

公司報告

小鹏汽車 (9868 HK)

季節性及產品線切換影響銷量，引強援加速內部改革

- 一月銷量同比環比下降，受季節性及新舊產品線切換影響
- 引入強勢高管外援，內部改革再加速，彌補產品定位/營銷/渠道管理短板
- 維持增持評級及目標價在港幣50港元/美股13美元

季節性及產品線切換影響短期銷量

1) 交付: 1月小鹏汽車交付5.2千輛，同比-54%，環比-60%。變動分析: a) 同比下降原因: 公司僅有G9一款旗艦車型保持高競爭力，以P7/P5/G3為代表的產品線趨於老化，進入新舊產品線切換週期。尤其是P7改款將於3月上市，對現款P7銷售影響大。其次是與去年同期比，市場競爭烈度上升; b) 環比下降: 受春節假期的影響，其次是12月底的國補政策退出令引發提前消費，部分透支1月銷量; c) 總量及結構: 1月G9交付2.2千台，環比下降44%，跌幅低於公司整體水平，銷售占比環比提升7ppt到43%。2) 排名: 公司1月交付量為中國造車新勢力第五名，新勢力前五為理想/埃安/蔚來/哪吒/小鹏，分別1.5萬/1萬/8.5千/6千/5.2千輛。3) 新車型: G9交付上市後5個月累積總銷量為8.6千輛，G9的慢熱節奏基本符合我們預期，G9的產銷量隨着口碑積累仍有進一步釋放的空间。

高管引入強援，內部改革再加速

公司去年G9上市風波暴露出產品策略不清晰、市場營銷缺乏針對性、團隊協作能力不強等短板，去年10月開始管理架構調整。1月30日，公司宣布王鳳英女士(前長城汽車總經理)正式加盟公司，出任總裁，負責產品規劃、產品矩陣及銷售體系，直接向董事長、CEO何小鹏匯報。我們的觀點: 1) 王女士汽車行業經驗豐富，在產品規劃、品牌營銷、銷售渠道管理等多方面可以彌補公司在快速成長期暴露的短板; 2) 王女士具有較大的決策權，有助於小鹏理順其產品體系，尤其是產品定位的精確度以及用戶的感知度，公司決策的效率也有望提升; 3) 從高管團隊近期引入強援，公司的人才體系從相對封閉走向開放，有利於激活創新的活力; 4) 公司的管理架構調整在逐步細化，反映執行力在提升。

維持目標價在港幣50港元/美股13美元

預計公司1月份交付量是全年低谷，2月將回暖，3月份隨着公司P7改款上市，以及G9口碑傳播提振銷量，交付量有望持續改善。我們在前期報告《內部調整開啟困境反轉之路，關注執行力變化》和《G9慢熱產能爬坡，調整管理架構重塑競爭力》提示公司四季度已觸底，應重點關注基本面的邊緣改善，建議根據恢復的進程逢低吸納。維持目標價港幣50港元/美股13美元，相當於1.6x 2023E P/S。風險因素: 行業景氣度低於預期，新能源汽車市場競爭加劇。

財務數據

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
營業額(人民幣百萬元)	5,844	20,988	27,914	47,315	68,927
同比增長(%)	151.8%	259.1%	33.0%	69.5%	45.7%
淨利潤(人民幣百萬元)	-4,890	-4,863	-8,182	-6,284	-3,346
同比增長(%)	5.3%	-0.5%	68.2%	-23.2%	-46.8%
每股盈利(人民幣)	-6.48	-2.96	-4.75	-3.65	-1.94
每股股息(人民幣)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率(X)	n,a	n,a	n,a	n,a	n,a
市銷率(X)	10.7	3.0	2.2	1.3	0.9
ROE(%)	-35.4%	-12.7%	-21.5%	-20.4%	-12.9%

資料來源: 公司資料, 招商證券(香港)預測; 截至2023年2月3日收盤價

梁勇活

+86 755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

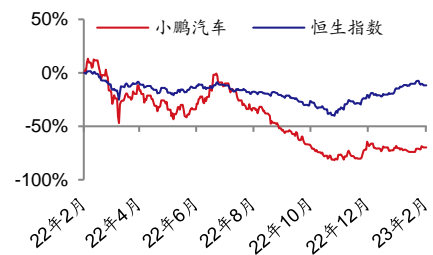
最新變動

2023年1月銷量点评

增持

前次評級	增持
股價	42.1港元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	50港元(+19%)
前次目標價	50港元

股價表現



資料來源: 彭博

%	1m	6m	12m
9868 HK	2.6	(53.7)	(70.6)
恒生指數	3.2	8.1	(11.9)

行業: 汽車汽配

恒生指數	21,660
國企指數	7,387

重要數據

52周股價區間(港元)	24.75 - 161.8
港幣市值(百萬元)	72,553
日均成交量(百萬股)	10.17
每股淨資產(人民幣)	27.22

主要股東

Simplicity Holding Limited	20.4%
淘寶中國控股有限公司	11.2%
總股數(百萬股)	1,714
自由流通量	68.4%

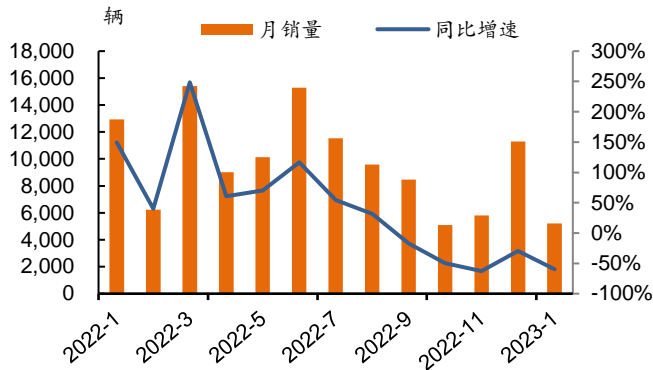
資料來源: 彭博

相關報告

1. 小鹏汽車(9868 HK) - G9市場口碑回升，公司線下售後服務細化(增持)(2023/1/9)

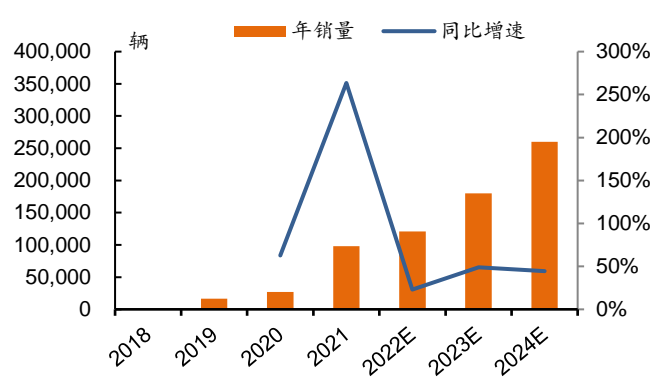
重点图表

图1: 公司月销量及同比



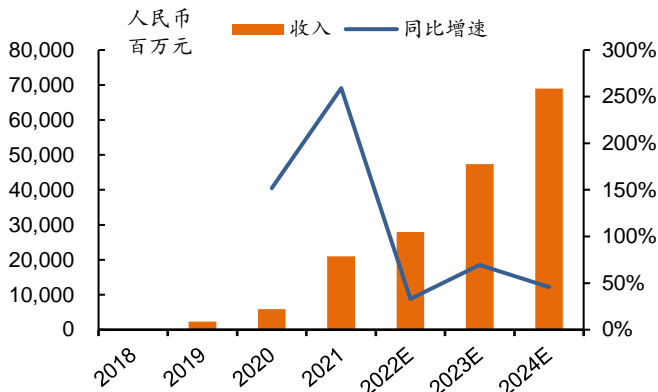
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 公司年销量预测



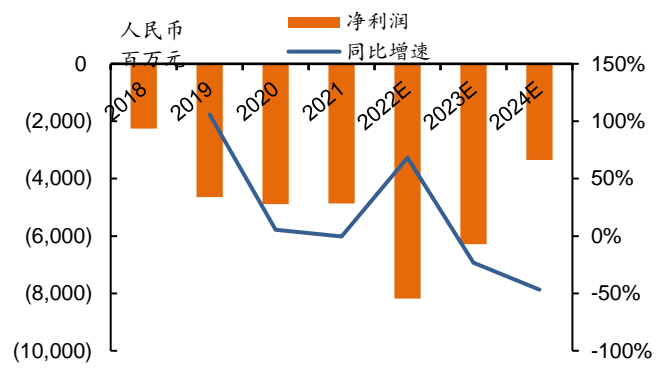
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图3: 公司收入及同比预测



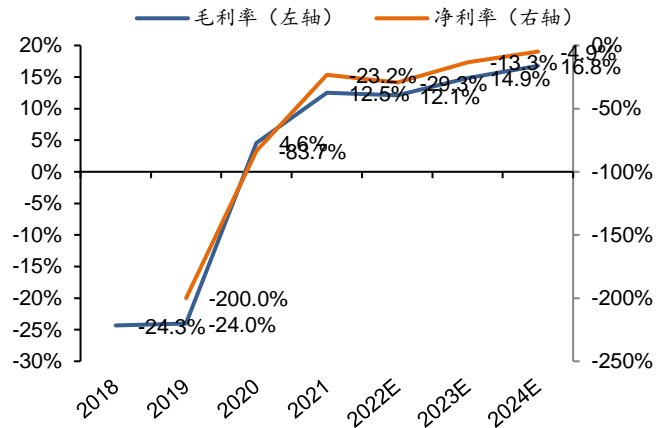
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图4: 公司净利润及同比预测



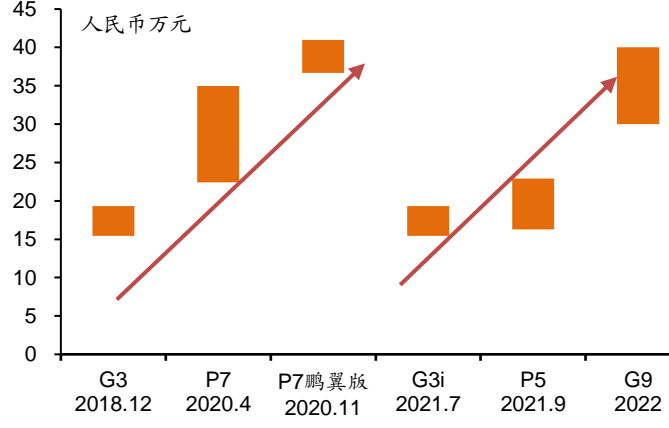
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

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)

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	35,339	28,849	27,364
货币资金	29,209	11,025	24,274	16,269	13,087
应收账款	1,129	2,673	2,233	3,028	3,791
存货	1,343	2,662	1,669	2,014	2,409
预付款项及其他资产	1,603	2,249	1,840	2,216	2,754
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	22,655	27,478	30,799
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	8,730	9,525	10,288
资产总计	44,707	65,651	57,994	56,327	58,162
流动负债合计	7,837	18,013	18,370	22,802	27,781
短期借款	128	0	0	0	0
应付账款及应付票据	5,112	12,362	12,479	16,659	21,372
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	24,029	28,646	33,827
表层股本	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)	(24,373)	(30,657)	(34,003)
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	33,965	27,681	24,335
少数股东权益	0	0	0	0	0
普通股权益合计	34,430	42,147	33,965	27,681	24,335
负债及股东权益总计	44,707	65,651	57,994	56,327	58,162

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)	(5,793)	(3,088)	629
净利润	(2,732)	(4,683)	(8,182)	(6,284)	(3,346)
折旧及摊销	438	838	559	1,074	1,455
营运资本变动	2,495	3,584	1,829	2,122	2,520
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)	13,249	(8,005)	(3,182)
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	24,884	16,879	13,697

利润表

单位: 人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,844	20,988	27,914	47,315	68,927
营业成本	(5,578)	(18,366)	(24,538)	(40,285)	(57,367)
毛利	266	2,623	3,376	7,030	11,560
研发费用	(1,726)	(4,114)	(5,443)	(6,151)	(7,582)
销售、行政及一般费用	(2,921)	(5,305)	(6,253)	(7,570)	(7,582)
其他收益	87	218	0	0	0
营业利润	(4,294)	(6,579)	(8,320)	(6,692)	(3,604)
财务费用净额	111	688	182	442	276
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)	(8,138)	(6,250)	(3,328)
所得税	(1)	(26)	(44)	(34)	(18)
年内溢利	(2,732)	(4,863)	(8,182)	(6,284)	(3,346)
优先股价值增值	(2,158)	0	0	0	0
净利润	(4,890)	(4,863)	(8,182)	(6,284)	(3,346)

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业收入	151.8%	259.1%	33.0%	69.5%	45.7%
营业利润	13.6%	53.2%	26.5%	-19.6%	-46.1%
净利润	5.3%	-0.5%	68.2%	-23.2%	-46.8%
获利能力					
毛利率	4.6%	12.5%	12.1%	14.9%	16.8%
营业利润率	-73.5%	-31.3%	-29.8%	-14.1%	-5.2%
净利率	-83.7%	-23.2%	-29.3%	-13.3%	-4.9%
ROE	-35.4%	-12.7%	-21.5%	-20.4%	-12.9%
ROA	-18.1%	-8.8%	-13.2%	-11.0%	-5.8%
偿债能力					
资产负债率	23.0%	35.8%	41.4%	50.9%	58.2%
净负债比例	-82.4%	-83.5%	-68.9%	-54.9%	-48.6%
流动比率	506.3%	271.1%	192.4%	126.5%	98.5%
速动比率	489.2%	256.3%	183.3%	117.7%	89.8%
营运能力					
资产周转天数	1685	960	808	441	303
存货周转天数	59	40	32	17	14
应收账款周转天数	71	46	32	20	18
应付账款周转天数	171	162	193	131	120
每股资料(人民币元)					
每股盈利	-6.48	-2.96	-4.75	-3.65	-1.94
每股现金流	-0.19	-0.67	-3.37	-1.79	0.37
每股净资产	45.65	25.65	19.73	16.08	14.14
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	10.7	3.0	2.2	1.3	0.9

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