

小鹏汽车-W(9868.HK)

技术研发服务收入增长致毛利率改善

推荐（维持）

股价：27.55 元（港币）

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.xiaopeng.com
大股东/持股	Simplicity Holding Limited/17.37%
实际控制人	何小鹏
总股本(百万股)	1897.15
流通 A 股(百万股)	
流通 B/H 股(百万股)	
总市值（亿元）	478.76
流通 A 股市值(亿元)	
每股净资产(元)	17.97
资产负债率(%)	54.66

行情走势图



证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
BQV509
WANGDEAN002@pingan.com.cn

王跟海 投资咨询资格编号
S1060523080001
WANGGENHAI964@pingan.com.cn



事项：

小鹏汽车发布 2024 年二季度业绩报告，2024 年二季度公司实现营业收入 81.1 亿元，同环比分别增长 60.2%/23.9%，二季度公司亏损达到 12.8 亿元，同环比分别收窄 54.2%/6.1%。截至 2024 年二季度末，公司现金以及现金等价物储备达到 373.3 亿元。

平安观点：

- 二季度毛利率持续改善，三季度交付指引超预期。二季度公司交付新车 30207 台，同环比分别增长 30.2%/38.4%。二季度公司汽车销售收入达到 68.2 亿元，对应单车营收为 22.6 万元，环比下降 2.8 万元，这主要是由于销量结构中 X9 占比下降以及降价促销所致。根据公司财报显示，公司二季度汽车销售业务毛利率为 6.4%，同比提升 15.0 个百分点，毛利率改善主要是由于降本以及产品组合改善所致。公司给出的 24 年三季度交付指引为 4.1 万~4.5 万台，同比增长 2.5%~12.5%，预计三季度总营收为 91 亿~98 亿元，同比增长 6.7%~14.9%，结合公司销量指引，我们预计公司 9 月份交付量有望接近 2 万台左右，这主要得益于新车型 M03 的上市交付。
- 与大众合作的技术研发服务收入稳步增长。二季度公司服务及其他收入达到 12.9 亿元，同环比分别增长 102.5%/28.8%，该业务增长预计很大程度上来源于与大众合作的技术研发服务收入增长。目前服务及其他收入毛利率水平较高，二季度达到 54.3%，这极大程度上提升了公司的整体毛利率水平，公司二季度整体毛利率达到 14.0%，同环比分别提升 17.9/1.1 个百分点。目前公司与大众技术研发服务主要来自于两方面：一是在 2023 年 7 月确定的基于 G9 平台以及智能化技术开发的两款 B 级电动车；二是 2024 年 4 月公司与大众汽车集团签订的 EEA 电子电气架构技术战略合作框架协议，公司与大众汽车集团将基于公司最新一代电子电气架构，联合开发并将其集成到大众汽车在中国的 CMP 和 MEB 平台上。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26855	30676	41071	61997	94414
YOY(%)	28.0	14.2	33.9	51.0	52.3
净利润(百万元)	-9139	-10376	-6264	-2885	425
YOY(%)	-87.9	-13.5	39.6	53.9	114.7
毛利率(%)	11.5	1.5	13.7	16.5	17.5
净利率(%)	-34.0	-33.8	-15.3	-4.7	0.4
ROE(%)	-24.8	-28.6	-20.8	-10.6	1.5
EPS(摊薄/元)	-4.82	-5.47	-3.30	-1.52	0.22
P/E(倍)	-5.2	-4.6	-7.6	-16.6	112.7
P/B(倍)	1.3	1.3	1.6	1.8	1.7

- **二季度费用平稳增长，亏损同比大幅收窄。**研发费用方面，公司二季度研发费为 14.7 亿元，同环比分别增长 7.3%/8.6%。销售管理费用方面，公司二季度销售管理费用为 15.7 亿元，同环比分别增长 1.9%/13.3%。由于毛利端的大幅增长，公司在二季度的经营性亏损为 16.1 亿元，同比收窄 47.9%。
- **MONA M03 上市在即，四季度上市 P7+将搭载新一代自动驾驶硬件平台。**从 8 月底开始，公司将陆续发布两款重磅车型，其中 M03 将于 8 月 27 日正式上市，并启动大规模交付，而根据公司三季度交付指引，预计 M03 在 9 月份销量将达到 1 万台左右。四季度公司还将推出 P7+车型，将搭载新一代自动驾驶硬件平台，其硬件成本将大幅下降。何小鹏预计三季度和四季度交付量将环比大幅增长，并在四季度创交付量新高。
- **盈利预测与投资建议：**结合公司上半年业绩以及公司三季度交付指引，我们调整公司 2024~2026 年营业收入预测为 411 亿/620 亿/944 亿元（原营业收入预测为 438 亿/681 亿/1018 亿元），对应 2024~2026 年净利润预测分别为-63 亿/-29 亿/+4 亿元（原净利润预测为-62 亿/-7 亿/+20 亿元）。公司在智能驾驶领域处于国内领先地位，与大众的合作也将加快公司智能化技术输出，看好公司下半年新车型带动公司销量改善，依然维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1）公司 2024 年新车销量不达预期；2）毛利率改善情况不达预期；3）公司短期内仍将处于亏损状态，公司基本面可能出现恶化。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	24302	4107	6200	9441
应收账款	2716	3601	5435	8277
预付款项、现金及其他	2863	5851	8832	13451
其他应收款	0	0	0	0
存货	5526	6119	8938	13454
其他流动资产	19115	34874	52644	80170
流动资产总计	54522	54552	82049	124794
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	10954	9660	8920	8405
在建工程	0	500	750	1000
无形资产	9194	7662	6129	4597
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	9492	9492	9492	9492
非流动资产合计	29641	27314	25291	23494
资产总计	84163	81866	107341	148288
短期借款	5253	5074	12936	22591
应付账款	22210	23699	34619	52110
其他流动负债	8648	10854	16266	24694
流动负债合计	36112	39627	63821	99396
长期借款	5651	6102	10269	15216
其他非流动负债	6072	6072	6072	6072
非流动负债合计	11722	12174	16340	21288
负债合计	47834	51801	80161	120683
股本	0	0	0	0
储备	34498	34498	34498	34498
留存收益	1831	-4433	-7318	-6893
归属于母公司股东权益	36329	30065	27180	27605
归属于非控制股东权益	0	0	0	0
权益合计	36329	30065	27180	27605
负债和权益合计	84163	81866	107341	148288

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	-3848	-6304	-2945	345
折旧与摊销	2107	3327	3523	3797
财务费用	-991	-1232	-1860	-1888
其他经营资金	3688	-16531	-9072	-13583
经营性现金净流量	956	-20740	-10355	-11329
投资性现金净流量	631	-960	-1440	-1920
筹资性现金净流量	8015	1505	13887	16491
现金流量净额	9603	-20195	2093	3242

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	30676	41071	61997	94414
销售成本	30225	35435	51763	77916
其他费用	5277	7000	8000	9000
销售费用	2624	2629	2976	3777
管理费用	3935	3943	4464	5665
财务费用	-991	-1232	-1860	-1888
其他经营损益	466	400	400	400
投资收益	29	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	-10889	-6304	-2945	345
其他非经营损益	-496	40	60	80
税前利润	-10394	-6264	-2885	425
所得税	-18	0	0	0
税后利润	-10376	-6264	-2885	425
归属于非控制股东利润	0	0	0	0
归属于母公司股东利润	-10376	-6264	-2885	425
EBITDA	-9278	-4169	-1222	2333
NOPLAT	-4811	-7536	-4805	-1543
EPS(元)	-5.47	-3.30	-1.52	0.22

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收额增长率(%)	14.2	33.9	51.0	52.3
EBIT 增长率(%)	-13.3	34.2	36.7	69.2
EBITDA 增长率(%)	-7.5	55.1	70.7	290.9
税后利润增长率(%)	-13.5	39.6	53.9	114.7
盈利能力				
毛利率(%)	1.5	13.7	16.5	17.5
净利率(%)	-33.8	-15.3	-4.7	0.4
ROE(%)	-28.6	-20.8	-10.6	1.5
ROA(%)	-12.3	-7.7	-2.7	0.3
ROIC(%)	-14.7	-29.0	-11.7	-3.1
估值倍数				
P/E	-4.6	-7.6	-16.6	112.7
P/S	1.6	1.2	0.8	0.5
P/B	1.3	1.6	1.8	1.7
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBIT	0.9	-1.5	-4.9	-25.8
EV/EBITDA	1.1	-2.7	-19.0	16.2
EV/NOPLAT	2.1	-1.5	-4.8	-24.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融 中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼 丽泽平安金融中心 B 座 25 层	