



小鹏汽车-W (09868.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

小鹏汽车 25Q2 业绩点评：低成本路线落地、车型结构向上，盈利超预期

业绩点评：

8月19日，小鹏汽车公布25Q2财报：

1、营收：25Q2 公司交付汽车 103181 辆，同/环比+241.6%/+9.8%，Q2 营收 182.7 亿元，同/环比+125.3%/+15.6%。其中汽车业务营收 168.8 亿元，同/环比+147.5%/+17.5%；服务业务营收 13.9 亿元，同/环比+7.8%/-3.5%。我们计算 Q2 单车 ASP 16.4 万元，同/环比-27.5%/+7%。25 年 H1 公司累计交付 19.7 万辆，同比+279%；营收 340.8 亿元，同比+132.5%，我们计算单车 ASP 15.8 万元，同比-33.3%

2、费用：Q2 研发/SGNA 费用分别为 22.1/21.7 亿元，研发/SGNA 费用率分别为 12.1%/11.9%，环比-0.4pct/-0.5pct。

3、利润：Q2 毛利率 17.3%，同/环比+3.3pct/-1.7pct；其中汽车业务毛利率 14.3%，同/环比+7.8pct/+3.8pct；其他及服务业务毛利率 53.6%，同/环比-0.3pct/-12.9pct。Q2 归母亏损 4.8 亿元，我们计算公司 Q2 单车亏损 0.5 万元，同环比均大幅缩窄。25H1，公司毛利率 16.5%，同比+3.0pct；归母亏损 11.4 亿元，单车亏损 0.6 万元。

经营分析与展望：

1、Q2 盈利表现超预期。Q2 公司改款 G6/G9 度过首个完整交付季度，改款 X9 上市，经过改款后公司低成本路线得以全面落地，产品毛利率得到大幅改善。同时，公司低毛利的产品 M03 由于换代影响，叠加其他产品销量增加后基数变大，Q2 小鹏 M03 销量占比下滑至 38%。最终形成了公司产品结构、盈利结构的双重改善，单车 ASP 环比提升至 16.4 万元，已经高于 24Q4，拉动 Q2 毛利率表现超预期。

2、25Q3 看，公司车型结构改善持续、经营将持续向上。Q3 公司已上市新车 G7，新一代 P7 将上市，两款产品售价均较高，将刺激公司产品结构、盈利结构进一步优化。同时，两款新车将为公司贡献销量增量，公司指引 Q3 交付量在 11.3-11.8 万辆之间，预计公司毛利率、盈利环比将持续改善。

目前公司在产品打造上能力较强，其科技潮流的属性在消费市场正逐渐凸显，近期亦开始强调颜值，产品理解和打造能力都是边际变强的，后续产品是否成为爆款的核心仍是定价。目前看公司在定价上犯错概率较低，产品爆款概率有保障，叠加 25-26 年公司正处新车周期，成长具有确定性，建议重点关注后续新车状况。

盈利预测、估值和评级

小鹏汽车作为国内智驾头部车企，基本面改善明显，前沿技术布局最为领先；低成本路线+强新车周期下势能较强；站在当前时间点，建议关注公司新车状况。我们预计公司 25/26/27 年营收分别为 946.2/1532.7/1757.0 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)
yaoy@gjzq.com.cn

市价 (港币)：77.050 元

相关报告：

- 《小鹏汽车-W 25Q1 财报点评：爆款周期延续、车型结构优化、政...》，2025.5.22
- 《小鹏汽车-W 24Q4 及 24 年财报点评：整体符合预期，新车周...》，2025.3.19
- 《小鹏汽车-W (09868.HK) Q2 财报点评：毛利略超预期，...》，2024.8.21



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|---------|-----------|----------|---------|
| 营业收入(百万元) | 30,676 | 40,866 | 94,621 | 153,265 | 175,704 |
| 营业收入增长率 | 14.23% | 33.22% | 131.54% | 61.98% | 14.64% |
| 归母净利润(百万元) | -10,376 | -5,790 | -85 | 5,289 | 14,127 |
| 归母净利润增长率 | -13.53% | 44.19% | 98.53% | 6303.51% | 167.10% |
| 摊薄每股收益(元) | -5.46 | -3.05 | -0.04 | 2.78 | 7.43 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.51 | 0.00 | 2.52 | 10.57 | -19.44 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | -28.56% | -18.51% | -0.27% | 14.50% | 27.92% |
| P/E | -10.39 | -15.31 | -1,717.55 | 27.69 | 10.37 |
| P/B | 2.94 | 2.83 | 4.69 | 4.01 | 2.89 |

来源：小鹏汽车年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

| 损益表(人民币 百万) | | | | | | | 资产负债表(人民币 百万) | | | | | | |
|----------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 主营业务收入 | 26,855 | 30,676 | 40,866 | 94,621 | 153,265 | 175,704 | 货币资金 | 14,608 | 21,127 | 18,586 | 23,362 | 43,679 | 7,735 |
| 增长率 | 28.0% | 14.2% | 33.2% | 131.5% | 62.0% | 14.6% | 应收款项 | 7,681 | 7,100 | 8,187 | 21,132 | 32,696 | 35,726 |
| 主营业务成本 | 23,767 | 30,225 | 35,021 | 78,884 | 128,850 | 137,242 | 存货 | 4,521 | 5,526 | 5,563 | 13,147 | 21,475 | 22,874 |
| %销售收入 | 88.5% | 98.5% | 85.7% | 83.4% | 84.1% | 78.1% | 其他流动资产 | 16,718 | 20,768 | 17,399 | 15,102 | 15,982 | 13,683 |
| 毛利 | 3,088 | 451 | 5,846 | 15,737 | 24,414 | 38,462 | 流动资产 | 43,527 | 54,522 | 49,736 | 72,743 | 113,833 | 80,018 |
| %销售收入 | 11.5% | 1.5% | 14.3% | 16.6% | 15.9% | 21.9% | %总资产 | 60.9% | 64.8% | 60.1% | 66.5% | 73.8% | 65.9% |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 固定资产 | 10,607 | 10,954 | 11,522 | 12,246 | 12,898 | 12,884 |
| 销售费用 | 5,029 | 0 | 0 | 8,043 | 8,430 | 9,488 | %总资产 | 14.8% | 13.0% | 13.9% | 11.2% | 8.4% | 10.6% |
| %销售收入 | 18.7% | 0.0% | 0.0% | 8.5% | 5.5% | 5.4% | 无形资产 | 2,998 | 6,405 | 5,872 | 6,872 | 7,872 | 8,872 |
| 管理费用 | 1,659 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 非流动资产 | 27,964 | 29,641 | 32,970 | 36,694 | 40,346 | 41,332 |
| %销售收入 | 6.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | %总资产 | 39.1% | 35.2% | 39.9% | 33.5% | 26.2% | 34.1% |
| 研发费用 | 5,215 | 5,277 | 6,457 | 8,611 | 11,342 | 12,826 | 资产总计 | 71,491 | 84,163 | 82,706 | 109,438 | 154,179 | 121,350 |
| %销售收入 | 19.4% | 17.2% | 15.8% | 9.1% | 7.4% | 7.3% | 短期借款 | 3,309 | 5,287 | 6,510 | 9,510 | 12,510 | 12,510 |
| 息税前利润 (EBIT) | -10,045 | -11,385 | -6,862 | -209 | 5,644 | 16,909 | 应付款项 | 14,223 | 22,210 | 23,080 | 32,868 | 53,688 | 0 |
| %销售收入 | -37.4% | -37.1% | -16.8% | -0.2% | 3.7% | 9.6% | 其他流动负债 | 6,583 | 8,614 | 10,275 | 22,804 | 36,937 | 42,169 |
| 财务费用 | -927 | -991 | -1,031 | -152 | 272 | 255 | 流动负债 | 24,115 | 36,112 | 39,865 | 65,182 | 103,134 | 54,679 |
| %销售收入 | -3.5% | -3.2% | -2.5% | -0.2% | 0.2% | 0.1% | 长期贷款 | 5,411 | 6,428 | 6,442 | 7,942 | 9,442 | 10,942 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 5,055 | 5,294 | 5,124 | 5,124 | 5,124 | 5,124 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 34,580 | 47,834 | 51,431 | 78,248 | 117,700 | 70,745 |
| 营业利润 | -8,815 | -11,384 | -7,482 | -916 | 4,643 | 16,147 | 普通股股东权益 | 36,911 | 36,329 | 31,275 | 31,190 | 36,478 | 50,605 |
| 营业利润率 | -32.8% | -37.1% | -18.3% | -1.0% | 3.0% | 9.2% | 其中：股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | | | | | | | 未分配利润 | 35,367 | 34,498 | 29,181 | 29,096 | 34,385 | 48,511 |
| 税前利润 | -9,118 | -10,394 | -5,831 | -57 | 5,372 | 16,654 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润率 | -34.0% | -33.9% | -14.3% | -0.1% | 3.5% | 9.5% | 负债股东权益合计 | 71,491 | 84,163 | 82,706 | 109,438 | 154,179 | 121,350 |
| 所得税 | 25 | 37 | -70 | -1 | 54 | 2,498 | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税率 | -0.3% | -0.4% | 1.2% | 1.0% | 1.0% | 15.0% | 每股指标 | | | | | | |
| 净利润 | -9,143 | -10,431 | -5,761 | -56 | 5,318 | 14,156 | 每股收益 | -5.34 | -5.96 | -3.06 | -0.04 | 2.78 | 7.43 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 | 21.39 | 19.25 | 16.46 | 16.41 | 19.19 | 26.63 |
| 归属于母公司的净利润 | -9,139 | -10,376 | -5,790 | -85 | 5,289 | 14,127 | 每股经营现金净流 | -4.77 | 0.51 | 0.00 | 2.52 | 10.57 | -19.44 |
| 净利率 | n.a | n.a | n.a | n.a | 3.5% | 8.0% | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金流量表(人民币 百万) | | | | | | | 回报率 | | | | | | |
| 净利润 | -9,139 | -10,376 | -5,790 | -85 | 5,289 | 14,127 | 净资产收益率 | -24.76% | -28.56% | -18.51% | -0.27% | 14.50% | 27.92% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产收益率 | -12.78% | -12.33% | -7.00% | -0.08% | 3.43% | 11.64% |
| 非现金支出 | 2,205 | 1,892 | 0 | -487 | -728 | -507 | 投入资本收益率 | -22.07% | -23.78% | -15.33% | -0.42% | 9.56% | 19.41% |
| 非经营收益 | | | | | | | 增长率 | | | | | | |
| 营运资金变动 | -2,709 | 7,333 | 0 | 4,085 | 14,181 | -50,585 | 主营业务收入增长率 | 27.95% | 14.23% | 33.22% | 131.54% | 61.98% | 14.64% |
| 经营活动现金净流 | -8,232 | 956 | 0 | 4,788 | 20,089 | -36,951 | EBIT 增长率 | -81.82% | -13.34% | 39.73% | 96.96% | 2805.30% | 199.59% |
| 资本开支 | -4,680 | -2,312 | 0 | -3,000 | -3,000 | -1,000 | 净利润增长率 | -87.92% | -13.53% | 44.19% | 98.53% | 6303.51% | 167.10% |
| 投资 | 9,272 | 2,138 | 0 | -2,000 | -2,000 | 0 | 总资产增长率 | 8.90% | 17.72% | -1.73% | 32.32% | 40.88% | -21.29% |
| 其他 | 254 | 805 | 0 | 707 | 1,001 | 761 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资活动现金净流 | 4,846 | 631 | 0 | -4,293 | -3,999 | -239 | 应收账款周转天数 | 43.9 | 38.7 | 22.8 | 28.7 | 38.8 | 44.9 |
| 股权募资 | 0 | 5,020 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 54.4 | 59.8 | 57.0 | 42.7 | 48.4 | 58.2 |
| 债权募资 | 6,006 | 2,996 | 0 | 4,500 | 4,500 | 1,500 | 应付账款周转天数 | 201.3 | 217.0 | 232.8 | 127.7 | 120.9 | 70.4 |
| 其他 | -2 | 0 | 0 | -220 | -272 | -255 | 固定资产周转天数 | 107.5 | 126.5 | 99.0 | 45.2 | 29.5 | 26.4 |
| 筹资活动现金净流 | 6,004 | 8,015 | 0 | 4,280 | 4,228 | 1,245 | 偿债能力 | | | | | | |
| 现金净流量 | 3,079 | 9,588 | 0 | 4,775 | 20,318 | -35,945 | 净负债/股东权益 | -2.26% | -11.33% | -1.63% | -2.52% | -45.52% | 41.18% |
| | | | | | | | EBIT 利息保障倍数 | -76.0 | -42.4 | -19.9 | -0.9 | 20.7 | 66.4 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 48.37% | 56.84% | 62.19% | 71.50% | 76.34% | 58.30% |

来源：小鹏汽车年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究