

今日焦點:

▶ 中國電動車：小鵬與理想走勢分化

在2026年第一季度，理想汽車與小鵬汽車均因中國新能源車市場增長放緩，而錄得按季及按季營收下跌。然而，兩者毛利率表現出現分化：小鵬透過產品優化帶動平均售價提升，而理想則因產品過渡期而錄得毛利率急跌。5月份，兩家公司均推出全新大型六座SUV，小鵬的GX因進取定價而錄得強勁訂單，相比之下，理想升級版L9 Livuis的訂單反應則較為平淡。整體而言，我們認為小鵬在未來數季的表现將優於理想。

小鵬汽車 (9868 HK, 港幣66.45元, 市值1,270億港元)：毛利率展現韌性，平均售價持續向上

小鵬2026年第一季度總營收為人民幣130億元（按年跌17.6%，按季跌41.4%），高於市場共識的人民幣128億元。汽車業務營收為人民幣110億元（按年跌23.5%，按季跌42.3%），同樣高於市場預期的人民幣108億元。儘管交付量僅62,000輛（按年跌33.3%，按季跌46.1%），但售價較高的X9車型交付佔比按季提升6個百分點至15%，加上海外銷售佔比創紀錄達18%，帶動平均售價升至人民幣175,000元。

汽車業務毛利率按季下跌1個百分點至12.1%，主要受規模經濟不足、材料成本上升及折扣增加影響，但受惠於產品組合優化，按年仍提升1.6個百分點。其他收入為人民幣20.3億元（按年升41.2%，按季跌36%）。按季顯著回落，反映2025年第四季來自大眾汽車的里程碑付款基數較高，以及本季缺乏碳信用收入，因此該分部毛利率按季跌4個百分點至66.5%。整體毛利率仍維持於20%以上。

持續投入AI及新型號研發（人民幣29.1億元，按年升46.8%），抵銷了銷售及行政開支的節省（人民幣18.8億元，按年跌3.2%，按季跌32.5%）。在低營收基數下，營運開支比率升至37%。核心經營虧損擴大至人民幣18.7億元。因此，2026年第一季度錄得淨虧損人民幣17億元，相對於2025年第四季的純利人民幣5.1億元。截至2026年3月底，手頭淨現金減少人民幣94億元至人民幣255億元。

理想汽車 (2015 HK, 港幣57.25元, 市值1,230億港元)：產品過渡期面臨挑戰，惟現金仍然充裕

理想2026年第一季度總營收為人民幣230億元（按年跌11%，按季跌19%），低於市場預期。汽車業務營收為人民幣215億元（按年跌13%，按季跌21%）。交付量仍疲弱，僅95,000輛（按年升2%，按季跌13%），產品組合持續惡化。售價較低的i6車型佔總交付量比重飆升至60%，而高階車型（L9及MEGA）合計佔比僅跌至5%。為清理庫存而持續對舊款L系列進行折扣促銷，拖累平均售價跌至歷史新低的人民幣226,000元。汽車業務毛利率大幅下滑至6%，仍高於管理層指引下限的5%，主要受交付量下跌導致規模效益下降、材料成本上升，以及i6的購置稅補貼攤銷所影響。其他收入為人民幣14.5億元，毛利率35%。因此，整體毛利率按年及按季均大跌逾10個百分點，至歷史低位的7.9%。

儘管持續優化營運開支至人民幣48億元（按年跌6%，按季跌16%），但仍無法遏止虧損擴大。核心經營溢利由2025年第一季的盈餘人民幣2.7億元，轉為本季的虧損人民幣30億元，而淨利潤亦由人民幣6.5億元轉為虧損人民幣23億元。雖然自由現金流按季逆轉100億元至淨流出人民幣74億元，但手頭淨現金仍高達人民幣843億元，保持充裕。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,253	-1.5%	-1.5%
中資企業指數	8,501	-1.1%	-4.6%
紅籌指數	4,420	-0.8%	10.1%
滬深300指數	4,904	-0.7%	5.9%
上海A股	4,255	-0.6%	9.6%
深圳A股	278	0.2%	9.6%
上海B股	2,931	-0.4%	10.7%
深圳B股	1,130	-0.7%	-10.6%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	51,561	1.7%	7.3%
標普500	7,584	0.4%	10.8%
美國納斯達克指數	26,830	-0.1%	15.4%
日經平均指數	66,313	-1.7%	31.7%
英國富時指數	10,360	0.3%	4.3%
法國證商公會指數	8,244	1.2%	1.2%
德國法蘭克福指數	24,944	0.6%	1.9%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,474	0.9%	3.4%
銅價 (美元/盎司)	3,437	-1.9%	35.1%
銀價 (美元/盎司)	73	1.6%	2.6%
原油 (美元/桶)	93	-3.1%	61.5%
銅價 (美元/盎司)	13,932	-0.8%	12.1%
鋁價 (美元/盎司)	3,666	-2.3%	22.4%
鎳價 (美元/盎司)	1,897	1.8%	-8.7%
鎘價 (美元/盎司)	3,588	-1.5%	15.1%
小麥 (美分/蒲式耳)	581	-0.9%	14.4%
玉米 (美分/蒲式耳)	424	-1.6%	-6.9%
糖 (美分/磅)	120	2.5%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,129	-2.1%	5.0%
PVC (美元/噸)	4,858	-1.4%	58.3%
CRB 指數	384	-1.3%	3.0%
BDI		-2.5%	66.4%

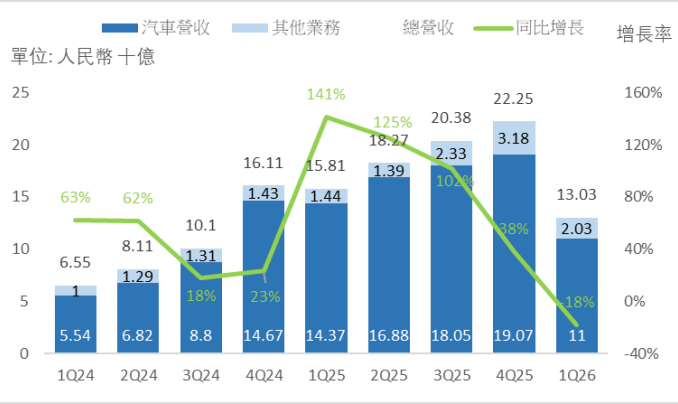
匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	160.0	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.4	10.1	0.9
歐羅	1.2	9.1		185.8	1.1	7.9
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.9	1.1	202.6		8.6
人民幣	0.1	1.2	0.1	23.6	0.1	

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	15	-2.2%

我們的觀點： 競爭加劇是當前中國新能源車市場的決定性主題。理想汽車雖然憑藉產品差異化取得早期成功，並累積了龐大現金儲備，但目前正處於艱難的產品過渡期。公司已採取精簡車型組合、在價格不變下增加配置，以及計劃推出L系列改款等應對措施，惟成效仍有待觀察。

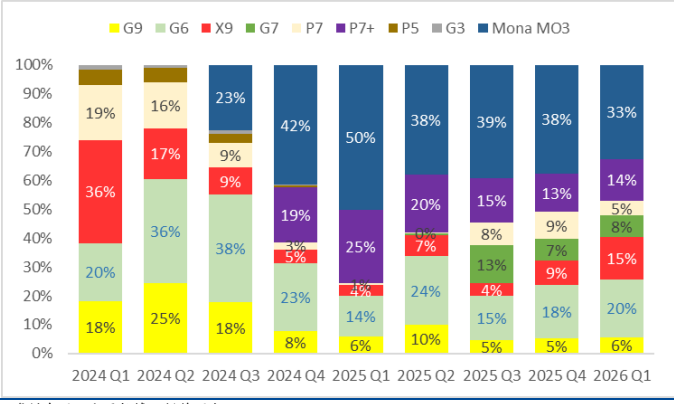
相比之下，小鵬汽車已走出過往低谷。其新推出的大型六座SUV「GX」，已累積超過60,000張訂單，為同級別之冠。公司亦目標今年將海外銷量翻倍至90,000輛。此外，小鵬在實體人工智能方面取得實質進展，其AI晶片及VLA 2.0模型進度理想。機械人axi試點已開始，並涉及第三方軟件授權，而人形機械人則計劃於年底量產，目標每月逾1,000台。我們認為，小鵬正較同業更快將實體人工智能商業化，同時逐步超越「汽車製造商」的身份，邁向科技型企業。因此，我們看好小鵬在未來數季的表現。該股現價對應2026財年預測市銷率1.14倍。（研究部）

圖 1: 小鵬營收 (人民幣/十億) 和同比



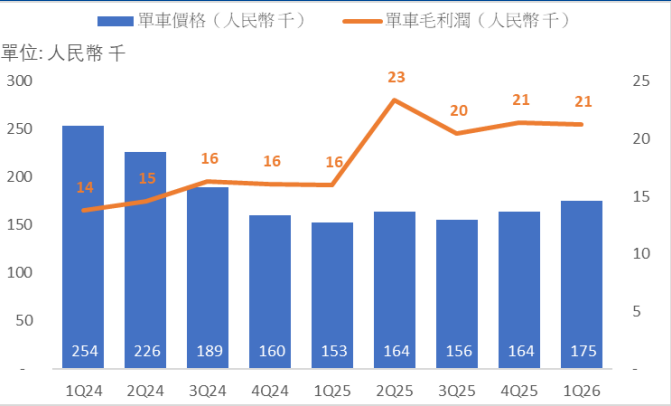
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 2: 小鵬汽車產品結構



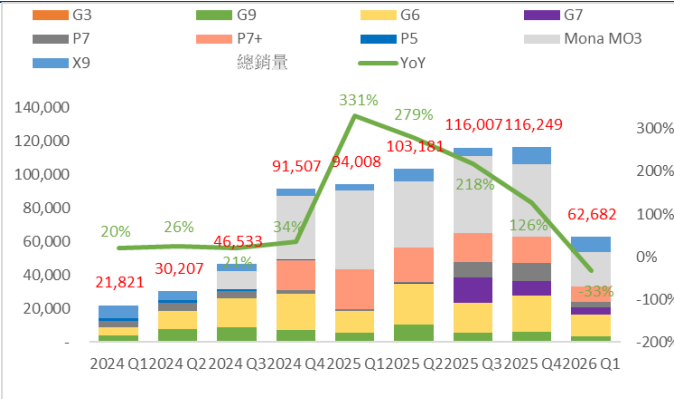
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 3: 小鵬汽車單車價格和單車毛利潤 (人民幣/千元)



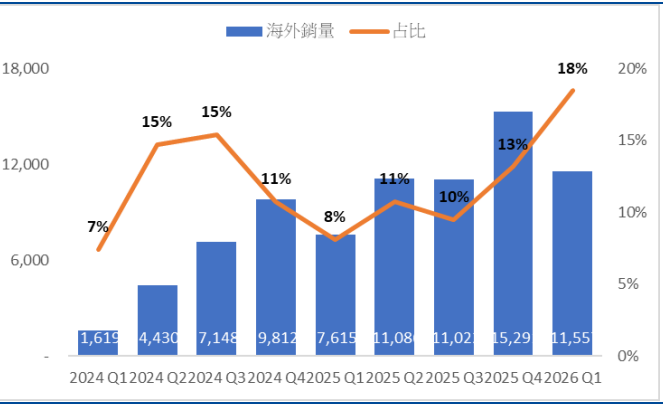
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 4: 小鵬汽車銷量



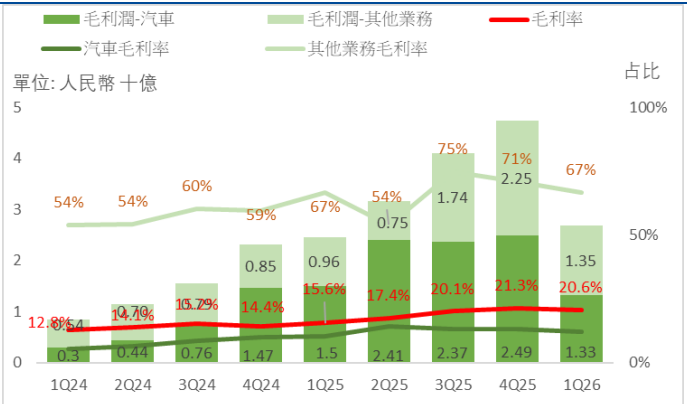
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 5: 小鵬海外汽車銷量



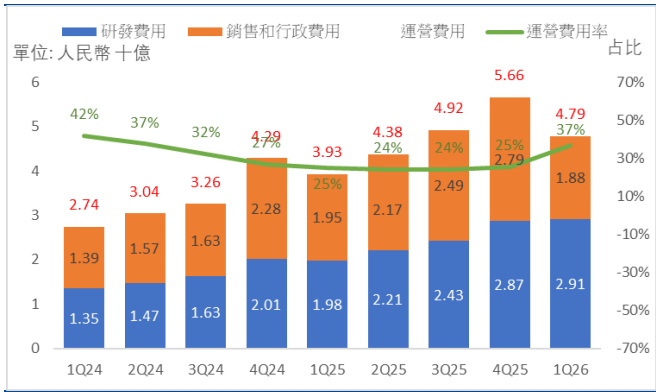
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 6: 小鵬毛利潤拆解



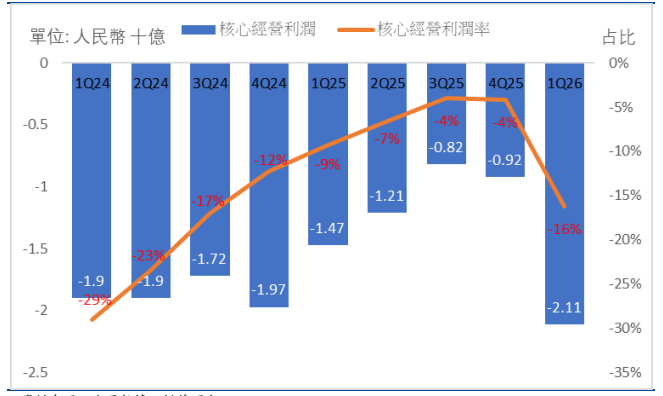
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 7: 小鹏營運費用拆解 (人民幣/十億)



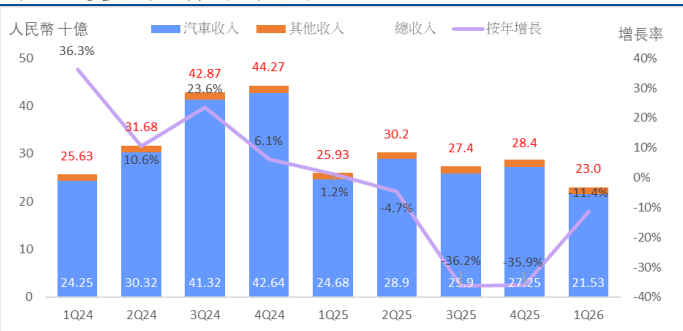
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 8: 小鹏營業利潤拆解



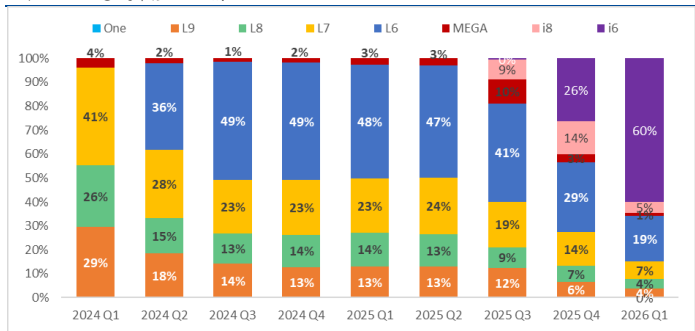
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 9: 理想營收 (人民幣/十億) 和同比



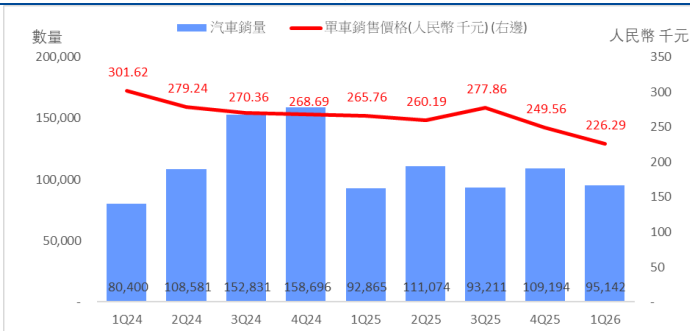
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 10: 理想汽車產品結構



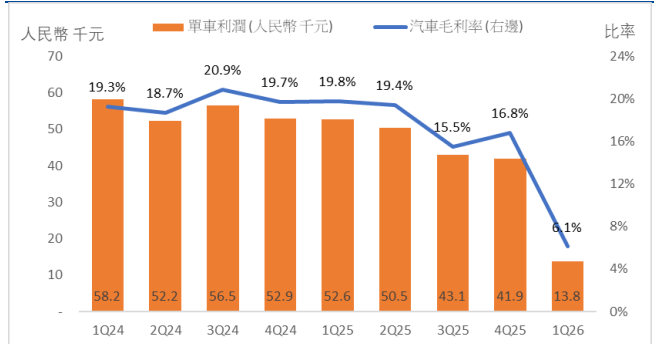
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 11: 理想汽車銷量和單車價格 (人民幣/千元)



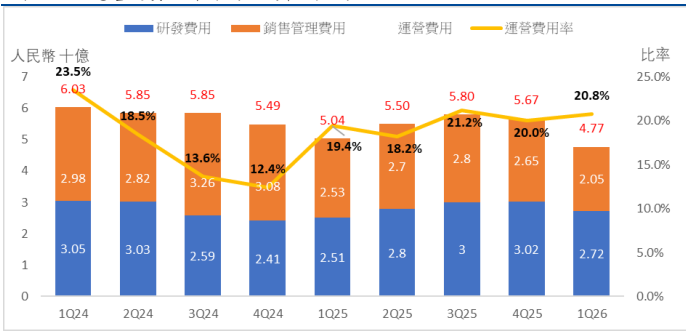
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 12: 理想單車利潤和毛利率



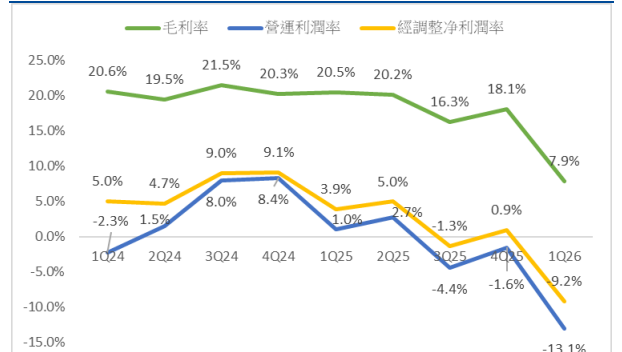
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 13: 理想營運費用拆解 (人民幣/十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 14: 理想營業利潤拆解

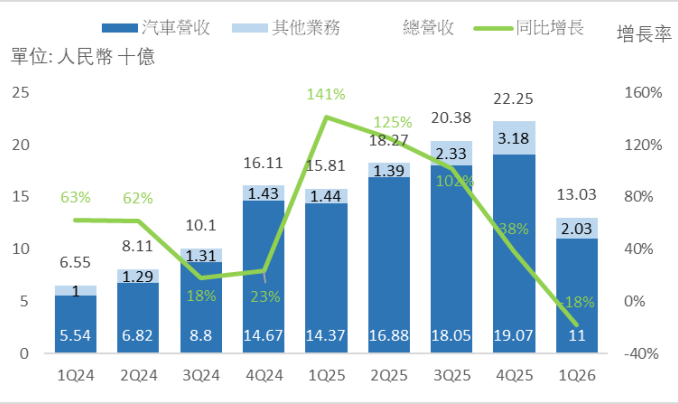


資料來源: 公司數據, 新華滙富

我們的觀點： 競爭加劇是當前中國新能源車市場的決定性主題。理想汽車雖然憑藉產品差異化取得早期成功，並累積了龐大現金儲備，但目前正處於艱難的產品過渡期。公司已採取精簡車型組合、在價格不變下增加配置，以及計劃推出L系列改款等應對措施，惟成效仍有待觀察。

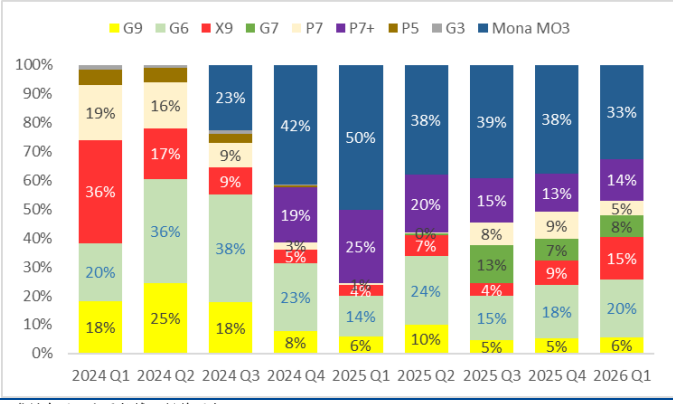
相比之下，小鵬汽車已走出過往低谷。其新推出的大型六座SUV「GX」，已累積超過60,000張訂單，為同級別之冠。公司亦目標今年將海外銷量翻倍至90,000輛。此外，小鵬在實體人工智能方面取得實質進展，其AI晶片及VLA 2.0模型進度理想。機械人axi試點已開始，並涉及第三方軟件授權，而人形機械人則計劃於年底量產，目標每月逾1,000台。我們認為，小鵬正較同業更快將實體人工智能商業化，同時逐步超越「汽車製造商」的身份，邁向科技型企業。因此，我們看好小鵬在未來數季的表現。該股現價對應2026財年預測市銷率1.14倍。（研究部）

圖 1: 小鵬營收 (人民幣/十億) 和同比



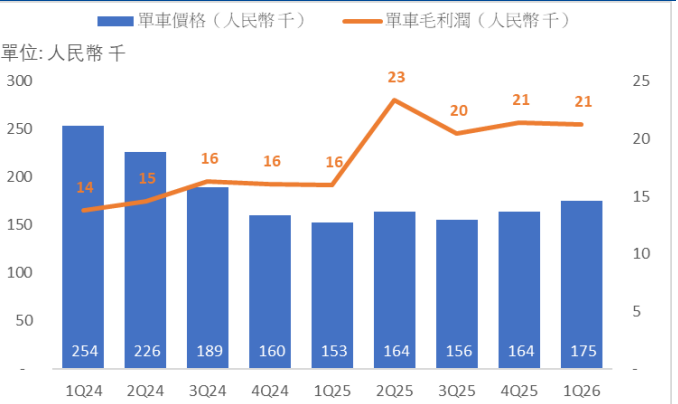
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 2: 小鵬汽車產品結構



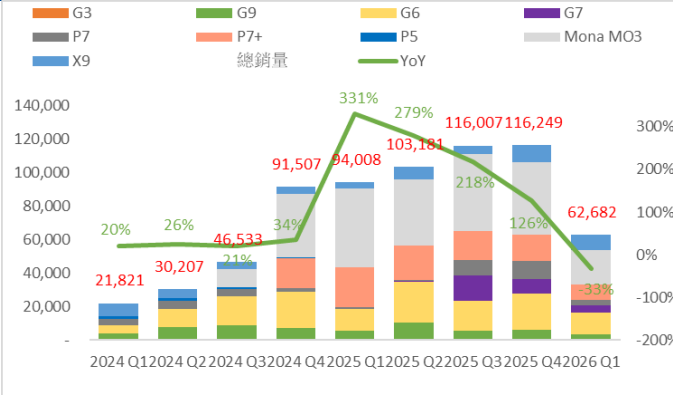
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 3: 小鵬汽車單車價格和單車毛利 (人民幣/千元)



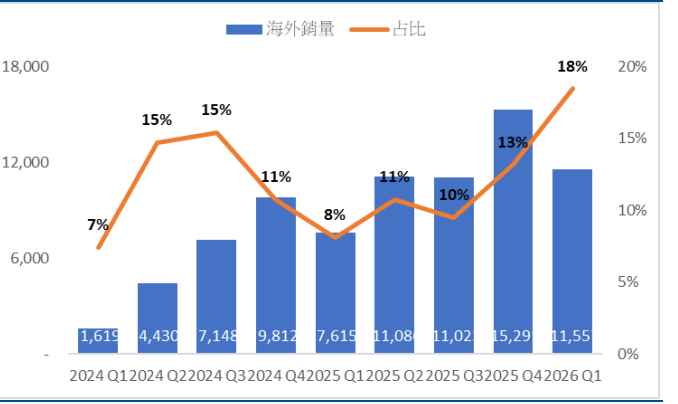
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 4: 小鵬汽車銷量



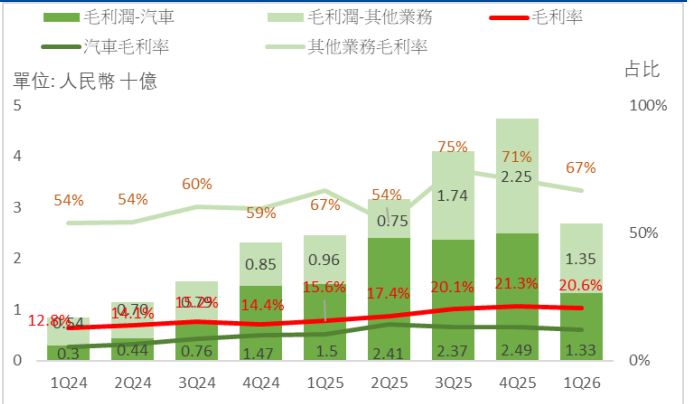
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 5: 小鵬海外汽車銷量



資料來源: 公司數據, 新華滙富

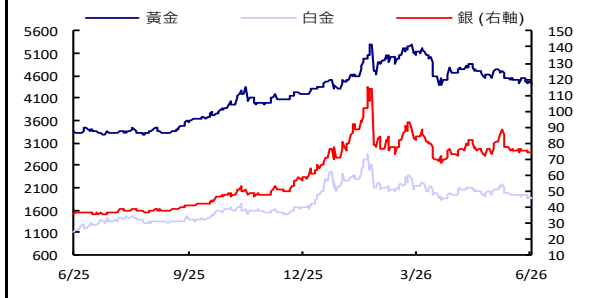
圖 6: 小鵬毛利潤拆解



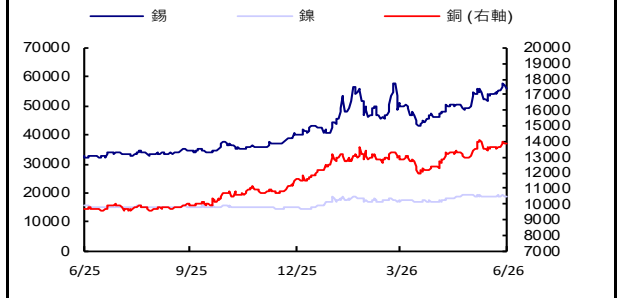
資料來源: 公司數據, 新華滙富

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

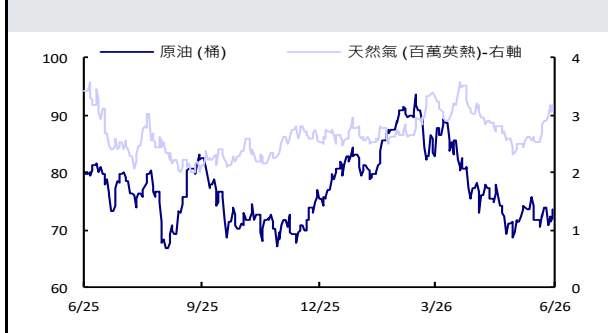
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4476	(3.7)	3.1	33.6
白金 (盎司)	1900	(2.6)	(6.6)	67.2
銀 (盎司)	74	(13)	4.8	106.6



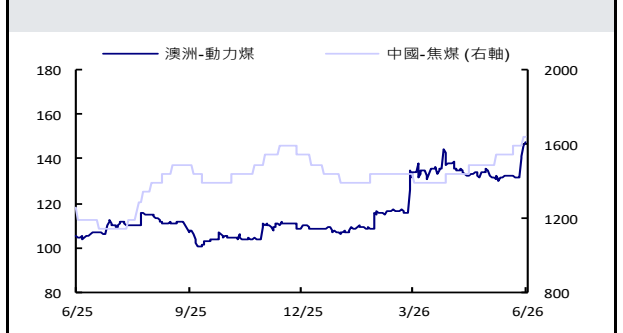
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13932	12.9	12.1	43.0
鎳 (噸)	18689	9.2	12.3	20.4
錫 (噸)	55744	19.2	37.4	71.2



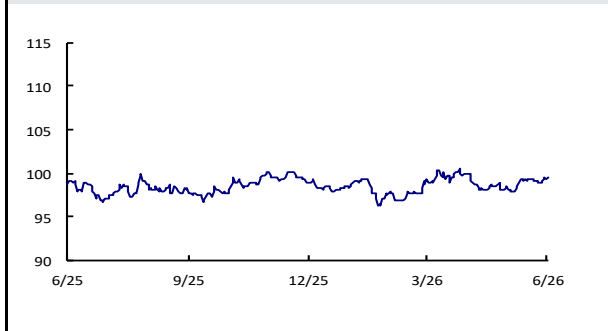
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	93.0	(8.2)	62.0	46.8
天然氣 (百萬英熱)	3.3	15.7	(9.5)	(9.3)



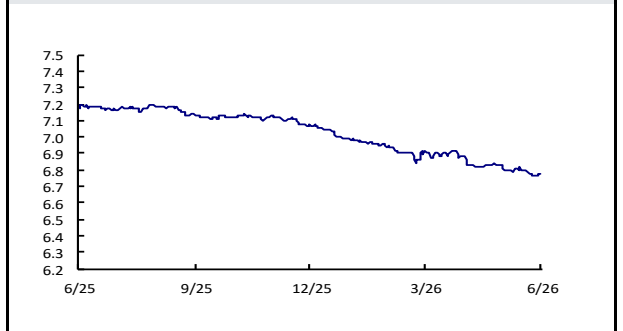
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1640.0	18.0	13.9	30.2
澳洲動力煤 (US\$/t)	147.6	3.6	37.3	40.5



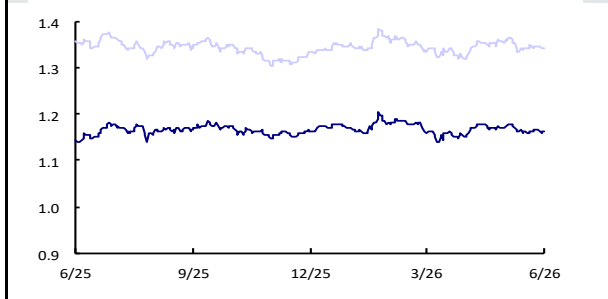
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.4	(0.5)	11	0.7



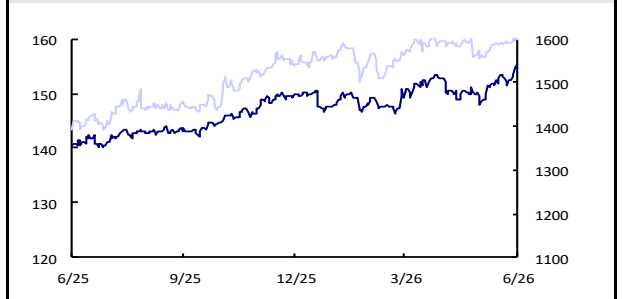
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.8	(17)	(3.1)	(5.6)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	12	0.5	(11)	1.5
英鎊	13	15	(0.4)	(1.1)



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	160.0	0.8	2.1	11.5
韓圓	1532.5	1.1	6.1	13.1



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
生產者物價指數	月		26年6月11日
新屋開工與營建許可	月		26年6月16日
商業庫存	月		26年6月17日
新屋銷售	月		26年6月24日
消費者信心指數	月		26年6月30日
首次申請失業保險金人數	週		26年6月4日
國內生產毛額	季		26年6月25日
批發庫存	月		26年6月9日
工廠訂單	月		26年7月2日
成屋銷售量	月		26年6月9日
消費者物價指數	月		26年6月10日
工業生產指數	月		26年6月15日
採購經理人指數	月		26年7月1日
個人收入與支出	月		26年6月25日
耐久財訂單	月		26年6月25日
貿易收支	月		26年6月9日
就業報告	月		26年6月5日
零售業銷售額	月		26年6月17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
外匯儲備	季		26年6月7日
M2貨幣供應量	月		26年6月9日
貿易收支	月		26年6月9日
生產者物價指數	月		26年6月10日
消費者物價指數	月		26年6月10日
零售業銷售額	月		26年6月16日
工業生產報告	月		26年6月16日
採購經理人指數	月		26年6月30日
國內生產毛額	年		26年7月15日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
外匯儲備	月		26年6月5日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
失業率報告	月		26年6月16日
消費者物價指數	月		26年6月23日
貿易收支	月		26年6月25日
M2貨幣供應量	月		26年6月30日
零售業銷售額	月		26年7月2日
採購經理人指數	月		26年7月6日
國內生產毛額	季		26年7月31日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)
鄧雨欣 (Amelia Deng)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com
amelia.deng@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306
(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之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行者提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行者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之董事或作為該等機構或發行之董事會代表。

2026 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
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455