

汽车

2024年08月27日

小鹏汽车-W (09868)

——半年报符合预期，向上拐点即将到来

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

8月20日公司披露2024年半年报，24H1实现总收入146.6亿元，同/环比+61.2/-32.1%；毛利率13.5%，同/环比+14.9/10.8pct；归母净利润-26.5亿元，同/环比减亏24.9/25.8亿元。小鹏汽车半年报业绩符合预期，单季度盈利能力显著增强，毛利率上升归因于与大众的技术合作、销量结构改善与降本。

- **上半年盈利能力稳步改善，关注来自大众的技术服务费于Q3带来的增量。**2024年2月29日，小鹏汽车与大众集团宣布，签订平台与软件联合开发协议，大众技术服务费于上半年贡献可观体量技术服务收入。7月22日，小鹏汽车与大众汽车集团签署电子电气架构技术战略合作联合开发协议，随该合作于第三季度开始收取技术授权费，技术服务收入体量有望进一步上升，毛利率有望对标海外成熟SaaS公司，为小鹏Q3盈利能力带来显著改善。
- **销量结构优化，季度交付量上台阶。**2024H1小鹏总交付量5.20万辆，同/环比+25.6/-47.7%；单车ASP23.76万元，同/环比+24.0/17.8%；其中X9上半年交付13143辆，占比25%，X9为小鹏产品矩阵中最高售价的车型，24年上半年销量占比的提升带动小鹏单车ASP及毛利率快速上升。公司预计Q3总交付量4.1-4.5万辆，环比Q2+36-49%，Q3销量的进一步增长将带动盈利能力进一步增强。
- **新车型周期开启在即，向上拐点即将到来。**小鹏MONA M03将于8月27日发布交付，新车此前已经开启预订并公布了预订政策，99元意向金可抵扣3000元购车金，车型定位15万元级别，将带头开启持续三年的强劲产品周期，有望贡献可观收入，销量上升也将快速摊薄小鹏各项费用；小鹏汽车将于Q4推出纯电轿车车型P7+，是降本后的首款车型，该车型销量及盈利能力值得重点关注，后续技术方案有望迁移至现有车型的25款改款，技术方案的迁移有望带动整体车型盈利能力跃升。
- **出海加速，有望成为第二增长曲线。**小鹏汽车自今年以来显著加快了出海的步伐，不仅在欧洲多国市场取得了显著成绩，还在东南亚地区加速布局。8月21日，小鹏汽车在泰国曼谷举办了发布会，本次上市的小鹏G6右舵版也是小鹏汽车在泰国市场推出的首款车型。继泰国上市之后，小鹏汽车还将在马来西亚推出小鹏G6，并将陆续登陆新加坡、澳大利亚等市场，海外市场的快速进入有望在未来贡献可观盈利性。
- **盈利预测与估值。**公司销量略有承压，但对外合作及内部改革进度超预期，盈利能力大幅增强，我们下调24-26营业收入由480/818/1007亿元至382/627/812亿元；下调24-26年归母净利润由-51/-12/+14亿元至-62/-12/+4亿元。8月26日收盘价对应2025年PS为0.8倍，选取同为港股新势力的理想汽车、蔚来以及港股汽车重点公司比亚迪为可比公司，由于小鹏25年产品车型矩阵完善，为增长大年，且智驾领先，给予一定的智能化溢价，2025年目标1倍PS，相较目前仍有25%增长空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源车竞争加剧、原材料价格波动、公司净利润尚未转正。

财务数据及盈利预测

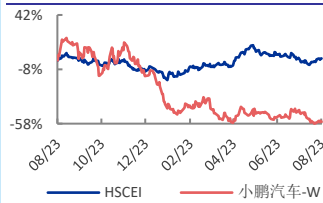
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,855	30,676	38,196	62,700	81,221
同比增长率(%)	28	14	25%	64%	30%
归母净利润(百万元)	-9,139	-10,376	-6,181	-1,184	392
同比增长率(%)	-88	-14	40%	81%	133%
每股收益(元/股)	-5.34	-5.96	-3.28	-0.63	0.21
净资产收益率(%)	-24.76	-28.56	-8.3	-43.1	130.1
市净率	1.2	1.3	1.7	1.8	1.8

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

市场数据： 2024年08月26日

收盘价(港币)	29.05
恒生中国企业指数	6278.63
52周最高/最低(港币)	76.95/25.50
H股市值(亿港元)	551.12
流通H股(百万股)	1,548.44
汇率(人民币/港币)	1.0957

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

樊夏沛 A0230523080004
fanxp@swsresearch.com

研究支持

邵翼 A0230123090002
shaoyi@swsresearch.com

联系人

邵翼
(8621)23297818×
shaoyi@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

附录 – 财务报表

表：合并利润表

单位:百万人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	26,855	30,676	38,196	62,700	81,221
主营业务收入	26,855	30,676	38,196	62,700	81,221
营业总支出	35,670	42,060	45,047	64,747	82,148
营业成本	23,767	30,225	33,007	52,868	68,340
营业开支	11,903	5,277	12,040	11,879	13,808
营业利润	-8,815	-11,384	-6,852	-2,047	-926
净利息支出	-927	-991	-768	-963	-1,418
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-1,230	-30	-100	-100	-100
非经常项目前利润	-9,118	-10,423	-6,184	-1,184	392
非经常项目损益	0	29	0	0	0
除税前利润	-9,118	-10,394	-6,184	-1,184	392
所得税	25	37	-3	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
持续经营净利润	-9,143	-10,431	-6,181	-1,184	392
非持续经营净利润	0	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-9,139	-10,376	-6,181	-1,184	392
EPS (最新股本摊薄)	-4.84	-5.50	-3.28	-0.63	0.21

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。