

## 小鹏汽车-W(9868.HK)

## 四季度毛利率改善显著，24年智能驾驶技术下探

## 推荐（维持）

股价：40.55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/18.93%
实际控制人	何小鹏
总股本(百万股)	1886.85
流通A股(百万股)	
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	694.13
流通A股市值(亿元)	
每股净资产(元)	19.25
资产负债率(%)	56.84

## 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 WANGGENHAI964@pingan.com.cn



## 事项：

小鹏汽车发布2023年四季度业绩报告，2023年四季度公司实现营业收入130.5亿元，同环比分别增长153.9%/53.0%，四季度公司亏损达到13.5亿元，同环比收窄42.9%/65.3%。2023年全年公司实现营业收入达到306.8亿元，同比增长14.2%，全年净亏损达到103.8亿元，同比扩大13.5%。截至2024年底，公司在手现金及等价物达到457亿元。

## 平安观点：

- 四季度毛利率顺利转正。**2023年四季度公司交付新车60158台，同环比分别增加170.9%/50.4%，符合公司此前给出的四季度5.95~6.35万台的交付指引。公司四季度汽车销售收入达到122.3亿元，对应单车营收为20.3万元，环比基本保持稳定。毛利率方面，公司四季度整体毛利率为6.2%，环比三季度提升8.9个百分点，其中四季度汽车销售业务毛利率为4.1%，环比三季度增加10.1个百分点，公司按照此前规划顺利在23年四季度实现毛利润转正。小鹏汽车给出的24年一季度交付指引为2.1~2.25万台，同比增长15.2%~23.4%，对应总营收为58亿~62亿元，同比增长43.8%~53.7%，营收增速明显高于销量增速，这主要是由于X9的上市交付带来的单车营收的增长。
- 四季度费用增长相对克制，亏损同环比实现较大幅度收窄。**费用方面，公司四季度研发费为13.1亿元，同比增长6.3%，环比维持稳定，公司2023年累计研发费用为52.8亿元，同比增长1.2%。销售管理费用方面，公司四季度销售管理费用达到19.4亿元，同环比分别增长10.3%/14.4%，销售管理费用率达到了14.8%，同环比下降19.3/5.0个百分点。由于四季度在费用增长相对克制以及营收和毛利率的改善，公司四季度的营业亏损同环比分别收窄18.4%/35.0%，达到20.5亿元，对应单车亏损为3.4万元（营业利润/车型销量），同环比分别改善7.9万/4.5万元。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26855	30676	54032	77257	102603
YOY(%)	28.0	14.2	76.1	43.0	32.8
净利润(百万元)	-9139	-10376	-6873	-752	3415
YOY(%)	-87.9	-13.5	33.8	89.1	554.1
毛利率(%)	11.5	1.5	8.9	16.4	17.9
净利率(%)	-34.0	-33.8	-12.7	-1.0	3.3
ROE(%)	-24.8	-28.6	-23.3	-2.6	10.6
EPS(摊薄/元)	-4.84	-5.50	-3.64	-0.40	1.81
P/E(倍)	-7.5	-6.6	-9.9	-90.6	20.0
P/B(倍)	1.8	1.9	2.3	2.4	2.1

- **新品牌即将推出，智能驾驶技术下探。**公司董事长、CEO 何小鹏近期在中国电动汽车百人会论坛中披露小鹏汽车将发布全新品牌，进军 10-15 万元级别汽车市场，品牌首款车型将在 2024 年下半年上市，该品牌致力于打造“年轻人的第一台 AI 智驾汽车”，小鹏汽车将高阶智驾能力带到 10-15 万元 A 级车市场。此外小鹏汽车加快车型的推出节奏，根据何小鹏表示，小鹏汽车未来三年将推出 10 多款全新车型，加上配套全球化的左舵、右舵车型和升级的改款车型，整个 SOP 的车型数量会接近 30 个。同时，2024 年小鹏汽车将进一步扩大销售网络覆盖，加速渠道下沉，计划到今年三季度，销售门店数量将会增加到 600 家。
- **盈利预测与投资建议：**结合公司 2023 年业绩以及公司最新情况，我们调整公司 2024~2025 年营业收入预测为 540 亿/773 亿元（原净利润预测为 533 亿/790 亿元），对应 2024~2025 年净利润预测分别为-69 亿/-8 亿元（原净利润预测为-64 亿/-11 亿元），并新增公司 2026 年营收预测为 1026 亿元，对应净利润预测为 34 亿元。公司在智能驾驶领域处于国内领先地位，新品牌的推出将实现公司智能驾驶技术的下探，同时跟大众的合作也将降低公司的采购成本，我们维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 公司 2024 年新车销量不达预期；2) 毛利率改善情况不达预期；3) 公司短期内仍将处于亏损状态，公司基本面可能出现恶化。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	24302	5403	7726	10260
应收账款	2716	4737	6773	8995
预付款项、现金及其他	4384	7698	11007	14617
其他应收款	0	0	0	0
存货	5526	8503	11153	14554
其他流动资产	17593	44987	64324	85427
<b>流动资产总计</b>	<b>54522</b>	<b>71328</b>	<b>100982</b>	<b>133854</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	10954	9238	7522	5806
在建工程	0	0	0	0
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>29641</b>	<b>26392</b>	<b>23144</b>	<b>19895</b>
<b>资产总计</b>	<b>84163</b>	<b>97720</b>	<b>124126</b>	<b>153750</b>
短期借款	5253	7561	14485	18046
应付账款	22210	32933	43197	56370
其他流动负债	8648	14364	20374	27003
<b>流动负债合计</b>	<b>36112</b>	<b>54858</b>	<b>78056</b>	<b>101419</b>
长期借款	5651	7335	11295	14141
其他非流动负债	6072	6072	6072	6072
<b>非流动负债合计</b>	<b>11722</b>	<b>13406</b>	<b>17367</b>	<b>20212</b>
<b>负债合计</b>	<b>47834</b>	<b>68265</b>	<b>95423</b>	<b>121631</b>
股本	0	0	0	0
储备	34498	34498	34498	34498
留存收益	1831	-5042	-5794	-2379
归属于母公司股东权益	36329	29456	28704	32118
归属于非控制股东权益	0	0	0	0
<b>权益合计</b>	<b>36329</b>	<b>29456</b>	<b>28704</b>	<b>32118</b>
<b>负债和权益合计</b>	<b>84163</b>	<b>97720</b>	<b>124126</b>	<b>153750</b>

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	-6913	-812	3335
折旧与摊销	0	3249	3249	3249
财务费用	-991	-1621	-2318	-3078
其他经营资金	5799	-19267	-11058	-10535
<b>经营性现金净流量</b>	<b>960</b>	<b>-24552</b>	<b>-10939</b>	<b>-7030</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>0</b>	<b>40</b>	<b>60</b>	<b>80</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>0</b>	<b>5613</b>	<b>13202</b>	<b>9484</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>960</b>	<b>-18899</b>	<b>2323</b>	<b>2535</b>

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	54032	77257	102603
销售成本	30225	49242	64589	84286
其他费用	0	6500	7500	8000
销售费用	0	2810	3399	4104
管理费用	5277	4215	5099	6156
财务费用	-991	-1621	-2318	-3078
其他经营损益	0	200	200	200
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	-3834	-6913	-812	3335
其他非经营损益	-6560	40	60	80
税前利润	-10394	-6873	-752	3415
所得税	-18	0	0	0
税后利润	-10376	-6873	-752	3415
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	-6873	-752	3415
EBITDA	-11385	-5245	179	3585
NOPLAT	-4811	-8534	-3130	257
EPS(元)	-5.50	-3.64	-0.40	1.81

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收额增长率(%)	14.2	76.1	43.0	32.8
EBIT 增长率(%)	-13.3	25.4	63.9	111.0
EBITDA 增长率(%)	-31.9	53.9	103.4	1904.5
税后利润增长率(%)	-13.5	33.8	89.1	554.1
<b>盈利能力</b>				
毛利率(%)	1.5	8.9	16.4	17.9
净利率(%)	-33.8	-12.7	-1.0	3.3
ROE(%)	-28.6	-23.3	-2.6	10.6
ROA(%)	-12.3	-7.0	-0.6	2.2
ROIC(%)	-14.7	-32.8	-7.1	0.5
<b>估值倍数</b>				
P/E	-6.6	-9.9	-90.6	20.0
P/S	2.2	1.3	0.9	0.7
P/B	1.9	2.3	2.4	2.1
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	0.9	-1.8	-8.4	95.6
EV/EBITDA	0.9	-2.8	144.2	9.0
EV/NOPLAT	2.1	-1.7	-8.2	125.4

## 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