

汽车

2025年08月27日

# 小鹏汽车-W (09868)

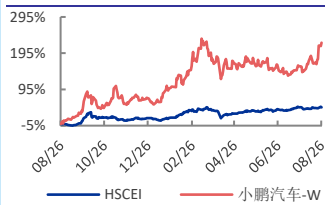
## ——销量结构改善，毛利率超预期

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

市场数据:	2025年08月26日
收盘价(港币)	94.15
恒生中国企业指数	9148.66
52周最高/最低(港币)	106.00/27.95
H股市值(亿港元)	1,794.97
流通H股(百万股)	1,557.79
汇率(人民币/港币)	1.0969

一年内股价与基准指数对比走势:



资料来源: Bloomberg

证券分析师

樊夏沛 A0230523080004  
fanxp@swsresearch.com  
戴文杰 A0230522100006  
daiwj@swsresearch.com

研究支持

邵翼 A0230524120001  
shaoyi@swsresearch.com

联系人

邵翼  
(8621)23297818x  
shaoyi@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**投资要点:** 公司发布 2025 半年报, 2025H 实现销量 19.7 万辆, 同比+278%; 总收入 340.9 亿元, 同比+133%; 单车收入 15.9 万元, 同比-33%; 毛利率 16.5%, 同比+3.0pct; 净亏损 11.4 亿元, 同比减亏 15.1 亿元。2025Q2 实现销量 10.3 万辆, 同/环比+242%/+10%; 总收入 182.7 亿元, 同/环比+125%/+16%; 单车收入 16.4 万元, 同/环比-27.5%/+7.1%; 毛利率 17.3%, 同/环比+3.3%/+1.8pct; 净亏损 4.8 亿元, 同/环比减亏 8.0/1.8 亿元。

- **销量结构+持续降本, 毛利率显著提升。** Q2 公司 MONA 系列占总销量比重环比下滑, 同时 X9 及海外销量占比环比分别提升。高定价、高毛利率车型占比的上升带动毛利率提升, 新款 G6、G9 均迭代至纯视觉方案, 降本效果显著。Q3 交付指引 11.3-11.8 万辆再创新高, 新 P7 及海外增长有望带动毛利率进一步提升并实现单季度扭亏为盈。
- **关注增程平台对用户群体的扩容。** MONA M03 及 P7+ 将小鹏月销从 1 万辆提升至 3 万辆, G7 将小鹏智驾能力推入 L3 级别, 开启智驾新时代, 新 P7 延续 G7 智驾定位, 销量有望显著改善。X9 增程版工信部已公示, 预计随后续四季度增程平台的推出将满足更多消费者需求, 扩容各车型销量, 成为公司新增长点。
- **非车业务对盈利贡献不可忽视。** 8 月 15 日, 公司与大众汽车集团共同宣布, 继双方于 2024 年 7 月 22 日签订电子电气架构技术战略合作联合开发协议后, 基于双方对于扩大电子电气架构的应用范围, 在大众集团实现跨平台跨动力能源形式的电子电气架构平台化的共识。公司与大众扩大电子电气架构合作范围, 将纯电平台扩展至燃油/混动/纯电全平台, 进一步增强目前技术服务收入规模及持续性, 也为后续寻求智驾层面合作奠定基础。此外公司机器人+飞行汽车 2026 年将大规模量产, 值得重点关注。
- **盈利预测与估值。** 公司新车周期开启, 对外合作及内部改革进度超预期, 盈利能力大幅增强, 同时机器人及飞行汽车业务也有望取得突破性进展。考虑到今年行业竞争加剧, 我们下调 2025 年营业收入由 959 亿元至 814 亿元, 但公司增程平台或将显著扩容目前各车型销量, 上调 2026/27 年营业收入由 1172/1355 亿元至 1292/1660 亿元; 2025 年行业竞争剧烈, 2026 年新产品推出较多导致费用上升, 故下调 25/26 年归母净利润由 4/28 亿元至 -18/24 亿元, 上调 2027 年归母净利润由 47 亿元至 64 亿元。参考可比公司估值, 考虑到小鹏 2026 年机器人、飞行汽车、robotaxi 等业务有望快速突破, 给予 2026 年 1.6 倍目标 PS, 相较目前涨幅空间 26%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源车竞争加剧、原材料价格波动、公司出海及新业务拓展进度不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,676	40,866	81,378	129,160	166,034
同比增长率(%)	14	33	99	59	29
归母净利润(百万元)	-10,376	-5,790	-1,803	2,404	6,384
同比增长率(%)	-14	44	69	233	166
每股收益(元/股)	-5.44	-3.04	-0.95	1.26	3.35
净资产收益率(%)	-28.33	-17.13	-6.15	8.41	19.36
市销率	5.33	4.00	2.01	1.27	0.99

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

## 合并利润表 (单位: 百万元人民币)

报告日期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	30,676	40,866	81,378	129,160	166,034
主营业务收入	30,676	40,866	81,378	129,160	166,034
营业总支出	42,060	48,348	85,029	126,930	159,693
营业成本	30,225	35,021	67,772	105,748	134,954
营业开支	5,277	6,457	17,258	21,182	24,739
营业利润	-11,384	-7,482	-3,652	2,230	6,340
净利息支出	-991	-1,031	-31	-238	-470
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-30	386	1,000	500	500
非经常项目前利润	-10,423	-6,065	-2,621	2,968	7,311
非经常项目损益	29	234	500	-140	200
除税前利润	-10,394	-5,831	-2,121	2,828	7,511
所得税	37	-70	-318	424	1,127
少数股东损益	0	0	0	0	0
持续经营净利润	-10,431	-5,761	-1,803	2,404	6,384
非持续经营净利润	0	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-10,376	-5,790	-1,803	2,404	6,384
EPS (最新股本摊薄)	-5.44	-3.04	-0.95	1.26	3.35

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。