

公司研究

1月销量承压，静待AI应用场景逐步兑现

——小鹏汽车 (XPEV.N) 跟踪报告

要点

1月交付量数据披露：2月1日小鹏汽车披露1月交付量数据，1月小鹏汽车交付量同比-34.1%/环比-46.6%至20,011辆。我们判断，小鹏汽车1月销量承压主要由于补贴政策退坡、新老产品切换导致。

一车双能战略升级，关注四大物理AI产品量产落地：1月8日小鹏召开2026全球新品发布会，以“AI驱动全球化出行革新”为核心，1)正式发布四款新车：2026款P7+（纯电+超级增程）、G7超级增程、2026款G6、2026款G9，其中，P7+与G7首次引入超级增程版本；2)宣布2026年小鹏品牌规划，主要包含第二代VLA（实现从视觉信号到动作指令的端到端直接生成，预计1Q26E上车）、Robotaxi（搭载第二代VLA并已通过第三方测试机构场地测试，将于2026年开启运营）、人形机器人（量产版已完成首台下线测试，将于2026年规模量产）、飞行汽车（将于2026年规模量产）四大物理AI场景落地与量产规划。我们判断，2026E小鹏或通过一车双能战略升级打开汽车业务销量全新增长空间，预计四大物理AI产品逐步落地有望进一步强化小鹏AI技术+商业兑现能力。

2026E行业Beta总体下行，整车或面临销量+利润双重考验：2026年汽车总量或仍靠政策驱动，我们预计2026E国内乘用车零售销量同比微降、新能源乘用车出口仍有望维持高速增长，带动全年乘用车批发销量同比表现稳定。我们判断，反内卷导致市场从价格战转为配置战（新车/改款车型加量不加价），以旧换新驱动的购车需求或边际减弱+新能源车购置税退坡、叠加2025年底至今上游原材料铝/铜/碳酸锂等陆续涨价增加产业链成本压力，整车企业或面临销量+利润双重考验，建议关注后续新车+订单持续性。

维持“买入”评级：考虑到行业竞争加剧、以及2026E-2027E政策变化风险，我们下调盈利预测：预计2025E Non-GAAP归母净亏损约8.9亿元（原预测约4.8亿元）、2026E-2027E Non-GAAP归母净利润分别约0.3/54.0亿元（原预测约49.6/104.8亿元）。我们看好小鹏业绩爬坡、与大众合作的推进、以及基于AI应用场景在Robotaxi、机器人领域的长期拓宽前景，维持“买入”评级。

风险提示：新车订单/销量不及预期；毛利率爬坡不及预期；市场竞争加剧；行业政策变化等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	30,676	40,866	75,015	89,959	123,121
营业总收入增长率	14.2%	33.2%	83.6%	19.9%	36.9%
Non-GAAP归母净利润（百万元）	-9,444	-5,551	-888	26	5,400
EPS（元，摊薄）	-5.42	-2.93	-0.46	0.01	2.82
Non-GAAP ROE（归属母公司，摊薄）	-26.0%	-17.7%	-2.3%	0.1%	9.3%
P/S	3.5	2.8	1.6	1.3	0.9
P/B	2.9	3.7	3.0	2.5	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-2-3（1美元=7.13人民币）

注：1) 1股ADS=2股A-Class普通股；2) 2023-2024约17.4/18.9亿股普通股，预计2025E-2027E约19.1亿股普通股。

买入（维持）

当前价：17.16美元

作者

分析师：倪昱婧, CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebscn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

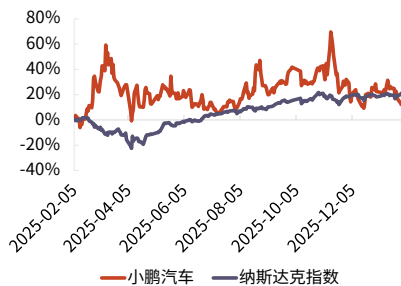
021-52523838

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股普通股)	19.12
总市值(亿美元):	163.24
一年最低/最高(美元):	15.52/28.07
近3月换手率:	93.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.24	-24.89	-14.41
绝对	-14.84	-27.32	3.69

资料来源：Wind（数据截至2026/2/3）

相关研报

- 《2026“一车双能”全面启动，聚焦AI应用场景的分批落地——小鹏汽车(XPEV.N)2025年三季度业绩点评报告》.....2025-11-18
- 《盈利拐点临近，“一车双能”全新周期即将开启——小鹏汽车(XPEV.N)2025年二季度业绩点评报告》.....2025-08-19
- 《1Q25业绩符合预期，持续看好技术兑现能力——小鹏汽车(XPEV.N)2025年一季度业绩点评报告》.....2025-05-25
- 《聚焦新车周期，长期关注智驾+全球化+机器人三重增长曲线——小鹏汽车(XPEV.N)2024四季度业绩点评报告》.....2025-03-19
- 《毛利率持续爬坡，看好车型周期与智能化同步兑现——小鹏汽车(XPEV.N)2024三季度业绩点评报告》.....2024-11-24

表 1: 损益表

(单位: 百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	30,676	40,866	75,015	89,959	123,121
销售成本	-30,225	-35,021	-61,636	-75,828	-102,826
毛利润	451	5,846	13,379	14,131	20,295
研发费用	-5,277	-6,457	-8,671	-8,601	-8,618
销售行政/管理费用	-6,559	-6,871	-8,867	-8,944	-9,234
经营利润 (损失)	-10,889	-6,658	-2,928	-1,927	3,674
财务成本-净额	991	1,031	802	900	1,231
其他收益	-30	386	1,787	1,487	1,231
Non GAAP 净利润 (净损失)	-9,444	-5,551	-888	26	5,400
少数股东损益	0	0	0	0	0
Non GAAP 归母净利润(净损失)	-9,444	-5,551	-888	26	5,400

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	84,163	82,706	88,242	91,094	129,271
流动资产	54,522	49,736	53,964	56,900	94,821
库存	5,526	5,563	3,814	4,364	5,486
贸易等应收账款	2,716	2,450	1,499	1,604	1,914
现金及其等价物	34,840	35,533	42,729	44,777	79,222
其他流动资产	11,439	6,190	5,922	6,155	8,199
非流动资产	29,641	32,970	34,278	34,194	34,450
不动产、厂房及设备	10,954	11,522	12,020	12,071	11,816
租赁土地及土地使用权	4,245	4,006	4,835	5,628	6,121
无形资产	4,949	4,610	4,399	4,571	4,714
其他非流动资产等	9,492	12,832	13,024	11,924	11,799
总负债	47,834	51,431	49,165	44,691	71,499
无息负债	36,930	39,299	36,365	30,691	56,399
有息负债	10,904	12,132	12,800	14,000	15,100
夹层权益合计	0	0	0	0	0
股东权益	36,329	31,275	39,077	46,403	57,772
普通股	0	0	0	0	0
留存收益 (损失)	-35,760	-41,586	-43,123	-43,997	-39,828
资本公积及其他	72,089	72,860	82,200	90,400	97,600
归属本公司股权持有人权益	36,329	31,275	39,077	46,403	57,772
少数股东权益	0	0	0	0	0

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3: 现金流量表

(单位: 百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	956	-2,012	3,533	-3,321	31,051
净利润 (净损失)	-10,376	-5,790	-1,538	-874	4,169
折旧及摊销	2,107	2,573	2,792	3,258	3,712
净营运资金增加	7,374	-452	1,759	-7,062	21,731
其他	1,851	1,657	520	1,357	1,438
投资活动产生现金流	631	-1,255	-3,011	-2,881	-2,756
固定资产新增	-2,096	-2,226	-2,230	-2,130	-2,030
短期投资、以及其他	2,727	971	-781	-751	-726
融资活动现金流	8,015	669	4,668	5,200	4,100
股票/可转债等融资	5,020	0	4,000	4,000	3,000
借款增加	3,110	1,229	668	1,200	1,100
少数股东资金注入、以及其他	-114	-559	0	0	0
现金及等价物净增加额	9,603	-2,598	5,189	-1,002	32,395

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼