

公司研究

1Q25 业绩符合预期，持续看好技术兑现能力

——小鹏汽车（XPEV.N）2025 年一季度业绩点评报告

要点

1Q25 业绩符合预期：1Q25 小鹏汽车总收入同比+141.5%/环比-1.8%至 158.1 亿元（vs. 我们预期约 161.7 亿元），毛利率同比+2.7pcts/环比+1.2pcts 至 15.6%，Non-GAAP 归母净亏损同比收窄 69.8%/环比收窄 69.4%至 4.3 亿元（vs. 我们预期约 4.7 亿元）；1Q25 业绩表现总体符合我们的预期。

2025E ASP、毛利率有望逐季改善：1) 1Q25 小鹏汽车业务收入同比+159.2%/环比-2.1%至 143.7 亿元（ASP 同环比-39.8%/-4.7%至 15.3 万元，交付量同环比+330.8%/+2.7%至 9.4 万辆），汽车业务毛利率同比+5.0pcts/环比+0.5pcts 至 10.5%。2) 1Q25 R&D 费用率同比-8.1pcts/环比+0.1pcts 至 12.5%，SG&A 费用率同环比-8.9pcts/-1.8pcts 至 12.3%。3) 截至 1Q25，短期投资等在手现金等价物合计约 452.8 亿元。我们判断，1Q25 规模效应、技术+供应链降本对冲老车型去库降价影响，带动汽车业务毛利率环比改善；预计 2Q25E 改款/新款车型上市爬坡有望带动产品结构改善，叠加规模效应、技术+供应链降本的持续兑现，我们看好 2Q25E-4Q25E 小鹏 ASP 与毛利率逐季改善趋势。

全新产品矩阵开启+AI 技术持续突破，助力品牌向上+盈利拐点落地：管理层指引，2Q25E 交付量约 10.2-10.8 万辆；2Q25E 即将上市的重点车型包括：Mona M03 Max（5/28 上市，纯电紧凑型轿车的高配版，首次将双 Orin+城市无图智驾价格下探至 15 万元以内）、G7（6 月上市，纯电中大型 SUV）。我们持续看好小鹏通过技术升级带动的功能体验改善+降本优化能力。1) 软硬件技术协同突破：软件方面，除 AI 鹰眼视觉智驾方案外，公司已搭建云端超大规模基座模型+智驾/智舱全本地部署 VLA 模型；硬件方面，自研图灵芯片将于 2Q25E 上车、并于 3Q25E 放量（我们预计将首发搭载于全新车型 G7），预计或可在提升软硬件耦合的同时进一步实现降本。2) 车端主业赋能人形机器人：第四代人形机器人 IRON 已于上海车展首秀，可稳定走路、碰拳、比耶和聊天，预计在车端主业强势赋能下人形机器人业务将开启长期增长动能（管理层指引车端技术接近 70%可复用至人形机器人，2026E 推出面向工业和商业场景的人形机器人）。

维持“买入”评级：我们看好小鹏 2025E 销量和毛利率爬坡前景、与大众合作的推进。鉴于 M03 Max、以及 G7 上市时间略晚于我们此前预期、以及市场竞争加剧，我们下修盈利预测，预计 2025E Non-GAAP 归母净亏损 2.7 亿元（vs. 原预测 Non-GAAP 归母净利润约 2.5 亿元）、预计 2026E-2027E Non-GAAP 归母净利润分别约 70.5 亿元/107.7 亿元（vs. 原预测约 77.8/113.9 亿元）。我们看好小鹏自研技术的逐步兑现前景，维持“买入”评级。

风险提示：新车订单表现不及预期；渠道改革效果不及预期；市场竞争加剧等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	30,676	40,866	84,555	130,817	148,672
营业总收入增长率	14.2%	33.2%	106.9%	54.7%	13.6%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	-9,444	-5,551	-270	7,052	10,766
Non-GAAP 归母净利润增长率	NA	NA	NA	NA	52.7%
EPS（元，摊薄）	-5.42	-2.93	-0.14	3.71	5.67
Non-GAAP ROE（归属母公司，摊薄）	-26.0%	-17.7%	-0.7%	13.2%	15.4%
P/S	4.1	3.3	1.6	1.0	0.9
P/B	3.4	4.3	3.4	2.6	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-5-23（1 美元=7.19 人民币）
注：1) 1 股 ADS=2 股 A-Class 普通股；2) 2023-2024 约 17.4/18.9 亿股普通股，预计 2025E-2027E 约 19.0 亿股普通股。

买入（维持）

当前价：20.00 美元

作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebscn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

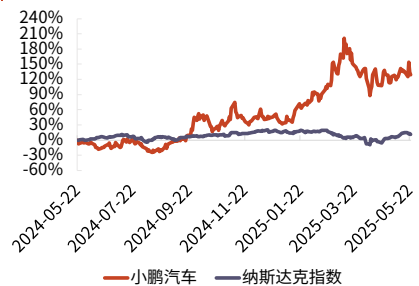
021-52523838

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股普通股)	19.04
总市值(亿美元)	190
一年最低/最高(美元)	6.63/26.34
近 3 月换手率：	NA

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.44	12.73	117.05
绝对	-2.30	8.70	128.57

资料来源：Wind（数据截至 2025/5/23）

相关研报

- 《聚焦新周期，长期关注智驾+全球化+机器人三重增长曲线——小鹏汽车（XPEV.N）2024 四季报业绩点评报告》
2025-03-19
- 《毛利率持续爬坡，看好车型周期与智能化同步兑现——小鹏汽车（XPEV.N）2024 三季报业绩点评报告》
2024-11-24
- 《2Q24 毛利率持续改善，关注新车型订单表现——小鹏汽车（XPEV.N）2024 二季报业绩点评报告》
2024-08-26
- 《2Q24E 或平稳过渡，3Q24E 新车型周期开启——小鹏汽车（XPEV.N）2024 一季报业绩点评报告》
2024-05-23
- 《全年经营现金流首次转正，内部改革+外部合作持续推进——小鹏汽车（XPEV.N）2023 年报业绩点评报告》
2024-03-21

表 1: 损益表

(单位: 百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	30,676	40,866	84,555	130,817	148,672
销售成本	-30,225	-35,021	-70,494	-105,842	-118,811
毛利润	451	5,846	14,060	24,975	29,861
研发费用	-5,277	-6,457	-8,855	-10,465	-11,127
销售行政/管理费用	-6,559	-6,871	-8,329	-9,714	-10,047
经营利润 (损失)	-10,889	-6,658	-2,237	5,450	9,430
财务成本-净额	991	1,031	850	1,308	1,487
其他收益	-30	386	1,118	654	743
Non GAAP 净利润 (净损失)	-9,444	-5,551	-270	7,052	10,766
少数股东损益	0	0	0	0	0
Non GAAP 归母净利润 (净损失)	-9,444	-5,551	-270	7,052	10,766

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 2: 资产负债表

(单位: 百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	84,163	82,706	91,255	122,183	133,544
流动资产	54,522	49,736	57,456	88,468	99,573
库存	5,526	5,563	5,006	6,886	5,008
贸易等应收账款	2,716	2,450	2,001	2,510	1,737
现金及其等价物	34,840	35,533	43,744	70,893	84,897
其他流动资产	11,439	6,190	6,704	8,178	7,930
非流动资产	29,641	32,970	33,799	33,715	33,971
不动产、厂房及设备	10,954	11,522	12,020	12,071	11,816
租赁土地及土地使用权	4,245	4,006	4,835	5,628	6,121
无形资产	4,949	4,610	4,399	4,571	4,714
其他非流动资产等	9,492	12,832	12,545	11,445	11,320
总负债	47,834	51,431	51,711	68,695	63,576
无息负债	36,930	39,299	38,911	54,695	48,476
有息负债	10,904	12,132	12,800	14,000	15,100
夹层权益合计	0	0	0	0	0
股东权益	36,329	31,275	39,544	53,488	69,967
普通股	0	0	0	0	0
留存收益 (损失)	-35,760	-41,586	-42,656	-36,912	-27,633
资本公积及其他	72,089	72,860	82,200	90,400	97,600
归属本公司股权持有人权益	36,329	31,275	39,544	53,488	69,967
少数股东权益	0	0	0	0	0

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

表 3：现金流量表

(单位：百万人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	956	-2,012	4,548	21,780	10,610
净利润（净损失）	-10,376	-5,790	-1,071	5,744	9,279
折旧及摊销	2,107	2,573	2,792	3,258	3,712
净营运资金增加	7,374	-452	1,828	11,421	-3,820
其他	1,851	1,657	999	1,357	1,438
投资活动产生现金流	631	-1,255	-3,011	-2,881	-2,756
固定资产新增	-2,096	-2,226	-2,230	-2,130	-2,030
短期投资、以及其他	2,727	971	-781	-751	-726
融资活动现金流	8,015	669	4,668	5,200	4,100
股票/可转债等融资	5,020	0	4,000	4,000	3,000
借款增加	3,110	1,229	668	1,200	1,100
少数股东资金注入、以及其他	-114	-559	0	0	0
现金及等价物净增加额	9,603	-2,598	6,205	24,099	11,954

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP