

汽车	收盘价 港元 67.80	目标价 港元 39.70个	潜在涨幅 -41.4%
----	-----------------	------------------	----------------

2023年11月16日

小鹏汽车 (9868 HK)

收入和毛利率低于预期，毛利率改善不确定性仍大，维持沽出

⊕ **3季度收入略低于预期，毛利率环比改善幅度逊预期。**3季度小鹏汽车营收85.3亿元（人民币，下同），环比上升68.5%，略低于市场和我们的预期。3季度交付量4万辆，环比上升72.4%。3季度毛利率-2.7%，环比上升1.2个百分点，其中3季度汽车毛利率-6.1%，相较23年2季度的-8.6%环比略有改善，但同样低于我们的预期，主因与G3i有关的库存减记，以及促销的负面影响。小鹏3季度依然展示出高效的成本控制，好于我们预期。研发/销售费用环比减少4.5%/增长9.6%，占收入比例环比也有所下降。3季度公司净亏损38.9亿元，扣除公允价值变动亏损9.7亿元，净亏损29.2亿元。

4季度指引符合预期。小鹏汽车指引2023年4季度车辆交付量为59,500-63,500辆，环比增长48.7-58.7%，符合4季度G6、新P5和G9上量的预期。

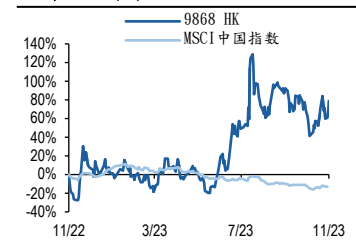
⊕ **明年销量增长和毛利率不确定性较大，华为令小鹏智驾标签逐渐淡化。**我们认为市场对小鹏汽车4季度的销量和毛利的环比改善有充分预期，新款G9和P5均会在4季度上量，特别是G9应该会对毛利有较正面的影响。但我们认为新车型热度只有1-3月，因此明年上半年如何维持稳定的订单量，将会是小鹏短期内最大的挑战。从新车布局来看，MPV X9和滴滴合作的MONA将会填补细分市场的空缺，但是X9将面临来自腾势D9、极氪009，理想Mega等的挑战，另外MONA将会挑战最为激烈的15万元左右细分市场。因此我们认为明年的销量增长和毛利率不确定性较大。另外最近华为相关的一系列车型发布，如问界、智界和阿维塔都搭载华为智能汽车解决方案，和最近的AEB之争令小鹏智驾标签逐渐淡化，可能对小鹏智驾营销有负面影响。

⊕ **维持沽出，下调毛利率预期。**我们大致维持23年收入预测，上调24年收入预测23%，以反映新车型销量贡献。我们预测24年销量18.3万辆，同比增长27.8%。但我们下调24年毛利率至1.2%，以反映明年更为激烈的市场竞争。小鹏目前2024年市销率为1.9倍，在新势力中估值最高，而理想只有1.6倍。我们维持沽出评级，目标价由39.3港元/10.5美元（XPEV US）略为上调至39.7港元/10.2美元，对应2024年市销率1.5倍。

个股评级

沽出

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	86.75
52周低位 (港元)	27.50
市值 (百万港元)	93,338.23
日均成交量 (百万)	15.94
年初至今变化 (%)	76.79
200天平均价 (港元)	56.94

资料来源: FactSet

陈庆

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

李易, CFA

iris.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1850

财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	20,988	26,855	31,618	42,019	46,174
同比增长 (%)	259.1	28.0	17.7	32.9	9.9
净利润 (百万人民币)	(4,863)	(9,143)	(13,137)	(12,400)	(11,739)
每股盈利 (人民币)	(2.96)	(5.34)	(7.67)	(7.24)	(6.85)
同比增长 (%)	85.3	80.4	43.7	-5.6	-5.3
前EPS预测值 (人民币)			(6.07)	(4.46)	(3.81)
调整幅度 (%)			26.4	62.4	80.0
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	NA	NA
每股账面净值 (人民币)	24.78	21.55	13.88	6.64	(0.21)
市账率 (倍)	2.56	2.94	4.56	9.54	(296.19)

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

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: 小鹏汽车季度业绩

人民币百万	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	QoQ	YoY	9M22	9M23	YoY
总收入	7,455	7,436	6,823	5,140	4,033	5,063	8,530	68.5%	25.0%	21,715	17,626	-18.8%
销货成本	(6,544)	(6,627)	(5,900)	(4,695)	(3,966)	(5,260)	(8,757)	66.5%	48.4%	(19,071)	(17,984)	-5.7%
毛利	911	809	923	445	67	(197)	(228)	15.5%	-124.7%	2,643	(358)	-113.6%
研发费用	(1,221)	(1,265)	(1,499)	(1,230)	(1,296)	(1,367)	(1,306)	-4.5%	-12.9%	(3,985)	(3,969)	-0.4%
SG&A 费用	(1,642)	(1,665)	(1,626)	(1,756)	(1,387)	(1,544)	(1,692)	9.6%	4.0%	(4,932)	(4,622)	-6.3%
营业利润/亏损	(1,952)	(2,120)	(2,202)	(2,541)	(2,615)	(3,108)	(3,226)	3.8%	46.5%	(6,274)	(8,950)	42.6%
净亏损/净利	(1,701)	(2,701)	(2,376)	(2,361)	(2,337)	(2,805)	(3,887)	38.6%	63.6%	(6,778)	(9,028)	33.2%
销量	34,561	34,422	29,570	22,204	18,230	23,205	40,008	72.4%	35.3%	98,553	81,443	-17.4%
费用%												
研发费用	-16.4%	-17.0%	-22.0%	-23.9%	-32.1%	-27.0%	-15.3%			-18.4%	-22.5%	
SG&A 费用	-22.0%	-22.4%	-23.8%	-34.2%	-34.4%	-30.5%	-19.8%			-22.7%	-26.2%	
利润率												
毛利	12.2%	10.9%	13.5%	8.7%	1.7%	-3.9%	-2.7%			12.2%	-2.0%	
营业利润/亏损	-26.2%	-28.5%	-32.3%	-49.4%	-64.8%	-61.4%	-37.8%			-28.9%	-50.8%	
净亏损/净利	-22.8%	-36.3%	-34.8%	-45.9%	-57.9%	-55.4%	-45.6%			-31.2%	-51.2%	

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 小鹏汽车 (9868 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际

图表 3: 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
2015 HK	理想汽车	买入	159.00	196.11	23.3%	2023 年 11 月 10 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	9.69	12.50	29.0%	2023 年 08 月 23 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	11.40	12.25	7.5%	2023 年 07 月 17 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	250.40	309.67	23.7%	2023 年 03 月 29 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.73	4.43	18.8%	2023 年 08 月 28 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	沽出	60.00	61.20	2.0%	2023 年 08 月 30 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	沽出	67.80	39.70	-41.4%	2023 年 11 月 16 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 11 月 15 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	20,988	26,855	31,618	42,019	46,174
主营业务成本	(18,366)	(23,767)	(32,198)	(41,504)	(45,402)
毛利	2,623	3,088	(580)	515	772
销售及管理费用	(5,305)	(6,688)	(7,746)	(6,723)	(6,233)
研发费用	(4,114)	(5,215)	(6,165)	(7,774)	(8,080)
其他经营净收入/费用	218	109	129	171	188
经营利润	(6,579)	(8,706)	(14,363)	(13,811)	(13,354)
财务成本净额	688	927	851	898	1,046
其他非经营净收入/费用	1,055	(1,339)	411	546	600
税前利润	(4,837)	(9,118)	(13,102)	(12,366)	(11,708)
税费	(26)	(25)	(36)	(34)	(32)
非控股权益	0	0	0	0	1
净利润	(4,863)	(9,143)	(13,137)	(12,400)	(11,739)
作每股收益计算的净利润	(4,863)	(9,143)	(13,137)	(12,400)	(11,739)

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	11,635	14,714	10,686	9,501	6,986
有价证券	25,858	14,922	10,445	7,312	5,118
应收账款及票据	2,673	3,873	3,032	4,029	4,428
存货	2,662	4,521	3,970	5,117	5,597
其他流动资产	31,860	20,419	16,066	13,062	11,004
总流动资产	48,831	43,527	33,754	31,709	28,015
物业、厂房及设备	5,425	10,607	11,723	12,173	11,902
其他有形资产	2,157	4,702	4,409	4,160	3,948
无形资产	879	1,043	1,137	1,239	1,351
其他长期资产	8,360	11,611	11,612	11,613	11,614
总长期资产	16,821	27,964	28,882	29,185	28,815
总资产	65,651	71,491	62,636	60,894	56,830
短期贷款	0	2,419	2,419	2,419	2,419
应付账款	12,362	14,223	15,878	22,742	24,878
其他短期负债	5,650	7,473	7,752	8,045	8,353
总流动负债	18,013	24,115	26,050	33,206	35,650
长期贷款	1,675	4,613	6,920	10,379	15,569
其他长期负债	3,817	5,852	5,893	5,935	5,978
总长期负债	5,492	10,465	12,813	16,314	21,547
总负债	23,505	34,580	38,862	49,521	57,196
储备及其他资本项目	42,147	36,911	23,773	11,373	(366)
股东权益	42,147	36,911	23,773	11,373	(366)
总权益	42,147	36,911	23,773	11,373	(366)

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	(4,863)	(9,139)	(13,137)	(12,400)	(11,740)
折旧及摊销	838	969	1,883	2,351	2,771
营运资本变动	3,584	1,537	3,244	4,923	1,470
其他经营活动现金流	(653)	0	0	0	0
经营活动现金流	(1,095)	(6,633)	(8,010)	(5,126)	(7,499)
资本开支	(2,342)	(6,709)	(2,801)	(2,653)	(2,400)
其他投资活动现金流	(30,734)	10,302	4,477	3,134	2,193
投资活动现金流	(33,076)	3,593	1,676	480	(206)
负债净变动	(143)	6,119	2,307	3,460	5,190
权益净变动	13,147	0	0	0	0
其他融资活动现金流	1,623	0	0	0	0
融资活动现金流	14,627	6,119	2,307	3,460	5,190
汇率收益/损失	(363)	0	0	0	0
年初现金	31,542	11,635	14,714	10,686	9,501
年末现金	11,635	14,714	10,686	9,501	6,986

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	(2,960)	(5,339)	(7,671)	(7,241)	(6,854)
全面摊薄每股收益	(2,960)	(5,339)	(7,671)	(7,241)	(6,854)
每股账面值	24.779	21.553	13.882	6.641	(0.214)
利润率分析 (%)					
毛利率	12.5	11.5	(1.8)	1.2	1.7
净利率	(23.2)	(34.0)	(41.6)	(29.5)	(25.4)
盈利能力 (%)					
ROA	(8.8)	(13.3)	(19.6)	(20.1)	(19.9)
ROE	(12.7)	(23.1)	(43.3)	(70.6)	(213.3)
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	29.0	净现金
流动比率	2.7	1.8	1.3	1.0	0.8
存货周转天数	39.8	45.0	45.0	45.0	45.0
应收账款周转天数	33.1	35.0	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	173.6	230.0	180.0	200.0	200.0

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11月16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；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、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、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、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、康洋生物科技(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、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司及山西省安装集团股份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。交银国际证券不明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，而并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。