

毛利率同环比高增，全新 P7 月底上市

华泰研究

2025 年 8 月 21 日 | 中国香港

中报点评

乘用车

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

120.34

公司 25H1 实现营收 341 亿元，同比+133%；归母净利润-11 亿元，亏损同比收窄 57%。Q2 实现营收 183 亿元，同环比+125%/+16%，其中汽车销售收入达 169 亿元，同环比+148%/+18%；归母净利润-4.8 亿元，亏损同环比收窄 63%/28%。展望 9-12 月，我们看好 G7、新 P7 等新车热销，或带动公司月销突破 4 万台，维持“买入”评级。

Q2 毛利率 17%同环比高增，内部费用管控成效显著

在 M03、P7+等热销下规模效应增强，25Q2 公司毛利率 17.3%，同环比+3.3/1.7pct，其中汽车毛利率 14.3%，同环比+7.9/+3.8pct，连续八个季度改善，我们认为原因或是：①规模效应提升（Q2 交付 10.3w，同环比+242/10%）；②持续降本；③车型结构改善（Q2 G6 和 G7 销量占比由 Q1 的 14%提至 25%）。单车收入/毛利分别为 16.4/2.3 万元，同比-28%/+63%，环比+7%/+47%。费用管控成效显著，25Q2 SG&A/研发费用率 12%/12%，同比-7/-6pct，环比-0.5/-0.5pct。展望 25H2，我们认为随 G7、P7 等车型放量，毛利率有望继续提升。公司预计 25Q3 交付 11.3~11.8 万辆，营收 196~210 亿元。

M03 和 P7+销量基础稳固，关注全新 P7 同步搭载 VLA 上市

25H1 公司累计交付 19.8 万台新车，其中 M03 和 P7+贡献稳定销量基础，25H1 销售 8.6/4.4 万台，分别位列 10-15 万元/15-20 万元新能源市场销量第五/第四。小鹏 G7 于 7 月 3 日上市，截至 8 月 13 日交付已突破 1 万台。我们看好新 P7（8 月 27 日）的上市表现：新 P7 定位 20-30 万元性能车市场，新车外观（硬朗线条等）和内饰（碳纤维饰板等）的运动感强；全系标配图灵智驾，VLA 同步上车，智能化能力保持领先；全系标配 AR-HUD、800V 架构、双腔空悬等，我们认为其将有效吸引喜欢原创，追求肌肉力量感的年轻玩家。其小订已超越公司历史所有车型的同期表现，或助力公司 9-12 月的月销量突破 4 万台。

增程双能+智能化拔高增长上限，大众合作更加深化

8 月以来公司重要催化不断：1) 增程：8 月工信部新车申报目录发布 X9 增程版：大电池+高效能组合，搭载尊界同款增程器，纯电续航里程达 450 公里，我们预计 25Q4 上市；2) 智能化：小鹏自研的 AI 智驾芯片“图灵”具备 700TOPS 的高算力，最高可处理 30B 参数的大模型，首发搭载于小鹏 G7。8 月预计全面上车搭载并开启 VLA 推送。对外合作方面，8 月 15 日，公司与大众集团签订扩大电子电气架构技术战略合作的协议，双方联合开发的电子电气架构将扩大集成范围至大众在中国市场的燃油和插电混动车型平台，我们看好后续合作收入和范围提升的机会。

盈利预测与估值

考虑到 25H2 上市的 P7 和 X9 增程版产品力强，公司智能化发展顺利，未来公司车型销量提升的可预见性强，我们上调 26-27 年收入预测，预计公司 25-27 年收入 856/1276/1539 亿元（与此前相比持平/+31%/+23%）。采用分部估值，相较可比公司，25 年小鹏新车周期和智能化优势扩大。我们维持给予销售业务 2.1x 2025E PS，较可比公司维持溢价 1x PS；技术服务业务方面，参考文远智行等公司，我们维持公司该业务估值为 400 亿港元。上调公司目标价为 120.34 港币（前值 119.99 港币），维持“买入”评级。

风险提示：消费需求不及预期，供应链短缺，公司产品发布、订单不及预期。

宋亭亭

SAC No. S0570522110001
SFC No. BTK945

研究员

songtingting021619@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

王立献*

SAC No. S0570525020001

研究员

wanglixian@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

张高栋*

SAC No. S0570124120007

联系人

zhanggaodong@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(港币)	120.34
收盘价(港币 截至 8 月 20 日)	80.45
市值(港币百万)	153,378
6 个月平均日均成交额(港币百万)	2,015
52 周价格范围(港币)	26.00-106.00
BVPS(人民币)	15.92

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	40,866	85,606	127,626	153,919
+/-%	33.22	109.48	49.09	20.60
归属母公司净利润(百万)	(5,790)	(1,281)	2,077	5,568
+/-%	(44.19)	77.87	262.12	168.04
EPS(最新摊薄)	(3.04)	(0.67)	1.09	2.92
ROE(%)	(17.13)	(4.18)	6.69	15.97
PE(倍)	(24.23)	(109.51)	67.55	25.20
PB(倍)	4.49	4.68	4.37	3.73
EV EBITDA(倍)	(23.58)	(134.84)	40.77	17.57
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测调整:上调 26-27 年收入至 1276/1539 亿元(上调幅度 31%/23%)

考虑到 25H2 上市的 P7 和 X9 增程版产品力强,公司智能化发展顺利,26-27 年公司销量提升的可预见性强,我们上调 26-27 年收入预测,预计公司 25-27 年收入 856/1276/1539 亿元(与此前相比持平/+31%/+23%)。

1) 毛利率:公司 25Q2 毛利率同环比高增,主要系销售结构改善和规模效应释放,我们认为这个趋势将延续至 25H2,故上调 25 年毛利率预测至 17.7% (+1.5pct)。对于 26-27 年,我们认为 26H1 有望密集上市的超电新品销售占比将会提升,出于新车型规模效应较弱的谨慎考虑,我们下调 26 年毛利率为 18.2% (-0.4pct)。27 年公司规模效应有望提升,上调 27 年毛利率为 19.0% (+1.0pct)

2) 费用:考虑到 26-27 年新车周期密集,相关的汽车宣传/营销费用或将提升,故上调 26-27 年销售费用为 112/126 亿元 (+22%/+26%);其他收入/费用主要为研发费用,我们认为公司的双能矩阵/智能化/人形机器人等进展顺利,相关研发费用或将提升,故上调 25-27 年其他收入/费用为 90/108/115 亿元 (+5%/+26%/+34%)。

3) 归母净利润:综合上述考虑下,我们预计 25-27 年预测为-13/21/56 亿元(+36%/89%/30%)。

图表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度(pct)/%		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入 (百万元)	85606	97660	124730	85606	127626	153919	0.00%	30.68%	23.40%
毛利率 (%)	16.2%	18.6%	18.0%	17.7%	18.2%	19.0%	1.52pct	-0.38pct	0.97pct
销售及分销成本 (百万元)	-8561	-9180	-9978	-8561	-11231	-12621	0.00%	-22.34%	-26.49%
其他经营收入/费用 (百万元)	-8561	-8594	-8606	-8989	-10848	-11544	-5.00%	-26.23%	-34.13%
归母净利润 (百万元)	-2009	1099	4275	-1281	2077	5568	36.23%	89.04%	30.23%
净利润率 (%)	-2.35%	1.13%	3.43%	-1.50%	1.63%	3.62%	0.85pct	0.50pct	0.19pct

资料来源: 华泰研究预测

估值: 基于分部估值, 微调目标价为 120.34 港币

整车及原有其他业务方面,预计 25 年收入 826 亿元,我们将电动汽车制造商蔚来(9866 HK)、理想(2015 HK)、零跑汽车(9866 HK)视作小鹏的可比公司,考虑公司 MONA M03 和 P7+ 持续热销,新 P7 和 X9 增程版蓄势待发。整体来看,我们看好 25 年小鹏汽车新车表现,且在 25Q4 有望扭亏为盈,参考同为造车新势力的理想,其在 22Q4 实现单季度盈利,当年 PS 区间为 2.5x-7.4x,小鹏近一年 PS-ttm 区间为 1.3-4.3x,较理想 22 年仍有提升空间。综合考虑下,我们维持给予小鹏汽车销售业务 2.1x 2025E PS,较可比公司溢价 1x PS (前值 1x PS)。

另一方面,小鹏和大众合作,将增加技术服务费等收入,我们预估 24/25 年技术服务费收入 20/30 亿元。对标公司一 Momenta (最新公开披露 21 年一级市场估值 55 亿美元,对应 427 亿港元,数据来源 IT 桔子) (前值不变),对标公司二文远知行的美股市值接近 208 亿港元 (截至 25 年 8 月 20 日的最新市值,前值 188 亿港元)。谨慎起见,我们维持公司技术服务业务 400 亿港元估值。考虑到汇率波动,我们上调公司目标价为 120.34 港币 (前值 119.99 港币)。

图表2: 可比公司估值表

公司	股票代码	市值 (十亿美元)	股价变化 YTD (%)	企业价值 (十亿美元)	营收 (十亿美元)		EV/Sales		PS	
					2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
理想	2015 HK	25.28	13.14%	19.14	23.17	30.27	0.83	0.63	1.09	0.84
蔚来	9866 HK	11.19	23.41%	12.37	13.01	17.20	0.95	0.72	0.86	0.65
零跑	9866 HK	12.59	244.26%	12.06	8.65	12.27	1.39	0.98	1.46	1.03
平均							1.06	0.78	1.14	0.84

注: 市值、股价、企业价值截至 8 月 20 日; 营收预测来自 Wind 一致预期; 汇率按照 1 人民币= 1.09 港币测算

资料来源: Wind、华泰研究

图表3：季度经营情况总结

季度财报数据总结		3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A	YoY	QoQ	1H25A	YoY	3Q25E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	10,102	16,105	15,811	18,274	125%	16%	34,085	133%	20,850	106%	14%
营业成本	Rmb mn	8,560	13,780	13,351	15,107	117%	13%	28,458	124%	16,907	98%	12%
毛利率	%	15.3	14.4	15.6	17.3	3.3pct	1.7pct	16.5	3pct	18.9	3.6pct	1.6pct
销售及管理费用	Rmb mn	1,633	2,275	1,946	2,167	38%	11%	4,113	39%	2,275	39%	5%
研发费用	Rmb mn	1,633	2,006	1,981	2,206	50%	11%	4,187	49%	2,427	49%	10%
财务费用	Rmb mn	-235	-199	-162	-506	84%	212%	-668	14%	-276	18%	-45%
营业利润	Rmb mn	-1,847	-1,556	-1,041	-935	-42%	-10%	-1,976	-39%	-684	-63%	-27%
税前利润	Rmb mn	-1,775	-1,350	-656	-487	-64%	-26%	-1,143	-58%	-284	-84%	-42%
所得税	Rmb mn	7	-44	8	-9	-73%	-213%	-1	-97%	10	42%	-211%
归母净利润	Rmb mn	-1,808	-1,330	-664	-478	-63%	-28%	-1,142	-57%	-294	-84%	-39%
EPS	Rmb/sh	-0.95	-0.70	-0.35	-0.25	-63%	-29%	-0.6	-57%	-0.15	-84%	-38%
分部收入												
汽车销售	Rmb mn	8795	14671	14369	16884	148%	18%	31253	153%	19050	117%	13%
销量	10,000	46533	91507	94008	103181	242%	10%	197189	279%	115100	147%	12%
平均单价	Rmb	213577	181171	172723	184907	-28%	7%	179098	-33%	187021	-12%	1%
服务及其他	Rmb mn	1307	1434	1441	1390	8%	-4%	2831	23%	1800	38%	30%
分部毛利率												
汽车销售	%	8.6	10.0	10.5	14.3	7.9pct	3.8pct	12.6	110%	15.0	6.4pct	0.7pct
服务及其他	%	60.1	59.6	66.4	53.6	-0.7pct	-12.8pct	60.1	11%	60.0	-0.1pct	6.4pct
毛利占比												
汽车销售	%	49.1	63.1	61.3	76.2	37.8pct	14.9pct	70.0	87%	72.6	23.5pct	-3.6pct
服务及其他	%	50.9	36.9	38.7	23.8	-37.8pct	-14.9pct	30.0	-52%	27.4	-23.5pct	3.6pct

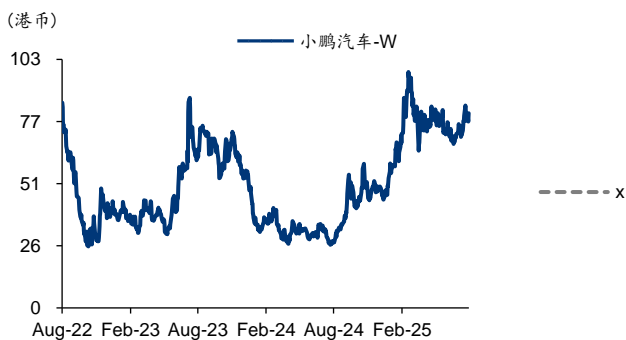
资料来源：公司公告、ifind、华泰研究预测

图表4：核心假设和财务预测

		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
国内新能源汽车增速	%	36	40	22	15	13
国外新能源汽车增速	%	32	2	23	18	27
销量增速	%	17.3	34.2	130.7	43.1	21.5
小鹏毛利率	%	1.5	14.3	17.7	18.2	19.0
业务拆分						
总收入	Rmb mn	30676	40866	85606	127626	153918
分部拆分						
汽车销售	Rmb mn	28011	35829	76604	117997	142891
销量	10,000	141601	190068	457685	654830	795773
平均单价	Rmb	223533	212994	189129	203620	202906
服务及其他	Rmb mn	2,665	5,037	9,002	9,629	11,028
分部毛利率						
汽车销售	%	-1.6	8.3	13.7	15.5	16.6
服务及其他	%	33.7	57.2	52.0	51.4	50.0
毛利占比						
汽车销售	%	-99	51	69	79	81
服务及其他	%	199	49	31	21	19
核心财务指标						
EBIT	Rmb bn	-11385	-6862	-2374	1164	5064
EBITDA	Rmb bn	-10173	-5528	-960	2663	6653
净利润	Rmb bn	-10376	-5790	-1281	2077	5568
扣非净利润	Rmb bn	-10376	-5790	-1281	2077	5568
EPS	Rmb/sh	-5.44	-3.04	-0.67	1.09	2.92
EPS(扣非)	Rmb/sh	-5.44	-3.04	-0.67	1.09	2.92
BVPS	Rmb/sh	19.06	16.40	15.73	16.82	19.74

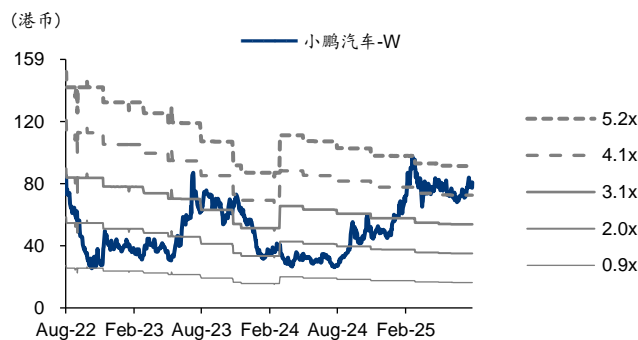
资料来源：公司公告、ifind、华泰研究预测

图表5: 小鹏汽车-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表6: 小鹏汽车-WPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

风险提示

1) 宏观经济下行, 消费需求不及预期

汽车本质上是消费品, 与宏观经济发展强相关, 若宏观经济下行或增长不及预期, 则会影
响消费信心和消费需求, 会引发购车观望情绪;

2) 供应链短缺

汽车产业供应链长, 从电池、电机、电控等零部件, 及其上游原材料和元器件, 如聚氨酯、
钢铁、铝、芯片等生产或运输过程可能出现问题, 断供导致整体乘用车销量不及预期;

3) 公司产品发布、订单不及预期

公司 MONA、P7+、G6 等订单、交付出现下滑, 可能导致公司收入、利润不及预期。

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	30,676	40,866	85,606	127,626	153,919
销售成本	(30,225)	(35,021)	(70,430)	(104,383)	(124,689)
毛利润	451.16	5,846	15,175	23,243	29,230
销售及分销成本	(6,559)	(6,871)	(8,561)	(11,231)	(12,621)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(5,277)	(6,457)	(8,989)	(10,848)	(11,544)
财务成本净额	991.50	1,031	851.15	1,304	1,552
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	(10,394)	(5,831)	(1,523)	2,468	6,616
税费开支	(36.81)	69.78	228.38	(370.26)	(992.46)
少数股东损益	0.00	0.00	(12.94)	20.98	56.24
归母净利润	(10,376)	(5,790)	(1,281)	2,077	5,568
折旧和摊销	(1,213)	(1,334)	(1,414)	(1,499)	(1,589)
EBITDA	(10,173)	(5,528)	(959.93)	2,663	6,653
EPS (人民币, 基本)	(5.44)	(3.04)	(0.67)	1.09	2.92

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	5,526	5,563	6,175	12,382	9,785
应收账款和票据	5,206	5,585	8,683	16,134	13,795
现金及现金等价物	34,059	29,636	31,415	54,224	45,886
其他流动资产	9,731	8,952	8,505	6,804	4,763
总流动资产	54,522	49,736	54,778	89,543	74,229
固定资产	10,954	11,522	17,060	18,626	20,145
无形资产	4,949	4,610	869.58	572.69	257.98
其他长期资产	13,737	16,838	22,404	31,726	28,472
总长期资产	29,641	32,970	40,334	50,924	48,874
总资产	84,163	82,706	95,112	140,467	123,103
应付账款	29,791	31,731	44,568	85,910	63,024
短期借款	4,255	4,934	5,449	6,169	6,889
其他负债	2,066	3,200	2,398	2,398	2,398
总流动负债	36,112	39,865	52,415	94,477	72,311
长期债务	7,142	7,010	7,704	8,398	9,092
其他长期债务	4,581	4,556	5,012	5,513	3,998
总长期负债	11,722	11,566	12,716	13,911	13,090
股本	70,198	70,672	70,672	70,672	70,672
储备/其他项目	(33,870)	(39,397)	(40,678)	(38,601)	(33,033)
股东权益	36,329	31,275	29,994	32,071	37,638
少数股东权益	0.00	0.00	(12.94)	8.04	64.28
总权益	36,329	31,275	29,981	32,079	37,703

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	(13.52)	(24.23)	(109.51)	67.55	25.20
PB	3.86	4.49	4.68	4.37	3.73
EV EBITDA	(12.22)	(23.58)	(134.84)	40.77	17.57
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(3.28)	(4.46)	4.40	19.84	(10.26)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	(10,173)	(5,528)	(959.93)	2,663	6,653
融资成本	(991.50)	(1,031)	(851.15)	(1,304)	(1,552)
营运资本变动	10,112	1,524	9,127	27,685	(17,952)
税费	(36.81)	69.78	228.38	(370.26)	(992.46)
其他	2,014	2,914	496.63	3,005	3,593
经营活动现金流	925.10	(2,050)	8,041	31,678	(10,250)
CAPEX	(4,500)	(2,343)	(2,343)	(2,343)	(2,343)
其他投资活动	4,849	(3,319)	(4,817)	(9,245)	1,289
投资活动现金流	349.22	(5,662)	(7,161)	(11,588)	(1,054)
债务增加量	2,019	547.23	1,209	1,414	1,414
权益增加量	9,507	473.65	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(5,009)	(4,532)	851.15	1,304	1,552
融资活动现金流	6,517	(3,511)	2,060	2,718	2,966
现金变动	7,792	(11,223)	2,941	22,809	(8,338)
年初现金	14,714	22,506	11,282	14,223	37,032
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	22,506	11,282	14,223	37,032	28,693

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	14.23	33.22	109.48	49.09	20.60
毛利润	(85.39)	1,196	159.60	53.17	25.75
营业利润	29.15	(34.28)	(68.27)	(149.04)	335.04
净利润	13.53	(44.19)	77.87	262.12	168.04
EPS	2.78	(44.19)	(77.87)	(262.12)	168.04
盈利能力比率 (%)					
毛利率	1.47	14.30	17.73	18.21	18.99
EBITDA	(33.16)	(13.53)	(1.12)	2.09	4.32
净利率	(33.82)	(14.17)	(1.50)	1.63	3.62
ROE	(28.33)	(17.13)	(4.18)	6.69	15.97
ROA	(13.33)	(6.94)	(1.44)	1.76	4.22
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(62.38)	(56.57)	(60.89)	(123.66)	(79.45)
流动比率	1.51	1.25	1.05	0.95	1.03
速动比率	1.36	1.11	0.93	0.82	0.89

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.39	0.49	0.96	1.08	1.17
应收账款周转天数	67.74	47.53	30.00	35.00	35.00
应付账款周转天数	295.37	316.21	195.00	225.00	215.00
存货周转天数	59.83	57.00	30.00	32.00	32.00
现金转换周期	(167.80)	(211.69)	(135.00)	(158.00)	(148.00)

每股指标 (人民币)

EPS	(5.44)	(3.04)	(0.67)	1.09	2.92
每股净资产	19.06	16.40	15.73	16.82	19.74

免责声明

分析师声明

本人，宋亭亭、王立献，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 小鹏汽车-W (9868 HK)：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师宋亭亭、王立献本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 小鹏汽车-W (9868 HK)：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司