

今日焦點:

► 小鵬汽車 (9868 HK, 港幣96.00元, 市值1,830億港元) 業績復甦與實體AI發展藍圖

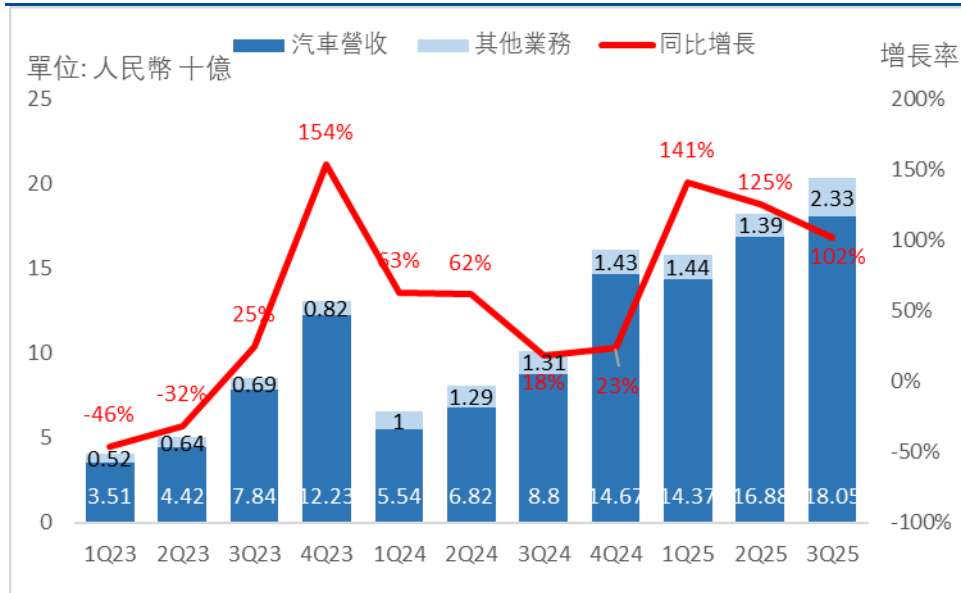
儘管小鵬汽車第三季收入按年飆升102%及按季增長12%至203.8億元人民幣,但仍略低於市場預期的204.7億元人民幣。

1). 車輛業務收入為180.5億元人民幣,按年增長105%,按季增長7%,但低於市場預期的188.2億元人民幣。季度交付量達到11.6萬輛,按年上升149%,按季增長12%。然而,中低端車型銷售佔比提高、促銷補貼以及海外銷售比例較低,共同導致平均售價按季下降8,000元人民幣至15.6萬元人民幣。即使存在一定的規模經濟效益,車輛毛利率仍按季收縮12個基點至13.1%。

2). 其他業務收入按年增長77%及按季增長67%至23.3億元人民幣,主要受惠於與福斯汽車相關的技術及研發服務收入增加。該業務分部毛利率上升至75%。

整體毛利率達到20.1%,按年改善4.9個百分點,按季提升2.8個百分點,主要受惠於利潤率較高的非車輛業務貢獻增加。

圖 1: 營收 (人民幣 十億) 和同比



資料來源: 公司數據, 新華滙富

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,384	-0.7%	31.5%
中資企業指數	9,328	-0.7%	28.0%
紅籌指數	4,286	-0.5%	13.4%
滬深300指數	4,598	-0.7%	16.9%
上海A股	4,165	-0.5%	-3.9%
上海B股	256	-0.1%	-3.9%
深圳A股	2,627	0.0%	28.4%
深圳B股	1,315	-0.4%	8.5%

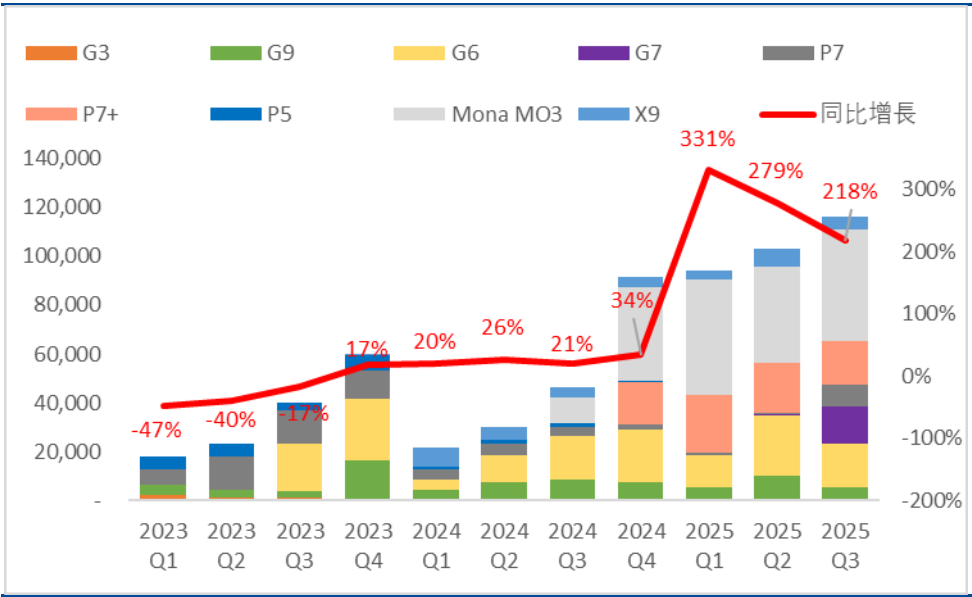
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	46,590	-1.2%	9.5%
標普500	6,672	-0.9%	13.4%
美國納斯達克指數	22,708	-0.8%	17.6%
日經平均指數	49,732	-1.2%	24.7%
英國富時指數	9,675	-0.2%	18.4%
法國證券公會指數	8,119	-0.6%	10.0%
德國法蘭克福指數	23,590	-1.2%	18.5%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,044	-1.0%	53.6%
銅價 (美元/盎司)	2,326	-1.8%	30.2%
銀價 (美元/盎司)	50	-0.7%	72.1%
原油 (美元/桶)	59	-0.3%	-16.7%
銅價 (美元/盎司)	10,778	-1.6%	22.9%
鋁價 (美元/盎司)	2,813	-2.9%	10.3%
鉛價 (美元/盎司)	1,537	-0.5%	69.3%
錫價 (美元/盎司)	2,994	-2.0%	0.5%
小麥 (美分/蒲式耳)	544	1.6%	-1.3%
玉米 (美分/蒲式耳)	448	-1.6%	-1.6%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,157	0.9%	11.9%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-18.9%
CRB 指數	301	-0.2%	3.0%
BDI			113.1%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	155.3	0.8	7.1
港元	0.1		0.1	20.0	10.2	0.9
歐羅	1.2	9.0		180.0	1.1	8.2
日元	0.0	5.0	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.8	1.1	195.0		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	21.8	0.1	

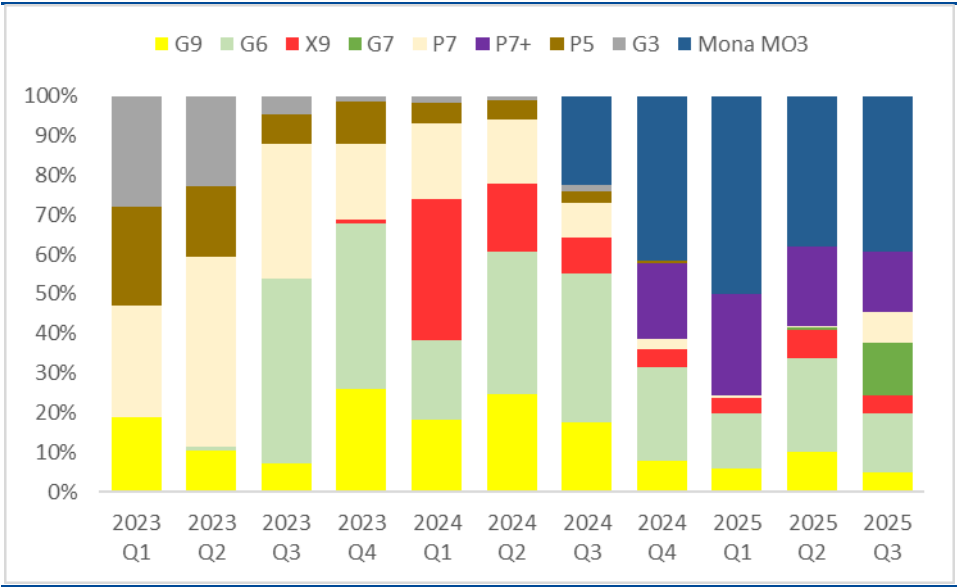
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	22	27.2%

圖 2：汽車銷量和類型拆解



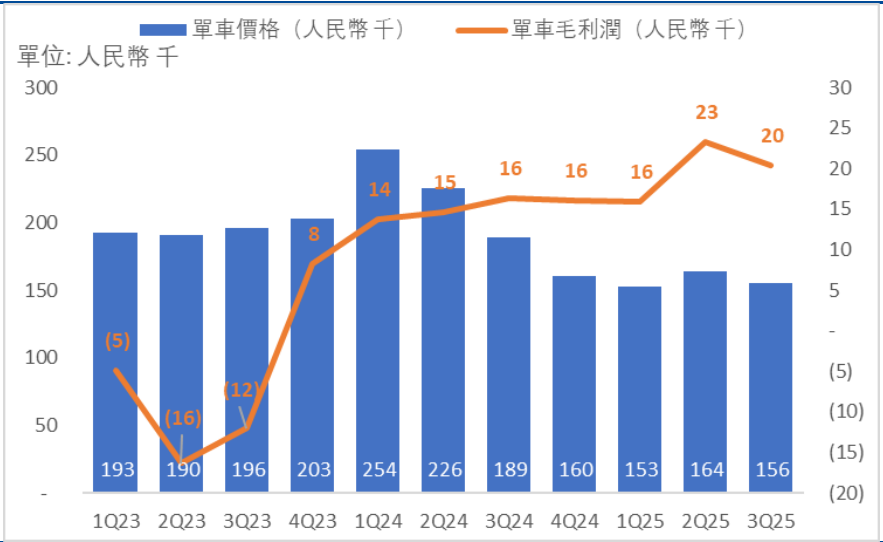
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 3：汽車類型百分比拆解



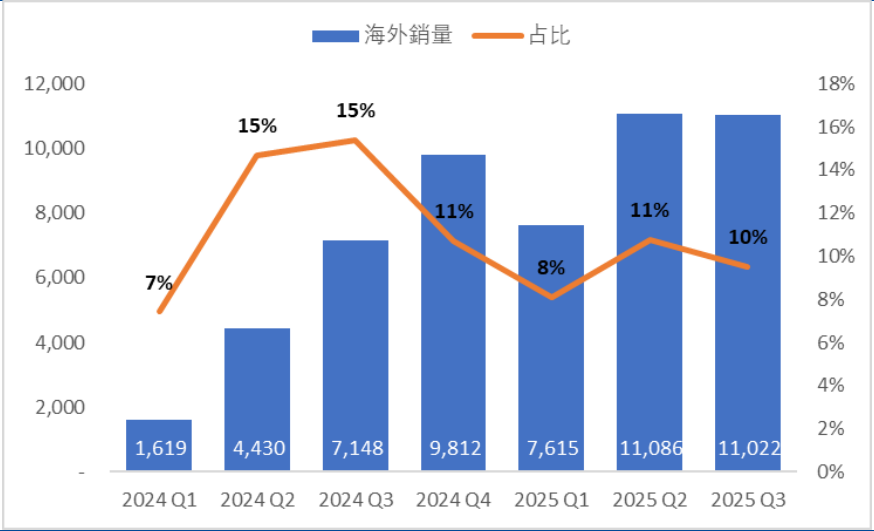
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 4：汽車單車價格和毛利潤拆解



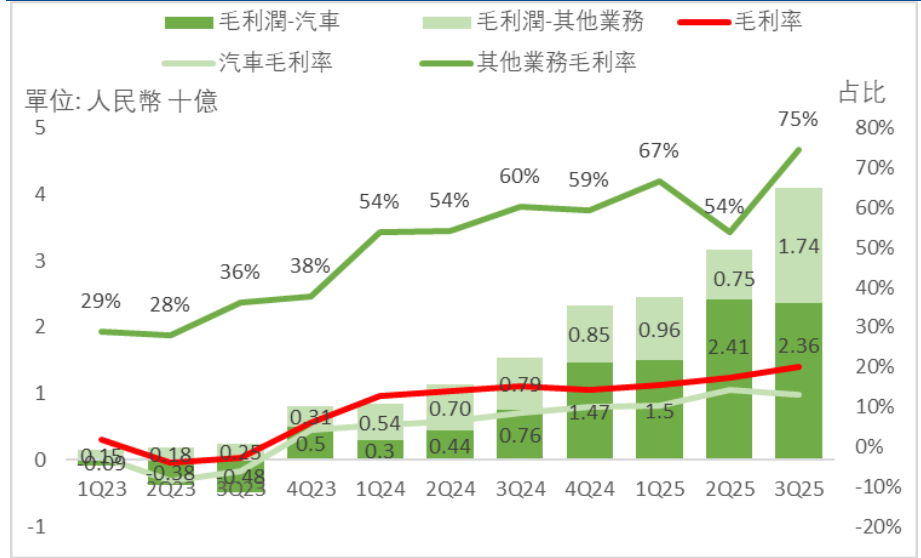
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 5：海外汽車銷量拆解



資料來源：公司數據，新華滙富

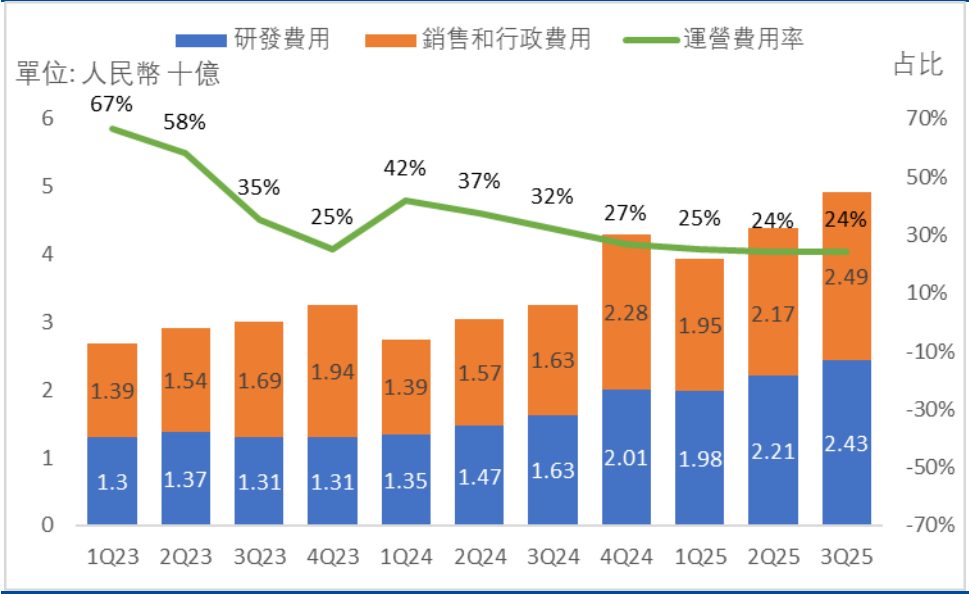
圖 6：毛利潤拆解



資料來源：公司數據，新華滙富

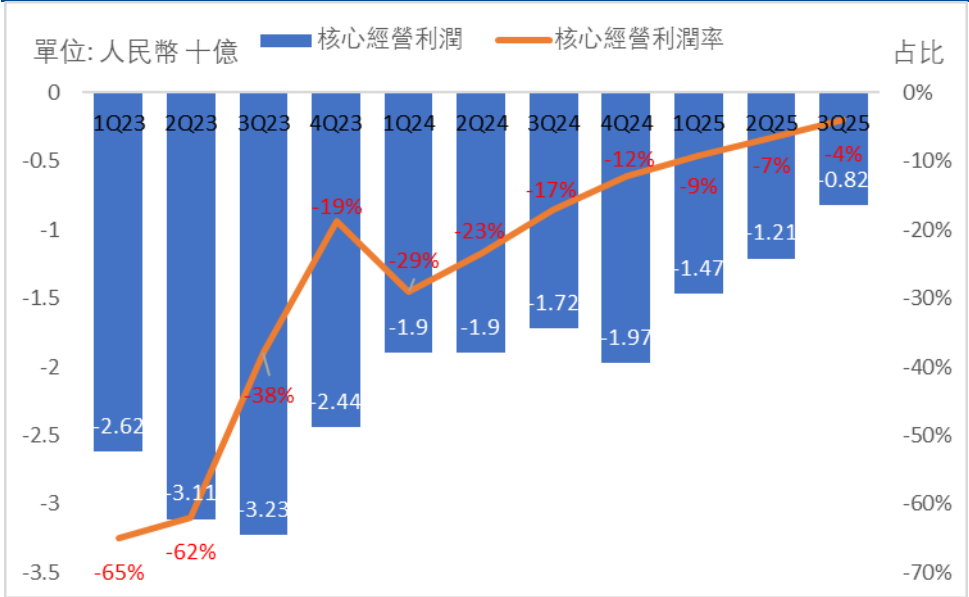
盈利能力改善，虧損收窄：經營開支比率按季維持在24%不變，但絕對金額增加5.4億元人民幣，主要由於智能駕駛研發投入增加以及新車型推出的市場推廣費用所致。核心經營虧損按季收窄至8.2億元人民幣，按年改善約52%。第三季非公認會計準則淨虧損收窄至1.5億元人民幣。截至2025年9月30日，現金資源總額為483.3億元人民幣，按季增加約7,600萬元人民幣。

圖 7：運營費用拆解



資料來源：公司數據，新華滙富

圖 8：核心營業利潤拆解



資料來源：公司數據，新華滙富

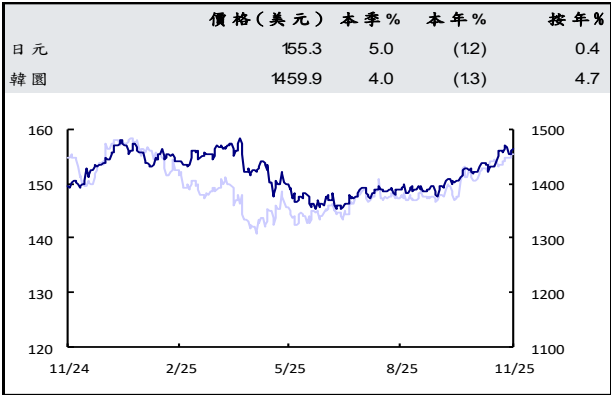
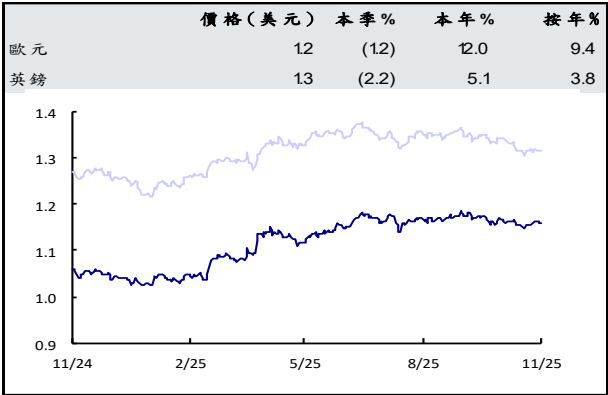
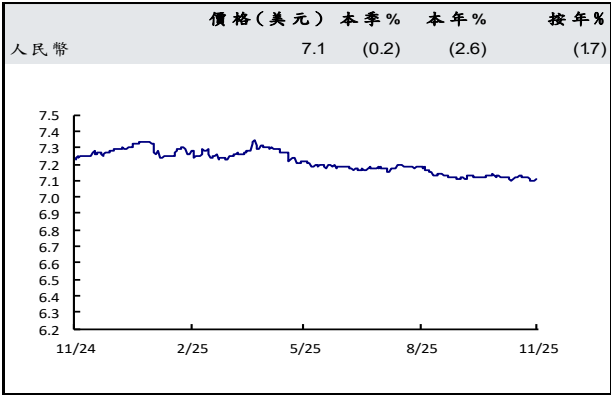
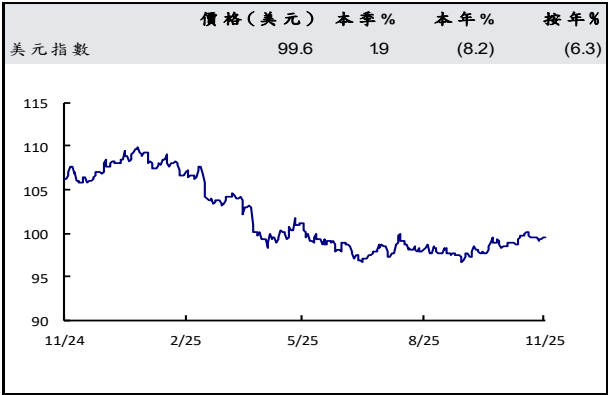
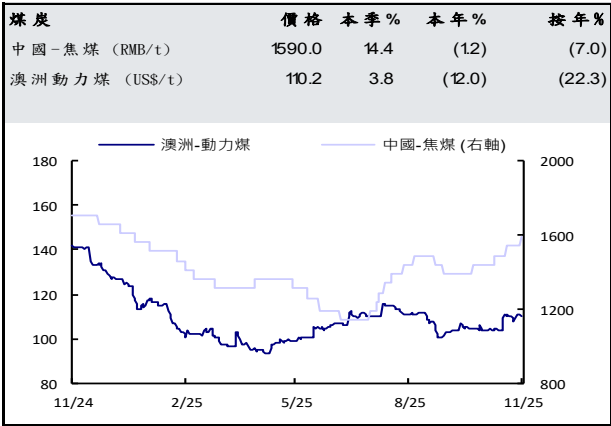
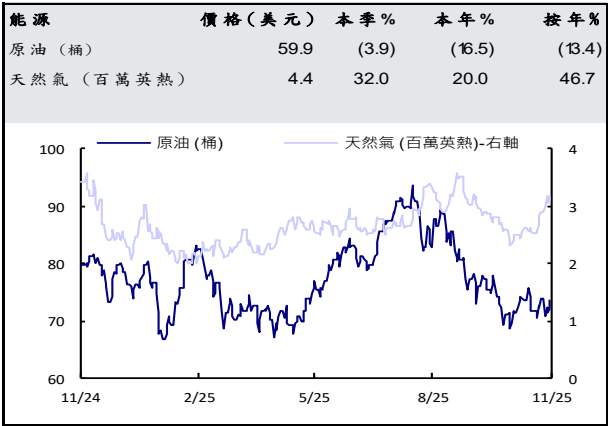
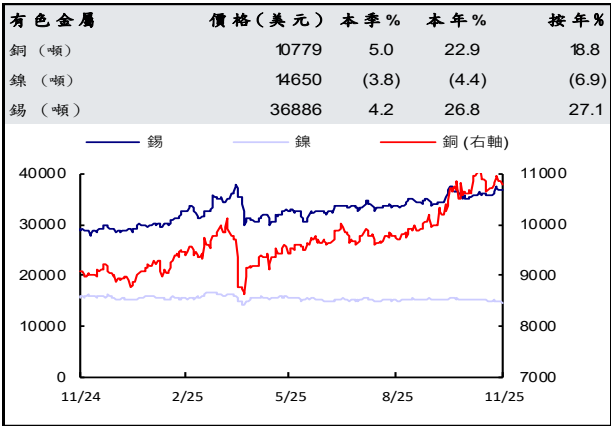
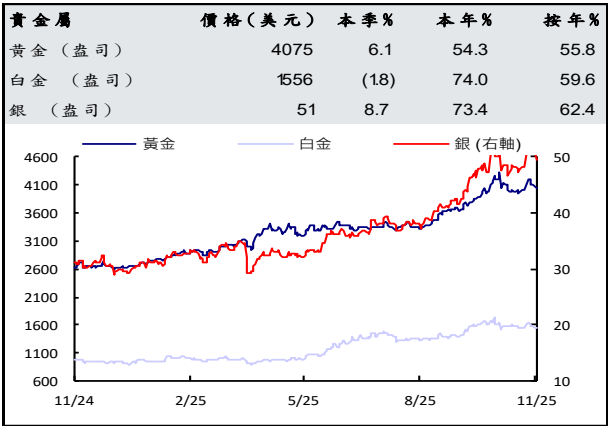
實體AI產品發展藍圖：

- 1). **AI Turing晶片**：小鹏自研的AI Turing晶片性價比優於NVIDIA Thor。它支援Robotaxi、人形機械人及飛行汽車，使研發成本能分攤到多條業務線，從而顯著降低有效單位成本。該晶片已首先在小鹏自家車輛上大規模部署，並隨後贏得外部業務，福斯中國將成為首個外部客戶，晶片供應將於2026年開始。
- 2). **Robotaxi**：小鹏計劃於2026年推出三款專用Robotaxi車型，並與高德地圖合作。一旦獲得監管批准，將進軍網約車市場，同時準備海外擴張。這些純視覺Robotaxi由自研VLA模型及四顆AI Turing晶片驅動，總算力達3,000 TOPS，預計與小鹏量產車共享約70%的供應鏈。這將使單位成本控制在20萬元人民幣以下，遠低於行業同儕。此外，將推出使用相同L4技術棧的私人定制車型，允許特定個人客戶體驗接近Robotaxi級別的自動駕駛。
- 3). **第二代IRON人形機械人**：小鹏的自動駕駛與人形機械人研發高度整合，約有70%的研發共享，並採用統一的AI Turing晶片和感測器平台，轉化為顯著的成本節約。計劃於2026年底量產的第二代IRON將配備三顆AI Turing晶片、類人骨骼結構、柔性「皮膚」及22自由度的靈巧雙手，初期將部署於小鹏自家工廠，而寶鋼已承諾將在其工廠中使用這些機械人。
- 4). **eVTOL**：小鹏計劃從2026年開始規模化交付其eVTOL，並已獲得約7,000架訂單或預訂單。該飛行汽車續航里程超過500公里，最高時速超過360公里/小時，最多可容納六名乘客。

業務展望：管理層對2025年第四季的指引為車輛交付量12.5萬至13.2萬輛，按年增長約36.6%至44.3%；總收入為215億至230億元人民幣，按年增長約33.5%至42.8%。公司計劃在第四季推出X9增程式MPV，並在2026年推出五款新車型。目標是在2025年將海外銷售提升至總銷量約10%，並進一步改善海外渠道。公司將繼續加強智能駕駛研發，以實現其2026年Robotaxi及人形機械人平台的商業化部署。

我們的觀點：小鹏強勁的第三季銷量被較弱的產品組合和補貼所抵消。目前，非車輛業務貢獻了超過40%的毛利，標誌著從純硬件向「硬件 + 軟件與服務」商業模式的轉變。考慮到保守的第四季交付量指引，實現盈虧平衡的道路將需要依賴如福斯相關技術服務等高毛利率的非車輛收入。展望未來，圍繞自研Turing晶片和VLA模型構建的實體AI平台，涵蓋電動車、Robotaxi、人形機械人和eVTOL，可能釋放新的增長和估值驅動力。然而，我們認為當前股價已大致反映了其AI發展藍圖。近期的催化劑將在於新產品的執行和商業化進展。該股份目前交易於1.3倍2026財年預期企業價值/收入。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
耐久財訂單	月		25年11月18日
工廠訂單	月		25年11月18日
貿易收支	月		25年11月19日
首次申請失業保險金人數	週		25年11月20日
批發庫存	月		25年11月20日
商業庫存	月		25年11月20日
零售業銷售額	月		25年11月20日
新屋開工與營建許可	月		25年11月20日
成屋銷售量	月		25年11月20日
新屋銷售	月		25年11月20日
就業報告	月		25年11月20日
消費者信心指數	月		25年11月25日
國內生產毛額	季		25年11月26日
個人收入與支出	月		25年11月26日
採購經理人指數	月		25年12月1日
消費者物價指數	月		25年12月10日
生產者物價指數	月		25年12月11日
工業生產指數	月		25年12月16日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年11月30日
外匯儲備	季		25年12月7日
貿易收支	月		25年12月8日
M2貨幣供應量	月		25年12月9日
生產者物價指數	月		25年12月10日
消費者物價指數	月		25年12月10日
零售業銷售額	月		25年12月15日
工業生產報告	月		25年12月15日
國內生產毛額	年		

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		25年11月18日
消費者物價指數	月		25年11月20日
貿易收支	月		25年11月25日
M2貨幣供應量	月		25年11月28日
零售業銷售額	月		25年12月1日
採購經理人指數	月		25年12月3日
外匯儲備	月		25年12月5日
生產價格	季		25年12月15日
工業生產報告	季		25年12月15日
國內生產毛額	季		26年1月30日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 劉恩妍 (Ensley Liu)	電郵 Howard.wong@sunwahkingsway.com Ensley.liu@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837618

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam