交银国际研究

公司更新

汽车	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 29.05	港元 39.29个	+35.3%

2024 年 8 月 27 日

小鹏汽车 (9868 HK)

MONA 系列有望引领销量进入第二成长曲线，上调评级至买入

- **M03 最终价格或极具竞争力，能耗/车机和语音系统比同级别更为优秀。**小鹏将会在 8 月 27 日（今晚）的十周年庆公布 M03 的最终价格，我们认为最终价格或极具竞争力。M03 的试驾已经提早在上周末和昨天展开，从渠道观察，小鹏大概率会先交付续航里程 515km 和 620km 两个版本。这 2 个版本都会配备 360 度全景影像和 L2+的驾驶辅助功能（LCC, ACC 和 APA 等驾驶辅助功能）。第三个搭载 OrinX 芯片的 MAX 版本，具备更高级别的智驾功能，则有可能在年底才开始交付。此前我们在报告中提到，小鹏的纯视觉智驾方案有可能首发在 4 季度发布的 P7+上，MAX 版本可能会在小鹏发布纯视觉智驾方案的更新后才会交付。从我们试驾来观察，M03 的百公里能耗十分优秀在 11-12KW 左右，电耗水平出色，同时 M03 拥有比同级别更为优秀的车机和语音系统。

- **上调销量，收入和毛利率预测，M03 带动明年销量增长。**我们上调 2025-2026 年销量预测 6-9%以反映 M03 和明年 P7+带来的销量增长。我们认为 M03 分 2 个阶段销售，普通版先行 MAX 版在后的策略有望令 M03 维持较长的热度。我们上调 2025-2026 年收入预测 12-23%反映大众的技术收入和销量预测的调整，并上调 2024-2026 年毛利率以反映销量增长带来的规模效应和供应链的成本控制等因素。小鹏业绩给出 9 月交付 2 万辆的预期，按照目前 7-8 月的销量测算，M03 很大可能在 9 月交付 1 万辆以上。同时我们认为入门版本的定价有可能在 12-12.5 万元，极具竞争力。M03 在外观和内饰方面，提供了充满时尚感且彰显个性多种选择，有望吸引年轻群体，特别是女性用户。

- **上调评级至买入，明年销量端改善，亏损进一步收窄。**我们上调小鹏至**买入**评级，目标价上调至 39.29 港元/10.05 美元（XPEV US/**买入**），对应 2025 年市销率 1.2 倍。我们认为 MONA 系列在 20 万元以内，依靠车机和智驾优势较同级别车型优秀，明年将会有 SUV 车型。另外下半年纯视觉智驾方案有望令智驾车型成本进一步下降。预计明年销量端改善，亏损进一步收窄。

财务数据一览

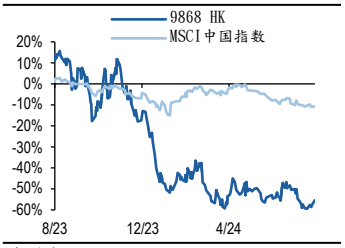
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	26,855	30,676	40,224	51,918	59,324
同比增长(%)	28.0	14.2	31.1	29.1	14.3
净利润(百万人民币)	(9,139)	(10,376)	(4,974)	(3,560)	(2,814)
每股盈利(人民币)	(5.34)	(5.96)	(2.86)	(2.04)	(1.62)
同比增长(%)	80.3	11.7	-52.1	-28.4	-21.0
前EPS预测值(人民币)			(3.78)	(2.61)	(1.84)
调整幅度(%)			-24.4	-21.7	-12.2
市盈率(倍)	NA	NA	NA	NA	NA
每股账面净值(人民币)	21.55	20.87	18.01	15.97	14.35
市账率(倍)	1.23	1.27	1.47	1.66	1.85

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入个

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)	44,726.54
日均成交量(百万)	16.34
年初至今变化(%)	(48.77)
200天平均价(港元)	32.02

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

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: 小鹏汽车财务预测变动

	2024E			2025E			2026E		
人民币百万	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	40,224	40,349	0%	51,918	46,412	12%	59,324	48,292	23%
毛利润	5,099	3539	44%	6,699	4,477	50%	8,011	5,316	51%
毛利率	12.7%	8.8%	+3.9ppts	12.9%	9.6%	+3.3ppts	13.5%	11.0%	+2.5ppts
归母净利润	(4,974)	(6,575)	-24%	(3,560)	(4,546)	-22%	(2,814)	(3,206)	-12%
销量（辆）	173,150	172,500	0%	250,200	236,000	6%	300,478	276,503	9%

资料来源: 交银国际预测

图表 2: MONA M03 可比车型比较

车型	小鹏 MONA M03 高配	秦 L120KM 卓越型	特斯拉 Model3 后轮驱动版
指导价(万元)	预计 15 万	13.98	23.19
终端价格(万元)	预计 15 万	13.98	23.19
级别	紧凑型车	中型车	中型车
长/宽/高(mm)	4780/1896/1445	4830/1900/1495	4720/1848/1442
轴距(mm)	2815	2790	2875
能源类型	纯电动	插电式混动	纯电动
发动机排量	无	1.5L	无
发动机功率(kW)	无	74	无
电机功率(kW)	160	160	194
最高车速(km/h)	155	180	200
风阻系数(Cd)	0.194	0.26	0.22
0-100km/h 加速(s)	未知	7.5	6.1
百公里耗电量(度)	未知	13.6	11.3
CLTC 纯电续航里程(km)	620	120	606
电池容量(kWh)	未知	15.87	60
电池类型	磷酸铁锂	磷酸铁锂	磷酸铁锂
驱动电机	后置单电机	前置单电机	后置单电机
油箱容积(L)	无	65	无
综合续航(km)	620	2100	606
前悬架类型	麦弗逊式	麦弗逊式	双叉臂式
后悬架类型	扭力梁式	多连杆式	多连杆式

资料来源: 公司资料，懂车帝，易车，交银国际

图表 3: 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 4: 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
1585 HK	雅迪控股	买入	10.14	13.55	33.6%	2024 年 08 月 26 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	46.95	51.47	9.6%	2024 年 08 月 07 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.74	6.24	-7.5%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	20.40	26.49	29.8%	2024 年 03 月 26 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	12.26	18.60	51.7%	2024 年 03 月 14 日	重卡
9868 HK	小鹏汽车	买入	29.05	39.29	35.3%	2024 年 08 月 27 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	10.60	16.30	53.8%	2024 年 07 月 11 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	82.15	120.34	46.5%	2024 年 05 月 24 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	32.05	59.88	86.8%	2024 年 05 月 16 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	228.80	306.48	34.0%	2024 年 03 月 27 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	8.21	12.50	52.3%	2023 年 08 月 23 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.50	3.34	33.6%	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 27 日

财务数据

损益表(百万元人民币)

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	26,855	30,676	40,224	51,918	59,324
主营业务成本	(23,767)	(30,225)	(35,126)	(45,220)	(51,313)
毛利	**3,088**	**451**	**5,099**	**6,699**	**8,011**
销售及管理费用	(6,688)	(6,559)	(6,355)	(5,971)	(6,229)
研发费用	(5,215)	(5,277)	(5,953)	(6,801)	(7,415)
其他经营净收入/费用	109	495	649	838	957
经营利润	**(8,706)**	**(10,889)**	**(6,561)**	**(5,236)**	**(4,676)**
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)	201	260	297
税前利润	**(9,118)**	**(10,394)**	**(4,956)**	**(3,547)**	**(2,804)**
税费	(25)	(37)	(18)	(13)	(10)
非控股权益	4	55	0	0	0
净利润	**(9,139)**	**(10,376)**	**(4,974)**	**(3,560)**	**(2,814)**
作每股收益计算的净利润	(9,139)	(10,376)	(4,974)	(3,560)	(2,814)

资产负债简表(百万元人民币)

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	14,714	24,302	24,091	31,497	40,075
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	4,320	5,576	6,371
存货	4,521	5,526	5,838	7,516	8,529
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**	**53,424**	**61,845**	**70,934**
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**	**83,879**	**92,473**	**101,434**
短期贷款	2,419	3,889	3,975	4,064	4,154
应付账款	14,223	22,210	23,577	30,972	35,849
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**	**37,944**	**45,825**	**51,209**
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**	**52,525**	**64,677**	**76,453**
储备及其他资本项目	36,911	36,329	31,355	27,795	24,981
股东权益	**36,911**	**36,329**	**31,355**	**27,795**	**24,981**
总权益	**36,911**	**36,329**	**31,355**	**27,795**	**24,981**

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	(9,139)	(10,376)	(4,974)	(3,560)	(2,814)
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	(264)	4,759	3,380
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**	**(3,023)**	**3,830**	**3,569**
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**	**24,091**	**31,497**
年末现金	**14,714**	**24,302**	**24,091**	**31,497**	**40,075**

财务比率

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)	(2.857)	(2.045)	(1.616)
全面摊薄每股收益	(5.337)	(5.960)	(2.857)	(2.045)	(1.616)
每股账面值	21.553	20.867	18.011	15.966	14.350
利润率分析(%)					
毛利率	11.5	1.5	12.7	12.9	13.5
净利率	(34.0)	(33.8)	(12.4)	(6.9)	(4.7)
盈利能力(%)					
ROA	(13.3)	(13.3)	(5.9)	(4.0)	(2.9)
ROE	(23.1)	(28.3)	(14.7)	(12.0)	(10.7)
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

交银国际
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：	分析员行业评级定义：
买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。	**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竿指数**具吸引力**。
中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。	**同步**：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业	**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竿指数不具吸引力。
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**。	香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

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，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、天津建設發展集團股份公司、長久股份有限公司、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、其联属公司、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、其联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，并可能受送递延误、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。