

# 【广发汽车&电新&海外】小鹏汽车-W(09868.HK)/小鹏汽车(XPEV)

## 十载磨砺成体系，多维增长引擎或将驱动价值重估

### 核心观点：

- **复盘：**我们认为，历经多轮试错与深度调整，小鹏汽车已初步完成从“技术导向的新势力”向“具备体系化能力的成熟车企”的跃迁。伴随组织架构重塑，公司决策效率、成本控制、产品定义与营销执行等方面实现系统性提升，已由“单一技术驱动”转向“技术与经营并重”。以史为鉴，国内主流车企在体系初成期均曾迎来“量利双升”阶段，我们认为小鹏亦有望步入其“10到100”的快速成长期。
- **展望：**多重增长引擎共振，公司成长边界持续扩展。中短期看，“纯电+超级增程”双能驱动叠加出海进入2.0阶段有望系统抬升销量中枢与盈利弹性；中长期看，公司正由单一整车制造商，演进为具备智能汽车底层能力的平台型科技公司与生态缔造者，并进一步向物理AI科技公司进阶。依托自研芯片、电子电气架构与全栈智驾自研能力，公司技术具备跨载体复用性，可向Robotaxi、人形机器人及飞行汽车等新形态迁移，为收入增长、商业模式升级及成长边界拓宽奠定坚实基础。
- **盈利预测与投资建议。**公司是从“技术驱动”走向“技术与经营并重”的智能电动车企，往后展望多维增长引擎与物理AI能力拓展有望助力其开启新成长周期，我们看好公司成为中国具备稀缺性的领先物理AI科技公司。我们预计公司25-27年公司营业收入分别为804.4/1111.1/1475.0亿元，考虑公司在智能驾驶、Robotaxi等前沿领域布局领先，参考可比公司及公司历史PS估值水平，给予26年1.5倍PS估值，以港元/美元兑人民币0.89/6.94元的汇率计算，对应合理价值为97.96港元/股、25.13美元/ADS，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**行业竞争加剧，政策性风险，新业务推进不及预期等。

### 盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	30,676	40,866	80,443	111,111	147,496
增长率 (%)	14.2%	33.2%	96.8%	38.1%	32.7%
EBITDA	-9,307	-4,523	185	3,590	6,812
归母净利润	-10,431	-5,761	-1,647	2,045	4,739
增长率 (%)	-	-	-	-	131.7%
EPS (元/股)	-5.53	-3.03	-0.86	1.07	2.48
市盈率 (P/E)	-	-	-	56.0	24.2
ROE (%)	-28.7%	-18.4%	-5.6%	6.5%	13.1%
EV/EBITDA	-	-	500.8	26.4	13.0

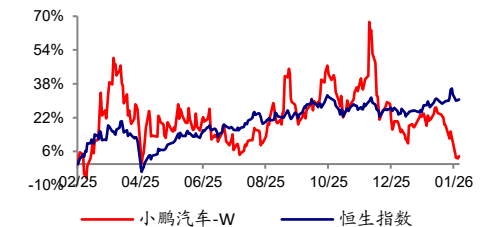
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-美股/买入-H
当前价格	16.77 美元/67.30 港元
合理价值	25.13 美元/97.96 港元
报告日期	2026-02-06

### 基本数据

股票代码	XPEV	09868.HK
总股本 (百万股)	1911.66	1911.66
总市值 (亿)	161.34 美元	1286.55 港元
一年内最高/低价	16.2-22.0 美元	108.5-60.6 港元
30 日日均成交量 (百万股)	7.2	15.7
30 日日均成交额 (亿)	1.39 美元	11.74 港元
近 3 个月涨跌幅 (%)	-25.60	-23.26

### 相对市场表现



- 分析师：** 罗英  
 SAC 执证号：S0260525110001  
 0755-82557403  
 shluoying@gf.com.cn
- 分析师：** 闫俊刚  
 SAC 执证号：S0260516010001  
 021-38003682  
 yanjungang@gf.com.cn
- 分析师：** 陈飞彤  
 SAC 执证号：S0260524040002  
 SFC CE No. BWZ819  
 021-38003726  
 gfchenfeitong@gf.com.cn
- 分析师：** 黄思悦  
 SAC 执证号：S0260525070002  
 0755-23608197  
 huangsiyue@gf.com.cn

请注意，罗英、闫俊刚、黄思悦并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 目录索引

一、 本篇报告核心观点.....	5
二、 复盘：十载磨砺，技术为基，体系成熟已可期.....	7
（一）公司发展复盘：几经探索的新势力，目前已实现多维能力进阶.....	7
（二）股价复盘：与经营周期基本同步，后续公司估值与业绩有望共振推动股价上行.....	8
（三）企业经营复盘：调整后的组织架构具备经营活力，引领公司持续创新.....	10
三、 展望：技术驱动边界拓展，小鹏汽车从车企走向技术生态缔造者+物理 AI 科技公司.....	17
（一）小鹏的未来—整车制造商：双能驱动打开国内销量空间，海外及 ROBOTAXI 前瞻布局未来增长可期.....	17
（二）小鹏的未来—技术生态缔造者：智能汽车底层平台与系统级解决方案的综合技术供应进一步打开营收空间.....	27
（三）小鹏的未来—物理 AI 科技公司：从整车走向机器人及飞行汽车，有望成为技术横向迁移的物理 AI 科技公司.....	32
四、 盈利预测和投资建议.....	36
五、 风险提示.....	39

## 图表索引

图 1: 公司发展历程—几经探索, 实现组织管理、产品定义、营销能力多维度提升	8
图 2: 小鹏汽车港股上市以来股价复盘	9
图 3: 小鹏汽车 22Q4 起经营调整变革	10
图 4: 小鹏汽车当前主要治理结构	11
图 5: 何小鹏人生经历与职业成长史	12
图 6: 王凤英人生经历与职业成长史	12
图 7: 小鹏汽车股权结构 (截至 2025 年中报)	13
图 8: 小鹏汽车扶摇全域智能进化架构 SEPA2.0	14
图 9: 公司年度营业总收入及同比增速	15
图 10: 公司年度净利润及扣非归母净利润	15
图 11: 公司季度营业总收入及同比增速	16
图 12: 公司季度净利润 (亿元)	16
图 13: 公司年度研发费用及研发费用率	16
图 14: 公司研发人员数量、员工总数及研发人员占比	16
图 15: 公司年度销售、管理、财务费用率加总	17
图 16: 公司季度销售毛利率及汽车销售毛利率	17
图 17: 广发汽车中国品牌车企竞争力模型预测图 (2026 版)	18
图 18: 从单能驱动到双能驱动的两大大阵营	19
图 19: 拓区域视角下, 5 家典型车企从单能驱动到双能驱动销量弹性研判	20
图 20: 提店效视角下, 5 家典型车企从单能驱动到双能驱动销量弹性研判	20
图 21: 公司车型矩阵—逐步完善产品矩阵, 从单能向双能驱动转型打开市场空间	21
图 22: 小鹏 X9 超级增程 2025 年 11 月 20 日正式上市	22
图 23: 小鹏 P7+ 超级增程 2026 年 1 月 8 日正式上市	22
图 24: 小鹏 G7 超级增程 2026 年 1 月 8 日正式上市	22
图 25: 小鹏汽车境外车型、渠道、产能拓展历程图	23
图 26: 小鹏汽车海外定价分析	23
图 27: 小鹏汽车与大众集团 (中国) 合作历程	28
图 28: 小鹏图灵芯片是全球首颗多端通用芯片	29
图 29: 小鹏图灵芯片优势	29
图 30: 智驾算法进阶路径图—从规控转向端到端, 目前行业内对智驾路径变迁的认知已基本达成一致	30
图 31: 各家车企自研智驾功能进阶时间线—特斯拉引领技术路径进阶, 国内车企快速追赶	31
图 32: 小鹏机器人业务发展历程	32
图 33: 小鹏 IRON 与特斯拉 OptimusGen2 核心参数	34
图 34: 小鹏汇天“三步走”产品战略	35
图 35: 陆地航母与 A868 共同构筑小鹏汇天当前的两大飞行体系	36
图 36: 小鹏汽车 2023 年以来 PS 估值 (倍)	38

表 1: 小鹏汽车海外渠道布局 .....	24
表 2: 小鹏汽车海外产能及研发布局 .....	26
表 3: 小鹏汽车机器人业务发展历程 .....	33
表 4: 小鹏汽车主营业务收入拆分 (亿元) .....	37
表 5: 可比公司估值 .....	38

## 一、本篇报告核心观点

### 复盘:

我们认为自2015年造车以来，在过去十年的多轮试错与调整中，小鹏汽车已初步完成了从“技术导向的新势力”向“具备体系化能力的成熟车企”的关键跃迁。经历过早期产品探索与平台化推进，高速扩张与内外部冲击的压力倒逼其在组织治理与经营管理层面完成深度进化，伴随2024Q4以来的组织架构重塑与核心管理层调整，公司决策效率、成本控制、营销执行与资源配置能力显著提升，企业经营也由“单一技术驱动”转向“技术与经营并重”。在产品定义精准度、研发与平台化效率、营销体系及产品节奏把控等方面，已展现出稳定且可复制的体系化输出能力，整体经营步入正轨，以史为鉴，比亚迪、吉利、长城等车企在初步实现体系构建后，叠加密集的产品推出后均曾迎来“量利双升”阶段，我们认为小鹏汽车或也将迎来其“10到100”的快速成长期。

### 展望:

我们认为，小鹏汽车当前正站在“经营拐点确认、产品周期上行、技术生态拓展”的关键节点。短期看，公司经营质量持续改善、销量有望持续上行，盈利拐点逐步清晰；中长期看，小鹏正从智能电动车制造商，演进为具备“物理AI”底层能力的平台型科技公司，其成长空间与估值区间有望系统性抬升。往后展望，其成长性主要源于以下四个维度：

#### （一）双能驱动：系统提升销量中枢，盈利弹性可期

小鹏推进“纯电+超级增程”的双能驱动战略并非短期应对竞争的战术调整，而是在单能驱动销量天花板逐步显现背景下，公司对平台能力与市场空间的系统再拓展。小鹏汽车以纯电平台为底座向增程延展带来使用场景与用户结构的扩容，产品在研发、制造与供应链协同性高，额外资本开支较小。此外，相较于从增程向纯电拓展的车企，小鹏同时具备拓区域及提店效的双重比较优势（详细论述见我们2025年8月报告《我们怎么看“双能战略”的演绎？》），双能驱动有望成为小鹏26-27年国内销量中枢系统性上移的有效抓手。

#### （二）海外空间：高端品牌定位与更优盈利结构，有望构筑第二增长曲线

小鹏海外业务已由早期“试水出口”明确升级为“渠道建设+本地化生产+技术与能力输出”并行推进的出海2.0阶段。小鹏在欧洲、东南亚等核心市场同步布局销售网络、本地制造与研发能力，体现出对中长期海外经营的清晰定位与战略定力，我们认为这也是车企提升海外中长期竞争力的必由之路。此外，海外市场小鹏产品定价与品牌调性整体高于国内，智能化体验与产品力优势更容易转化为更好的盈利能力，其对公司整体收入结构与盈利质量的贡献有望持续提升。

#### （三）从整车制造商到技术生态缔造者：智能汽车底层能力的产业化变现

在智能电动车竞争由“整车产品”加速迈向“底层能力与体系竞争”的背景下，我们认为小鹏的长期定位正由单一整车制造商，逐步向智能汽车底层平台与系统级

解决方案的综合技术供应方演进。依托在电子电气架构、自研车规级芯片、算力平台及全栈智能驾驶系统上的持续投入，小鹏已构建软硬件深度耦合的技术体系，该体系既持续反哺自有车型的智能化体验与成本效率，也具备模块化对外输出的基础。

与大众的深度合作来看，小鹏与大众并非单一项目合作，而是围绕平台与架构层面的系统性协同，体现了小鹏相关能力在全球主流车企体系中的复用性与产业级价值。这一路径有望打开区别于整车销售的新增营收来源，并推动长期商业模式由“单一整车制造”向“平台能力变现”拓展，打造公司第二盈利增长曲线。

#### （四）AI 物理科技公司：技术横向迁移重塑长期估值

从更长周期来看，小鹏正由以智能电动车为核心的整车公司，演进为以“物理AI”为底座的综合科技平台型企业。其核心能力—感知、决策、控制、算力与软件工程具备跨载体通用性，使智能驾驶技术能够向人形机器人、Robotaxi 与飞行汽车等新形态延展。在人形机器人领域，小鹏沿“四足-双足-量产”推进，芯片、算法与制造能够高度复用汽车业务；在 Robotaxi 与飞行汽车领域，同样遵循“车端成熟能力在新形态落地”的演进逻辑。虽然新业务短期尚不能贡献可观收入及业绩，但其技术的横向迁移为小鹏突破传统车企估值体系、拓展长期成长空间提供了可行方向。

#### 估值与定价讨论：

我们认为目前资本市场对小鹏汽车的估值多数仅考虑未来1-2年其销量增速和短期财务表现，尚未充分反映其多元业务的潜在成长价值。参考资本市场中许多标的公司估值的演进历程（小米集团、特斯拉、谷歌、奈飞、亚马逊等），我们认为小鹏汽车的估值或逐步走向多业务组成的分部估值法，包括智能电动车、双能驱动、海外市场、人形机器人、Robotaxi、飞行汽车，以及芯片与技术输出等业务。随着各业务的战略落地与盈利置信度提升，这些潜在增长将逐步纳入市场定价，业务推进节奏、技术迭代及关键里程碑的跟踪，成为判断估值释放和投资机会的核心要素。

## 二、复盘：十载磨砺，技术为基，体系成熟已可期

### （一）公司发展复盘：几经探索的新势力，目前已实现多维能力进阶

小鹏汽车以科技为底色、以年轻用户需求为锚点，在过去几年激烈竞争的汽车赛道中，开辟出独有的成长路径。从全栈自研的智驾系统到贴近年轻群体的产品设计，小鹏将“智能”深度植入品牌基因，“All in”的专注让它打出差异化标签，打开未来发展空间。复盘来看，小鹏汽车的发展可以划分为三个阶段：

#### 第一阶段—初创期（2014-2019年）：从0到1的能力搭建

2014年8月，夏珩、何涛、杨春雷三人组建“橙行智动”初始团队，为小鹏汽车前身，何小鹏为投资人，于2015年1月正式成立广州橙行智动汽车科技有限公司后因“橙子汽车”商标已被注册原因，将品牌名称注册为“小鹏汽车”；2017年8月，投资人何小鹏正式加入小鹏汽车，出任董事长兼CEO。成立后的数年间，小鹏相继完成产能布局—与海马汽车签订代工协议、肇庆生产基地动工并投产，同时推进产品落地，2018年底首款量产车型G3上市交付，在此阶段小鹏汽车构建了“团队-产能-产品”的基础框架，实现了从概念到市场实体的跨越。

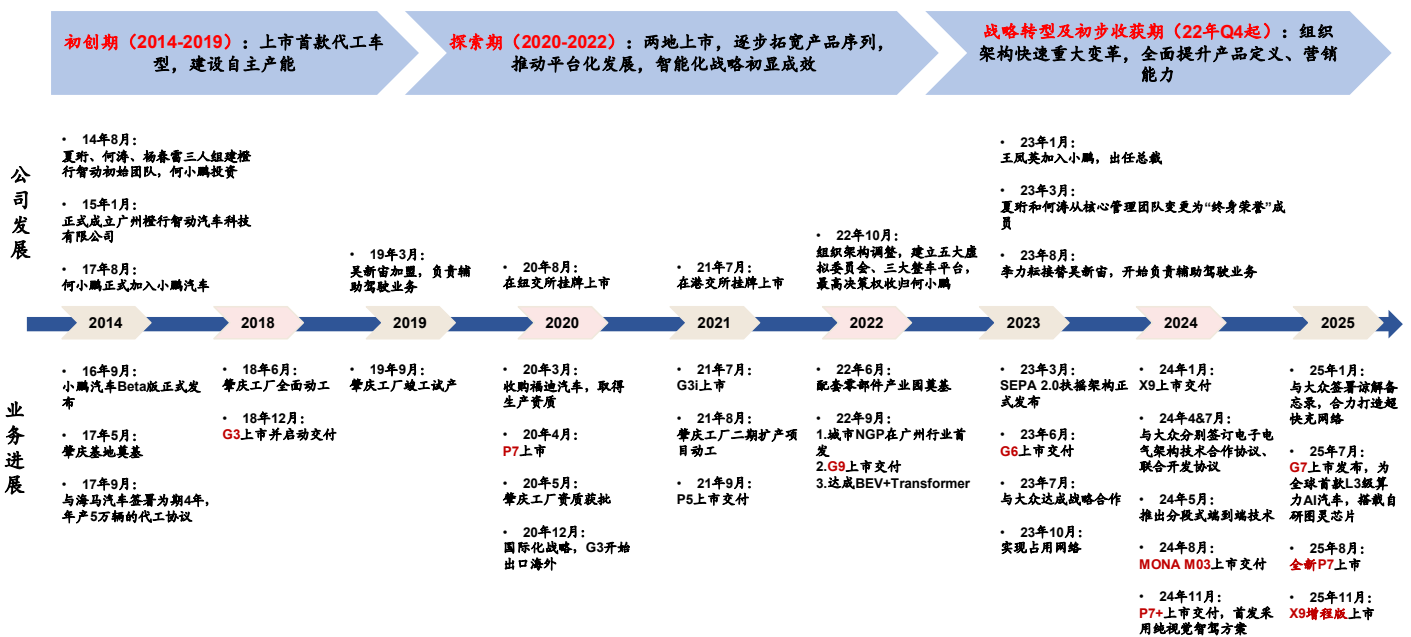
#### 第二阶段—市场探索期（2020-2022年）：逐步拓宽产品序列，推动平台化发展，智能化战略初显成效

2020年3月，小鹏汽车通过收购广东福迪汽车有限公司，正式获得新能源汽车生产资质，标志着其生产模式从代工向自主生产的成功转型。2020年至2021年，小鹏汽车先后登陆纽交所、港交所，完成两地挂牌上市，资本市场融资为业务扩张注入动能；同期，公司产品序列持续扩容，P7、P5、G9等车型相继推出，智能化战略初步落地并初显成效。在此阶段，小鹏汽车完成了产品打造、整车平台化开发、智驾研发的初步探索，但因产品定位、交付节奏、市场竞争等因素销量表现尚不稳定。

#### 第三阶段—战略进阶期（2022Q4起）：组织与生态逐步成熟

2022年底，经历G9上市滑铁卢后，内部开启深度反思，品牌启动组织架构调整，建立五大虚拟委员会、三大整车平台，最高决策权收归何小鹏，为后续的战略升级铺垫了基础。2023年起，品牌启动组织架构深度重塑—核心管理团队重大调整、王凤英加盟等动作推动内部运营效率升级；同时跨界战略合作落地，与大众集团达成深度协同，拓宽了产业生态边界。2023年4月，小鹏汽车发布了SEPA2.0“扶摇”架构，这是其过去数年研发成果的集大成能够更高效地开发和生产新车型。伴随MONA M03、P7+等新爆款车型上市（据小鹏官网数据，MONA M03上市52分钟大定突破1万台，上市首个48小时内就已收获超过3万单大定订单；P7+上市12分钟内大定突破1万台，3小时内大定突破3万台，刷新小鹏汽车大定历史最好成绩）、自研“图灵”芯片上车、L3级智能化技术落地，小鹏汽车的产品定义能力与技术竞争力持续强化。在此阶段，品牌完成了组织管理与业务生态的双重成长，步入“组织-产品-生态”协同的良性成长轨道。

图1: 公司发展历程—几经探索, 实现组织管理、产品定义、营销能力多维度提升



数据来源: 小鹏汽车官网、中证网、36氪、中国汽车工业协会、汽车之家、广发证券发展研究中心

## (二) 股价复盘: 与经营周期基本同步, 后续公司估值与业绩有望共振推动股价上行

小鹏汽车股价表现与其企业经营周期基本同步, 其股价可大致划分为以下5个阶段:

**第一阶段 (2021.07-2021.12):** 港股上市后, 行业β上行叠加销量预期提升, 股价迎来一轮快速上行

2021年7月, 小鹏汽车港股上市, 21年9月全新车型P5上市发布后订单超预期, 竞争相对温和背景下小鹏月销量持续向上, 叠加21Q3财报超预期进一步强化了市场信心, 在不错的行业β下小鹏股价在21年9月起进入快速上行通道, 持续上涨至12月。

### 第二阶段 (2022.01-2023.06): 内外部压力下的股价调整期

22年年初疫情封控冲击下需求疲软, 同时封控导致零部件供应短缺带来交付危机, 公司22年Q1交付量下滑、订单流失, 内外部压力下股价迎来一轮下挫; 22年5月起, 伴随政策刺激发布, 公司股价随行业触底反弹; 但22年7月起由于公司P5交付量不及预期、P7竞争加剧、G9上市初期的策略失误及行业总体需求在政策刺激下仍表现平平, 多重负面因素交织公司股价再次下挫; 公司也进入战略调整阶段, 组织架构调整、供应链反腐等工作快速展开, 王凤英也于23年1月30日正式加入小鹏汽车。

**第三阶段 (2023.07-2023.12):** 大众集团入股小鹏汽车, 战略合作标志开启全新商业模式

2023年7月小鹏汽车与大众集团达成长期战略合作伙伴关系, 大众集团投资小

鹏约7亿美元，全新商业模式的确立提升了品牌的长期价值预期，同期新车型G6上市后订单数据表现强劲，智驾功能表现亮眼，资本合作与市场需求的双向利好，推动品牌估值从底部逐步修复，股价随之进入回升区间。

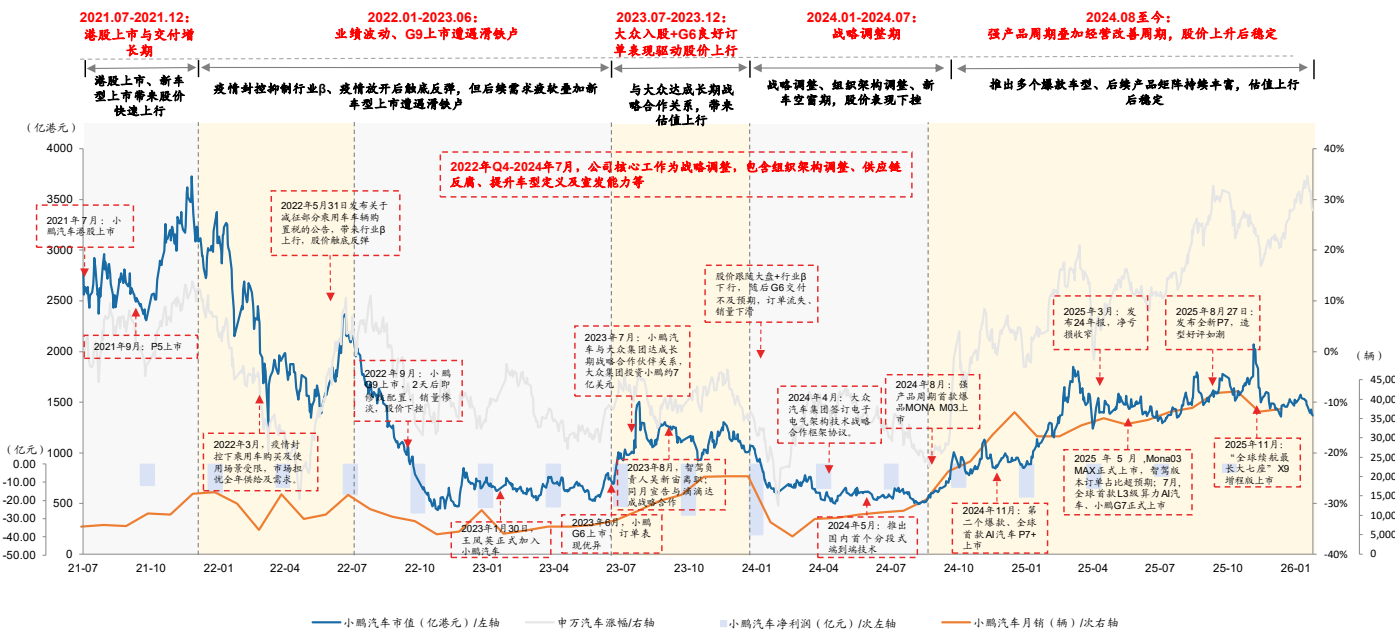
**第四阶段 (2024.01-2024.07)：战略调整中的短期产品空窗期**

公司22Q4起已启动内部架构、供应链体系的深度优化，但新体系下产品打磨尚未完成，G6因竞争等因素交付量开始下滑。市场因短期缺乏核心产品支撑，进入产品周期的空窗阶段，且市场对内部调整的成效持观望态度，信心阶段性承压，股价在此期间持续下挫后横盘。

**第五阶段 (2024.08-至今)：经营改善叠加强产品周期，股价迎来新一轮腾飞**

22Q4起的战略调整成效于24M8起正式显现，新周期第一款爆款产品Mona M03正式上市后订单超预期，24M11第二款爆款、全球首款AI汽车P7+上市后订单及销量继续超预期，多款爆款车型的密集推出及储备宣告小鹏汽车完成了产品矩阵的全面升级与竞争力强化；同时经营端效率持续改善，扭亏为盈时间线逐步清晰。品牌由此进入“产品势能释放-经营质量提升-盈利空间打开”的正向循环，市场信心全面回暖，股价也迎来持续提振上行。往后展望，公司预计于25Q4实现扭亏为盈，公司销量有望持续增长，分业务多点开花，下一阶段估值与盈利有望共振，助力公司股价上行。

图2：小鹏汽车港股上市以来股价复盘



数据来源：公司年报、公司官网、Wind、财政部、工信部、汽车之家、广发证券发展研究中心

注：与阶段性业绩/股价强相关的事件用红框表示

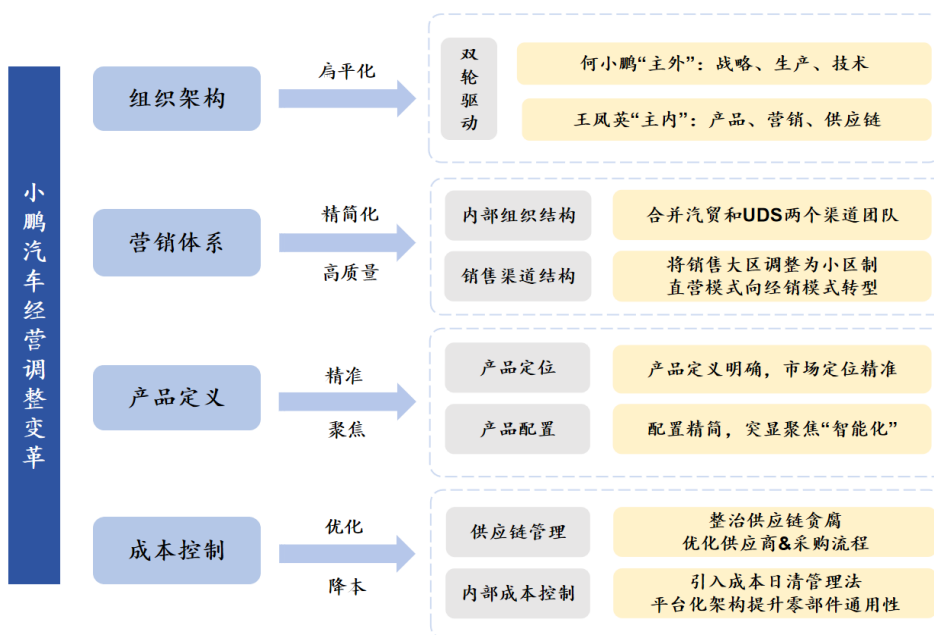
### (三) 企业经营复盘：调整后的组织架构具备经营活力，引领公司持续创新

#### 1. 组织架构：体系重构完成，决策中枢收敛，组织高效运转

组织架构的扁平化、精简化使得小鹏汽车管理更高效、决策更迅速，为公司的持续发展注入了新的活力。22年Q4前，小鹏汽车以何小鹏、夏珩、何涛为核心的分权架构为初创期发展奠定了基础，但该架构存在决策效率低下、产品规划受阻等问题制约了公司发展。P5和G9接连失利陷入低谷后，小鹏汽车开启大规模的组织架构调整，取消了总裁办，建立战略、产规、技术规划、产销平衡、OTA五大虚拟委员会组织，权力开始向何小鹏集中，夏珩在22年底辞任了执行董事。

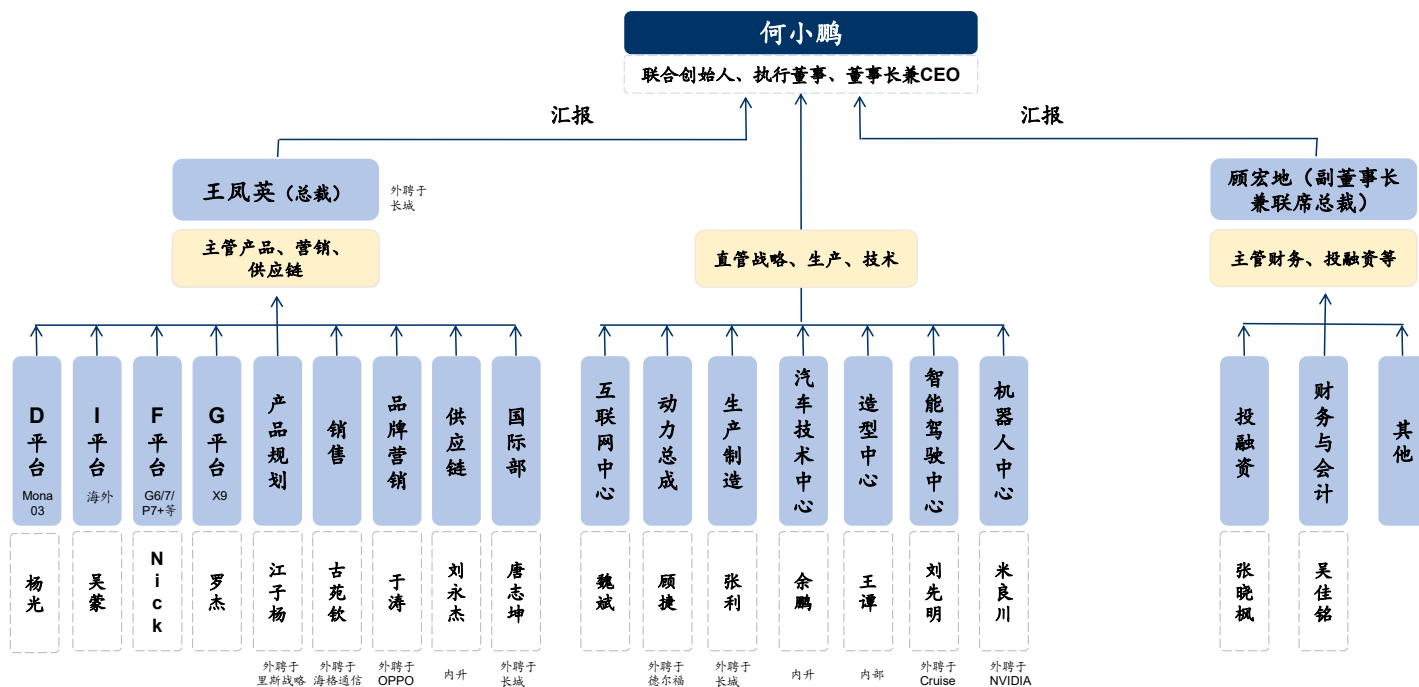
23年1月随长城汽车前总经理“车圈铁娘子”王凤英的加入，小鹏汽车真正开启“何小鹏主外、王凤英主内”以及“何小鹏为主，王凤英、顾宏地为辅”的新管理体系：营销体系方面，合并内部渠道团队、减少内部竞争和资源浪费，实行小区制、管理精细化，提高经销比例、提升运营质量；产品定义方面，聚焦“智能化”，产品定位精准；成本控制方面，进行供应链反腐、供应链成本管理以及内部成本控制，降低单车成本、提升利润空间、提高产品价格竞争力。何小鹏全面负责公司的整体战略、生产、技术研发及供应链管理；王凤英作为总裁，负责产品规划、销售，顾宏地作为名誉董事长、联席总裁，负责财务及投融资等，王、顾两人直接向何小鹏汇报。

图3：小鹏汽车22Q4起经营调整变革



数据来源：小鹏汽车官网、汽车之家、36氪、广发证券发展研究中心

图4: 小鹏汽车当前主要治理结构



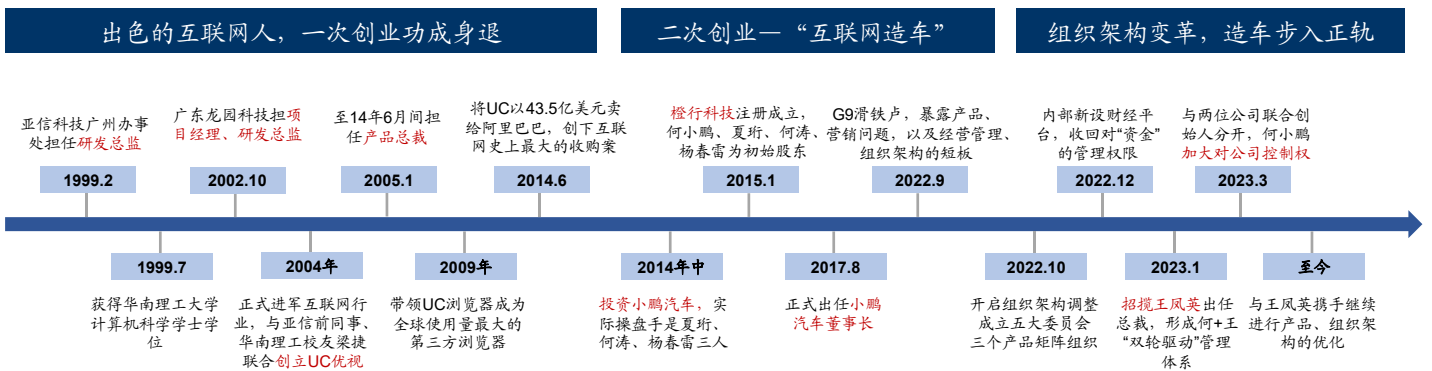
数据来源: 公司年报、公司官网、汽车之家、36氪、21财经、中青汽车、量子位、广发证券发展研究中心

## 2.领导者: 何小鹏塑造技术底色, 王凤英夯实小鹏落地与执行力

何小鹏兼具深厚的技术与互联网底蕴。1999年何小鹏在华南理工大学获得计算机学位后, 先后在亚信科技、龙园科技积累了五年研发管理经验。2004年何小鹏正式进入互联网行业, 在创立UC优视的过程中展现出敏锐的产品直觉, 2014年将UC以创纪录估值卖给阿里巴巴后, 何小鹏先后出任阿里移动事业群总裁及阿里游戏董事长, 并开始以投资人身份入局小鹏汽车。2017年在智能汽车浪潮起势之际, 他辞去阿里职务正式出任小鹏汽车董事长, 完成了从互联网巨头高管向实业创业者的转身, 主导确立了“高级别智能驾驶”的核心差异化路线, 为品牌打下了鲜明的智能化标签。

面对2022年的经营低谷, 何小鹏深刻反思, 迅速展开组织架构的铁血变革。10月, 何小鹏迅速反应, 开启了一轮组织架构大调整, 成立五大委员会(战略、产规、技术规划、产销平衡、OTA)五大委员会以拉通公司各条业务线的沟通渠道、提升协作效率, 同时建立三个产品矩阵组织(E、F、H)以确保以客户和市场导向为主、建立端到端的负责产品全业务闭环。通过将权力收归核心解决以往职能部门间横向协同难的问题, 实现产品定义与技术研究的深度绑定, 通过变革带领小鹏从困境中走出。

图5: 何小鹏人生经历与职业成长史

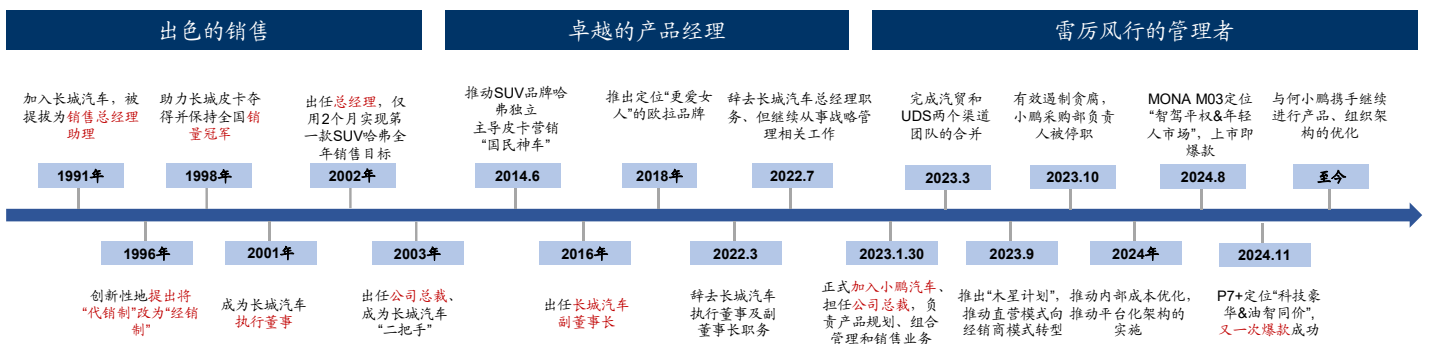


数据来源：公司年报、中国青年网、36 氪、广发证券发展研究中心

王凤英的加入是小鹏汽车迈向“经营与技术并重”阶段的关键转折。作为曾在长城汽车深耕三十余年的专业管理者，王凤英从一线销售做起，曾主导长城皮卡连续 25 年蝉联销量冠军，并凭借哈弗H6的成功将长城带入SUV赛道。她在渠道变革、产品定位及成本管控方面的实战经验，精准地解决了22-23年小鹏面临的痛点，助力小鹏走出泥沼，进入正向循环。

2023年1月30日，王凤英正式出任小鹏汽车总裁，在公司内部展开了大刀阔斧的经营调整。在营销端，她推行“木星计划”，通过合并渠道团队并引入优质经销商，利用轻资产模式快速覆盖低线城市，提升了渠道运营效率；在产品端，她强调“聚焦智能化”与“SKU 精简”，主导了MONA M03、P7+ 等爆款车型的差异化定位，使产品更加贴近年轻群体需求；在成本端，她推行“成本日清管理法”，半年内实现单台制造成本下降 11.7%，显著提升了公司的盈利弹性。何小鹏主外（定战略、控技术）、王凤英主内（抓经营、促效率）的协作模式，标志着“何小鹏赋能技术、王凤英主导经营”的双轮驱动格局正式成型。

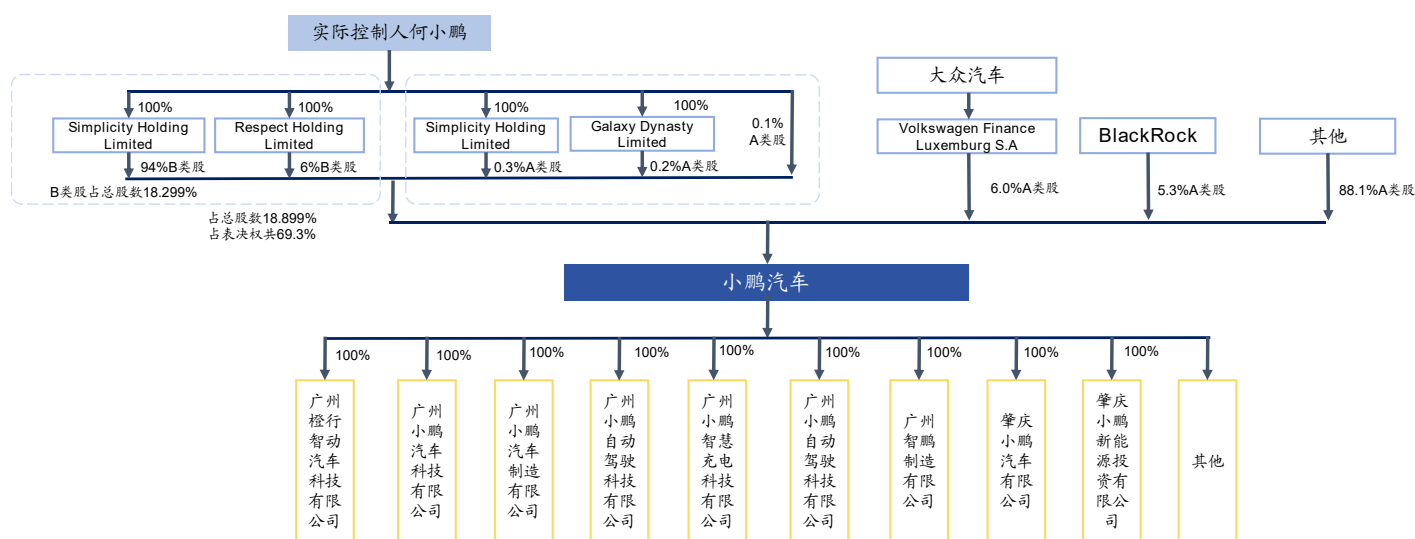
图6: 王凤英人生经历与职业成长史



数据来源：公司年报、小鹏汽车官网、懂车帝、汽车之家、中国青年网、36 氪、晚点 LatePost、广发证券发展研究中心

小鹏汽车采用A/B双重股权结构保证何小鹏先生对公司的控制权。公司已发行普通股分为A类普通股与B类普通股：A类普通股每股享有1票表决权，为公司在港交所及纽交所上市流通的主要股份类型，主要由公众投资者、机构投资者及战略股东持有；B类普通股为高投票权股份，每股享有10票表决权，数量占公司已发行股份比例约18.3%，但对应的表决权比例约69.1%。全部B类普通股由公司创始人、董事长兼CEO何小鹏通过其控制的信托及控股实体间接持有，从而在其持股比例显著低于50%的情况下，仍对公司股东大会及重大事项决策保持实质性控制权。该结构在引入外部资本、保持股权流动性的同时，有效保障了创始团队对公司长期战略、技术路线及重大经营决策的稳定主导权。

图7：小鹏汽车股权结构（截至2025年中报）



数据来源：公司中报、广发证券发展研究中心

小鹏汽车于2023年4月26日发布的SEPA 2.0扶摇全域智能进化架构，是其面向智能电动时代的第二代全域技术底座——作为支撑品牌从“单一车型竞争”转向“架构化产品矩阵竞争”的核心载体，该架构通过动力补能、智能体系、整车智造三大模块的全栈自研与深度协同，实现了技术能力、产品效率与用户体验的全域升级。SEPA2.0扶摇全域智能进化架构极大缩短新车型研发周期，零部件高通用化率降低采购成本，实现效率全面提升。

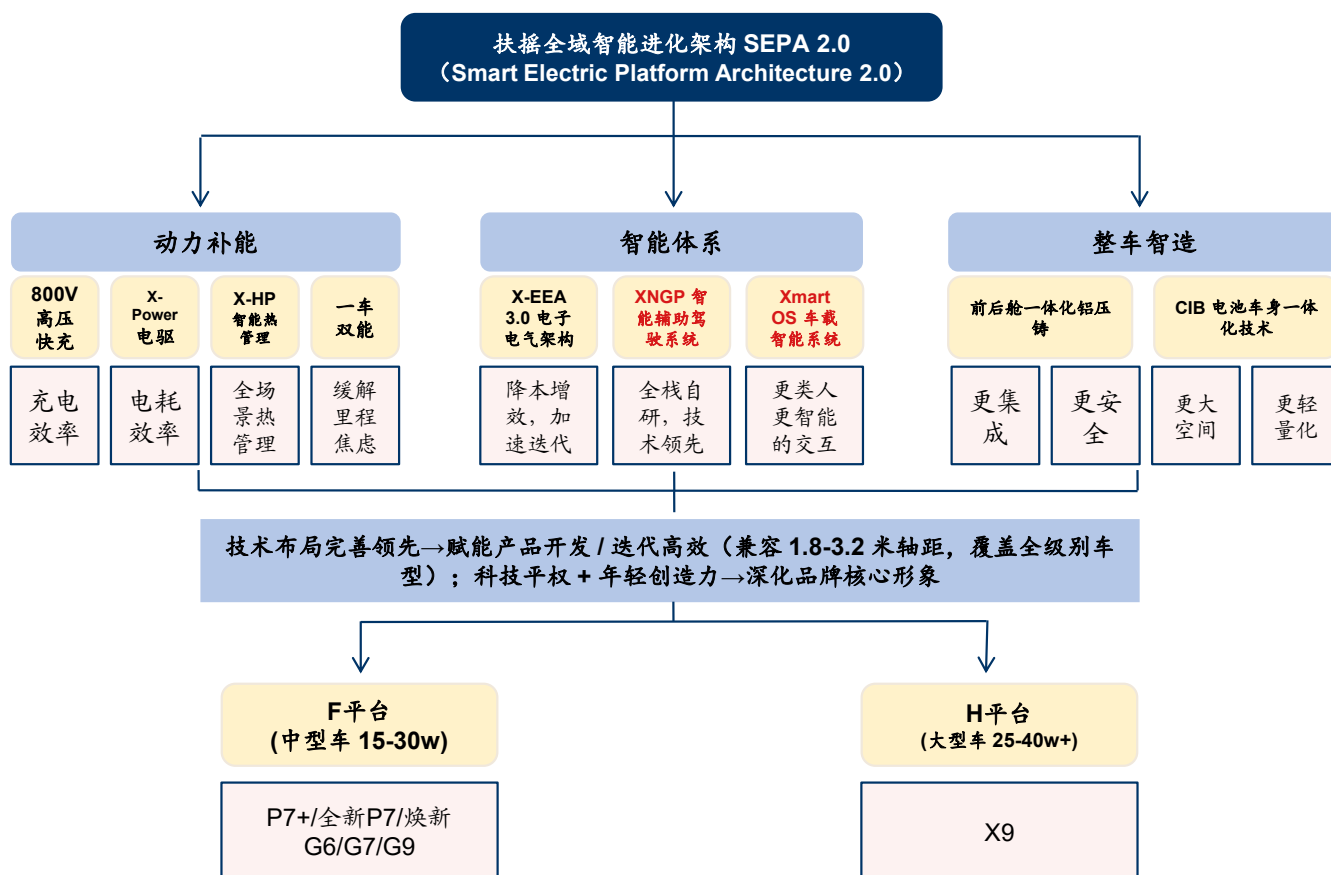
动力补能是扶摇架构的“能量核心单元”，以“极速补能+超低能耗”为目标，通过四项关键技术协同，形成覆盖城市通勤、高速长途与极端气候等场景的能量解决方案：（1）800V高压超充系统：以高压平台提升充电功率与能量传输效率，兼顾高功率补能与宽工况适配，缩短补能时间并降低系统损耗；（2）X-Power电驱系统：围绕高效率、高功率密度与高集成设计，优化电驱链路能量转换效率与NVH表现，提升续航达成率与整车动力响应；（3）X-HP智能热管理系统：以多源耦合与全局能量调度为核心，强化低温续航保持与高温热稳定能力，降低空调与电池温控带来的能耗波动；（4）全场景补能体系：通过车端与桩端协同、网络化服务与智能调度能力，提升补能可达性与体验一致性，支撑用户在不同区域与不同使用强度下的补能需求。

**智能体系是扶摇架构的“体验核心单元”，**依托三大系统打通“感知-决策-交互”的全链路能力，提升智驾可用性、座舱易用性与持续进化效率：（1）X-EEA3.0电子电气架构：以集中化与高带宽通信为基础，提升算力与数据流转效率，强化跨域融合与软件迭代能力；（2）XNGP智能辅助驾驶系统：通过感知融合与决策规划能力升级，增强复杂路况处理与场景覆盖广度，提升用户高频使用的稳定性与可预期性；（3）Xmart OS车载智能系统：以人机交互与多端协同为抓手，强化语音与触控等多模态交互一致性，提升功能可达性与学习成本控制。

**整车智造是扶摇架构的“硬件支撑单元”，**通过两项核心工艺实现“轻量化、高安全、高集成”的车身性能：（1）前后一体式铝压铸车身：以结构件集成替代多零件拼装，减少连接点与制造误差，提升车身刚度、碰撞传力路径与装配效率；（2）CIB电池车身一体化技术：将电池与车身结构协同设计，提升结构利用率与系统集成度，在保证安全与可靠性的基础上优化空间效率与整车重心布局。

扶摇架构支持1.8-3.2米轴距的全级别车型适配，使新车研发周期缩短20%——基于该架构开发的小鹏G6研发周期仅18个月，较传统平台缩短6个月，零部件通用化率最高达80%，使单车BOM成本降低15%；架构下所有车型共享核心技术模块，确保中低车型也能获得与高端车型一致的补能、智驾体验，以更低的成本提供更优质的产品。

图8：小鹏汽车扶摇全域智能进化架构SEPA2.0

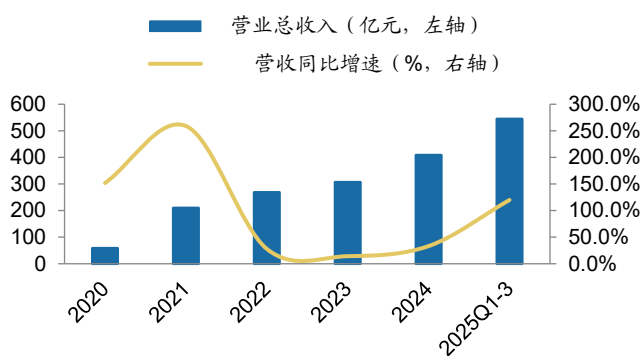


数据来源：公司官网、36氪、广发证券发展研究中心

自2020年以来，小鹏汽车营业收入整体呈现高速、连续扩张态势，并在2021年后进入规模化放量阶段。2019–2020年公司随着首批量产车型上市与交付爬坡，收入从低基数快速起量；2021年在P7、P5等主力车型带动下，收入实现跨越式增长，标志着公司正式迈入主流新能源车企行列。2022–2023年尽管行业竞争加剧、价格战压力显现，小鹏营收仍保持正增长，反映其在产品矩阵、渠道建设及品牌认知方面已具备一定规模基础。2024年以来，随着新平台车型放量、交付节奏改善以及海外市场拓展，收入规模进一步跃升。

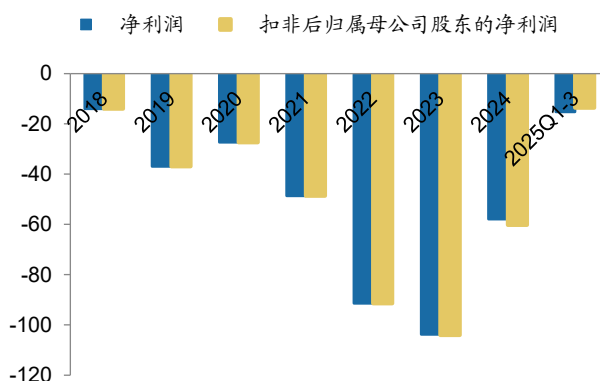
在利润端，小鹏汽车自成立以来长期处于**战略性亏损阶段**，归母净利润在2018–2023年持续为负，且在2023年达到阶段性亏损高点，亏损的扩大主要源于公司在技术研发、智能驾驶、自建体系及销售网络方面的**前置性高投入**，同时叠加行业价格竞争导致整车毛利率承压，在收入快速增长的同时，净利润并未同步改善。但从2024年开始，小鹏利润表现出现**明确拐点**：归母净亏损显著收窄，盈利质量逐季改善。其核心原因在于三方面：第一，销量提升带来的规模效应开始释放，单位制造成本和费用率明显下降；第二，产品结构与定价策略优化，推动整车毛利率回升；第三，公司在组织与费用端实施更严格的成本控制，研发与销售费用增长趋于理性。小鹏当前已进入从“扩张期亏损”向“盈亏平衡过渡期”的关键阶段，利润曲线的改善具备较强的可持续性，后续盈利能力将高度依赖销量兑现与毛利率提升节奏。

图9：公司年度营业总收入及同比增速



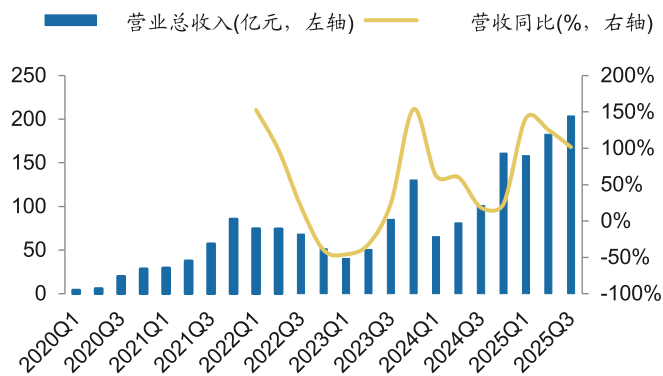
数据来源：公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

图10：公司年度净利润及扣非归母净利润



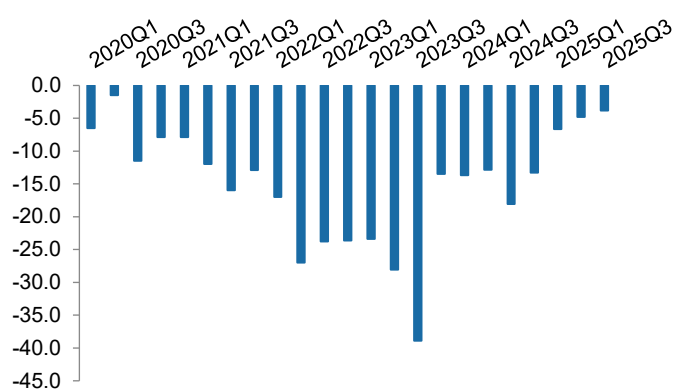
数据来源：公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

图11: 公司季度营业总收入及同比增速



数据来源: 公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

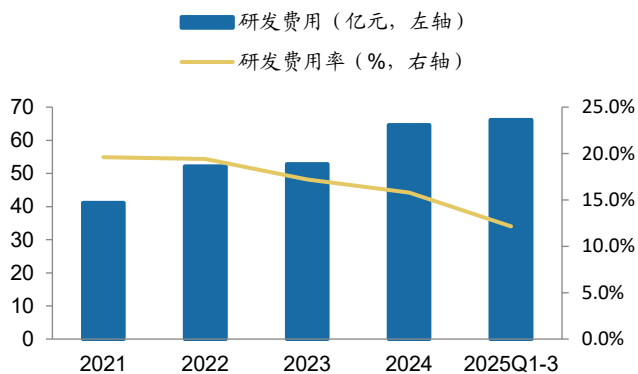
图12: 公司季度净利润 (亿元)



数据来源: 公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

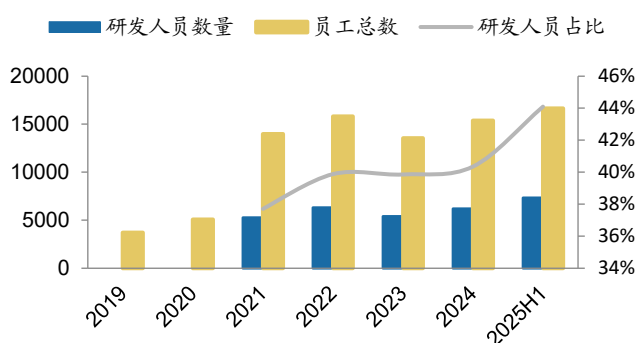
小鹏汽车长期坚持高强度、前置式研发投入，研发费用规模与研发人员数量持续位居新势力车企前列，研发费用率显著高于传统整车厂，体现出明确的“技术立身”战略取向。公司研发资源高度聚焦于智能驾驶、电子电气架构、自研芯片与整车平台等核心领域，研发人员在员工总数中占比高，呈现出典型的研发驱动型特征。尽管短期内对利润形成一定压力，但该投入模式有效支撑了产品迭代速度、平台化降本及智能化差异化能力的持续提升，使得公司在智能化演进和产品快速更新中具备更强的内生动力。

图13: 公司年度研发费用及研发费用率



数据来源: 公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

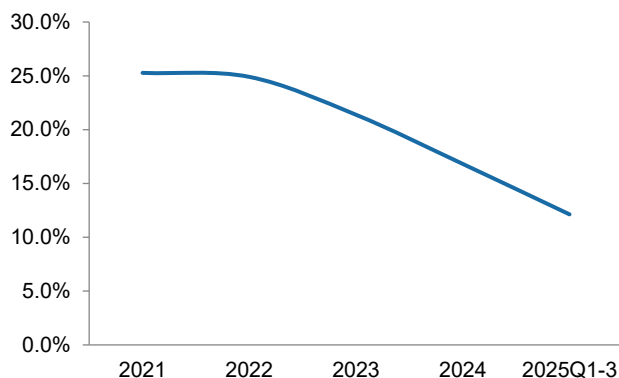
图14: 公司研发人员数量、员工总数及研发人员占比



数据来源: 公司年报、公司中报、广发证券发展研究中心

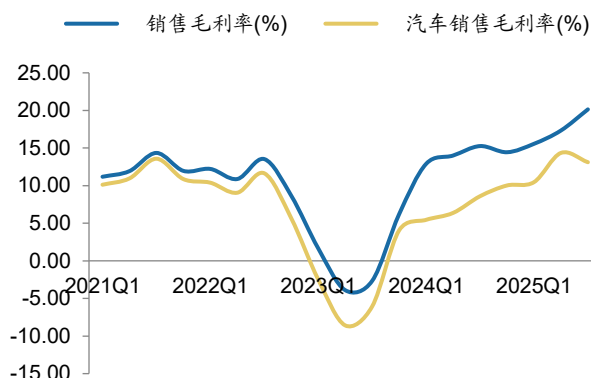
从费用率与销售毛利率的综合变化来看，小鹏汽车经营效率与盈利能力正同步改善，在收入规模回升的背景下，公司费用增速明显低于营收增速，费用率持续下行，反映出组织优化、渠道效率提升及成本管控能力增强；同时，产品结构优化与规模效应释放推动销售毛利率稳步修复，与费用率改善形成协同效应，显著放大利润弹性，使亏损快速收窄，盈利拐点的可见性与确定性持续提升。

图15: 公司年度销售、管理、财务费用率加总



数据来源: 公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

图16: 公司季度销售毛利率及汽车销售毛利率



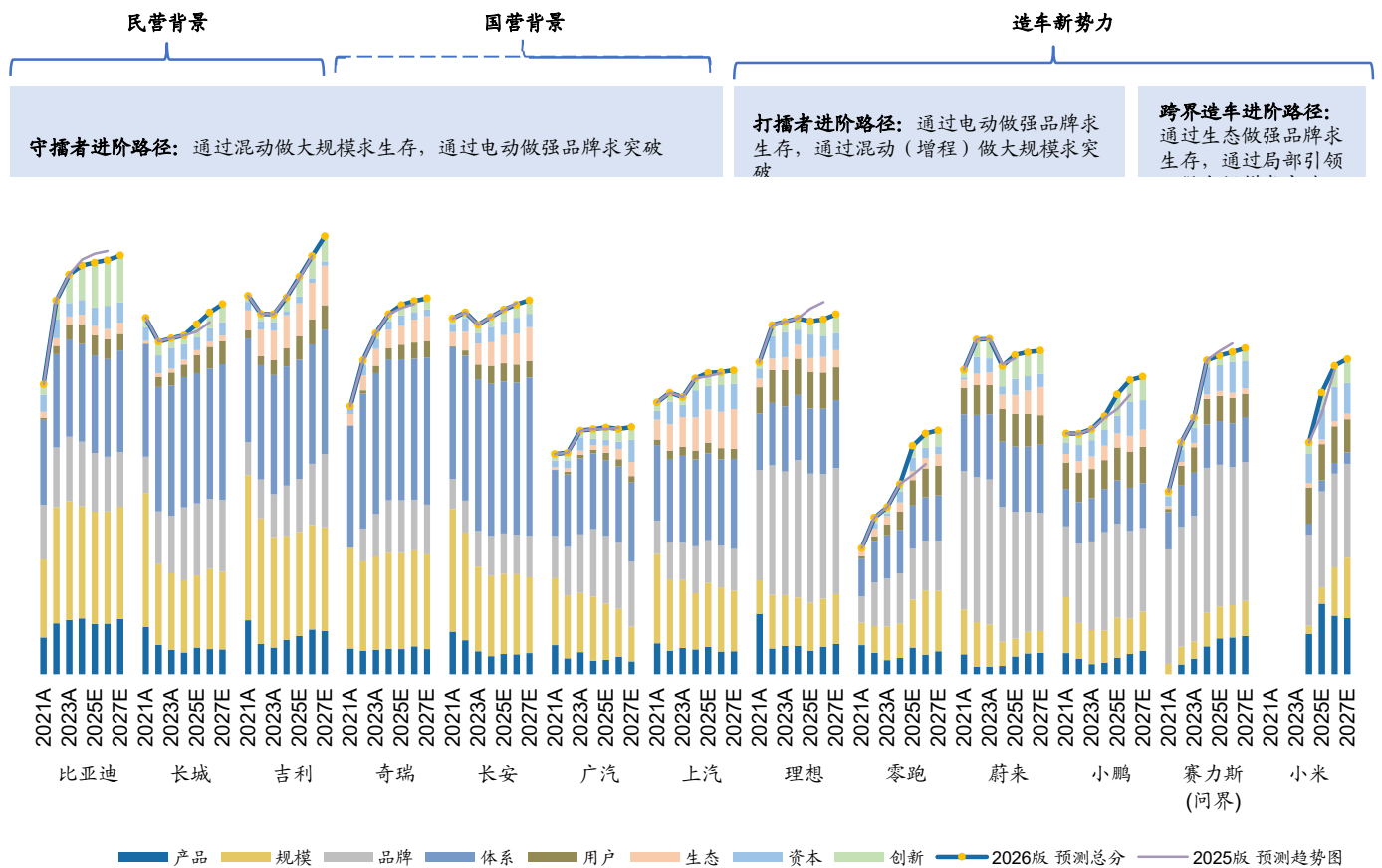
数据来源: 公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

### 三、展望: 技术驱动边界拓展, 小鹏汽车从车企走向技术生态缔造者+物理 AI 科技公司

#### (一) 小鹏的未来—整车制造商: 双能驱动打开国内销量空间, 海外及 Robotaxi 前瞻布局未来增长可期

我们最早在2023年11月发布的2024年年度策略报告《乘用车“变局”中蕴新机, 卡车股是未被充分挖掘的金矿》中即提出: 从驱动技术路径选择来看, 我们认为守擂者——民营、国营车企的进阶路径或可概括为“通过混动做大规模求生存, 通过电动做强品牌求突破”; 打擂者——造车新势力、华为赋能、跨界造车的进阶路径或可概括为“通过电动做强品牌求生存, 通过混动(增程)做大规模求突破”。

图17: 广发汽车中国品牌车企竞争力模型预测图 (2026版)



展望26/27年，各车企核心驱动变量一览表

增长逻辑核心关键词解读

比亚迪	✓								
长城	✓								
吉利		✓							
奇瑞				✓					
长安							✓		
上汽							✓		
理想								✓	
零跑		✓							
蔚来							✓		
小鹏								✓	
赛力斯			✓						
小米				✓					

- 高端化+出口
- 小众泛化+新能源转型
- 出口+高端化
- 出口+新能源转型
- 出口+新能源转型
- 自主突破+反向国际化
- 电动化+高阶智驾
- 出口+高端化
- 产品下沉
- 产品扩容+高阶智驾下沉
- 产品扩容+高阶智驾下沉
- 产品扩容

数据来源: 公司财报, 中汽协, 广发证券发展研究中心

注: 车企竞争力预测模型图分数为车企八大竞争要素得分加和, 产品、规模、品牌和体系的评价标准参考依据分别为主要车型平均销量、集团口径年销量、ASP、品牌成立年限, 用户、生态、资本和创新的评价标准参考依据分别为 DTC 比例、股东方背景多元化程度、PE 和 PS 估值和研发支出。

总言之，各家车企势结合自身优势特征，均会从依靠单一驱动类型向多类型拓展，以完成动力类型的全面布局。各家车企经过过去几年快速增长发展至当前阶段，依靠单能驱动、通过推出更多车型实现销量增长的天花板开始显现，增速减缓；各家车企在2025年H2及2026年均普遍走向双能驱动的发展模式，以动力类型的拓宽打开销量天花板。

图18：从单能驱动到双能驱动的两大大阵营

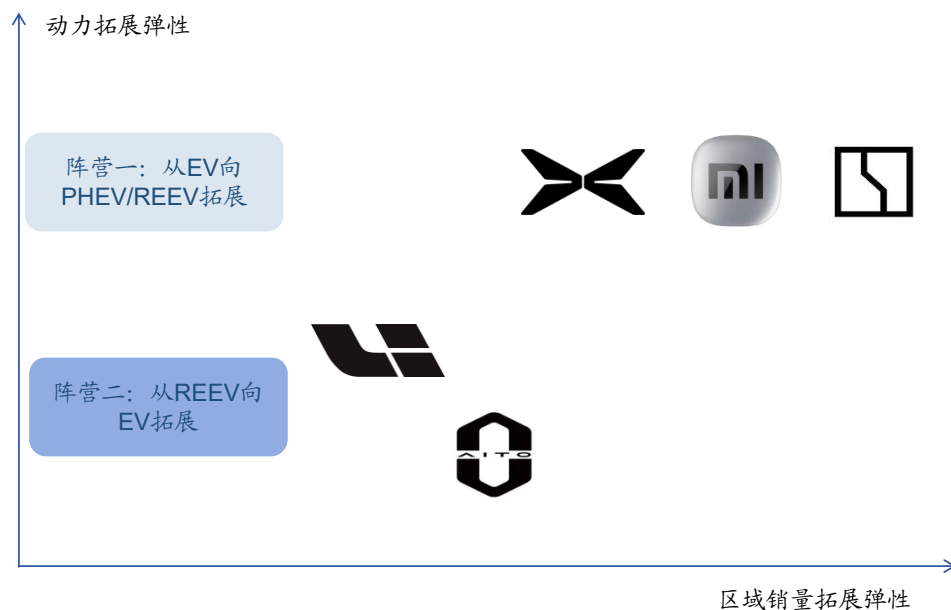


数据来源：广发证券发展研究中心

我们在前期发布的深度报告《我们怎么看“双能战略”的演绎？》中按照动力拓展路径将典型车企根据分为两大阵营：阵营一：此前专注于纯电的车企进军混动（增程），包含小鹏、小米、极氪；阵营二：此前专注于混动（增程）的车企进军纯电，包含理想，问界。我们提出车企在动力类型拓展过程中的销量弹性将主要依靠区域拓展及店效提升，小鹏是其中弹性较大的车企，其优势从以下两个方面体现（详细论证过程见《我们怎么看“双能战略”的演绎？》深度报告）：

**1. 区域拓展视角：**核心区域内（江、浙、沪、粤四省）新能源市场竞争相对充分，核心区域外竞争相对缓和，定性分析来看，在占比更高的核心区域外市场静态销量占比越小，通过动力类型拓展提升销量的弹性越大。结合动力类型适用性分析，仅综合动力拓展路径及静态车企核心区域内、外销量占比两个要素分析，我们认为动力类型从EV向PHEV/REEV拓展且核心区域外销量占比低的企业在从单能到双能驱动的销量弹性有望占优。

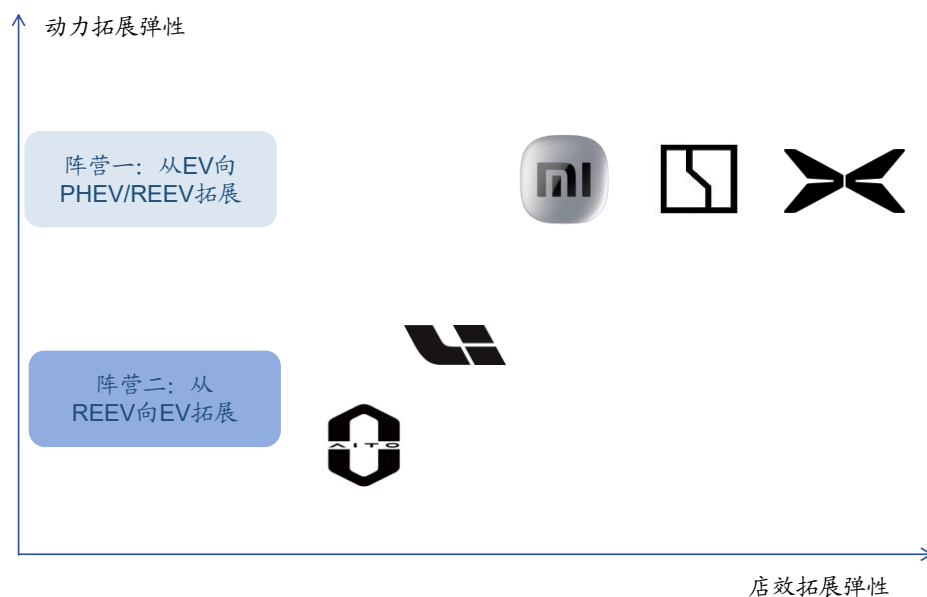
图19: 拓区域视角下, 5家典型车企从单能驱动到双能驱动销量弹性研判



数据来源: 广发证券发展研究中心

**2.店效提升视角:** 考虑到当前新势力及跨界造车企业渠道布局尚未达到饱和, 后续随各家动力类型的拓展, 门店效率仍有一定提升空间。定性分析来看, 由于核心区域外新能源竞争相对不饱和, 核心区域外门店店效越低的企业通过动力类型拓展提升销量的弹性越大。结合动力类型适用性分析, 仅综合动力拓展路径及核心区域外店效提升弹性两个要素分析, 我们认为动力类型从EV向PHEV/REEV拓展且核心区域外店效低的企业在从单能驱动到双能的销量弹性有望占优。

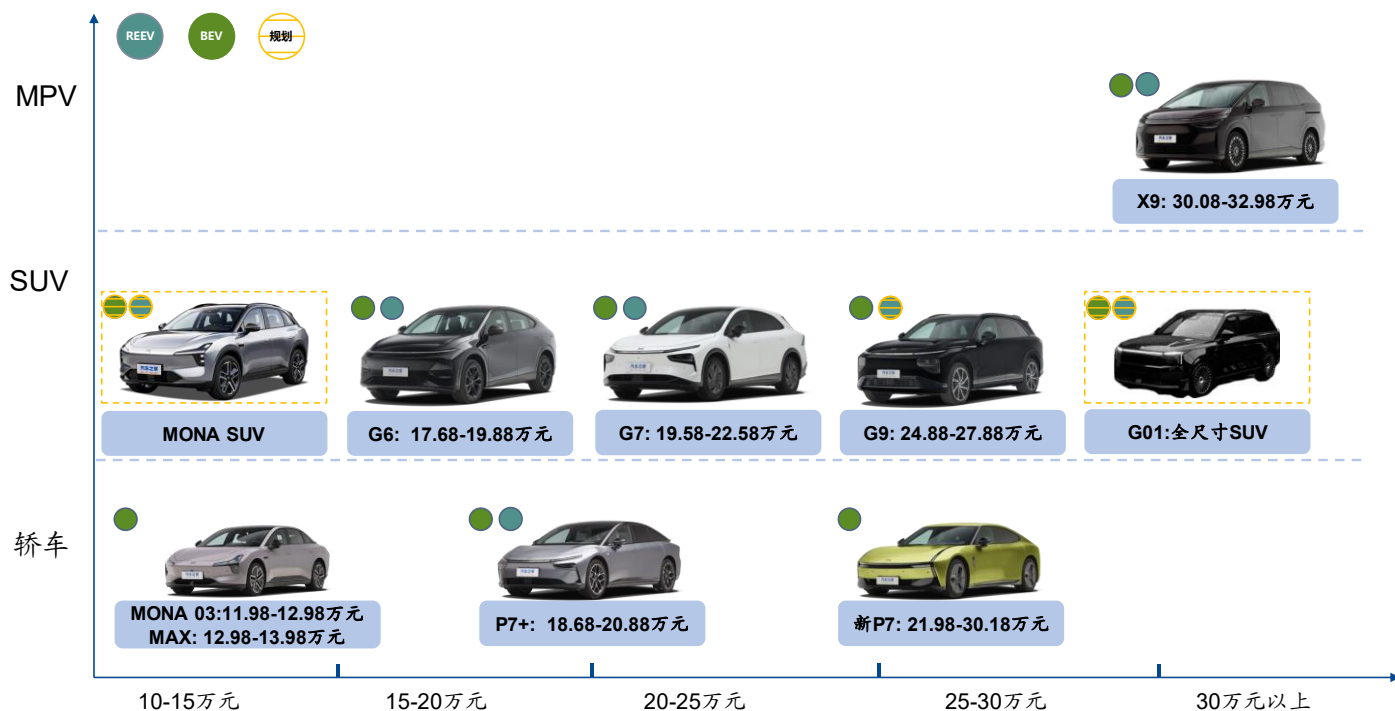
图20: 提店效视角下, 5家典型车企从单能驱动到双能驱动销量弹性研判



数据来源: 广发证券发展研究中心

小鹏汽车正经历从单一纯电驱动向“纯电+增程”双能驱动的关键转型，其产品矩阵由此前的P7、G6等纯电车型，逐步扩展至搭载增程系统的全新系列，实现“一车双能”从轿车、SUV到MPV全细分市场覆盖。随着技术路线互补、价格带拓宽以及用户场景多元化，小鹏得以突破原有纯电市场瓶颈，切入更广阔的低线及关注续航里程的用户市场，带动整体销量进入新一轮上升通道。

图21：公司车型矩阵—逐步完善产品矩阵，从单能向双能驱动转型打开市场空间



数据来源：汽车之家、广发证券发展研究中心

2025年11月20日，小鹏汽车推出全球续航最长大七座—小鹏X9超级增程，共推出Max版和Ultra版两个版本，官方指导售价分别为30.98万元和32.98万元。小鹏X9超级增程摒弃传统增程小电池+大油箱的组合方案，以“大油箱+大电池”领先组合，实现CLTC综合续航1602km、纯电续航452km的双重突破，成为全球续航最长大七座。面对能耗难题，小鹏X9超级增程以16.5kWh/100km的综合电耗，成就全球最低综合电耗大七座，每公里成本不足传统燃油MPV的1/3。小鹏X9超级增程不止能耗低，而且补能快，其搭载63.3kwh超快充磷酸铁锂增程大电池，支持5C+800V超充倍率，10分钟即可补能313km，满足5天日常通勤需求。小鹏X9的正式上市标志着小鹏开启一车双能时代，小鹏汽车有望通过智能化以及三电的持续技术引领，进一步提升新能源车市场份额。

在产品推出节奏上看，26年将是小鹏又一个产品大年。小鹏汽车将继续推出超级电动增程产品，用更长的纯电续航和更快的5C超快充解决增程市场的用户痛点，进一步提升在增程市场的份额。此外，还将在2026年推出4款一车双能的全新车型，其中包括在重要细分市场投放的首款产品。何小鹏表示：“我相信，明年上市的7款具备超级增程配置的一车双能车型，将会大幅拓展我们车型的可达市场空间，为我们带来显著的销量增长潜力。”

图 22: 小鹏X9超级增程2025年11月20日正式上市



数据来源: 小鹏汽车官网、广发证券发展研究中心

图 23: 小鹏P7+超级增程2026年1月8日正式上市



数据来源: 小鹏汽车官网、广发证券发展研究中心

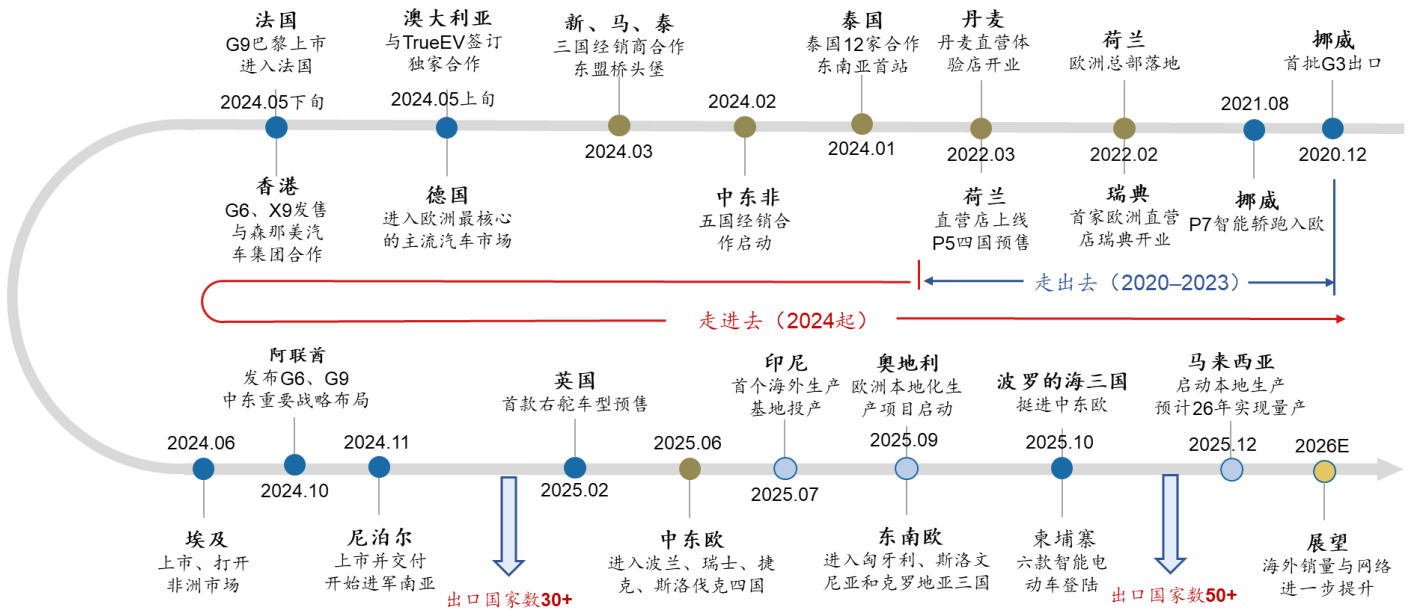
图 24: 小鹏G7超级增程2026年1月8日正式上市



数据来源: 小鹏汽车官网、广发证券发展研究中心

小鹏汽车海外市场发展进入新阶段, 已完成从“走出去”到“走进去”的转变, 海外市场“走上去”未来可期。“走出去”阶段(2020-2023年): 以挪威为起点, 重点布局北欧与西欧核心国家, 通过整车出口与直营/授权渠道试点, 完成产品力、合规能力及品牌认知的初步验证。“走进去”阶段(2024年至今): 公司明显加快节奏, 在德国、法国、英国等核心市场落地的同时, 向中东欧、东南亚、中东及非洲等新兴区域多点扩张, 并推进印尼、奥地利本地化生产, 出海模式由“销售输出”升级为“渠道+制造+能力输出”。整体来看, 小鹏海外业务已由探索期进入体系化推进与规模兑现阶段, 正成为公司中长期销量增长与盈利改善的重要增量来源。





图25: 小鹏汽车境外车型、渠道、产能拓展历程图



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

从盈利能力的角度看, 小鹏汽车在海外市场的定价显著高于国内, 单车高ASP带来较高毛利及净利空间。根据小鹏汽车官网, 公司主力车型在欧洲及中东市场的定价普遍较国内高出30-60%, 小鹏在海外延续高端品牌定位, 通过“智能化体验+整车品质”实现溢价兑现, 反映品牌在国际市场的定价话语权, 也意味着更优的利润弹性。

图26: 小鹏汽车海外定价分析

国内车型售价	价格&溢价率	挪威	德国	法国	丹麦	泰国	以色列	荷兰	美国
 G6: 17.68-19.88万元	官方指导价	25.5-30.1万	36.0-42.6万	38.7-42.1万	33.2-42.0万	32.0-35.5万	45.1-52.8万	34.7-42.9万	37.8万
	相较国内溢价率	+27.42%	+80.14%	+93.78%	+65.94%	+60.02%	+125.50%	+73.49%	+89.01%
 G9: 24.88-27.88万元	官方指导价	32.3-38.4万	49.2-60.0万	49.5万-61.0万	55.3-69.7万	-	62.7-85.8万	47.9-61.1万	-
	相较国内溢价率	+22.53%	+86.53%	+87.75%	+109.53%	-	+137.47%	+81.49%	-
 新P7: 21.98-30.18万元	官方指导价	30.8-33.5万	41.0-48.4万	-	-	-	47.3-62.0万	-	-
	相较国内溢价率	+64.84%	+119.30%	-	-	-	+153.09%	-	-
 X9: 30.08-32.98万元	官方指导价	-	-	-	-	62.0万	-	-	-
	相较国内溢价率	-	-	-	-	+72.38%	-	-	-

数据来源: 小鹏汽车各国官网、广发证券发展研究中心

注: 售价取官方零售价; 溢价率计算取官方指导价中位数计算

在出海节奏明显加快的背景下，小鹏海外业务的首要抓手仍是渠道与服务网络的体系化铺设，目前已完成在欧洲核心市场的布局，并同时向中东欧、东南亚、中东及非洲等区域多点扩张，逐步形成从单点试水到区域化推进的路径。整体来看，渠道侧的持续落地为后续销量规模释放提供了基础，后续渠道、车型的扩展空间依然广阔。

**表1：小鹏汽车海外渠道布局**

大洲	区域	国家/区域	车型信息与渠道布局	战略定位或后续计划
欧洲	北欧	挪威	2020年12月21日，首批一百辆G3出口挪威并完成交付；2021年8月，智能轿跑P7出口挪威。	首次整车出海，标志国际化正式起步；P7成为首款销往欧洲的中国品牌智能纯电轿跑，强化智能品牌形象。
		瑞典	2022年2月11日，欧洲首个直营体验店在瑞典斯德哥尔摩市开业，小鹏汽车与Emil Frey集团合作运营。	在欧洲市场导入“直营+授权”的新零售模式，扩大本地用户基础。
		丹麦	2022年4月9日，小鹏汽车在丹麦启用品牌直营体验店，成为欧洲第三家直营门店。	完善北欧直营网络，进一步丰富小鹏汽车在海外市场的产品布局。
欧洲	东欧	波罗的海三国（立陶宛、拉脱维亚、爱沙尼亚）	2025年10月，小鹏进入立陶宛、拉脱维亚和爱沙尼亚，引入G6、G9、P7+等主力车型。	波罗的海地区被视为通往中东欧的黄金入口，为深入欧洲腹地提供战略跳板。
欧洲	西欧	荷兰	2022年2月在阿姆斯特丹设立欧洲总部，同年3月首家直营体验店开业，在荷兰等四国同步开启P5预订。	进一步扩张欧洲销售网络。意味海外布局正式进入加速模式，开启出海2.0模式。
		德国	2024年5月，小鹏在德国推出G6和G9，与12家优质经销商合作，在约24个零售网点开展销售和展示； 2024年12月20日，在德国完成欧洲第10000辆交付。	进入全球核心汽车市场，成为小鹏在欧洲和全球化布局的重要支点。
		法国	2024年5月16日，G9在巴黎上市销售，并计划次月上市G6。	正式进入法国市场，开启国际战略新篇章。
		英国	2025年2月12日，小鹏与IML合作，首款右舵车型小鹏G6在英国正式开启预售。	进入欧洲最大的新能源汽车市场之一和全球最重要的右舵车消费区域之一。
		比利时、卢森堡、爱尔兰、芬兰	2025年1月，小鹏在布鲁塞尔车展宣布进入比利时和卢森堡市场； 1月下旬，小鹏在都柏林举办发布会，准备在爱尔兰、芬兰销售G6、G9等车型。	完善不列颠群岛及西欧、北欧布局，是小鹏汽车在欧洲战略版图上的又一重要里程碑。
		中东欧	波兰、瑞士、捷克、斯洛伐克	2025年6月，小鹏与Inchcape等合作伙伴签约，规划在波兰、瑞士、捷克、斯洛伐克销售G6、

			G9等车型。	
		匈牙利、斯洛文尼亚、克罗地亚	2025年9月,小鹏宣布进入匈牙利、斯洛文尼亚和克罗地亚,规划导入核心车型。	中东欧多国同步起步,体现由单点试水向区域化深耕转变。
		瑞士、奥地利、匈牙利、斯洛文尼亚、克罗地亚	2025年9月,小鹏在瑞士、奥地利、匈牙利、斯洛文尼亚和克罗地亚五国同步推进销售与渠道建设。	标志欧洲进入体系化深耕阶段,销售与服务网络已覆盖全球超过46个国家和地区。
中东&非洲	中东非	阿联酋、约旦、黎巴嫩、埃及、阿塞拜疆	2024年第二季度开始,小鹏在五国引入G6、G9、X9等车型,并与中东非五国经销商集团达成战略合作。	打开中东与北非市场,推动出海2.0战略在新区域落地。
	北非	埃及	2024年6月11日,小鹏与Raya Auto合作,发布G6、G9车型并计划六月底交付。	成为首个在埃及和非洲市场推出纯电产品的中国智能纯电汽车品牌。
亚洲	东南亚	新加坡、马来西亚、泰国	2024年3月,宣布将在新马泰三国推出小鹏G6右舵版本,与三国经销商集团达成合作。	正式进军东盟市场。与东南亚地区经销商建立广泛的战略合作伙伴关系。
		印尼	2025年下半年,小鹏与ERAL合作在印尼启动X9本地化生产规划;随后在2025年9月前后,印尼工厂实现投产,首台本地生产车辆下线。	印尼成为首批海外本地生产基地之一,小鹏首个海外智造基地投产,海外制造本地化阶段正式开启。
		柬埔寨	2025年10月,小鹏通过NSPENG代理进入柬埔寨,将G6等车型引入当地市场。	完善东南亚市场布局,积累本地化运营经验,形成区域协同效应。
	南亚	尼泊尔	2024年11月,G6和G9在尼泊尔上市并交付给首批用户。	打开了通往南亚地区的窗口。
	中东	阿联酋	2024年10月22日,在迪拜举行G6、G9发布会。	正式进入阿联酋市场,也是小鹏汽车在中东地区战略布局的重要里程碑。
	中国香港	香港	2024年5月17日,小鹏在香港与森那美汽车集团合作上市G6和X9,同步铺设销售与服务网络。	香港作为粤港澳大湾区的重点市场,是小鹏走向全球化的重要窗口和桥梁。
大洋洲	大洋洲	澳大利亚	在2024年第四季度正式推出小鹏G6,与TrueEV达成独家合作。	首次进入大洋洲市场,为小鹏汽车出海2.0计划的里程碑:

数据来源:小鹏汽车官网、广发汽车发展研究中心

注:数据统计不完全,仅列示典型国家布局作为参考

海外市场增长的持续性可期还建立在小鹏出海模式的体系化推进,同步布局销售网络、本地化制造与研发中心,形成覆盖“渠道—制造—研发”的闭环。随着奥地利麦格纳工厂、印尼PT Handal及马来西亚工厂陆续投产,欧洲与东南亚市场的布局进一步深化。

表2: 小鹏汽车海外产能及研发布局

	国家	地点	关键节点	业务规划
海外工厂	印度尼西亚	PTHandallIndonesiaMotor 工厂 (西瓜哇省普哇加达)	2025年7月1日举行生产线启动仪式, 首个海外生产基地正式投产; 计划于2025年下半年启动本地化生产。	小鹏汽车宣布进入印度尼西亚市场, 并计划于2025年下半年, 针对小鹏G6和小鹏X9两款车型启动本地化生产。
	奥地利	麦格纳工厂 (格拉茨)	2025年9月15日官宣欧洲本地化生产规划; 2025年Q3项目启动并量产下线。	小鹏汽车借助麦格纳工厂现有的成熟生产线, 大力推动电动汽车在欧洲的本地化生产进程。小鹏汽车首个欧洲本地化生产项目于2025年Q3在奥地利格拉茨麦格纳工厂正式启动。
	马来西亚	马来西亚工厂	2025年12月16日官宣启动马来西亚本地生产; 预计26年实现量产。	小鹏汽车与马来西亚EPMB集团签约, 正式启动其马来西亚本地化生产项目, 按计划, 项目将于2026年实现量产, 旨在打造服务整个东盟右舵车市场的战略枢纽。
研发中心	德国	慕尼黑研发中心	2025年9月8日宣布欧洲首个研发中心启用; 近日慕尼黑研发中心已正式启用。为品牌全球第九大研发中心。	与硅谷、圣地亚哥研发中心形成协同, 以“ <i>In Europe, With Europe</i> ”为核心, 深度挖掘本地用户需求, 加速技术创新与本地化落地。
	美国	硅谷、圣地亚哥研发中心		小鹏汽车美国硅谷和圣地亚哥设有研发中心, 主要支持智能驾驶研发。

数据来源: 小鹏汽车官网、广发汽车发展研究中心

除海外扩张之外, Robotaxi有望成为小鹏汽车兼具“收入弹性与销量放大效应”的全新增长引擎。依托自研算法、自研算力与整车平台深度耦合的技术体系, 小鹏有望助力Robotaxi在不使用高精地图和激光雷达的背景下, 通过低成本、少限制、泛化能力强、支持高效规模化部署的智驾方案真正落地运营。基于此, 小鹏汽车计划在2026年推出三款Robotaxi车型, 还将在中国开启Robotaxi的试运营。并且小鹏汽车将进一步打磨好Robotaxi的软硬件和运营生态, 开放SDK, 而高德将会成为小鹏Robotaxi的首个生态合作伙伴。Robotaxi规模化落地有望带来车队级采购与B端订单, 为整车销量提供结构性支撑; 其高频运营形成的数据飞轮与品牌技术标签, 又进一步放大小鹏智驾领先优势在“技术-口碑-销量”链条中的传导效率。

## （二）小鹏的未来—技术生态缔造者：智能汽车底层平台与系统级解决方案的综合技术供应进一步打开营收空间

在智能电动汽车产业由“整车竞争”加速迈向“底层能力与体系竞争”的背景下，小鹏汽车的长期定位正由整车制造商，演进为向行业输出智能汽车底层平台与系统级解决方案的综合技术生态缔造者，其能力核心在于算力硬件、电子电器架构、软件平台与整车智能化系统架构的一体化输出。

依托在新一代电子电气架构、自研车规级芯片、算力平台以及全栈智能驾驶系统上的持续高强度投入，小鹏构建了软硬件深度耦合、可持续演进的技术体系。这一体系不仅支撑了公司自有车型在智能化体验与成本效率上的领先，也使相关核心能力具备平台化、模块化对外输出的现实基础。随着行业智能化从差异化配置演变为通用基础设施，小鹏在电子电气架构、芯片及智能驾驶方案层面的外供与技术合作，有望打开区别于整车销售的新增营收空间，推动公司从“卖车”为主的单一商业模式，向多元化、高附加值的技术变现模式延展。

上述定位并非停留在战略层面的设想，而已开始通过头部车企的实际合作得到验证。小鹏与大众汽车的合作正是其智能汽车底层平台与系统级能力对外输出的标志性案例。双方合作并非局限于单一车型或零部件采购，而是围绕电子电气架构、智能化技术体系与长期平台共建展开，体现了小鹏相关能力在全球主流车企体系中的可复用性与产业认可度，也为理解其技术外供模式的落地路径提供参考。

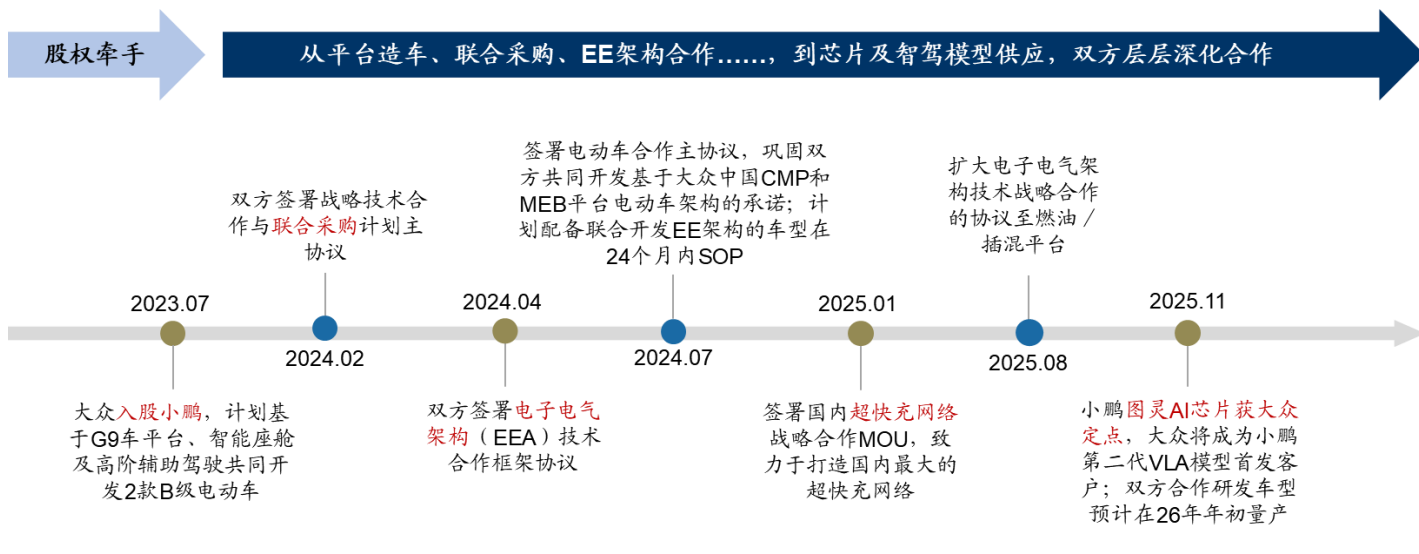
小鹏与大众持续深化合作范围，就供应链采购+电动整车平台+电子电气EE架构等多方面进行合作。小鹏汽车与大众集团的合作始于2023年7月，以大众对小鹏的战略少数股权投资为起点（持股约4.99%A类普通股），双方由此建立长期战略合作伙伴关系。双方计划基于小鹏G9平台联合开发两款大众品牌纯电车型，车型上市前以相对固定技术服务费支付，上市后费用与对应车型销量正相关。随着合作推进，双方于2024年2月签订平台与软件战略合作联合开发协议，双方就车型及平台的共用零部件订立联合采购计划。自2024年4月起，小鹏与大众围绕新一代、中央计算式E/E架构展开联合研发，并在2024年7月签署进一步的技术合作主协议，成立跨企业联合项目团队，在广州和合肥同步推进开发，目标在约24个月内实现首款车型量产。公司预计该架构从2026年起应用于在中国生产的大众汽车品牌电动车型。到2025年，双方进一步扩大合作范围。1月，双方在国内超快充网络领域达成战略合作并签署谅解备忘录(MOU)；7月，明确该E/E架构不仅应用于纯电车型，还将延伸至大众在华的燃油车和插混车型平台，合作进一步深化。

在此基础上，小鹏与大众的合作进一步向更底层的算力与智能驾驶能力延伸。2025年11月，小鹏自研的图灵（Turing）智驾芯片已获得大众相关车型项目定点，使小鹏开始以“芯片级技术供给商”的角色参与大众体系；同时，小鹏持续演进VLA（Vision-Language-Action）智能驾驶模型，在架构适配性与高阶智能化能力上具备向大众车型体系输出的技术基础，在25年科技日上，小鹏汽车还宣布第二代VLA技术将向全球市场商业伙伴开源，大众将成为首发客户。

由此，双方合作逐步形成覆盖E/E架构+芯片+智驾算法+零部件共采的纵深结构，同时，双方还在超快充网络等生态层面展开协同，25年1月，双方宣布将共同建设覆盖420个城市、超过20,000个超快充桩的网络，进一步提升用户体验。整体来看，小

鹏与大众的合作已从资本与车型合作，演进为长期、架构级、全栈式的智能化协同，使小鹏完成了从新势力整车厂向全球主流车企智能化核心技术伙伴的角色跃迁，进一步打开其未来收入及盈利增长的天花板。

图27: 小鹏汽车与大众集团（中国）合作历程



数据来源: 小鹏汽车官网、广发证券发展研究中心

除了与大众汽车这类以平台与架构共建为特征的深度生态合作模式之外，小鹏对外输出能力中，更具可复制性与迁移效率的环节，集中在图灵芯片与智能驾驶系统层面。相较于整车平台与电子电气架构需要深度嵌入主机厂研发体系，图灵芯片与智驾系统具备更高的模块化与标准化特征，更易以独立方案形式向不同车企导入与部署。随着行业对高阶智能驾驶能力的需求持续提升（后续有望迁移至机器人及其他终端），这两项能力有望成为小鹏技术外供中落地速度更快、覆盖范围更广的关键载体。

小鹏图灵（Turing）芯片是公司围绕高阶智能驾驶与大模型上车、并面向多智能终端长期布局的重要成果。小鹏于2020年启动芯片研发，以“多端通用”为目标，统一服务于AI汽车、AI机器人及飞行汽车等不同形态的智能载体。经过数年软硬件协同设计与工程验证，图灵芯片于2024年8月成功流片，标志着这一面向多场景的AI芯片平台在架构与工程层面进入成熟阶段。随后，25年7月，G7成为首款搭载图灵芯片的量产车型，图灵由此完成从研发验证向实际产品落地的关键跨越。在G7之后，图灵芯片将作为小鹏新一代智能化平台的核心算力底座，逐步向后续新车型与高阶版本车型推广应用，并与小鹏自研的智能驾驶系统深度耦合。

整体来看，图灵芯片的开发与上车路径清晰体现了小鹏“以自研芯片为核心、软硬件一体化推进智能驾驶能力演进”的技术路线，也为其未来在智驾芯片与系统层面的对外输出奠定了实际量产与规模化应用基础。此外，根据25年小鹏科技日信息，图灵芯片已在最新一代机器人上的落地应用，说明小鹏同一芯片架构可以在不同物理载体中复用同一套算力逻辑、软件工具链与模型体系，验证了其作为通用AI芯片的可迁移性。

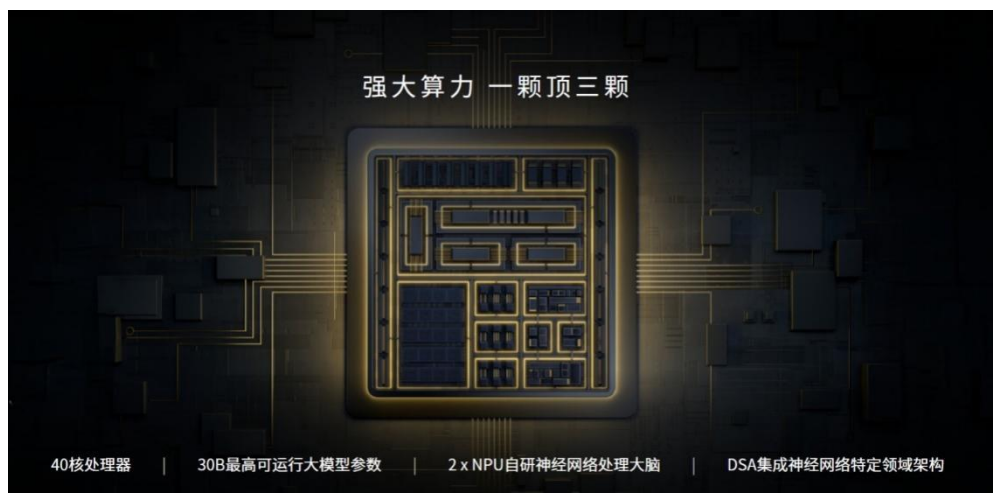
图28: 小鹏图灵芯片是全球首颗多端通用芯片



数据来源: 小鹏汽车官网、广发证券发展研究中心

图灵(Turing)芯片采用多核并行架构,集成40核通用处理器、专用NPU与ISP,并支持在车端运行最高30B参数规模的大模型,为复杂城市场景提供高并行、低时延的计算基础。通过面向神经网络的DSA特定领域架构及软硬件协同优化,图灵在实际智驾负载下具备更高的有效算力利用率,而非单纯依赖峰值算力堆叠。

图29: 小鹏图灵芯片优势



数据来源: 小鹏汽车官网、广发证券发展研究中心

我们在25年3月报告《我们怎么看高阶智驾体验拐点?》中提到:从前瞻跟踪的角度来看,算法是车企智驾竞争的基础及赋能智驾后续迭代的重要前提。从终局来看,由于人才流动技术也会随之流动,在智驾中持续投入、对人才具备吸引力的公司在算法能力或将趋同,但在进阶过程中,算法迭代的速度与代际差依然是拉开各

家车企智驾体验的关键因素。结合当前智能驾驶渗透情况及车企智驾能力的差异，我们认为算法上的布局、进展、能力及潜力依然会是1-2年内各家车企智驾能力拉开显著差异的重要跟踪变量。

目前来看，我们认为小鹏汽车在智驾算法上依然具备显著的领先优势及技术路径选择的优势，引领智能驾驶行业的进步。相较于多数车企仍以规控及分段式端到端为主的算法，小鹏更早将算法能力的提升重心转向大规模数据训练与模型能力扩展，并围绕VLA架构持续推进模型在场景理解、行为建模与决策表达中的深度参与，使智能驾驶能力的提升更多由模型本身而非规则堆叠所驱动。同时，小鹏在算法代际推进节奏上保持领先，通过持续扩大模型参数规模、引入多模态输入并强化多任务联合训练，使其算法在复杂场景泛化能力、行为一致性与长尾问题处理能力上具备明显优势。

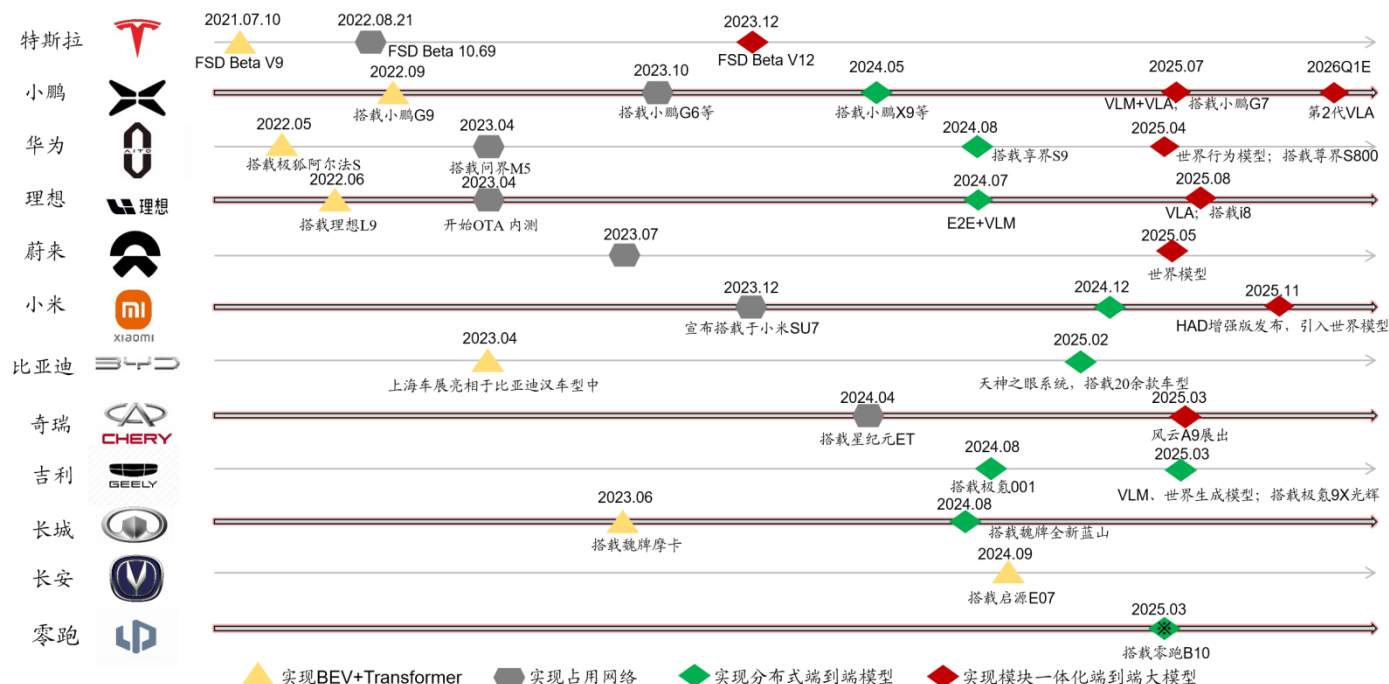
图30：智驾算法进阶路径图—从规控转向端到端，目前行业内对智驾路径变迁的认知已基本达成一致



数据来源：《End-To-End Planning of Autonomous Driving in Industry and Academia: 2022-2023》作者 GongjinLan 等、广发证券发展研究中心

注：目前计算和通信条件约束了VLA及世界模型信号的高频输出，我们认为其或仍与分段式或一段式Model协同工作

图31: 各家车企自研智驾功能进阶时间线——特斯拉引领技术路径进阶, 国内车企快速追赶



数据来源: 各车企官网、央视网、新华网、佐思汽研、汽车之家、连线出行、地平线、车东西、毫末智行、爱卡汽车、广发证券发展研究中心

注: ※未查询到零跑汽车端到端形式; 数据统计或不完整; 目前计算和通信速度约束了VLA及世界模型信号的高频输出, 我们认为其或与分段式或一段式端到端协同工作

### （三）小鹏的未来—物理 AI 科技公司：从整车走向机器人及飞行汽车，有望成为技术横向迁移的物理 AI 科技公司

展望未来，小鹏汽车正从以智能电动车为核心的整车公司，进化为以“物理 AI”为底座、实现技术横向迁移的综合科技平台型企业。依托在感知、决策、控制、算力与软件工程等领域长期积累的通用能力，小鹏正将车端成熟的软硬件体系系统性复制至人形机器人与飞行汽车等新形态载体，推动公司边界由“汽车制造商”向“物理AI世界的出行探索者”跃迁。

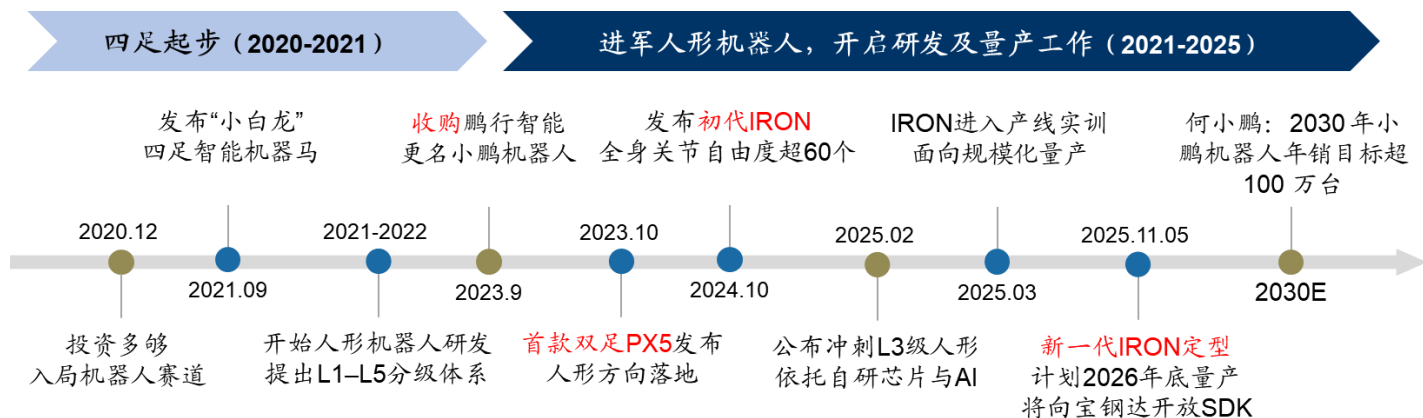
#### 1. 人形机器人：研发进展快于预期，小鹏人形机器人进入量产窗口期

可以将小鹏机器人发展历程划分为两个阶段：“四足起步阶段”和“进军人形机器人时期”。

早在2020年底，小鹏通过收购“多够”并投资鹏行智能，正式入局机器人赛道。这一探索期间发布了全球首款可骑乘的智能机器马“小白龙”。通过四足机器人完成了电机、关节和控制系统的早期技术积累。

从2021年开始，小鹏内部已经开始研发双足人形技术了。2023年，小鹏收购鹏行智能并更名为“小鹏机器人”，将其正式纳入集团，紧接着发布了首款双足机器人PX5，人形方向落地。2024年9月，初代IRON发布，在2025年3月，就进入工厂实训，直接在汽车产线上拧螺丝、装配件。2025年11月5日，小鹏在科技日发布全新一代IRON，因极致拟人的形态和轻盈的步态受到了外界的热切关注。2026年第二季度，全新一代IRON有望通过跨域融合创新实现全面丰富的能力集成，带来远超现在市面上所有机器人的效果和体验。在2026年年底，小鹏汽车将率先规模量产高阶的人形机器人，人形机器人量产后将会首先进入商业场景提供服务，包括导览、导购和导巡。2026年年底，小鹏全新一代IRON有望进入小鹏汽车的各个门店、办公园区和工厂。此外，何小鹏总提出2030年销售量超100万台的目标。

图32：小鹏机器人业务发展历程



数据来源：小鹏汽车官网，广发证券发展研究中心

表3: 小鹏汽车机器人业务发展历程

时间节点	关键事件与里程碑	技术/战略亮点
2020年12月	收购四足机器人企业"多够",投资鹏行智能团队	从四足起步,积累电机、关节、控制系统,正式跨入机器人赛道
2021年9月7日	发布智能机器马 <b>"小白龙"第三代原型机</b>	全球首款可骑乘智能机器马
2021-2022	内部深耕双足人形机器人,定义L1-L5分级体系	复用汽车L4/L5自动驾驶经验,机器人分级标准领先行业,围绕智能驾驶、智能交互、智能机器人、飞行汽车四大维度探索进程与量产落地计划。
2023年9月	<b>收购鹏行智能</b> 并更名为小鹏机器人	将机器人业务进一步并入集团体系
2023年10月	发布 <b>首款双足机器人PX5</b> ,进入人形方向	正式进军人形机器人领域
2024年11月	发布 <b>初代IRON</b> ,全身关节自由度超60个	1:1拟人设计,与汽车工厂融合生产,开启实训练证
2025年2月	何小鹏公开:小鹏有望率先实现L3级人形机器人量产	L3=环境感知+部分自主决策,信心来自供应链+AI闭环
2025年3月	IRON进入工厂实训,面向规模化量产推进	政策建议+产业落地,机器人与汽车产线共生
2025年11月5日	<b>全新一代IRON</b> 披露关键形态与能力指标	女性形态、仿生皮肤、OLED脸屏,计划2026年底量产。发布四项重要应用,包括小鹏第二代VLA、小鹏Robotaxi、全新一代IRON,以及汇天两套飞行体系。宣布与宝钢达成合作,将开放人形机器人Iron的SDK,共同探索其在复杂工业场景中的应用。

数据来源: 小鹏汽车官网, 广发证券发展研究中心

把目光聚焦到产品本身,我们可以对比新一代IRON和特斯拉的Optimus Gen2,两者均为整车厂入局人形机器人行业,且有相对成熟的产品形态。从自由度与拟人化来看,IRON的全身关节自由度高达82个,更高的自由度意味着IRON能做更复杂的动作。特别是灵巧手,做到了1:1人手尺寸,拥有22个自由度,使用了行业最小的谐波减速器;外观上,IRON采用了仿生肌肉和柔性皮肤,步态更拟人,不像传统机器人那样机械僵硬。从芯片和算力配置上看,新一代IRON搭载了3颗自研的Turing芯片,算力超过2250TOPS,支持包含“视觉-语言-动作”(VLT+VLA+VLM)的物理世界大模型。

图33: 小鹏IRON与特斯拉OptimusGen2核心参数

核心参数	高度	重量	自由度	灵巧手	亮点	电池及续航	行走	芯片算力	大模型	场景	量产计划	价格区间
 IRON	178cm	约70kg	82个	1:1人手尺寸, 22个自由度 使用行业最小谐波减速器	仿人脊椎 仿生肌肉 全包覆柔性皮肤	固态电池 >500Wh/kg 续航: 全天	仿生肌肉 猫步步态 优雅拟人	≥2250TOPS 3颗自研Turing芯片	物理世界大模型 VLT+VLA+VLM	工厂实训, 拧螺丝、装配零件等高精度工作 未来面向导览、导购、导巡	计划2026年年底量产, 开放SDK 目标2030年年销量超过100万台	目标“与汽车同价”
 Optimus Gen2	173cm	约57kg	50个	11个自由度; 加入触觉感知	Tesla自研执行器 电子电气完全集成 无外露线束	2.3kWh锂电 续航: 4-8h	直立行走, 最高约2.2m/s 机械感	FSD+Dojo 单机具体TOPS未公开	-	2025年内内部测试 暂未对外大规模交付	2026年有限生产	未来目标售价2-3万美元

数据来源: 小鹏汽车官网, 特斯拉官网, 广发证券发展研究中心

## 2. 小鹏汇天: 陆地航母量产在即, eVTOL—A868正式亮相

小鹏汇天作为小鹏汽车重要的生态企业, 是小鹏在具身智能“空域”的延伸。小鹏汇天成立于2013年, 以“让飞行更自由”为使命, 致力于打造安全、智能、可规模化的低空出行产品, 覆盖个人飞行、城市通勤与公共服务等场景。2020年获得何小鹏及小鹏汽车共同投资后, 成为公司重要关联公司。公司研发与制造体系全面升级, 加速从技术试验向工程化过渡。2022年10月, 小鹏官网报道, 小鹏汇天旅航者X2在迪拜完成海外公开首飞, 成为中国飞行汽车在全球舞台亮相的重要里程碑, 也标志着汇天在飞控、自主安全与合规飞行方面达到国际展示水准。

2024年起, 小鹏汇天在融资、认证、产品与制造上进入规模化跃迁期。根据小鹏汽车官网报道, 2024年初, “陆地航母”飞行体的型号合格证(TC)提交申请并获得中国民航局受理, 这是迈向法规认证的关键一步。2024年5月, “陆地航母”飞行体(代号: X3-F)生产许可证(PC)申请正式获得民用航空管理局受理; 2024年7月, 小鹏汇天获得了1.5亿美元B1轮融资, 并于2024年10月启动建设全球首个利用现代化流水线进行大规模量产的飞行汽车工厂。2024年11月初, 小鹏汇天“三步走”产品战略及高速长航程的全倾转eVTOL首次对外发布; 2024年11月中旬, “陆地航母”在中国航展和广州车展上完成了首次公开飞行与载人飞行, 并斩获大量订单。

图34: 小鹏汇天“三步走”产品战略



数据来源: 小鹏汽车官网、广发证券发展研究中心

根据小鹏汽车官网报道,2025年年初,小鹏汇天携最新的分体式飞行汽车“陆地航母”参加被称为“科技界春晚”的北美CES,获得大量关注;2025年11月,工厂顺利试产并下线首台陆地航母飞行汽车的飞行车身,标志量产线的完成,该工厂的初始年产能为5,000台,满产时将扩展至10,000台,将于2026年大规模量产,截至小鹏2025年科技日,全球累计订单已超过7000台。与此同时,全倾转混电eVTOL—A868在2025年科技日正式公开亮相,2025年11月已完成首次试飞,目前已进入飞行验证阶段,凭借500km航程、360km/h最高航速与6座商务布局,满足多人长航程高速出行。汇天目前已构建汇天“双路线”立体化低空出行体系,完成“三步走”中的其中两步,正从领先研发走向真正意义上的全球飞行汽车产业化先行者,开启立体化低空出行新纪元。

图35: 陆地航母与A868共同构筑小鹏汇天当前的两大飞行体系



数据来源：小鹏汽车官网、广发证券发展研究中心

随着飞行汽车逐步走向商业化应用，低空出行场景正不断拓展，低空飞行商业化运营布局已经进入关键时期，汇天计划于2026年内在全国布局超过200家飞行营地，首批飞行营地最快将于2026年7月完成建设并试运营，更多人将亲身体验这一全新出行方式。为加速这一趋势落地，汇天将携手敦煌市政府，于2026年推出西北首条低空自驾旅游线路，打造自驾飞三维立体出游体验，让飞行汽车走向文旅应用。

#### 四、盈利预测和投资建议

公司目前主营业务为智能电动车整车研发、生产与销售，同时围绕智能驾驶、自研芯片及软件平台布局技术能力输出，并积极探索Robotaxi、机器人及飞行汽车等新业务方向。

- (1) **整车业务**作为公司核心收入来源，预计仍是未来三年收入增长的主要来源。2022-2024年，公司整车交付规模持续提升，在产品矩阵完善、渠道网络扩展及品牌认知提升的带动下，收入保持较快增长。进入2025年，公司在国内市场推进核心车型改款与增程产品导入，有望覆盖更广价格带与消费人群，带动交付规模中枢抬升；海外市场方面，随着欧洲及新兴市场渠道逐步完善、本地交付与售后体系逐步落地，海外销量贡献有望持续扩大，叠加海外ASP相对更高，对整体收入结构形成正向拉动。综合考虑国内产品周期推进节奏与海外销售爬坡进度，我们预计公司2025-2027年整车业务收入分别为739.0/1028.5/1337.1亿元，同比分别增长111.0%/39.2%/30.0%；其中

预计2025-2027年分别销售乘用车43.0/59.7/76.4万辆，销量同比增速分别为+112.1%/+38.8%/+28.0%；预计2025-2027年乘用车ASP分别为18.3/17.3/17.5万元，同比分别+2.5/-1.1/+0.3万元，其中25年ASP上行主要系售价更高的车型销量占比增加，预计26年ASP有一定下行主要系定位较低的Mona系列预计增速高于较其余车型，预计27年ASP较26年上行主要系更多高端车型占比推出后带来结构改善。

(2) **服务与其他业务**受与大众集团合作后收取技术授权费用增长影响24年呈现较高增速，后续随合作项目持续推进，2025-2026年有望维持较高增速，2027年随合作车型上市后放量，Lisence费用有望快速提升，我们预计公司2025-2027年服务与其他业务收入分别为65.5/78.6/117.9亿元，同比分别增长30%/20%/50%。

2024年公司整体毛利率处于相对低位，主要受新能源车型推广初期成本压力影响。随着销量规模持续提升、制造与采购端规模效应逐步释放，以及技术授权收入规模不断提升，公司整体毛利率有望稳步向上，预计25-27年毛利率分别为18.2%/19.4%/21.2%。分业务看，整车业务毛利率在产品结构改善及成本摊薄推动下预计稳步向上，预计25-27年毛利率分别为14.0%/16.0%/17.5%；服务与其他业务毛利率在高毛利率的技术授权费用占比持续提升背景下，24年毛利率有较为显著提升，预计25-27年在技术授权费用持续提升及研发进一步加大假设下，预计毛利率将稳定在65.0%的水平。

表4: 小鹏汽车核心主营业务收入拆分 (亿元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	268.6	306.8	408.7	804.4	1111.1	1475.0
同比增速 (%)	28.0%	14.2%	33.2%	96.8%	38.1%	32.7%
毛利率	11.5%	1.5%	14.3%	18.2%	19.4%	21.2%
汽车业务收入	237.7	302.3	350.2	739.0	1028.5	1337.1
同比增速 (%)	29.4%	27.2%	15.9%	111.0%	39.2%	30.0%
汽车业务毛利率	5.4%	5.8%	6.2%	14.0%	16.0%	17.5%
服务与其他业务收入	20.2	26.7	50.4	65.5	78.6	117.9
同比增速 (%)	113.0%	32.3%	89.0%	30.0%	20.0%	50.0%
服务与其他业务毛利率	36.8%	33.7%	57.2%	65.0%	65.0%	65.0%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

考虑公司仍处于盈利能力修复与利润释放的上行阶段，短期业绩波动对 PE 等基于利润的估值指标扰动较大，我们对小鹏汽车采用 PS 估值方法进行定价。

可比公司方面，选取特斯拉、理想汽车及蔚来汽车作为参考样本。从可比公司估值结构看，海外与国内新势力车企在市销率定价中枢上存在显著差异，其核心原因并非单一销量规模，而在于收入结构、技术资产属性及长期成长确定性的不同。特斯拉市销率长期高于行业平均水平，主要反映其软件化收入占比提升、FSD 等技术资产的独立定价能力及 Robotaxi 等长期成长空间。

小鹏汽车在智能驾驶、自研软硬件平台以及 Robotaxi、人形机器人等前沿领域的布局在国内新势力中具备领先优势，其估值特征应介于特斯拉与国内新势力之间。公司除整车业务规模扩张外，在智能驾驶技术平台化、软件与算法能力沉淀及前沿业务工程化（Robotaxi、人形机器人及飞行汽车）推进方面已逐步体现跨业务、跨场景的复用潜力，技术投入的中长期回报路径相对多元，长期成长弹性可期。基于上述判断，参考可比公司市销率区间及公司历史PS估值水平，给予公司 2026 年 1.5 倍 PS 估值，以港元/美元兑人民币0.89/6.94元计算，对应合理价值为97.96港元/股、25.13美元/ADS，首次覆盖给予“买入”评级。

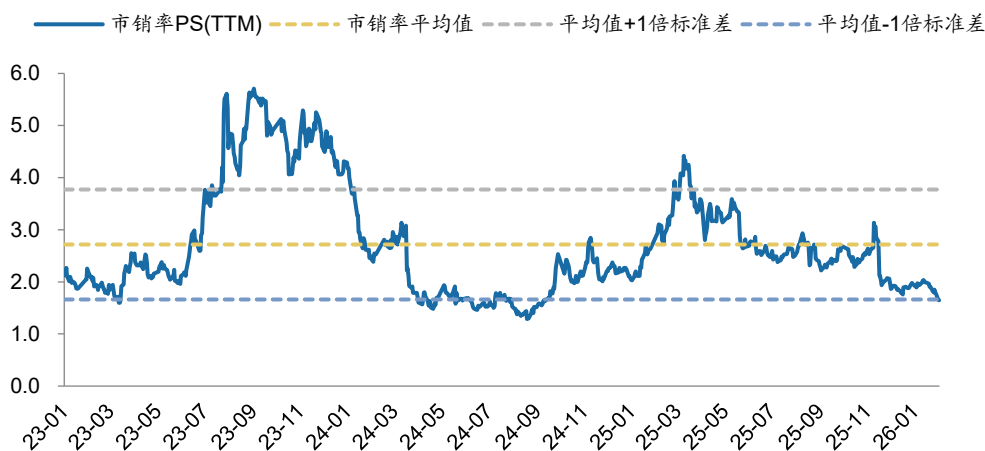
表5: 可比公司估值

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	营业总收入 (亿元)				市销率			
			2024A	2025A(E)	2026E	2027E	2024A	2025 A(E)	2026E	2027E
特斯拉	TSLA.O	16,151	977	948.3	1,115	1,364	13.3	17.3	14.5	11.8
蔚来汽车	09866.HK	943	657	887	1,290	1,498	1.0	1.1	0.7	0.6
理想汽车	02015.HK	1,412	1,445	1,204	1,541	1,839	1.3	1.2	0.9	0.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 可比公司营业收入为 Wind 一致预期, 其中特斯拉 2025 年收入为实际值, 其余为预测值; 特斯拉货币单位为美元; 各公司市值对应日期为 2026/2/1。

图36: 小鹏汽车2023年以来PS估值(倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

### （一）行业竞争加剧

汽车行业竞争加剧带来显著风险，随着全球及中国市场持续整合、品牌数量增多、消费者需求多样化，以及价格竞争愈发激烈，企业可能面临销量下滑、库存上升与价格压力加大等挑战，从而影响其经营表现、市场份额及盈利能力；若无法持续提升产品力与服务，或有效应对竞争对手的技术与价格优势，公司在未来市场中的竞争地位将可能受到不利影响。

### （二）政策性风险

受宏观经济调控、智能驾驶产业支持、环保标准、出口管制、税收调整等方面的政策变化，可能对企业的生产经营、市场准入、成本结构或盈利模式造成不确定性影响。若相关政策出现收紧、延迟或方向性调整，企业可能面临合规成本上升、市场需求波动或战略调整受限，从而对公司的业务发展、经营效率及财务状况产生不利影响。

### （三）新业务推进不及预期风险

小鹏汽车的未来成长依赖于智能驾驶、Robotaxi及人形机器人等新业务的推进，但由于技术进展、市场接受度及竞争环境的不确定性，若这些新业务未能按预期发展，可能会影响公司收入多元化及盈利模式的转型，进而对整体业绩和估值产生负面影响。

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产合计</b>	<b>54,522</b>	<b>49,736</b>	<b>79,664</b>	<b>84,626</b>	<b>96,995</b>
现金及现金等价物	21,127	18,586	35,134	31,899	36,750
应收账款及票据	2,716	2,450	1,788	1,235	819
存货	5,526	5,563	10,974	14,921	16,144
其他	25,152	23,137	31,768	36,572	43,282
<b>非流动资产合计</b>	<b>29,641</b>	<b>32,970</b>	<b>34,112</b>	<b>34,522</b>	<b>34,877</b>
固定资产净值	10,954	11,522	12,144	12,699	13,192
长期投资	5,120	6,452	6,952	7,452	7,952
商誉及无形资产	6,405	5,872	4,974	4,280	3,591
其他	7,161	9,124	10,042	10,092	10,142
<b>资产总额</b>	<b>84,163</b>	<b>82,706</b>	<b>113,776</b>	<b>119,149</b>	<b>131,872</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>36,112</b>	<b>39,865</b>	<b>70,151</b>	<b>73,580</b>	<b>81,802</b>
短期借款	5,287	6,510	6,510	5,510	4,510
应付账款及票据	22,210	23,080	47,552	49,737	58,118
其他	8,614	10,275	16,089	18,333	19,174
<b>非流动负债合计</b>	<b>11,722</b>	<b>11,566</b>	<b>13,998</b>	<b>13,998</b>	<b>13,998</b>
长期借款	6,428	6,442	6,442	6,442	6,442
其他非流动负债	5,294	5,124	7,556	7,556	7,556
<b>总负债</b>	<b>47,834</b>	<b>51,431</b>	<b>84,149</b>	<b>87,578</b>	<b>95,800</b>
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	34,498	29,181	27,534	29,477	33,979
其他	1,831	2,094	2,094	2,094	2,094
归母权益总额	36,329	31,275	29,628	31,571	36,072
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>36,329</b>	<b>31,275</b>	<b>29,628</b>	<b>31,571</b>	<b>36,072</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>84,163</b>	<b>82,706</b>	<b>113,776</b>	<b>119,149</b>	<b>131,872</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>30,676</b>	<b>40,866</b>	<b>80,443</b>	<b>111,111</b>	<b>147,496</b>
营业成本	30,225	35,021	65,842	89,527	116,235
毛利	451	5,846	14,602	21,584	31,260
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	5,014	5,532	7,562	9,444	12,095
行政管理费用	1,545	1,339	2,011	2,667	3,245
研发费用	5,277	6,457	9,171	10,000	12,980
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-11,384</b>	<b>-7,482</b>	<b>-4,142</b>	<b>-527</b>	<b>2,941</b>
利息收入	1,260	1,375	1,223	1,422	1,383
利息支出	269	344	421	406	376
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-30	386	1,850	1,778	1,475
除税前利润	-10,394	-5,831	-1,647	2,109	5,265
所得税	37	-70	0	63	527
<b>合并净利润</b>	<b>-10,431</b>	<b>-5,761</b>	<b>-1,647</b>	<b>2,045</b>	<b>4,739</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>-10,431</b>	<b>-5,761</b>	<b>-1,647</b>	<b>2,045</b>	<b>4,739</b>

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>956</b>	<b>-2,012</b>	<b>18,305</b>	<b>1,244</b>	<b>9,739</b>
合并净利润	-10,431	-5,761	-1,647	2,045	4,739
折旧与摊销	2,107	2,573	2,476	2,340	2,396
营运资本变动	7,333	-381	18,906	-1,768	3,704
其他非经营性调整	1,892	1,586	-1,429	-1,372	-1,099
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>631</b>	<b>-1,255</b>	<b>-1,336</b>	<b>-2,972</b>	<b>-3,275</b>
处置固定资产收益	8	170	1,850	1,778	1,475
资本性支出	-2,312	-2,428	-2,200	-2,200	-2,200
投资资产支出	2,138	1,014	-2,550	-2,550	-2,550
其他	796	-11	1,564	0	0
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>8,015</b>	<b>669</b>	<b>-421</b>	<b>-1,508</b>	<b>-1,613</b>
长期债权融资	2,996	669	0	0	0
股权融资	5,020	0	0	0	0
支付股利	0	0	0	-102	-237
其他	0	0	-421	-1,406	-1,376
<b>现金净增加额</b>	<b>9,588</b>	<b>-2,562</b>	<b>16,548</b>	<b>-3,236</b>	<b>4,851</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>14,714</b>	<b>24,302</b>	<b>18,586</b>	<b>35,134</b>	<b>31,899</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>24,302</b>	<b>21,740</b>	<b>35,134</b>	<b>31,899</b>	<b>36,750</b>

**主要财务比率**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
主营收入增长率	14.2%	33.2%	96.8%	38.1%	32.7%
营业利润增长率	-	-	-	-	-
归母净利润增长率	-	-	-	-	131.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	1.5%	14.3%	18.2%	19.4%	21.2%
净利率	-34.0%	-14.1%	-2.0%	1.8%	3.2%
ROE	-28.7%	-18.4%	-5.6%	6.5%	13.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.8%	62.2%	74.0%	73.5%	72.6%
有息负债率	13.9%	15.7%	11.4%	10.0%	8.3%
流动比率	1.5	1.2	1.1	1.2	1.2
利息保障倍数	-42.5	-20.6	-5.4	3.1	11.8
<b>营运能力</b>					
应收账款周转天数	38.7	22.8	8.0	4.0	2.0
存货周转天数	59.8	57.0	60.0	60.0	50.0
应付账款周转天数	217.0	232.8	260.0	200.0	180.0
<b>每股指标</b>					
每股收益	-5.53	-3.03	-0.86	1.07	2.48
每股净资产	19.25	16.46	15.50	16.51	18.87
每股经营现金流	0.51	-1.06	9.58	0.65	5.09
<b>估值比率</b>					
PE	-	-	-	56.0	24.2
PB	2.6	2.5	3.9	3.6	3.2
EV/EBITDA	-	-	500.8	26.4	13.0

## 广发汽车行业研究小组

闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013年加入广发证券发展研究中心。  
 陈飞彤：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。  
 周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年加入广发证券发展研究中心。  
 张力月：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021年加入广发证券发展研究中心。  
 罗英：高级分析师，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦 37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦 27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券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广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。