

小鹏汽车-W (09868.HK)

短期持续调整，蓄力新产品周期

2022 Q4 交付符合指引，2023 Q1 销量指引 1.8-1.9 万台。公司 2022Q4 实现交付 2.22 万辆，同比下降 47%，实现营收 51 亿元，同比下降 40%，Q4 non-GAAP 归属普通股股东亏损 23.7 亿元。公司 2023Q1 指引为交付 1.8-1.9 万台，同比下降 45.0%-47.9%，营业收入 40-42 亿元，同比下降 43.7%-46.3%，预计 2023 年上半年公司仍将处于内部组织架构调整、新老产品过渡阶段，下半年销量有望触底回升。

蓄力下一轮新品周期，坚定智能驾驶作为长期标配。车型端：2023 Q1/Q2，公司尚在产品过渡期，P7i 及 G9 入门车型价格仍有下降空间；2023 Q3 公司将迎来新车型量产，有望成为全年销量拐点：1) G6 车型，对标 Model Y，目标打造 20-30 万价格带中智能化及空间领先的产品，将于上海车展首次亮相，Q2 末启动交付，Q3 大批量量产；2) 定位相对更高端的 MPV 车型，预计下半年推出。**渠道端：**通过渠道扁平化管理、以及通过授权经销加速进入三四线渠道，并将单店功能从仅销售变成承担更多 4S 门店功能，公司有望在加速门店拓张同时，降低渠道建设成本。**智能化端：**加速功能迭代及降本变现。公司计划在 3 月下旬开始上海、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 XNGP 将摆脱对高精地图依赖，有望在全国数十个城市落地城市 NGP 功能，并最终在 2024 年完成全场景智能驾驶功能打通。公司未来计划将最高等级的智能驾驶功能作为全车型标配，并降低智驾上车成本，包括 1) 通过技术迭代等方式，在 2024 年将 XNGP 软硬件 BOM 成本下降 50%，2) 从当前软硬件整体销售转为软硬件分级销售。

毛利率短期承压，后续重点提升成本控制能力。毛利率端：公司 2022Q4 毛利率为 8.7%，环比下降 4.8pct。其中车辆销售毛利率为 5.7%，环比下降 5.9pct，主要由于促销力度提升。我们预计公司 2023 Q1/Q2 毛利率将持续承压，主要受补贴退坡及 1 月降价影响；同时在行业竞争加剧情况下，公司后续定价策略预计也将优先考量车型性价比，后续毛利率提升将主要依靠公司增强成本控制能力，提升智能化、动力等硬件平台化程度。**费用率端：**预计公司全年研发费用投入将维持平稳，销管费用率随渠道扁平化有一定下行空间。

投资建议：我们预计公司 2023-2025 年销量约 13.0/21.2/32.2 万辆，2023-2025 年总收入达 324/521/811 亿元、non-GAAP 净利润率为 -24%/-9%/-1%。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 94 亿美元目标估值，对应 2x 2023e P/S，给予其 (9868.HK) 43.0 港元目标价、(XPEV.N) 11.0 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、车型研发及上市进度不及预期风险、毛利率提升不及预期风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,988	26,855	32,383	52,100	81,057
增长率 YoY(%)	259.1	28.0	20.6	60.9	55.6
归属普通股股东净利	-4,863	-9,143	-8,413	-5,439	-1,771
归属普通股股东净利率	-23%	-34%	-26%	-10%	-2%
Non-GAAP 净利润	-4,483	-8,428	-7,799	-4,826	-1,157
Non-GAAP 净利率	-21%	-31%	-24%	-9%	-1%
P/S(倍)	2.5	1.9	1.6	1.0	0.6
P/B(倍)	1.2	1.4	1.8	2.2	2.4

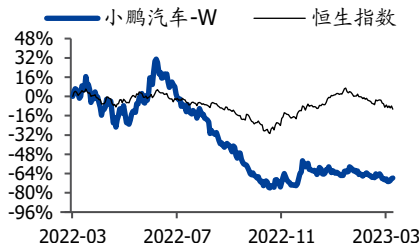
资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 3 月 20 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	智能驾驶及制造
前次评级	买入
3月20日收盘价(港元)	34.00
总市值(百万港元)	58,669.27
总股本(百万股)	1,725.57
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	15.95

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)：组织架构深度调整，蓄力下一轮产品周期》2022-12-02
- 《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

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	48831	43527	39065	46364	49876
现金及现金等价物	36883	29529	29260	24640	28724
短期投资净额	2834	1262	1262	1262	1262
应收账款	2673	3873	1524	7159	6350
存货	2662	4521	2675	8903	9110
其他流动资产	3779	4342	4344	4400	4430
非流动资产	16821	27964	26012	26722	27379
固定资产	5425	10607	9126	9786	10391
资产使用权	1561	1955	1321	1216	1118
无形资产	879	1043	1206	1361	1510
长期投资	1549	2295	2295	2295	2295
其他非流动资产	7407	12064	12064	12064	12064
资产总计	65651	71491	65077	73086	77255
流动负债	18013	24115	22078	33491	37395
短期借款	0	2419	2419	2419	2419
应付账款	12362	14223	12186	23599	27503
应计负债	373	619	619	619	619
其他流动负债	5277	6854	6854	6854	6854
非流动负债	5492	10466	14483	16500	18517
长期借款	1675	4613	8630	10647	12664
其他非流动负债	3817	5853	5852	5852	5852
负债合计	23505	34580	36561	49991	55912
资本公积	59981	60691	60691	60691	60691
未分配利润	-16192	-25331	-33725	-39146	-40898
累计其他综合损益	-1649	1544	1544	1544	1544
归属母公司股东权益	42146	36911	28516	23095	21343
少数股东权益	0	0	0	0	0
可赎回非控股股东权益	0	0	0	0	0
可赎回及权益总额	42146	36911	28516	23095	21343
负债和权益总额	65651	71491	65077	73086	77255

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-1095	-9630	-5370	-4956	3748
净利润	-4863	-9143	-8413	-5439	-1771
固定资产折旧	573	567	732	839	896
无形资产摊销	26	34	39	45	50
内容及版权摊销	239	125	115	106	97
营运资金变动	5242	-1212	2156	-507	4476
其他经营现金流	-2311	0	0	0	0
投资活动现金流	-33076	-2700	-2700	-1700	-1700
资本开支	-2588	-2700	-2700	-1700	-1700
其他投资现金流	-30488	0	0	0	0
筹资活动现金流	14627	9017	4017	2017	2017
短期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	13110	0	0	0	0
其他筹资现金流	1517	9017	4017	2017	2017
现金净增加额	-19907	-3313	-4053	-4639	4066

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20988	26855	32383	52100	81057
营业成本	18366	23767	29710	46010	68136
毛利润	2623	3088	2673	6090	12921
研发费用	5305	6688	5988	5980	8436
销售及管理费用	4114	5215	5412	5685	6230
其他经营性损益	218	109	162	521	486
营业利润 (亏损)	-6579	-8706	-8566	-5053	-1259
财务收入	707	1059	618	111	18
财务支出	65	132	180	204	228
联营公司亏损	79	59	8	13	20
其他非经营性收益	384	-1424	81	81	81
利润总额	-4837	-9118	-8450	-5464	-1779
所得税	26	25	-37	-24	-8
净利润	-4863	-9143	-8413	-5439	-1771
可赎回少数股东权益的增益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-4863	-9143	-8413	-5439	-1771
调整后归属普通股股东净利	-4483	-8428	-7799	-4826	-1157

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	259.1	28.0	20.6	60.9	55.6
营业利润(%)	53.2	32.3	-1.6	-41.0	-75.1
归属于母公司净利润(%)	49.8	88.0	-7.5	-38.1	-76.0
获利能力					
毛利率(%)	12.5	11.5	8.3	11.7	15.9
净利率(%)	-21.4	-31.4	-24.1	-9.3	-1.4
ROE(%)	-11.5	-24.8	-29.5	-23.6	-8.3
ROIC(%)	-61.9	-45.6	-84.3	-74.1	-65.1
偿债能力					
资产负债率(%)	35.8	48.4	56.2	68.4	72.4
净负债比率(%)	-87.5	-73.4	-94.1	-96.1	-123.0
流动比率	2.7	1.8	1.8	1.4	1.3
速动比率	2.0	1.2	1.3	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.8	1.1
应收账款周转率	11.0	8.2	12.0	12.0	12.0
应付账款周转率	2.1	1.8	2.3	2.6	2.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-2.7	-4.9	-4.5	-2.8	-0.7
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.5	-5.9	-3.1	-2.9	2.2
每股净资产(最新摊薄)	25.7	21.6	16.6	13.4	12.4
估值比率					
P/S	2.5	1.9	1.6	1.0	0.6
P/B	1.2	1.4	1.8	2.2	2.4

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 3 月 20 日收盘价

图表 1: 小鹏汽车核心财务预测: 年度

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总销量 (台)	12,728	27,041	98,155	120,757	129,500	212,000	321,600
G3	12,728	11,979	29,721	17,520	4,000	-	-
P7	-	15,062	60,569	59,066	36,000	48,000	46,200
P5	-	-	7,865	37,982	9,000	-	-
G9	-	-	-	6,189	40,500	48,000	45,600
G6	-	-	-	-	35,000	69,000	66,300
后续车型					5,000	47,000	163,500
总收入 (百万元)	2,321	5,844	20,988	26,855	32,383	52,100	81,057
车辆销售	2,171	5,547	20,042	24,840	29,682	48,398	75,284
服务及其他	150	298	946	2,015	2,701	3,702	5,773
毛利 (百万元)	-558	266	2,623	3,088	2,673	6,090	12,921
车辆销售	-562	196	2,309	2,347	1,651	4,618	10,191
服务及其他	4	70	314	742	1,021	1,472	2,730
毛利率	-24%	5%	12%	12%	8%	12%	16%
车辆销售	-26%	4%	12%	9%	6%	10%	14%
服务及其他	3%	23%	33%	37%	38%	40%	47%
销售及管理费用率	-50%	-50%	-25%	-25%	-18%	-11%	-10%
研发费用率	-89%	-30%	-20%	-19%	-17%	-11%	-8%
归属普通股股东净利润(百万元)	-4,643	-4,890	-4,863	-9,139	-8,394	-5,421	-1,752
净利润率	-200%	-84%	-23%	-34%	-26%	-10%	-2%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-3,709	-2,992	-4,483	-8,428	-7,799	-4,826	-1,157
Non-GAAP 净利润率	-160%	-51%	-21%	-31%	-24%	-9%	-1%

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

	23Q1E	23Q2E	23Q3E	23Q4E	24Q1E	24Q2E	24Q3E	24Q4E
总销量 (台)	18,500	19,500	37,500	54,000	44,000	52,000	56,000	60,000
G3	2,000	1,500	500	-	-	-	-	-
P7	5,000	7,000	9,000	15,000	12,000	12,000	12,000	12,000
P5	5,000	3,000	1,000	-	-	-	-	-
G9	6,500	8,000	12,000	14,000	12,000	12,000	12,000	12,000
G6	-	-	15,000	20,000	15,000	18,000	18,000	18,000
后续车型	-	-	-	5,000	5,000	10,000	14,000	18,000
总收入 (百万元)	4756	5348	9182	13097	11077	12724	13664	14636
车辆销售	4214	4650	8400	12418	10329	11810	12630	13630
服务及其他	542	698	782	679	748	914	1,034	1,006
毛利 (百万元)	243	459	797	1174	1091	1424	1676	1900
车辆销售	38	195	501	917	806	1073	1267	1472
服务及其他	205	264	296	257	285	351	409	428
毛利率	5%	9%	9%	9%	10%	11%	12%	13%
车辆销售	1%	4%	6%	7%	8%	9%	10%	11%
服务及其他	38%	38%	38%	38%	38%	38%	40%	43%
销售及管理费用率	-30%	-25%	-18%	-12%	-12%	-12%	-11%	-11%
研发费用率	-23%	-18%	-18%	-13%	-12%	-11%	-11%	-10%
归属普通股股东净利润 (百万元)	-2,216	-1,778	-2,423	-1,995	-1,553	-1,471	-1,290	-1,124
净利润率	-47%	-33%	-26%	-15%	-14%	-12%	-9%	-8%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-2,063	-1,624	-2,270	-1,842	-1,400	-1,318	-1,137	-971
Non-GAAP 净利润率	-43%	-30%	-25%	-14%	-13%	-10%	-8%	-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