



智能驾驶先锋，产品周期发力

——首次覆盖报告

买入(首次)

行业：汽车
日期：2025年01月22日

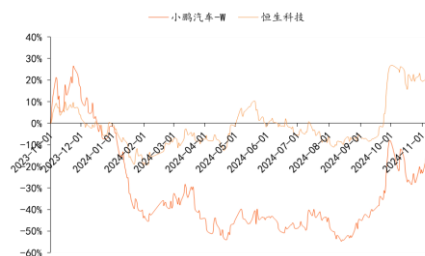
分析师：王璘
E-mail: wangjin@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760523080002

分析师：余晓飞
E-mail: yuxiaofei@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760524060002

基本数据

收盘价(元) 47.62
12mthA 股价格区间(元) 24.01-58.00
总股本(百万股) 1900.45
无限售 A 股/总股本 1900.45
流通市值(亿元) 888.03

最近一年股票与恒生科技比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

■ 核心观点

专注智能电动汽车，管理团队背景多元化。小鹏汽车是中国领先的智能电动汽车公司，在中国从事智能电动汽车的设计、制造及营销。公司目前的核心管理团队来自互联网、汽车制造和战略融资，富有差异的管理团队塑造了小鹏汽车独特的 DNA。其中，董事长/CEO 何小鹏曾就职于 UC 优视、亚信科技，总裁王凤英曾就职于长城汽车，副董事长/联席总裁顾宏地曾就职于摩根大通。根据汽车之家数据，小鹏现在有 P5 (A 级轿车)、X9 (MPV)、G6 (B 级 SUV)、G9 (C 级 SUV)、P7 (B 级轿车)、MONA M03 (A 轿车) 共 6 款在售车型，包含轿车、SUV、MPV，售价在 11 万到 42 万之间。

汽车销量稳健增长，亏损率明显改善。2019-2023 年，小鹏汽车的年交付量从 12728 辆增长至 144161 辆，年均复合增长率为 83%。从月度数据来看，2021 年 1 月销量为 6015 辆，2024 年 9 月的销量已经达到 21352 辆，增长了 255%。2024 年上半年，小鹏汽车的营业总收入为 146.6 亿元，同比增长 61%；净利润为-26.53 亿元，同比改善了 48%。2019 年至 2024 年上半年，小鹏汽车的毛利率从-24%提升到了 14%，净利率从-159%提升到了-18%，研发费用率从 89%下降到了 19%，销售、行政及一般费用率从 50%下降到了 20%。

智能化实力领先，新车型上市热销。2022 年，小鹏推出 XNGP 智能驾驶系统，是 XPiLOT 的升级版本，可在适当条件下实现连续的全场景智能辅助驾驶。2024 年 7 月，小鹏 XOS 5.2.0 版本正式全量发布。全球唯二量产的端到端大模型落地，带来了“全国都好用”的智能驾驶，不限城市、不限路线、不限路况。2024 年 8 月，小鹏汽车的新车型，MONA M03 正式上市，起步价 11.98 万元，9 月的单月销量已经突破 1 万台。2024 年 10 月，小鹏新车型 P7+开启预售，预售价 20.98 万元起，预售 1 小时 48 分钟订单突破 30000 台。

■ 投资建议

我们预计 2024、2025、2026 年，小鹏的销售收入分别为 431.95 亿元、643.24 亿元、957.54 亿元，归母净利润分别为-69.45 亿元、-32.90 亿元、6.76 亿元，EPS 分别为-3.66 元、-1.73 元、0.36 元。小鹏智能驾驶技术领先，车型周期强，销量增速快。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济风险，国际贸易风险，原材料价格上升风险，汇率波动风险，国家政策风险。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30676	43195	64324	95754
年增长率 (%)	14%	41%	49%	49%
归属于母公司的净利润	-10376	-6945	-3290	676
年增长率 (%)	-14%	33%	53%	121%
每股收益 (元)	-5.96	-3.66	-1.73	0.36
市盈率 (X)	-8.96	-11.63	-24.54	119.49
净资产收益率 (%)	-28.56%	-23.61%	-12.58%	2.52%

资料来源：wind，甬兴证券研究所 (2025 年 1 月 14 日收盘价)

正文目录

1. 产品矩阵丰富，管理团队背景多元化	3
2. 汽车销量稳健增长，亏损率明显改善	5
3. 智能化实力领先，新车型上市热销	7
3.1. XNGP 持续迭代，覆盖全国主要城市	7
3.2. MONA M03 销量优秀，P7+蓄势待发	9
3.3. 携手大众汽车，围绕电子电气架构深度合作	11
4. 盈利预测与投资建议	12
4.1. 盈利预测	12
4.2. 投资建议	13
5. 风险提示	14

图目录

图 1: 小鹏汽车广州制造基地	4
图 2: 小鹏汽车肇庆生产基地	5
图 3: 小鹏汽车肇庆生产基地	5
图 4: 2018-2024 年前九个月小鹏汽车销量	5
图 5: 2018-2024 年前九个月小鹏汽车销量（辆）	6
图 6: 小鹏汽车营业总收入及同比	6
图 7: 小鹏汽车净利润及同比	6
图 8: 小鹏汽车毛利率及净利率	6
图 9: 小鹏汽车研发费用率及销售费用率	6
图 10: 小鹏汽车 XNGP 城市智驾	7
图 11: 小鹏汽车 AI 代驾功能	7
图 12: XNet 2.0 深度视觉神经网络	8
图 13: Xplanner 规划控制系统	8
图 14: XOS 天玑系统	8
图 15: MONA M03 全球最低风阻	9
图 16: M03 标配 20+智能感知硬件	10
图 17: 小鹏 P7+预售成绩	10
图 18: 小鹏 P7+内饰材料	11
图 19: 小鹏 P7+座椅	11
图 20: 小鹏 G9	12
图 21: 小鹏汽车电子电气架构	12
图 22: 小鹏汽车与大众汽车集团签订协议	12
图 23: 小鹏汽车与大众汽车集团签订协议	12

表目录

表 1: 小鹏汽车发展重大事件表	3
表 2: 小鹏汽车员工构成	3
表 3: 小鹏汽车在售车型	3
表 4: 小鹏 XNGP 智能驾驶系统发布计划（适用于小鹏 G9 MAX 版）	7
表 5: 小鹏汽车 XOS 更新历史	9
表 6: 小鹏汽车 MONA M03 竞品对比	9
表 7: 小鹏汽车普通股数量变化	11
表 8: 小鹏汽车业务拆分	13
表 9: 可比公司估值表	14

1. 产品矩阵丰富，管理团队背景多元化

根据公司公告，小鹏汽车是中国领先的智能电动汽车公司，在中国从事智能电动汽车的设计、制造及营销。小鹏汽车的历史始于 2015 年成立的橙行智动，创始人為何小鹏、夏珩和何涛。小鹏汽车于 2018 及 2020 年推出两款智能电动汽车车型 G3 及 P7。

公司目前的核心管理团队来自互联网、汽车制造和战略融资，富有差异的管理团队塑造了小鹏汽车独特的 DNA。其中，董事长/CEO 何小鹏曾就职于 UC 优视、亚信科技，总裁王凤英曾就职于长城汽车，副董事长/联席总裁顾宏地曾就职于摩根大通。

2020 年 8 月，小鹏汽车在美国纽约证券交易所挂牌上市；2021 年 7 月，小鹏汽车在香港交易所挂牌上市，11 月小鹏 G9 全球亮相；2023 年 4 月，小鹏 G6 全球首秀，小鹏发布 SEPA 2.0 扶摇架构；2024 年 1 月，小鹏 X9 正式上市，2 月小鹏汽车与中东非五国经销商集团达成战略合作。

表1:小鹏汽车发展重大事件表

时间	事件
2015 年	小鹏汽车正式注册成立。
2018 年	12 月小鹏 G3 上市发布并开启交付。
2020 年	4 月小鹏 P7 正式上市发布，7 月在北上广开启首批大规模交付，8 月小鹏汽车在美国纽约证券交易所挂牌上市。
2021 年	7 月小鹏汽车在香港交易所挂牌上市，9 月 P5 正式上市开售，11 月小鹏 G9 全球首发亮相。
2022 年	9 月城市 NGP 在广州行业首发，G9 正式上市发布。
2023 年	3 月全新 P7i 正式上市，4 月 SEPA 2.0 扶摇架构正式发布，G6 全球首秀，6 月 G6 正式上市。
2024 年	1 月小鹏 X9 正式上市，小鹏 XNGP 覆盖全国 243 城，2 月小鹏汽车与中东非五国经销商集团达成战略合作。

资料来源：小鹏汽车官网，甬兴证券研究所

截至 2024 年 6 月，小鹏汽车共有员工 13261 人，其中研发/销售/生产/行政人员的数量分别为 5619/4357/2767/87/431 人，占比分别为 42%/33%/21%/1%/3%。

表2:小鹏汽车员工构成

员工类型	员工数量	占比
研发	5619	42%
销售及营销	4357	33%
生产	2767	21%
一般及行政	87	1%
运营	431	3%

资料来源：小鹏汽车 2024 年中报，甬兴证券研究所

根据汽车之家数据，小鹏现在有 P5（A 级轿车）、X9（MPV）、G6（B 级 SUV）、G9（C 级 SUV）、P7（B 级轿车）、MONA M03（A 轿车）共 6 款在售车型，包含轿车、SUV、MPV，售价在 11 万到 42 万之间。

表3:小鹏汽车在售车型

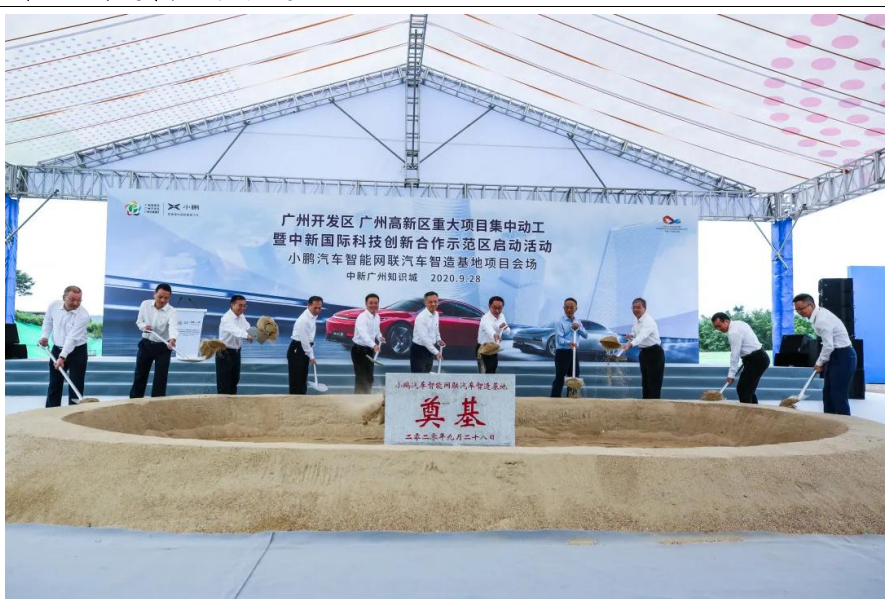
车型	小鹏 MONA M03 2024 款 620 超长续航版	小鹏 P5 2024 款 500 Plus	小鹏 P7 2024 款 P7i 550 Max	小鹏 G6 2023 款 580 长续航 Max	小鹏 G9 2024 款 570 Max	小鹏 X9 2024 款 610 长续航 Max
售价（万元）	12.98	13.69	20.99	21.49	26.99	37.99
上市时间	2024.08	2023.09	2023.11	2023.06	2023.09	2024.09
级别	紧凑型车	紧凑型车	中型车	中型 SUV	中大型 SUV	中大型 MPV
长 x 宽 x 高(mm)	4780x1896x1445	4860x1840x1520	4888x1896x1450	4753x1920x1650	4891x1937x1680	5293x1988x1785
电池容量（KWH）	62.2	-	64.4	66	78.2	84.5
CLTC 纯电续航里程（km）	620	-	550	580	570	610

最大功率 (KW)	160	155	203	218	230	235
最高车速(km/h)	155	170	200	202	200	200
百公里加速 (s)	7.4	7.5	6.4	6.6	6.4	7.7
百公里耗电量 (kwh/100km)	10.03	-	11.71	11.38	13.72	13.85
车外摄像头数量	8	1	11	11	11	11
车内摄像头数量	1	-	1	1	1	1
超声波雷达数量	12	4	12	12	12	12
毫米波雷达数量	2	-	5	5	5	3

资料来源：懂车帝，甬兴证券研究所

根据公司公告披露，产能方面，小鹏汽车的生产理念以质量、持续改进、灵活性和高运营效率为中心。小鹏汽车采取精益生产方式，以不断优化运营效率和产品质量为目标。小鹏目前在自有的肇庆工厂和广州工厂生产汽车。截至 2024 年 3 月 31 日，小鹏的武汉新生产基地的建设已完成。

图1:小鹏汽车广州制造基地



资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

肇庆小鹏汽车智能网联科技产业园规划总面积达 3000 亩，其中整车生产项目占地面积 1500 亩，工厂厂区共设有冲压、焊装、涂装、总装、Pack 五大车间，拥有 4 种不同车型总装柔性生产线及 1 条柔性电池合装线，共计设置 264 台智能工业机器人。此外，工厂内还建有覆盖 18 种测试路面以及 NVH、操控制动舒适性、密封性、自动泊车系统等多种功能测试的动态测试跑道。

图2:小鹏汽车肇庆生产基地

规划总面积达到
3000亩
整车生产项目1500亩

共计设置
264台
智能工业机器人

工厂厂区共设有
5大车间
冲压焊装涂装总装Pack



资料来源:小鹏汽车官方微信公众号, 甬兴证券研究所

图3:小鹏汽车肇庆生产基地

德国进口数控成型装备
6600吨
大型全自动冲压生产线

生产节拍可达到
12件/分钟
高速机器人搬送系统

效率提高
10%
较行业平均水平

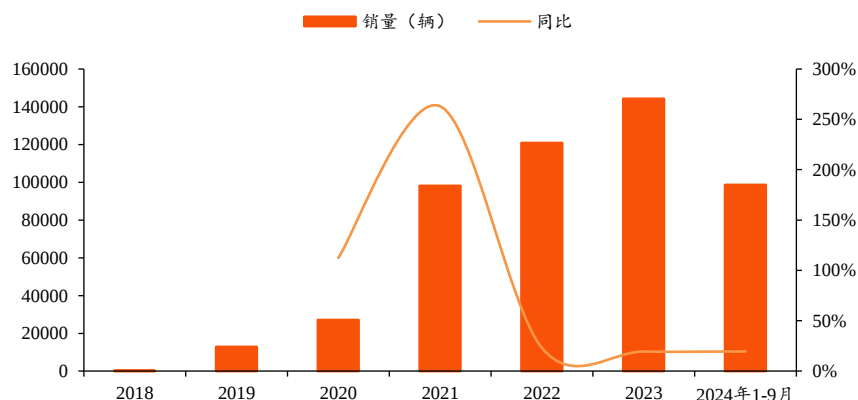


资料来源:小鹏汽车官方微信公众号, 甬兴证券研究所

2. 汽车销量稳健增长, 亏损率明显改善

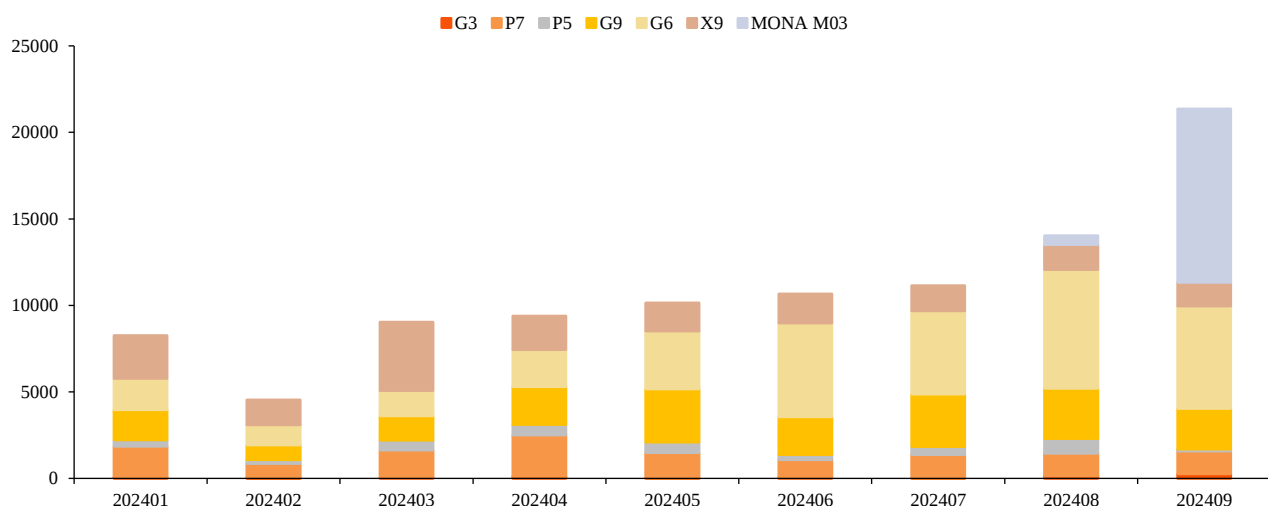
2019-2023 年, 小鹏汽车的年交付量从 12728 辆增长至 144161 辆, 年均复合增长率为 83%。从月度数据来看, 2021 年 1 月销量为 6015 辆, 2024 年 9 月的销量已经达到 21352 辆, 增长了 255%。

图4:2018-2024 年前九个月小鹏汽车销量



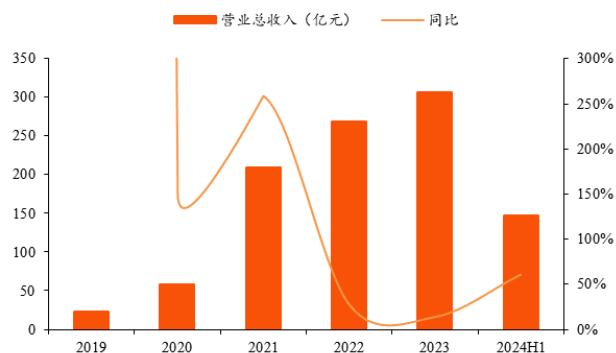
资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

2024 年 1-9 月, 小鹏的 G3/P7/P5/G9/G6/X9/MONA M03 的累计销量分别为 701/13114/4117/19697/32965/17427/10540 辆。其中, MONA M03 开启交付的第二个月单月交付量就突破了 1 万。

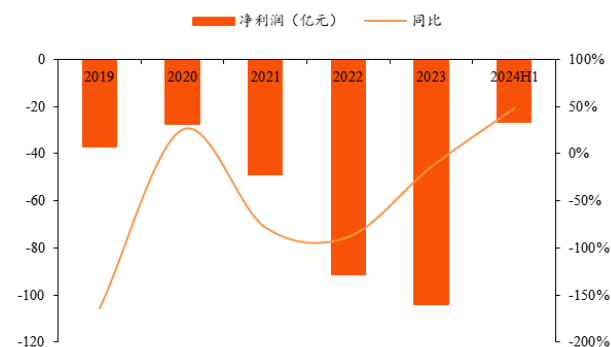
图5:2018-2024 年前九个月小鹏汽车销量 (辆)


资料来源: Marklines, 甬兴证券研究所

2019-2023 年,小鹏汽车的销售收入从 23.21 亿元增长到了 306.76 亿元,年均复合增长率为 91%;净亏损从 36.92 亿元增长到了 103.76 亿元。2024 年上半年,小鹏汽车的营业总收入为 146.6 亿元,同比增长 61%;净利润为-26.53 亿元,同比改善了 48%。

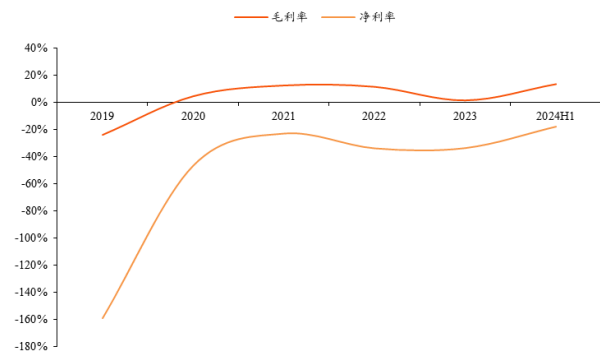
图6:小鹏汽车营业总收入及同比


资料来源: wind, 甬兴证券研究所

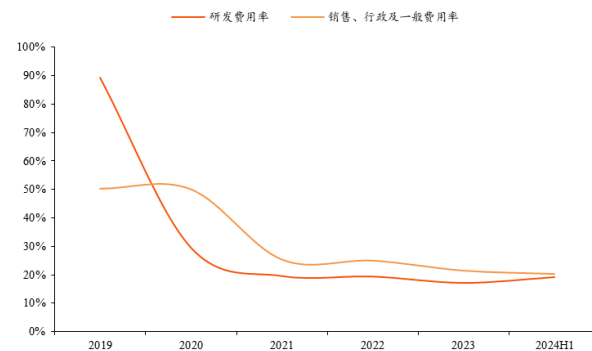
图7:小鹏汽车净利润及同比


资料来源: wind, 甬兴证券研究所

2019年至2024年上半年,小鹏汽车的毛利率从-24.05提升到了13.50%,净利率从-159.04%提升到了-18.09%,研发费用率从 89.19%下降到了 19.22%,销售、行政及一般费用率从 50.19%下降到了 20.20%。

图8:小鹏汽车毛利率及净利率


资料来源: wind, 甬兴证券研究所

图9:小鹏汽车研发费用率及销售费用率


资料来源: wind, 甬兴证券研究所

3. 智能化实力领先，新车型上市热销

3.1. XNGP 持续迭代，覆盖全国主要城市

2022 年，小鹏推出 XNGP 智能驾驶系统，是 XPiLOT 的升级版本，可在适当条件下实现连续的全场景智能辅助驾驶。XNGP 可实现：

- 全国都能用：启用 XNet 深度视觉神经网络，重感知且不依赖高级驾驶辅助地图，有图无图都可以运行，因此在全国各个城市和所有路段都能用；
- 每天都能用：100%覆盖日常通勤，即便在没有高级驾驶辅助地图覆盖的区域，也可以完成转向掉头、变道超车、绕行障碍，避让行人和非机动车等动作；
- 全程都能用：从起点停车位到终点停车位，能够无缝连接高速、城市、地下停车场等各种场景，功能不会退出，用户从出发开始就能畅享“不中断”的智驾体验；
- 驾驶熟练度高：在有高级驾驶辅助地图覆盖的高速、城快，可以实现接近零接管表现；所有通行场景下的整体安全性、道路博弈能力和通行效率上，超过大部分司机。

表4:小鹏 XNGP 智能驾驶系统发布计划（适用于小鹏 G9 MAX 版）

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

资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

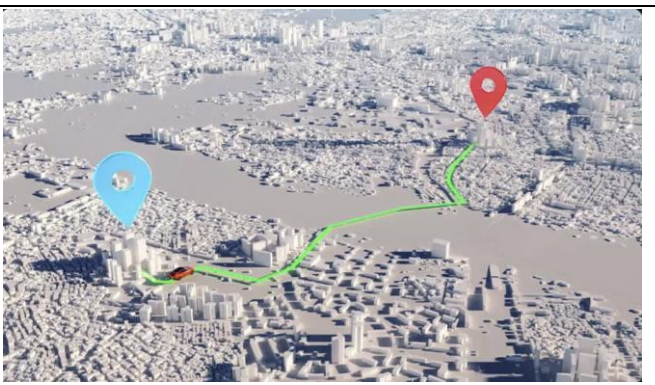
2023 年 10 月，小鹏举办 1024 科技日，XNGP 已在全国范围内具备支持城市智驾的技术能力，完成测试验证后将按照用户出行范围和城市群加速开放。小鹏计划 2023 年 11 月覆盖 25 城，2023 年 12 月底覆盖 50 城。此外，小鹏汽车宣布了 AI 代驾功能，设置常用路线起始点后，一次学习即可记忆路线，全国不限城市，定制化服务通勤及高频路线，持续理解道路交通环境，易用性逐渐提升。

图10:小鹏汽车 XNGP 城市智驾



资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

图11:小鹏汽车 AI 代驾功能

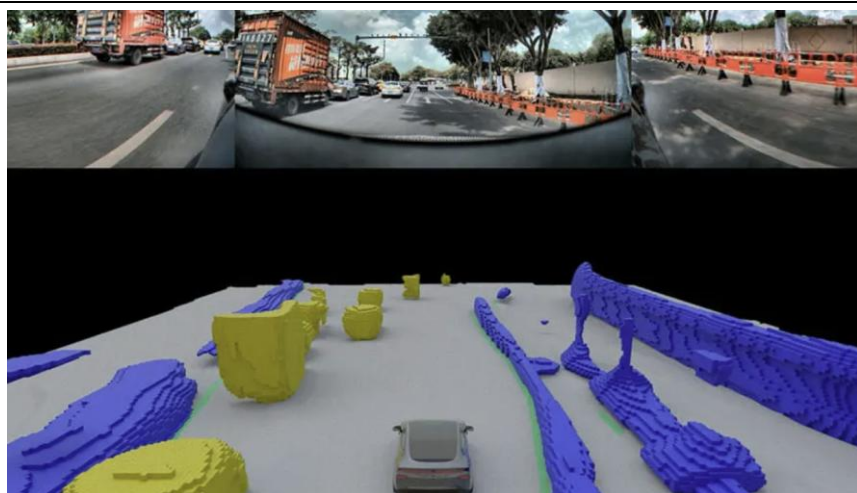


资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

XNGP 使用的 XNet 2.0 深度视觉神经网络是行业首个应用大模型具备时空理解能力的感知架构，可以像人类司机一样感知理解三维世界。感知范

围增加 200%，大型、异型路口看的更全；感知类型增加 11 种，可识别清扫车、儿童、减速带等。XNet 2.0 融合高精度的纯视觉占据网络，实现动态 BEV、静态 BEV、占用网络三网合一，具备理解限时车道的时间观念和读懂 ETC/人工车道等内容的文字理解能力。

图12:XNet 2.0 深度视觉神经网络

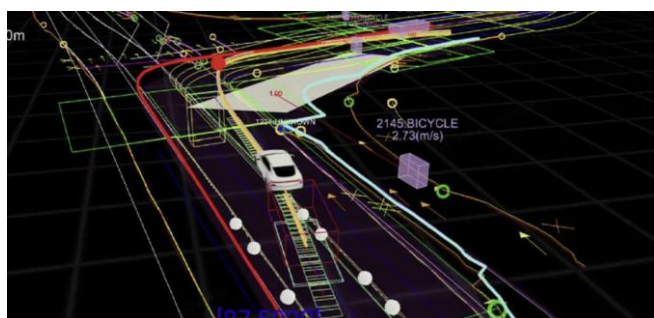


资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

XPlanner 是基于神经网络的规划和控制，像人类司机一样规划运动轨迹，综合接收动态交通+静态环境信息，融合分钟级超长时序，结合上下文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。

小鹏在 2023 年 1024 科技日上还发布了 XOS 天玑系统，引领智能座舱进阶大模型时代。XOS 天玑系统的视觉动效全面升级，交互效率大幅提升。开机启动速度提高 20%，系统流畅度提高 35%，滑动跟手率提高 33%，应用响应速度提高 50%，触控响应速度提高 40%，可实现双任务同步运行，互不干扰，一屏呈现所需的高频信息，同时满足主副驾需求。

图13:Xplanner 规划控制系统



资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

图14:XOS 天玑系统



资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

2024 年 7 月，小鹏 XOS 5.2.0 版本正式全量发布。全球唯二量产的端到端大模型落地，带来了“全国都好用”的智能驾驶，不限城市、不限路线、不限路况。

表5:小鹏汽车 XOS 更新历史

日期	事件
2023 年 7 月	XOS 4.3.0 全量推送，全新一代高速 NGP 上线。这个版本下，高速 NGP 在多数条件下可实现 0 接管。
2023 年 11 月	XOS 4.4.0 全量推送，XNGP 无图区域城市导航辅助驾驶正式量产落地，到 XOS 4.5.0 全量推送，城市智驾开放至 52 城，小鹏汽车仍旧保持智驾城市覆盖数量行业第一的成绩。
2024 年 1 月	城市智驾拓展至 243 城。
2024 年 7 月 30 日	“全国都好用”的 XNGP 正式和大家见面。不限城市、不限路线、不限路况，开城成为历史，全国都好用才是标准。

资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

3.2. MONA M03 销量优秀，P7+蓄势待发

2024 年 8 月，小鹏汽车的新车型，MONA M03 正式上市，起步价 11.98 万元。MONA M03 为紧凑型轿车，Cd 0.194 全球量产纯电掀背最低风阻，标配电动掀背尾门，全融合主动式进气格栅，CLTC 续航里程可达 620KM，百公里电耗为 11.5KWH。

图15:MONA M03 全球最低风阻



资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

我们以小鹏 MONA M03 2024 款 620 超长续航版为例，从硬件角度看，这款车 620KM 的续航里程在同价位段拥有明显的领先优势，百公里电耗低至 11.5KWH，三电性能优秀，轴距和动力仅次于零跑 C01，综合实力亮眼。

表6:小鹏汽车 MONA M03 竞品对比

参数	小鹏 MONA M03 2024 款 620 超长续航版	AION S 2024 款 MAX 70 星 耀版 磷酸铁锂	秦 PLUS EV 2024 款 荣耀版 510KM 超越型	零跑 C01 2024 款 525 舒享版
官方指导价 (万元)	12.98	13.49	12.48	13.98
级别	紧凑型轿车	紧凑型轿车	紧凑型轿车	中大型轿车
上市时间	2024.08	2023.10	2024.02	2024.03
CLTC 纯电续航里程 (KM)	620	510	510	525
最大功率 (KW)	160	150	100	200
长 x 宽 x 高 (mm)	4780x1896x1445	4863x1890x1515	4765x1837x1515	5050x1902x1509
轴距 (mm)	2815	2760	2718	2930
电池容量 (kWh)	62.2	59.5	57.6	62.8
百公里耗电量 (kWh)	11.5	12.9	11.9	13.5

资料来源：懂车帝，甬兴证券研究所

智能化方面，MONA M03 搭载了高通骁龙 8155 芯片，配备 15.6 英寸高清大屏，支持 Multi-Touch 多指飞屏、智能 AI 语音和车道级 3D 地图导航。M03 同级唯一标配 20+ 智能感知硬件，包括 2 个毫米波雷达、12 个超声波雷达和 7 个摄像头。M03 同级唯一标配 LCC、ACC、360 影像系统、全场景智能泊车。M03 MAX 搭载 20 万以内唯一高阶智能辅助驾驶。

小鹏 MONA M03 上市即热销，9 月的单月销量已经突破 1 万台。

图16:M03 标配 20+智能感知硬件



资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

2024 年 10 月，小鹏新车型 P7+开启预售，预售价 20.98 万元起。P7+全面应用端到端大模型，以期让用户体验到更为高阶的智驾功能。AI 天玑高度自定义的智舱系统等一系列功能也均为全系标配，为用户带来了更全面的交互体验。小鹏 P7+预售 1 小时 48 分钟订单突破 30000 台。

图17:小鹏 P7+预售成绩



资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

小鹏 P7+高阶智驾全系标配，不再区分 MAX 和 PRO 版本，标配行业领先的高阶智驾 XNGP，购车即得。小鹏 P7+高阶智驾 XNGP 轻雷达、轻地图、重算力，实现同等 MAX 级智驾体验。P7+搭载 20 个扬声器，7.1.4 全景环绕声，4 档空间音效，并配有主驾专享头枕扬声器。P7+全系标配豪华软装材质，Nappa 豪车同款打孔真皮，Micro Fiber 超纤绒顶棚，OEKO-TEX 100 大面积婴儿级水性皮革材质。

图18:小鹏 P7+内饰材料



资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

图19:小鹏 P7+座椅



资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

3.3. 携手大众汽车，围绕电子电气架构深度合作

根据小鹏汽车微信公众号，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，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。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。基于战略合作的愿景和显著协同效应，双方同时签订了股份购买协议，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。

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（即 "SOP"）。此外，双方还将在多个领域探索其他潜在的战略合作，包括未来电动车平台、软件技术和供应链方面的合作。

表7:小鹏汽车普通股数量变化

	于公告发布之日	紧随股份购买协议交割后
A 类普通股数量	1,382,795,751	1,473,735,705
B 类普通股数量	348,708,257	348,708,257
总计	1,731,504,008	1,822,443,962

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

根据公司公告，2024 年 2 月，小鹏汽车与大众汽车集团签订平台与软件战略技术合作联合开发协议，标志着双方战略合作取得里程碑式重大进展。联合开发协议的签订不仅将加速两款 B 级纯电动车汽车的联合研发，也为双方更广泛、深入的战略合作奠定了坚实的基础。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 级纯电动车型的产品力。

2024 年 4 月，小鹏汽车与大众汽车集团签订 EEA 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为大众汽车在中国市场的电动车平台联合开发行业领先的电子电气架构，平台将集成小鹏汽车最新一代基于中央计算和域控制器的电子电气架构，联合开发的电子电气架构预

请务必阅读报告正文后各项声明

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。

图20:小鹏 G9



资料来源：懂车帝，甬兴证券研究所

图21:小鹏汽车电子电气架构



资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

2024 年 7 月，继小鹏汽车日期为 2024 年 4 月 17 日有关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后，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，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。在电子电气架构技术战略合作中，小鹏汽车与大众汽车集团在广州和合肥建立了联合开发项目组，双方工程师将会紧密合作，加速电子电气架构的开发进程。通过联合开发项目组的密切技术合作，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，体现了大众汽车集团和小鹏汽车在战略合作伙伴关系中的互信。

图22:小鹏汽车与大众汽车集团签订协议



资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

图23:小鹏汽车与大众汽车集团签订协议



资料来源：小鹏汽车官方微信公众号，甬兴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

2022 年前 9 个月，小鹏汽车的销量已经达到 98561 辆，MONA 于 9 月开启交付，已经实现月销破万，P7+也已经于 10 月份正式开启预售。我们预计在新车型的加持下，叠加 Q4 是汽车销售的传统旺季，小鹏汽车全年的销量有望达到 190761 辆。2024 年上半年，小鹏汽车的单车收入是 23.76 万元，考虑到下半年大规模交付的 MONA M03 车型售价低于现有车型，我们保守预测，2024 年全年小鹏汽车的单车收入为 20 万元，汽车业务销售收入

请务必阅读报告正文后各项声明

为 381.44 亿元。今年上半年小鹏汽车的汽车业务毛利率已经达到 5.96%，下半年伴随着新车型交付、销量增加、规模效应体现，我们预计汽车业务全年的毛利率有望达到 6.5%。服务业务上半年已实现 22.96 亿元的收入，54.11% 的毛利率，我们预计全年的收入大约为 50.51 亿元，毛利率大约为 54%。因此，我们预计 2024 年小鹏汽车的销售收入为 431.95 亿元，毛利率为 12.05%。

展望 2025、2026 年，根据金融界的报道，小鹏汽车计划未来 3 年推出 10 多款全新车型，加上配套全球化的左舵、右舵车型和升级的改款车型，整个 sop 的车型数量会接近 30 个。在新车型的有力推动下，我们预计 2025、2026 年，小鹏汽车的销量有望达到 30、45 万辆，销售收入有望达到 623.24、957.54 亿元。

表8:小鹏汽车业务拆分

年份	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
汽车销售业务									
销量 (辆)	12728	27041	98155	120757	144161	52,028	190,761	300,000	450,000
单车收入 (万元)	17.06	20.51	20.42	20.57	19.43	23.76	20.00	19	19
收入 (亿元)	21.71	55.47	200.42	248.4	280.11	123.63	381.44	570.00	855.00
同比		156%	261%	24%	13%		36%	49%	50%
成本 (亿元)	27.34	53.5	177.33	224.93	284.58	116.26	356.64	513.0	752.4
毛利润 (亿元)	-5.63	1.97	23.09	23.47	-4.47	7.37	24.79	57	102.6
毛利率	-25.93%	3.55%	11.52%	9.45%	-1.60%	5.96%	6.50%	10.00%	12.00%
服务业务收入									
收入 (亿元)	1.5	2.98	9.46	20.15	26.65	22.96	50.51	73.24	102.54
同比		99%	217%	113%	32%		89.54%	45%	40%
成本 (亿元)	1.46	2.28	6.33	12.74	17.67	10.54	23.24	35.16	49.22
毛利润 (亿元)	0.04	0.7	3.13	7.41	8.98	12.42	27.28	38.09	53.32
毛利率	2.67%	23.49%	33.09%	36.77%	33.70%	54.11%	54.00%	52%	52%
合计									
收入 (亿元)	23.21	58.45	209.88	268.55	306.76	146.59	431.95	643.24	957.54
同比		152%	259%	28%	14%		40.81%	48.92%	48.86%
成本 (亿元)	28.8	55.78	183.66	237.67	302.25	126.8	379.88	548.16	801.62
毛利润 (亿元)	-5.59	2.67	26.22	30.88	4.51	19.79	52.07	95.09	155.92
毛利率	-24.08%	4.57%	12.49%	11.50%	1.47%	13.50%	12.05%	14.78%	16.28%

资料来源: wind, 甬兴证券研究所

综上所述,我们预计 2024、2025、2026 年,小鹏的销售收入分别为 431.95 亿元、643.24 亿元、957.54 亿元,归母净利润分别为-69.45 亿元、-32.90 亿元、6.76 亿元, EPS 分别为-3.66 元、-1.73 元、0.36 元。

4.2. 投资建议

我们选取了同为造车新势力的蔚来-SW、特斯拉、理想汽车-W 作为小鹏汽车-W 的可比公司,截至 2025 年 1 月 14 日,可比公司 2024 年的平均 PS 为 4.97 倍,小鹏汽车-W 当前的 PS 为 2.06 倍,距离可比公司平均水平仍有明显空间。首次覆盖,给予“买入”评级。

表9:可比公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价(元) 20250114	总市值 (亿元) 20250114	销售收入 (亿元)			PS		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
9866.HK	蔚来-SW (*)	30.51	620.40	698.65	1,049.06	1,302.63	0.89	0.59	0.48
TSLA.O	特斯拉	379.76	93,056.79	7,245.09	8,751.49	10,470.47	12.84	10.63	8.89
2015.HK	理想汽车-W (*)	83.00	1,727.39	1,474.02	2,001.45	2,502.30	1.17	0.86	0.69
	平均			3,139.25	3,934.00	4,758.47	4.97	4.03	3.35
9868.HK	小鹏汽车-W (*)	47.64	888.03	431.95	643.24	957.54	2.06	1.38	0.93

资料来源: wind, 甬兴证券研究所

注: (*)的盈利预测为wind 一致性预期

5. 风险提示

宏观经济风险: 若宏观经济复苏不及预期, 或多方面影响汽车行业, 包括人均可支配收入增速放缓, 导致人均相关支出降低等, 影响汽车相关消费。

国际贸易壁垒: 汽车行业是国民支柱性产业, 欧洲、美国、东南亚等国可能为了保护本国产业而提高贸易关税, 增加公司的出口成本。

原材料价格上升: 汽车零部件多、供应链长, 受钢铁、铜、铝、锂等多种原材料的价格波动影响, 原材料成本上升可能降低公司利润空间。

汇率波动风险: 汇率波动影响出口企业产品价格, 长远来看影响企业海外市场份额, 另外汇兑损益可能造成公司业绩波动。

国家政策风险: 国家以旧换新政策与房地产优化政策对国内汽车市场需求有重要影响, 这些政策对终端市场的实际影响可能存在不及预期的风险, 可延续性也存在一定风险。

资产负债表		单位：百万元			
至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	54,522	57,653	74,602	104,230	
现金	21,127	18,384	28,839	46,767	
应收账款及票据	2,716	3,825	5,696	8,479	
存货	5,526	6,946	10,022	14,657	
其他	25,152	28,498	30,045	34,328	
非流动资产	29,641	31,560	32,249	32,976	
固定资产	10,954	12,086	12,586	13,010	
无形资产	6,405	6,334	6,223	6,076	
其他	12,282	13,140	13,440	13,890	
资产总计	84,163	89,214	106,851	137,206	
流动负债	36,112	46,832	66,430	94,981	
短期借款	5,287	6,787	8,087	9,187	
应付账款及票据	22,210	27,915	40,281	58,906	
其他	8,614	12,129	18,062	26,888	
非流动负债	11,722	12,970	14,270	15,370	
长期债务	6,428	7,928	9,228	10,328	
其他	5,294	5,041	5,041	5,041	
负债合计	47,834	59,801	80,700	110,351	
普通股股本	0	0	0	0	
储备	34,498	27,581	24,320	25,024	
归属母公司股东权益	36,329	29,412	26,151	26,855	
少数股东权益	0	0	0	0	
股东权益合计	36,329	29,412	26,151	26,855	
负债和股东权益	84,163	89,214	106,851	137,206	

利润表		单位：百万元			
至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	30,676	43,195	64,324	95,754	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	30,225	37,988	54,816	80,162	
销售费用	0	4,751	4,824	5,745	
管理费用	0	1,728	1,930	2,394	
研发费用	5,277	6,479	6,754	7,660	
财务费用	-991	-241	-145	-318	
除税前溢利	-10,394	-6,965	-3,310	655	
所得税	37	0	0	0	
净利润	-10,431	-6,965	-3,310	655	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	-10,376	-6,945	-3,290	676	
EBIT	-11,385	-7,207	-3,455	337	
EBITDA	-9,278	-4,668	-793	3,060	
EPS (元)	-5.96	-3.66	-1.73	0.36	

现金流量表		单位：百万元			
至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	956	-1,324	10,964	18,984	
净利润	-10,376	-6,945	-3,290	676	
少数股东权益	0	0	0	0	
折旧摊销	2,107	2,539	2,661	2,723	
营运资金变动及其他	9,225	3,082	11,592	15,586	
投资活动现金流	631	-4,266	-2,915	-3,025	
资本支出	-2,312	-3,600	-3,050	-3,000	
其他投资	2,943	-666	135	-25	
筹资活动现金流	8,015	2,819	2,377	1,941	
借款增加	2,996	3,000	2,600	2,200	
普通股增加	5,020	0	0	0	
已付股利	0	-181	-223	-259	
其他	0	0	0	0	
现金净增加额	9,588	-2,743	10,454	17,928	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E	
成长能力					
营业收入	14.23%	40.81%	48.92%	48.86%	
归属母公司净利润	-13.53%	33.07%	52.63%	120.54%	
获利能力					
毛利率	1.47%	12.05%	14.78%	16.28%	
销售净利率	-33.82%	-16.08%	-5.14%	0.67%	
ROE	-28.56%	-23.61%	-12.58%	2.52%	
ROIC	-23.78%	-16.33%	-7.95%	0.73%	
偿债能力					
资产负债率	56.84%	67.03%	75.53%	80.43%	
净负债比率	-25.91%	-12.47%	-44.06%	-	
				101.47%	
流动比率	1.51	1.23	1.12	1.10	
速动比率	1.07	0.78	0.73	0.73	
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.50	0.66	0.78	
应收账款周转率	9.31	13.21	13.51	13.51	
应付账款周转率	1.66	1.52	1.61	1.62	
每股指标 (元)					
每股收益	-5.96	-3.66	-1.73	0.36	
每股经营现金流	0.51	-0.70	5.77	10.00	
每股净资产	19.25	15.49	13.77	14.14	
估值比率					
P/E	-8.96	-11.63	-24.54	119.49	
P/B	2.77	2.75	3.09	3.01	
EV/EBITDA	-9.84	-16.51	-87.24	17.48	

资料来源：wind，甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。