

小鹏汽车-W (09868.HK)

2024 年半年度报告点评: Q2 毛利率超预期向上, 强势新车周期启动

买入 (维持)

2024 年 08 月 21 日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 杨惠冰

执业证书: S0600523070004

yanghb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	26855	30676	38689	74244	109029
同比(%)	27.95	14.23	26.12	91.90	46.85
归母净利润 (百万元)	(9139)	(10376)	(5687)	(2417)	2723
同比(%)	(87.92)	(13.53)	45.19	57.50	212.70
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.05)	(0.05)	(0.03)	(0.01)	0.01
P/E (现价&最新摊薄)	(524.87)	(462.30)	(843.52)	(1,984.94)	1,761.27

投资要点

■ **段落提要:** 公司披露 2024 年中报, Q2 实现营业收入 81.1 亿元, 同环比分别+60.2%/+23.9%; 其中汽车业务营收 68.2 亿元, 同环比分别+54.1%/+23.0%; 归母净亏损 12.8 亿元, 同环比分别减亏 15.2/0.9 亿元, Non-gaap 口径下归母净亏损为 12.2 亿元, 同环比分别减亏 14.5/1.9 亿元。24Q2 业绩表现超我们预期。

■ **营收结构向好, 汽车业务以及整体毛利率表现靓丽。** 24Q2 公司整体交付实现 3.0 万台, 同比+30.2%; 单车均价 22.57 万元, 同环比分别+18.4%/-11.2%, 主要系 X9/G9 等产品交付占比变化所致, Q2 交付 X9 比例降低, 均价下滑。公司 Q2 服务及其他收入实现 12.9 亿元, 同环比分别+102.5%/+28.8%, 大幅改善主要系售后维修服务增长, 同时公司与大众平台化/软件合作贡献技术授权费用, 营收结构同比改善。24Q2 公司整体毛利率实现 14.0%, 同环比分别+17.9/+1.1pct; 其中汽车销售业务毛利率 6.4%, 同环比分别+15/+0.9pct, 同比大幅提升主要系上游成本降低以及产品结构优化, Q2 公司实现出口销量 4430 台, 环比+174%, 出口车型盈利表现较好同样贡献正向毛利率增量。Q2 服务及其他业务毛利率 54.3%, 同环比分别 25.7/+0.4pct。费用维度, 公司 Q2 实现 R&D/SG&A 费用支出分别 14.7/15.7 亿元, 对应费用率 18.1%/19.4%, 环比进一步下降, 摊销作用明显。此外, 公司 Q2 实现其他收入净额 2.8 亿元, 同环比增长主要系政府补助增加所致。截止 24Q2 末, 公司拥有现金及等价物等资产 373.3 亿元, 现金流依然相对充裕。

■ **新一轮强势周期有望开启, 销量-盈利-AI 大模型能力进入正循环:** 展望 24Q3, 公司预计自身交付 4.1-4.5 万台, 对应总收入 91-98 亿元, Mona 预计于 8 月 27 日上市并马上开启批量交付, 驱动季度交付持续提升。24Q4 公司还将推出 P7+全新中大型轿车, 首次落地不加激光雷达的 L3 级别高阶智驾解决方案, 并落地小鹏自身技术降本, 实现毛利率的明显优化。2025~2026 年, 公司预计将密集推出多款全新车型并将现有老车型逐步切换至全新平台实现降本, 量-利持续向上优化, 有望进入新一轮向上的成长周期。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑公司 Q2 毛利率表现靓丽, 海外占比持续提升, 超我们预期, 展望后续全新车型技术降本落地对冲低价低毛利车型上市对于产品结构的负向影响, 我们上调小鹏汽车 2024~2026 年归母净利润预期, 由-57.0/-25.0/22.0 亿元上调至-56.9/-24.2/27.2 亿元, 对应 EPS 分别为-0.03/-0.01/0.01 元。新一轮车型周期拐点已至, 维持小鹏汽车“买入”评级。

■ **风险提示:** 乘用车行业价格战超预期; 终端需求恢复低于预期; L3 级别自动驾驶政策推出节奏不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	27.55
一年最低/最高价	25.50/76.95
市净率(倍)	1.42
港股流通市值(百万港元)	42,659.53

基础数据

每股净资产(元)	17.9
资产负债率(%)	54.66%
总股本(百万股)	1,897.15
流通股本(百万股)	1,548.44

相关研究

《小鹏汽车-W(09868.HK): 扬长补短, 看好新一轮周期向上》

2024-08-12

《小鹏汽车-W(09868.HK): 7 月销量符合预期, 智驾端到端量产落地》

2024-08-06

小鹏汽车-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	54,521.63	36,824.12	51,613.02	70,038.68	营业总收入	30,676.07	38,689.01	74,243.99	109,028.97
现金及现金等价物	21,127.16	18,449.98	26,119.24	37,888.53	营业成本	30,224.91	33,360.12	63,430.78	90,624.84
应收账款及票据	2,716.22	107.47	206.23	302.86	销售费用	3,950.54	3,675.46	4,083.42	4,906.30
存货	5,526.21	4,633.35	8,809.83	12,586.78	管理费用	2,607.46	2,476.10	2,227.32	2,725.72
其他流动资产	25,152.04	13,633.32	16,477.71	19,260.51	研发费用	5,276.57	6,828.61	8,538.06	9,267.46
非流动资产	29,640.91	32,301.55	34,753.54	37,170.43	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	10,954.49	12,741.91	14,439.97	16,115.63	经营利润	(11,384.36)	(7,651.27)	(4,035.59)	1,504.64
商誉及无形资产	6,404.86	7,198.47	7,952.41	8,693.64	利息收入	1,260.16	1,528.18	1,761.25	1,952.98
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	268.67	187.91	187.91	377.91
其他长期投资	5,120.36	5,120.36	5,120.36	5,120.36	其他收益	(0.84)	658.74	63.77	(206.47)
其他非流动资产	7,161.21	7,240.80	7,240.80	7,240.80	利润总额	(10,393.71)	(5,652.26)	(2,398.48)	2,873.24
资产总计	84,162.54	69,125.67	86,366.56	107,209.11	所得税	36.81	28.26	11.99	143.66
流动负债	36,111.56	26,996.95	46,654.43	64,773.50	净利润	(10,430.52)	(5,680.52)	(2,410.48)	2,729.58
短期借款	5,287.32	5,287.32	5,287.32	5,287.32	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	22,210.43	16,680.06	31,715.39	45,312.42	归属母公司净利润	(10,375.78)	(5,686.63)	(2,416.58)	2,723.47
其他	8,613.81	5,029.57	9,651.72	14,173.77	EBIT	(11,385.20)	(6,992.53)	(3,971.82)	1,298.17
非流动负债	11,722.45	11,486.82	11,486.82	11,486.82	EBITDA	(10,576.20)	(6,073.57)	(2,923.81)	2,381.28
长期借款	6,428.48	6,428.48	6,428.48	6,428.48	Non-GAAP				
其他	5,293.97	5,058.34	5,058.34	5,058.34					
负债合计	47,834.01	38,483.76	58,141.24	76,260.32					
股本	0.12	0.12	0.12	0.12	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	(0.05)	(0.03)	(0.01)	0.01
归属母公司股东权益	36,328.53	30,641.90	28,225.32	30,948.79	每股净资产(元)	19.25	0.16	0.15	0.16
负债和股东权益	84,162.54	69,125.67	86,366.56	107,209.11	发行在外股份(百万股)	189,251.20	189,251.20	189,251.20	189,251.20
					ROIC(%)	(24.39)	(15.55)	(9.70)	2.99
					ROE(%)	(28.56)	(18.56)	(8.56)	8.80
					毛利率(%)	1.47	13.77	14.56	16.88
					销售净利率(%)	(33.82)	(14.70)	(3.25)	2.50
					资产负债率(%)	56.84	55.67	67.32	71.13
					收入增长率(%)	14.23	26.12	91.90	46.85
					净利润增长率(%)	(13.53)	45.19	57.50	212.70
					P/E	(462.30)	(843.52)	(1,984.94)	1,761.27
					P/B	1.32	156.54	169.95	154.99
					EV/EBITDA	(8.42)	(788.67)	(1,635.66)	2,003.37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年8月20日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>