小鹏汽车-W（09868.HK）

2025 一季报点评：Q1 业绩好于预期，新车+AI 催化加速释放成长动能

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	30,676	40,866	94,687	167,573	249,073
同比(%)	14.23	33.22	131.70	76.97	48.64
归母净利润（百万元）	(10,375.78)	(5,790.26)	349.07	7,647.43	12,028.73
同比(%)	(13.53)	44.19	106.03	2,090.83	57.29
EPS-最新摊薄（元/股）	(5.45)	(3.04)	0.18	4.02	6.32
P/E（现价&最新摊薄）	(13.85)	(24.82)	411.65	18.79	11.95

投资要点

- **公告要点：**小鹏汽车 Q1 实现营收 158.1 亿元，同比增长 141.5%，环比微降 1.8%。其中，汽车销售收入为 143.7 亿元，同比上升 159.2%，主要得益于交付量的大幅增长。服务及其他收入达 14.4 亿元，同比增长 43.6%，受益于技术研发服务、保养维修及金融服务收入的提升。公司 Q1 净亏损 6.6 亿元，Non-GAAP 净亏损 4.3 亿元，同环比收窄。

- **公司 2025Q1 量利齐升，毛利与费用端好于我们预期。**盈利能力方面，2025Q1 公司综合毛利率 15.6%，同环比分别+2.7/+1.1pct；其中整车毛利率 10.5%，同环比分别+5.0/+0.4pct，连续七个季度上升，整车成本持续下降及规模效应增强。费用方面，公司 Q1 研发费用率 12.5%，同环比分别-8.1/+0.1pct；公司 Q1 销售、行政及一般费用率 12.3%，同环比分别-8.9/-1.8pct，费用控制得当。公司 Q1 实现其他收入 5.4 亿元，主要系政府补贴、税收返还等因素影响。公司一季度批发销量 9.4 万辆，同环比+330.8%/+2.7%，对应汽车单车 ASP15.3 万元，单车毛利 1.6 万元。

- **2025 年公司将迎来新车密集催化与智驾迭代的共振，推动长期发展行稳致远。**1）新车维度，公司 5.28 将举办 Mona M03 MAX 上市发布会，将图灵 AI 辅助驾驶首次普及到 15 万级产品；6 月上市 25 万元级别 SUV G7；Q3 推出 30 万级别豪华运动轿跑全新一代 P7；Q4 鲲鹏超级电动车型逐步进入量产，实现一车双能，有望触达更广阔客群。2）智能化维度，公司 AI 全面布局，2025 年公司逐步实现物理世界基座大模型在 AI 汽车领域应用，车端自研图灵芯片 Q2 开始进入生产环节，Q3 逐步放量，云端基座模型参数量达 720 亿，建成国内汽车行业首个万卡集群。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司新车趋稳节奏放缓，我们略微下调公司 2025~2027 年营业收入预期分别为 947/1676/2491 亿元（原值为 990/1678/2493 亿元），同比分别+132%/+77%/+49%。考虑到公司短期持续加大研发和销售力度，下调 2025 年归母净利润为 3.5 亿元（原值为 11 亿元），同比扭亏，维持 2026~2027 年归母净利润为 76/120 亿元，同比分别+2070%/+58%。2025/2026/2027 年 EPS 分别为 0.18/4.02/6.32 元，对应 PE 分别为 412/19/12 倍，考虑公司预计 2025 年归母净利润实现扭亏，AI 底层竞争力不断增强，维持公司“买入”评级。

- **风险提示：**乘用车行业价格战超预期；自动驾驶政策推出节奏不及预期。

2025 年 05 月 22 日

证券分析师 黄细里
执业证书：S0600520010001
021-60199793
huangxl@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(港元)	77.55
一年最低/最高价	25.50/106.00
市净率(倍)	4.41
港股流通市值(百万港元)	110,762.93

基础数据

每股净资产(元)	16.14
资产负债率(%)	65.46
总股本(百万股)	1,903.55
流通股本(百万股)	1,554.84

相关研究

《小鹏汽车-W(09868.HK:)：2024Q4 季报点评：Q4 量利齐升，新车周期+智驾迭代行稳致远》

2025-03-19

《小鹏汽车-W(09868.HK:)：Q3 毛利率超预期，继续重点推荐》

2024-11-20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

小鹏汽车-W 三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**49,736.07**	**76,951.94**	**126,836.41**	**186,144.56**
现金及现金等价物	18,586.27	29,750.80	53,928.89	84,631.32
应收账款及票据	2,449.63	2,630.20	4,654.80	6,918.70
存货	5,562.92	10,950.41	19,055.09	28,096.87
其他流动资产	23,137.24	33,620.52	49,197.63	66,497.67
非流动资产	**32,970.04**	**36,635.86**	**40,152.76**	**43,723.80**
固定资产	11,521.86	13,219.92	14,895.58	16,612.45
商誉及无形资产	5,872.13	6,626.07	7,367.30	8,121.48
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	6,452.23	7,452.23	8,452.23	9,452.23
其他非流动资产	9,123.81	9,337.65	9,437.65	9,537.65
资产总计	**82,706.11**	**113,587.81**	**166,989.17**	**229,868.37**
流动负债	**39,864.88**	**66,368.64**	**111,622.57**	**161,973.04**
短期借款	6,509.68	8,009.68	9,509.68	11,009.68
应付账款及票据	23,080.48	39,421.49	68,598.31	101,148.75
其他	10,274.73	18,937.47	33,514.58	49,814.62
非流动负债	**11,566.43**	**15,595.31**	**16,095.31**	**16,595.31**
长期借款	6,442.22	6,942.22	7,442.22	7,942.22
其他	5,124.22	8,653.10	8,653.10	8,653.10
负债合计	**51,431.32**	**81,963.95**	**127,717.88**	**178,568.36**
股本	0.13	0.13	0.13	0.13
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	31,274.79	31,623.85	39,271.29	51,300.01
负债和股东权益	**82,706.11**	**113,587.81**	**166,989.17**	**229,868.37**

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(6,980.37)	11,624.99	28,157.12	34,861.02
投资活动现金流	(3,343.11)	(2,195.61)	(5,456.68)	(5,568.73)
筹资活动现金流	892.11	1,735.14	1,477.64	1,410.14
现金净增加额	(9,445.94)	11,164.53	24,178.09	30,702.43
折旧和摊销	809.00	1,048.01	1,083.11	1,028.95
资本开支	(2,800.00)	(3,500.00)	(3,500.00)	(3,500.00)
营运资本变动	(1,723.00)	9,952.41	19,047.55	21,244.76

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**40,866.31**	**94,687.37**	**167,572.92**	**249,073.10**
营业成本	35,020.54	78,842.98	137,196.62	202,297.50
销售、行政及一般费用	0.00	8,521.86	11,394.96	16,936.97
研发费用	6,456.73	8,521.86	11,730.10	17,435.12
其他费用	0.00	(400.00)	(450.00)	(450.00)
经营利润	**(7,481.61)**	**(799.33)**	**7,701.24**	**12,853.51**
利息收入	1,374.53	1,485.51	1,674.77	1,856.51
利息支出	343.98	264.86	522.36	589.86
其他收益	620.09	(10.65)	143.32	31.27
利润总额	**(5,830.98)**	**410.67**	**8,996.98**	**14,151.44**
所得税	(69.78)	61.60	1,349.55	2,122.72
净利润	**(5,761.20)**	**349.07**	**7,647.43**	**12,028.73**
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	**(5,790.26)**	**349.07**	**7,647.43**	**12,028.73**
EBIT	(6,861.52)	(809.98)	7,844.56	12,884.79
EBITDA	(6,052.52)	238.02	8,927.67	13,913.74

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
每股收益(元)	(3.04)	0.18	4.02	6.32
每股净资产(元)	16.46	16.61	20.63	26.95
发行在外股份(百万股)	1,903.55	1,903.55	1,903.55	1,903.55
ROIC(%)	(14.69)	(1.52)	12.97	17.32
ROE(%)	(18.51)	1.10	19.47	23.45
毛利率(%)	14.30	16.73	18.13	18.78
销售净利率(%)	(14.17)	0.37	4.56	4.83
资产负债率(%)	62.19	72.16	76.48	77.68
收入增长率(%)	33.22	131.70	76.97	48.64
净利润增长率(%)	44.19	106.03	2,090.83	57.29
P/E	(24.82)	411.65	18.79	11.95
P/B	4.59	4.54	3.66	2.80
EV/EBITDA	(12.54)	541.51	11.95	5.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为***人民币，港元汇率为2025年5月22日的0.92***，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn