

公司研究

2Q24E 或平稳过渡，3Q24E 新车型周期开启

——小鹏汽车 (XPEV.N) 2024 一季报业绩点评报告

要点

1Q24 收入及毛利率表现超预期：1Q24 收入同比+62.3%/环比-49.8%至 65.5 亿元 (vs. 我们预期 50.2 亿元)，毛利率同比+11.2pcts/环比+6.7pcts 至 12.9%，Non-GAAP 归母净亏损同比收窄 36.3%/ 20.5%至 14.1 亿元 (vs. 我们预期亏损约 14.7 亿元)。我们判断，Non-GAAP 归母净利润符合预期、收入及毛利率表现超预期，主要由于 1) 与大众合作贡献、2) 汽车业务毛利率表现好于预期。

1Q24 毛利率同环比改善：1) 1Q24 汽车收入同比+57.8%/环比-54.7%至 55.4 亿元 (ASP 同环比+31.8%/+25.0%至 25.4 万元，交付量同比+19.7%/环比-63.7%至 2.2 万辆)，汽车业务毛利率同环比+8.0pcts/+1.4pcts 至 5.5% (主要由于产品结构优化)；2) 1Q24 服务与其他收入同环比+93.1%/+71.6%至 10.0 亿元，毛利率同环比+24.3pcts/+15.7pcts 至 53.9% (主要受益于新增大众合作收入)。3) 1Q24 R&D 费用率同比-11.5pcts/环比+10.6pcts 至 20.6%，SG&A 费用率同比-13.2pcts/环比+6.4pcts 至 21.2% (主要由于智能驾驶研发投入加大+海外市场加速扩展)。4) 截至 1Q24 末短期投资等在手现金等价物合计约 414 亿元。

2Q24E 或平稳过渡，3Q24E 新车型周期开启，看好大众合作带来长期增益：预计小鹏全新品牌 Mona 首款车型、小鹏品牌 B 级纯电车型将分别于 3Q24E、4Q24E 上市交付。管理层指引从 3Q24E 开始，小鹏有望开启强车型周期 (覆盖 10-40 万元价格带的主要细分市场)；其中，Mona 首款车型或将高阶智能驾驶功能首次下探至 20 万元以内。我们判断，1) 小鹏主品牌及 Mona 品牌均定位于平价智能化，核心仍在于技术推进的功能体验、以及平价智能化的市场认可度能否兑现；预计 2Q24E 或平稳过渡，3Q24E-4Q24E 关注新车型定价、供应链、以及订单/交付爬坡持续性。2) 1Q24 小鹏已计提与大众集团的平台和软件技术服务费，预计与大众合作的持续深化 (双方已签署 EEA 架构合作协议) 有望进一步提振收入与毛利率。3) 小鹏营销/渠道内部改革逐步步入兑现期，预计渠道加速下沉 (3Q24E 门店数将提升至 600 家)、库存高效管理等模式有望提振交付爬坡。此外，海外市场也在积极推进，有望为公司长期发展奠定基础。

维持“买入”评级：鉴于新车周期开启与大众合作协同，上调 2024E/2025E/2026E Non-GAAP 归母净利润至-39.0/21.4/57.0 亿元 (原预测分别为-60.7/-35.9/4.5 亿元)；鉴于行业市场竞争加剧，下调目标价至 US\$10.0 (对应约 1.3x 2024E P/S)；我们长期看好公司 AI 技术兑现+大众合作协同，维持“买入”评级。

风险提示：新车订单表现不及预期；渠道改革效果不及预期；市场竞争加剧等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	26,855	30,676	51,895	89,467	98,665
营业总收入增长率	28.0%	14.2%	69.2%	72.4%	10.3%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-8,428	-9,444	-3,904	2,141	5,695
Non-GAAP 归母净利润增长率	NA	NA	NA	NA	166.0%
EPS (元, 摊薄)	-4.92	-5.42	-2.07	1.13	3.01
Non-GAAP ROE (归属母公司, 摊薄)	-22.8%	-26.0%	-9.9%	5.1%	11.2%
P/S	2.0	1.8	1.2	0.7	0.6
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4	1.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2024-5-21 (1 美元=7.24 人民币)

注: 1) 1 股 ADS=2 股 A-Class 普通股; 2) 2022-2023 约 17.1/17.4 亿股普通股, 预计 2024E-2026E 约 18.9 亿股普通股。

买入 (维持)

当前价/目标价: 8.77/10.0 美元

作者

分析师: 倪昱婧, CFA

执业证书编号: S0930515090002

021-52523852

nijj@ebscn.com

联系人: 邢萍

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股普通股)	18.90
总市值(亿美元):	82.86
一年最低/最高(美元):	6.93/23.39
近 3 月换手率:	NA

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	16.70	-11.45	-39.13
绝对	25.64	-3.41	-6.80

资料来源: Wind (数据截至 2024/5/21)

相关研报

- 《3Q23 毛利率依然承压, 自由现金流已由负转正——小鹏汽车 (XPEV.N) 2023 三季度业绩点评报告》 2023-11-16
- 《3Q23 毛利率依然承压, 自由现金流已由负转正——小鹏汽车 (XPEV.N) 2023 三季度业绩点评报告》 2023-11-16
- 《短期业绩承压, 业务逐步步入正轨——小鹏汽车 (XPEV.N) 2023 二季度业绩点评报告》 2023-08-21
- 《大众入股小鹏, 技术授权或成新势力盈利新模式——小鹏汽车 (XPEV.N) 跟踪报告》 2023-07-27
- 《调整进行时, 静待下半年边际改善——小鹏汽车 (XPEV.N) 2023 一季度业绩点评报告》 2023-05-27

表 1: 损益表

(单位: 百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,855	30,676	51,895	89,467	98,665
销售成本	-23,767	-30,225	-43,503	-71,669	-77,677
毛利润	3,088	451	8,391	17,798	20,988
研发费用	-5,215	-5,277	-7,993	-9,841	-9,867
销售行政/管理费用	-6,688	-6,559	-7,284	-10,736	-10,853
经营利润 (损失)	-8,706	-10,889	-6,585	-2,332	761
财务成本-净额	927	991	1,674	2,684	2,960
其他收益	-1,230	-30	272	447	493
Non GAAP 净利润 (净损失)	-8,428	-9,444	-3,904	2,141	5,695
少数股东损益	0	0	0	0	0
Non GAAP 归母净利润(净损失)	-8,428	-9,444	-3,904	2,141	5,695

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	71,491	84,163	95,896	107,817	131,831
流动资产	43,527	54,522	65,712	73,591	97,652
库存	4,521	5,526	8,312	9,581	12,345
贸易等应收账款	3,873	2,716	3,771	2,620	3,547
现金及其等价物	30,898	34,840	43,337	58,038	77,868
其他流动资产	4,235	11,439	10,291	3,352	3,892
非流动资产	27,964	29,641	30,184	34,227	34,179
不动产、厂房及设备	10,607	10,954	11,652	12,020	12,071
租赁土地及土地使用权	4,702	4,245	3,742	4,835	5,628
无形资产	1,043	4,949	4,192	4,399	4,571
其他非流动资产等	11,611	9,492	10,598	12,973	11,909
总负债	34,580	47,834	56,596	65,966	81,058
无息负债	26,786	36,930	45,096	53,766	67,958
有息负债	7,794	10,904	11,500	12,200	13,100
夹层权益合计	0	0	0	0	0
股东权益	36,911	36,329	39,300	41,851	50,772
普通股	0	0	0	0	0
留存收益 (损失)	-25,331	-35,760	-40,700	-40,349	-36,628
资本公积及其他	62,241	72,089	80,000	82,200	87,400
归属本公司股权持有人权益	36,911	36,329	39,300	41,851	50,772
少数股东权益	0	0	0	0	0

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 现金流量表

(单位: 百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-8,232	956	2,770	10,811	16,611
净利润 (净损失)	-9,139	-10,376	-4,940	352	3,721
折旧及摊销	1,411	2,107	2,204	2,792	3,258
净营运资金增加	-2,714	7,374	4,956	7,291	9,262
其他	2,210	1,851	550	377	370
投资活动产生现金流	4,846	631	-4,331	-3,011	-2,881
固定资产新增	-4,276	-2,096	-2,530	-2,230	-2,130
短期投资、以及其他	9,122	2,727	-1,801	-781	-751
融资活动现金流	6,004	8,015	4,596	3,700	3,900
股票/可转债等融资	-2	5,020	4,000	3,000	3,000
借款增加	6,119	3,110	596	700	900
少数股东资金注入、以及其他	-113	-114	0	0	0
现金及等价物净增加额	2,617	9,603	3,035	11,500	17,630

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
	无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明:		A 股市场基准为沪深 300 指数; 香港市场基准为恒生指数; 美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作, 光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格, 负责本报告在中华人民共和国境内(仅为本报告目的, 不包括港澳台)的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)成立于 1996 年, 是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一, 也是世界 500 强企业—中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP