



小鹏：销量增长维持市场活跃，毛利率降低彰显行业内卷

投资评级： 持有

报告日期： 2025-7-14

行业 汽车
收盘价 (美元) 17.64
总市值 (亿美元) 168
流通市值 (亿美元) 137
总股本 (百万股) 1907
PE (2025E) -100.8
PE (TTM) -23.7

近52周股价走势



作者

华通证券国际

研究部

SFC: AAK004

Email: research@waton.com

主要观点：

● 财务表现

2025年第一季度总收入158.1亿元，同比增141.5%，环比降1.8%。汽车销售额143.7亿元，占比90.89%，同比增159.2%；交付量9.4万辆，同比增330.8%，但单车均价同比降39.3%（从25.2万元至15.29万元），低价车型占比提升。净亏损6.6亿元，亏损同比减少51.8%，环比降50.4%；Non-GAAP 净亏损4.3亿元，同比降69.5%。毛利率稳定在15.6%，保持行业高位。

● 业务发展

聚焦中高端智能电动车市场，以科技体验为核心。G6（20-25万元市场）交付3.8万辆，占比42%，市占率18%；X9（35万元以上）交付1.5万辆，市占率12%。渠道覆盖120个城市共400家零售店，自建充电网络超2000座。通过全域800V高压平台（充电10分钟续航300km）、XNGP全场景智能驾驶（2024年实现全国覆盖）构建差异化优势，同时推进一体化压铸（降低30%生产成本）和平台化研发控本，应对行业竞争。

● 盈利预测

预计2025年全年营业收入572.13亿人民币（约合78.84亿美元），同比增长约40%，主要受益于G6、X9等车型放量及全球化布局；经营利润率为-16.99%（较2024年收窄），反映规模效应及成本优化成效。2025-2027年对应PE倍数分别为-93.74倍、44.2倍、19.32倍，显示2026年有望实现扭亏为盈。

● 风险提示

价格战导致单车均价下滑，低价车型拉低毛利率；纯电政策红利减弱，缺乏混动产品；问界、零跑等竞品抢占市场份额；现金流承压，研发与促销支出高企。

● 主要财务指标

百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40866	57213	66937	83671
(+/-)%	33.22	40.00	17.00	25.00
营业利润	(7482)	(9722)	(8702)	6153
(+/-)%	34.28	-29.95	10.50	170.71
净利润	(5790)	(7906)	(6848)	7244
(+/-)%	44.19	-36.53	13.38	205.78
营业利润率	-18.31%	-16.99%	-13.00%	7.35%
PE	-13.94	-93.74	44.2	19.32

资料来源：WIND，华通证券国际研究部

财务报表与盈利预测

资产负债表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	49736	44808	41426	45720
现金及等价物	18586	16728	15055	18066
其他短期投资	13683	9578	6705	8716
应收款项合计	8187	8351	8518	8318
存货	5563	6397	7357	6989
其他流动资产	3716	3754	3791	3631
非流动资产	32970	34616	36597	39530
固定资产净值	11522	14294	17197	18917
其他长期投资	6452	5162	4129	4749
商誉及无形资产	5872	5872	5813	5988
土地使用权	2744	2717	2690	2771
其他非流动资产	6379	6571	6768	7106
总资产	82706	79423	78023	85250
流动负债	39865	43265	47333	46095
应付账款及票据	23080	24235	25446	25192
应交税金	15	0	0	8
短期借贷	6510	8463	11001	9901
其他流动负债	10260	10568	10885	10994
非流动负债	11566	12789	14169	15391
长期借贷	6442	7409	8520	9798
其他非流动负债	5124	5380	5649	5593
总负债	51431	56054	61502	61486
归母股东权益	31275	23369	16521	23765
股东权益合计	31275	23369	16521	23765
总负债及总权益	82706	79423	78023	85250

现金流量表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动				
净利润	(5790)	(7906)	(6848)	7244
加: 折旧与摊销	2573	3192	3840	4224
营运资本变动	(381)	2152	2338	(822)
其他非现金调整	1586	1586	1586	1586
经营现金流量	(2012)	(975)	916	12231
投资活动:				
出售固定资产	170	170	170	170
减: 资本性支出	2428	2671	2938	3232
投资减少	5242	3267	2594	2853
减: 投资增加	4228	3383	2706	3112
其他投资活动	(11)	(11)	(11)	(11)
投资现金流量	(1255)	(2628)	(2892)	(3332)
筹资活动				
债务增加	10718	12075	13490	10123
减: 债务减少	10049	10366	13223	16047
筹资现金流量	669	1709	267	(5924)
汇率变动影响	36	36	36	36
现金净增加额	(2562)	(1859)	(1673)	3011

利润表

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	40866	57213	66937	83671
营业成本	35021	49771	56896	57600
营业开支	13327	17164	18742	19918
营业利润	(7482)	(9722)	(8702)	6153
加: 利息收入	1375	1800	2000	1600
减: 利息支出	344	700	800	500
其他非经营性损益	386	400	400	350
非经常项目前利润	(6065)	(8222)	(7102)	7603
加: 非经常损益	234	250	200	100
除税前利润	(5831)	(7972)	(6902)	7703
减: 所得税	(70)	(96)	(83)	431
持续经营净利润	(5761)	(7877)	(6819)	7273
其他特殊项	(29)	(29)	(29)	(29)
净利润	(5790)	(7906)	(6848)	7244

主要财务比率

单位:百万人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	40866	57213	66937	83671
营业利润	(7482)	(9722)	(8702)	6153
净利润	(5790)	(7906)	(6848)	7244
盈利能力				
营业利润率	-18.31%	-16.99%	-13.00%	7.35%
净利润率	-14.17%	-13.82%	-10.23%	8.66%
回报率分析				
总资产	82706	79423	78023	85250
总资产收益率	-7.00%	-9.95%	-8.78%	8.50%
净资产	31275	23369	16521	23765
净资产收益率	-18.51%	-33.83%	-41.45%	30.48%
估值分析				
市盈率	-13.94	-93.74	44.2	19.32
市净率	2.58	31.71	-18.32	5.89

资料来源: WIND, 华通证券国际研究部

财务表现概括:

2025 年第一季度总收入为158.1亿元人民币 (21.8亿美元)，比2024年同期增长141.5%。其中2025年第一季度汽车销售收入为人民币143.7亿元 (约合19.8亿美元)，占比90.89%，2025年第一季度服务及其他业务收入为14.4亿元人民币 (2.0亿美元)，占比9.11%。

2025Q1汽车收入占比从84.6%提升至91%，其他收入占比从15.4%降至9%。2025年第一季度净亏损为6.6亿元人民币 (9090万美元)，2024年同期为13.7亿元人民币，2024年第四季度为13.3亿元人民币。净亏损同比减少51.8%。

财务报表分析:

销售成本和研发费用大幅增加

2025年第一季度的销售成本为人民币 133.5 亿元 (18.4 亿美元)，比去年同期的人民币 57.0 亿元增长了134.1%。而销售成本增加主要是因为汽车交付量增加。增速几乎与营收同步。2025 年第一季度的研发费用为19.8亿元人民币 (2.7亿美元)，比 2024年同期的13.5亿元人民币增长了46.7%，比2024年第四季度的20.1亿元人民币减少了1.3%。同比增长的主要原因是，随着公司扩展产品组合以支持未来增长，用于新车型和AI技术 (XNGP智驾) 新技术相关的费用增加。

2025年第一季度销售、总务和行政费用为19.5亿元人民币 (2.7亿美元)，比2024年同期增长40.2%，环比下降14.5%。同比增长的主要原因是销售量增加导致特许经营店的佣金增加。季度环比下降的主要原因是营销和广告费用减少。

2025年第一季度的净利润剔除股权激励等非现金支出 (3.68亿元)，Non-GAAP净利润10亿元，以更准确反映主营业务表现。Non-GAAP净利润同比下降20.5% (2025Q1:10亿元 vs. 2024Q1:13亿元)，主要因收入增速放缓。受季节性因素影响，环比下降74.9% (2025Q1:10亿元 vs. 2024Q4:40亿元)。股权激励费用大幅减少46.3% (2025Q1:3.68亿元 vs. 2024Q1:6.85亿元)。

核心业务板块:

2025年第一季度汽车销售收入为人民币143.7亿元 (约合19.8亿美元)，比2024年同期增长159.2%，同比增长的主要原因是交付量增加。2025年第一季度的汽车总交付量为94008辆，比2024年同期的21821辆增长了330.8%。增加的原因是a) MONA M03 (15-20万元级) 连续5个月交付超1.5万辆，累计下线突破10万辆，成为入门级市场的“性价比之王”；b) P7+ (中高端智能轿跑) 上市5个月累计交付超4万辆，95后用户占比76%。c) G6/G9改款车型：2025款G6上市7分钟大定破5000台，G9在45分钟内斩获3000台订单。

2025第一季度汽车交付量同比增速 (330.8%) 远远大于汽车收入增速 (159.2%) 以及总营收 (141.5%)。收入结构权重变化和非汽车业务增速相对较低。a) 根据数据2024Q1平均单车车价为55亿元/21821=25.2万/辆，2025Q1平均单车车价为143.7亿元/94008=15.29万/辆，同比下降39.3%左右，新增销量主要来自低价车型 (如G3、P5等入门级产品) 或促销降价策略，拉低整体平均售价导致单车收入 (ASP) 同比下降。

2025年第一季度服务及其他业务收入为14.4亿元人民币 (2.0亿美元)，比2024年同期的10.0 亿元人民币增长43.6%，同比增长的主要原因是与平台和软件战略技术合作相关的技术研发服务 ("技术研发服务") 收入增加，以及与大众汽车集团的电气/电子架构 ("EEA") 技术合作，以及维修和保养服务及汽车融资服务收入增加。服务及其他收入增速较低 (+43.6%)，进一步抑制了总收入增速。

业务分析

2025年第一季度，小鹏汽车展现出强劲的业务增长与结构优化能力。整车销售方面，小鹏交付量实现了新势力品牌中单季交付量第一的亮眼成绩。受益于交付量提升，汽车销售收入达143.7亿元，虽然环比略有回落，但整体增长势头稳健。更为关键的是，汽车毛利率提升至10.5%，较去年同期

增加5个百分点，连续七个季度实现毛利改善，反映出其在成本控制与规模效益方面的能力正在持续释放。

小鹏汽车的核心业务仍以整车销售为主，该板块具有明显的“规模驱动+成本优化”特征。随着产品组合不断丰富，公司在保持销量快速扩张的同时，通过优化供应链、提升制造效率和控制采购成本，使单位车辆的盈利能力持续改善。这显示出整车业务已由“增量扩张”逐步迈入“质量增长”的新阶段。

服务与其他业务板块则呈现出“高附加值+多元来源”的特征。该部分收入不仅包括传统的售后维保与汽车金融服务，还涵盖与大众集团的技术授权合作，在智能平台与电子电气架构等关键技术方面具备输出能力。本季度服务业务毛利率高达66.4%，大幅高于整车业务，显示出其良好的盈利结构。随着用户规模扩大、车主生命周期管理深入，该板块有望持续释放稳定现金流，成为公司毛利的重要支撑。

此外，充电网络作为基础设施类业务，展现出“长期布局+生态闭环”特征。截至2025年一季度，小鹏已拥有超过2,100座自营充电站，全面覆盖全国223座城市。这不仅提升用户补能便利性，更增强了品牌粘性和使用体验，构建起“软硬件一体”的出行生态。

整体来看，小鹏各板块业务形成了“规模效应-技术授权-生态布局”的协同模式，在智能电动车行业内逐渐建立起差异化的竞争壁垒与持续成长的盈利模型。

潜在风险

根据Gurufocus的数据，小鹏汽车的WACC和ROIC分别是10%和-14.41%。这表明公司的回报是低于资本的成本，并且可能会对股价有负面的影响。从整个市场来看，小鹏整体位于行业中等位置但其资本利用效率依旧过低。

根据CnEVPost的统计，小米近期新发布的车型销售数据稳定发挥。MONA M03在2025年一直维持在12000辆/月的销量，而Xpeng P7维持约7200辆/月的销量。这彰显了小鹏生产了能够吸引消费着的产品。另外，小鹏专注于自动驾驶和智慧网路功能的创新，这也有助于小鹏汽车获取到竞争优势从而在市场中脱颖而出，吸引客户群体带来部分车款溢价，创造更大利润空间。

然而，小鹏汽车的产品定价组合可能会导致小鹏汽车难以进入不同的价格市场，并且无法针对不同的客户群体。根据小鹏汽车的价格表，最高价是41.98万；最低价是14.89万。小鹏缺少了低端市场的价格定位（8万-12万；及8万以下）。这可能会导致小鹏无法接触到潜在客户或是更主流的市场。此外，小鹏汽车（BEV）专注于纯电动车的研发、制造和销售，没有推出混合动力（PHEV或HEV）车型。这可能会限制其在某些市场的短期布局和竞争。

新能源市场的价格战很大可能会影响小鹏汽车的利润率。因其竞品特斯拉和比亚迪的降价策略，小鹏降低了电动车的价格，根据2025Q1的财务报表，平均汽车销售收入下降到15.29万，与2024年同期相比，减少了超过10万。这个市场的价格竞争可能会使小鹏汽车的利润下降

按照规定欧盟的新电池法，中国整车生产商和电池生产商都产生约束，并提出更高的规范性要求。将使企业成本增加，降低产品竞争力，很可能对企业出口业务带来不利影响。这可能会对像小鹏汽车这样的中国电动汽车企业的出口成本产生整体影响且利润率会下降。

法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。

2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

3. 在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但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。

7. 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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。

8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

9. 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。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券国际有限公司研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。