

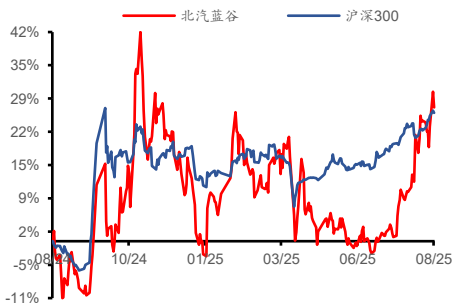
**上海证券**
SHANGHAI SECURITIES**增持（维持）**

行业： 汽车
日期： 2025年08月20日

分析师： 仇百良
E-mail: qiubailiang@shzq.com
SAC 编号: S0870523100003

基本数据

最新收盘价（元） 9.20
12mth A 股价格区间（元） 6.42-10.30
总股本（百万股） 5,573.50
无限售 A 股/总股本 87.65%
流通市值（亿元） 449.43

最近一年股票与沪深 300 比较**相关报告：**

《25Q2 销量同比+120%，H2 多款新车型有望上市，销量可期》

——2025 年 07 月 03 日

《极狐矩阵重构增长新势，华为智驾赋能高端转型》

——2025 年 06 月 17 日

《极狐矩阵重构增长新势，华为智驾赋能高端转型》

——2025 年 06 月 17 日

规模效应驱动盈利能力改善，看好 25H2 新车周期**■ 事件概述**

公司发布 2025 年半年度报告：上半年实现营业收入 95.17 亿元，同比+154.38%，实现归母净利润-23.08 亿元，同比+10.24%。

■ 投资要点

规模效应驱动盈利能力提升。公司 25H1 实现营业收入 95.17 亿元，同比+154.38%，实现归母净利润-23.08 亿元，同比+10.24%。其中 25Q2 单季营收 57.44 亿元，同/环比分别+156.82%/+52.24%，实现归母净利润-13.55 亿元，延续一季度同比减亏的趋势（24Q1、24Q2、25Q1 单季分别-10.16 亿元、-15.55 亿元、-9.53 亿元）。营收增长主要系整车销售增加，25H1 公司销量 6.72 万台，同比+139.73%。

- 费用率下降。25H1 销售、管理、研发费用率分别为 8.99%、4.42%、11.24%，同比分别-15.62%、-5.89%、-6.32 个百分点。
- 25H1 计提资产减值 2.72 亿元（2024 年同期计提 0.54 亿元）。
- 单车价值提升。25H1 平均单车售价 14.17 万元，同比+6.11%。
- 盈利能力改善。25H1/25Q2 毛利率分别为-5.47%/-4.14%，24H1/24Q2 同期分别为-7.05%/-7.51%。

享界 S9T、极狐 T1 即将上市，看好新车型进一步提振公司销量。8 月 18 日，享界 S9T 开启预订，预售价 32.8 万元起。S9T 新车获得市场较好认可，预订 1 小时小订破 1 万台，预定 24 小时小订破 2 万台。根据新时代车评微信公众号，极狐 T1 定位为 A0 级，直接竞争对手包括星愿、海豚等，新车在空间尺寸上更具优势。T1 将于 8 月 22 日开启预售发布会。根据搜狐汽车数据，竞品车型星愿、海豚 6 月份单月销量分别为 4.29 万辆、1.81 万辆。

■ 投资建议

维持“增持”评级。预计公司 2025-2027 年营业收入为 262.30、401.21、525.81 亿元，同比分别为+80.75%、+52.96%、+31.06%；归母净利润为-41.49、-26.02、5.31 亿元。对应 2025 年 8 月 18 日收盘价市销率分别为 1.95X、1.28X、0.98X。

■ 风险提示

高端新能源汽车渗透率不及预期、技术迭代与项目进展不及预期、新能源汽车市场竞争加剧、成本控制与盈利风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14512	26230	40121	52581
年增长率	1.3%	80.8%	53.0%	31.1%
归母净利润	-6948	-4149	-2602	531
年增长率	-28.7%	40.3%	37.3%	120.4%
每股收益（元）	-1.25	-0.74	-0.47	0.10
市盈率（X）	—	—	—	96.60
市净率（X）	9.31	10.41	21.08	16.96

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 08 月 19 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11852	4177	2731	3081
应收票据及应收账款	9306	13844	19503	23370
存货	1690	1768	2267	2563
其他流动资产	1575	2335	2215	2301
流动资产合计	24423	22123	26716	31315
长期股权投资	304	224	144	64
投资性房地产	64	54	44	34
固定资产	7079	7484	7844	8093
在建工程	134	444	521	434
无形资产	6584	5812	4965	4043
其他非流动资产	2834	3121	2866	2614
非流动资产合计	16998	17139	16384	15282
资产总计	41421	39262	43100	46597
短期借款	2288	288	588	888
应付票据及应付账款	15677	17676	23186	25634
合同负债	327	472	642	789
其他流动负债	5409	5828	6502	6885
流动负债合计	23702	24264	30918	34196
长期借款	5389	3389	2889	2389
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2111	2288	2388	2488
非流动负债合计	7499	5676	5276	4876
负债合计	31201	29940	36194	39073
股本	5574	6504	6504	6504
资本公积	29676	34698	34698	34698
留存收益	-29726	-36266	-38758	-38167
归属母公司股东权益	5510	4925	2433	3023
少数股东权益	4710	4397	4473	4501
股东权益合计	10220	9322	6906	7524
负债和股东权益合计	41421	39262	43100	46597

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	-1572	-3825	1426	3010
净利润	-6873	-4461	-2526	559
折旧摊销	2588	3266	3415	3562
营运资金变动	1870	-3042	315	-1270
其他	843	412	222	160
投资活动现金流量	-2451	-3395	-2583	-2375
资本支出	-2436	-3436	-2673	-2471
投资变动	-18	80	80	80
其他	3	-39	10	16
筹资活动现金流量	7429	2096	-289	-284
债权融资	-1734	-3800	-100	-100
股权融资	10150	5952	0	0
其他	-987	-57	-189	-184
现金净流量	3406	-5124	-1446	350

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14512	26230	40121	52581
营业成本	16201	25453	37098	46141
营业税金及附加	65	84	112	131
销售费用	1821	1967	2006	1998
管理费用	943	1049	1123	1209
研发费用	1760	2098	2367	2629
财务费用	384	121	159	192
资产减值损失	-404	-170	-120	-70
投资收益	-41	-26	20	26
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	-6779	-4409	-2473	621
营业外收支净额	-19	-8	-3	0
利润总额	-6799	-4417	-2477	621
所得税	74	44	50	62
净利润	-6873	-4461	-2526	559
少数股东损益	75	-312	76	28
归属母公司股东净利润	-6948	-4149	-2602	531

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	-11.6%	3.0%	7.5%	12.2%
净利率	-47.9%	-15.8%	-6.5%	1.0%
净资产收益率	126.1%	-84.2%	107.0%	17.6%
资产回报率	-19.0%	-11.1%	-6.1%	1.2%
投资回报率	-30.3%	-26.5%	-17.0%	5.1%
成长能力指标				
营业收入增长率	1.3%	80.8%	53.0%	31.1%
EBIT 增长率	-18.2%	31.6%	46.0%	135.1%
归母净利润增长率	-28.7%	40.3%	37.3%	120.4%
每股指标 (元)				
每股收益	-1.25	-0.74	-0.47	0.10
每股净资产	0.99	0.88	0.44	0.54
每股经营现金流	-0.28	-0.69	0.26	0.54
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力指标				
总资产周转率	0.40	0.65	0.97	1.17
应收账款周转率	3.00	4.27	4.40	4.57
存货周转率	9.68	14.72	18.39	19.10
偿债能力指标				
资产负债率	75.3%	76.3%	84.0%	83.9%
流动比率	1.03	0.91	0.86	0.92
速动比率	0.92	0.80	0.76	0.81
估值指标				
P/E	—	—	—	96.60
P/B	9.31	10.41	21.08	16.96
EV/EBITDA	-11.76	-52.62	50.60	12.59

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断