

小鹏汽车-W (09868.HK)

小鹏+大众开启合作新模式，打开长期空间 买入（维持）

2023年07月27日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 杨惠冰

执业证书：S0600523070004
yanghb@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	54,000.00	77,000.00
同比	28%	-3%	107%	43%
归属母公司净利润(百万元)	-9,138.97	-7,032.25	-3,252.05	281.08
同比	-88%	23%	54%	109%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	-5.28	-4.06	-1.88	0.16
P/E(现价最新股本摊薄)	-	-	-	-

关键词：#市占率上升

投资要点

- 事件要点：**大众汽车品牌与小鹏汽车签署【长期技术合作框架协议】，为快速增长的中国电动出行市场推出更多车型。具体合作细则：大众汽车集团将向小鹏汽车增资约7亿美元，以每ADS(*)15美元的价格，在交易完成后持有小鹏汽车约4.99%的股权。在战略技术合作方面，XPENG和大众汽车集团将利用各自的核心能力和Xpengs G9平台以及Connectivity和ADAS软件，共同开发两款B级电池电动汽车(BEV)车型，以大众汽车品牌在中国市场销售。这些车型预计将于2026年开始生产(例如开始生产，SOP)，补充大众品牌现有产品组合，同时在快速增长的中国电动出行市场开拓更多细分及客户群体。
- 产业新老玩家联合开发，自主品牌技术具备全球影响力，有望开启小鹏自身技术/销量/品牌力的正循环。**本次小鹏和大众战略技术合作的目标是利用彼此的互补优势，建立长期的双赢战略伙伴关系；此外，双方将在多个领域探索其他潜在的战略合作，包括未来电动汽车平台、软件技术和供应链方面的合作。**双方合作对行业的影响：具有里程碑意义。**预示着中国汽车品牌在电动智能车时代已经具备全球重大影响力。大众作为油车时代的世界龙头之一，在这轮全球汽车技术变革需要拥抱中国汽车品牌方可加快自身转型步伐。**对小鹏的影响：全球影响力质的上升和自身正循环的强化。**1)得到大众的认可能对小鹏全球影响力上升的验证。2)商业模式的创新，不仅是短期财务投资，而是长期深度合作。3)2024年或贡献技术收入服务，后续费用或与新车型的销量相关。4)自动驾驶/供应链进一步深度合作，打开规模效应的空间。5)长期有望助推小鹏的全球化进程。对供应链的影响：小鹏汽车有望吸收大众供应链优势能力，带动原有大众供应链一起成长；并助力于改善自身原有供应链管理体系。
- 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，与大众建立长期战略技术关系，软件持续创收，我们上调公司24-25年营收及利润预期，23年维持不变，我们预计公司23-25年营收261.4/540.0/770.0亿元(原为261.4/512.2/746.0亿元)，归母净利润-70.3/-32.5/2.8亿元(原为-70.3/-52.0/-16.4亿元)，对应PS为3.7/1.8/1.3倍。考虑智驾算法能力领先以及长期软件供应持续收费，我们认为公司应该享受更高估值，对比行业领先企业特斯拉PS，给予小鹏汽车2024年5X目标PS，对应目标价170.25港币，当前股价60.5港币(2023年7月27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)	60.50
一年最低/最高价	24.75/99.50
市净率(倍)	3.03
港股流通市值(百万港元)	11,251.79

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)	1,731.51
流通股本(百万股)	185.98

相关研究

- 《小鹏汽车-W(09868.HK): L3智能化优势驱动困境反转》
2023-06-30
- 《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 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	43,408.24	53,067.43	营业总收入	26,855.12	26,135.00	54,000.00	77,000.00
现金及现金等价物	14,607.77	8,409.92	13,202.09	24,739.20	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	6,750.00	9,625.00	销售费用	5,028.96	3,920.25	4,860.00	6,160.00
存货	4,521.37	3,278.55	5,792.33	8,279.42	管理费用	1,659.29	1,568.10	3,240.00	3,080.00
其他流动资产	20,525.43	9,320.02	17,663.82	10,423.82	研发费用	5,214.84	5,227.00	8,640.00	9,240.00
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)	(4,444.80)	(1,091.80)
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	900.48
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	435.72	603.67
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)	(3,243.61)	280.35
资产总计	71,491.01	61,017.68	83,328.67	100,318.2	所得税	24.73	18.24	8.43	(0.73)
流动负债	24,114.85	24,261.98	46,325.01	63,733.43	净利润	(9,143.09)	(7,032.25)	(3,252.05)	281.08
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)	(3,252.05)	281.08
其他	6,582.65	6,559.89	13,554.00	19,327.00	EBIT	(10,044.9)	(7,682.0)	(4,009.1)	(488.1)
非流动负债	10,465.49	6,377.29	9,377.29	8,177.29	EBITDA	(8,634.23)	(6,046.52)	(1,987.19)	1,881.57
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	55,702.30	71,910.72					
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)	(1.88)	0.16
归属母公司股东权益	36,910.67	30,378.42	27,626.37	28,407.45	每股净资产(元)	21.39	17.54	15.96	16.41
负债和股东权益	71,491.01	61,017.68	83,328.67	100,318.2	发行在外股份(百万股)	1,731.51	1,731.51	1,731.51	1,731.51
					ROIC(%)	(22.52)	(19.44)	(11.49)	(1.37)
					ROE(%)	(24.76)	(23.15)	(11.77)	0.99
					毛利率(%)	11.50	9.68	22.77	22.58
					销售净利率(%)	(34.03)	(26.91)	(6.02)	0.37
					资产负债率(%)	48.37	50.21	66.85	71.68
					收入增长率(%)	27.95	(2.68)	106.62	42.59
					净利润增长率(%)	(87.92)	23.05	53.76	108.64
					P/E	0	0	0	0
					P/B	2.59	3.16	3.47	3.38
					EV/EBITDA	(6.34)	(15.01)	(46.03)	41.42

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7月26日的0.9159,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>