小鹏汽车-W（09868.HK）

小鹏技术始出海，大鹏一日同风起

大众汽车 7 亿美元入股小鹏，看好“大鹏”组合长期合作。7 月 26 日，大众汽车集团宣布，大众与小鹏达成技术框架协议。在合作的初期阶段，双方计划面向中国的中型车市场，共同开发两款大众品牌的电动车型。这两款专属于中国市场的新车将补充基于 MEB 平台的产品组合，并计划于 2026 年走向市场。作为这一紧密、长期战略合作的一部分，大众汽车集团将向小鹏汽车增资约 7 亿美元，以每 ADS 15 美元的价格收购小鹏汽车约 4.99%的股权。交易完成后，大众汽车集团将获得一个小鹏汽车董事会观察员席位。此外，双方将在多个领域探索更多潜在的长期战略合作机会，包括在未来电动汽车平台、供应链、下一代智能电动汽车技术等各方面的合作。我们认为此次投资意义重大，意味着中国车企智能化电动化实力获得全球市场认可，国内先进的智能驾驶技术、产品、供应链有望持续输出国门，走向海外市场。

G6 新车型落地交付，性价比高、配置优秀、订单火爆。6 月 29 日，SEPA2.0 扶摇技术架构首款战略产品 G6 正式发布。（1）**价格方面**，G6 各车型定价 20.99-27.69 万元区间，性价比高。（2）**电动化方面**，G6 车型搭载 800V 高压+SiC 平台+3C 电芯，续航提升 15%，长续航版带电量 87.5KWh，续航里程为 755km；充电 10 分钟续航 300km，比传统 400V 平台补能速度快一倍以上。（3）**智能化方面**，Max 版车型拥有两颗激光雷达，以及双 Orin-X 芯片带来 508Tops 的算力，率先搭载城市 XNGP，下半年预计落地约 50 城，2024 年目标 200 城。此外，AI 代驾模式将在下半年正式上线。截至 6/28，G6 预售订单便已超过 3.5 万，7 月开始正式交付。随着公司组织架构革新、新车上市、智能化优势释放，我们看好公司基本面拐点到来。

多项政策推动，把握 Q3 行业 β 上行机会。1）7 月 24 日，政治局会议明确提出要提振汽车等大宗消费；此前，发改委等 13 部门印发《关于促进汽车消费的若干措施》，提出优化汽车限购管理政策等十项措施。叠加 6 月份新能源车购置减免等相关政策，我们认为政策力度超出预期，看好行业高景气。2）智能化方面，6 月国务院强调支持 L3 级功能商业化应用；7 月 26 日，工信部、SAC 指出到 2025 年，要系统形成能够支撑组合驾驶辅助和自动驾驶通用功能的智能网联汽车标准体系。我们预计 L3 级自动驾驶商业化加速推进，将利好小鹏等智能驾驶功能突出的车企销量提升。

中国汽车出海大时代，销售、技术、供应链持续输出。1）产业端，大众集团旗下，除了大众品牌与小鹏的合作，奥迪与上汽亦进一步深化现有合作，签署了战略备忘录。此外，吉利先后入股了沃尔沃、路特斯、宝腾等海外知名品牌，7 月宣布和雷诺成立动力总成合资公司；长城在东南亚、俄罗斯、巴西建设整车制造工厂，在德国慕尼黑开设德国子公司，设立欧洲总部；蔚来在欧洲多个国家建立销售和服务体系，并获得沙特主权基金投资。整车之外，汽车零部件亦销往全球各地，例如 2022 年京东方精电全球车载显示出货量全球第一，畅销欧美。从行业统计数据来看，2022/1H23，中国汽车出口量同比+54.4%/+75.7%，达到 311/214 万辆。2）政策端，7 月 19 日，商务部表示将研究支持新能源汽车开拓国际市场的政策。我们认为，中国汽车在产业端、政策端双重发力，有望打开出海新篇章。

投资建议：我们预计公司 2023-2025 年销量约 15/23/35 万辆，2023-2025 年总收入达 353/564/804 亿元、non-GAAP 净利润率为-25%/-9%/-1%。我们给予小鹏汽车 197 亿美元目标估值，对应 2.5X2024e P/S，给予其（9868.HK）89.8 港元目标价、（XPEV.N）23.0 美元目标价，维持“买入”评级。

风险提示：新车型销量不及预期风险、自动驾驶能力提升和功能落地不及预期风险、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	35,344	56,373	80,436
增长率 YoY(%)	259.1	28.0	31.6	59.5	42.7
归属普通股股东净利(百万元)	-4,863	-9,139	-9,384	-5,450	-1,392
归属普通股股东净利率	-23%	-34%	-27%	-10%	-2%
Non-GAAP 净利润(百万元)	-4,483	-8,428	-8,886	-4,951	-893
Non-GAAP 净利润率	-21%	-31%	-25%	-9%	-1%
P/S(倍)	4.4	3.4	2.6	1.6	1.1
P/B(倍)	2.1	2.5	3.3	4.1	4.4

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 7 月 26 日收盘价（取 2023 年 7 月 26 日汇率，港币兑人民币汇率以 0.9165 计，美元兑人民币汇率以 7.1514 计）。

买入（维持）

股票信息

行业	智能驾驶及制造
前次评级	买入
7 月 26 日收盘价(港元)	60.50
总市值(百万港元)	104,756.34
总股本(百万股)	1,731.51
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	18.42

股价走势

作者

分析师 夏君
执业证书编号：S0680519100004
邮箱：xiajun@gszq.com
研究助理 刘玲
执业证书编号：S0680122080029
邮箱：liuling3@gszq.com

相关研究

1、《小鹏汽车-W（09868.HK）：调整进行时，蓄力新周期》2023-06-03
2、《小鹏汽车-W（09868.HK）：短期持续调整，蓄力新产品周期》2023-03-21
3、《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

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	39475	37715	46883
现金及现金等价物	11025	14608	9661	4482	7640
短期投资净额	2834	1262	1262	1262	1262
应收账款	2673	3873	3981	5414	7992
存货	2662	4521	5296	7231	10644
其他流动资产	29637	19263	19274	19326	19346
非流动资产	16821	27964	29418	29793	30137
固定资产	5425	10607	12099	12507	12880
资产使用权	1561	1955	1798	1654	1522
无形资产	879	1043	1162	1273	1375
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	68894	67508	77020
流动负债	18013	24115	28584	30330	38915
短期借款	0	2419	2419	2419	2419
应付账款	12362	14223	18713	20481	29088
租赁义务-流动部分	373	619	619	619	619
其他流动负债	5277	6854	6832	6811	6789
非流动负债	5492	10466	12784	15102	17420
长期借款	1675	4613	6931	9250	11568
其他非流动负债	3817	5853	5852	5852	5852
负债合计	23505	34580	41368	45432	56335
资本公积	59981	60691	60691	60691	60691
未分配利润	-16192	-25331	-34715	-40165	-41557
累计其他综合损益	-1649	1544	1544	1544	1544
归属母公司股东权益	42146	36911	27526	22077	20685
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	27526	22077	20685
负债和权益总额	65651	71491	68894	67508	77020

利润表（百万元）

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20988	26855	35344	56373	80436
营业成本	18366	23767	32936	50392	68634
毛利润	2623	3088	2408	5980	11802
销售及管理费用	5305	6688	6519	6173	7538
研发费用	4114	5215	5990	6144	6228
其他收入	218	109	262	564	483
营业利润	-6579	-8706	-10045	-5773	-1481
财务收入	707	1059	639	441	234
财务支出	65	132	160	188	215
衍生资产公允价值变动损益	79	59	0	0	0
其他非经营性收益	384	-1424	32	32	32
利润总额	-4837	-9118	-9382	-5453	-1396
所得税	26	25	6	0	0
净利润	-4863	-9143	-9388	-5453	-1396
少数股东损益	0	0	0	0	0
可赎回少数股东权益的增益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-4863	-9139	-9384	-5450	-1392
调整后归属普通股股东净利	-4483	-8428	-8886	-4951	-893

现金流量表（百万元）

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-1095	-8232	-4565	-5797	2539
净利润	-4863	-9139	-9388	-5453	-1396
固定资产折旧	573	915	1008	1092	1127
无形资产摊销	26	66	81	89	97
内容及版权摊销	239	430	156	144	132
营运资金变动	5242	-1858	3578	-1669	2579
其他经营现金流	-2311	1354	0	0	0
投资活动现金流	-33076	4846	-2700	-1700	-1700
资本开支	-2588	-4374	-2700	-1700	-1700
其他投资现金流	-30488	9220	0	0	0
筹资活动现金流	14627	6004	2318	2318	2318
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	6004	2318	2318	2318
现金净增加额	-19907	3079	-4947	-5179	3158

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	31.6	59.5	42.7
营业利润(%)	53.2	32.3	15.4	-42.5	-74.4
归属于母公司净利润(%)	49.8	88.0	5.4	-44.3	-82.0
获利能力					
毛利率(%)	12.5	11.5	6.8	10.6	14.7
Non-GAAP 净利率(%)	-21.4	-31.4	-25.1	-8.8	-1.1
ROE(%)	-11.5	-24.8	-34.1	-24.7	-6.7
ROIC(%)	-13.1	-22.4	-32.0	-34.3	-21.4
偿债能力					
资产负债率(%)	35.8	48.4	60.0	67.3	73.1
净负债比率(%)	-26.2	-33.0	-26.3	-9.3	-25.2
流动比率	2.7	1.8	1.4	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.3	0.1	0.2
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	9.0	12.0	12.0
应付账款周转率	2.1	1.8	2.0	2.6	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-2.7	-4.9	-5.2	-2.9	-0.5
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.5	-5.0	-2.7	-3.4	1.5
每股净资产(最新摊薄)	25.7	21.6	16.0	12.8	12.0
估值比率					
P/S	4.4	3.4	2.6	1.6	1.1
P/B	2.1	2.5	3.3	4.1	4.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2023 年 7 月 26 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	153,935	234,000	348,300
G3	12,728	11,979	29,721	17,520	3,911	-	-
P7	-	15,062	60,569	59,066	52,045	48,000	40,800
P5	-	-	7,865	37,982	20,599	-	-
G9	-	-	-	6,189	29,136	40,000	38,000
G6	-	-	-	-	43,244	95,000	100,000
后续车型					5,000	51,000	169,500
总收入（百万元）	2,321	5,844	20,988	26,855	35,344	56,373	80,436
车辆销售	2,171	5,547	20,042	24,840	33,265	54,294	78,357
服务及其他	150	298	946	2,015	2,079	2,079	2,079
毛利（百万元）	-558	266	2,623	3,088	2,408	5,980	11,802
车辆销售	-562	196	2,309	2,347	1,665	5,195	11,016
服务及其他	4	70	314	742	743	786	786
毛利率	-24%	5%	12%	12%	7%	11%	15%
车辆销售	-26%	4%	12%	9%	5%	10%	14%
服务及其他	3%	23%	33%	37%	36%	38%	38%
销售及管理费用率	-50%	-50%	-25%	-25%	-18%	-11%	-9%
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	-9,384	-5,450	-1,392
净利润率	-200%	-84%	-23%	-34%	-27%	-10%	-2%
Non-GAAP 净利润（百万元）	-3,709	-2,992	-4,483	-8,428	-8,886	-4,951	-893
Non-GAAP 净利润率	-160%	-51%	-21%	-31%	-25%	-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

	23Q1	23Q2E	23Q3E	23Q4E	24Q1E	24Q2E	24Q3E	24Q4E
总销量（台）	18,230	23,205	43,500	69,000	47,000	57,000	61,000	69,000
G3	2,183	1,228	500	-	-	-	-	-
P7	6,346	13,699	15,000	17,000	12,000	12,000	12,000	12,000
P5	5,520	5,079	5,000	5,000	-	-	-	-
G9	4,181	2,955	10,000	12,000	10,000	10,000	10,000	10,000
G6	-	244	13,000	30,000	20,000	25,000	25,000	25,000
后续车型	-	-	-	5,000	5,000	10,000	14,000	22,000
总收入（百万元）	4033	5043	9843	16220	11777	13789	14581	16225
车辆销售	3514	4523	9323	15701	11258	13270	14061	15706
服务及其他	520	520	520	520	520	520	520	520
毛利（百万元）	67	244	628	1263	1063	1389	1587	1942
车辆销售	-87	48	432	1067	866	1192	1390	1746
服务及其他	154	196	196	196	196	196	196	196
毛利率	2%	5%	6%	8%	9%	10%	11%	12%
车辆销售	-2%	1%	5%	7%	8%	9%	10%	11%
服务及其他	30%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%
销售及管理费用率	-34%	-30%	-17%	-12%	-12%	-11%	-11%	-10%
研发费用率	-32%	-22%	-15%	-13%	-12%	-11%	-11%	-10%
归属普通股股东净利润（百万元）	-2,338	-2,204	-2,312	-2,534	-1,543	-1,510	-1,308	-1,093
净利润率	-58%	-44%	-23%	-16%	-13%	-11%	-9%	-7%
Non-GAAP 净利润（百万元）	-2,212	-2,079	-2,186	-2,409	-1,417	-1,384	-1,182	-967
Non-GAAP 净利润率	-55%	-41%	-22%	-15%	-12%	-10%	-8%	-6%

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

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

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

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