

# Q1 毛利率超 20% 维持高位

华泰研究

2026 年 6 月 01 日 | 中国香港

季报点评

乘用车

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

94.37

公司 26Q1 实现营收 130 亿元, 同环比-18%/-41%; 归属于普通股股东净亏损 18 亿元, 25Q1 为净亏损 7 亿元, 25Q4 为净利润 4 亿元。我们认为公司利润阶段性承压, 主要系春节淡季及车型切换导致交付规模下滑, 叠加新车型及 AI 相关技术研发投入增加, 抵消了成本下降和产品组合改善带来的毛利率修复。26Q2 公司交付指引 10.0-10.6 万辆、收入指引 196-208 亿元。考虑到新车周期, 我们认为 Q1 或为全年经营低点, 后续新车放量有望带动收入环比修复, 并支撑公司盈利能力逐步改善, 维持“买入”评级。

## 毛利率 21% 淡季维持高位, 研发投入继续加大

26Q1 公司交付新车 6.3 万辆, 同环比-33%/-46%。26Q1 公司综合毛利率/汽车毛利率为 21%/12.1%, 同比+5/+2pct, 环比-1/-1pct, 淡季下综合毛利率仍维持 20% 以上。汽车毛利率同比提升主要受益于成本下降(自研技术创新)及车型组合改善。仅考虑汽车收入, 单车 ASP/毛利分别约为 17.6/2.1 万元, 同比分别+15%/+32%, 环比分别+7%/基本持平。费用端, 26Q1 研发/SG&A 费用为 29/19 亿元, 同比分别+47%/-3%, 环比分别+1%/-33%。我们认为, 短期研发投入仍对利润形成拖累, 但新车矩阵扩张(L03/L05/G9L 等)及物理 AI 商业化推进有望支撑后续收入增长和盈利修复。

## GX 上市售价 26.98 万元起, 有望带动 Q2 后盈利修复

5 月 20 日, 小鹏首款全尺寸新科技旗舰 SUV——小鹏 GX 正式上市, 限时权益价 26.98 万元起。产品层面, GX 车身尺寸为 5265x1999x1800mm, 轴距 3115mm, 三排大空间、全系标配图灵芯片、智能座舱、后轮转向、线控底盘及 Robotaxi 技术下放等卖点; 纯电四驱版 CLTC 续航 750km, 超级增程版 CLTC 综合续航 1585km, 进一步缓解用户里程焦虑。我们认为, GX 以 25 万元级价格切入全尺寸 SUV 市场, 有望强化小鹏在家庭高端智能 SUV 市场的产品覆盖, 并成为 Q2 后销量修复的重要增量来源。后续建议重点跟踪 GX 订单转化、交付爬坡及价格权益对毛利率的影响。

## 未来聚焦物理 AI 商业化, GX 订单表现验证高端需求

展望未来, 公司进一步明确从智能电动车企向物理 AI 公司升级的战略方向, 汽车业务仍将作为核心现金流和盈利基础, 支撑 Robotaxi、人形机器人、VLA 大模型及图灵 AI 芯片等方向投入。新车方面, 从 GX 开始, 未来 6 个月将有 4 款全新 SUV 上市交付。GX 上市后订单表现较强, 发布 12 小时大定突破 2.5 万台, 旗舰版占比超过 80%, 验证高阶智能化和科技配置的用户付费意愿。考虑 26Q2 交付和收入均较 Q1 明显修复, 我们认为新车周期将成为短期收入回升的主要驱动; Robotaxi 和人形机器人在 26 年底量产落地有望打开物理 AI 商业化第二增长曲线。

## 盈利预测与估值

我们维持公司 26-28 年收入预测为 1036/1305/1678 亿元。采用分部估值: 1) 汽车销售业务: 可比公司 26E PS 为 0.75x, 我们维持给予公司 0.1x 溢价, 给予公司 0.85x 26E PS (前值 0.95x); 2) 机器人业务: 参考可比公司平均估值, 给予公司 26E 266 亿元估值 (前值 360 亿元); 3) Robotaxi 业务: 参照文远知行、小马智行, 给予该业务 26E 242 亿元估值 (前值 233 亿元); 4) 大众合作: 综合参考 Momenta、小马和文远, 我们预计公司该业务估值为 254 亿元 (前值 208 亿元)。给予公司目标价为 94.37 港币 (前值 100.70 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, 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

收盘价(港币 截至 5 月 29 日)	63.85
市值(港币百万)	122,238
6 个月平均日成交额(港币百万)	1,117
52 周价格范围(港币)	57.55-110.80

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	76,720	103,566	130,498	167,780
+/-%	87.73	34.99	26.00	28.57
归属母公司净利润(百万)	(1,139)	2,413	5,337	10,868
+/-%	80.32	311.74	121.20	103.64
EPS(最新摊薄)	(0.60)	1.26	2.79	5.68
ROE(%)	(3.70)	7.30	13.85	27.04
PE(倍)	(93.36)	44.09	19.93	9.79
PB(倍)	3.50	2.98	2.57	2.73
EV EBITDA(倍)	(179.91)	32.32	10.65	5.04
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

## 估值：基于分部估值，目标价为 94.37 港币

1) 整车及原有其他业务方面，预计 26 年收入 939 亿元，我们将电动汽车制造商蔚来(9866 HK)、理想(2015 HK)视作小鹏的可比公司。我们维持给予小鹏汽车销售业务 0.1x 溢价，对应 0.85x 2026E PS（前值 0.95x PS）。对应市值约 798 亿元（924 亿港元）。

图表1：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	
					2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
理想	2015 HK	15.98	-46.53%	11.28	19.81	23.87	0.57	0.47	0.81	0.67
蔚来	9866 HK	13.44	14.28%	14.28	19.29	23.35	0.74	0.61	0.70	0.58
平均							0.65	0.54	0.75	0.62

注：市值、股价、企业价值截至 5 月 29 日；营收预测来自 Wind 一致预期；汇率按照 1 人民币= 1.16 港币测算

资料来源：Wind、华泰研究

2) 机器人业务：公司人形机器人量产节点临近，且拟人度、功能性实现再进化。参考优选的市值，以及智元机器人、银河通用的估值。截至 26 年 5 月 29 日，上述公司平均估值为 266 亿元，给予公司机器人业务约 266 亿元市值。

3) Robotaxi：对标公司文远知行和小马科技的港股市值分别为 185/300 亿元（截至 26 年 5 月 29 日，平均为 242 亿元）。给予公司 Robotaxi 业务 242 亿元市值。

4) 小鹏和大众合作，将增加技术服务费等收入。与众 08 上市后将持续贡献销量和相关盈利，同时公司自研芯片将供给大众，带动技术服务收入提升。参考同样提供智能驾驶技术方案的 Momenta(最新公开披露估值 60 亿美元，对应 427 亿人民币，数据来源 DoNews)，综合考虑小马和文远的估值，以及公司 26 年合作车型量产落地节奏，我们预计公司对应业务市值约 254 亿元（较可比公司市值平均折价约 30%）。

公司综合市值约 1807 亿元，我们预计目标价为 94.37 港币。

图表2：可比公司估值表（单位，亿元）

估值对比表					
机器人公司	估值	robotaxi 公司	估值	智驾公司	估值
优必选	448	小马智行	300	Momenta	427
智元	150	文远知行	185	小马智行	300
银河通用	200			文远知行	185
平均	266	平均	242	平均	363

注：截止 2026 年 5 月 29 日

资料来源：Wind、华泰研究

图表3：分部估值表

分部估值过程	
业务 1：整车及原有其他业务	
公司 26 年汽车销售额 (亿元)	939
人民币港币汇率	1.158
PS 倍数	0.85
<b>汽车销售业务估值 (亿港元)</b>	<b>924</b>
业务 2：新增长曲线	
人形机器人业务估值 (亿元)	266
Robotaxi 业务估值 (亿元)	242
大众服务费带来的技术输出估值 (亿元)	254
<b>整体估值预期 (亿港元)</b>	<b>1807</b>

总股数 (亿股)

19.14

股价 (港币)

94.37

资料来源: Wind、华泰研究

图表4: 季度经营情况总结

季度财报数据总结		2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26E	YoY	QoQ
总收入	Rmb mn	20,381	22,254	22,254	13,034	20,730	2%	59%
营业成本	Rmb mn	16,277	17,512	17,512	10,351	16,660	2%	61%
毛利率	%	20.1	21.31	21.3	20.6	19.6	-0.5pct	-0.9pct
销售及管理费用	Rmb mn	2,493	2,792	2,792	1,883	2,000	-20%	6%
研发费用	Rmb mn	2,429	2,874	2,874	2,907	3,000	24%	3%
营业利润	Rmb mn	-751	-44.26	-44	-1874	-780	4%	-58%
税前利润	Rmb mn	-394	416.72	417	-1,763	-569	45%	-68%
所得税	Rmb mn	-13	-33.51	-22	-9	-3	-77%	-68%
归母净利润	Rmb mn	-381	383.21	383	-1,784	-566	49%	-68%
EPS	Rmb/sh	-0.20	0.20	0.20	-0.93	-0.30	48%	-68%
分部收入								
汽车销售	Rmb mn	18054	19072	19072	10999	18230	1%	66%
销量	Unit	116007	116249	116249	62682	103000	-11%	64%
平均单价	Rmb	175858	185391	185391	198290	200000	14%	1%
服务及其他	Rmb mn	2327	3182	3182	2034	2500	7%	23%
分部毛利率								
汽车销售	%	13.1	13.0	13.0	12.1	13.0	-0.1pct	0.9pct
服务及其他	%	74.6	70.8	70.8	66.5	68.0	-6.6pct	1.5pct
毛利占比								
汽车销售	%	57.7	52.5	52.5	49.6	58.2	0.6pct	8.6pct
服务及其他	%	42.3	47.5	47.5	50.4	41.8	-0.6pct	-8.6pct

资料来源: 公司公告、ifind、华泰研究预测

图表5: 季度经营情况对比

季度财报数据总结		2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	1Q26E	A vs E
总收入	Rmb mn	18,274	20,381	22,254	13,034	12,739	2%
营业成本	Rmb mn	15,107	16,277	17,512	10,351	10,245	1%
毛利率	%	17.3	20.1	21.3	20.6	19.8	0.8
销售及管理费用	Rmb mn	2,167	2,493	2,792	1,883	2,300	-18%
研发费用	Rmb mn	2,206	2,429	2,874	2,907	2,500	16%
营业利润	Rmb mn	-935	-751.048	-44	-1874	-1856	1%
税前利润	Rmb mn	-487	-394	417	-1,763	-1,456	21%
所得税		0	-9	-13	-34	47	-120%
归母净利润	Rmb mn	-478	-381	383	-1,784	-1,503	19%
EPS	Rmb/sh	-0.25	-0.20	0.20	-0.93	-0.79	18%
分部收入							

<b>汽车销售</b>	Rmb mn	16884	18054	19072	10999	10239	7%
销量	Unit	103181	116007	116249	62682	65000	-4%
平均单价	Rmb	184907	175858	185391	198290	178000	11%
<b>服务及其他</b>	Rmb mn	1390	2327	3182	2034.46	2500	-19%
<b>分部毛利率</b>							
汽车销售	%	14.3	13.1	13.0	12.1	8	51%
服务及其他	%	53.6	74.6	70.8	66.5	67	-1%
<b>毛利占比</b>							
汽车销售	%	76.2	57.7	52.5	49.6	32.8	16.8
服务及其他	%	23.8	42.3	47.5	50.4	67.2	-16.8

资料来源：公司公告、ifind、华泰研究预测

图表6：核心假设和财务预测

驱动概览(Driver)		2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
国内新能源汽车增速	%	36	40	18	15	13	13
国外新能源汽车增速	%	32	2	23	18	27	27
销量增速	%	19.4	37.6	116.5	35.1	28.6	16.2
小鹏毛利率	%	1.5	14.3	18.9	20.0	20.1	19.6
<b>业务拆分</b>		<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>总收入</b>	Rmb mn	30676	40866	76720	103566	130498	167780
<b>分部拆分</b>							
<b>汽车销售</b>	Rmb mn	28011	35829	68379	93936	119470	158459
销量	Unites	144161	198383	429445	580096	745902	866593
平均单价	Rmb	219562	204086	179926	182984	180990	206623
<b>服务及其他</b>	Rmb mn	2,665	5,037	8,341	9,629	11,028	12,321
<b>分部毛利率</b>							
汽车销售	%	-1.6	10.0	12.8	15.2	16.0	18.0
服务及其他	%	33.7	44.9	68	67	65	60
<b>毛利占比</b>							
汽车销售	%	-99.1	61.3	61	69	73	79
服务及其他	%	199.1	38.7	39	31	27	21
<b>核心财务指标</b>		<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
EBITDA	Rmb bn	-10173	-5528	-526	2911	6663	13302
净利润	Rmb bn	-10376	-5790	-1139	2413	5337	10868
EPS	Rmb/sh	-5.44	-3.04	-0.60	1.26	2.79	5.68

资料来源：公司公告、ifind、华泰研究预测

## 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

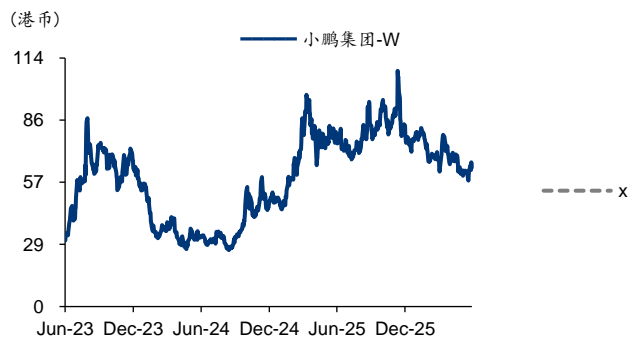
汽车产业供应链长，从电池、电机、电控等零部件，及其上游原材料和元器件，如聚氨酯、钢铁、铝、芯片等生产或运输过程可能出现断供，断供导致整体乘用车销量不及预期；

### 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。

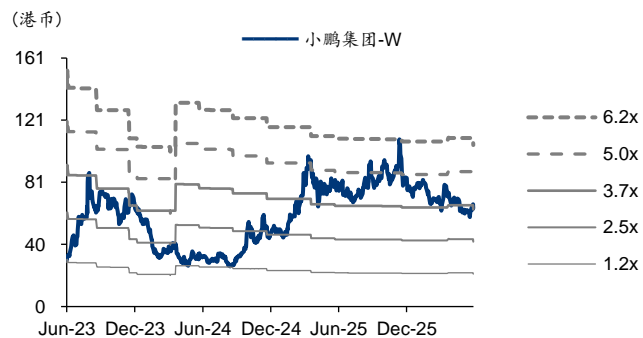


图表7: 小鹏集团-WPE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表8: 小鹏集团-WPB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	40,866	76,720	103,566	130,498	167,780
销售成本	(35,021)	(62,247)	(82,873)	(104,269)	(134,897)
<b>毛利润</b>	<b>5,846</b>	<b>14,473</b>	<b>20,693</b>	<b>26,229</b>	<b>32,883</b>
销售及分销成本	(6,871)	(9,398)	(9,424)	(10,179)	(10,906)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(6,457)	(7,846)	(10,910)	(11,006)	(11,080)
财务成本净额	1,031	783.28	1,100	600.00	600.00
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>税前利润</b>	<b>(5,831)</b>	<b>(1,157)</b>	<b>2,512</b>	<b>5,674</b>	<b>12,197</b>
税费开支	69.78	(13.59)	(75.37)	(283.72)	(1,220)
少数股东损益	0.00	0.00	(24.37)	(53.91)	(109.78)
<b>归母净利润</b>	<b>(5,790)</b>	<b>(1,139)</b>	<b>2,413</b>	<b>5,337</b>	<b>10,868</b>
折旧和摊销	(1,334)	(1,414)	(1,499)	(1,589)	(1,705)
EBITDA	(5,528)	(526.30)	2,911	6,663	13,302
EPS (人民币, 基本)	(3.02)	(0.60)	1.26	2.79	5.68

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	5,563	10,381	9,417	10,858	11,625
应收账款和票据	5,585	7,294	5,940	9,285	9,357
现金及现金等价物	29,636	34,790	37,065	61,317	65,000
其他流动资产	8,952	10,790	8,632	6,042	6,042
<b>总流动资产</b>	<b>49,736</b>	<b>63,254</b>	<b>61,054</b>	<b>87,502</b>	<b>92,024</b>
固定资产	11,522	13,527	18,626	20,145	21,463
无形资产	4,610	4,253	3,500	3,500	3,500
其他长期资产	16,838	22,128	26,583	25,547	28,115
<b>总长期资产</b>	<b>32,970</b>	<b>39,909</b>	<b>48,708</b>	<b>49,192</b>	<b>53,078</b>
<b>总资产</b>	<b>82,706</b>	<b>103,163</b>	<b>109,762</b>	<b>136,694</b>	<b>145,103</b>
应付账款	31,731	49,702	49,285	69,466	80,419
短期借款	4,934	4,728	4,075	3,748	3,421
其他负债	3,200	3,683	4,000	4,000	2,398
<b>总流动负债</b>	<b>39,865</b>	<b>58,113</b>	<b>57,360</b>	<b>77,213</b>	<b>86,238</b>
长期债务	7,010	10,835	12,440	14,044	15,649
其他长期债务	4,556	3,845	4,230	3,998	3,998
<b>总长期负债</b>	<b>11,566</b>	<b>14,681</b>	<b>16,670</b>	<b>18,042</b>	<b>19,647</b>
股本	70,672	71,236	71,236	71,236	71,236
储备/其他项目	(39,397)	(40,867)	(35,527)	(29,876)	(32,206)
股东权益	31,275	30,369	35,709	41,360	39,030
少数股东权益	0.00	0.00	24.37	78.28	188.05
<b>总权益</b>	<b>31,275</b>	<b>30,369</b>	<b>35,733</b>	<b>41,438</b>	<b>39,218</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	(18.37)	(93.36)	44.09	19.93	9.79
PB	3.40	3.50	2.98	2.57	2.73
EV EBITDA	(17.45)	(179.91)	32.32	10.65	5.04
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	(5.89)	8.04	2.28	18.29	18.72

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	(5,528)	(526.30)	2,911	6,663	13,302
融资成本	(1,031)	(783.28)	(1,100)	(600.00)	(600.00)
营运资本变动	1,524	11,445	1,900	15,395	10,114
税费	69.78	(13.59)	(75.37)	(283.72)	(1,220)
其他	2,914	(539.75)	3,575	3,190	(1,002)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(2,050)</b>	<b>9,582</b>	<b>7,211</b>	<b>24,363</b>	<b>20,595</b>
CAPEX	(2,343)	(2,343)	(2,343)	(2,343)	(2,343)
其他投资活动	(3,319)	(3,532)	(6,670)	354.49	(2,968)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,662)</b>	<b>(5,876)</b>	<b>(9,013)</b>	<b>(1,989)</b>	<b>(5,311)</b>
债务增加量	547.23	3,619	951.32	1,277	1,277
权益增加量	473.65	564.33	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	(4,532)	(729.95)	4,027	914.71	(12,598)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(3,511)</b>	<b>3,454</b>	<b>4,979</b>	<b>2,192</b>	<b>(11,321)</b>
现金变动	(11,223)	7,160	3,176	24,567	3,963
年初现金	22,506	11,282	18,442	21,618	46,185
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>11,282</b>	<b>18,442</b>	<b>21,618</b>	<b>46,185</b>	<b>50,147</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	33.22	87.73	34.99	26.00	28.57
毛利润	1,196	147.58	42.98	26.75	25.37
营业利润	(34.28)	(62.96)	(112.93)	1,168	128.79
净利润	(44.19)	80.32	311.74	121.20	103.64
EPS	(44.19)	(80.32)	(311.74)	121.20	103.64
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	14.30	18.86	19.98	20.10	19.60
EBITDA	(13.53)	(0.69)	2.81	5.11	7.93
净利率	(14.17)	(1.49)	2.33	4.09	6.48
ROE	(17.13)	(3.70)	7.30	13.85	27.04
ROA	(6.94)	(1.23)	2.27	4.33	7.71
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(56.57)	(63.31)	(57.55)	(105.24)	(117.68)
流动比率	1.25	1.09	1.06	1.13	1.07
速动比率	1.11	0.91	0.90	0.99	0.93

### 营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.49	0.83	0.97	1.06	1.19
应收账款周转天数	47.53	30.22	23.00	21.00	20.00
应付账款周转天数	316.21	235.48	215.00	205.00	200.00
存货周转天数	57.00	46.10	43.00	35.00	30.00
现金转换周期	(211.69)	(159.16)	(149.00)	(149.00)	(150.00)

### 每股指标 (人民币)

EPS	(3.02)	(0.60)	1.26	2.79	5.68
每股净资产	16.34	15.86	18.65	21.60	20.39

## 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。
- 小鹏集团-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](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。
- 小鹏集团-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2026年华泰证券股份有限公司