

汽车	收盘价 港元 77.55	目标价 港元 134.69	潜在涨幅 +73.7%	2025年5月22日
----	-----------------	------------------	----------------	------------

## 小鹏汽车 (9868 HK)

### 毛利率环比改善，净亏损大幅收窄，下半年迎来大产品周期

① **毛利率环比继续改善，净利超预期。**2025年1季度小鹏汽车营收158亿元（人民币，下同），环比微跌1.8%，符合我们预期。汽车销量9.4万辆，环比增长2.7%。受车型结构影响，MONA M03占比环比上升，单价15.3万元，环比降0.7万元，基本符合预期。在单价、车型结构改变和清老款库存的作用下，单车毛利率10.5%，环比继续改善，超市场和我们的预期，反映公司的成本控制和规模效应对毛利率的正面影响。研发/销售费用环比降1.3%/14.5%，占收比环比略降。1季度公司净亏损6.6亿元/non-GAAP净亏损4.3亿元，环比下降50.1%/69.4%。净亏损大幅收窄主要受惠于毛利改善和高效成本控制。

公司预计2季度营收为175亿元至187亿元，环比增长10.7%-18.3%。预计交付量为10.2万至10.8万辆，环比增长8.5%-14.9%。收入和交付指引隐含的单价预期在15.8万元，环比提升0.5万元，反映2季度车型结构或进一步改善，毛利率环比亦可能进一步改善。

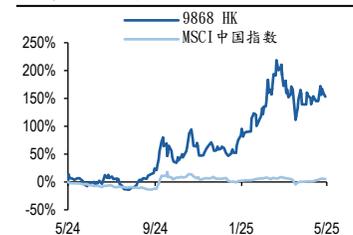
② **下半年迎来大产品周期，单价，毛利率有望持续边际向上。**根据公司的产品规划，5月28日，MONA M03 MAX将上市，图灵AI辅助驾驶下探至15万元级别市场；小鹏G7将于6月发布；全新一代P7将于3季度上市；鲲鹏超级电动车型将于4季度逐步进入量产。因此我们认为小鹏在3季度才会开始交付今年的新车型，单价，毛利率有望持续边际向上。同时我们认为其4季度的鲲鹏超级电动车型对毛利率有更正面影响。同时，小鹏目标在2026年内能够推出面向工业和商业场景的人形机器人。根据规划，小鹏第五代机器人将搭载图灵芯片，提高机器人的端侧算力，强化学习小模型和分段式端到端。

③ **维持买入，新势力中确定性较高之标的。**我们预计随着新车/改款车上市，销量有望持续增长。受益于智驾普及和新车上量，季度盈利有望转正，同时考虑小鹏在人工智能/低空经济/人形机器人的布局，有望对股价产生正面影响，估值中枢上移。我们维持买入评级和目标价134.69港元。

#### 个股评级

#### 买入

#### 1年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	97.45
52周低位 (港元)	26.05
市值 (百万港元)	120,386.29
日均成交量 (百万)	20.29
年初至今变化 (%)	66.24
200天平均价 (港元)	65.33

资料来源: FactSet

#### 陈庆

angus.chan@bocomgroup.com  
(86) 21 6065 3601

#### 李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com  
(86) 21 6065 3601

#### 财务数据一览

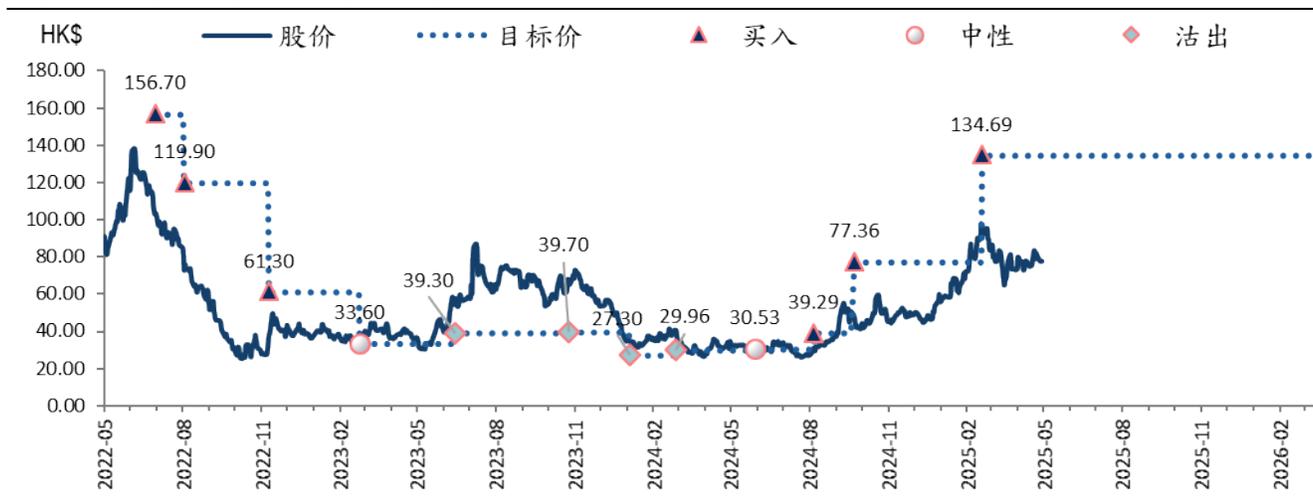
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	30,676	40,866	86,172	113,337	125,494
同比增长 (%)	14.2	33.2	110.9	31.5	10.7
净利润 (百万人民币)	(10,376)	(5,790)	(613)	1,504	4,612
每股盈利 (人民币)	(5.96)	(3.06)	(0.32)	0.80	2.44
同比增长 (%)	11.7	-48.6	-89.4	-345.5	206.6
市盈率 (倍)	ns	ns	ns	89.7	29.3
每股账面净值 (人民币)	20.87	16.54	16.21	17.01	19.45
市账率 (倍)	3.42	4.32	4.40	4.20	3.67

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 小鹏汽车 (9868 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3931 HK	中创新航	买入	18.22	24.77	35.9%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	274.08	314.11	14.6%	2025 年 01 月 23 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	47.47	56.51	19.0%	2024 年 12 月 02 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	26.65	29.07	9.1%	2024 年 12 月 02 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	11.62	14.25	22.7%	2025 年 03 月 27 日	电池
689009 CH	九号公司	买入	66.85	73.29	9.6%	2025 年 04 月 30 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	13.14	19.84	51.0%	2025 年 03 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	7.60	7.16	-5.8%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	19.74	26.45	34.0%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	15.50	20.50	32.3%	2025 年 03 月 28 日	重卡
1211 HK	比亚迪股份	买入	462.60	503.25	8.8%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	30.75	48.96	59.2%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	20.35	22.50	10.6%	2025 年 03 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	77.55	134.69	73.7%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	12.30	17.36	41.1%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	115.50	93.62	-18.9%	2025 年 03 月 17 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.83	3.34	18.0%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 5 月 21 日

## 财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	30,676	40,866	86,172	113,337	125,494
主营业务成本	(30,225)	(35,021)	(74,360)	(95,819)	(103,343)
<b>毛利</b>	<b>451</b>	<b>5,846</b>	<b>11,812</b>	<b>17,517</b>	<b>22,151</b>
销售及管理费用	(6,559)	(6,871)	(8,359)	(10,767)	(11,420)
研发费用	(5,277)	(6,457)	(7,669)	(9,407)	(10,039)
其他经营净收入/费用	495	823	1,736	2,284	2,529
<b>经营利润</b>	<b>(10,889)</b>	<b>(6,658)</b>	<b>(2,480)</b>	<b>(373)</b>	<b>3,220</b>
财务成本净额	991	1,031	1,429	1,576	1,578
其他非经营净收入/费用	(496)	(203)	431	567	627
<b>税前利润</b>	<b>(10,394)</b>	<b>(5,831)</b>	<b>(620)</b>	<b>1,770</b>	<b>5,425</b>
税费	(37)	70	7	(265)	(814)
非控股权益	55	(29)	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>(10,376)</b>	<b>(5,790)</b>	<b>(613)</b>	<b>1,504</b>	<b>4,612</b>
作每股收益计算的净利润	(10,376)	(5,790)	(613)	1,504	4,612

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	24,302	21,740	36,156	49,682	63,484
有价证券	9,757	12,932	13,578	14,257	14,970
应收账款及票据	2,716	2,450	5,446	7,163	7,932
存货	5,526	5,563	11,773	15,170	16,362
其他流动资产	21,977	19,984	20,787	21,631	22,516
<b>总流动资产</b>	<b>54,522</b>	<b>49,736</b>	<b>74,163</b>	<b>93,647</b>	<b>110,294</b>
物业、厂房及设备	10,954	11,522	11,391	10,889	10,017
其他有形资产	4,245	4,006	3,817	3,656	3,519
无形资产	4,949	4,610	5,025	5,478	5,971
其他长期资产	9,492	12,832	12,834	12,836	12,838
<b>总长期资产</b>	<b>29,641</b>	<b>32,970</b>	<b>33,067</b>	<b>32,859</b>	<b>32,345</b>
<b>总资产</b>	<b>84,163</b>	<b>82,706</b>	<b>107,230</b>	<b>126,506</b>	<b>142,639</b>
短期贷款	3,889	4,609	4,711	4,816	4,923
应付账款	22,210	23,080	44,820	57,754	62,289
其他短期负债	10,012	12,175	12,608	13,062	13,539
<b>总流动负债</b>	<b>36,112</b>	<b>39,865</b>	<b>62,139</b>	<b>75,632</b>	<b>80,751</b>
长期贷款	5,651	5,665	8,497	12,745	19,118
其他长期负债	6,072	5,902	5,932	5,962	5,993
<b>总长期负债</b>	<b>11,722</b>	<b>11,566</b>	<b>14,428</b>	<b>18,707</b>	<b>25,110</b>
<b>总负债</b>	<b>47,834</b>	<b>51,431</b>	<b>76,567</b>	<b>94,339</b>	<b>105,861</b>
储备及其他资本项目	36,329	31,275	30,662	32,166	36,778
<b>股东权益</b>	<b>36,329</b>	<b>31,275</b>	<b>30,662</b>	<b>32,166</b>	<b>36,778</b>
<b>总权益</b>	<b>36,329</b>	<b>31,275</b>	<b>30,662</b>	<b>32,166</b>	<b>36,778</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(10,376)	(5,790)	(613)	1,504	4,612
折旧及摊销	2,107	2,215	2,631	3,003	3,374
营运资本变动	7,352	12	12,836	8,137	2,908
其他经营活动现金流	1,873	6,472	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>956</b>	<b>2,908</b>	<b>14,854</b>	<b>12,644</b>	<b>10,894</b>
资本开支	(2,109)	(2,267)	(2,726)	(2,792)	(2,858)
其他投资活动现金流	2,740	(4,432)	(647)	(679)	(713)
<b>投资活动现金流</b>	<b>631</b>	<b>(6,699)</b>	<b>(3,372)</b>	<b>(3,471)</b>	<b>(3,571)</b>
负债净变动	3,110	1,229	2,935	4,353	6,479
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	4,906	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>8,015</b>	<b>1,229</b>	<b>2,935</b>	<b>4,353</b>	<b>6,479</b>
汇率收益/损失	(15)	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>14,714</b>	<b>24,302</b>	<b>21,740</b>	<b>36,156</b>	<b>49,682</b>
<b>年末现金</b>	<b>24,302</b>	<b>21,740</b>	<b>36,156</b>	<b>49,682</b>	<b>63,484</b>

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	(5.960)	(3.061)	(0.324)	0.795	2.438
全面摊薄每股收益	(5.960)	(3.061)	(0.324)	0.795	2.438
每股账面值	20.867	16.536	16.212	17.007	19.445
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	1.5	14.3	13.7	15.5	17.7
净利率	(33.8)	(14.2)	(0.7)	1.3	3.7
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	(13.3)	(6.9)	(0.6)	1.3	3.4
ROE	(28.3)	(17.1)	(2.0)	4.8	13.4
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.5	1.2	1.2	1.2	1.4
存货周转天数	60.7	57.8	57.8	57.8	57.8
应收账款周转天数	39.2	23.1	23.1	23.1	23.1
应付账款周转天数	220.0	236.0	220.0	220.0	220.0

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirx Holding Company Limited及山东快驴科技发展有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。