

## 小鹏汽车-W(9868.HK)

## 二季度汽车毛利率改善，后续新车周期依旧较强

## 推荐（维持）

股价：80.45 元（港币）

## 主要数据

行业	汽车
公司网址	www.xiaopeng.com
大股东/持股	
实际控制人	何小鹏
总股本(百万股)	1906.50
流通 A 股(百万股)	
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	1403.06
流通 A 股市值(亿元)	
每股净资产(元)	15.92
资产负债率(%)	67.18

## 行情走势图



## 证券分析师

王跟海	投资咨询资格编号 S1060523080001 BVG944 WANGGENHAI964@pingan.com.cn
王德安	投资咨询资格编号 S1060511010006 BQV509 WANGDEAN002@pingan.com.cn

## 事项：

公司发布 2025 年二季度业绩报告。2025 年二季度，公司实现营业收入 182.7 亿元，同环比分别增加 125.3%/15.6%，实现归母净利润-4.8 亿元，同环比分别收窄 62.8%/28.1%。

## 平安观点：

- 二季度单车 ASP 环比提升，汽车业务毛利率改善超预期。二季度公司交付量达到 103181 台，同环比分别增长 241.6%/9.8%。汽车业务营收达到 168.8 亿元，同环比分别增长 147.6%/17.5%。单车 ASP 为 16.4 万元，环比增加 1.1 万元，ASP 改善预计主要是由于低价车型 M03 交付量占比下降以及高价车型 G6、G9、X9 交付量提升所致。毛利率方面，公司二季度汽车业务毛利率达到 14.3%，环比增加接近 4 个百分点，汽车业务毛利率改善幅度略超预期。公司给出的三季度交付指引为 11.3~11.8 万台，对应营收指引为 196 亿~210 亿元，7 月小鹏交付量达到 3.7 万台，8、9 月份平均月交付量预计在 3.8~4.1 万台。
- 二季度服务及其他收入略低于预期，公司深化与大众技术合作，后续该项业务收入仍有望增加。二季度公司服务及其他收入达到 13.9 亿元，环比下滑 3.5%，毛利率达到 53.6%。8 月公司扩大了与大众汽车的电子电气架构合作范围，双方约定，双方联合开发的电子电气架构不仅将集成到大众在国内的纯电车型平台，也将部署到大众在国内市场的燃油车和插混车型平台。随着双方合作范围的扩大，我们认为公司后续来自于研发服务的收入仍有上升潜力。
- 受益于汽车毛利率改善，二季度亏损继续收窄。二季度公司整体毛利率达到 17.3%，环比改善显著，这主要是由于汽车业务毛利率的改善所致。费用方面，二季度公司研发、销售管理费用分别为 22.1 亿/21.7 亿元，环比均增加 11.4%，总体费用率（研发+销售、管理费用）达到 23.9%，环比降低 0.9 个百分点。而受毛利率提升、费用率下降的影响，公司二季度营业亏损已收窄至 9.3 亿元。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30676	40866	81972	130876	159046
YOY(%)	14.2	33.2	100.6	59.7	21.5
净利润(百万元)	-10376	-5790	-1208	2281	4682
YOY(%)	-13.5	44.2	79.1	288.9	105.2
毛利率(%)	1.5	14.3	17.6	17.8	18.9
净利率(%)	-33.8	-14.2	-1.5	1.7	2.9
ROE(%)	-28.6	-18.5	-4.0	7.1	12.6
EPS(摊薄/元)	-5.44	-3.04	-0.63	1.20	2.46
P/E(倍)	-13.5	-24.2	-116.2	61.5	30.0
P/B(倍)	3.9	4.5	4.7	4.3	3.8

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **产品结构、ASP、毛利率有望保持向上通道，提高外观设计的战略地位。**公司新一代 P7 已经开启预售，新一代 P7 采用全新的造型方案，根据公司披露，P7 目前的小订数据超过了之前所有小鹏车型同时期的历史纪录，此外从新 P7 开始，公司将投入到更多的资源给造型团队，何小鹏表示要将外形设计和技术研发放在同等重要的位置。四季度，公司还将推出首款鲲鹏超级电动车型 X9，正式开启“一车双能”的新车周期。结合公司的资源投入以及车型周期，我们认为公司后续产品将更加注重外观设计，以给用户提供更高的情绪价值，而下半年两款重磅新车以及“一车双能”的产品周期有望推动公司产品结构、ASP、毛利率继续向上。
- **盈利预测与投资建议：**结合公司最新业绩情况以及后续的车型节奏，我们调整公司 2025~2026 年净利润预测分别为-12 亿/+23 亿元（原净利润预测为-12 亿/+21 亿元），新增公司 2027 年净利润预测为 47 亿元。考虑到公司后续新车的确定性较强，且公司处于产品结构、ASP、毛利率上升的通道中，AI 领域的领先优势有望持续赋能后续公司智驾、Robotaxi、机器人等新兴业务，依然维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 低价车型 M03 销量占比仍高，可能影响公司的品牌价值，高价车型数量虽多，但单车销量规模有待提升；2) 公司目前单车 ASP、毛利率仍然较低，如果公司后续高端车型无法上量，其 ASP、毛利率的改善进度可能不达预期；3) 高端市场竞争激烈，新款 P7、X9 增程等新车可能面临小米、问界、理想等存量高端玩家的竞争，公司在高端市场的竞争力尚需进一步验证；4) 公司研发投入依然较大，若后续毛利率改善、费用控制不达预期，公司扭亏的节奏可能不及预期。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	21850	8197	13088	15905
应收账款	2450	4492	7171	8715
预付款项、现金及其他	3517	12352	19721	23966
其他应收款	0	0	0	0
存货	5563	10182	16210	19434
其他流动资产	16356	46247	73837	89730
<b>流动资产总计</b>	<b>49736</b>	<b>81470</b>	<b>130028</b>	<b>157749</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	11522	9717	7912	6107
在建工程	0	0	0	0
无形资产	8617	7180	5744	4308
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	12832	13682	14762	15722
<b>非流动资产合计</b>	<b>32970</b>	<b>30579</b>	<b>28418</b>	<b>26136</b>
<b>资产总计</b>	<b>82706</b>	<b>112049</b>	<b>158445</b>	<b>183885</b>
短期借款	6468	4530	7623	6643
应付账款	23080	44876	71443	85649
其他流动负债	10317	21010	33465	40600
<b>流动负债合计</b>	<b>39865</b>	<b>70415</b>	<b>112532</b>	<b>132892</b>
长期借款	5665	5665	7663	8061
其他非流动负债	5902	5902	5902	5902
<b>非流动负债合计</b>	<b>11566</b>	<b>11566</b>	<b>13565</b>	<b>13963</b>
<b>负债合计</b>	<b>51431</b>	<b>81981</b>	<b>126097</b>	<b>146855</b>
股本	0	0	0	0
储备	29181	29181	29181	29181
留存收益	2094	886	3167	7849
归属于母公司股东权益	31275	30067	32349	37030
归属于非控制股东权益	0	0	0	0
<b>权益合计</b>	<b>31275</b>	<b>30067</b>	<b>32349</b>	<b>37030</b>
<b>负债和权益合计</b>	<b>82706</b>	<b>112049</b>	<b>158445</b>	<b>183885</b>

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	-5790	-1208	2281	4682
折旧与摊销	2573	3241	3241	3241
财务费用	-1031	-984	-1571	-1909
其他经营资金	2236	-12899	-4644	-3565
<b>经营性现金净流量</b>	<b>-2012</b>	<b>-11849</b>	<b>-692</b>	<b>2450</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-1255</b>	<b>-850</b>	<b>-1080</b>	<b>-960</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>669</b>	<b>-954</b>	<b>6662</b>	<b>1327</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-2598</b>	<b>-13653</b>	<b>4890</b>	<b>2817</b>

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	40866	81972	130876	159046
销售成本	35021	67573	107578	128968
其他费用	6457	8500	10500	12500
销售费用	5497	7673	10470	12724
管理费用	1374	1918	2618	3181
其他经营损益	589	1500	1000	1100
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	234	0	0	0
营业利润	-6658	-2191	711	2773
财务费用	-1031	-984	-1571	-1909
其他非经营损益	-203	0	0	0
税前利润	-5831	-1208	2281	4682
所得税	-41	0	0	0
税后利润	-5790	-1208	2281	4682
归属于非控制股东利润	0	0	0	0
归属于母公司股东利润	-5790	-1208	2281	4682
EBITDA	-4289	1050	3952	6014
NOPLAT	-558	-2191	711	2773
EPS(元)	-3.04	-0.63	1.20	2.46

## 主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收额增长率(%)	33.2	100.6	59.7	21.5
EBIT 增长率(%)	39.7	68.1	132.4	290.1
EBITDA 增长率(%)	53.8	124.5	276.4	52.2
税后利润增长率(%)	44.2	79.1	288.9	105.2
<b>盈利能力</b>				
毛利率(%)	14.3	17.6	17.8	18.9
净利率(%)	-14.2	-1.5	1.7	2.9
ROE(%)	-18.5	-4.0	7.1	12.6
ROA(%)	-7.0	-1.1	1.4	2.5
ROIC(%)	-2.1	-8.5	1.8	5.8
<b>估值倍数</b>				
P/E	-24.2	-116.2	61.5	30.0
P/S	3.4	1.7	1.1	0.9
P/B	4.5	4.7	4.3	3.8

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层