

买入

2025年8月22日

领跑新势力销量，半年度净利转正

➤ **首次实现半年度净利润转正：**公司上半年营收 242.5 亿元，同比增长 174%，毛利率跃升至 14.1%，净利润达 0.3 亿元，成为第二家半年度盈利的中国造车新势力。盈利拐点源于交付量爆发，上半年交付 22.17 万台，同比上升 155.7%。现金流强劲，在手资金 295.8 亿元。7 月首破 5 万台，连续 5 个月蝉联新势力销冠。公司上调全年销量至 58-65 万台，预计全年净利达到 5-10 亿元。

➤ **渠道与服务双轮驱动：**公司销售网络覆盖 286 个城市，同比新增 88 城，门店总数达 806 家销售点及 461 家服务网点，通过“1+N”模式推动单店效能提升超 50%。渠道加速下沉，计划年底新增 60 个市县覆盖，地级市覆盖率提升至 90%。下半年将全面升级服务体系强化全周期竞争力。

➤ **产品矩阵不断完善：**公司处于新产品密集发布期，B 系列有零跑 B10、零跑 B01 上市，C 系列有全新 C11 已于上市。下半年公司还将发布 B05，D 系列产品预计明年第一季度上市，包含 MPV 等车型，产品快速覆盖 6-30 万价格区间，市占率不断扩大。

➤ **出口跃升与本土化破局：**2025 年前 7 个月出口量达 2.5 万辆稳居新势力出海榜首，欧洲 7 月订单突破 4000 台创新高。全球布局 30 国超 600 家网点，其中欧洲占 550 家，马来西亚 C10 组装项目首车下线，2026 年将建成欧洲生产基地。海外战略聚焦规模扩张，目标 2026 年销量翻倍增长。

➤ **目标价 97.4 港元，给予买入评级：**我们预测公司 2025-2027 年新能源车销量分别为 59 万辆、94 万辆、116 万辆，2025-2027 年的收入分别为 663 亿元/1095 亿元/1385 亿元人民币；归母净利润分别为 10 亿元、49 亿元和 80 亿元，对应当前股价 PE 分别为 95.3 倍、19.6 倍、12.1 倍。我们给予公司 2026 年 1.1 倍 PS 估值，目标价为 97.4 港元，较现价有 35% 的上涨空间，给予买入评级。

陈晓霞
+ 852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
刘家晖
+ 852-25321956
jex.liu@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	新能源汽车
股价	港元
目标价	97.4 港元 (+35%)
股票代码	9863.HK
已发行 H 股股本	13.37 亿股
H 股市值	931 亿港元
52 周高/低	18.6/76.3 港元
每股净资产	9.73 港元
主要股东	朱江明、傅利泉 (25.30%) Stellantis N.V. (21.26%)

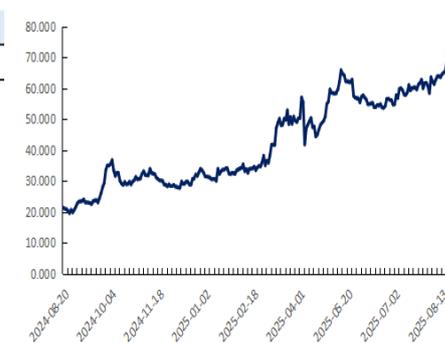
盈利摘要

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年实际	23年实际	24年实际	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (人民币百万元)	12,385	16,747	32,164	66,346	109,538	138,527
	变动	35.22%	92.06%	106.27%	65.10%	26.46%
归母净利润	-5,109	-4,216	-2,821	1,010	4,899	7,964
	变动	17.48%	33.09%	135.79%	385.19%	62.56%
经调整后每股盈利 (人民币元)	-4.89	-3.62	-2.11	0.76	3.66	5.96
	变动	25.93%	41.72%	135.79%	385.19%	62.56%
市盈率 ⁷² 港元 (估)	-	-	-	95.3	19.6	12.1
市销率 ⁷² 港元 (估)	7.2	5.3	2.8	1.3	0.8	0.6

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						
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						
	2022年	2023年	2024年	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	12,385	16,747	32,164	66,346	109,538	138,527
毛利	-1,911	80	2,694	7,214	13,893	18,887
研发开支	-1,411	-1,920	-2,896	-3,041	-3,162	-3,289
销售开支	-1,114	-1,795	-2,138	-2,654	-4,382	-5,541
行政与其他开支	-842	-858	-1,137	-1,327	-2,191	-2,771
营运收入	-5,278	-4,493	-3,477	192	4,159	7,286
财务开支	106	157	309	636	1,050	1,327
税前盈利	-5,109	-4,216	-2,821	1,063	5,443	8,848
所得税	0	0	0	-53	-544	-885
净利润	-5,109	-4,216	-2,821	1,010	4,899	7,964
其他综合收益	0	-9	-74	0	0	0
本公司股东应占利润	-5,109	-4,216	-2,821	1,010	4,899	7,964
折旧及摊销	-416	-601	-671	-869	-1,098	-1,271
EBITDA	-4,693	-3,615	-2,150	1,932	6,541	10,119
增长						
总收入 (%)	295.4%	35.2%	92.1%	106.3%	65.1%	26.5%
EBITDA (%)	-78.6%	23.0%	40.5%	189.9%	238.6%	54.7%

资产负债表						
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						
	2022年	2023年	2024年	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	6,949	11,731	6,378	23,761	43,734	59,352
应收账款	1,685	926	1,981	4,016	5,886	6,637
存货	1,749	1,719	2,023	5,486	6,659	8,533
其他流动资产	3,255	8,093	16,070	14,070	11,570	9,070
总流动资产	13,638	22,470	26,453	47,333	67,849	83,592
固定资产	3,208	3,868	5,537	7,318	8,666	9,740
无形资产	820	732	736	719	704	691
于联营投资	30	44	164	346	616	959
银行存款及其他	1,571	1,338	4,757	4,755	4,753	4,752
总资产	19,268	28,453	37,647	60,471	82,588	99,734
应付账款	5,987	9,847	18,903	38,785	54,524	62,194
其他短期负债	3,271	4,107	6,072	6,072	6,072	6,072
总短期负债	9,257	13,954	24,975	44,856	60,596	68,266
长期借贷	773	892	1,108	2,642	3,721	4,833
其他负债	978	1,110	1,493	46,749	62,888	70,958
总负债	11,009	15,955	27,576	49,390	66,609	75,791
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股东权益	8,259	12,498	10,070	11,080	15,979	23,943
每股账面值	-4.9	-3.6	-2.1	0.8	3.7	6.0
营运资产	4,381	8,516	1,478	2,477	7,254	15,326

现金流量表						
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						
	2022年 实际	2023年	2024年	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
EBITDA	-4,693	-3,615	-2,150	1,932	6,541	10,119
除税前盈利	-5,109	-4,216	-2,821	1,063	5,443	8,848
物业、厂房及设备折旧	-2	436	521	720	951	1,127
所得税	0	-0	-0	-53	-544	-885
其他	7,404	8,477	12,921	12,967	6,633	-4,653
营运现金流	-2,400	1,082	8,471	16,629	19,024	14,556
资本开支	2,008	1,244	2,428	2,630	2,430	2,330
其他投资活动	-3,204	-6,105	-15,751	-3,410	-2,560	-2,380
投资活动现金流	-1,197	-4,860	-13,323	-780	-130	-50
支付租赁负债	-120	-131	-40	0	0	0
偿还借贷	-338	-1,337	-2,177	-1,500	-2,000	-2,000
股息	0	0	0	0	0	0
其他融资活动	6,814	10,020	1,714	3,033	3,079	3,112
融资活动现金流	6,355	8,552	-503	1,533	1,079	1,112
现金变化	2,664	4,773	-5,356	17,382	19,973	15,618
期初持有现金	4,338	6,949	11,731	6,378	23,761	43,734
汇兑变化	-53	9	3	0	0	0
期末持有现金	6,949	11,731	6,378	23,761	43,734	59,352

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。