

小鵬汽車 (XPEV US)

加速車型投放，意在快速佔領市場

小鵬汽車公佈 2 季度業績。營業收入為 37.61 億元，同比增長 562%。淨虧損為 11.95 億元，環比上季度虧損 7.87 億元有所擴大。基於我們的估值模型調整，我們維持小鵬汽車的每股目標價為 50.7 美元。我們認為 1) 交付量的增長及 2) P5 上市仍將是短期股價催化劑。我們的目標價對應 2021/22 年市銷率分別為 12.1/8.0 倍。維持買入評級。

■ **財務表現優異。**由於 P7 占比提升，公司二季度單車收入環比下降 2.2% 至 20.6 萬元人民幣。新車毛利率持續提升，達到 10.96%，環比略微提升 0.8 個百分點。由於 1) 管道網路擴張及 2) 行銷廣告投放，二季度銷售管理費用達到 10.3 億元人民幣，銷售管理費用率達到 27.4%。截至 2 季度末，小鵬汽車的實體銷售和服務網路包括 200 間門店和 64 個服務中心，覆蓋 74 個城市，其中直營店占 110 家。小鵬超級充電站擴展到 231 座，覆蓋 65 座城市。由於公司上調全年門店擴張指引（由此前 300 家門店上調至 350 家門店），我們預計全年銷售管理費用預測至 51.3 億元。同時我們將小鵬汽車 21-23 年的交付量預測上調至 8.5/12.8/19.9 萬輛。

■ **車型投放加速。**公司今年 7 月推出 G3i 車型，預計將於 9 月開始交付。G3i 的生產及銷售切換將影響 8-9 月 G3 車型交付交付，預計在 4Q 實現交付量顯著爬坡。小鵬 P5 將於 10 月開始交付，顯著提升智慧輔助駕駛功能在 16 萬-23 萬價格產品上的滲透率。中長期來看，小鵬汽車計畫自 2023 年起每年至少推出 2-3 款新車型，覆蓋價格區間由此前 15-30 萬元擴展至 15-40 萬元，逐步向高端化邁進。未來新車型將同步支援 XPilot4.0 系統及左右舵，同步面向國際市場。

■ **研發生產支撐中長期發展。**公司二季度研發費用為 8.64 億元，同比增長 170%，預計全年研發投入達 40 億元。公司將會較大幅度增加面對全球軟硬體及資料團隊建設，預計年底研發人員達到 4000 人。生產端，肇慶工廠目前實現三款車型並線生產，並從 8 月開始實施兩班制。肇慶工廠二期 8 月開始擴建，擴產後設計產能從每年 10 萬輛提升至每年 20 萬輛。廣州工廠將於 22 年二季度實現主體結構完工，並於 22 年三季度開始量產。我們認為小鵬汽車從研發端及生產端投入均支撐其中長期發展。

■ **P5 交付將成為年內核心股價催化劑。**公司三季度交付量指引在 2.15 萬輛至 2.25 萬輛之間，同比增長 151% 至 162%；總收入指引在 48 億元至 50 億元，同比增長 141% 至 151%。同時管理層預計四季度銷量有望突破 1.5 萬輛交付的月度峰值，但晶片、電池短缺及散發疫情仍將帶來供應鏈挑戰。我們將小鵬汽車 2021-23 年收入預測分別上調 0.6%-3.1%。基於我們對新能源汽車行業市場估值動態理解，我們認為 P5 車型交付放量增長將成為近期公司股價的主要驅動因素。基於我們的估值模型調整，我們維持小鵬汽車的每股目標價為 50.7 美元。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬元人民幣)	2,321	5,844	18,518	28,070	45,067
同比增長 (%)	23,815.3	151.8	216.9	51.6	60.5
淨收入(百萬元人民幣)	(4,654)	(4,890)	(6,063)	(5,196)	(3,350)
每股盈利(元人民幣)	(27)	(13)	(7)	(6)	(4)
每股盈利變動 (%)	不適用	-51.3	-42.8	-18.7	-36.2
市場預測每股盈利(元)	不適用	不適用	-5.4	0.02	2.64
市盈率(倍)	不適用	不適用	不適用	不適用	不適用
市銷率(倍)	96.6	38.4	12.1	8.0	5.0
股息率 (%)	0	0	0	0	0
權益收益率 (%)	不適用	-35%	-16%	-14%	-10%
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	US\$50.7
(此前目標價)	US\$50.7)
潛在升幅	+24.8%
當前股價	US\$40.6

中國新能源汽車行業

白毅陽, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬元)	34,603
3 月平均流通量(百萬元)	579.9
52 周內股價高/低(美元)	74.49/17.11
總股本(百萬) - 美股	1,205
總股本(百萬) - H 股	97

資料來源：彭博

股東結構

何小鹏	25.0%
Simplicity & Respect entities	22.3
Alibaba	12.3%

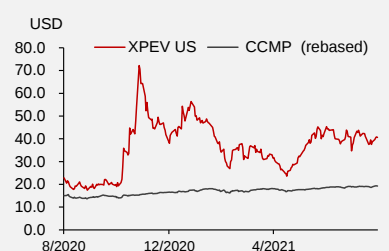
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.3%	-1.0%
3-月	28.7%	18.3%
6-月	19.1%	5.1%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道中天

圖 1：季度盈利資訊匯總

百万人民币	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	YoY	QoQ
銷售收入	412	591	1,990	2,851	2,951	3,761	536.7%	27.5%
汽车销售	372	541	1,898	2,735	2,810	3,584	562.4%	27.5%
服务及其它	40	50	92	116	141	177	256.2%	25.8%
汽车销量	2,271	3,228	8,578	12,964	13,340	17,398	439.0%	30.4%
汽车销售均价 -千人民币	163.9	167.6	221.3	211.0	210.7	206.0	22.9%	-2.2%
服务及其它均价 -千人民币	17.6	15.4	10.7	8.9	10.5	10.2	-33.9%	-3.5%
G3销量	2,271	2,903	2,368	4,437	5,366	5,876	102.4%	9.5%
P7销量	-	325	6,210	8,527	7,974	11,522	3445.2%	44.5%
销售成本	(432)	(607)	(1,899)	(2,641)	(2,621)	(3,313)	445.7%	26.4%
汽车销售	(392)	(571)	(1,837)	(2,551)	(2,526)	(3,191)	458.5%	26.4%
服务及其它	(40)	(36)	(62)	(90)	(95)	(121)	240.2%	27.2%
毛利	(20)	(16)	92	211	330	449	-2861.7%	36.0%
汽车销售	(20)	(30)	61	185	285	393	-1397.4%	38.1%
服务及其它	(0)	14	30	26	45	56	296.8%	23.0%
毛利率	-4.82%	-2.75%	4.60%	7.38%	11.18%	11.93%	14.7ppt	0.7ppt
汽车销售	-5.26%	-5.60%	3.23%	6.76%	10.12%	10.96%	16.6ppt	0.8ppt
服务及其它	-0.72%	28.27%	32.86%	22.18%	32.23%	31.49%	3.2ppt	-0.7ppt
运营开支	-633	-797	-1,839	-1,378	-1,256	-1,894	137.7%	50.8%
研发开支	(311)	(320)	(635)	(460)	(535)	(864)	170.0%	61.4%
... 占收入比重	75.4%	54.1%	31.9%	16.1%	18.1%	23.0%	-31.2ppt	4.8ppt
销售及营销开支	(322)	(477)	(1,204)	(918)	(721)	(1,031)	116.0%	43.0%
... 占收入比重	78.1%	80.8%	60.5%	32.2%	24.4%	27.4%	-53.4ppt	3.0ppt
单位销售及营销开支 - 千/	141.7	147.8	140.3	70.8	54.0	59.2	-59.92%	
其它收入	3	34	3	46	22	3	-92.5%	-88.5%
运营利润	(649)	(779)	(1,744)	(1,121)	(904)	(1,443)	85.2%	59.7%
利息收入	11	10	23	89	135	150	1357.3%	11.0%
利息开支	(8)	(8)	(4)	(3)	(1)	(24)	212.7%	2002.1%
公允值收益	(5)	623	620	123	(2)	78	-87.5%	-4402.5%
其它损益	2	7	(44)	125	(15)	45	537.8%	-403.0%
税前利润	(650)	(146)	(1,149)	(786)	(787)	(1,195)	718.0%	51.9%
所得税	-	-	(0)	(1)	-	-	n/a	n/a
有效税率	0.0%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	n/a	n/a
期间利润	(650)	(146)	(1,149)	(787)	(787)	(1,195)	n/a	51.9%
非控股价值增加	(285)	(995)	(877)	-	-	-	n/a	n/a
归属股东净利润/亏损	(935)	(1,141)	(2,026)	(787)	(787)	(1,195)	n/a	51.9%

資料來源：招銀國際證券預測

圖 2：盈利預測調整

	原預測			新預測			變化-%		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
汽车销售量	81,809	126,087	197,175	84,634	127,950	198,689	3.5%	1.5%	0.8%
销售均价（千人民币，不含税）	207	207	213	207	206	212	-0.3%	-0.2%	-0.1%
收入（百万人民币）	17,961	27,716	44,783	18,518	28,070	45,067	3.1%	1.3%	0.6%
净利润（百万人民币）	-4,467	-3,520	-1,410	-6,063	-5,196	-3,350	N/A	N/A	N/A
每股盈利（人民币）	-5.46	-4.08	-1.62	-7.42	-6.03	-3.85	N/A	N/A	N/A

資料來源：招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結：12/31 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	2,321	5,844	18,518	28,070	45,067
汽車銷售	2,171	5,547	17,492	26,391	42,172
其它銷售	150	298	1,026	1,680	2,895
銷售成本	(2,879)	(5,578)	(16,524)	(24,588)	(37,985)
毛利	(558)	266	1,994	3,482	7,082
其它收入	(2,070)	(1,726)	(3,970)	(4,367)	(4,803)
其它 (虧損) / 盈利淨額	(1,165)	(2,921)	(5,132)	(5,431)	(6,747)
銷售及營銷開支	12	87	-	-	-
息稅前收益	(3,781)	(4,294)	(7,107)	(6,315)	(4,468)
利息收入	89	133	721	716	559
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	185	281	451
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)	(6,063)	(5,196)	(3,350)

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)	(5,405)	(4,557)	(2,882)
折舊和攤銷	138	256	293	319	344
運營資金變動	1,706	(213)	1,874	(2,892)	(5,337)
稅務開支	(0)	(0)	0	0	0
其它	(1,771)	(1,380)	(733)	(749)	(617)
經營活動所得現金淨額	(3,563)	(3,958)	(3,971)	(7,880)	(8,492)
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	11,640	-	-
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	12,140	500	500
現金增加淨額	771	29,134	7,995	(7,516)	(8,102)
年初現金及現金等價物	1,632	2,408	31,542	39,536	32,020
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	36,971	29,198	20,814

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
應收金融租賃	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	53,332	49,900	47,018
現金及現金等價物	1,947	29,209	36,971	29,198	20,814
應收賬款	539	1,129	2,778	3,649	5,408
存貨	454	1,343	2,963	4,491	5,408
短期投資	408	2,821	2,821	2,821	2,821
其它流動資產	1,613	5,177	7,800	9,740	12,567
流動負債	3,298	7,837	15,371	16,664	16,352
短期負債	420	128	232	282	332
貿易應付款	954	5,112	11,837	12,696	12,017
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	638	747	907
非流動負債	3,091	2,440	3,326	4,227	5,459
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	938	1,385	2,163
淨資產淨額	2,863	34,430	39,991	34,747	31,310
夾層權益	9,693	-	-	-	-
股東權益/赤字	(6,830)	34,430	40,007	34,811	31,464

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%	11%	12%	16%
稅前利率	-486%	-91%	-39%	-14%	-3%
淨利潤率	-200%	-84%	-33%	-19%	-7%
有效稅率	0%	0%	0%	0%	0%
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	5.1	3.5	3.0	2.9
速動比率 (x)	1.0	4.7	3.0	2.4	2.1
現金比率 (x)	0.7	4.1	2.6	2.0	1.6
平均應收周轉天數	296	794	749	728	475
平均存貨周轉天數	158	235	190	221	190
平均應付周轉天數	88	87	66	66	59
債務/股本比率 (%)	74%	5%	6%	8%	10%
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	na	-35%	-16%	-14%	-10%
資產回報率	-54%	-18%	-10%	-8%	-5%
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	(26.6)	(13.0)	(7.4)	(6.0)	(3.8)
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股帳面價值 (人民幣)	4.71	44.27	46.65	40.19	35.96

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (招銀國際證券G) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。招銀國際證券G是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。招銀國際證券G可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則招銀國際證券G僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫招銀國際證券G，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。