

# 小鹏：业绩短期承压 期待智驾拐点

## 新能源汽车行业系列点评五十四：

### 事件概述：

北京时间5月24日，小鹏发布23Q1财报：

23Q1实现单季营收40.3亿元，同比/环比分别为-45.9%/-21.5%；销量约为1.8万辆，同比/环比分别为-47.3%/-17.9%；汽车业务毛利率为-2.5%，同比/环比分别为-12.9pts/-8.1pts；单季归母净利润为23.3亿元，同比放大37.4%，环比基本持平。

### 分析与判断：

#### ► 销量下行扰动 单季业绩承压

**营收端：**23Q1小鹏单季营收为40.3亿元，同比/环比分别为-45.9%/-21.5%；

其中当季汽车业务收入为35.1亿元，同比/环比分别为-49.8%/-24.6%。环比下降主要由于销量的损失以及新能源补贴退坡影响。23Q1单车ASP由22Q4的21.0万元下降至19.3万元。

交付量方面，23Q1销量约为1.8万辆，同比/环比分别为-47.3%/-17.9%。据中汽协数据，新车型G9交付4,181台，较22Q4下滑32.4%，

其他业务方面，23Q1营收达到5.2亿元，同比/环比分别为+13.9%/+8.4%；收入增长主要由小鹏车辆的售后维修和超充收入的增加驱动。

**利润端：**毛利方面，23Q1汽车业务毛利为-8,676.2万元；汽车业务毛利率为-2.5%，同比/环比分别为-12.9pts/-8.1pts。23Q1毛利率下滑主要原因为促销活动的增加以及产品销量的降低。

23Q1总毛利为6,703.2万元，同比/环比分别为-92.6%/-84.9%。23Q1毛利率为1.7%，同比/环比分别为-10.6pts/-7.0pts。

#### ► 现金储备充足 销量逐步改善

**费用端：**23Q1小鹏研发费用为13.0亿元，同比/环比为+6.1%/5.3%；23Q1研发费用率为32.1%，同比/环比为+15.7pts/+8.2pts。

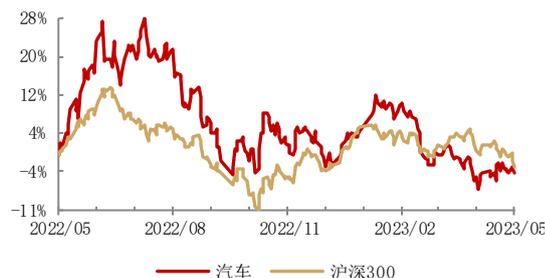
23Q1销售管理费用为13.9亿元，同比/环比分别为-15.5%/-21.0%；23Q1销售管理费用率为34.4%，同比/环比为+12.4pts/+0.2pts。

**渠道端：**截至23Q1，小鹏拥有425家销售中心，覆盖145座城市。销售门店较22Q4增加5家，多覆盖2座城市。

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

**现金：**截至 23Q1 小鹏拥有的现金及现金等价物、受限制现金和短期投资总计 341.2 亿元，较 22Q4 减少 41.3 亿元，短期流动性风险较弱。

**未来展望：**公司预计 23Q2 汽车销量将在 2.1 万辆至 2.2 万辆之间；同比区间为-36.1%至-39.0%；对应的收入约为 45.0 亿元至 47.0 亿元，同比区间为-36.8%至-39.5%。

### ► G6 亮相车展 智驾或迎拐点

**G6 亮相上海车展。**小鹏新款 SUV 车型 G6 在上海车展亮相；新产品基于扶摇架构打造。据新浪汽车报道，其综合研发成本相比过往架构平台车型降低约一半。据公司 23Q1 业绩会表示，扶摇架构下新车型研发周期将缩短 20%，零部件通用化率最高可达 80%，实现后期车型的研发制造成本的大幅下行。小鹏 G6 基于 800V 平台，可实现低能耗，长续航。在智能化配置方面，G6 将搭载双激光雷达，具有 508TOPS 算力，可支持高阶辅助驾驶功能。据公司 23Q1 业绩会表示，新车预计将在 6 月上市并于 7 月开启交付，预计售价在 20 万-30 万元区间。此外，今年下半年小鹏将推出一款纯电 7 座 MPV。此车型为小鹏短期内业绩表现的核心影响因素

**高速 NGP2.0 将于 6 月推出，城市辅助驾驶或于 23Q3 落地。**据公司业绩会介绍，将在 6 月推出基于 XNGP 框架升级的高速辅助驾驶系统。公司认为，高速 NGP2.0 将非常接近于 L4 的驾驶水平，目标做到高速场景每千公里接管次数小于 1 次。在城市辅助驾驶方面，小鹏表示将在 23Q3 末陆续开发不依赖高精地图的 XNGP，是中国无高精地图的城市辅助驾驶首次规模量产。该技术将进一步展现小鹏的科技属性。

### 投资建议

**小鹏凭借智能化技术构筑核心竞争优势。**小鹏通过长期对自动驾驶技术的投入构建品牌核心竞争优势。短期智能化进展速度虽不及市场预期，但自动驾驶仍然是电动智能变革的核心要素；其次，小鹏将开启系统性降本策略，优化利润。受益标的【小鹏汽车-H】。

**智能电动重塑零部件产业秩序，坚定看多零部件。**中长期维度、新势力车型带来的增量+国内产业链份额提升共振驱动收入高增，叠加短期原材料、汇率、海运费等利润压制因素缓解，将具备较高的业绩弹性。推荐：

1、智能电动增量：从理想 L 系列智能化配置看，高感知度、高性价比智能化配置仍延续增配趋势，推荐：1) 智能化主线：优选智能驾驶-【伯特利、经纬恒润-W、德赛西威】+智能座舱-【上声电子、光峰科

技、继峰股份】；2) 轻量化【文灿股份、多利科技】，

受益标的【旭升股份】；

2、新势力产业链：优选【拓普集团、新泉股份、多利科技、双环传动、上声电子、爱柯迪、美利信、上海沿浦】。

### 风险提示

新车型销量不及预期；车企新车型投放进度不达预期。

### 盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
000625.SZ	长安汽车	11.96	买入	0.47	0.81	0.98	1.14	25.4	14.8	12.2	10.5
601633.SH	长城汽车	26.43	买入	0.73	1.05	0.81	1.31	36.2	25.2	32.6	20.2
0175.HK	吉利汽车	9.59	买入	0.48	0.51	0.73	1.05	20.0	18.8	13.1	9.1
002594.SZ	比亚迪	261.91	买入	1.06	5.54	8.61	11.20	247.1	47.3	30.4	23.4
603596.SH	伯特利	69.88	买入	1.24	1.75	2.45	3.49	56.4	56.4	28.5	20.0
688326.SH	经纬恒润-W	121.10	买入	1.62	1.97	2.53	4.71	74.8	61.5	47.9	25.7
688007.SH	光峰科技	21.03	买入	0.52	0.26	0.35	0.84	40.4	80.9	60.1	25.0
002920.SZ	德赛西威	106.84	买入	1.51	2.10	3.03	4.20	70.8	50.9	35.3	25.4
688533.SH	上声电子	45.49	买入	0.41	0.82	1.36	2.29	111.0	55.5	33.4	19.9
603997.SH	继峰股份	13.56	买入	0.12	-1.09	0.43	0.63	113.0	-12.4	31.5	21.5
603348.SH	文灿股份	41.22	买入	0.38	0.98	1.50	2.45	108.5	42.1	27.5	16.8
001311.SZ	多利科技	73.74	买入	3.64	4.21	3.85	5.00	20.3	17.5	19.2	14.7
605128.SH	上海沿浦	36.44	买入	0.88	1.18	1.91	3.83	41.4	30.9	19.1	9.5
600933.SH	爱柯迪	20.88	买入	0.36	0.73	0.92	1.31	58.0	28.6	22.7	15.9
601689.SH	拓普集团	56.50	买入	0.93	1.55	2.11	3.06	60.8	36.5	26.8	18.5
603179.SH	新泉股份	39.52	买入	0.75	0.97	1.60	2.45	52.7	40.7	24.7	16.1
002472.SZ	双环传动	24.72	买入	0.46	0.68	1.00	1.41	53.7	36.4	24.7	17.5
603786.SH	科博达	54.68	买入	0.97	1.28	1.48	2.04	56.3	42.7	36.9	26.8
600660.SH	福耀玻璃	33.14	买入	1.23	2.15	2.03	2.46	26.9	15.4	16.3	13.5
601799.SH	星宇股份	108.90	买入	3.41	4.20	4.20	6.05	31.9	25.9	25.9	18.0
300258.SZ	精锻科技	9.79	买入	0.36	0.51	0.62	0.79	26.9	19.2	15.8	12.3

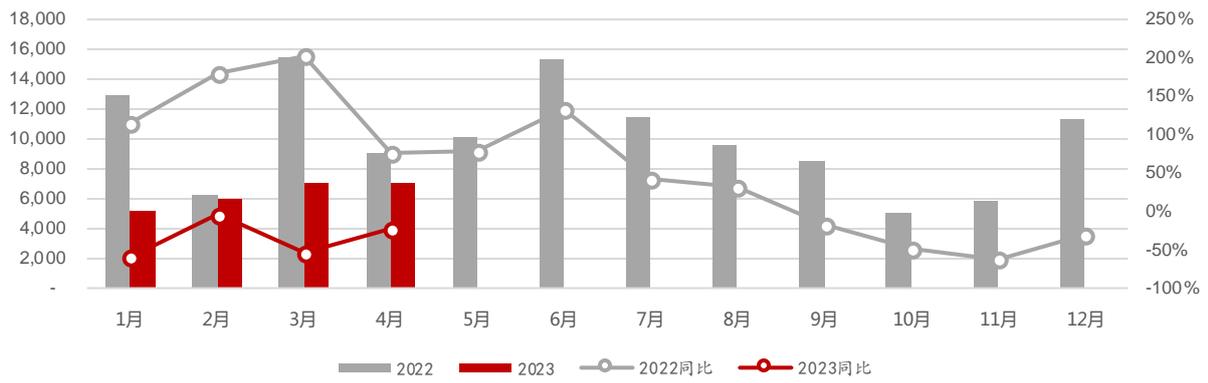
资料来源：Wind，华西证券研究所（收盘价截至 2023/5/24），德赛西威、福耀分别与计算机组、建材组联合覆盖

表 1 小鹏核心财务数据

核心财务指标	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
总交付量 (万辆)	4.2	3.5	3.4	3.0	2.2	1.8
同比 (%)	222.1%	159.1%	97.9%	15.2%	-46.8%	-47.3%
小鹏 G3 (万辆)	1.3	0.5	0.6	0.4	0.3	0.2
同比 (%)	188.2%	-13.4%	-4.9%	-31.3%	-75.1%	-53.0%
小鹏 P7 (万辆)	2.1	1.9	1.6	1.7	0.7	0.6
同比 (%)	150.3%	143.6%	38.7%	-15.0%	-67.8%	-67.3%
小鹏 P5 (万辆)	0.8	1.0	1.3	0.9	0.6	0.6
同比 (%)				3466.8%	-22.0%	-47.4%
小鹏 G9 (万辆)	-	-	-	0.0	0.6	0.4
同比 (%)						
营业总收入 (百万人民币)	8,556.0	7,454.9	7,436.3	6,823.5	5,140.3	4,033.4
同比 (%)	200.1%	152.6%	97.7%	19.3%	-39.9%	-45.9%
汽车销售收入 (百万人民币)	8,187.2	6,998.8	6,938.5	6,241.1	4,661.2	3,513.8
同比 (%)	199.3%	149.0%	93.6%	14.3%	-43.1%	-49.8%
服务和其他业务收入 (百万人民币)	368.8	456.1	497.8	582.3	479.2	519.7
同比 (%)	218.2%	224.5%	181.4%	124.1%	29.9%	13.9%
营业成本 (百万人民币)	7,532.7	6,544.2	6,627.0	5,900.2	4,695.3	3,966.4
同比 (%)	185.2%	149.7%	100.0%	20.4%	-37.7%	-39.4%
毛利 (百万人民币)	1,023.3	910.7	809.4	923.2	445.1	67.0
同比 (%)	386.0%	176.1%	80.4%	12.5%	-56.5%	-92.6%
毛利率 (%)	12.0%	12.2%	10.9%	13.5%	8.7%	1.7%
同比 (%)	4.6 pts	1.0 pts	-1.0 pts	-0.8 pts	-3.3 pts	-10.6 pts
汽车业务毛利率 (%)	10.9%	10.4%	9.1%	11.6%	5.7%	-2.5%
同比 (%)	4.1 pts	0.3 pts	-1.9 pts	-1.9 pts	-5.2 pts	-12.9 pts
运营费用 (百万人民币)	3,466.8	2,862.9	2,929.5	3,124.9	2,985.9	2,682.5
同比 (%)	151.6%	127.9%	54.6%	11.5%	-13.9%	-6.3%
研发费用 (百万人民币)	1,451.4	1,221.3	1,265.0	1,498.6	1,230.0	1,295.9
同比 (%)	215.6%	128.2%	46.5%	18.5%	-15.3%	6.1%
SGA (百万人民币)	2,015.4	1,641.6	1,664.5	1,626.3	1,755.8	1,386.6
同比 (%)	119.6%	127.7%	61.5%	5.7%	-12.9%	-15.5%
经营性利润 (百万人民币)	-2,429.7	-1,920.5	-2,090.8	-2,176.8	-2,517.4	-2,585.4
同比 (%)	116.7%	112.5%	44.9%	20.8%	3.6%	34.6%
经营性利润率 (%)	-28.4%	-25.8%	-28.1%	-31.9%	-49.0%	-64.1%
同比 (%)	10.9 pts	4.9 pts	10.3 pts	-0.4 pts	-20.6 pts	-38.3 pts
净利润 (百万人民币)	-1,287.2	-1,700.8	-2,700.9	-2,376.1	-2,361.2	-2,337.0
同比 (%)	63.5%	116.2%	126.1%	49.0%	83.4%	37.4%
non-GAAP 净利润 (百万人民币)	-1,198.3	-1,528.2	-2,464.4	-2,223.5	-2,212.4	-2,212.3
同比 (%)	68.2%	119.5%	124.8%	49.0%	84.6%	44.8%
non-GAAP 净利率 (%)	-14.0%	-20.5%	-33.1%	-33.3%	-43.0%	-54.8%
单车 ASP (万人民币)	19.61	20.25	20.16	21.11	20.99	19.27
单车成本 (万人民币)	17.48	18.15	18.33	18.65	19.80	19.75
单车毛利 (万人民币)	2.13	2.10	1.83	2.46	1.19	-0.48
单车研发 (万人民币)	3.48	3.53	3.67	5.07	5.54	7.11
单车 SGA (万人民币)	4.83	4.75	4.84	5.50	7.91	7.61
单车净利润 (万人民币)	-3.08	-4.92	-7.85	-8.04	-10.63	-12.82
单车 non-GAAP 净利 (万人民币)	-2.87	-4.42	-7.16	-7.52	-9.96	-12.14

资料来源：小鹏公告，中汽协，华西证券研究所

图 1 小鹏交付量及增速 (辆, %)



资料来源：小鹏官网，中汽协，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。