

2024Q1 毛利改善 大模型智驾加速

2024年05月22日



分析师: 崔琰

执业证号: S0100523110002

邮箱: cuiyan@mszq.com

► **事件:** 北京时间5月21日,小鹏发布24Q1财报:24Q1实现单季营收65.5亿元,同比/环比分别为+62.3%/-49.8%。24Q1销量约为2.2万辆,同比/环比分别为+19.7%/-63.7%。24Q1汽车业务毛利率为+5.5%,同比/环比分别为+7.9pts/-1.4pts。24Q1单季归母净利润亏损为13.7亿元,同比减亏,环比基本持平。

► **毛利大幅改善 技术服务收入提升**

► **营收端:**24Q1实现单季营收65.5亿元,同比/环比分别为+62.3%/-49.8%。其中24Q1当季汽车业务收入为55.4亿元,同比/环比分别为+57.8%/-54.7%。同比增加主要由于24Q1交付量的增加(尤其是X9车型);环比下降主要由于G6及24款G9当期交付量减少,加上季节性影响,部分被X9的交付量所抵销。24Q1单车ASP由23Q4的20.3万元上升至25.4万元。

交付量方面,24Q1销量约为2.2万辆,同比/环比分别为+19.4%/-63.7%。主要与汽车业务收入一致。

其他业务方面,24Q1营收达到10.0亿元,同比/环比分别为+93.1%/+22.1%;同环比增加主要由于24Q1与大众汽车集团进行平台与软件战略合作有关的技术研发服务收益所致。

► **利润端:**毛利方面,24Q1汽车业务毛利为3.0亿元;汽车业务毛利率为+5.5%,同比/环比分别为+7.9pts/+1.4pts。24Q1总毛利为8.4亿元,24Q1毛利率为+12.9%,同比/环比分别为+11.2pts/+6.7pts。24Q1整体毛利率变化的主要原因为1)成本降低及车型产品组合改善所致,部分增长被P5相关的存货减值及采购承诺的亏损所抵消,该事项对本季度汽车毛利率产生了3.2个百分点的负影响,2)大众合作相关收入的高毛利。

► **销售渠道扩张 业绩预期改善**

费用端:24Q1小鹏研发费用为13.5亿元,同比/环比为+4.2%/+3.3%。24Q1研发费用率为20.6%,同比/环比为-11.5pts/+10.6pts。研发费用按年上升乃主要与新车型研发项目的时间与进度相关。24Q1销管费用为13.9亿元,同比/环比分别为+0.1%/-28.3%。24Q1销管费率为21.2%,同比/环比为-13.2pts/+6.4pts。销管费用按季减少主要由于向特许经营店支付的佣金减少以及营销、推广及广告开支减少。

推荐

维持评级

当前价格:

34.65 港元

相关研究

1.小鹏汽车(9868.HK)系列点评一:2023科技平权加速 多重边际改善-2024/03/21

渠道端：截至 24Q1，小鹏拥有 574 家销售中心，覆盖 178 个城市。销售中心较 23Q4 增加 74 家。渠道规划方面，公司表示 24Q3 门店数量预计可达到 600 家。

现金：截至 24Q1 小鹏拥有的现金及现金等价物、受限制现金、短期投资及现金存款总计 414.0 亿元，较 23Q4 减少 43.0 亿元，短期流动性风险较弱。

未来展望：公司预计 24Q2 汽车销量将在 2.9 万辆至 3.2 万辆之间；同比区间为+25.0%至+37.9%；对应的收入约为 75.0 亿元至 83.0 亿元，同比区间为+48.1%至+63.9%。

► 端到端智驾加速 强势新品周期开启

端到端大模型量产上车，智驾加速落地。24 年 5 月 20 日，小鹏汽车发布了国内首个量产上车的端到端大模型，包括神经网络 XNet、规控大模型 XPlanner 和大语言模型 XBrain；公司表示，目标做到产品“2 天迭代一次”，在未来 18 个月内智驾能力提升 30 倍；到 24Q3，实现“全国都能开，每条路都能开”，并在 2025 年实现城区智驾比肩高速智驾体验。我们认为，智驾能力逐步成为影响消费者购车因素的指标之一；小鹏作为国内首个量产大模型智驾的公司，有望借此强化品牌科技属性，提升消费者品牌感知，促进销量提升。

Mona Q3 上市，新品周期开启。小鹏 Mona 系列的首款 A 级纯电轿车预计于 24 年 6 月份亮相，并 24Q3 正式上市并规模交付。同时，一款全新的 B 级纯电轿车车型将会于 24Q4 上市。据小鹏业绩会公布，25-26 年还规划有多款产品。我们认为，目前小鹏销量压力主要来源于产品周期的弱化，24Q3 开启的新品周期有望改善销售，带来销量和业绩的双重提升。

投资建议：我们看好小鹏汽车在车型周期、组织革新和智能化 Beta 驱动下迎来业绩和估值的双重提升。我们预计，公司 2024-2026 年收入分别为 456.8/827.7/1006.7 亿元，归母净利润分别为-67.2/-20.2/29.4 亿元，对应 2024 年 5 月 22 日港股收盘价 34.65 港元/股（港元对人民币汇率 1:0.92），PB 分别为 2.0/2.2/2.0 倍，维持“推荐”评级。

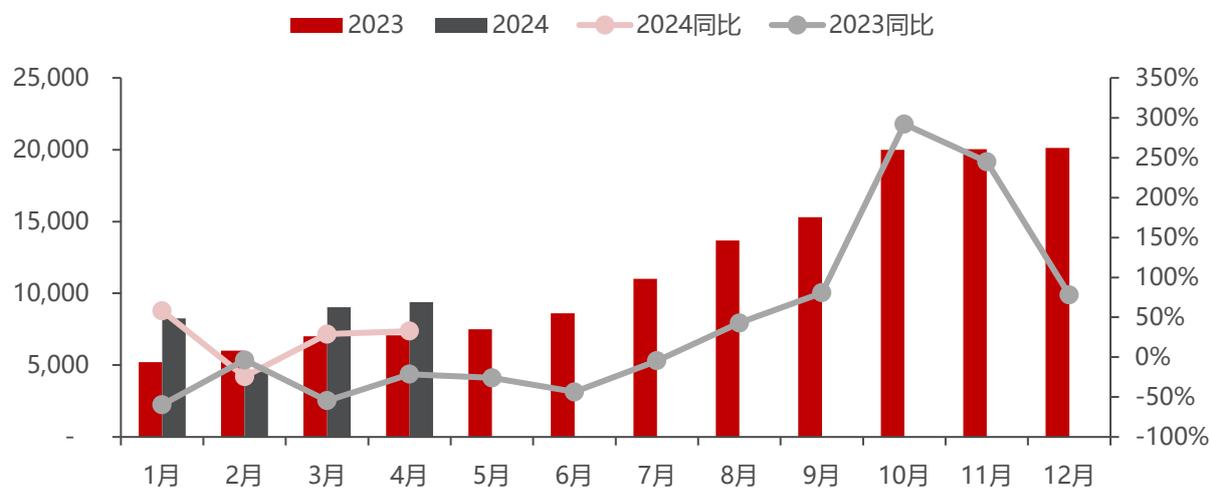
风险提示：汽车行业景气度不及预期；电动汽车渗透不及预期；市场及渠道拓展不及预期；市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

| 单位/百万人民币 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|---------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 30,676 | 45,677 | 82,773 | 100,670 |
| (+/-)(%) | 14.2 | 48.9 | 81.2 | 21.6 |
| 归母净利润 | -10,376 | -6,723 | -2,018 | 2,942 |
| (+/-)(%) | -13.5 | 35.2 | 70.0 | 245.8 |
| EPS | -5.49 | -3.56 | -1.07 | 1.56 |
| P/E | / | / | / | 20 |
| P/B | 1.7 | 2.0 | 2.2 | 2.0 |

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 05 月 22 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB）

图1：小鹏交付量及增速（辆，%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

| 资产负债表(百万港元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 流动资产合计 | 54,522 | 57,154 | 75,290 | 88,623 |
| 现金及现金等价物 | 21,127 | 21,468 | 23,991 | 29,255 |
| 应收账款及票据 | 2,716 | 3,806 | 6,898 | 8,389 |
| 存货 | 5,526 | 7,182 | 12,342 | 14,266 |
| 其他 | 25,152 | 24,698 | 32,059 | 36,712 |
| 非流动资产合计 | 29,641 | 29,684 | 29,722 | 29,757 |
| 固定资产 | 10,954 | 10,976 | 10,995 | 11,011 |
| 商誉及无形资产 | 6,405 | 6,426 | 6,446 | 6,465 |
| 其他 | 12,282 | 12,282 | 12,282 | 12,282 |
| 资产合计 | 84,163 | 86,838 | 105,013 | 118,380 |
| 流动负债合计 | 36,112 | 45,746 | 65,939 | 76,365 |
| 短期借贷 | 5,287 | 5,287 | 5,287 | 5,287 |
| 应付账款及票据 | 22,210 | 27,623 | 39,875 | 43,896 |
| 其他 | 8,614 | 12,835 | 20,776 | 27,181 |
| 非流动负债合计 | 11,722 | 11,487 | 11,487 | 11,487 |
| 长期借贷 | 6,428 | 6,428 | 6,428 | 6,428 |
| 其他 | 5,294 | 5,058 | 5,058 | 5,058 |
| 负债合计 | 47,834 | 57,233 | 77,426 | 87,851 |
| 普通股股本 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 储备 | 36,328 | 29,605 | 27,587 | 30,529 |
| 归属母公司股东权益 | 36,329 | 29,605 | 27,587 | 30,529 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 36,329 | 29,605 | 27,587 | 30,529 |
| 负债和股东权益合计 | 84,163 | 86,838 | 105,013 | 118,380 |

| 现金流量表(百万港元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 956 | 2,993 | 4,940 | 7,681 |
| 净利润 | -10,376 | -6,723 | -2,018 | 2,942 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 2,107 | 2,107 | 2,111 | 2,115 |
| 营运资金变动及其他 | 9,225 | 7,609 | 4,846 | 2,624 |
| 投资活动现金流 | 631 | -2,386 | -2,150 | -2,150 |
| 资本支出 | -2,312 | -2,150 | -2,150 | -2,150 |
| 其他投资 | 2,943 | -236 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 8,015 | -266 | -266 | -266 |
| 借款增加 | 2,996 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 5,020 | 0 | 0 | 0 |
| 已付股利 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -269 | -266 | -266 | -266 |
| 现金净增加额 | 9,588 | 341 | 2,523 | 5,265 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 利润表(百万人民币) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|
| 营业收入 | 30,676 | 45,677 | 82,773 | 100,670 |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业成本 | 30,225 | 39,778 | 68,358 | 79,013 |
| 销售及管理费用 | 6,559 | 7,066 | 8,277 | 9,564 |
| 研发费用 | 5,277 | 6,487 | 9,105 | 10,067 |
| 财务费用 | -991 | -956 | -963 | -1,013 |
| 权益性投资损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他损益 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 除税前利润 | -10,394 | -6,698 | -2,004 | 3,039 |
| 所得税 | 37 | 19 | 8 | 91 |
| 净利润 | -10,431 | -6,717 | -2,012 | 2,948 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | -10,376 | -6,723 | -2,018 | 2,942 |
| EBIT | -11,385 | -7,654 | -2,967 | 2,026 |
| EBITDA | -9,278 | -5,547 | -856 | 4,141 |
| EPS (元) | -5.49 | -3.56 | -1.07 | 1.56 |

| 主要财务比率 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力(%) | | | | |
| 营业收入 | 14.23 | 48.90 | 81.22 | 21.62 |
| 归属母公司净利润 | -13.53 | 35.20 | 69.98 | 245.77 |
| 盈利能力(%) | | | | |
| 毛利率 | 1.47 | 12.91 | 17.42 | 21.51 |
| 净利率 | -33.82 | -14.72 | -2.44 | 2.92 |
| ROE | -28.56 | -22.71 | -7.32 | 9.64 |
| ROIC | -23.78 | -18.58 | -7.58 | 4.65 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 56.84 | 65.91 | 73.73 | 74.21 |
| 净负债比率(%) | -25.91 | -32.94 | -44.50 | -57.45 |
| 流动比率 | 1.51 | 1.25 | 1.14 | 1.16 |
| 速动比率 | 0.78 | 0.69 | 0.64 | 0.68 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.39 | 0.53 | 0.86 | 0.90 |
| 应收账款周转率 | 9.31 | 14.01 | 15.47 | 13.17 |
| 应付账款周转率 | 1.66 | 1.60 | 2.03 | 1.89 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | -5.49 | -3.56 | -1.07 | 1.56 |
| 每股经营现金流 | 0.51 | 1.58 | 2.61 | 4.06 |
| 每股净资产 | 19.23 | 15.67 | 14.60 | 16.16 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | / | / | / | 20 |
| P/B | 1.7 | 2.0 | 2.2 | 2.0 |
| EV/EBITDA | -6.27 | -10.48 | -67.94 | 14.04 |

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026