

## 小鹏汽车 (XPEV US, 买入, 目标价: US\$28.00)

**买入**

持有

卖出

**目标价: US\$28.00**      **当前股价: US\$20.37**

股价上行/下行空间      +37%

52 周最高/最低价 (US\$)      27.16/6.75

市值 (US\$mn)      19,289

当前发行数量(百万股)      947

三个月平均日交易额 (US\$mn)      129

流通盘占比 (%)      80

**主要股东 (%)**

Simplicity      17

Volkswagen Finance      5

Respect Holding      1

按 2025 年 8 月 20 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\$)	28.00	28.50	-2%
2025E EPS (RMB)	(0.85)	(1.02)	17%
2026E EPS (RMB)	2.41	2.33	3%
2027E EPS (RMB)	4.74	4.63	3%

**股价表现**


资料来源: FactSet

**华兴对比市场预测 (差幅%)**

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	86,976 (-8%)	126,000 (-16%)
EPS (RMB)	(1.38) (+38%)	2.54 (-5%)

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。

### 汽车销售毛利大幅改善, 不断推出新车型优化产品结构

- 2Q25 汽车销售毛利率大幅改善至 14.3%, Non-GAAP 归母净亏损收窄至 3.85 亿元。
- 新 P7 和 X9 将进一步帮助小鹏提升销量, Ultra 车型有效算力将达 2,250TOPs。
- 重申“买入”评级, 最新目标价为 28.00 美元。

**2Q25 毛利率环比大幅改善, 亏损收窄:** 根据小鹏发布的 2Q25 业绩报告, 汽车销售收入为 168.8 亿元, 同环比增长 147.6%/17.5%, 折算当季单车收入为 16.3 万元, 环比增长 6.6%, 主要归功于新款 G6/G9 等车型发布改善产品结构。当季汽车销售毛利率提升至历史新高的 14.3%, 同环比增长 8.3ppts/4.0ppts。尽管其他业务收入和毛利率略有下滑, 但综合毛利润仍然达到 31.7 亿元, 同环比增长 178.9%/28.8%。小鹏在 2Q25 仍然维持稳定的经营支出, 销售、管理和研发整体费率控制在 34.5%左右, 与 1Q25 持平。综上, 小鹏 2Q25 GAAP/Non-GAAP 归母净亏损分别收窄至 4.78 亿元和 3.85 亿元, 同比改善 62.8%/68.4%。

**新款 P7 和 X9 将继续推动销量提升:** 管理层在 2Q25 业绩会上表示新款 P7 的预售订单创历史记录, 有望在下周上市后进一步提升小鹏 9 月和四季度的交付量。首款增程车型 X9 (40 万级别, 纯电续航 400 公里、综合续航 1,500 公里) 在 4Q25 的上市将标志着小鹏进入“一车双能”的大产品周期。管理层预计 2026-2027 年将是小鹏 30 万级以上新产品的“大年”; 小鹏将在 Ultra 旗舰车型和 Robotaxi 上持续投入并将于 2026 年量产支持 L4 级别辅助驾驶功能的车型。

**夯实智驾领先地位, 开展 Robotaxi 业务规划:** 小鹏管理层在业绩会上表示, 尽管当前国内智驾第一梯队的体验差距不大, 但小鹏 Ultra 车型仍具有核心算法优势, 其有效算力可达 2,250TOPs; 同时, 小鹏的 VLA 模型将于近期开始推送初始版本, 模型规模提升至数十亿参数量, 运行帧率是同行 2 倍以上。小鹏计划于 2026 年开启 Robotaxi 初步运营, 首先将在政策允许的特定区域开始试点运营。管理层表示小鹏 Robotaxi 跟其他 Robotaxi 公司的差异在于: 一方面, 小鹏汽车的 Robotaxi 是前装车; 另一方面, 小鹏没有区域限制, 因为采用的无地图模式不需要为每个地方重新用激光雷达扫描以便做高清匹配。

**重申“买入”评级, 最新目标价为 28.00 美元:** 小鹏在季报中指引 3Q25 的交付量为 11.3 万辆~11.8 万辆, 收入介于 196 亿元~210 亿元之间。基于小鹏 2Q25 业绩, 我们上调小鹏 2025 年综合毛利率至 17.6%, 同时小幅调整 2025 年交付量至 45.1 万辆。我们维持对小鹏的 2.4 倍 2025 年 P/S 并得到最新目标价为 28.00 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	79,623	106,425	120,836
息税前利润 (RMBmn)	(10,889)	(6,658)	(2,403)	483	2,833
归母净利润 (RMBmn)	(9,444)	(5,551)	(813)	2,327	4,627
每股收益 (RMB)	(10.85)	(5.87)	(0.85)	2.41	4.74
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	60.9	30.9

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

**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

图表 1: 小鹏汽车--主要季度财务数据

(人民币 百万元)	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25A	2Q25A
<b>营业收入</b>	<b>8,111</b>	<b>10,101</b>	<b>16,105</b>	<b>15,811</b>	<b>18,274.41</b>
同比	60.2%	18.4%	23.4%	141.5%	125.3%
环比	23.9%	24.5%	59.4%	-1.8%	15.6%
<b>毛利润</b>	<b>1,136</b>	<b>1,541</b>	<b>2,325</b>	<b>2,460</b>	<b>3,167.33</b>
同比	675.4%	N/A	187.2%	191.5%	178.8%
环比	34.6%	35.7%	50.9%	5.8%	28.8%
<b>毛利率</b>	<b>14.0%</b>	<b>15.3%</b>	<b>14.4%</b>	<b>15.6%</b>	<b>17.3%</b>
<b>研发费用</b>	<b>1,467</b>	<b>1,633</b>	<b>2,006</b>	<b>1,981</b>	<b>2,206.14</b>
同比	7.3%	25.0%	53.4%	46.7%	50.4%
环比	8.6%	11.3%	22.9%	-1.3%	11.4%
<b>销售及管理费用</b>	<b>1,574</b>	<b>1,633</b>	<b>2,275</b>	<b>1,946</b>	<b>2,167.24</b>
同比	1.9%	-3.5%	17.5%	40.2%	37.7%
环比	13.3%	3.7%	39.3%	-14.5%	11.4%
<b>归母净利润</b>	<b>-1,285</b>	<b>-1,807</b>	<b>-1,330</b>	<b>-664</b>	<b>-478</b>
同比	54.2%	53.5%	1.3%	51.5%	62.8%
环比	6.1%	-40.6%	26.4%	50.1%	-28.0%
<b>Non-GAAP 归母净利润</b>	<b>-1,220</b>	<b>-1,532</b>	<b>-1,391</b>	<b>-426</b>	<b>-385</b>
同比	54.3%	45.1%	21.5%	69.8%	68.4%
环比	13.4%	-25.6%	9.2%	69.4%	-9.6%

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 2025 年综合毛利率预测至 17.6%，主要考虑到：1) G9/G6/G7/P7 等新车型发布后带来的产品结构改善，2) 持续的技改带来成本下降。同时，我们上调了相应研发费用支出以反映小鹏对多款车型、VLA 大模型和智驾芯片等领域的研发投入。综合而言，我们下调小鹏汽车 2025 年的 Non-GAAP 归母净亏损预测至 8.1 亿元，并上调 2026/27 年 Non-GAAP 归母净利润至 22.5 亿元/45.1 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	79,623	106,425	120,836	80,948	106,618	121,067	-1.6%	-0.2%	-0.2%
毛利润	13,991	18,091	22,558	13,262	18,216	22,696	5.5%	-0.7%	-0.6%
毛利率	17.6%	17.1%	18.7%	16.4%	17.1%	18.7%	1.2ppts	0ppts	0ppts
研发费用	8,800	9,504	10,930	8,500	9,775	11,241	3.5%	-2.8%	-2.8%
销售及管理费用	8,245	8,904	9,795	7,901	8,533	9,387	4.4%	4.4%	4.3%
归母净利润	-1,163	1,927	4,177	-1,327	1,802	4,062	-12.3%	6.9%	2.8%
每 ADS 收益 (元)	-1.23	2.03	4.41	-1.40	1.90	4.29	-12.2%	7.1%	2.8%
Non-GAAP 净利润	-813	2,327	4,627	-977	2,252	4,512	-16.7%	3.3%	2.6%
Non-GAAP 每 ADS 收益 (元)	-0.85	2.41	4.74	-1.02	2.33	4.63	-16.6%	3.4%	2.4%
预计交付量 (辆)	451,123	561,000	622,000	456,808	561,000	622,000	-1.2%	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 估值不变并调整目标价至 28.00 美元，重申“买入”评级。

图表 3: 可比公司估值表

公司	股票代码	当前股价 (美元)	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	5.07	110	75,454	90,670	117,416	1.1	0.9	0.7
理想汽车	LI US	23.82	256	164,906	196,673	251,672	1.1	0.9	0.7
特斯拉	TSLA US	329.31	10,622	99,344	124,450	138,543	10.7	8.5	7.7
平均值			3,663	318,546	394,462	455,533	4.3	3.4	3.0
小鹏汽车	XPEV US	20.74	188	79,623	106,425	120,836	1.7	1.3	1.1

注：1) 收盘价截至 2025 年 8 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。3) 可比公司均为华兴证券覆盖，营业收入预测来自华兴证券。

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	73,300	21,645	24,748
服务收入	5,037	6,323	1,729	1,669
<b>营业收入</b>	<b>40,866</b>	<b>79,623</b>	<b>106,425</b>	<b>120,836</b>
营业成本	(35,021)	(65,632)	(88,334)	(98,278)
<b>毛利润</b>	<b>5,846</b>	<b>13,991</b>	<b>18,091</b>	<b>22,558</b>
管理及销售费用	(12,738)	(16,245)	(17,808)	(19,924)
其中: 研发支出	(6,457)	(8,800)	(9,504)	(10,930)
<b>息税前利润</b>	<b>(6,658)</b>	<b>(2,403)</b>	<b>483</b>	<b>2,833</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>(5,123)</b>	<b>(626)</b>	<b>2,615</b>	<b>5,179</b>
利息收入	1,375	1,200	1,300	1,300
利息支出	(344)	(400)	(196)	(196)
<b>税前利润</b>	<b>(5,831)</b>	<b>(1,103)</b>	<b>2,027</b>	<b>4,277</b>
所得税	70	(80)	(100)	(100)
<b>净利润</b>	<b>(5,790)</b>	<b>(1,163)</b>	<b>1,927</b>	<b>4,177</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>(5,551)</b>	<b>(813)</b>	<b>2,327</b>	<b>4,627</b>
<b>基本每股收益 (RMB)</b>	<b>(6.12)</b>	<b>(1.23)</b>	<b>2.03</b>	<b>4.41</b>
<b>稀释每股调整收益 (RMB)</b>	<b>(5.87)</b>	<b>(0.85)</b>	<b>2.41</b>	<b>4.74</b>

**资产负债表**

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>49,736</b>	<b>54,344</b>	<b>59,047</b>	<b>65,725</b>
货币资金	18,586	21,263	23,915	28,335
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
<b>非流动资产</b>	<b>32,970</b>	<b>33,573</b>	<b>34,942</b>	<b>36,565</b>
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
<b>资产</b>	<b>82,706</b>	<b>87,917</b>	<b>93,989</b>	<b>102,290</b>
<b>流动负债</b>	<b>39,865</b>	<b>42,737</b>	<b>45,794</b>	<b>49,097</b>
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
<b>负债</b>	<b>51,431</b>	<b>52,571</b>	<b>55,309</b>	<b>58,590</b>
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
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>31,275</b>	<b>35,346</b>	<b>38,680</b>	<b>43,700</b>
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债及所有者权益</b>	<b>82,706</b>	<b>87,917</b>	<b>93,989</b>	<b>102,290</b>

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
<b>净利润</b>	<b>(5,790)</b>	<b>(1,163)</b>	<b>1,927</b>	<b>4,177</b>
折旧摊销	1,535	1,778	2,132	2,345
利息 (收入) / 支出	1,031	800	1,104	1,104
其他非现金科目	362	398	438	481
其他	(1,031)	(800)	(1,104)	(1,104)
营运资本变动	9,091	2,727	2,002	2,042
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>5,197</b>	<b>3,739</b>	<b>6,498</b>	<b>9,046</b>
资本支出	(2,803)	(3,026)	(3,406)	(3,678)
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
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(4,977)</b>	<b>(1,483)</b>	<b>(2,213)</b>	<b>(2,870)</b>
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
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>(1,385)</b>	<b>(1,536)</b>	<b>(1,673)</b>	<b>(1,796)</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>(1,125)</b>	<b>759</b>	<b>2,652</b>	<b>4,419</b>
<b>自由现金流</b>	<b>2,394</b>	<b>713</b>	<b>3,093</b>	<b>5,368</b>

**关键假设**

	2024A	2025E	2026E	2027E
新车交付量 (辆)	190,068	451,123	561,000	622,000

**财务比率**

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	33.2	94.8	33.7	13.5
毛利润	1,195.7	139.3	29.3	24.7
息税折旧及摊销前利润	47.2	87.8	517.8	98.1
净利润	44.2	79.9	265.6	116.8
调整后净利润	41.2	85.3	386.1	98.9
稀释每股调整收益	48.7	79.9	265.6	116.8
调整后稀释每股调整收益	45.9	85.5	383.2	96.9
<b>盈利率 (%)</b>				
毛利率	14.3	17.6	17.0	18.7
息税折旧摊销前利润率	(12.5)	(0.8)	2.5	4.3
息税前利润率	(16.3)	(3.0)	0.5	2.3
净利率	(14.2)	(1.5)	1.8	3.5
调整后净利率	(13.6)	(1.0)	2.2	3.8
净资产收益率	(18.5)	(3.3)	5.0	9.6
总资产收益率	(7.0)	(1.3)	2.0	4.1
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.2
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	N/A	N/A	60.9	30.9
市净率	4.2	7.9	7.3	6.5
市销率	3.4	1.7	1.3	1.1

## 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%。