

小鹏汽车-W (09868.HK)

智驾加速开城，新车望推动销量大幅上行

Q3 开启新车周期，收入大幅增长。得益于1) G6于6月底正式上市；2) 新款G9于9月上市，2023Q3小鹏汽车销量逐月攀升，交付量超过4万辆，收入85亿元，同比/环比增长25.0%/68.5%。公司2023Q3毛利率为-2.7%，环比改善1.2pct；其中汽车毛利率为-6.1%，环比改善2.5pct。毛亏损较大的主要原因为：1) G3i EOP影响约2.3亿元，对汽车毛利率产生2.9pct的负面影响；2) 销售促销增加；3) 新能源汽车补贴届满。环比改善主要是由于1) 新车上量带来的产品组合改善；2) 上游原材料降价带来的成本改善。Q3 non-GAAP归母净亏损为27.9亿元，non-GAAP归母净利润率为-32.7%，环比Q2改善了20pct，主要由于伴随着收入快速增长，研发费用和SG&A费用率大幅降低。展望Q4，1) 公司指引Q4交付5.95-6.35万辆汽车，2) Q4目标收入127-136亿元人民币，同环比继续大幅增长。

销售端：X9 灵活性高、MONA 走量，渠道建设支撑明年销量增长。1) 车型端看，X9 预售价38.8万起，预计2024年1月开启交付，其兼顾空间、造型与驾驶灵活性，且搭载无图XNGP功能，目标成为大型纯电MPV市场销量第一名。此外，明年公司预计新上市2款小鹏汽车、1款MONA新车，拉动销量继续向上。2) 智驾功能方面来看，在今年1024科技日上，小鹏开启了首批20个无图XNGP城市的公测，目标11月底覆盖25个城市、12月底覆盖50个城市、2024年底覆盖200个城市。我们认为，小鹏汽车有望在快速开城过程中，逐步将领先的智驾技术能力转化为实际的汽车销量。3) 渠道端，公司继续淘汰低店效门店、扩大经销商门店数量，截至Q3末小鹏拥有395间实体销售网络。今年9月，小鹏汽车开始开展“木星计划”的渠道变革方案，计划用经销商模式逐步替换直营模式，2个月内新招100+家经销商，预计Q4新开100家全新经销商门店，年底门店总数超过500家。中长期，公司计划建设500家集销售与服务为一体的综合店、近千个体验中心和卫星店。我们预计，随着门店不断优化与扩张，小鹏汽车有望大幅提升渠道销售能力、支撑销量增长。

盈利端：目标明年智驾硬件降本50%、整车BOM成本降低25%+。1) 毛利端，此前Q2业绩会，公司便提出了明年新车的降本目标。9月上市的新款G9车型，较老款G9毛利率更高，部分体现了技术性降本的能力。受益于与大众的合作，小鹏得以学习其优秀的成本管控经验，对此前目标实现的信心有所加强。展望未来，公司目标Q4整体毛利率转正，2024年受益于持续降本、高毛利的X9贡献，毛利率有望同比显著提高。2) 费用端，我们预计今年研发费用在50-60亿之间，2024年研发、SG&A费用绝对值增长，但费用率有望随着规模效应得到改善。

投资建议：我们预计公司2023-2025年销量约14/32/52万辆，2023-2025年总收入达311/695/1060亿元、non-GAAP净利润率为-34%/-10%/-2%。考虑到新品牌车型给公司业绩带来的增量贡献，我们给予小鹏汽车192亿美元目标估值，对应2x2024e P/S，给予目标价(9868.HK)88港元、(XPEV.N)22美元，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	31,111	69,542	106,010
增长率 YoY(%)	259.1	28.0	15.8	123.5	52.4
归母净利润(百万元)	-4,863	-9,139	-12,092	-7,174	-2,106
归母净利润率(%)	-23%	-34%	-39%	-10%	-2%
Non-GAAP 净利润(百万元)	-4,483	-8,428	-10,612	-6,677	-1,609
Non-GAAP 净利润率(%)	-21%	-31%	-34%	-10%	-2%
P/S(倍)	5.1	4.0	3.5	1.6	1.0
P/B(倍)	2.3	2.8	4.2	5.9	6.7

资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为2023年11月17日收盘价(取2023年11月17日港元兑人民币汇率0.93，美元兑人民币汇率7.25)

买入(维持)

股票信息

行业	智能驾驶及制造
前次评级	买入
11月17日收盘价(港元)	65.15
总市值(百万港元)	116,702.26
总股本(百万股)	1,791.29
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	11.27

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

- 《小鹏汽车-W (09868.HK)：携手滴滴，打响规模战生态战》2023-08-30
- 《小鹏汽车-W (09868.HK)：开启新车周期，智驾商业化加速落地》2023-08-24
- 《小鹏汽车-W (09868.HK)：小鹏技术始出海，大鵬一日同风起》2023-07-27

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	34823	51453	64779
现金及现金等价物	11025	14608	7138	14794	24830
短期投资净额	2834	1262	1262	1262	1262
应收账款	2673	3873	3041	6618	8106
存货	2662	4521	4121	9401	11212
其他流动资产	29637	19263	19262	19378	19370
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	64242	81246	94916
流动负债	18013	24115	26639	48499	61956
短期借款	0	2419	2419	2419	2419
应付账款	12362	14223	16747	38607	52064
应付负债	373	619	619	619	619
其他流动负债	5277	6854	6854	6854	6854
非流动负债	5492	10466	12784	15102	17420
长期借款	1675	4613	6931	9250	11568
其他非流动负债	3817	5853	5853	5853	5853
负债合计	23505	34580	39423	63601	79377
资本公积	59981	60691	60691	60691	60691
未分配利润	-16192	-25331	-37423	-44597	-46703
累计其他综合损益	-1649	1544	1544	1544	1544
归属母公司股东权益	42146	36911	24819	17645	15539
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	24819	17645	15539
负债和权益总额	65651	71491	64242	81246	94916

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	-7088	7038	9417
净利润	-4863	-9139	-12092	-7174	-2106
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	3759	12886	10167
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	-7470	7656	10036

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20988	26855	31111	69542	106010
营业成本	18366	23767	30970	62274	90672
毛利润	2623	3088	141	7269	15338
研发费用	5305	6688	6645	7861	10374
销售及管理费用	4114	5215	5722	7504	8226
其他经营性损益	218	109	216	696	637
营业利润(亏损)	-6579	-8706	-12010	-7300	-2525
财务收入	707	1059	639	340	646
财务支出	65	132	160	188	215
联营公司亏损	79	59	-972	0	0
其他非经营性收益	384	-1424	76	41	41
利润总额	-4837	-9118	-12112	-7141	-2088
所得税	26	25	24	21	6
净利润	-4863	-9143	-12136	-7162	-2094
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	-9139	-12092	-7174	-2106
调整后归属普通股股东净利	-4483	-8428	-10612	-6677	-1609

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	15.8	123.5	52.4
营业利润(%)	53.2	32.3	38.0	-39.2	-65.4
归属于母公司净利润(%)	49.8	88.0	25.9	-37.1	-75.9
获利能力					
毛利率(%)	12.5	11.5	0.5	10.5	14.5
净利率(%)	-21.4	-31.4	-34.1	-9.6	-1.5
ROE(%)	-11.5	-24.8	-48.7	-40.7	-13.6
ROIC(%)	-13.1	-22.4	-32.2	-82.7	-155.4
偿债能力					
资产负债率(%)	35.8	48.4	61.4	78.3	83.6
净负债比率(%)	-26.2	-33.0	-19.0	-70.1	-144.2
流动比率	2.7	1.8	1.3	1.1	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	1.0	1.2
应收账款周转率	11.0	8.2	9.0	14.4	14.4
应付账款周转率	2.1	1.8	2.0	2.3	2.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-2.7	-4.9	-6.1	-3.9	-0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.5	-5.0	-4.1	4.1	5.4
每股净资产(最新摊薄)	25.7	21.6	14.4	10.2	9.0
估值比率					
P/S	5.1	4.0	3.5	1.6	1.0
P/B	2.3	2.8	4.2	5.9	6.7

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 11 月 17 日收盘价(取 2023 年 11 月 17 日港元兑人民币汇率 0.93, 美元兑人民币汇率 7.25)

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	143,943	320,500	521,300
G3	12,728	11,979	29,721	17,520	5,015	-	-
P7	-	15,062	60,569	59,066	47,860	52,000	36,000
P5	-	-	7,865	37,982	17,673	-	-
G9	-	-	-	6,189	24,014	51,000	60,000
G6	-	-	-	-	49,381	108,000	100,000
后续扶摇平台车型	-	-	-	-	-	60,000	181,300
MONA 车型	-	-	-	-	-	49,500	144,000
总收入 (百万元)	2,321	5,844	20,988	26,855	31,111	69,542	106,010
车辆销售	2,171	5,547	20,042	24,840	28,583	66,774	102,507
服务及其他	150	298	946	2,015	2,528	2,768	3,503
毛利 (百万元)	-558	266	2,623	3,088	141	7,269	15,338
车辆销售	-562	196	2,309	2,347	-691	6,318	13,837
服务及其他	4	70	314	742	832	1,051	1,602
毛利率	-24%	5%	12%	12%	0%	10%	14%
车辆销售	-26%	4%	12%	9%	-2%	9%	13%
服务及其他	3%	23%	33%	37%	33%	38%	46%
销售及管理费用率	-50%	-50%	-25%	-25%	-21%	-11%	-10%
研发费用率	-89%	-30%	-20%	-19%	-18%	-11%	-8%
归属普通股股东净利润 (百万元)	-4,643	-4,890	-4,863	-9,139	-12,092	-7,174	-2,106
净利润率	-200%	-84%	-23%	-34%	-39%	-10%	-2%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-3,709	-2,992	-4,483	-8,428	-10,612	-6,677	-1,609
Non-GAAP 净利润率	-160%	-51%	-21%	-31%	-34%	-10%	-2%

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	23Q2	23Q3E	23Q4E	24Q1E	24Q2E	24Q3E	24Q4E
总销量 (台)	18,230	23,205	40,008	62,500	55,000	59,000	85,000	121,500
G3	2,183	1,228	1,104	500	-	-	-	-
P7	6,346	13,699	13,815	14,000	13,000	13,000	13,000	13,000
P5	5,520	5,079	3,074	4,000	-	-	-	-
G9	4,181	2,955	2,878	14,000	10,000	12,000	14,000	15,000
G6	-	244	19,137	30,000	27,000	27,000	27,000	27,000
后续车型	-	-	-	-	5,000	7,000	19,000	29,000
MONA 车型	-	-	-	-	-	-	12,000	37,500
总收入 (百万元)	4033	5064	8530	13484	12788	13992	18553	24309
车辆销售	3514	4426	7844	12799	12103	13307	17818	23547
服务及其他	520	638	685	685	685	685	735	763
毛利 (百万元)	67	-196	-228	498	1070	1297	2005	2997
车辆销售	-87	-379	-476	250	822	1049	1738	2709
服务及其他	154	183	248	248	248	248	267	287
毛利率	2%	-4%	-3%	4%	8%	9%	11%	12%
车辆销售	-2%	-9%	-6%	2%	7%	8%	10%	12%
服务及其他	30%	29%	36%	36%	36%	36%	36%	38%
销售及管理费用率	-34%	-30%	-20%	-15%	-12%	-12%	-11%	-11%
研发费用率	-32%	-27%	-15%	-13%	-12%	-11%	-11%	-10%
归属普通股股东净利润 (百万元)	-2,337	-2,804	-3,887	-3,065	-1,865	-1,749	-1,823	-1,736
净利润率	-58%	-55%	-46%	-23%	-15%	-13%	-10%	-7%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-2,212	-2,669	-2,790	-2,941	-1,741	-1,625	-1,699	-1,612
Non-GAAP 净利润率	-55%	-53%	-33%	-22%	-14%	-12%	-9%	-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：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

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