

公司研究

2Q24 毛利率持续改善，关注新车型订单表现

——小鹏汽车 (XPEV.N) 2024 二季度业绩点评报告

要点

2Q24 业绩总体符合预期：2Q24 收入同环比+60%/+24%至 81.1 亿元，毛利率同比+17.9pcts/环比+1.1pcts 至 14.0%，Non-GAAP 归母净亏损同环比-54%/-13%至 12.2 亿元。

2Q24 交付量与毛利率持续改善：1) 汽车收入同环比+54%/+23%至 68.2 亿元 (ASP 同环比+18%/-11%至 22.6 万元，交付量同环比+30%/环比+38%至 3.0 万辆)，汽车业务毛利率同环比+15.0pcts/+0.9pcts 至 6.4%。2) 服务与其他业务收入同环比+104%/+29%至 12.9 亿元，与大众合作的逐步兑现带动服务与其他业务毛利率同环比+25.6pcts/+0.3pcts 至 54.3%。3) R&D 费用率同环比-8.9pcts/-2.5pcts 至 18.1%，SG&A 费用率同环比-11.1pcts/-1.8pcts 至 19.4%。4) 截至 2Q24 末短期投资等在手现金等价物合计约 373 亿元。

3Q24E 新车型周期开启，关注新车型订单、以及海外市场布局：8/27 小鹏全新品牌 Mona 首款车型将正式上市、4Q24E 新一代自动驾驶硬件平台首发车型 P7+ (摒弃激光雷达的首款纯视觉智驾车型、实现智驾硬件降本 25%) 将上市交付。管理层指引 8/8 Mona M03 开启预售后的订单表现超 G6 同期 (vs. G6 预订开启 19 天订单超 3.5 万)。我们判断，1) 小鹏聚焦智能化技术+降本；其中，技术/驾乘体验感、以及价格两方面因素或将成为当前智能化普及率高低的的关键。2) P7+首次搭载端到端大模型的实际驾乘表现仍待验证；Mona M03 或仍以满足城市场景为主，下沉市场对平价智能化的接受度也仍待验证 (预售价 13.59 万元，预计实际定价仍有望进一步下探)。3) 预计 Mona M03 与 P7+两款新车上市提振、叠加海外交付量占比抬升 (2Q24 占比达 10%+，预计 3Q24E 或达 15%)，有望带动 2H24E 汽车业务交付量持续改善；此外，与大众合作的持续兑现有望提振总毛利率 (管理层指引 2H24E 整体毛利率达低双位数)。4) 预计最大弹性或仍来自于 Mona M03 与 P7+两款新车型的订单与销量爬坡趋势。

维持“买入”评级：鉴于走量车型 Mona M03 定位下沉，分别下调 2024E/2025E Non-GAAP 归母净利润至-55.9/-10.9 亿元 (原预测分别为-39.0/21.4 亿元)；鉴于 2026E 与大众合作的业务框架有望进一步兑现，上调 2026E Non-GAAP 归母净利润至 64.8 亿元 (原预测为 57.0 亿元)。小鹏或为国内平价智能化兑现弹性最大标的之一；看好公司 AI 技术兑现+大众合作协同，维持“买入”评级。

风险提示：新车订单表现不及预期；渠道改革效果不及预期；市场竞争加剧等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	26,855	30,676	42,842	76,682	90,280
营业总收入增长率	28.0%	14.2%	39.7%	79.0%	17.7%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-8,428	-9,444	-5,590	-1,088	6,478
Non-GAAP 归母净利润增长率	NA	NA	NA	NA	NA
EPS (元, 摊薄)	-4.92	-5.42	-2.95	-0.57	3.41
Non-GAAP ROE (归属母公司, 摊薄)	-22.8%	-26.0%	-14.8%	-2.9%	13.7%
P/S	1.6	1.4	1.1	0.6	0.5
P/B	1.2	1.2	1.3	1.3	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-8-23 (1 美元=7.13 人民币)

注：1) 1 股 ADS=2 股 A-Class 普通股；2) 2022-2023 约 17.1/17.4 亿股普通股，预计 2024E-2026E 约 19.0 亿股普通股。

买入 (维持)

当前价：7.01 美元

作者

分析师：倪昱婧, CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebscn.com

联系人：邢萍

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股普通股)	18.97
总市值(亿美元):	66.49
一年最低/最高(美元):	6.63/19.14
近 3 月换手率:	NA

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-16.01	-26.29	-86.65
绝对	-12.92	-19.89	-56.35

资料来源：Wind (数据截至 2024/8/23)

相关研报

- 《2Q24E 或平稳过渡，3Q24E 新车型周期开启——小鹏汽车 (XPEV.N) 2024 一季报业绩点评报告》 2024-05-23
- 《全年经营现金流首次转正，内部改革+外部合作持续推进——小鹏汽车 (XPEV.N) 2023 年报业绩点评报告》 2024-03-21
- 《3Q23 毛利率依然承压，自由现金流已由负转正——小鹏汽车 (XPEV.N) 2023 三季度业绩点评报告》 2023-11-16
- 《短期业绩承压，业务逐步步入正轨——小鹏汽车 (XPEV.N) 2023 二季度业绩点评报告》 2023-08-21
- 《大众入股小鹏，技术授权或成新势力盈利新模式——小鹏汽车 (XPEV.N) 跟踪报告》 2023-07-27

表 1: 损益表

(单位: 百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,855	30,676	42,842	76,682	90,280
销售成本	-23,767	-30,225	-36,990	-63,968	-69,809
毛利润	3,088	451	5,852	12,714	20,471
研发费用	-5,215	-5,277	-7,150	-8,817	-9,028
销售行政/管理费用	-6,688	-6,559	-7,014	-9,202	-9,931
经营利润 (损失)	-8,706	-10,889	-7,818	-4,922	1,964
财务成本-净额	927	991	1,434	2,300	2,708
其他收益	-1,230	-30	454	383	451
Non GAAP 净利润 (净损失)	-8,428	-9,444	-5,590	-1,088	6,478
少数股东损益	0	0	0	0	0
Non GAAP 归母净利润(净损失)	-8,428	-9,444	-5,590	-1,088	6,478

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	71,491	84,163	90,135	96,763	115,628
流动资产	43,527	54,522	62,429	64,642	79,638
库存	4,521	5,526	5,898	6,371	7,004
贸易等应收账款	3,873	2,716	2,044	2,467	1,546
现金及其等价物	30,898	34,840	51,863	51,885	66,620
其他流动资产	4,235	11,439	2,624	3,920	4,468
非流动资产	27,964	29,641	27,707	32,121	35,990
不动产、厂房及设备	10,607	10,954	11,652	12,020	12,071
租赁土地及土地使用权	4,702	4,245	3,742	4,835	5,628
无形资产	1,043	4,949	4,192	4,399	4,571
其他非流动资产等	11,611	9,492	8,120	10,867	13,720
总负债	34,580	47,834	52,286	59,335	68,328
无息负债	26,786	36,930	40,786	47,135	55,228
有息负债	7,794	10,904	11,500	12,200	13,100
夹层权益合计	0	0	0	0	0
股东权益	36,911	36,329	37,849	37,428	47,300
普通股	0	0	0	0	0
留存收益 (损失)	-25,331	-35,760	-42,151	-44,772	-40,100
资本公积及其他	62,241	72,089	80,000	82,200	87,400
归属本公司股权持有人权益	36,911	36,329	37,849	37,428	47,300
少数股东权益	0	0	0	0	0

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 现金流量表

(单位: 百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-8,232	956	1,295	4,133	15,516
净利润 (净损失)	-9,139	-10,376	-6,391	-2,621	4,672
折旧及摊销	1,411	2,107	2,204	2,792	3,258
净营运资金增加	-2,714	7,374	4,954	3,458	7,132
其他	2,210	1,851	528	505	454
投资活动产生现金流	4,846	631	-4,331	-3,011	-2,881
固定资产新增	-4,276	-2,096	-2,530	-2,230	-2,130
短期投资、以及其他	9,122	2,727	-1,801	-781	-751
融资活动现金流	6,004	8,015	4,596	3,700	1,900
股票/可转债等融资	-2	5,020	4,000	3,000	1,000
借款增加	6,119	3,110	596	700	900
少数股东资金注入、以及其他	-113	-114	0	0	0
现金及等价物净增加额	2,617	9,603	1,560	4,822	14,535

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP