

2024 经营周期拐点 2025 智驾平权加速

2025 年 03 月 20 日



分析师：崔琰

执业证号：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

分析师：乔木

执业证号：S0100524100002

邮箱：qiaomu@mszq.com

➤ **事件：**公司发布 2024Q4 财报：2024 年全年收入为 408.7 亿元，同比 +33.2%，其中：2024Q4 收入 161.1 亿元，同比/环比分别为+23.4%/+59.4%。2024Q4 汽车业务毛利率为+10.0%，同比/环比分别为+6.0pts/+1.4pts。2024 年全年 non-GAAP 归母净利润为-53.5 亿元，同比减亏；2024Q4 non-GAAP 归母净利润为-11.9 亿元，同比减亏。

➤ **营收超预期 经营质量持续优化**

营收端：2024Q4 实现单季营业收入 161.1 亿元，同比/环比分别为 +23.4%/+59.4%。其中 2024Q4 汽车业务收入为 146.7 亿元，同比/环比分别为+20.0%/+66.8%，主要由于交付量的增加所致。2024Q4 单车 ASP 由 2024Q3 的 18.90 万元下降至 16.03 万元。其他业务方面，2024Q4 营收达到 14.3 亿元，同比/环比分别为+74.4%/+9.7%；同比增加主要由于与大众汽车集团进行平台与软件战略以及电子电气架构技术战略合作有关的技术研发服务收入增加所致。

利润端：毛利方面，2024Q4 汽车业务毛利为 14.7 亿元；汽车业务毛利率为 +10.0%，同比/环比分别为+6.0pts/+1.4pts。2024Q4 总毛利为 23.2 亿元，2024Q4 毛利率为+14.4%，同比/环比分别为+8.2pts /-0.8pts。

➤ **费用稳健改善 业绩展望向好**

费用端：2024Q4 研发费用为 20.1 亿元，同比/环比为+53.4%/+22.9%。2024Q4 研发费用率为 12.5%，同比/环比为+2.4pts/-3.7pts。2024Q4 销管费用为 22.8 亿元，同比/环比分别为+17.5%/+39.3%，同比及环比增加主要由于销量增加导致加盟店佣金增加，2024Q4 销管费率为 14.1%，同比/环比为-0.7pts/-2.0pts。

渠道端：截至 2024Q4，公司拥有 690 家销售中心，覆盖 226 个城市，环比增加 51 家。

现金：截至 2024Q4 公司拥有的现金及现金等价物、受限制现金、短期投资及现金存款总计 419.6 亿元，短期流动性风险较弱。

未来展望：公司预计 2025Q1 汽车销量将为 9.1 万辆至 9.3 万辆；同比增幅区间为+317.0%至+326.2%；对应收入约为 150 亿元至 157 亿元，同比增幅区间为 129.1%至 139.8%。

推荐

当前价格：

维持评级

89.55 港元

相关研究

- 1.小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评五：2024Q3 毛利率超预期 经营周期拐点确立-2024/1/21
- 2.小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评四：小鹏 P7+ 上市热销 经营周期拐点已至-2024/11/08
- 3.小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评三：2024Q2 毛利率超预期 静待新品周期-2024/08/22
- 4.小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评二：2024Q1 毛利改善 大模型智驾加速-2024/05/23
- 5.小鹏汽车 (9868.HK) 系列点评一：2023 科技平权加速 多重边际改善-2024/03/21

➤ 低成本智驾量产 强势产品周期开启

智能驾驶技术突破，引领 AI 智驾新变革。2025 年，公司在 AI 技术取得突破，训练出数百亿参数的云端基座模型，基于真实数据训练，运用强化学习与蒸馏剪枝量化技术，使车端模型精度大幅提升。智驾算法方面，公司通过纯视觉智驾方案降低成本，P7+ 成首款 20 万元内搭载高阶智驾的产品，推动智驾普及。

强劲产品周期启动，新车型+出海助力销量增长。2025 年，公司每季度均有重磅车型上市，2025 款 G6 和 G9 换代升级，带动全系车型需求增长。海外市场 2024 年销量突破 2 万台，2025 年目标销量翻倍，全球销售与服务网点超 300 个。2025 年还将推出多款全新及改款车型，开启强劲产品周期，有望进一步提升销量和业绩。

➤ **投资建议：**看好公司在车型周期、组织革新和智能化 Beta 驱动下迎来业绩和估值的双重提升。预计，公司 2025-2027 年收入分别为 952.3/1,480.9/1,629.0 亿元，归母净利润分别为-14.0/64.3/91.4 亿元，对应 2025 年 3 月 19 日港股收盘价 89.55 港元/股（港元对人民币汇率 1:0.92），PB 分别为 5.2/4.3/3.4 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**汽车行业景气度不及预期；新车型销量不及预期，市场及渠道拓展不及预期；市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,866	95,228	148,093	162,902
(+/-)(%)	33.2	133.0	55.5	10.0
归母净利润	-5,790	-1,397	6,425	9,143
(+/-)(%)	44.2	75.9	559.8	42.3
EPS	-3.05	-0.74	3.38	4.81
P/E	/	/	24	17
P/B	5.0	5.2	4.3	3.4

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 03 月 19 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	49,736	83,335	125,418	143,598
现金及现金等价物	18,586	30,366	51,209	63,672
应收账款及票据	2,450	5,290	8,227	9,050
存货	5,563	11,141	16,756	18,097
其他	23,137	36,538	49,225	52,779
非流动资产合计	32,970	32,990	33,009	33,036
固定资产	11,522	11,522	11,522	11,522
商誉及无形资产	5,872	5,892	5,911	5,938
其他	15,576	15,576	15,576	15,576
资产合计	82,706	116,325	158,427	176,634
流动负债合计	39,865	74,881	110,558	119,622
短期借贷	6,510	6,510	6,510	6,510
应付账款及票据	23,080	44,565	67,025	72,387
其他	10,275	23,807	37,023	40,725
非流动负债合计	11,566	11,566	11,566	11,566
长期借贷	6,442	6,442	6,442	6,442
其他	5,124	5,124	5,124	5,124
负债合计	51,431	86,448	122,125	131,189
普通股股本	0	0	0	0
储备	31,275	29,877	36,302	45,445
归属母公司股东权益	31,275	29,877	36,302	45,445
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	31,275	29,877	36,302	45,445
负债和股东权益合计	82,706	116,325	158,427	176,634

现金流量表(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	NA	13,840	22,840	14,415
净利润	NA	-1,397	6,425	9,143
少数股东权益	NA	0	0	0
折旧摊销	NA	2,130	2,131	2,123
营运资金变动及其他	NA	13,107	14,284	3,149
投资活动现金流	NA	-1,769	-1,706	-1,661
资本支出	NA	-2,150	-2,150	-2,150
其他投资	NA	381	444	489
筹资活动现金流	NA	-291	-291	-291
借款增加	NA	0	0	0
普通股增加	NA	0	0	0
已付股利	NA	0	0	0
其他	NA	-291	-291	-291
现金净增加额	NA	11,780	20,843	12,463

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

注：由于 2024 财年现金流量表数据尚未完全披露，因此部分数据暂用 NA 列示

利润表 (百万人民币)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,866	95,228	148,093	162,902
其他收入	0	0	0	0
营业成本	35,021	80,216	120,646	130,297
销售及管理费用	6,559	9,135	10,366	11,403
研发费用	6,457	8,502	11,847	13,032
财务费用	-1,031	-880	-1,116	-1,533
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	620	381	444	489
除税前利润	-5,831	-1,364	6,793	10,191
所得税	-70	4	340	1,019
净利润	-5,761	-1,368	6,454	9,172
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-5,790	-1,397	6,425	9,143
EBIT	-6,862	-2,245	5,677	8,658
EBITDA	-6,862	-115	7,808	10,781
EPS (元)	-3.05	-0.74	3.38	4.81

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	33.22	133.02	55.51	10.00
归属母公司净利润	44.19	75.87	559.79	42.31
盈利能力(%)				
毛利率	14.30	15.76	18.53	20.01
净利率	-14.17	-1.47	4.34	5.61
ROE	-18.51	-4.68	17.70	20.12
ROIC	-15.33	-5.26	10.95	13.34
偿债能力				
资产负债率(%)	62.19	74.32	77.09	74.27
净负债比率(%)	-18.02	-58.28	-105.38	-111.61
流动比率	1.25	1.11	1.13	1.20
速动比率	0.67	0.65	0.73	0.80
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.96	1.08	0.97
应收账款周转率	15.82	24.61	21.91	18.86
应付账款周转率	1.55	2.37	2.16	1.87
每股指标 (元)				
每股收益	-3.05	-0.74	3.38	4.81
每股经营现金流	0.00	7.28	12.02	7.59
每股净资产	16.46	15.72	19.10	23.91
估值比率				
P/E	/	/	24	17
P/B	5.0	5.2	4.3	3.4
EV/EBITDA	-22.00	-1317.20	19.33	14.00

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048