

小鹏汽车-W (09868.HK)

单四季度销量环比增长 97%，新品周期持续向上

优于大市

核心观点

2024Q4 小鹏汽车实现营业收入 161 亿元，同比增长 23%。2024Q4，小鹏汽车的销量为 9.15 万辆，同比增长 52.1%，环比增长 96.8%；总收入为 161.1 亿元，同比增长 23.4%，环比增长 59.4%；净利润为-13.3 亿元，去年同期为-13.5 亿元，2024 年单三季度为-18.1 亿元。拆分来看，1) 2024Q4 汽车销售收入为 146.7 亿元，同比+20%，环比+66.8%，增长原因主要由于交付量增加所致。2) 2024Q4 服务及其他收入为 14.3 亿元，同比+74.4%，环比+9.7%，同比增长主要由于与大众汽车集团进行平台与软件战略以及电子电气架构技术战略合作有关的技术研发服务的收入增加所致，环比增长主要由于维修服务及汽车融资服务收入增加所致。

研发与经营活动降本增效，毛利率与净利率同比提升。2024Q4，小鹏汽车的毛利率/净利率分别 14.4%/-8.3%，分别同比+8.2/+2.1pct，分别环比-0.8/+9.6pct；研发费用率/销售、行政及一般费用率分别为 14.1%/12.5%，分别同比+4.1/-2.4pct，环比-2.0/-3.7pct。1) 2024Q4 汽车业务毛利率 10.0%，同比+5.9pct，环比+1.4pct，毛利率增长主要由于整车成本降低；2) 2024Q4 服务及其他利润率为 59.6%，同比+21.4pct，环比-0.5pct，同比增长主要由于技术研发服务较高毛利率。

2024Q4 销量同比增长 52%，销售网络持续优化。2024Q4，小鹏汽车的总销量为 9.15 万辆，同比增长 52.1%，环比增长 96.8%，公司 2025 年第一季度指引，2025 年第一季度的汽车交付量预计 91,000-93,000 辆，按年增加约 317%至 326.2%。

2025 款小鹏 G6、G9 正式上市，标配图灵 AI 智驾。2025 年 1 月 6 日，小鹏汽车和大众汽车集团（中国）在国内超快充网络领域达成战略合作并签署谅解备忘录（MOU）。2025 年 3 月 13 日，小鹏汽车 2025 款小鹏 G6、G9 正式上市，标配图灵 AI 智驾，G9 上市 45 分钟大定突破 3000 台。

风险提示：原材料价格上涨，汽车价格竞争持续激化。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。公司以 Mona M03、P7+ 为代表的新车型走量，公司纯视觉方案的落地，将高阶智驾车型渗透至 20 万以内的市场，加速实现高阶智驾平权，叠加后续更多新车型的推出，公司经营周期持续向上。我们维持盈利预测，预计 25/26/27 年营收 885/1181/1303 亿元，预计 25/26/27 年归母净利润-16/27/47 亿元，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,676	40,866	88,453	118,093	130,301
(+/-%)	14.2%	33.2%	116.4%	33.5%	10.3%
净利润(百万元)	-10431	-5761	-1582	2659	4682
(+/-%)	—	—	—	—	76.1%
每股收益(元)	-5.49	-3.03	-0.83	1.40	2.46
EBIT Margin	-30.1%	-14.8%	-1.4%	2.5%	3.8%
净资产收益率(ROE)	-28.7%	-18.4%	-5.3%	8.2%	12.6%
市盈率(PE)	-15.2	-27.5	-100.3	59.7	33.9
EV/EBITDA	-26.0	-36.6	158.3	45.8	35.0
市净率(PB)	4.37	5.07	5.34	4.90	4.28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

汽车·乘用车

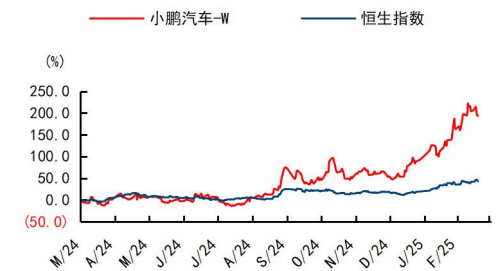
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：杨彬
0755-81982771
yangshan@guosen.com.cn
S0980523110001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	88.90 港元
总市值/流通市值	168950/137950 百万港元
52 周最高价/最低价	106.00/25.50 港元
近 3 个月日均成交额	1830.20 百万港元

市场走势



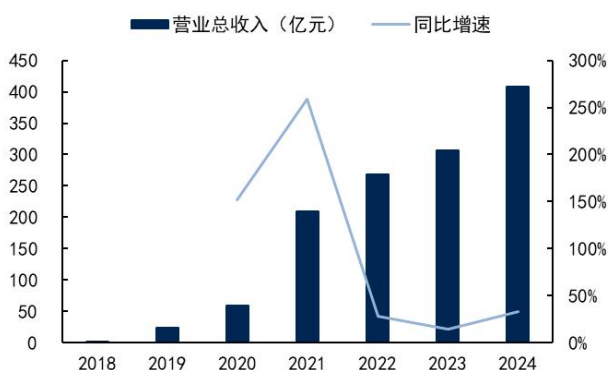
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -单三季度毛利率环比双升，新品周期持续向上》——2024-11-22
- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -小鹏新车型 P7+上市当天订单超 3 万辆，新品周期持续向上》——2024-11-11
- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -一季度毛利率环比提升，期待智能化软件和新产品周期迭代》——2024-05-31
- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -营业收入同比增长 25%，城区高阶智能驾驶赋能新车型发力》——2023-11-20
- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -产品周期过渡影响短期利润，看好未来技术车型全面发力》——2023-08-21

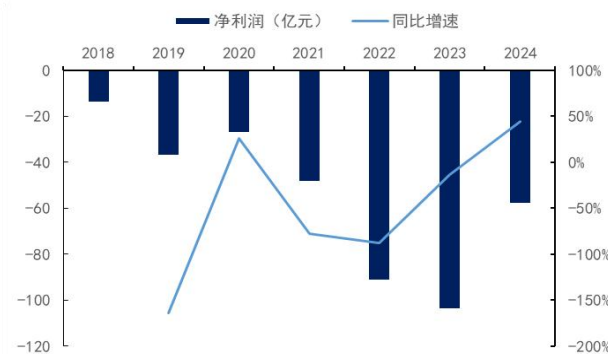
2024Q4 小鹏汽车实现营业收入 161 亿元，同比增长 23%。2024 年，小鹏汽车的销量为 19.01 万辆，同比增长 34%；总收入为 408.7 亿元，同比增长 33.2%；净利润为-57.9 亿元，去年同期为-103.76 亿元。拆单季度看，2024Q4，小鹏汽车的销量为 9.15 万辆，同比增长 52.1%，环比增长 96.8%；总收入为 161.1 亿元，同比增长 23.4%，环比增长 59.4%；净利润为-13.3 亿元，去年同期为-13.5 亿元，2024 年单三季度为-18.1 亿元。拆分来看，1) 2024Q4 汽车销售收入为 146.7 亿元，同比+20%，环比+66.8%，增长原因主要由于交付量增加所致。2) 2024Q4 服务及其他收入为 14.3 亿元，同比+74.4%，环比+9.7%，同比增长主要由于与大众汽车集团进行平台与软件战略以及电子电气架构技术战略合作有关的技术研发服务的收入增加所致，环比增长主要由于维修服务及汽车融资服务收入增加所致。

图1：小鹏汽车营业收入及同比



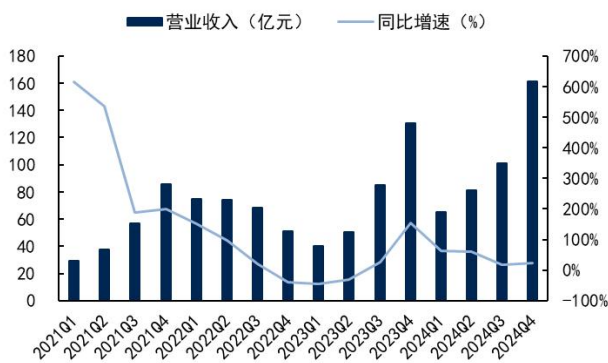
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：小鹏汽车净利润及同比



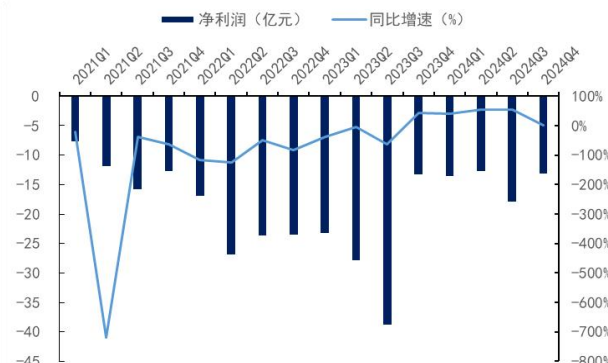
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：小鹏汽车单季度营业收入及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：小鹏汽车单季度净利润及同比

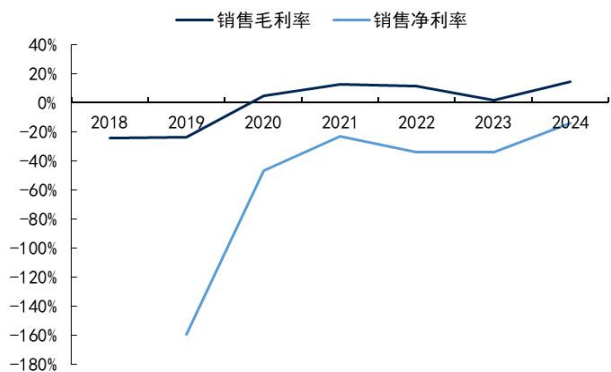


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

研发与经营活动降本增效，毛利率与净利率同比提升。2024 年，小鹏汽车的毛利率/净利率分别为 14.30%/-14.17%，分别同比变动+12.8/+19.7pct；研发费用率/销售、行政及一般费用率分别为 16.8%/15.8%，分别同比变动-0.4/-5.6pct。拆单季度看，2024Q4，小鹏汽车的毛利率/净利率分别为 14.4%/-8.3%，分别同比变动+8.2/+2.1pct，分别环比变动-0.8/+9.6pct；研发费用率/销售、行政及一般费用率分别为 14.1%/12.5%，分别同比变动+4.1/-2.4pct，分别环比变动-2.0/-3.7pct。2024Q4，公司毛利率同比提升，拆分来看，1) 2024Q4 汽车业务毛利率 10.0%，同比+5.9pct，环比+1.4pct，汽车毛利率增长主要由于整车成本

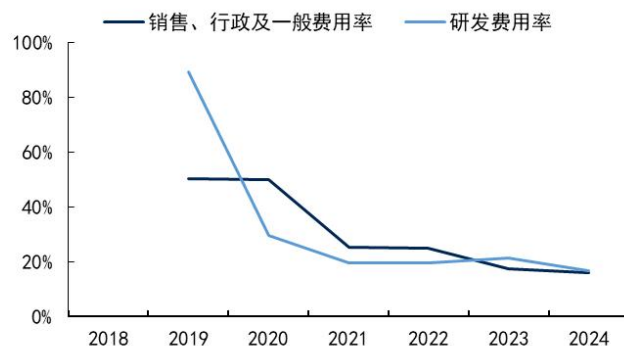
降低所致；2) 2024Q4 服务及其他利润率为 59.6%，同比+21.4pct，环比-0.5pct，同比增长主要由于前述来自技术研发服务的较高毛利率。

图5：小鹏汽车毛利率与净利率



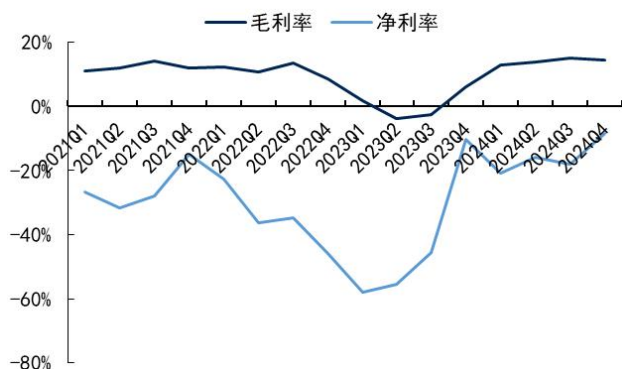
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：小鹏汽车研发费用率与销售管理费用率



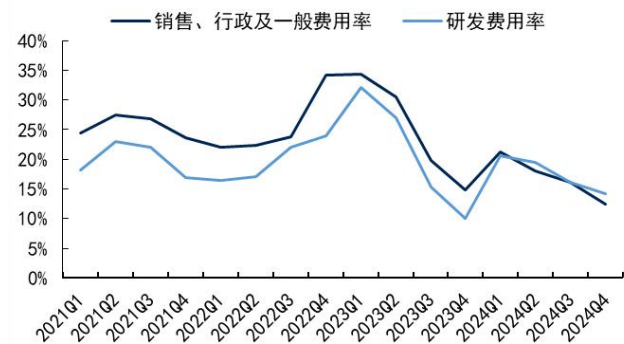
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：小鹏汽车单季度毛利率与净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：小鹏汽车单季度研发费用率与销售管理费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2024Q4 销量同比增长 52%，销售网络持续优化。2024Q4，小鹏汽车的总销量为 9.15 万辆，同比增长 52.1%，环比增长 96.8%。2025 年 1-2 月，小鹏汽车累计总交付量为 6.08 万辆，同比增长 375%，公司 2025 年第一季度指引，2025 年第一季度的汽车交付量预计 91,000-93,000 辆，按年增加约 317%至 326.2%。截至 2024 年 12 月 31 日，小鹏汽车的实体销售网络拥有合共 690 间门店，覆盖 226 个城市。截至 2024 年 12 月 31 日，小鹏汽车自营充电站网络达 1,920 座充电站，包括 928 座小鹏 S4 及 S5 超充站。

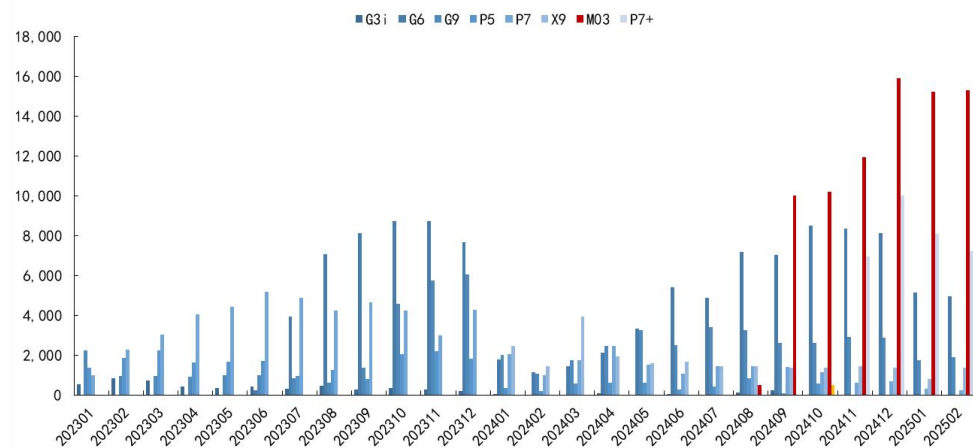
图9：小鹏汽车分季度销量（辆）和同比增速



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

分车型来看，2024Q4，参考 marklines 数据，G3i/G6/G9/P5/P7/X9/M03/P7+的销量分别为 12/25007/8461/613/2516/4226/38069/17507 辆。2025 年 1-2 月，参考 marklines 数据，G6/G9/P7/X9/M03/P7+ 的销量分别为 10128/3667/575/2204/30537/15340 辆。

图10：小鹏汽车分车型销量（辆）



资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

2025 年 1 月 6 日，小鹏汽车和大众汽车集团（中国）宣布，双方在国内超快充网络领域达成战略合作并签署谅解备忘录（MOU）。根据谅解备忘录达成的共识，小鹏汽车和大众汽车集团（中国）将相互开放其专有的超快充网络，将合力为客户打造中国最大的超快充网络。通过本次战略合作，小鹏汽车和大众汽车集团（中国）将为客户提供一个拥有 20000 多充电终端、覆盖中国 420 个城市的超快充网络。结合双方在高功率液冷超快充领域的技术优势以及国内网络覆盖度上的高度互补，双方客户在全国都将能够享受到优越的快充体验。为进一步加快充电网络

的扩展，提升各自充电网络建设的协同效应，双方还将探讨共同合作建设联合品牌的超快充站。此次战略合作是小鹏汽车与大众汽车集团长期战略合作达成的第四座丰碑。双方计划还将进一步探索战略合作机会，扩大技术合作，强化互利共赢的战略伙伴关系。

图11：小鹏大众携手合力打造中国最大的超快充网络



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

2025 年 3 月 13 日，小鹏汽车 2025 款小鹏 G6、G9 正式上市，标配图灵 AI 智驾。

1) 小鹏汽车 2025 款 G6，打造全能纯电轿跑 SUV，售价 17.68-19.88 万元。2025 款 G6 作为纯电轿跑 SUV，续航长、里程实、充电快、智能强、空间大、超安全。
外观方面：19 项焕新升级。星河光翼贯穿灯；AI 智驾小蓝灯；全新灵动车尾；六款全新外观色；**内饰方面，**33 项内饰焕新，三块大屏全部升级，出风口设计焕新，触觉体感全面升级，三款内饰色；**电池方面，**全系标配 5C 超充 AI 电池，安全阈值 300℃、最快充电速度 5C、700km 级别续航，10 分钟补能 450km，-30℃极寒补能速度比肩常温环境，领先行业的 6kW 外放电功率；**智能驾驶方面，**全系标配图灵 AI 智驾，不选装、不订阅、不付费，高阶智驾第 0 梯队，小鹏图灵 AI 智驾，以月为单位快速进化，轻地图、轻雷达、重算力，面向全球场景研发；车位到车位高阶智驾功能，行业首个一套软件打通园区、城市、高速、停车场全程无断点体验，计划发布园区漫游功能，任意园区均可使用；**空间方面，**同级最优，同级最大得房率 85.6%，同级最优后备箱拓展储物能力 1752L，同级最大后排座椅调节角度 11.4°；**底盘方面，**全面焕新，起伏路段不抛跳，过减速带不颠簸，过坑洼路更从容，斩获中国及欧洲五星安全认证，首创前后一体式铝压铸车身技术，电池防护框自带防弹装甲底部防冲击 2000J。

图12: 小鹏汽车 2025 款 G6 外观图



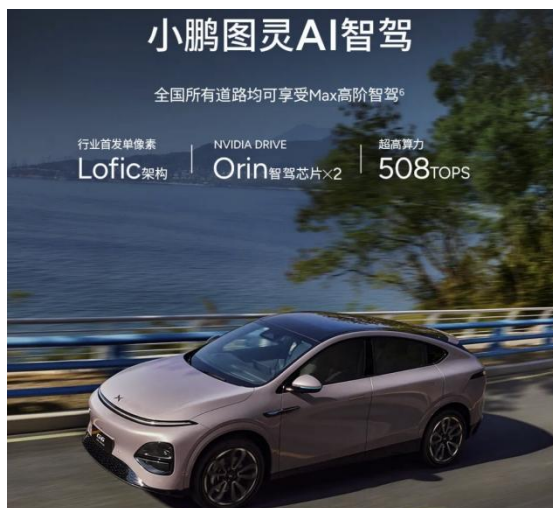
资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图13: 小鹏汽车 2025 款 G6 大空间



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图14: 小鹏汽车 2025 款 G6 智能驾驶



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图15: 小鹏汽车 2025 款 G6 智能座舱



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

2) 2025 款 G9, 打造巅峰科技 AI 旗舰 SUV, 售价 24.88-27.88 万元。外观方面, 最优雅的 SUV 外观设计, AI 智驾小蓝灯、全新轮毂样式、标配感应式尾门、标配 UWB 数字钥匙; 底盘方面, 全系标配威巴克双腔空气悬架、全系标配倍适登智能可变阻尼减振器; 电池方面, 全系标配 5C 超充 AI 电池, 超长续航四驱 Max 680km, 超长续航 Max 725km, 长续航 Max 625km; 智能驾驶方面, 全系标配图灵 AI 智驾, 不选装、不订阅、不付费。

图16: 小鹏汽车 2025 款 G9 外观图



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图17: 小鹏汽车 2025 款 G9 内饰



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图18: 小鹏汽车 2025 款 G9 智能驾驶



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图19: 小鹏汽车 2025 款 G9 智能座舱



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

公司以 Mona M03、P7+为代表的新车型走量，公司纯视觉方案的落地，将高阶智驾车型渗透至 20 万以内的市场，加速实现高阶智驾平权，叠加后续更多新车型的推出，公司经营周期持续向上。我们维持盈利预测，预计 25/26/27 年营收 885/1181/1303 亿元，预计 25/26/27 年归母净利润-16/27/47 亿元，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(20250320)	总市值	销售收入(亿元)			PS			投资评级
		元	亿元	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
TSLA. 0	特斯拉(TESLA)	1,691.05	51,986	7,022	8,494	10,185	7	6	5	无评级
平均				7,022	8,494	10,185	7	6	5	
9868. HK	小鹏汽车-W	82.63	1,570	409	885	1,181	4	2	1	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 无评级公司的盈利预测均采用 wind 一致性预测

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	21127	18586	25471	37952	47584	营业收入	30676	40866	88453	118093	130301
应收款项	7100	8187	21810	29119	32129	营业成本	30225	35021	72279	96222	104936
存货净额	5526	5563	9723	12998	14187	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	10230	3716	1769	2362	2606	销售、行政及一般费用	5305	6688	8845	9135	9903
流动资产合计	54522	49736	72456	96114	110190	研发费用	4379	5215	8544	9735	10459
固定资产	10954	11522	10753	9949	9112	财务费用	688	927	443	376	335
无形资产及其他	6405	5872	4404	2936	1468	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	7161	9124	9124	9124	9124	资产减值及公允价值变动	0	0	30	30	30
长期股权投资	5120	6452	8452	9952	10952	其他收入	(502)	919	0	0	0
资产总计	84163	82706	105190	128075	140846	营业利润	(10423)	(6065)	(1628)	2656	4699
短期借款及交易性金融负债	5287	6510	5035	5611	5719	营业外净收支	29	234	30	30	30
应付款项	22216	23095	38893	51993	56750	利润总额	(10394)	(5831)	(1598)	2686	4729
其他流动负债	8608	10260	19002	24553	26777	所得税费用	37	(70)	(16)	27	47
流动负债合计	36112	39865	62930	82157	89246	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	6428	6442	6442	6442	6442	归属于母公司净利润	(10431)	(5761)	(1582)	2659	4682
其他长期负债	5294	5124	6124	7124	8124						
长期负债合计	11722	11566	12566	13566	14566	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	47834	51431	75497	95723	103812	净利润	(10431)	(5761)	(1582)	2659	4682
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	36329	31275	29693	32352	37034	折旧摊销	838	0	2767	2802	2835
负债和股东权益总计	84163	82706	105190	128075	140846	公允价值变动损失	0	0	(30)	(30)	(30)
						财务费用	688	927	443	376	335
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1886)	5788	9704	8475	3538
每股收益	(5.49)	(3.03)	(0.83)	1.40	2.46	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(11479)	27	10859	13906	11024
每股净资产	19.12	16.46	15.62	17.02	19.49	资本开支	0	(567)	(500)	(500)	(500)
ROIC	-32%	-28%	2%	139%	-126%	其它投资现金流	5646	(3145)	0	0	0
ROE	-29%	-18%	-5%	8%	13%	投资活动现金流	9747	(5044)	(2500)	(2000)	(1500)
毛利率	1%	14%	18%	19%	19%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-30%	-15%	-1%	3%	4%	负债净变化	1018	14	0	0	0
EBITDA Margin	-27%	-15%	2%	5%	6%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	14%	33%	116%	34%	10%	其它融资现金流	6216	2449	(1474)	575	108
净利润增长率	--	--	--	--	76%	融资活动现金流	8251	2476	(1474)	575	108
资产负债率	57%	62%	72%	75%	74%	现金净变动	6519	(2541)	6884	12481	9632
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	14608	21127	18586	25471	37952
P/E	(15.2)	(27.5)	(100.3)	59.7	33.9	货币资金的期末余额	21127	18586	25471	37952	47584
P/B	4.4	5.1	5.3	4.9	4.3	企业自由现金流	0	(764)	10768	13749	10827
EV/EBITDA	(26)	(37)	158	46	35	权益自由现金流	0	783	8855	13952	10603

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032