

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

小鹏汽车 (9868 HK)

多因素致七月销量环比下降, G9发布及上市是关键

- 7月小鹏汽车交付1.2万辆, 受多重因素影响, 环比-24.7%
- 旗舰SUV小鹏G9即将上市, 800高压+Xpilot 4.0实力强劲
- G9决定基本面趋势, 维持增持评级, 港股/美股目标价167港元/43美元

7月交付1.2万辆, 多因素致环比减少

1) 交付: 7月小鹏汽车交付1.2万辆, 同比+43.3%, 环比-24.7%, 环比减少体现: a) 部分地区的新能源车优惠补贴截止6月底, 透支了部分7月销量; b) 中高端新能源车品牌增多, 市场竞争加剧; c) 7月淡季, 销量月度之间存在正常季节性波动。从产品结构来看, 7月P7/P5/G3i分别交付6.4千/3.6千/1.5千辆, 环比-20.5%/-35.5%/-8.1%。1-7月累计交付8万辆, 同比+107.6%, 其中小鹏P7/P5/G3i分别交付4.2万/2.7万/1.2万辆。历史累计交付量近22万辆, 在中国新势力中位列第一。2) 排名: 公司7月交付量为中国造车新势力第三名, 其中哪吒/零跑/小鹏/理想/蔚来分别交付1.4万/1.2万/1.2万/1.1万/1万辆, 环比分别+6.7%/+7%/-24.7%/-20%/-22.4%。

短期购车优惠, 促进淡季销量增长

公司7月中旬提供定金抵尾款的购车优惠, 减免5千-1万元, 并且给予3千-1万元的选装权益, 持续至7月31日(见图7); 根据我们的渠道调研, 部分政策目前仍有效。8月是行业淡季, 预计公司8月仍维持优惠促销。终端购车优惠原因: 1) 部分地区的新能源优惠6月截止, 对7月销量有透支效应, 公司提供优惠利于平滑消费者购车成本。2) 中高端新能源车品牌电动车供给增多, 市场竞争加剧, 行业淡季期间表现尤为明显。3) 以短期优惠的形式促销, 灵活度高, 提高订单深度。

G9是下半年技术最领先的纯电动车

G9将于8月开放预订, 9月正式上市。根据汽车媒体解读: 1) G9包含单电机和双电机两个版本, 均搭载98kWh的三元电池组, 续航分别为702公里/650公里(P7续航480-706公里, P5续航450-600公里), 续航区间较P7/P5上移。2) 全球首款800V高压平台车型, 估计高压快充功率达480kW, 实现充电5分钟续航200公里, 高压快充+长续航将极大缓解里程焦虑。3) 搭载两颗英伟达OrinX智能驾驶芯片, 算力508TOPS, 首搭XPilot 4.0, 智能驾驶水平再升级。4) 搭载31颗传感器, 包括2颗激光雷达, 5颗毫米波雷达, 12颗超声波雷达, 和12颗摄像头, 数量与P5相同。

G9上市和交付有望成为股价催化剂

预计8月淡季公司整体销售平稳, 同时面临中报压力。重点关注8月份G9的产品发布展示的市场竞争力, 以及9月交付情况体现市场接受度, 两者有望成为公司的股价催化剂。给予6.5x 2022E P/S估值, 对应港股/美股目标价167港元/43美元。风险因素: 行业景气度低于预期。

财务数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业额(人民币百万元)	5,844	20,988	37,660	72,374	99,242
同比增长(%)	151.8%	259.1%	79.4%	92.2%	37.1%
净利润(人民币百万元)	-4,890	-4,863	-7,783	-5,140	-1,359
同比增长(%)	5.3%	-0.5%	60.0%	-34.0%	-73.6%
每股盈利(人民币)	-6.48	-2.96	-4.54	-3.00	-0.79
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(X)	n,a	n,a	n,a	n,a	n,a
市销率(X)	24.6	6.8	3.8	2.0	1.4
ROE(%)	-35.4%	-12.7%	-20.3%	-16.2%	-4.8%

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测; 截至2022年8月1日收盘价

梁勇活 杨岱东
+86 755 8290 4571 +86 755 8323 5354
liangy6@cmschina.com.cn yangdd2@cmschina.com.cn

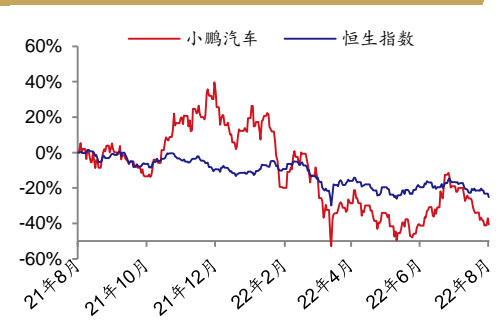
最新变动

2022年7月销量点评

增持

前次评级	增持
股价	98.2港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	167.0港元(+70%)
前次目标价	167.0港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
9868 HK	(23.7)	(25.7)	(45.0)
恒生指数	(10.1)	(17.5)	(25.1)

行业: 汽车汽配

恒生指数	20,166
国企指数	6,877

重要数据

52周股价区间(港元)	71.85 - 220
港股市值(百万港元)	169,990
日均成交量(百万股)	7.42
每股净资产(人民币)	25.65

主要股东

Simplicity Holding Limited	20.4%
淘宝中国控股有限公司	11.2%
总股数(百万股)	1,714
自由流通量	68.4%

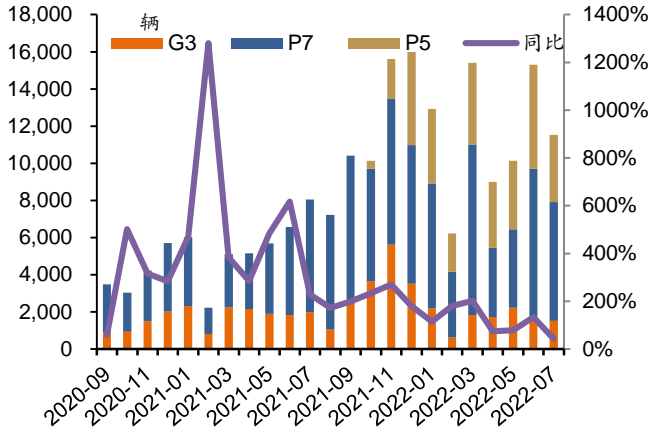
资料来源: 彭博

相关报告

1. 汽车汽配-豪华车专题: 短期面临考验, 三季度末有转机(推荐)(2022/7/27)

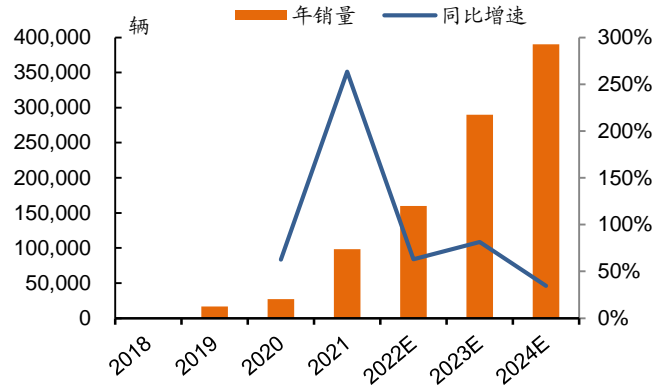
重点图表

图1: 公司分车型月销量及同比



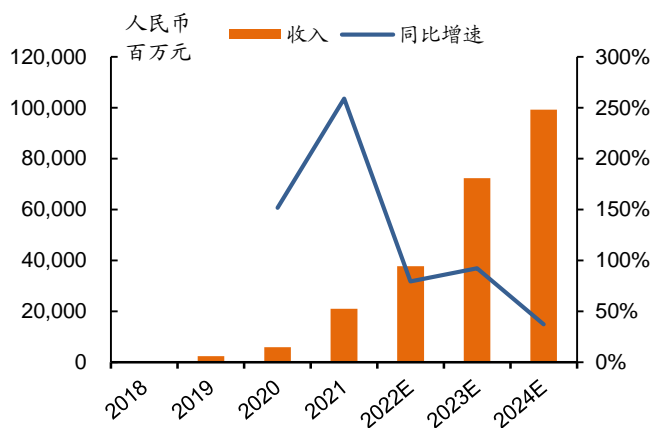
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 公司年销量预测



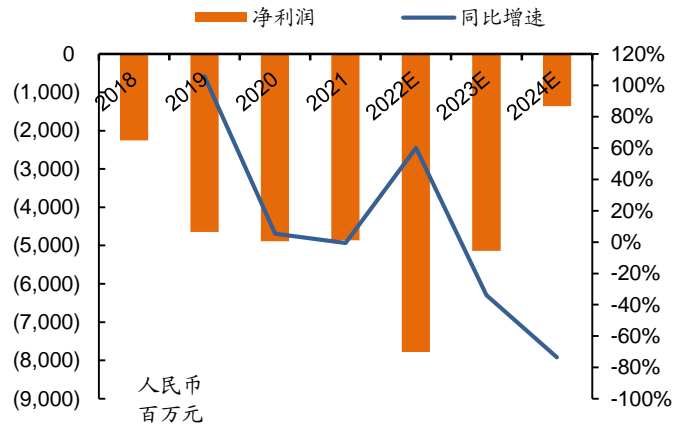
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 公司收入及同比预测



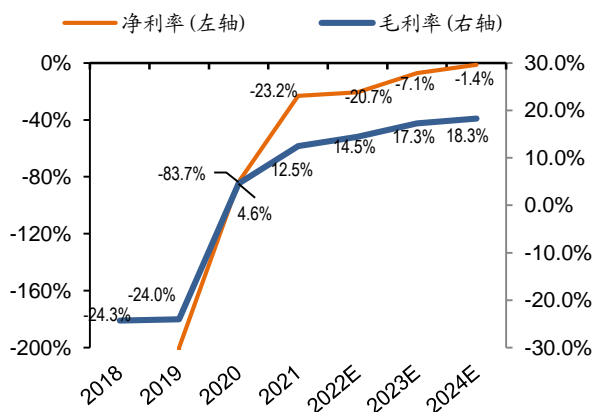
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 公司净利润及同比预测



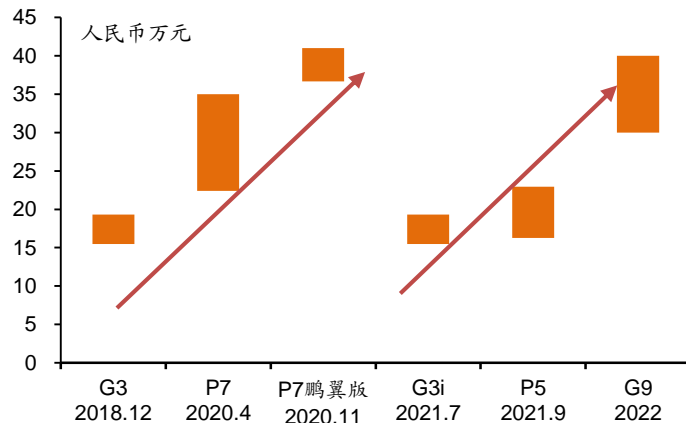
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 公司毛利率和净利率预测



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图6: 小鹏车型价位区间



资料来源: 汽车之家, 招商证券(香港)

图 7: 小鹏汽车 2022 年价格和权益调整梳理, 单位: 人民币

价格/权益调整	小鹏 P7	小鹏 P5	小鹏 G3i
2021 年底			
补贴后售价 (人民币)	21.99-40.99 万元	15.79-22.39 万元	14.98-18.78 万元
2022 年 1 月 11 日			
价格上调	涨价 4300-5900 元	涨价 4800-5400 元	涨价 4800-5400 元
补贴后售价 (人民币)	22.42-40.99 万元	16.27-22.93 万元	15.46-19.32 万元
2022 年 3 月 18 日			
价格上调	涨价 1.01-3.26 万元	涨价 1.32-1.56 万元	涨价 1.07-1.43 万
补贴后售价 (人民币)	23.99-42.99 万元	17.79-24.29 万元	16.89-20.39 万元
2022 年 5 月 9 日			
车型/价格调整	P7 新增 4 款车型 (补贴后售价分别为 23.99 万元、26.29 万元、25.99 万元和 28.59 万元)。	新增小鹏 P5 460P 车型 (补贴后售价 20.99 万元); 小鹏 P5 550P/600P 售价上调 7000 元	n.a
NGP 功能免费	P7 E/E+版本 NGP 功能变为随新车免费赠送, 原需付费 2-2.5 万元	P5 的 E/E+/P 版本 NGP 功能变为随新车免费赠送, 原需付费 2-2.5 万元	n.a
权益调整	用户购车时不再享受终身免费充电和免费家用充电桩及安装权益		
补贴后售价 (人民币)	23.99-42.99 万元	17.79-24.99 万元	16.89-20.39 万元
2022 年 7 月 (部分政策目前延续到 8 月)			
定金抵扣尾款	减免 5000-10000 元	减免 5000 元	减免 10000 元
选装权益礼包	补贴 0-10000 元	补贴 3000-10000 元	补贴 3000-10000 元
补贴后售价 (人民币)	23.49-42.99 万元	16.49-24.49 万元	16.89-19.39 万元

资料来源: 小鹏汽车官网、小鹏汽车app、渠道调研、招商证券 (香港)

行业估值比较

公司	彭博 代码	招商证券 评级	股价 (港元)	招商证券 目标价 (港元)	上涨 空间	市值 (百万美元)	市盈率(x)		市净率(x)		市销率(x)		ROE (%)		股息收益率(%)		净负债率(%)
							2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2021
汽车制造商																	
长城汽车	2333 HK	增持	13.6	24.0	76%	38,210	12.3	10.2	1.5	1.3	1.2	0.9	12.4	13.1	0.8	0.9	-22.6
吉利汽车	175 HK	增持	17.5	23.0	31%	22,339	20.5	16.1	2.0	1.8	1.0	0.8	9.7	11.4	1.7	2.2	-38.1
广汽集团	2238 HK	未评级	7.7	n.a	n.a	19,973	7.0	5.9	0.7	0.6	1.5	1.3	10.3	11.3	4.0	4.6	0.8
东风集团	489 HK	未评级	5.5	n.a	n.a	5,993	3.4	3.2	0.3	0.3	0.4	0.3	8.1	7.9	9.6	12.7	-3.6
中国重汽	3808 HK	未评级	9.1	n.a	n.a	3,215	5.6	4.7	0.6	0.5	0.3	0.2	9.5	10.7	7.0	8.3	8.2
平均							9.7	8.0	1.0	0.9	0.9	0.7	10.0	10.9	4.6	5.8	-11.1
新能源汽车制造商																	
比亚迪股份	1211 HK	增持	295.8	387.0	31%	129,915	103.7	85.2	7.1	6.6	2.6	1.8	6.8	7.7	0.1	0.1	-16.9
理想汽车	2015 HK	增持	134.1	213.0	59%	35,302	n.a	257.6	5.8	5.7	4.4	2.3	-1.5	2.2	0.0	0.0	-53.2
小鹏汽车	9868 HK	增持	98.2	167.0	70%	21,534	n.a	n.a	4.2	4.9	3.8	2.0	-20.3	-16.2	0.0	0.0	-83.5
蔚来汽车	9866 HK	未评级	162.1	n.a	n.a	34,496	n.a	n.a	7.6	7.2	3.8	2.2	-21.1	-7.8	5.4	5.8	-84.8
平均							103.7	171.4	6.2	6.1	3.7	2.1	-9.0	-3.5	1.4	1.5	-59.6
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	增持	44.6	70.0	57%	13,713	10.6	9.1	2.0	1.7	0.5	0.4	18.9	18.6	1.9	2.2	23.0
和谐汽车	3836 HK	中性	2.6	审视中	n.a	510	4.4	3.9	0.4	0.4	0.2	0.1	9.2	9.7	8.9	10.1	12.6
美东汽车	1268 HK	未评级	18.5	n.a	n.a	3,006	13.3	9.8	4.5	3.6	0.6	0.5	34.1	36.4	4.5	6.5	-32.4
永达汽车	3669 HK	未评级	6.8	n.a	n.a	1,692	4.4	3.7	0.7	0.6	0.1	0.1	17.4	18.3	7.7	9.3	17.8
宝信汽车	1293 HK	未评级	0.5	n.a	n.a	181	1.8	1.7	0.1	0.1	0.0	0.0	7.4	7.5	0.0	0.0	52.0
平均							6.9	5.6	1.6	1.3	0.3	0.2	17.4	18.1	4.6	5.6	14.6
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	增持	11.2	17.0	52%	14,919	8.1	7.4	1.0	1.0	0.5	0.5	12.8	12.9	4.8	5.3	-70.5
福耀玻璃	3606 HK	增持	39.0	50.0	28%	15,188	20.9	17.8	3.1	2.9	3.8	3.3	14.9	16.2	3.0	3.0	-14.2
敏实集团	425 HK	增持	22.4	28.0	25%	3,308	12.6	10.8	1.3	1.2	1.2	1.1	10.4	11.2	3.2	3.7	79.1
京东方精电	710 HK	增持	17.8	审视中	n.a	1,666	25.8	18.6	3.8	3.3	1.3	1.0	14.6	17.6	1.3	1.8	-74.8
耐世特	1316 HK	未评级	6.4	n.a	n.a	2,033	14.5	9.5	1.0	0.9	0.6	0.5	7.0	9.8	1.4	2.1	-12.1
平均							16.4	12.8	2.0	1.8	1.5	1.2	11.9	13.5	2.7	3.2	-18.5
整体平均							16.8	27.9	2.5	2.3	1.5	1.0	8.4	10.5	3.4	4.1	-16.5

收盘价截至2022年8月1日, 未评级公司基于市场共识, 资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

单位: 人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	39,679	48,831	39,303	37,008	38,018
货币资金	29,209	11,025	26,361	20,767	19,937
应收账款	1,129	2,673	3,013	4,632	5,458
存货	1,343	2,662	2,191	2,994	3,407
预付款项及其他资产	1,603	2,249	2,416	3,293	3,893
短期存款	980	25,858	959	959	959
其他流动资产	5,415	4,364	4,364	4,364	4,364
非流动资产合计	5,028	16,821	23,435	29,082	32,466
固定资产	3,082	5,425	10,940	15,016	17,620
无形资产	608	879	841	805	771
土地使用权	250	595	583	570	558
资产使用权	461	1,561	1,561	1,561	1,561
其他非流动资产	627	8,360	9,510	11,129	11,955
资产总计	44,707	65,651	62,738	66,090	70,484
流动负债合计	7,837	18,013	22,714	31,022	36,573
短期借款	128	0	0	0	0
应付账款及应付票据	5,112	12,362	16,823	24,879	30,164
其他流动负债	2,598	5,651	5,891	6,144	6,409
非流动负债合计	2,440	5,492	5,660	5,844	6,047
长期借款	1,645	1,675	1,843	2,027	2,230
其他非流动负债	795	3,817	3,817	3,817	3,817
负债合计	10,277	23,505	28,374	36,866	42,619
夹层股本	0	0	0	0	0
普通股	0	0	0	0	0
股本溢价	46,483	59,981	59,981	59,981	59,981
留存收益	(11,322)	(16,192)	(23,974)	(29,114)	(30,474)
其他综合收益	(730)	(1,649)	(1,649)	(1,649)	(1,649)
股东权益合计(不含少数股东)	34,430	42,147	34,364	29,224	27,865
少数股东权益	0	0	0	0	0
普通股权益合计	34,430	42,147	34,364	29,224	27,865
负债及股东权益总计	44,707	65,651	62,738	66,090	70,484

现金流量表

单位: 人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动净现金流	(140)	(1,095)	(3,707)	(676)	2,980
净利润	(2,732)	(4,683)	(7,783)	(5,140)	(1,359)
折旧及摊销	438	838	559	1,074	1,455
营运资本变动	2,495	3,584	3,517	3,389	2,885
其它经营活动现金流	(340)	(833)	0	0	0
投资活动净现金流	(4,406)	(33,076)	18,875	(5,102)	(4,013)
资本支出	(1,362)	(4,341)	(6,024)	(5,102)	(4,013)
购置定期存款净额	(980)	(24,899)	24,899	0	0
其它投资活动现金流	(2,064)	(3,835)	0	0	0
融资活动净现金流	34,330	14,627	168	184	203
发行优先股和普通股	34,682	13,147	0	0	0
净借款	(352)	(143)	168	184	203
其它融资活动现金流	0	1,623	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	29,134	(19,907)	15,336	(5,594)	(830)
汇率变动对现金的影响	(650)	(363)	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	31,542	11,635	26,971	21,377	20,547

利润表

单位: 人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,844	20,988	37,660	72,374	99,242
营业成本	(5,578)	(18,366)	(32,213)	(59,876)	(81,111)
毛利	266	2,623	5,447	12,497	18,130
研发费用	(1,726)	(4,114)	(6,779)	(8,685)	(9,924)
销售、行政及一般费用	(2,921)	(5,305)	(6,591)	(9,409)	(9,924)
其他收益	87	218	0	0	0
营业利润	(4,294)	(6,579)	(7,923)	(5,596)	(1,718)
财务费用净额	111	688	182	483	366
衍生工具负债公允价值收益	1,362	79	0	0	0
其他收益净额	90	975	0	0	0
除税前溢利	(2,731)	(4,837)	(7,741)	(5,113)	(1,352)
所得税	(1)	(26)	(42)	(27)	(7)
年内溢利	(2,732)	(4,863)	(7,783)	(5,140)	(1,359)
优先股价值增值	(2,158)	0	0	0	0
净利润	(4,890)	(4,863)	(7,783)	(5,140)	(1,359)

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业收入	151.8%	259.1%	79.4%	92.2%	37.1%
营业利润	13.6%	53.2%	20.4%	-29.4%	-69.3%
净利润	5.3%	-0.5%	60.0%	-34.0%	-73.6%
获利能力					
毛利润率	4.6%	12.5%	14.5%	17.3%	18.3%
营业利润率	-73.5%	-31.3%	-21.0%	-7.7%	-1.7%
净利率	-83.7%	-23.2%	-20.7%	-7.1%	-1.4%
ROE	-35.4%	-12.7%	-20.3%	-16.2%	-4.8%
ROA	-18.1%	-8.8%	-12.1%	-8.0%	-2.0%
偿债能力					
资产负债率	23.0%	35.8%	45.2%	55.8%	60.5%
净负债比例	-82.4%	-83.5%	-74.1%	-67.4%	-67.0%
流动比率	506.3%	271.1%	173.0%	119.3%	104.0%
速动比率	489.2%	256.3%	163.4%	109.6%	94.6%
营运能力					
资产周转天数	1685	960	622	325	251
存货周转天数	59	40	27	16	14
应收账款周转天数	71	46	28	19	19
应付账款周转天数	171	162	168	125	123
每股资料(人民币元)					
每股盈利	-6.48	-2.96	-4.54	-3.00	-0.79
每股现金流	-0.19	-0.67	-2.16	-0.39	1.74
每股净资产	45.65	25.65	20.04	17.05	16.25
每股派息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
P/E	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
P/S	24.6	6.8	3.8	2.0	1.4

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828