

小鹏汽车-W (09868.HK)

优于大市

一季度销量同比增长 331%，MONA M03 新版本上市 1 小时大定破万台

核心观点

2025Q1 小鹏汽车实现营业收入 158 亿元，同比增长 141%。2025Q1，小鹏汽车的销量为 9.4 万辆，同比增长 330.8%，环比增长 2.7%；总收入为 158.1 亿元，同比增长 141.5%，环比减少 1.8%；净利润为-6.6 亿元，去年同期为-13.7 亿元，2024Q4 为-13.3 亿元。拆分来看，1) 2025Q1 汽车销售收入为 143.7 亿元，同比+159.2%，环比-2.1%，增长原因主要由于交付量增加所致。2) 2025Q1 服务及其他收入为 14.4 亿元，同比+43.6%，环比+0.5%，同比增长主要由于与大众汽车集团进行平台与软件战略以及电子电气架构技术战略合作有关的技术研发服务的收入增加，以及维修及保养服务及汽车金融服务收入增加所致。

研发与经营活动降本增效，毛利率与净利率同环比均提升。2025Q1，小鹏汽车的毛利率/净利率分别为 15.6%/-4.2%，分别同比变动+2.7/+16.7pct，分别环比变动+1.1/+4.1pct，拆分来看，1) 2025Q1 汽车业务毛利率 10.5%，同比+5.0pct，环比+0.5pct，汽车毛利率增长主要由于销量增长带动的持续的整车成本降低及规模经济效益所致；2) 2025Q1 服务及其他利润率为 66.4%，同比+12.5pct，环比+6.8pct，同比增长主要由于来自技术研发服务的收入的毛利率较高，环比增长主要是由于保养及维修服务的毛利率增加所致。

2025Q1 销量同比增长 331%。2025Q1，小鹏汽车的总销量为 9.4 万辆，同比增长 330.8%，环比增长 2.7%。2025 年 4-5 月，小鹏汽车累计总交付量为 6.86 万辆，同比增长 251%，公司 2025 年第二季度指引，2025Q2 汽车交付量预计 102,000-108,000 辆，按年增加约 238%至 258%。

2025 款小鹏 X9、MONA M03 新版本正式上市，标配图灵 AI 智驾。2025 年 5 月 28 日，小鹏 MONA M03 新版本上市，售价 11.98-13.98 万元，1 小时大定 12566 台，其中 Max 版订单占比 83%，全球首次 15 万车型实现满血版智能辅助驾驶。

风险提示：原材料价格上涨，汽车价格竞争持续激化。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。公司新车型走量，公司纯视觉方案的落地，将高阶智驾车型渗透至 20 万以内的市场，加速实现高阶智驾平权，叠加后续更多新车型的推出，公司经营周期持续向上。我们维持盈利预测，预计 25/26/27 年营收 885/1181/1303 亿元，预计 25/26/27 年归母净利润-16/27/47 亿元，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,676	40,866	88,453	118,093	130,301
(+/-%)	14.2%	33.2%	116.4%	33.5%	10.3%
净利润(百万元)	-10431	-5761	-1582	2659	4682
(+/-%)	—	—	—	—	76.1%
每股收益(元)	-5.48	-3.03	-0.83	1.40	2.46
EBIT Margin	-30.1%	-14.8%	-1.4%	2.5%	3.8%
净资产收益率 (ROE)	-28.7%	-18.4%	-5.3%	8.2%	12.6%
市盈率 (PE)	-13.4	-24.2	-88.0	52.4	29.7
EV/EBITDA	-23.5	-33.2	144.9	42.2	32.3
市净率 (PB)	3.83	4.45	4.69	4.30	3.76

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

汽车·乘用车

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

证券分析师：杨彬

0755-81982771

yangshan@guosen.com.cn

S0980523110001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	78.50 港元
总市值/流通市值	149429/122055 百万港元
52 周最高价/最低价	106.00/25.50 港元
近 3 个月日均成交额	2303.39 百万港元

市场走势



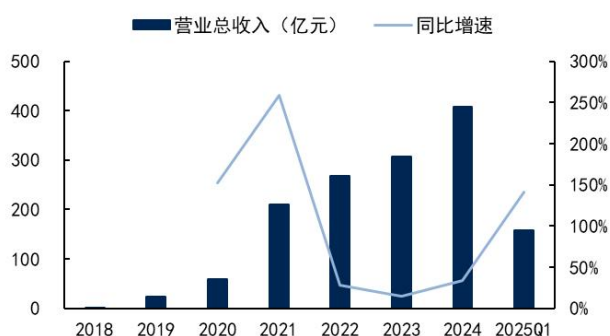
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -单四季度销量环比增长 97%，新品周期持续向上》——2025-03-21
- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -单三季度毛利率同环比双升，新品周期持续向上》——2024-11-22
- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -小鹏新车型 P7+上市当天订单超 3 万辆，新品周期持续向上》——2024-11-11
- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -一季度毛利率环比提升，期待智能化软件和新产品周期迭代》——2024-05-31
- 《小鹏汽车-W (09868.HK) -营业收入同比增长 25%，城区高阶智能驾驶赋能新车型发力》——2023-11-20

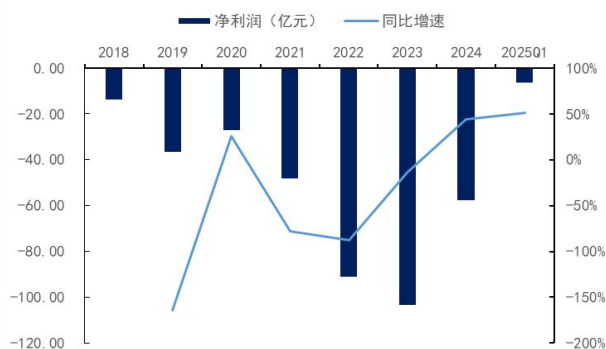
2025Q1 小鹏汽车实现营业收入 158 亿元，同比增长 141%。2025Q1，小鹏汽车的销量为 9.4 万辆，同比增长 330.8%，环比增长 2.7%；总收入为 158.1 亿元，同比增长 141.5%，环比减少 1.8%；净利润为-6.6 亿元，去年同期为-13.7 亿元，2024Q4 为-13.3 亿元。拆分来看，1) 2025Q1 汽车销售收入为 143.7 亿元，同比+159.2%，环比-2.1%，增长原因主要由于交付量增加所致。2) 2025Q1 服务及其他收入为 14.4 亿元，同比+43.6%，环比+0.5%，同比增长主要由于与大众汽车集团进行平台与软件战略以及电子电气架构技术战略合作有关的技术研发服务的收入增加，以及维修保养服务及汽车金融服务收入增加所致。

图1：小鹏汽车营业收入及同比



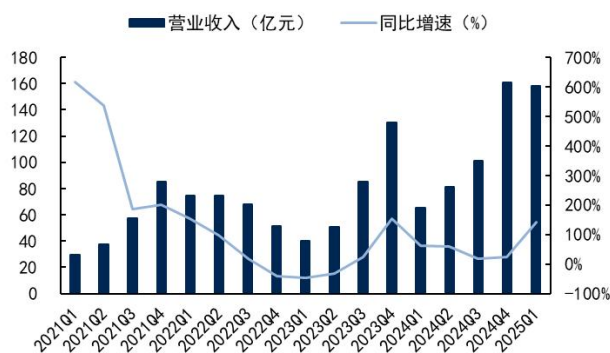
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：小鹏汽车净利润及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：小鹏汽车单季度营业收入及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

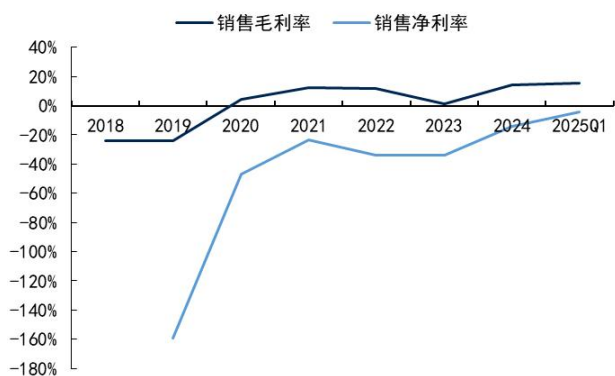
图4：小鹏汽车单季度净利润及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

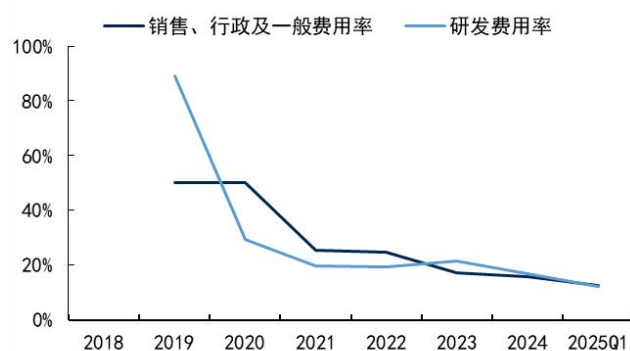
研发与经营活动降本增效，毛利率与净利率同环比均提升。2025Q1，小鹏汽车的毛利率/净利率分别为 15.6%/-4.2%，分别同比变动+2.7/+16.7pct，分别环比变动+1.1/+4.1pct；研发费用率/销售、行政及一般费用率分别为 12.3%/12.5%，分别同比变动-8.3/-8.7pct，分别环比变动-1.8/+0.1pct。2025Q1，公司毛利率同环比提升，拆分来看，1) 2025Q1 汽车业务毛利率 10.5%，同比+5.0pct，环比+0.5pct，汽车毛利率增长主要由于销量增长带动的持续的整车成本降低及规模经济效益所致；2) 2025Q1 服务及其他利润率为 66.4%，同比+12.5pct，环比+6.8pct，同比增长主要由于来自技术研发服务的收入的毛利率较高，环比增长主要是由于保养及维修服务的毛利率增加所致。

图5：小鹏汽车毛利率与净利率



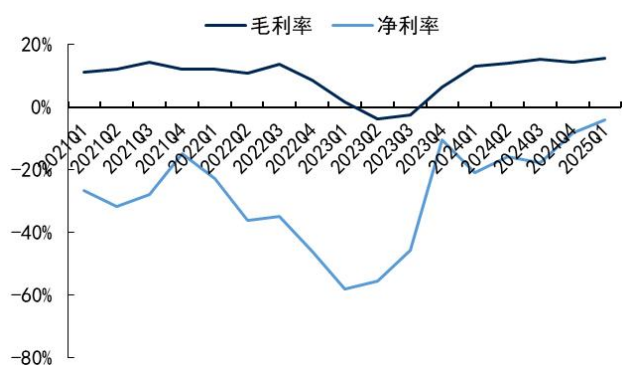
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：小鹏汽车研发费用率与销售管理费用率



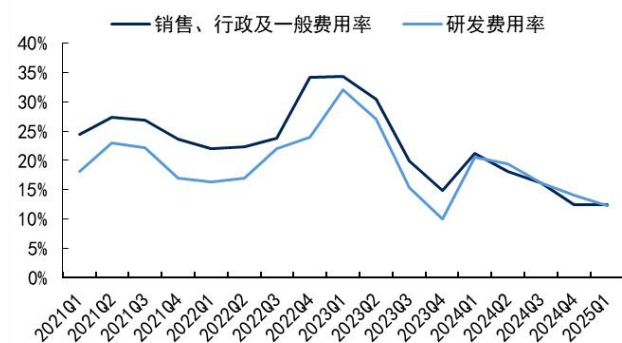
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：小鹏汽车单季度毛利率与净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：小鹏汽车单季度研发费用率与销售管理费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2025Q1 销量同比增长 331%。2025Q1，小鹏汽车的总销量为 9.4 万辆，同比增长 330.8%，环比增长 2.7%。2025 年 4-5 月，小鹏汽车累计总交付量为 6.86 万辆，同比增长 251%，公司 2025 年第二季度指引，2025 年第二季度的汽车交付量预计 102,000-108,000 辆，按年增加约 238%至 258%。

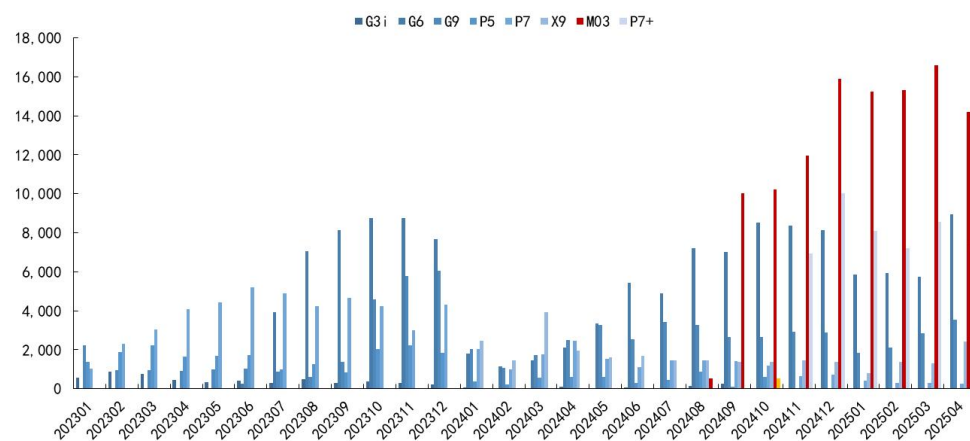
图9：小鹏汽车分季度销量（辆）和同比增速



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

分车型来看，2025Q1，参考 marklines 数据，G6/G9/P7/X9/M03/P7+的销量分别为 8946/3560/263/2407/14210/7392 辆。2025 年 4 月，参考 marklines 数据，G6/G9/P7/X9/M03/P7+的销量分别为 17552/6828/1032/3518/47130/23885 辆。

图10：小鹏汽车分车型销量（辆）

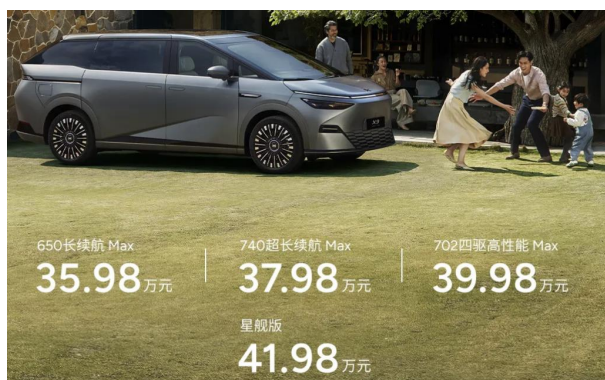


资料来源：Marklines，国信证券经济研究所整理

2025 年 4 月 15 日，小鹏汽车于全球热爱之夜发布会正式推出 2025 款小鹏 X9，标配图灵 AI 智能辅助驾驶功能。新款小鹏 X9 售价 35.98-41.98 万元，共推出 4 款车型，包括 650km 长续航 Max、740km 超长续航 Max、702km 四驱高性能 Max 以及星舰版。作为改款车型，新车针对外观内饰细节、舒适性配置、智能座舱、智能驾驶、三电系统及底盘等方面进行优化升级。产品定位中大型纯电 MPV，长宽高分别为 5293/1988/1785mm，轴距为 3160mm，全系采用“2+2+3”七座布局；新增星舰灰（哑光）、星云紫、星系蓝三款新颜色，新增 20 英寸星耀悬浮轮毂，新增 AI 智驾小蓝灯；座舱方面，搭载天玑 AIOS 5.6.0，内置高通骁龙 8295P 芯片，

升级 5G 车载网络、自定义泊车（指尖泊车）、无麦K 歌、X-Pedal 模式等；智能驾驶方面，全系标配图灵 AI 智驾，配备双英伟达 Orin-X，支持车位到车位 AI 智驾。

图11：小鹏汽车 2025 款 X9 外观图



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图12：小鹏汽车 2025 款 X9 智能驾驶



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

2025 年 5 月 28 日，小鹏 MONA M03 新版本上市，1 小时大定 12566 台。1) 高颜值：全新颜色：星暮紫、微月灰、星雨青、星瀚米、暗夜黑、星云白，超 50 款改色方案，更有个性、更张扬、更有想象力；后备箱：同级别最大后备箱，600L+ 后备箱容积，1600L+最大拓展空间，比很多同级 SUV 还大。2) 很聪明：安全配置：14 项主动安全配置（已经达到了 30w 级别车的配置），包括倒车自动紧急制动（RAEB）、前向碰撞预警（FCW）、车道偏离预警（LDW）、驾驶员状态监测（DSM）、自动紧急制动（AEB）等；高阶智能辅助驾驶：全球首次 15w 车型实现满血版智能辅助驾驶：L2+的智能辅助驾驶能力；mona 做到同级别最高算力 508TOPS，唯一搭载双 orin-x 芯片，4-6 倍于同级其他产品，采用端到端大模型，城区智能辅助驾驶。采用 27 个感知硬件，12 个摄像头，3 个毫米波雷达、12 个超声波雷达，360° 全方位高清识别；智能座舱：mona m03 max 首发搭载天玑 5.7，新增&优化功能 300+项；18 扬声器 7.1.4 声道布置（选装），远超同级（8-12 个），达到家庭影院级别，有 K 歌功能。3) 售价：去年 mona m03 max 预售价格 15.58 万，在去年发布的基础上，配置做了全面升级，全球首款将高阶智能辅助驾驶带入 2 万美金级别，502 长续航 max 版 12.98 万元，600 超长续航 max 版 13.98 万元，620 超长续航 plus 版 12.98 万元，515 长续航 plus 版 11.98 万元。小鹏 MONA M03 加推 Max、Plus 新车型，上市 1 小时大定 12566 台。超过去年上市同期，其中 Max 版订单占比 83%。

图13: 小鹏 MONA M03 新版本外观图



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

图14: 小鹏 MONA M03 新版本搭载同级最强智能辅助驾驶



资料来源: 公司官微, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持盈利预测, 维持 “优于大市” 评级。

公司以 Mona M03、P7+为代表的新车型走量, 公司纯视觉方案的落地, 将高阶智驾车型渗透至 20 万以内的市场, 加速实现高阶智驾平权, 叠加后续更多新车型的推出, 公司经营周期持续向上。我们维持盈利预测, 预计 25/26/27 年营收 885/1181/1303 亿元, 预计 25/26/27 年归母净利润-16/27/47 亿元, 维持 “优于大市” 评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(20250604)	总市值	销售收入 (亿元)			PS			投资评级
		元	亿元	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
TSLA. 0	特斯拉 (TESLA)	2,474.82	79,305	7,022	7,911	9,695	11	10	8	无评级
平均				7,022	7,911	9,695	11	10	8	
9868. HK	小鹏汽车-W	71.93	1,341	409	885	1,181	3	2	1	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 无评级公司的盈利预测均采用 wind 一致性预测

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	21127	18586	25471	37952	47584	营业收入	30676	40866	88453	118093	130301
应收款项	7100	8187	21810	29119	32129	营业成本	30225	35021	72279	96222	104936
存货净额	5526	5563	9723	12998	14187	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	10230	3716	1769	2362	2606	销售、行政及一般费用	5305	6688	8845	9135	9903
流动资产合计	54522	49736	72456	96114	110190	研发费用	4379	5215	8544	9735	10459
固定资产	10954	11522	10753	9949	9112	财务费用	688	927	443	376	335
无形资产及其他	6405	5872	4404	2936	1468	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	7161	9124	9124	9124	9124	资产减值及公允价值变动	0	0	30	30	30
长期股权投资	5120	6452	8452	9952	10952	其他收入	(502)	919	0	0	0
资产总计	84163	82706	105190	128075	140846	营业利润	(10423)	(6065)	(1628)	2656	4699
短期借款及交易性金融负债	5287	6510	5035	5611	5719	营业外净收支	29	234	30	30	30
应付款项	22216	23095	38893	51993	56750	利润总额	(10394)	(5831)	(1598)	2686	4729
其他流动负债	8608	10260	19002	24553	26777	所得税费用	37	(70)	(16)	27	47
流动负债合计	36112	39865	62930	82157	89246	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	6428	6442	6442	6442	6442	归属于母公司净利润	(10431)	(5761)	(1582)	2659	4682
其他长期负债	5294	5124	6124	7124	8124						
长期负债合计	11722	11566	12566	13566	14566	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	47834	51431	75497	95723	103812	净利润	(10431)	(5761)	(1582)	2659	4682
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	36329	31275	29693	32352	37034	折旧摊销	838	0	2767	2802	2835
负债和股东权益总计	84163	82706	105190	128075	140846	公允价值变动损失	0	0	(30)	(30)	(30)
						财务费用	688	927	443	376	335
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1886)	5788	9704	8475	3538
每股收益	(5.48)	(3.03)	(0.83)	1.40	2.46	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(11479)	27	10859	13906	11024
每股净资产	19.08	16.43	15.60	17.00	19.45	资本开支	0	(567)	(500)	(500)	(500)
ROIC	-32%	-28%	2%	139%	-126%	其它投资现金流	5646	(3145)	0	0	0
ROE	-29%	-18%	-5%	8%	13%	投资活动现金流	9747	(5044)	(2500)	(2000)	(1500)
毛利率	1%	14%	18%	19%	19%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-30%	-15%	-1%	3%	4%	负债净变化	1018	14	0	0	0
EBITDA Margin	-27%	-15%	2%	5%	6%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	14%	33%	116%	34%	10%	其它融资现金流	6216	2449	(1474)	575	108
净利润增长率	--	--	--	--	76%	融资活动现金流	8251	2476	(1474)	575	108
资产负债率	57%	62%	72%	75%	74%	现金净变动	6519	(2541)	6884	12481	9632
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	14608	21127	18586	25471	37952
P/E	(13.4)	(24.2)	(88.0)	52.4	29.7	货币资金的期末余额	21127	18586	25471	37952	47584
P/B	3.8	4.5	4.7	4.3	3.8	企业自由现金流	0	(764)	10768	13749	10827
EV/EBITDA	(23)	(33)	145	42	32	权益自由现金流	0	783	8855	13952	10603

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032