

09868.HK

小鹏汽车-W

港股通（沪、深）

买入（维持）

盈利能力显著改善，期待全新一轮强产品周期

2024年5月23日

市场数据

日期	2024.5.22
收盘价(港元)	34.65
总股本(百万股)	1890
流通股本(百万股)	1541
净资产(亿元)	351
总资产(亿元)	799
每股净资产(元)	18.6

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

小鹏汽车-W(09868.HK)首次覆盖深度 - 道阻且长，行则将至

小鹏汽车-W(09868.HK)架构调整彰显改革决心，期待新车提振销量及ASP

小鹏汽车-W(09868.HK): 新车交付稳步提升，期待XNGP体验及覆盖范围持续突破

海外研究

分析师:

余小丽

兴业证券经济与金融研究院

yuxiaoli@xyzq.com.cn

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

李梦旋

limengxuan@xyzq.com.cn

SAC: S0190523060003

请注意: 李梦旋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

投资要点

产品结构改善, 降本效果显现, 与大众技术合作开始贡献收入。2024Q1 小鹏交付新车 21,820 辆, 同比增长 19.7%; 实现营业收入 65.5 亿元, 同比增长 62.3%; 其中汽车销售收入 55.4 亿元, 同比增长 57.8%; 得益于 X9 销售占比提升, 24Q1 公司汽车单车收入环比明显提升; 得益于产品组合改善及公司降本措施持续推进, 公司汽车销售毛利率为 5.5%, 同比改善 8 个百分点, 环比改善 1.4 个百分点。此外, 得益于技术研发服务开始贡献收入及具备较高毛利率, 公司 24Q1 实现其他收入 10.0 亿元, 同比增长 93.1%, 其他收入毛利率大幅提升至 53.9%。24Q1 小鹏汽车普通股股东应占净亏损为 13.7 亿元, 亏损额环比基本持平; 非公认会计原则小鹏汽车普通股股东应占净亏损为 14.1 亿元。截至 24Q1 末, 公司共有现金及现金等价物、受限制现金、短期投资及定期存款 414.0 亿元。根据公司指引, 预计 2024Q2 交付量在 29,000 至 32,000 辆, 同比增长 25.0%至 37.9%; 营业收入在 75 至 83 亿元, 同比增长 48.1%至 63.9%。

销售网络快速扩张, 自营充电站网络稳步拓展。截至 2024 年 3 月 31 日, 小鹏汽车实体销售网络共有 574 间门店 (环比 23Q4 末增加 74 家), 公司正持续引进优秀的经销商合作伙伴以快速扩大二线和低线城市的市场份额; 此外, 截至 24Q1 末, 小鹏自营充电网络达 1171 座充电站 (环比 23Q4 末增加 63 座), 包括 359 座小鹏超快充站。

未来 3 年 30 款车型储备, 全新一轮强车型周期即将到来。2024 年 1 月 1 日, 小鹏首款超智驾大七座 MPV 车型 X9 正式上市并于同月开始交付。2024 年 6 月, 公司将带来 15 万级别的全新品牌及首款 A 级纯电智能轿车产品 MONA, 加速高阶智能在 A 级车市场的覆盖, 新车将于 2024Q3 正式上市并开启交付, 有望助力小鹏实现销量规模及市场份额进一步提升。此外, 2024 年下半年小鹏还将带来一款主品牌 B 级全新车型, 有望在四季度开启大规模交付。自下半年开始, 小鹏将开启全新一轮强劲的产品周期, 有望带动公司销量持续攀升。

我们的观点: 公司定位空间广阔的中高端大众市场, 智能化技术领先, 新车型产品力及销量有望持续提升。我们期待公司即将到来的全新一轮强车型周期及降本增效持续推进带动公司销售规模及盈利能力持续提升, 我们预计公司 2024-2026 年汽车销量分别为 18.0、28.8、40.8 万辆, 营业收入分别为 435.2、625.1、862.0 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 新产品需求不及预期; 智能化技术落地不及预期; 行业竞争加剧。

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,676	43,522	62,514	86,203
同比增长	14.2%	41.9%	43.6%	37.9%
毛利润(百万元)	451	5,522	9,008	13,511
同比增长	-85.4%	1124.1%	63.1%	50.0%
归母净利润(百万元)	-10,376	-5,700	-3,845	-438
PS	1.97	1.39	0.97	0.70

数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表					利润表				
单位:人民币百万元					单位:人民币百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	54,522	55,549	56,851	61,977	营业收入	30,676	43,522	62,514	86,203
现金及现金等价物	21,127	19,378	20,351	24,677	营业成本	-30,225	-38,000	-53,506	-72,692
受限制现金	3,175	3,810	4,000	4,200	毛利	451	5,522	9,008	13,511
短期存款	9,757	10,530	9,127	8,217	销售、管理费用	-6,559	-6,448	-6,752	-6,982
短期投资	781	820	861	904	研发费用	-5,277	-6,370	-7,392	-8,448
应收账款	2,716	3,001	3,328	3,643	其他收入	466	296	296	296
金融租赁应收账款	1,882	2,070	2,277	2,505	营业利润	-10,889	-6,824	-4,840	-1,623
存货	5,526	6,105	6,771	7,412	财务费用	991	991	1,135	1,249
应收关联方款项	13	31	30	25	税前利润	-10,394	-5,656	-3,792	-375
预付款项及其他流动资产	2,489	2,750	3,050	3,339	所得税	-37	-44	-53	-64
非流动资产	29,641	32,483	37,759	43,789	归母净利润	-10,376	-5,700	-3,845	-438
物业、厂房及设备	10,954	12,754	14,650	16,660	EPS(元)	-5.96	-3.27	-2.21	-0.25
使用权资产	1,456	2,621	3,145	3,774					
无形资产	4,949	2,127	2,705	3,416					
土地使用权	2,789	3,347	4,017	4,820					
金融租赁应收账款	3,028	4,542	5,450	6,540	主要财务比率				
其他非流动资产	576	691	830	996	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期投资	2,085	2,293	2,523	2,775	成长性				
资产总计	84,163	88,032	94,610	105,766	营业收入增长率	14.2%	41.9%	43.6%	37.9%
流动负债	36,112	43,726	51,313	59,387	毛利润增长率	-85.4%	1124.1%	63.1%	50.0%
应收账款及票据	22,210	25,311	26,992	28,402	盈利能力				
应付费用及其他负债	7,580	9,096	11,825	14,190	毛利率	1.5%	12.7%	14.4%	15.7%
其他流动负债	6,287	9,286	12,452	16,738	营业利润率	-35.5%	-15.7%	-7.7%	-1.9%
非流动负债	11,722	13,677	16,514	20,034	净利率	-33.8%	-13.1%	-6.2%	-0.5%
长期借款	5,651	6,781	8,137	9,765	偿债能力				
其他非流动负债	4,496	5,321	6,491	7,947	资产负债率	56.8%	65.2%	71.7%	75.1%
负债总计	47,834	57,403	67,827	79,421	流动比率	151.0%	127.0%	110.8%	104.4%
股东权益总额	36,329	30,628	26,783	26,345	速动比率	135.7%	113.1%	97.6%	91.9%
负债及股东权益总额	84,163	88,032	94,610	105,766					

现金流量表					营运能力(次)				
单位:人民币百万元					单位:人民币百万元				
会计年度	2023E	2024E	2025E	2026E	资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.8
归母净利润	-10,376	-5,700	-3,845	-438	存货周转率	5.5	6.2	7.9	9.8
将净亏损调整为经营活动使用的现金净额	3,808	4,408	5,060	5,837	每股资料(元)				
经营资产及负债变动	9,042	2,172	2,652	2,048	每股收益	-5.96	-3.27	-2.21	-0.25
经营活动产生现金流量	2,437	836	3,814	7,383	每股净资产	21.0	17.7	15.5	15.3
投资活动产生现金流量	-1,211	-2,932	-3,188	-3,404	估值比率(倍)				
融资活动产生现金流量	5,444	347	347	347	PS	1.97	1.39	0.97	0.70
现金净变动	6,670	-1,749	973	4,326	PB	1.67	1.97	2.26	2.30
现金的期初余额	14,724	21,127	19,378	20,351					
现金的期末余额	21,127	19,378	20,351	24,677					

数据来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控2022年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co., Ltd、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股（香港）投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本（BVI）有限公司、中原资产管理股份有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、连云港港口集团、山海（香港）国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、Zhejiang Boxin BVI Co Ltd、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited、招商证券国际有限公司、中国光大银行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股（集团）有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展（集团）有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展（集团）有限责任公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、济南天桥产业发展集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设（控股）有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业（英属维尔京群岛）有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shanghai Investment Co., Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业（香港）有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安

吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、海垦国际资本(香港)有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市公管资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创(香港)科技有限公司、海通恒信、HAITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO.,LTD、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际(开曼)投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、都江堰市城乡建设集团有限公司、成都温江兴蓉西城市运营集团有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编: 200135

邮箱: research@xyzq.com.cn

北京

地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元

邮编: 100020

邮箱: research@xyzq.com.cn

深圳

地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编: 518035

邮箱: research@xyzq.com.cn

香港(兴证国际)

地址: 香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

传真: (852) 35095929

邮箱: ir@xyzq.com.hk