

汽车

2024 年 11 月 25 日

小鹏汽车-W (09868)

——三季报符合预期，毛利率稳步改善

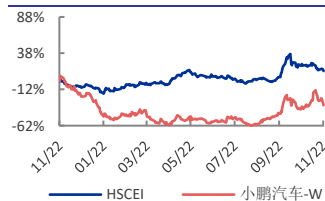
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2024 年 11 月 22 日

收盘价 (港币)	45.20
恒生中国企业指数	6887.05
52 周最高/最低 (港币)	74.30/25.50
H 股市值 (亿港元)	858.43
流通 H 股 (百万股)	1,550.48
汇率 (人民币/港币)	1.0818

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
戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com

研究支持

邵翼 A0230123090002
shaoyi@swsresearch.com

联系人

邵翼
(8621)23297818×
shaoyi@swsresearch.com

投资要点：11 月 19 日公司披露 2024 年三季报，前三季度实现总销量 9.9 万辆，同比+21.0%；总收入 247.6 亿元，同比+40.5%；毛利率 14.2%，同比+16.3pct；归母净利润-44.6 亿元，同比减亏 45.7 亿元。24Q3 实现总销量 4.7 万辆，同/环比+16.3/54.0%；总收入 101.0 亿元，同/环比+18.4/24.5%；毛利率 15.3%，同/环比+17.9/1.3pct；归母净利润-18.1 亿元，同/环比减亏 20.8/-5.2 亿元。小鹏汽车三季报业绩符合预期，毛利率稳步改善。

- **重磅新车发布，带动销量快速增长。**8 月 27 日小鹏 MONA M03 上市即交付，将智驾下放至 10-15 万元价格段，凭借出色的产品力及性价比取得优秀订单，上市 48 小时大定数量超过 3 万台，上市 72 小时大定数量接近 5 万。同时随供应链的充分准备及提前生产，上市后第一个完整月实现破万销量，带动整体三季度销量环比大幅增长。由于 MONA M03 产品定价低，且三季度叠加 X9 等车型限时优惠，单车收入 18.9 万元，同/环比-3.6/-16.3%。
- **持续推进降本，三季度盈利能力进一步改善。**三季度单车收入下降，但汽车销售毛利率由二季度的 6.4%提升至 8.6%，环比+2.2pct，主要系公司持续推进降本，供应链成本下降，叠加三季度销量环比快速增长，产能利用率进一步提升所致。服务收入由 12.9 亿元提升至 13.1 亿元，环比+1.1%，毛利率由 54.0%提升至 60.0%，环比+6.0pct，主要系 7 月 22 日，小鹏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，该合作于第三季度开始收取技术授权费，带动三季度服务收入毛利率进一步提升。**汽车销售及服务收入毛利率同步提升下，整体毛利率环比快速提升。**
- **新车型周期开启，销量增长潜力显著。**小鹏汽车于 11 月 7 日推出纯电轿车车型 P7+，开售 12 分钟大定突破一万台，预售开启 1 小时 48 分钟，订单已突破 30000 台。P7+是降本后的首款车型，该车型实现高销量的同时有望保持强盈利能力，后续技术方案有望迁移至现有车型的 25 款改款，技术方案的迁移也有望带动整体车型盈利能力跃升。Q4 公司季度交付指引 8.7-9.1 万辆，实现总营收 153-162 亿元，季度交付指引创新高。
- **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，在欧洲多国及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，三季度海外销量环比增长 70%，占公司总销量 15%，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。**公司新车销量强劲，对外合作及内部改革进度超预期，盈利能力大幅增强，我们上调 24-26 营业收入由 382/627/812 亿元至 408/789/1013 亿元；上调 24-26 年归母净利润由-62/-12/+4 亿元至-59/-9/+15 亿元，**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	40,831	78,922	101,347
同比增长率 (%)	28	14	33	93	28
归母净利润 (百万元)	-9,139	-10,376	-5,911	-931	1,476
同比增长率 (%)	-88	-14	43	84	258
每股收益 (元/股)	-4.84	-5.50	-3.13	-0.49	0.78
净资产收益率 (%)	-23	-28	-18	-3	5
市净率	2.2	2.2	2.7	2.8	2.6

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



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	40,831	78,922	101,347
主营业务收入	26,855	30,676	40,831	78,922	101,347
营业总支出	35,670	42,060	47,443	80,940	101,618
营业成本	23,767	30,225	34,922	65,499	83,376
营业开支	11,903	5,277	12,522	15,441	18,242
营业利润	-8,815	-11,384	-6,612	-2,018	-271
净利息支出	-927	-991	-798	-1,187	-1,849
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	-5,913	-931	1,478
非经常项目损益	0	29	0	0	0
除税前利润	-9,118	-10,394	-5,913	-931	1,478
所得税	25	37	-3	1	2
少数股东损益	0	0	0	0	0
持续经营净利润	-9,143	-10,431	-5,910	-932	1,476
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	-5,911	-931	1,476
EPS（最新股本摊薄）	-4.84	-5.50	-3.13	-0.49	0.78

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	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@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。

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。