

汽车	收盘价 港元 50.60	目标价 港元 77.36个	潜在涨幅 +52.9%	2024年10月14日
----	-----------------	------------------	----------------	-------------

## 小鹏汽车 (9868 HK)

### P7+或将接棒继续降维打击，上调销量预测和目标价，维持买入

⊕ **M03 超预期后，P7+或将接棒继续降维打击。**小鹏 P7+ 的全球首次亮相发布会上，新车预售价将会在 10 月 14 日巴黎车展上公布。继 M03 的成功后，我们认为 P7+ 的定价依然会采取较为积极的策略，将接棒继续降维打击。我们认为 P7+ 主要以下几方面亮点：1) **大空间**：P7+ 的长宽高分别为 5056/1937/1512mm，轴距 3000mm，达到 C 级车的尺寸。何小鹏也用“河马”，“空间怪物”等来形容 P7+ 的空间。P7+ 也是今年除智界 R7（价格较贵）外，少数以空间当成重要亮点的纯电轿车。2) **舒适性**：全车标配座椅加热、通风、按摩，后排座椅标配 10° 电动调节，全系都是 Nappa 座椅搭配超纤维顶棚，全系标配的还有三款香氛以及 20 个扬声器。3) **首发 AI 鹰眼视觉智驾方案**：小鹏 P7+ 或全系标配 AI 鹰眼视觉智驾方案，新车的智驾软件包或无需另外付款。P7+ 采用双 Orin X 芯片、26 个感知硬件，去除激光雷达对环境感知能力提出更高的要求，小鹏的这套 AI 鹰眼视觉智驾方案的前视双目 + 后视摄像头应用 Lofic 架构。

⊕ **P7+起步价可能低于 20 万元人民币，再加首发权益价格可能下探到 18 万元左右，爆款可期。**P7+ 延续小鹏一贯优秀的电耗，百公里只用 11.6 度电，因此可以采用相对较小的电池，降低 BOM 成本。根据工信部披露的申报信息，入门版将搭载 180kW 电机、使用亿纬动力提供的 60.7 度磷酸铁锂电池，纯电续航里程 602 公里。同时 AI 鹰眼视觉智驾方案对激光雷达的去除又降低了智驾硬件成本。电池和智驾两项核心 BOM 成本的下降，我们认为定价会有惊喜，爆款可期。

⊕ **上调销量预测和目标价。**我们分别上调 2025/2026 年销量预测 35%/27%，至 33.8 万/38.1 万辆，以反映 M03 的超预期销量和上调 P7+ 的销量预测。亏损受惠销量增长的规模效应和成本的控制将按年收窄。我们根据最新销量和收入预测上调目标价至 77.36 港元/19.91 美元 (XPEV US)，对应 2 倍 2025 年预测市销率。维持买入评级。

#### 财务数据一览

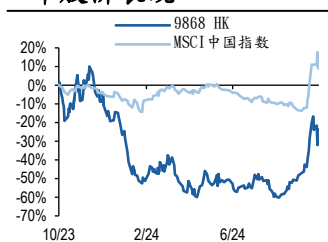
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入(百万人民币)	26,855	30,676	39,627	61,231	67,665
同比增长 (%)	28.0	14.2	29.2	54.5	10.5
净利润(百万人民币)	(9,139)	(10,376)	(4,848)	(2,360)	(1,290)
每股盈利(人民币)	(5.34)	(5.96)	(2.78)	(1.36)	(0.74)
同比增长 (%)	80.3	11.7	-53.3	-51.3	-45.3
前EPS预测值(人民币)			(2.86)	(2.04)	(1.62)
调整幅度 (%)			-2.5	-33.7	-54.1
市盈率(倍)	NA	NA	NA	NA	NA
每股账面净值(人民币)	21.55	20.87	18.08	16.73	15.99
市账率(倍)	2.13	2.20	2.54	2.75	2.88

资料来源：公司资料，交银国际预测

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



资料来源：FactSet

#### 股份资料

52周高位(港元)	72.75
52周低位(港元)	26.05
市值(百万港元)	78,242.27
日均成交量(百万)	28.15
年初至今变化 (%)	(10.76)
200天平均价(港元)	32.51

资料来源：FactSet

#### 陈庆

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

#### 李柳晓, PhD, CFA

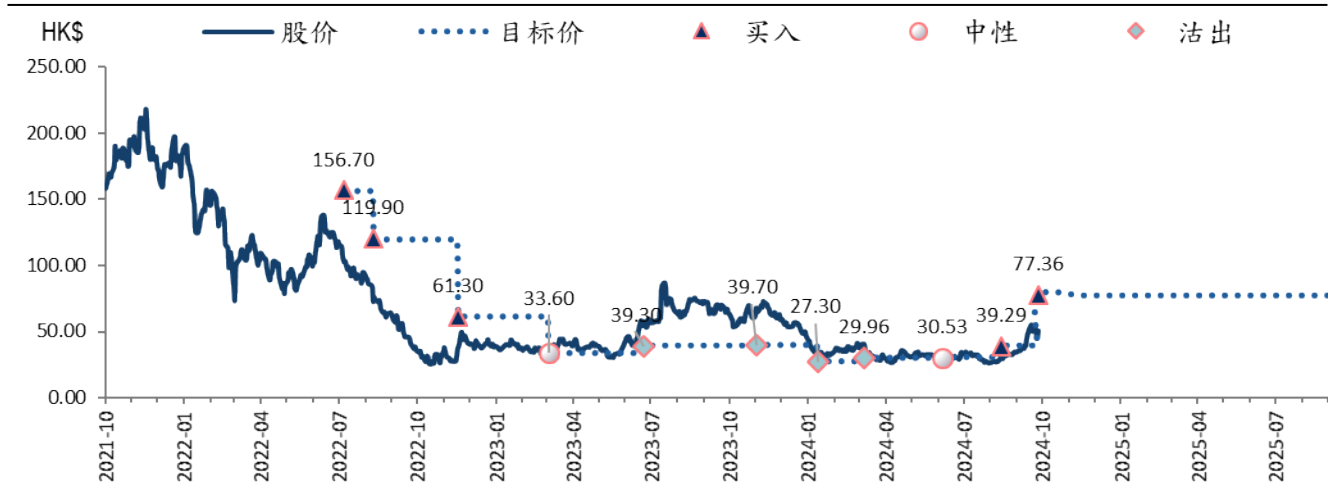
joyce.li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1854

图表 1: 财务预测变动

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	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	39,627	40,224	-1%	61,231	51,918	18%	67,665	59,324	14%
毛利润	5,054	5,099	-1%	8,457	6,699	26%	9,918	8,011	24%
毛利率	12.8%	12.7%	0.1 ppt	13.8%	12.9%	0.9 ppt	14.7%	13.5%	1.2 ppt
归母净利润	(4,848)	(4,974)	-3%	(2,360)	(3,560)	-34%	(1,290)	(2,814)	-54%
销量 (辆)	173,150	173,150	0%	338,200	250,200	35%	381,978	300,478	27%

资料来源: 交银国际预测

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	49.99	51.47	3.0%	2024 年 08 月 07 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	13.28	13.55	2.0%	2024 年 08 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.34	6.24	-1.6%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	23.15	26.49	14.4%	2024 年 03 月 26 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	13.02	18.60	42.9%	2024 年 03 月 14 日	重卡
9868 HK	小鹏汽车	买入	50.60	77.36	52.9%	2024 年 10 月 14 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	15.50	16.30	5.2%	2024 年 07 月 11 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	107.00	120.34	12.5%	2024 年 05 月 24 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	48.70	59.88	23.0%	2024 年 05 月 16 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	298.80	306.48	2.6%	2024 年 03 月 27 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	12.88	12.50	-3.0%	2023 年 08 月 23 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.93	3.34	14.0%	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 10 月 11 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	39,627	61,231	67,665
主营业务成本	(23,767)	(30,225)	(34,573)	(52,774)	(57,746)
<b>毛利</b>	<b>3,088</b>	<b>451</b>	<b>5,054</b>	<b>8,457</b>	<b>9,918</b>
销售及管理费用	(6,688)	(6,559)	(6,261)	(5,511)	(5,751)
研发费用	(5,215)	(5,277)	(5,865)	(8,021)	(8,458)
其他经营净收入/费用	109	495	639	988	1,092
<b>经营利润</b>	<b>(8,706)</b>	<b>(10,889)</b>	<b>(6,432)</b>	<b>(4,087)</b>	<b>(3,200)</b>
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)	198	306	338
<b>税前利润</b>	<b>(9,118)</b>	<b>(10,394)</b>	<b>(4,831)</b>	<b>(2,352)</b>	<b>(1,286)</b>
税费	(25)	(37)	(17)	(8)	(5)
非控股权益	4	55	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>(9,139)</b>	<b>(10,376)</b>	<b>(4,848)</b>	<b>(2,360)</b>	<b>(1,290)</b>
作每股收益计算的净利润	(9,139)	(10,376)	(4,848)	(2,360)	(1,290)

资产负债表 (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	24,002	35,740	45,453
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	4,256	6,576	7,267
存货	4,521	5,526	5,746	8,772	9,598
其他流动资产	20,419	21,977	19,175	17,256	15,959
<b>总流动资产</b>	<b>43,527</b>	<b>54,522</b>	<b>53,178</b>	<b>68,344</b>	<b>78,278</b>
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
<b>总长期资产</b>	<b>27,964</b>	<b>29,641</b>	<b>30,456</b>	<b>30,628</b>	<b>30,500</b>
<b>总资产</b>	<b>71,491</b>	<b>84,163</b>	<b>83,634</b>	<b>98,972</b>	<b>108,778</b>
短期贷款	2,419	3,889	3,975	4,064	4,154
应付账款	14,223	22,210	23,206	36,146	40,343
其他短期负债	7,473	10,012	10,391	10,789	11,207
<b>总流动负债</b>	<b>24,115</b>	<b>36,112</b>	<b>37,573</b>	<b>50,999</b>	<b>55,704</b>
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
<b>总长期负债</b>	<b>10,465</b>	<b>11,722</b>	<b>14,581</b>	<b>18,852</b>	<b>25,244</b>
<b>总负债</b>	<b>34,580</b>	<b>47,834</b>	<b>52,154</b>	<b>69,851</b>	<b>80,948</b>
储备及其他资本项目	36,911	36,329	31,481	29,120	27,830
<b>股东权益</b>	<b>36,911</b>	<b>36,329</b>	<b>31,481</b>	<b>29,120</b>	<b>27,830</b>
<b>总权益</b>	<b>36,911</b>	<b>36,329</b>	<b>31,481</b>	<b>29,120</b>	<b>27,830</b>

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)	(4,848)	(2,360)	(1,290)
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	(479)	7,893	2,991
其他经营活动现金流	2,205	1,873	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>(8,232)</b>	<b>956</b>	<b>(3,112)</b>	<b>8,163</b>	<b>4,704</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>4,846</b>	<b>631</b>	<b>(100)</b>	<b>(751)</b>	<b>(1,438)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>6,004</b>	<b>8,015</b>	<b>2,912</b>	<b>4,326</b>	<b>6,447</b>
汇率收益/损失	462	(15)	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>11,635</b>	<b>14,714</b>	<b>24,302</b>	<b>24,002</b>	<b>35,740</b>
<b>年末现金</b>	<b>14,714</b>	<b>24,302</b>	<b>24,002</b>	<b>35,740</b>	<b>45,453</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	(5.337)	(5.960)	(2.785)	(1.356)	(0.741)
全面摊薄每股收益	(5.337)	(5.960)	(2.785)	(1.356)	(0.741)
每股账面值	21.553	20.867	18.083	16.727	15.986
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	11.5	1.5	12.8	13.8	14.7
净利率	(34.0)	(33.8)	(12.2)	(3.9)	(1.9)
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	(13.3)	(13.3)	(5.8)	(2.6)	(1.2)
ROE	(23.1)	(28.3)	(14.3)	(7.8)	(4.5)
<b>其他</b>					
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**

## 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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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有限公司、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及光大证券股份有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，而非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。