

小鹏汽车-W (09868.HK)

Q4 促销拖累毛利，期待新车上市贡献增量 买入（维持）

2023年03月19日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 杨惠冰

执业证书：S0600121070072
yanghb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	26855.12	41312.00	69853.00	99154.00
同比	28%	54%	69%	42%
归属母公司净利润（百万元）	-9138.97	-5241.31	-1578.89	2561.37
同比	-88%	43%	70%	262%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-5.30	-3.04	-0.92	1.48
P/E（现价最新股本摊薄）	-5.54	-9.66	-32.08	19.77

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

- **段落提要：**小鹏汽车 2022Q4 实现营业收入 51.4 亿元，同环比分别-39.9%/-24.7%，归母净利润-23.6 亿元，相比 2021Q4 净利润为-12.9 亿元，2022Q3 为-23.8 亿元，同比亏损增大，环比基本持平。2022 年全年公司实现营业收入 268.6 亿元，同比+28.0%，归母净利润-91.4 亿元，同比去年全年净利润-48.6 亿元亏损明显增加。
- **2022Q4 促销政策拖累毛利率，期待 2023 年量增+降本下盈利能力迅速改善。**2022Q4 汽车业务营收 46.6 亿元，同环比分别-43.1%/-25.3%，Q4 实现新车交付 22204 辆，其中 P7/G9 分别为 6880/6189 辆，占比 58.9%，Q4 单车均价 20.99 万元，同环比分别+2.4%/-0.6%，产品结构同比改善带来单车均价提升。2022Q4 公司整体毛利率 8.7%，同环比分别-3.3/-4.8pct，其中汽车业务毛利率 5.7%，同环比分别-5.2/-5.9pct，Q4 行业竞争加剧，龙头特斯拉 10 月下旬率先降价促销，小鹏迅速跟进降价刺激终端订单，带来汽车业务毛利率大幅下滑。2022 年全年毛利率实现 11.5%，同比-1pct，汽车业务毛利率 9.4%，同比-2.1pct。费用方面，Q4 研发费用 12.3 亿元，费用率 23.93%，同环比分别+7.0/+2.0pct，持续高研发支出比例保证技术领先优势；SG&A 费用支出 17.56 亿元，费用率 34.16%，同环比分别+10.6/+10.3pct，渠道门店+充电网络不断完善，截至 2022 年底，小鹏汽车销售门店 420 家，相比 2022Q3 末新增 13 家，覆盖 143 座城市；自营充电网络扩至 1014 座，相比 2022Q3 新增 3 座。
- **坚持智能化长期战略，调整组织架构重视产品思路补齐短板，长期依然看好。**展望 2023Q1，公司预计实现交付 1.8~1.9 万辆，同比降低 45.0%~47.9%，总收入 40~42 亿元，同比降低 43.7%~46.3%，单车收入 22 万元左右（包括服务及其他收入）。公司预计 3 月交付 6772~7772 辆，伴随 P7i 正式上市交付，相比老款 P7 智能辅助驾驶+智能座舱+整车性能与充电效率等全方位提升；Q2 全新 SUV G6 正式上市，月交付有望实现同环比持续提升。2023 年全年来看，小鹏汽车持续深耕电动智能核心技术钻研，重整组织架构，梳理产品矩阵规划以及渠道建设思路，并加速推进降本，毛利率有望环比持续提升，带动公司整体盈利能力改善。
- **盈利预测与投资评级：**考虑 2023 年整车行业竞争格局恶化，但公司持续优化内部费用管控，降本增效，我们将公司 2023~2024 年收入预测由 562/1003 亿元下调至 413/699 亿元，盈利预测由-62/-17 亿元上调至-52/-16 亿元，2025 年营收/利润分别预计为 992/26 亿元，对应 PE 为 20 倍，考虑公司智能化领域优势明显，长期竞争力依然强劲，**维持小鹏汽车“买入”评级。**
- **风险提示：**新能源汽车行业发展低于我们预期；新平台车型不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	33.45
一年最低/最高价	24.75/142.80
市净率(倍)	1.56
港股流通市值(百万港元)	6,022.24

基础数据

每股净资产(港元)	21.39
资产负债率(%)	48.37
总股本(百万股)	1,725.57
流通股本(百万股)	180.04

相关研究

- 《小鹏汽车-W(09868.HK.): 2022Q3 季报点评: Q3 毛利率表现靓丽，新一轮产品周期将启》
2022-12-01
- 《小鹏汽车-W(09868.HK.): 2022Q2 季报点评: Q2 为盈利低点，G9 开启新一轮强势产品周期》
2022-08-24

小鹏汽车-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	43527.42	40201.39	50729.78	59792.40	营业总收入	26855.12	41312.00	69853.00	99154.00
现金及现金等价物	14607.77	8570.71	1260.60	8250.16	营业成本	23766.73	35797.00	58038.00	80406.00
应收账款及票据	3872.85	4714.11	10959.72	10438.08	销售费用	6688.25	6609.92	6985.30	8229.78
存货	4521.37	4547.66	11450.07	9779.08	管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	20525.43	22368.92	27059.39	31325.08	研发费用	5214.84	5370.56	7683.83	8923.86
非流动资产	27963.59	27963.59	27963.59	27963.59	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	10606.75	10606.75	10606.75	10606.75	经营利润	-8814.69	-6465.48	-2854.13	1594.36
商誉及无形资产	2997.59	2997.59	2997.59	2997.59	利息收入	1058.77	730.39	1028.54	863.03
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	132.19	80.15	70.15	70.15
其他长期投资	9221.48	9221.48	9221.48	9221.48	其他收益	-1230.25	600.00	320.00	200.00
其他非流动资产	5137.77	5137.77	5137.77	5137.77	利润总额	-9118.36	-5215.24	-1575.74	2587.24
资产总计	71491.01	68164.98	78693.37	87755.98	所得税	24.73	26.08	3.15	25.87
流动负债	24114.85	26030.14	38137.42	44638.67	净利润	-9143.09	-5241.31	-1578.89	2561.37
短期借款	3309.35	3309.35	3309.35	3309.35	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	14222.86	14414.74	24277.26	29326.74	归属母公司净利润	-9138.97	-5241.31	-1578.89	2561.37
其他	6582.65	8306.05	10550.82	12002.58	EBIT	-8814.69	-6465.48	-2854.13	1594.36
非流动负债	10465.49	10465.49	10465.49	10465.49	EBITDA	-8814.69	-6465.48	-2854.13	1594.36
长期借款	5410.80	5410.80	5410.80	5410.80					
其他	5054.69	5054.69	5054.69	5054.69					
负债合计	34580.34	36495.63	48602.91	55104.16					
股本	0.11	0.11	0.11	0.11	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	-5.30	-3.04	-0.92	1.48
归属母公司股东权益	36910.67	31669.35	30090.46	32651.82	每股净资产(元)	21.39	18.35	17.44	18.92
负债和股东权益	71491.01	68164.98	78693.37	87755.98	发行在外股份(百万股)	1725.57	1725.57	1725.57	1725.57
					ROIC(%)	-19.76	-15.11	-7.22	3.94
					ROE(%)	-24.76	-16.55	-5.25	7.84
					毛利率(%)	11.50	13.35	16.91	18.91
					销售净利率(%)	-34.03	-12.69	-2.26	2.58
					资产负债率(%)	48.37	53.54	61.76	62.79
					收入增长率(%)	27.95	53.83	69.09	41.95
					净利润增长率(%)	-87.92	42.65	69.88	262.23
					P/E	-5.54	-9.66	-32.08	19.77
					P/B	1.37	1.60	1.68	1.55
					EV/EBITDA	-5.92	-7.86	-20.36	32.06

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2023年3月18日的0.88元,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

