

买入 (维持)

09868.HK 小鹏汽车-W

港股通 (沪、深)

目标价: 86.80 港元

现价: 65.15 港元

销量及收入、盈利能力、自由现金流进入正循环

2023年11月20日

预期升幅: 33.23%

市场数据

日期	2023.11.17
收盘价(港元)	65.15
总股本(百万股)	1791
流通股本(百万股)	1443
净资产(亿元)	287.9
总资产(亿元)	705.4
每股净资产(元)	16.07

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

小鹏汽车-W(09868.HK)首次覆盖深度 - 道阻且长, 行则将至

小鹏汽车-W (09868.HK) 架构调整彰显改革决心, 期待新车提振销量及 ASP (1)

小鹏汽车-W(09868.HK): 行业竞争及车型促销致毛利率承压, 期待 23Q2 重回增长轨道

小鹏汽车-W(09868.HK): 新车交付稳步提升, 期待 XNGP 体验及覆盖范围持续突破

海外研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

李梦旋

limengxuan@xyzq.com.cn

SAC: S0190523060003

请注意: 李梦旋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

投资要点

2023Q3 公司销量及收入、盈利能力、自由现金流进入正循环。2023Q3 小鹏交付新车 40,008 辆, 环比增长 72.4%; 公司实现营业收入 85.3 亿元, 环比增长 68.5%; 其中汽车销售收入 78.4 亿元, 环比增长 77.3%; 汽车销售毛利率为-6.1%, 环比改善 2.5 个百分点; 小鹏汽车普通股股东应占净亏损为 38.9 亿元, 非公认会计原则小鹏汽车普通股股东应占净亏损为 27.9 亿元。此外, 公司在第三季度实现超过 10 亿元正向自由现金流。截至 23Q3, 公司共有现金及现金等价物、受限制现金、短期投资及定期存款 364.8 亿元。根据公司指引, 预计 2023Q4 交付量在 59,500 至 63,500 辆之间, 营业收入在 127 至 136 亿元之间。

销售网络持续优化, S4 超快充升级计划稳步开展。截至 2023 年 9 月 30 日, 小鹏实体销售网络共有 395 间门店, 环比 23Q2 末减少 16 家, 公司下半年持续对销售网络进行优胜劣汰, 并且用更快的速度引进优秀的经销商合作伙伴, 以快速扩大二线和低线城市的市场份额; 此外, 2023 年小鹏充电启动 S4 超快充升级计划, 年内小鹏汽车建成约 500 个具备 S4 超快充能力的站点。截至 23Q2 末, 小鹏自营充电网络达 1057 座充电站, 包括 854 座小鹏自营超级充电站及 203 座目的地充电站。

首款 MPV 车型 X9 于广州车展正式上市, 2024 将推出 15 万级高阶智能纯电车型。XNGP 下半年将完成对全国约 50 个主要城市覆盖。11 月 17 日, 小鹏首款纯电智能七座 MPV X9 正式上市, 预售价格 38.8 万元起。X9 采用前后一体式铝压铸技术, 标配后轮转向及行业领先的无图 XNGP, 将于 2023 年 1 月开始交付。小鹏还将于 23Q4 推出基于 15 万级别的全新品牌及首款 A 级纯电智能轿车产品 MONA, 加速高阶智能在 A 级车市场的覆盖, 实现销量及份额进一步提升。下半年 XNGP 继续在体验及覆盖范围上取得突破。10 月 24 日, 小鹏在首批 20 个无图城市开启 XNGP 公测。2023 年底, 公司计划在约 50 个城市里面开放不依赖高精地图的 XNGP。同时, 小鹏计划在 2024 年通过技术创新使 XNGP 的成本下降 50%, 使智能驾驶硬件上成为全系标配并探索为用户提供软件订阅的灵活付费方式。

我们的观点: 公司定位空间广阔的中高端大众市场, 智能化优势明显, 新车型产品力及销量有望持续提升。我们认为短期市场竞争、公司车型换代对销售及盈利能力带来压力, 但并不影响公司长期价值, 我们上调公司 2023-2025 年销量分别至 14.5、30.6、43.8 万辆, 营业收入分别为 316.2、693.2、973.9 亿元, 我们给予公司目标价 86.80 港元, 对应 2024 年 2 倍 PS, 维持“买入”评级。

风险提示: 需求不及预期; 技术落地不及预期; 行业竞争加剧; 产能提升不及预期。

主要财务指标

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	26,855	31,615	69,320	97,387
同比增长	27.9%	17.7%	119.3%	40.5%
毛利润(百万元)	3,099	-24	5,781	13,187
同比增长	18.2%	-100.8%	/	128.1%
归母净利润(百万元)	-5,936	-12,154	-6,546	111
PS	4.32	3.67	1.68	1.19

数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

资产负债表					单位:人民币百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E				
流动资产	43,527	44,984	41,278	49,389				
现金及现金等价物	14,608	14,563	11,268	14,533				
受限制现金	106	128	153	184				
短期存款	14,922	16,176	12,141	15,239				
短期投资	1,262	1,325	1,391	1,461				
应收帐款	3,873	4,044	5,250	5,782				
金融租赁应收帐款	1,295	1,424	1,567	1,723				
存货	4,521	4,722	6,130	6,750				
应收关联方款项	47	27	36	37				
预付款项及其他流动资产	2,466	2,575	3,343	3,682				
非流动资产	27,964	24,524	33,826	28,207				
物业、厂房及设备	10,607	12,524	16,195	3,748				
使用权资产	1,955	3,518	6,333	11,399				
无形资产	1,043	1,660	2,127	577				
土地使用权	2,748	3,297	3,957	4,748				
金融租赁应收帐款	2,189	3,283	4,924	7,387				
其他非流动资产	201	242	290	348				
长期投资	2,295	4,590	9,180	18,360				
资产总计	71,491	69,508	75,105	77,596				
流动负债	24,115	28,600	39,140	40,611				
应收帐款及票据	14,223	16,744	23,400	24,558				
应计费用及其他负债	5,584	6,701	8,041	8,202				
其他流动负债	4,180	5,157	7,700	7,852				
非流动负债	10,465	11,054	12,657	13,567				
长期借款	4,613	5,074	5,582	5,693				
其他非流动负债	5,055	5,979	7,075	7,873				
负债总计	34,580	39,654	51,797	54,178				
夹层股权	0	-	-	-				
股东权益总额	36,911	29,854	23,308	23,419				
负债、夹层股权及股东权益总额	71,491	69,508	75,105	77,596				

现金流量表					单位:人民币百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E				
净亏损	-9,129	-12,154	-6,546	111				
将净亏损调整为经营活动使用的现金净额	3,645	3,808	4,596	5,286				
经营资产及负债变动	-2,714	2,374	3,331	-2,006				
经营活动产生现金流量	-8,222	-5,999	1,349	3,371				
投资活动产生现金流量	4,846	394	-4,991	-453				
融资活动产生现金流量	6,004	5,444	347	347				
现金净变动	2,628	-162	-3,295	3,265				
现金的期初余额	11,635	14,724	14,563	11,268				
现金的期末余额	14,724	14,563	11,268	14,533				

数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

利润表					单位:人民币百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E				
营业收入	26,855	31,615	69,320	97,387				
营业成本	-23,756	-31,639	-63,540	-84,200				
毛利	3,099	-24	5,781	13,187				
销售、管理费用	-6,688	-6,511	-6,861	-7,192				
研发费用	-5,215	-5,787	-6,582	-6,900				
其他收入	109	178	261	261				
营业利润	-8,695	-12,144	-7,402	-644				
财务费用	927	947	963	948				
税前利润	-9,108	-12,127	-6,513	130				
所得税	-25	-27	-33	-20				
归母净利润	-5,936	-12,154	-6,546	111				
EPS(元)	-5.34	-7.05	-3.80	0.06				

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	27.9%	17.7%	119.3%	40.5%
毛利润增长率	18.2%	-100.8%	/	128.1%
盈利能力				
毛利率	11.5%	-0.1%	8.3%	13.5%
营业利润率	-32.4%	-38.4%	-10.7%	-0.7%
净利率	-22.1%	-38.4%	-9.4%	0.1%
偿债能力				
资产负债率	48.4%	57.0%	69.0%	69.8%
流动比率	180.5%	157.3%	105.5%	121.6%
速动比率	161.8%	140.8%	89.8%	105.0%

营运能力(次)				
资产周转率	0.4	0.5	0.9	1.3
存货周转率	5.3	6.7	10.4	12.5
每股资料(元)				
每股收益	-5.34	-7.05	-3.80	0.06
每股净资产	21.4	17.3	13.5	13.6
估值比率(倍)				
PS	4.32	3.67	1.68	1.19
PB	3.15	3.89	4.98	4.96

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、滁州经济技术开发区总公司、珠海华发集团有限公司、华发投控2022年第一期有限公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、泰州医药城控股集团有限公司、南洋商业银行有限公司、平安国际融资租赁有限公司、上海银行杭州分行、湖州南浔浔污水处理有限公司、杭州银行绍兴分行、北京银行股份有限公司杭州分行、台州市黄岩经济开发集团有限公司、湖州吴兴交通旅游投资发展集团有限公司、江苏银行扬州分行、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、温州名城建设投资集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、民生银行、南京银行南通分行、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、交银金融租赁有限责任公司、交银租赁管理香港有限公司、平度市城市开发集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、澳门国际银行股份有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中国国际金融(国际)有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、嵊州市交通投资发展集团有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、香港象屿投资有限公司、厦门象屿集团有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、Zhejiang Boxin BVI Co Ltd.、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、高邮市建设投资发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development (BVI) Co.,Ltd.、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited、招商证券国际有限公司、中国光大银行、光大银行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展(集团)有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展(集团)有限责任公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,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,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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保持在最新状态。同时,本公司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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编:200135

邮箱:research@xyzq.com.cn

北京

地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元

邮编:100020

邮箱:research@xyzq.com.cn

深圳

地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编:518035

邮箱:research@xyzq.com.cn

香港(兴证国际)

地址:香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

传真:(852) 35095929

邮箱:ir@xyzq.com.hk