

小鹏汽车 (XPEV US)

加速车型投放，意在快速占领市场

小鹏汽车公布 2 季度业绩。营业收入为 37.61 亿元，同比增长 562%。净亏损为 11.95 亿元，环比上季度亏损 7.87 亿元有所扩大。基于我们的估值模型调整，我们维持小鹏汽车的每股目标价为 50.7 美元。我们认为 1) 交付量的增长及 2) P5 上市仍将是短期股价催化剂。我们的目标价对应 2021/22 年市销率分别为 12.1/8.0 倍。维持买入评级。

- 财务表现优异。**由于 P7 占比提升，公司二季度单车收入环比下降 2.2% 至 20.6 万元人民币。新车毛利率持续提升，达到 10.96%，环比略微提升 0.8 个百分点。由于 1) 渠道网络扩张及 2) 营销广告投放，二季度销售管理费用达到 10.3 亿元人民币，销售管理费用率 27.4%。截至 2 季度末，小鹏汽车的实体销售和服务网络包括 200 间门店和 64 个服务中心，覆盖 74 个城市，其中直营店占 110 家。小鹏超级充电站扩展到 231 座，覆盖 65 座城市。由于公司上调全年门店扩张指引（由此前 300 家门店上调至 350 家门店），我们预计全年销售管理费用预测至 51.3 亿元。同时我们将小鹏汽车 21-23 年的交付量预测上调至 8.5/12.8/19.9 万辆。
- 车型投放加速。**公司今年 7 月推出 G3i 车型，预计将于 9 月开始交付。G3i 的生产及销售切换将影响 8-9 月 G3 车型交付交付，预计在 4Q 实现交付量显著爬坡。小鹏 P5 将于 10 月开始交付，显著提升智能辅助驾驶功能在 16 万-23 万价格产品上的渗透率。中长期来看，小鹏汽车计划自 2023 年起每年至少推出 2-3 款新车型，覆盖价格区间由此前 15-30 万元扩展至 15-40 万元，逐步向高端化迈进。未来新车型将同步支持 XPILLOT4.0 系统及左右舵，同步面向国际市场。
- 研发生产支撑中长期发展。**公司二季度研发费用为 8.64 亿元，同比增长 170%，预计全年研发投入达 40 亿元。公司将会较大幅度增加面对全球软硬件及数据团队建设，预计年底研发人员达到 4000 人。生产端，肇庆工厂目前实现三款车型并线生产，并从 8 月开始实施两班制。肇庆工厂二期 8 月开始扩建，扩产后设计产能从每年 10 万辆提升至每年 20 万辆。广州工厂将于 22 年二季度实现主体结构完工，并于 22 年三季度开始量产。我们认为小鹏汽车从研发端及生产端投入均支撑其中长期发展。
- P5 交付将成为年内核心股价催化剂。**公司三季度交付量指引在 2.15 万辆至 2.25 万辆之间，同比增长 151% 至 162%；总收入指引在 48 亿元至 50 亿元，同比增长 141% 至 151%。同时管理层预计四季度销量有望突破 1.5 万辆交付的月度峰值，但芯片、电池短缺及散发疫情仍将带来供应链挑战。我们将小鹏汽车 2021-23 年收入预测分别上调 0.6%-3.1%。基于我们对新能源汽车行业市场估值动态理解，我们认为 P5 车型交付放量增长将成为近期公司股价的主要驱动因素。基于我们的估值模型调整，我们维持小鹏汽车的每股目标价为 50.7 美元。维持买入评级。

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	18,518	28,070	45,067
同比增长 (%)	23,815.3	151.8	216.9	51.6	60.5
净收入(百万元人民币)	(4,654)	(4,890)	(6,063)	(5,196)	(3,350)
每股盈利(元人民币)	(27)	(13)	(7)	(6)	(4)
每股盈利变动 (%)	不适用	-51.3	-42.8	-18.7	-36.2
市场预测每股盈利(元)	不适用	不适用	-5.4	0.02	2.64
市盈率(倍)	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
市销率(倍)	96.6	38.4	12.1	8.0	5.0
股息率 (%)	0	0	0	0	0
权益收益率 (%)	不适用	-35%	-16%	-14%	-10%
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\$50.7
(此前目标价)	US\$50.7)
潜在升幅	+24.8%
当前股价	US\$40.6

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(百万美元)	34,603
3 月平均流通量(百万美元)	579.9
52 周内股价高/低(美元)	74.49/17.11
总股本(百万) - 美股	1,205
总股本(百万) - H 股	97

资料来源：彭博

股东结构

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

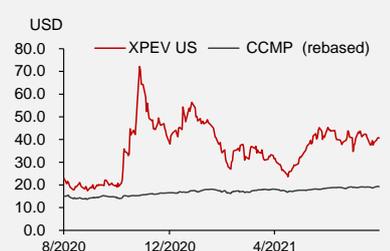
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.3%	-1.0%
3-月	28.7%	18.3%
6-月	19.1%	5.1%

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

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: RESPCMBR <GO>) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告
 本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

图 1: 季度盈利信息汇总

百万人民币	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	YoY	QoQ
销售收入	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%

资料来源: 招银国际证券预测

图 2: 盈利预测调整

	原预测			新预测			变化-%		
	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

资料来源: 招银国际证券预测

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	18,518	28,070	45,067
汽车销售	2,171	5,547	17,492	26,391	42,172
其它销售	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

资产负债表

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
其它非流动资产	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
夹层權益	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(%)					
汽车销售	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)	-	-	-	-	-
每股賬面價值(人民幣)	4.71	44.27	46.65	40.19	35.96

资料来源: 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作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上责任。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师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。