

汽车	收盘价 港元 66.35	目标价 港元 134.69	潜在涨幅 +103.0%
----	-----------------	------------------	-----------------

2026年5月29日

小鹏汽车 (9868 HK)

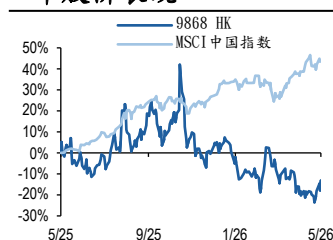
1Q26 毛利率韧性好于预期，AI 投入打开估值上限

- 毛利率韧性好于预期。**小鹏1Q26总收入130.3亿元（人民币，下同），同比-17.6%；汽车销售收入110.0亿元，同比-23.5%；净亏损扩大至17.8亿元，Non-GAAP净亏损16.9亿元。公司1Q26交付62,682辆，同比-33.3%，反映行业淡季、一车双能早期推进及老款基盘车型动能偏弱。1Q26整车ASP约17.5万元，环比4Q25提升约1.1万元，主要受高价X9占比提升及海外高毛利销量占比提高带动，对冲了终端促销扩大及成本上行压力。汽车毛利率12.1%，环比-0.9ppt，但高于预期；整体毛利率20.6%，同比+5.0ppt、环比-0.7ppt，同样高于预期。利润端主要受AI及新车周期前置投入压制：研发费用29.1亿元，同比+46.8%、环比+1.1%；SG&A 18.8亿元，同比-3.2%、环比-32.5%，环比减少约9.1亿元，主要因销量下降带来经销门店佣金减少。经营亏损18.7亿元，显示销量杠杆尚未释放。
- 销量按季改善。**管理层指引2Q26交付10.0-10.6万辆，收入196-208亿元，均高于预期。我们测算2Q26隐含整车ASP约17.6-17.7万元，较1Q26大体稳定。节奏上，4月已交付31,011辆，2Q26指引隐含5-6月合计需交付68,989-74,989辆，月均34,495-37,495辆，较4月提升11%-21%；若5月接近4月水平，则6月需交付约37,978-43,978辆，较4月提升约22%-42%，新车爬坡仍是兑现指引的关键。催化剂包括MONA M03改款、GX上市、四款全新SUV周期、海外扩张及AI商业化推进。AI方面，图灵芯片、VLA 2.0、Robotaxi和Iron机器人构成小鹏从智能EV向物理AI平台延展的核心变量。
- 维持买入评级。**我们认为，小鹏1Q26并非利润兑现期，而是以AI投入换长期估值空间的战略加仓期。短期看，投资者需验证2Q26新车放量、ASP稳定及汽车毛利率能否在规模恢复后修复；中期看，MONA、GX及四款全新SUV决定2026年销量弹性；长期看，小鹏的核心差异化正在从单一智驾能力，升级为芯片+大模型+Robotaxi+机器人的物理AI平台。若Robotaxi试点、图灵芯片规模化应用、Iron机器人量产逐步兑现，小鹏估值框架有望从传统车企，转向智能汽车+AI智能体平台的分部估值。

个股评级

买入

1年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	108.50
52周低位 (港元)	57.95
市值 (百万港元)	103,691.78
日均成交量 (百万)	30.59
年初至今变化 (%)	(16.38)
200天平均价 (港元)	72.98

资料来源：FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

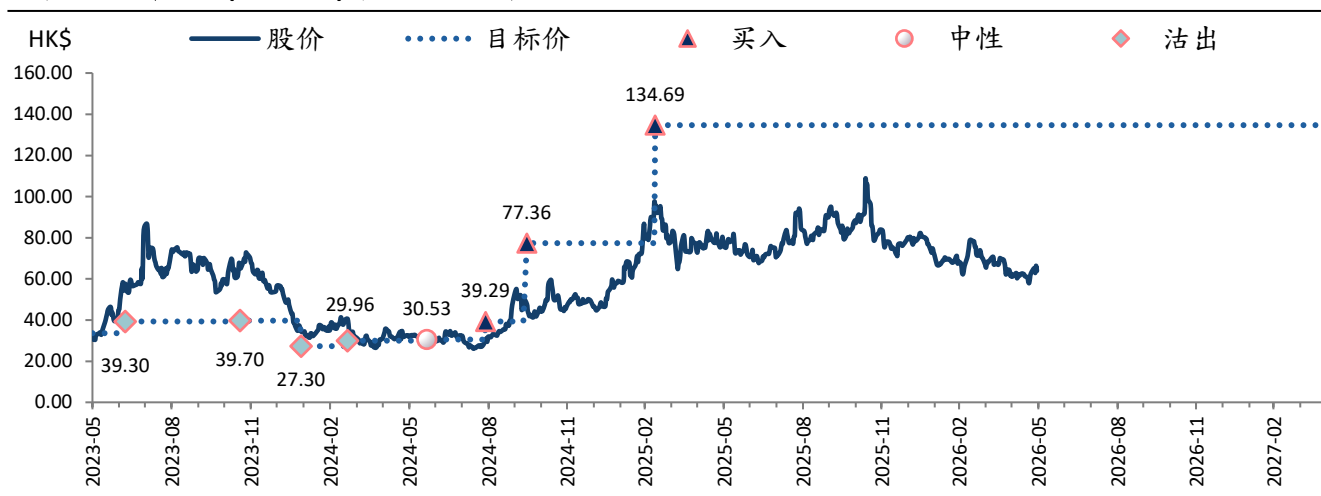
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入 (百万人民币)	40,866	76,720	106,975	129,517	142,562
同比增长 (%)	33.2	87.7	39.4	21.1	10.1
净利润 (百万人民币)	(5,790)	(1,139)	694	2,230	4,014
每股盈利 (人民币)	(3.06)	(0.60)	0.36	1.17	2.11
同比增长 (%)	-48.6	-80.5	-160.9	221.4	79.9
市盈率 (倍)	ns	ns	157.5	49.0	27.2
每股账面净值 (人民币)	16.54	16.06	16.42	17.60	19.72
市账率 (倍)	3.47	3.58	3.50	3.26	2.91

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 小鹏汽车 (9868 HK) 评级及目标价



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际汽车及电池行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
002074 CH	国轩高科	买入	34.38	54.84	59.51%	2025年10月30日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	65.84	94.74	43.89%	2025年10月24日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	14.77	18.88	27.83%	2026年3月27日	电池
3931 HK	中创新航	买入	30.68	42.88	39.77%	2026年3月31日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	415.68	512.00	23.17%	2026年3月10日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	11.37	22.63	99.03%	2025年8月27日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	38.92	69.55	78.70%	2026年4月1日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	11.26	7.16	-36.41%	2025年3月31日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	37.06	45.80	23.58%	2026年3月30日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	42.14	44.50	5.60%	2026年4月30日	重卡
000338 CH	潍柴动力	买入	35.31	38.00	7.62%	2026年4月30日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	19.89	34.66	74.26%	2025年9月16日	激光雷达
2525 HK	禾赛集团	买入	156.40	269.66	72.42%	2025年9月16日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	30.76	49.16	59.82%	2026年3月26日	激光雷达
9866 HK	蔚来汽车	买入	44.34	65.83	48.47%	2026年3月11日	整车厂
NIO US	蔚来汽车	买入	5.55	8.40	51.35%	2026年3月11日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	90.30	138.53	53.41%	2026年3月30日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	10.41	17.50	68.11%	2026年3月30日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	18.87	24.21	28.30%	2025年8月15日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	82.98	135.20	62.93%	2026年4月1日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	66.35	134.69	103.00%	2025年3月12日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	60.45	75.36	24.70%	2026年3月13日	整车厂
LI US	理想汽车	中性	15.54	19.40	24.84%	2026年3月13日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.54	3.34	31.50%	2024年4月1日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2026 年 5 月 28 日

财务数据

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	40,866	76,720	106,975	129,517	142,562
主营业务成本	(35,021)	(62,247)	(86,171)	(103,215)	(112,333)
毛利	5,846	14,473	20,804	26,302	30,229
销售及管理费用	(6,871)	(9,398)	(12,302)	(14,247)	(15,682)
研发费用	(6,457)	(9,490)	(12,088)	(12,952)	(13,543)
其他经营净收入/费用	823	1,644	2,292	1,295	1,426
经营利润	(6,658)	(2,771)	(1,294)	399	2,429
财务成本净额	1,031	783	1,576	1,578	1,580
其他非经营净收入/费用	(203)	831	535	648	713
税前利润	(5,831)	(1,157)	816	2,624	4,722
税费	70	(14)	(122)	(394)	(708)
非控股权益	(29)	31	0	0	0
净利润	(5,790)	(1,139)	694	2,230	4,014
作每股收益计算的净利润	(5,790)	(1,139)	694	2,230	4,014

截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	21,740	23,401	23,322	29,920	36,615
有价证券	12,932	11,389	11,958	12,556	13,184
应收账款及票据	2,450	1,997	3,100	3,753	4,131
存货	5,563	10,381	11,804	14,139	15,388
其他流动资产	19,984	27,475	28,309	29,185	30,105
总流动资产	49,736	63,254	66,536	76,998	86,240
物业、厂房及设备	11,522	13,527	15,230	16,190	16,407
其他有形资产	4,006	6,947	6,388	5,912	5,508
无形资产	4,610	4,253	4,636	5,053	5,508
其他长期资产	12,832	15,181	15,183	15,185	15,187
总长期资产	32,970	39,909	41,437	42,341	42,610
总资产	82,706	103,163	107,973	119,338	128,850
短期贷款	4,609	4,282	4,377	4,474	4,574
应付账款	23,080	37,163	40,134	48,073	52,319
其他短期负债	12,175	16,668	17,295	17,953	18,644
总流动负债	39,865	58,113	61,806	70,500	75,537
长期贷款	5,665	6,589	6,918	7,264	7,627
其他长期负债	5,902	8,092	8,185	8,281	8,378
总长期负债	11,566	14,681	15,104	15,545	16,006
总负债	51,431	72,794	76,910	86,045	91,543
储备及其他资本项目	31,275	30,369	31,063	33,293	37,307
股东权益	31,275	30,369	31,063	33,293	37,307
总权益	31,275	30,369	31,063	33,293	37,307

资料来源：公司资料，交银国际预测

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	(5,790)	(1,139)	694	2,230	4,014
折旧及摊销	2,573	2,611	3,297	4,040	4,783
营运资本变动	(443)	10,927	898	5,424	3,114
其他经营活动现金流	1,648	(2,856)	0	0	0
经营活动现金流	(2,012)	9,543	4,889	11,694	11,911
资本开支	(2,404)	(6,728)	(4,823)	(4,942)	(5,050)
其他投资活动现金流	1,149	(1,730)	(569)	(598)	(628)
投资活动现金流	(1,255)	(8,458)	(5,393)	(5,539)	(5,678)
负债净变动	701	577	425	443	463
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	(32)	0	0	0	0
融资活动现金流	669	577	425	443	463
汇率收益/损失	36	0	0	0	0
年初现金	24,302	21,740	23,401	23,322	29,920
年末现金	21,740	23,401	23,322	29,920	36,615

年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	(3.061)	(0.598)	0.364	1.171	2.108
全面摊薄每股收益	(3.061)	(0.598)	0.364	1.171	2.108
每股账面值	16.536	16.057	16.423	17.603	19.725
利润率分析(%)					
毛利率	14.3	18.9	19.4	20.3	21.2
净利率	(14.2)	(1.5)	0.6	1.7	2.8
盈利能力(%)					
ROA	(6.9)	(1.2)	0.7	2.0	3.2
ROE	(17.1)	(3.7)	2.3	6.9	11.4
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
存货周转天数	57.8	46.7	50.0	50.0	50.0
应收账款周转天数	23.1	10.6	10.6	10.6	10.6
应付账款周转天数	236.0	176.6	170.0	170.0	170.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2026年5月29日

小鹏汽车 (9868 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告期内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告期内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告期内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、滴普科技股份有限公司、Mixres Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司、南京埃斯顿自动化股份有限公司、上海易景信息科技股份有限公司、广东云徙智能科技股份有限公司、驭势科技（北京）股份有限公司及北京深演智能科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司及光大证券股份有限公司的已发行股本逾1%。

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），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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，委任其认为必要的法律、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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。