

汽车	收盘价 港元 27.55	目标价 港元 30.53	潜在涨幅 +10.8%
----	-----------------	-----------------	----------------

2024年8月21日

小鹏汽车 (9868 HK)

2 季度业绩整体符合预期，M03 定价决定下半年销量节奏，维持中性

④ **2024 年 2 季度收入略低于预期，但毛利率和净亏损好于预期。**2 季度小鹏汽车营收 81 亿元（人民币，下同），环比上升 23.9%，略低于市场和我们预期 5%。汽车销量 3 万辆，环比增长 38.4%。大众合作收入持续入账令服务和其他收入环比增长 28.8%至 12.9 亿元，服务和其他收入毛利率稳定在 54%。2 季度毛利率 14%，环比上升 1.1 个百分点，好于市场和我们预期的 11-12%，其中汽车毛利率 6.4%，环比上升 0.9 个百分点，我们认为主要受惠成本下降和销量环比回升带来的规模效应。小鹏 2 季度维持高效的成本控制，好于我们预期。研发/销售费用环比微增 8.6%/增长 13.3%，占收入比例环比下降。4 季度公司净亏损 12.8 亿元，好于市场和我们预期，主要受惠毛利率和费用支出好于预期。

小鹏汽车指引 2024 年 3 季度营收 91 亿元至 98 亿元，同比增加约 6.7-14.9%/环比上升 12.3-21.0%；车辆交付量为 4.1 万-4.5 万辆，同比增 2.5-12.5%/环比上升 35.7-49.0%，意味着 9 月交付量有可能达到 2 万辆的水平，符合我们的预期。

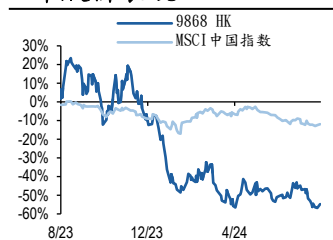
④ **M03 定价将决定下半年销量节奏。**小鹏的指引意味着 9 月交付 2 万辆，按照目前 7-8 月的销量测算，M03 很大可能在 9 月交付约 1 万辆。我们认为 M03 的定位在 10-15 万元之间的入门车型，首月 1 万辆的交付量符合我们的预期。我们更为关注其稳态销量的表现。参考之前的新车型 G6 和 X9 的热度一般只能持续 3-4 个月，因此我们认为 M03 营销推广至关重要。但是我们从渠道观察，小鹏前期营销的重点更多是在 M03 的空间和操控配置上，而未提及智驾。我们认为小鹏的纯视觉智驾方案有可能首发在 4 季度发布的 P7+上，而不会在 M03 上首发，有可能影响潜在客户的意向。因此我们认为更积极的定价将有助支持 M03 的稳态销量。

④ **维持中性，业绩符合预期。**我们认为大众的合作收入已经大致反映在股价上，销量的增长将会左右股价的表现。小鹏将于 8 月 27 日公布 M03 最终价格。我们会在之后回顾我们的盈利预测。我们维持中性评级和目标价。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	75.30
52周低位 (港元)	26.05
市值 (百万港元)	42,417.08
日均成交量 (百万)	9.84
年初至今变化 (%)	(51.41)
200天平均价 (港元)	32.17

资料来源: FactSet

陈庆

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

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	26,855	30,676	40,349	46,412	48,292
同比增长 (%)	28.0	14.2	31.5	15.0	4.0
净利润 (百万人民币)	(9,139)	(10,376)	(6,575)	(4,546)	(3,206)
每股盈利 (人民币)	(5.34)	(5.96)	(3.78)	(2.61)	(1.84)
同比增长 (%)	80.3	11.7	-36.6	-30.9	-29.5
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	NA	NA
每股账面净值 (人民币)	21.55	20.87	17.09	14.48	12.64
市账率 (倍)	1.17	1.21	1.48	1.74	2.00

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	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	QoQ	YoY
总收入	4,033	5,063	8,530	13,050	6,548	8,111	23.9%	60.2%
成本	-3,966	-5,260	-8,757	-12,241	-5,704	-6,976	22.3%	32.6%
毛利	67	-197	-228	809	844	1,136	34.6%	-675.4%
研发费用	-1,296	-1,367	-1,306	-1,308	-1,350	-1,467	8.6%	7.3%
SG&A 费用	-1,387	-1,544	-1,692	-1,937	-1,388	-1,574	13.3%	1.9%
经营亏损	-2,615	-3,108	-3,226	-2,435	-1,895	-1,905	0.5%	-38.7%
净亏损	-2,337	-2,805	-3,887	-1,348	-1,368	-1,285	-6.1%	-54.2%
销量	18,230	23,205	40,008	60,158	21,821	30,207	38.4%	30.2%
百分比								
研发费用	-32.1%	-27.0%	-15.3%	-10.0%	-20.6%	-18.1%		
SG&A 费用	-34.4%	-30.5%	-19.8%	-14.8%	-21.2%	-19.4%		
利润率								
毛利	1.7%	-3.9%	-2.7%	6.2%	12.9%	14.0%		
经营亏损	-64.8%	-61.4%	-37.8%	-18.7%	-28.9%	-23.5%		
净亏损	-57.9%	-55.4%	-45.6%	-10.3%	-20.9%	-15.8%		

资料来源: 公司资料

图表 2: 小鹏汽车 (9868 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

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
689009 CH	九号公司	买入	45.78	51.47	12.4%	2024年08月07日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	9.32	15.13	62.3%	2024年07月02日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.87	6.24	-9.2%	2024年07月02日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	20.30	26.49	30.5%	2024年03月26日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	12.04	18.60	54.5%	2024年03月14日	重卡
2333 HK	长城汽车	买入	10.46	16.30	55.8%	2024年07月11日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	81.45	120.34	47.7%	2024年05月24日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	31.70	59.88	88.9%	2024年05月16日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	224.80	306.48	36.3%	2024年03月27日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	7.87	12.50	58.8%	2023年08月23日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	中性	27.55	30.53	10.8%	2024年06月20日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.55	3.34	31.0%	2024年04月01日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 8 月 20 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	26,855	30,676	40,349	46,412	48,292
主营业务成本	(23,767)	(30,225)	(36,810)	(41,935)	(42,976)
毛利	3,088	451	3,539	4,477	5,316
销售及管理费用	(6,688)	(6,559)	(6,375)	(5,337)	(5,071)
研发费用	(5,215)	(5,277)	(5,972)	(6,080)	(6,036)
其他经营净收入/费用	109	495	651	749	779
经营利润	(8,706)	(10,889)	(8,157)	(6,191)	(5,012)
财务成本净额	927	991	1,404	1,429	1,576
其他非经营净收入/费用	(1,339)	(496)	202	232	241
税前利润	(9,118)	(10,394)	(6,552)	(4,530)	(3,195)
税费	(25)	(37)	(23)	(16)	(11)
非控股权益	4	55	0	0	0
净利润	(9,139)	(10,376)	(6,575)	(4,546)	(3,206)
作每股收益计算的净利润	(9,139)	(10,376)	(6,575)	(4,546)	(3,206)

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	14,714	24,302	23,327	27,796	33,841
有价证券	14,922	9,757	6,830	4,781	3,347
应收账款及票据	3,873	2,716	4,333	4,985	5,186
存货	4,521	5,526	6,118	6,970	7,143
其他流动资产	20,419	21,977	19,175	17,256	15,959
总流动资产	43,527	54,522	52,953	57,007	62,129
物业、厂房及设备	10,607	10,954	11,540	11,409	10,907
其他有形资产	4,702	4,245	4,027	3,841	3,683
无形资产	1,043	4,949	5,394	5,880	6,409
其他长期资产	11,611	9,492	9,495	9,498	9,501
总长期资产	27,964	29,641	30,456	30,628	30,500
总资产	71,491	84,163	83,409	87,635	92,630
短期贷款	2,419	3,889	3,975	4,064	4,154
应付账款	14,223	22,210	24,708	28,723	30,024
其他短期负债	7,473	10,012	10,391	10,789	11,207
总流动负债	24,115	36,112	39,074	43,575	45,385
长期贷款	4,613	5,651	8,476	12,714	19,071
其他长期负债	5,852	6,072	6,104	6,138	6,172
总长期负债	10,465	11,722	14,581	18,852	25,244
总负债	34,580	47,834	53,655	62,427	70,629
储备及其他资本项目	36,911	36,329	29,754	25,207	22,001
股东权益	36,911	36,329	29,754	25,207	22,001
总权益	36,911	36,329	29,754	25,207	22,001

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(9,139)	(10,376)	(6,575)	(4,546)	(3,206)
折旧及摊销	1,411	2,107	2,215	2,631	3,003
营运资本变动	(2,709)	7,352	573	2,809	1,239
其他经营活动现金流	2,205	1,873	0	0	0
经营活动现金流	(8,232)	956	(3,787)	894	1,035
资本开支	(4,197)	(2,109)	(3,027)	(2,800)	(2,872)
其他投资活动现金流	9,043	2,740	2,927	2,049	1,434
投资活动现金流	4,846	631	(100)	(751)	(1,438)
负债净变动	6,119	3,110	2,912	4,326	6,447
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(115)	4,906	0	0	0
融资活动现金流	6,004	8,015	2,912	4,326	6,447
汇率收益/损失	462	(15)	0	0	0
年初现金	11,635	14,714	24,302	23,327	27,796
年末现金	14,714	24,302	23,327	27,796	33,841

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(5.337)	(5.960)	(3.777)	(2.611)	(1.842)
全面摊薄每股收益	(5.337)	(5.960)	(3.777)	(2.611)	(1.842)
每股账面值	21.553	20.867	17.091	14.479	12.638
利润率分析(%)					
毛利率	11.5	1.5	8.8	9.6	11.0
净利率	(34.0)	(33.8)	(16.3)	(9.8)	(6.6)
盈利能力(%)					
ROA	(13.3)	(13.3)	(7.8)	(5.3)	(3.6)
ROE	(23.1)	(28.3)	(19.9)	(16.5)	(13.6)
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.8	1.5	1.4	1.3	1.4
存货周转天数	55.2	60.7	60.7	60.7	60.7
应收账款周转天数	44.5	39.2	39.2	39.2	39.2
应付账款周转天数	204.1	220.0	245.0	250.0	255.0

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8月21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，一位分析师持有英伟达之股份。

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、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、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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、山西省安泰集团股份有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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。