

小鹏汽车 (XPEV US, 买入, 目标价: US\$16.70)

买入

持有

卖出

目标价: US\$16.70 当前股价: US\$12.29

股价上行/下行空间 +36%

52 周最高/最低价 (US\$) 18.74/6.55

市值 (US\$mn) 11,638

当前发行数量(百万股) 947

三个月平均日交易额 (US\$mn) 174

流通盘占比 (%) 80

主要股东 (%)

Simplicity 17

Respect Holding 1

按 2024 年 11 月 21 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	持有	↑
目标价 (US\$)	16.70	7.70	117%
2024E EPS (RMB)	(5.30)	(6.22)	15%
2025E EPS (RMB)	(0.64)	(5.05)	87%
2026E EPS (RMB)	1.83	(0.59)	409%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2024E	2025E
营收 (RMBmn)	41,524 (-2%)	69,921 (+9%)
EPS (RMB)	(4.47) (-19%)	(2.28) (+72%)

注: 所示市场预测来源于 FactSet。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

“大产品周期+AI” 构筑核心竞争力，上调至买入评级

- 3Q24 汽车销售毛利率环比增长 2.6 个百分点，M03 和 P7+共同开启大产品周期。
- 2025 年将发布 4 款新车并开始采用“鲲鹏超级电动系统”，三季度海外市场销售环比增长 70%，占总销售额 15%。
- 上调目标至 16.70 美元 (1.5 倍 2025 年 P/S)，上调至“买入”评级。

3Q24 毛利率环比显著增长，大产品周期到来：根据小鹏汽车 3Q24 财报，得益于 MONA M03 上市后的良好市场反馈及产能的迅速提升，小鹏在三季度实现收入人民币 101.0 亿元，其中汽车销售收入 88.0 亿元，环比增长 29.0%。基于财报中披露的三季度交付量，我们测算小鹏 3Q24 单车收入为人民币 18.9 万元，环比下降约 2.6 万元，主要由于低价 M03 车型交付占比提升所致。然而，即使平均单车收入下滑，当季汽车销售毛利率仍环比增长 2.6 个百分点至 8.6%，主要受益于 1) 技改带来的降本效应逐步显现；2) 海外市场扩张（3Q24 海外收入占比 15%）和 3) 销量提升带来的规模效应。随着小鹏 P7+在 11 月上市后市场反响良好（大定 3 小时突破 3 万台），我们预计 M03 和 P7+两款车型有望在未来 1-2 个季度为小鹏带来每月至少 2 万台以上的销量。叠加目前原有车型近 1 万台的月销量，我们看好小鹏未来 6 个月销量将持续超过 3 万台，标志着小鹏的大产品周期已经到来。

AI 体系构筑核心竞争力，海外市场持续拓展：根据 2024 年 11 月 6 日小鹏 AI 科技日发布内容，小鹏已经构建起 AI 汽车业务，以图灵 AI 智驾体系和天玑 AIOS 为核心的小鹏 AI 体系，我们认为这将成为公司未来发展的核心竞争力。AI 汽车业务发布全新动力技术方案“小鹏鲲鹏超级电动系统”，意味着同一款车实现超级电动和纯电两种驱动模式，即“一车双能”。管理层在业绩会上表示，2025 年小鹏将推出 4 款新车，其中两款全新车型将采用“鲲鹏”系统，届时将进一步丰富小鹏的产品矩阵。图灵 AI 智驾体系以 AI 大模型为核心，涵盖了自研的云端和车端大模型、面向大模型开发的 AI 芯片和底层架构。目前，小鹏已经在 P7+实现了纯视觉体系下的城市 NOA 功能，未来将进一步依靠图灵 AI 智驾来提升车端智驾上限。另一方面，小鹏在海外市场拓展顺利，3Q24 海外收入环比增长 70%，占总销售额的 15%。目前 G6 和 G9 的左右舵车型均已顺利出海，明年预计 X9 国际版也将上市。小鹏海外销量的增长将进一步助力公司提高毛利率水平。

上调至“买入”评级，目标价调整至 16.70 美元：基于 M03 和 P7+两款车型的热销以及明年多款新车待上市，我们上调公司 2025-26 年的新车销量预测至 40.9/53.2 万辆，并相应上调同期收入预测至人民币 760/983 亿元。我们预计随着技术降本的效果持续显现以及规模优势，小鹏的毛利率将在 2025-26 年改善至 15.3%/18.5%。我们预测小鹏的归母净利润将在 2025 年收窄至 10.5 亿元，并于 2026 年转为盈利。我们采用 1.5 倍 2025 年 P/S 对小鹏进行估值，得到最新目标价为 16.70 美元，上调至“买入”评级。

风险提示：中国新能源汽车销量不及预期；自动驾驶落地进展不及预期；新车销量不及预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	26,855	30,676	40,816	75,993	98,296
息税前利润 (RMBmn)	(8,706)	(10,889)	(6,410)	(2,156)	222
归母净利润 (RMBmn)	(8,428)	(9,444)	(5,019)	(604)	1,733
每股收益 (RMB)	(9.84)	(10.85)	(5.30)	(0.64)	1.83
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	48.4

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

研究团队

王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

图表 1: 小鹏汽车主要季度财务数据

(人民币 百万元)	2Q23A	3Q23A	9M23A	2Q24A	3Q24A	9M24A
营业收入	5,063	8,530	17,626	8,111	10,101	24,761
同比	-31.9%	25.0%	18.8%	60.2%	18.4%	40.5%
环比	25.5%	68.5%	N/A	23.9%	24.5%	N/A
毛利润	-197	-228	-358	1136	1,541	3,521
同比	-124.4%	-124.7%	-113.6%	675.4%	N/A	N/A
环比	-394.5%	15.5%	N/A	34.6%	35.7%	N/A
毛利率	-3.9%	-2.7%	-2.0%	14.0%	15.3%	14.2%
研发费用	1,367	1,306	3,969	1,467	1,633	4,450
同比	8.1%	12.9%	0.4%	7.3%	7.3%	5.8%
环比	5.5%	-4.5%	N/A	8.6%	8.6%	N/A
销售及管理费用	1,544	1,692	4,622	1,574	1,633	4,595
同比	-7.3%	-4.0%	6.3%	1.9%	1.9%	1.1%
环比	11.3%	9.6%	N/A	13.3%	13.3%	N/A
归母净利润	-2,805	-3,887	-9,028	-1,285	-1,807	-4,460
同比	-3.8%	-63.6%	-33.2%	54.2%	54.2%	48.4%
环比	-20.0%	-38.6%	N/A	6.1%	6.1%	N/A
Non-GAAP 归母净利润	-2,670	-2,790	-7,673	-1,220	-1,532	-4,160
同比	-8.3%	-25.5%	-23.4%	54.3%	54.3%	46.2%
环比	-20.7%	-4.5%	N/A	13.4%	13.4%	N/A

资料来源: 公司公告

盈利预测

小鹏 3Q24 财报中指引 4Q24 的交付量为 87,000 至 91,000 辆，对应收入在人民币 153 亿元至 162 亿元之间，我们据此调整 2024 年的营业收入和交付量预测。基于 M03 和 P7+两款车型的热销以及明年多款新车待上市，我们上调公司 2025-26 年的新车销量预测至 40.9/53.2 万辆，并相应上调同期收入预测至人民币 760/983 亿元。我们预计随着技术降本的效果持续显现以及规模优势，小鹏的毛利率将在 2025-26 年改善至 15.3%/17.8%。我们预测小鹏的归母净亏损将在 2025 年收窄至 10.5 亿元，并于 2026 年实现盈利。

图表 2: 核心盈利预测变化

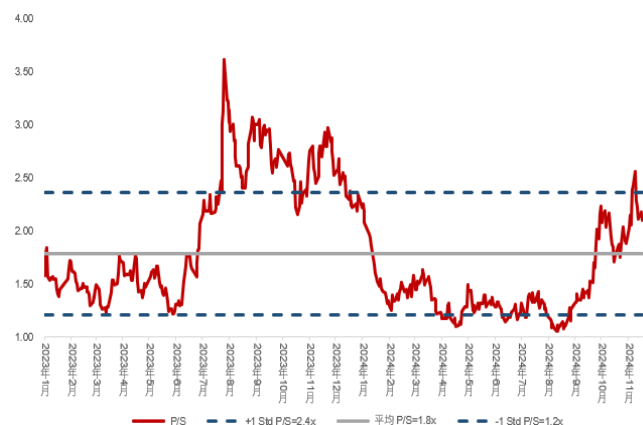
单位: 百万元	调整后			调整前			变动		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	40,816	75,993	98,296	36,707	48,389	60,041	11.2%	57.0%	63.7%
毛利润	5,712	11,643	17,475	4,737	6,402	9,827	20.6%	81.9%	77.8%
毛利率	14.0%	15.3%	17.8%	12.9%	13.2%	16.4%	1.1ppts	2.1ppts	1.5ppts
研发费用	6,326	7,599	9,338	6,515	7,258	7,205	-2.9%	4.7%	29.6%
销售及管理费用	6,286	6,839	8,355	5,653	5,807	5,704	11.2%	17.8%	46.5%
归母净利润	-5,539	-1,054	1,283	-5,432	-4,416	-517	2.0%	-76.1%	-348.2%
每 ADS 收益 (元)	-5.85	-1.11	1.35	-6.27	-5.10	-0.60	-6.8%	-78.2%	-326.9%
Non-GAAP 净利润	-5,019	-604	1,733	-5,382	-4,375	-512	-6.7%	-86.2%	-438.3%
Non-GAAP 每 ADS 收益 (元)	-5.30	-0.64	1.83	-6.22	-5.05	-0.59	-14.7%	-87.4%	-409.3%
预计交付量 (辆)	187,561	409,000	532,000	162,236	253,969	311,805	15.6%	61.0%	70.6%

资料来源: 华兴证券预测

估值

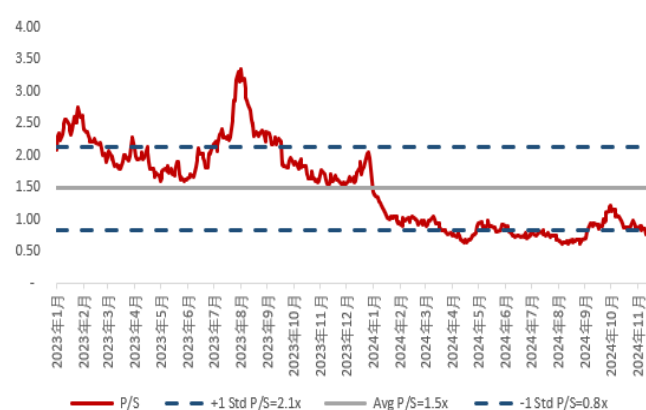
我们将小鹏的估值基准年份更新至 2025 年，并采取 1.5 倍 2025 年 P/S 对其进行估值，得到目标价为 16.70 美元（对应 2.8 倍 2024 年 P/S）。由于新势力厂商的经营情况在近几年变化较大，目前仍没有形成稳定的销量或市场竞争格局，因此我们将小鹏汽车、蔚来汽车和理想汽车的远期 P/S 估值表参考起始日期更新至 2023 年，以反映更新的市场交易情况。我们认为小鹏目前理应享有更高估值的理由是：1）公司处于大产品周期的初始阶段，明年销量和收入将迎来快速增长，并预期公司的财务状况不断改善，2）以 AI 为核心构建的产品生态将成为其核心竞争力，有望在远期不断拉开与竞争对手的差距，3）海外销量快速增长，在新势力厂商中表现亮眼。综上，我们上调小鹏的评级至“买入”（原为“持有”）。

图表 3:小鹏汽车--远期 P/S 估值表 (2023 年 1 月至今)



资料来源：Wind，华兴证券

图表 4:蔚来汽车--远期 P/S 估值表 (2023 年 1 月至今)



资料来源：Wind，华兴证券

图表 5:理想汽车--远期 P/S 估值表 (2023 年 1 月至今)



资料来源：Wind，华兴证券

图表 6: 可比公司估值表

公司	股票代码	当前股价	当前市值 (亿美元)	营业收入 (当地货币, 百万)			P/S(x)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
蔚来汽车	NIO US	4.70	97	71,121	98,377	119,230	1.0	0.7	0.6
理想汽车	LI US	22.60	240	145,464	177,140	207,881	1.2	1.0	0.8
特斯拉	TSLA US	339.64	10,903	98,873	117,177	140,120	11.0	9.3	7.8
平均值			3,747	309,489	373,064	445,326	4.4	3.7	3.1
小鹏汽车	XPEV US	12.29	117	40,816	75,993	98,296	2.1	1.1	0.9

注：1) 收盘价截至 2024 年 11 月 21 日，2) 采用人民币兑美元汇率 7.2 计算。营业收入中特斯拉货币单位为美元，其余为人民币。

资料来源：Wind，华兴证券预测

风险提示

- **新能源汽车销量不及预期：**随着传统车企纷纷入局、二线新势力车企逐步发力，国内新能源汽车行业的竞争加剧。叠加国家政策变动风险，可能导致公司新能源汽车销量不及预期，对营收产生不利影响。
- **自动驾驶落地进展不及预期：**汽车智能化趋势使得技术创新对新势力车企至关重要。小鹏汽车的自动驾驶软件 XPILOT 3.0 已开启商业化收费模式，且公司持续投资自动驾驶技术以保持行业竞争力。但受研发工作不确定的影响，若无法按预期产生相应收益，或未能跟上行业科技发展，则竞争力将有所下降。同时，自动驾驶软件渗透率受到客户喜好、市场推广等多方面因素的影响，若自动驾驶落地进展不及预期，则将对公司营收产生不利影响。
- **新车销量不及预期：**公司计划于 2025 年发布 4 款新车，包括 2 款全新车型。由于目前新能源汽车市场竞争愈发激烈，未来新车是否能成功获得市场认可仍存在很大不确定性，若小鹏明年新车销量低于预期则可能对其收入产生不利影响。

附：财务报表

年结: 12月
 利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
汽车销售	28,011	35,898	70,091	22,803
服务收入	2,665	4,918	5,902	1,445
营业收入	30,676	40,816	75,993	98,296
营业成本	(30,225)	(35,104)	(64,350)	(80,821)
毛利润	451	5,712	11,643	17,475
管理及销售费用	(11,370)	(12,162)	(13,839)	(17,293)
其中：研发支出	(5,277)	(6,326)	(7,599)	(9,338)
息税前利润	(10,889)	(6,410)	(2,156)	222
息税折旧及摊销前利润	(9,697)	(4,875)	(378)	2,339
利息收入	1,260	1,500	1,594	1,500
利息支出	(269)	(296)	(218)	(196)
税前利润	(10,394)	(5,579)	(1,134)	1,183
所得税	(37)	40	(80)	(100)
净利润	(10,376)	(5,539)	(1,054)	1,283
调整后净利润	(9,444)	(5,019)	(604)	1,733
基本每股收益 (RMB)	(11.92)	(5.85)	(1.11)	1.35
稀释每股调整收益 (RMB)	(10.85)	(5.30)	(0.64)	1.83

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	54,522	47,971	45,423	47,102
货币资金	21,127	11,134	4,464	3,013
应收账款	4,598	5,744	8,037	8,514
存货	5,526	6,079	6,687	7,355
其他流动资产	0	301	361	434
非流动资产	29,641	32,222	33,515	35,041
固定资产	10,954	12,050	13,255	14,580
无形资产	7,738	8,868	9,014	9,168
商誉	0	0	0	0
其他	10,948	11,304	11,246	11,293
资产	84,163	80,192	78,939	82,144
流动负债	36,112	32,147	34,488	37,020
短期借款	1,364	1,500	1,650	1,815
预收账款	0	0	0	1
应付账款	22,210	17,370	18,238	19,150
长期借款	5,651	6,569	5,255	4,204
非流动负债	6,072	6,867	6,345	7,160
负债	47,834	45,583	46,088	48,384
股份	0	0	0	0
资本公积	70,198	71,036	71,746	72,464
未分配利润	1,831	2,014	2,215	2,658
归属于母公司所有者权益	36,329	34,610	32,851	33,759
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	84,163	80,192	78,939	82,144

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	(10,376)	(5,539)	(1,054)	1,283
折旧摊销	1,192	1,535	1,777	2,117
利息（收入）/支出	991	1,204	1,376	1,304
其他非现金科目	258	362	398	438
其他	(991)	(1,204)	(1,376)	(1,304)
营运资本变动	10,008	(530)	(1,251)	1,626
经营活动产生的现金流量	1,083	(4,172)	(130)	5,463
资本支出	(2,156)	(2,803)	(2,888)	(3,145)
收购及投资	(8,218)	(7,396)	(7,396)	(7,396)
处置固定资产及投资	9,680	5,041	5,041	5,041
其他	165	182	200	220
投资活动产生的现金流量	(529)	(4,977)	(5,044)	(5,281)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	1,626	(1,485)	(1,636)	(1,773)
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	4,803	100	100	100
筹资活动产生的现金流量	6,429	(1,385)	(1,536)	(1,673)
现金及现金等价物净增加额	7,022	(10,495)	(6,670)	(1,451)
自由现金流	(1,074)	(6,976)	(3,018)	2,318

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
新车交付量 (辆)	142,665	187,561	409,000	532,000

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	14.2	33.1	86.2	29.3
毛利润	(85.4)	1,166.1	103.8	50.1
息税折旧及摊销前利润	(23.4)	49.7	92.2	718.4
净利润	(13.5)	46.6	81.0	221.7
调整后净利润	(12.1)	46.9	88.0	387.0
稀释每股调整收益	(11.7)	50.9	81.0	221.7
调整后稀释每股调整收益	(10.3)	51.1	88.0	387.0
盈利率 (%)				
毛利率	1.5	14.0	15.3	17.8
息税折旧摊销前利润率	(31.6)	(11.9)	(0.5)	2.4
息税前利润率	(35.5)	(15.7)	(2.8)	0.2
净利率	(33.8)	(13.6)	(1.4)	1.3
调整后净利率	(30.8)	(12.3)	(0.8)	1.8
净资产收益率	(28.6)	(16.0)	(3.2)	3.8
总资产收益率	(12.3)	(6.9)	(1.3)	1.6
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.5	1.5	1.3	1.3
速动比率	1.4	1.3	1.1	1.1
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	N/A	N/A	48.4
市净率	4.5	4.8	5.2	5.1
市销率	2.7	2.1	1.1	0.9

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。