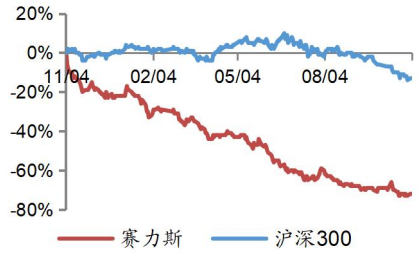
产品结构向上，毛利率环比企稳

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-11-04

收盘价（元）	42.80
近 12 个月最高/最低（元）	150.00/40.21
总股本（百万股）	1,742
流通股本（百万股）	1,557
流通股比例（%）	89.39
总市值（亿元）	746
流通市值（亿元）	666

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004
电话：15652947918
邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：刘千琳

执业证书号：S0010524050002
邮箱：liuqianlin@hazq.com

相关报告

1.短期业绩承压，Q2 经营性净现金流修复 2026-08-25
2.问界新车周期将开启，联合打造 AI 汽车 ME7 2026-06-15

主要观点：

● 业绩短期承压，非经支撑归母环比转正

26Q3 营收 280.80 亿元，同环比-41.7%/-11.6%；归母净利润 14.20 亿元，同比-40.1%，较 Q2 亏损 24.71 亿元转正；扣非归母净利润-13.65 亿元，同比由盈转亏，较 Q2 减亏 11.16 亿元。归母环比转正主因非经常性收益，Q3 非经常性损益 27.85 亿元，其中非流动性资产处置损益 26.06 亿元，主因赛豆科技出表核算方式变化所致。前三季度营收 855.73 亿元，同比-22.6%；归母净利润-2.97 亿元，扣非归母净利润-37.44 亿元，同比均转负。26Q3 经营现金流净额-21.4 亿元，Q2 为+85.7 亿元；前三季度累计-145.1 亿元，承压主因销售回款减少、采购支出增加等影响。

● 毛利率环比企稳，保持高水平研发投入

公司 26Q3 毛利率 21.0%，同比-8.95pct，环比+0.08pct。新能源汽车核心零部件涨价形成阶段性成本压力压制毛利率表现。26Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别 13.58%/3.31%/6.96%/0.05%，同比分别-1.06/+1.13/+2.54/+0.32pct，环比分别-1.38/+0.83/+0.85/-0.13pct。公司研发投入规模与投入强度同步提升，前三季度研发费用 56.89 亿元，研发费用同比显著增加。高强度研发投入依托平台化架构与软硬件模块复用，正加速转化为差异化产品力、持续的技术复用能力与领先的用户体验优势，公司核心竞争力进一步夯实。

● 产品结构向上，中腰部车型缩量拖累规模

26Q3 问界销量 6.65 万辆，同环比-46.3%/-26.6%。其中 M9 销售 2.97 万辆，同环比-2.5%/+94.3%；M6 销售 2.21 万辆，环比-43.0%；M7 销售 0.95 万辆，同环比-40.9%/-55.3%；M8 销售 0.49 万辆，同环比-92.5%/-66.5%。M9 占比由 Q2 的 16.9%升至 44.7%，旗舰车换代后竞争力仍在，产品结构改善，但中腰部车型缩量导致总销量规模下滑。按集团营收与销量粗算，26Q3 销量 8.66 万辆，单车收入 32.43 万元，同环比-4.0%/+10.5%；单车归母净利润 1.64 万元，同期 1.67 万元，Q2 为-2.29 万元。扣非后单车仍亏损约 1.58 万元，较 Q2 单车扣非亏损 2.29 万元收窄。

● 投资建议

Q4 问界 M6 销量逐月恢复，M8 改款焕新，M9 Ultimate 9 月启动交付后有望放量，公司计划 2027 年秋季进入欧洲市场，全球化拓宽中期增长空间。我们预计公司 26-28 年归母净利润为 5.5/38.6/47.9 亿元（26-28 年原值 18/52/68 亿元），考虑到旗舰产品继续支撑品牌定位，盈利修复关注中腰部车型销量恢复与成本消化，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧，原材料价格上涨风险，新车销量不及预期风险等。

● 重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	165054	122440	173585	189903
收入同比（%）	13.7%	-25.8%	41.8%	9.4%
归属母公司净利润	5957	547	3855	4791
净利润同比（%）	0.2%	-90.8%	605.1%	24.3%
毛利率（%）	29.1%	20.4%	24.7%	24.0%
ROE（%）	14.6%	1.3%	8.9%	10.2%
每股收益（元）	3.68	0.31	2.21	2.75
P/E	32.87	136.37	19.34	15.56
P/B	5.15	1.82	1.71	1.59
EV/EBITDA	10.37	3.00	-0.33	-0.71

资料来源： wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**98783**	**75282**	**105103**	**120127**
现金	87287	61070	88806	98380
应收账款	1736	1170	1623	1713
其他应收款	480	340	482	528
预付账款	962	877	1176	1299
存货	2447	1529	1222	707
其他流动资产	5872	10295	11794	17500
非流动资产	**45123**	**52656**	**57318**	**63761**
长期投资	13571	18571	21571	23571
固定资产	14689	14210	14470	17179
无形资产	11711	12239	12466	13344
其他非流动资产	5152	7637	8811	9668
资产总计	**143906**	**127938**	**162421**	**183888**
流动负债	**93700**	**75844**	**105282**	**120037**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	40903	32470	45371	52114
其他流动负债	52797	43374	59911	67923
非流动负债	**8347**	**10264**	**12564**	**15864**
长期借款	3858	5358	7358	9858
其他非流动负债	4489	4906	5206	6006
负债合计	**102048**	**86108**	**117846**	**135901**
少数股东权益	940	957	1076	1225
股本	1742	1742	1742	1742
资本公积	37413	37413	37413	37413
留存收益	1763	1717	4343	7607
归属母公司股东权益	40918	40872	43499	46762
负债和股东权益	**143906**	**127938**	**162421**	**183888**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**28914**	**-12900**	**42422**	**27030**
净利润	6147	564	3974	4939
折旧摊销	4771	6784	7623	8813
财务费用	199	120	166	225
投资损失	-263	-1837	-347	-950
营运资金变动	16713	-19288	29308	12438
其他经营现金流	-9220	20608	-23635	-5934
投资活动现金流	**-5033**	**-14726**	**-15591**	**-19004**
资本支出	-3986	-9435	-9793	-13787
长期投资	-1712	-7068	-6077	-6096
其他投资现金流	665	1777	279	880
筹资活动现金流	**18277**	**1699**	**905**	**1548**
短期借款	0	0	0	0
长期借款	3171	1500	2000	2500
普通股增加	232	0	0	0
资本公积增加	24368	0	0	0
其他筹资现金流	-9495	199	-1095	-952
现金净增加额	**42030**	**-26217**	**27736**	**9575**

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**165054**	**122440**	**173585**	**189903**
营业成本	116954	97409	130668	144317
营业税金及附加	4390	3061	4340	4748
销售费用	24194	15305	21698	22788
管理费用	4787	3306	4687	5127
财务费用	-420	-316	-139	-219
资产减值损失	-1579	-1310	-1860	-1710
公允价值变动收益	17	0	0	0
投资净收益	294	1837	347	950
营业利润	**7518**	**631**	**4698**	**5857**
营业外收入	110	110	115	120
营业外支出	159	70	82	97
利润总额	**7470**	**671**	**4731**	**5880**
所得税	1323	107	757	941
净利润	**6147**	**564**	**3974**	**4939**
少数股东损益	190	17	119	148
归属母公司净利润	**5957**	**547**	**3855**	**4791**
EBITDA	12453.33	7138.55	12214.70	14473.82
EPS（元）	3.68	0.31	2.21	2.75

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	13.7%	-25.8%	41.8%	9.4%
营业利润	52.1%	-91.6%	644.6%	24.7%
归属于母公司净利润	0.2%	-90.8%	605.1%	24.3%
获利能力				
毛利率（%）	29.1%	20.4%	24.7%	24.0%
单位:百万元	3.6%	0.4%	2.2%	2.5%
ROE（%）	14.6%	1.3%	8.9%	10.2%
ROIC（%）	13.3%	0.6%	7.0%	7.7%
偿债能力				
资产负债率（%）	70.9%	67.3%	72.6%	73.9%
净负债比率（%）	243.8%	205.9%	264.4%	283.2%
流动比率	1.05	0.99	1.00	1.00
速动比率	0.96	0.86	0.92	0.92
营运能力				
总资产周转率	1.39	0.90	1.20	1.10
应收账款周转率	80.56	84.26	124.30	113.85
应付账款周转率	3.43	2.66	3.36	2.96
每股指标（元）				
每股收益	3.68	0.31	2.21	2.75
每股经营现金流(摊薄)	16.60	-7.41	24.35	15.52
每股净资产	23.49	23.46	24.97	26.84
估值比率				
P/E	32.87	136.37	19.34	15.56
P/B	5.15	1.82	1.71	1.59
EV/EBITDA	10.37	3.00	-0.33	-0.71

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新&汽车行业首席分析师，所长助理，香港中文大学金融学硕士，8 年卖方行业研究经验，专注于储能/ 新能源车/电力设备工控行业研究。
分析师：刘千琳，华安证券汽车行业联席首席分析师，凯斯西储大学金融学硕士，10 年行业研究经验。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。