

首次实现单季度盈利转正，物理 AI 生态打开长期空间

核心观点

小鹏汽车是中国领先的智能电动汽车设计及制造商，也是全球 AI 定义汽车的先行者，已构建“纯电+超级增程”双轮驱动战略。公司在 2025 年实现总收入 767.20 亿元，同比增长 87.7%；毛利 144.73 亿元，同比增长 147.7%；毛利率 18.9%，同比提升 4.6 个百分点。2025 年第四季度首次实现单季度盈利，净利润 3.8 亿元，NON-GAAP 净利润 5.1 亿元，标志着公司成功跨越盈亏平衡点。全年交付量达 42.94 万辆，同比增长 26.98%；汽车销售收入 683.79 亿元，同比增长 90.8%，毛利率提升至 12.8%，公司 2026 年将重点推进 Robotaxi、人形机器人等“物理 AI”生态业务落地，打开长期估值空间，维持“买入”评级。

事件

1) 公司发布 2025 年年度报告：公司实现总营业收入 767.20 亿元，同比增长 87.7%；毛利 144.73 亿元，同比增长 147.7%；毛利率 18.9%，同比提升 4.6 个百分点；净亏损 11.4 亿元，同比大幅收窄 80.3%；NON-GAAP 净亏损 4.6 亿元，同比收窄 91.7%。

2) 公司发布 2025 年第四季度报告：公司实现总营业收入 222.5 亿元，同比增长约 80%；毛利 47.4 亿元，毛利率 21.3%；净利润 3.8 亿元，首次实现单季度盈利；NON-GAAP 净利润 5.1 亿元；交付量 11.62 万辆，同比增长 26.98%，环比增长 10.67%。

简评

2025 年收入突破 700 亿元，Q4 首次实现单季盈利。公司 2025 年实现总收入 767.20 亿元，同比增长 87.7%；毛利 144.73 亿元，同比增长 147.7%；毛利率 18.9%，同比提升 4.6 个百分点至历史高位。其中第四季度实现营收 222.5 亿元，净利润 3.8 亿元，NON-GAAP 净利润 5.1 亿元，首次实现单季度盈利，盈利能力显著改善。全年交付量达 42.94 万辆，同比增长 26.98%，单车 ASP 提升至 16.41 万元，单车毛利达 2.13 万元。2025 年总交付 42.94 万辆，同比增长 26.98%；25Q4 总交付 11.62 万辆，同比增长 26.98%，环比增长 10.67%，Q4 单车 ASP 提升至 16.41 万元，单车毛利达 2.13 万元，单车净利润转正至 0.33 万元，单车 NON-GAAP 净利润 0.44 万元，单车研发 2.47 万元，单车 SG&A 2.40 万元，运营效率持续优化。

小鹏集团-W (9868.HK)

维持

买入

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060002

胡天颀

hutiankuang@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070010

发布日期：2026 年 05 月 12 日

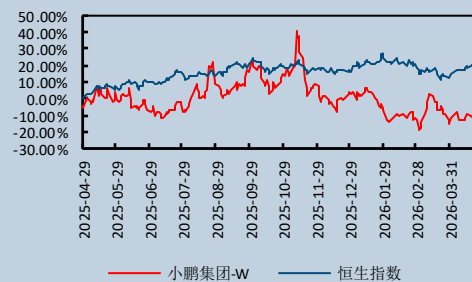
当前股价：61.60 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|----------------------------|--------------|---------------|
| -12.00/-14.92 | -15.21/-9.88 | -20.77/-37.60 |
| 12 月最高/最低价 (港元) | | 108.50/61.60 |
| 总股本 (万股) | | 191,445.45 |
| 流通 H 股 (万股) | | 191,445.45 |
| 总市值 (亿港元) | | 1,179.30 |
| 流通市值 (亿港元) | | 964.50 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | 1651.01 |
| 主要股东 | | |
| Simplicity Holding Limited | | 17.37% |

股价表现



相关研究报告

汽车销售毛利率大幅提升，盈利能力持续改善。分业务看，公司 2025 年汽车销售业务实现营收 683.79 亿元，同比增长 90.8%，毛利率约 12.8%，同比提升 4.5 个百分点，主要受益于 MONA 系列、新款 P7、超级增程 X9 等多款爆款车型热销，产品矩阵全面发力，“纯电+超级增程”双轮驱动战略成效显著；服务及其他业务实现营收 83.41 亿元，同比增长 65.6%，毛利率高达 68.25%，同比提升 11.05 个百分点，软件服务、超充网络等高毛利业务快速增长，推动公司收入结构持续优化。全年研发费用、SG&A 分别为 94.90、93.98 亿元，占总收入比分别为 12.37%、12.25%，相较 2024 年分别下降 3.43、4.65 个百分点。

发布 VLA2.0 持续推进智驾技术落地，继续研发 Robotaxi、机器人等新业务强化“物理 AI”生态。公司发布第二代 VLA 大模型，实现端到端“视觉-动作”直接映射，大幅提升智驾体验的流畅性与泛化能力，已于 2026 年 3 月开始向用户推送。同时，计划 2026 年推出 3 款 Robotaxi 车型并开启试运营，人形机器人计划于 2026 年底量产。随着公司车型矩阵不断完善，销量逐步攀升，公司汽车主业有望贡献持续、健康的现金流。物理 AI 战略落地，有望助力公司实现多维发展。看好公司主业不断夯实，其余增长曲线持续落地。

投资建议

小鹏汽车是中国领先的智能电动汽车设计及制造商，也是全球 AI 定义汽车的先行者，已成功跨越盈利拐点。2025 年全年交付量达 42.94 万辆，同比增长 125.9%，实现总收入 767.20 亿元，同比大增 87.7%。第四季度首次实现单季度盈利（净利润 3.8 亿元），全年毛利率提升至 18.9%，标志着公司经营质量实现质的飞跃。伴随 MONA 系列、新款 P7、超级增程 X9 等多款爆款车型持续热销，公司产品矩阵全面发力，确立“纯电+超级增程”双轮驱动战略，市场份额持续提升。同时，公司战略全面升级为面向全球的物理 AI 科技公司，围绕“物理 AI”生态布局的四大核心应用——第二代 VLA 大模型、小鹏 Robotaxi、人形机器人 IRON 以及汇天飞行汽车，均将于 2026 年进入实质性落地阶段，其中 Robotaxi 计划推出 3 款车型并开启试运营，人形机器人计划年底量产。预计 2026-2028 年净利润约 9.90、24.45、48.80 亿元，维持“买入”评级。

表 1:重要财务指标

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 40,866.31 | 76,719.74 | 99,284.78 | 120,201.90 | 143,692.72 |
| YOY(%) | 33.22 | 87.73 | 29.41 | 21.07 | 19.54 |
| 净利润(百万元) | -5,790.26 | -1,139.46 | 989.83 | 2,444.79 | 4,880.43 |
| YOY(%) | 44.19 | 80.32 | 186.87 | 146.99 | 99.63 |
| 毛利率(%) | 14.30 | 18.86 | 19.93 | 19.63 | 19.97 |
| 净利率(%) | -14.17 | -1.49 | 1.00 | 2.03 | 3.40 |
| ROE(%) | -18.51 | -3.75 | 3.16 | 7.23 | 12.62 |
| EPS(元/股，摊薄) | -3.02 | -0.60 | 0.52 | 1.28 | 2.55 |
| P/E(倍) | -21.23 | -107.87 | 124.17 | 50.27 | 25.18 |
| P/B(倍) | 3.93 | 4.05 | 3.92 | 3.64 | 3.18 |

资料来源: iFinD, 中信建投证券

表 2:收入成本预测 (单位: 百万元)

| | | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------|------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 汽车销售收入 | 销售收入 | 28,010.86 | 35,829.40 | 68,378.92 | 90,943.96 | 111,861.08 | 135,351.90 |

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

港股公司简评报告

| | | | | | | | |
|-------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| | 成本 | 28,904.41 | 32,866.31 | 59,598.39 | 76,847.65 | 93,963.30 | 112,342.08 |
| | 销售收入增长率 | | 27.91% | 90.85% | 33.00% | 23.00% | 21.00% |
| | 毛利率 | -3.19% | 8.27% | 12.84% | 15.50% | 16.00% | 17.00% |
| 服务及其他 | 销售收入 | 2,665.21 | 5,036.91 | 8,340.82 | 8,340.82 | 8,340.82 | 8,340.82 |
| | 成本 | 1,767.03 | 2,154.29 | 2,648.43 | 2,648.21 | 2,648.21 | 2,648.21 |
| | 销售收入增长率 | | 88.99% | 65.59% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 33.70% | 57.23% | 68.25% | 68.25% | 68.25% | 68.25% |

资料来源: iFind, 中信建投证券

风险分析

- 行业竞争加剧风险。**乘用车行业价格战持续，市场竞争日益激烈，若其他主机厂进一步采取激进的定价策略，或公司未能有效应对价格压力，可能影响公司的市场份额及盈利能力。
- 新车型销量及交付节奏不及预期。**若新车订单获取不及预期，或供应链及产能爬坡受阻导致交付节奏滞后，将直接影响公司营收增长目标。
- 新业务量产及商业化进度不及预期。**机器人技术研发壁垒高，供应链整合及成本压降面临挑战，若关键技术迭代或量产准备不及预期，可能导致产品交付推迟。Robotaxi、飞行汽车等新业务亦有推进速度不及预期风险。

表 3:敏感性分析

| 2026 年主要业务增长率 (%) | 悲观假设 | 中性假设 | 乐观假设 |
|-------------------|---------|---------|---------|
| 汽车销售收入增长率 (%) | 18.00% | 33.00% | 48.00% |
| 服务及其他增长率 (%) | -15.00% | 0.00% | 15.00% |
| 预计营业收入 (亿元) | 877.8 | 992.9 | 1107.9 |
| 预计营业收入增长率 (%) | 14.41% | 29.41% | 44.41% |
| 预计净利润 (亿元) | 8.8 | 9.9 | 11.0 |
| 预计净利润增长率 (%) | 扭亏 | 扭亏 | 扭亏 |
| 2027 年主要业务增长率 (%) | 悲观假设 | 中性假设 | 乐观假设 |
| 汽车销售收入增长率 (%) | 8.00% | 23.00% | 38.00% |
| 服务及其他增长率 (%) | -15.00% | 0.00% | 15.00% |
| 预计营业收入 (亿元) | 1053.1 | 1202.0 | 1350.9 |
| 预计营业收入增长率 (%) | 6.07% | 21.07% | 36.07% |
| 预计净利润 (亿元) | 21.4 | 24.5 | 27.5 |
| 预计净利润增长率 (%) | 116.37% | 146.97% | 177.57% |
| 2028 年主要业务增长率 (%) | 悲观假设 | 中性假设 | 乐观假设 |
| 汽车销售收入增长率 (%) | 6.00% | 21.00% | 36.00% |
| 服务及其他增长率 (%) | -15.00% | 0.00% | 15.00% |
| 预计营业收入 (亿元) | 1256.6 | 1436.9 | 1617.2 |
| 预计营业收入增长率 (%) | 4.54% | 19.54% | 34.54% |
| 预计净利润 (亿元) | 42.7 | 48.8 | 54.9 |
| 预计净利润增长率 (%) | 74.55% | 99.59% | 124.64% |

资料来源: iFind, 中信建投证券

分析师介绍

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017年新财富第二团队核心成员，2020年新浪财经新锐分析师第一名，2020年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。2021年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018年加入中信建投汽车团队，2018/19年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

胡天颢

中国人民大学经济学硕士，华中科技大学经济统计学学士，2021年加入中信建投证券。2021年新财富、水晶球团队成员，2022年新财富、水晶球、金牛奖团队成员。

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分的内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分的内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk