

小鹏汽车-W (09868.HK)

组织架构深度调整，蓄力下一轮产品周期

Q4 交付指引 2.0-2.1 万台，关注 G9 12 月产能爬坡。公司 2022Q3 交付 2.96 万辆，同比增 15%，营收 68.2 亿元，同比增 19%，Q3non-GAAP 归属普通股股东亏损 20.2 亿元，环比 Q2 增加 1.7 亿元，主要由于研发及销售费用投入增加所致。公司 2022Q4 指引为交付 2.0-2.1 万台，同比下降 49.7%-52.1%，营业收入 48-51 亿元，同比下降 40.4%-43.9%，参考 10 月交付及 11 月周度上险数据，预计 12 月交付需达约 1 万台，考验 G9 产能爬坡节奏。

组织架构深度调整，聚焦产品降本增效。公司近期对组织架构进行了深入调整，核心为希望增强产品对用户需求的契合度，并提升管理效能。**1) 高管层面：**何小鹏在生态企业的参与度会大幅度降低。夏珩将辞去执行董事职务，聚焦产品。**2) 产品层面：**每一个车型平台都将由一位大矩阵产品经理端到端负责，统筹平台车型，进行产品设计、研发、销售、服务全周期决策。**3) 品牌和营销层面：**重组团队，提升营销投入，降低终端销售费用。**4) 生产层面：**聚焦整车平台、智能平台的可复用性，提升研发和生产效率。

蓄力下一轮产品周期，坚定智能驾驶作为长期标配功能。**车型端：**2023 年，公司计划推出 P7 改款车型及 2 款新车型：1) P7 改款车型，预计将和老款车型同时销售；2) 对标 Model Y 的 20-30 万价格带 B 级 SUV，预计年中推出；3) 定位相对更高端的 C 级车，预计下半年推出；预计 P7 改款车型及 B 级新车型将成为验证小鹏近期调整成效的关键。

智能化端：据 1024 小鹏科技日，公司计划在 2023 年初完成上海、广州、深圳的城市 NGP 功能落地，在全国开放红绿灯识别和快速通过路口能力，下半年在全国开放变道超车和左右转弯能力（包括无高精地图覆盖城市）；并最终在 2024 年完成全场景智能驾驶功能打通。公司未来计划将智能驾驶作为全车型标配，并将进一步控制智驾上车成本。

毛利率短期承压，控制开支关注自由现金流。公司 2022Q3 毛利率为 13.5%，环比+2.6pct。其中车辆销售毛利率为 11.6%，环比+2.5pct，主要得益于 P7 占比提升及涨价订单交付。我们预计 Q4 及 2023H1 受原材料价格持续上涨、补贴过渡及加大促销幅度影响，毛利率将短期承压；长期而言，随平台化研发生产应用于新车型，毛利率有望逐步回升。现金流端，截至 Q3 公司在手现金及定期存款总额为 401 亿元，公司计划控制资本支出、提高研发投入效率，计划在 2024 年实现自由现金流季度转正。

投资建议：小鹏汽车有望凭借领先的智能驾驶技术积累在新能源汽车大赛道上突围。预计公司 2022-2025 年销量约 11.8/15.2/25.0/36 万辆，2022-2025 年总收入达 270/432/684/974 亿元、non-GAAP 净利润率为 -32%/-15%/-3%/2%。考虑到整车赛道竞争加剧，对标同业估值，我们给予小鹏汽车 152 亿美元目标估值，对应 2.5x 2023e P/S，给予其 (9868.HK) 71.4 港元目标价、(XPEV.N) 17.8 美元目标价，维持“买入”评级。将来，小鹏汽车的智能化探索有望为公司带来更多科技和商业价值。

风险提示：自动驾驶能力提升和功能落地不及预期风险、消费者软件付费意愿不及预期风险、车型研发及上市进度不及预期风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,844	20,988	27,042	43,242	68,364
增长率 YoY (%)	151.8	259.1	28.8	59.9	58.1
归属普通股股东净利	-4,890	-4,863	-9,294	-7,189	-2,718
归属普通股股东净利率	-84%	-23%	-34%	-17%	-4%
Non-GAAP 净利润	-2,992	-4,483	-8,578	-6,567	-2,096
Non-GAAP 净利润率	-51%	-21%	-32%	-15%	-3%
P/S(倍)	10.1	2.8	2.2	1.4	0.9
P/B(倍)	0.8	1.3	1.8	2.3	2.6

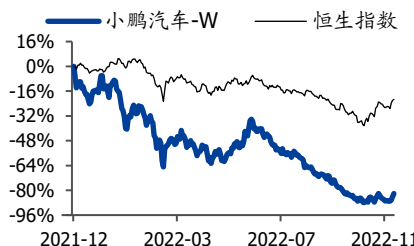
资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 12 月 1 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	智能驾驶及制造
前次评级	买入
12月1日收盘价(港元)	37.95
总市值(百万港元)	65,422.63
总股本(百万股)	1,723.92
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	29.31

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

分析师 刘澜

执业证书编号：S0680522030006

邮箱：liulan@gszq.com

相关研究

- 《小鹏汽车-W (09868.HK)：G9 开启新车型周期，持续推进全场景智能驾驶》2022-08-25
- 《小鹏汽车-W (09868.HK)：收入超预期，软件标配提升智驾渗透率》2022-05-25
- 《小鹏汽车-W (09868.HK)：收入超预期，城市 NGP 即将落地》2022-03-29

图表 1: 小鹏汽车核心财务预测: 年度

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
总销量 (台)	12,728	27,041	98,155	118,553	152,454	250,000	358,400
G3	12,728	11,979	29,721	16,830	1,954	-	-
P7	-	15,062	60,569	59,186	8,000	-	-
P5	-	-	7,865	37,537	4,500	-	-
G9	-	-	-	5,000	66,000	60,000	57,000
后续车型	-	-	-	-	72,000	190,000	301,400
总收入 (百万元)	2,321	5,844	20,988	27,042	43,242	68,364	97,350
车辆销售	2,171	5,547	20,042	25,120	40,520	64,381	90,712
服务及其他	150	298	946	1,922	2,722	3,984	6,638
毛利 (百万元)	-558	266	2,623	3,682	5,827	10,998	17,505
车辆销售	-562	196	2,309	3,085	5,011	9,602	14,472
服务及其他	4	70	314	711	817	1,396	3,034
毛利率	-24%	5%	12%	14%	13%	16%	18%
车辆销售	-26%	4%	12%	12%	12%	15%	16%
服务及其他	3%	23%	33%	37%	30%	35%	46%
销售及管理费用率	-50%	-50%	-25%	-24%	-13%	-9%	-9%
研发费用率	-89%	-30%	-20%	-20%	-13%	-9%	-7%
归属普通股股东净利润(百万元)	-4,643	-4,890	-4,863	-9,294	-7,189	-2,718	1,150
净利润率	-200%	-84%	-23%	-34%	-17%	-4%	1%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-3,709	-2,992	-4,483	-8,578	-6,567	-2,096	1,772
Non-GAAP 净利润率	-160%	-51%	-21%	-32%	-15%	-3%	2%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 2: 小鹏汽车核心财务预测: 季度

	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4E	23Q1E	23Q2E	23Q3E	23Q4E
总销量	34,561	34,422	29,570	20,000	23,394	26,059	41,000	62,000
G3	4,648	5,591	4,091	2,500	1,394	559	-	-
P7	19,427	15,983	16,776	7,000	2,000	2,000	2,000	2,000
P5	10,486	12,848	8,703	5,500	2,000	1,500	1,000	-
G9	-	-	-	5,000	18,000	15,000	16,000	17,000
后续车型	-	-	-	-	-	7,000	22,000	43,000
总收入 (百万元)	7455	7436	6823	4887	6816	7572	11859	16995
车辆销售	6999	6938	6241	4387	6274	6874	11077	16295
服务及其他	456	498	582	500	542	698	782	700
毛利 (百万元)	911	809	923	598	741	954	1661	2472
车辆销售	727	629	726	448	578	745	1426	2262
服务及其他	183	181	197	150	163	209	235	210
毛利率	12%	11%	14%	12%	11%	13%	14%	15%
车辆销售	10%	9%	12%	10%	9%	11%	13%	14%
服务及其他	40%	36%	34%	30%	30%	30%	30%	30%
销售及管理费用率	-22%	-22%	-24%	-30%	-20%	-18%	-11%	-10%
研发费用率	-16%	-17%	-22%	-30%	-23%	-15%	-11%	-10%
归属普通股股东净利润 (百万元)	-1,701	-2,698	-2,379	-2,517	-2,600	-1,952	-1,339	-1,299
净利率	-23%	-36%	-35%	-52%	-38%	-26%	-11%	-8%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-1,528	-2,464	-2,223	-2,362	-2,445	-1,796	-1,184	-1,143
Non-GAAP 净利率	-20%	-33%	-33%	-48%	-36%	-24%	-10%	-7%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com