

汽车

 证券研究报告
 2022年12月05日

小鹏汽车：Q3 亏损收窄，毛利改善，韧性成长

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

于特

分析师

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

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《汽车-行业点评:10月新势力销量点评：竞争愈发激烈，格局悄然变化》 2022-11-03
- 《汽车-行业点评:比亚迪产品持续推新，腾势 D9 宋 MAX 齐发布——工信部发布第 363 批新能源汽车《公告》》 2022-10-22
- 《汽车-行业专题研究:智能电动汽车赛道深度十：华为深度赋能，产业链有望受益》 2022-08-26

三季度亏损收窄，毛利率环比改善。

小鹏汽车 2022 年 Q3 营收为 68.2 亿元，同比+19.3%，环比-8.2%，其中汽车销售收入 62.4 亿元，同比+14.3%，环比-10.1%，同比增长主要系交付量增加，环比下降主要系 P5 及 G3i 交付量下滑。综合毛利率 13.5%，同比-0.9pct，环比+2.6pct，其中汽车利润率为 11.6%，同比-2.0pct，环比+2.5pct，环比增加主要系产品组合变化，P5 及 G3i 交付占比下滑，P7 及 G9 合计占比增加（22Q3 占比 57.36%，22Q2 占比 46.43%）。净亏损为 23.8 亿元，相较而言 21Q3 净亏损 15.9 亿元、22Q2 净亏损 27.0 亿元。公司对 Q4 的业绩指引为营收 48-51 亿元，同比-40.4%至-43.9%。

公司面临销量下滑挑战，现金储备充足。

22Q3 公司交付 29570 辆，同比+15%。其中 P7 交付 16776 辆，P5 交付 8703 辆，G3i 交付 3907 辆，G9 交付 184 辆。新车 G9 于 9 月 21 日发布并开启交付，10 月 27 日，G9 已在中国超过 100 座城市开启规模交付，目前处于爬坡阶段。11 月份的交付量为 5811 辆，较 10 月有所回升。根据 22Q3 业绩交流会，公司表示如果疫情情况不会进一步扩大，12 月交付总量有望重回万台之列。同时，G9 有望在 12 月份成为 30 万以上纯电 SUV 的销量前三名。公司对 Q4 的交付量指引为 2.0-2.1 万辆，同比减少 49.7%-52.1%。

截至 22 年 9 月 30 日，公司现金储备 401.2 亿元，较 6 月 30 日的 413.4 亿元有所减少。我们认为，虽然当前公司面临销量滑坡，仍未实现盈利，但目前公司现金水平足以支持今后几年业务发展的需求。

坚持研发投入，成本控制能力增强，未来各项费用率有望下降。

22Q3 公司研发费用为 15.0 亿元，同比+18.5%，环比+18.5%，同比上升主要系研发人员及薪酬增加，环比增加主要为新车型研发支出。22Q3 公司 SG&A 为 16.3 亿元，同比+5.7%，环比-2.3%，同比增长主要系销售网络扩大、人员成本增加，环比改善主要系经营费用减少。

根据 22Q3 业绩交流会，小鹏已经布局的 E、F、H 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。因此新品所需要的研发周期会缩短，研发费用将会大幅度减少。当前，公司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。并且，得益于近期公司组织架构的调整，未来的自由现金流流出的情况相比 22 年将有所改善。

公司始终坚持以技术驱动，深耕智能驾驶及智能座舱核心领域。公司将继续坚持在自动驾驶和智能座舱领域的研发工作，在智能化路线上提升成本控制能力，并坚持以客户需求为导向。与此同时，公司将积极探索智能化技术的应用场景和合作机会。我们认为，深耕智能化核心技术，是车企维持核心竞争力的根本，也是公司长期发展的驱动力，与此同时，销量是维持生存的必要条件，清晰的产品定位是新车型贡献销量增量的关键。

新车型上市有望提振需求，车型研发受益于共享平台，将有效降本维持利润。

明年一季度起小鹏陆续会推出三款新品，带动产品竞争力进一步提升，公司营销能力的改善也有望随新品上市逐步体现。23 年的年中，公司将推出一款定价在 20-30 万区间的中型 SUV，这款 B 级新车的销量有望超过小鹏当前的车型销量。同时，23 年公司将推出小鹏 P7 的改款车型，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。

调整组织架构及战略布局，以用户需求为导向，“打法”由防御向进攻转换。

公司近期及时调整组织架构，产品研发更加平台化、模块化。组织架构的调整聚焦于公司的战略产品规划跟研发，并推动组织的变革跟升级。后续将加强各车型的平台化和模块化，以实现在产品研发效率的提高、成本控制和供应链管理能力的提升。具体来看，E、F 和 H 三个平台上的每一种车型都将由一位大矩阵产品经理“端到端”地负责、统筹。

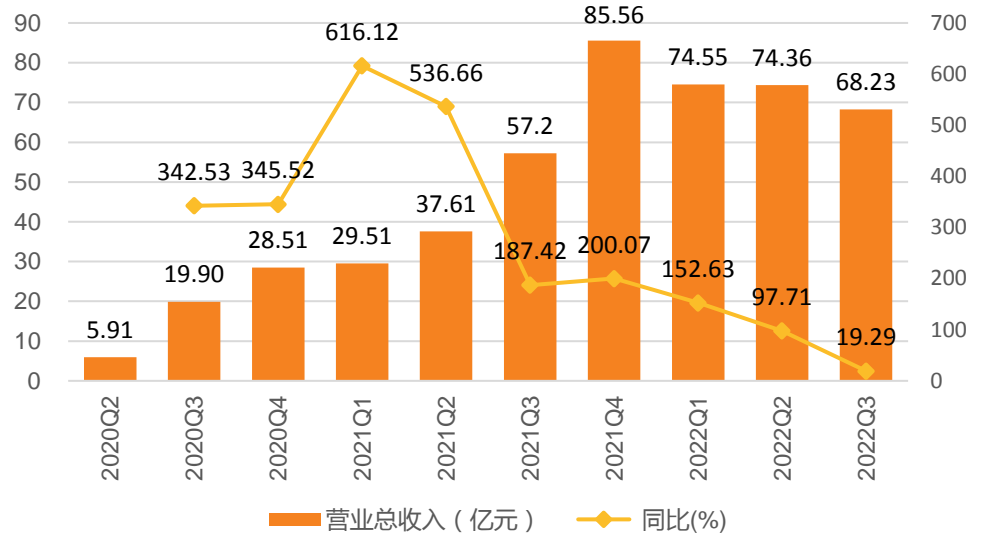
从重“营销”向“营、销、服”全面发力。公司对品牌和营销团队进行重组，将重心转向“营、销、服”全面发力，并将开创更多的创新的打法，23 年将更具进攻性。

以客户需求为导向的布局规划。补齐“短板”的同时找到“长板”，用户需求为导向，获得更长期的、全球规模的客户。

我们认为，面对愈发激烈的新能源汽车市场竞争格局，公司从战略布局、组织架构等方面进行了及时、积极的调整，有助于未来三年的发展。虽然近期销量出现较大幅度的下滑，但考虑到公司正处于老车型迭代、新车型爬坡的过渡期，叠加明年一季度的新车型计划，销量有望逐步回升。三季度公司亏损收窄，毛利率进一步改善，现金储备充足，经营情况良好。面对“寒冬”，公司仍有望韧性成长。

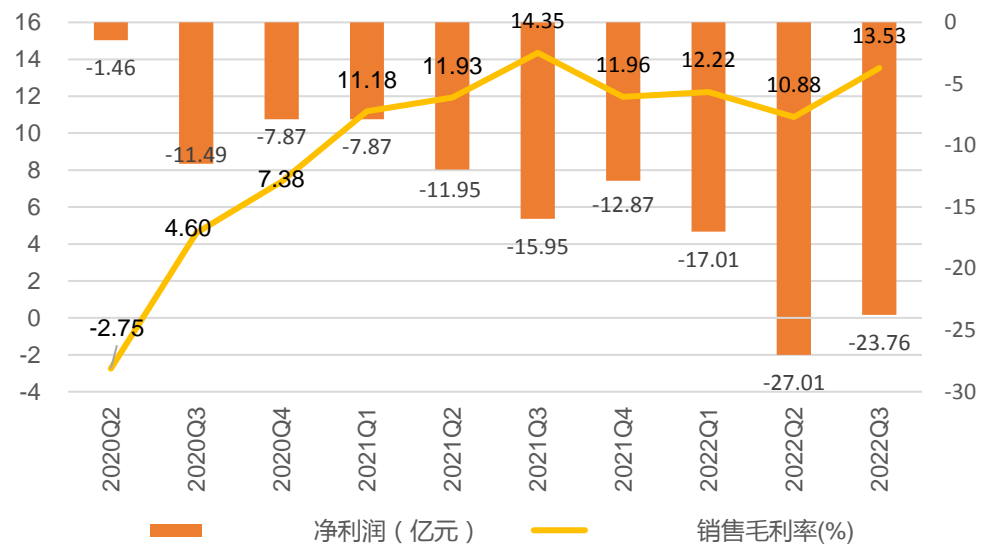
风险提示：公司新车交付量不及预期、新能源汽车渗透率增长不及预期、芯片及动力电池等零部件供应不稳定、疫情影响车辆销售、新产品推出不及预期，汽车行业竞争加剧。

图 1: 小鹏汽车季度营收 (单位: 亿元) 及增速 (单位: %)



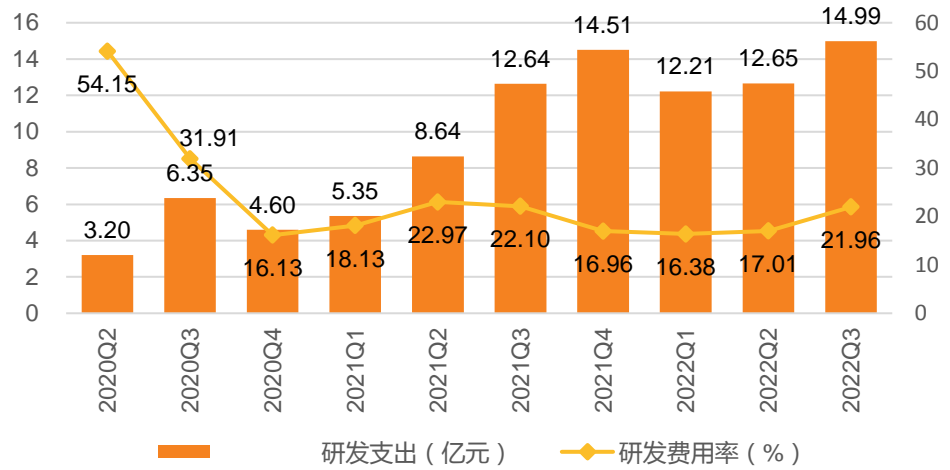
资料来源: 小鹏汽车季报、天风证券研究所

图 2: 小鹏汽车季度归母净利润 (单位: 亿元) 及毛利率 (单位: %)



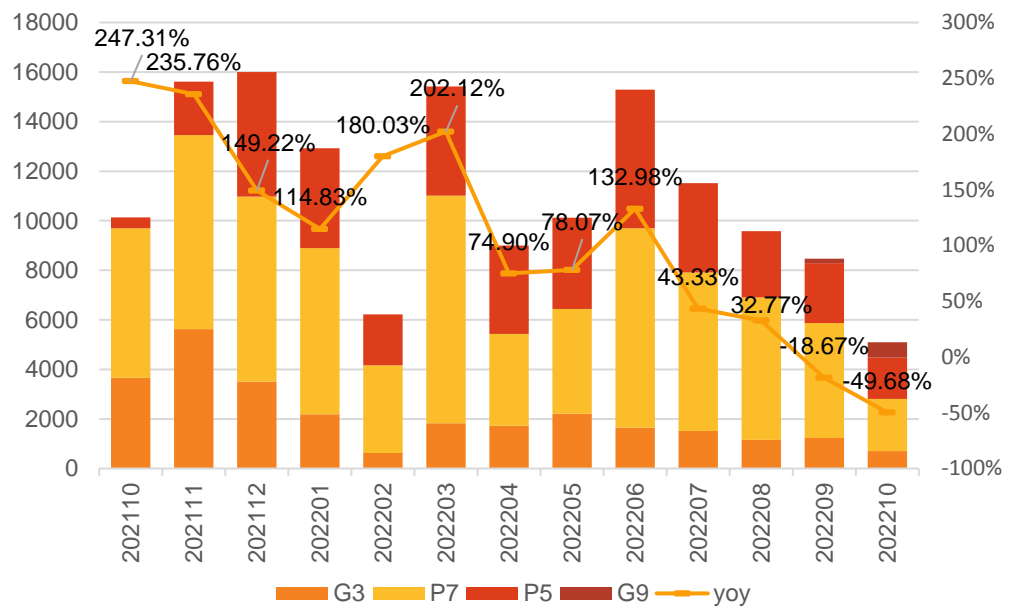
资料来源: 小鹏汽车季报、天风证券研究所

图 3：小鹏汽车各车型季度研发费用（亿元）及费用率（%）



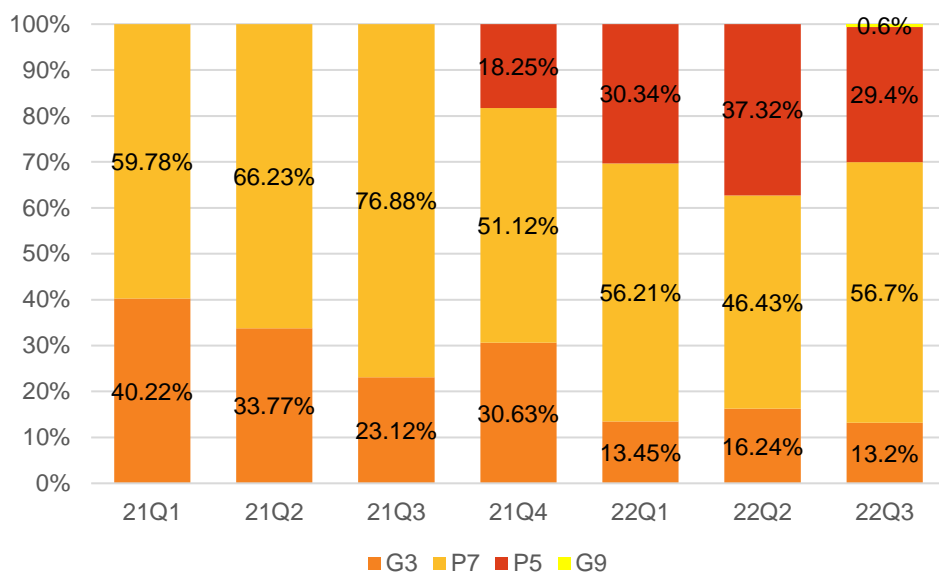
资料来源：小鹏汽车季报、天风证券研究所

图 4：小鹏汽车分车型单月交付量（单位：辆）及增速（单位：%）



资料来源：小鹏汽车微信公众号、天风证券研究所

图 5: 小鹏汽车各车型季度交付占比 (单位: %)



资料来源: 小鹏汽车微信公众号、天风证券研究所

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，相对同期沪深 300 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，相对同期沪深 300 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