄像头*10; 毫米波雷达*5; 超声波雷达*12 | | | 摄像头*13; 毫米波雷达*5; 超声波雷达*12; 车规级激光雷达*2 | | | | |
| 智驾芯片 | 英伟达 Xavier | | | | | | | | | | |
| 版本 | XOS 3.2.0 | XOS 4.1.0 | XOS 4.2.0 | XOS 4.3.0 | XOS 4.5.0 | XOS 4.6.0 | XOS 5.1.0 | XOS 5.2.0 | | | |
| 时间 | 2022/7 | 2022/12 | 2023/3 | 2023/7 | 2023/12 | 2024/3 | 2024/5 | 2024/7 | | | |
| 功能更新 | 新增ACC自适应巡航增强版和LCC车道居中辅助增强版, 新增高速NGP智能导航辅助驾驶增强版 | 新增高速NGP可用路段显示功能, XPILOT 4.0上线 | XNGP第一阶段能力开放 | 推出接近L4级体验的全新一代高速NGP | 新增27座城市无图NOA | 新增变道取消与抑制功能 | 新增AI代驾功能, 实现行业首个量产的“点到点”超长记忆领航智驾功能 | 实现XNGP城市导航辅助驾驶的全国覆盖, 增强驾驶辅助的环境感知能力 | | | |
| 传感器 | 摄像头*12; 激光雷达*2; 毫米波雷达*5; 超声波雷达*12 | | | | | 摄像头*22; 激光雷达*2; 毫米波雷达*5; 超声波雷达*12 | | | | | |
| 智驾芯片 | 英伟达 Xavier/ Drive Orin-X | | | | | | | | | | |

数据来源：小鹏 APP，东吴证券研究所绘制

补短：公司以中高层团队架构重组为抓手，严格化管理风格，加强各项 KPI 考核，加强团队奋斗氛围培养。1) **渠道营销维度**，公司于 3 月将直营体系的汽贸团队和经销商体系的用户发展中心团队进行合并，实行统一管理；9 月起规模淘汰低效率门店，将 24 个销售区域缩减为 12 个，扩大代理经销商的门店规模，以更少、更聚焦的精细化团队负责外部管理。2) **供应链维度**，严打供应链反腐，加速淘汰老团队，整体部门中高层换血。3) **产品维度**，重招海外知名设计师，何小鹏/王凤英等高层亲自下场把握产品定位，聚焦“智能化”卖点的同时配合不同价格带用户画像差异化设计，产品细分市场正统竞争力以及差异化卖点齐备。

2.1. 扬长：智驾能力持续领跑行业，Xbrain 架构落地端到端

软件维度：小鹏 Xpilot/XNGP/XNGP+迭代围绕【增加 learning-base 使用率，端到端全覆盖】的目标架构，XNGP 落地 BEV+Transformer 架构实现感知维度端到端，规控环节逐步引入 learning-base；2024 年 XNGP+有望在 rule-base 基础上实现感知-规控模块化端到端 XBrain。

Xbrain：XNet 2.0 融合了行业最高精度的纯视觉占据网络，可实现动/静态 BEV、占据网络三网合一；基于神经网络的 XPlanner 可结合分钟级以上的时序连续动机，并依据周边环境信息及时变通，生成最佳运动轨迹。5 月 OTA 上车的 XNGP+将实现上述感知大模型升级和规控大模型上车。

图5：小鹏汽车 Xbrain 终极架构与历史变化

| | Xpilot | | XNGP | | XNGP+ | | |
|------|-----------------------|--------------|----------------------|------------------|--------------|-----------------------|---------------|
| 搭载时间 | 2019~2022 | | 2023Q2~2024Q2 | | 2024H2 | | |
| 智驾等级 | L2 | | L2+ | | L3~L5 | | |
| 首款车型 | G3 | | G6 | | - | | |
| 感知环节 | Sensor Input | | Sensor Input | | Sensor Input | | |
| | 2D Perception | | XNet | Sensor Fusion | | Xbrain(XNet+Xplanner) | Sensor Fusion |
| | 2D Object | 2D Lanelines | | Online Local Map | | | |
| | Sensor Fusion | Lane Fusion | | | | | |
| 规控环节 | 3D Tracks | 3D Lanelines | 3D Tracks | 3D Lanelines | Rule Pred | | |
| | Rule-based Prediction | | Prediction Net | Rule Pred | | | |
| | 3D Tracks Prediction | | 3D Tracks Prediction | | | | |
| | Rule-based PnC | | Rule-based PnC | | | | |
| 执行环节 | Ego Control | | Ego Control | | Ego Control | | |

数据来源：小鹏汽车 2023 年 1024 科技日，东吴证券研究所绘制

智能驾驶软件算法架构历经两次框架变化：

1) 2D+CNN 小模型向 Transformer 大模型进化，智驾迭代由**工程师驱动**转为**数据驱动**：2020 年特斯拉 BEV 上车，**数据后融合变为特征级融合**，提升数据利用效率和结果准确性，同时**数据标注由人工转为模型自动**，迭代提效；2022 年占用网络落地，**泛化能力进一步增强**，实现感知维度端到端；2023 年数据驱动算法持续迭代，规控环节端到端落地，**rule-base 比例降低，能力优化**。

2) 模块化端到端进化为全栈端到端，World Model 逐步完善，**数据驱动变为认知驱动**，向 L4 迭代。特斯拉 FSD v12 起转向智驾环节全栈端到端，数据闭环后 World Model 逐步演化完善，基于历史数据去理解未来的范式进步为基于常识和规律自我学习进化的范式，实现无接管的 L4 智驾。

图6：智驾软件算法路径变化以及各玩家阶段对应

| 底层感知逻辑 | 算法架构 | 对应智驾功能 | 对应FSD版本 | 行业玩家掌握程度 |
|---|-------------------------|----------------|-------------|-----------------------------|
| 传统CV | 2D+CNN | L2 | Autopilot阶段 | 2020年以前行业的主流方案 |
| ViT | BEV | L3 | FSD v9 | 当前国内主流OEM+Tier玩家主要竞争环节 |
| | 占用网络 | | FSD v10~v11 | |
| DiT | World Model | L4 | FSD v12 | 2024年特斯拉FSD v12首次采用 |
| 备注：1) FSDv11相比v10核心迭代在于learning-base神经网络基本主导规控环节，因此体验更流畅；2) 国内车企对比以各家公开的产品功能落地和研究宣发为准，不代表车企自身的内部非公开研发规划；3) 参考特斯拉，各玩家智驾等级迭代较快，需高频跟踪，当前水平划分不代表长期。 | | | | |
| 特斯拉FSD版本 | 算法架构 | 对应智驾功能 | 对应落地时间 | 国内车企当前水平对应阶段 |
| FSD Beta v9~v10 | BEV+Transformer | 城市领航落地 | 2021.07之后 | 小米 |
| FSD Beta v10.11 | 占用网络 | 城市领航快速铺开 | 2022.04 | 理想/蔚来/百度 |
| FSD Beta v11.3 | 感知端到端，规控环节rule-base比例降低 | 城市+高速+泊车等全场景贯通 | 2023Q2 | 华为/小鹏 |
| FSD v12 | 世界模型下全栈端到端 | 全场景贯通且逐步迭代为零接管 | 2024Q1 | 24H2起华为/小鹏陆续迭代方向（规划阶段，尚未落地） |

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所绘制

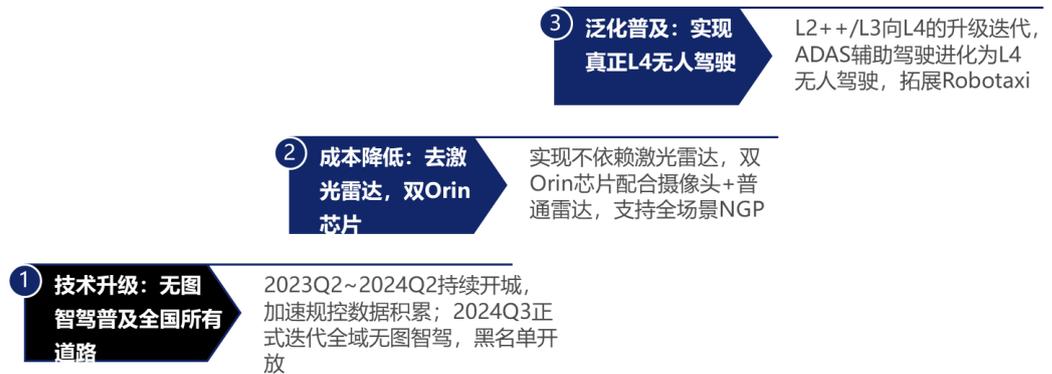
公司智驾未来功能迭代道路逐步清晰高阶智能驾驶未来规划：全开放+降成本+全无人。

第一步：全开放【黑名单性质全国都能开】：除部分特定场景无法开（如保密区域等），其余所有路都能开，且对全量用户开放。全新功能预计于7月下旬于Max版本上全量推送上车。

第二步：降成本【无激光雷达 Pro 版本也支持城区 NGP】：全新轿车 P7+（F57）预计于10月上市，11月开启交付，Pro版本无激光雷达但支持高速+城区NGP，并预计于2025年全量开放。

第三步：全无人【开展 Robotaxi 业务】：预计2025年公司将会开展 Robotaxi 全国试点，预计于2026年大规模商业化落地，借助滴滴等成熟的运营平台实现流量集聚。

图7：小鹏汽车未来智能驾驶迭代方向



数据来源：东吴证券研究所绘制

2.2. 补短：团队架构重组，渠道营销+供应链+产品三维度全面优化

公司高管团队变动较大，架构精简，人员聚焦。公司高层团队由以“何小鹏+顾宏地+夏珩+何涛”为核心切换为以“何小鹏+王凤英+顾宏地”为核心，技术+生产+渠道营销等方面负责人也陆续切换，在提拔公司内部优秀人才的同时，引入于涛等外部移动互

联网行业人才以及张利等汽车行业人才，全面重组各条业务线。

图8：2022 年小鹏高管团队



图9：2024 年小鹏高管团队



数据来源：小鹏官网，东吴证券研究所

数据来源：小鹏官网，东吴证券研究所

何小鹏聚焦产品/技术/供应链多维度。智驾技术领域，李力耘顺利接棒吴新宙，赋能小鹏汽车高阶智驾能力持续迭代落地；供应链领域，刘永杰接棒李丰，负责主导公司整体供应链生产配套工作；生产制造领域，原长城汽车张利接棒蒋平出任制造部门负责人，凭借自身成熟的整车生产管理保障公司生产环节健康运营。**王凤英参与产品定义/渠道营销等维度。**公司在产品端与渠道营销端组织架构变动较大，由王凤英统筹，引入谷苑钦/于涛等移动互联网行业人才，为公司前端营销环节注入新的发展思路。

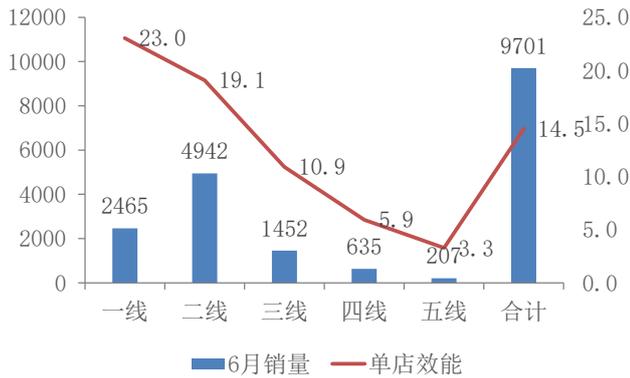
公司渠道变革已初见成效。小鹏积极开展渠道变革，提升经销比例，引入优质门店提升效能。变革销售体制，提升经销比例与运营质量。2023年9月，小鹏汽车木星计划旨在转变销售模式，由直营模式向经销商模式转型。截止年底小鹏汽车淘汰了130+家门店，并引入160余家优质经销商。截止24年6月，小鹏全国合计669家门店，71%为经销商门店，其中一线城市经销占比最低仅54%。

渠道管理维度，加速优胜劣汰，引入优质门店替换低效门店。将全国24个销售区缩减为12个，并逐步淘汰效率低下的直营门店，同时扩大代理经销商的门店规模。24年6月小鹏整体单店效能14.5台左右，受产品周期底部影响，门店经营效能较低。其中一二线分别单月单店效能23/19台，明显领先全国。

未来，小鹏规划将重点聚焦二线以及三四线城市向下开拓经销门店，配合M系列车型上市，进一步提升销量规模。

图10：小鹏2024年6月销量（台）及单店效能（台）

图11：小鹏2024年6月门店数（家）及经销比例



数据来源：小鹏官网，东吴证券研究所



数据来源：小鹏官网，东吴证券研究所

3. 经营看点：新产品+新模式，助力向上

3.1. 新产品：两款轿车新品 M03/P7+预计先后于 24H2 上市

2024H2 起，小鹏正式开启旗下“单品牌+多平台”的产品战略。

2024Q3 推出中低端 Mona 系列首款车型 M03，定位 10~15 万元价格区间。新车于 8 月 1 日展车到店，公司预计当月正式上市，9 月份开启批量交付；新车以智驾平权+高性价比为产品的核心卖点，提供行业同价位领先的智驾产品功能。2024Q4，小鹏还将推出 B+级轿车 P7+，定位 20~25 万元价格区间。P7+新车采用全新 F 平台，以科技豪华+智能化为核心卖点，搭载 800V+一体化压铸等技术，同时落地系列化技术降本，支持无激光雷达的高阶智驾 XNGP 功能。

图12：小鹏汽车 P7+



数据来源：小鹏官网，东吴证券研究所

图13：小鹏汽车 M03



数据来源：小鹏官网，东吴证券研究所

Mona 系列 M03 参数分析：以智驾平权+电机功率+高颜值为产品的核心卖点，车高较低同时轴距拉长，轿跑风格设计，保证前后排乘坐空间；电机功率较大提升加速性能。

图14：小鹏 M03 竞品对比

| | | 小鹏M03 | 埃安S | 秦plus EV |
|-----------|-------|---------|-------------|-------------|
| 经销商零售价/万元 | | - | 11.58~12.28 | 10.98~13.98 |
| 尺寸 | 车长/mm | 4780 | 4805 | 4765 |
| | 车宽/mm | 1896 | 1880 | 1837 |
| | 车高/mm | 1445 | 1545 | 1515 |
| | 轴距/mm | 2815 | 2750 | 2718 |
| 电机功率/kw | | 140/160 | 100 | 100 |

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

小鹏 P7+参数分析：以智驾科技+大空间+高颜值为产品的核心卖点，车身整体尺寸相比竞品更大，不依赖激光雷达同时支持全场景领航辅助驾驶 XNGP 功能，相比竞品领先。

图15：小鹏 P7+竞品对比

| | | 小鹏P7+ | 小鹏P7 | 小米SU7 | 比亚迪汉EV |
|-----------|-------|---------|-------------|-------------|-------------|
| 经销商零售价/万元 | | - | 19.89~24.99 | 21.59~29.99 | 20.99~29.99 |
| 尺寸 | 车长/mm | 5056 | 4888 | 4997 | 4865 |
| | 车宽/mm | 1937 | 1896 | 1963 | 1900 |
| | 车高/mm | 1512 | 1450 | 1455 | 1450 |
| | 轴距/mm | 3000 | 2998 | 3000 | 2928 |
| 电机功率/kw | | 180/230 | 203 | 220/495 | 310/475 |

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

未来，公司多平台战略衍生多款新车，2025 年预计 3~4 款车型上市，开启新一轮产品周期。公司将围绕“智能化”为品牌核心卖点，不同价格区间聚焦不同定位差异化：10~20 万元价格区间聚焦性价比+智能化，以 MO3 为代表车型；20~30 万元价格区间聚焦科技+智能化，以 G6/P7+为代表车型；30 万元以上价格区间聚焦豪华舒适+智能化，以 X9 为代表车型。

中长期来看，公司积极开拓分体式飞行汽车以及 Robotaxi 等领域，**增强端到端算法架构下，汽车多业务线的协同效应**。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。中长期来看，公司综合自身技术水平以及 AI 智能化趋势下行业消费观念的迭代，将适时推出 Robotaxi 业务产品，持续开拓新领域，贡献全新业绩增量。

图16：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

3.2. 新模式：大众合作持续深化，重视 B 端收费新模式

小鹏与大众持续深化合作范围，就供应链采购+电动整车平台+电子电气 EE 架构等多方面联合。双方就战略技术合作签订框架协议，同时，大众汽车集团对小鹏汽车进行战略少数股权投资签订股份购买协议。小鹏汽车将以每 ADS(*) 15 美元的价格向大众汽车集团发行约占交易完成后 4.99% 的 A 类普通股，总值约 7 亿美元。

1、供应链：降本+提效。小鹏利用大众中国供应链体系，集中采购降低成本，进一步弥补自身在供应链管理方面的短板，降低出货和供应商配合度的压力。

2、技术支持-整车平台：小鹏汽车和大众汽车集团将基于各自核心竞争力和小鹏汽车的 G9 车型平台、智能座舱以及高阶辅助驾驶系统软件，共同开发两款 B 级电动汽车车型，以大众汽车品牌在中国市场销售。相关车型预计将于 2026 年开始投产（即 "SOP"）。

3、技术支持-EE 架构：2024 年 4 月 17 日小鹏汽车与大众汽车集团签订电子电气架构技术战略合作框架协议，小鹏和大众汽车集团将全力投入为大众在华生产的 CMP 和 MEB 平台开发行业领先的电子电气架构。第一个搭载双方联合开发的电子电气架构的车型预计将在 24 个月内量产。双方将积极探索进一步合作的机会，以扩大双方联合开发的电子电气架构的应用范围。

4. 盈利预测与投资建议

2024H2 核心看点：小鹏全新 A 级轿车产品 M03 预计于 24Q3 正式上市并交付，以“智驾平权”为产品重要卖点，爆款可期；全新 B+级轿车 P7+ 预计于 2024Q4 正式上市，

进一步丰富公司产品矩阵，增强品牌多维度竞争力。随终端产品保有量增加，端到端大模型有望助力产品智驾体验持续优化，增强产品竞争力。

表1：小鹏汽车业绩拆分

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 销量/万辆 | 12.1 | 14.3 | 17.0 | 38.5 | 60.1 |
| YOY | 24% | 18% | 19% | 126% | 56% |
| 总营收/亿元 | 248.4 | 306.8 | 432.9 | 737.5 | 1165.6 |
| YOY | 18% | 24% | 41% | 70% | 58% |
| 毛利率 | 11.5% | 1.5% | 12.7% | 14.4% | 16.3% |
| 归母净利润/亿元 | -91.4 | -103.8 | -57.6 | -25.0 | 22.0 |
| 归母净利率 | -36.8% | -33.8% | -13.3% | -3.4% | 1.9% |

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

我们预计公司 2024~2026 年营业总收入为 433/738/1166 亿元，归属母公司净利润为 -57.0/-25.0/22.0 亿元，对应 PS 为 1.11/0.65/0.41。选取 H 股四家整车公司作为可比公司，PS 估值算术平均值为 0.86/0.59/0.49 倍。鉴于公司 AI 智驾能力领先行业，同时与大众合作贡献相对稳定的 B 端软件收费新模式，未来可预期盈利能力中枢远高于常规汽车销售业务，我们认为小鹏汽车应该享受更高估值溢价，维持“买入”评级。

表2：小鹏汽车-W 可比公司估值比较【2024 年 8 月 11 日】

| 证券代码 | 公司简称 | 收盘价 /元 | 市值/亿 元 | 营业收入/亿元 | | | PS/倍 | | |
|-------------|--------|-----------|-----------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| | | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 2015.HK | 理想汽车-W | 72.13 | 1530.57 | 1513.07 | 2168.85 | 2732.03 | 1.01 | 0.71 | 0.56 |
| 1211.HK | 比亚迪股份 | 197.06 | 5733.12 | 7184.41 | 8326.37 | 9200.23 | 0.80 | 0.69 | 0.62 |
| 9866.HK | 蔚来 | 27.55 | 571.34 | 761.16 | 1156.68 | 1255.84 | 0.75 | 0.49 | 0.45 |
| 9863.HK | 零跑汽车 | 21.99 | 293.97 | 330.24 | 641.97 | 901.64 | 0.89 | 0.46 | 0.33 |
| 可比公司算术平均 PE | | | | | | | 0.86 | 0.59 | 0.49 |
| 9868.HK | 小鹏汽车-W | 25.48 | 482.29 | 432.85 | 737.54 | 1165.57 | 1.11 | 0.65 | 0.41 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：所有公司盈利均采用东吴证券研究所预测）

整车销售+B 端软件合作收费（Saas 模式）共同驱动市值向上。市值空间维度，凭借整车销售以及大众软件技术合作两种经营模式有望双轮驱动市值向上。**1) 整车销售：**新一轮新车周期即将启动，年度来看亏损有望迅速收窄，盈利转正可期；对标理想/蔚来/比亚迪/零跑等 H 股整车企业，考虑公司新车周期爆发性向上，我们认为针对整车销售板块应给予 2025 年 1~1.5 倍 PS 估值。**2) 合作大众 B 端软件收费：**24Q1 起初步确认小鹏与大众针对 G9 平台新车型开发的项目合作收费，未来双方进一步就大众中国电动车产品的 EE 架构联合开发，有望进一步确认更多软件技术增量费用。中长期来看，公司将作为自身技术赋能大众等外部车企的软件解决方案提供商，收入规模与合作车型的销量保持正向相关，以 Saas 模式确认，进一步贡献更大市值增量。

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) | | | | |
|----------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-----------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 54,521.63 | 39,624.48 | 51,307.24 | 73,842.30 | 营业总收入 | 30,676.07 | 43,285.00 | 73,754.00 | 116,557.00 |
| 现金及现金等价物 | 21,127.16 | 20,255.61 | 25,895.66 | 40,113.55 | 营业成本 | 30,224.91 | 37,783.00 | 63,131.00 | 97,504.00 |
| 应收账款及票据 | 2,716.22 | 120.24 | 204.87 | 323.77 | 销售费用 | 3,950.54 | 3,679.23 | 4,056.47 | 5,245.07 |
| 存货 | 5,526.21 | 5,247.64 | 8,768.19 | 13,542.22 | 管理费用 | 2,607.46 | 2,207.54 | 2,212.62 | 2,913.93 |
| 其他流动资产 | 25,152.04 | 14,001.00 | 16,438.52 | 19,862.76 | 研发费用 | 5,276.57 | 7,051.13 | 8,481.71 | 9,907.35 |
| 非流动资产 | 29,640.91 | 32,301.55 | 34,753.54 | 37,170.43 | 其他费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 10,954.49 | 12,741.91 | 14,439.97 | 16,115.63 | 经营利润 | (11,384.36) | (7,435.89) | (4,127.80) | 986.67 |
| 商誉及无形资产 | 6,404.86 | 7,198.47 | 7,952.41 | 8,693.64 | 利息收入 | 1,260.16 | 1,528.18 | 1,806.39 | 1,947.39 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利息支出 | 268.67 | 187.91 | 187.91 | 377.91 |
| 其他长期投资 | 5,120.36 | 5,120.36 | 5,120.36 | 5,120.36 | 其他收益 | (0.84) | 434.84 | 27.62 | (232.82) |
| 其他非流动资产 | 7,161.21 | 7,240.80 | 7,240.80 | 7,240.80 | 利润总额 | (10,393.71) | (5,660.78) | (2,481.70) | 2,323.33 |
| 资产总计 | 84,162.54 | 71,926.03 | 86,060.79 | 111,012.73 | 所得税 | 36.81 | 28.30 | 12.41 | 116.17 |
| 流动负债 | 36,111.56 | 29,805.87 | 46,440.84 | 69,191.73 | 净利润 | (10,430.52) | (5,689.08) | (2,494.11) | 2,207.16 |
| 短期借款 | 5,287.32 | 5,287.32 | 5,287.32 | 5,287.32 | 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款及票据 | 22,210.43 | 18,891.50 | 31,565.50 | 48,752.00 | 归属母公司净利润 | (10,375.78) | (5,695.18) | (2,500.21) | 2,201.06 |
| 其他 | 8,613.81 | 5,627.05 | 9,588.02 | 15,152.41 | EBIT | (11,385.20) | (7,001.05) | (4,100.18) | 753.85 |
| 非流动负债 | 11,722.45 | 11,486.82 | 11,486.82 | 11,486.82 | EBITDA | (10,576.20) | (6,082.09) | (3,052.17) | 1,836.95 |
| 长期借款 | 6,428.48 | 6,428.48 | 6,428.48 | 6,428.48 | | | | | |
| 其他 | 5,293.97 | 5,058.34 | 5,058.34 | 5,058.34 | | | | | |
| 负债合计 | 47,834.01 | 41,292.68 | 57,927.65 | 80,678.54 | | | | | |
| 股本 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 0.12 | 主要财务比率 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益(元) | (0.05) | (0.03) | (0.01) | 0.01 |
| 归属母公司股东权益 | 36,328.53 | 30,633.34 | 28,133.13 | 30,334.19 | 每股净资产(元) | 19.25 | 0.16 | 0.15 | 0.16 |
| 负债和股东权益 | 84,162.54 | 71,926.03 | 86,060.79 | 111,012.73 | 发行在外股份(百万股) | 189,251.20 | 189,251.20 | 189,251.20 | 189,251.20 |
| | | | | | ROIC(%) | (24.39) | (15.57) | (10.03) | 1.75 |
| | | | | | ROE(%) | (28.56) | (18.59) | (8.89) | 7.26 |
| | | | | | 毛利率(%) | 1.47 | 12.71 | 14.40 | 16.35 |
| | | | | | 销售净利率(%) | (33.82) | (13.16) | (3.39) | 1.89 |
| | | | | | 资产负债率(%) | 56.84 | 57.41 | 67.31 | 72.68 |
| | | | | | 收入增长率(%) | 14.23 | 41.10 | 70.39 | 58.03 |
| | | | | | 净利润增长率(%) | (13.53) | 45.11 | 56.10 | 188.03 |
| | | | | | P/E | (464.82) | (846.83) | (1,928.99) | 2,191.16 |
| | | | | | P/B | 1.32 | 157.44 | 171.43 | 158.99 |
| | | | | | EV/EBITDA | (8.42) | (791.56) | (1,575.50) | 2,610.02 |

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2024年8月11日的0.92,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),北交所基准指数为北证 50 指数),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>