

小鹏汽车-W(09868)

报告日期: 2024年08月21日

新车周期带动销量增长, 技术合作开拓变现可能

——小鹏汽车深度报告

投资要点

□ 发力智能化, 4个月内实现“门到门”智能驾驶体验

公司持续发力汽车智能化, 已发布国内首个量产上车的端到端大模型。公司在AI训练上已投入超过35亿元, 算力储备达到行业领先的2.51EFLOPS, 预计到今年Q4, 公司计划实现“门到门”的智能驾驶体验。

□ 新车周期即将开启, 有望拉动销量及收入提升

公司产品矩阵逐渐完善, 下半年进入新车周期。今年下半年小鹏汽车预计将有两款车型推出上市, 分别是小鹏MONA系列首款车型M03以及小鹏P7+, 同时明年小鹏新车上市将实现“季更”。MONA M03起源于小鹏汽车与滴滴的合作, 定位15万元级别纯电动轿车市场。P7+车长超过5米, 预计将采用纯视觉智驾方案, 从而降低整车成本。以上两车的推出将带动今年下半年小鹏汽车的整体销量。我们预计24-26年公司实现汽车销售分别为14.9、35.6、43.8万辆, 汽车销售收入分别为308、636、762亿元。

□ 大众合作带来技术变现可能, 打开增长新模式

2023年7月小鹏汽车与大众汽车集团共同宣布, 双方就战略技术合作签订框架协议, 战略技术合作的目标是利用双方的互补优势, 建立长期双赢的战略合作关系。2024年7月22日, 小鹏与大众共同宣布, 双方签订电子电气架构技术战略合作联合开发协议, 双方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, 双方合作获得进一步实质性推进。我们预计24-26年公司实现服务及其他收入53、68、68亿元。

□ 盈利预测与估值

小鹏汽车是国内头部新能源汽车公司, 我们预计公司24-26年实现营收361、704、840亿元, 同比+18%、95%、19%; 归母净利润-69.9、-41.8、-25.3亿元, 同比+33%、40%、39%, 对应当前PS 1.30、0.67、0.56倍。考虑到下半年开始公司进入新车释放周期, 公司与大众合作有望获得稳定服务业务营收以及公司在低空经济领域积极布局, 未来可期, 给与公司“增持”评级。

□ 风险提示

新车销量不及预期、与大众相关合作进展不及预期、飞行汽车项目面临技术及政策阻碍。

投资评级: 增持(首次)

分析师: 刘巍

执业证书号: S1230524040001
liuwei03@stocke.com.cn

分析师: 姚逸云

执业证书号: S1230524080007
yaoyiyun@stocke.com.cn

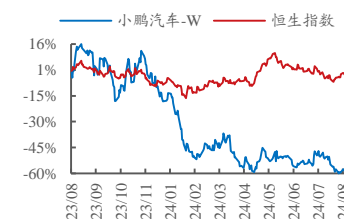
分析师: 郑景毅

执业证书号: S1230523060001
zhengjingyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$26.95
总市值(百万港元)	51,128.01
总股本(百万股)	1,897.14

股票走势图



相关报告

- 《收入与毛利承压, 期待新车上线起量》2023.03.24
- 《运营效率改善, 亟待新车型提振销量——小鹏汽车Q3业绩点评》2022.12.01
- 《纯电智能化引领者, 新车上攻中高端市场——小鹏汽车深度报告》2022.09.26

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30676	36076	70396	84017
(+/-) (%)	14%	18%	95%	19%
归母净利润	-10376	-6991	-4177	-2529
(+/-) (%)	-14%	33%	40%	39%
每股收益(元)	-5.96	-3.68	-2.20	-1.33
P/E	-8.72	-6.70	-11.22	-18.53
ROE	-28.56%	-23.83%	-16.60%	-11.17%

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

小鹏汽车是国内头部新能源汽车公司，我们预计公司 24-26 年实现营收 361、704、840 亿元，同比+18%、95%、19%；归母净利润-69.9、-41.8、-25.3 亿元，同比+33%、40%、39%，对应当前 PS 1.30、0.67、0.56 倍。考虑到下半年开始公司进入新车释放周期，公司与大众合作有望获得稳定服务业务营收以及公司在低空经济领域积极布局，未来可期，给与公司“增持”评级。

● 关键假设

- 1)小鹏汽车后续多款新车按时上市交付。
- 2)小鹏与大众汽车合作稳定推进。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为：MONA 等小鹏后续新车无法拉动其销量提升。

我们认为：小鹏 MONA M03 定位 15 万元级别纯电轿车，其竞品主要为比亚迪及埃安相关车型，与竞品相比，MONA M03 在智能化层面具有优势，小鹏 MONA M03 将搭载同级别最好智能驾驶辅助系统，并且将推出不同功能配置的辅助驾驶系统提供用户选择。消费者对于智能化尤其是智能驾驶功能需求正在迅速提升，MONA M03 有望凭借智能化带动其 C 端销量。同时，结合滴滴与小鹏相关协议，MONA M03 的运营版本有望在 B 端获得稳定的销量市场。两者相加，有望为小鹏 MONA M03 带来稳定的销量。

● 股价上涨的催化因素

小鹏 MONA 及后续车型获得稳定销量、2025 年新车推出、小鹏与大众合作逐步推进、飞行汽车量产落地。

● 风险提示

- 1) 新车销量不及预期：小鹏销量提振需要新车发布的支撑，今年下半年及明年多款新车上市如不及预期，将无法拉动营收增长。
- 2) 与大众相关合作进展不及预期：公司为国内新势力车企，大众为传统海外汽车龙头，双方的合作如在企业文化、团队磨合、利益分配等层面产生矛盾，将拖慢整体合作进展。
- 3) 飞行汽车项目面临技术及政策阻碍：公司“陆地航母”属于新技术密集型产品，技术风险较大，同时如低空飞行相关地方政策落地过慢将阻碍消费者购买公司飞行汽车类产品。

正文目录

1 以智能化为标签，产品矩阵丰富完善	5
1.1 研发驱动，力争汽车智能化第一梯队	5
1.2 管理团队精简，股权清晰，何小鹏拥有近七成投票权	7
1.3 产品矩阵逐步完善，下半年进入新车周期	8
2 如何看待小鹏 MONA 后续发展潜力	11
2.1 MONA 首款车型定位 15 万级别轿车	11
2.2 MONA 起源于与滴滴的战略合作	11
2.3 与滴滴合作拥有详细里程碑及相应目标	11
2.4 面向运营：网约车市场替换需求稳定	12
2.5 面向个人：平价智能化打造差异护城河	14
3 引入大众合作，实现整车技术双出海	16
3.1 与大众战略合作稳步推进	16
3.2 出海进入 2.0 时代，目标欧洲东盟中东	17
4 小鹏汇天专注低空领域，为汽车插上飞行翅膀	17
5 公司财务情况：毛利修复，服务业务收入提升	18
6 盈利预测与估值	21
6.1 盈利预测	21
6.2 估值预测	22
7 风险提示	23

图表目录

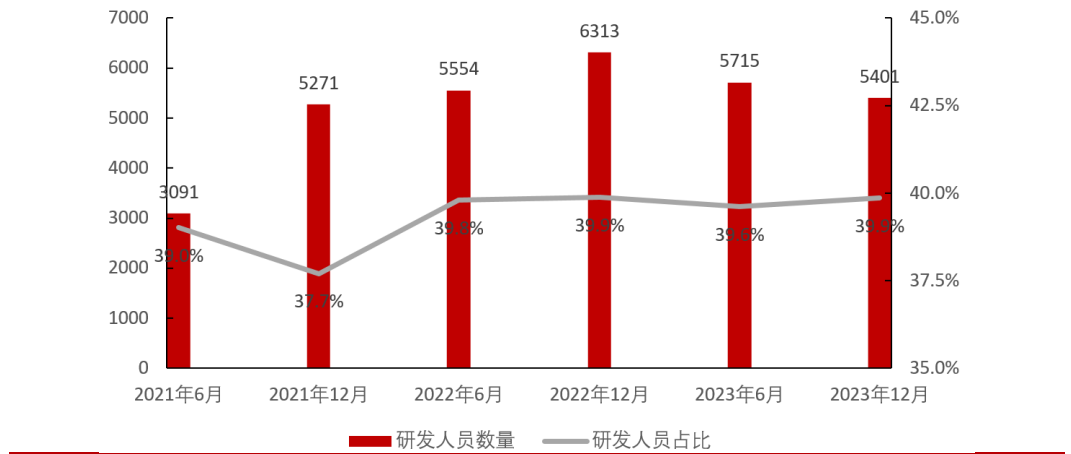
图 1: 截至 2023 年年末公司研发人员数量 (人) 及占比	5
图 2: 小鹏端到端大模型介绍	6
图 3: AI 代驾与 AI 小 P	7
图 4: 截至 2023 年年底公司主要股东情况	8
图 5: 小鹏汽车产品矩阵较为全面	9
图 6: 小鹏分车型销量情况 (辆)	9
图 7: 小鹏汽车产品平均售价在一季度获得了提升	10
图 8: 小鹏 P7+ 工信部申报图	10
图 9: 小鹏 P7+ 后部细节工信部申报图	10
图 10: 小鹏 MONA M03 工信部申报图	11
图 11: 小鹏 MONA M03 部分细节的工信部申报图	11
图 12: 基于业绩目标的 MONA 交付总量测算	12
图 13: 2018-2023 年出租网约车市场变化	13
图 14: 广汽埃安 AION Y	14
图 15: 比亚迪 e2	14
图 16: 10-20 万元价格段乘用车零售占比	14
图 17: 各价格段新能源渗透率情况	14
图 18: 汽车电子电气架构示意	16
图 19: 小鹏与大众合作进展梳理	16
图 20: 何小鹏与大众高管团队合影	17
图 21: 小鹏汇天发展历程	17
图 22: 小鹏汇天宇航者 X2	18
图 23: 小鹏汇天分体式飞行汽车	18
图 24: 公司营业收入情况	19
图 25: 公司净利润情况	19
图 26: 小鹏汽车服务业务收入情况	19
图 27: 公司毛利率及净利率	20
图 28: 公司分业务毛利率	20
图 29: 公司研发费用情况	20
图 30: 公司销售、行政及一般费用情况	20
图 31: 公司财务费用情况	20
图 32: 部分新势力车企期间费用率比较	20
表 1: 小鹏智能驾驶功能演进	5
表 2: 公司管理层介绍	8
表 3: 公司收购滴滴的四阶段里程碑	12
表 4: 截至 2024 年 7 月的近半年内 10-15 万元新能源车零售销量排行	15
表 5: M03 部分潜在竞品在智能驾驶方面配置情况	15
表 6: 24-26 年小鹏汽车各车型销量及营收预测	22
表 7: 公司盈利预测 (百万元)	22
表 8: 可比公司估值	23
表附录: 三大报表预测值	24

1 以智能化为标签，产品矩阵丰富完善

1.1 研发驱动，力争汽车智能化第一梯队

公司作为一个研发驱动的智能汽车公司，公司研发人员占比一直较高，截至 2023 年年末，公司共有研发人员 5401 人，占到公司所有员工的 39.9%。

图1：截至 2023 年年末公司研发人员数量（人）及占比



资料来源：公司招股书、公司公告、浙商证券研究所

公司高比例投入汽车智能化，尤其是小鹏汽车智能导航辅助驾驶系统 XNGP 的开发及推送。XNGP 系统的前身为 XPILOT 系统，XPILOT 主要包括巡航控制、自适应转弯控制、车身居中控制等功能，XPILOT 经过历代发展，提供消费者优秀的驾驶体验并且积累了良好的用户口碑，在此基础上公司于 2023 年上半年开放了 XNGP 功能。

表1：小鹏智能驾驶功能演进

功能名称	推出时间	主要功能及特点
XPILOT 2.5	2019/7	自适应巡航、自适应转弯、车道居中、自动变道、自动泊车、前碰预警、自动紧急制动、盲点检测
XPILOT 3.0	2021/1	在 XPILOT2.5 基础上增加高速公路 NGP 及高级自动泊车 VPA
XPILOT 3.5	2022	在 XPILOT3.0 基础上增加了激光雷达，提升车辆感知能力，增加优化了自适应巡航、车道居中和高级自动泊车
XNGP	2022/3	车辆基于导航目的地自动执行驾驶任务
无图 XNGP	2023/11	车辆可以在无高精地图覆盖的城市使用 XNGP

资料来源：公司招股书、公司年报、新出行、汽车之家、EV 车世界、浙商证券研究所

公司端到端大模型上车，小鹏开启 AI 智驾时代。AI 技术将颠覆智能汽车原有的进化迭代速度与迭代方式，通过学习人类的智慧，模仿人类的思考决策逻辑，取代传统的人工手写算法规则迭代，以端到端数据驱动算法迭代的方式，进入智能汽车的 AI 时代。在智能驾驶领域，小鹏汽车发布国内首个量产上车的端到端大模型：神经网络 XNet+规控大模型 XPlanner+大语言模型 XBrain:

XNet: 通过聚合动态 XNet、静态 XNet 和行业首个量产纯视觉 2K 占用网络，能够让自动驾驶系统如同裸眼 3D。行业首个量产 2K 纯视觉占用网络，用超过 200 万个网格重构世界，对现实世界中的可通行空间进行 3D 高真实度还原，清晰识别静态障碍物的每一个细节，使得感知范围提升 2 倍，面积可达 1.8 个足球场大小，能精准识别 50+个目标物，让用户如同拥有鹰眼视觉，驾驶时看得更清、更远。

XPlanner: XPlanner 就像人类的小脑，通过海量数据时刻训练，使得驾驶策略不断向拟人进化，拥有“老司机般的脚法”，使得前后顿挫减少 50%、违停卡死减少 40%、安全接管减少 60%，让用户舒适性、安全性体验都再上新台阶。

XBrain: 引入 AI 大语言模型 XBrain 架构后，自动驾驶系统拥有了人类大脑般的理解学习能力，处理复杂甚至未知场景的泛化处理能力大幅提升，对真实物理世界的宏观逻辑的推理能力亦是如此。在 XBrain 的加持下，自动驾驶系统能够认识待转区、潮汐车道、特殊车道、路牌文字，秒懂各种令行禁止、快慢缓急的行为指令，进而做出兼顾安全、性能的拟人驾驶决策。

图2：小鹏端到端大模型介绍



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

在具体功能上，公司在今年 5 月 20 日 AI day 上推出了 AI 代驾与 AI 小 P。AI 代驾是行业首个量产的“点到点”超长记忆领航智驾。AI 代驾仅需一次学习，系统便可生成定制化的驾驶路线，为用户提供覆盖全程的智能辅助驾驶体验。单个用户最多可存储 10 条记忆路线，每条路线最长 100km。在智能座舱方面小鹏汽车推出行业首个“全域大语言模型”，将 AI 大语言模型的推理能力深度融合用车全场景，通过联动车内感知系统和车外环境，为用户提供一个可以主动感知并推理需求的贴心车载助理 AI 小 P。

图3: AI代驾与AI小P



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

AI投入超过35亿元, 将在4个月内实现“门到门”智能驾驶体验。2024年7月30日, 在小鹏举行的AI智驾技术发布会上, 小鹏推出了采用端到端技术的XOS5.2.0并实现全量推送。在这个版本中, 高速和城市智驾场景将打通, 给车主带来了更为完善的高阶智驾体验。在发布会上何小鹏还透露小鹏汽车在AI训练上已投入超过35亿元, 算力储备达到行业领先的2.51EFLOPS, 到今年四季度, 小鹏汽车计划实现包括通过ETC收费站打通高速/城市场景、通过停车场闸机打通行车/泊车场景和以及对园区内部道路的打通, 实现“门到门”的智能驾驶体验。

我们认为, 短期内汽车智能化虽不能明显地拉动产品销量, 但长期来看**汽车的智能化能力必然成为消费者最终购车决策的重要一环**。当前汽车市场竞争激烈, 智能化产品功能也有同质化趋势, 各家主机厂的智能驾驶、智能座舱能力竞争逐渐从“人无我有”向“人有我优”转变。因此我们判断, 以五年的维度看, 目前领先的头部智能化主机厂如华为系主机厂、小鹏等企业的绝对技术优势会被削弱。作为对策, 智能化领先的主机厂需转变策略, 从单一构建“技术优势”转向同步构建“消费者认知优势”, 通过加强营销和建立用户认知, 以确保长期竞争优势。目前看, 我们认为小鹏汽车已经初步建立起了“智能化”的消费者认知。

1.2 管理团队精简, 股权清晰, 何小鹏拥有近七成投票权

公司核心管理团队精简高效, 来自互联网、汽车制造和战略融资等不同背景的管理团队塑造小鹏独有的基因。

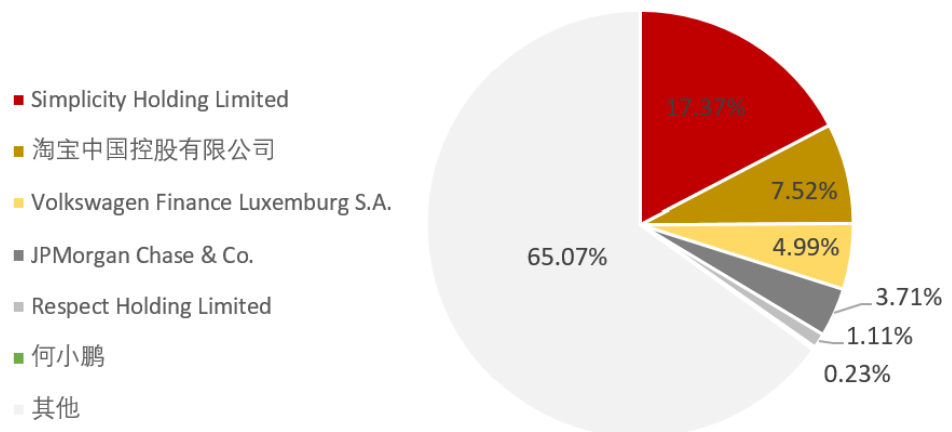
表2: 公司管理层介绍

姓名	职务	介绍
何小鹏	联合创始人、执行 董事、董事长兼首 席执行官	何小鹏先生于2014年6月至2017年8月任职阿里巴巴集团，包括担任阿里巴巴移动事业群总裁、阿里游戏董事长及土豆网总裁。于2004年，何小鹏先生联合创立UC优视公司，于2005年1月至2014年6月担任产品总裁。于2014年6月，UC优视公司被阿里巴巴集团收购。何先生于2018年5月至2020年5月曾任虎牙公司的独立董事及审核委员会成员。何先生于1999年7月获得华南理工大学计算机学士学位。何先生于2020年1月取得广东省人力资源和社会保障厅颁发的工商管理高级经济师（科技型企业企业家）资格证书。
王凤英	总裁	王凤英女士在汽车行业拥有超过30年经验。在加入小鹏汽车之前，王女士自1991年至2022年于长城汽车股份有限公司及于上海证券交易所上市担任多项职务，包括但不限于自2016年3月至2022年3月任副董事长，自2001年6月至2022年3月任执行董事及自2002年11月至2022年7月任总经理。王女士于1999年毕业于天津财经学院，并获经济学硕士学位。
顾宏地	副董事长、联席总 裁	顾宏地博士是小鹏汽车的名誉副董事长兼总裁。顾博士目前于小鹏汽车其他成员公司担任董事职务。加小鹏汽车前，顾博士于2004年至2018年于J.P. Morgan Chase任职，并担任J.P. Morgan Chase亚太投资银行董事总经理兼董事长等职位。顾博士于2018年6月至2019年6月曾担任纳斯达克上市公司优信有限公司董事。顾博士于1997年8月获得华盛顿大学生物化学博士学位，1999年5月获得耶鲁大学工商管理硕士学位，并于1993年6月获得俄勒冈大学化学学士学位。

资料来源：公司年报，公司官网、浙商证券研究所

截至2023年年末，公司前五大股东分别为Simplicity Holding Limited、淘宝中国、大众汽车、JPMorgan、Respect Holding Limited及何小鹏。其中Simplicity Holding Limited及Respect Holding Limited为何小鹏先生全资拥有。通过股权穿透，何小鹏先生拥有公司18.71%股权。投票权方面，何小鹏先生持有公司69.5%的投票权。

图4: 截至2023年年底公司主要股东情况



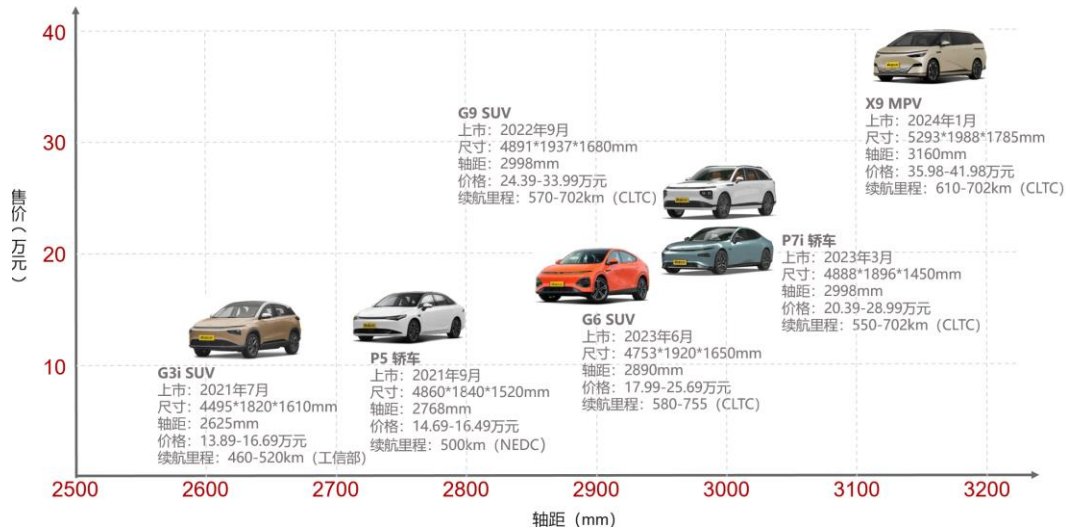
资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.3 产品矩阵逐步完善，下半年进入新车周期

公司目前共计推出6款车型，分别为G3i、G6、G9三款SUV，P5、P7两款轿车及一款MPV X9，售价范围涵盖从15-40万元区间，车型矩阵覆盖比较全面。公司不同价格带产品竞品差异较大，拆分看：

G3i 及 P5: 主打经济适用, 其主要竞品为比亚迪宋系列, 广汽埃安等传统自主品牌。
 P7: 造型美观, 线条流畅, 主要面向年轻消费者, 其主要竞品为特斯拉 Model3、小米 SU7、极氪 001、极氪 007、蔚来 ET5、阿维塔 12 等新势力轿车。
 G6 及 G9: 主打 20-30 万元区间主流纯电 SUV 市场, 这一价格带 SUV 产品竞争相当激烈, 其主要竞品为特斯拉 ModelY、蔚来 ES6、蔚来 ES7、理想 L6、理想 L7、问界 M5、问界 M7、大众 ID.4、智己 LS6 等。
 X9: 主打中大型高端纯电 MPV 市场, 在有限的市场容量下获得了较好的销量成绩, 其主要竞品为腾势 D9、理想 MEGA、极氪 009、岚图梦想家、GL8 PHEV 等。

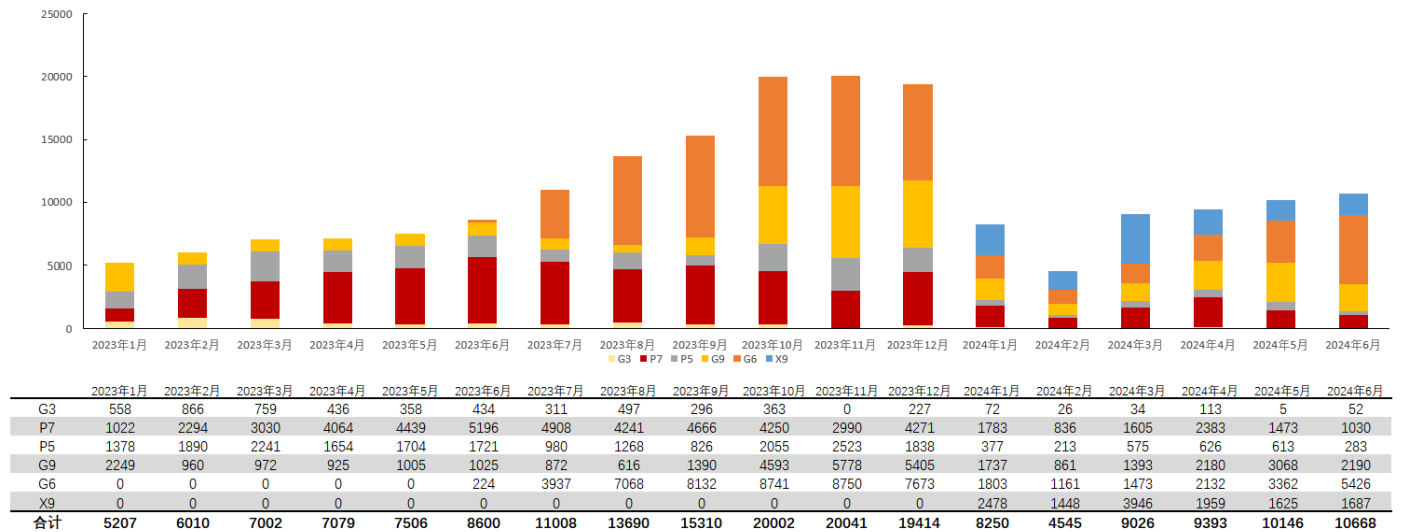
图5: 小鹏汽车产品矩阵较为全面



资料来源: 懂车帝、百度百科、浙商证券研究所

2024 年上半年, 公司累计销售车辆 5.2 万辆, 其中小鹏一月份上市的小鹏 X9 表现亮眼, 销量达到了 1.31 万辆, 占到总销量的 25.3%。G6、P7i、G9 销量较为平均, 分别实现了 1.53、0.91、1.14 万辆, 分别占到总销量的 29.5%、17.5%、22.0%。P5 及 G3 走势较弱, 且 G3 已经处于生命周期末期, 销量占比较低, 两车分别实现销量 2687、302 辆, 占到总销量 5.2%及 0.6%。

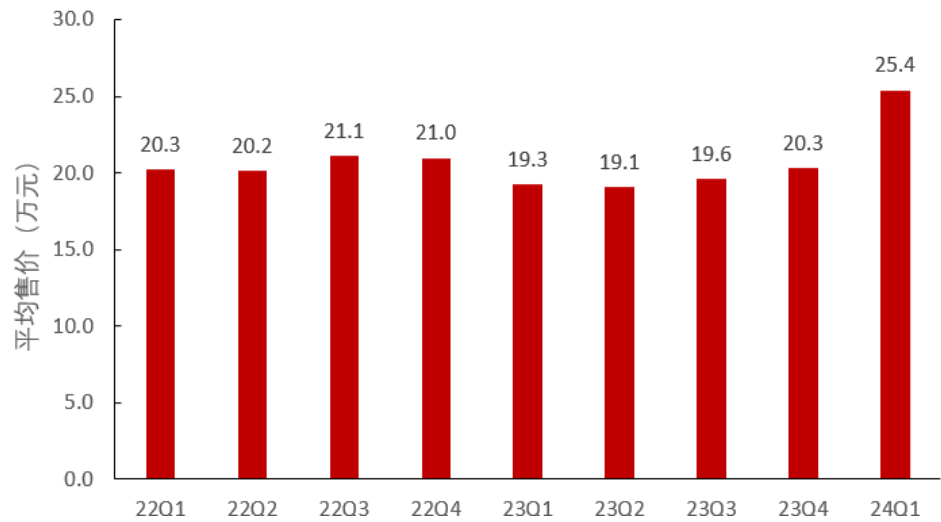
图6: 小鹏分车型销量情况 (辆)



资料来源: 懂车帝、浙商证券研究所

从价格带来看，2024年以前，公司产品价格带在15-30万元之间，其中主要集中在15-25万元之间，产品平均售价约为20万元左右。随着2024年1月小鹏X9的上市，公司产品价格带向上拓展至40万元区间，同时公司产品平均售价获得提升。2024年一季度，X9销量占到所有销量的36.1%，使得公司产品平均售价达到了25.4万元，环比上季度提升月25.1%。2024年二季度，随着X9交付逐渐平稳，X9的销量占比回落至17.4%，预计二季度公司产品平均单价会有相应回落。

图7：小鹏汽车产品平均售价在一季度获得了提升



资料来源：Wind、懂车帝、浙商证券研究所

今年下半年小鹏汽车预计将有两款车型推出上市，分别是小鹏MONA系列首款车型M03以及小鹏P7+。MONA M03定位15万元级别轿车，预计今年八月份上市，关于该车详细潜力分析，详见下一章节。小鹏P7+于2024年7月12日登陆工信部第385批《道路机动车辆生产企业及产品公告》的车辆新产品公示清单，根据工信部官网披露的数据显示，其整体尺寸为5056/1937/1512mm，轴距为3000mm。动力方面，P7+搭载来自湖北亿纬动力的磷酸铁锂电池，搭载两种规格电机，峰值功率分别为180kW及230kW。智能化方面，P7+工信部照片未搭载激光雷达，预计将采用纯视觉智驾方案，从而降低整车成本。

图8：小鹏P7+工信部申报图



资料来源：工信部官网、浙商证券研究所

图9：小鹏P7+后部细节工信部申报图



资料来源：工信部官网、浙商证券研究所

2 如何看待小鹏 MONA 后续发展潜力

2.1 MONA 首款车型定位 15 万级别轿车

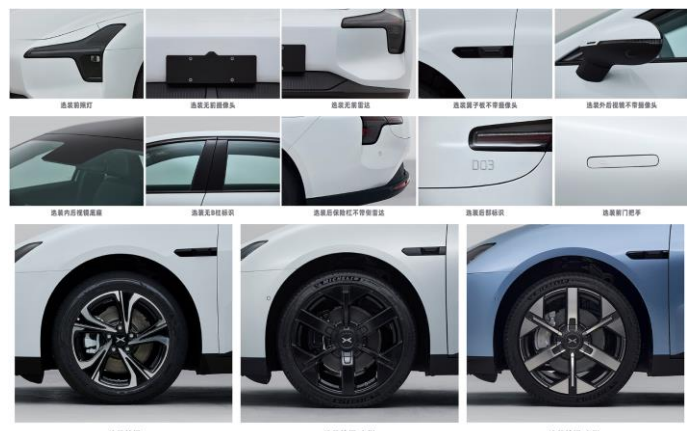
2024 年 6 月 13 日，小鹏 MONA 新车登陆工信部第 384 批《道路机动车辆生产企业及产品公告》的车辆新产品公示清单。根据公示清单资料，小鹏 MONA 第一款车型名为 M03 及 D03，由于该车将同时面向 C 端及 B 端市场，根据浙商证券研究所推测，面向 C 端市场的车型将命名为 M03，而面向 B 端网约车市场的车型命名为 D03。车身尺寸方面，新车长宽高分别为 4780/1896/1445mm，轴距为 2815mm。动力方面，小鹏 M03 将采用纯电动力系统，搭载分别由苏州汇川联合动力系统股份有限公司和菲仕绿能科技（北京）有限公司提供的电机，可输出峰值功率分别为 140kW 和 160kW，最高车速为 155km/h，并采用磷酸铁锂电池，由南宁弗迪电池有限公司提供。

图 10： 小鹏 MONA M03 工信部申报图



资料来源：工信部官网、浙商证券研究所

图 11： 小鹏 MONA M03 部分细节的工信部申报图



资料来源：工信部官网、浙商证券研究所

2.2 MONA 起源于与滴滴的战略合作

小鹏汽车的 MONA 项目起源于小鹏与滴滴的战略合作，2023 年 8 月 27 日，公司与滴滴及目标控股公司签订股份购买协议。根据协议，公司与滴滴将在多个领域展开合作，包括新款智能电动汽车的研究及开发、公司的智能电动汽车在滴滴共享出行平台上的运营、营销、金融和保险服务、充电、自动驾驶以及国际市场的联合开发。本次收购的最高总对价约为港币 58.35 亿元，对价全部以对价股份进行支付。对价股份数量最多为 9113.18 万股，对价股份将以每股 A 类普通股港币 64.03 元的发行价发行。

2.3 与滴滴合作拥有详细里程碑及相应目标

该对价将以四阶段进行支付，分别为首次交割当日、达到 SOP（量产）里程碑、达到第一次业绩目标期里程碑、达到第二次额业绩目标期里程碑。

表3: 公司收购滴滴的四阶段里程碑

里程碑	对价支付方式	业绩目标具体内容
首次交割日	首次交割日当天发行 5816.4 万股 A 类普通股	/
达到 SOP (量产) 里程碑	SOP 交割日当天发行 463.6 万股 A 类普通股	/
第一次业绩目标期里程碑	在交割的适用日期内发行最多 1405.5 万股 A 类普通股	紧随首次合格新车交付客户后的 13 个月内, 合格新车交付量累计达到 10 万辆
第二次业绩目标期里程碑	在交割的适用日期内发行最多 1427.7 万股 A 类普通股	紧随第一次业绩目标期届满后的 12 个月期间, 合格新车交付量累计达到 10 万辆

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

合格新车交付量由以下四项合计而成:

- 1) 新型智能电动汽车向合格的个人共享出行司机的运营汽车交付量的合计;
- 2) 在任何滴滴出行平台注册并用于进行合格的乘车交易的新型智能电动汽车运营车型的交付量 (在 (1) 未涵盖的范围内);
- 3) 向近期合格的共享出行司机的交付量 (在 (1) 或 (2) 未涵盖的范围内);
- 4) 向购买新型智能电动汽车的合格个人客户提供交付量的 25% (在 (1)、(2) 或 (3) 未涵盖的范围内)。

可见合格新车交付量由面向运营 (ToB) 及面向个人 (ToC) 构成, 其中 1)、2)、3) 项为运营车辆交付量, 4) 为 25% 的个人用户交付量。如面向运营的交付量越多, 达到业绩目标期所需的面向个人用户交付量就越少。反之如运营车辆交付量少, 则需要 25% 的面向个人交付量补充以达到业绩目标, 进而拉高了总交付量的目标。极端情况下, 如面向运营交付量为零, 则需要面向个人消费者售出 40 万量才能完成业绩目标。

图12: 基于业绩目标的 MONA 交付总量测算

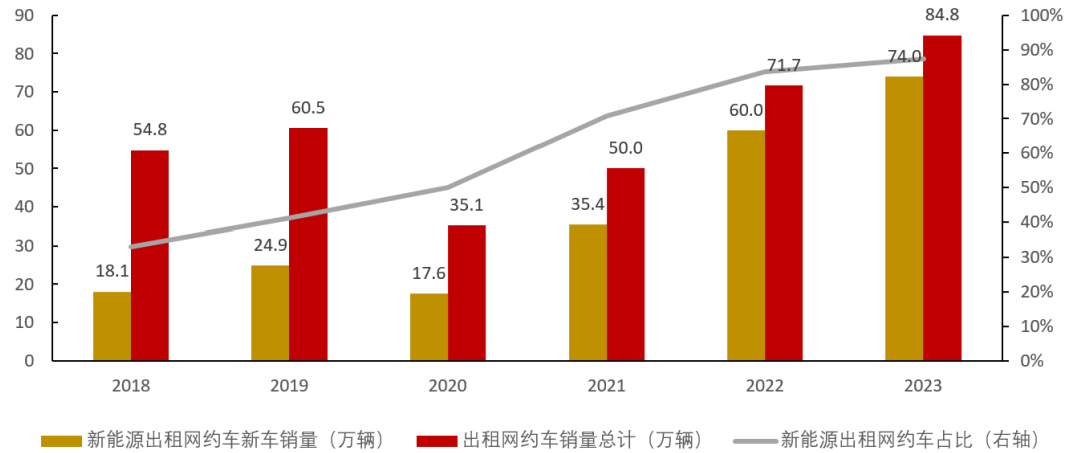
面向运营的交付	25%面向个人的交付	剩余75%的面向个人的交付	总计交付量
业绩目标考核范围	非业绩目标考核范围	非业绩目标考核范围	非业绩目标考核范围
10	0	0	10
9	1	3	13
8	2	6	16
7	3	9	19
6	4	12	22
5	5	15	25
4	6	18	28
3	7	21	31
2	8	24	34
1	9	27	37
0	10	30	40

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

2.4 面向运营: 网约车市场替换需求稳定

出租网约车销量整体呈现上升趋势, 替换需求稳定。通过分析全国出租网约车市场整体情况, 我们可以看到除 2020-2021 年受到国内公共卫生事件影响导致出租网约车销量出现下滑外, 其他年份中出租网约车销量呈现逐年提升态势。2023 年全国出租网约车销量达到 84.8 万台。但是随着多地发布网约车行业风险预警, 运力趋于饱和, 我们预计后续几年出租网约车市场新车销量同比增量较小, 但替换需求稳定。

图13: 2018-2023年出租网约车市场变化



资料来源: 崔东树公众号、浙商证券研究所

出租网约车市场的新能源化要加快于乘用车零售市场，2018年，新能源车占出租网约车新车的比例仅33%，到2022年达到84%的比例。2023年则进一步提高到87%的比例。**纯电车往往成为出租网约车最佳选择**。具体拆分新能源网约车的动力形式可以发现，纯电车比例最高，达到84.9%、插混（PHEV）占比2.2%、增程式占比0.1%。这其中主要原因还是因为运营成本驱动。根据晚点独家数据显示，纯电网约车成本为0.1-0.2元/公里，而燃油车型成本为0.5-0.8元/公里。以一天运营距离250公里测算，仅一天运营成本差距就高达75-175元。我们预计，出租网约车领域纯电车比例将进一步提升，在不久的将来有望实现新能源渗透率100%，纯电渗透率90+%。

出租网约车具有8年左右替换周期，市场预计对于纯电出租网约车需求稳定在60-70万/年。对于我国出租车而言，根据机动车强制报废规定，小、微型出租客运汽车的使用年限为8年，并且实施60万公里引导报废制度。而对于网约车而言，网约车行驶里程达到60万公里时强制报废。行驶里程未达到60万公里但使用年限达到8年时，退出网约车经营，俗称“营转非”。2017年进入服役的出租网约车将于2025年陆续退出运营，且新车预计绝大多数为纯电车。

便宜好用是网约车重要评价指标，但MONA M03若想在运营端获得成功，不能仅仅依靠便宜好用。根据乘联会崔东树先生分析，2023年售出的74万辆新能源出租网约车中，广汽埃安和比亚迪分别达到22万及19万，分别占比达到30%及26%。广汽埃安主要依靠埃安Y及埃安S，凭借良好的乘坐空间表现及低廉售价获得网约车司机的青睐。比亚迪主要为秦系列纯电/插混及e2/3家族作为入门快车使用，汉家族作为中端专车使用。价格及品牌是网约车司机选择比亚迪的重要原因，比亚迪秦Plus DMi荣耀版起售价为7.98万元，而纯电的e2的起售价也仅为8.98万元。

图14: 广汽埃安 AION Y



资料来源: 懂车帝、浙商证券研究所

图15: 比亚迪 e2



资料来源: 懂车帝、浙商证券研究所

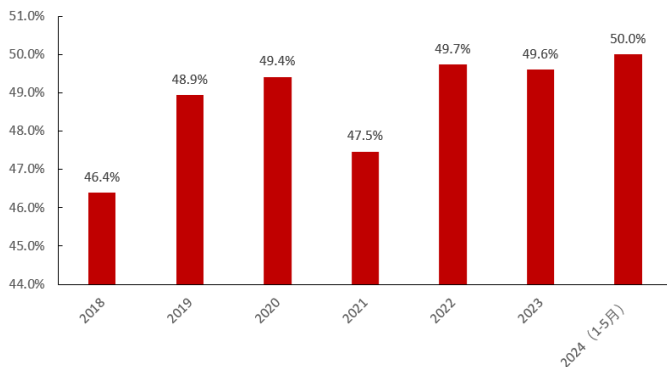
论规模化降本能力及市场认可度, 小鹏 MONA M03 在一开始很难与埃安及比亚迪相提并论, 也很难在出租网约车市场获得比较好的成绩。但如果滴滴通过相关引导, 鼓励刺激网约车司机选择 MONA, 或小鹏 MONA 本身在智能化场景的产品力上对前者形成差异化的不对称优势 (如配备辅助驾驶从而降低网约车司机的工作疲劳; 设计充电休息场景帮助网约车司机在充电间隔充分休息等), 将会极大地提升 MONA 在运营场景下的销量。

2.5 面向个人: 平价智能化打造差异护城河

10-20 万元是最主流价格段, 新能源渗透率提升或带来超百万辆的空间。 MONA 所处的 10-20 万元价格段为中国乘用车最主流价格段市场, 今年 1-5 月零售销量占到所有乘用车零售销量的 50%, 但在新能源渗透率方面, 该价格段则是所有价格段中渗透率最低的, 仅为 33.7%。我们认为造成此结果的主要有二, 1) 该价格段消费者对价格较为敏感且消费决策相对保守, 多为家庭唯一用车, 从出行便利性角度看, 新能源车不是第一选择。2) 该价格段为入门级合资燃油车的重要阵地, 合资车仍然占有一定份额。

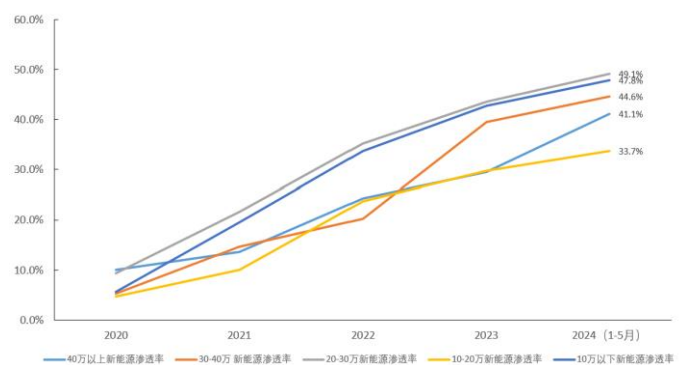
2023 年中国乘用车零售销量为 2170 万辆, 假设该零售销量不变, 以 10-20 万元价格段 50% 市场占有率测算, 如果 10-20 万元价格带的新能源渗透率从 33.7% 提升至 45%, 会为该价格区间带来 122.9 万辆的新增市场空间。

图16: 10-20 万元价格段乘用车零售占比



资料来源: 崔东树、浙商证券研究所

图17: 各价格段新能源渗透率情况



资料来源: 崔东树、浙商证券研究所

MONA M03 主要竞品为比亚迪王朝及海洋网的插混及纯电车型及广汽埃安 AION Y/S。 根据懂车帝数据, 我们统计了截至 2024 年 7 月的近半年内, 10-15 万元价格段内新能源车零售销量, 从车体形式来看, 轿车和 SUV 在前二十排名内占比相同。从能源形式来

看，插混车占据销量前四，纯电则占据前十排名的五至十名，体现出插电混动在 10-15 万元区间的强劲竞争力。

分厂商看，入围排名前十的厂商有比亚迪及广汽埃安两家，其中比亚迪在排名前十中占据八席，销量前四位产品为比亚迪宋家族、秦 DM 以及与秦 DM 具有相当渊源的驱逐舰 05，且都是以插电混动作为动力形式。比亚迪纯电主要为元家族、秦及宋的纯电版本。广汽埃安则占据第八及第十名，车型为 Aion Y 及 Aion S。

表4：截至 2024 年 7 月的近半年内 10-15 万元新能源车零售销量排行

序号	车型	厂商	近半年销量(辆)	车体形式	能源形式
1	宋 Plus DM-i	比亚迪	166221	SUV	插混
2	秦 Plus DM	比亚迪	150365	轿车	插混
3	宋 Pro DM-i	比亚迪	144197	SUV	插混
4	驱逐舰 05	比亚迪	138187	轿车	插混
5	元 Plus	比亚迪	119799	SUV	纯电
6	海豚	比亚迪	85229	轿车	纯电
7	秦 Plus EV	比亚迪	76550	轿车	纯电
8	Aion Y	广汽埃安	60522	SUV	纯电
9	宋 Plus EV	比亚迪	58435	SUV	纯电
10	Aion S	广汽埃安	56456	轿车	纯电
11	星光 PHEV	上汽通用五菱	52484	轿车	插混
12	元 UP	比亚迪	49085	SUV	纯电
13	深蓝 S7	长安深蓝	41591	SUV	纯电/插混
14	大众 ID.3	上汽大众	40415	轿车	纯电
15	银河 L7	吉利银河	36182	SUV	插混
16	微蓝 6	上汽通用	35325	轿车	纯电
17	MG4 EV	上汽名爵	32414	轿车	纯电
18	海豹 DM-i	比亚迪	30604	SUV	插混
19	银河 L6	吉利银河	29822	轿车	插混
20	零跑 C11	零跑	29387	SUV	纯电/插混

资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

MONA M03 面向年轻及智能化，与同级别竞品有较大差异化优势。对比 MONA M03 同级别竞品，其主要优势为面向年轻人的造型设计及智能座舱、智能驾驶等智能化优势。以 MONA M03 主要竞品比亚迪宋 Plus DM-i 及广汽埃安 AION S 为例，其最高配在智能驾驶方面的配置为基础 L2 级别功能。作为对比，小鹏 MONA M03 将搭载同级别最好智能驾驶辅助系统，并且将推出不同功能配置的辅助驾驶系统提供用户选择。

表5：M03 部分潜在竞品在智能驾驶方面配置情况

	宋 Plus DM-i 荣耀版 150km 旗舰 Plus	AION S MAX 80 星瀚版
指导价(万元)	16.97	16.49
车外摄像头数量	6	5
超声波雷达数量	12	12
毫米波雷达数量	2	1
巡航能力	全速自适应巡航	全速自适应巡航

资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

3 引入大众合作，实现整车技术双出海

3.1 与大众战略合作稳步推进

大众收购小鹏 4.99% 股份，战略合作稳步推进，共同开发车型将于 2026 年投产。小鹏汽车与大众汽车的合作起源于去年 7 月，2023 年 7 月小鹏汽车与大众汽车集团共同宣布，双方就战略技术合作签订框架协议，战略技术合作的目标是利用双方的互补优势，建立长期双赢的战略合作关系。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 ADS15 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。在战略技术合作方面，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。

2023 年 12 月 6 日，小鹏汽车完成向大众汽车集团发行合计 9408 万股 A 类普通股。2024 年 2 月 29 日，公司与大众宣布签订平台与软件战略合作联合开发协议，标志着双方战略合作取得里程碑式重大进展。作为联合开发协议的重要组成部分，小鹏汽车与大众汽车还就双方车型及平台的共用零部件订立了联合采购计划。通过整合双方规模优势以及依托大众汽车集团世界级的供应链能力，联合采购计划旨在合力降低平台成本，充分发挥战略合作的协同效应，提升双方共同开发的 B 级纯电车型的产品竞争力。

图18: 汽车电子电气架构示意



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图19: 小鹏与大众合作进展梳理

日期	合作进度
2023年7月27日	小鹏汽车与大众汽车集团达成战略合作伙伴关系
2023年12月6日	小鹏汽车完成向大众汽车集团发行合计9408万股A类普通股
2024年2月29日	小鹏与大众汽车集团宣布签订平台与软件战略合作联合开发协议
2024年3月11日	小鹏与大众汽车集团签订战略合作联合开发协议并且订立联合采购计划
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
2024年7月22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联合开发协议

资料来源：公司官网、公司年报、浙商证券研究所

2024 年 4 月 17 日，小鹏与大众再次共同宣布签订电子电气架构技术战略合作框架协议。小鹏汽车与大众汽车集团将基于小鹏汽车最新一代电子电气架构，联合开发行业领先的电子电气架构，得益于新一代电子电气架构，车辆内控制器数量将较之前大幅度减少 30%。该电子电气架构将集成到大众汽车在中国的 CMP 平台上，该平台相较于现有大众 MEB 平台，成本预计将降低 40%。同时，该电子电气架构预计将从 2026 年起应用于在中国生产的大众汽车品牌电动车型。2024 年 7 月 22 日，小鹏与大众共同宣布，双方签订电子电气架构技术战略合作联合开发协议，双方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。

图20: 何小鹏与大众高管团队合影



资料来源: 小鹏汽车、浙商证券研究所

3.2 出海进入 2.0 时代，目标欧洲东盟中东

乘联会数据显示，2023 年，小鹏累计出口达 3261 辆。其中，小鹏 P7 和小鹏 G9 是出口的主力军，2023 年的累计出口销量分别为 1004 辆和 2030 辆，合计占比达 93%。以 2023 年销量数据来看，出口仅占比小鹏销量的 2.3%。在这样的背景下，小鹏在 2024 年战略布局的第一枪，仍是瞄向了出口。在 2024 年开年公开信中，何小鹏将 2024 年定义为“小鹏国际化 V2.0 的第一年”，年内，小鹏要在欧洲、东盟、中东、拉美、大洋洲等区域布局核心市场、深化产品的智能化优势、加强产品的本地化适配，从产品、智能驾驶、品牌全面打造全球化新路径。

4 小鹏汇天专注低空领域，为汽车插上飞行翅膀

小鹏汇天小鹏汽车的生态企业，也是目前亚洲最大的飞行汽车公司。小鹏汇天致力于为个人用户打造最安全的智能电动飞行汽车，在未来城市空中交通、个人出行、旅游观光等低空领域，为人类城市立体交通提供产品和解决方案。

小鹏汇天前身汇天于 2013 年成立于东莞，到 2018 年其飞行汽车原型机已经累计飞行 1500 余架次，2020 年 7 月小鹏投资汇天，同年 9 月小鹏汇天成立。根据 36 氪创投平台显示，何小鹏对小鹏汇天持股比例为 60.1%，广东小鹏汽车产业控股有限公司对小鹏汇天持股 19.9%，公司创始人赵德力持股 15.0%，广州汇天星际探索科技有限公司持股 5.0%。

图21: 小鹏汇天发展历程



资料来源: 小鹏汇天官网、浙商证券研究所

截至目前，小鹏汇天已经拥有多款飞行器产品，包括旅航者 T1、旅航者 X1、旅航者 X2 等。2023 年 10 月，小鹏汇天公布了分体式飞行汽车“陆地航母”，并且将于今年四季度开启预订，并计划于明年四季度开始量产交付。

图22: 小鹏汇天旅航者 X2



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图23: 小鹏汇天分体式飞行汽车



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

“陆地航母”将分为陆行体和飞行体两部分：

陆行体：搭载 4-5 人座舱，搭载增程式混合动力系统，可为飞行体进行多次补能。其整车采用三轴六轮汽车设计，可实现 6x6 全轮驱动及后轮转向，具备较好的承载能力和越野能力。造型方面，目前亮相的还不是最终版本，但是将延续凌厉干脆的线条和简洁平直的块面这种具有未来科技感的赛博机甲设计语言。

飞行体：为纯电动有人驾驶飞行器，可实现垂直起降和低空飞行。采用分布式电推进系统，满足单点失效安全要求，支持手动/自动两种驾驶模式，简单易操作，降低用户使用门槛。

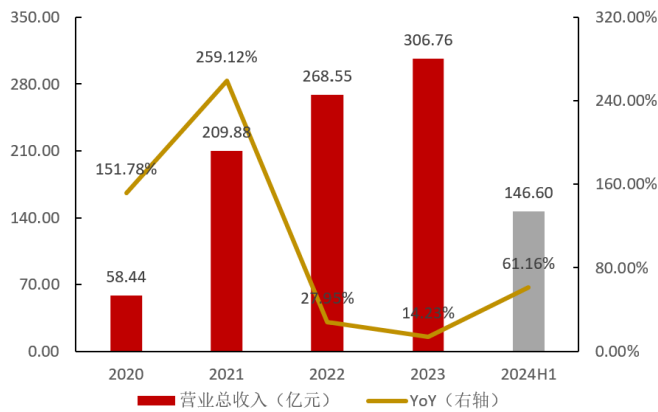
工作模式：工作中，分体式飞行汽车“陆地航母”，可以便捷地把飞行器带到飞行目的地，并通过全自动装置实现飞行器和陆行器的自动分离/结合。不需要其他人员协助，极大地简化飞行程序，实现让飞行更自由。

“陆地航母”量产规模有望超过万台，2023 年底已获得 100 台订单。2024 年 3 月 21 日，小鹏汇天“陆地航母”的飞行体型号合格证（TC）申请正式获中国民用航空中南地区管理局受理，标志着该型号即将进入适航审定阶段。据小鹏汇天创始人赵德力透露，2024 年小鹏汇天会有十余台航母陆行体下线用于测试。并且在 11 月样车出来之后，会在珠海航展首飞，之后在广州车展开发布会，开启预订，到明年年底小规模交付，到 2026 年大批量交付。目前公司和广州开发区设立的飞行汽车工厂建设计划正在制定，规划一年有望达到 2~3 万台的产能。2023 年 12 月 1 日，南湖交科院与小鹏汇天签署预订协议，计划预订 100 台“陆地航母”飞行汽车，用于公路、水路等交通领域综合管理以及飞行营地的体验、场站接驳运输等。

5 公司财务情况：毛利修复，服务业务收入提升

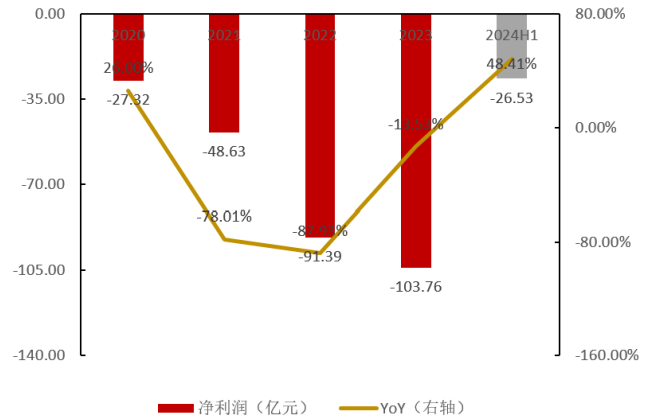
2024 年 H1 盈利情况改善。2023 年公司实现营收 306.8 亿元，同比增长 14.2%。2024 年 H1 公司实现营收 146.6 亿元，同比增长 61.2%。公司收入提升除了汽车销量提升外，服务业务收入增长较快，这主要是由于 2024 年上半年公司和大众进行的平台与软件战略合作的研发服务收入的确认所致。

图24: 公司营业收入情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

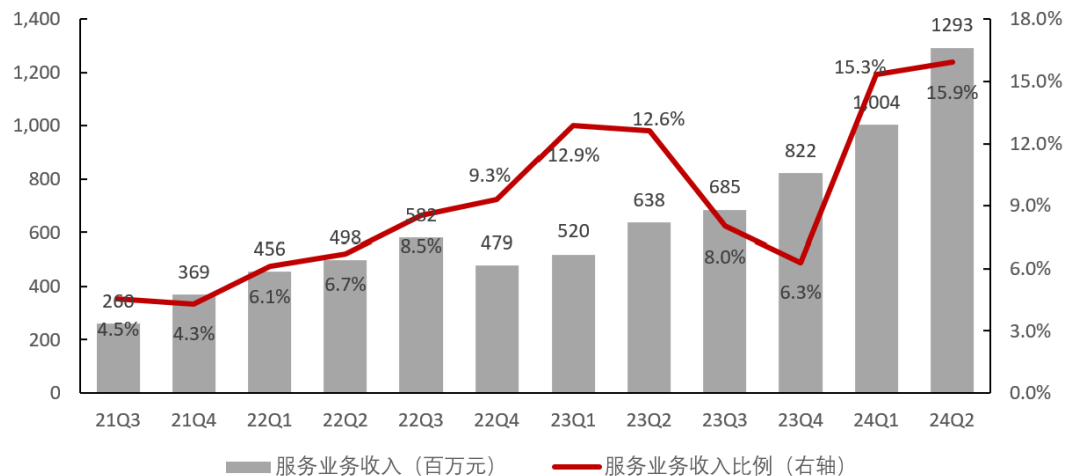
图25: 公司净利润情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

服务业务收入及利润稳步提升。在2024年H1总营收的146.60亿元中，公司服务业务收入占到了22.96亿元，占比为15.7%，同比增长98.3%，主要包括与大众和合作的技术研发收益。同时2024年H1服务业务毛利率提升至54.11%，这得益于服务业务自主研发的投入与深入。随着公司与大众的合作逐渐深入，服务业务收入将呈现稳步提升的状态，其较高的毛利水平将拉动公司整体毛利实现提升。

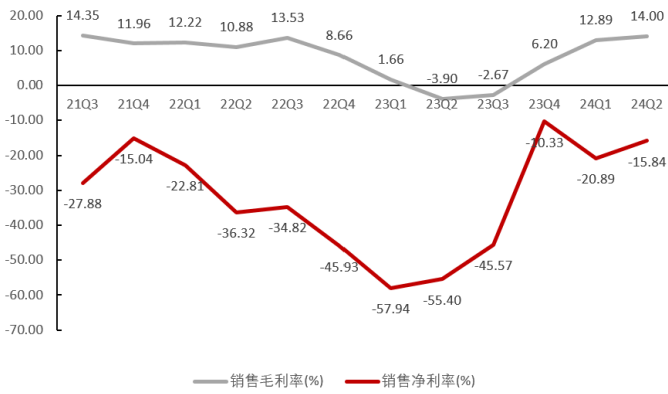
图26: 小鹏汽车服务业务收入情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

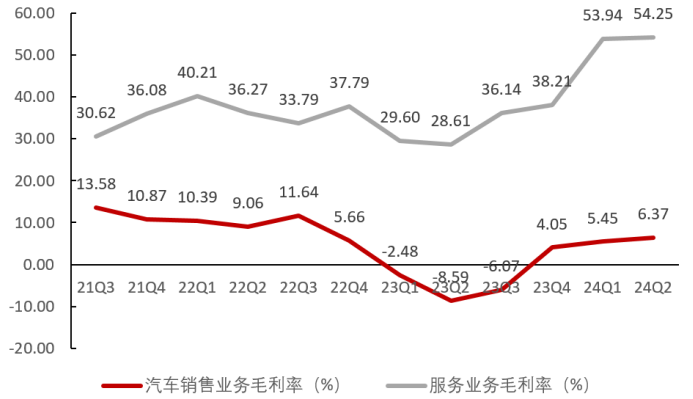
得益于高单价X9发布，汽车业务毛利率在2024年H1得到修复。2023年Q2及Q3公司毛利率出现负值，主要因为销量不及预期及激烈价格竞争。随着给小鹏G6在2023年Q3及Q4的销售放量，去年Q4公司实现了总体6万台汽车的销量，也让汽车业务毛利率扭亏为正，达到4.05%。2024年Q1推出的MPV X9使得公司汽车产品平均单价达到了25.4万元，进一步帮助汽车业务修复毛利率至5.45%。结合毛利率高的服务业务，2024年Q1公司整体毛利率达到了12.89%。2024年Q1公司净利润为-13.7亿元，同比去年亏损减少近10亿元。

图27: 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind、浙商证券研究所

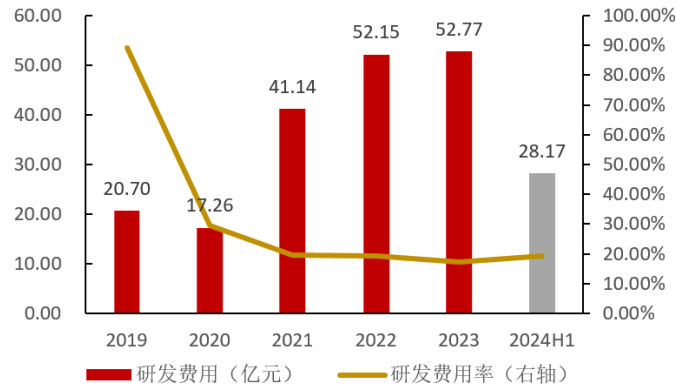
图28: 公司分业务毛利率



资料来源: Wind、浙商证券研究所

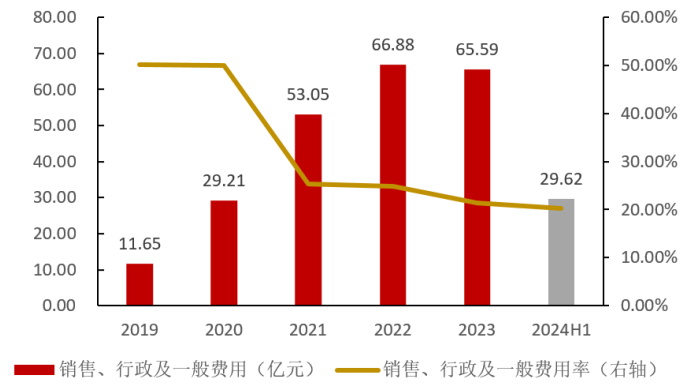
公司费率情况近4年有所改善, 2024年H1公司研发费用为28.17亿元, 主要增长与新车型的研发时间和进度相关; 2024年H1销售、行政及一般费用为29.62亿元, 这主要是由于向特许经营门店的佣金以及广告、推广等开支的减少。公司总体期间费用率情况近4年出现明显改善, 2020年公司期间费用率为77.62%, 2021年起公司期间费用率逐渐降低, 2023年公司期间费用率降低至35.35%, 2024年Q1公司期间费用率为37.02%, 而同一时期, 理想汽车、蔚来汽车的期间费用率分别为19.45%及57.33%。

图29: 公司研发费用情况



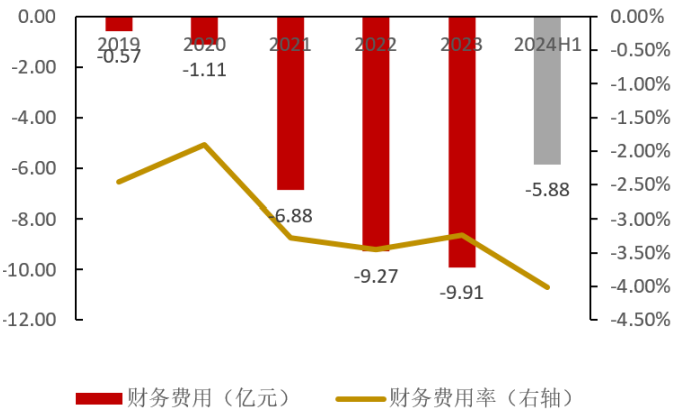
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图30: 公司销售、行政及一般费用情况



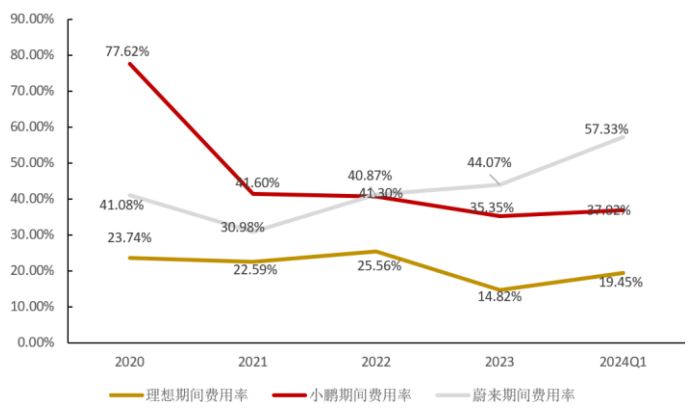
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图31: 公司财务费用情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图32: 部分新势力车企期间费用率比较



资料来源: Wind、浙商证券研究所

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

基于过往销量情况及未来两年汽车行业变化趋势，我们对公司各车型销量及业绩做了如下预测：

P7系列销量：P7系列产品可以称为小鹏到目前为止最为成功的车型，凭借其流线运动的外观多年以来获得了市场的高度认可，并且在当年成为了为数不多的能够与特斯拉 Model 3 正面竞争的车型。不过时过境迁，其较小的后排头部及腿部空间、缺乏高电压平台的支持等问题在激烈的产品竞争下暴露日益严重，我们预计明年 P7 将会有相应改款出现，以继承及发扬这一优秀的车型平台，我们预计 24-26 年，P7 家族将实现销量 1.7、2.5、3.0 万辆。

G9 销量：G9 主打 20-30 万元区间主流纯电 SUV 市场，这一价格带 SUV 产品竞争相当激烈，其主要竞品为特斯拉 ModelY、蔚来 ES6、蔚来 ES7、理想 L6、理想 L7、问界 M5、问界 M7、大众 ID.4、智己 LS6 等。G9 是小鹏的第一款中大型 SUV，但由于上市初期定价及 SKU 的相关失误，导致其一直以来销量不温不火，我们预计 24-26 年，G9 将实现销量 2.7、2.5、2.3 万辆。

G6 销量：G6 上市初期获得非常高的市场热度，但由于竞品的推出，热度持续性受到了一定程度的影响。今年 3 月 G6 宣布官降价 2 万，起售价由 20.99 万降至 18.99 万，4 月 G6 又推出 580 Plus 版本，起售价 17.99 万元。一系列价格调整迅速拉动了二季度 G6 的销售情况。我们预计 24-26 年，G6 将实现销量 4.5、4.0、3.5 万辆。

X9 销量：X9 主打中高端纯电 MPV 市场，在有限的市场容量下获得了较好的销量成绩，其主要竞品为腾势 D9、理想 MEGA、极氪 009、岚图梦想家、GL8 PHEV 等。我们预计 24-26 年，X9 将实现销量 2.3、2.2、2.1 万辆。

G3i 及 P5 销量：G3i 及 P5 主打经济适用，其主要竞品为比亚迪宋系列，广汽埃安等传统自主品牌，以上两款车型销量占比较少。我们预计 24-26 年，G3i 将实现销量 572、350、350 辆、P5 将实现销量 0.5、0.4、0.4 万辆。

MONA M03 销量：MONA M03 目前最终定价尚未公布，结合小鹏汽车与滴滴的里程碑业绩目标，我们预计 24-26 年，MONA M03 实现销量 2.6、10.0、10.0 万辆。

P7+销量：P7+造型较为美观舒适，结合造型判断，其后排腿部，头部空间要好于现有 P7，P7+工信部官网照片显示其未搭载激光雷达，预计将采用纯视觉智驾方案，从而降低整车成本的目的，其起售价有望低于现有 P7。我们预计 24-26 年，P7+将实现销量 0.5、5.0、4.5 万辆。

其他新车销量：小鹏汽车计划在 2025 年密集发布新车，明年发布新车的频率将提升至“季更”，我们假设明年小鹏将推出 4 款新车，后年保守估计推出 1 款新车。在销量维度我们假设 24-26 年的 5 款新车平均每月销量均为 3000 辆，并且假设一个季度上市一款新车。则 25-26 年，小鹏的新车将实现 9.0、18.0 万的销量。

综上我们预计 24-26 年，公司实现整车销售分别为 14.9、35.6、43.8 万辆，汽车销售收入分别为 308、636、762 亿元。

表6: 24-26年小鹏汽车各车型销量及营收预测

	G3i	P7	P5	G9	G6	X9	M03	P7+	后续新车合计	合计
2024 销量(辆)	572	16810	5387	27229	45357	23043	26000	5000	0	149398
2024 营收(百万元)	77.26	3333.77	769.41	6452.13	7923.31	8071.86	3278.60	873.00	0.00	30779.33
2025 销量(辆)	350	25000	4000	25000	40000	22000	100000	50000	90000	356350
2025 营收(百万元)	46.18	4842.63	558.22	5792.63	6836.20	7519.82	12350.00	8550.00	17100.00	63595.67
2026 销量(辆)	350	30000	3500	23000	35000	21000	100000	45000	180000	437850
2026 营收(百万元)	45.70	5749.98	483.30	5273.12	5918.71	7102.45	12220.00	7614.00	31809.60	76216.86

资料来源: 懂车帝、Wind、澎湃新闻、浙商证券研究所

服务及其他收入方面,随着公司与大众的战略合作深入,服务及其他收入将获得提升。预计24-26年公司实现服务及其他收入53、68、68亿元。

此外小鹏汇天分体式飞行汽车“陆地航母”,并且将于今年四季度开启预订,并计划于25年四季度开始量产交付,假设其售价为100万元,并且26年全年销售1000辆作为测算,则当年飞行汽车收入将达到10亿元。

表7: 公司盈利预测(百万元)

业务板块	类别	2022	2023	2024E	2025E	2026E
汽车销售业务	营业收入	24839.64	28010.86	30779.33	63595.67	76216.86
	YoY	23.94%	12.77%	9.88%	106.62%	19.85%
	毛利率	9.45%	-1.60%	10.00%	20.00%	22.00%
	业务收入占比	92.50%	91.31%	85.32%	90.34%	90.72%
服务及其他业务	营业收入	2015.48	2665.21	5296.24	6800.00	6800.00
	YoY	113.00%	32.26%	98.72%	28.39%	0.00%
	毛利率	36.81%	33.70%	50%	55%	60%
	业务收入占比	7.50%	8.69%	14.68%	9.66%	8.09%
飞行汽车业务	营业收入	0	0	0	0	1000
	YoY	0	0	0	0	/
	毛利率	0	0	0	0	20%
	业务收入占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.19%
合计	营业收入	26855.12	30676.07	36075.57	70395.67	84016.86
	YoY	27.95%	14.23%	17.60%	95.13%	19.35%
	毛利率	11.50%	1.47%	15.87%	23.38%	25.05%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

6.2 估值预测

我们选取同样为国产新势力电动汽车港股上市公司的蔚来汽车、理想汽车以及零跑汽车作为可比公司,24-26年可比公司营收均值分别为862、1268、1584亿元,PS均值为0.90、0.59、0.46倍。我们预计公司24-26年实现营收361、704、840亿元,同比+18%、95%、19%;归母净利润-69.9、-41.8、-25.3亿元,同比+33%、40%、39%。可以看到,公司整体估值水平高于同类型可比公司。但考虑到:

- 1、公司自下半年开始将有多款新车上市,明年起更是将出现多款新车上市交付,公司进入新车周期,有望带动公司汽车销量及营收。
- 2、公司与大众合作持续深入,有望获得稳定服务业务营收,开拓全新增长模式。

3、公司前瞻布局低空经济领域，“陆地航母”将于四季度开启预订，并计划于明年四季度开始量产交付。

给予公司“增持”评级。

表8：可比公司估值

代码	公司名称	现价	营收（亿元）			PS		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2015.HK	理想汽车-W	80.95	1595.90	2248.31	2729.74	0.99	0.70	0.58
9866.HK	蔚来-SW	31.10	696.65	1037.03	1280.60	0.85	0.57	0.46
9863.HK	零跑汽车	20.95	293.85	518.61	743.07	0.87	0.50	0.35
	可比公司均值		862.13	1267.98	1584.47	0.90	0.59	0.46
9868.HK	小鹏汽车-W	26.95	360.76	703.96	840.17	1.30	0.67	0.56

资料来源：Wind（现价采用2024年8月21日收盘价及一致预期），浙商证券研究所

7 风险提示

新车销量不及预期：小鹏销量提振需要新车发布的支撑，今年下半年及明年多款新车上市如不及预期，将无法拉动营收增长。

与大众相关合作进展不及预期：公司为国内新势力车企，大众为传统海外汽车龙头，双方的合作如在企业文化、团队磨合、利益分配等层面产生矛盾，将拖慢整体合作进展。

飞行汽车项目面临技术及政策阻碍：公司“陆地航母”属于新技术密集型产品，技术风险较大，同时如低空飞行相关地方政策落地过慢将阻碍消费者购买公司飞行汽车类产品。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	54,522	47,690	70,901	82,306
现金	21,127	16,058	24,654	28,841
应收账款及票据	2,716	4,331	8,279	9,135
存货	5,526	5,241	9,812	11,280
其他	25,152	22,061	28,157	33,049
非流动资产	29,641	29,969	29,607	29,264
固定资产	10,954	10,894	10,837	10,783
无形资产	6,405	6,085	5,780	5,491
其他	12,282	12,990	12,990	12,990
资产总计	84,163	77,659	100,508	111,569
流动负债	36,112	36,851	63,878	77,467
短期借款	5,287	6,992	9,323	11,327
应付账款及票据	22,210	20,298	35,995	43,470
其他	8,614	9,562	18,560	22,671
非流动负债	11,722	11,470	11,470	11,470
长期债务	6,428	6,428	6,428	6,428
其他	5,294	5,041	5,041	5,041
负债合计	47,834	48,321	75,348	88,937
普通股股本	0	0	0	0
储备	34,498	27,507	23,330	20,801
归属母公司股东权益	36,329	29,338	25,161	22,632
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	36,329	29,338	25,161	22,632
负债和股东权益	84,163	77,659	100,508	111,569

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	956	(2,943)	2,563	463
净利润	(10,376)	(6,991)	(4,177)	(2,529)
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	2,107	880	861	843
营运资金变动及其他	9,225	3,167	5,879	2,149
投资活动现金流	631	(3,297)	4,318	2,422
资本支出	(2,312)	(500)	(500)	(500)
其他投资	2,943	(2,797)	4,818	2,922
筹资活动现金流	8,015	1,170	1,715	1,302
借款增加	2,996	1,705	2,331	2,004
普通股增加	5,020	0	0	0
已付股利	0	(535)	(616)	(702)
其他	0	0	0	0
现金净增加额	9,588	(5,070)	8,596	4,188

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,676	36,076	70,396	84,017
其他收入	0	0	0	0
营业成本	30,225	30,350	53,937	62,969
销售费用	5,014	5,411	8,447	10,082
管理费用	1,545	1,804	2,816	3,361
研发费用	5,277	5,952	8,447	10,082
财务费用	(991)	(99)	134	(37)
除税前溢利	(10,394)	(6,985)	(4,184)	(2,540)
所得税	37	27	14	9
净利润	(10,431)	(7,012)	(4,198)	(2,549)
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	(10,376)	(6,991)	(4,177)	(2,529)
EBIT	(11,385)	(7,083)	(4,050)	(2,577)
EBITDA	(9,278)	(6,203)	(3,188)	(1,734)
EPS (元)	(6)	(4)	(2)	(1)

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	14.23%	17.60%	95.13%	19.35%
归属母公司净利润	-13.53%	32.62%	40.25%	39.46%
获利能力				
毛利率	1.47%	15.87%	23.38%	25.05%
销售净利率	-33.82%	-19.38%	-5.93%	-3.01%
ROE	-28.56%	-23.83%	-16.60%	-11.17%
ROIC	-23.78%	-16.63%	-9.93%	-6.40%
偿债能力				
资产负债率	56.84%	62.22%	74.97%	79.71%
净负债比率	-25.91%	-8.99%	-35.38%	-48.98%
流动比率	1.51	1.29	1.11	1.06
速动比率	1.07	1.03	0.78	0.69
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.45	0.79	0.79
应收账款周转率	9.31	10.24	11.17	9.65
应付账款周转率	1.66	1.43	1.92	1.58
每股指标 (元)				
每股收益	-5.96	-3.68	-2.20	-1.33
每股经营现金流	0.51	-1.55	1.35	0.24
每股净资产	19.25	15.46	13.26	11.93
估值比率				
P/E	-8.72	-6.70	-11.22	-18.53
P/B	2.70	1.60	1.86	2.07
EV/EBITDA	-9.55	-7.13	-11.91	-20.63

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>