

2025Q2 毛利率历史新高 一车双能开启新周期

2025 年 08 月 21 日



分析师：崔琰

执业证号：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

分析师：乔木

执业证号：S0100524100002

邮箱：qiaomu@mszq.com

➤ **事件：**公司发布 2025Q2 财报：2025Q2 实现单季营收 182.7 亿元，同比/环比分别为+125.3%/+15.6%。2025Q2 汽车业务毛利率为+14.3%，同比/环比分别为+8.0pts/+3.8pts。2025Q2non-GAAP 归母净利润为-3.9 亿元，同环比减亏 68.4%/9.5%。

➤ **毛利率超预期 经营质量持续优化**

营收端：2025Q2 实现单季营业收入 182.7 亿元，同比/环比分别为+125.3%/+15.6%。其中 2025Q2 汽车业务收入为 168.8 亿元，同比/环比分别为+147.6%/+17.5%，主要由于交付量的增加所致。2025Q2 单车 ASP 由 2025Q1 的 15.3 万元上升至 16.4 万元。其他业务方面，2025Q2 营收达到 13.9 亿元，同比/环比分别为+7.6%/-3.5%；同比增加主要归因于与零部件及配件销售收入随累计汽车销量上升而同步增长；环比下降主要归因于技术研发服务收入的波动。

利润端：毛利方面，2025Q2 汽车业务毛利为 24.2 亿元；汽车业务毛利率为+14.3%，同比/环比分别为+8.0pts/+3.8pts。2025Q2 总毛利为 31.7 亿元，2025Q2 毛利率为+17.3%，同比/环比分别为+3.3pts/+1.8pts。2025Q2 整体毛利率变化的主要归因于持续的成本削减和产品结构的改善。

➤ **费用稳健改善 业绩展望向好**

费用端：2025Q2 研发费用为 22.1 亿元，同比/环比为+50.4%/+11.4%。2025Q1 研发费用率为 12.1%，同比/环比分别为-6.0pts/-0.5pts。2025Q2 销管费用为 21.7 亿元，同比/环比分别为+37.7%/+11.4%，同比和环比增加的主要由于销量增加导致加盟店佣金增加，环比增长还归因于营销和广告费用的增加。2025Q1 销管费率为 11.9%，同比/环比为-7.5pts/-0.4pts。

渠道端：截至 2025Q2，公司拥有 677 家销售中心，覆盖 224 个城市。销售中心较 2025Q1 减少 13 家。

现金：截至 2025Q2 公司拥有的现金及现金等价物、受限制现金、短期投资及现金存款总计 475.7 亿元，短期流动性风险较弱。

未来展望：公司预计 2025Q2 汽车销量将为 11.3 万辆至 11.8 万辆；同比增幅区间为+142.8%至+153.6%；对应收入约为 196 亿元至 210 亿元，同比增幅区间为 94.0%至 107.9%。

推荐

维持评级

当前价格：

80.45 港元

相关研究

- 1.小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评七：2025Q1 亏损大幅收窄 AI 智能生态加速-2025/05/22
- 2.小鹏汽车 (9868.HK) 深度报告：小鹏汽车：科技平权 智驾先锋-2025/04/16
- 3.小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评六：2024 经营周期拐点 2025 智驾平权加速-2025/03/20
- 4.小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评五：2024Q3 毛利率超预期 经营周期拐点确立-2024/11/21
- 5.小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评四：小鹏 P7+上市热销 经营周期拐点已至-2024/11/08

➤ 新产品周期即将开启 智能驾驶强化技术优势

科技+颜值成为长板，全新 P7 有望成为走量车型。全新小鹏 P7 将于 8 月 27 日正式上市，定位 30 万级豪华智能轿跑，99 元小订 6 分钟破万台。P7 将颜值作为新长板下年轻化战略成功，用户转化率有望高于预期。小鹏 X9 将于 2025Q4 推出，定位 40 万级首款鲲鹏超级电动车型，以同类产品续航冠军为目标下纯电续航超 450 公里，标志“一车双能源”大产品周期开启。我们认为，小鹏新车密集投放下形成对中高端市场的结构化覆盖，将科技领先性和美学作为核心着力点，全新 P7 市场热度攀升验证该路径可行性，产品矩阵优化下科技溢价与外观设计力赋能产品单车均价上行通道。

智能驾驶代际领先优势确立，巩固智能化竞赛头部地位。2025 年小鹏将完成全新一代技术平台升级，包含纯视觉智驾、AI 大模型，和图灵 AI 芯片，2025Q3 起 G7 和 P7 开启 L3 级别算力时代，2025Q4 图灵 AI 智驾能力将明显拉开代差，VIA 模型能力较行业主流城市级辅助驾驶提高数十倍，直接对标 L3 级智能驾驶。我们认为，纯视觉智驾技术路径的全面落地、云端协同的 AI 大模型规模化部署，以及自研图灵 AI 芯片带来的算力革命下，小鹏智能驾驶技术护城河显著深化，将进一步巩固其技术领先地位。

➤ **投资建议：**看好公司在车型周期、组织革新和智能化 Beta 驱动下迎来业绩和估值的双重提升。预计，公司 2025-2027 年收入分别为 888.3/1,406.4/1,925.1 亿元，归母净利润分别为-5.3/71.2/125.9 亿元，对应 2025 年 8 月 20 日港股收盘价 77.05 港元/股（港元对人民币汇率 1:0.92），2026-2027 年净利润转正后 PE 分别为 20/11 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**汽车行业景气度不及预期；新车型销量不及预期，市场及渠道拓展不及预期；市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,866	88,834	140,636	192,510
(+/-)(%)	33.2	117.4	58.3	36.9
归母净利润	-5,790	-533	7,119	12,588
(+/-)(%)	44.2	90.8	1436.5	76.8
EPS	-3.04	-0.28	3.73	6.60
P/E	/	/	20	11
P/B	4.5	4.6	3.7	2.8

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 08 月 20 日收盘价, 汇率 1HKD=0.92RMB)

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	49,736	64,475	92,767	122,323
现金及现金等价物	18,586	25,428	39,221	56,448
应收账款及票据	2,450	2,961	4,688	6,417
存货	5,563	8,189	12,673	16,898
其他	23,137	27,896	36,185	42,560
非流动资产合计	32,970	32,970	32,970	32,970
固定资产	11,522	11,522	11,522	11,522
商誉及无形资产	5,872	5,872	5,872	5,872
其他	15,576	15,576	15,576	15,576
资产合计	82,706	97,445	125,737	155,293
流动负债合计	39,865	52,726	73,899	90,867
短期借贷	6,510	6,510	6,510	6,510
应付账款及票据	23,080	33,780	49,107	61,256
其他	10,275	12,437	18,283	23,101
非流动负债合计	11,566	13,977	13,977	13,977
长期借贷	6,442	6,442	6,442	6,442
其他	5,124	7,534	7,534	7,534
负债合计	51,431	66,703	87,876	104,844
普通股股本	0	0	0	0
储备	31,275	30,742	37,861	50,449
归属母公司股东权益	31,275	30,742	37,861	50,449
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	31,275	30,742	37,861	50,449
负债和股东权益合计	82,706	97,445	125,737	155,293

现金流量表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-2,012	5,991	15,278	18,193
净利润	-5,790	-533	7,119	12,588
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	2,573	2,600	2,600	2,600
营运资金变动及其他	1,205	3,923	5,559	3,005
投资活动现金流	-1,255	1,143	-1,194	-675
资本支出	-2,428	-2,600	-2,600	-2,600
其他投资	1,173	3,743	1,406	1,925
筹资活动现金流	669	-291	-291	-291
借款增加	669	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	0	-291	-291	-291
现金净增加额	-2,562	6,842	13,793	17,227

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,866	88,834	140,636	192,510
其他收入	0	0	0	0
营业成本	35,021	73,702	114,054	152,085
销售及管理费用	6,559	9,061	10,548	14,438
研发费用	6,457	8,883	10,126	14,438
财务费用	-1,031	-880	-1,017	-1,293
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	620	1,333	1,406	1,925
除税前利润	-5,831	-599	8,332	14,767
所得税	-70	-30	1,250	2,215
净利润	-5,761	-569	7,082	12,552
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-5,790	-533	7,119	12,588
EBIT	-6,862	-1,480	7,315	13,473
EBITDA	-4,289	1,120	9,915	16,073
EPS (元)	-3.04	-0.28	3.73	6.60

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	33.22	117.38	58.31	36.89
归属母公司净利润	44.19	90.80	1436.49	76.83
盈利能力(%)				
毛利率	14.30	17.03	18.90	21.00
净利率	-14.17	-0.60	5.06	6.54
ROE	-18.51	-1.73	18.80	24.95
ROIC	-15.33	-3.22	12.24	18.06
偿债能力				
资产负债率(%)	62.19	68.45	69.89	67.51
净负债比率(%)	-18.02	-40.58	-69.38	-86.22
流动比率	1.25	1.22	1.26	1.35
速动比率	0.67	0.67	0.75	0.84
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.99	1.26	1.37
应收账款周转率	15.82	32.84	36.77	34.67
应付账款周转率	1.55	2.59	2.75	2.76
每股指标 (元)				
每股收益	-3.04	-0.28	3.73	6.60
每股经营现金流	-1.06	3.14	8.01	9.54
每股净资产	16.40	16.12	19.86	26.46
估值比率				
P/E	/	/	20	11
P/B	4.5	4.6	3.7	2.8
EV/EBITDA	/	119.93	13.55	8.36

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048