

小鹏汽车 (XPEV US, 买入, 目标价: US\$28.30)

买入

持有

卖出

目标价: US\$28.30 **当前股价: US\$23.80**

股价上行/下行空间 +19%

52 周最高/最低价 (US\$) 27.16/6.55

市值 (US\$mn) 22,537

当前发行数量(百万股) 947

三个月平均日交易额 (US\$mn) 215

流通盘占比 (%) 80

主要股东 (%)

Simplicity 17

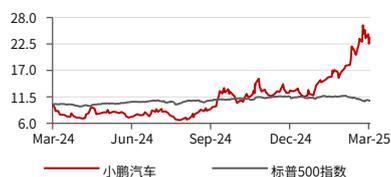
Respect Holding 1

按 2025 年 3 月 19 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (US\$)	28.30	16.70	69%
2025E EPS (RMB)	(1.23)	(0.64)	-93%
2026E EPS (RMB)	2.25	1.83	23%
2027E EPS (RMB)	4.40	N/A	N/A

股价表现


资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	88,231 (-9%)	128,046 (-17%)
EPS (RMB)	(1.64) (+25%)	2.54 (-11%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

研究团队
王一鸣, 分析师

证书编号: S1680521050001

电话: +86 21 6015 6850

电邮地址: ymwang@huaxingsec.com

4Q24 业绩持续改善, 2025 年有望实现单季盈利

- 4Q24 汽车毛利率为 10.0%, 环比增长 1.4ppts; 小鹏预计在 4Q25 实现单季盈利。
- 新款 G6/G9 即将开启交付, 预计 4 月交付量将进一步提升。
- 上调目标价至 28.30 美元 (对应 2.4 倍 2025 年 P/S), 重申“买入”评级。

4Q24 汽车毛利率环比提升, 单季利润有望在 4Q25 转正: 小鹏发布 4Q24 财报, 当季汽车收入为 146.7 亿元, 同环比分别增长 20.0%/66.8%; 折算单车收入为 16.1 万元, 环比 3Q24 下降 15.2%, 主要由于 MONA M03 和 P7+销量占比不断提升所致。同时, 虽然单车收入下滑, 但小鹏通过技术降本和规模效应等实现四季度毛利率环比增长 1.4ppts 至 10.0%。费用端: 4Q24 研发费用和销售及管理费用分别为 20.1 亿元和 22.8 亿元, 环比分别增长 22.9%和 39.3%, 三费率合计为 26.6%, 环比下降 5.7ppts。四季度 GAAP/Non-GAAP 归母净亏损分别为 13.3 亿元和 13.9 亿元, 环比分别收窄 26.4%和 9.2%。全年来看, 小鹏收入同比增长 33.2%至 408.7 亿元, 综合毛利率同比提升 12.8ppts 至 14.3%, GAAP/Non-GAAP 归母净亏损同比收窄 44.2%/41.2%至 57.9 亿元/55.5 亿元。小鹏在财报中指引 1Q25 的交付量在 91,000 至 93,000 辆之间, 对应收入为 150~157 亿元; 管理层也在业绩会上表示小鹏有望在 4Q25 实现单季利润转正。

新车型支撑销量快速增长, 智驾龙头地位稳固: 3 月的隐含交付量 (3.0~3.2 万辆) 环比没有显著提高, 主要是受到新老款 G6/G9 车型切换的影响所致, 而新款 G6 和 G9 将于 3 月 21 日和 24 日开启交付, 因此我们预计小鹏的交付量将从 4 月开始提升至 4 万辆或更高。此外, MONA M03 Max、G7 和新款超级电动等车型也将从 2Q25 开始逐步推出, 预计到 2026 年底, 小鹏将会在 10 万元至 50 万元价格区间带构建从紧凑型到大型, 覆盖各个主流细分市场的完整产品布局。为应对今年大产品周期带来的销量增长, 公司表示目前肇庆+广州的工厂已经开始双班生产, 年化产能达到 40-50 万辆, 2025 年底将扩产至 70 万辆/年。小鹏作为国内智驾的先驱车企有望在 2025 年下半年率先实现 L3 级别智驾软件能力和体验, 并在 2026 年规模量产支持 L4 级别低速场景无人驾驶的车型, 持续夯实智驾领域的头部厂商地位。

上调目标价至 28.30 美元, 重申“买入”评级: 我们预计小鹏的销量将在今年大产品周期的刺激下显著提升, 因此上调 2025-26 年的交付预测至 454,802 辆和 561,000 辆, 相应上调同期营业收入至 805.1 亿元和 1,065.7 亿元。由于产品结构变化 (低价车型占比提升) 和市场竞争激烈等因素, 我们下调 2025/26 年的毛利率预测至 14.9%/15.7%。同时, 我们上调研发、销售和管理费用以反映业务的快速扩张。我们引入 2027 年盈利预测, 并预计收入和 Non-GAAP 归母净利润为 1,210.2 亿元和 37.9 亿元。我们上调小鹏的估值至 2.4 倍 2025 年 P/S 并得到最新目标价为 28.30 美元, 重申“买入”评级。

风险提示: 中国新能源汽车销量不及预期、自动驾驶落地进展不及预期、新车销量不及预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	30,676	40,866	80,507	106,574	121,015
息税前利润 (RMBmn)	(10,889)	(6,658)	(2,740)	332	2,346
归母净利润 (RMBmn)	(9,444)	(5,551)	(1,178)	2,176	4,290
每股收益 (RMB)	(10.85)	(5.87)	(1.23)	2.25	4.40
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	76.1	39.0

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

图表 1: 小鹏汽车--主要季度财务数据

(人民币 百万元)	2Q23A	3Q23A	4Q23A	2Q24A	3Q24A	4Q24A
营业收入	5,063	8,530	13,050	8,111	10,101	16,105
同比	-31.9%	25.0%	91.3%	60.2%	18.4%	23.4%
环比	25.5%	68.5%	53.0%	23.9%	24.5%	59.4%
毛利润	-197	-228	809.47	1,136	1,541	2,325
同比	-124.4%	-124.7%	81.9%	675.4%	N/A	187.2%
环比	-394.5%	15.5%	-455.0%	34.6%	35.7%	50.9%
毛利率	-3.9%	-2.7%	3.5%	14.0%	15.3%	14.4%
研发费用	1,367	1,306	1,308	1,467	1,633	2,006
同比	8.1%	12.9%	-6.3%	7.3%	7.3%	53.4%
环比	5.5%	-4.5%	0.1%	8.6%	8.6%	22.9%
销售及管理费用	1,544	1,692	1,937	1,574	1,633	2,275
同比	-7.3%	-4.0%	-10.3%	1.9%	1.9%	17.5%
环比	11.3%	9.6%	14.5%	13.3%	13.3%	39.3%
归母净利润	-2,805	-3,887	-1,348	-1,285	-1,807	-1,330
同比	-3.8%	-63.6%	-42.9%	54.2%	54.2%	-1.3%
环比	-20.0%	-38.6%	-65.3%	6.1%	6.1%	-26.4%
Non-GAAP 归母净利润	-2,670	-2,790	-1,771	-1,220	-1,532	-1,391
同比	-8.3%	-25.5%	-19.9%	54.3%	54.3%	-21.5%
环比	-20.7%	-4.5%	-36.5%	13.4%	13.4%	-9.2%

资料来源: 公司公告

盈利预测

基于新款 G6 和 G9 即将开启交付以及今年仍有多款车型 (MONA M03 Max、G7、新款超级电动等) 即将发布, 我们上调公司 2025-26 年的新车销量预测至 45.4 万辆/56.1 万辆, 并相应上调同期收入预测至人民币 805.1 亿元/1,065.7 亿元。我们下调 2025-26 毛利率预测以反映小鹏车型结构的变化和市场持续激烈的价格竞争。由于小鹏在 AI 软件和智驾方面的持续大力投入, 我们上调 2025-26 年的研发费用至人民币 85 亿元和 98 亿元。根据管理层指引, 我们预计小鹏将在 4Q25 实现盈亏平衡并在 2026 年实现全年盈利。我们引入 2027 年的盈利预测, 预计交付量为 62.2 万辆, 对应收入为人民币 1,210.1 亿元。

图表 2: 核心盈利预测变化

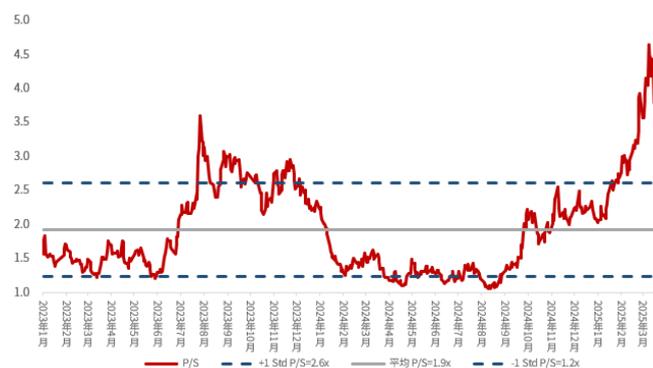
单位: 百万元	调整后			调整前			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	80,507	106,574	121,015	75,993	98,296	N/A	5.9%	8.4%	N/A
毛利润	11,974	16,682	20,431	11,643	17,475	N/A	2.8%	-4.5%	N/A
毛利率	14.9%	15.7%	16.9%	15.3%	17.8%	N/A	-0.4ppts	-2.1ppts	N/A
研发费用	8,500	9,775	10,753	7,599	9,338	N/A	11.9%	4.7%	N/A
销售及管理费用	7,214	7,575	8,332	6,839	8,355	N/A	5.5%	-9.3%	N/A
归母净利润	-1,528	1,726	3,840	-1,054	1,283	N/A	-45.0%	34.6%	N/A
每 ADS 收益 (元)	-1.61	1.82	4.06	-1.11	1.35	N/A	-45.0%	34.6%	N/A
Non-GAAP 净利润	-1,178	2,176	4,290	-604	1,733	N/A	-95.1%	25.6%	N/A
Non-GAAP 每 ADS 收益 (元)	-1.23	2.25	4.40	-0.64	1.83	N/A	-93.2%	23.1%	N/A
预计交付量 (辆)	454,802	561,000	622,000	409,000	532,000	N/A	11.2%	5.5%	N/A

资料来源: 华兴证券预测

估值

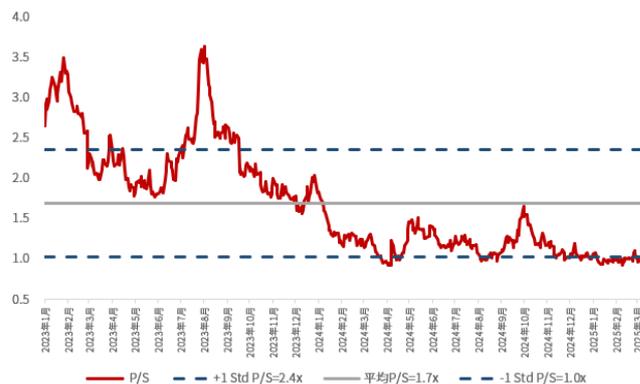
我们将小鹏的估值上调至 2.4 倍 2025 年 P/S 以反映：1) 公司处于大产品周期的初始阶段，今年销量和收入将迎来快速增长，并预期公司的财务状况不断改善，2) 以 AI 为核心构建的产品生态将成为其核心竞争力，有望在远期不断拉开与竞争对手的差距，3) 海外销量快速增长，在新势力厂商中表现亮眼，并得到最新目标价为 28.30 美元，重申“买入”评级。

图表 3:小鹏汽车--远期 P/S 估值表 (2023 年 1 月至今)



资料来源: Wind, 华兴证券

图表 4:蔚来汽车--远期 P/S 估值表 (2023 年 1 月至今)



资料来源: Wind, 华兴证券

图表 5:理想汽车--远期 P/S 估值表 (2023 年 1 月至今)



资料来源: Wind, 华兴证券

图表 6: 可比公司估值表

公司	股票代码	当前股价	当前市值 (亿美元)	营业收入 (当地货币, 百万)			P/S(x)		
				2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E
蔚来汽车	NIO US	5.17	107	71,121	98,377	119,230	1.1	0.8	0.6
理想汽车	LI US	27.52	295	145,464	177,140	207,881	1.5	1.2	1.0
特斯拉	TSLA US	235.86	7,586	98,873	117,177	140,120	7.7	6.5	5.4
平均值			2,663	309,489	373,064	445,326	3.4	2.8	2.4
小鹏汽车	XPEV US	23.80	226	40,866	80,507	106,574	4.0	2.0	1.5

注: 1) 收盘价截至 2025 年 3 月 19 日, 2) 采用人民币兑美元汇率 7.2 计算。营业收入中特斯拉货币单位为美元, 其余为人民币。

资料来源: Wind, 华兴证券预测

风险提示

- **新能源汽车销量不及预期：**随着传统车企纷纷入局、二线新势力车企逐步发力，国内新能源汽车行业的竞争加剧。叠加国家政策变动风险，可能导致公司新能源汽车销量不及预期，对营收产生不利影响。
- **自动驾驶落地进展不及预期：**汽车智能化趋势使得技术创新对新势力车企至关重要。小鹏汽车的自动驾驶软件 XPILOT 3.0 已开启商业化收费模式，且公司持续投资自动驾驶技术以保持行业竞争力。但受研发工作不确定的影响，若无法按预期产生相应收益，或未能跟上行业科技发展，则竞争力将有所下降。同时，自动驾驶软件渗透率受到客户喜好、市场推广等多方面因素的影响，若自动驾驶落地进展不及预期，则将对公司营收产生不利影响。
- **新车销量不及预期：**公司计划于 2025 年发布 4 款新车，包括 2 款全新车型。由于目前新能源车市场竞争愈发激烈，未来新车是否能成功获得市场认可仍存在很大不确定性，若小鹏明年新车销量低于预期则可能对其收入产生不利影响。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
汽车销售	35,829	74,060	21,645	24,748
服务收入	5,037	6,447	1,686	1,861
营业收入	40,866	80,507	106,574	121,015
营业成本	(35,021)	(68,534)	(89,893)	(100,584)
毛利润	5,846	11,974	16,682	20,431
管理及销售费用	(12,738)	(14,914)	(16,550)	(18,285)
其中: 研发支出	(6,457)	(8,500)	(9,775)	(10,753)
息税前利润	(6,658)	(2,740)	332	2,346
息税折旧及摊销前利润	(5,123)	(963)	2,468	4,695
利息收入	1,375	1,500	1,600	1,700
利息支出	(344)	(218)	(196)	(196)
税前利润	(5,831)	(1,468)	1,826	3,940
所得税	70	(80)	(100)	(100)
净利润	(5,790)	(1,528)	1,726	3,840
调整后净利润	(5,551)	(1,178)	2,176	4,290
基本每股收益 (RMB)	(6.12)	(1.61)	1.82	4.06
稀释每股调整收益 (RMB)	(5.87)	(1.23)	2.25	4.40

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	49,736	53,946	58,447	64,786
货币资金	18,586	20,865	23,315	27,396
应收账款	2,450	5,509	6,060	6,666
存货	5,563	6,119	6,731	7,404
其他流动资产	23,137	21,453	22,341	23,320
非流动资产	32,970	33,573	34,942	36,565
固定资产	11,522	12,098	13,308	14,639
无形资产	7,355	7,492	7,636	7,787
商誉	0	0	0	0
其他	7,682	8,212	8,805	9,465
资产	82,706	87,519	93,389	101,351
流动负债	39,865	42,737	45,794	49,097
短期借款	1,859	2,044	2,249	2,474
预收账款	0	0	0	0
应付账款	23,080	24,235	25,446	26,719
长期借款	5,665	4,532	3,625	2,900
非流动负债	5,560	4,926	5,476	6,137
负债	51,431	52,571	55,309	58,590
股份	0	0	0	0
资本公积	70,672	74,017	76,345	77,426
未分配利润	2,094	2,303	2,763	3,316
归属于母公司所有者权益	31,275	34,948	38,080	42,761
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	82,706	87,519	93,389	101,351

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	(5,790)	(1,528)	1,726	3,840
折旧摊销	1,535	1,778	2,136	2,349
利息 (收入) / 支出	1,031	1,282	1,404	1,504
其他非现金科目	362	398	438	481
其他	(1,031)	(1,282)	(1,404)	(1,504)
营运资本变动	9,091	2,727	2,002	2,042
经营活动产生的现金流量	5,197	3,374	6,301	8,712
资本支出	(2,803)	(3,059)	(3,410)	(3,683)
收购及投资	(7,396)	(3,698)	(4,068)	(4,475)
处置固定资产及投资	5,041	5,041	5,041	5,041
其他	182	200	220	242
投资活动产生的现金流量	(4,977)	(1,517)	(2,218)	(2,876)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	(1,485)	(1,636)	(1,773)	(1,896)
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	100	100	100	100
筹资活动产生的现金流量	(1,385)	(1,536)	(1,673)	(1,796)
现金及现金等价物净增加额	(1,125)	361	2,450	4,081
自由现金流	2,394	315	2,891	5,029

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
新车交付量 (辆)	190,068	454,802	561,000	622,000

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	33.2	97.0	32.4	13.5
毛利润	1,195.7	104.8	39.3	22.5
息税折旧及摊销前利润	47.2	81.2	356.3	90.3
净利润	44.2	73.6	213.0	122.4
调整后净利润	41.2	78.8	284.7	97.1
稀释每股调整收益	48.7	73.6	213.0	122.4
调整后稀释每股调整收益	45.9	79.0	282.9	95.2
盈利率 (%)				
毛利率	14.3	14.9	15.7	16.9
息税折旧摊销前利润率	(12.5)	(1.2)	2.3	3.9
息税前利润率	(16.3)	(3.4)	0.3	1.9
净利率	(14.2)	(1.9)	1.6	3.2
调整后净利率	(13.6)	(1.5)	2.0	3.5
净资产收益率	(18.5)	(4.4)	4.5	9.0
总资产收益率	(7.0)	(1.7)	1.8	3.8
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.2
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	N/A	76.1	39.0
市净率	4.2	9.4	8.7	7.8
市销率	4.0	2.0	1.5	1.3

附录

【分析师声明】

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于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受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10%以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于-10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10%以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于-10%到 10%之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于-10%。