

亏损大幅收窄，出海开拓第二增长曲线

小鹏汽车-W (9868. HK)

事件概述

公司发布 2025 年一季度财报，营收 158.1 亿元，同比+141.5%、环比-1.8%；净亏损-6.6 亿元，同比减亏 7.1 亿元、环比减亏 6.7 亿元。

► 交付量创新高，步入密集产品周期

一季度，公司交付新车 94008 辆，同比增长 330.8%；其中，MONA 03、P7+分别为 47130 辆、23885 辆，证明了公司打造爆款的能力。公司将步入密集产品周期，5 月底，MONA 03 MAX 版；6 月，25 万级别 SUV G7；三季度，30 万级豪华运动轿跑 P7；四季度，鲲鹏超电。

► 毛利率连续七个季度提升，亏损大幅收窄

1) 一季度，公司毛利率 15.6%，同比+2.7pct、环比+1.2pct；其中，汽车毛利率为 10.5%，同比+5.0pct、环比+0.5pct。2) 净亏损-6.6 亿元，同比减亏 7.1 亿元、环比减亏 6.7 亿元，同比减亏主要系毛利改善影响，环比减亏主要系毛利改善、费用降低影响。

► 研发加码，AI 领域多点开花

一季度，研发投入 19.8 亿元，同比+46.7%。公司自研鹰眼纯视觉方案、图灵大算力自研芯片、云端超大规模基座模型、全本地部署的 VLA 模型，以及整车新一代电子电气架构、物理仿真体系等，为高等级自动辅助驾驶构建竞争壁垒，加速从 L2 辅助驾驶向 L3/L4 级自动驾驶发展。

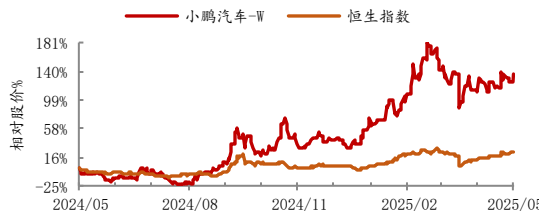
► 出口增长超 277%，拓展第二增长曲线

一季度，公司出口销量 7615 辆，同比+278%。公司持续开拓海外市场，一季度新增超 40 家门店，开拓包括欧洲、英国、印尼等关键市场。未来，公司将进入全球多个区域开展制造以及本土化服务，立足科技打造全球中高端品牌，推动海外业务持续高速扩张。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：增持
目标价格(港元)：
最新收盘价(港元)：82.05

股票代码：9868
52 周最高价/最低价(港元)：106.0/25.5
总市值(亿港元)：1,561.86
自由流通市值(亿港元)：1,275.75
自由流通股数(百万)：1,554.84



分析师：白宇
邮箱：baiyu@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524020001

分析师：陈乐音
邮箱：chenly3@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524110001

相关研究

1. 【华西汽车】小鹏汽车：Q4 销量营收均创新高，Ai+强产品周期助力未来增长（24Q4 业绩点评）

2025.03.20

2. 【华西汽车】小鹏汽车：MONA 引领新一轮产品周期，智能化领先优势不断强化（2024-7）

2024.07.15

投资建议

公司一季度交付创新高，5月开始，MONA MAX版/G7/P7/增程产品密集上市，销量有望加速向上。

基于此，我们上调盈利预测，预计2025-2027年营收为876.65、1276.44、1546.44亿元（原值为860.65、1226.44、1456.44亿元），归母净利润为-10.52、25.72、62.21亿元（原值为-11.35、25.11、58.21亿元），EPS为-0.55、1.35、3.27元（原值为-0.60、1.32、3.06元）。

2025年5月22日收盘价82.05港元，对应2025-2027年PE为-137.27、56.16、23.21倍，2025-2027年PS为1.64、1.12、0.93倍。我们认为公司业绩增速明显领先于可比公司，将“增持”上调至“买入”评级。

风险提示

竞争加剧超预期，新技术开拓不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30676.07	40866.31	87665.35	127644.37	154644.37
YoY (%)	14.23%	33.22%	114.52%	45.60%	21.15%
归母净利润(百万元)	-10375.78	-5790.26	-1052.00	2571.51	6220.59
YoY (%)	-13.53%	44.19%	81.83%	344.44%	141.90%
毛利率 (%)	1.47%	14.30%	15.56%	16.85%	17.36%
每股收益 (元)	-5.96	-3.06	-0.55	1.35	3.27
ROE (%)	-0.29	-0.19	-0.03	0.08	0.16
市盈率	-8.80	-14.10	-137.27	56.16	23.21

资料来源：Wind，华西证券研究所

1. 小鹏汽车：中国领先的智能电动汽车公司

小鹏汽车是中国领先的智能电动汽车公司，设计、开发、生产及营销智能电动汽车。自成立以来，公司一直坚持科技创新，以实现可展望的未来出行方式。公司通过软件的快速更新迭代以及与硬件的紧密结合，持续引领智能电动汽车技术的创新，为消费者提供差异化的智能电动汽车产品。自 2015 年成立以来，公司已成为中国领先的智能电动汽车公司之一，以领先的软件及硬件技术为核心，为智能辅助驾驶、智能互联和车辆系统带来创新。

2. 盈利预测与投资建议

公司分业务盈利预测假设如下：

- 1) 汽车销售：MONA MAX/G7/P7/鲲鹏电动等车型陆续上市，各月销量有望持续向上；随着高价车型销量规模提升，毛利率预计得到改善。假设 2025-2027 年收入分别同比+127.81%、+47.50%、+21.22%，假设毛利率 2025-2027 年分别为 12.27%、14.55%、15.41%。
- 2) 其他业务：假设 2025-2027 年收入同比+20%，毛利率 2025-2027 年分别为 60%、55%、50%。

公司一季度交付创新高，5 月开始，MONA MAX 版/G7/P7/增程产品密集上市，各月销量有望加速向上。

基于此，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年营收为 876.65、1276.44、1546.44 亿元（原值为 860.65、1226.44、1456.44 亿元），归母净利润为-10.52、25.72、62.21 亿元（原值为-11.35、25.11、58.21 亿元），EPS 为-0.55、1.35、3.27 元（原值为-0.60、1.32、3.06 元）。

2025 年 5 月 22 日收盘价 82.05 港元，对应 2025-2027 年 PE 为-137.27、56.16、23.21 倍，2025-2027 年 PS 为 1.64、1.12、0.93 倍。我们认为公司业绩增速明显领先于可比公司，将“增持”上调至“买入”评级。

表 1 分业务盈利预测

分业务		2024A	2025E	2026E	2027E
汽车销售	营业收入	358.29	816.21	1203.91	1459.40
	YOY (%)		127.81%	47.50%	21.22%
	毛利率 (%)	8.30%	12.27%	14.55%	15.41%
其他	营业收入	50.37	60.44	72.53	87.04
	YOY (%)		20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 (%)	57.20%	60%	55%	50%
总计	营业收入	408.66	876.65	1276.44	1546.44
	YOY (%)		114.52%	45.60%	21.15%
	毛利率 (%)	14.33%	15.56%	16.85%	17.36%

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	公司名称	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)			PS (倍)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2015.HK	理想汽车-W	2208	103.3	105.11	148.66	179.82	21.01	14.86	12.28	1.27	0.98	0.87
9863.HK	零跑汽车	763	57.1	2.05	22.53	46.45	372.65	33.85	16.42	1.26	0.91	0.72
	平均值						196.83	24.355	14.35	1.27	0.95	0.79
9868.HK	小鹏汽车-W	1435	75.5	-10.52	25.72	62.21	-137.27	56.16	23.21	1.64	1.12	0.93

资料来源：Wind（2025 年 5 月 22 日收盘价，可比公司归母净利润预测均为 Wind 一致预期），华西证券研究所

3. 风险提示

竞争加剧超预期，新技术开拓不及预期等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	40866.31	87665.35	127644.37	154644.37	净利润	-5790.26	-1052.00	2571.51	6220.59
YoY (%)	33.22%	114.52%	45.60%	21.15%	折旧和摊销	2572.64	1101.50	1234.18	1266.34
营业成本	35020.54	74023.30	106135.69	127795.78	营运资金变动	-381.09	13809.57	12635.32	8518.34
营业税金及附加					经营活动现金流	-2012.34	11184.42	12879.45	11665.34
销售费用	6870.64	9204.86	0.00	0.00	资本开支	-2427.94	-3755.01	-3755.01	-3755.01
管理费用	0.00	9204.86	12126.22	13144.77	投资	1014.10	7059.61	5059.61	4559.61
财务费用	-1030.54	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-1255.10	9394.30	4866.16	5144.53
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	669.32	2643.66	2643.66	2643.66
营业利润	-7481.61	-3715.69	-956.72	1950.85	筹资活动现金流	669.32	2643.66	2643.66	2643.66
营业外收支					现金净流量	-2562.39	23222.37	20389.27	19453.53
利润总额	-5830.98	-1041.04	2604.83	6290.77	主要财务指标				
所得税	-69.78	3.69	26.05	62.91	成长能力				
净利润	-5761.20	-1044.73	2578.79	6227.86	营业收入增长率	33.22%	114.52%	45.60%	21.15%
归属于母公司净利润	-5790.26	-1052.00	2571.51	6220.59	净利润增长率	44.19%	81.83%	344.44%	141.90%
YoY (%)	44.19%	81.83%	344.44%	141.90%	盈利能力				
每股收益 (元)	-3.06	-0.55	1.35	3.27	毛利率	14.30%	15.56%	16.85%	17.36%
资产负债表 (百万元)					净利率	-14.17%	-1.20%	2.01%	4.02%
货币资金	18586.27	41808.64	62197.91	81651.44	总资产收益率 ROA	-7.00%	-0.79%	1.48%	3.02%
预付款项					净资产收益率 ROE	-18.51%	-3.48%	7.84%	15.94%
存货	5562.92	13534.15	19405.46	23365.71	偿债能力				
其他流动资产	3716.42	15488.41	22551.76	27322.02	流动比率	1.25	1.15	1.14	1.17
流动资产合计	49736.07	101805.20	143382.64	177316.08	速动比率	1.01	0.83	0.81	0.83
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.47	0.47	0.50	0.54
固定资产	11521.86	11323.62	11135.29	10965.07	资产负债率	62.19%	77.36%	81.10%	81.05%
无形资产	5872.13	8723.88	11433.05	14091.93	经营效率				
非流动资产合计	32970.04	31677.77	30138.99	28568.05	总资产周转率	0.49	0.81	0.83	0.82
资产合计	82706.11	133482.97	173521.63	205884.13	每股指标 (元)				
短期借款	6509.68	9153.33	11796.99	14440.65	每股收益	-3.06	-0.55	1.35	3.27
应付账款及票据	23080.48	54395.18	77992.60	93909.27	每股净资产	16.46	15.88	17.23	20.50
其他流动负债	10260.21	24599.95	35818.54	43395.06	每股经营现金流	-1.06	5.88	6.77	6.13
流动负债合计	39864.88	88164.87	125632.02	151773.93	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	6442.22	6442.22	6442.22	6442.22	估值分析				
其他长期负债	5124.22	8653.10	8653.10	8653.10	PE	-14.10	-137.27	56.16	23.21
非流动负债合计	11566.43	15095.31	15095.31	15095.31	PB	2.62	4.78	4.40	3.70
负债合计	51431.32	103260.18	140727.34	166869.24					
股本	0.13	0.13	0.13	0.13					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	31274.79	30222.79	32794.30	39014.88					
负债和股东权益合计	82706.11	133482.97	173521.63	205884.13					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。