

小鹏汽车-W(9868.HK)

爆款产品延续智能化逻辑，增程开辟新增量

推荐（维持）

股价：49.6元（港币）

主要数据

| | |
|-------------|------------------|
| 行业 | 汽车 |
| 公司网址 | www.xiaopeng.com |
| 大股东/持股 | |
| 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) | 871.34 |
| 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



平安观点：

- **短期爆款频出，智能化标签延续。**M03 是公司在 24 年下半年摆脱销量低迷局面的重要车型，目前已交付的 M03 未搭载公司的高阶智驾方案，其成功主要依赖于低价策略，无益于强化公司的智驾标签。P7+搭载公司最新的“AI 鹰眼视觉”智驾方案，上市后订单较好，我们认为 P7+的成功是公司在智能化领域领先的具体体现，对于强化智能化标签，树立小鹏的品牌认知意义较大。但补贴政策的变化可能导致公司目前两款新上市的车型出现波动，两款车型的终端热度能否延续还有待进一步观望。
- **增程开辟新增量，推动下一代增程车进入“大电池、小油箱”时代。**公司在 24 年 AI 科技日中宣布将推出增程车型，公司的增程车型纯电续航超过 400 公里，具备 5C 的充电效率，综合续航里程超过 1400 公里。公司的增程车型与宁德时代近期推出的骁遥电池不谋而合，高纯电续航、快充有望成为下一代增程车型的技术特点。从体验上看，下一代增程车型愈发接近纯电，同时增程的技术方案可进一步扩展用户群体，看好公司增程车型推出后对公司销量的提振作用。
- **盈利预测与投资建议：**P7+的成功是公司在智能化领域领先的进一步体现，结合公司目前销量以及后续新车节奏，我们调整公司 2024~2026 年营业收入预测为 414 亿/781 亿/1029 亿元（原营收预测为 429 亿/701 亿/950 亿元），对应 2024~2026 年净利润预测分别为-61 亿/-17 亿/+14 亿元（原净利润预测为-62 亿/-20 亿/+9 亿元）。公司的 PS 估值略高于同行业可比公司，但考虑到公司目前在智能化领域的领先优势，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) M03、P7+市场热度可能下降；2) 公司在智能化方面不能持续领先的风险；3) 后续新车销量不达预期的风险；4) 补贴政策退坡风险。

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 26855 | 30676 | 41352 | 78147 | 102861 |
| YOY(%) | 28.0 | 14.2 | 34.8 | 89.0 | 31.6 |
| 净利润(百万元) | -9139 | -10376 | -6096 | -1684 | 1406 |
| YOY(%) | -87.9 | -13.5 | 41.2 | 72.4 | 183.5 |
| 毛利率(%) | 11.5 | 1.5 | 14.1 | 16.5 | 17.6 |
| 净利率(%) | -34.0 | -33.8 | -14.7 | -2.2 | 1.4 |
| ROE(%) | -24.8 | -28.6 | -20.2 | -5.9 | 4.7 |
| EPS(摊薄/元) | -4.81 | -5.46 | -3.21 | -0.89 | 0.74 |
| P/E(倍) | -9.5 | -8.4 | -14.3 | -51.7 | 62.0 |
| P/B(倍) | 2.4 | 2.4 | 2.9 | 3.1 | 2.9 |

正文目录

- 一、 短期爆款频出，智能化标签延续4
 - 1.1 M03 为销量背书，P7+延续智能化逻辑4
 - 1.2 自研 AI 芯片，强化智能化标签6
- 二、 增程开辟新增量，推动下一代增程车进入“大电池、小油箱”时代7
- 三、 盈利预测与投资建议.....9
- 四、 风险提示9

图表目录

| | | |
|-------|-------------------------------------|---|
| 图表 1 | MONA M03 | 4 |
| 图表 2 | 小鹏 2024 年销量结构 单位：台 | 4 |
| 图表 3 | 小鹏 MONA M03 首批车主用户画像研究 | 5 |
| 图表 4 | 小鹏汽车纯视觉（AI 鹰眼视觉）高阶智驾方案与此前方案对比 | 5 |
| 图表 5 | 小鹏 P7+ 与小米 SU7 入门版车型对比 | 6 |
| 图表 6 | 小鹏图灵 AI 芯片 | 7 |
| 图表 7 | 小鹏汽车智驾迭代四部曲 | 7 |
| 图表 8 | 小鹏鲲鹏超级电动系统 | 8 |
| 图表 9 | 公司首发量产混合碳化硅同轴电驱 | 8 |
| 图表 10 | 小鹏超静音增程器 | 8 |
| 图表 11 | 公司与可比公司估值对比 | 9 |

一、短期爆款频出，智能化标签延续

1.1 M03 为销量背书，P7+延续智能化逻辑

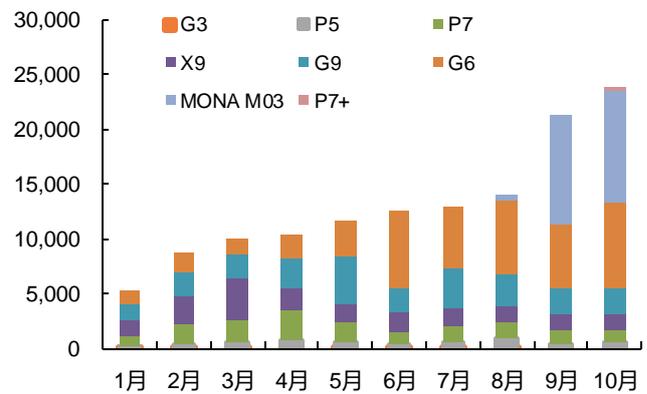
24 年上半年销量低迷，M03 上市后扭转销量困局。根据公司公布的产销数据显示，2024 年上半年公司在售 6 款车型累计销量为 58475 台，平均月销量不足 1 万台，上半年公司汽车业务毛利率不足 10%。2024 年 8 月，MONA M03 正式上市，售价 11.98 万元起，根据公司发布的订单数据显示，MONA M03 在上市 48 小时后，订单零突破 30000 台，上市后成为公司的一款爆款车型，而根据产销数据显示，M03 在 9 月、10 月的月销量均超过 1 万台，在 M03 的带动下，公司 9、10 月销量均超过 2 万台。

图表1 MONA M03



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

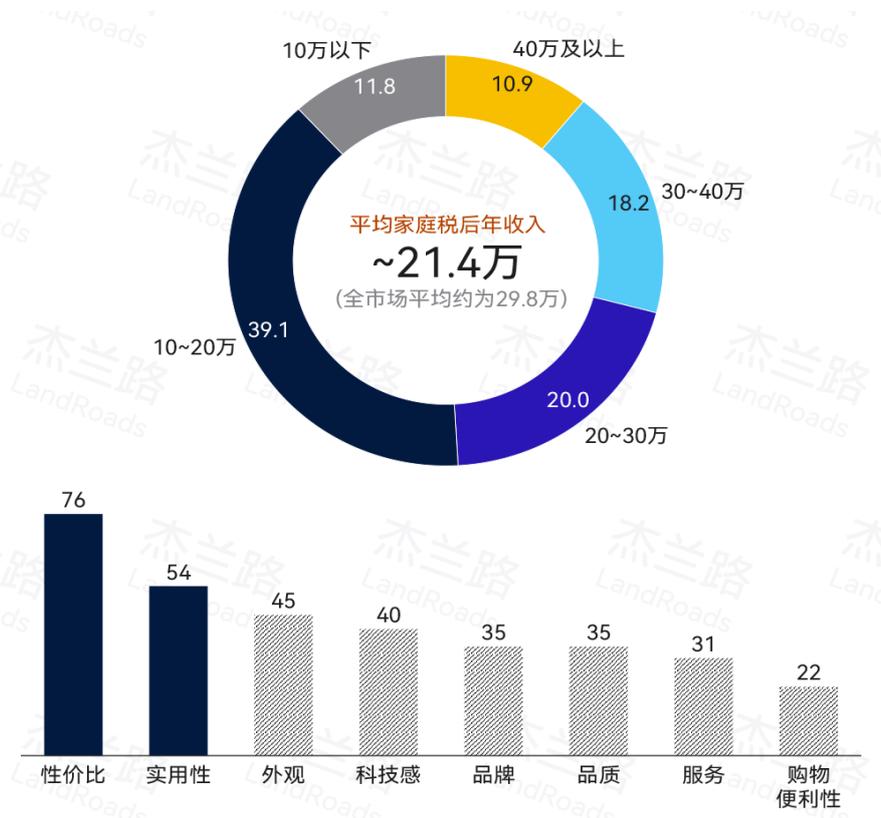
图表2 小鹏 2024 年销量结构 单位：台



资料来源：乘联会，平安证券研究所

M03 以性价比取胜，但对强化智能化标签无益。M03 共推出 3 款车型，515 长续航版售价 11.98 万元，620 超长续航版售价 12.98 万元，580 超长续航版 Max 搭载公司最新的 AI 鹰眼视觉智驾方案，售价 15.58 万元，将于 2025 年春节后开启交付。根据杰兰路发布的 M03 用户群体特征显示，M03 的车主以新一线城市的年轻女性为主，平均家庭税后年收入为 21.4 万元，车主的经济条件属于中等水平，因此 M03 的车主消费态度大多较为务实，最看重性价比和实用性。M03 对于公司走出销量困局意义重大，但考虑到 M03 的用户更加注重性价比，搭载 AI 鹰眼视觉智驾方案的高配版售价比 620 超长续航版价格高 2.6 万元，因此我们判断智驾版车型不会是 M03 的主销车型，因此我们认为 M03 短期对于提振公司销量作用较大，但对于公司强化智驾标签并无明显作用。

图表3 小鹏 MONA M03 首批车主用户画像研究 (%)



资料来源：杰兰路，平安证券研究所

P7+全系标配“AI 鹰眼视觉”智驾方案，且不另收智驾包费用。2024年8月，小鹏发布新一代智驾方案“AI 鹰眼视觉”，相比公司此前的高阶智驾方案，AI 鹰眼视觉取消了激光雷达，估计其整套硬件成本相较此前带激光雷达版本下降一半左右，而公司首搭“AI 鹰眼视觉方案”的车型为近期上市的 P7+。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+将完全标配高阶智驾方案，交付即可用，且不限城市、不限道路、不限路况。

公司智驾方案支持 Pro 版本升级为 Max 版本。除了 AI 鹰眼视觉方案，小鹏汽车还为老用户芯片焕新计划启动众筹（11月11日到12月12日），其中在智驾芯片方面，此前 Pro 版本的单 Orin 车型可付费升级至双 Orin，可支持城市 NGP、AI 代驾等功能。在座舱芯片方面，820A 车型付费升级至 8295，车机流畅度提升 2 倍。

图表4 小鹏汽车纯视觉（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 | 8M | 8M | 3M | 3M | 508TOPS | 有 | 有 | 无 |
| Max | 同步更新 体验一致 | (LOFIC 架构) | (LOFIC 架构) | | | | | | |
| Pro | 高速智驾 | 8M | 1.7M | 3M | 3M | 508TOPS | 有 | 有 | 有 |
| | | 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

P7+订单延续 M03 高热度，具备爆款潜力，公司智能化标签强化。P7+于 11 月 7 日上市，售价 18.68 万元起。根据公司公布的订单数据显示，P7+上市当天大定达到 31528 台，总结来看我们认为 P7+在同价格带内优点突出，有望成为继 M03 之后又一爆款车型。同时我们认为 P7+相比 M03 对于公司的意义更加重大，一是 P7+首次搭载了公司最新的“AI 鹰眼视觉”智驾方案，二是 P7+的热销是公司在智能化领域领先的具体体现，对于公司强化智能化标签，树立小鹏的品牌认知意义较大。

与竞品相比，P7+的优势主要体现在智驾、空间，预计其稳态月销量有望达到 8000~10000 台。P7+主要竞品车型包括小米 SU7、比亚迪汉等，与主要竞品车型相比，我们认为 P7+的竞争优势主要体现在智能驾驶和空间，结合主要竞品车型的销量规模，我们预计 P7+的稳态月销量有望达到 8000~10000 台。

与 SU7 相比，P7+主要优势体现在智驾、空间、价格，劣势主要体现在动力、续航。智驾方面，P7+全系搭载“AI 鹰眼视觉”高阶智驾方案，小米 SU7 低配版车型仅能实现高速 NOA 功能；空间方面，P7+与小米 SU7 轴距均为 3 米，但 P7+车身尺寸更大，空间占优，这主要是由于两款车型的定位不同所致，P7+更侧重于家庭用户，SU7 则定位运动轿跑。动力方面，P7+全系仅为单电机驱动，动力也弱于小米 SU7；而在续航方面，P7+入门版车型电池容量为 60.7 度，同价格带的 SU7 入门版电池容量为 73.6 度，极氪 007 的入门版电池容量为 75 度，而公司对于 P7+在续航方面主要宣传其单位里程能耗低、充电快等优势。

与比亚迪汉相比，P7+的同样体现在智驾、空间，但动力形式多样化以及价格方面并不占优。比亚迪汉一直是 20 万元新能源轿车领域的重磅车型，与比亚迪汉 EV 相比，P7+在智驾、空间、续航、动力等方面均具有竞争优势，但目前汉的主销车型是插混车型，这使得汉在满足更广泛的用户需求以及价格方面要优于 P7+，此外汉在用户保有量、渠道数量等方面也要强于 P7+。

图表5 小鹏 P7+与小米 SU7 入门版车型对比

| 车型 | 小鹏 P7+长续航 Max | 小米 SU7 700km 后驱长续航智驾版 |
|-----------------|---|-----------------------|
| 售价/万元 | 18.68 | 21.59 |
| 轴距/mm | 3000 | 3000 |
| 车身尺寸/mm | 5056×1937×1512 | 4997×1963×1455 |
| 驱动电机 | 单电机后驱 | 单电机后驱 |
| 百公里加速时间/s | 6.9 | 5.28 |
| 智驾能力 | 高速 NOA、城区 NOA | 高速 NOA |
| 电池容量/kWh | 60.7 | 73.6 |
| CLTC 续航/km | 602 | 700 |
| 百公里电耗/kWh/100km | 11.6 | 12.3 |
| 对比总结 | 与 SU7 相比，P7+主要优势体现在智驾、空间、价格，劣势主要体现在动力、续航 | |

资料来源：汽车之家，平安证券研究所

补贴政策存在退坡风险，M03、P7+热度能否延续有待观望。年底前的补贴政策对公司上市的两款新车热度具备一定的助推作用，迅速增长的订单对公司产能爬坡提出更高要求，根据第三方机构车 fans 对 P7+的销售快报显示，由于补贴政策的限制，P7+的客户对提车时间非常敏感，我们判断如果 2025 年国家以及地方政府的补贴政策退出，25 年年初势必面临市场需求透支，各家车企掀起价格战的可能性增加，M03 与 P7+的热度能否延续则有待观望。而实际上，公司此前已有多款车型在上市初期订单火爆，但随着时间推移，销量逐渐回归平淡的情形，如小鹏 X9 在正式上市前预售订单超过 3 万台，上市发布会未结束 X9 大定达到 5000 台，但目前 X9 的月销量已不足 1500 台，再比如小鹏 G6 在 23 年 6 月上市，上市后订单快速增长，在 23 年其月交付量一度超过 8000 台，但进入到 2024 年，G6 的月销量再未达到过 23 年的水平。

1.2 自研 AI 芯片，强化智能化标签

公司发布自研定制 AI 芯片——图灵芯片。端到端大模型对车端算力的需求较大，何小鹏在 2024 年小鹏 AI 科技日中演讲时

曾表示：“到 2030 年车端的算力需求可能要到 10000T。”但公版芯片的大量通用算力被浪费，而如何要做到 10000T，公司认为一定要自研定制芯片。根据公司披露的数据显示，公司自研的图灵芯片具备 40 个核处理器，最高可运行大模型参数达到 30B，拥有 2 颗独立的 ISP。而根据公司规划，公司的图灵 AI 芯片会应用在汽车、飞行汽车和 AI 机器人领域。而在算力方面，根据公司在 AI 科技日中披露的数据，图灵芯片的有效算力约为三颗英伟达 Orin X 芯片或两颗特斯拉 FSD 芯片，既可以用于驱动智驾大模型，也可驱动座舱大模型。

图表6 小鹏图灵 AI 芯片



资料来源：公司官方微信公众号，平安证券研究所

智能驾驶稳步推进，计划 2026 年推出 Robotaxi 车型。关于 L4 级的自动驾驶方面，小鹏的车型首先会逐步引入线控转向，为无人驾驶打下基础。此外小鹏正在研发全新的 Ultra 车型，从人机共驾逐步过渡到 Robotaxi，届时车端的算力可达到 3000T，搭载全冗余的安全设计。而在 24 年 10 月，何小鹏在个人社交媒体中披露了公司 Robotaxi 的相关进展，目前小鹏正在招聘 Robotaxi 的相关人才，计划 2026 年正式推出 Robotaxi。而关于 Robotaxi 业务运营方面，何小鹏表示，小鹏汽车会专注于 Robotaxi 产品本身，不介入运营，聚焦如何提升 Robotaxi 场景的行泊车能力，定制车内外场景提升乘客体验，强化安全冗余等。

图表7 小鹏汽车智驾迭代四部曲

| 第一步（已实现） | 第二步 2024 年 Q4 末 | 第三步 2025 年 Q4 | 第四步 2026 年 |
|--------------|--------------------|----------------------------|-------------------------|
| 轻地图 全国都好开 | 轻雷达 轻地图 门到门智驾体验 | 类 L3 智能辅助驾驶 百公里接管 < 1 次 | 轻地图、轻雷达、重算力 部分场景无人驾驶 |
| 三网合一，端到端量产 | 车端大模型参数量 × 2 | 云端大模型参数量 × 5 | 解决 99% 极端问题 |

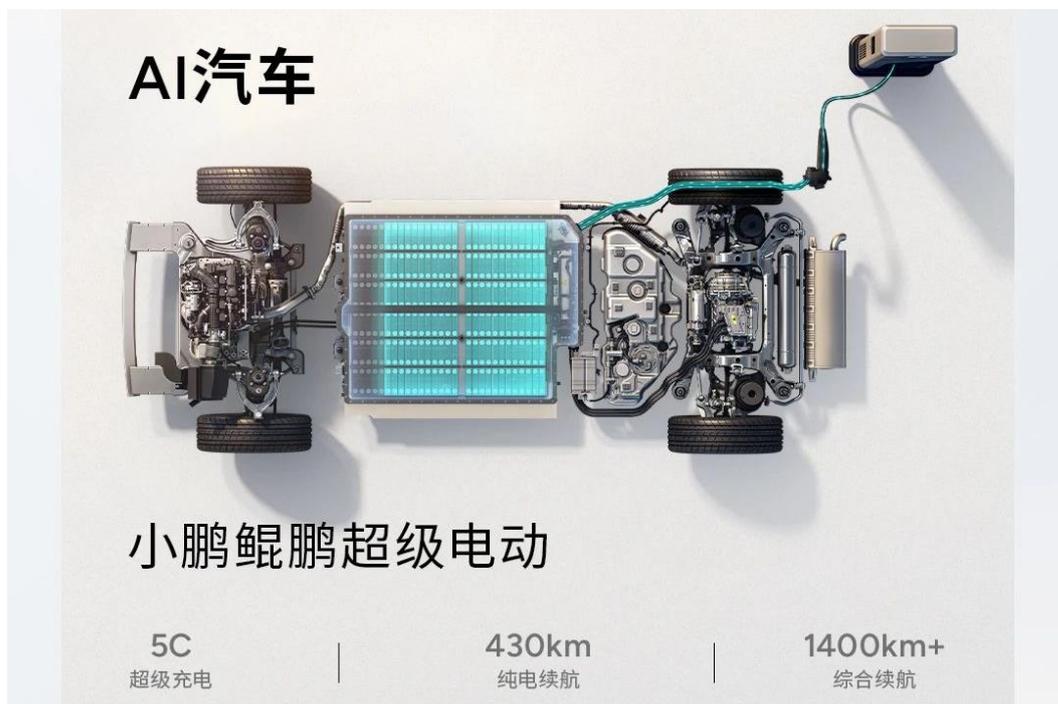
资料来源：小鹏 AI 科技日，平安证券研究所

二、 增程开辟新增量，推动下一代增程车进入“大电池、小油箱”时代

24 年 AI 科技日中，公司发布鲲鹏超级电动，宣布将推出增程技术方案。公司之所以推出增程系统，主要在于两方面原因：

- 1、满足更广泛的用户需求，尤其是海外市场的补能体系尚未成熟，而要进入海外市场，就要提供更便捷更通用的补能方案；
- 2、目前小鹏的纯电续航最高做到 800 公里续航，要想实现 1000 公里甚至更高，需要换一种能源形式。

图表8 小鹏鲲鹏超级电动系统



资料来源：公司官方微信公众号，平安证券研究所

鲲鹏超级电动集成了公司的增程技术与纯电能力，其中鲲鹏代表超级增程系统，鹏代表公司的纯电体系。在补能效率方面，针对当前市面上增程纯电补能效率慢的问题，小鹏的5C超充AI电池搭配S5液冷超快充站，补能速度可达到1秒超过1公里，12分钟充至80%。而在电驱方面，小鹏将首发量产混合碳化硅同轴电驱，其减少60%的SiC用量，同时增加10%的电机输出功率，且体积减少30%，电机重量减少7.5%，后排空间进一步增加。结合公司在纯电领域的技术积累，小鹏的增程车型纯电续航里程大幅增加，增程车纯电续航里程达到430公里（目前市面上增程车纯电续航在200-300公里），综合续航里程超过1400公里。而针对增程发动机的噪音问题，小鹏推出了超静音增程器，发动机运行时额外噪音仅增加1dB(A)。

图表9 公司首发量产混合碳化硅同轴电驱



资料来源：公司官方微信公众号，平安证券研究所

图表10 小鹏超静音增程器



资料来源：公司官方微信公众号，平安证券研究所

用纯电的思路做增程，推动增程系统进入“大电池、小油箱”时代，后续发展潜力大。我们认为公司发布的增程系统与此前宁德时代发布的骁遥超级增混电池不谋而合，骁遥超级增混电池纯电续航里程在 400 公里以上，兼具 4C 超充功能。我们认为小鹏以及宁德时代的骁遥电池代表着未来增程车将进入“大电池、小油箱”的时代，我们判断下一代增程车在体验上愈发接近纯电车型，同时增程的动力形式进一步扩充了潜在用户群体，有望加速新能源车对燃油车的替代，甚至可能出现增程车型抢占同价格带纯电份额的局面。

三、盈利预测与投资建议

P7+的成功是公司在智能化领域领先的进一步体现，结合公司目前销量以及后续新车节奏，我们调整公司 2024~2026 年营业收入预测为 414 亿/781 亿/1029 亿元（原营收预测为 429 亿/701 亿/950 亿元），对应 2024~2026 年净利润预测分别为-61 亿/-17 亿/+14 亿元（原净利润预测为-62 亿/-20 亿/+9 亿元）。我们选取同在港股上市的理想汽车、蔚来和零跑汽车作为可比公司，公司的 PS 估值略高于同行业可比公司，但考虑到公司目前在智能化领域的领先优势，维持公司“推荐”评级。

图表11 公司与可比公司估值对比

| 股票代码 | 公司 | 市值/亿元 (20241115) | 营收/亿元 | | | PS | | |
|---------|------|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 2015.HK | 理想汽车 | 1,718 | 1,452 | 1,919 | 2,364 | 1.2 | 0.9 | 0.7 |
| 9866.HK | 蔚来 | 670 | 714 | 1,010 | 1,255 | 0.9 | 0.7 | 0.5 |
| 9863.HK | 零跑汽车 | 384 | 305 | 550 | 785 | 1.3 | 0.7 | 0.5 |
| 可比公司均值 | | | | | | 1.1 | 0.8 | 0.6 |
| 9868.HK | 小鹏汽车 | 871 | 414 | 781 | 1,029 | 2.1 | 1.1 | 0.8 |

备注：蔚来、零跑汽车营收预测为 Wind 一致预测

资料来源：Wind，平安证券研究所预测

四、风险提示

- 1) M03、P7+市场热度可能下降：公司此前出现车型上市初期热销，但随后热度下降的情形，倘若 M03、P7+的后续热度下滑，公司股价存在下跌风险；
- 2) 公司在智能化方面不能持续领先的风险：公司目前最重要的差异化标签是智能化，如果公司无法通过持续的技术创新在智能化赛道持续领先，可能会被竞争对手追平乃至超越；
- 3) 后续新车销量不达预期的风险：公司目前仍处于亏损阶段，如果后续新车销量不达预期，公司的基本面可能出现恶化；
- 4) 补贴政策退坡风险：24 年补贴政策如果退出，可能对 25 年年初需求造成透支。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 24302 | 4135 | 7815 | 10286 |
| 应收账款 | 2716 | 3625 | 6851 | 9018 |
| 预付款项、现金及其他 | 2863 | 5891 | 11133 | 14654 |
| 其他应收款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 5526 | 6132 | 11268 | 14626 |
| 其他流动资产 | 19115 | 35113 | 66357 | 87342 |
| 流动资产总计 | 54522 | 54897 | 103424 | 135927 |
| 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 | 82211 | 128716 | 159421 |
| 短期借款 | 5253 | 5112 | 17508 | 23820 |
| 应付账款 | 22210 | 23750 | 43644 | 56651 |
| 其他流动负债 | 8648 | 10923 | 20504 | 26898 |
| 流动负债合计 | 36112 | 39785 | 81656 | 107369 |
| 长期借款 | 5651 | 6122 | 12439 | 16026 |
| 其他非流动负债 | 6072 | 6072 | 6072 | 6072 |
| 非流动负债合计 | 11722 | 12194 | 18511 | 22098 |
| 负债合计 | 47834 | 51978 | 100167 | 129467 |
| 股本 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 储备 | 34498 | 34498 | 34498 | 34498 |
| 留存收益 | 1831 | -4265 | -5949 | -4543 |
| 归属于母公司股东权益 | 36329 | 30233 | 28549 | 29955 |
| 归属于非控制股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 权益合计 | 36329 | 30233 | 28549 | 29955 |
| 负债和权益合计 | 84163 | 82211 | 128716 | 159421 |

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 | -6136 | -1744 | 1326 |
| 折旧与摊销 | 2107 | 3327 | 3523 | 3797 |
| 财务费用 | -991 | -1241 | -2344 | -2057 |
| 其他经营资金 | 3688 | -16728 | -15373 | -10630 |
| 经营性现金净流量 | 956 | -20777 | -15939 | -7564 |
| 投资性现金净流量 | 631 | -960 | -1440 | -1920 |
| 筹资性现金净流量 | 8015 | 1570 | 21058 | 11956 |
| 现金流量净额 | 9603 | -20167 | 3680 | 2471 |

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 | 41352 | 78147 | 102861 |
| 销售成本 | 30225 | 35512 | 65258 | 84706 |
| 其他费用 | 5277 | 7000 | 8000 | 9000 |
| 销售费用 | 2624 | 2647 | 3751 | 4114 |
| 管理费用 | 3935 | 3970 | 5627 | 6172 |
| 财务费用 | -991 | -1241 | -2344 | -2057 |
| 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 | -6136 | -1744 | 1326 |
| 其他非经营损益 | -496 | 40 | 60 | 80 |
| 税前利润 | -10394 | -6096 | -1684 | 1406 |
| 所得税 | -18 | 0 | 0 | 0 |
| 税后利润 | -10376 | -6096 | -1684 | 1406 |
| 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 | -6096 | -1684 | 1406 |
| EBITDA | -9278 | -4009 | -506 | 3146 |
| NOPLAT | -4811 | -7376 | -4089 | -731 |
| EPS(元) | -5.46 | -3.21 | -0.89 | 0.74 |

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 | 34.8 | 89.0 | 31.6 |
| EBIT 增长率(%) | -13.3 | 35.6 | 45.1 | 83.8 |
| EBITDA 增长率(%) | -7.5 | 56.8 | 87.4 | 721.9 |
| 税后利润增长率(%) | -13.5 | 41.2 | 72.4 | 183.5 |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 1.5 | 14.1 | 16.5 | 17.6 |
| 净利率(%) | -33.8 | -14.7 | -2.2 | 1.4 |
| ROE(%) | -28.6 | -20.2 | -5.9 | 4.7 |
| ROA(%) | -12.3 | -7.4 | -1.3 | 0.9 |
| ROIC(%) | -14.7 | -28.4 | -9.9 | -1.3 |
| 估值倍数 | | | | |
| P/E | -8.4 | -14.3 | -51.7 | 62.0 |
| P/S | 2.8 | 2.1 | 1.1 | 0.8 |
| P/B | 2.4 | 2.9 | 3.1 | 2.9 |
| 股息率 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EV/EBIT | 0.9 | -1.5 | -7.4 | -61.2 |
| EV/EBITDA | 1.1 | -2.8 | -59.2 | 12.7 |
| EV/NOPLAT | 2.1 | -1.5 | -7.3 | -54.5 |

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