

汽车

2023年7月27日

小鹏汽车 (9868 HK)

大众和小鹏合作，利好智能化相关供应链；但股价或过度反应

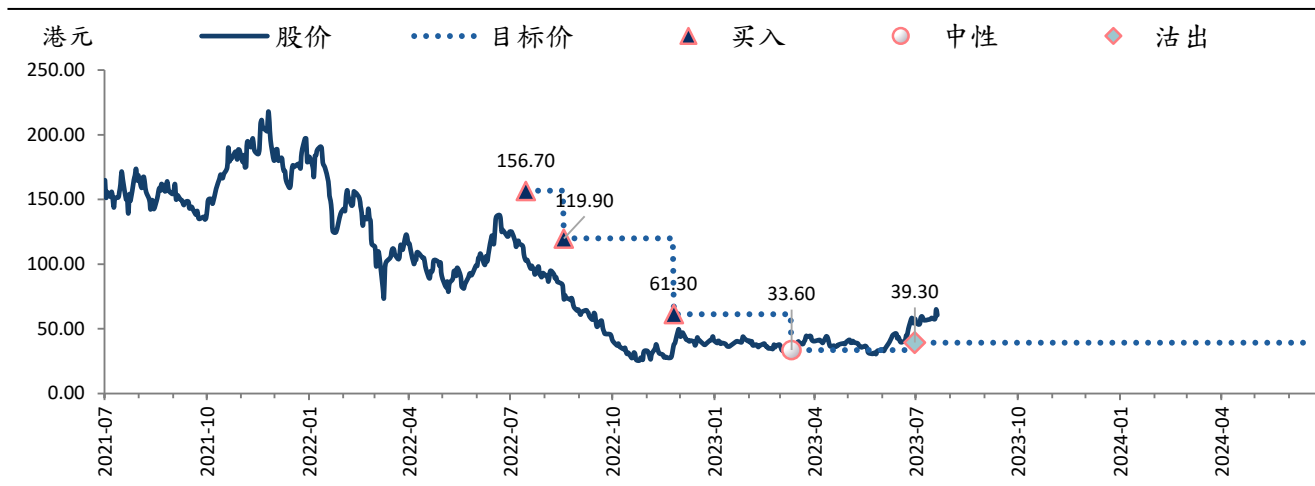
陈庆
angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

- 大众7亿美元收购小鹏汽车约4.99%的股权，双方计划共同开发电动车型。大众汽车集团（VOW3 DE/未评级）发布公告称，大众与小鹏汽车达成技术框架协议。双方计划共同开发两款大众汽车品牌的电动车型（B级纯电动汽车），并计划于2026年投产。另外，大众汽车集团将向小鹏汽车增资约7亿美元（约50亿元人民币），以每ADS 15美元的价格收购小鹏汽车约4.99%的股权。大众汽车入股后，将成为小鹏汽车第三大股东。同时，大众奥迪与上汽集团（600104 CH/未评级）签署战略备忘录，进一步深化现有合作。奥迪将通过推出全新的电动车型，进入此前在中国尚未覆盖的细分市场。
- 大众急需中国车企新能源汽车技术扭转中国市场的劣势。我们认为，大众跟小鹏的技术合作更多是大众急需寻找更多的合作伙伴，以扭转大众在中国市场的劣势。今年上半年，大众汽车集团在全球的纯电动汽车交付量同比增长48%至32.16万辆。但是，大众纯电动汽车交付量上升主要来自欧洲。相较其他国家，中国的新能源汽车市场竞争更为激烈，今年上半年，大众汽车集团在中国市场的新能源车型交付量为8.97万辆，同比仅增长4.8%。而今年6月份，上汽大众新能源的ID系的车型销量，均呈现较高幅度的环比下滑趋势，面临着一定的市场压力。
- 预计小鹏或向大众输出车机和智能辅助驾驶系统。虽然目前没有公布合作细节，但我们预计小鹏或向大众输出车机和自动驾驶技术，目前这两方面是大众新能源汽车的短板。ID系列作为大众全新的纯电车型，车机系统逻辑仍与大众燃油车的车机类似，没有太多娱乐功能和拓展性，反应速度和流畅性常为消费者所诟病。另外，大众自动驾驶技术方面的发展也远落后于中国新能源车企。小鹏在车机和智能辅助驾驶系统XNGP领先同业，向大众输出车机和智能辅助驾驶系统，将有助提升大众新能源车型产品力。
- 对小鹏的短期利润影响有限，新能源汽车供应链或成最大受益者。根据公告，大众和小鹏计划共同开发两款大众汽车品牌的B级纯电动汽车并于2026年投产。我们认为此次合作对小鹏短期的利润影响有限，因合作车型有限且要到2026年才投产，未来盈利方式或为技术授权费。但我们认为，供应链可能才是此次合作的最大受益者，一些A股相关供应链有望受益，特别是智能化相关供应链如科博达（603786 CH/未评级，控制器）和德赛西威（002920 CH/未评级，座舱）等，另外如保隆科技（603197 CH/未评级，传感器、TPMS和平衡块）和华阳集团（002906 CH/未评级，域控制器）等也有望受益。大众致力于提升新能源汽车产品力，将有助拉动供应链需求。
- 小鹏仍面临着销量增长及利润率改善的挑战，股价过度反应。我们认为，当前小鹏的销量增长仍面临激烈的竞争以及来自同行的压力，虽然G6有着不错的产品力，但我们认为G6的积极定价也会令未来几个季度的利润率改善带来挑战。同时我们认为和大众合作短期内难以转化为利润，新能源供应链可能才是最大的受益者。我们认为股价或过度反应，维持小鹏的沽出评级及目标价39.3港元/10.5美元（XPEV US/沽出）。

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 小鹏汽车目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际

图表 2: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1211 HK	比亚迪股份	买入	9.53	12.25	28.5%	2023 年 07 月 17 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	265.80	309.67	16.5%	2023 年 03 月 29 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	10.04	13.50	34.5%	2023 年 03 月 21 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	148.90	126.66	-14.9%	2023 年 02 月 28 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	买入	4.59	9.38	104.4%	2022 年 08 月 31 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	中性	92.45	66.60	-28.0%	2023 年 05 月 22 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	中性	60.50	39.30	-35.0%	2023 年 07 月 06 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 7 月 27 日

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2023年7月27日
小鹏汽车 (9868 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited (前称：58 Freight Inc.)、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。