

汽车

2025年05月24日

# 小鹏汽车-W (09868)

——新车销量强劲，毛利率略超预期

报告原因：有业绩公布需要点评

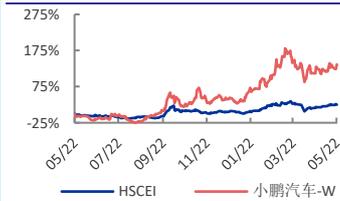
**买入** (维持)

**投资要点：**公司发布 2025 年一季报，2025Q1 实现销量 9.4 万辆，同/环比+330.8/+2.7%；总收入 158.1 亿元，同/环比+141.5/-1.8%；单车收入为 15.3 万元，同/环比-39.8/-4.7%；毛利率 15.6%，同/环比+2.7/+1.2pct；净亏损 6.6 亿元，同/环比减亏 7.5/7.3 亿元。

市场数据：2025年05月23日

收盘价 (港币)	82.05
恒生中国企业指数	8557.64
52 周最高/最低 (港币)	106.00/25.50
H 股市值 (亿港元)	1,561.86
流通 H 股 (百万股)	1,554.85
汇率 (人民币/港币)	1.0886

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

樊夏沛 A0230523080004  
fanxp@swsresearch.com  
戴文杰 A0230522100006  
daiwj@swsresearch.com

研究支持

邵翼 A0230524120001  
shaoyi@swsresearch.com

联系人

邵翼  
(8621)23297818x  
shaoyi@swsresearch.com

- **Mona M03 及 P7+ 的推出带领公司度过行业淡季。**2024 年下半年 Mona M03 及 P7+ 上市后销量表现亮眼，2025Q1 分别实现销量 4.7 万辆、2.4 万辆，两车型合计占一季度总销量 75.5% (MONA M03 占 50.1%，P7+ 占 25.4%)，带动一季度销量在行业淡季下仍环比提升。由于 M03 定价低，2025Q1 单车收入下滑明显，但销量大幅上升下规模效应同样显著，叠加 P7+ 新智驾方案去除两颗激光雷达实现大幅降本，2025Q1 公司毛利率环比提升，其中汽车业务毛利率环比提升 0.5pct。公司 2025 年 Q2 交付指引 10.2-10.8 万辆，创历史新高，同时我们预计随 G6、G9 等车型完成改款，公司二季度单车收入及毛利率将进一步上升。
- **新车型周期已开启，销量增长潜力显著。**继新车 M03 及 P7+ 推出后，G6、G9 也已完成改款，后续 M03 Max 版本将于 5 月底上市，智驾版的推出将在 M03 已有的低定价，高用户转化优势基础上进一步加强其竞争力。新 P7 已亮相，外观与老款 P7 差异大，造型设计亮眼，有望与现有 P7+ 区分开用户群体，减少销量分流，同时 G7 也上市在即。我们预计 2025 年公司可实现 55 万辆总销量，同比+190%。
- **自研芯片二季度上车，进一步优化成本控制能力。**小鹏图灵芯片等效算力是当前主流车端 AI 芯片的 3-7 倍，专为 L4 自动驾驶能力而设计，拥有 40 核处理器、单颗可跑 300 亿参数的本地模型，是全球首颗可以同时应用在 AI 机器人、AI 汽车、飞行汽车的芯片。我们预计随二季度自研芯片上车后，将有效降低小鹏车型成本，同时下一步将会部署在其第五代机器人上。
- **盈利预测与估值。**公司新车周期开启，对外合作及内部改革进度超预期，盈利能力大幅增强，同时机器人及飞行汽车业务也有望取得突破性进展。我们上调 25-27 营业收入由 877/1116/1329 亿元至 959/1172/1355 亿元；上调 25-27 年归母净利润由 4/25/46 亿元至 4/28/47 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源车竞争加剧、原材料价格波动、公司出海及新业务拓展进度不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	30,676	40,866	95,873	117,239	135,464
同比增长率 (%)	14	33	135	22	16
归母净利润 (百万元)	-10,376	-5,790	439	2,830	4,675
同比增长率 (%)	-14	44	108	545	65
每股收益 (元/股)	-5.46	-3.05	0.23	1.49	2.46
净资产收益率 (%)	-28.33	-17.13	1.44	9.12	13.44
市销率	4.69	3.52	1.50	1.23	1.06
市净率	4.0	4.6	4.9	4.4	3.9

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

## 合并利润表 (单位: 百万元人民币)

报告日期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	30,676	40,866	95,873	117,239	135,464
主营业务收入	30,676	40,866	95,873	117,239	135,464
营业总支出	42,060	48,348	95,494	113,532	129,563
营业成本	30,225	35,021	79,461	95,008	109,650
营业开支	5,277	6,457	16,034	18,524	19,913
营业利润	-11,384	-7,482	379	3,707	5,901
净利息支出	-991	-1,031	-68	-263	-399
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-30	386	-100	-500	-1,000
非经常项目前利润	-10,423	-6,065	346	3,470	5,300
非经常项目损益	29	234	170	-140	200
除税前利润	-10,394	-5,831	516	3,330	5,500
所得税	37	-70	77	499	825
少数股东损益	0	0	0	0	0
持续经营净利润	-10,431	-5,761	439	2,831	4,675
非持续经营净利润	0	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-10,376	-5,790	439	2,830	4,675
EPS (最新股本摊薄)	-5.46	-3.05	0.23	1.49	2.46

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对行业的分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。