

## 小鹏汽车-W(9868.HK)

## 迈向物理AI新世界，开辟增程新时代

## 推荐（维持）

股价：90.9 港元

## 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)      | 1909.77          |
| 流通 A 股(百万股)   |                  |
| 流通 B/H 股(百万股) |                  |
| 总市值(亿元)       | 1581.71          |
| 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

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

## 事项：

公司近期举办 2025 小鹏科技日，面向物理 AI 世界，小鹏发布了第二代 VLA 大模型、小鹏 Robotaxi、小鹏全新一代人形机器人 IRON 以及飞行汽车。此外公司 X9 超级增程开启预售，预售价 35 万元起。

## 平安观点：

- **第二代 VLA 大模型发布，构建物理 AI 世界的智能基底。**第二代 VLA 无需语言转译，首次实现从视觉信号到动作指令的端到端直接输出，为 AI 汽车、人形机器人、飞行汽车提供了统一的智能基底。依托第二代 VLA，小鹏发布了“小路 NGP”，复杂小路的平均接管里程大幅提升，根据规划，小鹏第二代 VLA 将于 2026 年一季度随 Ultra 车型全量推送。此外，大众汽车成为小鹏第二代 VLA 首发战略合作伙伴，小鹏图灵 AI 芯片也已获得大众汽车定点。
- **2026 年计划推出三款 Robotaxi 车型，与高德达成全球生态合作。**小鹏 Robotaxi 车型无需改装，采用纯视觉技术路线，且不依赖高精地图，在算力、转向、感知等多方面拥有两套硬件系统，互为备份。小鹏 Robotaxi 车型将搭载 4 颗图灵 AI 芯片，车端算力达到 3000TOPS，包括 2250TOPS 运算算力和 750TOPS 冗余算力。在商业落地方面，小鹏 Robotaxi 将于 2026 年在广州等地开启试运营。在生态建设方面，小鹏 Robotaxi 将开放 SDK，与全球伙伴共建 Robotaxi 生态，高德将成为小鹏 Robotaxi 首个全球生态合作伙伴，未来在高德平台可以打到小鹏的 Robotaxi。
- **小鹏人形机器人预计将于 2026 底量产，优先进入商业场景提供服务。**公司新一代人形机器人 IRON 拥有高度拟人的外观形态，行业首发应用全固态电池，重量降低 30%，电量提升 30%，此外小鹏机器人灵巧手具备 22 个可动自由度。在 AI 方面，小鹏人形机器人搭载 3 颗图灵 AI 芯片，有效算力达到 2250TOPS，整合了 VLT+VLA+VLM 三个认知模型，能够实现视觉感知、语言理解和动作决策。此外，小鹏机器人还开放 SDK，与全球开发者共建人形机器人应用生态。根据公司规划，小鹏机器人将于 2026 年底量产，将优先进入商业场景，提供导览、导购、导巡等商业服务。

|           | 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) | -5.43  | -3.03 | -0.63  | 1.19   | 2.45   |
| P/E(倍)    | -15.2  | -27.3 | -131.0 | 69.3   | 33.8   |
| P/B(倍)    | 4.4    | 5.1   | 5.3    | 4.9    | 4.3    |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **小鹏汇天加速落地低空飞行，陆地航母将于 2026 年量产。**小鹏汇天是小鹏汽车的生态企业，在 2025 小鹏科技日，小鹏汇天正式公布亮相全倾转混电飞行汽车 A868，目前 A868 原型机已于 11 月完成首次试飞，同时宣布陆地航母分体式飞行汽车将于 2026 年实现规模化量产与交付，目前汇天飞行汽车超级工厂已于 11 月 3 日试产并顺利下线首台陆地航母飞行器，其规划年产能达到 10000 辆，初期年产能 5000 辆。基于 A868 与陆地航母两大核心产品，小鹏汇天将构建起覆盖个人低空飞行体验与低空高效出行两大飞行体系。
- **鲲鹏超级增程发布，开辟增程新时代。**小鹏鲲鹏超级增程旨在解决传统增程用户面临的五大问题：纯电续航短、充电速度慢、综合能耗高、亏电动力弱、增程噪音大。鲲鹏超级增程搭载超快充磷酸铁锂大电池，CLTC 纯电续航超 450km，此外运用 5C+800V 超充技术，充电 12 分钟即可补能 70% SOC。首款搭载鲲鹏超级增程的车型——小鹏 X9 超级增程，搭载 63.3kWh 大电池+60L 大油箱，是全球纯电以及综合续航最长的大七座车型。
- **盈利预测与投资建议：**我们维持公司 2025~2027 年净利润预测分别为-12 亿/+23 亿+47 亿元。汽车产业的科技载体地位突出，公司依托其 AI 能力以及规模化量产能力，驱动自身迈入具身智能等更广阔空间，并有望衍生出新的商业模式。我们维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 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、毛利率的改善可能不达预期；2) 高端市场竞争激烈，X9 增程等新车可能面临小米、问界、理想等高端玩家的竞争，公司在高端市场的竞争力尚需进一步验证；3) 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；4) 智驾、Robotaxi、人形机器人等新业务进展可能不达预期，进而影响公司估值。

## 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)     | -3.03 | -0.63 | 1.19   | 2.45   |

## 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           | -27.3 | -131.0 | 69.3  | 33.8  |
| P/S           | 3.9   | 1.9    | 1.2   | 1.0   |
| P/B           | 5.1   | 5.3    | 4.9   | 4.3   |

# 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。

## 免责条款：

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                              | 上海                         | 北京                                    |
|---------------------------------|----------------------------|---------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 | 上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 | 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 |