

小鹏汽车-W (09868.HK)

2025 年半年报点评: Q2 业绩符合预期, 毛利率水平持续亮眼

买入 (维持)

2025 年 08 月 21 日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 童明祺

执业证书: S0600125080005

tongmq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	30,676	40,866	82,958	149,403	222,903
同比(%)	14.23	33.22	103.00	80.09	49.20
归母净利润 (百万元)	(10,376)	(5,790)	(1,300)	6,762	10,318
同比(%)	(13.53)	44.19	77.55	620.17	52.58
EPS-最新摊薄 (元/股)	(5.44)	(3.04)	(0.68)	3.55	5.41
P/E (现价&最新摊薄)	(13.60)	(24.37)	(108.55)	20.87	13.68

投资要点

■ **公告要点:** 小鹏汽车发布 2025 半年报, 业绩符合我们预期。小鹏汽车 Q2 实现营收 182.7 亿元, 同比增长 125.3%, 环比增长 15.6%。其中, 汽车销售收入为 168.8 亿元, 同比上升 147.6%, 环比增长 17.5%, 主要由于交付增长。服务及其他收入达 13.9 亿元, 同比增长 7.6%, 环比受技术研发服务收入波动率略有下降。净利润端, 小鹏汽车单季度净亏损持续收窄, 2025Q2 单季度净亏损 4.8 亿元 (2025Q1 净亏损 6.6 亿元), NON-GAAP 净亏损 3.9 亿元 (2025Q1 净亏损 4.3 亿元)。

■ **公司 2025Q2 量利齐升, 毛利率水平持续增长。**盈利能力方面, 2025Q2 公司综合毛利率 17.3%, 较去年同期增长 3.3pct, 环比增长 1.7pct; 其中整车毛利率 14.3%, 同环比分别+8.0/3.9pct, 连续 8 个季度上升, 整车成本持续下降及规模效应增强。费用率方面, 公司 Q2 研发费用率 12.1%, 同环比分别-6.0/-0.5pct; 公司 Q2 销售、行政及一般费用率 11.9%, 同环比分别-7.5/-0.4pct, 费用控制得当。公司二季度批发销量 10.3 万辆, 同环比+241.6%/+9.8%, 非 MONA 车型销售占比提升, 对应汽车单车 ASP 16.4 万元, 单车毛利 2.3 万元。

■ **公司将进一步推动车型布局优化与智能化进阶。**1) 新车维度, 小鹏新 P7 将于 8 月 27 日正式上市, 并推动公司从 2025 年 9 月起月交付量稳健超过 4 万台; 2025Q4 小鹏汽车将进入“一车双能”大产品周期, 推出首款车型鲲鹏超电 X9。2) 智能化维度: 小鹏 Ultra 版本车型搭载三颗自研图灵 AI 芯片, 有效算力达 2250 TOPS, 支持部署端侧 VLA 和 VLM 大模型, 2025 年 8 月将开始灰度推送 VLA 初始版本并在后续月度快速迭代。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑公司新车节奏调整, 我们下调公司 2025~2027 年营业收入预期分别为 830/1494/2229 亿元 (原值为 947/1676/2491 亿元), 同比分别+103%/+80%/+49%。考虑到公司考虑研发费用增加和新车型上市费用增加, 下调 2025~2027 年归母净利润为-13/68/103 亿元 (原值为 4/76/120 亿元)。2025/2026/2027 年 EPS 分别为-0.68/3.55/5.41 元, 2026/2027 年对应 PE 分别为 21/14 倍, 考虑公司毛利率水平不断提升, AI 底层竞争力不断增强, 维持公司“买入”评级。

■ **风险提示:** 乘用车行业价格战超预期; 自动驾驶政策推出节奏不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	80.45
一年最低/最高价	26.55/106.00
市净率(倍)	4.62
港股流通市值(百万港元)	114,646.93

基础数据

每股净资产(元)	15.92
资产负债率(%)	67.18
总股本(百万股)	1,906.50
流通股本(百万股)	1,557.79

相关研究

《小鹏汽车-W(09868.HK): 小鹏 G7 上市点评: 辅助驾驶进入 L3 级算力时代, 本地端 VLA+VLM 能力再进阶》

2025-07-04

《小鹏汽车-W(09868.HK): 2025 一季报点评: Q1 业绩好于预期, 新车+AI 催化加速释放成长动能》

2025-05-23

小鹏汽车-W 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	49,736.07	67,180.27	112,198.23	165,382.44	营业总收入	40,866.31	82,957.81	149,402.57	222,902.57
现金及现金等价物	18,586.27	24,049.20	45,575.89	72,758.02	营业成本	35,020.54	68,774.94	121,742.66	181,217.66
应收账款及票据	2,449.63	2,304.38	4,150.07	6,191.74	销售、行政及一般费用	6870.64	8,710.57	10,159.37	15,157.37
存货	5,562.92	9,552.08	16,908.70	25,169.12	研发费用	6,456.73	9,042.40	11,205.19	16,048.98
其他流动资产	23,137.24	31,274.61	45,563.56	61,263.56	其他费用	0.00	(1,181.44)	(450.00)	(450.00)
非流动资产	32,970.04	36,259.84	39,776.73	43,347.78	经营利润	(7,481.61)	(2,388.66)	6,745.33	10,928.54
固定资产	11,521.86	13,219.92	14,895.58	16,612.45	利息收入	1,374.53	1,099.60	1,570.86	1,742.41
商誉及无形资产	5,872.13	6,626.07	7,367.30	8,121.48	利息支出	343.98	264.86	522.36	589.86
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	620.09	24.54	161.49	57.44
其他长期投资	6,452.23	7,452.23	8,452.23	9,452.23	利润总额	(5,830.98)	(1,529.38)	7,955.34	12,138.54
其他非流动资产	9,123.81	8,961.62	9,061.62	9,161.62	所得税	(69.78)	(229.41)	1,193.30	1,820.78
资产总计	82,706.11	103,440.11	151,974.96	208,730.22	净利润	(5,761.20)	(1,299.97)	6,762.04	10,317.76
流动负债	39,864.88	58,988.71	100,261.52	146,199.02	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	6,509.68	8,009.68	9,509.68	11,009.68	归属母公司净利润	(5,790.26)	(1,299.97)	6,762.04	10,317.76
应付账款及票据	23,080.48	34,387.47	60,871.33	90,608.83	EBIT	(6,861.52)	(2,364.12)	6,906.83	10,985.98
其他	10,274.73	16,591.56	29,880.51	44,580.51	EBITDA	(6,052.52)	(1,316.11)	7,989.94	12,014.94
非流动负债	11,566.43	14,476.59	14,976.59	15,476.59	主要财务比率				
长期借款	6,442.22	6,942.22	7,442.22	7,942.22		2024A	2025E	2026E	2027E
其他	5,124.22	7,534.37	7,534.37	7,534.37	每股收益(元)	(3.04)	(0.68)	3.55	5.41
负债合计	51,431.32	73,465.29	115,238.11	161,675.61	每股净资产(元)	16.46	15.72	19.27	24.68
股本	0.13	0.13	0.13	0.13	发行在外股份(百万股)	1,906.50	1,906.50	1,906.50	1,906.50
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC(%)	(14.69)	(4.51)	11.91	15.60
归属母公司股东权益	31,274.79	29,974.81	36,736.85	47,054.61	ROE(%)	(18.51)	(4.34)	18.41	21.93
负债和股东权益	82,706.11	103,440.11	151,974.96	208,730.22	毛利率(%)	14.30	17.10	18.51	18.70
现金流量表 (百万元)					销售净利率(%)	(14.17)	(1.57)	4.53	4.63
	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率(%)	62.19	71.02	75.83	77.46
经营活动现金流	(6,980.37)	6,630.91	25,487.55	31,314.54	收入增长率(%)	33.22	103.00	80.09	49.20
投资活动现金流	(3,343.11)	(2,903.12)	(5,438.51)	(5,542.56)	净利润增长率(%)	44.19	77.55	620.17	52.58
筹资活动现金流	892.11	1,735.14	1,477.64	1,410.14	P/E	(24.37)	(108.55)	20.87	13.68
现金净增加额	(9,445.94)	5,462.93	21,526.69	27,182.13	P/B	4.50	4.71	3.84	3.00
折旧和摊销	809.00	1,048.01	1,083.11	1,028.95	EV/EBITDA	(12.54)	(100.30)	14.08	7.27
资本开支	(2,800.00)	(3,500.00)	(3,500.00)	(3,500.00)					
营运资本变动	(1,723.00)	6,642.55	17,281.55	19,435.42					

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月21日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>