

汽车

2025 年 11 月 25 日

# 小鹏汽车-W (09868)

## ——三季报符合预期，全面转型 AI 企业

**报告原因：有业绩公布需要点评**
**买入 (维持)**
**市场数据： 2025 年 11 月 25 日**

收盘价 (港币)	81.60
恒生中国企业指数	9158.31
52 周最高/最低 (港币)	110.80/42.90
H 股市值 (亿港元)	1,558.37
流通 H 股 (百万股)	1,909.24
汇率 (港币/人民币)	0.9103

**一年内股价与基准指数对比走势：**

**资料来源：Bloomberg**
**相关研究**
**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 A0230524120001  
shaoyi@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

**投资要点：公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 545 亿元，同比+120%；毛利率 17.9%，同比+3.7pct；归母净利润-15.2 亿元，同比减亏 29.4 亿元。第三季度实现营收 204 亿元，同比+102%，环比+12%；毛利率 20.1%，同比+4.9pct，环比+2.8pct；归母净利润-3.8 亿元，同比减亏 14.3 亿元，环比减亏 1.0 亿元。**

- **销量结构短暂时变化，汽车毛利率环比微降，其他业务贡献高毛利率收入。**2025Q3 小鹏 G7 新车上市，三季度占总销量 13%；同时受增程平台推出前的观望情绪影响，G6、G9、X9 销量占比下滑，带动汽车毛利率下行。同时 2025Q3 由于与大众技术合作取得突破，实现服务及其他收入 23.3 亿元，同比增长 78.1%，环比增长 67.3%，带动整体毛利率显著环比上升。2025Q4 公司交付指引 12.5-13.2 万辆再创新高，Q4 有望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，销量显著改善，后续汽车销量增长动力将来自增程平台。X9 增程版于广州车展上市，预计四季度销量将出现可观增长，同时后续各车型增配增程系统，将扩容销量，成为公司新增长点。
- **布局物理 AI、具身智能、Robotaxi，全面转型 AI 企业。**小鹏将未来的汽车定义为下一代机器人，融合互联网平台/生态能力，软件有望占据 50%比例；旗下第七代人形机器人聚焦全栈自研+跨域融合，注重大脑能力，未来十几个月将有序推进量产第一阶段，未来销售价格将与汽车接近，拥有走进千家万户的基础；推出高经济性的 L4 全共享模式 robotaxi，商业化逻辑竞争力优于友商。全面布局 AI 的同时拥有强变现潜力，决定了小鹏转型 AI 企业的高成功率及高稀缺性，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。考虑到今年及明年行业竞争加剧，我们下调 25/26 年营业收入由 814/1292 亿元至 762 亿元/1257 亿元，但后续公司增程平台或将显著扩容目前各车型销量，上调 2027 年营业收入由 1660 亿元至 1730 亿元；公司降本增效结果明显，上调 25/26/27 年归母净利润由-18/24/64 亿元至-15/28/65 亿元，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	30,676	40,866	76,197	125,672	173,023
同比增长率 (%)	14.23	33.22	86.45	64.93	37.68
归属普通股股东净利润	-10,376	-5,790	-1,529	2,821	6,517
同比增长率 (%)	-13.53	44.19	73.59	284.44	131.04
每股收益 (元/股)	-5.43	-3.03	-0.80	1.48	3.41
ROE (%)	-28.33	-17.13	-5.19	9.71	19.32
市销率	5.56	4.18	2.24	1.36	0.99

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元（人民币）

## 合并利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	30,676	40,866	76,197	125,672	173,023
主营业务收入	30,676	40,866	76,197	125,672	173,023
营业总支出	42,060	48,348	81,154	122,572	166,148
营业成本	30,225	35,021	62,981	101,585	139,156
营业开支	5,277	6,457	18,173	20,987	26,992
营业利润	-11,384	-7,482	-4,957	3,100	6,875
净利息支出	-991	-1,031	43	-19	-192
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	-30	386	2,100	500	900
非经常项目前利润	-10,423	-6,065	-2,899	3,619	7,967
非经常项目损益	29	234	1,100	-300	-300
除税前利润	-10,394	-5,831	-1,799	3,319	7,667
所得税	37	-70	-270	498	1,150
少数股东损益	0	0	0	0	0
持续经营净利润	-10,431	-5,761	-1,529	2,821	6,517
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	-1,529	2,821	6,517
EPS (最新股本摊薄)	-5.43	-3.03	-0.80	1.48	3.41

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

## 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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘焯明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.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。