

公司研究

盈利拐点临近，“一车双能”全新周期即将开启

——小鹏汽车（XPEV.N）2025年二季度业绩点评报告

要点

2Q25 业绩符合预期：2Q25 小鹏汽车总收入同比+125.3%/环比+15.6%至 182.7 亿元，毛利率同比+3.3pcts/环比+1.7pcts 至 17.3%，Non-GAAP 归母净亏损同比收窄 68.4%/环比收窄 9.5%至 3.9 亿元，总体表现符合我们的预期。

2Q25 毛利率表现亮眼，ASP 与毛利率有望逐季改善：1) 2Q25 小鹏汽车业务收入同比+147.6%/环比+17.5%至 168.8 亿元（ASP 同环比-27.5%/+7.1%至 16.4 万元，交付量同环比+241.6%/+9.8%至 10.3 万辆），汽车业务毛利率同比+7.9pcts/环比+3.8pcts 至 14.3%。2) 2Q25 R&D 费用率同比-6.0pcts/环比-0.5pcts 至 12.1%，SG&A 费用率同环比-7.5pcts/-0.4pcts 至 11.9%。3) 截至 2Q25，在手现金等价物合计约 475.7 亿元。我们判断，2Q25 公司毛利率表现亮眼，主要受益于 Mona M03 Max 版本+2025 款 G6/G9 爬坡交付带动的产品结构改善、技术降本、以及规模效应。预计 3Q25E G7、P7 等全新车型交付爬坡有望带动公司产品结构持续优化，我们看好小鹏 ASP 与毛利率逐季改善前景。

盈利拐点临近，“一车双能”全新周期即将开启：管理层指引，3Q25E 全新车型 G7、P7 开启交付（P7 小订数据已突破历史所有车型同期纪录），4Q25E 首款鲲鹏超级电动车型 X9 即将上市交付。**我们看好小鹏 1) AI 技术持续升级，巩固行业科技领先地位：**（a）将于 8 月向 G7 Ultra 版本推送 VLA 初始版本，2026E 将量产 L4 级车型（模型与 Ultra 版本车型同源）并将在部分地区开启 Robotaxi 试点；（b）预计 2H26E 搭载图灵芯片+VLA 及 VLM 模型的人形机器人或将量产。**2) 基本面逐步兑现：**预计 4Q25E 扭亏，2026E “一车双能”全新周期有望进一步提振基本面。**3) 与大众进一步深化合作：**小鹏与大众在电子电气架构方面的合作范围由纯电扩大至燃油+插混平台，有望进一步增厚总收入与毛利率。

维持“买入”评级：我们看好小鹏销量和毛利率爬坡前景、以及与大众合作的推进，上调盈利预测，预计 2025E Non-GAAP 归母净亏损 2.4 亿元（vs. 原预测 Non-GAAP 归母净亏损约 2.7 亿元）、预计 2026E-2027E Non-GAAP 归母净利润分别约 78.2 亿元/131.4 亿元（vs. 原预测约 70.5 亿元/107.7 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/销量不及预期；毛利率爬坡不及预期；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	78,029	127,555	152,215
营业总收入增长率	14.2%	33.2%	90.9%	63.5%	19.3%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	-9,444	-5,551	-238	7,821	13,138
EPS（元，摊薄）	-5.42	-2.93	-0.12	4.10	6.89
Non-GAAP ROE（归属母公司，摊薄）	-26.0%	-17.7%	-0.6%	14.4%	17.9%
P/S	4.2	3.4	1.8	1.1	0.9
P/B	3.5	4.5	3.6	2.6	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-8-19（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 19.1 亿股普通股。

买入（维持）

当前价：20.74 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

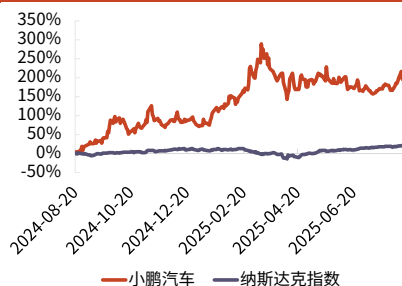
021-52523838

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股普通股)	19.07
总市值(亿美元)	197.40
一年最低/最高(美元)	6.77/26.34
近 3 月换手率	NA

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.26	-7.12	186.72
绝对	13.27	3.80	206.35

资料来源：Wind（数据截至 2025/8/19）

相关研报

- 《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》
2025-05-25
- 《聚焦新车周期，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 四季度业绩点评报告》
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 三季度业绩点评报告》
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 二季度业绩点评报告》
2024-08-26
- 《2Q24E 或平稳过渡，3Q24E 新车型周期开启——小鹏汽车（XPEV.N）2024 一季度业绩点评报告》
2024-05-23

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	78,029	127,555	152,215
销售成本	-30,225	-35,021	-63,691	-100,066	-117,999
毛利润	451	5,846	14,338	27,489	34,215
研发费用	-5,277	-6,457	-8,785	-10,804	-11,416
销售行政/管理费用	-6,559	-6,871	-8,947	-11,536	-12,177
经营利润 (损失)	-10,889	-6,658	-2,174	6,425	12,144
财务成本-净额	991	1,031	835	1,276	1,522
其他收益	-30	386	1,622	1,276	1,522
Non GAAP 净利润 (净损失)	-9,444	-5,551	-238	7,821	13,138
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	-238	7,821	13,138

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	86,060	126,280	135,836
流动资产	54,522	49,736	51,984	92,287	101,587
库存	5,526	5,563	4,191	7,405	4,772
贸易等应收账款	2,716	2,450	1,657	2,741	1,608
现金及其等价物	34,840	35,533	39,967	73,651	87,345
其他流动资产	11,439	6,190	6,169	8,489	7,863
非流动资产	29,641	32,970	34,076	33,992	34,248
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	12,822	11,722	11,597
总负债	47,834	51,431	46,406	71,880	62,620
无息负债	36,930	39,299	33,606	57,880	47,520
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	39,654	54,399	73,216
普通股	0	0	0	0	0
留存收益 (损失)	-35,760	-41,586	-42,546	-36,001	-24,384
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	39,654	54,399	73,216
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	770	28,316	10,300
净利润 (净损失)	-10,376	-5,790	-960	6,545	11,616
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	-1,783	17,156	-6,467
其他	1,851	1,657	722	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	2,427	30,635	11,644

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
行业及公司评级	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