

小鹏汽车-W (09868.HK)

大众赋能带动营收增长，出海+技术战略布局前景可期

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,855.12	30,676.07	51,393.79	76,691.72	99,994.50
增长率 yoy (%)	27.95	14.23	67.54	49.22	30.39
归母净利润(百万元)	-9,138.97	-10,375.78	-8,266.67	-4,739.77	894.80
增长率 yoy (%)	-87.92	-13.53	20.33	42.66	118.88
ROE (%)	-24.76	-28.56	-29.46	-20.32	3.69
EPS 最新摊薄(元)	-4.84	-5.49	-4.37	-2.51	0.47
P/E(倍)	-6.70	-5.90	-7.41	-12.92	68.42
P/B(倍)	1.66	1.69	2.18	2.63	2.53

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 5月21日, 公司发布2024年一季报。2024年第一季度, 公司总营收65.48亿元, 同比增长62.3%, 其中汽车销售收入55.44亿元, 同比增长57.8%; 毛利率12.9%, 较上季度增长6.7pct, 较去年同期上升11.2pct; 汽车销售毛利率5.5%, 较上季度增长1.4pct, 较去年同期上升8.0pct; 季度归母净利润净亏损同比收窄41.5%, Non-GAAP净亏损同比收窄36.2%。

X9 拉动第一季度销售上升, 产品矩阵丰富有望提振销量。 第一季度, 小鹏汽车销售收入55.44亿元, 同比增长57.8%, 共交付21,821辆车, 同比上升19.7%, 销售收入的同比大增主要得益于今年第一季度较高的交付量, 年初上市的MPV小鹏X9在公司全部车型中连续三个月销售量第一, 且在三月份销量具有大幅提升, 是销售额同比上升的最大功臣, 交付量环比下降的主要原因在于季节性因素及市场价格战加剧背景下, G6和G9交付量的下滑。汽车销售成本52.42亿元, 同比上升45.9%。汽车销售毛利率5.5%, 较上季度上升1.4pct, 较去年同期上升8.0pct, 同环比上升主要归因于成本降低和车型产品组合的改善, 但部分增长被P5相关的存货减值及采购承诺的亏损所抵消, 对本季度汽车销售毛利率产生了3.2个百分点的逆向影响。5月20日, 小鹏汽车发布了MONA系列首款车型的车头预告图, 新车为一款AI智驾汽车, 定位紧凑型纯电轿车, 售价在15万元左右, 将在6月发布, 并在三季度上市交付。四季度, 公司还会上市一款全新B级纯电轿车。预期随着市场回暖, 第二季度公司汽车销售将会较平稳过渡, 第三季度随着新车上市交付, 公司产品矩阵进一步丰富, 新一轮产品周期开启, 汽车交付量将会得到提升。第四季度上市的B级车预期拥有较高的毛利, 有望带来公司汽车销售毛利率的提升。

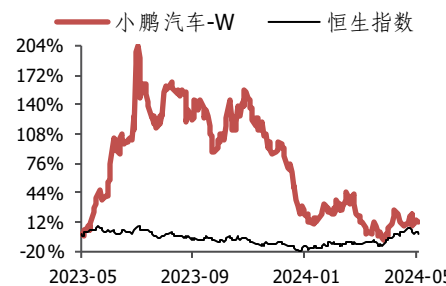
图表1: 2023年1月-2024年4月 小鹏汽车各车型月度销量(辆)

增持(维持评级)

股票信息

行业	汽车
2024年5月29日收盘价(港元)	32.400
总市值(百万港元)	61,222.14
近3月日均成交额(百万港元)	619.96

股价走势



作者

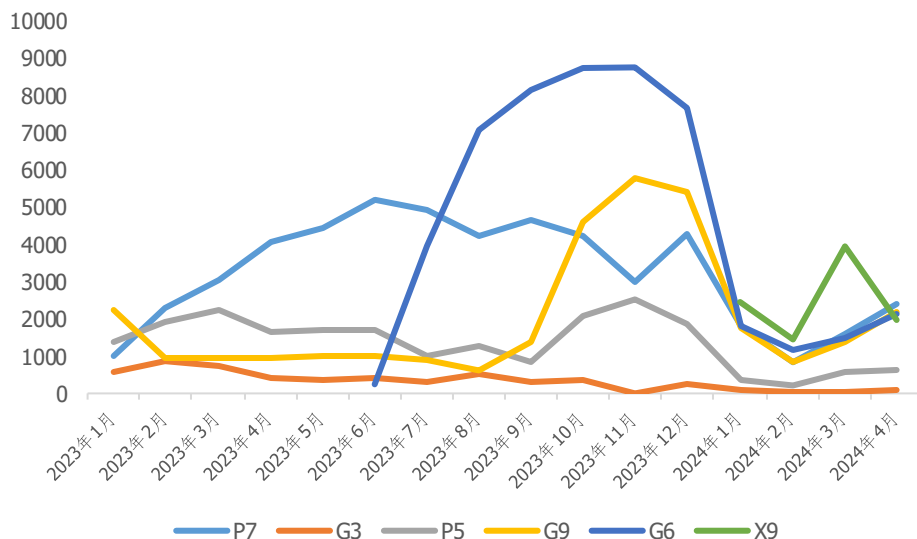
分析师 梅芸

执业证书编号: S1070522100001

邮箱: meiyun@cgws.com

相关研究

- 《2023年盈利能力显著向好, 外部合作稳步深化—小鹏汽车公司动态点评》2024-04-08
- 《智能化优势带动营收增长, 降本增效任重道远—小鹏汽车公司动态点评》2023-11-21
- 《单月销量终再破万, “大鹏”携手志在千里—小鹏汽车公司动态点评》2023-08-03



资料来源：汽车之家、长城证券产业金融研究院

公司与大众集团合作持续深化，技术服务收入补足经营毛利。 第一季度，公司实现服务及其他业务收入 10.04 亿元，同比上升 93.1%，环比上升 22.1%；毛利 5.41 亿元，占当季公司全部毛利的 64.1%；毛利率 53.9%，较上季提升 15.7pct，较去年同期上升 24.3pct。与大众汽车集团合作形成的技术服务费计入财报大幅提振了当季服务及其他业务收入与毛利。年初以来，公司与大众集团的合作继续深化，继 2023 年 7 月 26 日和 2023 年 12 月 6 日公司宣布大众收购小鹏汽车 4.99% 股份及双方达成技术战略合作框架协议的相关公告后，公司于今年 2 月 29 日宣布与大众汽车集团签订平台与软件战略技术合作联合开发协议，双方将加速两款 B 级纯电车型的研发，同时对双方车型及平台的共用零部件进行联合采购。4 月 17 日，公司与大众汽车集团正式签订 EEA 电子电气架构技术战略合作框架协议，双方将共同开发最新一代的 EEA，预计将从 2026 年起应用在中国生产的大众汽车品牌电动车型，电子电气架构的合作收入将会在今年下半年体现。在市场激烈竞争，较难从交付中获取较高毛利的情况下，公司与大众汽车集团合作产生的技术服务收入给公司提供了稳定的现金流，保证公司健康的财务状况与其在市场中的技术领先地位，预期公司未来的合作相关收入大概率保持较稳定的增长。同时双方的合作加速了产品周期，加入大众供应链也将进一步降低公司汽车生产成本，公司新能源车业务毛利也有望得到进一步增厚。

国际化 V2.0 战略加速推进，跨国合作助力产品顺利出海。 2024 年，小鹏汽车国际化 V2.0 正式开启，小鹏汽车 2024Q1 累计出口销量达到 2023 年全年出口量的 61.8%。与此同时，公司出海 2.0 战略加速推进，年初至今公司已宣布与亚非欧数国企业进行合作，进军当地市场，相关车型最快于第二季度上市交付。2 月 22 日，公司宣布与阿联酋经销商集团 Ali&Sons 建立战略合作伙伴关系，小鹏汽车多款车款将于第二季度起在中东非五国上市并交付。3 月 26 日，公司与泰国经销商集团 Neo Mobility Asia 建立长期战略合作伙伴关系，并计划于第三季度在新马泰地区开始交付小鹏 G6 的右舵版本。3 月 28 日，公司宣布正式进入德国市场，并于 5 月开始在德国销售小鹏 G9 和小鹏 P7 的上市版车型。4 月 10 日，公司与森那美汽车集团合作正式进军香港市场，部分车型预计第三季度开始交付。5 月 11 日，公司宣布与澳大利亚 TrueEV 公司达成独家合作协议，正式进军澳大利亚市场。5 月 16 日，小鹏汽车在巴

黎举行小鹏 G9 上市发布活动，正式进入法国市场。

公司今年的出海目标涉及超过 20 个销售网络，第二季度海外交付占比有望超 10%，海外的出海情况符合预期。第二季度起，随着公司于海外各国逐渐开启上市交付，预计相应车型销量会有较明显增长，海外市场比重加大一定程度上也有助减小国内市场波动对销售的影响，公司销量稳定性有望得到增强。

端到端大模型国内首发量产，全球首发 AI 代驾满足“私人定制”。5 月 20 日，公司于小鹏 AI Day 全量推送新的技术栈，公司实现了端到端大模型的国内首个量产上车，该模型由感知神经网络 XNet、规控大模型 XPlanner、大语言模型 XBrain 三个部分构成，并且进行三个网络联合训练，XNet 的感知范围提升 2 倍，对非标准障碍识别能力提升至 50+，XPlanner 通过模型取代代码后，前后顿挫减少 50%、违停卡死减少 40%、安全接管减少 60%，XBrain 可读懂任何中英文文字，掌握各种令行禁止、快慢缓急的行为指令。小鹏 XNGP 端到端版已实现每 2 天一次内部迭代，智驾能力目标做到 18 个月提升 30 倍。公司同时推出 AI 代驾，是行业首个量产的“点到点”超长记忆领航智驾。基于自主学习能力，AI 代驾仅需一次学习，系统便可生成定制化的驾驶路线，最多可存储 10 条记忆路线，每条路线最长 100km。公司的技术正逐渐形成代际优势，领先的智驾水平和个性化能力可以满足更广阔客群的驾乘需要，叠加未来丰富的产品矩阵，共同促进公司新能源车销量的提升。

投资建议：相较于传统汽车，新能源汽车在节能环保，自动驾驶和智能座舱等方面的突出表现给消费者带来了更好的交通出行体验。然而随着新能源车在整体乘用车市场的渗透率不断提升，越来越多的车企将发展战略向这部分市场倾斜。因此，面对日益激烈的竞争，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 -83 亿元、-47 亿元、9 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：新能源车车型迭代升级较快、地缘政治风险、新能源车价格竞争压力升级、智能化程度有待提升。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	43527	54522	61953	86756	115440
现金	14714	24302	23794	30082	45292
应收票据及应收账款	3873	2716	3098	5253	6027
其他应收款					
预付账款	2448	2863	4647	7774	9041
存货	4521	5526	7287	10669	13082
其他流动资产	17971	19115	23127	32977	41998
非流动资产	27964	29641	32900	31652	31403
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	10607	10954	9238	7522	5806
无形资产	5745	9194	7662	6129	4597
其他非流动资产	11611	9492	16000	18000	21000
资产总计	71491	84163	94853	118407	146843
流动负债	24115	36112	58140	87434	114975
短期借款	3181	5253	5953	6723	7523
应付票据及应付账款	14223	22210	36433	56904	75740
其他流动负债	6711	8648	15754	23808	31712
非流动负债	10465	11722	8651	7651	7651
长期借款	4613	5651	5651	5651	5651
其他非流动负债	5852	6072	3000	2000	2000
负债合计	34580	47834	66791	95085	122626
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本					
资本公积	35367	34498	33498	32498	31498
留存收益	1544	1831	-6436	-11176	-10281
归属母公司股东权益	36911	36329	28062	23322	24217
负债和股东权益	71491	84163	94853	118407	146843

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-8232	956	12593	12567	19721
净利润	-9139	-10376	-8267	-4740	895
折旧摊销	1411	2107	3249	3249	3249
财务费用	-927	-991	315	440	317
投资损失					
营运资金变动					
其他经营现金流	422	10216	17297	13618	15260
投资活动现金流	4846	631	-13486	-6610	-4993
资本支出	2644	2092	3072	1000	0
长期投资					
其他投资现金流	2202	-1461	-16558	-7610	-4993
筹资活动现金流	6004	8015	385	330	483
短期借款	3181	2072	700	770	800
长期借款	2938	1038	0	0	0
普通股增加					
资本公积增加					
其他筹资现金流	-115	4906	-315	-440	-317
现金净增加额	2617	9603	-508	6287	15210

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26855	30676	51394	76692	99994
营业成本	23767	30225	44327	64906	83773
营业税金及附加	2473	3681	2597	3385	3734
管理&销售费用	668825	655894	3430	3868	4180
研发费用	5215	5277	5085	5222	5073
经营费用	-927	-991	315	440	317
财务费用	0	0	0	0	0
资产和信用减值损失					
其他收益					
公允价值变动收益					
投资净收益					
资产处置收益					
营业利润	-1200	-3834	-4360	-1130	2917
营业外收入	-7918	-6560	-3900	-3600	-2000
营业外支出					
利润总额	-9118	-10394	-8260	-4730	917
所得税	21	-18	7	10	22
净利润	-9139	-10376	-8267	-4740	895
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-9139	-10376	-8267	-4740	895
EBITDA	-8634	-9278	-4697	-1041	4483
EPS (元/股)	-4.84	-5.49	-4.37	-2.51	0.47

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	27.95	14.23	67.54	49.22	30.39
营业利润 (%)					
归属母公司净利润 (%)	-87.92	-13.53	20.33	42.66	118.88
获利能力					
毛利率 (%)	11.50	1.47	13.75	15.37	16.22
净利率 (%)	-34.03	-33.82	-16.08	-6.18	0.89
ROE (%)	-24.76	-28.56	-29.46	-20.32	3.69
ROIC (%)	-6.83	-14.72	-15.59	-3.35	24.16
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.37	56.84	70.42	80.30	83.51
净负债比率 (%)	-18.75	-36.88	-43.44	-75.93	-132.63
流动比率	1.81	1.51	1.07	0.99	1.00
速动比率	0.87	0.83	0.54	0.49	0.52
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.36	0.54	0.65	0.68
应收账款周转率	6.93	11.29	16.59	14.60	16.59
应付账款周转率	1.67	1.36	1.22	1.14	1.11
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-4.84	-5.49	-4.37	-2.51	0.47
每股经营现金流 (最新摊薄)	-4.36	0.51	6.66	6.65	10.44
每股净资产 (最新摊薄)	19.53	19.23	14.85	12.34	12.82
估值比率					
P/E	-6.70	-5.90	-7.41	-12.92	68.42
P/B	1.66	1.69	2.18	2.63	2.53
EV/EBITDA	0.49	1.11	-5.40	-52.60	16.75

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686