



小鹏汽车-W (09868.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

小鹏汽车 25Q1 财报点评：爆款周期延续、车型结构优化、政府补助融入，盈利略超预期

业绩点评：

5 月 21 日，小鹏汽车公布 25Q1 财报：

- 营收：**Q1 小鹏交付汽车 94008 辆，同/环比+330.8%/+2.7%，Q1 营收 158.1 亿元，同/环比+141.4%/-1.9%，单车 ASP 15.3 万元，同/环比-39.8%/-4.7%。
- 费用：**Q1 研发/SG&A 费用分别为 19.8/19.5 亿元，研发/SG&A 费用率分别为 12.5%/12.3%，环比+0.0/-1.8pct。
- 利润：**Q1 毛利率 15.6%，同/环比+2.7/+1.2pct；其中汽车业务毛利率 10.5%，同/环比+5.0%/+0.5%；归母净利-6.6 亿元；我们计算 Q1 单车亏损 0.7 万元。

经营分析与展望：

- 减亏主要来自：**1) 销量：Q1 前半段公司爆款产品 M03、P7+储备订单仍充沛，因而公司 Q1 销量在爆款新车延续的情形下是稳健的，规模效应并未下降。
 - 毛利率：**汽车业务毛利率环比提升，虽然 Q1 M03 占比提升至 50.1%，车型结构上表面劣化 M03 比例提升，但是实际上大额亏损的 G6/G9 在 Q1 迎来改款，单车盈利有所增强；叠加 Q1 P7+大规模交付，实际上公司 Q1 销量结构优化了，拉动公司汽车毛利率提振；
 - 净利润：**一方面，公司费用环比下降，系季节波动正常现象；另外，Q1 公司存有 5.4 亿元的其他收入，主要为政府补贴，其融入拉动公司 Q1 净利润表现略超预期。
- 2、展望后续：Q2 小有压力，关注新车周期。**1) 销量角度看，由于 Q2 起市场竞争加剧，公司目前国内市场小有压力。不过，伴随公司后续出口的持续走强，预计在出口比例提升和 Q2 新车交付下公司销量仍将稳健；

2) 结构持续优化：如前所述，出口比例提高、Q2 新车交付，同时 G6/G9 改款后将度过第一个完整交付季度，在销量结构上看，公司车型结构将持续优化，拉动公司 Q2 盈利能力持续提升；

3) 全年来看：目前市场关注的核心便是新车，目前公司在产品打造上能力较强，其科技潮流的属性使其用户群体与主流消费者有区隔，后续产品是否成为爆款的核心仍是定价，建议重点关注后续新车状况。

盈利预测、估值和评级

小鹏汽车作为国内智驾头部车企，基本面改善明显，前沿技术布局最为领先；低成本路线+强新车周期下势能较强；站在当前时间点，建议关注公司新车状况。我们预计公司 25/26/27 年营收分别为 946.2/1532.7/1757.0 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)
yaoy@gjzq.com.cn

市价 (港币)：77.550 元

相关报告：

- 《小鹏汽车-W 24Q4 及 24 年财报点评：整体符合预期，新车周...》，2025.3.19
- 《小鹏汽车-W (09868.HK) Q2 财报点评：毛利略超预期，...》，2024.8.21
- 《小鹏汽车-W Q1 财报点评：技术合作拉动毛利超预期，新车周期...》，2024.5.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,676	40,866	94,621	153,265	175,704
营业收入增长率	14.23%	33.22%	131.54%	61.98%	14.64%
归母净利润(百万元)	-10,376	-5,790	-85	5,289	14,127
归母净利润增长率	-13.53%	44.19%	98.53%	6303.51%	167.10%
摊薄每股收益(元)	-5.46	-3.05	-0.04	2.78	7.43
每股经营性现金流净额	0.51	0.00	2.52	10.57	-19.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	-28.56%	-18.51%	-0.27%	14.50%	27.92%
P/E	-10.39	-15.31	-2,089.82	33.69	12.61
P/B	2.94	2.83	5.71	4.88	3.52

来源：小鹏汽车年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	26,855	30,676	40,866	94,621	153,265	175,704
增长率	28.0%	14.2%	33.2%	131.5%	62.0%	14.6%
主营业务成本	23,767	30,225	35,021	78,884	128,850	137,242
%销售收入	88.5%	98.5%	85.7%	83.4%	84.1%	78.1%
毛利	3,088	451	5,846	15,737	24,414	38,462
%销售收入	11.5%	1.5%	14.3%	16.6%	15.9%	21.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	5,029	0	0	8,043	8,430	9,488
%销售收入	18.7%	0.0%	0.0%	8.5%	5.5%	5.4%
管理费用	1,659	0	0	0	0	0
%销售收入	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	5,215	5,277	6,457	8,611	11,342	12,826
%销售收入	19.4%	17.2%	15.8%	9.1%	7.4%	7.3%
息税前利润 (EBIT)	-10,045	-11,385	-6,862	-209	5,644	16,909
%销售收入	-37.4%	-37.1%	-16.8%	-0.2%	3.7%	9.6%
财务费用	-927	-991	-1,031	-152	272	255
%销售收入	-3.5%	-3.2%	-2.5%	-0.2%	0.2%	0.1%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-8,815	-11,384	-7,482	-916	4,643	16,147
营业利润率	-32.8%	-37.1%	-18.3%	-1.0%	3.0%	9.2%
营业外收支						
税前利润	-9,118	-10,394	-5,831	-57	5,372	16,654
利润率	-34.0%	-33.9%	-14.3%	-0.1%	3.5%	9.5%
所得税	25	37	-70	-1	54	2,498
所得税率	-0.3%	-0.4%	1.2%	1.0%	1.0%	15.0%
净利润	-9,143	-10,431	-5,761	-56	5,318	14,156
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-9,139	-10,376	-5,790	-85	5,289	14,127
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	3.5%	8.0%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-9,139	-10,376	-5,790	-85	5,289	14,127
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2,205	1,892	0	-487	-728	-507
非经营收益						
营运资金变动	-2,709	7,333	0	4,085	14,181	-50,585
经营活动现金流净额	-8,232	956	0	4,788	20,089	-36,951
资本开支	-4,680	-2,312	0	-3,000	-3,000	-1,000
投资	9,272	2,138	0	-2,000	-2,000	0
其他	254	805	0	707	1,001	761
投资活动现金流净额	4,846	631	0	-4,293	-3,999	-239
股权募资	0	5,020	0	0	0	0
债权募资	6,006	2,996	0	4,500	4,500	1,500
其他	-2	0	0	-220	-272	-255
筹资活动现金流净额	6,004	8,015	0	4,280	4,228	1,245
现金净流量	3,079	9,588	0	4,775	20,318	-35,945

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	14,608	21,127	18,586	23,362	43,679	7,735
应收款项	7,681	7,100	8,187	21,132	32,696	35,726
存货	4,521	5,526	5,563	13,147	21,475	22,874
其他流动资产	16,718	20,768	17,399	15,102	15,982	13,683
流动资产	43,527	54,522	49,736	72,743	113,833	80,018
%总资产	60.9%	64.8%	60.1%	66.5%	73.8%	65.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	10,607	10,954	11,522	12,246	12,898	12,884
%总资产	14.8%	13.0%	13.9%	11.2%	8.4%	10.6%
无形资产	2,998	6,405	5,872	6,872	7,872	8,872
非流动资产	27,964	29,641	32,970	36,694	40,346	41,332
%总资产	39.1%	35.2%	39.9%	33.5%	26.2%	34.1%
资产总计	71,491	84,163	82,706	109,438	154,179	121,350
短期借款	3,309	5,287	6,510	9,510	12,510	12,510
应付款项	14,223	22,210	23,080	32,868	53,688	0
其他流动负债	6,583	8,614	10,275	22,804	36,937	42,169
流动负债	24,115	36,112	39,865	65,182	103,134	54,679
长期贷款	5,411	6,428	6,442	7,942	9,442	10,942
其他长期负债	5,055	5,294	5,124	5,124	5,124	5,124
负债	34,580	47,834	51,431	78,248	117,700	70,745
普通股股东权益	36,911	36,329	31,275	31,190	36,478	50,605
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	35,367	34,498	29,181	29,096	34,385	48,511
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	71,491	84,163	82,706	109,438	154,179	121,350

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-5.34	-5.96	-3.06	-0.04	2.78	7.43
每股净资产	21.39	19.25	16.46	16.41	19.19	26.63
每股经营现金净流	-4.77	0.51	0.00	2.52	10.57	-19.44
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-24.76%	-28.56%	-18.51%	-0.27%	14.50%	27.92%
总资产收益率	-12.78%	-12.33%	-7.00%	-0.08%	3.43%	11.64%
投入资本收益率	-22.07%	-23.78%	-15.33%	-0.42%	9.56%	19.41%
增长率						
主营业务收入增长率	27.95%	14.23%	33.22%	131.54%	61.98%	14.64%
EBIT 增长率	-81.82%	-13.34%	39.73%	96.96%	2805.30%	199.59%
净利润增长率	-87.92%	-13.53%	44.19%	98.53%	6303.51%	167.10%
总资产增长率	8.90%	17.72%	-1.73%	32.32%	40.88%	-21.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.9	38.7	22.8	28.7	38.8	44.9
存货周转天数	54.4	59.8	57.0	42.7	48.4	58.2
应付账款周转天数	201.3	217.0	232.8	127.7	120.9	70.4
固定资产周转天数	107.5	126.5	99.0	45.2	29.5	26.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.26%	-11.33%	-1.63%	-2.52%	-45.52%	41.18%
EBIT 利息保障倍数	-76.0	-42.4	-19.9	-0.9	20.7	66.4
资产负债率	48.37%	56.84%	62.19%	71.50%	76.34%	58.30%

来源：小鹏汽车年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究