

小鹏汽车-W(09868)

报告日期: 2026年01月08日

获 L3 牌照, 乘用车同增 126%, 静待机器人、低空多点开花

——小鹏汽车点评报告

投资要点

- 乘用车业务: 已获得 L3 级自动驾驶测试牌照, 25Q4 交付量展望再创新高**

(1) 公司已获得 L3 级自动驾驶测试牌照, 并计划于 26Q1 量产第二代 VLA 软件、具备 L4 能力。25M6, 公司发布全球首款搭载 L3 级算力车型 G7; 12 月 16 日, 小鹏汽车宣布已在广州市获得 L3 级自动驾驶道路测试牌照, 并启动常态化的 L3 道路测试; 25M11, 公司发布第二代 VLA 软件、具备 L4 能力, 预计 26Q1 实现量产上车; 2026, 公司计划量产软硬件均实现 L4 级的车型。

(2) 25 年全年交付量达 43 万辆, 同比增长 126%; 海外市场持续拓展。26 年 1 月 1 日公司发布公告, 25M12 交付量达 3.75 万辆, 同比增幅为 2%; 25 年全年总交付量达 43 万辆, 同比增长 126%。海外市场方面, 公司全年交付量为 4.5 万辆, 同比增幅为 96%, 并在年底将全球布局扩展至 60 个国家和地区。
- 人形机器人业务: 新一代机器人 IRON 预计 26 年底量产**

(1) 新一代机器人 IRON 发布, 预计 26 年底量产。25M11, 公司发布新一代人形机器人 IRON, 拥有全身 82 个自由度, 可实现高难度拟人动作, 采用“谐波关节”实现 1:1 人手尺寸, 并具备 22 个自由度, 可执行精细抓取动作。智能化方面, 其搭载 3 颗小鹏自研图灵 AI 芯片, 有效算力达 2250TOPS, 并搭载小鹏二代 VLA 大模型, 可实现对话、行走及交互等高阶智能。新一代 IRON 预计 2026 年底量产, 公司已与宝钢达成工业场景合作。

(2) 公司是工信部人形机器人与具身智能标委会委员名单中唯二车企。12 月 26 日, 工信部人形机器人与具身智能标准化技术委员会成立, 标委会将主要承担提出和制定人形机器人行业标准体系的职责, 公司是标委会委员名单中唯二车企。
- eVTOL 业务: A868 进入试飞阶段, 陆地航母量产在即**

公司正构建起低空出行的两套飞行体系, 分别是面向个人低空飞行的陆地航母和面向多人低空高效出行的全倾转锂电飞行汽车 A868。其中 A868 预计将实现 500km 长航程, 最高航速可达 360 公里/小时, 目前已进入试飞阶段; 陆地航母已正式进入量产前夜, 截至 2025 年 11 月 5 日, 全球订单累计突破 7000 台, 预计于 26H2 开启交付。
- 25Q3 业绩: 营收同比大幅增加, 25Q3 毛利率首次突破 20%, 净亏损收窄**

(1) 营收端: 营收同比大幅增加 102%, 汽车营收同比增加 105%。25Q3 公司总营收为 203.8 亿元, 同比增加 102%, 环比增加 12%。其中, 汽车营收为 180.5 亿元, 同比增加 105%, 环比增加 7%, 汽车营收增长主要系新车型交付量增加所致。

(2) 毛利率与利润: 25Q3 毛利率首次突破 20%, 净亏损收窄。公司 25Q3 毛利率达 20.1%, 首次突破 20%, 同比增加 4.8pcts, 环比增加 2.8pcts。25Q3 净亏损为人民币 3.8 亿元, 较 24Q3 净亏损收窄 14.3 亿元, 较 25Q2 净亏损收窄 1 亿元。
- 盈利预测与估值**

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 784、1069、1383 亿元, 同比增速分别为 92%、36%、29%, CAGR 为 50%; 归母净利润分别为 -12.8、1.7、30.9 亿元, 对应 PE 分别为 -/44X, 维持“增持”评级。
- 风险提示**

eVTOL 订单进展不及预期, 机器人进展不及预期、原材料价格波动等。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 邱世梁
 执业证书号: S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 刘巍
 执业证书号: S1230524040001
 liuwei03@stocke.com.cn

研究助理: 顾淳晖
 guchunhui@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|-----------|------------|
| 收盘价 | HK\$79.00 |
| 总市值(百万港元) | 150,870.70 |
| 总股本(百万股) | 1,909.76 |

股票走势图



相关报告

- 1 《单季毛利率创新高, 新车周期强势开启》 2024.11.22
- 2 《AI 科技日发布多项 AI 成果, 小鹏 P7+ 正式上市》 2024.11.11
- 3 《新车周期带动销量增长, 技术合作开拓变现可能》 2024.08.23

财务摘要

| 单位/百万 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 40866 | 78448 | 106896 | 138258 |
| (+/-) (%) | 33% | 92% | 36% | 29% |
| 归母净利润 | -5790 | -1280 | 165 | 3087 |
| (+/-) (%) | / | / | / | 1,768% |
| 每股收益(元) | -3.06 | -0.67 | 0.09 | 1.61 |
| P/E | / | / | / | 44.03 |
| ROE | -18.51% | -4.27% | 0.55% | 9.28% |

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 49,736 | 81,006 | 106,566 | 132,738 | 营业收入 | 40,866 | 78,448 | 106,896 | 138,258 |
| 现金 | 18,586 | 30,824 | 44,473 | 56,910 | 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款及票据 | 2,450 | 4,380 | 5,879 | 7,643 | 营业成本 | 35,021 | 63,858 | 87,907 | 110,995 |
| 存货 | 5,563 | 10,075 | 13,455 | 16,896 | 销售费用 | 5,497 | 6,276 | 8,017 | 10,342 |
| 其他 | 23,137 | 35,727 | 42,759 | 51,289 | 管理费用 | 1,374 | 1,647 | 2,245 | 2,903 |
| 非流动资产 | 32,970 | 33,570 | 34,186 | 34,366 | 研发费用 | 6,457 | 7,923 | 8,552 | 10,922 |
| 固定资产 | 11,522 | 11,176 | 11,722 | 11,744 | 财务费用 | (1,031) | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 5,872 | 5,950 | 6,020 | 6,178 | 除税前溢利 | (5,831) | (1,336) | 124 | 3,075 |
| 其他 | 15,576 | 16,444 | 16,444 | 16,444 | 所得税 | (70) | (13) | 1 | 31 |
| 资产总计 | 82,706 | 114,576 | 140,752 | 167,104 | 净利润 | (5,761) | (1,322) | 123 | 3,044 |
| 流动负债 | 39,865 | 70,583 | 96,594 | 119,860 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 6,510 | 7,700 | 8,710 | 9,715 | 归属母公司净利润 | (5,790) | (1,280) | 165 | 3,087 |
| 应付账款及票据 | 23,080 | 42,409 | 60,305 | 74,336 | EBIT | (6,862) | (1,336) | 124 | 3,075 |
| 其他 | 10,275 | 20,475 | 27,579 | 35,809 | EBITDA | (4,289) | 232 | 1,708 | 4,695 |
| 非流动负债 | 11,566 | 13,998 | 13,998 | 13,998 | EPS (元) | (3.06) | (0.67) | 0.09 | 1.61 |
| 长期债务 | 6,442 | 6,442 | 6,442 | 6,442 | | | | | |
| 其他 | 5,124 | 7,556 | 7,556 | 7,556 | | | | | |
| 负债合计 | 51,431 | 84,581 | 110,591 | 133,857 | | | | | |
| 普通股股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 储备 | 29,181 | 27,901 | 28,067 | 31,153 | 成长能力 | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 31,275 | 29,995 | 30,160 | 33,247 | 营业收入 | 33.22% | 91.96% | 36.26% | 29.34% |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | / | / | / | 1,767.93% |
| 股东权益合计 | 31,275 | 29,995 | 30,160 | 33,247 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 82,706 | 114,576 | 140,752 | 167,104 | 毛利率 | 14.30% | 18.60% | 17.76% | 19.72% |
| | | | | | 销售净利率 | (14.17%) | (1.63%) | 0.15% | 2.23% |
| | | | | | ROE | (18.51%) | (4.27%) | 0.55% | 9.28% |
| | | | | | ROIC | (15.33%) | (3.00%) | 0.27% | 6.16% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 资产负债率 | 62.19% | 73.82% | 78.57% | 80.10% |
| 经营活动现金流 | (2,012) | 10,863 | 14,890 | 13,252 | 净负债比率 | (18.02%) | (55.62%) | (97.22%) | (122.58%) |
| 净利润 | (5,790) | (1,280) | 165 | 3,087 | 流动比率 | 1.25 | 1.15 | 1.10 | 1.11 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 1.01 | 0.85 | 0.82 | 0.81 |
| 折旧摊销 | 2,573 | 1,568 | 1,584 | 1,620 | 营运能力 | | | | |
| 营运资金变动及其他 | 1,205 | 10,575 | 13,141 | 8,546 | 总资产周转率 | 0.49 | 0.80 | 0.84 | 0.90 |
| 投资活动现金流 | (1,255) | 184 | (2,251) | (1,820) | 应收账款周转率 | 15.82 | 22.97 | 20.84 | 20.45 |
| 资本支出 | (2,428) | (1,300) | (2,200) | (1,800) | 应付账款周转率 | 1.55 | 1.95 | 1.71 | 1.65 |
| 其他投资 | 1,173 | 1,484 | (51) | (20) | 每股指标(元) | | | | |
| 筹资活动现金流 | 669 | 1,190 | 1,010 | 1,005 | 每股收益 | (3.06) | (0.67) | 0.09 | 1.61 |
| 借款增加 | 669 | 1,190 | 1,010 | 1,005 | 每股经营现金流 | (1.06) | 5.68 | 7.79 | 6.93 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 | 16.46 | 15.69 | 15.78 | 17.39 |
| 已付股利 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | / | / | / | 44.03 |
| 现金净增加额 | (2,562) | 12,237 | 13,649 | 12,438 | P/B | 2.55 | 4.53 | 4.51 | 4.09 |
| | | | | | EV/EBITDA | (17.29) | 513.07 | 62.40 | 20.27 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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和/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。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>