

研究所:

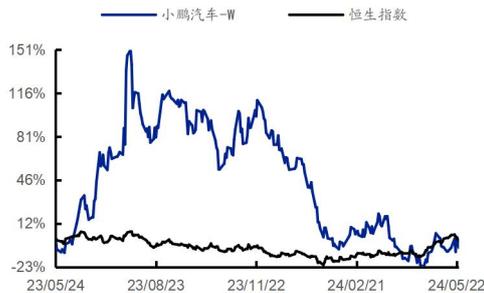
证券分析师:

戴畅 S0350523120004
daic@ghzq.com.cn

软件技术能力开始转化为收入, 2024Q1 业绩超预期

——小鹏汽车-W (09868) 2024Q1 点评报告

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/05/24

表现	1M	3M	12M
小鹏汽车-W	11.6%	-9.9%	-8.0%
恒生指数	8.2%	11.3%	-2.7%

市场数据

2024/05/24

当前价格(港元)	31.80
52周价格区间(港元)	25.70-96.30
总市值(百万港元)	60,085.51
流通市值(百万港元)	60,085.51
总股本(万股)	188,948.14
流通股本(万股)	188,948.14
日均成交额(百万港元)	459.31
近一月换手(%)	0.93

相关报告

《小鹏汽车-W (09868) 2023 年三季报点评报告: Q3 营收保持增长, 业绩有望持续改善(买入)*乘用车*薛玉虎》——2023-11-17

《小鹏汽车-W (09868) 点评报告: 二季度业绩触底, 新产品周期未来可期(买入)*乘用车*薛玉虎》——2023-08-22

事件:

小鹏汽车于 2024 年 5 月 21 日发布 2024 年一季度财报: 2024Q1 总营收为 65.5 亿元, 同比增长 62.3%; 实现归母净亏损 13.7 亿元, 2023 年同期净亏损为 23.4 亿元; NON-GAAP 净亏损为 14.1 亿元, 2023 年同期值为 22.1 亿元, 亏损收窄; 毛利率为 12.9%, 同比提升 11.2pct, 环比提升 6.7pct。公司 2024Q1 汽车交付 21,821 辆, 同比增长 19.7%。

投资要点:

- 2024Q1 净亏损收窄, 毛利率显著提升。** 2024Q1 公司实现营收 65.5 亿元, 同/环比为+62.3%/-49.8%, 其中车辆收入 55.4 亿元, 同/环比为+57.8%/-54.7%, 同比增长主要由于 2024 年一季度交付量的增加(尤其是 X9 车型), 环比减少主要由于 G6 及 2024 款 G9 当期交付量减少以及季节性影响; 服务及其他收入为 10 亿元, 同/环比为+93.1%/+22.1%, 增长主要来自与大众汽车集团进行平台与软件技术合作有关的技术研发服务收益。2024Q1 营业利润亏损 16.5 亿元, 亏损幅度同/环比收窄 36.3%/19.5%, 归母净利润亏损 13.7 亿元, 同比收窄 41.5%, 环比基本持平; 毛利率为 12.9%, 同/环比为+11.2pct/+6.7pct, 汽车毛利率 5.5%, 同/环比为+8pct/+1.4pct。费用方面: 销售及一般管理费用为 13.9 亿元, 同/环比为+0.1%/-28.3%, 环比下降主要因为特许经营店佣金和营销等开支减少; 研发费用 13.5 亿元, 同/环比为+4.2%/+3.3%, 增加原因主要与新车研发项目。毛利率显著提升, 超我们预期, 主要由于成本降低及车型产品组合改善等原因。
- 智驾能力持续提升, 全新产品周期启动。** 公司智驾技术不断创新, 产品竞争力持续提升, 5 月公司发布国内首个量产上车的端到端自动驾驶大模型, 全球首发 AI 代驾功能。公司董事长何小鹏在财报电话会上表示, 今年三季度起, 公司即将开启在三年内推出 10 多款全新造型强劲产品周期, 覆盖 10-40 万元价格带主要细分市场。预计 2024Q4 交付一款全新 B 级纯电轿车, 第二品牌 MONA 旗下首款 A 级纯电轿车将于 6 月发布, 2024Q3 开启交付, 产品矩阵不断扩大。
- 销服体系升级, 经营预期乐观。** 截至 2024 年 3 月 31 日, 公司已有销售门店 574 家, 覆盖全国 178 个城市; 小鹏自营充电站 1,171 座, 其中 S4 超快充站 359 座。2024Q2 公司预计交付量 2.9w~3.2w,

同/环比为+25.0%~+37.9%/+32.9%~+46.6%，预计总营收 75 亿元~83 亿元，同/环比为+48.1%~+63.9%/+14.5%~+26.7%。

- **出海进程继续加速，技术合作持续深入。** 1) 公司出海进程加快，宣布进入德国、法国、泰国、新加坡、马来西亚、中国香港、中国澳门、澳大利亚等市场，海外销售计划扩展至超过二十个国家和地区。2) 4 月，与大众汽车集团签订 EEA 电子电气架构技术战略合作框架协议，预计将从 2026 年起应用于在中国生产的大众汽车品牌电动车型，预计 2024 年下半年开始计入收入。
- **盈利预测和投资评级** 公司 2024Q1 毛利率改善至 12.9%，环比翻倍；端到端自动驾驶大模型发布，智驾能力进一步提升；MONA 新车型预计 2024Q2 发布。预计公司 2024-2026 年主营业务收入 467、821、991 亿元，同比增速为 52%、76%、21%；实现归母净利润-67、-21、9 亿元。对应 EPS 为-3.56、-1.13、0.48 元人民币，对应当前股价的 PS 估值分别为 1.3、0.7、0.6 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示** 新能源汽车销量增速不及预期；汽车行业竞争加剧风险；新车开发进程不及预期；细分市场竞争加剧风险；智能化发展进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	30676	46708	82144	99064
增长率(%)	14	52	76	21
归母净利润（百万元）	-10376	-6735	-2134	913
增长率(%)	-14	35	68	143
摊薄每股收益（元）	-5.49	-3.56	-1.13	0.48
ROE(%)	-29	-23	-8	3
P/E	-	-	-	65.84
P/B	2.94	2.03	2.19	2.12
P/S	3.49	1.29	0.73	0.61
EV/EBITDA	-10.52	-8.47	-37.80	19.25

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所（货币单位为人民币，汇率为 2024.5.24 实时汇率，1 港元=0.93 元人民币）

附表：小鹏汽车-W 盈利预测表（股价单位港币，其余单位人民币，换算汇率为 2024.5.24 实时汇率，1 港元=0.93 元人民币）

证券代码:	09868		股价:	31.80	投资评级:	买入	日期:	2024/05/24	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	-29%	-23%	-8%	3%	EPS	-5.96	-3.56	-1.13	0.48
毛利率	1%	13%	13%	16%	BVPS	19.25	15.66	14.53	15.02
期间费率	39%	29%	17%	16%	估值				
销售净利率	-34%	-14%	-3%	1%	P/E	-9.51	-8.92	-28.16	65.84
成长能力					P/B	2.94	2.03	2.19	2.12
收入增长率	14%	52%	76%	21%	P/S	3.49	1.29	0.73	0.61
利润增长率	-14%	35%	68%	143%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.39	0.55	0.85	0.86	营业收入	30676	46708	82144	99064
应收账款周转率	9.31	14.14	15.30	13.12	营业成本	30225	40744	71091	83687
存货周转率	6.02	6.62	9.68	9.73	营业税金及附加				
偿债能力					销售费用	5014	5138	5339	5746
资产负债率	57%	66%	74%	77%	管理费用	1545	1401	1479	1585
流动比	1.51	1.20	1.07	1.04	财务费用	-991	-218	-283	-426
速动比	1.07	1.02	0.93	0.91	其他费用/(-收入)	0	0	0	0
					营业利润	-11384	-7581	-3158	-374
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支				
现金及现金等价物	21127	26139	35008	45331	利润总额	-10394	-6721	-2125	920
应收款项	2716	3892	6845	8255	所得税费用	37	9	3	1
存货净额	5526	6791	7899	9299	净利润	-10431	-6729	-2128	919
其他流动资产	25152	16610	20395	22228	少数股东损益	0	0	0	0
流动资产合计	54522	53432	70148	85112	归属于母公司净利润	-10376	-6735	-2134	913
固定资产	10954	11759	12483	13135					
在建工程					现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	6405	6905	7405	7905	经营活动现金流	956	6389	9859	11229
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	-10376	-6735	-2134	913
资产总计	84163	86457	106397	124513	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	5287	7287	9287	11287	折旧摊销	2107	1195	1276	1348
应付款项	22210	24899	35546	46493	公允价值变动	1892	-438	-510	-594
预收帐款					营运资金变动	7333	12367	11227	9562
其他流动负债	8614	12191	20618	23874	投资活动现金流	631	-4173	-3750	-3631
流动负债合计	36112	44377	65451	81654	资本支出	-2312	-2500	-2500	-2500
长期借款及应付债券	6428	7428	8428	9428	长期投资	2138	-2000	-2000	-2000
其他长期负债	5294	5058	5058	5058	其他	805	327	750	869
长期负债合计	11722	12487	13487	14487	筹资活动现金流	8015	2795	2760	2725
负债合计	47834	56864	78938	96141	债务融资	2996	3000	3000	3000
股东权益	36329	29593	27459	28372	权益融资	5020	0	0	0
负债和股东权益总计	84163	86457	106397	124513	其它	0	-205	-240	-275
					现金净增加额	9588	5012	8870	10322

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

王璟，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

吴铭杰，汽车行业研究助理，上海财经大学金融专业硕士，1年汽车市场研究经验，擅长发现个股边际变化，从底部挖掘潜力个股，目前主要覆盖汽车热管理及机器人产业链。

【分析师承诺】

戴畅，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。