

小鹏汽车-W(9868.HK)

M03为销量背书，但P7+才是关键

推荐（维持）

股价：50.6元（港币）

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.xiaopeng.com
大股东/持股	Simplicity Holding Limited/17.27%
实际控制人	何小鹏
总股本(百万股)	1899.19
流通A股(百万股)	
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	874.65
流通A股市值(亿元)	
每股净资产(元)	17.97
资产负债率(%)	54.66

行情走势图



证券分析师

王德安	投资咨询资格编号 S1060511010006 BQV509 WANGDEAN002@pingan.com.cn
王跟海	投资咨询资格编号 S1060523080001 BVG944 WANGGENHAI964@pingan.com.cn



事项：

公司正式亮相了其全新车型 P7+，P7+是公司推出的 30 万以内的一款高端纯电轿车，新车将于 10 月 14 日巴黎车展期间发布预售价格并开启预售，11 月上旬上市交付。

平安观点：

- **P7+丰富 P7 家族图谱，产品力主打大空间以及高阶智驾。**P7 是公司发展历史上非常重要的一款车型，最早于 2020 年上市，是国产新能源车领域内较早成为爆款的新能源车型。P7+上市后，公司 P7 家族图谱得以丰富，将有两款车型在售，其中 P7+主打家用舒适，强调大空间，P7i 则定位个性运动，两款车型定位互补。P7+产品力主打两大优势：一是大空间与舒适性，二是全系标配公司新一代的去激光雷达的高阶智驾方案。
- **P7+全系标配公司新一代高阶智驾方案，且不另收智驾包费用。**P7+首发搭载公司新一代去激光雷达的高阶智驾方案，估计其整套硬件成本相较于目前带激光雷达版本下降一半左右。公司此前车型上智驾方案分为 Pro 版（实现高速 NOA 功能）和 Max 版（实现高速+城市 NOA），而在 P7+上智驾方案完全统一，即 P7+将全系标配高阶智驾功能，交付即可用，且不限城市、不限道路、不限路况。
- **P7+强调大空间与舒适性，标配多项舒适性配置，主打家庭用户。**空间尺寸是 P7+重要的产品力之一，拥有豪华行政级的车身尺寸，轴距达到 3 米，车长超过 5 米，官方宣称其拥有“C 级尺寸、D 级空间”。在舒适性方面，P7+标配多项舒适性配置，比如全系标配豪华软装材质，后排座椅电动调节、前后排座椅均标配通风、加热、按摩功能，此外还标配 20 个高保真 HIFI 音响。
- **智驾走向“端到端”后训练数据的重要性增加，智驾梯次分布会愈发明显。**我们判断未来智驾的决胜很大程度上取决于训练的里程数据，目前华为、理想、蔚来的高阶智驾车型保有量 30 万台左右，公司由于此前销量规模低，在保有量方面暂时落后，预计其保有量在 20 万台左右。而我们判断

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26855	30676	42925	70093	95044
YOY(%)	28.0	14.2	39.9	63.3	35.6
净利润(百万元)	-9139	-10376	-6167	-2006	898
YOY(%)	-87.9	-13.5	40.6	67.5	144.8
毛利率(%)	11.5	1.5	13.9	16.9	17.9
净利率(%)	-34.0	-33.8	-14.4	-2.9	0.9
ROE(%)	-24.8	-28.6	-20.4	-7.1	3.1
EPS(摊薄/元)	-4.81	-5.46	-3.25	-1.06	0.47
P/E(倍)	-9.6	-8.4	-14.2	-43.6	97.4
P/B(倍)	2.4	2.4	2.9	3.1	3.0

头部玩家智驾车保有量将快速上量，如华为系预计在 24 年底智驾车型保有量可达到 50 万台，到 25 年底则有望超过 100 万台，训练里程差距可能进一步加大，而带来的结果则是智驾梯次的分布会愈加明显。

- **M03 使得公司走出销量困局，但 P7+才是公司扭转困局的关键。**M03 的成功有助于公司走出销量困局，但暂无益于强化小鹏汽车智驾标签，因目前交付的 M03 车型版本不搭载小鹏汽车高阶智驾系统。目前小鹏汽车支持高阶智驾方案的车辆保有量或落后于华为、蔚来、理想等竞争对手，若搭载 AI 鹰眼视觉智驾方案的 P7+以及后续 M03 Max 版(搭载 AI 鹰眼视觉智驾方案) 能够上量，将进一步强化小鹏汽车“智驾”标签，利于后续端到端智驾方案迭代。
- **盈利预测与投资建议：**结合公司前三季度交付量以及 M03、P7+后续的上量节奏，我们调整公司 2024~2026 年营业收入预测为 429 亿/701 亿/950 亿元（原收入预测为 411 亿/620 亿/944 亿元），对应 2024~2026 年净利润预测分别为-62 亿/-20 亿/+9 亿元（原净利润预测为-63 亿/-29 亿/+4 亿元）。AI 鹰眼视觉智驾方案上车后为 P7+带来成本优势，我们认为 P7+有望成为公司下一款上量车型，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) P7+上市后订单不及预期；2) 如果公司智驾车型销量仍无法上量，公司可能在未来的智能驾驶竞争中逐渐落后；3) 毛利率改善情况不达预期；4) 公司短期内仍将处于亏损状态，公司基本面可能出现恶化。

图表1 小鹏汽车 AI 鹰眼视觉高阶智驾方案与此前方案对比

配置	能力	视觉				芯片	雷达		
		前视	后视	环视	倒视	算力	毫米波	超声波	激光雷达
AI 鹰眼视觉	城市高阶智驾 同步更新 体验一致	8M (LOFIC 架构)	8M (LOFIC 架构)	3M	3M	508TOPS	有	有	无
Max		8M	1.7M	3M	3M	508TOPS	有	有	有
Pro	高速智驾	8M	1.7M	3M	3M	254TOPS	有	有	无

资料来源：小鹏汽车十周年发布会，平安证券研究所

图表2 国内智驾头部车企智驾车型保有量以及新增智驾里程对比

车企	高阶智驾车型保有量 (截至 24 年 8 月底)	主要高阶智驾车型	智驾行驶里程新增情况
华为系	约 32 万台(预计到 24 年底达到 50 万台)	问界、智界、阿维塔	2024 国庆假期期间智驾总里程 8571.7 万公里，其中城区智驾总里程 1334.9 万公里，高速智驾总里程 7236.8 万公里
理想汽车	接近 30 万台	MEGA、L6/7/8/9 AD Max 车型	2024 国庆假期期间智驾总里程 8213.5 万公里，其中城区智能驾驶里程 726.1 万公里，高速智能驾驶里程 7487.4 万公里
小鹏汽车	约 20 万台	G6/G9/X9/P7	此次国庆期间累计智驾里程约 3632 万公里；
蔚来	约 32 万台	蔚来旗下 NT2.0 平台车型	2024 年 9 月用户智驾里程突破 1 亿公里

资料来源：各公司官方微信公众号，平安证券研究所测算

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	24302	4293	7009	9504
应收账款	2716	3763	6145	8333
预付款项、现金及其他	2863	6115	9986	13541
其他应收款	0	0	0	0
存货	5526	6381	10058	13472
其他流动资产	19115	36449	59518	80705
流动资产总计	54522	57001	92717	125555
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	10954	9660	8920	8405
在建工程	0	500	750	1000
无形资产	9194	7662	6129	4597
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	9492	9492	9492	9492
非流动资产合计	29641	27314	25291	23494
资产总计	84163	84315	118008	149049
短期借款	5253	5653	15112	21860
应付账款	22210	24713	38958	52181
其他流动负债	8648	11341	18382	24846
流动负债合计	36112	41707	72452	98888
长期借款	5651	6374	11329	15036
其他非流动负债	6072	6072	6072	6072
非流动负债合计	11722	12446	17401	21108
负债合计	47834	54153	89852	119996
股本	0	0	0	0
储备	34498	34498	34498	34498
留存收益	1831	-4336	-6342	-5444
归属于母公司股东权益	36329	30162	28156	29053
归属于非控制股东权益	0	0	0	0
权益合计	36329	30162	28156	29053
负债和权益合计	84163	84315	118008	149049

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	-3848	-6207	-2066	818
折旧与摊销	2107	3327	3523	3797
财务费用	-991	-1288	-2103	-1901
其他经营资金	3688	-17293	-11713	-10655
经营性现金净流量	956	-21461	-12360	-7941
投资性现金净流量	631	-960	-1440	-1920
筹资性现金净流量	8015	2411	16517	12357
现金流量净额	9603	-20010	2717	2495

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	30676	42925	70093	95044
销售成本	30225	36952	58251	78023
其他费用	5277	7000	8000	9000
销售费用	2624	2747	3364	3802
管理费用	3935	4121	5047	5703
财务费用	-991	-1288	-2103	-1901
其他经营损益	466	400	400	400
投资收益	29	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	-10889	-6207	-2066	818
其他非经营损益	-496	40	60	80
税前利润	-10394	-6167	-2006	898
所得税	-18	0	0	0
税后利润	-10376	-6167	-2006	898
归属于非控制股东利润	0	0	0	0
归属于母公司股东利润	-10376	-6167	-2006	898
EBITDA	-9278	-4127	-586	2794
NOPLAT	-4811	-7494	-4169	-1083
EPS(元)	-5.46	-3.25	-1.06	0.47

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收额增长率(%)	14.2	39.9	63.3	35.6
EBIT 增长率(%)	-13.3	34.5	44.9	75.6
EBITDA 增长率(%)	-7.5	55.5	85.8	576.5
税后利润增长率(%)	-13.5	40.6	67.5	144.8
盈利能力				
毛利率(%)	1.5	13.9	16.9	17.9
净利率(%)	-33.8	-14.4	-2.9	0.9
ROE(%)	-28.6	-20.4	-7.1	3.1
ROA(%)	-12.3	-7.3	-1.7	0.6
ROIC(%)	-14.7	-28.8	-9.9	-2.0
估值倍数				
P/E	-8.4	-14.2	-43.6	97.4
P/S	2.9	2.0	1.2	0.9
P/B	2.4	2.9	3.1	3.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	0.9	-1.6	-6.4	-36.8
EV/EBITDA	1.1	-2.9	-45.1	13.2
EV/NOPLAT	2.1	-1.6	-6.3	-34.1

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层