

汽车 | 公司研究
2024年5月27日买入
维持

市场数据: 2024年5月24日

收盘价 (港币)	31.80
恒生中国企业指数	6,605
52周最高/最低价 (港币)	25.70/96.30
H股市值 (亿港元)	620
流通H股 (百万股)	1,541
汇率 (人民币/港币)	1.10

股价表现:



资料来源: Wind

证券分析师

戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com
樊夏沛 A0230523080004
fanxp@swsresearch.com

研究支持

邵翼 A0230123090002
shaoyi@swsresearch.com

联系人

邵翼
(8621)23297818x
shaoyi@swsresearch.com

向外合作+内生改革双发力，业绩超预期

小鹏汽车-W (9868.HK)

5月21日公司披露2024年一季报，24Q1实现总收入65.5亿元，同/环比+62.3/-49.8%；毛利率12.9%，同/环比+11.2/+6.7pct；归母净利润-13.7亿元，同/环比减亏9.7/-0.2亿元。小鹏汽车一季报业绩超预期，单季度盈利能力显著增强，毛利率上升归因于与大众的技术合作、销量结构改善与降本。

与大众的合作为小鹏带来持续的高质量收入。2月29日，大众与小鹏签署技术合作联合开发协议，将联合开发两款B级纯电车，并于2026年上市；4月17日，小鹏与大众加深合作，双方将联合开发新的电子电气架构，并用于大众CMP平台上。一季度公司实现服务收入10.0亿元，同/环比+93.1/+22.1%，毛利率54.0%，同/环比+24.3/+15.7pct，与大众的合作已开始收取技术授权费，后续EEA架构开始收取技术授权费后将进一步增长。与大众的合作为小鹏带来可观的高毛利服务收入，且持续性强，将有效提升小鹏的盈利能力。

销量结构持续优化，单车ASP快速上升。2024Q1小鹏总交付量2.18万辆，同/环比+19.7/-63.7%；单车ASP25.41万元，同/环比+31.8/+25.0%；其中X9一季度交付7872辆，占比36%，X9为小鹏产品矩阵中最高售价的车型，超预期的产品力带动下在24Q1成为纯电MPV中的销冠，其销量占比的提升直接带动小鹏ASP及毛利率快速上升。Q2预计总交付量2.9-3.2万辆，环比Q1+33-47%，盈利能力进一步增强。

降本成果初现，后续进度仍需重点关注。公司持续推进智驾硬件及供应链降本，智驾硬件目标降本50%（我们测算约1.1万元），与大众联合采购，Q1成果初现，后续随降本进一步推进，小鹏毛利率有望实现逐季改善。

新车型+出海进一步提升盈利。MONA将于6月亮相，并于三季度开启交付，带头开启持续三年的强劲产品周期，覆盖10-40万元价格段；并将交付纯电轿车车型F57，是降本后的首款车型。四季度月交付同比大幅增长，两款走量车型有望显著摊薄单车各项费用；G6将加速进入西欧、中东、东南亚和英联邦国家，今年有望实现数万辆总出口销量，海外盈利性显著高于国内。

盈利预测与估值。公司销量略有承压，但对外合作及内部改革进度超预期，盈利能力大幅增强，我们下调24、25营业收入由562/876亿元至480/818亿元，新增预测2026年将实现营业收入1007亿元；维持24、25年归母净利润由-51/-12亿元不变，新增预测2026年将实现归母净利润14亿元。公司智驾能力领先，有望深度参与国内高阶智驾发展浪潮；降本增效后盈利性将显著改善；即将迎来24、25年产品大年，维持“买入”评级。

风险提示：新能源车竞争加剧、原材料价格波动、公司净利润尚未转正

财务数据及盈利预测

人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	26,855	30,676	47,979	81,791	100,666
同比增长率 (%)	28%	14%	56%	70%	23%
净利润 (百万元)	-9,139	-10,376	-5,083	-1,198	1,383
同比增长率 (%)	-88%	-14%	51%	76%	215%
每股收益 (元)	-4.84	-5.50	-2.69	-0.63	0.73
市盈率 (倍)	-6.1	-5.4	-11.0	-46.6	40.4
市净率 (倍)	1.5	1.5	1.8	1.9	1.8

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

附录 – 财务报表

表：合并利润表

单位:百万人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,855	30,676	47,979	81,791	100,666
主营业务收入	26,855	30,676	47,979	81,791	100,666
营业总支出	35,670	42,060	54,460	84,469	101,175
营业成本	23,767	30,225	42,441	69,693	84,263
营业开支	11,903	5,277	12,020	14,776	16,912
营业利润	-8,815	-11,384	-6,481	-2,678	-509
净利息支出	-927	-991	-891	-1,332	-1,893
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-1,230	-30	505	148	0
非经常项目前利润	-9,118	-10,423	-5,085	-1,198	1,384
非经常项目损益	0	29	0	0	0
除税前利润	-9,118	-10,394	-5,085	-1,198	1,384
所得税	25	37	-2	0	1
少数股东损益	0	0	0	0	0
持续经营净利润	-9,143	-10,431	-5,083	-1,198	1,383
非持续经营净利润	0	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-9,139	-10,376	-5,083	-1,198	1,383
EPS (最新股本摊薄)	-4.84	-5.50	-2.69	-0.63	0.73

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。