

汽车	收盘价 港元 97.45	目标价 港元 134.69个	潜在涨幅 +38.2%
----	-----------------	-------------------	----------------

2025年3月12日

小鹏汽车 (9868 HK)

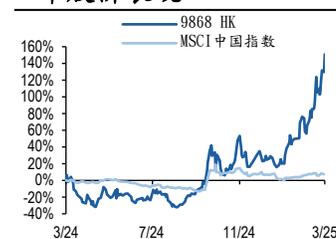
产品大年，受惠智驾普及，维持买入

- 2025款G6和G9发布在即，销量有望维持增长势头。小鹏将于2025年3月13日19:00正式发布2025款G6和G9，有别于一般小改款的认知，这次改款的产品力大幅提升，在外观、内饰、智能驾驶及性能上全面升级。G6新增六种车身颜色及黑武士涂装，车头车尾设计优化；G9采用新设计语言，强化运动感。内饰上，G6配备三块大屏、升级方向盘及座椅功能，G9改进方向盘并增加后排座椅功能。智能驾驶方面，两款车型均取消激光雷达，采用纯视觉方案，G6标配AI鹰眼智驾系统，G9搭载XNGP系统。性能上，G6搭载800V平台及5C电池，续航725km，优化底盘；G9标配5C电池，续航702km，应用空气悬架和碳化硅平台。我们认为最终价格会采取2024年以来成功的性价比定价策略，新增订单有望持续增长。
- 新车发布密集，下半年增程产品发布。2025年小鹏新车周期强劲，1季度有G6和G9的改款，2季度有全新B级SUV G7和的Mona M03 Max车型，下半年X9有望发布增程版本，同时预计还有一款增程车型发布。在一贯的性价比定价策略和今年智驾平权的主题下，我们认为小鹏销量将会提速。小鹏通过将高阶智驾与超充技术下探至10-15万元人民币级车型MONA M03，同时通过P7+的轿跑设计突破中高端市场，形成“高低搭配”的产品矩阵。智驾功能比同级产品优胜，取得市场份额的明显增长，印证智能化带来的差异化竞争优势。2025年公司进一步扩大车型矩阵，受益于智驾成为2025年购车的必选项，预计小鹏汽车2025年销量同比增长133%至44万辆。
- 上调盈利预测和目标价。小鹏周销量已经在最近几周超过理想成为新势力第一，淡季表现强劲。我们预测随着新车/改款车上市，销量有望持续增长。受益于智驾普及和新车上量，我们上调2025年销量预测30.4%至44万辆。从2025年下半年开始，季度盈利有望迎来转正，同时考虑小鹏在人工智能/低空经济/人形机器人的布局，有望对股价产生正面影响，估值中枢上移。虽然股价较我们从2024年8月上调至买入起涨幅已达230%，但我们认为小鹏汽车具备长期的投资价值。我们上调目标价至134.69港元/34.45美元(XPEV US)，对应2.5倍市销率，维持买入。

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)	97.45
52周低位 (港元)	26.05
市值 (百万港元)	150,811.67
日均成交量 (百万)	42.08
年初至今变化 (%)	108.90
200天平均价 (港元)	51.63

资料来源: FactSet

陈庆

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

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

财务数据一览

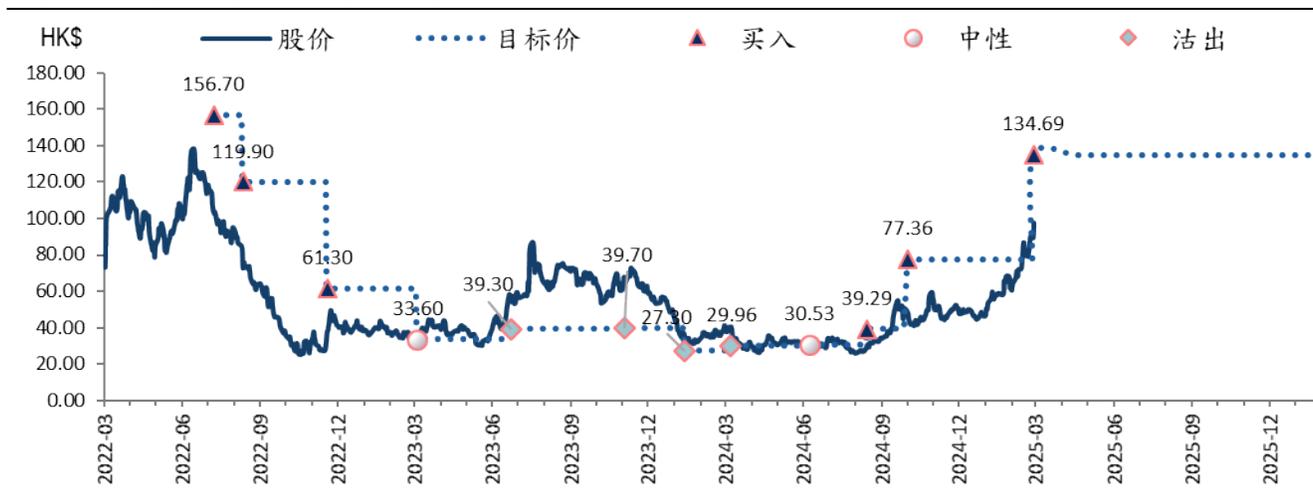
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	26,855	30,676	41,457	85,431	112,408
同比增长 (%)	28.0	14.2	35.1	106.1	31.6
净利润 (百万人民币)	(9,139)	(10,376)	(5,233)	(630)	1,431
每股盈利 (人民币)	(5.34)	(5.96)	(3.01)	(0.36)	0.82
同比增长 (%)	80.3	11.7	-49.6	-88.0	-327.1
前EPS预测值 (人民币)			(2.78)	(1.36)	(0.74)
调整幅度 (%)			8.0	-73.3	-210.9
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	NA	110.3
每股账面净值 (人民币)	21.55	20.87	17.86	17.50	18.32
市账率 (倍)	4.21	4.35	5.08	5.18	4.95

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 (9868 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 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	59.38	53.74	-9.5%	2024年10月29日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	13.74	13.55	-1.4%	2024年08月26日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	7.00	6.24	-10.9%	2024年07月02日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	22.70	26.49	16.7%	2024年03月26日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	16.02	18.60	16.1%	2024年03月14日	重卡
9868 HK	小鹏汽车	买入	97.45	134.69	38.2%	2025年03月12日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	17.24	18.50	7.3%	2024年11月14日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	350.20	379.22	8.3%	2024年10月31日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	13.76	17.36	26.2%	2024年10月28日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	113.00	120.34	6.5%	2024年05月24日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	38.05	59.88	57.4%	2024年05月16日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.23	3.34	3.4%	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 2025 年 3 月 11 日

财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	26,855	30,676	41,457	85,431	112,408
主营业务成本	(23,767)	(30,225)	(36,266)	(73,916)	(95,262)
毛利	3,088	451	5,191	11,515	17,146
销售及管理费用	(6,688)	(6,559)	(6,550)	(8,116)	(10,454)
研发费用	(5,215)	(5,277)	(6,136)	(7,262)	(9,217)
其他经营净收入/费用	109	495	669	1,378	1,814
经营利润	(8,706)	(10,889)	(6,826)	(2,484)	(712)
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)	207	427	562
税前利润	(9,118)	(10,394)	(5,215)	(628)	1,426
税费	(25)	(37)	(18)	(2)	5
非控股权益	4	55	0	0	0
净利润	(9,139)	(10,376)	(5,233)	(630)	1,431
作每股收益计算的净利润	(9,139)	(10,376)	(5,233)	(630)	1,431

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	14,714	24,302	21,791	39,377	55,553
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	4,452	9,175	12,072
存货	4,521	5,526	6,028	12,286	15,834
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	51,445	78,094	99,418
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	81,901	108,722	129,919
短期贷款	2,419	3,889	3,975	4,064	4,154
应付账款	14,223	22,210	21,859	44,552	57,418
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	36,225	59,405	72,779
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	50,806	78,257	98,023
储备及其他资本项目	36,911	36,329	31,095	30,465	31,896
股东权益	36,911	36,329	31,095	30,465	31,896
总权益	36,911	36,329	31,095	30,465	31,896

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)	(5,233)	(630)	1,431
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	(2,305)	12,010	6,733
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	(5,323)	14,011	11,166
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	21,791	39,377
年末现金	14,714	24,302	21,791	39,377	55,553

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)	(3.006)	(0.362)	0.822
全面摊薄每股收益	(5.337)	(5.960)	(3.006)	(0.362)	0.822
每股账面值	21.553	20.867	17.861	17.500	18.321
利润率分析(%)					
毛利率	11.5	1.5	12.5	13.5	15.3
净利率	(34.0)	(33.8)	(12.6)	(0.7)	1.3
盈利能力(%)					
ROA	(13.3)	(13.3)	(6.3)	(0.7)	1.2
ROE	(23.1)	(28.3)	(15.5)	(2.0)	4.6
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	220.0	220.0	220.0

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**

2025年3月12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有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、湖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、山西省安集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技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。