

小鹏汽车-W (09868.HK)

L3 智能化优势驱动困境反转

买入 (维持)

2023年06月30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

研究助理 孟璐

执业证书: S0600122080033

mengl@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入(百万元) | 26,855.12 | 26,135.00 | 51,220.00 | 74,600.00 |
| 同比 | 28% | -3% | 96% | 46% |
| 归属母公司净利润(百万元) | -9,138.97 | -7,032.25 | -5,197.20 | -1,639.00 |
| 同比 | -88% | 23% | 26% | 68% |
| 每股收益-最新股本摊薄(元/股) | -5.28 | -4.06 | -3.00 | -0.95 |
| P/E(现价最新股本摊薄) | - | - | - | - |

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **复盘历史: G9 上市受挫, 股价低迷。**复盘小鹏汽车股价变化, 2022 年下半年以来持续调整核心原因为 G9 受挫, 公司销量表现一般, 进而收入与毛利承压。1) 2021 年 7~12 月: 新车周期带动销量, 催化股价上行。2) 2022 年 1~12 月: 补贴退坡&原材料价格上涨&开放部分车型智能驾驶为标配, 公司毛利率承压, G9 上市受挫, SKU 较多且定位不明确, 新车销量爬坡不及预期。3) 2023 年至今: 价格战下单车盈利持续承压, P7i&G6 上市, 新一轮新车周期有望开启。

■ **核心催化: 技术领先+组织/渠道革新+新车提振销量表现。**1) **技术: 发布「扶摇」技术架构, 汇聚制造+电动+智能核心技术。**整车智造方面, 采用前后一体式铝压铸车身+CIB 一体化技术, 兼顾多尺寸车型, 提升驾控性能及乘坐体验; 智能体系方面, 由 X-EEA 3.0+XNGP+Xmart OS 实现科技普惠, 预计 2023 年下半年将逐步在无高精地图的城市陆续开放不依赖高精地图的 XNGP 能力; 动力补能方面, 扶摇架构标配 800V 高压快充及电机、电控在内的整车高压架构, 同时采用全新的 800V Xpower 电驱总成+X-HP 智能热管理系统, 综合效率达 92%、冬季续航提升 15%、充电效率提升 90%、电池散热性能提升 100%。2) **组织&渠道: 组织架构全面革新, 渠道整合提升效率。**自 2022 年年底起, 小鹏汽车开始进行战略复盘和调整, 推进组织架构的优化, 并且核心补强综合能力的短板, 进行二次创业。王凤英、易寒等多位高管加入, 助力公司渠道营销等全面革新。渠道整合方面, 团队合并提升渠道效率, 有效避免内部资源损耗。3) **产品: G6 爆款可期。**小鹏 G6 定位未来智驾新物种, 四大优势助力车型综合竞争力市场领先, 有望加速智能驾驶快速普及, 助力小鹏开启新一轮向上大周期。

■ **盈利预测与投资评级: 鉴于公司智能化技术先发优势+组织架构革新+G6 为代表的新一轮新车陆续上市, 小鹏汽车有望开启“正循环”模式, 我们上调公司 2023-2025 年业绩预期, 我们预计公司 2023-2025 年营业总收入 261.4/512.2/746.0 亿元(原为 235.7/440.5/647.0 亿元), 归属母公司净利润-70.3/-52.0/-16.4 亿元(原为 -76.0/-58.6/-19.7 亿元), 对应 PS 为 2.8/1.4/1.0 倍。选取整车同业公司作为小鹏汽车的可比公司, 可比公司估值均值为 3.6/2.5/1.9 倍。我们认为公司应该享受更高估值(L3 智能化先发优势), 对比行业领先企业特斯拉 PS, 给予小鹏汽车 2023 年 5X 目标 PS, 对应目标价 81.87 港币, 当前股价 45.3 港币(2023 年 6 月 29 日), 维持“买入”评级。**

■ **风险提示: 乘用车价格战超预期; 终端需求恢复低于预期; L3 级别自动驾驶政策推出节奏不及预期等**

股价走势



市场数据

| | |
|--------------|--------------|
| 收盘价(港元) | 45.30 |
| 一年最低/最高价 | 24.75/131.20 |
| 市净率(倍) | 2.27 |
| 港股流通市值(百万港元) | 8,406.50 |

基础数据

| | |
|-----------|----------|
| 每股净资产(港元) | 19.96 |
| 资产负债率(%) | 48.93 |
| 总股本(百万股) | 1,731.10 |
| 流通股本(百万股) | 185.57 |

相关研究

《小鹏汽车-W(09868.HK): G6 新车有望推动小鹏困境反转》

2023-06-12

《小鹏汽车-W(09868.HK): 2023Q1 季报点评: 促销致使业绩承压, 静待新车上市企稳改善》

2023-05-25

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 复盘历史：G9上市受挫，股价持续低迷 | 4 |
| 2. 核心催化：技术领先+组织/渠道革新+新车提振销量表现 | 4 |
| 2.1. 技术：发布「扶摇」技术架构，汇聚制造+电动+智能核心技术 | 4 |
| 2.1.1. 整车智造：兼顾多尺寸车型，提升驾控性能及乘坐体验 | 5 |
| 2.1.2. 智能体系：由 X-EEA 3.0+XNGP+Xmart OS 实现科技普惠 | 6 |
| 2.1.3. 动力补能：标配全域 800V 高压 SiC 碳化硅平台 | 7 |
| 2.2. 组织&渠道：组织架构全面革新，渠道整合提升效率 | 8 |
| 2.3. 产品：深耕 15 万元以上纯电车型，G6 爆款可期 | 10 |
| 3. 盈利预测与投资建议 | 11 |
| 4. 风险提示 | 12 |

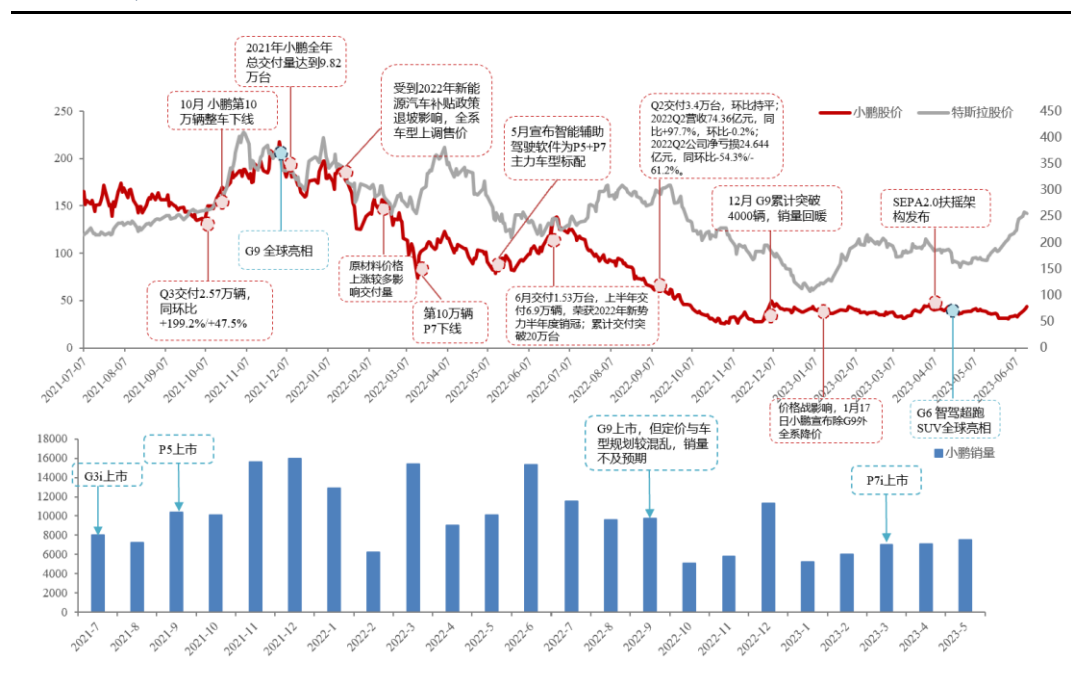
图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 小鹏汽车股价 (上图, 左轴/港元) 及特斯拉股价 (上图, 右轴/美元) 复盘及小鹏销量 (下图, 辆) 复盘..... | 4 |
| 图 2: 扶摇架构效能提升情况..... | 4 |
| 图 3: 前后一体式铝压铸车身..... | 5 |
| 图 4: CIB 电池车身一体化技术..... | 5 |
| 图 5: 扶摇架构智能体系..... | 6 |
| 图 6: 小鹏 XNGP 发布规划..... | 7 |
| 图 7: 小鹏 XNet 深度视觉神经网络..... | 7 |
| 图 8: 小鹏充电网络布局 (截至 2023 年 4 月 1 日)..... | 8 |
| 图 9: 小鹏汽车虚拟委员会架构..... | 9 |
| 图 10: 小鹏汽车产品矩阵组织..... | 9 |
| 图 11: 小鹏汽车核心管理团队..... | 9 |
| 图 12: 小鹏汽车渠道分布情况..... | 10 |
| 图 13: 小鹏汽车车型矩阵..... | 10 |
| 图 14: G6 竞品分析..... | 11 |
| 表 1: 小鹏汽车盈利预测核心假设..... | 12 |
| 表 2: 小鹏汽车可比公司估值表 (2023 年 6 月 29 日)..... | 12 |

1. 复盘历史：G9 上市受挫，股价持续低迷

复盘小鹏汽车股价变化：2022 年下半年以来持续调整核心原因为 G9 受挫，公司销量表现一般，进而收入与毛利承压。1) 2021 年 7~12 月：新车周期带动销量，催化股价上行。2) 2022 年 1~12 月：补贴退坡&原材料价格上涨&开放部分车型智能驾驶为标配，公司毛利率承压，G9 上市受挫，SKU 较多且定位不明确，新车销量爬坡不及预期。3) 2023 年至今：价格战下单车盈利持续承压，P7i&G6 上市，新一轮新车周期有望开启。

图1：小鹏汽车股价（上图，左轴/港元）及特斯拉股价（上图，右轴/美元）复盘及小鹏销量（下图，辆）复盘



数据来源：wind，乘联会，东吴证券研究所

2. 核心催化：技术领先+组织/渠道革新+新车提振销量表现

2.1. 技术：发布「扶摇」技术架构，汇聚制造+电动+智能核心技术

2023 年 4 月小鹏发布 SEPA 2.0 扶摇全域智能进化架构，汇聚小鹏汽车动力补能、智能体系、整车智造等方面的核心技术，实现效率和性能全面提升。

图2：扶摇架构效能提升情况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.1.1. 整车智造：兼顾多尺寸车型，提升驾控性能及乘坐体验

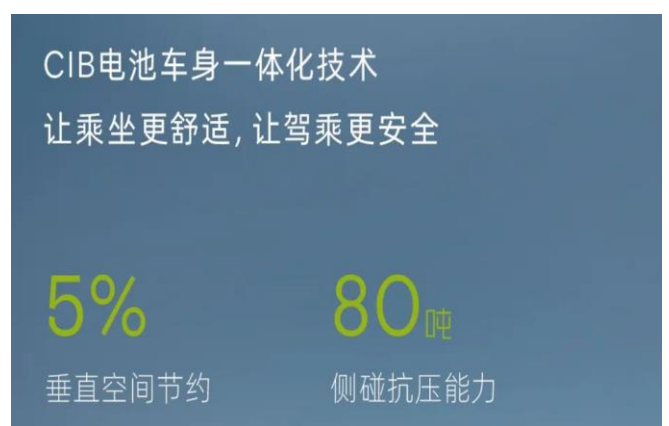
整车智造方面，采用前后一体式铝压铸车身+CIB一体化技术，提升驾控性能及乘坐体验。基于扶摇架构，小鹏汽车未来新车型研发周期将缩短 20%，基于架构部分的零部件通用化率最高可达 80%，1) 扶摇架构具备极强拓展空间，兼容多个整车制造平台，可兼容轴距 1800mm~3200mm 的车型，可拓展三厢轿车、两厢车、运动轿跑、休旅车、SUV、MPV、皮卡等多品类车型，提升生产效率。2) 扶摇架构下采用国内唯一量产的前后一体式铝压铸车身，集成 161 个零件，减少 17% 车身重量，并且大幅提升车身扭转刚度，实现更加稳定、驾控性能，同时提高整车生产稳定性。3) 采用 CIB 电池车身一体化技术，将电池包上壳体和车身地板合二为一，侧碰抗压能力达 80 吨，提升安全性的同时节约垂直空间，带来更好的乘坐体验。

图3：前后一体式铝压铸车身



数据来源：小鹏汽车官方微信号，东吴证券研究所

图4：CIB 电池车身一体化技术



数据来源：小鹏汽车官方微信号，东吴证券研究所

2.1.2. 智能体系：由 X-EEA 3.0+XNGP+Xmart OS 实现科技普惠

智能体系方面，1) 扶摇架构搭载 X-EEA 3.0 电子电气架构，采用中央超算+域控制器硬件架构，采用千兆以太网连接，可搭载 5G 模块，极速 OTA 速率提升 300%；2) 扶摇架构搭载 XNGP 智能辅助驾驶系统，持续提升高阶智能辅助驾驶体验。公司预计 2023 年内实现高速场景每千公里接管次数小于 1 次，2025 年实现城市市场场景每百公里接管次数小于 1 次；3) 智能座舱方面，Xmart OS 车载智能系统的软件适配成本降低 85%，语音综合研发周期缩短 50%，语音对话服务成本降低 50%，让超感知智能座舱拥有"GPT"般的大脑，成为更“类人”的智能座舱。

图5：扶摇架构智能体系



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司目前已在部分城市上线城市 NGP 功能，实现安全且高效的出行体验。城市场景为用户出行最高频的用车场景，城市场景辅助驾驶功能落地将显著提升用户体验。根据小鹏汽车统计，用户的总用车里程中城市道路占比达 71%，用车时长占比 90%。小鹏汽车是首个让高阶智能辅助驾驶在城市场景中量产落地的汽车品牌，截至 2023 年 6 月公司已在北上广深四座城市上线城市 NGP 功能，在有高精地图覆盖的区域内，车辆可实现城市内由 A 点到 B 点的智能导航辅助驾驶，完成本车道巡航跟车、超车变道、绕行静止车辆或物体等动态驾驶任务以及红绿灯识别启停、自主打灯变道、避让其他交通参与者等典型的城市路况交通行为。城市 NGP 推送首月，广、深、沪三地里程渗透率超过 60%。公司预计 2023 年下半年将逐步在无高精地图的城市陆续开放不依赖高精地图的 XNGP 能力，包括可用于通勤场景的短途定制化 NGP 能力，使无图区域的用户体验接近城市 NGP 的体验。

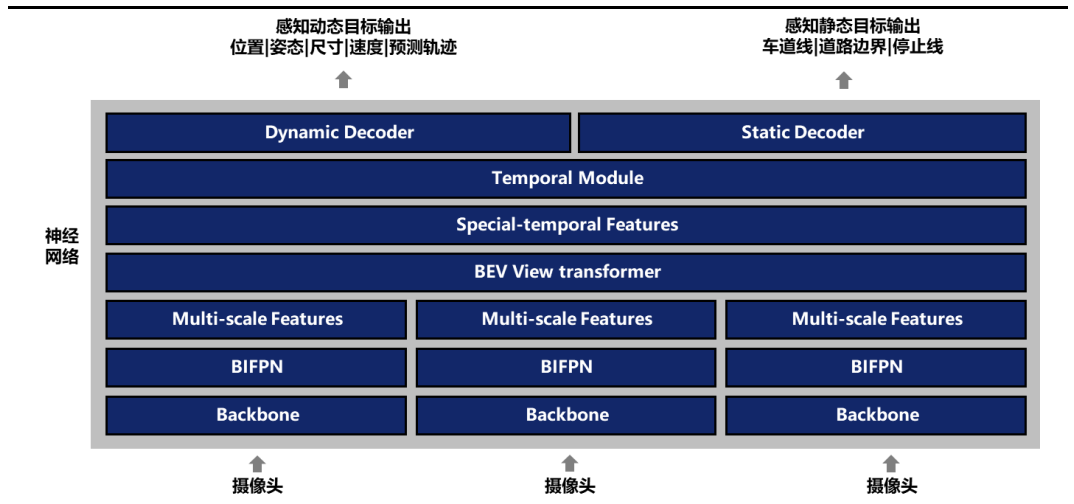
图6：小鹏 XNGP 发布规划



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

感知层面小鹏 XNet 利用神经网络实现了端到端数据驱动算法迭代。XNet 深度视觉神经网络将多个摄像头采集的数据进行多帧时序前融合，输出 BEV 视角下的动态目标物的 4D 信息（如车辆，二轮车等的大小、距离、位置及速度、行为预测等），以及静态目标物的 3D 信息（如车道线和马路边缘的位置）。与之配合，小鹏汽车打造了全自动标注系统，标注效率是人工标注的 45000 倍。此外，小鹏汽车在乌兰察布建成中国最大的自动驾驶智算中心“扶摇”，基于阿里云智能计算平台，算力可达 600PFLOPS（每秒浮点运算 60 亿亿次）。在“扶摇”的加持下，自动驾驶模型训练效率提升 602 倍。

图7：小鹏 XNet 深度视觉神经网络



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.1.3. 动力补能：标配全域 800V 高压 SiC 碳化硅平台

动力补能方面，扶摇架构标配全域 800V 高压 SiC 碳化硅平台。扶摇架构标配 800V 高压快充及电机、电控在内的整车高压架构，标配 3C 电芯，兼容 4C 电芯，实现充电

5min，最大续航 200 公里。电机电控方面，扶摇架构采用全新的 800V Xpower 电驱总成，综合效率达 92%。热管理方面，扶摇架构采用 X-HP 智能热管理系统，冬季续航提升 15%、充电效率提升 90%、电池散热性能提升 100%。

补能网络建设方面，公司坚持超快充路线持续布局。截至 2023 年 4 月 1 日，小鹏汽车在全国已累计上线 2200+座充电站，其中自营站共计 1000+座（超充站 800+座/目的地站 200+座）。小鹏 S4 超快充桩最大输出功率达 480kW、单桩最大输出电流达 670A。2023 年公司预计建成 500 座具备 S4 超快充能力的充电站点，完成全国主要城市的 S4 站超快充网络覆盖，为车主提供更优质、便捷的补能体验。

图8：小鹏充电网络布局（截至 2023 年 4 月 1 日）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

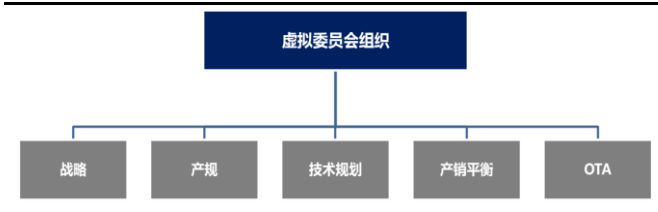
2.2. 组织&渠道：组织架构全面革新，渠道整合提升效率

自 2022 年年底起，小鹏汽车开始进行战略复盘和调整，推进组织架构的优化，并且核心补强综合能力的短板，进行二次创业。

2022 年 10 月小鹏汽车进行组织架构调整，建立战略、产规、技术规划、产销平衡和 OTA 委员会五大虚拟委员会组织，提升协作效率。五大委员会分别的职责为：1) 战略委员会：负责制定公司长期发展战略，并对品牌战略、业务规划、产品规划和技术规划的制定、分解、修订、调整等进行决策。2) 产规委员会：根据企业战略和客户需求，负责产品战略和规划的制定。3) 技术规划委员会：根据企业战略、市场需求和产品战略，负责技术战略和规划的制定。4) 产销平衡委员会：负责制定供应商策略，根据产能和销售情况，负责产销平衡（含物流）的相关规划制定。5) OTA 委员会：负责 OTA 业务的重大目标制定和管理决策。此外公司建立并行 E、F、H 平台产品矩阵组织，实现

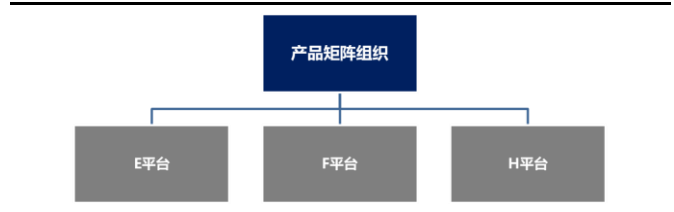
产品全业务闭环，提升研发销售效率。

图9：小鹏汽车虚拟委员会架构



数据来源：晚点 Auto，东吴证券研究所

图10：小鹏汽车产品矩阵组织



数据来源：晚点 Auto，东吴证券研究所

多位高管加入，助力公司渠道营销等全面革新。1) 王凤英先后担任长城汽车副董事长、执行董事、总经理，兼任保定长城汽车销售有限公司总经理，主职战略规划和营销。2023年1月30日王凤英正式出任小鹏汽车总裁，向小鹏汽车董事长、CEO 何小鹏汇报。王凤英全面负责公司的产品规划、产品矩阵以及销售体系，保证供应链的稳定性和持续性。2) 吉利系高管易寒出任小鹏汽车营销副总裁，全面负责市场营销和公关传播工作。

图11：小鹏汽车核心管理团队



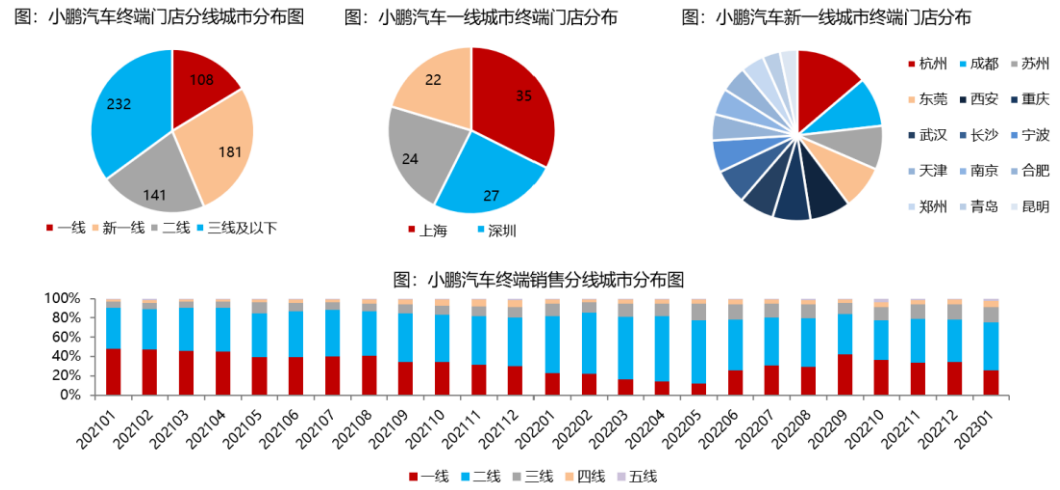
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

自营+授权混合模式下渠道资源内耗严重。2019年起小鹏汽车宣布开放授权合作销售模式，自建直营+授权经销商加盟并行。直营渠道归属小鹏汽车贸易公司；授权经销商归属小鹏 UDS（用户发展服务中心），两个并行部门同时对渠道进行管理，存在一定渠道内部资源损耗问题。

总裁王凤英主导内部营销体系改革，团队合并提升渠道效率。公司逐步进行渠道改革，在内部组织管理结构上，汽贸和 UDS 两个渠道团队完成合并，由副总裁王桐负责；渠道方面，将小鹏销售体系的东区、南区、北区、中区四个大区改为 25 个“战区”，将原来多条业务线统一为一个服务端销售体系上，每个小区内的直营门店和授权经销商均

由小区负责人主管。渠道统一管理有效避免内部资源损耗，提升经营效率。王凤英还在打造营销服务效率工具，建立对前线需求响应更快的中台，提升内部沟通和运营的效率。

图12：小鹏汽车渠道分布情况

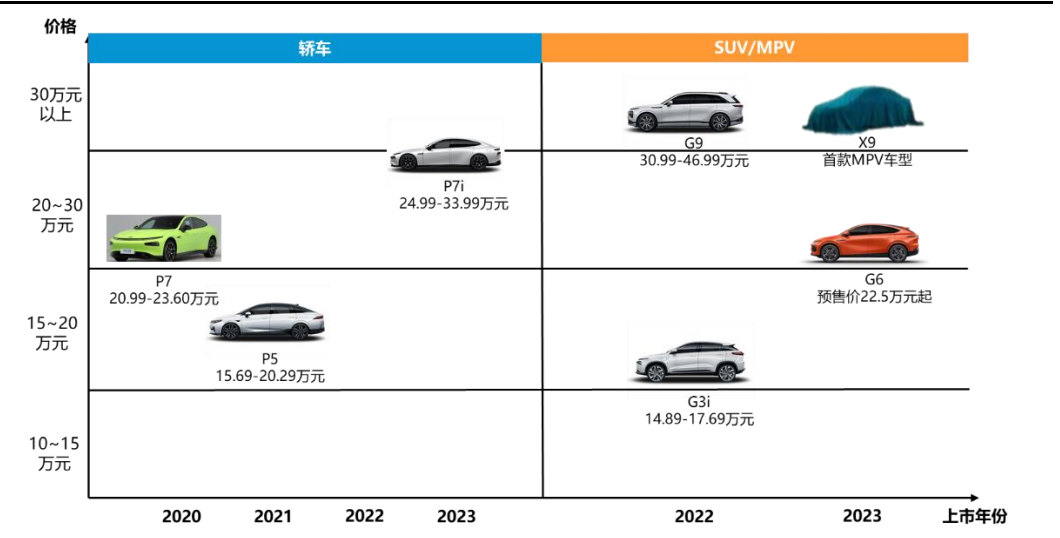


数据来源：公司官网，交强险，东吴证券研究所

2.3. 产品：深耕 15 万元以上纯电车型，G6 爆款可期

小鹏汽车以“始终以客户为中心，用科技为人类创造更便捷愉悦的出行生活”为品牌使命，深耕 15 万元以上纯电市场，现有在售车型共 6 款。

图13：小鹏汽车车型矩阵



数据来源：汽车之家，公司官网，东吴证券研究所

G6 有望加速智能驾驶快速普及，助力小鹏开启新一轮向上大周期。G6 于 6 月 29 日正式上市，价格为 20.99~27.69 万元，起售价低于预售价 1.5 万元。G6 以“全域 800V 高压 SiC 碳化硅平台+XNGP 全场景智能辅助驾驶+百公里 3.9s 超跑级畅快感受+超大内部空间表现”为核心优势。**1) 智能化维度：**基于国内首发 Xnet 深度视觉神经网络实现 BEV 感知，在软件能力大幅提升的同时，G6 max 车型搭载 31 颗智驾传感器（2 激光雷达）+508TOPS 双英伟达 ORIN 芯片，达到 360 度全方位感知能力及高效处理速度，支持全场景辅助驾驶。Max 车型起售价 22.99 万元起，助力科技普惠。**2) 电动化维度：**G6 搭载全域 800V 碳化硅高压平台+3C 芯片，CLTC 综合续航最高 755km，百公里综合电耗降低至 13.2kwh；通过超高压平台可实现 10min 充电续航 300km。动力方面 G6 搭载 800V XPower 电驱系统，最大功率 358kw，峰值扭矩 660Nm。

图14: G6 竞品分析

| 车型 | 小鹏G6 | | | | | Model Y | | | 问界 M5 | |
|--------|--------------|--------------------|---------|---------|----------|---------|----------|----------|-------------|-------------|
| | 580 Pro | 580 Max | 755 Pro | 755 Max | 700性能Max | 后轮驱动版 | 长续航全轮驱动版 | 高性能全轮驱动版 | 智驾版 | |
| 价格/万元 | 20.99 | 22.99 | 23.49 | 25.49 | 27.69 | 26.39 | 31.39 | 36.39 | 27.98-30.98 | |
| 价格空间 | 级别 | 5门5座SUV | | | | | 5门5座SUV | | | 5门5座SUV |
| | 长/m | 4573 | | | | | 4750 | | | 4770/4785 |
| | 宽/m | 1920 | | | | | 1921 | | | 1930 |
| | 高/m | 1650 | | | | | 1624 | | | 1625/1620 |
| | 轴距/m | 2890 | | | | | 2890 | | | 2880 |
| 动力性能 | 燃料类型 | 纯电动 | | | | | 纯电动 | | | 增程式/纯电动 |
| | 最大功率/kW | 218 | | | 358 | | 194 | 331 | 357 | 200/365 |
| | 最大扭矩 (N·m) | 296 | | | 487 | | 340 | 559 | 659 | 360/675 |
| | 百公里加速/s | 6.6 | | 5.9 | | 3.9 | 6.9 | 5 | 3.7 | 4.5/4.6/7.1 |
| 续航 | 纯电续航/km-CLTC | 580 | | 755 | | 700 | 545 | 660 | 615 | 255/534 |
| | 快充时间/h | 0.33 | | 0.33 | | 0.33 | 1 | 1 | 0.5 | |
| | 百公里耗电量 (kWh) | 13.2 | | | 14.1 | | 12.7 | 13.4 | 14.4 | - |
| 智能辅助驾驶 | 智能辅助驾驶硬件 | Orin-X | | | | | Orin-X | | | 特斯拉FSD |
| | 辅助驾驶芯片 | Orin-X | 双Orin-X | Orin-X | 双Orin-X | 双Orin-X | 特斯拉FSD | | | |
| | 芯片算力 | — | 508TOPS | — | 508TOPS | 508TOPS | 144TOPS | | | |
| | 双激光雷达 | — | • | — | • | • | — | | | |
| | 摄像头数量 | 12 | | | | | 8 | | | 11 |
| | 毫米波雷达数量 | 5 | | | | | 1 | | | 3 |
| | 超声波雷达数量 | 12 | | | | | 12 | | | 12 |
| | 智能辅助驾驶功能 | — | | | | | — | | | — |
| | 高速NGP | • | • | • | • | • | • | • | • | |
| | 城市NGP | — | • | — | • | • | — | — | • | |
| 智能座舱 | 智能座舱硬件 | 高通骁龙SA8155P车规级座舱芯片 | | | | | — | | | — |
| | 座舱芯片 | 高通骁龙SA8155P车规级座舱芯片 | | | | | — | | | — |
| 系统 | 仪表尺寸/英寸 | 10.2 | | | | | — | | | 10.25 |
| | 中控尺寸/英寸 | 14.96 | | | | | 15 | | | 15.6 |
| | HUD | — | | | | | — | | | o |

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

注：智能驾驶功能指在中国落地功能

3. 盈利预测与投资建议

基于以下核心假设，我们对小鹏汽车 2023~2025 年盈利进行预测。

1) 小鹏汽车 2022 年实现批发销量 12.1 万辆，我们预期 2023~2025 年在 G6 等新车贡献下公司可分别实现批发销量 13/25/35 万辆，分别同比+7.7%/+92.3%/+40.0%。2) 规模效应下我们预期公司 2023~2025 年综合毛利率分别为 9.68%/18.58%/20.09%。3) 费用率方面，我们预期在公司整合渠道/提升研发效率后费用率将得到显著改善，假设 2023~2025 年研发费用率分别为 20.00%/16.00%/12.00%；销售、行政及一般费用率为 21.00%/15.00%/12.00%。

表1：小鹏汽车盈利预测核心假设

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 销量/万辆 | 12.1 | 13 | 25 | 35 |
| YOY | 23.7% | 7.7% | 92.3% | 40.0% |
| 毛利率 | 11.51% | 9.68% | 18.58% | 20.09% |
| 研发费用率 | 19.42% | 20.00% | 16.00% | 12.00% |
| 销售、行政及一般费用率 | 24.91% | 21.00% | 15.00% | 12.00% |

数据来源：wind，东吴证券研究所

鉴于公司智能化技术先发优势+组织架构革新+G6 为代表的新一轮新车陆续上市，小鹏汽车有望开启“正循环”模式，我们上调公司 2023-2025 年业绩预期，我们预计公司 2023-2025 年营业总收入 261.4/512.2/746.0 亿元（原为 235.7/440.5/647.0 亿元），归属母公司净利润-70.3/-52.0/-16.4 亿元（原为-76.0/-58.6/-19.7 亿元），对应 PS 为 2.8/1.4/1.0 倍。选取整车同业公司作为小鹏汽车的可比公司，可比公司估值均值为 3.6/2.5/1.9 倍。我们认为公司应该享受更高估值（L3 智能化先发优势），对比行业领先企业特斯拉 PS，给予小鹏汽车 2023 年 5X 目标 PS，对应目标价 81.87 港币，当前股价 45.3 港币（2023 年 6 月 29 日），维持“买入”评级。

表2：小鹏汽车可比公司估值表（2023 年 6 月 29 日）

| 证券代码 | 公司简称 | 总市值/亿元 | 总营业收入/亿元 | | | 归母净利润/亿元 | | | PS/倍 | | |
|-------------|--------|----------|----------|--------|---------|----------|--------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 2015.HK | 理想汽车-W | 2,596.5 | 973.0 | 1568.4 | 2183.9 | 54.7 | 102.0 | 204.2 | 2.7 | 1.7 | 1.2 |
| 9866.HK | 蔚来-SW | 1,120.8 | 675.3 | 1205.9 | 1557.0 | -150.2 | -83.7 | 5.0 | 1.7 | 0.9 | 0.7 |
| 9863.HK | 零跑汽车* | 462.5 | 268.3 | 453.8 | 564.9 | -47.4 | -35.9 | -9.3 | 1.7 | 1.0 | 0.8 |
| TSLA.O | 特斯拉* | 58,932.4 | 7191.2 | 9477.4 | 11761.3 | 745.6 | 1240.8 | 1610.5 | 8.2 | 6.2 | 5.0 |
| 可比公司算数平均 PS | | | | | | | | | 3.6 | 2.5 | 1.9 |
| 9868.HK | 小鹏汽车-W | 714.1 | 261.4 | 512.2 | 746.0 | -70.3 | -52.0 | -16.4 | 2.8 | 1.4 | 1.0 |

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：标*的盈利预测来源为 wind 一致预期，其余均来自东吴证券研究所预测；总市值指按指定证券价格乘指定日总股本计算上市公司在该市场的估值。表中货币单位均为人民币，换算汇率为 1 港元≈0.9219 人民币；1 美元≈7.2188 人民币

4. 风险提示

乘用车价格战超预期。若车企价格战幅度较大以及节奏较快，会对整车企业以及供应链盈利情况产生较大影响。

终端需求恢复低于预期。若消费者需求恢复不及预期，则影响车企销量爬坡。

L3 级别自动驾驶政策推出节奏不及预期。L3 级别政策如果推出节奏不及预期，可能会影响智能化功能落地量产时间，导致整个板块向前推进受阻。

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 | 43,527.42 | 24,275.36 | 40,765.31 | 48,599.81 | 营业总收入 | 26,855.12 | 26,135.00 | 51,220.00 | 74,600.00 |
| 现金及现金等价物 | 14,607.77 | 8,409.92 | 11,240.26 | 20,859.58 | 营业成本 | 23,766.73 | 23,605.55 | 41,704.80 | 59,611.80 |
| 应收账款及票据 | 3,872.85 | 3,266.88 | 6,402.50 | 9,325.00 | 销售费用 | 5,028.96 | 3,920.25 | 4,609.80 | 5,968.00 |
| 存货 | 4,521.37 | 3,278.55 | 5,792.33 | 8,279.42 | 管理费用 | 1,659.29 | 1,568.10 | 3,073.20 | 2,984.00 |
| 其他流动资产 | 20,525.43 | 9,320.02 | 17,330.22 | 10,135.82 | 研发费用 | 5,214.84 | 5,227.00 | 8,195.20 | 8,952.00 |
| 非流动资产 | 27,963.59 | 36,742.32 | 39,920.43 | 47,250.73 | 其他费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 10,606.75 | 14,296.07 | 17,616.46 | 20,604.82 | 经营利润 | (8,814.69) | (8,185.90) | (6,363.00) | (2,915.80) |
| 商誉及无形资产 | 2,997.59 | 3,172.83 | 3,330.55 | 3,472.49 | 利息收入 | 1,058.77 | 799.99 | 828.17 | 827.89 |
| 长期投资 | 0.00 | 400.00 | 600.00 | 800.00 | 利息支出 | 132.19 | 132.05 | 62.70 | 132.00 |
| 其他长期投资 | 9,221.48 | 12,221.48 | 11,221.48 | 14,221.48 | 其他收益 | (1,230.25) | 503.95 | 413.81 | 585.17 |
| 其他非流动资产 | 5,137.77 | 6,651.94 | 7,151.94 | 8,151.94 | 利润总额 | (9,118.36) | (7,014.01) | (5,183.72) | (1,634.74) |
| 资产总计 | 71,491.01 | 61,017.68 | 80,685.74 | 95,850.54 | 所得税 | 24.73 | 18.24 | 13.48 | 4.25 |
| 流动负债 | 24,114.85 | 24,261.98 | 45,627.23 | 63,131.03 | 净利润 | (9,143.09) | (7,032.25) | (5,197.20) | (1,639.00) |
| 短期借款 | 3,309.35 | 1,309.35 | 3,809.35 | 3,009.35 | 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款及票据 | 14,222.86 | 16,392.74 | 28,961.67 | 41,397.08 | 归属母公司净利润 | (9,138.97) | (7,032.25) | (5,197.20) | (1,639.00) |
| 其他 | 6,582.65 | 6,559.89 | 12,856.22 | 18,724.60 | EBIT | (10,044.94) | (7,681.95) | (5,949.19) | (2,330.63) |
| 非流动负债 | 10,465.49 | 6,377.29 | 9,377.29 | 8,177.29 | EBITDA | (8,634.23) | (6,046.52) | (3,927.30) | 39.07 |
| 长期借款 | 5,410.80 | 1,910.80 | 4,910.80 | 3,710.80 | | | | | |
| 其他 | 5,054.69 | 4,466.49 | 4,466.49 | 4,466.49 | | | | | |
| 负债合计 | 34,580.34 | 30,639.26 | 55,004.52 | 71,308.32 | | | | | |
| 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) | (5.28) | (4.06) | (3.00) | (0.95) |
| 归属母公司股东权益 | 36,910.67 | 30,378.42 | 25,681.22 | 24,542.23 | 每股净资产(元) | 21.39 | 17.55 | 14.84 | 14.18 |
| 负债和股东权益 | 71,491.01 | 61,017.68 | 80,685.74 | 95,850.54 | 发行在外股份(百万股) | 1,731.10 | 1,731.10 | 1,731.10 | 1,731.10 |
| | | | | | ROIC(%) | (22.52) | (19.44) | (17.54) | (7.12) |
| | | | | | ROE(%) | (24.76) | (23.15) | (20.24) | (6.68) |
| | | | | | 毛利率(%) | 11.50 | 9.68 | 18.58 | 20.09 |
| | | | | | 销售净利率(%) | (34.03) | (26.91) | (10.15) | (2.20) |
| | | | | | 资产负债率(%) | 48.37 | 50.21 | 68.17 | 74.40 |
| | | | | | 收入增长率(%) | 27.95 | (2.68) | 95.98 | 45.65 |
| | | | | | 净利润增长率(%) | (87.92) | 23.05 | 26.09 | 68.46 |
| | | | | | P/E | - | - | - | - |
| | | | | | P/B | 1.74 | 2.12 | 2.50 | 2.62 |
| | | | | | EV/EBITDA | (6.39) | (9.78) | (15.73) | 1,284.26 |

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6月29日的0.9219,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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

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>