

# 小鹏汽车-W (09868.HK)

## 一季度业绩超预期，后续新车可期

**25Q1 公司销量淡季不淡，同比大幅增长，净亏损大幅收窄。**公司 Q1 实现 9.4 万交付量，同比增长 331%，带动收入同比增长 141.5% 至 158 亿元。其中，汽车销售/服务及其他收入分别为 144/14 亿元，同比增长 159%/44%。盈利性方面，公司 Q1 实现了 15.6% 的毛利率，其中汽车/服务及其他毛利率分别为 10.5%/66.4%。尽管公司低价车型 MONA 销售的占比逐步提升，公司自去年 Q3 以来的汽车毛利率却逐步提升，这主要是受益于规模效应、成本管控能力大幅提升。公司 Q1 研发费用 20 亿、销售及行政开支 19 亿，整体费用绝对值环比有所减少。并且，公司 Q1 获得了一些额外的非经营性收益，如其他收入录得 5.4 亿，环比明显增长主要系政府补贴；汇兑收益录得 1.3 亿。公司 non-GAAP 归母净亏损为 4.3 亿元，同比/环比分别收窄了 70%/69%，non-GAAP 归母净亏损率同比/环比收窄了 18.8pct/5.9pct 至 2.7%。展望 Q2，公司指引销量 10.2-10.8 万辆，同比增长 238%-258%；总收入 175-187 亿元，同比增长 116%-131%。盈利方面，我们预计公司经营层面将继续改善，但一次性政府补贴或汇兑收益具有不确定性，Q2 名义的归母净亏损预计不会减少。

**即将迎来 2025 年全新车型的陆续上市，具有技术的先锋性，助力销量爬升和盈利性改善。**1) **车型方面**，公司今年此前陆续带来了 G6/G9/X9 等改款车型，Q2 预计带来 5 款车型的改款或增配。新车节奏上，MONA M03 Max 版将于 5 月 28 日正式上市，该车型将把图灵 AI 辅助驾驶普及到 15 万级产品，25 万级 SUV G7 将在 6 月亮相，30 万级豪华运动轿跑 P7 将在 Q3 推出。Q4，公司还将首次实现一车双能，推出鲲鹏超电车型。2) **技术方面**，我们认为后续这些车型在各自的价格带将有明显的技术先锋性，尤其是自研图灵芯片的搭载有望给用户带来行业最大的车端算力、最大的车端模型。根据小鹏世界基座模型负责人刘博士分享：“过去一年，我们做了大量实验，在 10 亿、30 亿、70 亿、720 亿参数的模型上都看到了明显的规模法则效应：参数规模越大，模型的能力越强。”若 Scaling law 在超大模型上仍然存在，我们相信图灵芯片所承载的车端更大的模型，有望为公司带来远超当前的辅助驾驶体验。3) **盈利性方面**，公司当前的销售结构以 MONA M03、P7+ 等车型为主，后续随着 MONA M03 Max 版车型的推出和原有车的升级、25 万级的 G7 和 30 万级的 P7 推出，公司整体 ASP 和盈利性有望稳步提升。

**海外表现亮眼。**公司 Q1 海外销量同比增长 370%+，公司 1-4 月海外销量超过 1.1 万台，且随着 X9 改款车型的海外上市，海外销售结构进一步高端化。我们仍然预计公司今年有望在 2024 年起 2 万出口量的基础上实现翻倍以上的增长。销售网络方面，公司截至 2024 年底已经在海外建设 150 家门店，目标到 2025 年底在海外完成超 300 个销售和服务网点，同比翻倍。25Q1 公司已经在 150 家门店的基础上新增了超过 40 家海外门店，进展符合预期，开拓了包括英国、印尼等数个关键市场。今年，公司将继续重点关注欧洲、中东、东南亚这三个核心区域。站在全球视野展望当前的新能源汽车市场，我们看好公司在海外市场的长期发展机会，尤其是将来一车双能的战略下，公司将为全球消费者带来更多样的动力形式，帮助公司更好角逐海外的蓝海市场。

**Robotaxi、机器人等市场空间广阔，长期有望重塑公司估值。**当前国内新势力企业的估值，仍然主要考虑汽车销售业务，而较少考虑其科技属性，因此与海外新势力企业的估值差异巨大。我们认为随着头部新势力企业在智能驾驶以及其他 AI 应用场景的探索，它们的科技属性有望逐步被考虑进来。就小鹏而言，我们认为 Robotaxi、机器人等产品有望为公司带来新的增长曲线。1) Robotaxi 方面，公司预估在 2026 年规模量产支持 L4 低速场景无人驾驶的车辆。2) 机器人方面，在 4 月 23 日上海车展上，小鹏 Iron 机器人的行走展示获得广泛关注和认可，但其实此前 Iron 已在工厂参与打螺丝等难度更高的工作，公司目标在 2026 年能够推出面向工业和商业场景的人形机器人。此外，飞行汽车方面，小鹏汽车参股的小鹏汇天预计在 26Q1 完成首批交付。

**投资建议：**虽然今年市场的价格竞争仍有压力，但随着公司销量提升带来的规模经济、组织体系变革，我们看好公司中长期盈利性持续改善。基于此，我们适当调整盈利预测，预计公司 2025-27 年销量约 47/75/103 万辆，总收入达 832/1465/2072 亿元、non-GAAP 净利润率为 -0.9%/1.9%/5.7%。考虑到大众合作持续深化，我们拆分了业务预测，预计 2025 年主营业务收入为 810 亿人民币，2024 年大众合作带来的利润约 20 亿元。对于大众合作业务，考虑到高毛利和成长性，我们给予 212 亿港元估值，对应 10x 2025e 大众合作分部 P/E；我们给予主业估值 1788 亿港元，对应 2x 2025e 主业 P/S，合计估值 2000 亿港元，目标价 (9868.HK) 105.7 港元、(XPEV.N) 27 美元。此外，公司的其他成长曲线有望随着后续的产品进展，逐步纳入估值体系中，维持“买入”评级。

**风险提示：**新车型销量不及预期风险、产品推出节奏不及预期风险、智驾能力提升和功能落地不及预期风险、竞争激烈风险、成本改善及毛利率提升不及预期风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	30,677	40,832	83,174	146,543	207,201
增长率 YoY (%)	14.2	33.1	103.7	76.2	41.4
归母净利润 (百万元)	-10,376	-5,790	-1,338	2,305	11,410
归母净利润率 (%)	-34%	-14%	-2%	2%	6%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-9,415	-5,551	-740	2,785	11,890
Non-GAAP 归母净利润率 (%)	-31%	-14%	-1%	2%	6%
P/S (倍)	4.5	3.4	1.7	0.9	0.7
P/B (倍)	3.5	4.4	4.6	4.3	3.2

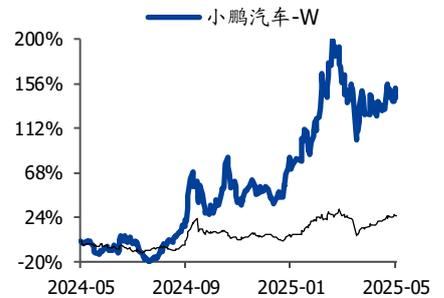
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 5 月 23 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	海外
前次评级	买入
05 月 23 日收盘价 (港元)	78.85
总市值 (百万港元)	150,094.92
总股本 (百万股)	1,903.55
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	25.71

### 股价走势



### 作者

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号: S0680524070003

邮箱: liuling3@gszq.com

### 相关研究

- 《小鹏汽车-W (09868.HK): 看好强势产品周期，多条成长曲线可期》 2025-03-21
- 《小鹏汽车-W (09868.HK): 强势产品周期，看好 2025 年盈利性改善》 2024-11-21
- 《小鹏汽车-W (09868.HK): 海外加速、产品降本，有望改善盈利》 2024-08-22

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	54522	49736	81404	116164	151745
现金及现金等价物	21127	18697	29911	57267	73585
短期投资净额	781	751	751	751	751
应收账款	2716	2450	11413	13011	21522
存货	5526	5563	17025	22772	33499
其他流动资产	24371	22275	22303	22363	22387
<b>非流动资产</b>	29641	32970	32403	31902	31460
固定资产	10954	11522	11423	11338	11264
资产使用权	1456	1262	1097	954	830
无形资产	4949	4610	4306	4034	3790
长期投资	2085	1963	1963	1963	1963
其他非流动资产	10197	13613	13613	13613	13613
<b>资产总计</b>	84163	82706	113806	148066	183205
<b>流动负债</b>	36112	39865	71074	101801	124301
短期借款	3889	4609	4609	4609	4609
应付账款	22210	23080	54290	85016	107517
应付负债	400	366	366	366	366
其他流动负债	9612	11809	11809	11809	11809
<b>非流动负债</b>	11722	11566	12795	14024	15252
长期借款	5651	5665	6893	8122	9350
其他非流动负债	6072	5902	5902	5902	5902
<b>负债合计</b>	47834	51431	83869	115824	139553
资本公积	70198	70672	70672	70672	70672
未分配利润	-35760	-41586	-42924	-40618	-29209
累计其他综合损益	1831	2094	2094	2094	2094
归属母公司股东权益	36329	31275	29937	32242	43652
少数股东权益	0	0	0	0	0
可赎回非控股股东权益	0	0	0	0	0
<b>可赎回及权益总额</b>	36329	31275	29937	32242	43652
<b>负债和权益总额</b>	84163	82706	113806	148066	183205

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	956	-2012	11682	27824	16787
净利润	-10376	-5790	-1338	2305	11410
固定资产折旧	1646	1572	1598	1586	1574
无形资产摊销	231	538	502	469	440
内容及版权摊销	231	463	164	143	124
营运资金变动	6771	31	10756	23321	3238
其他经营现金流	2453	1174	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	631	-1255	-1697	-1697	-1697
资本开支	-2221	-2423	-1697	-1697	-1697
其他投资现金流	2852	1168	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	8015	669	1229	1229	1229
短期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-27	0	0	0
其他筹资现金流	8015	697	1229	1229	1229
<b>现金净增加额</b>	9588	-2562	11214	27356	16318

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	30677	40832	83174	146543	207201
营业成本	30225	35021	69633	122318	169053
毛利润	452	5812	13541	24225	38148
研发费用	6559	6871	8116	11104	14918
销售及管理费用	5277	6457	8426	12665	15839
其他经营性损益	466	589	544	0	0
<b>营业利润 (亏损)</b>	-10889	-6658	-2575	456	7390
财务收入	1260	1254	1125	1685	3053
财务支出	269	289	314	338	362
联营公司亏损	-410	0	0	0	0
其他非经营性收益	139	59	151	0	0
<b>利润总额</b>	-10394	-5831	-1335	2122	10399
所得税	37	-70	-26	-212	-1040
<b>净利润</b>	-10431	-5761	-1309	2334	11439
可赎回少数股东权益的增益	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	-10376	-5790	-1338	2305	11410
<b>调整后归属普通股股东净利</b>	-9415	-5551	-740	2785	11890

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	14.2	33.1	103.7	76.2	41.4
营业利润 (%)	25.1	-38.9	-61.3	-117.7	1519.5
归属于母公司净利润 (%)	11.7	-41.0	-86.7	-476.6	326.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	1.5	14.2	16.3	16.5	18.4
净利率 (%)	-30.7	-13.6	-0.9	1.9	5.7
ROE (%)	-28.6	-18.5	-4.5	7.1	26.1
ROIC (%)	-35.2	-47.7	-57.8	20.9	-2.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	56.8	62.2	73.7	78.2	76.2
净负债比率 (%)	-47.5	-45.0	-84.5	-163.3	-158.0
流动比率	1.5	1.2	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.5	0.4	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.5	0.8	1.1	1.3
应收账款周转率	9.3	15.8	12.0	12.0	12.0
应付账款周转率	1.7	1.5	1.8	1.8	1.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	-5.4	-2.9	-0.4	1.5	6.3
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.6	-1.2	6.2	14.7	8.8
每股净资产 (最新摊薄)	20.9	16.5	15.8	17.0	23.0
<b>估值比率</b>					
P/S	4.5	3.4	1.7	0.9	0.7
P/B	3.5	4.4	4.6	4.3	3.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年5月23日收盘价

图表 1: 小鹏汽车核心财务预测: 年度

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总销量 (台)	141,601	190,068	465,054	748,604	1,028,886
G3	5,105	334	-	-	-
P7 及 P7i	45,371	15,466	9,320	10,670	10,137
P5	20,089	5,428	2	-	-
G9	25,790	32,512	31,575	29,673	27,899
G6	44,545	49,785	67,708	64,538	61,281
X9	701	22,003	18,935	18,382	17,663
MONA M03	-	47,040	182,130	153,250	137,925
P7+	-	17,500	95,885	91,091	81,982
G7	-	-	47,000	80,000	80,000
G01	-	-	7,500	43,000	44,000
其他车型	-	-	5,000	258,000	568,000
<b>总收入 (百万元)</b>	<b>30,677</b>	<b>40,832</b>	<b>83,174</b>	<b>146,543</b>	<b>207,201</b>
车辆销售	28,012	35,829	76,435	136,320	190,963
服务及其他	2,665	5,003	6,739	10,223	16,238
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>452</b>	<b>5,812</b>	<b>13,541</b>	<b>24,225</b>	<b>38,148</b>
车辆销售	-446	2,963	9,167	17,890	28,410
服务及其他	898	2,883	4,374	6,335	9,738
<b>毛利率</b>	<b>1.5%</b>	<b>14.2%</b>	<b>16.3%</b>	<b>16.5%</b>	<b>18.4%</b>
车辆销售	-1.6%	8.3%	12.0%	13.1%	14.9%
服务及其他	33.7%	57.6%	64.9%	62.0%	60.0%
销售及管理费用率	-21%	-17%	-10%	-8%	-7%
研发费用率	-17%	-16%	-10%	-9%	-8%
归属普通股股东净利润 (百万元)	-10,376	-5,790	-1,338	2,305	11,410
净利润率	-34%	-14%	-2%	2%	6%
<b>Non-GAAP 归母净利润 (百万元)</b>	<b>-9,415</b>	<b>-5,551</b>	<b>-740</b>	<b>2,785</b>	<b>11,890</b>
<b>Non-GAAP 归母净利润率</b>	<b>-30.7%</b>	<b>-13.6%</b>	<b>-0.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>5.7%</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测 (注: 未来的车型型号以公司披露为准。)

图表 2: 小鹏汽车核心财务预测: 季度

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2E	25Q3E	25Q4E
总销量 (台)	21,821	30,207	46,533	91,507	94,008	105,673	128,228	137,145
G3	132	170	32	-	-	-	-	-
P7 及 P7i	4,224	4,886	4,268	2,088	720	600	4,000	4,000
P5	1,165	1,522	2,128	613	2	-	-	-
G9	3,991	7,438	10,581	10,502	5,616	7,573	8,652	9,734
G6	4,437	10,920	15,858	18,570	13,137	16,500	18,644	19,427
X9	7,872	5,271	4,666	4,194	3,518	4,000	4,433	3,984
MONA 车型	-	-	9,000	38,040	47,130	45,000	45,000	45,000
P7+	-	-	-	17,500	23,885	24,000	24,000	24,000
G7	-	-	-	-	-	7,000	20,000	20,000
G01	-	-	-	-	-	-	500	7,000
其他车型	-	-	-	-	-	1,000	3,000	4,000
<b>总收入 (百万元)</b>	<b>6548</b>	<b>8111</b>	<b>10102</b>	<b>16105</b>	<b>15811</b>	<b>18251</b>	<b>23287</b>	<b>25826</b>
车辆销售	5544	6819	8795	14671	14369	16664	21529	23873
服务及其他	1,004	1,293	1,307	1,434	1,441	1,586	1,758	1,953
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>844</b>	<b>1136</b>	<b>1541</b>	<b>2325</b>	<b>2460</b>	<b>2978</b>	<b>3750</b>	<b>4354</b>
车辆销售	302	435	756	1471	1503	1937	2615	3112
服务及其他	541	701	786	854	957	1,041	1,135	1,242
<b>毛利率</b>	<b>12.9%</b>	<b>14.0%</b>	<b>15.3%</b>	<b>14.4%</b>	<b>15.6%</b>	<b>16.3%</b>	<b>16.1%</b>	<b>16.9%</b>
车辆销售	5.5%	6.4%	8.6%	10.0%	10.5%	11.6%	12.1%	13.0%
服务及其他	53.9%	54.3%	60.1%	59.6%	66.4%	65.6%	64.6%	63.6%
销售及管理费用率	-21%	-19%	-16%	-14%	-12%	-11%	-9%	-8%
研发费用率	-21%	-18%	-16%	-12%	-13%	-11%	-10%	-9%
<b>归属普通股股东净利润 (百万元)</b>	<b>-1,368</b>	<b>-1,285</b>	<b>-1,808</b>	<b>-1,330</b>	<b>-664</b>	<b>-678</b>	<b>-401</b>	<b>405</b>
净利润率	-21%	-16%	-18%	-8%	-4%	-4%	-2%	2%
<b>Non-GAAP 归母净利润 (百万元)</b>	<b>-1,408</b>	<b>-1,220</b>	<b>-1,532</b>	<b>-1,391</b>	<b>-426</b>	<b>-558</b>	<b>-281</b>	<b>525</b>
Non-GAAP 归母净利润率	-21.5%	-15.0%	-15.2%	-8.6%	-2.7%	-3.1%	-1.2%	2.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测 (注: 未来的车型型号以公司披露为准。)

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com