

小鹏汽车-W (09868)

智驾平权落地，品牌势能向上

差异化团队塑造小鹏汽车独特 DNA

小鹏汽车 2014 年由何小鹏联合多位投资人，与夏珩、何涛共同创立，2018 年及 2020 年推出两款智能电动汽车车型 G3(SUV 车型)和 P7(运动型轿车)，2021 年香港证券交易所上市，2024 年发布 X9 (MPV 车型)、“全球首款 AI 汽车”小鹏 P7+、MONA M03，开启强产品周期。公司核心管理团队由何小鹏 (董事长/CEO)、王凤英 (总裁)、顾宏地 (副董事长/联席总裁) 组成，三人分工明确。何小鹏互联网创业起家，产品经验丰富。王凤英出自传统车企，主管战略规划和市场营销。顾宏地投行出身，负责投融资和财务。

大力改革，苦修内功

小鹏汽车 2022 年 10 月大调组织架构、何小鹏回归造车重心，包括：将最高决策权从 4 人总裁室收归何小鹏自己手中；再将总裁室分管的业务组织架构重新整理，按职能划分成立战略、产品、技术、销售、OTA (远程升级) 五大委员会；以及 E、F、H 3 个整车平台。人事方面，何小鹏力邀王凤英加盟担任小鹏汽车公司总裁，负责公司的产品规划、产品组合管理和销售业务。营销体系方面，在内部组织管理结构上，汽贸和 UDS 两个渠道团队完成合并；销售体系上，全国两大渠道的销售大区撤除，调整为小区制。供应链方面，2022 年年底，小鹏汽车调整供应链业务部门，将原来的供应链服务部、营销服务采购部及零部件采购部合并为采购部。

小鹏汽车强产品周期有望开启

G6 和 MONA M03 上市均呈现热销潜质，但后续销量差别较大，或源于交付能力欠佳。MONA M03 和 P7+销量开门红，有望持续热销；苦修内功后，交付能力大幅增强。两款车型上市后交付能力较好，迅速成为小鹏汽车主力销售车型。2024 年 11 月小鹏汽车销量达 2.7 万辆，也创造了公司历史最高记录。2024 年 2 月，小鹏汽车 CEO 何小鹏表示，3 年内规划新品或改款约 30 款；发布鲲鹏超级电动体系，入局增程车。同时，小鹏汽车计划在广州基地扩建二期工厂，为后续新品和改款做出充足准备。

智能化持续迭代升级，大众入股印证产品力

2023 年 4 月 16 日，小鹏发布 SEPA 2.0 扶摇全域智能进化架构，可以覆盖 1800-3200mm 轴距不等的车型。新车型研发周期将缩短 20%，基于架构部分的零部件通用化率最高可达 80%。2024 年 11 月 6 日，小鹏汽车发布小鹏天玑 AIOS，重新定义 AI 智舱交互方式，全面升级智能座舱的软件与硬件体验。小鹏汽车智驾方案持续领先，率先在国内实现端到端量产上车。2023 年 7 月，小鹏汽车和大众汽车集团宣布签订战略技术合作框架协议，开启了双方后续一系列合作，印证小鹏出色产品力。

海外布局加速。2024 年巴黎车展上小鹏汽车表示，已在全球 30 多个国家和地区开启销售；到 2025 年底，公司目标为进入全球超过 60 个国家和地区市场。

盈利预测：

预计公司 2025/2026/2027 年分别实现营收 935.9/1402.2/1695.8 亿元。考虑到公司在 AI 领域的布局，同时积极向智驾、机器人、evotl 领域布局，技术实力领先，我们给予小鹏汽车 2025 年 2X PS，对应目标市值 1872 亿人民币，对应目标价 105.74 港元，空间 44.2%，给予“买入”评级。

风险提示：销量不及预期，市场竞争加剧，新车型研发不及预期，交付能力不及预期，跨市场选取可比标的等。

证券研究报告
2025 年 04 月 17 日

投资评级

行业	非必需性消费/汽车
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	73.35 港元
目标价格	105.74 港元

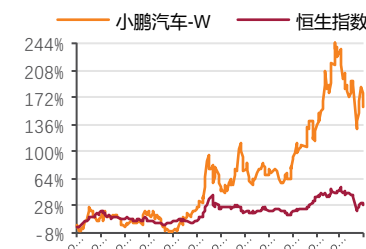
基本数据

港股总股本(百万股)	1,903.52
港股总市值(百万港元)	139,622.95
每股净资产(港元)	17.77
资产负债率(%)	62.19
一年内最高/最低(港元)	106.00/25.50

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
谢坤	分析师
SAC 执业证书编号: S1110524120002	
xiekun@tfzq.com	
孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《小鹏汽车-W-公司点评:获大众 7 亿美元投资，智能化优势得到认可，中长期基本面向好》 2023-07-28
- 2 《小鹏汽车-W-首次覆盖报告:新势力智能化先锋，韧性成长》 2023-01-15

内容目录

1. 管理团队分工明确，2024 年业绩大幅改善	4
1.1. 团队差异化经历塑造小鹏汽车独特 DNA	4
1.2. 降本&增收，业绩大幅改善	5
2. 大力改革，苦修内功	7
3. 强产品周期有望开启	9
3.1. 小鹏汽车产品布局全面	9
3.2. 回首历史：G6 竞争力强，但交付能力限制销量	9
3.3. 正视现实：苦修内功后，Mona M03 与 P7+ 有望持续热销	10
3.4. 展望未来：强产品周期有望开启	12
4. 智能化持续迭代升级，大众入股印证产品力	13
4.1. SEPA 2.0 扶摇架构，小鹏迈向平台化造车	13
4.2. 小鹏天玑 AIOS，AI 智舱新时代	14
4.3. 智驾方案持续领先，率先在国内实现端到端量产上车	15
4.3.1. 小鹏汽车率先在国内实现端到端量产上车	15
4.3.2. 坚定选择云端大模型，算法、算力、数据协同发展	16
4.4. 大众入股，印证小鹏出色产品力	17
5. 加速全球化布局	18
6. 盈利预测和估值	21
6.1. 盈利预测	21
6.2. 估值分析	22
7. 风险提示	22

图表目录

图 1：小鹏汽车发展历程	4
图 2：小鹏汽车股权架构图（截至至 2025/04/10）	4
图 3：小鹏汽车营业收入（亿元）	5
图 4：小鹏汽车净利润（亿元）	5
图 5：小鹏汽车各项业务毛利率（%）	5
图 6：各项费用支出（亿元）	5
图 7：小鹏汽车分季度费用率情况	6
图 8：小鹏汽车产品矩阵	9
图 9：小鹏汽车年度销量（万辆）	9
图 10：小鹏汽车季度分车型销量（万辆）	9
图 11：小鹏 G6 指导价	10
图 12：小鹏 G6 辅助驾驶硬件配置对比	10
图 13：小鹏汽车月度销量结构（万辆）	11
图 14：小鹏鲲鹏超级电动体系	12
图 15：SEPA 2.0 扶摇全域智能进化架构亮点（截止 2023 年 4 月 16 日）	13

图 16: 小鹏发布天玑 AIOS	14
图 17: 小鹏汽车城区智驾持续引领行业	15
图 18: 小鹏汽车端到端大模型框架	15
图 19: 小鹏云端大模型	16
图 20: 小鹏汽车月度销量 (万辆)	17
图 21: 小鹏汽车服务收入 (亿元)	18
图 22: 小鹏汽车服务收入业务毛利率	18
图 23: 盈利预测结果 (亿元)	21
表 1: 小鹏汽车部分关键岗位变动梳理 (截止 2023 年 3 月)	7
表 2: 小鹏汽车新一轮部分关键岗位变动梳理	7
表 3: 小鹏汽车营销体系变革	7
表 4: G6 和 MONA M03 上市 48 小时订单量及后续 3 个月销量	10
表 5: MONA M03 竞品对比	11
表 6: 小鹏 P7+ 竞品对比	11
表 7: SEPA 2.0 扶摇架构亮点	13
表 8: 小鹏天玑 AIOS 升级软硬件体验	14
表 9: 小鹏汽车智驾方案	17
表 10: 小鹏汽车与大众汽车集团合作历程	18
表 11: 小鹏汽车全球化布局	19
表 12: 分项目收入及毛利率预测	21
表 13: 可比公司估值	22

1. 管理团队分工明确，2024 年业绩大幅改善

1.1. 团队差异化经历塑造小鹏汽车独特 DNA

小鹏汽车 2014 年由何小鹏联合多位投资人，与夏珩、何涛共同创立，2018 年及 2020 年推出两款智能电动汽车车型 G3(SUV 车型)和 P7(运动型轿车),2021 年香港证券交易所上市，2024 年发布 X9 (MPV 车型)、“全球首款 AI 汽车”小鹏 P7+、MONA M03，开启强产品周期。

图 1：小鹏汽车发展历程

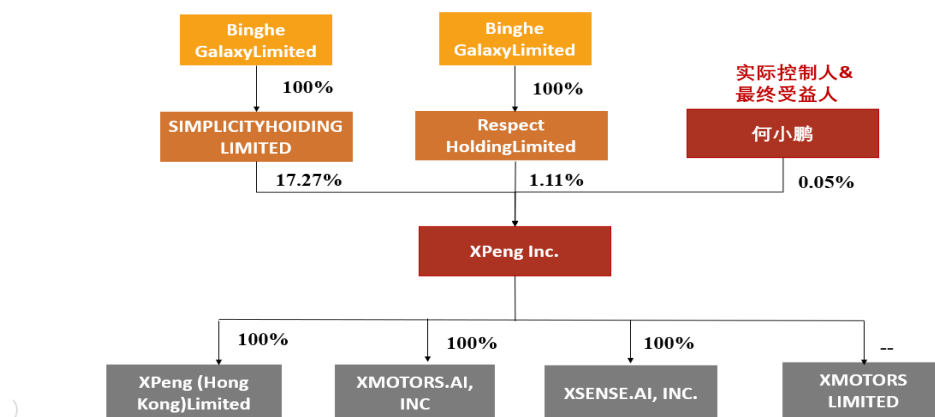


资料来源：公司官网、天风证券研究所

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。公司核心管理团队由何小鹏（董事长/CEO）、王凤英（总裁）、顾宏地（副董事长/联席总裁）组成，三人分工明确。1）**何小鹏互联网创业起家，产品经验丰富**。2004 年，何小鹏与同学梁捷成立 UC 优视。2014 年，阿里巴巴以 43.5 亿美元的价格并购 UC 优视，成为当时“中国互联网史上最大的并购案”。随后，何小鹏进入阿里巴巴，成为阿里巴巴移动事业群经理、阿里巴巴游戏公司总裁、土豆总经理。同年，何小鹏投资支持夏珩、何涛、杨春雷的创业项目，创立小鹏汽车；2017 年，何小鹏加入小鹏汽车，担任董事长。2）**王凤英出自传统车企，主管战略规划和市场营销**。王凤英 1991 年加入长城汽车，她和长城汽车掌门人魏建军一起开疆拓土，负责长城的战略规划和市场营销，长城汽车也从一家孱弱地方车企成长为中国汽车行业的标杆之一。2023 年 1 月，王凤英加盟小鹏汽车担任总裁，负责小鹏汽车的产品规划、产品组合管理和销售。3）**顾宏地投行出身，负责投融资和财务**。加入小鹏汽车之前，顾宏地在雷曼兄弟全球并购部工作 6 年，2004 年加入摩根大通，曾担任摩根大通亚太区投行主席，擅长资本融资、并购和公司重组交易。

控制权集中，实际控制人和最终受益人为何小鹏。截至 24 年半年报，何小鹏持有 8,239,844 股 A 类股，占 A 类股的比例为 0.2%；持有 348,708,257 股 B 类股，拥有 69.5% 的投票权。

图 2：小鹏汽车股权架构图（截至至 2025/04/10）

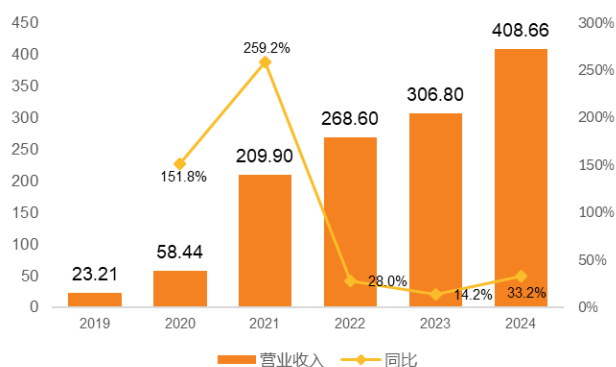


资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

1.2. 降本&增收，业绩大幅改善

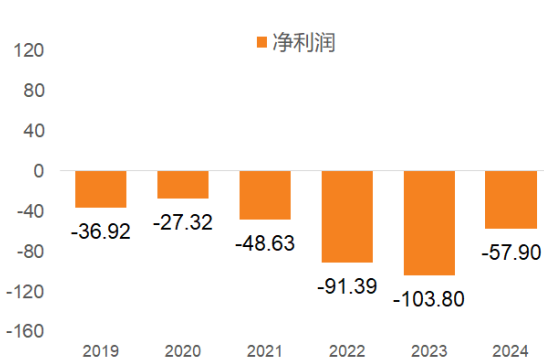
2024 年公司实现营收 408.7 亿元，同比增长 33.2%，增速大幅高于 2022-2023 年；实现净利润亏损 57.9 亿元，减亏幅度达 44.2%。

图 3：小鹏汽车营业收入（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：小鹏汽车净利润（亿元）



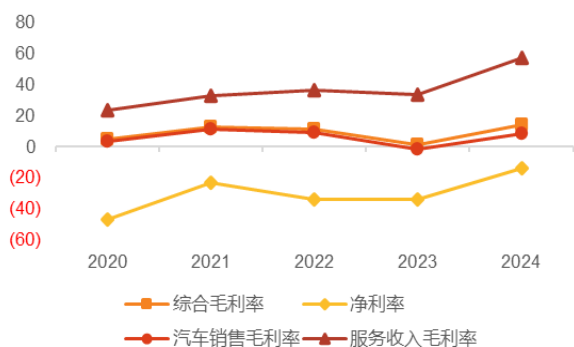
资料来源：Wind、天风证券研究所

2024 年公司实现毛利率 14.3%，净利率 -14.2%，均较 2023 年大幅提升。其中，2024 年汽车销售业务毛利率为 8.27%，已从 2023 年的 -1.6% 转负为正并实现大幅增长，服务收入毛利率则大幅上行至 57.23%，主要系与大众汽车集团进行平台与软件战略合作有关的技术研发服务销售贡献重要增量。

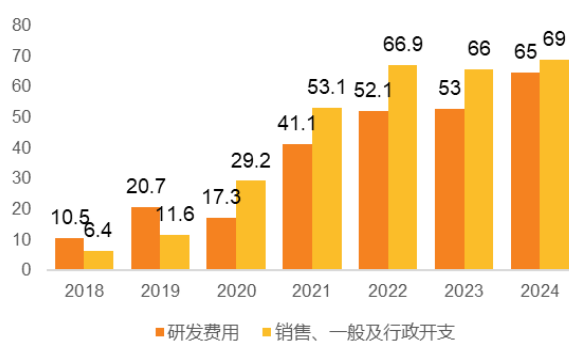
降本增效进程明显。2023 年下半年以来，公司费用率（不含研发）显著走低，目前维持在公司上市以来的最低水平附近。2024Q4 公司研发费用率为 12.5%，销售、一般及行政开支费用率为 14.1%。

图 5：小鹏汽车各项业务毛利率（%）

图 6：各项费用支出（亿元）

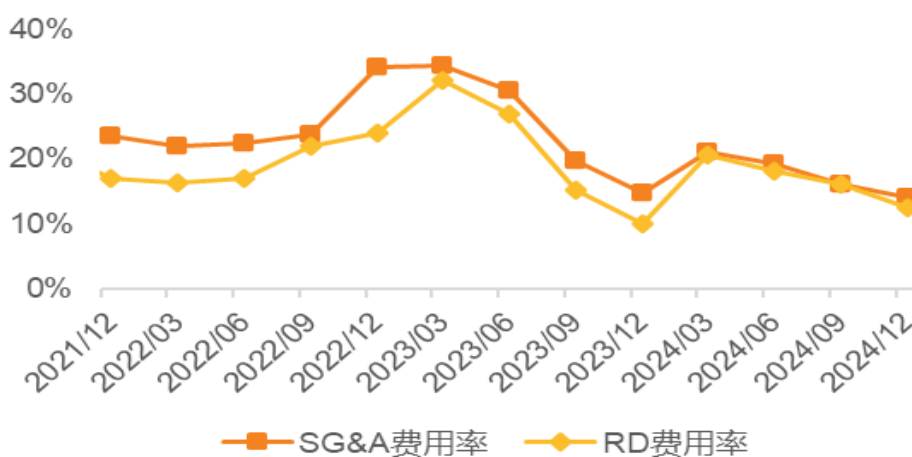


资料来源：Wind、天风证券研究所



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：小鹏汽车分季度费用率情况



资料来源：wind、天风证券研究所

产能规划充足。小鹏汽车共拥有肇庆、广州、武汉三个工厂，规划年产能分别为 20 万辆、12 万辆和 10 万辆，合计 42 万辆/年。此外，小鹏汽车计划在广州基地扩建二期工厂。据 2024 年 8 月 21 日黄埔区政府网站发布的《小鹏汽车广州智能网联汽车智造基地二期项目环境影响评价报批前信息公示》显示，该基地每年能生产 30 万套新能源汽车车身零部件，其中包含 2 款纯电车型与 1 款插电混动车型，年产能规划均为 10 万辆。

2. 大力改革，苦修内功

2022-2024 年，小鹏汽车苦修内功，在公司组织架构、关键岗位人员、营销体系、供应链管理等方面进行了大刀阔斧的改革，这也为 2024 年 9 月以来的月交付量大涨奠定坚实基础。

2022 年 10 月 21 日，小鹏汽车董事长兼 CEO 何小鹏发布全员邮件，宣布全面组织架构调整，以此扭转小鹏汽车产品及销量下滑的局面。2022 年 9 月新车 G9 的上市发布失利，引发了小鹏汽车 2022 年 10 月大调组织架构、何小鹏回归造车重心，包括：将最高决策权从 4 人总裁室收归何小鹏自己手中；再将总裁室分管的业务组织架构重新整理，按职能划分成立战略、产品、技术、销售、OTA（远程升级）五大委员会；以及 E、F、H3 个整车平台。

人事方面，何小鹏力邀王凤英加盟担任小鹏汽车公司总裁，负责公司的产品规划、产品组合管理和销售业务。小鹏汽车对汽车技术中心、制造工程中心、供应链中心以及用户发展中心等核心业务进行人事调整，这些业务的最高负责权限几乎都集中至何小鹏和王凤英等人手中。从 2022 年 10 月，小鹏汽车开始大型人事调整后，联合创始人夏珩和何涛的管辖业务不断被调整、收缩。

表 1：小鹏汽车部分关键岗位变动梳理（截止 2023 年 3 月）

关键岗位变动	接替人
-	王凤英任小鹏汽车公司总裁，负责公司的产品规划、产品组合管理和销售业务
动力总成副总裁刘明辉	零部件公司德尔福的前技术高管顾捷出任动力部门高级总监，直接向何小鹏汇报
首席人才官兼销售副总裁廖清红	小鹏汽车王桐和从吉利加入小鹏汽车的易寒接管，两人均向王凤英汇报
小鹏汽车联合创始人夏珩、何涛管辖业务不断被调整、收缩 汽车技术中心、制造工程中心、供应链中心以及用户发展中心等 核心业务进行人事调整	- 最高负责权限几乎集中至何小鹏和王凤英等人

资料来源：36 氪汽车公众号、晚点 LatePost 公众号、天风证券研究所

2024 年初，王凤英主导推动小鹏汽车新一轮的组织架构调整，涉及市场营销、人力资源、智能数据、生产制造和产品规划等多个部门。

表 2：小鹏汽车新一轮部分关键岗位变动梳理

关键岗位变动	接替人
原制造副总裁蒋平退休	长城汽车前制造总经理张利加入并接手小鹏汽车生产制造
小鹏汽车产品规划	里斯战略咨询前高级顾问江子杨加入并接手
人力资源部门	原数据智能中心（DIC）负责人黄荣海调岗负责人力资源部门
原营销副总裁易寒离职	-

资料来源：中国汽车报公众号、天风证券研究所

营销体系方面，在内部组织管理结构上，汽贸和 UDS 两个渠道团队完成合并；销售体系上，全国两大渠道的销售大区撤除，调整为小区制。小鹏汽车重新在全国划分为 20 余个销售小区，每个小区内的直营门店和授权经销商均由小区负责人主管。

表 3：小鹏汽车营销体系变革

	营销体系
变革前	在终端网络上采用“自建直营+授权经销商加盟”的混合模式。小鹏的直营渠道在小鹏汽车贸易公司实体下；授权经销商在小鹏的 UDS(用户发展服务中心)之下。两个渠道归属不同负责人，存在系统内耗问题。

变革后 内部组织管理结构上，汽贸和 UDS 两个渠道团队完成合并。销售体系上，小鹏汽车原有的大区制度已撤除，重新在全国划分为 20 余个销售小区，每个小区内的直营门店和授权经销商均由小区负责人主管。

资料来源：盖世汽车新能源公众号、中国汽车报公众号、天风证券研究所

供应链方面，2022 年年底，小鹏汽车调整供应链业务部门，将原来的供应链服务部、营销服务采购部及零部件采购部合并为采购部；并在内部开展反腐倡廉活动，为居高不下的零部件采购价格扫清障碍，以实现企业降本增效的目标。

3. 强产品周期有望开启

3.1. 小鹏汽车产品布局全面

小鹏汽车产品布局全面，车型囊括轿车、SUV、MPV。小鹏汽车先后发布了 8 款车型：G3（已停售）、P7、P5、G9、G6、X9、MONA M03 和 P7+。所有车型均为纯电款，其中 G 系列为 SUV，P 系列与 MONA M03 为轿车，X 系列为 MPV。

图 8：小鹏汽车产品矩阵

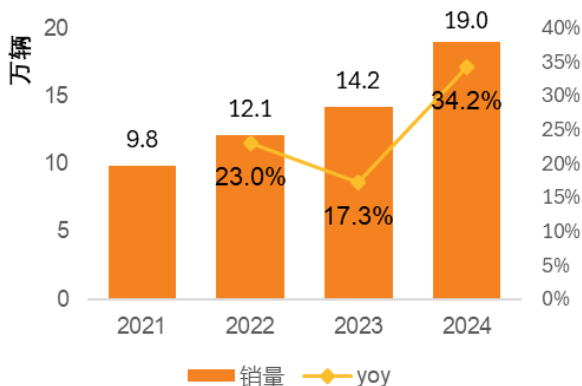


资料来源：懂车帝、天风证券研究所

注：价格仅供参考

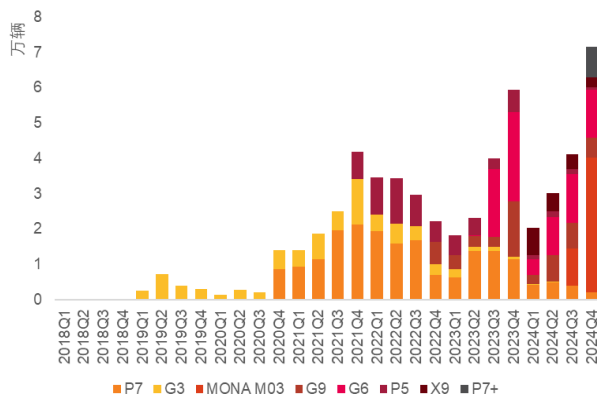
2024 年新车 M03&P7+助力销量快速增长。2024 年小鹏汽车实现销量 19 万辆，同比增长 34.2%。具体车型来看，2024 年，G6、G9、Mona M03 为小鹏汽车主力销售车型。其中，Mona M03 自 8 月底上市以来，9-11 月连续 3 个月销量破万。P7+于 11 月 7 日正式上市，11 月便实现 0.7 万辆的销量，后续也有望成为主力销售车型。

图 9：小鹏汽车年度销量（万辆）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：小鹏汽车季度分车型销量（万辆）



资料来源：车主之家、天风证券研究所

3.2. 回首历史：G6 竞争力强，但交付能力限制销量

G6 和 MONA M03 上市均呈现热销潜质，但后续销量差别较大。G6 正式上市 48 小时，

小鹏公布其大订的订单量超过 2.5 万单，但是上市次月销量仅为 3900 辆，后续两月攀升至 7000-8000 辆。而 2024 年 8 月上市的 MONA M03 在 48 小时内预订量超过 3 万辆，较 G6 上市时表现略好，但在后续销量上两者表现出较大差别：MONA M03 于 8 月底上市，次月开始便连续三个月销量超 10000 辆。

表 4：G6 和 MONA M03 上市 48 小时订单量及后续 3 个月销量

产品	上市时间	48 小时订单量	上市次月(T)销量	T+1 月销量	T+2 月销量
G6	2023.6.29	2.5 万以上	3937	7068	8132
MONA M03	2024.8.27	3 万以上	10023	10203	11960

资料来源：太平洋汽车公众号、雷锋网公众号、钱江晚报公众号、车主之家、天风证券研究所

分析来看，在当时 20-30 万元的纯电 SUV 中，G6 拥有较强的竞争力。作为小鹏 SEPA2.0 扶摇全域智能进化架构下的首款全新车型，小鹏 G6 在产品的方方面面都有全新的改变：标配 800V Sic 碳化硅平台+3C 电芯+前后可一体式铝压铸+XNGP 智驾，搭配最低 20.99 万的价格。在当时 20-30 万元的纯电 SUV 中，G6 拥有较强的竞争力。

图 11：小鹏 G6 指导价

小鹏 G6 指导价及版本				
车型/参数	价格(万元)	电机功率	电池容量	纯电续航里程
580 长续航版	Pro:20.99	218kW	66.0kWh	580km
	Max:22.99			
755 超长续航版	Pro:23.49	218kW	87.5kWh	755km
	Max:25.49			
700 四驱性能版	Max:27.69	前：140kW 后：218kW	87.5kWh	700km

资料来源：皆电公众号、天风证券研究所

图 12：小鹏 G6 辅助驾驶硬件配置对比

小鹏 G6 与同级 MS EV 特斯拉 Model Y 辅助驾驶硬件对比			
车型	小鹏 G6	问界 M5 EV 智驾版	特斯拉 Model Y
激光雷达	2	1	无
毫米波雷达	5	3	1
超声波雷达	12	12	12
感知摄像头	前：双目摄像头 侧：4 后：1	前：双目摄像头 侧：4 后：1	前：三目摄像头 侧：4 后：1
环视摄像头	4	4	-
芯片	双 Orin-X	华为自研 MDC 平台	自研
算力	508TOPS	200TOPS	144TOPS

资料来源：皆电公众号、天风证券研究所

销量持续性不及预期，或源于交付能力欠佳。2023 年 8 月 4 日，何小鹏发文解释小鹏 G6 Max 交付过慢的原因：1、Max 版本交付较慢，主要是由于供应商未准备足够的激光雷达；2、G6 在广州工厂生产整车，武汉工厂负责一体化压铸的零部件生产，两个为全新工厂，均处于产能爬坡阶段。这也反映出当时小鹏汽车供应链准备不足，以及对产品销量结构预估不准确等问题，从而造成交付能力不佳。

3.3. 正视现实：苦修内功后，Mona M03 与 P7+ 有望持续热销

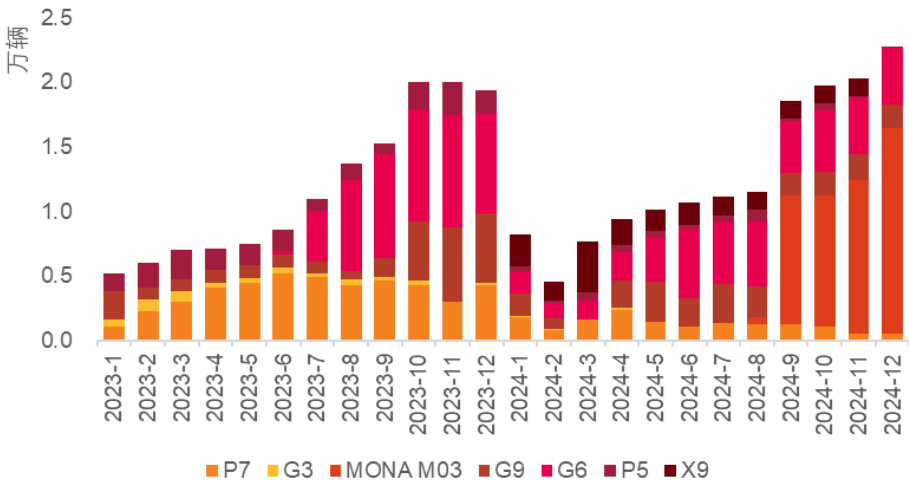
MONA M03 和 P7+ 销量开门红，有望持续热销；苦修内功后，交付能力大幅增强。两款车型上市后交付能力较好，迅速成为小鹏汽车主力销售车型。MONA M03 在小鹏汽车 9-11 月的销量占比分别为 54%/50%/44%；P7+ 在小鹏汽车 11 月的销量占比为 25%。得益于小鹏汽车过去两年的苦修内功，公司交付能力大幅提升。2024 年 11 月小鹏汽车销量达 2.7 万辆，也创造了公司历史最高记录。

作为全球首款 AI 汽车，小鹏 P7+ 上市后 12 分钟大定量突破 1 万台，3 小时内大定量突破 3 万台，其限定版在 5 分钟内售罄。何小鹏表示，小鹏 P7+ 的智能驾驶功能是七成用户购买的主要因素之一，智能化已成为小鹏的核心竞争力之一。

MONA M03 是小鹏汽车全新系列 MONA 首款车型，也是小鹏汽车旗下起售价最低的车型。MONA M03 于 24 年 8 月 27 日上市，售价区间为 11.98-15.58 万元，在价格优势下，该车于 24 年 9 月零售销量就达到 10023 辆。2024 年广州车展上，小鹏汽车宣布 11 月将该车

产能提升至少 40%，并提出春节前月产能 2 万辆的目标。

图 13：小鹏汽车月度销量结构（万辆）



资料来源：车主之家、天风证券研究所

产品能力强,智驾下沉 20w 内区间。同车型产品的配置与参数对比来看,不论是 MONA M03 还是 P7+, 都有相应的亮点, 在同价位产品有一定的优势。MONA M03 的 2024 款 515 长续航版在同价位下配备了 12 个超声波雷达、2 个毫米波雷达, 最大功率 140kW, 续航来到了 515km;小鹏 P7+ 2024 款 超长续航 Max 版最大扭矩 450N m, 配备 3 个毫米波雷达, 续航达到 710km。两款车型分别配备了 XPiLOT、XNGP 的 L2 级别的辅助驾驶系统, 价位低于 20w, 较大地增加了性价比。

表 5：MONA M03 竞品对比

	小鹏 MONA M03	比亚迪 秦 PLUS	ALON S	大众 ID.3
型号	2024 款 515 长续航	2024 款荣耀版 EV 510KM 领先型	2023 款 炫 530 48.67kWh 磷酸铁锂	2025 款 聪明款 出众版
厂商指导价	11.98 万	11.98 万	13.98 万	13.8388 万
上市时间	2024.08	2024.02	2023.09	2024.07
轴距(mm)	2815	2718	2750	2765
最大功率(kW)	140	100	100	125
续航里程(km)	515(CLTC)	510(CLTC)	420(NEDC)	450(CLTC)
辅助驾驶等级	L2	-	-	L2
超声波雷达数量	12 个	4 个	3 个	8 个
毫米波雷达数量	2 个	-	-	1 个

资料来源：汽车之家、天风证券研究所

表 6：小鹏 P7+竞品对比

	小鹏 P7+	小米 SU7	极氪 001	比亚迪 汉	Model 3
型号	2024 款超长续航 Max	2024 款 700km 后 驱标准版创始版	2025 款 WE 版 95kWh 后驱	2025 款 EV 701KM 尊享型	2023 款 后轮驱动 版
上市时间	2024.11	2024.03	2024.08	2024.09	202.09

CLTC 续航里程	710	700	722	701	606
最大扭矩(N m)	450	400	440	350	340
百米加速(s)	5.9	5.28	6.3	7.9	6.1
最高车速(km/h)	200	210	240	185	200
轴距 (mm)	3000	3000	3005	2920	2875
辅助驾驶等级	L2	L2	L2	L2	L2
超声波雷达数量	12 个	12 个	12 个	12 个	-
毫米波雷达数量	3 个	1 个	1 个	3 个	-

资料来源：汽车之家、天风证券研究所

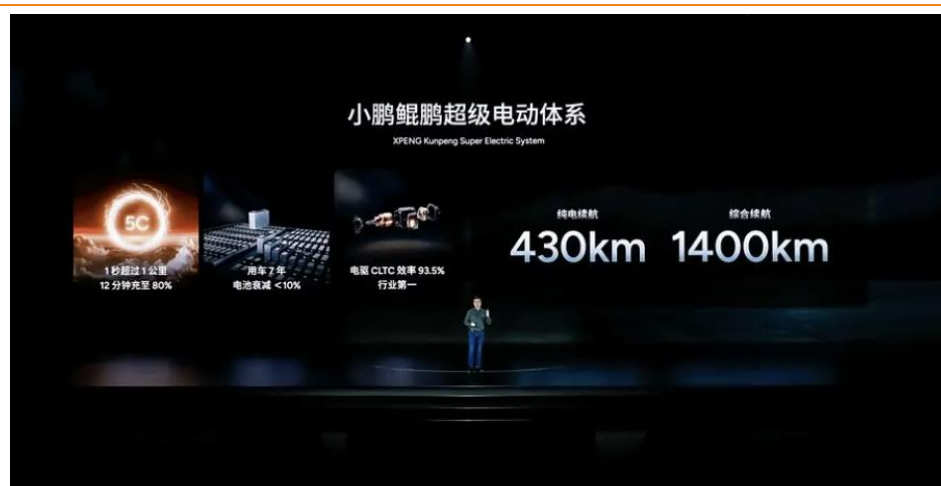
3.4. 展望未来：强产品周期有望开启

新产品周期来临，3 年内规划新品或改款约 30 款。2024 年 2 月，小鹏汽车 CEO 何小鹏向全体员工发布开工信，其中提到：2024 年是小鹏产品和技术平台积累和爆发的第一年，3 年内规划新品或改款约 30 款。同时，小鹏汽车计划在广州基地扩建二期工厂，为后续新品和改款做出充足准备。该基地每年能生产 30 万套新能源汽车车身零部件，其中包含 2 款纯电车型与 1 款插电混动车型，年产能规划均为 10 万辆，预计 2025 年 Q4 投产。

发布鲲鹏超级电动体系，入局增程车。2024 年 11 月 6 日，小鹏的 AI 科技日活动上，小鹏汽车发布小鹏增程混动系统。

小鹏鲲鹏超级电动体系包含增程系统和纯电系统。其中，“鲲”代表超级增程系统，“鹏”代表着小鹏的纯电体系。基于全域 800V 高压碳化硅平台，搭载 5C 超充 AI 电池、混合碳化硅同轴电驱、静音增程器（运行噪音仅为 1dB），以及 AI 电池医生和 AI 动力功能，小鹏鲲鹏超级电动体系可使增程车型的纯电续航达 430km，综合续航里程超 1400km。通过搭载全新同轴混合碳化硅电驱，可实现高达 93.5% 的 CLTC 效率。相较于当下市场上主流的插混车型，该系统可实现充电更快、续航更长。未来这套系统后续也将在全球普及。何小鹏表示，小鹏要做好面对不同国家和地区的准备，提供更方便更通用的补能方案。

图 14：小鹏鲲鹏超级电动体系



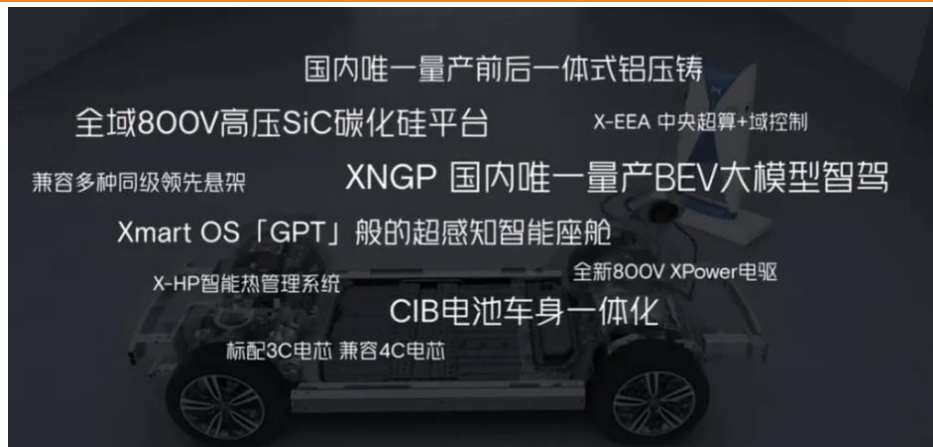
资料来源：汽车之家公众号、天风证券研究所

4. 智能化持续迭代升级，大众入股印证产品力

4.1. SEPA 2.0 扶摇架构，小鹏迈向平台化造车

在汽车工业向智能化方向转变时，架构不仅决定了一辆车的能力，更是模块化造车的起点。2023 年 4 月 16 日，小鹏发布 SEPA 2.0 扶摇全域智能进化架构，可以覆盖 1800-3200mm 轴距不等的车型，包括从 A 级到 D 级的各种轿车、SUV、MPV，甚至包括运动跑车和皮卡。

图 15：SEPA 2.0 扶摇全域智能进化架构亮点（截止 2023 年 4 月 16 日）



资料来源：汽车之心公众号、天风证券研究所

新车型研发周期将缩短 20%，基于架构部分的零部件通用化率最高可达 80%。SEPA 2.0 扶摇架构集成了研发、制造、技术、智能等各方面能力，是小鹏历时 5 年，累计研发投入超过 100 亿元交出的成绩单。扶摇架构的全称是 SEPA（Smart Electric Platform Architecture）2.0 扶摇全域智能进化架构，上一代 SEPA 架构已于 2019 年小鹏 P7 上首发。扶摇架构的本质是通过造车模块平台化、技术创新两方面实现降本增效：一是新车型研发周期将缩短 20%；二是基于架构部分的零部件通用化率最高可达 80%。

表 7：SEPA 2.0 扶摇架构亮点

升级模块		升级要点
智能化	X-EEA 电子电气架构	1、高性能，利用中央超算域控制器提升通信速度； 2、整车的控制与智能的平台分区，实现金融级别的信息安全； 3、端与云更好地一体化，更安全、更适合全球化，可以大幅度下降成本。 新的电子电气架构的应用将使小鹏在整车方面电子电气研发成本降低 50%，体验周期在未来可以缩短 30%，OTA 在当前的速度上还可以提高 300%。
	智能驾驶	扶摇架构正在把最高等级小鹏智能辅助驾驶 XNGP 在未来成为“标配”，并且能够考虑到对过去部分平台进行兼容和升级。同时，会把智驾综合研发效率提升 30%，适配成本降低 70%。
	智能座舱	1、Xmart OS 的综合研发周期以及语音对话服务可以缩短 50%； 2、在扶摇架构体系里，会把智能座舱进一步往下做，同时成本会有巨大的下降，最高可以下降 85%。
三电	电池	基于扶摇架构的车型，将标配全域的 800V 高压平台。同时会兼容 4C 电芯，达到更快的充电速度，5 分钟续航 200km。
	电驱	全新的 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，实现了电驱系统最高效率 97.5%，综合效率达到 92%。XPower 更安静、更高度集成，带来更宽敞的车内空间，尤其是纵向头部空间。
	电控	扶摇平台还会配备 X-HP 智能热管理系统。冬季续航比以前要提升 15%，整个充电功率跟电池散热能力也都有提高。
整车	前后一体式铝	最大压铸力达到 1.2 万吨，可实现一次压铸成形，整车扭转刚度提升至 42000N·m/deg，比传

压铸	统车身提升 50%，提升车辆安全性。 一体压铸工艺可将传统车身 300 多个零部件整合成 2 个一体压铸铝合金零件，比传统钢车身减重约 17%，从而提升续航，也为车身形态的灵活设计打下基础。
CIB 电池车身一体化	电池包上盖可当作车身地板，能节省 5% 的垂向车内空间，电池包均按 IP68 防尘防水规格设计，在此基础上，整车还拥有 80 吨侧碰抗压能力。
兼容	扶摇架构可兼容多种悬架系统，兼容多种车型，轴距带宽覆盖 1800mm-3200mm，可拓展三厢轿车、两厢车、运动轿跑、休旅车、SUV、MPV、皮卡等多品类车型。

资料来源：电动星球公众号、智能车参考公众号、天风证券研究所

4.2. 小鹏天玑 AIOS，AI 智舱新时代

2024 年 11 月 6 日，在小鹏 AI 科技日上，小鹏汽车正式发布小鹏天玑 AIOS，重新定义 AI 智舱交互方式，全面升级智能座舱的软件与硬件体验。

图 16：小鹏发布天玑 AIOS



资料来源：智能车参考公众号、天风证券研究所

软件体验方面，AI 算力与 CPU 算力提升 20 倍。不同于传统的座舱架构仅采用单颗座舱芯片，小鹏天玑 AIOS 将基于自研的图灵 AI 芯片，由 2 颗芯片同时驱动，重新定义智能座舱系统架构。基于此，AI 算力相比传统智能座舱提升了 20 倍，CPU 算力也提升了 20 倍。为了实现类 GPT-4o 大模型上车的目标，小鹏天玑 AIOS 还将百亿参数大模型部署在本地，实现更自然、无感的人机交互。

硬件体验方面，音响、动力系统、电池、底盘，都在 AI 赋能下实现进化。

表 8：小鹏天玑 AIOS 升级软硬件体验

方面	AI 升级体验
软件体验	1、小鹏天玑 AIOS 将基于自研的图灵 AI 芯片，由 2 颗芯片同时驱动，AI 算力相比传统智能座舱提升了 20 倍，CPU 算力也提升了 20 倍。 2、为了实现类 GPT-4o 大模型上车的目标，小鹏天玑 AIOS 还将百亿参数大模型部署在本地，实现更自然、无感的人机交互。 3、小鹏天玑 AIOS 可以自动实时感知车主语音和行为以及周边环境，自主思考判断车主需要提供何种座舱服务，不断进化成长，持续学习车主的使用和生活习惯。
硬件体验	1、小鹏 AI 音响可以针对歌曲量声定制不同的频响曲线，如将普通双声道升级为全景声，将蓝牙

音源的音乐主动升级为高码率 HIFI 音质，让每一首歌听起来更动听。

2、为延缓电池性能衰减，小鹏为每块电池配备专属的“电池管理芯片”。借助“AI 电池医生”，可将电池寿命有效提升 30%，让电池更安全、耐用。即使用车超过 7 年，也能将电池衰减保持在 10% 以下。

3、小鹏 AI 鲲鹏动力可实现“平路能耗低、爬坡更有力”。借助 AI 识别能力，针对相对平滑的铺装路面，车辆将更多使用电能，减少能耗；针对爬坡、泥泞、雪地等场景，发动机会提前介入避免电量过低导致动力不足。

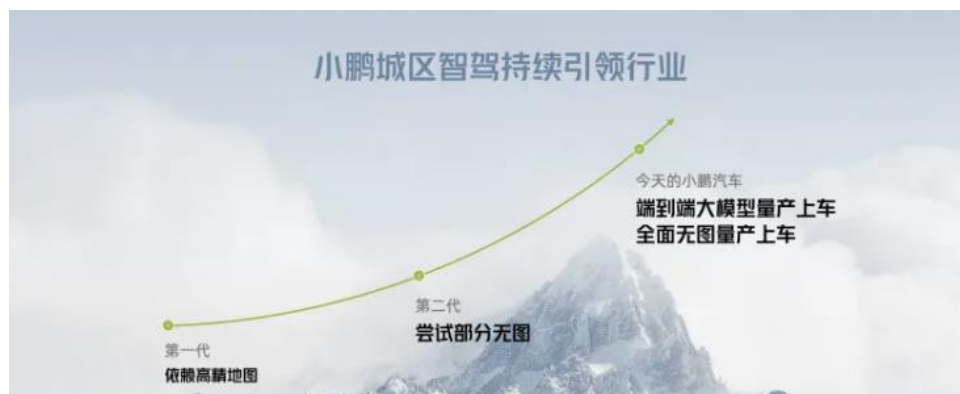
资料来源：汽车评价研究院公众号、天风证券研究所

4.3. 智驾方案持续领先，率先在国内实现端到端量产上车

4.3.1. 小鹏汽车率先在国内实现端到端量产上车

端到端大模型的量产上车开始成为竞争取胜的关键技术变量。AI 正在快速地影响自动驾驶领域，高阶智能驾驶从比拼开城数量，到抢先落地“全国都能开”，再到 2024 年兴起的端到端大模型，整个行业围绕智驾的较量不断升温。

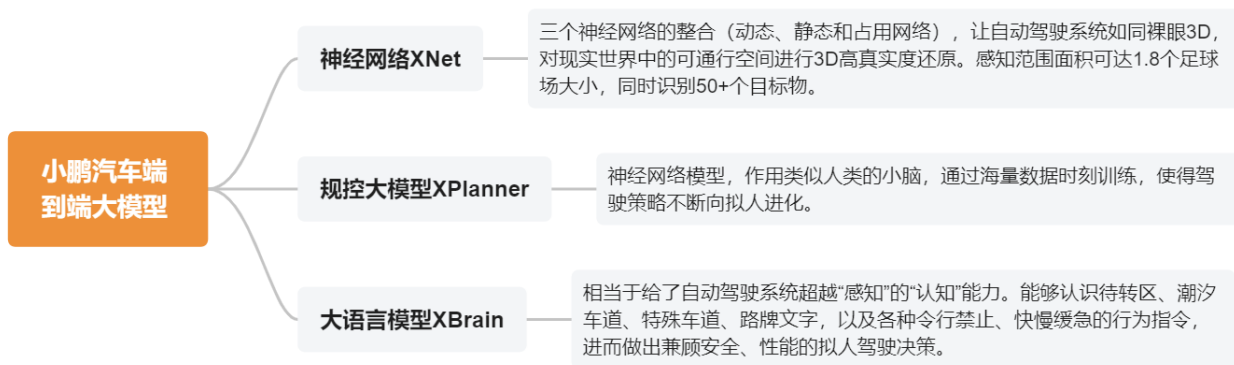
图 17：小鹏汽车城区智驾持续引领行业



资料来源：智能车参考公众号、天风证券研究所

小鹏汽车率先在国内实现端到端量产上车。2024 年 5 月 20 日，小鹏汽车全量推送 AI 天玑系统，在国内率先实现了城区智驾 100% 无图覆盖、端到端自动驾驶大模型的量产应用。据悉，小鹏的端到端大模型由三部分组成：神经网络 XNet+ 规控大模型 XPlanner+ 大语言模型 XBrain。三网融合的大模型能 2 天迭代一次，XNGP 的能力在 18 个月内提升 30 倍，而用户能明显感知到的结果是前后顿挫减少 50%、违停卡死减少 40%、安全接管减少 60%。

图 18：小鹏汽车端到端大模型框架



资料来源：智能车参考公众号、天风证券研究所

4.3.2. 坚定选择云端大模型，算法、算力、数据协同发展

智驾路线方面，智能驾驶已经从感知、预测、规划、控制等分模块的规则时代进入到 AI 时代，端到端方案比拼的是算法、算力、数据。算法是智能的源泉，数据是训练的基础，算力则是实现算法和数据处理的关键，三者协同发展。

行业主流的端到端发展路线有三种：

- 1) 通过大量规则小模型堆叠的“大模型”，其需要大量的优秀规则工程师；
- 2) 车端大模型，即直接将端到端模型部署于车辆上，虽然见效快，但受限于车端算力，且随着后期训练数据量的增加，容易陷入瓶颈；
- 3) 云端大模型（foundation model），其参数量是车端模型的几十倍甚至数百倍，这是单纯的车端大模型所不可企及的。

算法上，小鹏汽车坚定选择云端大模型路线。尽管选择前两种端到端的技术路线都能带来一定成效，但从智驾竞争的终局来看，布局云端大模型才是制胜关键。小鹏云端大模型的参数量多达车端参数量 80 倍，意味着云端大模型能够全面吸纳智驾数据，不遗漏重点信息细节。通过大参数量的训练，能够尽可能地穷尽智能驾驶中的长尾问题，以覆盖更多驾驶场景，使 XNGP 实现 L3 级的智驾体验。

图 19：小鹏云端大模型



资料来源：太平洋汽车公众号、天风证券研究所

小鹏云端大模型可大幅发挥摄像头高信息量输入，使激光雷达在 L3 中从必选变为可选。

基于此优势，小鹏汽车推出了 AI 鹰眼视觉方案。相较于传统的激光雷达方案，AI 鹰眼视觉方案的摄像头信息量是前者的 80 倍，而摄像头能够感知的语义和颜色信息是其 100 倍，摄像头的反应速度也是其 3 倍，使激光雷达在 L3 中从必选变为可选。

表 9：小鹏汽车智驾方案

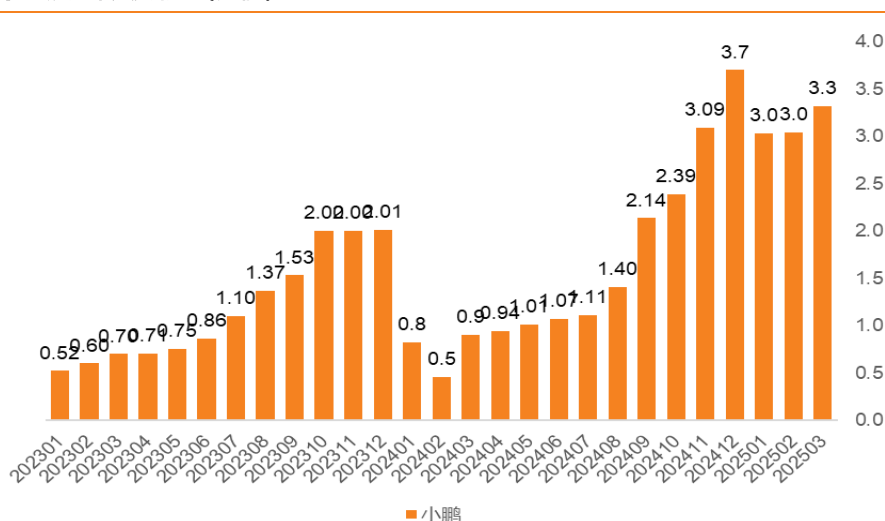
配置	能力	视觉				芯片	雷达		
		前视	后视	环视	侧视	算力	毫米波雷达	超声波雷达	激光雷达
AI 鹰眼视觉	城市高阶智驾	8M (LOFIC 架构)	8M (LOFIC 架构)	3M	3M	508T	☑	☑	/
MAX		8M	1.7M	3M	3M	508T	☑	☑	☑
PRO	高速智驾	8M	1.7M	3M	3M	254T	☑	☑	/

资料来源：智车行家公众号、天风证券研究所

算力上，小鹏汽车 2024 年已建成 2.5 EFLOPS 算力集群，2025 年将达到 10 EFlops 以上。端到端带来了新的技术革命，成本也随之成倍增加，包括算力集群建设、新算法架构搭建、仿真测试、OTA 流程革新等。小鹏汽车明确在“以智驾为核心的 AI 技术”方面，2024 年将投入 35 亿元用于智能研发，今后每年还将投入超过 7 亿元用于算力训练。2024 年，小鹏汽车已建成 2.5 EFLOPS 算力集群；小鹏自动驾驶副总裁李力耘博士预计，2025 年小鹏云端算力将达到 10 EFlops 以上。

数据上，凭借 Mona M03 及 P7+ 的热销，小鹏汽车获取智能驾驶数据的速度有望大幅提升。智驾数据采集目前有多种方式，包括专用采集车、量产车数据采集回传、路侧数据采集融合、低空无人机采集交通数据、以及仿真合成数据等，实现覆盖范围最大化、场景最泛化、数据种类最齐全，最终配满数据的三个要素：海量性、完备性、准确性。其中量产车数据是主流方式。车企通过量产车不断累计海量的智能驾驶数据，并持续提炼有效高质数据以训练 AI 算法。2024 年 9 月以来，随着 Mona M03 及 P7+ 的热销，小鹏汽车的月度销量较上半年翻倍，那么其通过量产车获取智能驾驶数据的速度也将越来越快。

图 20：小鹏汽车月度销量（万辆）



资料来源：小鹏汽车公众号、天风证券研究所

4.4. 大众入股，印证小鹏出色产品力

2023 年 7 月，小鹏汽车和大众汽车集团宣布签订战略技术合作框架协议，开启了双方后续一系列合作，印证小鹏出色产品力。2023 年 7 月，大众中国耗资约 7 亿美元入股小鹏汽车，交易完成后大众中国持有小鹏汽车约 4.99% 股本，成为小鹏汽车第三大股东。后续双方不断加深合作，陆续签订平台与软件战略技术合作联合开发协议、EEA 电子电气架构

技术战略合作框架协议和电子电气架构技术战略合作联合开发协议，这也印证小鹏汽车在智能化上的出色产品力。

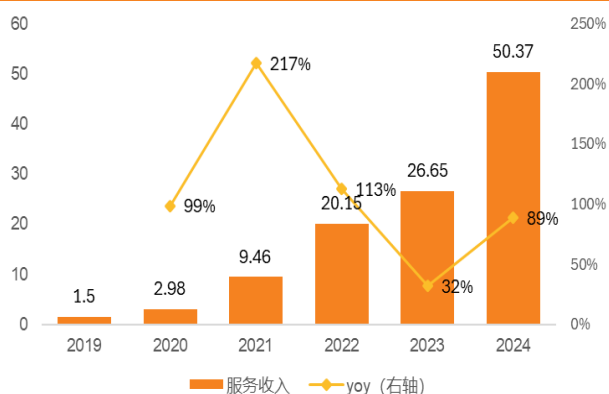
表 10：小鹏汽车与大众汽车集团合作历程

时间	要点
2023 年 7 月	小鹏汽车和大众汽车集团宣布签订战略技术合作框架协议，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。
2023 年 7 月	大众中国耗资约 7 亿美元入股小鹏汽车，交易完成后大众中国持有小鹏汽车约 4.99% 股本，成为小鹏汽车第三大股东
2024 年 2 月	小鹏汽车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。双方还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，旨在合力降低平台成本
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，双方将基于小鹏汽车最新一代电子电气架构，联合开发并将其集成到大众汽车在中国的 CMP 平台上，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	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，基于联合开发的电子电气架构的首款车型预计将在 24 个月内量产

资料来源：小鹏汽车公众号、盖世汽车新能源公众号、天风证券研究所

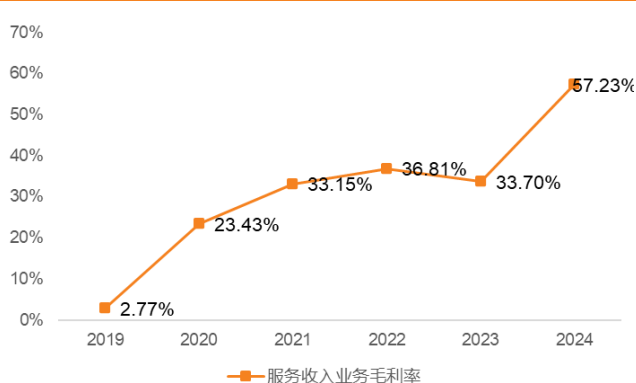
开始确认来自大众汽车集团的收入，盈利能力提升显著。2024 年公司汽车服务及其他销售业务营收 50.37 亿元，同比增长 89%，与大众汽车集团进行平台与软件战略合作有关的技术研发服务销售贡献重要增量，同时也带动该项业务毛利率显著提升。

图 21：小鹏汽车服务收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：小鹏汽车服务收入业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 加速全球化布局

2021 年以挪威为起点，小鹏汽车出海版图不断扩展。小鹏汽车已先后进入德国、法国、丹麦、荷兰、瑞典、西班牙、葡萄牙等市场，并取得了出色的成绩：小鹏 G9 在挪威、丹麦等国家，位列中大型纯电 SUV 销量冠军，在丹麦小鹏 G9 所在细分市场的占有率达到了统治级的 30%；小鹏 G6 则成功卫冕丹麦“年度技术领跑者”殊荣。

持续加速海外布局，公布“出海 2.0”的规划。2024 巴黎车展上小鹏汽车表示，已在全球 30 多个国家和地区开启销售；到 2025 年底，公司目标为进入全球超过 60 个国家和地区市场。未来十年，小鹏汽车目标为海外销量占公司总销量的一半。

表 11：小鹏汽车全球化布局

地区	出海车型	方式
欧洲	挪威 2020 年 12 月，小鹏汽车向挪威用户交付首批 G3 纯电动 SUV； 2021 年 8 月，小鹏汽车向挪威市场发运第一批电动轿车 P7；	挪威市场是小鹏汽车第一个海外市场；
	瑞典 -	2022 年 2 月 11 日，小鹏汽车的首个直营体验店在瑞典斯德哥尔摩市正式开业，作为中国汽车品牌率先在欧洲市场导入“直营+授权”的新零售模式。同时，小鹏汽车与 Emil Frey NV 集团在荷兰、Bilia 集团在瑞典均达成战略合作协议，推动小鹏汽车作为优势车型快速导入当地；
	荷兰 2022 年 3 月 11 日，智能家轿小鹏 P5 正式在丹麦、荷兰、挪威和瑞典欧洲四国开启预订；	2022 年 3 月荷兰首家小鹏汽车品牌直营体验店开业；
	丹麦 -	2022 年 4 月丹麦首家小鹏汽车品牌直营体验店开业；
	德国 2024 年 3 月小鹏汽车正式进入德国市场，推出小鹏 G9 上市版（售价为 5.76-6.96 万欧元）和小鹏 P7 上市版（售价为 4.96 万-6.96 万欧元）两款车型；	小鹏汽车在欧洲地区通过完善经销商网络来推进其销售战略；基于在丹麦、挪威和瑞典等国家的强劲销售表现及良好产品口碑，公司计划在德国新能源汽车市场目标车型区间内，于 2024 年底实现 3% 的市场份额；5 月份启动销售后与 12 家当地优质经销商建立合作关系，并在德国设立 24 个零售点；公司进一步规划到 2026 年底将经销商数量增加至 60 家，零售点扩展至 120 个，以为欧洲用户提供更完善的服务体验；
	法国 2024 年 5 月 16 日，小鹏汽车在巴黎举行小鹏 G9 上市发布活动，正式进入法国市场；	小鹏汽车在欧洲地区积极完善经销商网络以推动销售战略的实施；计划于 2024 年底在法国建立 35 个销售网点，2025 年扩展至 55 个；在法销售目标是今年年底在新能源汽车市场所在车型区间中占据 3% 的市场份额；
	西班牙、葡萄牙 当地时间 2024 年 9 月 25 日及 9 月 26 日，小鹏汽车携 G9、G6、P7，相继在西班牙、葡萄牙举行上市发布会，正式进入西班牙和葡萄牙市场；	小鹏汽车通过与伊比利亚半岛最大的汽车集团 Salvador Caetano 集团合作，在西班牙快速建立起由 10 家城市经销商组成的完整销售网络。同时，公司计划到 2024 年底将葡萄牙的销售网络扩大至 6 家，并在 2025 年底扩展至 15 家，从而基本完成在葡萄牙市场的销售网络布局。
中东&非洲	英国 2024 年 11 月小鹏汽车宣布预计将于 2025 年年初在英国市场推出小鹏 G6；	2024 年 11 月小鹏汽车与汽车经销商集团 IML（International Motors Ltd.）签订了官方代理合作协议，意味着小鹏汽车正式进军英国市场；
	阿联酋、埃及、阿塞拜疆、约旦、黎巴嫩 将从 24Q3 开始在阿联酋销售小鹏 G6 和 G9 两款 SUV 车型；小鹏 P7、G9 将于 24Q2 在约旦、黎巴嫩启动交付，24Q3 在埃及启动交付；	2024 年 2 月 22 日，小鹏汽车宣布与阿联酋经销商集团 Ali&Sons 达成战略合作，并已在中东非市场与阿联酋的 Ali&Sons、埃及的 Raya Auto、阿塞拜疆的 SR 集团、约旦的 T Gargour&Fils 集团和黎巴嫩的 Gargour Asia SAL 集团建立合作关系，计划 2024 第二季度在五国上市多款车型并交付；为更好服务当地市场，小鹏汽车携手埃及独家经销商 Raya Auto 设立专属服务中心，并计划增设展厅提升品牌影响力；此外，小鹏汽车借助 Ali&Sons 在阿联酋的运营经验和资源，已建立销售渠道并推出 G6、G9 等车型，同时计划在迪拜门店基础上，于 2025 年新增阿布扎比门店，进一步增强市场竞争力；小鹏是首个在埃及和非洲推出纯电产品的中国智能纯电汽车品牌；

东南亚	新加坡、泰国、马来西亚	2024年3月小鹏汽车宣布将在泰国、新加坡和马来西亚三国推出小鹏 G6 的右舵版本，并于 2024 年 Q3 开始交付；	2024 年 3 月 26 日，小鹏汽车与泰国经销商集团 Neo Mobility Asia 建立长期战略合作伙伴关系，标志着小鹏汽车正式进军东盟市场。随着国际化进程的加速，小鹏汽车吸引了新加坡、马来西亚等东南亚地区优质经销商的加入；
	尼泊尔	2024 年 11 月 9 日，小鹏 G6 在尼泊尔正式上市并开启交付；	小鹏汽车目前已在尼泊尔建立 20 多个销售服务网点，并计划在 2024 年内将服务点增至 40 个，同时在现有 244 个 DC 快速充电网络基础上新增 200 个充电点，以满足当地用户日益增长的充电需求；
大洋洲	澳大利亚	2024 年 5 月宣布 2024 年 Q4 面向澳洲市场正式推出小鹏 G6；	小鹏汽车与澳大利亚 TrueEV 公司达成独家合作协议，后者将作为小鹏汽车在澳洲市场的独家进口、分销及零售商，提供品牌展厅和全程客户支持；

资料来源：小鹏汽车公众号、盖世汽车新能源公众号、财新公众号等、天风证券研究所

6. 盈利预测和估值

6.1. 盈利预测

营业收入预测：1) 汽车业务：凭借智能化技术、品牌影响力及产品矩阵扩展，公司迎来了强劲的新车周期。近期 P7+、Mona03、G6、G9 等新车陆续上市，销量提振趋势明显。因此，我们预计公司 2025/2026/2027 年营收分别为 844.1/1295.0/1572.5 亿元，同比分别为 135.6%/53.4%/21.4%。

2) 服务及其他：公司与大众合作研发 EEA 电子电气架构，该架构有望显著提升智能化水平、软件能力及整车电子架构优化，助力未来车型竞争力。随着合作深化和合作车型销量提升，我们预计小鹏汽车 2025/2026/2027 年的服务及其他业务营业收入分别为 91.8/107.2/123.3 亿元。

综上，预计公司 2025/2026/2027 分别实现营业收入 935.9/1402.2/1695.8 亿元，同比分别为 +129.0%/+49.8%/20.9%。

毛利率预测：1) 汽车业务：公司正在通过优化零部件采购、模块化生产、平台化架构降低生产成本。预计随着降本方案逐步落地至更多车型（如 G6、X9 等），单车制造成本预计持续下降，带动毛利率改善。我们预计 2025/2026/2027 年公司汽车业务毛利率分别为 12.7%/14.2%/15.7%。

2) 服务及其他：该业务主要涵盖智能驾驶订阅、软件服务、能源补能解决方案等，具备高毛利率的特征。我们预计公司 2025/2026/2027 年服务及其他业务毛利率分别为 53.1%/55.0%/55.0%。

表 12：分项目收入及毛利率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
汽车业务营收（亿元）	280.1	358.3	844.1	1295.0	1572.5
同比	12.8%	27.9%	135.6%	53.4%	21.4%
毛利率	-1.6%	8.3%	12.7%	14.2%	15.7%
其他业务营收（亿元）	26.7	50.4	91.8	107.2	123.3
同比	32.2%	89.0%	82.3%	16.7%	15.0%
毛利率	33.7%	57.2%	53.1%	55.0%	55.0%
合计营收（亿元）	306.8	408.7	935.9	1402.2	1695.8
同比	14.2%	33.2%	129.0%	49.8%	20.9%
毛利率	1.5%	14.3%	16.6%	17.3%	18.5%

资料来源：wind，天风证券研究所预测

费用率：受益于规模效应、降本措施、销售网络已经逐步成熟，我们预计公司整体费用率预计持续下降。预计 2025/2026/2027 年 RD 费用率分别为 9.1%/8.0%/7.2%，SG&A 费用率分别为 10.5%/9.0%/8.2%。

综上，预计公司 2025/2026/2027 年分别实现净利润-11.2/+20.0/+71 亿元。

图 23：盈利预测结果（亿元）

单位：亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	268.6	306.8	408.7	935.9	1402.2	1695.8
yoy	28.0%	14.2%	33.2%	129.0%	49.8%	20.9%
毛利率	11.5%	1.5%	14.3%	16.6%	17.3%	18.5%
RD（研发费用）	52.1	52.8	64.6	85.0	112.2	122.1
RD费用率	19.4%	17.2%	15.8%	9.1%	8.0%	7.2%
SG&A（销售、行政及一般费用）	66.9	65.6	68.7	98.0	126.2	139.1
SG&A费用率	24.9%	21.4%	16.8%	10.5%	9.0%	8.2%
净利润（GAAP）	-91.4	-103.8	-57.9	-11.2	20.0	71.0
净利率	-34.0%	-33.8%	-14.2%	-1.2%	1.4%	4.2%
PS	4.8	4.2	3.2	1.4	0.9	0.8
PE	-	-	-	-	64.8	18.3

资料来源：wind、天风证券研究所

6.2. 估值分析

预计公司 2025/2026/2027 年分别实现营收 935.9/1402.2/1695.8 亿元。考虑到公司科技属性较强、技术实力领先，我们选取小米集团、特斯拉、理想汽车作为可比公司。2025/2026 年可比公司平均 PS 为 3.3/2.7 倍，小鹏汽车为 1.4/0.9 倍。我们给予小鹏汽车 2025 年 2X PS，对应目标市值 1872 亿人民币，对应目标价 105.74 港元，空间 44.2%，给予“买入”评级。

表 13：可比公司估值

股票代码	公司简称	市值（亿元）	营业收入（亿元）			PS（倍）		
			2024A/E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
TSLA.O	特斯拉	58,958	7,022	8,498	10,267	8.4	6.9	5.7
1810.HK	小米集团	9,942	3,659	4,752	5,878	2.7	2.1	1.7
2015.HK	理想汽车	1,728	1,445	1,772	2,281	1.2	1.0	0.8
	平均值					4.1	3.3	2.7
9868.HK	小鹏汽车	1,298	409	936	1,402	3.2	1.4	0.9

资料来源：wind，天风证券研究所，市值为 4 月 16 日数据

7. 风险提示

销量不及预期：若小鹏汽车销量不及预期，会造成业绩不及预期；

市场竞争加剧：若市场竞争加剧，可能会引发价格战，导致小鹏汽车毛利率降低；

新车型研发不及预期：若新车型研发不及预期，会导致新车型推出延期，从而影响销量；

交付能力不及预期：若交付能力不及预期，可能会导致客户流失，从而影响销量。

跨市场选取可比标的：若可比公司与小鹏汽车的市场环境、政策法规或行业标准存在差异，可能会降低可比性，从而影响估值的准确性。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com