



小鹏汽车-W (09868.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

小鹏汽车 24Q4 及 24 全年财报点评： 整体符合预期，新车周期引领经营向上 业绩点评：

3月18日，小鹏汽车公布24Q4及24全年财报：

1、营收：24Q4，小鹏交付汽车91507辆，同/环比+52.1%/+96.6%，Q4营收161.1亿元，同/环比+23.4%/+59.5%。其中汽车业务营收146.7亿元，同/环比+20%/+66.7%；服务及其他业务营收14.3亿元，同/环比+74%/+9.2%。我们计算Q4单车ASP 16万元，同/环比-21.1%/-15.2%。24年全年，公司累计交付19万辆，同比+34.2%；营收408.7亿元，同比+33.2%，我们计算全年单车ASP 18.9万元，同比-4.7%。

2、费用：Q4研发/SGNA费用分别为20.1/22.8亿元，研发/SGNA费用率分别为12.5%/14.2%，环比-3.7pct/-2.0pct。

3、利润：Q4毛利率14.4%，同/环比+8.2pct/-0.9pct；其中汽车业务毛利率10%，同/环比+6pct/+1.4pct；其他及服务业务毛利率59.6%，同/环比+21.4pct/-0.5pct。Q4归母净亏损13.3元，同比基本持平；归母净利率-8.3%，同/环比+2.1pct/+9.7pct。我们计算Q4单车净亏损1.5万元，同环比大幅缩窄。24年全年，公司毛利率14.3%，同比+12.8pct；归母净亏损-58亿元，同比缩窄一半，归母净利率-14.2%，同比+19.7pct。

经营分析与展望：

1、整体符合预期、汽车业务毛利率略超预期。1) 毛利：环比下滑来自业务结构变化，Q4公司销量大增拉动汽车业务营收环比大涨，拉低整体毛利率，属正常现象；但是得益于规模效应放量及结构性改善，汽车业务毛利率回归10%，P7+毛利率在降本后较高，因而我们预计M03毛利率或超预期，其热销稀释毛利较低的G6/P7i等车型占比。2) 因而受车型结构变化影响，Q4公司M03交付占比相对Q3环比再提升，ASP下滑亦为正常现象。

2、展望25年：ASP于Q1触底、车型换代下毛利率将持续好转。1) 25年是公司新车大年：25年公司上市G7，并在年底增加增程新车和改款，新车周期强劲；2) 公司ASP将回暖：公司ASP受M03交付比例影响，Q2起G7上市、G6/G9改款交付，交付结构将持续改善稀释M03占比，公司ASP将触底反弹；3) 毛利率将持续恢复：公司已经通过换代，在原本低毛利甚至负毛利的G6/G9上推出改款，普及了降本方案，成本大幅下降，预计毛利率将有改善，G7/增程上市将进一步优化毛利率。

3、前沿技术布局深厚，后续竞争抢占先机。公司智驾技术&布局领先，人形机器人&Robotaxi持续推进，领先其他主机厂。

盈利预测、估值和评级

小鹏汽车作为国内智驾头部车企，基本面改善明显，前沿技术布局最为领先；我们预计公司25/26/27年销量为46.9/80.2/96.1万辆，营收937.1/1472.8/1697.2亿，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)
yaoy@gjzq.com.cn

市价 (港币)：95.100元

相关报告：

- 《小鹏汽车-W (09868.HK) Q2财报点评：毛利略超预期，...》，2024.8.21
- 《小鹏汽车-W Q1财报点评：技术合作拉动毛利超预期，新车周期...》，2024.5.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,676	40,866	93,714	147,280	169,719
营业收入增长率	14.23%	33.22%	129.32%	57.16%	15.24%
归母净利润(百万元)	-10,376	-5,790	481	4,634	8,697
归母净利润增长率	-13.53%	44.19%	108.30%	863.69%	87.69%
摊薄每股收益(元)	-5.46	-3.05	0.25	2.44	4.58
每股经营性现金流净额	0.51	0.00	2.77	9.65	-21.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	-28.56%	-18.51%	1.51%	12.73%	19.29%
P/E	-10.39	-15.31	370.52	38.45	20.49
P/B	2.94	2.83	5.61	4.90	3.95

来源：小鹏汽车年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	26,855	30,676	40,866	93,714	147,280	169,719	货币资金	14,608	21,127	18,586	23,829	42,370	1,807
增长率	28.0%	14.2%	33.2%	129.3%	57.2%	15.2%	应收款项	7,681	7,100	8,187	20,929	31,420	34,509
主营业务成本	23,767	30,225	35,021	78,497	124,269	138,386	存货	4,521	5,526	5,563	13,083	20,711	23,064
%销售收入	88.5%	98.5%	85.7%	83.8%	84.4%	81.5%	其他流动资产	16,718	20,768	17,399	15,089	15,892	13,683
毛利	3,088	451	5,846	15,217	23,011	31,332	流动资产	43,527	54,522	49,736	72,930	110,393	73,063
%销售收入	11.5%	1.5%	14.3%	16.2%	15.6%	18.5%	%总资产	60.9%	64.8%	60.1%	66.5%	73.2%	63.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	10,607	10,954	11,522	12,246	12,898	12,884
销售费用	5,029	0	0	7,029	8,100	9,165	%总资产	14.8%	13.0%	13.9%	11.2%	8.6%	11.3%
%销售收入	18.7%	0.0%	0.0%	7.5%	5.5%	5.4%	无形资产	2,998	6,405	5,872	6,872	7,872	8,872
管理费用	1,659	0	0	0	0	0	非流动资产	27,964	29,641	32,970	36,694	40,346	41,332
%销售收入	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	%总资产	39.1%	35.2%	39.9%	33.5%	26.8%	36.1%
研发费用	5,215	5,277	6,457	8,528	10,899	12,389	资产总计	71,491	84,163	82,706	109,624	150,739	114,396
%销售收入	19.4%	17.2%	15.8%	9.1%	7.4%	7.3%	短期借款	3,309	5,287	6,510	9,510	12,510	12,510
息税前利润 (EBIT)	-10,045	-11,385	-6,862	363	4,983	10,521	应付款项	14,223	22,210	23,080	32,707	51,779	0
%销售收入	-37.4%	-37.1%	-16.8%	0.4%	3.4%	6.2%	其他流动负债	6,583	8,614	10,275	22,585	35,494	40,732
财务费用	-927	-991	-1,031	-152	272	255	流动负债	24,115	36,112	39,865	64,802	99,783	53,242
%销售收入	-3.5%	-3.2%	-2.5%	-0.2%	0.2%	0.2%	长期贷款	5,411	6,428	6,442	7,942	9,442	10,942
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	5,055	5,294	5,124	5,124	5,124	5,124
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	34,580	47,834	51,431	77,868	114,349	69,309
营业利润	-8,815	-11,384	-7,482	-340	4,012	9,778	普通股股东权益	36,911	36,329	31,275	31,756	36,390	45,087
营业利润率	-32.8%	-37.1%	-18.3%	-0.4%	2.7%	5.8%	其中：股本	0	0	0	0	0	0
营业外收支							未分配利润	35,367	34,498	29,181	29,662	34,296	42,993
税前利润	-9,118	-10,394	-5,831	515	4,710	10,266	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
利润率	-34.0%	-33.9%	-14.3%	0.5%	3.2%	6.0%	负债股东权益合计	71,491	84,163	82,706	109,624	150,739	114,396
所得税	25	37	-70	5	47	1,540	比率分析						
所得税率	-0.3%	-0.4%	1.2%	1.0%	1.0%	15.0%		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-9,143	-10,431	-5,761	510	4,663	8,726	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	-5.34	-5.96	-3.06	0.25	2.44	4.58
归属于母公司的净利润	-9,139	-10,376	-5,790	481	4,634	8,697	每股净资产	21.39	19.25	16.46	16.71	19.15	23.72
净利率	n.a	n.a	n.a	0.5%	3.1%	5.1%	每股经营现金净流	-4.77	0.51	0.00	2.77	9.65	-21.86
							每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
							回报率						
							净资产收益率	-24.76%	-28.56%	-18.51%	1.51%	12.73%	19.29%
							总资产收益率	-12.78%	-12.33%	-7.00%	0.44%	3.07%	7.60%
							投入资本收益率	-22.07%	-23.78%	-15.33%	0.73%	8.45%	13.05%
							增长率						
							主营业务收入增长率	27.95%	14.23%	33.22%	129.32%	57.16%	15.24%
							EBIT 增长率	-81.82%	-13.34%	39.73%	105.29%	1271.81%	111.16%
							净利润增长率	-87.92%	-13.53%	44.19%	108.30%	863.69%	87.69%
							总资产增长率	8.90%	17.72%	-1.73%	32.55%	37.51%	-24.11%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	43.9	38.7	22.8	28.7	39.3	44.8
							存货周转天数	54.4	59.8	57.0	42.8	49.0	56.9
							应付账款周转天数	201.3	217.0	232.8	127.9	122.4	67.3
							固定资产周转天数	107.5	126.5	99.0	45.7	30.7	27.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-2.26%	-11.33%	-1.63%	-3.94%	-42.03%	59.37%
							EBIT 利息保障倍数	-76.0	-42.4	-19.9	1.7	18.3	41.3
							资产负债率	48.37%	56.84%	62.19%	71.03%	75.86%	60.59%

来源：小鹏汽车年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究