



小鹏汽车-W (09868.HK)

2025 年 11 月 23 日

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

小鹏汽车 25Q3 业绩点评：服务业务 营收上升明显，业绩整体符合预期

业绩点评：

11 月 17 日，小鹏汽车公布 25Q3 财报：

1、营收：25Q3 公司交付汽车 116007 辆，同/环比+149.3%/+12.4%，Q3 营收 203.8 亿元，同/环比+101.8%/+11.5%。其中汽车业务营收 180.5 亿元，同/环比+105.1%/+6.9%；服务及其他业务营收 23.3 亿元，同/环比+77.9%/+67.6%。我们计算 Q3 单车 ASP 15.6 万元，同/环比-17.7%/-4.9%。25Q1-Q3 公司累计交付 31.3 万辆，同比+217.8%；营收 544.6 亿元，同比+120%，我们计算单车 ASP 15.7 万元，同比-26.7%

2、费用：Q3 研发/SGNA 费用分别为 24.3/24.9 亿元，研发/SGNA 费用率分别为 11.9%/12.2%，环比-0.2pct/+0.3pct。

3、利润：Q3 毛利率 20.1%，同/环比+4.8pct/+2.8pct；其中汽车业务毛利率 13.1%，同/环比+4.5pct/-1.2pct；其他及服务业务毛利率 74.6%，同/环比+14.5pct/+21pct。Q3 归母净亏损 3.8 亿元，我们计算公司 Q3 单车亏损 0.3 万元，同环比持续缩窄。25Q1-Q3 公司毛利率 17.9%，同比+3.6pct；归母净亏损 15.2 亿元，单车亏损 0.5 万元。

经营分析与展望：

1、盈利整体符合预期。本季度公司毛利率环比持续上升，来自服务业务的营收上升，但从汽车业务角度看，公司 Q3 毛利率、单车 ASP 出现下降，但 Q3 M03 销量占比并无明显提升，预计市场竞争加剧下终端价格下降是本次汽车业务承压的主要原因。

2、展望 Q4 及 26 年：公司指引 Q4 汽车交付量约为 12.5-13.2 万辆，同比+36.6%~44.3%；营收约为 215 亿元~230 亿元，同比+33.5%~42.8%。考虑到新车 X9 增程上市时间晚、市场热度低，公司指引是符合实际运行状况的。26 年看，公司表现新车周期够强，具有穿越周期的能力；公司新车均为对标市场热门品类的车型，且拥有增程车周期加持，表观看新车周期依旧较强。虽然目前有质疑公司 25 年新车市场表现，但目前对 26 年新车目前看依旧是强势的，因而我们依旧看好小鹏新车周期和中低端市场新车销量，建议关注。

盈利预测、估值和评级

小鹏汽车作为国内智驾头部车企，基本面改善明显，前沿技术布局最为领先；低成本路线+强新车周期下势能较强；站在当前时间点，建议关注公司新车状况。根据公司 Q3 经营状况和 Q4 指引，我们调整公司 25/26/27 年营收分别至 796.7/1422.7/1706.4 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)
yaoy@gjzq.com.cn

市价 (港币)：96.000 元

相关报告：

- 《小鹏汽车-W 25Q2 业绩点评：低成本路线落地、车型结构向上...》，2025.8.20
- 《小鹏汽车-W 25Q1 财报点评：爆款周期延续、政府补助融入，...》，2025.5.22
- 《小鹏汽车-W 24Q4 及 24 年财报点评：整体符合预期，新车周...》，2025.3.19



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,676	40,866	79,669	142,274	170,635
营业收入增长率	14.23%	33.22%	94.95%	78.58%	19.93%
归母净利润(百万元)	-10,376	-5,790	-1,401	3,272	4,796
归母净利润增长率	-13.53%	44.19%	75.81%	333.61%	46.58%
摊薄每股收益(元)	-5.46	-3.05	-0.74	1.72	2.52
每股经营性现金流净额	0.51	0.00	3.82	12.68	8.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	-28.56%	-18.51%	-4.69%	9.87%	12.64%
P/E	-10.39	-15.31	-130.27	55.76	38.04
P/B	2.94	2.83	6.11	5.50	4.81

来源：小鹏汽车年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	26,855	30,676	40,866	79,669	142,274	170,635
增长率	28.0%	14.2%	33.2%	95.0%	78.6%	19.9%
主营业务成本	23,767	30,225	35,021	66,262	116,946	140,289
%销售收入	88.5%	98.5%	85.7%	83.2%	82.2%	82.2%
毛利	3,088	451	5,846	13,407	25,328	30,345
%销售收入	11.5%	1.5%	14.3%	16.8%	17.8%	17.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	5,029	0	0	7,569	10,671	12,286
%销售收入	18.7%	0.0%	0.0%	9.5%	7.5%	7.2%
管理费用	1,659	0	0	0	0	0
%销售收入	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	5,215	5,277	6,457	8,126	11,951	13,651
%销售收入	19.4%	17.2%	15.8%	10.2%	8.4%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	-10,045	-11,385	-6,862	-1,257	3,652	5,496
%销售收入	-37.4%	-37.1%	-16.8%	-1.6%	2.6%	3.2%
财务费用	-927	-991	-1,031	128	140	-180
%销售收入	-3.5%	-3.2%	-2.5%	0.2%	0.1%	-0.1%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-8,815	-11,384	-7,482	-2,288	2,706	4,409
营业利润率	-32.8%	-37.1%	-18.3%	-2.9%	1.9%	2.6%
营业外收支						
税前利润	-9,118	-10,394	-5,831	-1,385	3,512	5,676
利润率	-34.0%	-33.9%	-14.3%	-1.7%	2.5%	3.3%
所得税	25	37	-70	-14	211	851
所得税率	-0.3%	-0.4%	1.2%	1.0%	6.0%	15.0%
净利润	-9,143	-10,431	-5,761	-1,371	3,301	4,825
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-9,139	-10,376	-5,790	-1,401	3,272	4,796
净利率	n.a	n.a	n.a	n.a	2.3%	2.8%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-9,139	-10,376	-5,790	-1,401	3,272	4,796
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2,205	1,892	0	-531	-288	-272
非经营收益						
营运资金变动	-2,709	7,333	0	7,304	19,109	10,151
经营活动现金流	-8,232	956	0	7,262	24,093	16,775
资本开支	-4,680	-2,312	0	-3,000	-3,000	-3,000
投资	9,272	2,138	0	-2,000	-2,000	-2,000
其他	254	805	0	1,031	946	1,087
投资活动现金流	4,846	631	0	-3,969	-4,054	-3,913
股权募资	0	5,020	0	0	0	0
债权募资	6,006	2,996	0	4,500	4,500	4,500
其他	-2	0	0	-500	-658	-815
筹资活动现金流	6,004	8,015	0	4,000	3,842	3,685
现金净流量	3,079	9,588	0	7,293	23,881	16,547

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	14,608	21,127	18,586	25,879	49,761	66,308
应收账款	7,681	7,100	8,187	17,793	30,352	34,696
存货	4,521	5,526	5,563	11,044	19,491	23,382
其他流动资产	16,718	20,768	17,399	17,667	20,797	22,215
流动资产	43,527	54,522	49,736	72,382	120,400	146,600
%总资产	60.9%	64.8%	60.1%	66.7%	75.5%	77.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	10,607	10,954	11,522	12,270	12,943	13,548
%总资产	14.8%	13.0%	13.9%	11.3%	8.1%	7.2%
无形资产	2,998	6,405	5,872	6,235	6,561	6,855
非流动资产	27,964	29,641	32,970	36,081	39,080	41,980
%总资产	39.1%	35.2%	39.9%	33.3%	24.5%	22.3%
资产总计	71,491	84,163	82,706	108,463	159,480	188,580
短期借款	3,309	5,287	6,510	9,510	12,510	15,510
应付账款	14,223	22,210	23,080	36,812	64,970	77,939
其他流动负债	6,583	8,614	10,275	19,200	34,288	41,123
流动负债	24,115	36,112	39,865	65,522	111,768	134,571
长期贷款	5,411	6,428	6,442	7,942	9,442	10,942
其他长期负债	5,055	5,294	5,124	5,124	5,124	5,124
负债	34,580	47,834	51,431	78,589	126,334	150,638
普通股股东权益	36,911	36,329	31,275	29,874	33,146	37,942
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	35,367	34,498	29,181	27,781	31,052	35,848
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	71,491	84,163	82,706	108,463	159,480	188,580

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-5.34	-5.96	-3.06	-0.74	1.72	2.52
每股净资产	21.39	19.25	16.46	15.72	17.44	19.96
每股经营现金净流	-4.77	0.51	0.00	3.82	12.68	8.83
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-24.76%	-28.56%	-18.51%	-4.69%	9.87%	12.64%
总资产收益率	-12.78%	-12.33%	-7.00%	-1.29%	2.05%	2.54%
投入资本收益率	-22.07%	-23.78%	-15.33%	-2.63%	6.23%	7.26%
增长率						
主营业务收入增长率	27.95%	14.23%	33.22%	94.95%	78.58%	19.93%
EBIT 增长率	-81.82%	-13.34%	39.73%	81.68%	390.54%	50.52%
净利润增长率	-87.92%	-13.53%	44.19%	75.81%	333.61%	46.58%
总资产增长率	8.90%	17.72%	-1.73%	31.14%	47.04%	18.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.9	38.7	22.8	29.5	37.4	44.0
存货周转天数	54.4	59.8	57.0	45.1	47.0	55.0
应付账款周转天数	201.3	217.0	232.8	162.7	156.7	183.4
固定资产周转天数	107.5	126.5	99.0	53.8	31.9	27.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.26%	-11.33%	-1.63%	-11.06%	-68.44%	-91.54%
EBIT 利息保障倍数	-76.0	-42.4	-19.9	-2.5	5.6	6.7
资产负债率	48.37%	56.84%	62.19%	72.46%	79.22%	79.88%

来源：小鹏汽车年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



小程序】
国金证券研究服务



公众号】
国金证券研究