

## 小鹏汽车-W (09868)

### 2024年第一季度点评： 大众合作贡献收入，利润率水平显著提升

#### 事件：

2024年5月21日，小鹏汽车公布第一季度财务数据。2024年第一季度，小鹏汽车共交付2.2万辆，同比增长19.7%。2024年一季度实现营收65.5亿元，同比提升62.3%，净利润为-13.7亿元，亏损同比缩窄。

#### ➤ X9引领交付数据，大众贡献收入增长亮眼

2024年第一季度，小鹏汽车共交付新车21821台，同比增长19.7%。X9贡献主要车型的销量。X9/G6/G9/P7(含P7i)分别交付0.79/0.50/0.36/0.42万辆，高价值量车型带动营收的快速提升，2024年一季度实现营收65.5亿元，同比提升62.3%，其中汽车销售收入为55.4亿元，同比增长57.8%，服务及其他收入为10.0亿元，同比增长93.1%，收入增长表现亮眼主要系高价值量车型放量与与大众合作的加速推进。预计2024年第二季度交付量在2.9-3.2万辆，对应收入为75-83亿元。车型规划来看，Mona品牌首款车型预计6月份上市，小鹏品牌下一款车型预计Q4上市，新车周期密集。

#### ➤ 毛利率环比翻倍，高投入同时亏损同比收窄

2024年第一季度，小鹏汽车实现毛利率为12.9%，同比提升11.2pct，环比提升6.7pct，主要系汽车规模效应和大众合作的高毛利。其中汽车销售/服务及其他毛利率分别为5.5%/53.9%，同比提升7.9pct/24.3pct，环比提升1.4pct/15.7pct。研发/SG&A费用分别为13.5/13.9亿元，研发/SG&A费用率分别为20.6%/21.2%，同比下降11.5pct/13.2pct，净利润为-13.7亿元，亏损同比缩窄。预计全年智能研发投入35亿元，有望加速AI应用的落地。

#### ➤ 全球战略加速，市场拓展同时深化与大众合作

全球战略来看，公司拓展德国、法国、泰国、新加坡等市场，国际化2.0战略再加速。小鹏与大众4月签订电子电气架构技术战略合作框架协议，双方将基于小鹏汽车最新一代电子电气架构，联合开发并将其集成到CMP平台上，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。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

受市场竞争加剧和低价值量车型占比提升，我们预计公司24/25/26年销量分别为22/61/75万辆，对应营业收入分别为506/981/1093亿元，同比增速分别为65%/94%/11%。归母净利润分别为-57/-7/29亿元。建议持续关注。

**风险提示：**智能化功能推进不及预期；智能化对整车销量影响不及预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	26,855.1	30,676.1	50,569.2	98,050.9	109,274.8
增长率(%)	28.0%	14.2%	64.8%	93.9%	11.4%
EBITDA(百万元)	-7,404.0	-2,718.1	-5,771.3	-386.3	3,011.3
归母净利润(百万元)	-9,139.0	-10,375.8	-5,692.3	-717.2	2,932.0
增长率(%)	-87.9%	-13.5%	45.1%	87.4%	508.8%
EPS(元/股)	-5.30	-5.50	-3.01	-0.38	1.55
市盈率(P/E)	-7.24	-10.31	-10.17	-80.76	19.75
市净率(P/B)	1.79	2.94	1.89	1.94	1.76
EV/EBITDA	-8.14	-35.90	-10.66	-118.62	20.80

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年05月24日收盘价

行业：汽车/乘用车  
投资评级：  
当前价格：31.80 港元  
目标价格：

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,889.48/1,889.48
流通市值(百万港元)	60,085.51
每股净资产(元)	20.51
资产负债率(%)	56.04
一年内最高/最低(港元)	96.30/25.70

#### 股价相对走势



#### 作者

分析师：高登  
执业证书编号：S0590523110004  
邮箱：gaodeng@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 《小鹏汽车-W (09868)：2024年3月交付数据点评：销量逐步兑现，智能驾驶功能持续加速》2024.04.02
- 《小鹏汽车-W (09868)：2023年业绩及2023Q4业绩点评：智能加速领跑全球，Q4毛利转正盈利有望修复》2024.03.21

**财务预测摘要**
**资产负债表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	14,608	21,127	11,939	29,916	14,986
应收账款+票据	3,873	7,100	15,373	26,928	26,174
存货	4,521	5,526	12,209	21,353	10,691
其他	20,525	20,768	22,766	35,173	37,384
<b>流动资产合计</b>	<b>40,478</b>	<b>54,522</b>	<b>62,287</b>	<b>113,370</b>	<b>89,235</b>
固定资产	10,607	10,954	12,478	12,920	12,846
无形资产	2,998	6,405	6,280	6,161	6,048
其他非流动资产	14,359	12,282	15,397	17,797	19,197
<b>非流动资产合计</b>	<b>27,964</b>	<b>29,641</b>	<b>34,154</b>	<b>36,877</b>	<b>38,090</b>
<b>资产总计</b>	<b>71,491</b>	<b>84,163</b>	<b>96,441</b>	<b>150,247</b>	<b>127,326</b>
短期借款	3,309	5,287	5,594	5,900	6,207
应付账款+票据	14,223	22,210	30,927	69,630	38,523
其他	6,583	8,614	14,443	28,005	31,210
<b>流动负债合计</b>	<b>24,115</b>	<b>36,112</b>	<b>50,964</b>	<b>103,535</b>	<b>75,940</b>
长期带息负债	5,411	6,428	9,928	11,928	13,510
其他	5,055	5,294	4,912	4,865	5,024
<b>非流动负债合计</b>	<b>10,465</b>	<b>11,722</b>	<b>14,841</b>	<b>16,793</b>	<b>18,534</b>
<b>负债合计</b>	<b>34,580</b>	<b>47,834</b>	<b>65,805</b>	<b>120,328</b>	<b>94,475</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>36,911</b>	<b>36,329</b>	<b>30,636</b>	<b>29,919</b>	<b>32,851</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>71,491</b>	<b>84,163</b>	<b>96,441</b>	<b>150,247</b>	<b>127,326</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-9,139	-10,376	-5,692	-717	2,932
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	2,205	1,892	490	610	690
营运资金变动	-2,709	7,333	-7,043	15,731	-20,227
其他变动	1,411	2,107	1,302	1,377	1,387
<b>经营活动现金流</b>	<b>-8,232</b>	<b>956</b>	<b>-10,944</b>	<b>17,001</b>	<b>-15,219</b>
资本支出	-4,680	-2,312	-2,700	-1,700	-1,200
长期投资	9,272	2,138	1,521	1,027	132
其他	254	805	-382	-47	159
<b>投资活动现金流</b>	<b>4,846</b>	<b>631</b>	<b>-1,561</b>	<b>-720</b>	<b>-909</b>
债权融资	0	5,020	0	0	0
股权融资	6,006	2,996	3,500	2,000	1,582
其他	-2	0	-184	-303	-384
<b>筹资活动现金流</b>	<b>6,004</b>	<b>8,015</b>	<b>3,316</b>	<b>1,697</b>	<b>1,198</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>3,079</b>	<b>9,588</b>	<b>-9,188</b>	<b>17,977</b>	<b>-14,930</b>

**利润表**

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>26,855</b>	<b>30,676</b>	<b>50,569</b>	<b>98,051</b>	<b>109,275</b>
营业成本	23,767	30,225	44,083	83,422	89,724
SG&A	6,688	6,559	6,234	5,923	5,626
研发费用	5,215	5,277	7,325	10,470	12,300
其他	0	0	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>-8,815</b>	<b>-4,825</b>	<b>-7,073</b>	<b>-1,764</b>	<b>1,625</b>
投资收益	0	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>-9,118</b>	<b>-10,394</b>	<b>-5,929</b>	<b>-815</b>	<b>3,332</b>
所得税	25	37	-264	88	479
<b>净利润</b>	<b>-9,143</b>	<b>-10,431</b>	<b>-5,692</b>	<b>-717</b>	<b>2,932</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-9,139</b>	<b>-10,376</b>	<b>-5,692</b>	<b>-717</b>	<b>2,932</b>

**财务比率**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>					
每股收益	-5.30	-5.50	-3.01	-0.38	1.55
每股净资产	21.39	19.25	16.21	15.83	17.39
每股经营现金净流	-4.77	0.51	-5.79	9.00	-8.05
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>回报率</b>					
净资产收益率	-24.76%	-28.56%	-18.58%	-2.40%	8.92%
总资产收益率	-12.78%	-12.33%	-5.90%	-0.48%	2.30%
投入资本收益率	-19.37%	-10.08%	-14.71%	-3.25%	2.72%
<b>增长率</b>					
营业收入增长率	27.95%	14.23%	64.85%	93.89%	11.45%
EBIT 增长率	-29.68%	45.26%	-46.58%	75.07%	192.12%
净利润增长率	-87.92%	-13.53%	45.14%	87.40%	508.83%
总资产增长率	8.90%	17.72%	14.59%	55.79%	-15.26%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	43.9	38.7	38.7	38.7	38.7
存货周转天数	54.4	59.8	72.4	72.4	64.3
应付账款周转天数	201.3	217.0	217.0	217.0	217.0
固定资产周转天数	107.5	126.5	83.4	46.6	42.4
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.81	1.51	1.22	1.09	1.18
速动比率	1.60	1.07	0.65	0.57	0.55
净负债/股东权益	-2.26%	-11.33%	27.73%	-24.14%	29.69%

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 05 月 24 日收盘价

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼