

小鵬汽車 (XPEV US)

一季度表現優於預期；二季度交付受制於芯片供應

小鵬汽車一季度實現汽車交付 13,340 輛，銷售收入人民幣 29.5 億元。公司一季度整體毛利率 11.2%，高於我們全年預測的 9.3%，主要由成本節約以及公司汽車銷售自動駕駛 XPilot3.0 訂閱量增加所驅動。管理層指引 2 季度汽車交付量將環比增長 15-20% 至 15,500-16,000 台，隱含 5-6 月份交付量較 4 月環比大致持平，主要是受到了芯片供應短缺影響。根據一季度表現及二季度指引，我們將小鵬汽車全年汽車交付量假設上調 21.5% 至 58,920 台。基於更為保守的 2025 年汽車銷售板塊 3.0 倍預測市銷率折現，我們將公司的目標價下調 9.6% 至 39.0 美元。目前公司市值對應 2021 年市銷率約 9.2 倍，我們認為目前估值變得更加吸引。維持買入評級。

- **一季度表現優於預期。** 銷售收入及汽車交付量在銷售淡季雙雙超出我們預期。季度毛利率環比增長 3.8 個百分點至 11.2%。毛利率表現意外強勁，主要優於公司的成本控制水準超預期，以及消費者對於自動駕駛選裝包 XPilot3.0 的需求良好所驅動。研發成本季度環比增長 16.3%，而銷售及行政開支則環比下降了 21.5%。一季度公司虧損人民幣 7.86 億，與去年 4 季度環比持平。我們認為公司一季度的運營表現優於我們預期，財務表現方面則大致符合預期。
- **二季度汽車交付指引 15,500-16,000 量。** 公司指引對應月度平均交付量為 5,100-5,300 台，與公司 4 月份所實現的 5,147 台相比大致持平。管理層表示芯片供應將是 2 季度交付量爬坡的主要制約，而公司在汽車訂單方面仍舊維持較好表現。基於公司 2 季度的指引，我們將全年銷量預測上調 21.6% 至 58,920 量。我們的銷量預測假設芯片供應緊張局面將自 3 季度開始有所緩解。
- **毛利率將隨磷酸鐵鋰版本車型交付進一步提升。** 對於一季度毛利率環比提升 3.8 個百分點，管理層將其中 2.5 個百分點的毛利率增長歸因於自動駕駛 XPilot3.0 軟體選裝包的銷售。公司在 1 月份成功推出 NGP 功能以後錄得了不俗的自動輔助駕駛里程累積，截止至 3 月底自動輔助駕駛里程總數已超過 230 萬公里。展望 2 季度，隨著成本較低磷酸鐵鋰版本的車型陸續交付，我們預料公司的毛利率有望獲得持續改善。管理層透露磷酸鐵鋰版 G3 級 P7 獲得了消費者的認可，並在目前在手訂單中佔據一定比例（超 20%）。
- **P5 將如期交付；G3 將在 3 季度迎來改款。** 公司近期發佈了 P5 車型，該車為 A+ 級別轎車並裝配了雷射雷達，計畫如期在 4 季度實現量產交付。P5 的定價將在 G3 和 P7 之間，發佈至今已累積了超過 1 萬台意向訂單。管理層對於 P5 的銷售表現感到樂觀，並透露 P5 在零售店及市場的回饋表現好於 P7 推出同期。在現有車型方面，G3 將在 3 季度迎來中期改款，本次改款將帶來少量升級。

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	13,000	20,251	33,976
同比增長 (%)	23,815.3	151.8	122.4	55.8	67.8
淨收入 (百萬元人民幣)	-4,654	-4,890	-3,970	-3,494	-2,117
每股盈利 (元人民幣)	-27	-13	-5	-4	-3
每股盈利變動 (%)	N/A	-51.3	-60.9	-13.1	-40
市場預測每股盈利 (元)	NA	NA	-5.4	0.02	2.64
市盈率 (倍)	NA	NA	NA	NA	NA
市銷率 (倍)	51.5	20.5	9.2	5.9	3.5
股息率 (%)	0	0	0	0	0
權益收益率 (%)	na	-35%	-12%	-12%	-8%
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\$39.00
(此前目標價)	US\$43.12)
潛在升幅	+51.8%
當前股價	US\$25.70

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(百萬港元)	20,623
3 月平均流通量 (百萬港元)	665.0
52 周內股價高/低 (港元)	74.49/15.00
總股本 (百萬)	498

資料來源：彭博

股東結構

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

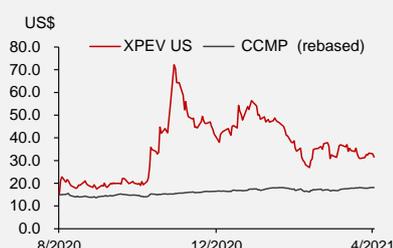
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.7%	-8.3%
3-月	-36.8%	-40.4%
6-月	58.7%	28.8%

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

- **近期股價回撤後，估值變得更加吸引。**基於我們的銷量及毛利假設調整，我們預期小鵬汽車 2021-23 年的淨虧損將較我們此前尤其收窄 3.5/4.0/2.0%。我們亦將對公司 2025 年汽車銷量預測上調 27.6% 至 35.6 萬台。基於近期市場波動及行業板塊估值調整，我們對公司採用更為保守的估值預期，取 2025 年汽車銷售預測市銷率為 3.0 倍並折現。我們對公司的目標價下調 9.6% 至 39.0 美元，對應現價有 65.8% 的上漲空間。我們認為公司目前的風險回報係數變得更加吸引，維持買入評級。

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	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
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	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
夾層權益	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)	-	-	-	-	-
每股帳面價值(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	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來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	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來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。