

汽车	收盘价 港元 51.95	目标价 港元 77.36	潜在涨幅 +48.9%
----	-----------------	-----------------	----------------

2024年11月20日

小鹏汽车 (9868 HK)

汽车毛利超预期，P7+上量有望令汽车毛利进一步改善

⊕ **3季度汽车毛利超预期。**3季度小鹏汽车营收101亿元（人民币，下同），环比上升24.5%，符合市场和我们预期。汽车销量4.6万辆，环比增长54.0%。大众合作收入持续入账，服务和其他收入环比大致持平于13.1亿元。3季度毛利率15.3%，环比上升1.3个百分点，其中汽车毛利率8.6%，继续环比修复2.2个百分点，超市场和我们预期，市场普遍预期M03的交付很难对汽车业务的毛利率有正面影响。另外其服务和其他收入毛利率继续环比提升至60%，基于EEA技术架构的技术授权费也开始在3季度确认，令毛利率超预期。小鹏3季度维持高效的成本控制，研发/销售费用环比略增11.3%/3.8%，占收入比例环比下降。3季度公司净亏损18.1亿元/non-GAAP净亏损15.3亿元，环比较2季度均有所扩大。

小鹏汽车预计4季度总收入将介乎153亿元至162亿元，按年增加约17.2%至24.1%。汽车交付量将介乎8.7万至9.1万辆，按年增加约44.6%至51.3%。从销量指引来看，我们预计12月M03和P7+将交付近2.5万辆，意味着两款爆销车型产能爬坡持续。

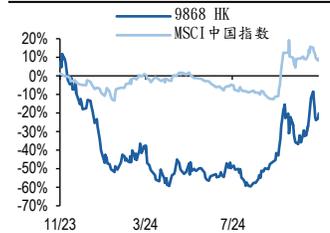
⊕ **爆销车型订单支撑4季度和明年1季度销量，毛利和亏损情况将改善。**3季度小鹏单车价格下滑到18.9万元，主要是由于车型结构影响，较低价的M03占比提高。汽车毛利率在低价M03的交付下仍然环比修复，超出我们预期。展望4季度，M03和P7+这两款较低价车型占比也会环比提升，单车价格还会环比继续下行。但是在规模效应和优化BOM成本下（其中P7+BOM成本下降25%），我们预期毛利率将持续改善。同时，M03和P7+有接近10万辆的积压订单，将支撑4季度和明年1季度销量。2025年，小鹏将会有4款新车型和现有车型的改款，将分布到各季度发布，我们预计M03和P7+的爆销对明年的新车型销量有正面影响。

⊕ **维持买入。**我们维持之前的观点，M03和P7+的产品力和性价比定位将会对明年发布的车型有正面作用。同时由于小鹏未公布增程车型的时间表，我们认为市场还没设计价增程对销量的推动作用，明年销量依然有上调空间。我们维持买入评级和目标价77.36港元/19.91美元（XPEV US），对应2倍2025年预测市销率。

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)	80,329.77
日均成交量 (百万)	20.20
年初至今变化 (%)	(8.38)
200天平均价 (港元)	35.95

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	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
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)	2.24	2.32	2.67	2.89	3.02

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。

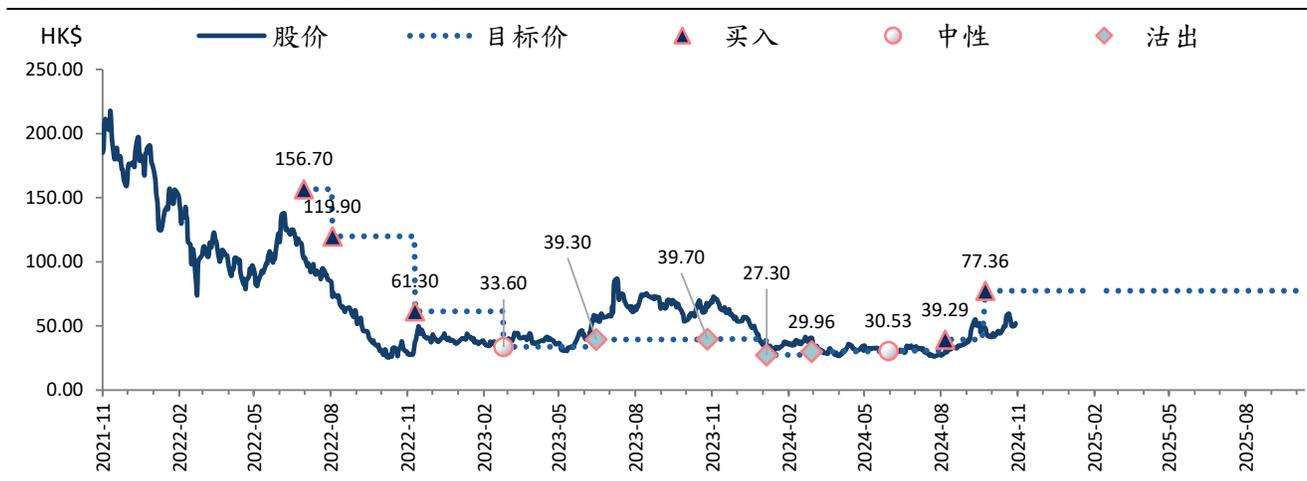
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 小鹏汽车季度业绩

人民币百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	QoQ	YoY	9M23	9M24	YoY
总收入	4,033	5,063	8,530	13,050	6,548	8,111	10,102	24.5%	18.4%	17,626	24,761	40.5%
车辆销售	3,514	4,425	7,844	12,228	5,544	6,819	8,795	29.0%	12.1%	15,783	21,158	34.1%
服务及其他	520	638	685	822	1,004	1,293	1,307	1.1%	90.7%	1,843	3,603	95.5%
成本	-3,966	-5,260	-8,757	-12,241	-5,704	-6,976	-8,560	22.7%	-2.3%	-17,984	-21,240	18.1%
车辆销售	-3,601	-4,805	-8,320	-11,733	-5,242	-6,384	-8,039	25.9%	-3.4%	-16,725	-19,666	17.6%
服务及其他	-366	-456	-438	-508	-462	-591	-521	-11.9%	19.1%	-1,259	-1,575	25.1%
毛利	67	-197	-228	809	844	1,136	1,541	35.7%	-776.2%	-358	3,521	-1082.6%
研发费用	-1,296	-1,367	-1,306	-1,308	-1,350	-1,467	-1,633	11.3%	25.1%	-3,969	-4,450	12.1%
SG&A 费用	-1,387	-1,544	-1,692	-1,937	-1,388	-1,574	-1,633	3.8%	-3.5%	-4,622	-4,595	-0.6%
经营亏损	-2,615	-3,108	-3,226	-2,435	-1,895	-1,905	-1,725	-9.4%	-46.5%	-8,950	-5,525	-38.3%
净亏损	-2,337	-2,805	-3,887	-1,348	-1,368	-1,285	-1,808	40.7%	-53.5%	-9,028	-4,460	-50.6%
销量	18,230	23,205	40,008	60,158	21,821	30,207	46,533	54.0%	16.3%	81,443	98,561	21.0%
ASP	18,230	23,205	40,008	60,158	21,821	30,207	46,533	-16.3%	-3.6%	81,443	98,561	10.8%
百分比												
研发费用	-32.1%	-27.0%	-15.3%	-10.0%	-20.6%	-18.1%	-16.2%			-22.5%	-18.0%	
SG&A 费用	-34.4%	-30.5%	-19.8%	-14.8%	-21.2%	-19.4%	-16.2%			-26.2%	-18.6%	
利润率												
车辆销售	-2.5%	-8.6%	-6.1%	4.1%	5.5%	6.4%	8.6%			-6.0%	7.1%	
服务及其他	29.6%	28.6%	36.1%	38.2%	53.9%	54.3%	60.1%			31.7%	56.3%	
毛利	1.7%	-3.9%	-2.7%	6.2%	12.9%	14.0%	15.3%			-2.0%	14.2%	
经营亏损	-64.8%	-61.4%	-37.8%	-18.7%	-28.9%	-23.5%	-17.1%			-50.8%	-22.3%	
净亏损	-57.9%	-55.4%	-45.6%	-10.3%	-20.9%	-15.8%	-17.9%			-51.2%	-18.0%	

资料来源: 公司资料, 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 发布日期	子行业
689009 CH	九号公司	买入	45.53	53.74	18.0%	2024年10月29日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	13.46	13.55	0.6%	2024年08月26日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.23	6.24	0.1%	2024年07月02日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	21.40	26.49	23.8%	2024年03月26日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	11.58	18.60	60.6%	2024年03月14日	重卡
175 HK	吉利汽车	买入	13.60	18.50	36.0%	2024年11月14日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	268.60	379.22	41.2%	2024年10月31日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	13.64	17.36	27.3%	2024年10月28日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	51.95	77.36	48.9%	2024年10月14日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	90.85	120.34	32.5%	2024年05月24日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	37.80	59.88	58.4%	2024年05月16日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.32	3.34	0.6%	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 11 月 19 日

财务数据

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)
毛利	3,088	451	5,054	8,457	9,918
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
经营利润	(8,706)	(10,889)	(6,432)	(4,087)	(3,200)
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
税前利润	(9,118)	(10,394)	(4,831)	(2,352)	(1,286)
税费	(25)	(37)	(17)	(8)	(5)
非控股权益	4	55	0	0	0
净利润	(9,139)	(10,376)	(4,848)	(2,360)	(1,290)
作每股收益计算的净利润	(9,139)	(10,376)	(4,848)	(2,360)	(1,290)

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
总流动资产	43,527	54,522	53,178	68,344	78,278
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	83,634	98,972	108,778
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
总流动负债	24,115	36,112	37,573	50,999	55,704
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	52,154	69,851	80,948
储备及其他资本项目	36,911	36,329	31,481	29,120	27,830
股东权益	36,911	36,329	31,481	29,120	27,830
总权益	36,911	36,329	31,481	29,120	27,830

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)	(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
经营活动现金流	(8,232)	956	(3,112)	8,163	4,704
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	24,002	35,740
年末现金	14,714	24,302	24,002	35,740	45,453

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)	(2.785)	(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
利润率分析(%)					
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)
盈利能力(%)					
ROA	(13.3)	(13.3)	(5.8)	(2.6)	(1.2)
ROE	(23.1)	(28.3)	(14.3)	(7.8)	(4.5)
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**

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、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技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。