



## 毛利率表现亮眼，新车型值得期待

——小鹏汽车-W2025 年中报点评

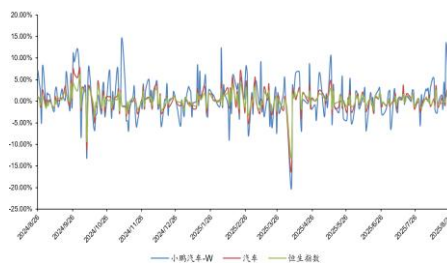
### 买入(维持)

行业：汽车  
日期：2025年09月04日  
分析师：王璿  
E-mail: wangjin@yongxingsec.com  
SAC 编号：S1760523080002  
分析师：余晓飞  
E-mail: yuxiaofei@yongxingsec.com  
SAC 编号：S1760524060002

#### 基本数据

收盘价(元) 86.21  
12mthA 股价格区间(元) 27.95-106.00  
总股本(百万股) 1906.50  
无限售 A 股/总股本 81.69%  
流通市值(亿元) 1337.07

#### 最近一年股票与恒生指数比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

#### 相关报告：

《收入稳健增长，看好 2025 新品周期》

——2025 年 03 月 26 日

《智能驾驶先锋，产品周期发力》

——2025 年 01 月 22 日

### 核心观点

**销量与收入增长，亏损收窄：**2025 年上半年，小鹏汽车的交付量为 197189 辆，同比增长 279.0%；总收入 340.85 亿元，同比增长 132.51%；汽车销售收入 312.53 亿元，同比增长 152.79%；净利润为-11.42 亿元，去年同期为-26.53 亿元。截至 2025 年 6 月 30 日，小鹏汽车的实体销售网络共有 677 间门店，覆盖 224 个城市；自营充电站网络达 2348 座充电站，包括 1304 座小鹏 S4 及 S5 超快充站。小鹏汽车于 2025 年全面完成了智能化和电动化新一代技术平台的升级，推动大产品周期产生更强势能，加速规模增长。

**毛利率与净利率同步提升，费用率下降：**2025 年上半年，小鹏汽车的毛利率为 16.51%，同比提升 3.01 个百分点；净利率为-3.35%，同比提升 14.74 个百分点；研发费用率为 12.28%，同比下降 6.93 个百分点；销售、行政及一般费用率 12.07%，同比下降 8.14 个百分点。受益于收入增长，公司费用金额提升但费用率下降。汽车业务的毛利率提升主要由于持续的成本降低及车型产品组合改善。公司预计 2025 年三季度，汽车交付量将位于 113000 至 118000 辆，同比增长 142.8%-153.6%；总收入将位于 196-210 亿元，同比增长 94.0%-107.9%。

**小鹏 G7 首发搭载 3 颗图灵 AI 芯片，大众汽车合作扩大范围：**2025 年 7 月，小鹏汽车正式发布智能纯电家用 SUV G7，并于同月开启交付，起步价 19.58 万元，首发搭载 3 颗图灵 AI 芯片。8 月，小鹏汽车与大众汽车集团共同宣布，双方签订扩大电子电气架构技术战略合作的协议，双方联合开发的行业领先的电子电气架构不仅将集成到大众在中国市场纯电车型平台，也将部署到大众在中国市场的燃油和插电混动车型平台，双方的技术战略合作将扩展到更广阔的市场。

### 投资建议

我们看好小鹏汽车在 AI 与智能驾驶技术的加持下，通过推出更多新车型实现销售规模的进一步增长。考虑到公司今年上半年已经初步实现了优秀的销售水平，我们维持盈利预测，预计 2025/2026/2027 年，小鹏汽车的销售收入分别为 890.43/1272.01/1703.41 亿元，净利润分别为-23.92/11.61/62.16 亿元，维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济风险，国际贸易风险，原材料价格上升风险，汇率波动风险，国家政策风险。

### 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40866	89043	127201	170341
年增长率 (%)	33%	118%	43%	34%
归属于母公司的净利润	-5790	-2392	1161	6216
年增长率 (%)	-	-	-	435%
每股收益 (元)	-3.06	-1.25	0.61	3.26
市盈率 (X)	-	-	141.52	26.44
净资产收益率 (%)	-18.51%	-8.27%	3.86%	17.09%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2025 年 08 月 27 日收盘价)

资产负债表		单位：百万元			
至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	49,736	91,155	125,584	165,949	
现金	18,586	30,633	45,026	63,099	
应收账款及票据	2,450	4,947	7,067	9,463	
存货	5,563	11,508	16,330	21,427	
其他	23,137	44,068	57,161	71,959	
<b>非流动资产</b>	32,970	33,659	34,386	35,527	
固定资产	11,522	12,021	12,446	12,994	
无形资产	5,872	5,761	5,614	5,506	
其他	15,576	15,876	16,326	17,026	
<b>资产总计</b>	82,706	124,814	159,970	201,476	
<b>流动负债</b>	39,865	83,029	115,888	151,142	
短期借款	6,510	7,810	8,910	9,810	
应付账款及票据	23,080	50,216	71,260	93,500	
其他	10,275	25,003	35,718	47,832	
<b>非流动负债</b>	11,566	12,866	13,966	13,966	
长期债务	6,442	7,742	8,842	8,842	
其他	5,124	5,124	5,124	5,124	
<b>负债合计</b>	51,431	95,895	129,854	165,108	
普通股股本	-	-	-	-	
储备	29,181	26,825	28,022	34,274	
<b>归属母公司股东权益</b>	31,275	28,919	30,116	36,367	
少数股东权益	0	0	0	0	
<b>股东权益合计</b>	31,275	28,919	30,116	36,367	
负债和股东权益	82,706	124,814	159,970	201,476	

利润表		单位：百万元			
至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业收入</b>	40,866	89,043	127,201	170,341	
其他收入	0	0	0	0	
<b>营业成本</b>	35,021	75,324	106,891	140,251	
销售费用	-	5,343	6,996	8,517	
管理费用	-	2,226	2,544	2,555	
研发费用	6,457	8,904	10,176	13,627	
财务费用	-1,031	-157	-362	-620	
<b>除税前溢利</b>	-5,831	-2,363	1,190	6,245	
所得税	-70	0	0	0	
<b>净利润</b>	-5,761	-2,363	1,190	6,245	
少数股东损益	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	-5,790	-2,392	1,161	6,216	
EBIT	-6,862	-2,520	829	5,625	
EBITDA	-4,289	142	3,551	8,185	
EPS (元)	-3.06	-1.25	0.61	3.26	

现金流量表		单位：百万元			
至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	-2,012	12,851	15,744	21,015	
净利润	-5,790	-2,392	1,161	6,216	
少数股东权益	0	0	0	0	
折旧摊销	2,573	2,661	2,723	2,559	
营运资金变动及其他	1,205	12,582	11,859	12,239	
<b>投资活动现金流</b>	-1,255	-3,226	-3,336	-3,596	
资本支出	-2,428	-3,050	-3,000	-3,000	
其他投资	1,173	-176	-336	-596	
<b>筹资活动现金流</b>	669	2,385	1,949	619	
借款增加	669	2,600	2,200	900	
普通股增加	-	-	-	-	
已付股利	-	-	-	-	
其他	0	0	0	0	
<b>现金净增加额</b>	-2,562	12,047	14,393	18,074	

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	33%	118%	43%	34%
归属母公司净利润	-	-	-	435%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14%	15%	16%	18%
销售净利率	-14%	-3%	1%	4%
ROE	-19%	-8%	4%	17%
ROIC	-15%	-6%	2%	10%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62%	77%	81%	82%
净负债比率	-18%	-52%	-91%	-122%
流动比率	1.25	1.10	1.08	1.10
速动比率	1.01	0.74	0.72	0.73
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.49	0.86	0.89	0.94
应收账款周转率	15.82	24.08	21.18	20.61
应付账款周转率	1.55	2.06	1.76	1.70
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-3.06	-1.25	0.61	3.26
每股经营现金流	-1.06	6.74	8.26	11.02
每股净资产	16.46	15.17	15.80	19.08
<b>估值比率</b>				
P/E	-	-	141.52	26.44
P/B	2.64	5.68	5.46	4.52
EV/EBITDA	-	1,054	38.60	14.65

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。