

小鹏汽车-W (09868.HK)

G9 焕新降价, 2024 年 XNGP 扩充覆盖至 200 城, 智驾加速

买入 (维持)

2023 年 09 月 20 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

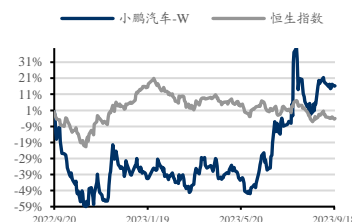
| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 营业总收入 (百万元) | 26,855.12 | 26,797.32 | 63,665.00 | 122,500.00 |
| 同比 | 28% | -0.22% | 138% | 92% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | -9,138.97 | -8,230.31 | -3,214.23 | 722.25 |
| 同比 | -88% | 10% | 61% | 122% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | -5.28 | -4.75 | -1.86 | 0.42 |
| P/E (现价最新股本摊薄) | - | - | - | 161.40 |

关键词: #市占率上升

投资要点

- **事件要点:** 9月19日, 小鹏 G9 2024 款上市, 售价区间 26.39~35.99 万元。相比 G9 老款售价大幅降低, 起售价降低 4.6 万元, pro/max 版本同配置分别降低 6.6/6.0 万元, 中大型 SUV 智驾版本售价拉低至 30 万元以下, 降价幅度超预期, G9 上市后第二周即可开启交付, 交付加速加快保障订单持续稳健增长。
- **G9 焕新, 平配降价, 性价比进一步提升。** 新车提供 5 大配置, 570/702/650km 三种纯电续航, 其中 570/702km 纯电续航分别提供 pro/max 版本, 其核心区别在于智驾系统硬件以及最高可支持领航辅助驾驶范围, max 版本搭载 508TOPS 算力双英伟达 ORIN 芯片以及双激光雷达等 31 个感知元器件, 支持 XNGP 全路况领航辅助驾驶, 配置简化清晰, 产品性价比大幅提升。
- **扶摇架构加持, 核心能力全系标配。** 1) **智能驾驶维度:** 小鹏 XNGP 城市周度使用率已提升至 82%, 周用户使用率提至 94.6%, 单辆累计最长智驾里程超 1.5 万 km, 用户接受度以及使用率提升至较高水平。G9 作为国内首个量产 BEV+Transformer 算法架构车型, 拥有 360° 超强环境感知, 具备实时生成 3D 高精地图的能力, 预计于年底在全国 50 个城市开放“无图”版本城市领航, 并于 2024 年将功能覆盖范围进一步扩大至 200 城, 迭代提速。2) **智能座舱维度:** G9 配置双 14.96 寸前排屏幕+10.25 英寸液晶仪表+自研 XOpera2.0 音响系统, 并全新迭代座舱语音交互进一步拟人化, 实现“免唤醒词”+“独立四音区”+“120s 连续语音对话”+“无网可用”。3) **动力驾控维度:** G9 具备 3.9s 百公里加速, 搭载双腔空悬 (德国进口双腔空气弹簧以及智能可变阻尼减震器), 全域 800V 碳化硅平台, 提供 20min 充电 80%; 同时小鹏 S4 超充生态体系当前已建成 234 座, 预计 25 年建成 3000 座, 保障更便捷充电体验。
- **智能驾驶领跑行业, 新车周期强势, 长期坚定看好。** 新车方面, 小鹏全新 MPV 车型 X9 预计于 2023Q4 上市, 支持 XNGP 全场景领航辅助驾驶功能, 有望助力销量提升; 2024 年预计还将推出 1~2 款全新产品完善 15~30 万元区间产品矩阵, 配合 XNGP 覆盖更多城市, 增强产品竞争力, 势能持续向上。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2023~2025 年营收为 268/637/1225 亿元, 归母净利润为-82/-32/7 亿元, 对应 PS 为 4.4/1.8/1.0 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, 维持小鹏汽车 2024 年 5X 目标 PS, 对应目标价 197 港币, 当前股价 72.15 港币 (2023 年 9 月 19 日), 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 乘用车价格战超预期; L3 智驾政策推出节奏不及预期等。

股价走势



市场数据

| | |
|--------------|-------------|
| 收盘价(港元) | 72.15 |
| 一年最低/最高价 | 24.75/96.30 |
| 市净率(倍) | 3.82 |
| 港股流通市值(百万港元) | 13,418.46 |

基础数据

| | |
|-----------|----------|
| 每股净资产(港元) | 18.87 |
| 资产负债率(%) | 51.00 |
| 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.): 8 月交付环比+24%, G6 爆款引领销量提升》

2023-09-08

《小鹏汽车-W(09868.HK.): 战略合作滴滴, 加速科技普惠/智能平权落地》

2023-08-29

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 | 25,781.72 | 53,969.55 | 91,674.23 | 营业总收入 | 26,855.12 | 26,797.32 | 63,665.00 | 122,500.00 |
| 现金及现金等价物 | 14,607.77 | 9,390.47 | 19,680.45 | 46,761.52 | 营业成本 | 23,766.73 | 26,223.00 | 54,053.00 | 98,758.00 |
| 应收账款及票据 | 3,872.85 | 3,349.67 | 7,958.13 | 15,312.50 | 销售费用 | 5,028.96 | 3,805.22 | 4,392.89 | 7,350.00 |
| 存货 | 4,521.37 | 3,642.08 | 7,507.36 | 13,716.39 | 管理费用 | 1,659.29 | 1,473.85 | 2,482.94 | 4,397.75 |
| 其他流动资产 | 20,525.43 | 9,399.50 | 18,823.62 | 15,883.82 | 研发费用 | 5,214.84 | 5,163.84 | 8,276.45 | 13,475.00 |
| 非流动资产 | 27,963.59 | 36,746.21 | 39,924.32 | 47,254.62 | 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) | (9,868.60) | (5,540.27) | (1,480.75) |
| 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 | 1,225.49 | 1,838.45 | 1,314.68 |
| 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) | 516.47 | 516.68 | 964.48 |
| 其他非流动资产 | 5,137.77 | 6,655.83 | 7,155.83 | 8,155.83 | 利润总额 | (9,118.36) | (8,258.69) | (3,247.84) | 666.40 |
| 资产总计 | 71,491.01 | 62,527.93 | 93,893.87 | 138,928.85 | 所得税 | 24.73 | 21.47 | 16.24 | (6.00) |
| 流动负债 | 24,114.85 | 26,245.89 | 57,326.07 | 102,338.79 | 净利润 | (9,143.09) | (8,280.16) | (3,264.08) | 672.40 |
| 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 | 18,210.42 | 37,536.81 | 68,581.94 | 归属母公司净利润 | (9,138.97) | (8,230.31) | (3,214.23) | 722.25 |
| 其他 | 6,582.65 | 6,726.13 | 15,979.92 | 30,747.50 | EBIT | (10,044.94) | (9,352.13) | (5,023.59) | (516.28) |
| 非流动负债 | 10,465.49 | 7,101.68 | 10,101.68 | 8,901.68 | EBITDA | (8,634.23) | (7,716.69) | (3,001.70) | 1,853.43 |
| 长期借款 | 5,410.80 | 1,910.80 | 4,910.80 | 3,710.80 | | | | | |
| 其他 | 5,054.69 | 5,190.88 | 5,190.88 | 5,190.88 | | | | | |
| 负债合计 | 34,580.34 | 33,347.57 | 67,427.75 | 111,240.48 | | | | | |
| 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) | (4.75) | (1.86) | 0.42 |
| 归属母公司股东权益 | 36,910.67 | 29,180.35 | 26,466.12 | 27,688.37 | 每股净资产(元) | 21.39 | 16.85 | 15.28 | 15.99 |
| 负债和股东权益 | 71,491.01 | 62,527.93 | 93,893.87 | 138,928.85 | 发行在外股份(百万股) | 1,731.51 | 1,731.51 | 1,731.51 | 1,731.51 |
| | | | | | ROIC(%) | (22.52) | (24.03) | (14.94) | (1.50) |
| | | | | | ROE(%) | (24.76) | (28.20) | (12.14) | 2.61 |
| | | | | | 毛利率(%) | 11.50 | 2.14 | 15.10 | 19.38 |
| | | | | | 销售净利率(%) | (34.03) | (30.71) | (5.05) | 0.59 |
| | | | | | 资产负债率(%) | 48.37 | 53.33 | 71.81 | 80.07 |
| | | | | | 收入增长率(%) | 27.95 | (0.22) | 137.58 | 92.41 |
| | | | | | 净利润增长率(%) | (87.92) | 9.94 | 60.95 | 122.47 |
| | | | | | P/E | — | — | — | 161.40 |
| | | | | | P/B | 3.15 | 3.99 | 4.40 | 4.21 |
| | | | | | EV/EBITDA | (6.47) | (14.31) | (35.18) | 41.29 |

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9月19日的0.9331,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>