



小鹏汽车 (9868.HK) 首次覆盖： 造车新势力自动驾驶急先锋

我们首次覆盖小鹏汽车(9868.HK)，首予“买入”评级，目标价为 187.6 港元，潜在升幅 20%。同时，我们维持小鹏汽车 (XPEV.US) “买入”评级，略微下调目标价至 48.3 美元，潜在升幅 21%。

- 回港二次上市，增厚资金弹药：**小鹏汽车通过发行 8500 万股新股(每股价格 165 港元)筹集 140.25 亿港元，并在 7 月 7 日正式登陆港交所。在新能源汽车发展初期及自动驾驶发展远未成熟的阶段，更多的资金弹药可保证小鹏更好地投入研发以确保未来竞争优势。因此，与此前[新能源汽车行业翻多报告](#)中的观点保持一致。我们维持小鹏汽车 (XPEV.US) 的“买入”评级，略微下调美股目标价至 48.3 美元以反映港股增发带来的稀释。同时，我们首次覆盖小鹏汽车 (9868.HK) 港股，给予“买入”评级，目标价 187.6 港元，潜在升幅 20%。
- 重视研发投入，推动自动驾驶：**小鹏研发人员占总员工约 40%，其中约 38% 的研发人员致力于自动驾驶和智能操作系统。目前小鹏已推出自动驾驶操作系统 XPILLOT3.0 和智能座舱操作系统 Xmart OS，在国内造车新势力中较领先。我们预计小鹏今明两年研发投入都将超 30 亿人民币。小鹏积极探索和推动智能汽车平台软件服务变现的商业模式。根据车型版本不同，小鹏 XPILLOT 自动驾驶辅助系统选配价格为人民币 1.2-3 万之间。到今年一季度有超 20% 的 P7 车主购买并激活 XPILLOT3.0，且 NGP 已协助客户在高速公路行驶约 230 万公里。
- 预计小鹏新能源汽车销量维持高速增长：**据 IHS Market，小鹏 2020 年中国中高端电动汽车市场份额为 6.6%，排名第 4。今年二季度小鹏汽车交付量达 17,398 辆，超指引区间，也超我们此前预测，因此我们上调其 2021 年汽车销量。调整后预计小鹏 2021 年和 2022 年汽车销量同比增长 156% 和 80%，明显高于中国新能源汽车销量增速。
- 估值：**我们给予小鹏 2022 年汽车销售 6x 市销率及软件服务收入 50x 市销率得到港股目标价 187.6 港元。小鹏的汽车销售市销率与其他造车新势力接近，但得益于其在自动驾驶与软件变现的推动，我们给予小鹏更高的软件服务市销率。
- 投资风险：**新能源汽车销量渗透率不及预期。半导体产能紧缺拖累汽车行业整体销量。行业竞争加剧，拖累车企销量和利润率。自动驾驶研发不及预期，软件服务收入变现模式不确定性增加。资本市场估值体系发生变化。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2019-2023E)

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入净额	2,321	5,844	15,649	27,656	50,910
总收入同比增速	23815%	152%	168%	77%	84%
毛利率	(24.0%)	4.6%	11.8%	15.1%	17.0%
研发费用	(2,070)	(1,726)	(3,347)	(6,008)	(6,082)
目标 PS (X)	46.6	40.0	31.9	18.9	10.3

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

沈岱

科技分析师
 tony_shen@spdbi.com
 (852) 2808 6435

杨子超

助理分析师
 charles_yang@spdbi.com
 (852) 2808 6409

2021 年 7 月 15 日

小鹏汽车 (9868.HK)

买入

目标价 (港元)	187.6
潜在升幅/降幅	+20.3%
目前股价 (港元)	156.0
52 周内股价区间 (港元)	149.5-168.5
总市值 (十亿港元)	263.9
近 3 月日均成交额 (百万)	586.7

注: 截至 2021 年 7 月 13 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

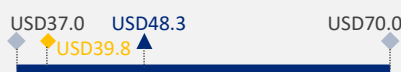
小鹏汽车 (XPEV.US)

买入

目标价 (美元)	48.3
潜在升幅/降幅	+21.4%
目前股价 (美元)	39.8
52 周内股价区间 (美元)	15.0-74.5
总市值 (十亿美元)	33.7
近 3 月日均成交额 (百万)	554.5

注: 截至 2021 年 7 月 12 日收盘价

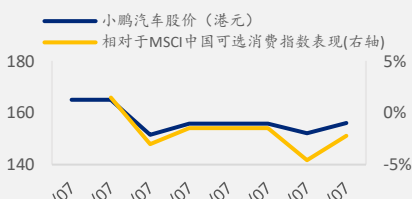
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

目录

小鹏招股说明书基本信息整理	4
“电动三宝”比较：小鹏、蔚来、理想	8
小鹏估值	10
SPDBI 乐观与悲观情景假设	14

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,321	5,844	15,649	27,656	50,910
营业成本	(2,879)	(5,578)	(13,803)	(23,493)	(42,238)
毛利	(558)	266	1,846	4,163	8,672
营业支出	(3,222)	(4,560)	(6,838)	(11,037)	(13,489)
销售、行政及一般费用	(1,165)	(2,921)	(3,513)	(5,029)	(7,406)
研发费用	(2,070)	(1,726)	(3,347)	(6,008)	(6,082)
其他支出	12	87	22	-	-
营业利润	(3,781)	(4,294)	(4,992)	(6,874)	(4,817)
营业外收支	89	1,563	649	936	936
利息收入/(支出)净额	57	111	710	995	995
衍生工具负债之公允价值收益	28	1,362	(2)	-	-
其他收益-非经营	4	90	(59)	(59)	(59)
除税前溢利	(3,692)	(2,731)	(4,343)	(5,938)	(3,881)
所得税	(0)	(1)	-	-	-
净利润(含少数股东权益)	(3,692)	(2,732)	(4,343)	(5,938)	(3,881)
归属普通股股东净利润	(961)	(2,158)	-	-	-
优先股赎回价值增值	-	-	-	-	-
优先股清偿视作股息	-	-	-	-	-
优先股修正视作股息	-	-	-	-	-
可赎回优先股清偿夹层权益重新分类为普通股视作股息	10	-	-	-	-
归属普通股股东净利润	(4,643)	(4,890)	(4,343)	(5,938)	(3,881)
基本股数(百万)	349	754	1,614	1,692	1,692
摊薄股数(百万)	349	754	1,614	1,692	1,692
基本每股收益(元)	(13.29)	(6.48)	(2.69)	(3.51)	(2.29)
摊薄每股收益(元)	(13.29)	(6.48)	(2.69)	(3.51)	(2.29)

现金流量表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动产生的现金流量净额	(3,563)	(140)	591	162	6,525
净利润	(3,692)	(2,732)	(4,343)	(5,938)	(3,881)
折旧及摊销	227	438	423	713	1,041
汇兑(收益)/损失	(8)	(81)	-	-	-
利息费用	(67)	(66)	710	995	995
其他经营活动现金流	167	(192)	-	-	-
营运资金变动	(190)	2,493	3,800	4,392	8,370
应收账款(增加)/减少	(505)	(596)	(1,894)	(2,319)	(4,492)
存货(增加)/减少	(394)	(982)	(1,980)	(2,333)	(4,513)
应付账款增加/(减少)	739	4,158	7,537	8,880	17,177
其他经营资金变动	(30)	(87)	137	165	198
投资活动产生的现金流量净额	740	(4,406)	(3,155)	(3,869)	(3,985)
资本支出	(2,008)	(1,192)	(3,438)	(4,123)	(4,213)
取得或购买长期投资	-	(1)	1	-	-
银行存款增加	760	(980)	-	-	-
短期投资	1,905	(2,347)	282	254	228
其他	83	114	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	3,594	34,330	12,711	5,000	5,000
借款	872	(352)	1,000	5,000	5,000
发行股份	2,624	18,693	11,711	-	-
其他	98	15,989	-	-	-
外汇损益	5	(650)	-	-	-
现金流量净流量	776	29,134	10,147	1,293	7,541
期初现金及现金等价物	1,632	2,408	31,542	41,689	42,982
期末现金及现金等价物	2,408	31,542	41,689	42,982	50,522

资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,408	32,521	42,668	43,961	51,502
短期投资	408	2,821	2,539	2,285	2,056
应收账款	539	1,129	3,023	5,342	9,834
存货	454	1,343	3,323	5,656	10,169
其他流动资产	1,152	1,865	2,238	2,686	3,223
流动资产合计	4,961	39,679	53,791	59,930	76,785
固定资产-物业、厂房及设备	3,230	3,082	5,193	7,581	9,802
资产使用权-非流动资产	440	461	777	1,135	1,467
土地使用权	255	250	421	615	795
无形资产	118	608	1,024	1,495	1,933
长期投资	-	1	-	-	-
其他非流动资产	247	626	626	626	626
资产合计	9,251	44,707	61,833	71,382	91,408
短期借款	480	173	273	773	1,273
应付账款	954	5,112	12,649	21,528	38,705
其他流动负债	1,864	2,553	3,063	3,676	4,411
流动负债合计	3,298	7,837	15,985	25,977	44,389
长期借款	1,690	1,645	2,545	7,045	11,545
其他非流动负债	1,401	795	795	795	795
负债合计	6,388	10,277	19,324	33,817	56,729
夹层权益	9,693	-	-	-	-
普通股	0	0	0	0	0
留存收益	(6,825)	(11,322)	(14,955)	(19,898)	(22,784)
其他综合收益	(6)	(730)	(730)	(730)	(730)
储备	-	46,483	58,193	58,193	58,193
股东权益合计	(6,830)	34,430	42,508	37,565	34,679
负债及股东权益合计	9,251	44,707	61,833	71,382	91,408

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营运指标增速					
营业收入增速	238	151.8%	167.8%	76.7%	84.1%
毛利润增速	NM	NM	594.0%	125.5%	108.3%
营业利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
净利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
盈利能力					
净资产收益率	(128.9%)	(7.9%)	(10.2%)	(15.8%)	(11.2%)
总资产报酬率	(39.9%)	(6.1%)	(7.0%)	(8.3%)	(4.2%)
投入资本回报率	(79.8%)	(7.3%)	(8.1%)	(11.1%)	(6.2%)
利润率					
毛利率	(24.0%)	4.6%	11.8%	15.1%	17.0%
营业利润率	(162.9%)	(73.5%)	(31.9%)	(24.9%)	(9.5%)
净利润率	(159.0%)	(46.7%)	(27.8%)	(21.5%)	(7.6%)
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	45	52	48	55	54
存货周转天数	40	59	62	70	68
应付账款周转天数	74	198	235	265	260
净债务(净现金)	(238)	(30,704)	(39,851)	(36,144)	(38,684)
自由现金流	(1,714)	1,325	4,029	4,285	10,738

E=浦发国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦发国际预测

小鹏招股说明书速览

关于研发

- 小鹏研发人员占到总员工的约 40%；
- 其中，16.3%和 21.5%致力于自动驾驶和智能操作系统；
- 软件算法研发人员合计占比 37.8%。

工厂产能

- 代工厂：海马 15 万辆/年
- 自建工厂：
 - 肇庆 10 万辆/年：投入使用中
 - 广州 10 万辆/年：预计 2022 年量产
 - 武汉 10 万辆/年：预计 2023 年量产

小鹏车型

- 新车发布
 - 2021 年 4 月，小鹏发布 P5，预计该车是全球首款配备激光雷达的量产智能电动汽车，预计在 2021 年四季度开始交付。P5 与 G3 使用相同平台的轿车。
 - 预计 2021 年三季度末开始交付 G3 的中期改款 G3i。
 - 预计 2022 年推出基于 P7 的平台的 SUV。
- 售价：不高于 30 万人民币（扣除政府补贴前）的新能源汽车如满足若干条件，可申请政府补贴。
 - G3 和 P7 的补贴分别在 1.26 万至 1.8 万人民币和 1.26 万和 1.98 万之前。
 - 预期 P5 在 2021 年政府补贴为 1.5 万元。




图表 2: 2020 年中国中高端电动汽车市场份额

排名	公司	市场份额
1	特斯拉	30.1%
2	上汽乘用车	16.8%
3	比亚迪	10.6%
4	小鹏	6.6%

资料来源：小鹏招股说明书、IHS Markit、浦银国际估算

图表 3: 小鹏车型比较




车型	G3	P7	P7 鹏翼版
轴距 (毫米)	2,625	2,998	2,998
NEDC 里程 (公里)	460/520	480/562/586/670/706	562/670
电池容量 (千瓦时)	55.9/57.5/66.5	60.2/70.8/80.9	80.9
百公里加速 (秒)	≥8.6	4.4/≥6.7/6.8/6.9	4.4
补贴后价格 (人民币)	149,800-199,800	229,900-349,900	366,900-409,900

资料来源: 小鹏招股说明书、浦银国际

图表 4: 造车新势力 2021 新款车型对比

车型	小鹏 P5	蔚来 ET7	理想 ONE2021
轴距 (毫米)	2,768	3,060	2,935
NEDC 里程 (公里)	600	500/700/1000	1,080
电池容量 (千瓦时)		70/100/150	40.5
百公里加速 (秒)		3.9	6.5
补贴后价格 (人民币)		448,000-526,000	338,000

资料来源: 公司官网、浦银国际

图表 5: 小鹏门店数量

	2018	2019	2020	2021Q1
直营店	8	37	72	88
特许经营店	0	48	88	90
合计	8	85	160	178

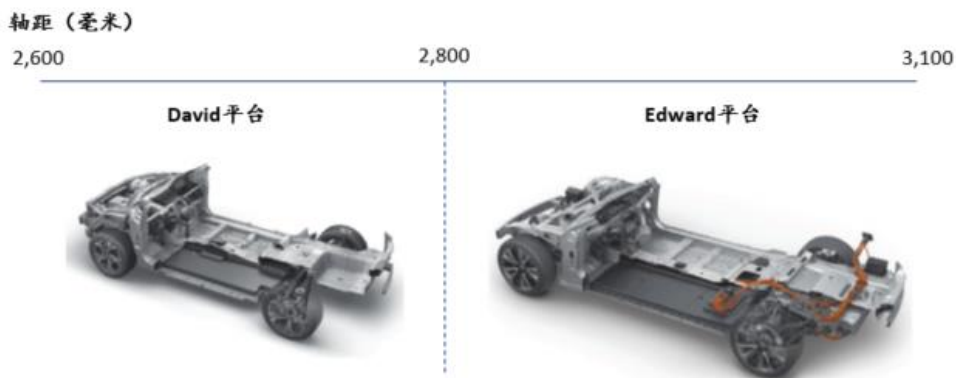
资料来源: 小鹏招股说明书、浦银国际

图表 6: 小鹏车型规划



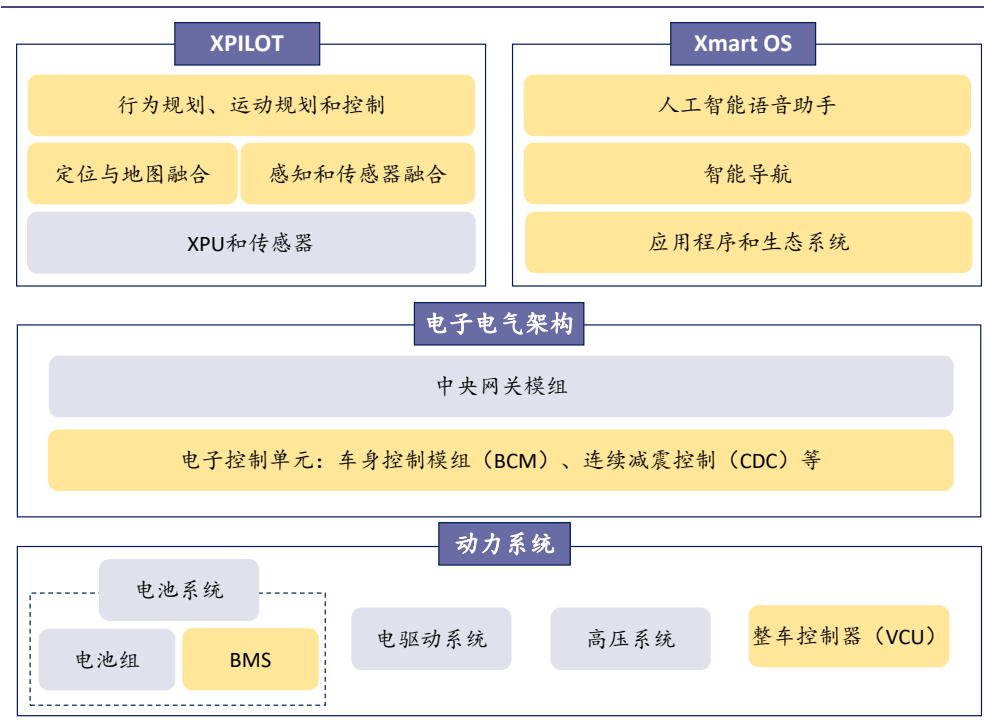
资料来源: 小鹏招股说明书、浦银国际

图表 7: 小鹏汽车制造平台



资料来源: 小鹏招股说明书、浦银国际

图表 8：小鹏关键技术栈



注：黄色框格代表可通过 OTA (over the air, 空中下载技术) 升级
资料来源：小鹏招股说明书、浦银国际

“电动三宝”比较：小鹏、蔚来、理想

当前，新能源汽车行业仍然处于发展的初期阶段，我们预计中国新能源乘用车的渗透率在 2021 年和 2022 年将达到 10.4%和 12.0%，显著高于 2020 年的 6%，但是距离 2025 年中国 20%的渗透率目标仍有较大空间。

新能源汽车行业在供应端和需求端都有较强的动力。根据 IHS Market，截止 2020 年底，中国累计建成约 100 万个充电站（包括公众、半公共和商用充电站），预测到 2025 年底将增加至 1040 万个。同时，根据 IHS Market，中国 47.5%的购车者将车载科技视为关键购买因素，仅仅排在安全性、汽车参数及燃料经济性之后。

因此，这给予这个行业的玩家更多的机会。我们认为新能源车企之间相互激烈的竞争远未到来，目前只是新能源汽车车企在争取传统燃油车用户的阶段。因此，这个阶段中，蔚来、小鹏、理想都可以获得较高的汽车销量增长。因此，我们维持对蔚来、小鹏、理想的“买入”评级。（详情参考[新能源汽车投资手册（三）](#)）

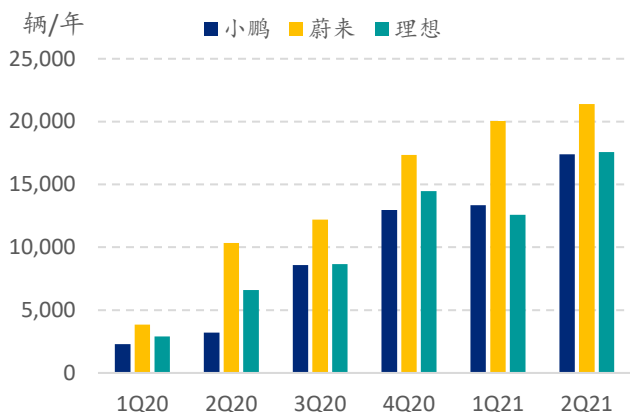
目前，蔚来、小鹏、理想处于新能源汽车行业头部的位置。在 2020 年，蔚来、小鹏和理想在中国新能源乘用车的份额达到 3.6%、2.2%和 2.7%。而在 2021 年上半年，蔚来、小鹏和理想的份额就已经达到 3.7%、2.7%和 2.7%。

在今明两年，我们预计这三家公司的新能源汽车销量依然保持较高增长势头。同时，受益于三电系统成本下降（根据小鹏招股说明书，电池成本预期未来三年将有 10%的复合增长率下降）和汽车销售规模增加，我们认为三家公司的毛利率有进一步上升空间。

最后，得益于手头充裕的资金，我们预计这三家公司未来几年的研发投入还将会持续加大，包括新车型的发布、自动驾驶的推动、三电系统和关键零部件的研发等。（三家公司运营和财务比较见下图）

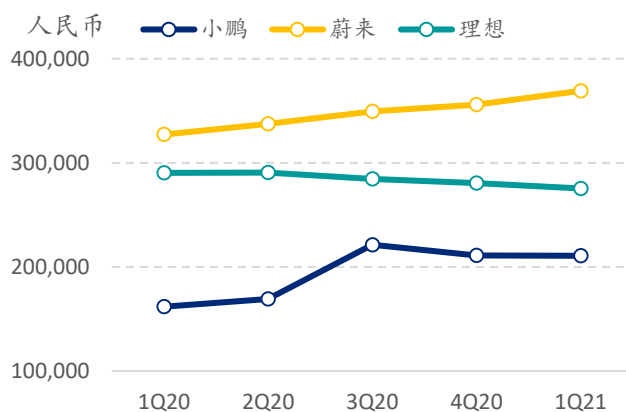
我们认为，目前小鹏的独特性在于此前坚定地对自动驾驶的投入。小鹏是第一家实现全栈自研自动驾驶软件商业化的中国汽车公司。截至 2021 年 3 月 31 日，超过 20%的 P7 车主购买并激活了 XPILLOT 3.0；同时，NGP 已协助客户在高速公路行驶约 230 万公里。今年 3 月份，在启用 NGP 功能的 P7 中，NGP 辅助行驶里程渗透率（即 NGP 辅助行驶里程占 NGP 可行驶里程的百分比）超过 50%。

图表 9: 汽车销量



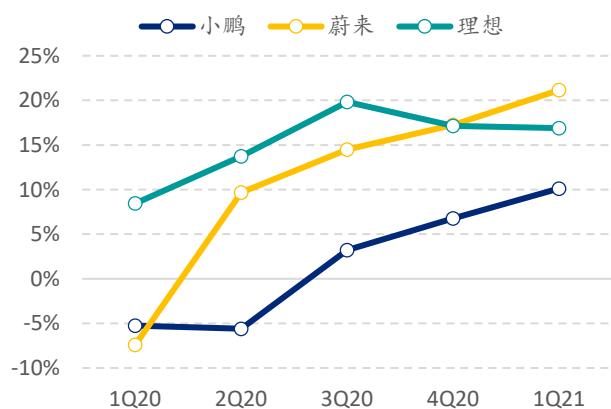
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 10: 汽车均价



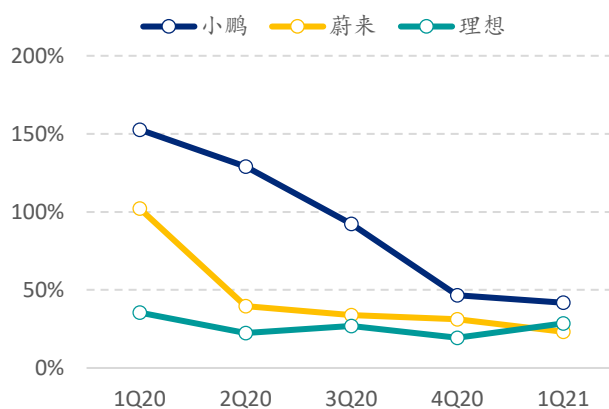
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 11: 汽车毛利率



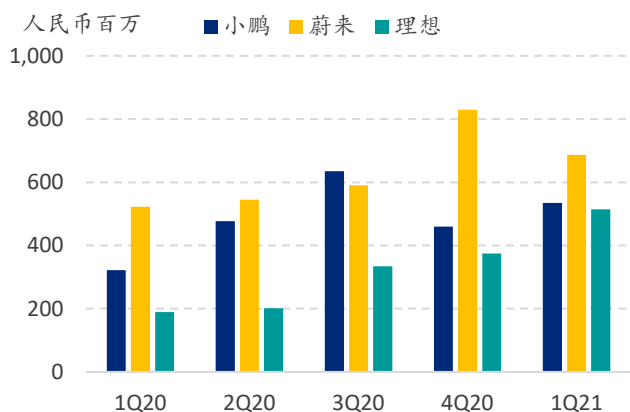
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 12: 公司营业费用率



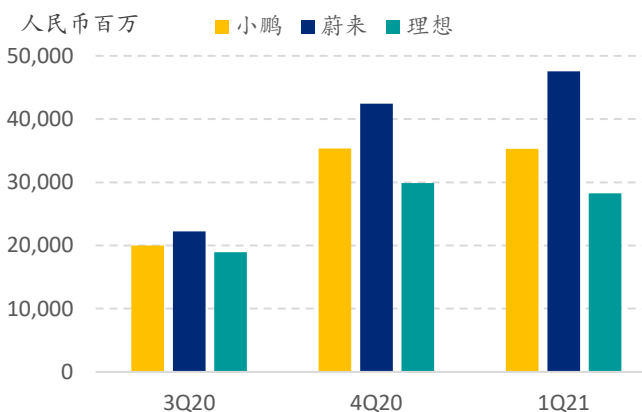
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 13: 研发费用



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 14: 现金及现金等价物



资料来源: 公司公告、浦银国际

小鹏估值

首先，我们采用 6x 的 2022 年市销率对小鹏汽车的新能源汽车销售部分进行估值，与其他造车新势力估值基本保持一致。6x 的市销率与我们去年 12 月首次覆盖小鹏美股时的目标估值保持一致，也同样是新能源车企在 2020 年 7-8 月之间行业处于复苏初期的估值，高于蔚来、特斯拉上市以来 5x 出头的市盈率的估值，低于蔚来、小鹏、理想、特斯拉去年 7 月以来的市销率均值（7.5x-12.3x）。因此，我们认为，6x 的市销率是合理的估值区间。

其次，我们给与小鹏企软件服务收入 50x 的市销率，高于其他造车新势力。估值的差异主要来自于小鹏更高级别自动驾驶的落地速度以及对软件服务变现模式的推动。

最后，新能源造车新势力的市销率，已经从去年年底和今年年初的极高点（部分车企市销率估值超过 20x）回落至 2020 年下半年以来的均值附近（部分车企市销率估值在 10x）。市场高涨的情绪得到充分释放，并且投资人也进一步了解市场对于新能源车企的接受程度。因此，我们认为当下小鹏的估值相对吸引人。

总结而言，我们采用 SOTP（Sum of Total Parts，分部加总法）对小鹏进行估值预测。我们预测小鹏 2022 年的汽车销售收入为 255 亿人民币，同比增长 72%，给予 6.0x 市销率；其他销售收入为 21 亿人民币，给与 50x 市销率。综合两个业务板块，我们得到小鹏（XPEV.US）美股 2022 年目标价为 48.3 美元，潜在升幅 21.4%，给予“买入”评级。以 7.7670 的港币/美元汇率计算，小鹏（9868.HK）港股 2022 年目标价为 187.6 港元，潜在升幅 20.3%，给予“买入”评级。

同时，我们也预测了小鹏 2025 年的汽车销售和服务及其他收入分为 1,019 亿人民币和 114 亿人民币，并分别给与 3.0x 和 40x 的市销率，给出 2025 年的目标价为 140.9 美元，潜在升幅 254.0%，给予“买入”评级。以 7.7670 的港币/美元汇率计算，小鹏（9868.HK）2025 年目标价为 547.2 港元，潜在升幅 250.8%，给予“买入”评级。

图表 15：小鹏分部加总估值法：2022 年目标价

人民币百万	2022E 收入	2022E 收入增速	市销率	估值
汽车销售	25,476	72%	6.0	152,858
服务及其他	2,180	150%	50.0	108,991
合计	27,656	77%	9.5	261,849
股数（百万）				1,692
目标价（人民币）				155
美元/人民币				6.4070
美股目标价（美元）				48.3
港币/美元				7.7670
港股目标价（港元）				187.6

资料来源：浦银国际预测

图表 16：小鹏分部加总估值法：2025 年目标价

人民币百万	2025E 收入	2025E 收入增速	市销率	估值
汽车销售	101,929	41%	3.0	305,788
服务及其他	11,444	40%	40.0	457,763
合计	113,373	41%	6.7	763,551
股数（百万）				1,692
目标价（人民币）				451
美元/人民币				6.4070
美股目标价（美元）				140.9
港币/美元				7.7670
港股目标价（港元）				547.2

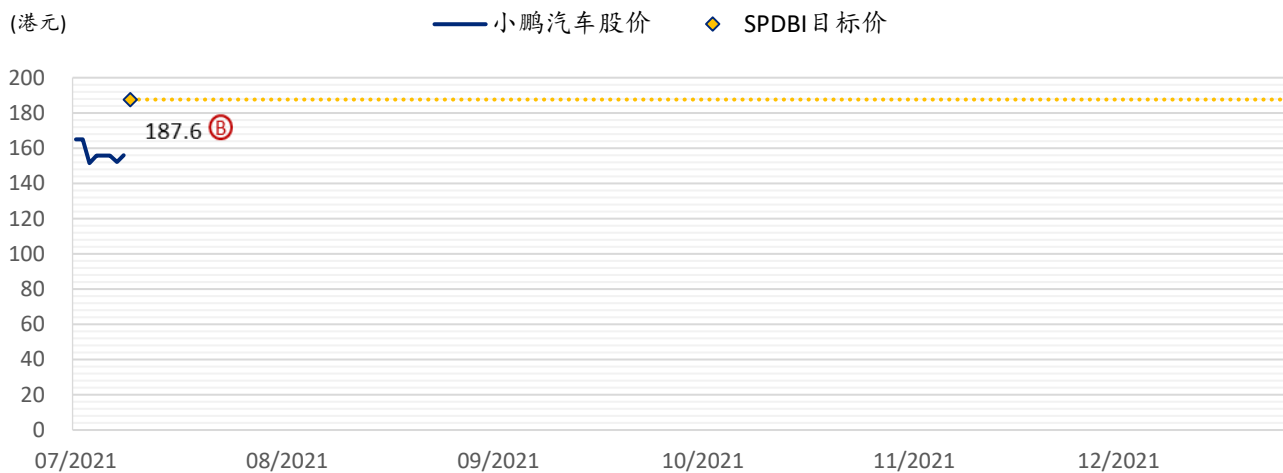
资料来源：浦银国际预测

图表 17: 小鹏汽车市销率: 当前 10.1x vs 历史均值 12.2x vs 历史均值以上 1 个标准差 16.4x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 18: 浦银国际目标价: 小鹏汽车 (9868.HK)



注: 截至 2021 年 7 月 13 日收盘, ⊕ 卖出、Ⓜ 持有、Ⓢ 买入。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 19: 浦银国际目标价: 小鹏汽车 (XPEV.US)



注: 截至 2021 年 7 月 12 日收盘, (S) 卖出、(H) 持有、(B) 买入。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 20: 浦银国际科技行业覆盖公司

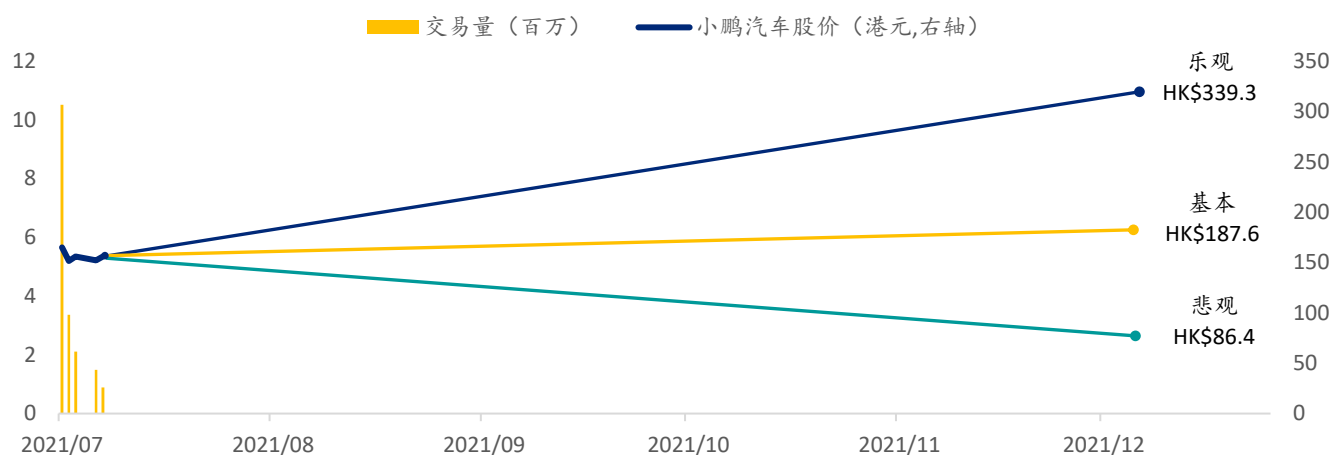
股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团	26.7	买入	33.3	27/5/2021	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	179.0	买入	205.0	27/5/2021	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	45.7	买入	54.7	27/5/2021	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	100.0	持有	93.0	27/5/2021	ODM、功率半导体
NIO US Equity	蔚来	46.3	买入	53.9	25/6/2021	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	39.8	买入	48.3	15/7/2021	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车	156.0	买入	187.6	15/7/2021	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	32.8	买入	35.4	25/6/2021	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉	685.7	持有	636.0	25/6/2021	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	234.2	持有	243.0	25/6/2021	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	265.1	持有	251.0	44372	新能源汽车
2382 HK Equity	舜宇光学科技	223.0	买入	237.0	27/5/2021	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	16.8	买入	15.1	27/5/2021	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	328.0	买入	350.0	19/2/2021	手机 CIS、车载 CIS

注: 港股、A股截至 2021 年 7 月 13 日收盘价; 美股为截至 2021 年 7 月 12 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 21: 小鹏汽车 (9868.HK) 情景假设



乐观情景 (20%)

目标价: 339.3 港元

- 小鹏的下一代新车型 P5 销量优于预期, 推动小鹏汽车销量上行;
- 小鹏用户购买自动驾驶选配的比例高于预期;
- 小鹏的自动驾驶 XPILOT3.5 用户体验超出预期;
- 随着规模效应带来成本下降, 小鹏毛利率改善比较明显, 超过 2022 年基本假设的 15%。

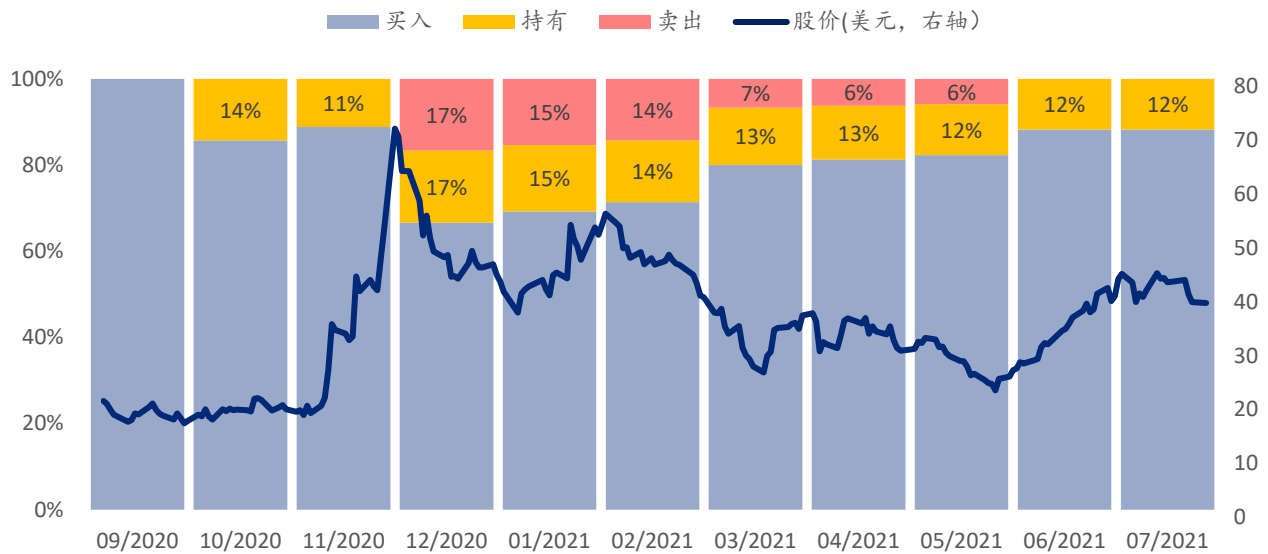
悲观情景 (30%)

目标价: 86.4 港元

- 新车型 P5 市场销售反应不及预期;
- XPILOT3.5 研发进度比较慢, 实际用户体验不佳;
- 新能源汽车市场需求波动, 或半导体产能无法及时得到改善, 拖累小鹏汽车销量;
- 市场竞争加剧, 毛利率下降, 显著低于 2022 年基本假设的 15%。

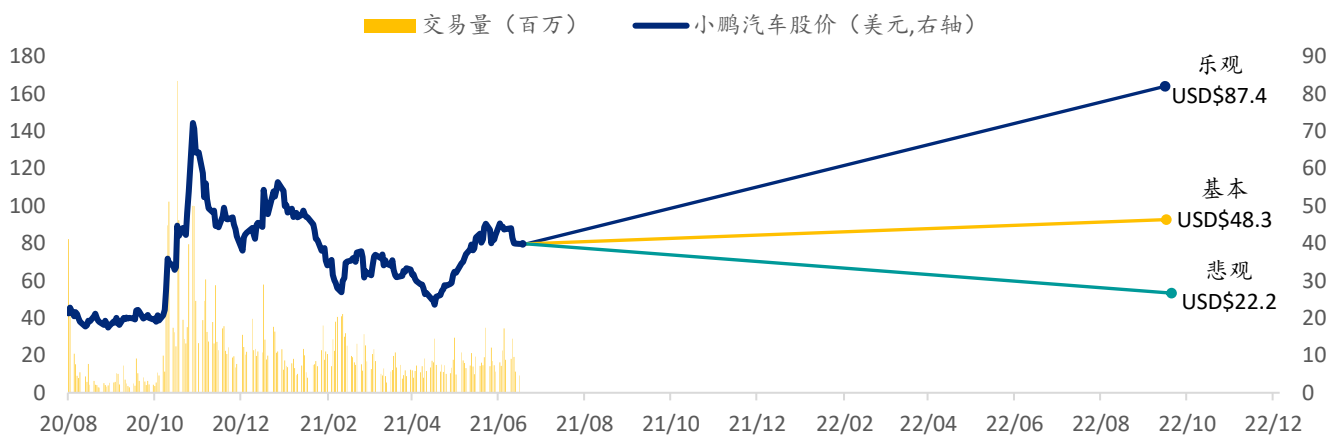
资料来源: 浦银国际

图表 22: 小鹏汽车 (XPEV.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 23: 小鹏汽车 (XPEV.US) 情景假设



乐观情景 (20%)

目标价: 87.4 美元

- 小鹏的下一代新车型 P5 销量优于预期, 推动小鹏汽车销量上行;
- 小鹏用户购买自动驾驶选配的比例高于预期;
- 小鹏的自动驾驶 XPILOT3.5 用户体验超出预期;
- 随着规模效应带来成本下降, 小鹏毛利率改善比较明显, 超过 2022 年基本假设的 15%。

悲观情景 (30%)

目标价: 22.2 美元

- 新车型 P5 市场销售反应不及预期;
- XPILOT3.5 研发进度比较慢, 实际用户体验不佳;
- 新能源汽车市场需求波动, 或半导体产能无法及时得到改善, 拖累小鹏汽车销量;
- 市场竞争加剧, 毛利率下降, 显著低于 2022 年基本假设的 15%。

资料来源: 浦银国际

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),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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士。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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼