

小鹏汽车：科技平权 智驾先锋

2025 年 04 月 16 日

➤ **新一轮产品周期强势开启，销量有望大幅回升。**小鹏汽车于 2024Q3 推出 A+ 级智能纯电掀背轿跑 MONA M03，具备 15 万元级市场越级智能座舱与智驾能力，配备同级别前列续航体验与动感外观设计，销量可持续性增强，帮助公司率先下探至 10-15 万元主流市场，拉动整体销量；小鹏 P7+ 于 2024Q4 推出，作为首款搭载低成本纯视觉智驾方案新车，有望在成本优化与技术创新上领先竞品；2025 年，公司预计推出多款新车型，进一步丰富产品矩阵，推动经营基本面改善。看好公司在新产品周期的驱动下，扩充产品矩阵，迎来销量大幅回升。我们预计公司 2025 年销量有望达到 45 万辆以上，较 2024 年的 19.1 万辆，同比大幅提升，进入高速增长区间。我们预计，汽车毛利率有望由不足 10% 逐步上移至 10-15%，公司或将于在 2025Q4 实现季度净利润转正。

➤ **降本增效兑现，成本控制优化。**公司持续推进渠道改革，进行直营加盟销售体系整合、三大车型平台负责人更换、供应链反腐开展、“木星计划”方案提出等一系列内部体系调整，重新聚焦智能化标签，从根源上提升产品迭代输出能力，增强渠道下沉能力，强化成本控制优化。同时，公司持续深化与大众集团合作，签署电子电气架构技术战略合作联合开发协议，发挥双方互补协同优势，实现技术创收、降本增效与知名度提升。公司在成本控制、产品定位、组织架构等方面能力已经初步优化，而高管层换血与渠道改革推进有助于公司从根源上变革增效，叠加与大众集团合作的持续深化推进，降本增效措施逐渐兑现，有望进一步提升毛利率，增强长期竞争力。

➤ **智驾平权率先推行，强化智驾品牌标签。**公司坚持全栈自研，保持高水平研发投入深耕智驾技术，智驾水平位于车企第一梯队；图灵芯片为 AI 体系构建保障充足算力。小鹏 P7+ 成为全球首款将城市智驾方案下探至 20 万元以内的产品。公司推行率先推行低成本智驾，实现 20 万元以内主流市场高阶智驾的突破，可触达总量约为 1,200 万辆/年的市场空间。远期展望，若 5% 的主流价格带用户对高阶智驾存在购买意愿，将有至少 60 万用户成为公司的稳定客户来源。看好公司能够通过提供越级智驾配置占据该价格段独有竞争优势，拓展销量增长潜在空间，推动科技平权的实现；同时强化公司智驾品牌标签，构筑差异化竞争优势。

➤ **投资建议：**我们看好公司智能化技术驱动产品力与品牌力持续向上，通过智驾产品价格的下探，实现技术平权，重塑品牌认知，带来销量提升。预计公司 2025-2027 年收入分别为 945.8/1,476.3/1,700.1 亿元，归母净利润分别为-11.5/45.5/74.5 亿元，对应 2025 年 4 月 15 日港股收盘价 78.80 港元/股（港元对人民币汇率 1:0.92），PS 为 1.5/0.9/0.8 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**车市下行风险，销量不及预期，行业竞争加剧，出海不及预期。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	40,866	94,576	147,629	170,075
增长率 (%)	33.2	131.4	56.1	15.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	-5,790	-1,153	4,545	7,446
增长率 (%)	44.2	80.1	494.0	63.8
每股收益 (元)	-3.04	-0.61	2.39	3.91
PE	/	/	30	19
PS	3.4	1.5	0.9	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 11 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB）

推荐

维持评级

当前价格：

78.80 港元



分析师 崔琰

执业证书：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

分析师 乔木

执业证书：S0100524100002

邮箱：qiaomu@mszq.com

相关研究

1. 小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评六：2024 经营周期拐点 2025 智驾平权加速-2025/03/20
2. 小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评五：2024Q3 毛利率超预期 经营周期拐点确立-2024/11/21
3. 小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评四：小鹏 P7+ 上市热销 经营周期拐点已至-2024/11/08
4. 小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评三：2024Q2 毛利率超预期 静待新品周期-2024/08/22
5. 小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评二：2024Q1 毛利改善 大模型智驾加速-2024/05/23

目录

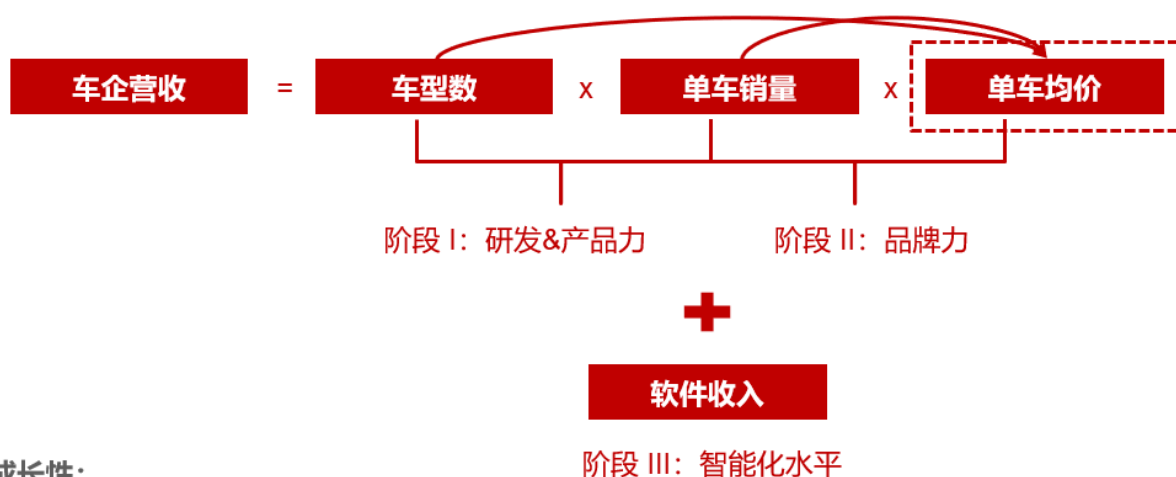
1 引言	3
2 智能创新助力品牌成长 组织改革迎接腾飞周期	5
2.1 智能科技赋能发展 互联网造车新势力崛起	5
2.2 管理层变革推动转型 高管换血优化架构	5
2.3 毛利率逐渐改善 交付增长势头向好	6
2.4 小结：复盘成长之路 反思历史问题	10
3 强产品周期拉动回升 低成本智驾重塑品牌形象	11
3.1 新品周期强势开启 扶摇架构助力提速	11
3.2 降本增效逐渐兑现 成本控制实现优化	19
3.3 智驾技术强势领先 低成本方案率先推行	22
3.4 小结：强产品周期、智能化优势、经营能力优化 塑造三重向上拐点	24
4 业务布局空间拓展 海外市场稳健推进	25
4.1 出口销量快速增长 海外业务势头向好	25
4.2 业务布局边界拓展 飞行汽车+机器人引领新趋势	27
4.3 小结：出口+机器人打造公司中长期业务成长	28
5 盈利预测与投资建议	29
5.1 盈利预测假设与业务拆分	29
5.2 估值分析	30
5.3 投资建议	31
6 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	35

1 引言

基于【民生汽车整车研究框架】，我们认为，汽车智能电动变革中，自主车企有望在中国和海外市场实现市占率提升和品牌向上，核心的观测指标就是车企营收、利润的扩张，车企营收=车型数量*单车销量*均价，由车企竞争意愿、竞争能力、品牌力综合决定；车企利润=车型数量*单车销量*单车利润，由车企品牌力、成本控制能力综合决定。

整车估值短期由车企营收、利润的成长性决定（进一步取决于产品周期、份额提升、利润向上），进一步取决于产品周期强弱；长期由车企智能化水平决定（软件收费改变商业模式）。

图1：民生汽车整车研究框架



成长性：

1) 短期车企营收由三个要素决定

车型数（平台化，车企研发实力）、车型销量（车企竞争能力）、单车均价（车企品牌力）

2) 中长期车企智能化水平决定软件收入

资料来源：民生证券研究院绘制

本篇报告聚焦小鹏汽车基本面反转逻辑，通过对以往车型销量回顾分析问题所在，总结出新品周期开启、降本增效兑现、低成本智驾推行等经营状况改善的核心要素，看好公司销量的回升与经营基本面的反转。

首先，我们对公司的发展历程与基本情况进行回顾，并对现有车型销量走势进行复盘，总结出以往车型销量走势共性问题——**新车取得多次阶段性成功但持续性不足**，并分析出造成此现象的多方面原因：1) **产品更新周期过长，新品迭代速度较慢**；2) **行业价格战趋于激烈，成本控制有待优化**；3) **产品定位不够精准，品牌营销存在问题**；4) **内部架构定位不清，无法发挥最大效率**。

其次，我们分析公司现阶段对以上问题的改善，主要包括新品周期开启、降本增效兑现、低成本智驾推行三个方面：

1) **新品周期强势开启，扶摇架构助力提速。**公司此前困境来源于产品周期断档，车型更新周期过长导致产品力弱化，部分市场份额流失。而公司于 2024Q3 推出 A+级智能纯电掀背轿跑 MONA M03，具备 15 万元级市场越级的智能座舱与智驾能力，市场反响良好，有望帮助公司率先下探至 10-15 万元主流市场；同时，公司于 2024Q4 推出首款搭载纯视觉降本方案新车 P7+，并将于 2025 年推出多款新车。在 SEPA 2.0 扶摇全域智能进化架构的助力下，公司有望大幅度降低研发成本，缩短成本开发周期，加速新车型推出，拉动销量迅速回升；

2) **降本增效逐渐兑现，成本控制实现优化。**针对内部组织架构混乱问题，公司通过引入王凤英主导渠道改革，进行组织架构调整、销售网络整顿、供应链反腐开展等一系列内部体系大调整。调整后公司产品迭代输出加快、渠道下沉能力加强、成本优化能力增强，根源性变革成效显著。另外，公司持续深化与大众集团的合作，发挥互补协同优势。通过联合采购以实现降本增效，技术创收以改善利润，并开创跨国车企合作先河，提升国际知名度；

3) **智驾技术强势领先，低成本方案率先推行。**公司坚持科技创新理念与饱和式研发投入，XNGP 智驾能力与开城情况位于第一梯队，端到端大模型率先量产落地，反映公司底层智驾技术领先；图灵芯片成功流片，为“端到端四部曲”实现提供强大算力支撑；同时发布全新一代“AI 鹰眼视觉方案”，率先量产落地搭载低成本纯视觉智驾方案新车，显著增强成本控制能力。去除激光雷达后，城市智驾 XNGP 方案成本下降，实现 15 万元以下主流市场高阶智驾的突破，推出首款支持城市领航的主流价格段产品，重塑公司科技品牌形象。

2 智能创新助力品牌成长 组织改革迎接腾飞周期

2.1 智能科技赋能发展 互联网造车新势力崛起

互联网思维入局造车新势力，深化智能化品牌形象。2015 年，何小鹏、夏珩、何涛等共同发起创立公司，团队成员中技术人员占比超过 90%，主要来自广汽、兰博基尼、福特、比亚迪等知名整车与大型零部件企业，以及阿里巴巴、三星、华为、腾讯等互联网科技公司。公司自成立之初便强调互联网思维与汽车制造的结合，以用户需求为导向，明确战略定位。公司坚持科技创新的理念与饱和式研发投入，构建起全栈自研的核心能力，成为中国领先的智能电动汽车企业之一。

图2：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

2.2 管理层变革推动转型 高管换血优化架构

管理层结构经历显著变革，引入王凤英作为公司总裁。伴随着小鹏 P5 与小鹏 G9 车型的销量不及预期，公司进行内部架构重组，引入王凤英等汽车行业高管。王凤英曾任长城汽车副董事长、执行董事、总经理，负责市场营销管理工作。2023 年 1 月获委任为公司联席总裁，负责产品规划、产品组合管理和销售业务方面工作，凭借其在销售渠道建设方面的丰富经验，为长远发展注入新活力。

股权激励设定远期目标，何小鹏牵头公司长线发展。公司于 2025 年 3 月 19 日发布公告，计划根据 2025 年股份激励计划向公司董事长何小鹏授予 2,851 万股限制性股份，股权激励将与股价挂钩。公司在任意连续 30 个营业日内，股票收盘价算术平均值首次达 250 港元、500 港元和 750 港元，将分别有 950 万股的股权激励，若未达任何绩效目标，授予的股份单位 2035 年 3 月 18 日到期失效。此次股权激励将何小鹏与公司长期利益绑定，有利于引领管理层实施中长期

业务战略，从而惠及公司及全体股东利益。

表1：公司高管背景

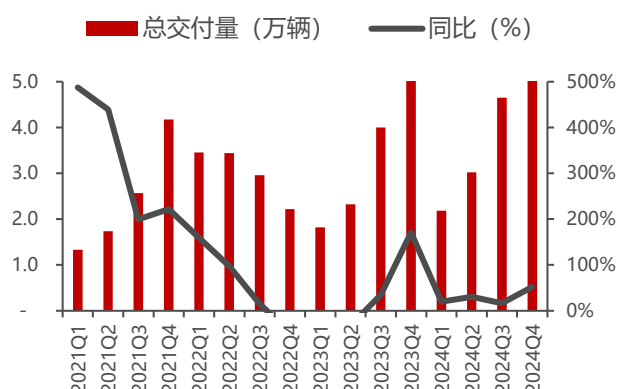
姓名	职务	教育背景	工作经历
何小鹏	联合创始人、董事长、执行董事兼首席执行官	华南理工大学计算机科学学士学位	2004 联合创立 UC 优视公司，2005.1-2014.6 担任产品总裁 2014.6-2017.8 担任阿里巴巴移动事业群总裁、阿里游戏董事长及土豆网总裁 2018.5-2020.5 任虎牙公司独立董事及审核委员会成员
王凤英	总裁	天津财经学院经济学硕士	1991-2022 于长城汽车担任多项职务： 2016.3-2022.3 任副董事长 2001.6-2022.3 任执行董事 2002.11-2022.7 任总经理
顾宏地	名誉副董事长兼联席总裁	华盛顿大学生物化学博士	2004-2018 于 J.P. Morgan Chase 任职，担任 J.P. Morgan Chase 亚太投资银行董事总经理兼董事长等职位 2018.6-2019.6 曾担任纳斯达克上市公司优信有限公司董事
吴佳铭	财务与会计副总裁	耶鲁大学工商管理硕士	2012.7-2017.3 在通用汽车国际营运中心担任区域财务经理等职务 2017.4-2019.6 任职通用汽车公司美国总部，担任财务经理 2019.7-2022.6 担任上汽通用五菱汽车印度尼西亚有限公司的副总裁兼首席财务官 2022.7-2023.5 担任上汽通用五菱汽车股份有限公司副总裁兼首席财务官
陈永海	产品规划副总裁	北京交通大学安全技术及工程专业硕士	2014-2021 担任高德软件有限公司产品副总裁

资料来源：公司官网，民生证券研究院

2.3 毛利率逐渐改善 交付增长势头向好

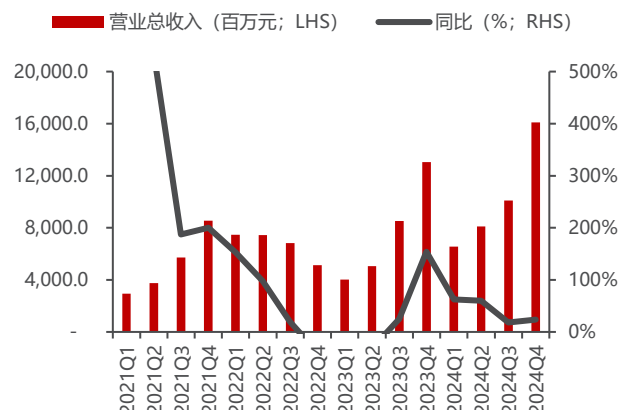
伴随交付量回升，公司营业收入呈现稳定增长势头。2024 年公司交付新车 19.1 万台，同比+34.9%，呈现稳健增长态势。2024Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现总营收 65.5/81.1/101.0/161.1 亿元，同比+62.3%/+60.2%/+18.4%/23.4%。随着小鹏 M03、P7+ 等新车型上市并开启交付，公司迎来强劲新品周期，增长势头显著，交付量与营收有望实现进一步增长。

图3：公司季度交付量及同比增速（万辆，%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：公司季度营收及同比增速（百万元，%）

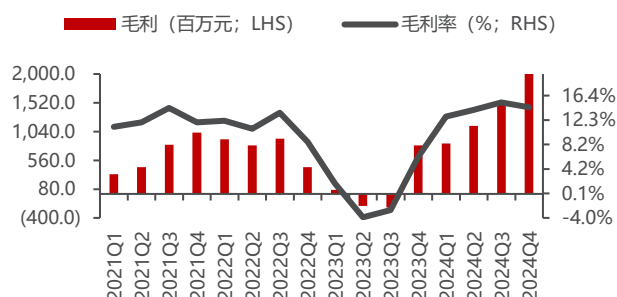


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司毛利率、净利率逐渐改善，降本增效与经营改善带动利润率提升。毛利率

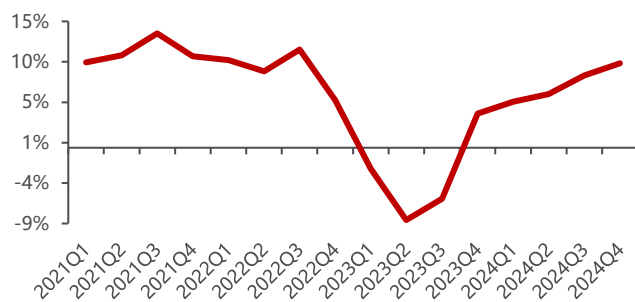
方面，公司在 2022-2023 年的改革期毛利率有所下滑，随着 2024 年公司降本增效措施逐渐兑现，叠加与大众合作带来的经营改善。2024Q4 毛利率回升至 14.4%，同比+8.2 pts，环比-0.8 pts。汽车毛利率方面，公司呈现持续改善趋势，2024Q4 汽车毛利率为 10.0%，同比+6.0 pts，环比+1.4 pts。服务及其他收入方面，由于大众相关收入的高毛利，2024Q4 服务及其他收入毛利率达到 59.6%，同比+21.4 pts，环比-0.6 pts。

图5：公司季度毛利及毛利率（百万元，%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：公司季度汽车业务毛利率（%）

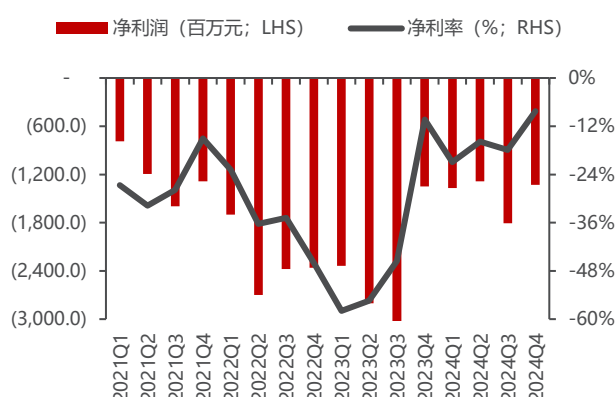


资料来源：公司公告，民生证券研究院

利润端逐步改善，净利润转正可期。公司 2021 年以来净亏损绝对值逐年扩大，但同比幅度收窄，2021/2022/2023/2024 净利润分别为 -48.6/-91.4/-103.8/-57.9 亿元。公司 2024Q1/Q2/Q3/Q4 净利润分别为-13.7/-12.8/-18.1/-13.3 亿元，后续伴随降本增效措施落地与新品周期开启带来的规模化效应提升，我们预计公司经营性利润端有望于 2025H2 实现盈利。

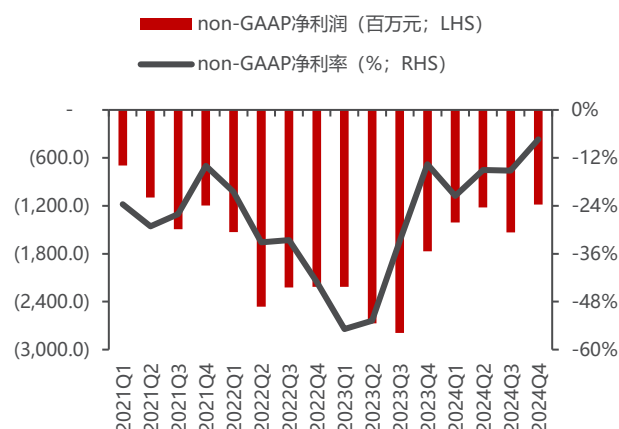
公司 2021 年以来净亏损绝对值逐年扩大，但同比幅度收窄，2021/2022/2023/2024 净利润分别为 -48.6/-91.4/-103.8/-57.9 亿元。公司 2024Q1/Q2/Q3/Q4 净利润分别为-13.7/-12.8/-18.1/-13.3 亿元，后续伴随降本增效措施落地与新品周期开启带来的规模化效应提升，我们预计公司经营性利润端有望于 2025H2 实现盈利。

图7：公司归母净利润及净利率（百万元，%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

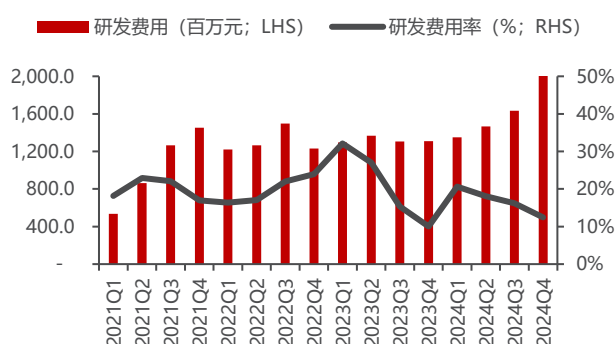
图8：公司季度调整后归母净利润及净利率（百万元，%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

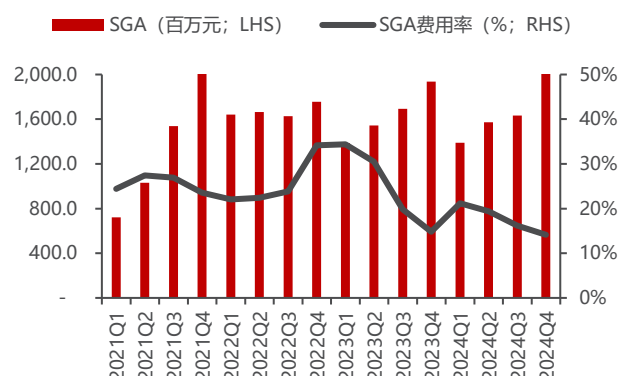
研发投入保持高水平，费用率逐步摊薄。研发费用方面，公司坚持高水平研发投入，持续深耕智驾技术，构筑差异化核心竞争力，强化公司科技标签。2021/2022/2023/2024 公司研发费用分别为 41.1/52.1/52.8/64.6 亿元，研发费用率降分别为 19.6%/19.4%/17.2%/15.8%。销售与管理费用方面，公司2021/2022/2023/2024 SG&A 费用分别为 53.1/66.9/65.6/68.7 亿元，SG&A 费用率逐年下降至 16.8%。2025 年公司将交付多款车型，随着新品周期推进与降本增效落地有望将费用率进一步摊薄优化。

图9：公司季度研发费用及研发费用率（百万元，%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：公司季度 SG&A 费用及费用率（百万元，%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表2：公司财务数据

	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
总交付量 (万辆)	2.3	4.0	6.0	2.2	3.0	4.7	9.2
同比 (%)	-32.6%	35.3%	170.9%	19.7%	30.2%	16.3%	52.1%
营业总收入 (百万元)	5,062.7	8,529.5	13,050.4	6,548.1	8,111.4	10,101.7	16,105.1
同比 (%)	-31.9%	25.0%	153.9%	62.3%	60.2%	18.4%	23.4%
汽车销售收入 (百万元)	4,424.5	7,844.2	12,228.3	5,544.4	6,818.9	8,795.0	14,671.1
同比 (%)	-36.2%	25.7%	162.3%	57.8%	54.1%	12.1%	20.0%
服务和其他业务收入 (百万元)	638.2	685.3	822.1	1,003.7	1,292.5	1,306.7	1,434.0
同比 (%)	28.2%	17.7%	71.6%	93.1%	102.5%	90.7%	74.4%
营业成本 (百万元)	5,260.1	8,757.5	12,241.0	5,704.3	6,975.6	8,560.3	13,780.3
同比 (%)	-20.6%	48.4%	160.7%	43.8%	32.6%	-2.3%	12.6%
毛利 (百万元)	-197.4	-228.0	809.5	843.8	1,135.8	1,541.4	2,324.8
同比 (%)	-124.4%	-124.7%	81.9%	1158.7%	-	-	187.2%
毛利率 (%)	-3.9%	-2.7%	6.2%	12.9%	14.0%	15.3%	14.4%
同比 (%)	-14.8 pts	-16.2 pts	-2.5 pts	11.2 pts	17.9 pts	17.9 pts	8.2 pts
汽车业务毛利率 (%)	-8.6%	-6.1%	4.1%	5.5%	6.4%	8.6%	10.0%
同比 (%)	-17.7 pts	-17.7 pts	-1.6 pts	7.9 pts	15.0 pts	14.7 pts	6.0 pts
研发费用 (百万元)	1,367.1	1,305.9	1,307.7	1,350.4	1,466.8	1,633.1	2,006.5
同比 (%)	8.1%	-12.9%	6.3%	4.2%	7.3%	25.1%	53.4%
SGA (百万元)	1,543.6	1,692.2	1,936.5	1,388.4	1,573.6	1,633.2	2,275.4
同比 (%)	-7.3%	4.0%	10.3%	0.1%	1.9%	-3.5%	17.5%
经营性利润 (百万元)	-3,090.2	-3,160.8	-2,053.0	-1,646.0	-1,609.1	-1,847.1	-1,556.0
同比 (%)	47.8%	45.2%	-18.4%	-36.3%	-47.9%	-41.6%	-24.2%
经营性利润率 (%)	-61.0%	-37.1%	-15.7%	-25.1%	-19.8%	-18.3%	-9.7%
同比 (%)	-32.9 pts	-5.2 pts	33.2 pts	39.0 pts	41.2 pts	18.8 pts	6.1 pts
净利润 (百万元)	-2,804.7	-3,886.6	-1,347.6	-1,367.9	-1,284.7	-1,807.7	-1,330.0
同比 (%)	3.8%	63.6%	-42.9%	-41.5%	-54.2%	-53.5%	-1.3%
non-GAAP 净利润 (百万元)	-2,670.1	-2,790.4	-1,771.3	-1,408.3	-1,220.0	-1,531.6	-1,186.3
同比 (%)	8.3%	25.5%	-19.9%	-36.3%	-54.3%	-45.1%	-33.0%
non-GAAP 净利率 (%)	-52.7%	-32.7%	-13.6%	-21.5%	-15.0%	-15.2%	-7.4%
单车 ASP (万元)	19.07	19.61	20.33	25.41	22.57	18.90	16.03
单车成本 (万元)	20.70	20.80	19.50	24.02	21.14	17.28	14.43
单车毛利 (万元)	-1.64	-1.19	0.82	1.39	1.44	1.62	1.61
单车研发 (万元)	5.89	3.26	2.17	6.19	4.86	3.51	2.19
单车 SGA (万元)	6.65	4.23	3.22	6.36	5.21	3.51	2.49
单车净利润 (万元)	-12.09	-9.71	-2.24	-6.27	-4.25	-3.88	-1.45
单车 non-GAAP 净利 (万元)	-11.51	-6.97	-2.94	-6.45	-4.04	-3.29	-1.30

资料来源：公司财报，民生证券研究院

2.4 小结：复盘成长之路 反思历史问题

复盘公司历史车型销量曾取得多次阶段性成功，但销量持续期间均较短，暴露出公司在产品更新周期、成本控制优化、定位与品牌营销、组织架构等多方面问题。

问题一：产品更新周期过长，新品迭代速度较慢。2023 年以来，新能源汽车市场竞争程度不断加剧，各 3C 巨头小米等纷纷下场造车，以零跑为主的第二梯队新势力造车企业奋起直追，以比亚迪为主的自主品牌树立龙头地位。各竞争对手纷纷推出改款强化产品竞争力，同时推出新车型以不断完善产品矩阵，抢占市场份额。而小鹏 P7 等车型产品更新周期过长，导致产品力弱化，部分市场份额流失。

问题二：行业价格战趋于激烈，成本控制有待优化。2023 年以来，新能源行业竞争走向白热化阶段，价格战趋势持续升级，多家新能源车企实施降价、限时优惠、补贴等市场策略，各车型购买价格不断下探。而公司成本控制方面有待优化，车型降价空间相对有限，导致走量车型小鹏 G6 受 Model Y、问界 M7 等竞品降价影响较大，生存空间受挤压，销量大幅下滑。

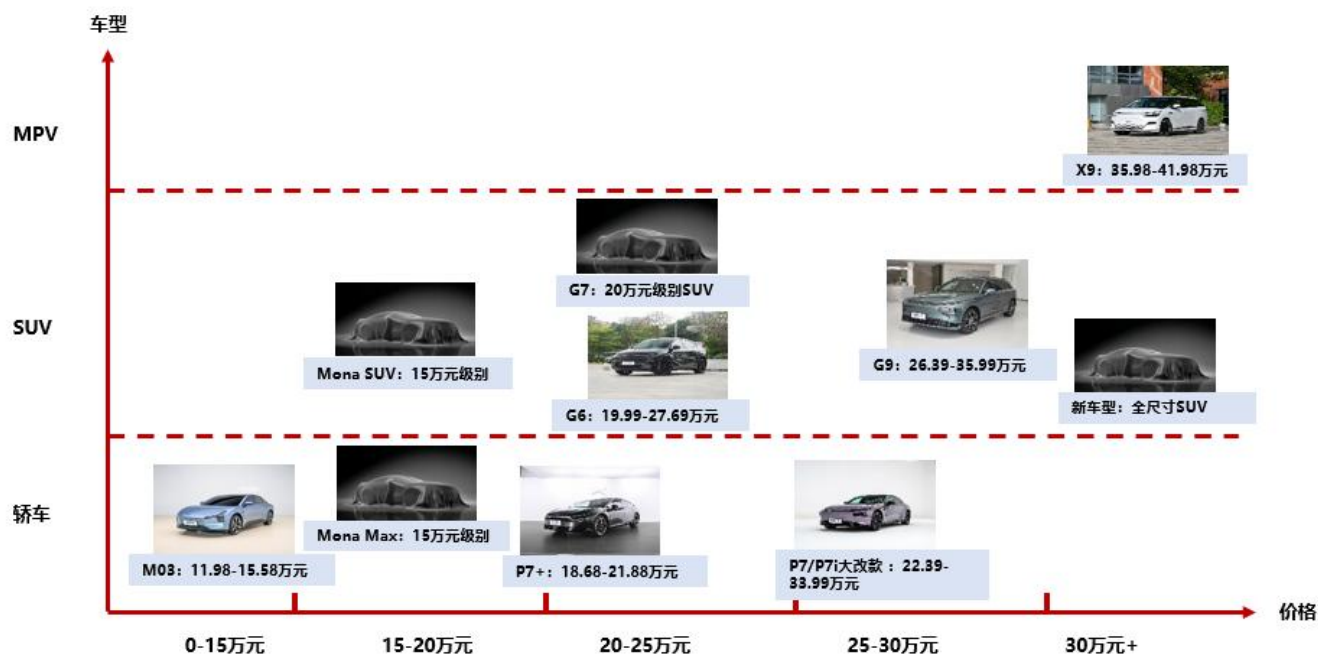
问题三：产品定位不够精准，品牌营销存在问题。小鹏 P7 交付量取得阶段性成功后，小鹏 P5 销量未达市场预期，反映出公司智驾转化为销量的逻辑尚未得到市场认可。公司在产品规划中过于强调智能化特性，而忽视市场对车辆尺寸、续航能力、外观和基础功能配置等的主流需求。目前智能化尚未成为市场的刚需，导致小鹏 P5 市场定位与当前市场需求错配市场表现高开低走，难以扛起走量的重任。另外，小鹏 G9 在上市仅 48 小时后就对过于复杂混乱 SKU 进行修改，以及小鹏 P5 产品营销中强调的创新卖点均为选配而导致市场预期落差过大等现象，均反映出公司在产品策略上的仓促混乱，品牌营销存在问题。

3 强产品周期拉动回升 低成本智驾重塑品牌形象

3.1 新品周期强势开启 扶摇架构助力提速

未来三年规划推出多平台多款车型，新一轮产品周期强势开启。相较于此前产品的经常性断档，后续公司将迎来持续性的产品周期。小鹏 M03 于 2024Q3 推出，P7+ 于 2024Q4 推出，未来三年计划推出 30+ 新款/改款车型。公司聚焦智能化核心，目前已打造轿车、SUV、MPV 全矩阵，各价格带车型定位差异化，满足多样化目标受众的需求。随着新品周期开启，产品矩阵将进一步丰富，销量有望迎来显著提升。

图11：公司产品矩阵



资料来源：汽车之家，民生证券研究院

注：售价取官方零售价

3.1.1 MONA M03 上市 重塑 15 万元级市场格局

MONA M03 全新上市，低成本智驾方案市场反响热烈。公司于 2024Q3 推出全新 MONA 系列首款 A+ 级智能纯电掀背轿跑 M03，定价 11.98-15.58 万元。MONA M03 于 2024 年 8 月 27 日正式上市并随后启动大规模交付，新车具有 15 万元级市场领先的外形及智能化，以高性价比、音响、智驾与大尺寸后备厢为亮点，致力于打造为 A 级纯电 C 端市场标杆。MONA M03 上市后获得消费者广泛认可，截至 2025 年 1 月已交付超过 4.9 万辆，我们预计 MonA M03 月均稳态约为 1.5 万辆。

图12：小鹏 M03 全新上市



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图13：小鹏 M03 发布会



资料来源：公司官网，民生证券研究院

横向对比：（1）**智能座舱：**小鹏 M03 全系标配 15.6 英寸悬浮触摸式中控屏+高通骁龙 8155P 车规级芯片，同级唯一标配四音区语音交互功能；配备 18 个 PSS 高级定制扬声器，行业首创的音乐氛围地图和同级最长的 1.35m 环抱式 256 色全彩氛围灯，车机体验对标 20 万元以上级别车型。相比而言，比亚迪秦 Plus EV 配备两区域语音交互功能，广汽埃安 S 等竞品缺乏语音交互功能，扬声器数量更少，智能化车机体验弱于小鹏 M03；

（2）**智驾能力：**小鹏 M03 标配 20+ 智能感知硬件，是同级唯一全系标配 LCC 车道居中辅助、ACC 自适应巡航以及 360 影像系统的车型；全场景智能泊车系统适用性 100%，泊车成功率 95%；高配车型搭载 XNGP+2 颗英伟达 Drive Orin 芯片+双目前方感知摄像头+其它多颗雷达及摄像头，搭载 20 万元以内唯一高阶智能辅助驾驶。相比而言，比亚迪秦 Plus EV、广汽埃安 S 等车型入门款仅支持定速巡航，缺乏车道保持辅助、居中保持、自动泊车等智驾功能，智能驾驶体验弱于 M03；

（3）**续航体验：**小鹏 M03 CLTC 纯电续航里程可高达 620km，综合工况电耗每百公里 11.5kW·h，拥有 15 分钟充电至续航 200km 的快充能力，均位列于同级车型前列，满足用户长途出行快速补能需求。相比而言，竞品车型纯电续航里程在 400-500km，纯电续航体验弱于小鹏 M03；

（4）**外观设计：**小鹏 M03 越级融入豪华车型设计元素，车身采用长轴距低车高设计，满足运动轿跑黄金比例，拥有 Cd 0.194 全球领先的极致风阻，极具动感。相比而言，比亚迪秦 plus EV 外观设计偏传统保守，面向家庭用户；广汽埃安 S 车身线条更舒缓流畅，整车设计更偏简约大方。

综上所述，小鹏 M03 具备 10-15 万元级市场越级的智能座舱与智驾能力，配备同级别前列续航与动感外观设计等优于同级别竞品的相对优势，对于追求智能化、高性价比的年轻用户群体更具有强大吸引力，市场反响良好，有望带动公司销

量回升，改善经营情况。

差异化优势显著，产品持续性可期。表层上，与小鹏 G6 相比，在同样采用低价策略以外，Mona M03 相比竞品车型具有越级的智能座舱与智驾体验等相对优势，产品力更强，价格敏感度更低，销量可持续性增强。深层上，针对先前经营周期中反映的产品定位不够精准，对消费者需求把握不足的问题，小鹏 M03 发布会中重视智能座舱、音响等配置介绍与对比，反映公司新产品设计思路的改善进步，对消费者需求痛点把握更精准。随着公司强劲新品周期开启，销量有望大幅回升，带动公司扭转经营局面。销量方面，以同价格带竞品销量为参考，我们认为小鹏 MONA M03 稳态月均销量有望超过 1.5 万辆。

表3：小鹏 M03 竞品对比分析

车企	小鹏 M03	比亚迪秦 Plus EV	广汽埃安 S	丰田卡罗拉	日产轩逸	大众朗逸
价格(万元)	11.98-15.58	10.98-13.98	13.98-14.68	11.68-15.58	10.86-12.26	12.09-15.19
平均月销(万辆)	1.5(预估)	1.3	0.9	0.4	2.8	2.1
2023 全年平均月销(万辆)	/	1.1	1.8	0.8	2.9	2.9
座位数	5 座	5 座	5 座	5 座	5 座	5 座
动力来源	纯电动	纯电动	纯电动	汽油	汽油	汽油
驱动	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱
纯电续航里程(KM)	515(CLTC)	420 (CLTC)	420(NEDC)	/	/	/
长(mm)	4,780	4,765	4,805	4,635	4,631	4,678
宽(mm)	1,896	1,837	1,880	1,780	1,760	1,806
高(mm)	1,445	1,515	1,545	1,435	1,503	1,474
轴距(mm)	2,815	2,718	2,750	2,700	2,700	2,688
百公里加速(s)	7.8	/	/	/	12.1	/
智驾配置						
智驾等级	L2	/	/	L2	/	/
智驾芯片	/	/	/	/	/	/
算力	/	/	/	/	/	/
摄像头数量	7	1	/	1	/	/
超声波雷达数量	12	4	3	/	/	4
毫米波雷达数量	2	/	/	1	/	1
激光雷达数量	/	/	/	/	/	/
智能座舱芯片	高通骁龙 8155P	/	/	/	/	/
座舱语音识别	四区域	/	/	/	/	/
舒适性配置						
天窗	不可开启全景天窗	/	/	/	/	/
中控屏幕(英寸)	15.6	10.1	8	10.3	/	8
座椅材质	仿皮	仿皮	仿皮	织物	织物	织物

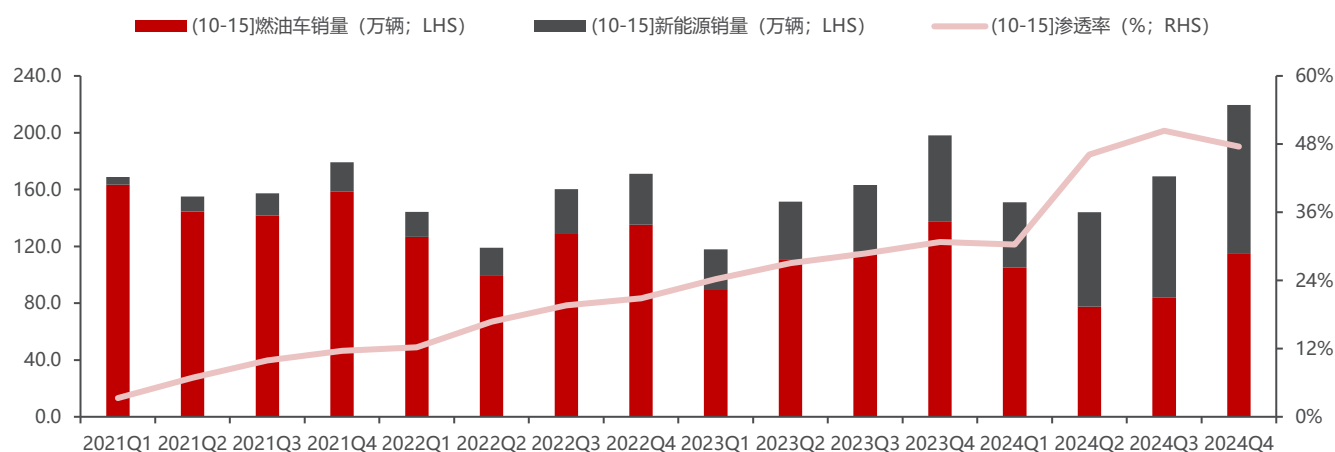
前排座椅功能	/	/	/	/	/	/
二排座椅功能	/	/	/	/	/	/
扬声器数量	7 (可选配 18)	4	4	4	4	6
氛围灯颜色	/	/	/	/	/	/
后排独立空调	/	/	/	/	/	/

资料来源：汽车之家，民生证券研究院

10-15 万元价格段优质新能源供给不充分，新能源市场潜力大。10-15 万元级市场为主流汽车市场，市场空间大，2024 年市场总量为 683.7 万辆，占比 31.5%，其中新能源销量 301.9 万辆，新能源渗透率为 44.2%。在该价格带主要品牌中，比亚迪于 2024H1 推出秦 L DM-i、海豹 06、元 UP 等该价格段优质新能源车型，推动市场总体新能源渗透率由 2023Q4 的 30.8%迅速上升至 2024Q4 的 47.6%。由此分析，10-15 万元价格段存在大量燃油替代潜在空间，优质新能源车供给不充分。

小鹏 M03 具备低成本智驾优势，价格不显著高于同级燃油车，同时具备该价格段越级的智能座舱与智驾能力，带来越级产品体验，故缺乏同级智驾竞品，能够在较长一段时间保持竞争优势，充分挖掘 10-15 万元级优质新能源车市场潜力；同时拉高公司后续 15 万元级别车型预期销量，促进公司经营周期的改善。据此分析，小鹏 M03 潜在月销水平在 1.5 万辆左右，有望作为新势力车企率先下探至 10-15 万元主流市场，重塑市场格局。

图14：10-15 万级市场销量与渗透率走势（万辆；%）



资料来源：上险数据，民生证券研究院

表4：10-15 万级市场主要品牌销量占比（%）

主要品牌	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
比亚迪	13.9%	14.2%	14.7%	15.1%	14.6%	23.4%	27.1%	23.1%
长安	13.8%	13.4%	14.3%	13.8%	14.9%	12.4%	12.1%	12.6%

丰田	2.7%	2.9%	3.3%	4.1%	5.1%	5.9%	6.3%	6.6%
日产	6.4%	6.6%	7.0%	6.2%	7.2%	6.2%	5.6%	6.3%
大众	8.8%	10.1%	9.8%	8.4%	7.2%	8.2%	7.0%	5.2%
现代	0.0%	0.0%	0.2%	0.8%	1.1%	1.8%	3.6%	4.5%
本田	3.8%	5.8%	8.6%	7.7%	5.3%	5.4%	3.7%	4.3%
吉利	11.9%	9.1%	8.4%	7.3%	7.4%	4.3%	3.5%	4.1%
哈弗	4.1%	4.1%	3.5%	3.3%	3.7%	2.3%	2.6%	3.0%
奇瑞	5.2%	5.1%	4.7%	7.0%	6.1%	2.9%	1.5%	2.8%
小鹏	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.6%	1.7%

资料来源：marklines，民生证券研究院

3.1.2 P7+重磅上市 纯视觉智驾行业领先

新一代轿车 P7+重磅上市，首次搭载纯视觉降本方案。小鹏 P7+于 2024 年 11 月正式发布，定价 18.68 万元起。小鹏 P7+由“技术+、空间+、舒适+”构成，是公司端到端四部曲构想中 AI 汽车时代开启的里程碑。作为新一代自动驾驶硬件平台的首发车型，小鹏 P7+将放弃激光雷达辅助，采用纯视觉智驾方案。该平台在硬件和整车 BOM 上实现成本优化并在技术创新上领先竞品，预计将显著扩大公司市场份额。

图15：小鹏 P7+



资料来源：公司微博，民生证券研究院

图16：小鹏 P7+



资料来源：公司微博，民生证券研究院

竞品对比：与竞品车型相比，小鹏 P7+的竞争力如下：

- (1) 技术+：**小鹏 P7+将搭载全新一代 AI 鹰眼视觉方案，采用纯视觉智驾方案；配备 XPiLOT3.0 智能辅助驾驶系统，集成自适应巡航、车道保持、自动泊车等功能；配备 Xmart OS 车载智能系统，支持语音控制、车联网服务、OTA 远程升级等功能；摄像头、超声波雷达、毫米波雷达数量均高于竞品车型；
- (2) 空间+：**小鹏 P7+车身长度达到 5,056mm，轴距达到 3,000mm，空间利用率达到 88%，前后排乘坐空间均接近 1 米，均高于竞品参数。P7+

通过悬浮式设计车顶使车型兼具高颜值、低风阻、大空间三者，大空间优势对家庭用户具有更大吸引力；

(3) **舒适+**：小鹏 P7+ 追求极致豪华与科技感，做到所有舒适性功能全系标配。小鹏 P7+ 标配真皮座椅，前后排座椅均具备加热、通风、按摩功能，后排标配独立空调，采用 8 层设计结构云感舒适座椅，舒适性参数全面超越豪华行政级轿车。相较而言，竞品车型舒适性配置多需要额外选配，在座椅功能与后排独立空调等参数上不及 P7+。

表5：小鹏 P7+ 竞品对比分析

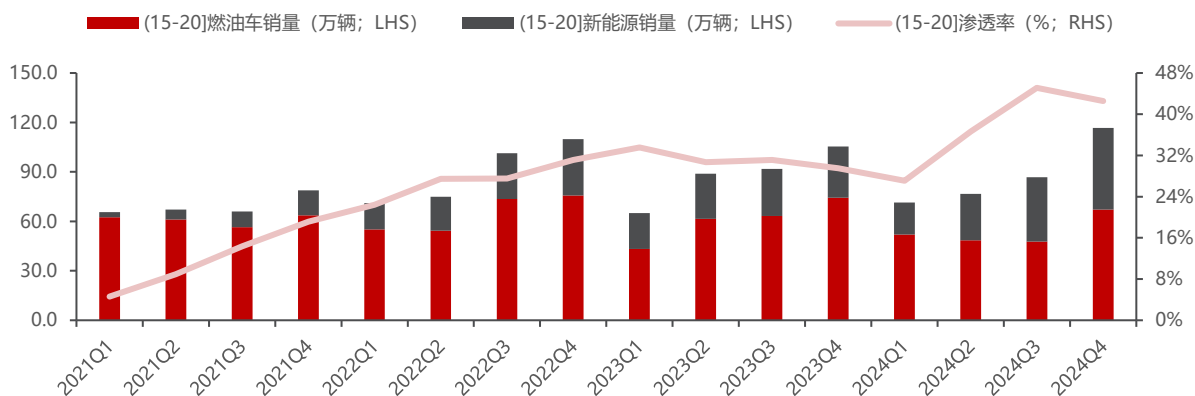
车型	小鹏 P7+	特斯拉 Model3	极氪 007	小米 SU7	比亚迪汉 EV	蔚来 ET5
型号	2024 款 180kw	后轮驱动版	后驱智驾版 75kWh	后驱长续航智驾版	2025 款 EV	75kWh
价格 (万元)	18.68	23.19	20.99	21.59	17.98	29.8
24H1 平均月销 (万辆)	/	2.8	0.5	0.5	0.6	0.2
23 全年平均月销 (万辆)	/	2.5	0	0	0.9	0.3
座位数	5 座	5 座	5 座	5 座	5 座	5 座
动力来源	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
驱动	后置前驱	后置前驱	后置前驱	后置前驱	前置前驱	双电机四驱
纯电续航里程 (KM)	602(CLTIC)	606 (CLTC)	688 (CLTC)	700 (CLTC)	506(CLTIC)	560 (CLTC)
长 (mm)	5,056	4,724	4,865	4,997	4,995	4,790
宽 (mm)	1,937	1,848	1,900	1,963	1,910	1,960
高 (mm)	1,512	1,430	1,450	1,455	1,495	1,499
轴距 (mm)	3,000	2,875	2,928	3,000	2,920	2,888
百公里加速 (s)	6.8	6.1	5.1	5.3	7.9	4
智驾配置						
智驾等级	L2	L2	L2	L2	L2	L2
智驾芯片	2 颗 英伟达 Orin-X	2 颗 HW 4.0	2 颗 英伟达 Orin-X	英伟达 Drive Orin	/	4 颗 英伟达 Orin-X
算力	508 TOPS	720 TOPS	508 TOPS	84 TOPS	/	1016 TOPS
摄像头数量	11	7	12	12	5	12
超声波雷达数量	12	/	5	1	8	5
毫米波雷达数量	3	/	1	/	3	1
激光雷达数量	/	/	/	/	/	/
智能座舱芯片	高通骁龙 8295P	AMD Ryzen	高通骁龙 8295	高通骁龙 8295	比亚迪 D100	高通骁龙 8295
座舱语音识别	四区域	/	四区域	五区域	四区域	四区域
舒适性配置						
天窗	不可开启全景天窗	分段式不可开启天窗	分段式不可开启天窗	不可开启全景天窗	可开启全景天窗	不可开启全景天窗
中控屏幕(英寸)	15.6	15.4	15.1	16.1	15.6	12.8
座椅材质	真皮	仿皮	仿皮 (可选配真皮)	仿皮 (可选配真皮)	仿皮	仿皮 (可选配真皮)
前排座椅功能	加热, 通风, 按摩	加热, 通风	加热, 通风, 按摩	加热, 通风 (驾驶位可选配头枕扬声器)	加热, 通风	加热 (可选配通风, 按摩)

二排座椅功能	加热, 通风, 按摩	加热	加热	加热	/	可选配加热
扬声器数量	20	9	21	10 (可选配 25)	8	23
氛围灯颜色	多色	256 色	多色	256 色	多色	256 色
后排独立空调	标配	/	/	/	标配	/

资料来源：汽车之家，民生证券研究院

15-20 万元级市场为中端汽车市场，合资 B 级车为突破空间。2024 年市场总量 351.6 万辆，占比 16.2%，其中新能源销量 136.3 万辆，渗透率为 38.8%。总体新能源渗透率持续上升，由 2023Q1 的 33.5% 上升至 2024Q4 的 42.5%。在该价格带主要品牌中，大众、丰田等传统车企当前市占率较为稳定，我们认为，主要原因有：1) B 级合资车在本价格带仍然具有一定品牌竞争力；2) 自主产品在该价格带供给有限。小鹏 P7+ 搭载小鹏全新一代 AI 鹰眼视觉方案，在技术、空间与舒适度上均相较竞品均存在竞争优势，有望开拓 15-20 万元中高端市场，显著提升公司市场份额。

图17: 15-20 万元级市场销量与渗透率走势 (万辆; %)



资料来源: marklines, 民生证券研究院

表6：15-20 万元级市场主要品牌销量占比 (%)

主要品牌	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
比亚迪	23.0%	15.7%	14.2%	13.7%	14.2%	15.4%	19.3%	17.4%
大众	14.1%	18.5%	19.1%	16.6%	22.4%	18.4%	16.6%	12.8%
本田	14.8%	13.5%	11.3%	17.1%	13.4%	14.3%	10.7%	11.9%
丰田	11.7%	16.0%	15.8%	15.7%	12.5%	11.2%	10.7%	10.3%
别克	2.5%	1.8%	2.2%	2.0%	1.6%	1.3%	1.5%	4.6%
红旗	5.7%	3.8%	5.6%	4.9%	5.9%	5.6%	4.1%	4.3%
零跑	0.5%	2.2%	2.3%	1.1%	0.7%	1.6%	4.4%	4.3%
奥迪	3.1%	2.9%	2.4%	1.3%	2.2%	1.6%	2.3%	2.9%
捷途	0.1%	0.0%	0.0%	2.0%	3.0%	3.2%	3.3%	2.9%
领克	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	0.6%	2.5%	3.5%	2.8%
小鹏	1.0%	0.6%	0.5%	0.8%	0.3%	0.6%	0.8%	2.2%

资料来源：marklines，民生证券研究院

3.1.3 扶摇架构助力推出 研发周期显著提速

扶摇智能架构，助力强劲新品周期开启。2023 年 4 月 26 日，公司发布 SEPA 2.0 扶摇全域智能进化架构。扶摇架构囊括动力补能、智能体系、整车制造三大模块，通过提供一套电子电气架构与统一的车身数据，大大缩短公司开发新车的工期与成本。基于该架构，公司未来新车型研发周期将缩短 20%，零部件通用化率最高可达 80%，从而实现效率的全面提升，助力新品周期启动。

图18：小鹏 SEPA2.0 扶摇全域智能进化架构



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图19：扶摇架构引领智能电动汽车变革



资料来源：公司官网，民生证券研究院

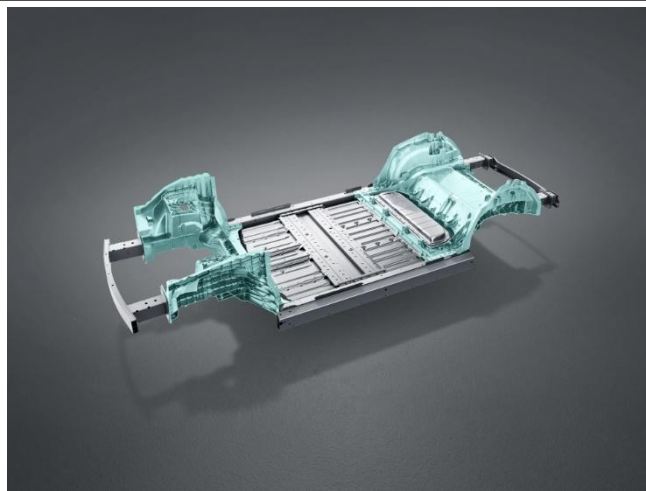
动力补能方面，扶摇架构标配全域 800V 高压 SiC 碳化硅平台，标配 3C 电芯，兼容 4C 电芯，以实现充电 5 分钟最大续航 200km；搭载全新 XPower 电驱，通过高压碳化硅技术以及电机磁场分布以及优化减速器，实现电驱系统最高效率 97.5%，综合效率达到行业领先的 92%；配备 X-HP 智能热管理系统。冬季续航提升 15%，充电功率提升 90%，电池散热能力提升 100%。

智能体系方面，扶摇架构采用 X-EEA 电子电气架构、XNGP 智能辅助驾驶系统和 Xmart OS 车载智能系统。其中，X-EEA 电子电气架构采用中央超算+域控制，具有高性能、高安全、端云一体等优点，使智能体验迭代周期缩短 30%，极速 OTA 速率提升 300%；XNGP 智驾辅助系统作为国内唯一量产的不依赖高精地图的 BEV 大模型智驾，智能化能力国内领先；Xmart OS 车载智能系统使语音综合研发周期缩短 50%，语音对话成本降低 50%；且以上能力会在中国最大且唯一已投产的汽车自动驾驶智算中心不断升级迭代。

整车制造方面，扶摇架构使用前后一体式铝压铸车身，CIB 电池车身一体化技术，垂直空间节约 5%，侧碰抗压能力 80 吨，整车兼容多种组合的悬架架构，机械素质领先，驾控性能优秀；整车扭转刚度达到 42,000N/°，相比传统车身提高了 83%，安全性大大提高；车身减重 17%，集成零件数 161 个，生产效率相比于传统焊接工艺提升了接近 60 倍。

图20：扶摇架构搭载 800V 高压 SiC 碳化硅平台


资料来源：公司官网，民生证券研究院

图21：扶摇架构使用前后一体式铝压铸车身


资料来源：公司官网，民生证券研究院

模块化造车助力，新车型推出大大加速。扶摇架构兼容全类型产品，可拓展三厢轿车、两厢车、运动轿跑等全车身造型种类产品，几乎覆盖公司现有车型与未来规划车型。得益于扶摇架构集成程度与零部件通用化率高，公司能够大幅度降低研发与开发成本，实现在车型设计与生产维护中的整车成本优化；并通过标准化与模块化造车，显著提升生产效率，缩短产品开发周期，加速新车型推出。

新品周期强势开启，销量大幅回升可期。公司新一轮产品周期强势启动，于 2024Q3、Q4 分别推出 MONA M03 与 P7+，并计划于 2025 年推出 4 款新车型。（1）**新品竞争力提升：**MONA M03 配备 15 万级市场越级的智能座舱与智驾能力，P7+具备“技术+、空间+、舒适+”三重优势，具有相较于同级竞品而言的多方面差异化竞争优势，产品竞争力显著提升；（2）**新品销量持续性加强：**MONA M03 的低成本智驾+越级产品配置，P7+搭载新能源车企前沿技术、智驾、设计，有助于新品在相当长的一段时间保持独有优势，加强新品销量的可持续性；（3）**新品研发加速：**扶摇架构覆盖公司现有及规划车型，有助于公司优化整车成本，加速产品研发周期，从而支持公司新品周期启动，带动销量大幅回升。

3.2 降本增效逐渐兑现 成本控制实现优化

3.2.1 渠道改革推进 根源性变革增效

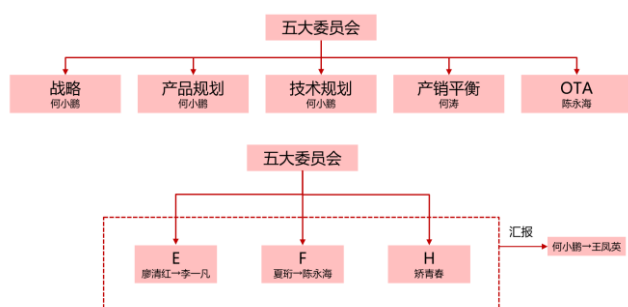
高管人员大换血，渠道改革持续推进。经历小鹏 G9 失利的导火索后，公司开启大规模组织架构与人员调整，进行高管人员大换血。公司引入原长城汽车总裁王凤英主导改革，重新聚焦智能化标签，进行了一系列内部体系大调整。

（1）**组织架构调整，产品迭代输出加快。**公司宣布建立五大虚拟委员会组织和三个产品矩阵组织。前者具体包括战略委员会、产品规划委员会、技术规划委员会、产销平衡委员会、OTA 委员会，目的在于拉通公司各条业务线的沟通渠道，

提升协作效率；后者包括 E、F、H 三大车型平台，目的是确保以客户和市场导向为主，端到端的负责产品全业务闭环。王凤英接手三大平台后，对平台负责人及汇报对象进行更换，车型产品输出能力和迭代能力进一步加快。

(2) 销售网络整顿，渠道下沉能力加强。公司整合直营与加盟两套销售体系，避免双方抢存量而非做增量的无效竞争问题；同时将原有的销售网络从北区、东区、中区和南区四个大区，改为上海战区、广州战区、苏南战区、苏北战区等 24 个战区，战区总经理对一个区域的直营店和授权店进行统一管理；进一步推出“木星计划”方案，将全国 24 个销售区域缩减为 12 个，以经销商模式逐步替换直营模式，在降低运营成本的同时提高市场覆盖率；加重三四线城市渠道比例，增强渠道下沉能力，以配合未来车型结构的调整。

(3) 供应链反腐开展，成本优化能力增强。王凤英把传统汽车人精益管理的思路带来公司，细致审批广告等业务费用，对供应链负责人与部分员工进行调整，进行成本端降本增效。

图22：公司组织架构调整


资料来源：公司官网，民生证券研究院

图23：公司销售网络调整


资料来源：公司微博，民生证券研究院

3.2.2 合作大众集团 新模式助推降本

合作时间线回顾：公司持续深化与大众合作，取得多项里程碑式新进展：

(1) 2023 年 7 月，公司与大众签署长期技术合作框架协议。大众汽车集团将以每 ADS 15 美元的价格向公司增资约 7 亿美元，交易完成后持有公司约 4.99% 的股权。双方将基于各自核心竞争力共同开发两款 B 级电动汽车车型，以大众汽车品牌在中国市场销售；

(2) 2024 年 2 月，双方宣布签订平台与软件联合开发协议，订立联合采购计划，通过整合双方规模优势以及依托大众集团世界级的供应链能力，发挥协同效应，提升双方共同开发的 B 级纯电车型的产品竞争力；

(3) 2024 年 4 月，公司与大众集团签订 EEA 电子电气架构技术战略合作框架协议，双方将基于公司最新一代电子电器架构，联合开发并将其集成到 CMP 平台的 A 级入门车型上；

(4) 2024 年 7 月，公司与大众集团签署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，并积极探索进一步合作机会以扩大双方联合开发的电子电器架构的应用范围。

图24：公司与大众集团合作时间线回顾



资料来源：公司公告，民生证券研究院

合作意义：公司与大众合作有助于发挥互补协同优势，将公司的智能化软件、ADAS 等优势与大众供应链规模、生产制造经验等优势像结合，携手推进技术创新，明确中国客户需求，共同定义未来智能汽车。（1）**联合采购，降本增效。**公司与大众进行联合采购，弥补自身供应链管理方面的不足，产品上市开发周期有望缩短超过 30%，有助于降本增效目标的实现；（2）**技术创收，改善利润。**公司通过与大众合作实现技术创收，助力公司毛利率增长与净亏损缓解，开创汽车销售业务以外的新增长点；（3）**开创先河，提升知名度。**公司与大众的合作开创了跨国车企与中国造车新势力合作的先河，有助于提升公司的国际知名度。

图25：公司与大众集团持续深化合作



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图26：公司与大众集团合作新进展

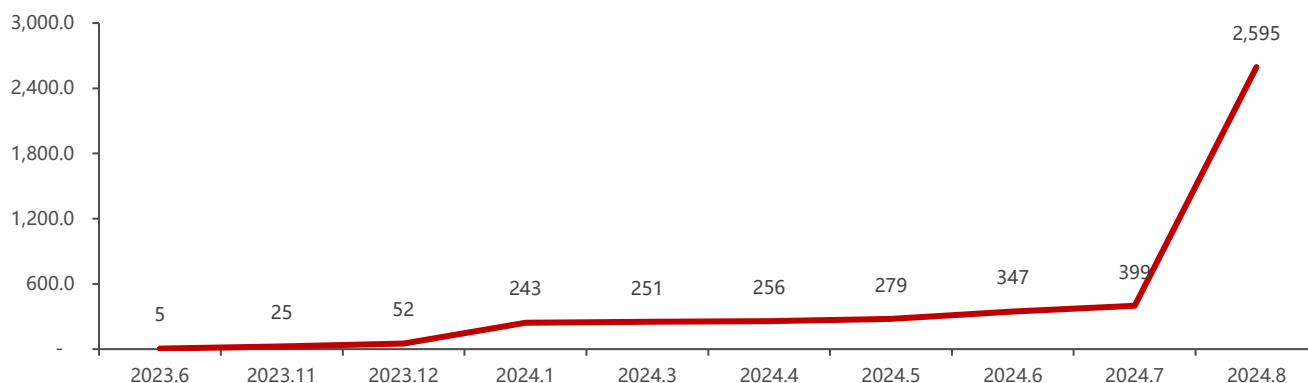


资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.3 智驾技术强势领先 低成本方案率先推行

公司位于车企智驾第一梯队，重塑智驾品牌标签。从开城情况来看，XNGP 从“全国都能开”全面升级为“全国都好用”，实现“不限城市、不限路线、不限路况”三大标准。XNGP 已实车验证 2,595 个城市，累计测试历程达 756 万公里，实现除极少数特定场景以外“黑名单式”全国都能开。XNGP 智驾能力与开城情况的领先有助于公司重新树立智驾品牌标签，增强智能化品牌形象。

图27：公司开城进度



资料来源：公司微信公众号，民生证券研究院

表7：主要车企智驾开城情况对比

车企	智驾系统	高速领航开通情况	城市领航开通情况
小鹏	XNGP	全国	“黑名单式”全国都能开，实车验证 2,595 个城市
华为&深蓝	HUAWEI ADS SE	全国	暂未开通
蔚来	全域 NOP+	全国	全国 300 万公里道路
理想	AD MAX 3.0	全国	全国

资料来源：公司官网，民生证券研究院

端到端大模型量产落地，公司底层智驾技术领先。公司率先推出量产端到端智驾大模型——神经网络 XNet+规控大模型 XPlanner+大语言模型 XBrain，成为全球唯二实现端到端大模型量产落地的车企。端到端大模型使 XNGP 2 天迭代 1 次，智驾能力提升 2 倍，目前积累视频训练超 10 亿公里，实车测试 756 万公里，仿真测试超 2 亿公里，核心模拟场景超 2.2 万。

图灵芯片正式发布，加速“端到端四部曲”实现。2024 年 8 月，公司正式发布全球首颗可同时应用在机器人、AI 汽车、飞行汽车的芯片“小鹏图灵”。芯片集成 2 个自研的神经网络处理大脑（NPU）、2 个独立图像信号处理器（ISP），并采用面向神经网络的 DSA（特定领域架构）；拥有 40 核处理器，为大模型提供了强大计算支撑，计算能力是现有芯片的 3 倍，支持本地端运行最高 30B 参数的大模型。“图灵芯片”的成功流片将为公司 AI 体系的构建保障充足算力，基于 L2

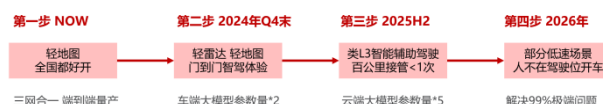
的硬件和成本，实现 L3+ 的用户体验。

图28：公司发布图灵芯片



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图29：公司“端到端四部曲”



资料来源：小鹏 10 年热爱之夜“发布会，民生证券研究院

AI 鹰眼视觉方案发布，纯视觉方案率先落地。公司发布全新一代“AI 鹰眼视觉方案”，率先推行低成本智驾方案。技术方面，该方案对视觉信息的利用效率比上一代提升 8 倍，整体计算效率提升 20%，响应速度提升 100 毫秒，可实现与激光雷达方案同等的智驾体验。降本方面，激光雷达由必选变为可选，提供更大降本空间，小鹏 P7+ 成为搭载该方案的首个落地产品。与其余车企相比，公司率先推行低成本智驾方案，反映公司成本控制能力的显著增强，先前车型反映的降价空间有限问题得以改善。

低成本智驾率先推行，拓展销量潜在增长空间。公司降本能力提升推动智驾能力向 10-15 万元汽车市场下探，小鹏 M03 成为该价格段首个同时搭载城市领航与高速智驾领航的产品。与小鹏 M03 相比，同级别智驾配置车型多位于 20 万以上价格带，华为与深蓝推出的低成本智驾产品深蓝 S07 目前仅支持高速领航而不支持城市领航。综上，Mona M03 在该价格段缺乏直接匹配的智驾竞品，有助于公司在相当长一段时间内占据独有竞争优势，带动销量的持续稳步提升；另外，10-20 万元价格段作为总汽车市场中最大的细分市场，2023 年对应销量为 1,050.4 万辆，2024Q3 对应销量 240.7 万辆。低成本智驾的推行有助于公司开拓主流汽车市场，强化公司后续 15 万元级产品销量预期，大大拓展销量增长潜在空间，助力新品周期的强劲开启，推动科技平权的实现。

表8：各车企纯视觉方案梳理

车企	纯智驾方案
小鹏	感知神经网络 XNet + 规控大模型 XPlanner + 大语言模型 XBrain
华为	华为 ADS 3.0：去掉 BEV 网络，以 GOD（通用障碍物识别）大模型负责感知，PDP（预测决策规控）网络负责预决策和规划，属于“分段式端到端”
蔚来	基于群体智能和生成式仿真，训练蔚来世界模型 NWM，并基于该模型的时空认知和规划能力，属于“感知式端到端”

端”

理想

“双系统”端到端——“快系统”E2E+“慢系统”VLM（视觉语言模型），前者负责实时响应、输出行为，后者负责应对复杂逻辑判断，输出决策和参考轨迹

资料来源：公司官网，民生证券研究院；

智驾技术强势领先，重塑科技品牌标签。公司坚持智驾技术高水平投入，技术突破成果可观，有助于品牌重塑科技标签，保持差异化竞争优势。（1）**底层能力领先**：XNGP 开城情况全面领先，端到端大模型量产落地，反映公司底层智驾技术位于第一梯队；（2）**充足算力支持**：公司自研“图灵芯片”成功流片，为“端到端四部曲”设想构建保障充足算力；（3）**低成本智驾率先推行**：去除激光雷达后，公司城市智驾 XNGP 方案成本有望降至 1 万元，实现 15 万元级主流市场高阶智驾的突破，推出首款同时搭载城市领航与高速智驾领航的主流价格段产品，重塑科技品牌形象。

3.4 小结：强产品周期、智能化优势、经营能力优化 塑造三重向上拐点

新一轮产品周期强势开启，销量有望大幅回升。公司于 2024Q3 推出 A+级智能纯电掀背轿跑小鹏 M03，具备 15 万元级市场越级的智能座舱与智驾能力，配备同级别前列续航体验与动感外观设计，销量可持续性增强，有望帮助公司率先下探至 10-15 万元主流市场，拉动整体销量；P7+于 2024Q4 推出，作为首款搭载低成本纯视觉智驾方案新车，有望在成本优化与技术创新上领先竞品；2025 年，公司预计推出 4 款新车型，进一步丰富产品矩阵，推动公司经营基本面改善。我们看好公司在新产品周期的驱动下，扩充产品矩阵，迎来销量大幅回升期。

智驾技术领先，低成本智驾构筑护城河。2025 年各家车企正式进入智能化竞争的阶段，公司深耕智驾技术多年，在领先的算法、算力以及数据的加持下，为国内首个将高阶智能驾驶下放至 20 万元以内产品中的公司。展望 2025 年，公司拥有 20 万元以下价格带高阶智驾的唯一性。从市场空间来看，结合 2025 年新品价格段，我们认为小鹏未来的销售中枢将集中于 15-25 万元市场。看好公司凭借智能化优势，为公司带来销量和盈利质量的双重提升。

降本增效措施逐渐兑现，成本控制有望优化。公司持续推进渠道改革，进行直营加盟销售体系整合、三大车型平台负责人更换、供应链反腐开展、“木星计划”方案提出等一系列内部体系调整，重新聚焦智能化标签，从根源上提升产品迭代输出能力，增强渠道下沉能力，强化成本控制优化；同时，公司持续深化与大众集团合作，签署电子电气架构技术战略合作联合开发协议，发挥双方互补协同优势，实现技术创收、降本增效与知名度提升。我们认为，公司以往多款车型销量持续性不足的问题暴露了其成本控制、产品定位、组织架构等方面的问题。而高管层换血与渠道改革推进有助于公司从根源上变革增效，叠加与大众集团合作的持续深化推进，

公司降本增效措施逐渐兑现，有望进一步提升毛利率，增强公司长期竞争力。

4 业务布局空间拓展 海外市场稳健推进

4.1 出口销量快速增长 海外业务势头向好

出口销量增长显著，全球化科技品牌形象提升。2024 年，公司国际化车型进入快速增长期，成为销量和盈利增长的重要驱动力，2024Q2，公司荣登中国纯电品牌中高端车型出口销量第一，海外销量贡献首次超过 10%。目前，公司已通过经销商合作伙伴进入 30 个国家和地区，拥有 70 多家销售店，覆盖欧洲、中东、拉美等地区。G9 车型成为挪威、丹麦、以色列等国排名第一的纯电主力；G6 海外市场首次上市后订单需求强劲，2025 年 8 月起将启动 G6 左舵和右舵版本的上市交付。

未来规划布局清晰，海外业务势头向好。2024H2 公司进入更多右舵市场，包括英国、澳大利亚和东南亚的多个国家。同时，预计 2025H2 国际市场销售门店数量将翻倍提升。公司海外业务有望保持稳健且规模增长的势头，在中高端智能电动汽车实现国际化销量领先。

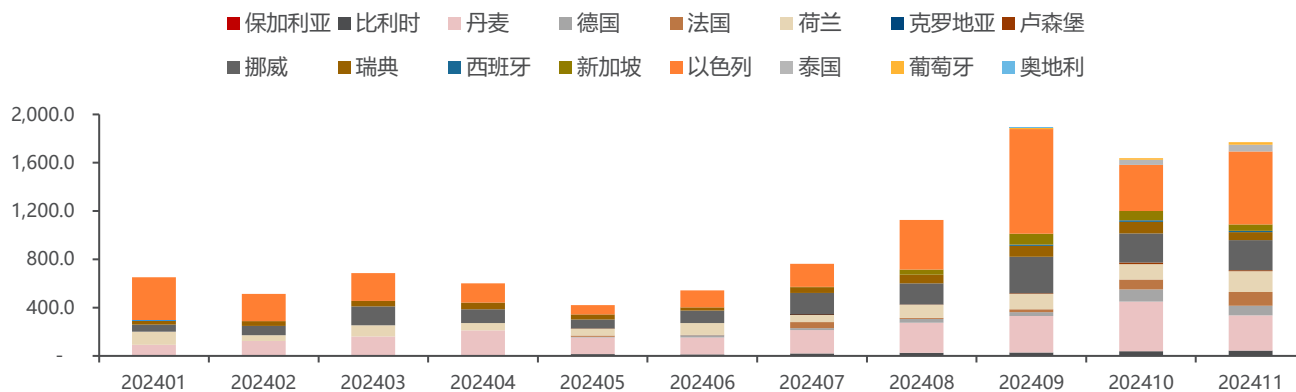
市场格局分析：（1）英国市场规模庞大且新能源渗透率高，出口进军有望突破。英国市场 2023 年全年销量 195.7 万辆，同比+18.5%，其中新能源销量 45.7 万辆，同比+23.9%，新能源渗透率为 23.4%，市场总量较大且增长势头强劲。从各系别品牌占比来看，英国 2024H1 中系/德系/韩系/美系/日系/其他系别份额占比分别为 4.6%/36.9%/10.4%/8.7%/ 16.4%/23.0%，德系、日系品牌占主导。中系品牌仍处于进军初级阶段，面对反补贴关税加征的挑战，公司有望通过本地建厂等策略调整，凭借低成本与先进技术优势进军欧洲市场。

（2）澳大利亚新能源汽车市场增长迅速，公司有望实现进一步拓展。澳大利亚市场 2023 年全年销量 114.8 万辆，同比增长 13.2%，其中新能源销量 7.7 万辆，同比增长 177.1%，新能源渗透率为 6.7%，新能源市场增势迅猛。从各系别品牌占比来看，2024H1 中系/德系/韩系/美系/日系/其他系别份额占比分别为 10.1%/9.9%/13.1%/ 12.5%/50.5%/4.0%，日系品牌占比过半。随着进口关税的降低，公司有望强化智能化标签与价格竞争力优势，进一步开拓澳大利亚市场，增长潜力广阔。

（3）东南亚市场规模庞大且新能源渗透率偏低，未来发展潜力较大。东南亚市场 2023 年全年销量 1,306.1 万辆，同比增长 7.54%，其中新能源销量 37.2 万辆，同比增长 50.3%，新能源渗透率为 2.9%。市场规模大但增速有所下滑，新能源渗透率偏低。从各系别品牌占比来看，2024H1 中系/德系/韩系/美系/日系/其他系别份额占比分别为 2.6%/3.7%/ 16.6%/1.4%/62.4%/13.3%，日系品牌占比六成。公司有望积极利用东南亚国家关税政策优惠与新能源技术优势抢占份额，实现东

南亚市场的进一步突破。

图30：公司海外分国家销量（辆）



资料来源：marklines，民生证券研究院

表9：公司海外渠道布局相关信息

时间	区域	海外上市车型	海外渠道布局
2024/2/22	中东非五国	小鹏 G6、G9 将于 Q3 在阿联酋上市销售；P7、G9 将于 Q2 在约旦、黎巴嫩交付，将于 Q3 在埃及交付	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
2024/3/26	新马泰	将在泰国、新加坡和马来西亚三国推出小鹏 G6 的右舵版本，并于 Q3 开始交付	与泰国 Neo Mobility Asia、新加坡 Premium Automobiles、马来西亚 Bermaz Auto 等优质经销商集团建立长期战略合作伙伴关系
2024/3/28	德国	将于今年 5 月开始在德国销售小鹏 G9 和小鹏 P7 的上市版车型	公司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，公司将与 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
2024/4/11	港澳地区	小鹏 G9、X9、G6 及 P7i 等车型的左舵车款预计于今年 5 月在澳门启动交付	与中国香港森那美汽车集团、中国澳门新康恒集团建立合作关系
2024/5/11	澳大利亚	将在 2024Q4 面向澳洲市场正式推出小鹏 G6	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，后者将作为公司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
2024/5/17	法国	2024 款小鹏 G9 上市；G6 计划于下个月在法国上市	到今年年底，公司将计划在法国落实 35 个销售网点，明年希望达到 55 个
2024/6/11	埃及	面向埃及市场发布小鹏 G9、小鹏 P7，并于今年 6 月底在埃及进行交付	Raya Auto 作为公司在埃及市场的经销商和独家合作伙伴，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：公司官网，民生证券研究院

4.2 业务布局边界拓展 飞行汽车+机器人引领新趋势

4.2.1 低空经济迎来政策机遇 飞行汽车开创全新体验

低空经济政策完善，分体式飞行汽车带来新体验。2024 年，中央及各地纷纷出台政策鼓励与推动低空经济发展，低空经济迎来重大发展机遇。2024 年 8 月，公司生态圈企业小鹏汇天宣布获得 1.5 亿美元 B1 轮融资，并启动 B2 轮融资，资金用于确保飞行汽车研发、量产与商业化进程的顺利实现。小鹏汇天成立于 2020 年，由创始人赵德力、何小鹏及公司共同投资、控股；分别持股 15%、60.1%、19.9%。

小鹏分体式飞行汽车“陆地航母”分为陆行体、飞行体两部分。陆行体为 4-5 人智能驾驶座舱，搭载增程式电驱动力系统，可为飞行体多次补能；飞行体可完全收纳至陆行体内并进行地面行驶，采用分布式电推进系统，拥有 270°的全景双人座舱。整车采用三轴六轮设计，可实现 6×6 全轮驱动及后轮转向，具备较好的承载能力和越野能力。该产品于 2024Q4 启动预售，随着政策红利的持续释放与飞行营地布局的逐渐完善，公司有望拓展新兴业务布局，分体式飞行汽车“陆地航母”带来全新体验。

表10：低空经济政策逐步完善

时间	政策	相关内容
2023 年 12 月	中央经济工作会议	打造低空经济等战略性新兴产业
2024 年 3 月	《政府工作报告》	积极打造低空经济等新增长引擎
2024 年 5 月	《广东省推动低空经济高质量发展行动方案（2024-2026 年）》	打造世界级低空制造高地
2024 年 5 月	《广州市低空经济发展实施方案》	向全球生产销售“广州造”的首台飞行汽车，推动广州成为国内首个载人飞行商业化运营城市

资料来源：公司官网，民生证券研究院

图31：小鹏分体式飞行汽车“陆地航母”

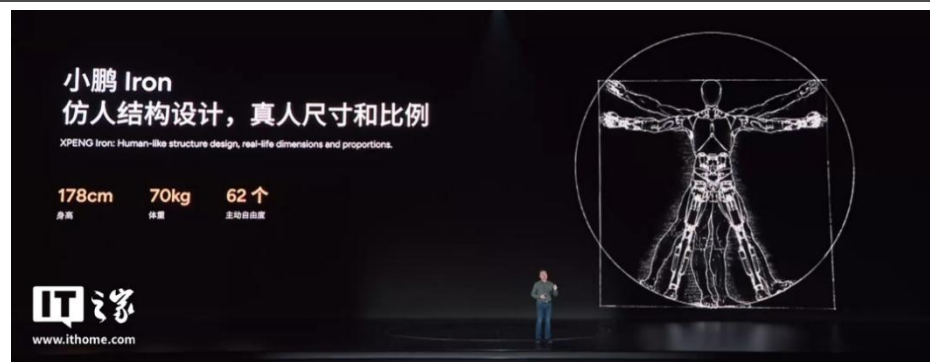


资料来源：公司官网，民生证券研究院

4.2.2 人形机器人突破升级 AI 链接多场景应用

新一代人形机器人亮相，搭载端到端自动驾驶模型。公司第二代人形机器人 Iron 于 2024 年 10 月 24 日科技日亮相。小鹏机器人由小鹏鹏行开发，目前该公司已经被公司完全收购并整合进公司业务体系内。人形机器人 Iron 采用仿人结构设计，身高 178cm，体重 70kg，拥有 62 个主动自由度；将搭载小鹏 AI 鹰眼视觉系统，支持小鹏 AI 端到端大模型 + 强化学习。在灵巧手方面，双手拥有 15 个可动自由度，支持触觉反馈，灵活性大幅提升，实现精细化操作。Iron 当前已经应用于公司工厂之中，未来将应用于工业及家庭等场景，实现与 AI 汽车深度链接。

图32：小鹏 Iron 机器人



资料来源：公司官网，民生证券研究院

4.3 小结：出口+机器人打造公司中长期业务成长

出口加速布局，助力中期发展。从中期维度，公司国际化进入快速增长期，布局 30 个国家和地区，拥有 70 多家销售店，覆盖欧洲、中东、拉美等地区。我们预计海外业务有望保持稳健且规模增长的势头，成为销量和盈利增长的重要驱动力。

机器人业务前瞻布局，展望远期宏大市场。特斯拉开创先河，以智能驾驶 FSD 系统为源构建物理世界 AI，开启人形机器人的发展。公司作为国内领先的具备 AI 智能化能力的车企，同样进行了机器人业务布局。在技术端，Deepseek R1 以不到 1/10 的资源消耗量，实现能力与 OpenAI o1 模型的比肩，有望带来算力成本大幅下降，加速模型训练。作为 AI 端侧应用，人形机器人同样受益于研发成本端的下降，即将面临的是更快的量产和更庞大的需求。看好公司远期在随着人形机器人业务的逐步成熟，展望万亿级别的宏大市场。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

汽车业务：公司主要收入来源为乘用车销售，2024 年收入为 358.3 亿元、毛利率 8.3%。2024 年以来，公司开启全新产品周期，通过新平台、供应链管理优化及低成本智驾降本增效，毛利率层面有望持续改善。展望未来，公司有望利用低成本智驾优势，对主流消费市场进行拓展，重塑公司品牌标签，提升公司销量及市占率。预计公司 2025-2027 年汽车销量约为 50.0/79.3/89.8 万辆，2025-2027 年汽车业务收入为 867.3/1,385.5/1,593.8 亿元，同比增速为 +142.1%/+59.8%/+13.2%。

表11：公司分车型销量构成（万辆，%）

	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
总交付量（万辆）	2.3	4.0	6.0	2.2	3.0	4.7	9.2
同比（%）	-32.6%	35.3%	170.9%	19.7%	30.2%	16.3%	53.7%
小鹏 G3（万辆）	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
占比（%）	5.3%	2.8%	1.5%	0.6%	0.6%	0.9%	0.0%
小鹏 P7（万辆）	1.4	1.4	1.2	0.4	0.5	0.4	0.2
占比（%）	59.0%	34.5%	19.2%	19.4%	16.2%	8.6%	2.5%
小鹏 P5（万辆）	0.5	0.3	0.6	0.1	0.2	0.1	0.1
占比（%）	21.9%	7.7%	10.2%	5.3%	5.0%	3.1%	0.7%
小鹏 G9（万辆）	0.3	0.3	1.6	0.4	0.7	0.8	0.7
占比（%）	12.7%	7.2%	27.3%	18.3%	24.6%	17.8%	7.8%
小鹏 G6（万辆）	0.0	1.9	2.5	0.4	1.1	1.8	2.1
占比（%）	1.1%	47.8%	41.8%	20.3%	36.2%	37.8%	23.2%
小鹏 X9（万辆）	-	-	0.0	0.8	0.5	0.4	0.4
占比（%）	-	-	0.0%	36.1%	17.4%	9.2%	4.8%
MONA M03（万辆）	-	-	-	-	-	1.1	3.9
占比（%）	-	-	-	-	-	22.7%	41.8%
P7+（万辆）							1.8
占比（%）							19.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

服务及其他业务：公司该部分收入相对汽车业务较少但有更高的毛利率。服务

及其他业务主要构成为售后、充电收入等相关车后服务费用，以及大众支付的技术服务费（2024 年开始体现）；因此整体毛利率较高。2024 年收入为 50.4 亿元，同比+89.0%。预计该业务收入与当期销量和汽车保有量相关，2025-2027 年服务及其他业务收入为 78.5/90.8/107.0 亿元，同比增速为 55.8%/15.6%/17.9%。

表12：公司分业务盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入 (百万元)	30,676.1	40,866.3	94,575.8	147,629.0	170,074.5
收入增速 (%)	14.2%	33.2%	131.4%	56.1%	15.2%
毛利率(%)	1.5%	14.3%	15.8%	18.7%	19.7%
汽车					
收入 (百万元)	28,010.9	35,829.4	86,726.5	138,553.4	159,378.1
收入增速 (%)	12.8%	27.9%	142.1%	59.8%	15.0%
毛利率(%)	(1.6%)	8.3%	11.8%	16.0%	17.0%
服务及其他业务					
收入 (百万元)	2,665.2	5,036.9	7,849.3	9,075.5	10,696.4
收入增速 (%)	32.2%	89.0%	55.8%	15.6%	17.9%
毛利率(%)	33.7%	57.2%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

5.2 估值分析

从估值角度，公司由于当前并未实现盈利，因此需要以 PS 方式估值；可比公司主要采用车整车企业。我们预计公司 2025 年收入约为 945.8 亿元，对应当前股价约为 1.5 倍 PS，可比公司 PS 均值约为 0.8 倍 PS。公司虽然估值较平均值较高，主要原因为当前仍然处于收入高速增长期，2024-2027 年 CAGR 约为 60.9%，增速远高于可比公司平均 23.9%。同时公司在智能化层面优势明显，为国内当前唯一可量产纯视觉高阶智能驾驶产品的公司，有利于“智驾平权”的加速兑现，带来更大的销量增长空间，因此我们认为当前估值仍有上升空间。

表13：可比公司估值对比

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收入 (亿元)					PS (倍)		
			2024A	2025E	2026E	2027E	CAGR	2025E	2026E	2027E
002594.SZ	比亚迪	10,804.1	7,771.0	10,141.2	12,372.3	14,772.5	23.9%	1.1	0.9	0.7
601633.SH	长城汽车	1,716.1	2,022.0	2,408.6	2,507.5	3,146.4	15.9%	0.7	0.7	0.5
2015.HK	理想汽车	1,797.9	1,444.6	1,653.6	2,024.5	2,226.9	15.5%	1.1	0.9	0.8
0175.HK	吉利汽车	1,532.5	2,401.9	3,647.8	4,396.9	5,128.3	28.8%	0.4	0.3	0.3
000625.SZ	长安汽车	1,086.7	1,597.3	1,885.5	2,039.7	2,335.4	13.5%	0.6	0.5	0.5
9863.HK	零跑汽车	592.1	321.6	578.2	808.6	1038.5	47.8%	1.0	0.7	0.6
9866.HK	蔚来	579.8	657.3	973.79	1,205.87	1,182.42	21.6%	0.6	0.5	0.5
可比公司 CAGR/PS 均值							23.9%	0.8	0.8	0.6
9868.HK	小鹏汽车	1,394.2	408.7	945.8	1,476.3	1,700.7	60.9%	1.5	0.9	0.8

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

注：除小米、零跑、蔚来外（此三家采用同花顺一致预期），可比公司数据为民生证券研究院预测，单位均为人民币，时间为 2025 年 4 月 15 日，港币兑人民币汇率 1:0.92

5.3 投资建议

新一轮产品周期强势开启，销量有望大幅回升。公司于 2024Q3 推出 A+级智能纯电掀背轿跑 MONA M03，具备 15 万元级市场越级的智能座舱与智驾能力，配备同级别前列续航体验与动感外观设计，销量可持续性增强，有望帮助公司率先下探至 10-15 万元主流市场，拉动整体销量；小鹏 P7+ 于 2024Q4 推出，作为首款搭载低成本纯视觉智驾方案新车，有望在成本优化与技术创新上领先竞品；2025 年，公司预计推出 4 款新车型，进一步丰富产品矩阵，推动公司经营基本面改善。我们看好公司在新产品周期的驱动下，扩充产品矩阵，迎来销量大幅回升期。

降本增效措施逐渐兑现，成本控制有望优化。公司持续推进渠道改革，进行直营加盟销售体系整合、三大车型平台负责人更换、供应链反腐开展、“木星计划”方案提出等一系列内部体系调整，重新聚焦智能化标签，从根源上提升产品迭代输出能力，增强渠道下沉能力，强化成本控制优化；同时，公司持续深化与大众集团合作，签署电子电气架构技术战略合作联合开发协议，发挥双方互补协同优势，实现技术创收、降本增效与知名度提升。我们认为，公司以往多款车型销量持续性不足的问题暴露了其成本控制、产品定位、组织架构等方面的问题。而高管层换血与渠道改革推进有助于公司从根源上变革增效，叠加与大众集团合作的持续深化推进，公司降本增效措施逐渐兑现，有望进一步提升毛利率，增强公司长期竞争力。

低成本智驾率先推行，强化智驾品牌标签。公司坚持全栈自研，保持高水平研发投入深耕智驾技术，智驾水平位于车企第一梯队。近期，公司端到端智驾大模型率先量产落地，XNGP 全面升级为“全国都好用”，底层智驾技术保持领先；图灵芯片正式发布，为 AI 体系构建保障充足算力；全新一代“AI 鹰眼视觉方案”发布，

小鹏 P7+ 将成为搭载该方案的首款车型量产落地，城市智驾 XNGP 方案成本有望降至 1 万元，显著增强公司成本控制能力。我们认为，公司推行率先推行低成本智驾，实现 10-15 万主流市场高阶智驾的突破，能够通过提供越级智驾配置在相当长一段时间内占据该价格段独有竞争优势，并强化市场对公司后续 15 万元级产品销量预期，拓展销量增长潜在空间，推动科技平权的实现；同时强化公司智驾品牌标签，构筑差异化竞争优势。

投资建议：我们看好公司智能化技术驱动产品力与品牌力持续向上，通过智驾产品价格的下探，实现技术平权，重塑品牌认知，带来销量提升。预计公司 2025-2027 年收入分别为 945.8/1,476.3/1,700.1 亿元，归母净利润分别为 -11.5/45.5/74.5 亿元，对应 2025 年 4 月 11 日港股收盘价 75.95 港元/股（港元对人民币汇率 1:0.92），PS 为 1.4/0.9/0.8 倍，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 车市下行风险：汽车行业存在周期性，经济持续下行可能导致汽车市场消费疲软，同时汽车行业的竞争预计将更加激烈，带来风险；

2) 新车型销量、需求不及预期：消费者的需求随着时间和市场环境的变化而不断变化。如果公司未能准确预测消费者需求的变化，或者未能及时调整产品策略以满足市场需求，可能导致新车型销量不及预期，带来风险；

3) 行业竞争加剧风险：汽车行业特别是电动车领域，面临行业竞争加剧，导致新能源车企盈利困难，带来风险；

4) 出海进度不及预期：出口存在关税、汇兑、海运费波动风险，可能会增加公司汽车在海外市场的成本，从而影响其竞争力。此外，随着全球贸易形势的变化，部分国家可能对中国汽车出台反倾销、反补贴政策，导致出海进度不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	49,736	83,104	123,316	145,540
现金及现金等价物	18,586	30,405	49,331	62,623
应收账款及票据	2,450	5,254	8,202	9,449
存货	5,563	11,063	16,669	18,967
其他	23,137	36,381	49,114	54,501
非流动资产合计	32,970	32,990	33,009	33,036
固定资产	11,522	11,522	11,522	11,522
商誉及无形资产	5,872	5,892	5,911	5,938
其他	15,576	15,576	15,576	15,576
资产合计	82,706	116,094	156,325	178,575
流动负债合计	39,865	74,406	110,092	124,896
短期借贷	6,510	6,510	6,510	6,510
应付账款及票据	23,080	44,252	66,675	75,868
其他	10,275	23,644	36,907	42,519
非流动负债合计	11,566	11,566	11,566	11,566
长期借贷	6,442	6,442	6,442	6,442
其他	5,124	5,124	5,124	5,124
负债合计	51,431	85,972	121,658	136,463
普通股股本	0	0	0	0
储备	31,275	30,121	34,666	42,112
归属母公司股东权益	31,275	30,121	34,666	42,113
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	31,275	30,121	34,666	42,113
负债和股东权益合计	82,706	116,094	156,325	178,575

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	NA	13,882	20,925	15,223
净利润	NA	-1,153	4,545	7,446
少数股东权益	NA	0	0	0
折旧摊销	NA	2,130	2,131	2,123
营运资金变动及其他	NA	12,905	14,249	5,653
投资活动现金流	NA	-1,772	-1,707	-1,640
资本支出	NA	-2,150	-2,150	-2,150
其他投资	NA	378	443	510
筹资活动现金流	NA	-291	-291	-291
借款增加	NA	0	0	0
普通股增加	NA	0	0	0
已付股利	NA	0	0	0
其他	NA	-291	-291	-291
现金净增加额	NA	11,819	18,926	13,292

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

注：由于 2024 财年现金流量表数据尚未完全披露，因此部分数据暂用 NA 列示

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,866	94,576	147,629	170,075
其他收入	0	0	0	0
营业成本	35,021	79,654	120,015	136,562
销售及管理费用	6,559	8,731	12,548	13,606
研发费用	6,457	8,570	11,810	13,606
财务费用	-1,031	-880	-1,117	-1,495
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	620	378	443	510
除税前利润	-5,831	-1,121	4,815	8,306
所得税	-70	3	241	831
净利润	-5,761	-1,124	4,574	7,475
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-5,790	-1,153	4,545	7,446
EBIT	-6,862	-2,001	3,698	6,810
EBITDA	-6,862	129	5,829	8,934
EPS (元)	-3.04	-0.61	2.39	3.91

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	33.22	131.43	56.10	15.20
归属母公司净利润	44.19	80.08	494.05	63.83
盈利能力(%)				
毛利率	14.30	15.78	18.70	19.70
净利率	-14.17	-1.22	3.08	4.38
ROE	-18.51	-3.83	13.11	17.68
ROIC	-15.33	-4.66	7.38	11.13
偿债能力				
资产负债率(%)	62.19	74.05	77.82	76.42
净负债比率(%)	-18.02	-57.94	-104.94	-117.95
流动比率	1.25	1.12	1.12	1.17
速动比率	0.67	0.66	0.71	0.77
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.95	1.08	1.02
应收账款周转率	15.82	24.55	21.94	19.27
应付账款周转率	1.55	2.37	2.16	1.92
每股指标 (元)				
每股收益	-3.04	-0.61	2.39	3.91
每股经营现金流	0.00	7.29	10.99	8.00
每股净资产	16.43	15.82	18.21	22.12
估值比率				
P/E	/	/	30	19
P/B	4.4	4.6	4.0	3.3
EV/EBITDA	/	1029.47	22.71	14.82

插图目录

图 1: 民生汽车整车研究框架	3
图 2: 公司发展历程	5
图 3: 公司季度交付量及同比增速 (万辆, %)	7
图 4: 公司季度营收及同比增速 (百万元, %)	7
图 5: 公司季度毛利及毛利率 (百万元, %)	7
图 6: 公司季度汽车业务毛利率 (%)	7
图 7: 公司归母净利润及净利率 (百万元, %)	8
图 8: 公司季度调整后归母净利润及净利率 (百万元, %)	8
图 9: 公司季度研发费用及研发费用率 (百万元, %)	8
图 10: 公司季度 SG&A 费用及费用率 (百万元, %)	8
图 11: 公司产品矩阵	11
图 12: 小鹏 M03 全新上市	12
图 13: 小鹏 M03 发布会	12
图 14: 10-15 万级市场销量与渗透率走势 (万辆; %)	14
图 15: 小鹏 P7+	15
图 16: 小鹏 P7+	15
图 17: 15-20 万元级市场销量与渗透率走势 (万辆; %)	17
图 18: 小鹏 SEPA2.0 扶摇全域智能进化架构	18
图 19: 扶摇架构引领智能电动汽车变革	18
图 20: 扶摇架构搭载 800V 高压 SiC 碳化硅平台	19
图 21: 扶摇架构使用前后一体式铝压铸车身	19
图 22: 公司组织架构调整	20
图 23: 公司销售网络调整	20
图 24: 公司与大众集团合作时间线回顾	21
图 25: 公司与大众集团持续深化合作	21
图 26: 公司与大众集团合作新进展	21
图 27: 公司开城进度	22
图 28: 公司发布图灵芯片	23
图 29: 公司“端到端四部曲”	23
图 30: 公司海外分国家销量 (辆)	26
图 31: 小鹏分体式飞行汽车“陆地航母”	27
图 32: 小鹏 Iron 机器人	28

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司高管背景	6
表 2: 公司财务数据	9
表 3: 小鹏 M03 竞品对比分析	13
表 4: 10-15 万级市场主要品牌销量占比 (%)	14
表 5: 小鹏 P7+ 竞品对比分析	16
表 6: 15-20 万元级市场主要品牌销量占比 (%)	17
表 7: 主要车企智驾开城情况对比	22
表 8: 各车企纯视觉方案梳理	23
表 9: 公司海外渠道布局相关信息	26
表 10: 低空经济政策逐步完善	27
表 11: 公司分车型销量构成 (万辆, %)	29
表 12: 公司分业务盈利预测	30
表 13: 可比公司估值对比	31
公司财务报表数据预测汇总	34

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048