

小鹏汽车-W (09868.HK)

Q3 毛利率超预期，继续重点推荐

买入（维持）

2024 年 11 月 20 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@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	40106	90715	152484
同比(%)	27.95	14.23	30.74	126.19	68.09
归母净利润（百万元）	(9139)	(10376)	(5622)	1289	7353
同比(%)	(87.92)	(13.53)	45.82	122.93	470.39
EPS-最新摊薄（元/股）	(4.81)	(5.46)	(2.96)	0.68	3.87
P/E（现价&最新摊薄）	(9.82)	(8.65)	(15.97)	69.64	12.21

投资要点

■ 公司披露 2024 年三季报，毛利率超预期，营收及净利润符合预期。公司 Q3 销售收入 101.0 亿元，同环比+18.4%/+24.5%，实现净亏损 18.1 亿元，同比改善。公司 Q3 毛利率达到 15.3%，同环比+18.0/+1.3pct，毛利率表现超我们预期。分业务来看，汽车销售收入 88.0 亿元，同环比+12.1%/+29.0%，增长原因主要系汽车交付量增加；服务及其他收入 13.1 亿元，同环比+90.7%/+1.1%，增长原因主要系与大众平台软件/电子电气架构合作+相关研发服务增长。

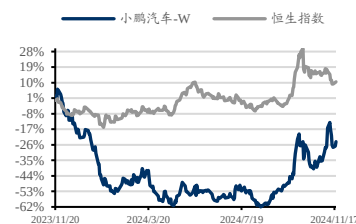
■ 盈利能力方面，公司毛利率水平再创新高。2024Q3 公司毛利率达到 15.3%，同环比+18.0/+1.3pct；其中汽车毛利率 8.6%，同环比+14.7/+2.2pct；服务及其他利润率 60.1%，同环比+24.0/+5.8pct。1）公司整体规模效应提升，Q3 超额完成汽车交付目标，交付量 46533 辆，同比+16.3%。2）公司海外出海提速，Q3 海外销量环比+70%，占公司销量 15%，10 月公司宣布全球化战略 2.0，截至 10 月底已进入 30 个国家和地区（目标 2025 年底超 60 个），Q3 出口位列新势力企业第一；3）大众合作贡献，大众平台软件/电子电气架构合作+相关研发服务销售收入环比增长，毛利率水平较高；4）MONA M03 车型毛利率表现好于预期。

■ 公司净亏损环比略扩大，主要系研发及销售费用及一次性因素影响等投入扩大所致，单车毛利净利环比持续向好。1）公司研发开支维持高水平，Q3 研发费用率 16.2%（环比下降 1.9pct）。小鹏汽车维持智能化定位，P7+率先在国内实现不依赖激光雷达的城市 NOA 高阶智驾方案，持续推进 AI 汽车、AI 机器人、飞行汽车、AI 芯片、AIOS 创新技术；2）公司销售、行政及一般费用环比增加，Q3 销售、行政及一般费用率 16.2%（环比下降 3.2pct）。3）2024Q3 长期投资的公允价值波动带来 2.2 亿亏损；4）公司 Q3 实现单车毛利 1.6 万元，环比增加 12.9%；实现单车净利-4.0 万元，环比改善。

■ 盈利预测与投资评级：看好公司新一轮周期放量，我们维持公司 2024~2026 年营业收入预期分别为 401/907/1525 亿元。由于内部结构和其他一次性因素调整，我们下调 2024 年归母净利润至-56 亿元（原为-42 亿元），维持 2025~2026 年归母净利润为 13/74 亿元；对应 2026 年 PE 为 12x，维持公司“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)	51.95
一年最低/最高价	25.50/74.30
市净率(倍)	3.08
港股流通市值(百万港元)	80,547.47

基础数据

每股净资产(元)	16.86
资产负债率(%)	58.10
总股本(百万股)	1,899.19
流通股本(百万股)	1,550.48

相关研究

《小鹏汽车-W(09868.HK): P7+正式上市，爆款可期!》

2024-11-08

《小鹏汽车-W(09868.HK): 9 月交付创新高，首款 AI 汽车 P7+上市在即》

2024-10-09

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	46,400.03	86,323.86	140,868.30	营业总收入	30,676.07	40,106.22	90,714.71	152,483.93
现金及现金等价物	21,127.16	8,982.34	15,207.38	28,733.82	营业成本	30,224.91	34,390.93	76,207.66	126,437.01
应收账款及票据	2,716.22	4,456.25	10,079.41	16,942.66	销售、行政及一般费用	0.00	6395.24	7257.18	9911.46
存货	5,526.21	4,776.52	10,584.40	17,560.70	研发费用	5,276.57	6,250.27	7,257.18	9,911.46
其他流动资产	25,152.04	28,184.93	50,452.67	77,631.12	其他费用	0.00	422.68	715.00	1,017.00
非流动资产	29,640.91	34,647.33	37,099.32	39,516.21	经营利润	(11,384.36)	(7,352.91)	(722.30)	5,207.01
固定资产	10,954.49	12,741.91	14,439.97	16,115.63	利息收入	1,260.16	1,391.37	1,421.26	1,756.07
商誉及无形资产	6,404.86	7,198.47	7,952.41	8,693.64	利息支出	268.67	333.36	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	(0.84)	698.77	817.72	1,687.91
其他长期投资	5,120.36	5,120.36	5,120.36	5,120.36	利润总额	(10,393.71)	(5,596.12)	1,516.68	8,650.99
其他非流动资产	7,161.21	9,586.58	9,586.58	9,586.58	所得税	36.81	25.44	227.50	1,297.65
资产总计	84,162.54	81,047.36	123,423.18	180,384.51	净利润	(10,430.52)	(5,621.57)	1,289.18	7,353.34
流动负债	36,111.56	38,682.33	79,768.96	129,376.96	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	5,287.32	5,287.32	5,287.32	5,287.32	归属母公司净利润	(10,375.78)	(5,621.57)	1,289.18	7,353.34
应付账款及票据	22,210.43	22,927.29	50,805.11	84,291.34	EBIT	(11,385.20)	(6,654.14)	95.42	6,894.92
其他	8,613.81	10,467.72	23,676.54	39,798.30	EBITDA	(10,576.20)	(5,735.18)	1,143.42	7,978.03
非流动负债	11,722.45	11,658.08	11,658.08	11,658.08					
长期借款	6,428.48	6,428.48	6,428.48	6,428.48					
其他	5,293.97	5,229.60	5,229.60	5,229.60					
负债合计	47,834.01	50,340.40	91,427.04	141,035.04					
股本	0.12	0.12	0.12	0.12					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
归属母公司股东权益	36,328.53	30,706.96	31,996.14	39,349.48					
负债和股东权益	84,162.54	81,047.36	123,423.18	180,384.51					
现金流量表 (百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(11,020.27)	(6,520.49)	8,907.32	15,338.54	每股收益(元)	(5.46)	(2.96)	0.68	3.87
投资活动现金流	(2,405.35)	(5,290.98)	(2,682.28)	(1,812.09)	每股净资产(元)	19.25	16.17	16.85	20.72
筹资活动现金流	2,726.98	(333.36)	0.00	0.00	发行在外股份(百万股)	1,899.19	1,899.19	1,899.19	1,899.19
现金净增加额	(10,236.90)	(12,144.82)	6,225.04	13,526.45	ROIC(%)	(24.39)	(14.78)	0.19	12.37
折旧和摊销	809.00	918.96	1,048.01	1,083.11	ROE(%)	(28.56)	(18.31)	4.03	18.69
资本开支	(2,800.00)	(3,500.00)	(3,500.00)	(3,500.00)	毛利率(%)	1.47	14.25	15.99	17.08
营运资本变动	(1,723.00)	(1,452.46)	7,387.85	8,590.00	销售净利率(%)	(33.82)	(14.02)	1.42	4.82
					资产负债率(%)	56.84	62.11	74.08	78.19
					收入增长率(%)	14.23	30.74	126.19	68.09
					归母净利润增长率(%)	(13.53)	45.82	122.93	470.39
					P/E	(8.65)	(15.97)	69.64	12.21
					P/B	2.46	2.92	2.81	2.28
					EV/EBITDA	(8.32)	(16.13)	75.47	9.12

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11月20日的0.93,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>