

2025Q2 经营质量提升 高端智能持续深化

2025 年 08 月 30 日

➤ **事件概述:** 公司发布 2025H1 半年度业绩报告: 2025H1 营业总收入为 624.0 亿元, 同比-4.1%, 其中, 2025Q2 营业总收入为 432.5 亿元, 同比/环比分别为+12.4%/+125.9%。2025H1 归母净利润为 29.4 亿元, 同比+81.0%, 其中 2025Q2 归母净利润为 21.9 亿元, 同比/环比分别为 56.1%/193.3%; 2025H1 扣非归母净利润为 24.7 亿元, 同比+72.1%, 其中, 2025Q2 扣非归母净利润为 20.8 亿元, 同比/环比分别为+57.3%/+428.3%。

➤ **单车 ASP 突破, 利润同比高增。收入端:** 2025H1 营业总收入为 624.0 亿元, 同比-4.1%, 其中, 2025Q2 营业总收入为 432.5 亿元, 同比/环比分别为 +12.4%/+125.9%。据我们测算, 2025Q2 单车 ASP 为 33.2 万元, 同比/环比分别+1.6/+5.2 万元。单车 ASP 跃升主要由于高端新车型集中交付下产品结构进一步向高端倾斜。**利润端:** 2025H1 扣非归母净利润为 24.7 亿元, 同比+72.1%, 其中, 2025Q2 扣非归母净利润为 20.8 亿元, 同比/环比分别为 +57.3%/+428.3%。利润端同比大幅改善主要由于高端产品放量下收入结构优化, 费用管控提升, 规模效应进而加速释放。**费用端:** 2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.5%/2.0%/4.3%/-0.3%, 同比分别-0.9 pts/+0.1 pts/-0.5 pts/-0.3 pts, 环比分别-0.6 pts/-1.4 pts/-1.1 pts/+0.4 pts。

➤ **销量增势强劲, 品牌高端化韧性凸显。** 2025H1 交付合计 19.9 万辆, 同比+6.7%; 其中, 2025Q2 交付合计 13.0 万辆, 同比/环比分别为+7.0%/+90.5%。2025Q2, 问界交付 10.8 万辆, 同比/环比分别为+7.8%/+138.7%; 其中, 问界 M9 交付 3.9 万辆, 占比 36.3%; 问界 M8 交付 4.1 万辆, 占比 38.3%。中高端市场扩容下产品结构上移, 叠加交付潜力释放, 公司进入“量价双升”新阶段。

➤ **问界 M8 打开纯电市场, 技术护城河优势巩固。** 问界 M8 纯电版于 8 月 25 日上市, 售价 35.98-44.98 万元, 2 小时大定即突破 7,000 台。新车全系标配宁德时代 100 度电池, 首发搭载华为 ADS 4.0 系统, “电增同价”策略下以技术优势重塑价值边界, 有望撬动 40 万级纯电市场。全新问界 M7 将于 9 月 27 日上市, 预计售价 25-30 万元, 提供增程/纯电两种动力选择, 配备华为 ADS 4.0 系统和内外置双激光雷达。新智驾系统以高场景泛化和安全冗余提供全项安全能力, 技术代差将转化为用户体验代差, 智能化优势有望成为销量增长引擎。

➤ **投资建议:** M8/M9 形成共振, 超级工厂产能支撑交付放量, 机器人业务布局具身智能, 港股 IPO 落地加速全球化战略深入布局, 有望构建公司业绩新增长曲线。预计 2025-2027 年营业收入为 1,788.9/2,289.4/2,593.5 亿元, 归母净利润为 97.1/143.2/151.0 亿元, 对应 2025 年 8 月 29 日收盘价 136.91 元/股, PE 为 23/16/15 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 车市下行风险; 新车销量不及预期; 盈利能力不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	145,176	178,888	228,938	259,353
增长率 (%)	305.0	23.2	28.0	13.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,946	9,712	14,320	15,104
增长率 (%)	342.7	63.3	47.4	5.5
每股收益 (元)	3.64	5.95	8.77	9.25
PE	38	23	16	15
PB	18.2	8.0	5.7	4.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

136.91 元



分析师 崔琰

执业证书: S0100523110002

邮箱: cuiyan@glms.com.cn

分析师 乔木

执业证书: S0100524100002

邮箱: qiaomu@glms.com.cn

相关研究

1. 赛力斯 (601127.SH) 系列点评一: 2025H1 经营业绩高增 高端市场持续突破-2025/07/15

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	145,176	178,888	228,938	259,353
营业成本	107,210	131,928	167,077	191,346
营业税金及附加	3,888	4,830	6,181	6,484
销售费用	19,184	22,361	27,473	31,122
管理费用	3,547	4,472	5,723	6,484
研发费用	5,586	7,156	9,158	10,374
EBIT	6,302	10,775	16,697	17,361
财务费用	-295	-305	-586	-960
资产减值损失	-2,177	-825	-1,044	-1,196
投资收益	10	18	23	26
营业利润	4,942	10,282	16,273	17,163
营业外收支	9	50	0	0
利润总额	4,951	10,332	16,273	17,163
所得税	211	620	1,953	2,060
净利润	4,740	9,712	14,320	15,104
归属于母公司净利润	5,946	9,712	14,320	15,104
EBITDA	10,676	15,177	21,147	21,777

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	45,955	77,040	108,194	132,231
应收账款及票据	2,362	4,919	6,296	7,132
预付款项	994	1,319	1,671	1,913
存货	2,552	4,672	5,917	6,777
其他流动资产	14,134	16,252	17,198	17,772
流动资产合计	65,998	104,203	139,276	165,826
长期股权投资	1,979	1,979	1,979	1,979
固定资产	9,256	9,327	9,374	9,406
无形资产	9,276	9,276	9,276	9,276
非流动资产合计	28,366	26,247	26,205	26,242
资产合计	94,364	130,450	165,481	192,069
短期借款	0	500	500	500
应付账款及票据	68,451	80,623	102,102	116,934
其他流动负债	7,813	11,311	13,947	15,619
流动负债合计	76,265	92,434	116,550	133,053
长期借款	687	4,363	4,363	4,363
其他长期负债	5,507	5,914	5,914	5,914
非流动负债合计	6,194	10,277	10,277	10,277
负债合计	82,458	102,711	126,827	143,330
股本	1,510	1,633	1,633	1,633
少数股东权益	-359	-359	-359	-359
股东权益合计	11,906	27,738	38,654	48,739
负债和股东权益合计	94,364	130,450	165,481	192,069

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	305.04	23.22	27.98	13.28
EBIT 增长率	208.06	70.97	54.97	3.97
净利润增长率	342.72	63.34	47.44	5.47
盈利能力 (%)				
毛利率	26.15	26.25	27.02	26.22
净利率	4.10	5.43	6.26	5.82
总资产收益率 ROA	6.30	7.45	8.65	7.86
净资产收益率 ROE	48.48	34.57	36.71	30.76
偿债能力				
流动比率	0.87	1.13	1.19	1.25
速动比率	0.70	0.92	1.01	1.08
现金比率	0.60	0.83	0.93	0.99
资产负债率 (%)	87.38	78.74	76.64	74.62
经营效率				
应收账款周转天数	5.96	7.33	8.82	9.32
存货周转天数	10.21	9.86	11.41	11.94
总资产周转率	1.99	1.59	1.55	1.45
每股指标 (元)				
每股收益	3.64	5.95	8.77	9.25
每股净资产	7.51	17.20	23.89	30.06
每股经营现金流	13.78	11.65	24.04	20.70
每股股利	1.30	2.08	3.07	3.24
估值分析				
PE	38	23	16	15
PB	18.2	8.0	5.7	4.6
EV/EBITDA	17.09	12.02	8.63	8.38
股息收益率 (%)	0.95	1.52	2.24	2.37

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,740	9,712	14,320	15,104
折旧和摊销	4,374	4,402	4,450	4,416
营运资金变动	11,862	3,593	19,089	12,722
经营活动现金流	22,515	19,032	39,271	33,810
资本开支	-6,989	-4,467	-4,048	-4,092
投资	-10,348	3,780	0	0
投资活动现金流	-16,509	1,523	-4,025	-4,066
股权募资	1,523	8,164	0	0
债务募资	-2,274	4,491	0	0
筹资活动现金流	-4,167	10,530	-4,092	-5,707
现金净流量	1,854	31,084	31,155	24,037

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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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