



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

增持（维持）

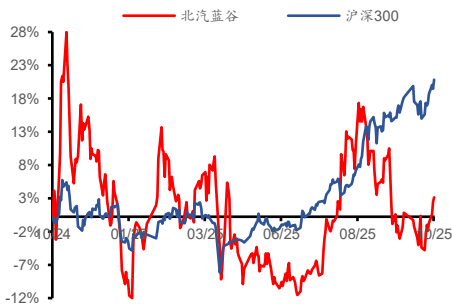
行业： 汽车
日期： 2025年10月29日

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）	8.27
12mth A 股价格区间（元）	7.03-10.30
总股本（百万股）	5,573.50
无限售 A 股/总股本	87.77%
流通市值（亿元）	404.54

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《规模效应驱动盈利能力改善，看好 25H2 新车周期》

——2025 年 08 月 20 日

《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

Q3 毛利率转正，新车周期推动销量持续提升

■ 事件概述

公司发布 2025 年第三季度报告：前三季度实现营业收入 153.84 亿元，同比+56.69%，实现归母净利润-34.26 亿元，同比+23.73%，扣非后归母净利润-34.74 亿元，同比+22.99%。

■ 投资要点

销量规模提升持续推动营收/利润/盈利能力提升。公司第三季度单季营收 58.67 亿元，同环比分别-3.45%/+2.15%，单季归母净利润-11.18 亿元，同环比分别为+41.80%/+17.51%。盈利能力方面，公司第三季度毛利率为+1.80%，自 2022 年第一季度以来首次转正。我们认为以上财务数据改善，主要由于公司销量规模提升。2025 年 1-9 月公司累计销量为 11.15 万辆，同比+64.34%，其中第三季度单季销量 4.43 万辆，同环比分别+11.32%/+12.45%。

公司 2025 年前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.09%/4.09%/10.22%/0.56%，同比分别-5.43/-2.93/-0.96/-2.35 个百分点。其中第三季度单季费用率分别为 11.86%/3.55%/8.57%/0.36%，同比分别+1.94/-1.44/+1.32/-1.27 个百分点。

极狐+享界多款新车型上市，有望推动销量持续提升。享界品牌，9 月 16 日鸿蒙智行首款旅行车享界 S9T 正式上市，上市 25 天大定突破 20000 台。极狐品牌，9 月 11 日极狐 T1 正式上市，12 小时内获得 26558 台大定订单。新车型上市，带动公司 9 月销量提升，9 月公司销量 2.05 万台，同环比分别+30.15%/+51.80%，自 2024 年 1 月以来，首次单月突破 2 万台。同时极狐全新阿尔法 T5 将于 10 月 28 日上市，车型新增加了增程配置，新款“享界 S9”11 月上市。我们认为，随着享界 S9T、极狐 T1 车型产能陆续爬坡，及全新极狐 T5（特别是新增增程版车型）、新款享界 S9 等新车型上市，公司销量有望进一步提升。

■ 投资建议

维持“增持”评级。预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 262.30/503.40/705.31 亿元，同比分别为+80.75%/+91.92%/+40.11%；归母净利润分别为-42.89/-19.74/10.64 亿元，同比分别为+38.27%/+53.98%/+153.88%。2025 年 10 月 29 日收盘价对应市销率分别为 1.76x/0.92x/0.65x。

■ 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	50340	70531
年增长率	1.3%	80.8%	91.9%	40.1%
归母净利润	-6948	-4289	-1974	1064

年增长率	-28.7%	38.3%	54.0%	153.9%
每股收益（元）	-1.25	-0.77	-0.35	0.19
市盈率（X）	—	—	—	43.34
市净率（X）	8.36	-47.90	-17.22	-32.86

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 10 月 29 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	1280	1145	2658
应收票据及应收账款	9306	13844	24471	31347
存货	1690	1785	2848	3517
其他流动资产	1575	2339	2676	3005
流动资产合计	24423	19248	31139	40527
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	3383	3128	2876
非流动资产合计	16998	17401	16646	15544
资产总计	41421	36649	47785	56072
短期借款	2288	3288	3588	3888
应付票据及应付账款	15677	17846	29126	35171
合同负债	327	472	805	1058
其他流动负债	5409	4671	5969	6763
流动负债合计	23702	26277	39489	46880
长期借款	5389	4889	4389	3889
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2111	2493	2593	2693
非流动负债合计	7499	7381	6981	6581
负债合计	31201	33658	46470	53461
股本	5574	5574	5574	5574
资本公积	29676	29676	29676	29676
留存收益	-29726	-36201	-37915	-36641
归属母公司股东权益	5510	-962	-2676	-1403
少数股东权益	4710	3953	3991	4013
股东权益合计	10220	2990	1315	2611
负债和股东权益合计	41421	36649	47785	56072

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	-3950	2972	4429
净利润	-6873	-5046	-1935	1085
折旧摊销	2588	3266	3415	3562
营运资金变动	1870	-2877	885	-784
其他	843	708	607	566
投资活动现金流量	-2451	-3665	-2653	-2466
资本支出	-2436	-3715	-2703	-2515
投资变动	-18	80	80	80
其他	3	-30	-30	-31
筹资活动现金流量	7429	-406	-454	-449
债权融资	-1734	-468	-100	-100
股权融资	10150	0	0	0
其他	-987	62	-354	-349
现金净流量	3406	-8021	-135	1514

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14512	26230	50340	70531
营业成本	16201	25698	46602	63307
营业税金及附加	65	84	141	176
销售费用	1821	1967	1812	1904
管理费用	943	944	906	917
研发费用	1760	2151	2316	2680
财务费用	384	204	359	376
资产减值损失	-404	-370	-270	-220
投资收益	-41	-21	-20	-21
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	-6779	-4988	-1894	1131
营业外收支净额	-19	-8	-3	0
利润总额	-6799	-4996	-1897	1130
所得税	74	50	38	45
净利润	-6873	-5046	-1935	1085
少数股东损益	75	-757	39	22
归属母公司股东净利润	-6948	-4289	-1974	1064

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	-11.6%	2.0%	7.4%	10.2%
净利率	-47.9%	-16.4%	-3.9%	1.5%
净资产收益率	-126.1%	445.7%	73.8%	-75.8%
资产回报率	-19.0%	-12.9%	-4.6%	2.1%
投资回报率	-30.3%	-36.2%	-13.5%	11.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	1.3%	80.8%	91.9%	40.1%
EBIT 增长率	-18.2%	23.7%	67.9%	197.9%
归母净利润增长率	-28.7%	38.3%	54.0%	153.9%
每股指标 (元)				
每股收益	-1.25	-0.77	-0.35	0.19
每股净资产	0.99	-0.17	-0.48	-0.25
每股经营现金流	-0.28	-0.71	0.53	0.79
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	0.67	1.19	1.36
应收账款周转率	3.00	4.27	4.81	4.71
存货周转率	9.68	14.79	20.12	19.89
偿债能力指标				
资产负债率	75.3%	91.8%	97.2%	95.3%
流动比率	1.03	0.73	0.79	0.86
速动比率	0.92	0.63	0.68	0.76
估值指标				
P/E	—	—	—	43.34
P/B	8.36	-47.90	-17.22	-32.86
EV/EBITDA	-11.76	-36.17	29.44	10.58

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