

小鹏汽车-W (09868)

新势力智能化先锋，韧性成长

证券研究报告

2023 年 01 月 15 日

投资建议

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	39 港元
目标价格	54.13 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,725.40
港股总市值(百万港元)	67,290.68
每股净资产(港元)	25.30
资产负债率(%)	45.06
一年内最高/最低(港元)	194.70/24.75

作者

于特 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050003
yute@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

以智能化为核心特色，通过差异化智能电动产品改善出行体验。作为造车新势力智能化的先锋，公司致力于通过差异化的智能电动汽车为消费者带来科技化出行体验；同时通过软件的快速更新迭代以及与硬件的紧密结合，引领智能电动汽车技术的创新，为消费者提供差异化的智能电动汽车产品。

平台化、模块化提升车型研发效率，新老车型迭代加速，拓展产品矩阵。小鹏目前在售四款车型，分别为 G3、P5、P7 和 G9，处于新老产品迭代的过渡期，G9 交付仍在爬坡阶段，下半年公司销量环比下滑。G9 是国内首款基于 800V 高压 SiC 平台的量产车型，搭载下一代电子电器架构，凭借 30 万以上的定价上探至中高端领域。23 年公司计划推出 3 款新车型，P7 改款、B 级 SUV 和 C 级车，新车在智能化、充电效率、电压平台等方面实现升级。新车型有望促进销量触底反弹，助推公司关键技术的落地。公司已完成三个整车平台的建设，平台化造车将大幅缩短车型研发周期，并实现有效降本。

深耕自动驾驶技术，由单场景向全场景应用过渡。公司具有智能驾驶软件的全栈自研能力，并持续加大研发投入，重点发力智能化领域、动力域以及车身域等重点领域。XPILOT4.0 可实现高速和城市内全场景的智能辅助驾驶，并且在此基础上逐步统一新车型的智能辅助驾驶软硬件平台；XNGP 则具备全场景智能辅助驾驶能力，是实现无人驾驶前辅助驾驶的终极技术形态，计划于 2023 年将逐步交付各项功能，2024 年完成全场景打通，实现从车位到车位的智能导航辅助驾驶能力。同时 Robatxi 也在研发当中，让其与辅助驾驶的主线形成良好的协同和反馈，反哺辅助驾驶。

补能体系持续扩张，有望推动高压快充技术的应用及普及。小鹏汽车的补能体系近年来持续扩张，截至 22 年 9 月 30 日，全国共有小鹏自营充电站 1011 座，包括超充站 806 座，目的地充电站 205 座，覆盖全国所有地级行政区和直辖市。配套补能设施的建设是支撑公司未来销量增长的重要基础，高压快充技术伴随补能体系的完善而落地，高压快充技术的优势有望随补能体系的完善而放大，更便捷的补能体验有望带动高电压平台下的车型销量增长。

调整组织架构及战略布局，积极应对困境及后续竞争。小鹏汽车 2019 年以来任命了三位新高管，三位高管的加入有望协助小鹏在国内团队体系建设、成本费用、战略规划管理、自动驾驶技术及北美团队运营等方面更进一步。G9 发布后，公司也对组织架构及战略部署进行了调整。组织架构的调整聚焦于公司的战略产品规划跟研发，以用户需求为导向，以获取更长期的、全球规模的客户为目的。对品牌和营销团队进行重组，将重心从“营销”向“营、销、服”全面发力，“打法”将更具进攻性，积极应对未来的市场竞争。

估值短期受销量预期催化，中长期应关注智能驾驶及 800V 高压充电平台等技术驱动下公司核心竞争力的加强。2022 年下半年，小鹏汽车遇到交付量下滑的瓶颈，在产品矩阵快速扩张的时期，新车更应关注产品定位，否则销量贡献将会出现边际递减现象，以及车型内部蚕食。当前交付处于底部区间，产能爬坡叠加明年新车型催化，销量有望触底反弹。公司在自动驾驶领域深耕多年，是国内新能源汽车行业的智能化先锋，始终秉承全栈自研智能驾驶系统的理念，技术发展的路径及规划清晰。同时随着补能网络的扩张，以及新车型将搭载下一代核心技术，前期技术投入有望进入收获期。

盈利预测及估值：我们预计，23 年销量为 20.5 万辆，22-24 年营业收入为 272.64 亿元、505.74 亿元、632.18 亿元，归母净利润为-61.38 亿元、-31.12 亿元、-0.51 亿元。根据我们测算，小鹏汽车 2023 年 PS 为 1.13 倍，考虑到公司后续车型新车型推出及放量，收入及盈利水平有望伴随销量提升以及成本控制能力的提高而边际改善，公司经营战略的优化调整，以及公司目前在手现金充足，给予公司 2023 年 1.6 倍 PS，目标价 46.90 元（54.13 港元）。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：汽车行业景气度下行风险，智能汽车渗透率提升不及预期，汽车行业竞争加剧，新能源汽车销量增长不及预期，缺芯影响汽车产量供给受限。

内容目录

1. 造车新势力三剑客之一，以智能化为核心特色	5
1.1 公司简介	5
1.2 产品定位	5
1.3 在售车型四款，销售结构逐渐改善	5
1.4 管理团队体系不断升级	6
1.5 多方资本入股，已完成美股、港股双重主要上市	7
1.6 “研、产、销”全球化布局，新产能持续投放	8
2. 主要车型	9
2.1 小鹏 G3：主打性价比的智能化家用 SUV	9
2.2 小鹏 P7：超长续航的智能轿跑	10
2.3 小鹏 P5：全球首款搭载双激光雷达的量产车型	12
2.4 小鹏 G9：首款基于 800V 平台量产的下一代智电 SUV	13
2.5 新车计划：2023 年 B 级 C 级各一款新车	14
3. 财务分析	15
3.1 财务基本情况：营收伴随销量增长，尚未实现盈利	15
3.2 收入分析：汽车销售为主，结构逐步改善	16
3.3 费用分析：持续研发投入，销售及管理费用随渠道扩张而增加	16
4. 行业分析	17
4.1 21 年起新能源汽车销量恢复高增长	17
4.2 造车新势力销量持续新高，消费者认同度提升	17
4.3 智能驾驶重新定义驾驶体验	18
4.4 对标特斯拉，造车新势力成长空间广阔	18
5. 公司优势分析	19
5.1 技术优势	19
5.1.1 持续研发投入，重视研发创新	19
5.1.2 全栈自研智能驾驶系统，由单场景向多场景过渡	19
5.1.3 搭载先进软硬件集成，具备持续 OTA 升级能力	20
5.2 生产优势	21
5.2.1 初期代工+逐步自建工厂	21
5.2.2 灵活的生产平台	22
5.3 渠道优势：直营+特许经营，全渠道销售模式	22
5.4 配套优势：补能体系快速扩张	23
5.5 人才优势：从传统车企、科技型企业引进人才	23
6. 盈利预测及投资建议	25
6.1 盈利预测	25
6.2 估值	25
7. 风险提示	26

图表目录

图 1：小鹏汽车历史沿革	5
图 2：小鹏汽车产品线	5
图 3：小鹏汽车分车型销量及增速（单位：辆，%）	6
图 4：小鹏汽车 2022 年第三季度车型销量占比	6
图 5：小鹏汽车研发布局	8
图 6：小鹏工厂产能规划	8
图 7：小鹏 G3 近一年月度销量及占比	9
图 8：小鹏 P7 外观	11
图 9：小鹏 P7 内饰	11
图 10：小鹏 P5 内饰	13
图 11：小鹏 P5 外观	13
图 12：小鹏 G9 座舱	14
图 13：小鹏 G9 扬声器布局	14
图 14：小鹏汽车营收及增速	15
图 15：小鹏汽车归母净利润及增速	15
图 16：小鹏汽车销售毛利率	15
图 17：小鹏汽车销售净利率	15
图 18：小鹏汽车分业务营业收入	16
图 19：2022Q3 小鹏汽车主营产品结构	16
图 20：小鹏汽车费用情况	16
图 21：2022 年 1-10 月 8 家新势力市占率	17
图 22：国内造车新势力龙头月销量（单位：辆）	17
图 23：L2 级自动驾驶乘用车市场渗透率	18
图 24：特斯拉全球销量（辆）及增速（%）	19
图 25：特斯拉 v.s 造车新势力月度销量（辆）	19
图 26：研发支出和研发支出占比	19
图 27：NGP 自动驾驶辅助驾驶	20
图 28：停车场记忆泊车	20
图 29：小鹏关键技术栈	21
图 30：广州智造基地	22
图 31：武汉基地总设计平面图	22
图 32：公司原有平台	22
图 33：门店数量及增速	23
图 34：小鹏自营充电站数量及增速	23
图 35：员工结构（截至 2022 年 6 月 30 日）	24
表 1：小鹏汽车核心管理团队	6
表 2：小鹏汽车主要融资历程	7

表 3: 港股融资额分配用途	7
表 4: G3 配置	9
表 5: G3 配置表	10
表 6: 小鹏 P7 与部分竞品配置对比	12
表 7: 小鹏 P5 配置表	13
表 8: 小鹏汽车盈利预测	25
表 9: 港股新势力上市公司估值参考	26

1. 造车新势力三剑客之一，以智能化为核心特色

1.1 公司简介

国内新势力造车三剑客之一。小鹏汽车是国内知名的造车新势力之一，公司成立于 2015 年，总部位于广州，是一家智能电动汽车设计及制造商，也是融合前沿互联网和人工智能创新的科技公司。

智能化+电动化双擎驱动的互联网基因智能电动车是小鹏汽车产品最大的差异化特色。小鹏汽车认为，智能汽车（AI+互联网+汽车）是下一个汽车时代的全新赛道。公司致力于通过差异化的智能电动汽车为消费者带来科技化出行体验；同时通过软件的快速更新迭代以及与硬件的紧密结合，引领智能电动汽车技术的创新，为消费者提供差异化的智能电动汽车产品。

图 1：小鹏汽车历史沿革



资料来源：小鹏汽车公众号、小鹏汽车官网、车主指南、天风证券研究所

1.2 产品定位

产品定位逐步提升，从面向年轻人的第一台智能汽车开始，逐步进军中高端市场，产品矩阵逐步完善。小鹏汽车目前在售 4 款车型 G3i、P7、P5 和 G9，定位分别为紧凑型 SUV、中型轿车、紧凑型轿车和中大型 SUV。随着 2022 年 9 月小鹏 G9 的上市，小鹏的产品矩阵更加完善，价格带进一步拓宽，产品定位随之提升。

图 2：小鹏汽车产品线



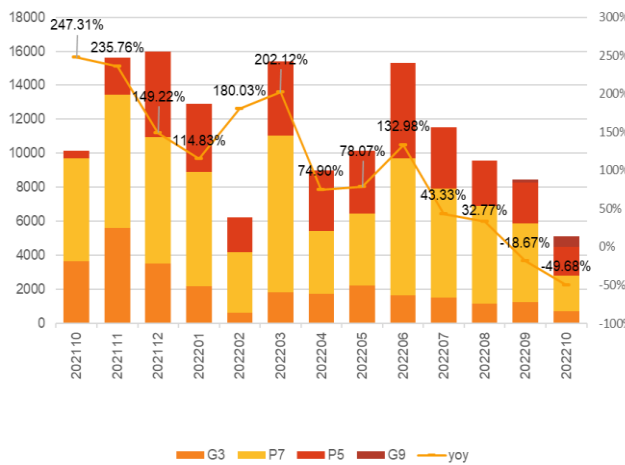
资料来源：招股说明书、小鹏汽车官网、天风证券研究所

1.3 在售车型四款，销售结构逐渐改善

整体销量近期有所下滑，销售结构逐渐改善。小鹏目前在售四款车型，其中 P7 仍为主力车型，G9 交付目前正处于爬坡阶段。当前小鹏面临产品结构的过渡，年初在经历疫情冲击后，交付量有所回落，后续快速调整，下半年公司销量出现环比下滑。我们认为，小鹏的主力车型 P7 推出时间较早，销售期间无重大更新迭代或推出改款，小鹏 P5 价格区间在 15-25 万的红海市场，竞争较为激烈，贡献量不大，而 SUV 小鹏 G9 目前仍处于产能爬升阶段，公司目前正处于新老交替的过渡期，销量短期下滑。我们认为，待 G9 销量进入稳

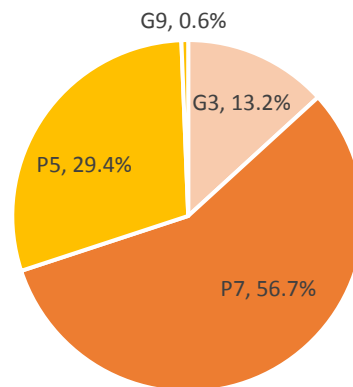
态，有望带动公司销量以及产品结构的进一步改善。

图 3：小鹏汽车分车型销量及增速（单位：辆，%）



资料来源：小鹏汽车公众号、天风证券研究所

图 4：小鹏汽车 2022 年第三季度车型销量占比



资料来源：小鹏汽车公众号、天风证券研究所

1.4 管理团队体系不断升级

互联网、汽车制造和战略融资三大领域融合的管理团队塑造小鹏汽车独特的 DNA。小鹏汽车核心管理团队何小鹏、夏珩、何涛及顾宏地分别来自阿里巴巴、广汽研究院及摩根大通，富有差异的管理团队兼具互联网和造车基因，驱动小鹏汽车持续创新，加速迭代。

“自动驾驶是使我们的智能电动汽车与竞争产品区分开来的关键因素。”何小鹏是 UC 优视联合创始人，曾任阿里巴巴移动事业群总裁。互联网出身的他不止一次向外阐述过自动驾驶是小鹏汽车安身立命的根本。

团队管理体系持续升级。近年来，小鹏汽车也在不断完善管理体系，2019 年小鹏汽车有三位高管加入，分别是前阿里巴巴文化娱乐集团副总裁、UC 优视科技高级副总裁王桐，前郑州宇通客车财务总监、福特大中华区首席财务官、江铃汽车首席财务官吕学庆，以及前高通公司工程副总裁 Benny Katibian。三位高管的加入有望协助小鹏在国内团队体系建设，成本费用及战略规划管理，自动驾驶技术及北美团队运营等方面更进一步。

创始人聚焦小鹏汽车自身运营及产品规划。根据 2022 年三季度业绩交流会，何小鹏表示小鹏汽车的生态企业小鹏汇天和小鹏鹏行已经完成了独立融资，并且具备了独立运营的能力。因此，何小鹏个人在生态企业的参与度会大幅度降低。联合创始人夏珩也于 2022 年 11 月 30 日辞去董事会的执行董事职务，将所有的精力聚焦在产品上面。

表 1：小鹏汽车核心管理团队

管理团队	背景	职位
何小鹏	UC 优视联合创始人 前阿里巴巴移动事业群总裁	董事长/执行董事/CEO
夏珩	此前于广汽研究院负责新能源汽车开发	联合创始人/总裁
顾宏地	前摩根大通亚太区投行主席	名誉副主席/总裁
何涛	此前于广汽研究院负责智能汽车控制系统开发	联合创始人/高级副总裁
吕学庆	前福特大中华区首席财务官	财务副总裁
王桐	前阿里巴巴文化娱乐集团副总裁	副总裁

廖清红	前奇虎 360 担任高级副总裁	销售副总裁/首席人才官
吴新宙	前高通自动驾驶负责人	自动驾驶副总裁
Benny Katibian	前高通公司工程副总裁	北美子公司首席运营官

资料来源：小鹏汽车官网、Wind、新浪财经、DoNews、有驾、天风证券研究所

1.5 多方资本入股，已完成美股、港股双重主要上市

多方资本入股助力中长期发展。成立以来，小鹏汽车获得了阿里巴巴集团、小米集团、IDG 资本、高瓴资本、红杉中国等顶级投资者的支持。截至上市前，小鹏汽车共经历 11 轮融资，累计融资金额超 188 亿元。

已完成美股、港股双重主要上市。2020 年 8 月 27 日，小鹏汽车以 XPEV 的股票代码登陆纽约证券交易所，募资 17 亿美元。2020 年 12 月，小鹏汽车完成上市后的首次增发，融资 25 亿美元，创下中概股史上最大规模的首次股票增发。2021 年 7 月 7 日，小鹏汽车于港股上市，发行价 165 港元。

表 2：小鹏汽车主要融资历程

日期	融资轮次	融资金额	投资方
2015 年 4 月	天使轮	1000 万人民币	微光创投、紫牛基金
2016 年 3 月	Pre-A 轮	4200 万美元	未披露
2017 年 6 月	A 轮	22 亿人民币	神州优车产业基金
2017 年 12 月	A+ 轮	未披露	阿里巴巴集团、纪源资本、晨兴资本、IDG 等
2018 年 1 月	B 轮	22 亿人民币	阿里巴巴集团、富士康和 IDG 资本
2018 年 2 月	战略投资	3 亿人民币	鸿海精密
2018 年 8 月	B+ 轮	40 亿人民币	春华资本、晨兴资本、何小鹏
2019 年 11 月	C 轮	4 亿美元	小米集团等
2020 年 7 月	C+ 轮	近 5 亿美元	Aspex、Coatue、高瓴资本、红杉中国
2020 年 8 月	美股上市	17 亿美元	-
2020 年 12 月	美股上市	25 亿美元	-
2021 年 7 月	港股上市	-	-

资料来源：Wind、天风证券研究所

港股二重上市融资超 160 亿港元，融资助力业务扩张。据公司公告称，此次 IPO 定价为每股 165 港币（约 137 元），本次实际发行 9708.33 万股，小鹏汽车在本次香港上市交易中募资约超 160 亿港元。

此次所得款项将按以下比例分配用途：在此次港股上市募集资金中，约 45% 用于拓展产品组合及开发更先进的技术；约 35% 用于提升品牌认知度，通过全渠道营销包括在国内及国际上增加销售及客户服务触点来加速业务扩张；约 10% 将用于提升生产能力，包括扩大产能、升级生产设备等；10% 用于一般公司运营用途。

表 3：港股融资额分配用途

比例	用途
45%	拓展产品组合及开发更先进的技术
35%	提升品牌认知度，加速业务扩张

10%	提升生产能力，包括扩大产能、升级生产设备等
10%	一般公司运营用途

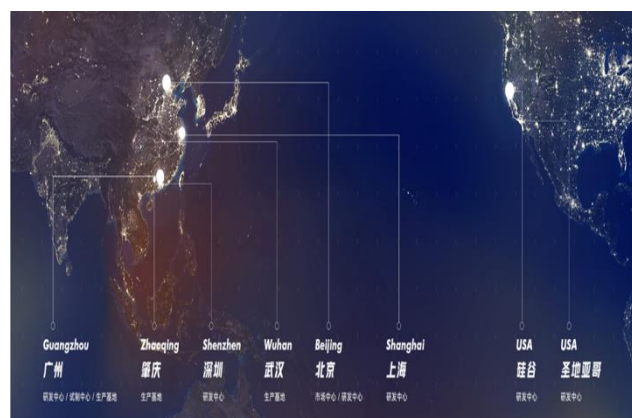
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

1.6 “研、产、销”全球化布局，新产能持续投放

总部位于广州，产销研全球化布局。成立七年多以来，小鹏汽车完成了全球化布局，公司研发总部位于广州，在北京、上海、深圳以及美国硅谷和圣地亚哥设立研发中心，并在肇庆、广州和武汉布局自建生产基地。员工是企业发展的基石，小鹏汽车坚持以开放包容的态度，开展跨地域、跨文化的沟通与融合，汇聚全球人才。截至 2022 年 6 月 30 日，小鹏汽车在全球拥有 13955 名员工，组建起一支规模化、多元化、重自研的人才团队，其中研发人员 5554 人，占比达到 39.80%。

肇庆、广州、武汉工厂产能布局：目前小鹏汽车更加关注产量逻辑，公司希望通过不同平台、不同车型之间的互相备份来提高产量。

图 5：小鹏汽车研发布局



资料来源：小鹏汽车官网、天风证券研究所

图 6：小鹏工厂产能规划

位置	规划产能（万辆）
肇庆	10
海马	15
广州	10
武汉	10

资料来源：小鹏汽车官网、天风证券研究所

2. 主要车型

2.1. 小鹏 G3：主打性价比的智能化家用 SUV

发布时间：2018 年 12 月 12 号

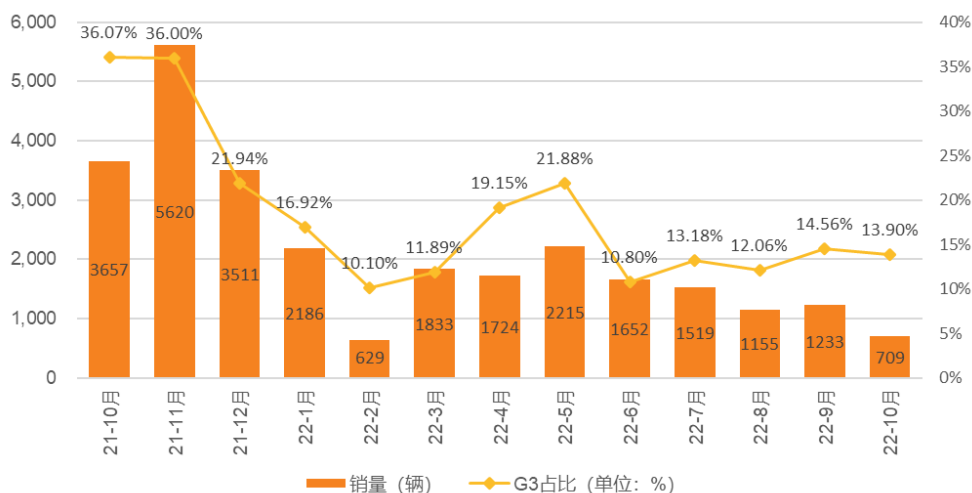
售价区间：16.89 万元-18.19 万元

车型亮点：紧凑型 SUV；智能化驾驶体验

G3 亮点：XPILOT2.5 自动驾驶辅助系统、全自动一键智能泊车

安全双认证：C-NCAP 五星安全 AI 语音智能交互 & 中保研四项优秀成绩

图 7：小鹏 G3 近一年月度销量及占比



资料来源：小鹏汽车微信公众号、车主之家、天风证券研究所

表 4：G3 配置

<p>XPILOT 2.5 自动驾驶辅助系统</p>	12个 超声波雷达	3个 毫米波雷达
	4个 车身摄像头	1个 前向摄像头
多物体识别	车道线 行人	多种车辆 障碍物
<p>XPILOT OS 车载智能系统</p>	车载应用商城	远程APP操控
	整车OTA升级	智能导航 音乐与有声读物 语音助手

资料来源：小鹏汽车官网、天风证券研究所

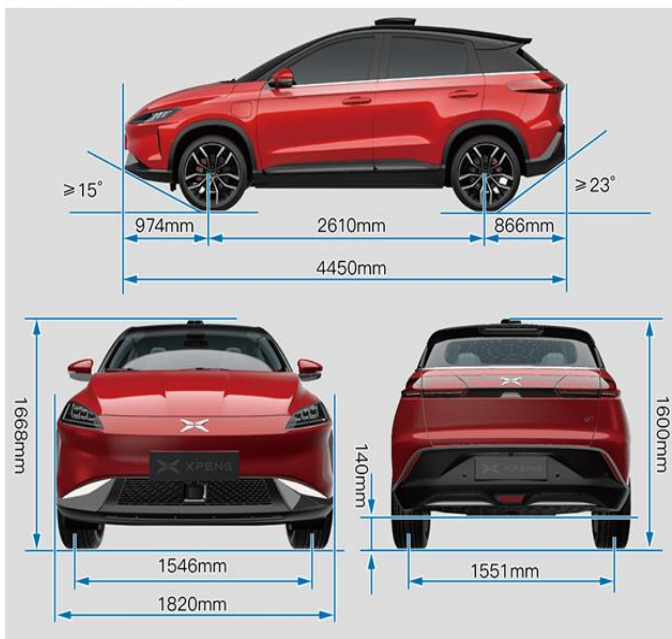
- XPILOT 2.5：**小鹏G3搭载了多达20个传感器，有12个超声波雷达、5个高清摄像头、3个毫米波雷达，对道路、车辆、行人、障碍物等进行精准识别，并反馈给智慧芯片，得到更适合中国路况的自动辅助驾驶和多场景全自动泊车方案，从而实现XPILOT 2.5级智能驾驶。
- XPILOT OS车载智能系统：**除传统车机功能外，自主研发的XPILOT OS车载智能系统，从远程控制、AI智能以及不断拓展的V2X，3个层面深度确立了自己的智能优势。当你坐进G3，便能感受到它的生命力，它能认出你，并能主动为你提供贴心服务，甚至时刻监控你的健康状态。
- 超级泊车自动辅助：**融合超声波系统和全景视觉系统，小鹏汽车泊车技术已覆盖70%场景，实现有线框和无线框的平行、垂直车位和有线框的斜方车位的自动泊入泊出，成功率高达90%。

表 5：G3 配置表

小鹏G3	配置	小鹏G3	配置
车型	悦享版 智享版 尊享版	电池类型	三元锂电池
长宽高	4450*1820*1610 4450*1820*1610 4450*1820*1678	电池防尘防水等级	IP68
轴距	2625	NEDC综合工况续航里程	520km
轮距前/后	1546/1551	直流快充时间(30%充至80%)	≥30min
座位数	5	交流慢充时间(30%充至80%)	≥5.5h
整备质量	1637kg	悬挂系统	前麦弗逊式独立悬架/后扭力梁式半独立悬架
行李厢容积	380L	制动系统	前通风盘式刹车/后实心盘刹车
最小转弯直径	10.7m	制动能量回收模式	低/中/高
最小离地间隙	130	风阻系数	≥0.29
驱动形式	前置前驱	智能泊车系统	
电机类型	第二代永磁同步电机	LCC车道居中辅助系统	
电机最大功率/最大扭矩	145kW/300N·m	AI智能	
100km/h加速时间	≥8.6s	顶棚材质	高级织物 高级织物 麂皮
最高车速	170km/h		



因其出彩的跨界设计，获得世界著名的2019年度“iF”设计大奖。整车大量采用星河曲线设计，风阻系数仅为0.29，同时视野提升。



C-NCAP五星安全标准：全铝笼式；整车安全架构

70%高强度钢；6.7%超高强度钢；7.5%热成型钢

资料来源：小鹏汽车官网、天风证券研究所

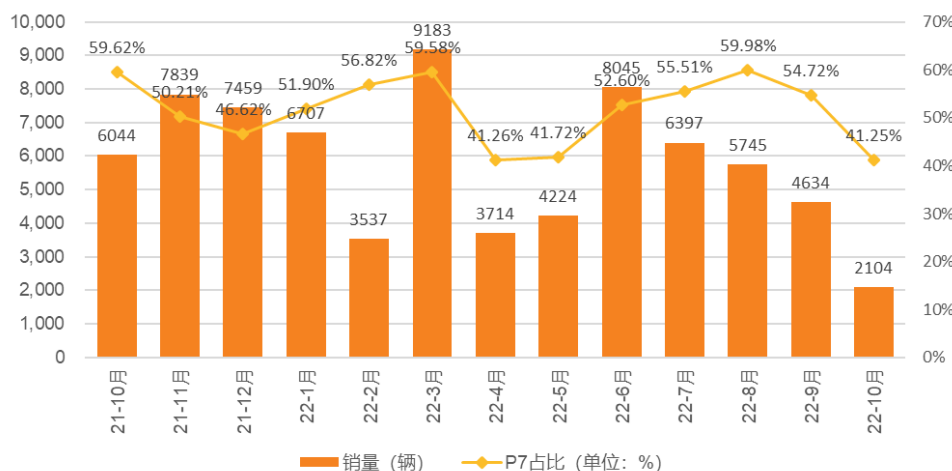
2.2. 小鹏 P7：超长续航的智能轿跑

发布时间：2020 年 4 月 27 日

售价区间：23.99 万元-34.99 万元

P7 亮点：XPiLOT 3.0 自动驾驶辅助系统、Xmart OS 车载智能系统、丹拿音响移动音乐厅、706kmNEDC 综合续航、鹏翼门

图 9：小鹏 P7 近一年月度销量及占比



资料来源：小鹏微信公众号、车主之家、天风证券研究所

小鹏 P7 核心亮点：一个 SEPA 平台，全面智能体验：基于 SEPA 平台打造的 P7，有完善的车载神经网络，内置强大的双擎处理器，数据处理能力相比上一代的小鹏智能汽车实现跃变，智能场景再次扩展，并实现整车 OTA，智能体验全面升级。信息传输速率提升 200 倍、信息安全模块算力提升 8 倍自动驾驶核心计算平台安全性 ASIL D 级、百兆以太网络的电子电器架构 100%联网

两个引擎，双倍智能：SEPA 平台内置自动驾驶芯片与智能服务引擎，数据感知与数据处理能力成倍提升。相比无引擎设计，智能双擎可感知更广，反馈更快，识别更准，体验更流畅。自动驾驶引擎使用 NVIDIA DRIVE Xavier™，英伟达高性能系统级自动驾驶芯片；智能服务引擎使用高通骁龙™ 820A，高通研发车用处理器，越级配置。

从里到外，升级至新体验：在 SEPA 平台的支持下，P7 不仅能实现车载 APP 的升级与添加，在 ECU 控制下的车辆功能也可以实现升级调整，真正实现整车可控的 OTA。

2023 年将推出改款，全方位升级。小鹏 P7 作为公司的主力车型，对公司的营收及利润持续贡献，但自推出以来已经过去了一定时间，期间并未推出改款，其智能化配置较 G9 和 P5 已经有些许落后。根据 22Q3 公司业绩交流会，2023 年 P7 也将推出改款车型，P7 改款的目标是反映公司的技术进步，与 G9 相比，P7 将搭载同样先进的智能驾驶系统，也将拥有更快的充电能力，可以应用更高电压的充电平台，以及修复和升级一些之前的反馈的缺点。因此新版本的 P7 产品竞争力会有明显的提升，P7 系列销量有望明显反弹。值得一提的是，新款 P7 的研发受益于共享平台，可以有效实现降本，利润率有望与当前 P7 版本持平，有望对公司的盈利继续贡献。

图 8：小鹏 P7 外观



资料来源：小鹏汽车官网、天风证券研究所

图 9：小鹏 P7 内饰



资料来源：小鹏汽车官网、天风证券研究所

表 6：小鹏 P7 与部分竞品配置对比

车型		小鹏 P7	特斯拉 model 3
价格	综合补贴后全国建议零售价 (元)	239900-349900	265900-349900
空间	长宽高(mm)	4880/ 1896/ 1450	4694/1850/1443
	轴距(mm)	2998	2875
性能	0-100km/h加速	6.7s/4.3s	3.3s
	续航	480km-706km	468km/605km
	电池	60.2kWh	55-76.8kwh
智能	智能配置	Xmart OS 车载智能系统	15 英寸触摸屏 OTA 空中软件更新
	自动辅助驾驶	XPILOT 自动驾驶辅助系统	Autopilot 自动辅助驾驶 完全自动驾驶能力(+6.4万)
服务	充电服务	免费充电服务每年3000度电费充电额度(首任车主) 家用充电桩	超级充电站 家充电桩 (+8000)
	质保/服务政策	动力电池终身质保(首任车主, 非运营) 整车5 年或 12 万公里 三电8 年或 16 万公里	整车 4 年或 8 万公里 8 年或 16 万公里/8 年或 19.2 万公里(长续航版、Performance 高性能版)

资料来源：各公司官网、天风证券研究所

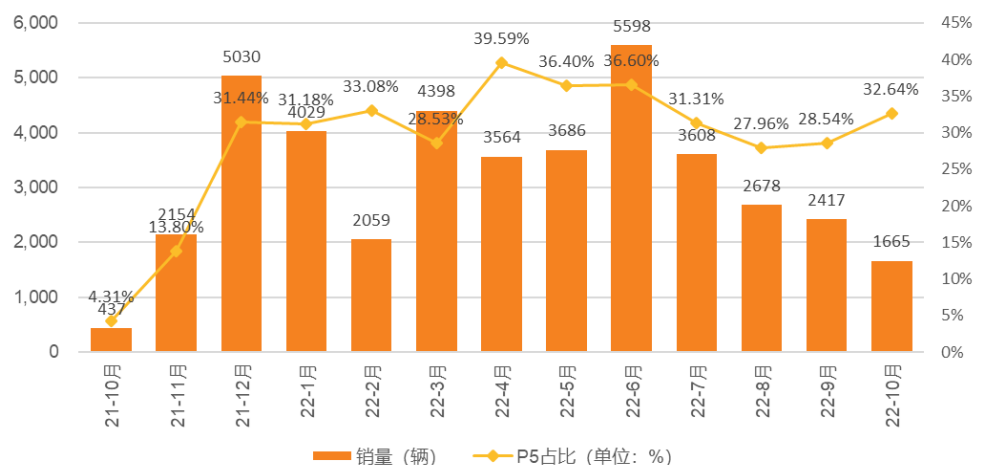
2.3. 小鹏 P5：全球首款搭载双激光雷达的量产车型

上市时间: 2021 年 9 月 15 日

售价区间: 17.79 万元-24.99 万元

P5 亮点: 智驾 | XPILOT 3.5 自动驾驶辅助系统 智控 | Xmart OS 3.0 车载智能系统
智享 | 鹏友定制,玩趣零压第三空间 智美 | X Robot Face 生动力智能美学
智信 | X-Safety & X-HP 无忧安全&实在续航

图 12：小鹏 P5 近一年月度销量及占比



资料来源：小鹏微信公众号、车主之家、天风证券研究所

360° 双重感知融合, 多达 32 个感知传感器。融合视觉、雷达、高精度定位单元(GNSS+IMU) 进行环境感知, 感知能力更强, 更适合中国复杂路况。

更高阶的自动驾驶辅助驾驶, 同级率先实现 NGP 自动驾驶辅助驾驶, 覆盖高速、城市快

速路及部分城市道路，高频驾驶场景应对自如。

激光雷达，全球率先量产上车，双激光雷达，覆盖前方横向 150° 视野，最远探测距离达 150m 测距精度厘米级，角度分辨率达 0.16°，空间分辨率更高感知不受环境光影响，行人、道路异物的检测能力全面提升。

表 7：小鹏 P5 配置表

小鹏P5	配置	软件系统	智能导航	●	智美
车长 ²	4808	自动驾驶辅助系统 XPILOT2.5	●	●	光剑3.0 LED 贯穿灯
轴距 ²	2768	自动驾驶辅助系统 XPILOT3.5 ³	●	●	LED智能交互灯语
智驾--感知系统		停车场记忆泊车 ³	●	●	1.493m ² 全景天幕车顶
定制车规级激光雷达	2个	高速自动导航辅助驾驶 ⁴	○	○	风阻系数
高精毫米波雷达	5个	城市自动导航辅助驾驶 ⁵	○	○	0.223
超声波传感器	12个	智控		智信	
自动辅助驾驶环视摄像头	4个	第三代高通骁龙旗舰级数字座舱平台 (SA8155P 芯片)	智享		电池无热蔓延安全设计
自动辅助驾驶高感知摄像头	9个	15.6英寸悬浮全触控屏	NEDC综合工况续航里程 ²	600km	IP68防尘防水
高级驾驶辅助地图	○	12.3英寸高清全液晶智能仪表	直流快充时间 (30%充至80%)	≥ 30min ⁸	Xfreebreath 智能空气净化系 (PM2.5检测与净化/ 空调自干燥防霉/有害气体检测报警)
自动驾驶辅助系统处理器	Xavier超级计算平台	“你好 小P”AI 语音助手	Xpeng高级环绕音响系统 (8扬声器)	●	自动双温区空调
高精定位单元 (GNSS导航系统+IMU 惯性测量单元)	●		仪表台扬声器可升降 (带多色氛围灯)	●	热泵空调
			尊享舒适太空座舱	●	X-Safety 全面主被动安全(6安全气囊 ESP,FCW,AEB, LDW,FDW,BS D等)
			主副驾座椅	Nappa真皮座椅	●

资料来源：小鹏汽车官网、天风证券研究所

图 10：小鹏 P5 内饰



资料来源：小鹏汽车官网、天风证券研究所

图 11：小鹏 P5 外观



资料来源：小鹏汽车官网、天风证券研究所

2.4. 小鹏 G9：首款基于 800V 平台量产的下一代智电 SUV

上市时间：2022 年 9 月 21 日

售价区间：30.99 万元-46.99 万元

G9 亮点： 智驾 | XPILOT 4.0 自动驾驶辅助系统
智控 | Xmart OS 4.0 车载智能系统
智享 | 沉浸式 XOPERA 5D 音乐座舱
智美 | X BOT FACE 3.0 生动力智感美学

智信 | X-EEA 3.0 电子电气架构& 800V 高压 SiC 平台 无忧安全&实在续航

交付逐渐爬坡。G9 是小鹏精心打造的旗舰 SUV 车型,于 2022 年 9 月 21 日正式上市发售,9 月开始小批量交付,目前产能处于爬坡阶段。G9 搭载了业界领先的 800V 高压动力平台以及下一代智能服务驾驶平台和电气架构。公司希望 G9 的舒适感、豪华感能够成为同级别产品的标杆和旗舰,期待 G9 能够成为智能纯电中大型 SUV 市场的热门车型。

小鹏 G9 电池:最高 702km 续航,是国内首款基于 800V 高压 SiC 平台的量产车;充电 5 分钟可增加 200km 续航里程。

小鹏 G9 座舱:环抱式座舱,配备双 14.96 英寸高清联体智能屏;副驾专属腿托,200*87mm 超大尺寸智能美妆镜;后排支持加热及靠背角度调节,配备象鼻式宽大腿托。

小鹏 G9 音响:配备丹拿系列音响系统,全车 28 个声学单元,总功率 2250 瓦;利用杜比全景声技术,让乘客拥有沉浸式 5D 感官体验。

小鹏 G9 智能辅助驾驶系统:搭载下一代智能辅助驾驶系统 XPILOT 4.0,配备双 NVIDIA DRIVE Orin 芯片和 31 个感知元件;拥有流畅无感人机交互,解锁 3D UI 新视界。

图 12: 小鹏 G9 座舱



资料来源:小鹏汽车公众号、天风证券研究所

图 13: 小鹏 G9 扬声器布局



资料来源:小鹏汽车公众号、天风证券研究所

2.5. 新车计划: 2023 年 B 级 C 级各一款新车

在 2023 年,公司预计在新打造的 B 级车平台跟 C 级车平台各推出一款新车。这两款新车型能实现多项全球第一的技术创新,公司期望这两款车成为同级别车型里面的颜值担当。这两款车加上现在小鹏的现有的车型,将覆盖 15-40 万价格区间,产品矩阵将会更加完善,并会进一步加强在各个细分市场的领先优势。

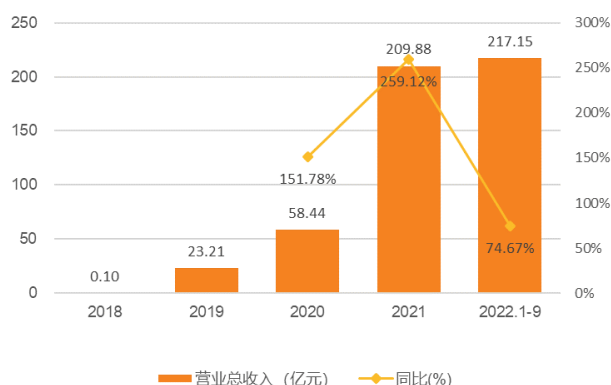
3. 财务分析

3.1. 财务基本情况：营收伴随销量增长，尚未实现盈利

上市至今，营收伴随销量快速增长。2021 年公司营业收入 209.88 亿元，同比增长 259.12%；22 年 1-9 月营业收入 217.15 亿元，同比增长 74.67%；

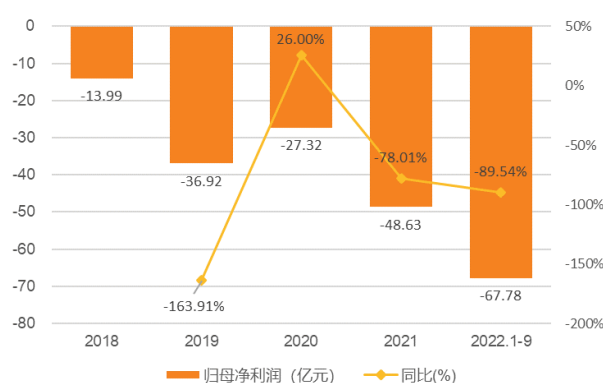
成立至今，尚未实现盈利，新车型研发及渠道拓展使亏损有所扩大，22Q3 亏损环比收窄。2021 年公司的归母净利润为-48.63 亿，22 年 1-9 月归母净利润-67.78 亿元，前三季度的累计亏损总额已超过 2021 年全年的亏损总额。但是，22Q3 公司亏损环比改善，22Q3 单季度亏损 23.8 亿元，较 22Q2 亏损 27.0 亿元有所收窄。

图 14：小鹏汽车营收及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 15：小鹏汽车归母净利润及增速

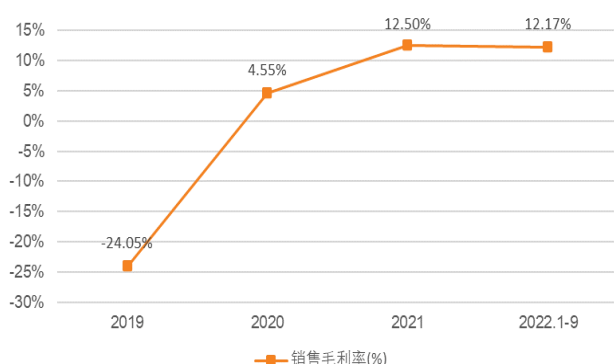


资料来源：Wind、天风证券研究所

毛利率随销量提升快速改善，2022 年受原材料价格上涨影响承压。得益产销量增长带来的规模效应，以及成本管控能力加强，公司综合毛利率已于 2020 年转正，19 年至 22Q3 毛利率分别为-24.05%、4.55%、12.50%、12.17%。

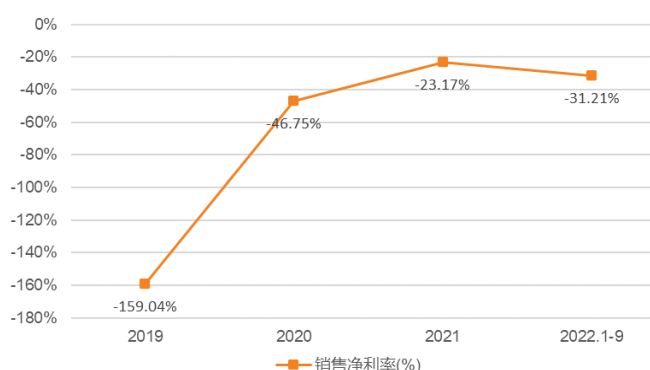
研发投入及三费支出仍较大，净利润为负。19 年至 22Q3 净利率分别为-159.04%、-46.75%、-23.17%、-31.21%。

图 16：小鹏汽车销售毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 17：小鹏汽车销售净利率



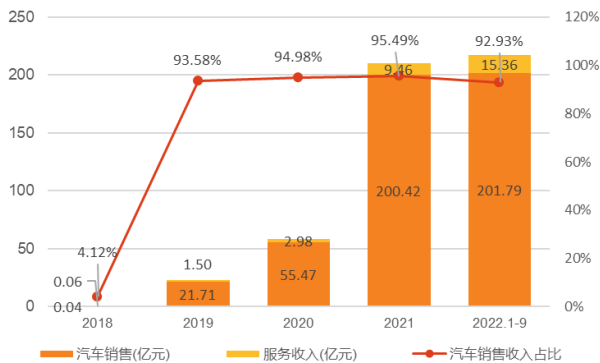
资料来源：Wind、天风证券研究所

3.2. 收入分析：汽车销售为主，结构逐步改善

卖车为主要收入来源，服务收入占比仍较低。公司主营业务收入的核来源为汽车销售，在售产品包括 G9、P7、P5、G3 四款车型，目前 G9 交付量仍处于爬坡阶段，贡献不大。公司自 19 年起，汽车销售收入占比维持在 90%以上，22Q1-Q3 汽车销售收入占比为 92.93%。

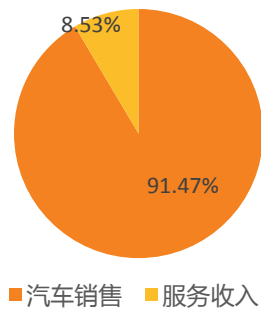
公司正处于产品更新换代的过渡期。22 年 9 月小鹏的首款 SUV 车型 G9 的上市，价格区间向上打开，新车型的交付伴随着产能得调整，我们认为，待 G9 销量达到稳态后有望推动公司汽车销售收入提升，进一步改善收入结构。

图 18：小鹏汽车分业务营业收入



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：2022Q3 小鹏汽车主营产品结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

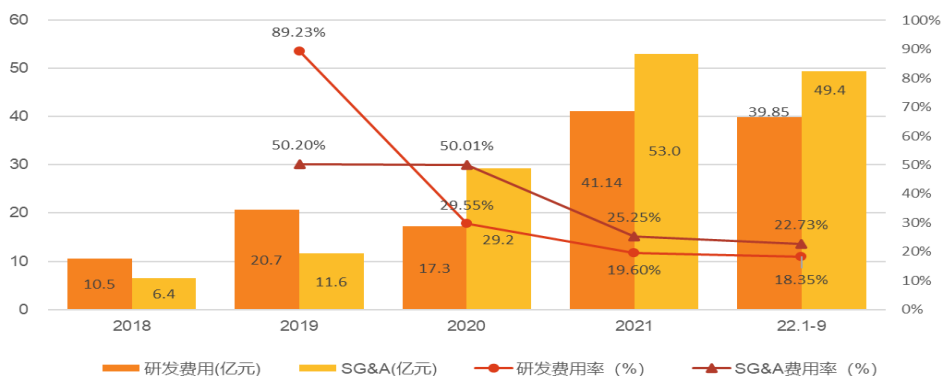
3.3. 费用分析：持续研发投入，销售及管理费用随渠道扩张而增加

研发费用率逐年降低，研发投入金额仍维持高位。2018 年至 22 年 Q1-Q3，研发支出分别为 10.5 亿元、20.7 亿元，17.3 亿元，41.4 亿元，39.85 亿元，前期高额研发投入为新车及智能化技术等软硬件落地提供基础。22Q3 研发费用为 15.0 亿元，同环比均增加 18.5%，公司持续研发投入，研发用于支撑未来收入增长的新车型，以及支付研发人员的薪酬。

销售及管理费用逐步提升。2018 年至 22 年 Q1-Q3，市场、销售和管理合计费用分别为 6.4 亿元、11.6 亿元，29.2 亿元，53.0 亿元，49.4 亿元。22Q3 SG&A 费用为 16.3 亿元，同比增加 5.7%，环比减少 2.3%。同比增长主要由于销售服务网络的扩张带来的相关人员成本的增加，环比改善主要系经营费用的减少。

加强成本管控，后续费用率有望持续下降。公司中长期目标是将整体毛利率提升至 25%以上，根据 22Q3 业绩交流电话会，公司表示当前已完成产能建设与新车型平台的建设，预计 23 年的研发费用有望持平或下降，公司成本控制能力不断提升，23 年 SG&A 费用率也有望下降。

图 20：小鹏汽车费用情况



资料来源: Wind、公司三季报、天风证券研究所

4. 行业分析

4.1. 21 年起新能源汽车销量恢复高增长

国内新能源汽车销量增速稳定，全球份额比重居于高位。根据乘联会报告，2022 年中国新能源汽车销量预期由此前的 600 万上调至 650 万，2023 年有望达到 840 万辆。我们认为，近期比亚迪宣布将在 23 年上调指导价，有望对年底需求进行刺激，2022 年新能源乘用车销量有望达到 650 万，渗透率达到 27%-28%。

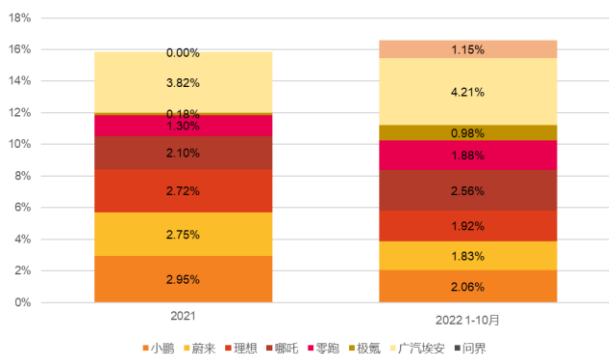
多方资本入局，电动智能赛道已成为全球最大创业风口。中国作为全球最大的智能汽车市场之一，正全力迎接智能化转型的趋势，同时已获得国家层面的大力支持。智能汽车产业链自上而下打开，多家整车企业及科技型企业已切入赛道。

4.2. 造车新势力销量持续新高，消费者认同度提升

随着新能源汽车销量的快速攀升，新势力品牌各自的特色和标签逐步凸显，随着产品逐渐受到消费者的认可，头部新势力品牌的市场占有率也在不断提升。目前，已有 8 家主流造车新势力品牌，包括新势力三剑客蔚来、理想、小鹏，三家凭借差异化的产品力，贴近消费者的服务，独特的造车理念，近年来整体销量呈现稳步向上态势；二梯队包括哪吒、零跑、广汽埃安受益于更加亲民的价格，销量后来居上。

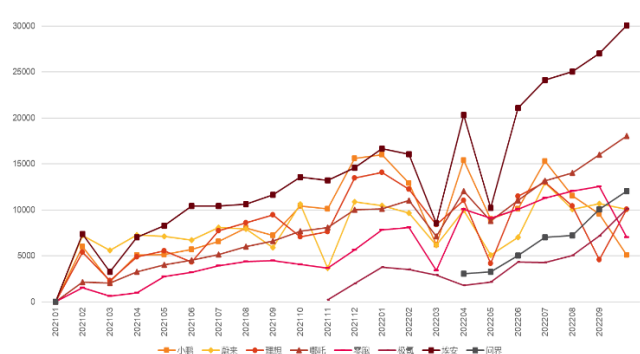
从市占率角度，2019 年主要上量的造车新势力国内市场市占率仅为 6.2%，而 2021 年 7 家主流新势力市占率已达 15.8%，22 年 1-10 月，8 家主流新势力品牌（加问界）的市占率提升至 16.59%。由此可见，消费对造车新势力的接受度已大幅提升。

图 21: 2022 年 1-10 月 8 家新势力市占率



资料来源: 中汽协、各公司官方微信公众号、天风证券研究所

图 22: 国内造车新势力龙头月销量 (单位: 辆)



资料来源: 中汽协、各公司官方微信公众号、天风证券研究所

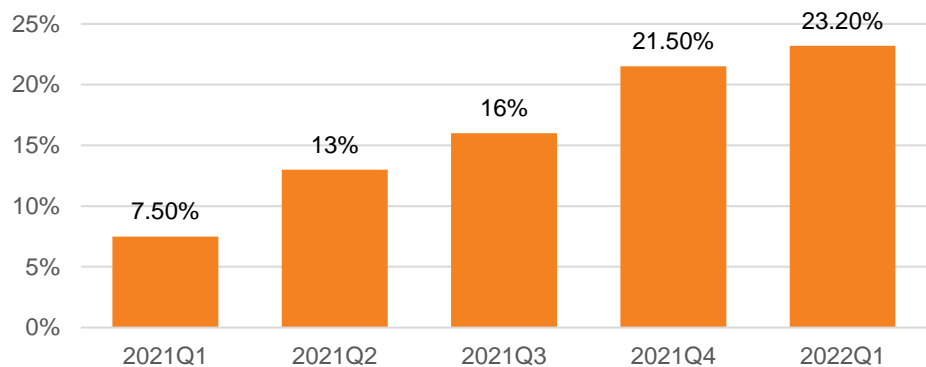
4.3. 智能驾驶重新定义驾驶体验

自动驾驶重新定义驾驶体验。智能驾驶的时代已经到来，目前上市的车型已逐步搭载 L2 及以上的智能驾驶系统，在辅助驾驶员进行驾驶操作的同时也给驾驶带来了不同的体验。根据亿欧智库的数据，2020 年 L2 级自动驾驶渗透率为 9%，2021 年为 18%，预计 2022 年 L2 及以上的自动驾驶的渗透率有望提升至 25%，2025 年预计提升至 37%，L3 及以上渗透率达 5%。根据 IDC 于 22 年 5 月发布的报告，2022 年一季度 L2 级自动驾驶在乘用车市场的新车渗透率达 23.2%。

我们认为，当前市场正处于 L2 向 L3 转换的过渡阶段，当前 L3 级自动驾驶技术已相对成熟，待相关法规进一步完善即可实现落地。2022 年新势力旗下发布的多款新车，其搭载的软硬件水平最高能够满足 L4 级自动驾驶的需求，L4 级自动驾驶测试数据也在加速累计中，随着国内新能源汽车销量快速，各车企持续不断加大自动驾驶技术相关的研发投入，搭配支持高级别自动辅助驾驶的新车型持续发布，L3 及以上智能驾驶技术有望加速落地，渗透率提升速度有望快于市场预期。

中国消费者容易接受先进的车载科技，互联网及 OTA 日益普及。根据 IHS Markit 调查，中国消费者比全球其他主要地区的消费者更容易接受新的车载科技，如互连、OTA 更新及自动驾驶。车载科技功能已成为中国消费者进行购车决策的重要因素之一。

图 23：L2 级自动驾驶乘用车市场渗透率



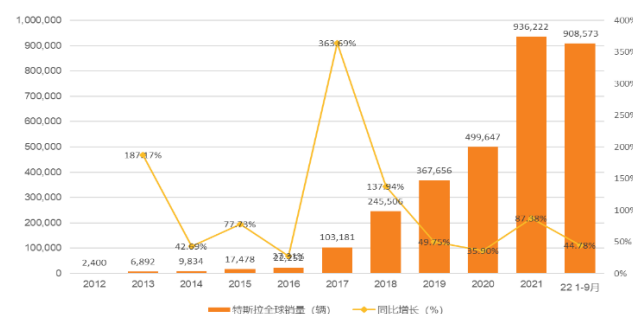
资料来源：IDC 22 年 5 月发布的报告、天风证券研究所

4.4. 对标特斯拉，造车新势力成长空间广阔

特斯拉仍是全球汽车电动化智能化引领者。特斯拉于 2017 年 7 月开始交付 Model 3，其全球销量随着产能释放自 2018 年起呈指数爬坡，2020 年全球销量近 50 万辆，同比总计 +35.9%；2021 年全球销量 93.62 万辆，同比 +87.4%，22 年 1-9 月，特斯拉全球共计销售 90.86 万辆，同比 +44.78%；2020 年 2 月特斯拉国产版开始交付，20 年交付 13.5 万辆，21 年交付 47.3 万辆，同比 +249.3%，22 年受到 4 月上海疫情影响，交付量因上海工厂的停产而大幅下降，但 5 月产能在复工复产后快速爬升，22 年上半年交付 29.5 万辆。

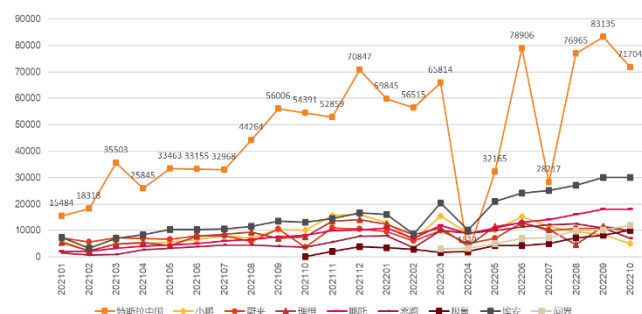
以特斯拉为师，国内造车新势力成长空间广阔。各家造车新势力销量及品牌稍逊于特斯拉，但因自主品牌更加理解国内消费者需求，响应速度更快，供应链更加多元化，后续成长空间广阔，存在赶超的机会。根据中汽协的数据，2021 年主流的 8 家新势力销量合计占新能源乘用车销量的 15.83%，特斯拉中国占比 14.24%，22 年 1-10 月主流的 8 家新势力销量合计占比提升至 16.59%，特斯拉中国占比 11.00%，国内自主品牌份额提升较快，成长空间广阔。

图 24：特斯拉全球销量（辆）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 25：特斯拉 v.s 造车新势力月度销量（辆）



资料来源：中汽协、各公司官方微信公众号、天风证券研究所

5. 公司优势分析

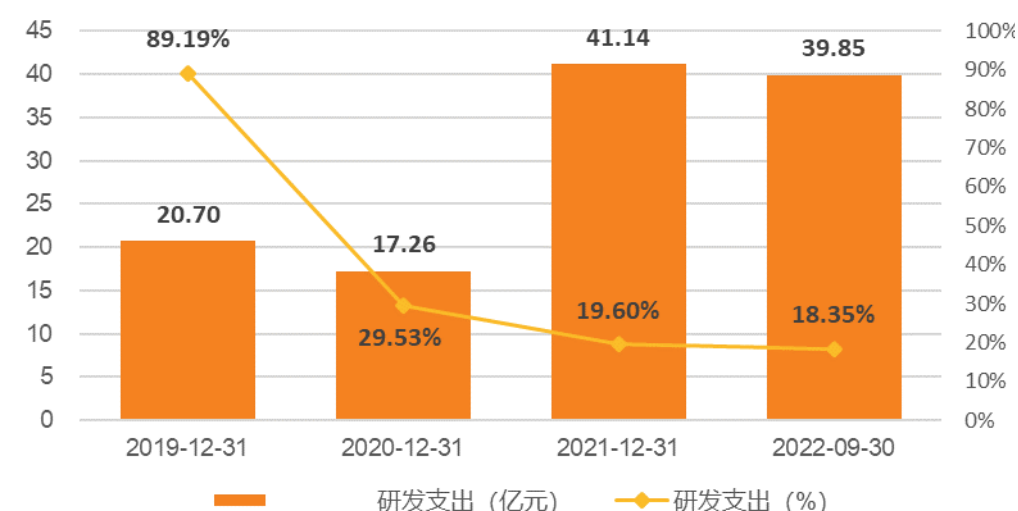
5.1. 技术优势

5.1.1. 持续研发投入，重视研发创新

作为一家技术驱动型公司，近年来公司持续不断加大研发投入，自主研发智电领域核心技术。包括软件（XPILOT 和 Xmart OS 系统）和核心车辆系统（包括电子电气架构和动力系统）。通过开发专有软件和硬件，更好控制智能电动汽车的性能和体验，并获得不断升级汽车的灵活性。

持续加大研发投入，加强在智能化领域、动力域以及车身域的研发能力。2019 至 2022 年 Q1-Q3，公司研发支出分别为 20.70 亿元、17.26 亿元和 41.14 亿元和 39.85 亿元。公司也与第三方公司合作，其中部分公司是各自所在行业的领先企业，以加强在智能操作系统、自动驾驶、动力系统和车身开发等领域的研发能力。

图 26：研发支出和研发支出占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

5.1.2. 全栈自研智能驾驶系统，由单场景向多场景过渡

公司的智能驾驶布局从单场景铺设向全场景铺设过渡，最终向无人驾驶进发。小鹏汽车对于智能辅助驾驶的时间规划：2022 年将主要着力单场景辅助驾驶铺设；2023 年将是辅助驾驶的下半场的起点，从 2023 年到 2025 年，将实现全场景辅助驾驶；2025 年起，小鹏将向全面自动驾驶和无人驾驶进发。城市场景的落地，是智能辅助驾驶下半场的开局。

XPILOT 是公司自主研发的自动驾驶系统，可根据国内驾驶行为和路况提供针对性辅助驾驶和泊车功能。

- ✓ **XPILOT 2.5** 提供自适应巡航、自适应转弯控制、车道居中控制。自动变道和自动泊车功能。
- ✓ **XPILOT 3.0** 额外提供高速公路自动导航驾驶辅助（NGP）、高级自动泊车（记忆泊车）等功能。据 HIS Markit 数据，XPILOT 3.0 代表了目前市场上所售汽车之中已采用的最先进的自动驾驶技术之一。
- ✓ **XPILOT 4.0**，实现高速和城市内全场景的智能辅助驾驶，并且在此基础上逐步统一新车型的智能辅助驾驶硬件和软件平台；XPILOT 4.0 会具备更全面的使用场景，更广泛的地域覆盖，以及更好的交互和驾乘体验，XPILOT 4.0 将会普及高阶智能辅助驾驶，推动整个汽车交通从手动驾驶到一个新的时代即人机共驾时代的到来。

XNGP 具备全场景智能辅助驾驶能力，是实现无人驾驶前，辅助驾驶的终极技术形态。小鹏 G9 搭载了 XNGP 系统，2022 年 5 月中旬，小鹏在广州成功地进行了城市 NGP 工程版的测试，9 月 17 日起城市 NGP 智能导航辅助驾驶开始在广州试点，陆续推送给 P5 用户。在第四届“1024 小鹏汽车科技日”上，公司介绍，截至 22 年 9 月城市 NGP 周用户渗透率达到 84%，里程渗透率达到 63%，通行效率可接近人类司机的 90%，每百公里被动接管仅 0.6 次。

XNGP 系统将在 2023 年上半年之前，除 G9 Max 版本车型外，交付包括高速 NGP、记忆泊车、LCC、智能泊车等功能，并且在全国范围（所有无图城市）开放识别红绿灯并直行通过路口的能力，城市 NGP 将覆盖广州、深圳、上海三座城市。2023 年下半年，大在部分无图城市开放变道、超车、左右转能力（部分高等级能力可用范围将根据用户数量和测试进度分阶段开放），2024 年完成全场景打通，实现从车位到车位的智能导航辅助驾驶能力。

公司的自动驾驶技术路线的发展并未单线发展，在开发高阶自动驾驶辅助技术的同时，Robotaxi 也在研发当中。在第四届“1024 小鹏汽车科技日”上，公司提到希望在 2023 年或 2024 年在广州开启小鹏自己的 Robotaxi 测试运营，让其与辅助驾驶的主线形成良好的协同和反馈，反哺辅助驾驶。同时希望在 2025 年，Robotaxi 和小鹏汽车硬件能力的发展可以实现“会师”，进入高阶自动驾驶阶段。

图 27：NGP 自动导航辅助驾驶



资料来源：小鹏汽车官网、天风证券研究所

图 28：停车场记忆泊车



资料来源：小鹏汽车官网、天风证券研究所

5.1.3. 搭载先进软硬件集成，具备持续 OTA 升级能力

硬件层面，小鹏自主设计开发车辆核心系统，并与顶级供应商合作。公司与一顶级供应商合作开发 P7 电芯，能量密度高；与德国工程设计公司合作开发 P7 底盘；已战略性建立了两个智能电动汽车平台。

公司在软硬件集成和电子电气架构方面的技术实力使其具备 OTA 固件升级能力。在 22 年

2月，OTA使用激光雷达感知的跨楼层停车场记忆泊车功能，是行业里面第一个实现跨楼层的量产智能泊车系统。接下来计划OTA行业首个量产的应用激光雷达感知能力的自适应巡航及车道居中的辅助功能。这个功能基于视觉，并融合了激光雷达的感知能力，更好地识别车辆行驶区域跟周边的交通参与者，进行最优化的决策，使整个的驾驶体验更安全和舒适。

图 29：小鹏关键技术栈



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

5.2. 生产优势

5.2.1. 初期代工+逐步自建工厂

生产初期采用代工模式，降低资本开支。由河南海马汽车承包生产 G3，海马负责工厂日常运营，小鹏保留对供应链、生产流程、测试及质量控制的把控。目前该工厂年产能 15 万辆，其中 5 万辆专门用于 G3 生产。

逐步自建工厂扩大产能，实现全链条落地。

- ✓ **肇庆工厂：**是小鹏首个自建的整车生产基地，于 2017 年 12 月奠基，2019 年 9 月底竣工并试产，总体规划 3000 亩，厂区共设有冲压、焊装、涂装、总装、Pack 五大车间，具备不同平台 4 种车型柔性生产能力。规划年产能 10 万辆，肇庆工厂于 2020 年 5 月开始生产 P7。
- ✓ **广州智造基地：**位于广州经济技术开发区的“广州智造基地”设有冲压、焊装、涂装、总装、Pack 五大工艺车间，用于旗下新款车型研发、整车生产及销售等业务。同时，小鹏汽车在广州开发区形成涵盖投资、研发、生产、销售等全链条落地，并布局全国投融资总部、智慧出行及整车研发测试业务，公司表示广州智造基地与肇庆工厂是小鹏汽车未来发展战略布局中不可或缺的一部分，两者会不断磨合与配合。“广州智造基地”预计 2022 年底建成投产，规划年产能 10 万。
- ✓ **武汉基地：**是小鹏汽车的第三座自建工厂，位于武汉经开区汉南纱帽街江三路以东，

幸福园路以南。工厂项目总投资约为 100 亿元，占地面积约 1500 亩，初期规划产能为 10 万辆/年，或将在 2023 年的第一季度投产。

图 30：广州智造基地



资料来源：腾讯新闻、天风证券研究所

图 31：武汉基地总设计平面图



资料来源：爱普搜汽车、天风证券研究所

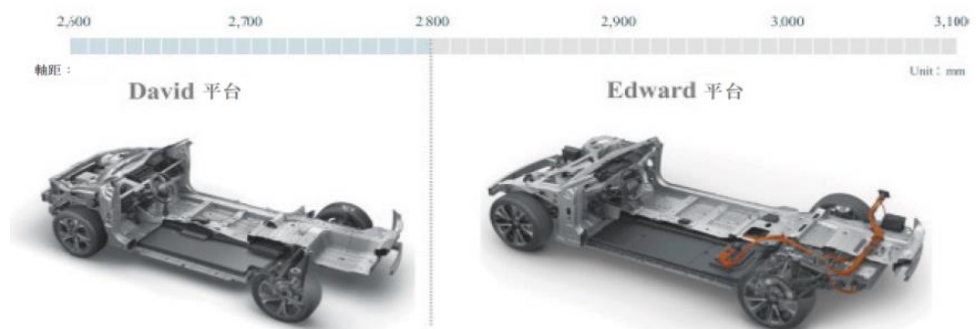
5.2.2. 灵活的生产平台

由两个高度灵活的智能电动平台 David 和 Edward，拓展至 E、F、H 三平台。

- ✓ **David 平台**：专为轴距在 2.6 米-2.8 米车辆设计，生产 G3 及 P5。
- ✓ **Edward 平台**：专为轴距在 2.8 米-3.1 米车辆设计，生产 P7 及 G9。

根据 22Q3 业绩交流会，公司表示小鹏已经布局的 E、F、H 三个平台，并已完成产能建设与新车型平台的建设。基于这三个平台的车型将会很大比例地共用动力、智能底盘跟电器架构，以及对应的供应链和生产制造能力，可以大幅缩短车型研发周期。

图 32：公司原有平台



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

5.3. 渠道优势：直营+特许经营，全渠道销售模式

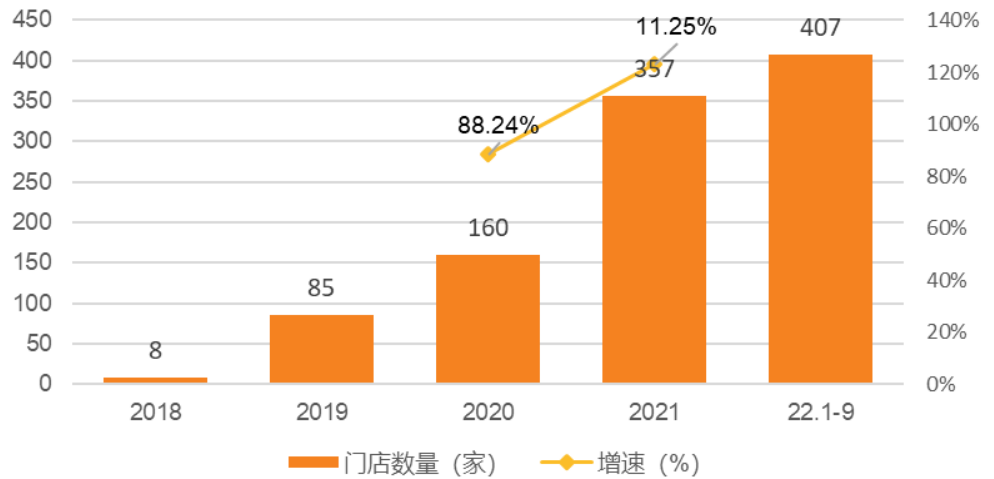
公司拥有全渠道销售模式，将数据驱动、精准的在线营销策略与实体销售和服务网络相结合。

- ✓ **直营店**：集展示、销售、试驾等功能为一体，大部分位于购物中心。直营店通常保持较低存货水平，减少运营资本。
- ✓ **特许经销商**：考虑行业经验、营销能力、财务状况选择，签订特许经营协议，设定每

月最低销售目标，不直接与客户签订销售协议，与直营店保持一致的品牌形象、客户体验和价格。

截止 2022 年 9 月 30 日，实体销售和服务网络包括 407 家门店，覆盖全国 143 个城市。

图 33：门店数量及增速



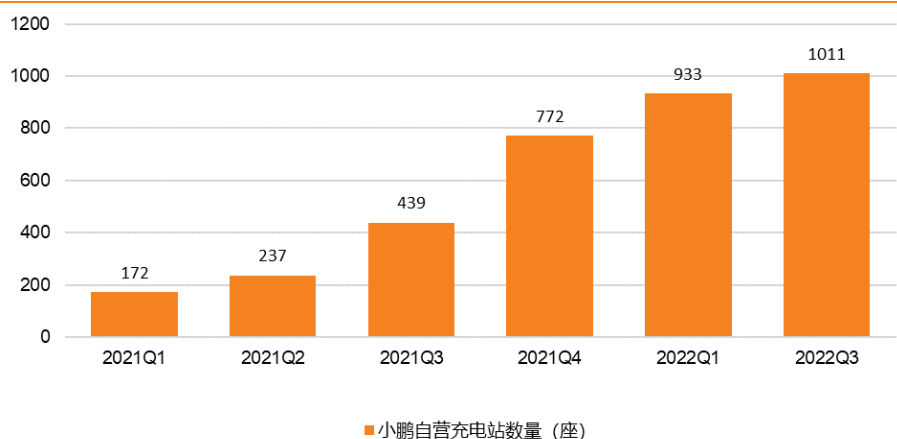
资料来源：公司年报、季报、招股说明书、天风证券研究所

5.4. 配套优势：补能体系快速扩张

近年来，小鹏汽车的补能体系持续扩张，为客户提供更加便捷的补能服务，提升客户粘性，提高品牌影响力。小鹏自营的超充站在充电网络布局方面覆盖更广，补能配套设施的建设是支撑公司未来销量增长的重要基础，也是帮助公司形成差异化竞争优势的方式。

截至 22 年 9 月 30 日，全国共有小鹏自营充电站 1011 座，包括超充站 806 座，目的地站 205 座，覆盖全国所有地级行政区和直辖市。

图 34：小鹏自营充电站数量及增速



资料来源：招股说明书、小鹏汽车公众号、天风证券研究所

5.5. 人才优势：从传统车企、科技型企业引进人才

作为一家技术驱动型公司，创始人和高级管理团队在科技和汽车行业拥有深厚的专业知识。截至 2022 年 6 月 30 日，研发人员 5554 人，占比 39.80%；销售及营销人员 5679 人，占比 40.70%；生产人员 2198 人，占比 15.75%；一般及行政人员 60 人，占比 0.43%；

运营人员 464 人，占比 3.32%。相比 2021 年底，研发人员比例进一步提升。

小鹏汽车也在不断招兵买马，英特尔前高级视觉算法工程师 Dongdong Fu 加入小鹏，出任计算机视觉负责人，特斯拉前 Autopilot 的视觉科学家 Guangzhi Cao 低调加盟小鹏，出任感知负责人，挖来高通自动驾驶负责人吴新宙等，进一步加大在人才方面的优势。

图 35：员工结构（截至 2022 年 6 月 30 日）

职能	人数	占比
研发人员	5554	39.80%
销售及营销	5679	40.70%
生产	2198	15.75%
一般及行政	60	0.43%
运营	464	3.32%
总计	13955	1

资料来源：小鹏汽车 2022 年中报、天风证券研究所

6. 盈利预测及投资建议

6.1. 盈利预测

短期面临交付瓶颈，积极应对，叠加明年新车型催化，有望触底反弹。小鹏汽车目前在售4款车型，分别是G3i、P7、P5和G9，其中G9于2022年9月开始小批量交付，目前仍处于爬坡阶段。近期公司月交付量出现回落，我们认为公司由于新车型的交付会对产线进行调整，一定程度上影响交付量。G9在9月21日推出后，收到了配置表过于复杂、亮点配置并未大幅标配等反馈，随后公司在短时间内调整了配置表，更改了此前以“续航里程+字母后缀”的命名方案，新命名方法保留了续航里程，但以Plus、Pro、Max作为后缀。并且，在原有价格基础上升级了智能化配置。我们认为，公司调整及时，也展现了诚意，待G9产能爬升至稳态后，交付量有望进一步改善。

2023年公司计划在新平台上推出一款B级车和一款C级车，与此同时，推出时间较早的P7也将推出改款，拥有更高的智能化配置以及充电效率，新车型将于23年一季度陆续推出。我们认为，2022年10月和11月销量回落是短期的现象，公司处于新老车型迭代的过渡期，5000台左右的交付量已处于底部区间，阵痛期后，叠加明年新车型催化，有望触底反弹。

组织架构调整，降本增利。在组织架构与战略布局方面，近期公司进行了一系列的人员及组织架构调整，涵盖产品、战略布局，成本管控等多方面，面对竞争，后续公司的打法将更加积极主动。公司已完成车型平台的建设，平台化造车可实现有效降本，车型盈利能力及毛利水平有望进一步改善，亏损有望收窄。截至2022年9月30日，公司在手现金超过400亿，足以支撑公司的正常运转。

我们预计，23年销量为20.5万辆，22-24年营业收入为272.64亿元、505.74亿元、632.18亿元，归母净利润为-61.38亿元、-31.12亿元、-0.51亿元。

表8：小鹏汽车盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销量（万辆）	2.7	9.8	12.1	20.5	-
营业收入（亿元）	58.45	209.88	272.64	505.74	632.18
yoy		259.08%	29.90%	85.50%	25.00%
综合毛利率	5%	12%	13%	15%	18%
归母净利润（亿元）	-48.90	-48.63	-61.38	-31.12	-0.51
yoy		0.55%	-26.23%	49.30%	98.38%

资料来源：Wind、天风证券研究所

6.2. 估值

当前对于新势力造车企业，销量仍是考量公司成功与否的核心指标之一，车企的销量直接反映了公司产品竞争力及市场需求。随着新能源汽车行业的飞速的发展，除了新势力造车企业之外，传统主机厂的新能源品牌、外资品牌、合资品牌以及科技企业纷纷下场参与，新能源汽车行业竞争愈发激烈，起步较早的新势力品牌，市场份额也面临被挤占的风险。二线新势力、传统主机厂的新能源品牌后来居上，实力及势头不容小觑，行业竞争格局或将出现分化。

销量是维持生存的必要条件，清晰的产品定位是关键。进入到下半场，各家都在快速丰富产品矩阵，以及完成新老车型的迭代。随着奠定市场地位的“一代车型”逐步退出，搭载下一代动力平台、智能座舱以及智驾技术的新车和换代车型补位，形成更广泛的车型矩阵

和价格覆盖区间。“全矩阵”布局有助于车企触达更广泛的用户群体，维持市场占有率，巩固市场地位。在产品矩阵快速扩张的阶段，更应关注产品定位。在既定价格区间内，针对目标用户群体打造具有优秀产品力的车型，是贡献销量增量的关键，否则会出现边际效应递减的现象和内部蚕食。

核心技术驱动中长期发展，关注智能驾驶及 800V 高压充电平台等核心技术落地。小鹏汽车在自动驾驶领域深耕多年，是国内新能源汽车行业的智能化先锋。公司始终秉承全栈自研智能驾驶系统的理念，智能驾驶技术发展的路径及规划清晰。同时，公司近年来加快补能网络的布局，新车型也将适配更高压的充电平台，随着配套补能体系的完善落地，快充优势将逐步体现，车型销量有望随之收益，前期核心技术布局有望进入收获期。

公司未来估值空间主要取决于车型销量、关键技术落地情况、盈利能力以及现金流预期。

当前适用于 PS 估值法，首次覆盖，给予“买入”评级。目前，新势力港股上市公司有 4 家，我们选取蔚来汽车（9866.HK）、理想汽车（2015.HK）、零跑汽车（9863.HK）为可比公司，采用 PS 估值法。根据我们测算，小鹏汽车 2023 年 PS 为 1.13 倍，考虑到公司后续车型新车型推出及放量，收入及盈利水平有望伴随销量提升以及成本控制能力的提高而边际改善，公司经营战略的优化调整，以及公司目前在手现金充足，我们给予公司 2023 年 1.6 倍 PS，目标价 46.90 元（54.13 港元）。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：港股新势力上市公司估值参考

证券简称	证券代码	PS			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
理想汽车	2015.HK	10.28	2.07	0.92	-664.67	-96.77	222.37
蔚来汽车	9866.HK	-	1.91	0.93	-	-12.33	-19.99
零跑汽车	9863.HK	-	1.79	1.57	-	-6.99	-11.97
平均		10.28	1.92	1.14	-664.67	-38.70	63.47
小鹏汽车	9868.HK	17.39	2.10	1.13	-60.92	-9.14	-18.42

注：数据截至 2023 年 1 月 12 日，可比公司预测来源于 Wind 一致预期，小鹏汽车为团队预测数据

资料来源：Wind、天风证券研究所

7. 风险提示

汽车行业景气度下行风险：汽车行业景气度下行或导致国内车企销量增长不及预期。

智能汽车渗透率提升不及预期：因消费者需求变化导致智能汽车渗透率提升不及预期。

汽车行业竞争加剧：行业竞争加剧或导致车企盈利能力下降。

新能源汽车销量增长不及预期：由于政策或终端客户需求变动，导致新能源汽车销售增长不及预期。

缺芯影响汽车产量供给受限：缺芯不能及时缓解，导致产线停产或产量不及预期。进而影响销量。

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com