

小鹏汽车-W (09868.HK)

Q4 交付破 6 万，XNGP 开通再提速，X9 上市开启新周期

买入（维持）

2024 年 01 月 06 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	30,925.12	71,260.23	138,100.21
同比	28%	15%	130%	94%
归属母公司净利润（百万元）	-9,138.97	-10,977.57	-4,364.82	554.40
同比	-88%	-20%	60%	113%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-4.84	-5.82	-2.31	0.29
P/E（现价最新股本摊薄）	-	-	-	198.35

关键词：#市占率上升

投资要点

- **公告要点：**小鹏汽车 12 月交付合计 20115 台，同环比分别 +78.13%/+0.37%，Q4 累计实现交付 60158 台，同环比分别 +170.93%/+50.36%；2023 年全年实现交付 141601 台，同比+17.26%，整体表现符合我们预期。
- **XNGP 开城持续提速，X9 上市定价超预期，高端智驾驱动新一轮周期再起。**12 月老车型限时优惠发放，8 日 P7i 官宣限时福利全系至高优惠 2.6 万元，Max 版本仅需 22.49 万元；18 日 G6 官宣全系减免 1 万元优惠，最低价 19.99 万元，驱动 12 月终端销售持续火热。1 月 1 日小鹏 X9 正式上市，陪伴力+行动力+保护力+坚守力+高智力，X9 有望成为小鹏旗舰新爆款；X9 共推出 4 款配置车型，35.98~41.98 万元，并将于本月正式开启交付；搭载全球唯一标配主动式后轮转向系统，最小转弯半径 10.8m（与正常中大型 SUV 相当），全域 800V 高压平台+双 Orin 智驾/激光雷达支撑，电动智驾硬件配置打满；X9 自 12 月上旬起展车陆续到店，截至 12 月底预售订单突破 3 万台，上市发布会后转大定已超 5000 台，终端火爆。
- **智驾维度，**小鹏全自研 XNet2.0 深度视觉神经网络支持的 XNGP 全场景智能辅助驾驶，已开通全国 243 城市全路段领航驾驶，覆盖核心城市各种复杂场景和跨场景通行，叠加地级市或县级市用户常用的核心路段，以真实力+真开城+真速度+真体验打造真智驾，持续新品+智驾提速有望驱动新一轮向上周期。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持小鹏汽车 2023~2025 年营业收入预期为 309/713/1381 亿元，归母净利润为-110/-44/6 亿元，对应 PS 为 3.7/1.6/0.8 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，给予小鹏汽车 2024 年 4X 目标 PS，对应目标价 165.3 港币，当前股价 52.7 港币（2024 年 1 月 6 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)	52.70
一年最低/最高价	30.30/96.30
市净率(倍)	3.17
港股流通市值(百万港元)	81,058.34

基础数据

每股净资产(港元)	16.61
资产负债率(%)	59.18
总股本(百万股)	1,886.82
流通股本(百万股)	1,538.11

相关研究

- 《小鹏汽车-W(09868.HK:)：11 月销量同比高增，无图 XNGP 阔地，产品力再跃升》
2023-12-06
- 《小鹏汽车-W(09868.HK:)：2023Q3 季报点评：Q3 盈利环比向上，新一轮正循环开启》
2023-11-16

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	27,261.65	57,225.39	100,804.90	营业总收入	26,855.12	30,925.12	71,260.23	138,100.21
现金及现金等价物	14,607.77	9,220.87	20,026.00	50,214.00	营业成本	23,766.73	30,818.21	61,609.09	112,122.23
应收账款及票据	3,872.85	3,865.64	8,907.53	17,262.53	销售费用	5,028.96	4,620.21	4,631.91	7,595.51
存货	4,521.37	4,280.31	8,556.82	15,572.53	管理费用	1,659.29	1,700.88	3,206.71	4,971.61
其他流动资产	20,525.43	9,894.83	19,735.04	17,755.84	研发费用	5,214.84	5,467.56	8,551.23	15,191.02
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)	(11,681.75)	(6,738.71)	(1,780.16)
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	1,832.17	1,327.46
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)	(410.52)	576.53	1,084.75
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)	(10,998.82)	(4,392.71)	500.05
资产总计	71,491.01	64,007.87	97,149.71	148,059.52	所得税	24.73	28.60	21.96	(4.50)
流动负债	24,114.85	30,473.09	64,479.76	115,535.16	净利润	(9,143.09)	(11,027.42)	(4,414.67)	504.55
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	21,401.53	42,784.09	77,862.66	归属母公司净利润	(9,138.97)	(10,977.57)	(4,364.82)	554.40
其他	6,582.65	7,762.21	17,886.32	34,663.15	EBIT	(10,044.94)	(12,092.26)	(6,162.18)	(695.41)
非流动负债	10,465.49	7,101.68	10,101.68	8,901.68	EBITDA	(8,634.23)	(10,456.83)	(4,140.29)	1,674.29
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	37,574.77	74,581.44	124,436.84					
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)	(4.84)	(5.82)	(2.31)	0.29
归属母公司股东权益	36,910.67	26,433.09	22,568.27	23,622.67	每股净资产(元)	21.39	14.01	11.96	12.52
负债和股东权益	71,491.01	64,007.87	97,149.71	148,059.52	发行在外股份(百万股)	1,886.82	1,886.82	1,886.82	1,886.82
					ROIC(%)	(22.52)	(32.21)	(20.32)	(2.28)
					ROE(%)	(24.76)	(41.53)	(19.34)	2.35
					毛利率(%)	11.50	0.35	13.54	18.81
					销售净利率(%)	(34.03)	(35.50)	(6.13)	0.40
					资产负债率(%)	48.37	58.70	76.77	84.05
					收入增长率(%)	27.95	15.16	130.43	93.80
					净利润增长率(%)	(87.92)	(20.12)	60.24	112.70
					P/E	—	—	—	198.35
					P/B	2.72	4.16	4.87	4.66
					EV/EBITDA	(6.32)	(9.94)	(23.83)	39.70

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2024年1月6日的0.9142,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),北交所基准指数为北证 50 指数),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>