

小鹏汽车 (XPEV US, 买入, 目标价: US\$28.50)

买入

持有

卖出

目标价: US\$28.50 **当前股价: US\$20.50**

股价上行/下行空间 +39%

52 周最高/最低价 (US\$) 27.16/6.60

市值 (US\$mn) 19,412

当前发行数量(百万股) 947

三个月平均日交易额 (US\$mn) 248

流通盘占比 (%) 80

主要股东 (%)

Simplicity 17

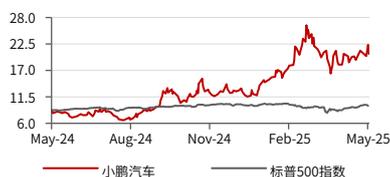
Respect Holding 1

按 2025 年 5 月 22 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\$)	28.50	28.30	1%
2025E EPS (RMB)	(1.02)	(1.23)	17%
2026E EPS (RMB)	2.33	2.25	3%
2027E EPS (RMB)	4.63	4.40	5%

股价表现


资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	88,546 (-9%)	128,095 (-17%)
EPS (RMB)	(1.38) (+26%)	3.02 (-23%)

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

毛利率创单季历史新高, 期待新车型持续提升销量

- 1Q25 毛利率创单季历史新高, 亏损显著改善。
- 我们预计 G7、新款 P7 和鲲鹏超级电动车型将助力小鹏月销量进一步增长。
- 重申“买入”评级, 最新目标价为 28.50 美元。

1Q25 亏损显著改善, 综合毛利率创新高: 根据小鹏汽车发布的 1Q25 业绩报告, 1Q25 收入为 158.1 亿元, 同比增长 141.5%, 其中汽车业务收入 143.7 亿元, 同比增长 159.2%, 收入增长主要受益于 Mona 03 和 P7+ 带来销量快速增长。综合毛利率为 15.6%, 创单季历史新高, 同环比增长 1.6ppts/1.2ppts, 其中汽车业务毛利率为 10.3%, 同环比增长 4.8ppts/0.3ppts。当季经营费用总额为 35.0 亿元, 同比增长 27.8% 而环比下降 18.2%; 经营费用率为 24.8%, 同环比大幅下降 19.7ppts/4.5ppts, 表明公司经营效率显著改善。1Q25 公司 GAAP/non-GAAP 归母净亏损为 6.64 亿元/4.26 亿元, 环比收窄 50.1%/69.4%。小鹏汽车在季报中指引 2Q25 交付量为 10.2 万辆~10.8 万辆之间, 对应收入为 175 亿元~187 亿元之间, 同比增长 115.7%~130.5%。

G7 预计 6 月发布, 有望助推销量进一步提升: 根据小鹏汽车管理层在业绩会上的介绍, 新车型 G7 将于 6 月亮相, 目标进军 25 万级 SUV 市场。三季度, 小鹏汽车还将推出全新一代 P7, 定位 30 万级豪华运动轿跑。四季度, 小鹏鲲鹏超级电动车型将逐步进入量产, 从而实现“一车双能”。目前, 公司已经实现连续 6 个月新车交付超过 3 万, 我们认为丰富的新车产品储备有望助力其月销量在下半年进一步提升。

推动以 AI 驱动的融合创新: 管理层在业绩会上表示小鹏汽车将持续推动以 AI 驱动的融合式创新。小鹏汽车的全栈自研体系, 涵盖鹰眼纯视觉方案、图灵大算力自研芯片、云端超大规模基座模型、全本地部署的 VLA 模型等, 为实现高等级自动驾驶领域的研发路线图打下了坚实的基础。机器人方面, 管理层表示小鹏汽车瞄准在 2026 年推出面向工业和商业场景的人形机器人, 达到行业领先的智能水平, 并通过量产场景的数据驱动实现快速进化。

上调目标价至 28.50 美元, 重申“买入”评级: 管理层在业绩会上重申了在今年四季度实现盈利的预期。基于 1Q25 业绩, 我们对 2025-27 年的交付量及收入预测维持基本不变, 但上调同期毛利率预测 1.4-1.8ppts 以反映之后车型结构优化 (Mona 占比预计下降) 和规模效应带来的影响。我们下调 2025 年的净亏损预期以反映小鹏汽车不断优化的经营效率并上调 2026/27 年盈利预测。我们维持小鹏汽车 2025 年 2.4 倍的 P/S 估值不变, 并小幅上调目标价至 28.50 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	80,948	106,618	121,067
息税前利润 (RMBmn)	(10,889)	(6,658)	(2,239)	708	3,068
归母净利润 (RMBmn)	(9,444)	(5,551)	(977)	2,252	4,512
每股收益 (RMB)	(10.85)	(5.87)	(1.02)	2.33	4.63
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	63.3	31.9

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)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A
营业收入	6,548	8,111	10,101	16,105	15,811
同比	62.3%	60.2%	18.4%	23.4%	141.5%
环比	-49.8%	23.9%	24.5%	59.4%	-1.8%
毛利润	844	1,136	1,541	2,325	2,460
同比	1158.7%	675.4%	N/A	187.2%	191.5%
环比	4.2%	34.6%	35.7%	50.9%	5.8%
毛利率	14.0%	14.0%	15.3%	14.4%	15.6%
研发费用	1,350	1,467	1,633	2,006	1,981
同比	-4.2%	7.3%	25.0%	53.4%	46.7%
环比	3.3%	8.6%	11.3%	22.9%	-1.3%
销售及管理费用	1,388	1,574	1,633	2,275	1,946
同比	-0.1%	1.9%	-3.5%	17.5%	40.2%
环比	-28.3%	13.3%	3.7%	39.3%	-14.5%
归母净利润	-1,368	-1,285	-1,807	-1,330	-664
同比	41.5%	54.2%	53.5%	1.3%	51.5%
环比	1.5%	6.1%	-40.6%	26.4%	50.1%
Non-GAAP 归母净利润	-1,408	-1,220	-1,532	-1,391	-426
同比	36.3%	54.3%	45.1%	21.5%	69.8%
环比	-20.5%	13.4%	-25.6%	9.2%	69.4%

资料来源: 公司公告

盈利预测

我们对小鹏汽车 2025~27 年的交付量和收入预测保持基本不变。我们上调同期毛利率预测 1.5ppts/1.4ppts/1.8ppts 至 16.4%/17.1%/18.7%，主要考虑到：1) 小鹏汽车销量持续增长带来的规模效应，2) G7 和新 P7 等新车型发布后低毛利率的 Mona 车型销量占比将下降，产品结构有望优化；以及 3) 高毛利率的售后服务收入快速增长。同时，我们上调了相应的销售及管理费用以反映销量增长产生的供应商返利费用。综合而言，我们下调小鹏汽车 2025 年的归母净亏损预测至 13.3 亿元，并上调 2026/27 年归母净利润至 18.0 亿元/40.6 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	80,948	106,618	121,067	80,507	106,574	121,015	0.5%	0.0%	0.0%
毛利润	13,262	18,216	22,696	11,974	16,682	20,431	10.8%	9.2%	11.1%
毛利率	16.4%	17.1%	18.7%	14.9%	15.7%	16.9%	1.5ppts	1.4ppts	1.8ppts
研发费用	8,500	9,775	11,241	8,500	9,775	10,753	0.0%	0.0%	4.5%
销售及管理费用	7,901	8,533	9,387	7,214	7,575	8,332	9.5%	12.7%	12.7%
归母净利润	-1,327	1,802	4,062	-1,528	1,726	3,840	-13.2%	4.4%	5.8%
每 ADS 收益 (元)	-1.40	1.90	4.29	-1.61	1.82	4.06	-13.2%	4.4%	5.8%
Non-GAAP 净利润	-977	2,252	4,512	-1,178	2,176	4,290	-17.1%	3.5%	5.2%
Non-GAAP 每 ADS 收益 (元)	-1.02	2.33	4.63	-1.23	2.25	4.40	-17.1%	3.5%	5.2%
预计交付量 (辆)	456,808	561,000	622,000	454,802	561,000	622,000	0.4%	0.0%	0.0%

资料来源: 华兴证券预测

估值

考虑到小鹏汽车的基本面持续优化，包括：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。我们维持 2.4 倍 2025 年 P/S 估值不变并小幅上调目标价至 28.50 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)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
蔚来汽车	NIO US	3.88	87	98,377	119,230	127,305	0.6	0.5	0.5
理想汽车	LI US	28.67	307	177,140	207,881	248,942	1.2	1.1	0.9
特斯拉	TSLA US	341.04	10,985	99,344	124,450	138,543	11.1	8.8	7.9
平均值			3,793	330,265	407,718	457,920	4.3	3.5	3.1
小鹏汽车	XPEV US	20.50	195	80,948	106,618	121,067	1.7	1.3	1.2

注: 1) 收盘价截至 2025 年 5 月 22 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。由于目前新能源汽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	74,464	21,645	24,748
服务收入	5,037	6,483	1,729	1,861
营业收入	40,866	80,948	106,618	121,067
营业成本	(35,021)	(67,685)	(88,402)	(98,371)
毛利润	5,846	13,262	18,216	22,696
管理及销售费用	(12,738)	(15,601)	(17,708)	(19,828)
其中：研发支出	(6,457)	(8,500)	(9,775)	(11,241)
息税前利润	(6,658)	(2,239)	708	3,068
息税折旧及摊销前利润	(5,123)	(461)	2,845	5,419
利息收入	1,375	1,200	1,300	1,300
利息支出	(344)	(218)	(196)	(196)
税前利润	(5,831)	(1,267)	1,902	4,162
所得税	70	(80)	(100)	(100)
净利润	(5,790)	(1,327)	1,802	4,062
调整后净利润	(5,551)	(977)	2,252	4,512
基本每股收益 (RMB)	(6.12)	(1.40)	1.90	4.29
稀释每股调整收益 (RMB)	(5.87)	(1.02)	2.33	4.63

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	49,736	54,131	58,708	65,270
货币资金	18,586	21,050	23,576	27,879
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	87,704	93,650	101,835
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	35,133	38,341	43,245
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	82,706	87,704	93,650	101,835

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)	(1,327)	1,802	4,062
折旧摊销	1,535	1,778	2,137	2,351
利息（收入）/支出	1,031	982	1,104	1,104
其他非现金科目	362	398	438	481
其他	(1,031)	(982)	(1,104)	(1,104)
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	3,576	6,379	8,936
资本支出	(2,803)	(3,076)	(3,412)	(3,685)
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)	(1,534)	(2,219)	(2,877)
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)	545	2,526	4,304
自由现金流	2,394	500	2,967	5,252

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
新车交付量（辆）	190,068	456,808	561,000	622,000

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	33.2	98.1	31.7	13.6
毛利润	1,195.7	126.9	37.4	24.6
息税折旧及摊销前利润	47.2	91.0	716.5	90.5
净利润	44.2	77.1	235.8	125.5
调整后净利润	41.2	82.4	330.6	100.4
稀释每股调整收益	48.7	77.1	235.8	125.5
调整后稀释每股调整收益	45.9	82.6	328.3	98.4
盈利率 (%)				
毛利率	14.3	16.4	17.1	18.7
息税折旧摊销前利润率	(12.5)	(0.6)	2.7	4.5
息税前利润率	(16.3)	(2.8)	0.7	2.5
净利率	(14.2)	(1.6)	1.7	3.4
调整后净利率	(13.6)	(1.2)	2.1	3.7
净资产收益率	(18.5)	(3.8)	4.7	9.4
总资产收益率	(7.0)	(1.5)	1.9	4.0
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	63.3	31.9
市净率	4.2	8.0	7.4	6.7
市销率	3.4	1.7	1.3	1.2

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%。