

汽车	收盘价 港元 34.40	目标价 港元 27.30↓	潜在涨幅 -20.6%
----	-----------------	------------------	----------------

2024年1月26日

小鹏汽车 (9868 HK)

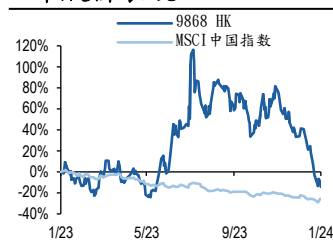
销量持续承压，下调销量预测和目标价，维持沽出

- 在手订单薄弱，1月前3周总销量按月下跌59%。根据懂车帝终端销量数据，小鹏2024年前3周销量分别按月下跌46%/71%/54%，前3周总销量按月下跌59%，表现低迷。其中旗舰车型G6周销量从~1,500辆降至只有~400辆，其他车型G9,P7,P5等销量都有明显下滑，我们认为一部分原因是12月为了冲全年销量而透支需求，另外小鹏车型的竞争力伴随着竞争对手的降价开始下滑。新车型MPV X9将成为1季度的唯一销量亮点，1月第3周销量已上升至469辆，但由于MPV的小众定位我们认为对销量贡献有限。虽然X9有着较高的毛利，但由于我们预期除X9外各车型依然有可能加大促销以刺激销量，因此对毛利正面影响有可能被部份抵消。
- 小鹏MONA会成为股价的另一个催化剂吗？小鹏大众市场定位的首款量产车型G3已经停产，而子品牌MONA将会接棒G3在15万左右定价的大众市场发布A级纯电轿车，将在2024年3季度上市。我们认为在10-20万的价格区间，车企竞争最为激烈。在15万级别规模以及成本控制能力上，新势力不如比亚迪，长安和吉利等传统车企。因此我们预期MONA更大的作用是提高产能利用率，销量和单车毛利率存在较大不确定性和挑战。
- 下调销量预测和目标价，维持沽出。2024年新能源乘用车市场将会是竞争更激烈的一年，除问界外大多车企1月销量不振。春节后如果终端订单未有明显好转，我们认为有供应链和成本优势的自主品牌将以降价刺激销量，其他车企亦将跟随，我们认为小鹏难以独善其身，毛利转正可能不及市场预期。我们十分认同公司的组织架构调整以及一系统的降本措施，但核心依然是销量增长。我们下调2024/2025年收入预测15%/13%以反映G6的销量预测下调。小鹏股价自去年高位已跌去62%，自去年11月以来已跌接近5成，并跌穿我们此前目标价HKD39.3。我们进一步下调目标价至HKD27.3/USD9.1 (XPENG US)，对应2024年远期市销率1.2x (前为1.5x)。维持沽出。

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)	30.40
市值 (百万港元)	52,645.42
日均成交量 (百万)	11.09
年初至今变化 (%)	(39.33)
200天平均价 (港元)	62.28

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

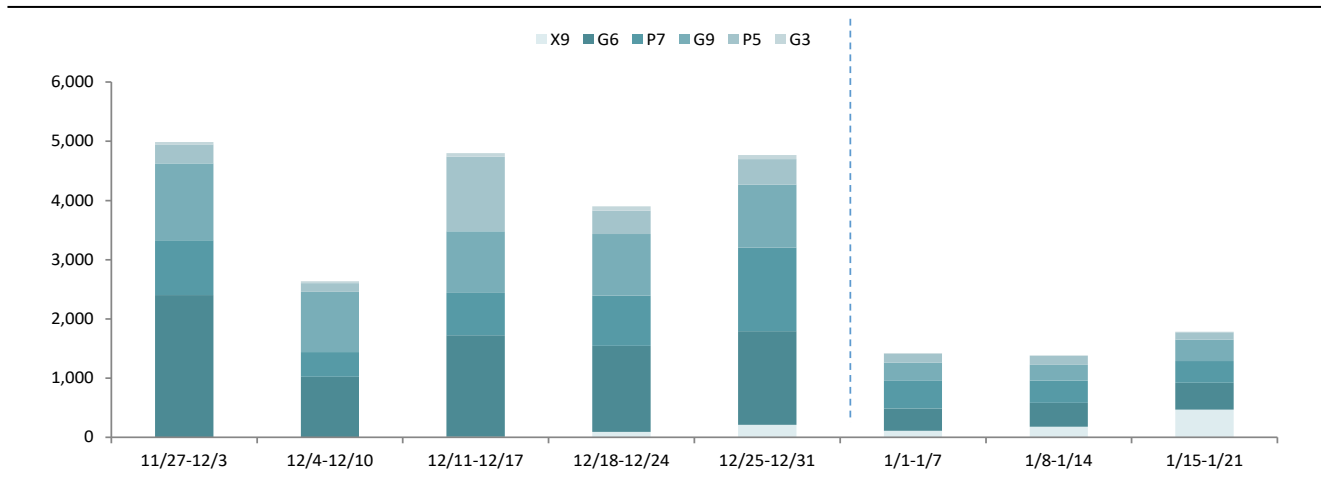
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万人民币)	20,988	26,855	31,618	35,749	40,155
同比增长 (%)	259.1	28.0	17.7	13.1	12.3
净利润 (百万人民币)	(4,863)	(9,143)	(13,137)	(10,213)	(9,012)
每股盈利 (人民币)	(2.96)	(5.34)	(7.67)	(5.96)	(5.26)
同比增长 (%)	85.3	80.4	43.7	-22.3	-11.8
前EPS预测值 (人民币)				(7.24)	(6.85)
调整幅度 (%)				-17.6	-23.2
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	NA	NA
每股账面净值 (人民币)	24.78	21.55	13.88	7.92	2.66
市账率 (倍)	1.27	1.46	2.27	3.98	11.88

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。

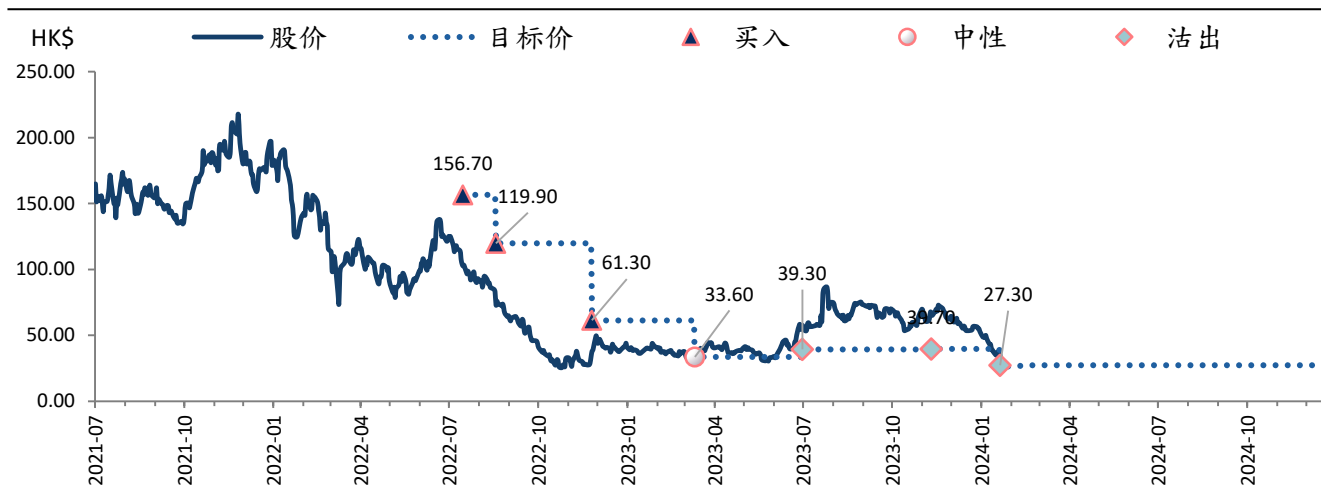
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 小鹏分车型周度销量(2023 年 12 月-2024 年 1 月)



资料来源: 懂车帝, 交银国际

图表 2: 小鹏汽车目标价和评级



资料来源: 乘联会, 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	111.30	196.11	76.2%	2023 年 11 月 10 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	7.94	12.50	57.4%	2023 年 08 月 23 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	8.50	12.25	44.1%	2023 年 07 月 17 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	198.40	309.67	56.1%	2023 年 03 月 29 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	中性	46.95	52.00	10.8%	2023 年 12 月 06 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.29	4.43	34.7%	2023 年 08 月 28 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	沽出	35.95	27.30	-24.1%	2024 年 01 月 26 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 1 月 26 日

财务数据

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	20,988	26,855	31,618	35,749	40,155
主营业务成本	(18,366)	(23,767)	(32,198)	(35,109)	(38,427)
毛利	2,623	3,088	(580)	640	1,728
销售及管理费用	(5,305)	(6,688)	(7,746)	(5,720)	(5,421)
研发费用	(4,114)	(5,215)	(6,165)	(6,614)	(7,027)
其他经营净收入/费用	218	109	129	145	163
经营利润	(6,579)	(8,706)	(14,363)	(11,548)	(10,557)
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	465	522
税前利润	(4,837)	(9,118)	(13,102)	(10,185)	(8,989)
税费	(26)	(25)	(36)	(28)	(24)
非控股权益	0	0	0	0	1
净利润	(4,863)	(9,143)	(13,137)	(10,213)	(9,012)
作每股收益计算的净利润	(4,863)	(9,143)	(13,137)	(10,213)	(9,012)

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	9,573	9,515
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	3,428	3,850
存货	2,662	4,521	3,970	4,328	4,738
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	30,392	29,107
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	59,577	57,922
短期贷款	0	2,419	2,419	2,419	2,419
应付账款	12,362	14,223	15,878	19,238	21,056
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	29,702	31,828
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	46,016	53,375
储备及其他资本项目	42,147	36,911	23,773	13,561	4,548
股东权益	42,147	36,911	23,773	13,561	4,548
总权益	42,147	36,911	23,773	13,561	4,548

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	(4,863)	(9,139)	(13,137)	(10,213)	(9,013)
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	2,809	1,200
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)	(5,053)	(5,042)
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	9,573
年末现金	11,635	14,714	10,686	9,573	9,515

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)	(5,963)	(5,262)
全面摊薄每股收益	(2,960)	(5,339)	(7,671)	(5,963)	(5,262)
每股账面值	24.779	21.553	13.882	7.919	2.655
利润率分析 (%)					
毛利率	12.5	11.5	(1.8)	1.8	4.3
净利率	(23.2)	(34.0)	(41.6)	(28.6)	(22.4)
盈利能力 (%)					
ROA	(8.8)	(13.3)	(19.6)	(16.7)	(15.3)
ROE	(12.7)	(23.1)	(43.3)	(54.7)	(99.5)
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	23.8	186.3
流动比率	2.7	1.8	1.3	1.0	0.9
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**

2024年1月26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、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、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、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司及长久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。