

小鹏汽车 (XPEV US)

一季度表现优于预期；二季度交付受制于芯片供应

小鹏汽车一季度实现汽车交付 13,340 辆，销售收入人民币 29.5 亿元。公司一季度整体毛利率 11.2%，高于我们全年预测的 9.3%，主要由成本节约以及公司汽车销售自动驾驶 XPilot3.0 订阅量增加所驱动。管理层指引 2 季度汽车交付量将环比增长 15-20% 至 15,500-16,000 台，隐含 5-6 月份交付量较 4 月环比大致持平，主要是受到了芯片供应短缺影响。根据一季度表现及二季度指引，我们将小鹏汽车全年汽车交付量假设上调 21.5% 至 58,920 台。基于更为保守的 2025 年汽车销售板块 3.0 倍预测市销率折现，我们将公司的目标价下调 9.6% 至 39.0 美元。目前公司市值对应 2021 年市销率约 9.2 倍，我们认为目前估值变得更加吸引。维持买入评级。

- **一季度表现优于预期。** 销售收入及汽车交付量在销售淡季双双超出我们预期。季度毛利率环比增长 3.8 个百分点至 11.2%。毛利率表现意外强劲，主要优于公司的成本控制水平超预期，以及消费者对于自动驾驶选装包 XPilot3.0 的需求良好所驱动。研发成本季度环比增长 16.3%，而销售及行政开支则环比下降了 21.5%。一季度公司亏损人民币 7.86 亿，与去年 4 季度环比持平。我们认为公司一季度的运营表现优于我们预期，财务表现方面则大致符合预期。
- **二季度汽车交付指引 15,500-16,000 量。** 公司指引对应月度平均交付量为 5,100-5,300 台，与公司 4 月份所实现的 5,147 台相比较大致持平。管理层表示芯片供应将是 2 季度交付量爬坡的主要制约，而公司在汽车订单方面仍旧维持较好表现。基于公司 2 季度的指引，我们将全年销量预测上调 21.6% 至 58,920 量。我们的销量预测假设芯片供应紧张局面将自 3 季度开始有所缓解。
- **毛利率将随磷酸铁锂版本车型交付进一步提升。** 对于一季度毛利率环比提升 3.8 个百分点，管理层将其中 2.5 个百分点的毛利率增长归因于自动驾驶 XPilot3.0 软件选装包的销售。公司在 1 月份成功推出 NGP 功能以后取得了不俗的自动辅助驾驶里程累积，截止至 3 月底自动辅助驾驶里程总数已超过 230 万公里。展望 2 季度，随着成本较低磷酸铁锂版本的车型陆续交付，我们预料公司的毛利率有望获得持续改善。管理层透露磷酸铁锂版 G3 级 P7 获得了消费者的认可，并在目前在手订单中占据一定比例（超 20%）。
- **P5 将如期交付；G3 将在 3 季度迎来改款。** 公司近期发布了 P5 车型，该车为 A+ 级别轿车并装配了激光雷达，计划如期在 4 季度实现量产交付。P5 的定价将在 G3 和 P7 之间，发布至今已累积了超过 1 万台意向订单。管理层对于 P5 的销售表现感到乐观，并透露 P5 在零售店及市场的反馈表现好于 P7 推出同期。在现有车型方面，G3 将在 3 季度迎来中期改款，本次改款将带来少量升级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万元人民币)	2,321	5,844	13,000	20,251	33,976
同比增长(%)	23,815.3	151.8	122.4	55.8	67.8
净收入(百万元人民币)	-4,654	-4,890	-3,970	-3,494	-2,117
每股盈利(元人民币)	-27	-13	-5	-4	-3
每股盈利变动(%)	N/A	-51.3	-60.9	-13.1	-40
市场预测每股盈利(元)	NA	NA	-5.4	0.02	2.64
市盈率(倍)	NA	NA	NA	NA	NA
市销率(倍)	51.5	20.5	9.2	5.9	3.5
股息率(%)	0	0	0	0	0
权益收益率(%)	na	-35%	-12%	-12%	-8%
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	US\$39.00
(此前目标价)	US\$43.12)
潜在升幅	+51.8%
当前股价	US\$25.70

中国新能源汽车行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835
jackbai@cmbi.com.hk

萧小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	20,623
3 月平均流通量(百万港元)	665.0
52 周内股价高/低(港元)	74.49/15.00
总股本(百万)	498

资料来源：彭博

股东结构

He Xiaopeng	25.0%
Simplicity & Respect entities	22.3
Alibaba	12.3%

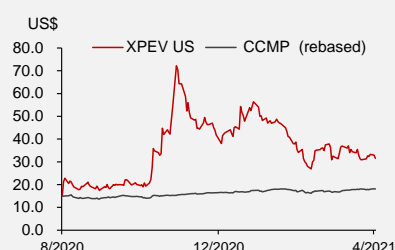
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.7%	-8.3%
3-月	-36.8%	-40.4%
6-月	58.7%	28.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道中天

- **近期股价回撤后，估值变得更加吸引。**基于我们的销量及毛利假设调整，我们预期小鹏汽车 2021-23 年的净亏损将较我们此前尤其收窄 3.5/4.0/2.0%。我们亦将对公司 2025 年汽车销量预测上调 27.6%至 35.6 万台。基于近期市场波动及行业板块估值调整，我们对公司采用更为保守的估值预期，取 2025 年汽车销售预测市销率为 3.0 倍并折现。我们对公司的目标价下调 9.6%至 39.0 美元，对应现价有 65.8% 的上涨空间。我们认为公司目前的风险回报系数变得更加吸引，维持买入评级。

财务分析

利润表

年結：12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	2,321	5,844	13,000	20,251	33,976
汽車銷售	2,171	5,547	12,280	19,039	31,794
其它銷售	150	298	720	1,212	2,183
銷售成本	(2,879)	(5,578)	(11,636)	(17,798)	(28,755)
毛利	(558)	266	1,364	2,453	5,222
其它收入	(2,070)	(1,726)	(3,020)	(3,322)	(3,655)
其它(虧損)/盈利淨額	(1,165)	(2,921)	(3,196)	(3,480)	(4,555)
銷售及營銷開支	12	87	-	-	-
息稅前收益	(3,781)	(4,294)	(4,853)	(4,349)	(2,988)
利息收入	89	133	615	529	423
利息開支	(32)	(22)	(62)	(77)	(92)
公允價值收益	27	1,362	200	200	200
其它損益	4	90	130	203	340
稅前利潤	(11,288)	(5,298)	(7,185)	(3,956)	(1,452)
所得稅	(0)	(1)	-	-	-
非控股價值增加	(961)	(2,158)	-	-	-
淨利潤	(4,654)	(4,890)	(3,970)	(3,494)	(2,117)

現金流量表

年結：12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前收益	(3,636)	(2,620)	(3,417)	(3,042)	(1,786)
折舊和攤銷	138	256	293	319	344
運營資金變動	1,706	(213)	856	(2,159)	(4,158)
稅務開支	(0)	(0)	0	0	0
其它	(1,771)	(1,380)	(613)	(514)	(393)
經營活動所得現金淨額	(3,563)	(3,958)	(2,881)	(5,397)	(5,992)
資本開支	(685)	(2,738)	(174)	(136)	(110)
其它	1,425	(1,000)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	740	(3,737)	(174)	(136)	(110)
股份發行	2,725	37,181	-	-	-
淨借貸	970	(352)	500	500	500
股息	-	-	-	-	-
其它	(102)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	3,594	36,829	500	500	500
現金增加淨額	771	29,134	(2,555)	(5,033)	(5,603)
年初現金及現金等價物	1,632	2,408	31,542	28,986	23,954
受限制現金	461	2,332	2,565	2,822	3,104
匯兌	5	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,947	29,209	26,421	21,132	15,247

資產負債表

年結：12/31日 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	4,291	5,028	5,356	5,738	6,104
物業、廠房及設備	3,230	3,082	3,322	3,537	3,727
使用權資產	440	461	466	470	475
应收金融租賃	110	397	581	814	1,058
其它非流動資產	511	1,087	987	916	844
流動資產	4,961	39,679	39,968	38,158	37,015
現金及現金等價物	1,947	29,209	26,421	21,132	15,247
應收賬款	539	1,129	1,950	2,633	4,077
存貨	454	1,343	2,080	3,240	4,077
短期投資	408	2,821	2,821	2,821	2,821
其它流動資產	1,613	5,177	6,696	8,333	10,799
流動負債	3,298	7,837	11,720	12,989	13,246
短期負債	420	128	232	282	332
貿易應付款	954	5,112	8,336	9,190	9,097
長期負債即期部分	60	45	70	85	100
應計和其它負債	1,756	2,256	2,595	2,854	2,997
其它	108	296	489	579	721
非流動負債	3,091	2,440	3,144	3,941	5,024
借貸	1,690	1,645	2,017	2,452	2,887
租賃負債	361	353	372	390	410
其它	1,039	442	756	1,099	1,728
淨資產淨額	2,863	34,430	30,460	26,965	24,848
夹层權益	9,693	-	-	-	-
股東權益/赤字	(6,830)	34,430	30,460	26,965	24,848

主要比率

年結：12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合 (%)					
汽車銷售	94%	95%	94%	94%	94%
其它	6%	5%	6%	6%	6%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	-24%	5%	10%	12%	15%
稅前利率	-486%	-91%	-55%	-20%	-4%
淨利潤率	-200%	-84%	-31%	-17%	-6%
有效稅率	0%	0%	0%	0%	0%
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	5.1	3.4	2.9	2.8
速動比率 (x)	1.0	4.7	3.0	2.4	2.0
現金比率 (x)	0.7	4.1	2.6	2.0	1.5
平均應收周轉天數	296	794	844	719	464
平均存貨周轉天數	158	235	215	218	186
平均應付周轉天數	88	87	71	65	58
債務/股本比率 (%)	74%	5%	7%	10%	13%
淨負債/股東權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
股本回報率	N/A	-35%	-12%	-12%	-8%
	-54%	-18%	-7%	-6%	-4%
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	(26.6)	(13.0)	(5.1)	(4.4)	(2.6)
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面價值 (人民幣)	4.71	44.27	38.59	33.82	30.86

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告所包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(招银国际证券G)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。招银国际证券G是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。招银国际证券G可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体、附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则招银国际证券G仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系招银国际证券G，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。