



小鹏汽车-W (09868.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

小鹏汽车 Q2 财报点评：毛利再超预期，关注爆款新车兑现

国金证券研究所

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)
chenchuanhong@gjzq.com.cn

业绩点评：

8 月 20 日下午，小鹏汽车发布 24Q2 财报：

1、**营收**：24Q2 小鹏交付汽车 30,207 辆，同/环比+30.2%/+38.4%，Q2 营收 81.1 亿元，同/环比+60.2%/+23.8%。我们计算 Q2 单车 ASP 22.6 万元，同/环比+18.4%/-11.1%。

2、**利润**：24Q2 毛利 11.35 亿元，较去年同期大幅改善；毛利率 14.0%，同/环比+17.9%/+1.1pct。我们计算 Q2 单车毛利 1.46 万元，同/环比-188.8%/+5.1%。Q2 归母净利润-12.9 亿元，同/环比-54.1%/-5.8%；H1 归母净利润-26.6 亿元，同比-48.3%。我们计算 Q2 单车净利-4.3 万元，同/环比-64.7%/-32.0%。

3、**费用**：24Q2 研发/销售、一般及行政开支分别为 14.7/15.7 亿元，同比+7.3%/+1.9%，环比+8.7%/+13.4%，研发/销售、一般及行政开支费用率分别为 18.1%/19.4%，环比-2.5%/-1.8%。

4、**展望**：公司预计 24Q3 汽车交付量在 41000-45000 辆，年化增长 2.5%-12.5%；总营收约 91-98 亿人民币，年化增长 6.7%-14.9%。

经营分析与展望：

1、**公司毛利再超预期，核心来自大众方面的合作收益**。公司与大众汽车合作进展顺利，持续带动 Q2 公司务及其他销售收入大增：1) 服务业务上：24H1 服务及其他销售收入 22.96 亿，同比增长 98.44%，其毛利率高达 54.1%，占毛利总体的 62.8%。2) 汽车业务上：营收、毛利；基本维持稳定。主要在于小鹏 X9 等对公司车型结构改善明显，叠加公司规模效应下降本功显著，拉动汽车业务毛利率小幅改善，我们计算单车成本 21.1 万，同/环比+2.0%/-12.1%。

2、**展望后续：小大合作稳定带来毛利，关注新车周期下爆款合作的兑现**：

1) 持续关注 MONA M03 交付销量兑现：小鹏新车 MONA M03 于 8 月 8 日正式开启预订，新车 P7+ 将于 Q4 上市。24-26 年公司将 SOP 超 10 款新车，形成完善的车型矩阵。此前市场忧虑公司爆款新车打造能力，目前公司宣称 M03 订单超预期，需持续关注新车落地销量兑现。

2) 公司加快出海布局。24 年公司以欧洲为起始，逐步向东南亚、澳大利亚等市场扩张，出海进展明显加速，建议关注起海外市场扩展。

盈利预测、估值和评级

小鹏汽车作为国内智驾龙头之一，H2 起进入新车周期，建议持续关注小鹏汽车在新品周期和智驾落地驱动下迎来的销量爆发和业绩提升。本次 Q2 业绩公司表现符合预期，考虑后续新品上市，我们维持原有 24/25/26 年 22.7/49.1/67.2 万辆销量预测不变，营收 535.5/930.2/1296.1 亿，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期。

市价 (港币)：27.550 元

相关报告：

- 《小鹏汽车-W Q1 财报点评：技术合作拉动毛利超预期，新车周期...》，2024.5.22
- 《小鹏汽车深度研究：智驾领军者，爆款&智驾落地迎来腾飞》，2023.9.14



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,855	30,676	53,554	93,018	129,613
营业收入增长率	27.95%	14.23%	74.58%	73.69%	39.34%
归母净利润(百万元)	-9,139	-10,376	-6,564	-4,332	1,441
归母净利润增长率	-87.92%	-13.53%	36.74%	34.00%	133.25%
摊薄每股收益(元)	-4.84	-5.49	-3.47	-2.29	0.76
每股经营性现金流净额	-4.77	0.51	-1.60	2.84	5.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	-24.76%	-28.56%	-22.05%	-17.03%	5.36%
P/E	-7.18	-9.51	-8.82	-13.37	40.20
P/B	1.79	2.94	1.95	2.28	2.16

来源：小鹏汽车年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币 亿元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	20,988	26,855	30,676	53,554	93,018	129,613
增长率	259.1%	28.0%	14.2%	74.6%	73.7%	39.3%
主营业务成本	18,366	23,767	30,225	46,552	78,524	105,319
%销售收入	87.5%	88.5%	98.5%	86.9%	84.4%	81.3%
毛利	2,623	3,088	451	7,002	14,494	24,294
%销售收入	12.5%	11.5%	1.5%	13.1%	15.6%	18.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	4,276	5,029	0	7,230	10,232	12,961
%销售收入	20.4%	18.7%	0.0%	13.5%	11.0%	10.0%
管理费用	1,029	1,659	0	0	0	0
%销售收入	4.9%	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	4,114	5,215	5,277	7,498	9,302	10,369
%销售收入	19.6%	19.4%	17.2%	14.0%	10.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	-5,525	-10,045	-11,385	-6,747	-4,400	1,787
%销售收入	-26.3%	-37.4%	-37.1%	-12.6%	-4.7%	1.4%
财务费用	-688	-927	-991	-209	-95	318
%销售收入	-3.3%	-3.5%	-3.2%	-0.4%	-0.1%	0.2%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-6,797	-8,815	-11,384	-7,725	-5,040	964
营业利润率	-32.4%	-32.8%	-37.1%	-14.4%	-5.4%	0.7%
营业外收支						
税前利润	-4,837	-9,118	-10,394	-6,538	-4,305	1,469
利润率	-23.0%	-34.0%	-33.9%	-12.2%	-4.6%	1.1%
所得税	26	25	37	20	22	22
所得税率	-0.5%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.5%	1.5%
净利润	-4,863	-9,143	-10,431	-6,557	-4,326	1,447
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-4,863	-9,139	-10,376	-6,564	-4,332	1,441
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	1.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-4,863	-9,139	-10,376	-6,564	-4,332	1,441
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-653	2,205	1,892	-765	-374	-505
非经营收益						
营运资金变动	3,584	-2,709	7,333	3,117	8,795	8,092
经营活动现金流净额	-1,095	-8,232	956	-3,016	5,364	10,376
资本开支	-2,811	-4,680	-2,312	-3,000	-3,000	-3,000
投资	-28,955	9,272	2,138	-2,000	-2,000	-2,000
其他	-1,310	254	805	663	640	823
投资活动现金流净额	-33,076	4,846	631	-4,337	-4,360	-4,177
股权募资	13,110	0	5,020	0	0	0
债权募资	-143	6,006	2,996	4,500	4,500	4,500
其他	1,660	-2	0	-213	-266	-318
筹资活动现金流净额	14,627	6,004	8,015	4,287	4,234	4,182
现金净流量	-19,907	3,079	9,588	-3,067	5,238	10,381

资产负债表 (人民币百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,025	14,608	21,127	18,060	23,299	33,680
应收账款	4,955	7,681	7,100	12,496	20,774	27,651
存货	2,662	4,521	5,526	7,759	13,087	17,553
其他流动资产	30,189	16,718	20,768	11,502	11,933	12,482
流动资产	48,831	43,527	54,522	49,817	69,094	91,366
%总资产	74.4%	60.9%	64.8%	59.8%	65.0%	69.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	5,425	10,607	10,954	11,759	12,483	13,135
%总资产	8.3%	14.8%	13.0%	14.1%	11.7%	9.9%
无形资产	2,440	2,998	6,405	7,405	8,405	9,405
非流动资产	16,821	27,964	29,641	33,525	37,249	40,901
%总资产	25.6%	39.1%	35.2%	40.2%	35.0%	30.9%
资产总计	65,651	71,491	84,163	83,342	106,343	132,267
短期借款	0	3,309	5,287	8,287	11,287	14,287
应付款项	12,362	14,223	22,210	19,397	32,719	43,883
其他流动负债	5,650	6,583	8,614	12,907	22,417	31,237
流动负债	18,013	24,115	36,112	40,590	66,423	89,407
长期贷款	1,675	5,411	6,428	7,928	9,428	10,928
其他长期负债	3,817	5,055	5,294	5,058	5,058	5,058
负债	23,505	34,580	47,834	53,577	80,910	105,394
普通股股东权益	42,147	36,911	36,329	29,765	25,433	26,873
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	43,795	35,367	34,498	27,934	23,602	25,043
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	65,651	71,491	84,163	83,342	106,343	132,267

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-2.96	-5.34	-5.96	-3.47	-2.29	0.76
每股净资产	24.61	21.39	19.25	15.75	13.46	14.22
每股经营现金净流	-0.64	-4.77	0.51	-1.60	2.84	5.49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-11.54%	-24.76%	-28.56%	-22.05%	-17.03%	5.36%
总资产收益率	-7.41%	-12.78%	-12.33%	-7.88%	-4.07%	1.09%
投入资本收益率	-12.68%	-22.07%	-23.78%	-14.72%	-9.58%	3.38%
增长率						
主营业务收入增长率	259.12%	27.95%	14.23%	74.58%	73.69%	39.34%
EBIT 增长率	-94.44%	-81.82%	-13.34%	40.74%	34.79%	140.62%
净利润增长率	-78.01%	-87.92%	-13.53%	36.74%	34.00%	133.25%
总资产增长率	46.85%	8.90%	17.72%	-0.97%	27.60%	24.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.6	43.9	38.7	33.1	37.8	41.2
存货周转天数	39.3	54.4	59.8	51.4	47.8	52.4
应付账款周转天数	171.3	201.3	217.0	160.9	119.5	130.9
固定资产周转天数	73.0	107.5	126.5	76.3	46.9	35.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.13%	-2.26%	-11.33%	10.80%	9.73%	-12.67%
EBIT 利息保障倍数	-99.8	-76.0	-42.4	-31.6	-16.5	5.6
资产负债率	35.80%	48.37%	56.84%	64.29%	76.08%	79.68%

来源：小鹏汽车年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究