

2024Q3 毛利率超预期 经营周期拐点确立

2024年11月21日



分析师：崔琰

执业证号：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

分析师：乔木

执业证号：S0100524100002

邮箱：qiaomu@mszq.com

➤ **事件：**公司发布 2024Q3 财报：2024 年前三季度收入为 247.6 亿元，同比 +40.5%，其中：2024Q3 收入 101.0 亿元，同比/环比分别为+18.4%/+24.5%。2024Q3 汽车业务毛利率为+8.6%，同比/环比分别为+14.7pts/+2.2pts。2024 年前三季度 non-GAAP 归母净利润为-41.6 亿元，同比减亏；2024Q3 non-GAAP 归母净利润为-15.3 亿元，同比减亏。

➤ **毛利率超预期 经营质量持续优化**

➤ **营收端：**2024Q3 实现单季营业收入 101.0 亿元，同比/环比分别为 +18.4%/+24.5%。其中 2024Q3 当季汽车业务收入为 88.0 亿元，同比/环比分别为 12.1%/+29.0%。同环比增加主要由于交付量的增加所致。2024Q3 单车 ASP 由 24Q2 的 22.57 万元下降至 18.90 万元。其他业务方面，2024Q3 营收达到 13.1 亿元，同比/环比分别为+90.7%/+1.1%；同比增加主要由于与大众汽车集团进行平台与软件战略以及电子电气架构技术战略合作有关的技术研发服务收入增加所致。

➤ **利润端：**毛利方面，2024Q3 汽车业务毛利为 7.6 亿元；汽车业务毛利率为 +8.6%，同比/环比分别为+14.7pts/+2.2pts。2024Q3 总毛利为 15.4 亿元，2024Q3 毛利率为+15.3%，同比/环比分别为+17.9pts/+1.3pts。我们判断，2024Q3 整体毛利率提升的原因为 1) 成本降低及车型产品组合改善所致 2) 大众合作相关收入的高毛利。

➤ **费用稳健改善 业绩展望向好**

费用端：2024Q3 小鹏研发费用为 16.3 亿元，同比/环比为+25.1%/+11.3%。2024Q3 研发费用率为 16.2%，同比/环比为+0.9pts/-1.9pts。2024Q3 销管费用为 16.3 亿元，同比/环比分别为-3.5%/+3.8%。2024Q3 销管费率为 16.2%，同比/环比为-3.7pts/-3.2pts。

渠道端：截至 2024Q3，小鹏拥有 639 家销售中心，覆盖 206 个城市。销售中心较 2024Q2 增加 28 家。

现金：截至 24Q3 小鹏拥有的现金及现金等价物、受限制现金、短期投资及现金存款总计 357.5 亿元，较 24Q2 减少-15.8 亿元，短期流动性风险较弱。

未来展望：公司预计 2024Q4 汽车销量将为 8.7 万辆至 9.1 万辆；同比区间为 +44.6%至+51.3%；对应收入约为 153.0 亿元至 162.0 亿元，同比区间为+17.2%至+24.1%。

推荐

维持评级

当前价格：

50.35 港元

相关研究

- 1.小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评四：小鹏 P7+上市热销 经营周期拐点已至-2024/11/08
- 2.小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评三：2024Q2 毛利率超预期 静待新品周期-2024/08/22
- 3.小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评二：2024Q1 毛利改善 大模型智驾加速-2024/05/23
- 4.小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评一：2023 科技平权加速 多重边际改善-2024/03/21

➤ 低成本智驾量产 强势产品周期开启

低成本智驾量产，引领 AI 智驾新变革。2024 年 10 月，小鹏在智驾技术分享会发布纯视觉智驾方案，轻雷达、轻地图的纯视觉的智驾方案将大幅降低成本；该方案搭载 AI 鹰眼视觉，感知距离提升 125%，识别速度提升 40%。小鹏 P7+ 成为国内首款下放到 20 万元内的高阶智驾产品，并且后续车型将全系标配高阶智驾。我们认为，AI 技术发展将推进用户接受智能化拐点加速到来；小鹏有望通过低成本智驾方案，加速 10-20 万的主流汽车市场的智驾普及率，并带来销量提升。

新车型连续热销，强劲产品周期启动。小鹏 Mona 系列首款 M03 车型 8 月上市以来，连续 2 个月销量破万；小鹏主品牌新车型 P7+ 于 11 月 7 日上市，仅 12 分钟大定便突破 1 万台。此外，小鹏预计在 2025 年推出 4 款全新产品及多款改款车型。我们认为，小鹏正开启强劲产品周期，步入快速发展顺风期，有望带来销量和业绩的进一步增长。

➤ **投资建议：**我们看好小鹏汽车在车型周期、组织革新和智能化 Beta 驱动下迎来业绩和估值的双重提升。我们预计，公司 2024-2026 年收入分别为 413.2/966.7/1261.5 亿元，归母净利润分别为-54.3/-9.4/55.8 亿元，对应 2024 年 11 月 20 日港股收盘价 50.35 港元/股（港元对人民币汇率 1:0.92），PB 分别为 2.8/2.9/2.5 倍，维持“推荐”评级。

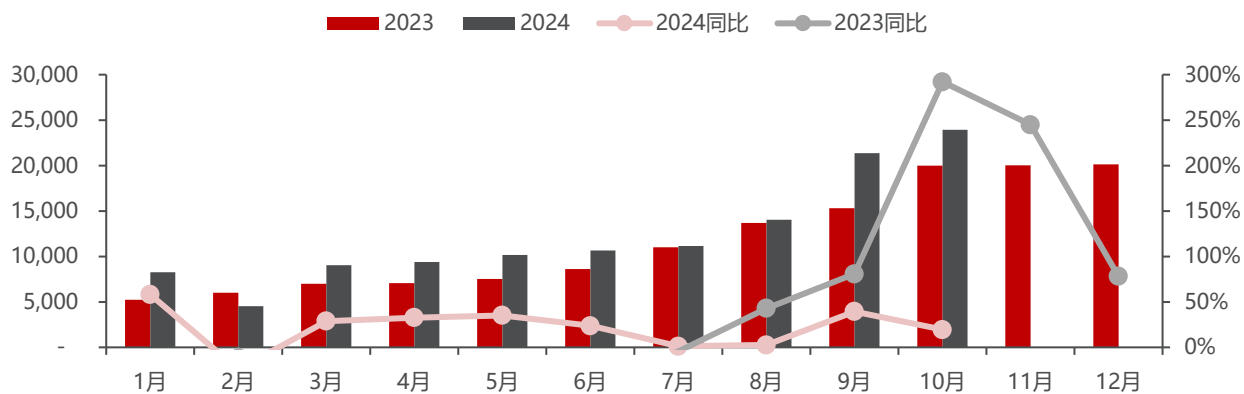
➤ **风险提示：**汽车行业景气度不及预期；电动汽车渗透不及预期；市场及渠道拓展不及预期；市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,676	41,315	96,672	126,146
(+/-)(%)	14.2	34.7	134.0	30.5
归母净利润	-10,376	-5,433	-935	5,575
(+/-)(%)	-13.5	47.6	82.8	696.3
EPS	-5.46	-2.86	-0.49	2.94
P/E	-	-	-	16
P/B	2.4	2.8	2.9	2.5

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 11 月 20 日收盘价, 汇率 1HKD=0.92RMB)

图1: 小鹏交付量及增速 (辆, %)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	54,522	57,072	88,522	112,671
现金及现金等价物	21,127	23,964	30,223	40,659
应收账款及票据	2,716	3,443	8,056	10,512
存货	5,526	6,319	14,570	18,163
其他	25,152	23,346	35,673	43,336
非流动资产合计	29,641	29,684	29,722	29,757
固定资产	10,954	10,976	10,995	11,011
商誉及无形资产	6,405	6,426	6,446	6,465
其他	12,282	12,282	12,282	12,282
资产合计	84,163	86,756	118,244	142,428
流动负债合计	36,112	44,202	76,626	95,234
短期借贷	5,287	8,287	5,287	5,287
应付账款及票据	22,210	24,306	47,074	55,887
其他	8,614	11,609	24,265	34,060
非流动负债合计	11,722	11,658	11,658	11,658
长期借贷	6,428	6,428	6,428	6,428
其他	5,294	5,230	5,230	5,230
负债合计	47,834	55,860	88,284	106,892
普通股股本	0	0	0	0
储备	36,328	30,895	29,960	35,536
归属母公司股东权益	36,329	30,895	29,960	35,536
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	36,329	30,895	29,960	35,536
负债和股东权益合计	84,163	86,756	118,244	142,428

现金流量表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	956	2,017	11,705	12,853
净利润	-10,376	-5,433	-935	5,575
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	2,107	2,107	2,111	2,115
营运资金变动及其他	9,225	5,343	10,529	5,162
投资活动现金流	631	-1,884	-2,150	-2,150
资本支出	-2,312	-2,150	-2,150	-2,150
其他投资	2,943	266	0	0
筹资活动现金流	8,015	2,704	-3,296	-266
借款增加	2,996	3,000	-3,000	0
普通股增加	5,020	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	-296	-296	-266
现金净增加额	9,588	2,837	6,259	10,436

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

利润表(百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30,676	41,315	96,672	126,146
其他收入	0	0	0	0
营业成本	30,225	35,000	80,698	100,597
销售及管理费用	6,559	6,569	7,734	8,830
研发费用	5,277	6,404	10,151	11,984
财务费用	-991	-926	-983	-1,138
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-1	331	0	0
除税前利润	-10,394	-5,401	-928	5,874
所得税	37	27	3	294
净利润	-10,431	-5,428	-930	5,580
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-10,376	-5,433	-935	5,575
EBIT	-11,385	-6,327	-1,910	4,736
EBITDA	-9,278	-4,220	201	6,851
EPS(元)	-5.46	-2.86	-0.49	2.94

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	14.23	34.68	133.99	30.49
归属母公司净利润	-13.53	47.64	82.79	696.27
盈利能力(%)				
毛利率	1.47	15.28	16.52	20.25
净利率	-33.82	-13.15	-0.97	4.42
ROE	-28.56	-17.59	-3.12	15.69
ROIC	-23.78	-13.94	-4.60	9.52
偿债能力				
资产负债率(%)	56.84	64.39	74.66	75.05
净负债比率(%)	-25.91	-29.93	-61.77	-81.45
流动比率	1.51	1.29	1.16	1.18
速动比率	0.78	0.75	0.68	0.72
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.48	0.94	0.97
应收账款周转率	9.31	13.42	16.81	13.59
应付账款周转率	1.66	1.50	2.26	1.95
每股指标(元)				
每股收益	-5.46	-2.86	-0.49	2.94
每股经营现金流	0.50	1.06	6.16	6.77
每股净资产	19.13	16.27	15.78	18.71
估值比率				
P/E	-	-	-	16
P/B	2.4	2.8	2.9	2.5
EV/EBITDA	-9.82	-21.59	453.04	13.30

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026