

## 小鹏汽车-W (09868.HK)

## H2 望迎车型周期，成本望大幅改善

**Q4 销量突破新高，2024Q1 指引暂时承压。**得益于1) G6、新款 G9 等产品的推出以及战略、组织的调整，2023 年小鹏汽车的交付量逐季提升，Q4 销量突破 6 万台，同比/环比增长 171%/50%，收入同比/环比增长 154%/53%至 130.5 亿。公司 2023Q4 毛利环比扭亏，毛利率恢复至 6.2%。其中汽车毛利率由 Q3 的-6.1%改善为+4.1%。公司毛利率大幅改善主要系：1) 平台化研发和规模经济，2) 技术降本和经营改善初见成效。Q4 non-GAAP 归母净亏损为 17.7 亿元，non-GAAP 归母净利润率为-13.6%，环比 Q3 改善了 19pct，主要由于 1) 毛利率环比提升 8.9pct，2) 伴随着收入快速增长，研发费用率和 SG&A 费用率均环比降低 5pct。展望 2024Q1，公司业绩预计暂时承压，1) 指引 Q1 交付 2.10-2.25 万辆汽车，同比增长 15.2%-23.4%，2) 目标收入 58-62 亿元人民币，同比增长 43.8%-53.7%。

**销售端：2024 年预计竞争激烈，产品迭代、智驾领先、渠道变革支撑销量增长。**

**1) 车型端看**，1 月 1 日小鹏 X9 正式发布，起售价 35.98 万，标配后轮转向、车内空间灵活、搭载无图 XNGP 功能，产品性价比极高，我们预计稳态月销量有望达到 3000-4000 台。此外，公司预计 MONA 新品牌的第一款车型将在 Q3 上市交付、小鹏品牌另一款全新车型也将在 2024H2 交付。未来 3 年，公司将推出超过 10 款全新车型、SOP 车型数量将达到接近 30 款。因此，今年下半年起，小鹏汽车将再次进入车型强周期。**2) 智驾功能方面看**，小鹏汽车 2023 年城市 XNGP 开城数量达到 243 座，超出公司此前 200 座目标。2 月 29 日，小鹏宣布面向智驾经验用户即刻推送无限 XNGP 智能辅助驾驶功能，将使用范围扩大为“有导航覆盖的地方就能开”。我们认为，小鹏汽车智能驾驶体验领先同行，有望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 2023 年淘汰超过 130 家门店，通过“木星计划”引入 160 家经销商，年底门店总数达到 500 家的目标。公司预计 2024Q3 的门店数量将提高至 600 家。我们预计，随着门店不断扩张、销能逐步提升，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：与大众联合采购改善成本，目标新车 XNGP 硬件降本 50%。****1) 毛利端**，公司与大众联合采购已经全面展开，战略协同效应开始显现。通过设计的模块化和供应链合作伙伴的整合，小鹏各车型通用化率提高。我们预计，公司有望加快实现此前提到的“新车 BOM 成本降低 25%”、“XNGP 硬件成本降低 50%”等目标。**2) 费用端**，我们预计今年研发费用在 70-75 亿之间，随着各种营销和渠道优化，SG&A 费用率有望明显降低。

**投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年销量约 17/26/36 万辆，2024-2026 年总收入达 501/817/1047 亿元、non-GAAP 净利润率为-12%/-4%/1%。考虑到 2024 年 20-30 万价格带竞争压力较大，我们给予小鹏汽车 104 亿美元目标估值，对应 1.5x 2024e P/S，给予目标价 (9868.HK) 43.1 港元、(XPEV.N) 11 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,855	30,540	50,115	81,707	104,717
增长率 YoY(%)	28.0	13.7	64.1	63.0	28.2
归母净利润(百万元)	-9,139	-10,375	-6,820	-4,210	230
归母净利润率(%)	-34%	-34%	-14%	-5%	0%
Non-GAAP 净利润(百万元)	-8,428	-9,414	-6,152	-3,541	899
Non-GAAP 净利润率(%)	-31%	-31%	-12%	-4%	1%
P/S(倍)	1.8	1.6	1.0	0.6	0.5
P/B(倍)	1.2	1.2	1.6	1.8	1.8

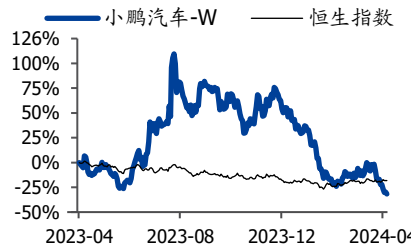
资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 4 月 8 日收盘价（取 2024 年 4 月 8 日港元兑人民币汇率，美元兑人民币汇率）

## 买入（维持）

## 股票信息

行业	智能驾驶及制造
前次评级	买入
4 月 8 日收盘价(港元)	28.15
总市值(百万港元)	53,173.16
总股本(百万股)	1,888.92
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	19.43

## 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)：智驾加速开城，新车型推动销量大幅上行》2023-11-20
- 《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

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	43527	54522	45214	78693	63826
现金及现金等价物	14608	21127	11527	36067	21061
短期投资净额	1262	781	781	781	781
应收账款	3873	2716	4244	7104	7440
存货	4521	5526	4218	10307	10054
其他流动资产	19263	24371	24444	24433	24489
<b>非流动资产</b>	27964	29641	28194	28497	28775
固定资产	10607	10954	12986	13318	13622
资产使用权	1955	1456	1654	1522	1400
无形资产	1043	4949	1273	1375	1471
长期投资	2295	2085	2085	2085	2085
其他非流动资产	12064	10197	10197	10197	10197
<b>资产总计</b>	71491	84163	73408	107190	92601
<b>流动负债</b>	24115	36112	30263	65936	48799
短期借款	2419	3889	3889	3889	3889
应付账款	14223	22210	16362	52035	34897
应计负债	619	400	400	400	400
其他流动负债	6854	9612	9612	9612	9612
<b>非流动负债</b>	10465	11722	13637	15955	18273
长期借款	4613	5651	7969	10287	12606
其他非流动负债	5852	6072	5668	5668	5668
<b>负债合计</b>	34580	47834	43900	81891	67072
资本公积	60691	70198	70198	70198	70198
未分配利润	-25331	-35760	-42581	-46790	-46560
累计其他综合损益	1544	1831	1831	1831	1831
归属母公司股东权益	36911	36329	29508	25298	25529
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
<b>可赎回及权益总额</b>	36911	36329	29508	25298	25529
<b>负债和权益总额</b>	71491	84163	73408	107190	92601

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-8232	940	-9719	23922	-15624
净利润	-9139	-10375	-6820	-4210	230
固定资产折旧	915	1008	1113	1168	1196
无形资产摊销	66	81	89	97	105
内容及版权摊销	430	156	144	132	122
营运资金变动	-1858	10070	-4245	26735	-17277
其他经营现金流	1354	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	4846	-2700	-2200	-1700	-1700
资本开支	-4374	-2700	-2200	-1700	-1700
其他投资现金流	9220	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	6004	2318	2318	2318	2318
短期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	6004	2318	2318	2318	2318
<b>现金净增加额</b>	3079	558	-9600	24541	-15006

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	26855	30540	50115	81707	104717
营业成本	23767	30225	43394	68398	86933
毛利润	3088	315	6721	13309	17784
研发费用	6688	6559	7150	7985	7630
销售及管理费用	5215	5277	7372	10100	11878
其他经营性损益	109	466	502	491	631
<b>营业利润 (亏损)</b>	-8706	-10888	-7199	-4184	-693
财务收入	1059	639	1003	619	1601
财务支出	132	162	190	218	245
联营公司亏损	59	-410	0	0	0
其他非经营性收益	-1424	139	295	295	295
<b>利润总额</b>	-9118	-10393	-6832	-4229	216
所得税	25	37	20	12	17
<b>净利润</b>	-9143	-10430	-6852	-4241	199
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
<b>归属普通股股东净利润</b>	-9139	-10375	-6820	-4210	230
<b>调整后归属普通股股东净利</b>	-8428	-9414	-6152	-3541	899

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	28.0	13.7	64.1	63.0	28.2
营业利润(%)	32.3	25.1	-33.9	-41.9	-83.4
归属于母公司净利润(%)	88.0	11.7	-34.6	-42.4	-125.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.5	1.0	13.4	16.3	17.0
净利率(%)	-31.4	-30.8	-12.3	-4.3	0.9
ROE(%)	-24.8	-28.6	-23.1	-16.6	0.9
ROIC(%)	-22.4	-35.2	-36.5	-211.3	-20.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.4	56.8	59.8	76.4	72.4
净负债比率(%)	-33.0	-47.5	-25.9	-127.2	-67.3
流动比率	1.8	1.5	1.5	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.6	0.4	0.5	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.9	1.0
应收账款周转率	8.2	9.3	14.4	14.4	14.4
应付账款周转率	1.8	1.7	2.3	2.0	2.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	-4.9	-5.4	-3.4	-2.0	0.5
每股经营现金流(最新摊薄)	-5.0	0.5	-5.6	13.4	-8.7
每股净资产(最新摊薄)	21.6	20.9	16.5	14.2	14.3
<b>估值比率</b>					
P/S	1.8	1.6	1.0	0.6	0.5
P/B	1.2	1.2	1.6	1.8	1.8

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 4 月 8 日收盘价 (取 2024 年 4 月 8 日港元兑人民币汇率、美元兑人民币汇率)

图表 1: 小鹏汽车核心财务预测: 年度

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总销量 (台)	27,041	98,155	120,757	141,601	169,921	263,285	362,971
G3	11,979	29,721	17,520	5,105	-	-	-
P7	15,062	60,569	59,066	45,371	34,300	32,585	30,956
P5	-	7,865	37,982	20,089	2,200	-	-
G9	-	-	6,189	25,790	29,300	27,835	26,443
G6	-	-	-	44,545	41,121	39,065	37,112
后续扶摇平台车型	-	-	-	701	63,000	163,800	268,460
MONA 车型	-	-	-	-	55,000	140,000	140,000
<b>总收入 (百万元)</b>	<b>5,844</b>	<b>20,988</b>	<b>26,855</b>	<b>30,540</b>	<b>50,115</b>	<b>81,707</b>	<b>104,717</b>
车辆销售	5,547	20,042	24,840	28,012	47,358	78,569	100,437
服务及其他	298	946	2,015	2,528	2,757	3,138	4,280
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>266</b>	<b>2,623</b>	<b>3,088</b>	<b>315</b>	<b>6,721</b>	<b>13,309</b>	<b>17,784</b>
车辆销售	196	2,309	2,347	-446	5,515	11,819	15,623
服务及其他	70	314	742	898	1,306	1,591	2,562
<b>毛利率</b>	<b>5%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>1%</b>	<b>13%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>
车辆销售	4%	12%	9%	-2%	12%	15%	16%
服务及其他	23%	33%	37%	36%	47%	51%	60%
销售及管理费用率	-50%	-25%	-25%	-21%	-14%	-10%	-7%
研发费用率	-30%	-20%	-19%	-17%	-15%	-12%	-11%
归属普通股股东净利润 (百万元)	-4,890	-4,863	-9,139	-10,375	-6,820	-4,210	230
净利润率	-84%	-23%	-34%	-34%	-14%	-5%	0%
<b>Non-GAAP 净利润 (百万元)</b>	<b>-2,992</b>	<b>-4,483</b>	<b>-8,428</b>	<b>-9,414</b>	<b>-6,152</b>	<b>-3,541</b>	<b>899</b>
<b>Non-GAAP 净利润率</b>	<b>-51%</b>	<b>-21%</b>	<b>-31%</b>	<b>-31%</b>	<b>-12%</b>	<b>-4%</b>	<b>1%</b>

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

	24Q1E	24Q2E	24Q3E	24Q4E	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E
总销量 (台)	21,821	43,100	50,000	55,000	41,035	64,500	70,900	86,850
G3	-	-	-	-	-	-	-	-
P7	4,300	10,000	10,000	10,000	4,085	9,500	9,500	9,500
P5	1,100	1,100	-	-	-	-	-	-
G9	4,300	8,000	8,000	9,000	4,085	7,600	7,600	8,550
G6	5,121	12,000	12,000	12,000	4,865	11,400	11,400	11,400
后续车型	7,000	12,000	20,000	24,000	28,000	36,000	42,400	57,400
MONA 车型	-	-	20,000	35,000	35,000	35,000	35,000	35,000
<b>总收入 (百万元)</b>	<b>6025</b>	<b>11009</b>	<b>15080</b>	<b>18101</b>	<b>15088</b>	<b>20070</b>	<b>21515</b>	<b>25134</b>
车辆销售	5340	10324	14345	17349	14364	19314	20666	24225
服务及其他	685	685	735	752	724	756	849	909
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>776</b>	<b>1318</b>	<b>2066</b>	<b>2661</b>	<b>2486</b>	<b>3199</b>	<b>3544</b>	<b>4181</b>
车辆销售	462	1004	1733	2316	2143	2832	3126	3718
服务及其他	314	314	333	345	343	367	418	463
<b>毛利率</b>	<b>13%</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>
车辆销售	9%	10%	12%	13%	15%	15%	15%	15%
服务及其他	46%	46%	45%	46%	47%	49%	49%	51%
销售及管理费用率	-15%	-15%	-14%	-14%	-12%	-11%	-9%	-8%
研发费用率	-16%	-15%	-15%	-15%	-14%	-13%	-12%	-11%
归属普通股股东净利润 (百万元)	-934	-1,681	-2,017	-2,188	-1,354	-1,445	-937	-474
净利润率	-16%	-15%	-13%	-12%	-9%	-7%	-4%	-2%
<b>Non-GAAP 净利润 (百万元)</b>	<b>-767</b>	<b>-1,514</b>	<b>-1,850</b>	<b>-2,021</b>	<b>-1,187</b>	<b>-1,278</b>	<b>-770</b>	<b>-306</b>
<b>Non-GAAP 净利润率</b>	<b>-13%</b>	<b>-14%</b>	<b>-12%</b>	<b>-11%</b>	<b>-8%</b>	<b>-6%</b>	<b>-4%</b>	<b>-1%</b>

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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋  
 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