

小鹏汽车 (XPEV US, 买入, 目标价: US\$22.60)

买入

持有

卖出

目标价: US\$22.60 当前股价: US\$17.20

股价上行/下行空间 +31%

52 周最高/最低价 (US\$) 28.24/14.72

市值 (US\$mn) 16,440

当前发行数量(百万股) 956

三个月平均日交易额 (US\$mn) 119

流通盘占比 (%) 80

主要股东 (%)

Simplicity 17

Respect Holding 1

Galaxy Dynasty 0

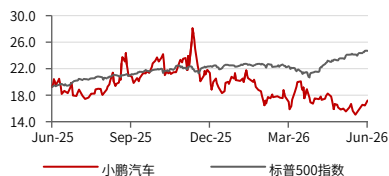
按 2026 年 6 月 1 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (US\$)	22.60	25.70	-12%
2026E EPS (RMB)	0.93	0.98	-5%
2027E EPS (RMB)	4.02	4.70	-14%
2028E EPS (RMB)	6.27	7.37	-15%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (RMBmn)	100,798 (-5%)	128,069 (-1%)
EPS (RMB)	0.32 (+191%)	3.10 (+30%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

研究团队

王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

1Q26 业绩符合预期, 加速物理 AI 商业化

• 1Q26 收入下降, 但综合毛利率维持在 20%以上。

• 预计 GX 车型有望提升产品结构。

• 重申“买入”评级, 目标价下调至 22.60 美元。

1Q26 业绩符合预期: 根据小鹏汽车 1Q26 财报, 当季收入为 130.3 亿元 (同比-17.6%/环比-41.4%), 其中汽车销售收入 110.0 亿元 (同比-23.5%/环比-42.3%), 对应销量为 62,682 辆 (同比-33.3%/环比-46.1%), 折算单车均价为 17.6 万元 (同比+14.8%/环比+7.0%); 汽车毛利率为 12.1% (同比+1.8ppts/环比-0.5ppt), 同比增长主要归功于成本下降以及车型产品组合改善, 而环比下降是由于存储芯片及电池相关成本上升所致。1Q26 研发费用和销售管理费用分别为 29.1 亿元 (同比+46.8%/环比+1.1%) 和 18.8 亿元 (同比-3.2%/环比+32.5%), 经营费用率为 36.8%。研发费用大幅增长主要是由于扩充产品组合、新车型及 AI 相关技术开发。GAAP/Non-GAAP 归母净亏损为 17.8 亿元/16.9 亿元, 环比转亏。

GX 改善产品结构, 物理 AI 商业化加速: GX 车型于 5 月 20 日发布, 定位小鹏最大尺寸的旗舰 SUV, 将是公司提升产品结构和利润率的关键产品。GX 定价 27.98 万元~35.98 万元, 较同尺寸竞品更有竞争力。同时, GX 作为小鹏 L4 级别 Robotaxi 的量产车型已经在广州开始小范围路测, 目标为三季度开启载客示范运营。GX 上标配的 L4 冗余硬件和 VLA 第二代模型均可下放到 Mona/P7+等其他车型, 使小鹏的 Robotaxi 成本和泛化能力具有领先优势。此外, 新一代 Iron 人形机器人预计于 3Q26 上市并在年底量产, 2027 年开始贡献收入。

重申“买入”评级, 目标价下调至 22.60 美元: 估值: 受补贴退坡等因素影响, 目前整体乘用车市场销量承压, 由此我们下调小鹏汽车 2026~28 年收入至 957 亿元/1,265 亿元/1,219 亿元, 并下调同期 Non-GAAP 归母净利润至 8.9 亿元/39.1 亿元/61.5 亿元。我们维持 1.6 倍 2026 年 P/S 的估值倍数并调整目标价至 22.60 美元, 重申“买入”评级。

风险提示: 中国新能源汽车销量不及预期、Robotaxi 和 Iron 进展不及预期、新车销量不及预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	40,866	76,720	95,695	126,517	151,893
息税前利润 (RMBmn)	(6,658)	(2,771)	(1,390)	1,762	4,210
归母净利润 (RMBmn)	(5,551)	(458)	895	3,906	6,154
每股收益 (RMB)	(5.87)	(0.48)	0.93	4.02	6.27
市盈率 (x)	N/A	N/A	131.2	30.4	19.5

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

风险提示

- **新能源汽车销量不及预期：**随着传统车企纷纷入局、二线新势力车企逐步发力，国内新能源汽车行业的竞争加剧。叠加国家政策变动风险，可能导致公司新能源汽车销量不及预期，对营收产生不利影响。
- **Robotaxi 和 Iron 进展不及预期：**小鹏在 Robotaxi 和 Iron 的进展上目前领先国内其他新势力车企，并计划在 2026 年实现商业落地。我们认为市场已经基于新产品的发展给予小鹏一定的估值溢价，若 Robotaxi 和 Iron 的发展或商业化落地不及预期将对小鹏估值产生不利影响。
- **新车销量不及预期：**根据管理层介绍，公司计划于 2026 年发布 7 款新车，包括 4 款全新车型。由于目前新能源车市场竞争愈发激烈，未来新车是否能成功获得市场认可仍然存在很大不确定性，若明年新车销量低于预期则可能对其收入产生不利影响。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
汽车销售	68,379	85,214	113,940	28,080
服务收入	8,341	10,481	12,577	2,930
营业收入	76,720	95,695	126,517	151,893
营业成本	(62,247)	(77,450)	(102,614)	(123,217)
毛利润	14,473	18,245	23,903	28,676
管理及销售费用	(17,127)	(19,535)	(22,241)	(24,515)
其中: 研发支出	(9,490)	(12,000)	(13,200)	(14,520)
息税前利润	(2,771)	(1,390)	1,762	4,210
息税折旧及摊销前利润	(994)	731	4,094	6,776
利息收入	1,163	1,300	1,200	1,200
利息支出	(380)	(196)	(196)	(196)
税前利润	(1,157)	505	3,556	6,004
所得税	(14)	(10)	(100)	(300)
净利润	(1,139)	495	3,456	5,704
调整后净利润	(458)	895	3,906	6,154
基本每股收益 (RMB)	(1.20)	0.52	3.62	5.97
稀释每股调整收益 (RMB)	(0.48)	0.93	4.02	6.27

资产负债表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	63,254	69,246	79,765	86,501
货币资金	17,330	23,471	28,068	34,459
应收账款	5,550	6,105	6,715	7,387
存货	10,381	11,419	12,561	13,817
其他流动资产	29,994	28,251	32,421	30,838
非流动资产	39,909	41,277	42,963	44,979
固定资产	13,527	14,880	16,368	18,005
无形资产	7,470	7,631	7,799	7,977
商誉	0	0	0	0
其他	9,893	10,649	11,490	12,423
资产	103,163	110,523	122,728	131,479
流动负债	58,113	62,070	66,326	70,910
短期借款	1,838	2,022	2,224	2,446
预收账款	0	0	0	0
应付账款	37,163	39,022	40,973	43,021
长期借款	6,589	5,271	4,217	3,373
非流动负债	7,761	8,545	9,742	11,180
负债	72,794	76,249	80,685	85,903
股份	0	0	0	0
资本公积	71,236	76,345	77,426	77,427
未分配利润	1,762	2,115	2,538	3,046
归属于母公司所有者权益	30,369	34,273	42,043	45,576
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	103,163	110,523	122,728	131,479

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	(1,139)	495	3,456	5,704
折旧摊销	1,778	2,120	2,332	2,566
利息 (收入) / 支出	783	1,104	1,004	1,004
其他非现金科目	398	438	481	529
其他	(783)	(1,104)	(1,004)	(1,004)
营运资本变动	2,727	2,523	2,583	2,644
经营活动产生的现金流量	3,763	5,577	8,852	11,443
资本支出	(2,915)	(3,062)	(3,307)	(3,572)
收购及投资	(3,698)	(4,068)	(4,475)	(4,922)
处置固定资产及投资	5,041	5,041	5,041	5,041
其他	200	220	242	266
投资活动产生的现金流量	(1,373)	(1,870)	(2,500)	(3,188)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	(1,636)	(1,773)	(1,896)	(2,006)
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	100	100	100	101
筹资活动产生的现金流量	(1,536)	(1,673)	(1,796)	(1,904)
现金及现金等价物净增加额	893	2,074	4,597	6,391
自由现金流	848	2,514	5,545	7,871

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
新车交付量 (辆)	429,445	455,125	633,000	760,000

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	87.7	24.7	32.2	20.1
毛利润	147.6	26.1	31.0	20.0
息税折旧及摊销前利润	80.6	173.5	460.1	65.5
净利润	80.3	143.5	597.9	65.1
调整后净利润	91.8	295.5	336.3	57.6
稀释每股调整收益	80.4	143.2	597.9	65.1
调整后稀释每股调整收益	91.8	294.0	332.0	56.0
盈利率 (%)				
毛利率	18.9	19.1	18.9	18.9
息税折旧摊销前利润率	(1.3)	0.8	3.2	4.5
息税前利润率	(3.6)	(1.5)	1.4	2.8
净利率	(1.5)	0.5	2.7	3.8
调整后净利率	(0.6)	0.9	3.1	4.1
净资产收益率	(3.8)	1.4	8.2	12.5
总资产收益率	(1.1)	0.4	2.8	4.3
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	131.2	30.4	19.5
市净率	8.8	6.9	5.6	5.3
市销率	1.5	1.2	0.9	0.8

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。