

小鹏集团-W (09868.HK)

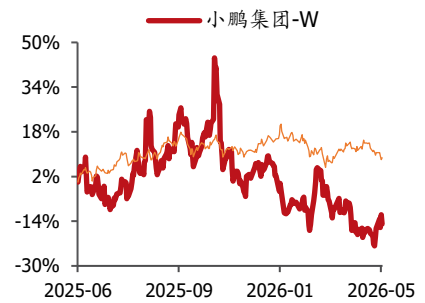
产品矩阵向上，海外增长势头强

买入 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	买入
05月29日收盘价(港元)	63.85
总市值(百万港元)	122,237.92
总股本(百万股)	1,914.45
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	15.58

股价走势



作者

分析师 夏君
执业证书编号: S0680519100004
邮箱: xiajun@gszq.com

分析师 刘玲
执业证书编号: S0680524070003
邮箱: liuling3@gszq.com

相关研究

- 《小鹏汽车-W (09868.HK): 首次季度盈利, 看好智驾迭代和具身智能》 2026-03-22
- 《小鹏汽车-W (09868.HK): VLA 2.0 大模型、大算力、大数据, 表现丝滑》 2026-03-10
- 《小鹏汽车-W (09868.HK): 看好 VLA 2.0 能力, 即将在 26Q1 全量推送》 2026-02-14

26Q1 业绩基本符合预期, 毛利率稳健。公司 26Q1 交付 6.3 万辆车, 同比下降 33%; 受交付量下降影响, Q1 收入同比减少 18% 至 130 亿元, 符合公司指引。其中汽车销售收入/服务及其他收入分别为 110 亿/20 亿元, 同比分别-23%/+41%, 服务及其他收入增长主要是由于技术研发服务以及零件及配件销售收入增加。盈利性方面, 公司 Q1 整体实现了 20.6% 的毛利率, 在行业整体成本压力较大的情况下取得稳健的毛利率, 主要得益于产品组合改善、海外销售毛利率高等因素。其中汽车销售/服务及其他毛利率分别为 12.1%/66.5%。公司 Q1 研发/SG&A 费用分别为 29.1/18.8 亿元, 研发费用保持高水平主要是由于公司扩充产品组合以支持未来增长、与新车型及 AI 相关技术开发有关的开支增加。26Q1 公司归母净亏损 17.8 亿元, Non-GAAP 归母净亏损为 16.9 亿元, Non-GAAP 归母净亏损率为 12.9%。

展望 26Q2, 公司指引销量 10.0-10.6 万辆, 同比变化-3.1%至+2.7%, 环比增长 60%-69%; 总收入介于 196-208 亿元, 同比增长 7.3%-13.8%, 环比增长 50%-60%; 指引公司综合毛利率环比持平。我们预计公司今年毛利率稳健, 但公司今年在净利润层面仍然有压力, 主要是由于公司在 2026 年会继续大力投入研发费用, 除了整车研发外, 在物理 AI 相关的研发投入预计达到 70 亿元, 以把握物理 AI 产业大机会。

GX 带动小鹏产品矩阵向上, 期待后续 G9L 表现。1) **车型方面,** 于 5 月 20 日上市的小鹏 GX 新车型定价, 定价 27.98-35.98 万元, 且有 1 万元限时优惠, 根据公司官方战报, 上市 12 小时大定突破 24863 台, 订单优秀。GX 的首批大定中, 价格超过 35 万元的旗舰版本占比超过 80%, 这反映了高阶智驾在销售上拥有了溢价能力, 智驾能力初步完成了在销售上的转化。当前公司已经开始提高产能准备, 加快交付节奏。我们预计 GX 大约能达到 15%-20% 的毛利率水平, 有助于公司汽车销售分部的盈利性稳健。展望后续新车, 从 GX 开始, 公司在今年有 4 款全新的 SUV 车型在最近 6 个月上市并交付, 包括 Mona L03、G9L、Mona L05 等。其中 Mona 品牌的用户群更多偏向新手司机, 智驾需求高, 历史上已在 Mona M03 上验证过智驾对销量的转化成功。G9L 则类似 GX, 有望通过区分图灵芯片搭载颗数, 提供差异化的智驾方案, 高配版有望带来更好的利润空间。2) **渠道方面,** 截至 26Q1 末公司拥有实体销售网络 733 间门店, 覆盖 256 个城市。3) **智驾迭代方面,** 3 月发布的 VLA 2.0 能力优秀, 公司计划在 26Q3 推出新版本, 会非常大幅度提高模型能力上限, 并且目标今年年底实现将车端模型参数量从数十亿级别提升至 200 亿以上, 领先行业。

海外销售强势, 4 月销量超过 6000 台, 后续海外新车继续贡献增量; 建成 3 大本地化生产基地。1) **车型和销量方面,** 2026 年 4 月, 小鹏汽车 P7+ 启动海外交付, 小鹏汽车海外月销量首次突破 6000 台, 预计 Q2 海外收入占比超过 20%, 随着今年下半年 Mona 的两款 SUV 之类走量车型面向海外推出, 预计今年 Q4 公司的海外月销持续过万, 全年海外销量目标翻倍以上 (2025 年海外销量大约 4.5 万台)。公司非常重视海外发展, 目标未来 5 年内海外销量占总销量的 50%。2) **本地化生产方面:** 从去年开始, 小鹏在海外已经建立了三个本地化生产基地: 印度尼西亚和马来西亚两处东南亚工厂, 主要服务当地市场需求; 奥地利麦格纳工厂, 主要面向欧洲市场供货。三处基地今年均将扩大产能, 并引入新车型的本地化生产。

机器人进展顺利, 预计 Q3 展示新一代 Iron 机器人; 目标在 Q3 在广州启动 Robotaxi 示范运营。1) **机器人方面,** 公司近期完成了灵巧手的开发, 预计在 Q3 展示新一代 Iron 机器人的相关演示, 它不仅能够多语言沟通、具有拟人的全运动姿态, 还可以逐步开始执行专业的工作。公司目标年底 Iron 量产, 首先在小鹏门店试用, 2027 年对中国和海外的商业客户进行交付。2) **Robotaxi 方面,** 公司目标是在 26Q3 在广州启动载客的 Robotaxi 示范运营服务, 符合此前的预期。

投资建议: 我们看好公司即将迎来的强势产品周期、海外扩张、智驾再向上、机器人/Robotaxi 等新兴业务机会。我们预计公司 2026-28 年销量约 52/82/83 万辆, 总收入达 974/1472/1500 亿元, non-GAAP 净利润率为 -1.6%/2.1%/4.1%。我们给予公司 1575 亿港元/201 亿美元估值, 对应 1.4x 2026e P/S, 目标价 (9868.HK) 82.3 港元、(XPEV.N) 21.0 美元。

风险提示: 新车型销量不及预期风险、产品推出节奏不及预期风险、智驾能力提升和功能落地不及预期风险、竞争激烈风险、上游原材料压力、毛利率提升不及预期风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	40,866	76,720	97,376	147,161	149,951
增长率 YoY (%)	33.2	87.7	26.9	51.1	1.9
归母净利润 (百万元)	-5,790	-1,139	-1,518	3,300	6,289
归母净利润率 (%)	-14.2%	-1.5%	-1.6%	2.1%	4.2%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-5,551	-458	-1,573	3,096	6,085
Non-GAAP 归母净利润率 (%)	-13.6%	-0.6%	-1.6%	2.1%	4.1%
P/S (倍)	2.6	1.4	1.1	0.7	0.7
P/B (倍)	3.3	3.5	3.7	3.3	2.7
P/E (倍)	-19.1	-231.1	-67.3	34.2	17.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 5 月 29 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	49736	63254	79465	105133	105056
现金及现金等价物	18697	17626	22146	40767	50852
短期投资净额	751	3217	3217	3217	3217
应收账款	2450	1997	14232	10294	10532
存货	5563	10381	9856	20727	10436
其他流动资产	22275	30033	30014	30128	30019
非流动资产	32970	39909	38595	37456	36469
固定资产	11522	13527	13060	12658	12311
资产使用权	1262	3731	3217	2774	2392
无形资产	4610	4253	3920	3627	3369
长期投资	1963	2523	2523	2523	2523
其他非流动资产	13613	15874	15874	15874	15874
资产总计	82706	103163	118060	142589	141525
流动负债	39865	58113	73952	94604	86675
短期借款	4609	4282	4282	4282	4282
应付账款	23080	37163	53002	73654	65725
应付负债	366	501	501	501	501
其他流动负债	11809	16166	16166	16166	16166
非流动负债	11566	14681	15257	15834	16410
长期借款	5665	6589	7165	7742	8319
其他非流动负债	5902	8092	8092	8092	8092
负债合计	51431	72794	89209	110438	103085
资本公积	70672	71236	71236	71236	71236
未分配利润	-41586	-42768	-44285	-40985	-34696
累计其他综合损益	2094	1762	1762	1762	1762
归属母公司股东权益	31275	30369	28851	32151	38440
少数股东权益	0	0	0	0	0
可赎回非控股股东权益	0	0	0	0	0
可赎回及权益总额	31275	30369	28851	32151	38440
负债和权益总额	82706	103163	118060	142589	141525

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-2012	8259	5635	19736	11200
净利润	-5790	-1139	-1518	3300	6289
固定资产折旧	1572	1805	1967	1903	1847
无形资产摊销	538	567	524	484	449
内容及版权摊销	463	616	514	443	382
营运资金变动	31	8631	4147	13605	2233
其他经营现金流	1174	-2220	0	0	0
投资活动现金流	-1255	-7334	-1691	-1691	-1691
资本开支	-2423	-3347	-1691	-1691	-1691
其他投资现金流	1168	-3987	0	0	0
筹资活动现金流	669	515	577	577	577
短期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	669	515	577	577	577
现金净增加额	-2562	1661	4520	18621	10085

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	40866	76720	97376	147161	149951
营业成本	35021	62247	79169	119989	119467
毛利润	5846	14473	18362	27171	30484
销售及管理费用	6457	9490	12087	14055	15147
其他经营性损益	589	1761	729	729	729
营业利润 (亏损)	-6658	-2771	-2357	2073	4070
财务收入	1254	1215	1437	1681	2687
财务支出	289	455	469	484	498
联营公司亏损	0	0	-0	0	0
其他非经营性收益	59	331	-599	-599	-599
利润总额	-5831	-1157	-1461	3348	6337
所得税	-70	14	9	0	0
净利润	-5761	-1170	-1470	3348	6337
可赎回少数股东权益的增益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
权益法投资损益	-29	31	-48	-48	-48
归属普通股股东净利润	-5790	-1139	-1518	3300	6289
调整后归属普通股股东净利	-5551	-458	-1573	3096	6085

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	33.2	87.7	26.9	51.1	1.9
营业利润 (%)	-38.9	-58.4	-15.0	-187.9	96.4
归属于母公司净利润 (%)	41.0	91.8	-243.5	296.9	96.5
获利能力					
毛利率 (%)	14.3	18.9	18.9	18.5	20.3
净利率 (%)	-13.6	-0.6	-1.6	2.1	4.1
ROE (%)	-18.5	-3.8	-5.3	10.3	16.4
ROIC (%)	-47.7	-28.2	-15.3	-69.1	1095.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.2	70.6	75.6	77.5	72.8
净负债比率 (%)	-45.0	-43.9	-61.9	-113.5	-121.1
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.5	0.3	0.3	0.4	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.8	0.9	1.1	1.1
应收账款周转率	15.8	34.5	12.0	12.0	14.4
应付账款周转率	1.5	2.1	1.8	1.9	1.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-2.9	-0.2	-0.8	1.6	3.2
每股经营现金流 (最新摊薄)	-1.2	4.4	2.9	10.3	5.9
每股净资产 (最新摊薄)	16.5	15.9	15.1	16.8	20.1
估值比率					
P/S	2.6	1.4	1.1	0.7	0.7
P/B	3.3	3.5	3.7	3.3	2.7
P/E	-19.1	-231.1	-67.3	34.2	17.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 5 月 29 日收盘价

图表 1: 小鹏汽车核心财务预测: 年度

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总销量 (台)	190,068	429,445	521,798	821,817	825,445
G3	334	-	-	-	-
P7/P7i/新 P7	15,466	21,548	21,122	24,000	22,800
P5	5,428	2	-	-	-
G9 国内外	32,512	26,938	13,799	14,754	10,800
G6 国内外	49,785	74,703	54,031	36,195	22,800
X9 国内外	22,003	28,997	40,092	35,400	35,400
MONA M03	47,040	177,470	146,397	131,757	125,169
P7+国内外	17,500	75,409	74,413	69,911	67,415
G7	-	24,378	19,744	20,000	19,000
GX	-	-	43,000	66,000	62,700
MONA L03 国内外	-	-	71,200	154,800	147,060
G9L	-	-	18,000	60,000	60,000
MONA L05 国内外	-	-	20,000	159,000	123,300
2027 年新车型	-	-	-	50,000	129,000
总收入 (百万元)	40,866	76,720	97,376	147,161	149,951
车辆销售	35,829	68,379	88,475	135,152	133,515
服务及其他	5,037	8,341	8,901	12,008	16,436
毛利 (百万元)	5,846	14,473	18,362	27,171	30,484
车辆销售	2,963	8,781	11,639	18,793	19,584
服务及其他	2,883	5,692	6,722	8,378	10,900
毛利率	14.3%	18.9%	18.9%	18.5%	20.3%
车辆销售	8.3%	12.8%	13.2%	13.9%	14.7%
服务及其他	57.2%	68.2%	75.5%	69.8%	66.3%
销售及管理费用率	-17%	-12%	-10%	-8%	-8%
研发费用率	-16%	-12%	-12%	-10%	-10%
归属普通股股东净利润 (百万元)	-5,790	-1,139	-1,518	3,300	6,289
净利润率	-14%	-1%	-2%	2%	4%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-5,551	-458	-1,573	3,096	6,085
Non-GAAP 归母净利润率	-13.6%	-0.6%	-1.6%	2.1%	4.1%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测 (注: 未来的车型型号以公司披露为准。)

图表 2: 小鹏汽车核心财务预测: 季度

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2E	26Q3E	26Q4E
总销量 (台)	94,008	103,181	116,007	116,249	62,682	103,100	147,055	208,962
G3	-	-	-	-	-	-	-	-
P7/P7i/新 P7	720	475	9,109	11,244	3,122	6,000	6,000	6,000
P5	2	-	-	-	-	-	-	-
G9 国内外	5,616	9,855	5,987	5,480	2,399	3,400	4,000	4,000
G6 国内外	13,137	23,810	18,164	19,592	11,531	13,000	13,500	16,000
X9 国内外	3,518	8,569	6,391	10,519	10,492	9,200	9,400	11,000
MONA M03	47,130	39,221	45,461	45,658	20,397	42,000	42,000	42,000
P7+国内外	23,885	20,691	15,595	15,238	9,997	18,500	23,155	22,762
G7	-	560	15,300	8,518	4,744	5,000	5,000	5,000
GX	-	-	-	-	-	6,000	16,000	21,000
MONA L03 国内外	-	-	-	-	-	-	25,000	46,200
G9L	-	-	-	-	-	-	3,000	15,000
MONA L05 国内外	-	-	-	-	-	-	-	20,000
2027 年新车型	-	-	-	-	-	-	-	-
总收入 (百万元)	15811	18274	20381	22254	13034	19749	27495	37253
车辆销售	14369	16884	18054	19072	10999	17613	25166	34697
服务及其他	1,441	1,391	2,327	3,182	2,034	2,136	2,329	2,556
毛利 (百万元)	2460	3167	4104	4742	2683	3872	5065	6743
车辆销售	1503	2422	2367	2488	1330	2205	3287	4818
服务及其他	957	745	1,737	2,253	1,353	1,667	1,777	1,925
毛利率	15.6%	17.3%	20.1%	21.3%	20.6%	19.6%	18.4%	18.1%
车辆销售	10.5%	14.3%	13.1%	13.0%	12.1%	12.5%	13.1%	13.9%
服务及其他	66.4%	53.6%	74.6%	70.8%	66.5%	78.0%	76.3%	75.3%
销售及管理费用率	-12%	-12%	-12%	-13%	-14%	-11%	-9%	-8%
研发费用率	-13%	-12%	-12%	-13%	-22%	-13%	-11%	-10%
归属普通股股东净利润 (百万元)	-664	-478	-381	383	-1,784	-338	135	469
净利率	-4%	-3%	-2%	2%	-14%	-2%	0%	1%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-426	-385	-152	505	-1,686	-389	84	418
Non-GAAP 归母净利润率	-2.7%	-2.1%	-0.7%	2.3%	-12.9%	-2.0%	0.3%	1.1%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测 (注: 未来的车型型号以公司披露为准。)

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com