

推荐 (维持)

小鹏汽车，「扶摇」直上

2023年8月6日

## 相关报告

## 海外研究

## 分析师:

余小丽

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

李梦旋

limengxuan@xyzq.com.cn

SAC: S0190523060003

请注意：李梦旋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。

## 投资要点

技术：扶摇架构加持下，小鹏汽车未来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%，从而实现效率的全面提升。

- **动力补能方面：**1) 标配国内首个量产 800V 高压 SiC 碳化硅平台，车桩结合最高可实现充电 5min，续航 200km。2) 通过全栈自研的全新 800V XPower 电驱，实现行业领先的扎实续航里程。该 800V 高压 SiC 碳化硅油冷扁线深度集成电驱，电驱系统综合工况效率达到行业领先的 92%。3) X-HP 智能热管理系统，无惧冷暖，全温域高效保障续航及充电能力：冬季续航提升 15%，充电功率提升 90%，电池散热能力提升 100%。
- **智能体系方面：**1) 搭载小鹏汽车自研的 X-EEA 电子电气架构，整车综合研发成本降低 50%，智能体验迭代周期缩短 30%，极速 OTA 速率提升 300%。2) 搭载 XNGP 智能辅助驾驶系统可以实现从车位到车位的全场景辅助驾驶，凭借小鹏汽车部署的中国最大且唯一已投产的汽车自动驾驶智算中心、自主研发的全闭环自成长的 AI 与数据体系，XNGP 的能力将持续演进迭代。3) 架构通用的智能座舱研发平台，Xmart OS 车载智能系统的软件适配成本降低 85%，语音综合研发周期缩短 50%，语音对话服务成本降低 50%。
- **整车制造方面：**1) 兼容多个研发平台，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，兼容多种悬架系统，机械素质、驾控性能优秀。2) 国内唯一量产的前后一体式铝压铸车身，更稳定，驾控性能大幅提升：扭转刚度提升 83% 达到 42000 NM/deg，集成 161 个零件，车身减重 17%。3) CIB 电池车身一体化技术，让乘坐更舒适，让驾乘更安全：节约 5% 垂直空间，侧碰抗压能力达到 80 吨。

**车型：扶摇架构首款车型 G6 智能化及性价比优势凸显，叠加小鹏汽车新一轮车型周期带动销量持续攀升，预计 23Q4 单月销量有望超 2 万辆。**

- **小鹏 G6 竞争优势突出：**作为 SEPA2.0「扶摇」架构下的首款战略车型，G6 于 7 月开启用户交付。与同级别竞品相比，小鹏 G6 在充电时间、电耗效率、车内空间、智能化体验以及价格方面具备明显优势，性价比极高。小鹏 G6 上市 1 个月，订单数超 4 万，其中智能驾驶高配“Max 版”占比高达 70%，交付周期长达 12 周。交付方面，预计 G6 产能及交付量将经历一段爬坡期，9 月有望爬坡到大几千水平，23Q4 单位交付量有望达到 10000 辆。
- **下半年发布首款 MPV，叠加 G9 改款及磷酸铁锂版 P7 上市，新一轮车型周期有望助力销量持续攀升。**2023H2 小鹏将推出首款 MPV 车型 X9。此外，G9 改款车型将于 23Q3 上市，磷酸铁锂版 P7 将于 23Q4 上市，我们预计四款新车将合力推动小鹏下半年新车交付量的持续增长，预计 2023Q3 公司单月销量有望提升至 1.5 万辆，2023Q4 单月销量有望超过 2 万辆。

**与大众建立战略合作，打开智能化技术变现空间：**小鹏收获大众 7 亿美元投资，将基于 G9 平台技术与大众共同开发大众品牌下两款 B 级纯电动汽，预计 2024-2025 有望为公司带来数亿元开发收入，车型投产后将实现基于销量的 RECURRING REVENUE，打开公司技术变现空间。此外，双方还将继续探索未来电动汽车平台、供应链、下一代智能电动汽车技术等方面的长期合作机会。

**投资建议：**我们预计 2023-2025 年小鹏汽车销量分别为 13.6、28.3、41.4 万辆，同比增速分别达到 12.7%、107.7%、46.3%。建议关注相关产业链投资机会。我们推荐重点关注小鹏汽车；同时建议关注小鹏汽车港股产业链：转向系统-耐世特，电池盒-敏实集团，动力电池-中创新航，激光雷达-速腾聚创（正在申请港股 IPO），一体化压铸-力劲科技，汽车玻璃-福耀玻璃。

**风险提示：**研发不及预期、技术落地不及预期、新车型不及预期、产能提升不及预期。

免责声明：

1. 本内容非原报告内容；
2. 报告来源互联网公开数据；如侵权请联系客服微信，第一时间清理；
3. 报告仅限社群个人学习，如需它用请联系版权方；
4. 如有其他疑问请联系微信



## 行业报告资源群

1. 进群福利：进群即领万份行业研究、管理方案及其他学习资源，直接打包下载
2. 每日分享：6份行研精选报告、3个行业主题
3. 报告查找：群里直接咨询，免费协助查找
4. 严禁广告：仅限行业报告交流，禁止一切无关信息



微信扫码，长期有效

## 知识星球 行业与管理资源

专业知识社群：每月分享8000+份行业研究报告、商业计划、市场研究、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等；已成为投资、产业研究、企业运营、价值传播等工作助手。



微信扫码，行研无忧

## 目 录

1、技术：扶摇技术架构，重新定义高端智能电动汽车标准.....	3 -
1.1、整车智造：体系化造车，实现高效研发、成本平衡.....	3 -
1.2、动力补能：标配国内首个量产 800V 高压 SiC 碳化硅平台 .....	3 -
1.3、智能体系：XNGP + Xmart OS + X-EEA,合力实现智能满配 .....	4 -
2、车型：扶摇 G6 优势凸显，新一轮车型周期带动销量提升 .....	5 -
3、网络：销售网络拓展放缓，启动 S4 超快充升级计划 .....	6 -
4、与大众建立战略合作，长远意义深重 .....	7 -
5、产业链梳理 .....	8 -
6、投资建议：建议关注小鹏汽车及供应链 .....	11 -
7、风险提示 .....	11 -

## 图目录

图 1、小鹏前后一体式铝压铸车身 .....	3 -
图 2、小鹏 CIB 电池车身一体化技术.....	3 -
图 3、小鹏 800V 高压 SiC 碳化硅平台 .....	4 -
图 4、小鹏电驱系统综合效率与同行对比 .....	4 -
图 5、小鹏季度交付量及预测 .....	6 -
图 6、2023H1 全球车企新能源销量表现 .....	7 -

## 表目录

表 1、小鹏 XNGP 发展规划 .....	4 -
表 2、小鹏 G6 与同级别竞品参数对比.....	5 -
表 3、小鹏 G6 核心零部件奥供应商（部分） .....	8 -
表 4、小鹏 G9 核心零部件配套供应商（部分） .....	8 -
表 5、小鹏 P7 核心零部件配套供应商（部分） .....	9 -
表 6、小鹏年度销量预测（单位：辆） .....	11 -

## 报告正文

## 1、技术：扶摇技术架构，重新定义高端智能电动汽车标准

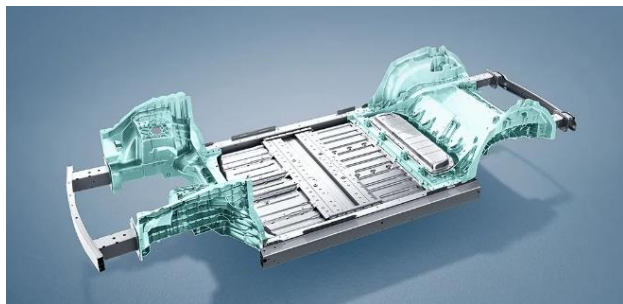
2023 年 4 月 16 日，小鹏汽车发布了实现无人驾驶前的高端智能电动汽车终极技术架构——SEPA 2.0「扶摇」全域智能进化架构。「扶摇」架构是小鹏汽车经过 5 年探索，累计研发投入超百亿，汇聚了小鹏汽车在动力补能、智能体系、整车智造等领域的最核心技术，重新定义高端智能电动汽车标准，在行业中保持 3 年的技术领先性。在其加持下，小鹏汽车未来新车型研发周期将缩短 20%，基于架构部分的零部件通用化率最高可达 80%，从而实现效率的全面提升。

### 1.1、整车智造：体系化造车，实现高效研发、成本平衡

扶摇架构可兼容多个研发平台，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，兼容多种悬架系统，机械素质领先，驾控性能优秀，为小鹏汽车未来车型的高效布局打下了坚实的基础。此外，扶摇架构还创新性地采用：

- 国内唯一量产的前后一体式铝压铸车身，更稳定，驾控性能大幅提升：扭曲刚度提升 83% 达到 42000 NM/deg，集成 161 个零件，车身减重 17%。
- CIB 电池车身一体化技术，让乘坐更舒适，让驾乘更安全：节约 5% 垂直空间，侧碰抗压能力达到 80 吨。

图 1、小鹏前后一体式铝压铸车身



资料来源：公司公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、小鹏 CIB 电池车身一体化技术



资料来源：公司公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

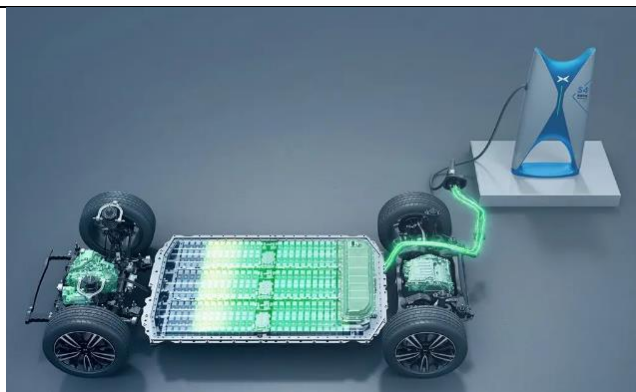
### 1.2、动力补能：标配国内首个量产 800V 高压 SiC 碳化硅平台

- 标配国内首个量产 800V 高压 SiC 碳化硅平台，标配 3C 电芯，兼容 4C 电芯，车桩结合最高可实现充电 5min，续航 200km。
- 通过全栈自研的全新 800V XPower 电驱，实现行业领先的扎实续航里程。该 800V 高压 SiC 碳化硅油冷扁线深度集成电驱，电驱系统综合工况效率达到行业领先的 92%。综合效率每提升 1%，续航里程可提升 2%。
- X-HP 智能热管理系统，无惧冷暖，全温域高效保障续航及充电能力：冬季续航提升 15%，充电功率提升 90%，电池散热能力提升 100%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



图 3、小鹏 800V 高压 SiC 碳化硅平台



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、小鹏电驱系统综合效率与同行对比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3、智能体系：XNGP + Xmart OS + X-EEA, 合力实现智能满配

- 智能辅助驾驶方面搭载XNGP智能辅助驾驶系统。其最终形态可以实现从车位到车位的全场景辅助驾驶，凭借小鹏汽车部署的中国最大且唯一已投产的汽车自动驾驶智算中心、自主研发的全闭环自成长的 AI 与数据体系，XNGP 的能力将持续演进迭代，促使“驾龄”的持续升级。预计 2023 年，XNGP 将实现高速场景每千公里接管次数小于 1 次，2025 年将实现城市市场场景每百公里接管次数小于 1 次，达到堪比老司机的高阶智能辅助驾驶体验。城市 NGP 功能目前已经覆盖广州、深圳、上海、北京、佛山五座城市。2023 年下半年，在大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。

表 1、小鹏 XNGP 发展规划

2022	交付即有高速 NGP、记忆泊车、LCC、智能泊车等功能
2023H1	城市 NGP 发布，支持广州、深圳、上海、北京、佛山五个城市 全国范围（所有无图城市）开放识别红绿灯并直行通过路口能力
2023H2	大部分无图城市开放变道、超车、左右转能力（预计 50 个）
2024	全场景打通，实现从车位到车位的智能导航辅助驾驶能力

资料来源：公司公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

- 通用的智能座舱研发平台。基于「扶摇」架构，Xmart OS 车载智能系统的软件适配成本降低 85%，语音综合研发周期缩短 50%，语音对话服务成本降低 50%，让超感知智能座舱拥有"GPT"般的大脑，成为更“类人”的智能座舱。
- X-EEA 电子电气架构，智能体验迭代周期缩短 30%，极速 OTA 效率提升 300%。

## 2、车型：扶摇 G6 优势凸显，新一轮车型周期带动销量提升

小鹏 G6 作为 SEPA2.0「扶摇」架构下的首款战略车型，搭载了智能体系、动力补能和整车智造等领域的最新技术，于 6 月 29 日正式上市，7 月开启用户交付。与同级别竞品相比，小鹏 G6 在充电时间、电耗效率、车内空间、智能化体验以及价格方面具备明显优势，性价比极高。小鹏 G6 上市 1 个月，订单数超 4 万，其中智能驾驶高配“Max 版”占比高达 70%，交付周期长达 12 周。交付方面，由于 G6 首次采用扶摇架构众多新技术，此外 Max 车型占比超预期，预计 G6 产能及交付量将经历一段爬坡期，9 月有望爬坡到大几千水平，23Q4 单位交付量有望达到 10000 辆。

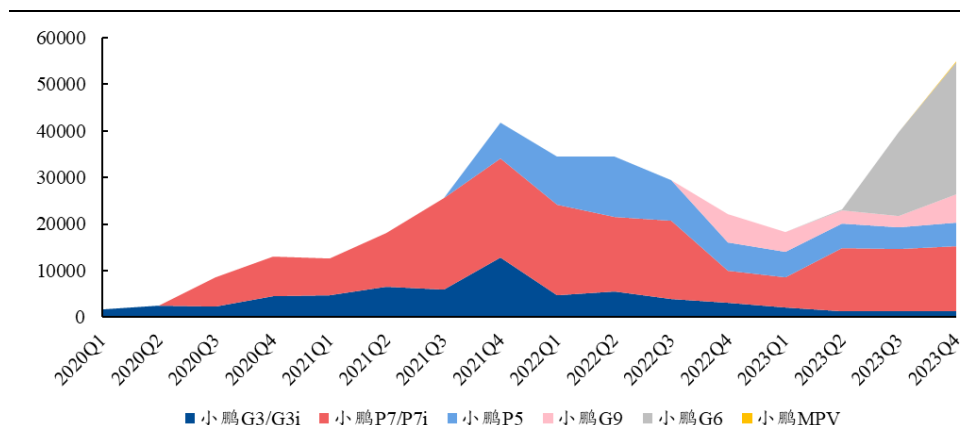
表 2、小鹏 G6 与同级别竞品参数对比

车型	小鹏 G6 2023 款 580 长续航 Max	ModelY 2022 款 改款后 轮驱动版	蔚来 ES6 2023 款 75kWh	唐 EV 2022 款 600KM 尊享型
官方指导价	22.99 万元	26.39 万元	33.8 万元	28.28 万元
厂商	小鹏汽车	特斯拉中国	蔚来	比亚迪
上市时间	2023.06	2022.08	2023.05	2022.06
电动机	纯电动 296 马力	纯电动 264 马力	纯电动 490 马力	纯电动 228 马力
纯电续航里程(km)	580	545	490	600
工信部 纯电续航里程 (km)CLTC	580	545	490	-
充电时间(小时)	快充 0.33 小时	快充 1 小时 慢充 10 小时	-	快充 0.5 小时 慢充 13.68 小时
快充电量(%)	10-80	20-80	-	30-80
最大功率(kW)	218(296Ps)	194(264Ps)	360(490Ps)	168(228Ps)
最大扭矩(N·m)	440	340	700	350
长×宽×高(mm)	4753x1920x1650	4750x1921x1624	4854x1995x1703	4900x1950x1725
车身结构	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 7 座 SUV
最高车速(km/h)	202	217	200	180
官方百公里加速时间(s)	6.6	6.9	4.5	-
百公里耗电量 (kWh/100km)	13.2kWh	12.7kWh	-	15.7kWh

资料来源：懂车帝，兴业证券经济与金融研究院整理

下半年发布首款 MPV，叠加 G9 改款及磷酸铁锂版 P7 上市，新一轮车型周期有望助力销量持续攀升。2023H2 小鹏将推出首款 MPV 车型 X9。此外，G9 改款车型将于 23Q3 上市，磷酸铁锂版 P7 将于 23Q4 上市，我们预计四款新车将合力推动小鹏下半年新车交付量的持续增长，预计 2023Q3 公司单月销量有望提升至 1.5 万辆，2023Q4 单月销量有望超过 2 万辆。全年来看，我们预计公司销量将达到 13.6 万辆，同比增长 12.7%。

图 5、小鹏季度交付量及预测（单位：辆）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、网络：销售网络拓展放缓，启动 S4 超快充升级计划

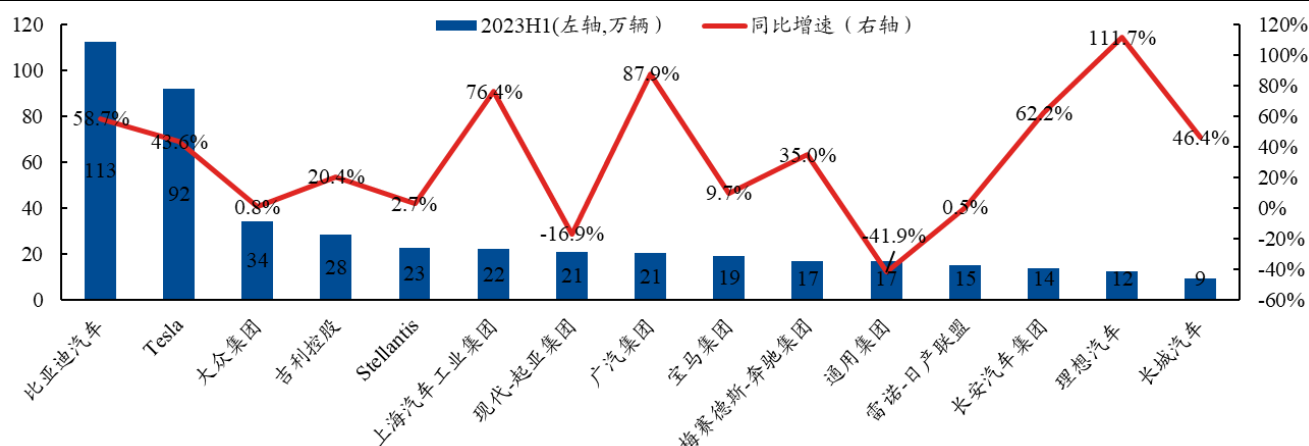
- **销售及服务网络：**截至 22Q1 末，小鹏共有 425 间门店，覆盖 145 个城市。
- **充电网络持续加密：**截至 2023 年 4 月 1 日，小鹏充电累计上线超过 2200 座充电站，其中小鹏汽车自营充电站网络扩展至超过 1000 座充电站，包括 816 座小鹏汽车自营超级充电站及 200 座目的地充电站，核心城市 3km 补能生活圈覆盖率最高可达 83.9%。
- **启动 S4 超快充升级计划：**2023 年起，小鹏充电启动 S4 超快充升级计划，升级后的站点具备 S4 超快充能力（单桩最高输出功率为 360kW 及 480kW），可满足多款车型的最高不能功率需求。2023 年内，小鹏汽车计划建成约 500 个具备 S4 超快充能力的站点，全国车主的 3 公里补能生活圈覆盖率 80%（含优选免费权益站点），而「扶摇」架构与小鹏充电补能网络的配合，真正实现了充电和加油一样方便。

#### 4、与大众建立战略合作，长远意义深重

7月26日，小鹏汽车发布公告：1、小鹏汽车与大众汽车集团建立长期战略合作伙伴关系；2、将与大众集团强强联合，共同开发大众品牌下的两款B级纯电动汽车；3、小鹏将以每股美国存托股15美元的价格向大众汽车集团发行约占其已发行股本4.99%的A类普通股，价格约为7亿美元；4、该战略合作伙伴关系还使双方能够探索未来电动汽车平台、供应链、下一代智能电动汽车技术等方面的长期合作机会。

- **对于大众汽车：**大众已经拥有全球领先的设计及工程能力，新能源布局已经走在行业前列，在全球范围内的新能源汽车销量仅次于比亚迪和特斯拉。但短板是智能座舱和自动驾驶，难以应对中国市场的激烈竞争，此次投资小鹏7亿美元，有希望改变大众在中国市场的困局，并将成功经验复制到全球，对大众集团的而言是一次低投资高收益的事情。
- **对于小鹏汽车：**此次合作是公司在对智能化技术多年坚持饱受质疑之后结出的硕果。1、7亿美元投资将帮助小鹏改善现金流压力；2、双方技术合作后续有望为小鹏汽车带来持续收入，打开想象空间；3、后续双方在供应链方面的合作有望帮助小鹏汽车降低供应链成本，改善公司在当前行业竞争环境下大幅恶化的盈利能力。4、此外，本次事件有望重新建立消费者及投资者对于小鹏的信心，后续销量反弹及业绩及现金流的改善可期。

图 6、2023H1 全球车企新能源销量表现



资料来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

大众与小鹏的合作是造车新势力或者说中国汽车行业的里程碑事件，意味着中国车企在新能源和智能化领域的已经占据绝对的领先优势，对外技术输出或将成为常态。最近两年，中国车企类似的技术输出案例不少，如搭载比亚迪电机和电池的一汽丰田 BZ3，雷诺与吉利成立合资公司寻求动力总成方面的合作，长安与福特、长安与马自达在新能源领域的合作等。过去更多是在新能源三电技术方面的合作，且对应合资厂整体电动化能力弱。小鹏跟大众的合作让大家看到了智能化技术实现输出和变现的可能性，未来我们可能会看到更多这样的合作案例。



## 5、产业链梳理

表 3、小鹏 G6 核心零部件奥供应商（部分）

驱动系统	三元锂电池电芯	中创新航
	磷酸铁锂电池	中创新航
	车载电源	欣锐科技
智能座舱	车机芯片	高通
	汽车音响系统	Bose
	10.2 英寸高清液晶仪表总成	京东方精电
智能驾驶	自动驾驶芯片	英伟达
	高精度定位	广州中海达卫星导航技术股份有限公司
电气电子系统	电子水泵 PCBA	上海金脉电子科技有限公司
	CAN/CAN FD 总线测试产品	ZLG 致远电子
空调系统&热管理	800V 碳化硅电动压缩机	威灵汽车部件
底盘&车身内外饰	轮胎	米其林
	转向管柱零件	伟业精密科技
	汽车内外饰件	敏实集团
	车身结构件	祥鑫科技
	一体化压铸	广东鸿图
	压铸机	力劲科技

资料来源：盖世汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、小鹏 G9 核心零部件配套供应商（部分）

驱动系统	动力电池包	智鹏制造
	电芯	亿纬锂能
		欣旺达
	驱动电机	智鹏制造
	蓄电池盒总成	敏实集团
	电池壳体	浙江泰龙
	减速器	麦格纳
智能座舱	阀模块总成	银轮股份
	10.25 寸仪表	德赛西威
	功放应用连接器	莫仕
智能驾驶	域控制器	德赛西威
	自动驾驶芯片	英伟达
	激光雷达	速腾聚创
电子电气系统	车身左右域控制器	小鹏
	车身左右域控制器连接器	莫仕
	车载天线	常州柯特瓦
	触摸开关	金池科技
空调系统&热管理	碳化硅(sic)MOSFET	瞻芯电子
	栅极驱动芯片	瞻芯电子
	空调压缩机	威灵
底盘&车身内外饰	整车玻璃（除了天窗）	福耀玻璃
	光雨量传感器	保隆科技
	TPMS	

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	平衡块	
	真皮材料	明新旭腾
	侧围 D 柱装饰件	敏实集团
	标牌	
	行李架	
	前翼子板饰条	
	字牌	
	空气弹簧	威巴克
	ASU（供气单元）	采埃孚
	CDC 减震器	倍适登
	后制动盘	隆基机械
	转向管柱	耐世特
	前副车架	万安
	后副车架	汇众
	防撞梁	上海友升
	门槛总成	金桥铝业

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、小鹏 P7 核心零部件配套供应商（部分）

动力系统	锂电池包	小鹏自研
	三元锂电池系统总成	
	电池管理系统 (软件)	
	电池管理系统	宁德时代
	镍钴锰酸锂电池包	
	镍钴锰酸锂电池电芯	
	磷酸铁锂电池电芯	中创新航
	磷酸铁锂电池包	
	磷酸铁锂电池模组	
	三元锂电池电芯	亿纬锂能
	三元锂离子电池模组	
	锂电池正极材料	宁波容百
	锂电池负极材料	厦门钨业
	E-Axle	合肥美桥
		汇川联合
	电机控制器	深圳汇川
	驱动电机	方正电机
		精进电动
		珠海英搏尔
	电动水泵	博世
底盘	后副车架	上海汇众
	轮胎	米其林
	减震器	采埃孚
	减速器	麦格纳
	制动系统	博世
	电助力转向	博世华域

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	电池包紧固件	宾科紧固件
	螺栓	
车身	转向灯	华域视觉
	前后灯	
	保险杠	武汉名杰
	扰流板	延锋彼欧
	玻璃	福耀玻璃
	前挡风玻璃	圣戈班
	门锁	布拉诺
		恩坦华
	车门把手	美蓓亚
	方向盘	奥托立夫
	安全带	
	立柱护板	佛山派阁
	头枕	延锋国际
	座椅	
	冷却液加热器	广州天力泰
	空调	马勒热系统
	蒸发器	
	空调压缩机	广东威灵
		翰昂汽车零部件
	车载充电机	深圳欣锐
	中控台	小鹏自研
	车载主机	加达利
安全	安全气囊	奥托立夫
	ABS	博世
	ESP	
	自动驾驶感知系统	
	制动系统	采埃孚
	自动驾驶域控制器	德赛西威
电子电器	DC-DC 转换器	深圳欣锐
	高压充电线束	莱尼电气
	中控显示屏	群创科技
	液晶仪表	
	仪表板系统	富维安道拓
	整车控制器	小鹏自研
	整车控制器(硬件)	铁将军汽车电子
	智能控制器	加达利
	智能座舱域控制器	德赛西威
	智能互联系统	科大讯飞
	SoC 芯片	英伟达
	ADAS 域控制器芯片	
	摄像头	博世
	毫米波雷达	
	导航系统	高德

资料来源：盖世汽车，兴业证券经济与金融研究院整理

## 6、投资建议：建议关注小鹏汽车及供应链

我们预计 2023-2025 年小鹏汽车销量分别为 13.6、28.3、41.4 万辆，同比增速分别达到 12.7%、107.7%、46.3%。我们建议关注小鹏汽车；同时，建议关注小鹏汽车产业链：转向系统-耐世特，电池盒-敏实集团，动力电池-中创新航，激光雷达-速腾聚创，汽车玻璃-福耀玻璃。

表 6、小鹏年度销量预测（单位：辆）

	2023E	2024E	2025E
总销量	136,071	282,639	413,596
yoy	12.7%	107.7%	46.3%
小鹏 G3/G3i	5,960	4,808	4,518
小鹏 P7/P7i	47,333	59,124	61,304
小鹏 P5	20,420	19,730	20,282
小鹏 G9	15,514	34,287	36,374
小鹏 G6	46,644	115,291	114,824
小鹏 MPV	200	28,300	50,434
小鹏第 7 款车		19,300	77,034
小鹏第 8 款车		1,800	48,825

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 7、风险提示

**研发不及预期：**公司核心技术研发在行业处于领先地位，相关技术研发进展或不及预期，导致公司新产品交付不及预期。

**技术落地不及预期：**公司研发的部分技术较为前沿，且相关设施配套仍不完善，或导致技术落地不及预期带来新产品交付不及预期。

**新车型不及预期：**公司面临的市场处于激烈竞争当中，公司新车型或并不能满足消费者需求，进而导致销量及收入不及预期。

**产能提升不及预期：**公司当前产能并不能满足持续高速的交付量增长，新产能投产或不及预期，进而导致交付量及收入不及预期。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。 评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、滁州经济技术开发区总公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、泰州医药城控股集团有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、高邮市建设投资发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development (BVI) Co., Ltd.、南洋商业银行有限公司、平安国际融资租赁有限公司、上海银行杭州分行、湖州南浔振浔污水处理有限公司、杭州银行绍兴分行、新昌县交通投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、北京银行股份有限公司杭州分行、台州市黄岩经济开发集团有限公司、湖州吴兴交通旅游投资发展集团有限公司、江苏银行扬州分行、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、温州名城建设投资集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co., Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、民生银行、南京银行南通分行、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、交银金融租赁有限责任公司、交银租赁管理香港有限公司、平度市城市开发集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、澳门国际银行股份有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中国国际金融股份有限公司、中国国际金融(国际)有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、嵊州市交通投资发展集团有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、Zhejiang Kunpeng (BVI) Company Limited、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、多想云控股有限公司、长沙先导投资控股集团有限公司、XL (BVI) INTERNATIONAL DEVELOPMENT LIMITED、龙口市城乡建设投资发展有限公司、集友银行有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、郑州地产集团有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、香港象屿投资有限公司、厦门象屿集团有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、兆海投资(BVI)有限公司、镇江交通产业集团有限公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、恒源国际发



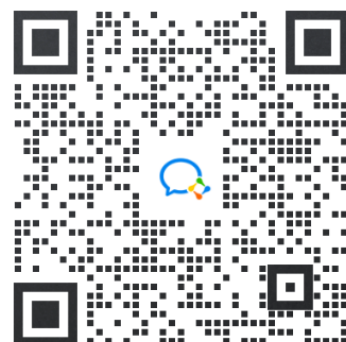
免责声明：

1. 本内容非原报告内容；
2. 报告来源互联网公开数据；如侵权请联系客服微信，第一时间清理；
3. 报告仅限社群个人学习，如需它用请联系版权方；
4. 如有其他疑问请联系微信



## 行业报告资源群

1. 进群福利：进群即领万份行业研究、管理方案及其他学习资源，直接打包下载
2. 每日分享：6份行研精选报告、3个行业主题
3. 报告查找：群里直接咨询，免费协助查找
4. 严禁广告：仅限行业报告交流，禁止一切无关信息



微信扫码，长期有效

## 知识星球 行业与管理资源

专业知识社群：每月分享8000+份行业研究报告、商业计划、市场研究、企业运营及咨询管理方案等，涵盖科技、金融、教育、互联网、房地产、生物制药、医疗健康等；已成为投资、产业研究、企业运营、价值传播等工作助手。



微信扫码，行研无忧

展有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、Shandong Wonderland Holding Limited、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、广州开发区投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、建发国际集团、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、Zhejiang Boxin BVI Co Ltd.、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司有投资银行业务关系。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、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，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

### 兴业证券研究

#### 上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层  
邮编：200135  
邮箱：research@xyzq.com.cn

#### 深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼  
邮编：518035  
邮箱：research@xyzq.com.cn

#### 北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元  
邮编：100020  
邮箱：research@xyzq.com.cn

#### 香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层  
传真：(852) 35095929  
邮箱：ir@xyzq.com.hk