

**买入**

2025年04月11日

**24年盈利超400亿，25年Q1业绩超预期**

**24年业绩符合预期，研发费用创新高：**公司24年实现营收7771亿元，同比+29%；毛利1510亿元，同比+24%；毛利率为19.4%，由于新会计准则调整导致下滑，追溯后同比+0.9pct.；归母净利润为403亿，同比+34%。业绩符合预期。此外公司现金流充足，期末经营性现金为1335亿元，同比-21%；现金为1023亿元，同比-6%；现金减少主要是由于公司主动改善对供应商的应付及应收周期所导致。2024公司费用率为12.3%，同比-0.7pct，整体费用为9593亿元，同比+23%；其中研发费用为532亿元，费用率增长至6.8%，高额的研发费将保证公司再未来的几年中有更多创新技术发布，保持公司在行业领先地位。

**25年Q1业绩超预期，高价值车型占比提升：**公司预告25年Q1实现归母净利润85-100亿，同比+86%-119%，超市场预期。Q1公司乘用车销售98.6万辆，同比+58%，其中海洋+王朝合计销量为93万辆，同比+59%；高端品牌腾势为3.3万辆，同比+37%；方程豹1.9万辆；仰望品牌为524辆。并且公司海外销量持续增长至20.6万辆，同比+110%，高价值车型（高端品牌+海外）占比提升至26%。因此预计公司得益于1）乘用车销量增长，带来的规模效应提升。2）高价值车型销售占比提升带来的整体毛利率增长，预计Q1公司单车净利润同比增长，单车净利润将保持在8500-9000元/辆水平。

**多项技术陆续发布，有望保持强势地位：**3月17日公司发布全新一代纯电平台“超级e平台”，为全球首个量产乘用车千伏架构平台。凭借全新一代的短刀电池以及自研1500V碳化硅芯片，新平台可在自建的闪充站上实现1000kW的充电功率和10C的充电倍率，实测5分钟充电即可完成407公里续航补能，在补能速度上基本实现“油电同速”。未来随着公司自建闪充网络的布局完善，超级e平台有望大幅缓解纯电用户的充电焦虑，进一步提升纯电动车的渗透率。25年Q1公司发布“天神之眼”智驾系统及“超级e平台”两项重磅技术，凭借公司每年高额研发支出以及高效的垂直一体化整合能力，公司未来每年将会有更多全新技术发布，公司有望持续保持行业龙头地位。预计25年公司新能源市占率将维持在36%，全年销量达550万辆。

**目标价440港元，买入评级：**随着天神之眼在各个车型中陆续搭载以及新一代纯电平台发布，伴随公司车型的高端化及海外销量占比增加预计将持续增厚单车净利润。预计2025-27年公司综合净利润为507/636/792亿元人民币。分布式估值，给予公司25年汽车业务25倍PE及电子业务20倍PE，综合估值1.24万亿港元，调整公司2025年目标价至440港元，较目前价格有27.8%上涨空间，给予买入评级。

**邹瀚逸**

852-25321539

[Robin.zou@firstshanghai.com.hk](mailto:Robin.zou@firstshanghai.com.hk)
**陈晓霞**

852-25321956

[xx.chen@firstshanghai.com.hk](mailto:xx.chen@firstshanghai.com.hk)
**主要数据**

行业	汽车制造
股价	344.2 港元
目标价	440 港元 (+27.8%)
股票代码	1211
已发行股本	30.37 亿股
总市值	10460 亿港元
52周高/低	426.6 港元/192.5 港元
每股净资产	60.03 元
主要股东	王传福...17.65%

**盈利摘要**

截至12月31日	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入(百万元)	602,315	777,102	948,390	1,147,966	1,395,314
变动(%)	42.0%	29.0%	22.0%	21.0%	21.5%
净利润(百万元)	30,041	40,254	50,726	63,599	79,218
每股收益(元)	10.3	13.8	16.7	20.9	26.1
变动(%)	80.7%	34.0%	20.7%	25.4%	24.6%
市盈率@344.2港元	31.0	23.1	19.2	15.3	12.3
每股股息(港元)	3.33	4.46	5.39	6.76	8.41
股息率(%)	1%	1%	2%	2%	2%

来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


来源：彭博

## 附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币 百万元, 财务年度截至12月											
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入	602,315	777,102	948,390	1,147,966	1,395,314	盈利能力					
毛利	121,757	151,056	190,112	238,650	302,498	毛利率 (%)	20.2%	19.4%	20.0%	20.8%	21.7%
税金及附加	(10,350)	(14,752)	(18,004)	(21,793)	(26,511)	EBITDA 利率 (%)	11.2%	12.7%	12.0%	11.3%	10.7%
销售及管理费用	(38,673)	(42,730)	(52,154)	(63,130)	(76,742)	净利率 (%)	5.0%	5.2%	5.3%	5.5%	5.7%
研发费用	(39,575)	(53,195)	(64,490)	(80,358)	(101,858)	营运表现					
经营利润	33,159	40,379	55,463	73,370	97,387	SG&A/收入 (%)	6.4%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
财务费用	1,475	(1,216)	1,587	1,980	2,030	实际税率 (%)	15.9%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%
投资收益	1,635	2,291	0	0	0	股息支付率 (%)	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
税前盈利	37,269	49,681	62,741	78,795	98,021	库存周转天数	66.6	67.7	59.4	59.4	59.4
所得税	(5,925)	(8,093)	(10,220)	(12,835)	(15,967)	应付账款天数	148.7	140.3	138.1	128.2	118.4
少数股东应占利润	1,303	1,334	1,795	2,360	2,836	应收账款天数	37.5	29.3	29.3	29.3	29.3
净利润	30,041	40,254	50,726	63,599	79,218	财务状况					
折旧及摊销	(37,209)	(58,111)	(63,004)	(66,631)	(69,618)	净负债/权益	2.8	2.9	2.0	1.7	1.4
EBITDA	67,250	98,366	113,730	130,231	148,836	收入/总资产	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
EPS(元)	10.32	13.83	16.69	20.93	26.07	总资产/权益	4.5	3.9	3.8	3.5	3.3
增长						盈利对利息倍数					
总收入 (%)	42.0%	29.0%	22.0%	21.0%	21.5%						
EBITDA (%)	102.7%	46.3%	15.6%	14.5%	14.3%						
每股收益 (%)	80.7%	34.0%	20.7%	25.4%	24.6%						
资产负债表						现金流量表					
人民币 百万元, 财务年度截至12月						人民币 百万元, 财务年度截至12月					
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
现金	109,094	0	176,238	231,175	299,888	净利润	67,250	98,366	113,730	130,231	148,836
应收账款	61,866	62,299	76,031	92,030	111,860	资产减值准备	2,188	1,553	0	0	0
存货	87,677	116,036	123,370	147,944	177,799	折旧摊销	37,209	58,111	63,004	66,631	69,618
其他流动资产	13,215	17,729	17,729	17,729	17,729	财务费用	530	1,908	0	0	0
总流动资产	302,121	370,572	464,484	560,741	680,046	其他营运活动	276	407	0	0	0
固定资产	230,904	262,287	288,159	307,675	323,566	营运性现金流	169,725	133,454	172,030	156,128	173,767
无形资产	37,236	38,424	38,951	39,416	39,827	资本开支	(122,094)	(97,360)	(85,973)	(85,973)	(85,974)
其他长期资产	15,274	22,536	22,536	22,536	22,536	其他投资活动	10,508	(31,597)	0	0	0
总资产	679,548	783,356	900,236	1,015,835	1,151,495	投资性现金流	(125,664)	(129,082)	(85,973)	(85,973)	(85,974)
应付账款	198,483	244,027	290,846	323,866	359,282	负债变化	18,073	(9,480)	0	0	0
短期银行贷款	18,323	12,103	12,103	12,103	12,103	权益性融资					
其他短期负债	1,829	5,424	5,424	5,424	5,424	股息	(4,102)	(10,051)	(12,076)	(15,218)	(19,080)
总短期负债	453,667	495,985	573,331	638,189	710,875	其他融资活动	0	0	0	0	0
长期银行贷款	11,975	8,258	8,258	8,258	8,258	融资性现金流	12,817	(10,268)	(12,076)	(15,218)	(19,080)
其他负债	50,646	67,761	66,851	66,851	66,851	现金变化	56,879	(5,896)	73,981	54,937	68,713
总负债	529,086	584,668	661,103	725,960	798,647	期初持有现金	51,182	108,512	102,256	176,238	231,175
少数股东权益	11,652	13,437	15,232	17,592	20,427	期末持有现金	108,512	102,256	176,238	231,175	299,888
股东权益	150,462	198,688	239,133	289,874	352,849						
每股账面值 (元)	52	68	79	95	116						
营运资金	(151,545)	(125,413)	(108,847)	(77,447)	(30,829)						

数据来源：公司资料、第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。