

奇瑞汽车 IPO 对净资产收益率的影响研究

曹浩浩

广西财经学院

DOI:10.32629/ej.v9i4.3414

[摘要] 本文基于奇瑞汽车2025年赴港上市后的首份年度财务报告,对其股东回报率(ROE)的驱动因素与可持续性进行了再分析。采用杜邦分析法,将奇瑞与吉利汽车、比亚迪的2025年最新财务数据进行了系统对比。研究发现,IPO融资使奇瑞的资产负债率从87.9%显著下降至80.4%,权益乘数从9.71倍大幅回落至约5.10倍,短期偿债能力恢复至安全水平,ROE也从2024年的70.80%回归至38.40%。然而,尽管资本结构出现积极改善,奇瑞的ROE绝对值仍显著高于同行,且杠杆水平依然是同行的两倍左右。与此同时,财务费用对利润的侵蚀仍在持续。研究表明,IPO虽然打通了股权融资渠道,但奇瑞尚未完全摆脱“杠杆依赖”的路径惯性。未来能否在降杠杆的同时维持高回报,取决于其核心盈利能力的提升以及对巨额售后拨备等隐性风险的管控。

[关键词] 杜邦分析法; 财务杠杆; 去杠杆可持续性

中图分类号: F234.4 **文献标识码:** A

A Study on the Impact of Chery Automobile's IPO on Return on Net Assets

Haohao Cao

Guangxi University of Finance and Economics

[Abstract] Based on Chery Automobile's first annual financial report following its 2025 Hong Kong listing, this study reanalyzes the drivers and sustainability of its return on equity (ROE). Using the DuPont analysis method, the study systematically compares Chery's 2025 financial data with those of Geely Automobile and BYD. Findings reveal that IPO financing significantly reduced Chery's debt-to-asset ratio from 87.9% to 80.4%, lowered its equity multiplier from 9.71 times to approximately 5.10 times, restored its short-term debt repayment capacity to a safe level, and restored ROE from 70.80% in 2024 to 38.40%. However, despite positive improvements in capital structure, Chery's absolute ROE remains notably higher than its industry peers, with leverage levels still approximately double those of competitors. Meanwhile, financial expenses continue to erode profits. The study concludes that while the IPO has opened equity financing channels, Chery has not fully overcome its reliance on leverage. Its ability to maintain high returns while reducing leverage in the future hinges on enhancing core profitability and managing implicit risks such as substantial after-sales provisions.

[Key words] DuPont analysis; financial leverage; deleveraging sustainability

引言

2025年9月25日,奇瑞汽车股份有限公司成功登陆香港联交所主板,募集资金约93.55亿港元,一举打破了长期缺乏公开股权融资渠道的历史困局。此次IPO不仅标志着公司资本结构的关键转折,也为市场重新审视其高企的资产负债率提供了契机。在IPO之前的2024年,奇瑞的资产负债率高达87.9%,权益乘数达9.71倍,净资产收益率(ROE)攀升至70.80%。而2025年的首份上市年报则呈现出一幅不同的财务画像:资产负债率骤降至80.4%,ROE回落至38.40%。这一变化是否意味着奇瑞已经摆脱了

“杠杆依赖型”盈利模式?抑或只是高杠杆基数的阶段性缓解?为确保横向对比的严谨性,本文统一采用期末时点数对三家车企的2025年最新财务数据进行杜邦拆解,旨在揭示资本结构变化后奇瑞盈利模式的真实图景,为投资者理解重资产车企的财务转型提供分析参考。

1 杜邦分析法与汽车行业资本结构特性

杜邦分析法以净资产收益率(ROE)为核心指标,通过“ROE=净利率×总资产周转率×权益乘数”这一恒等式,将企业综合回报分解为盈利能力、营运效率和财务杠杆三个驱动因子。该框

架的优势在于能够清晰地识别ROE的结构性来源,从而甄别高回报背后的真实驱动力——究竟是源自经营能力的卓越,还是依赖于财务杠杆的放大效应。

汽车行业作为资金、技术双密集型产业,其资本结构具有显著的行业特殊性。与金融业以资金融通为主业可承受较高杠杆不同,汽车制造企业的经营周期长——从原材料采购到销售回款通常需数月之久,新能源车企的供应链与研发更为复杂,周期更长。同时,厂房、设备等固定资产比重大,经营杠杆显著。财务杠杆的过度叠加可能导致“短债长用”引发流动性危机,或巨额利息支出直接侵蚀经营利润。行业领先企业普遍将资产负债率控制在65%-75%的合理区间,权益乘数维持在3-5倍左右,力求在风险可控的前提下实现股东回报最大化。

2 奇瑞汽车2025年ROE的杜邦拆解

2.1 经营概况与资本结构巨变

奇瑞汽车2025年度实现营业收入3002.87亿元,同比增长11.3%;年内利润195.07亿元,同比增长36.1%,净利润率从5.3%提升至6.5%。销量方面,自主乘用车全年销量263.14万辆,同比增长14.6%;其中新能源自主乘用车销量82.65万辆,同比增长72.5%,新能源业务收入980.23亿元,占总营收比重从21.9%提升至32.6%。

2025年9月IPO是奇瑞财务结构的分水岭。本次上市募集资金约93.55亿港元,使公司资产净值从2024年末的259.24亿元猛增至507.98亿元,增幅达95.9%。受此影响,资产负债率从87.9%骤降至80.4%,权益乘数从9.71倍降至约5.10倍,IPO成为奇瑞走出“极度高杠杆”困局的最关键一步。

2.2 杜邦分析核心发现

基于2025年度财务数据的杜邦分解,奇瑞汽车IPO后的ROE驱动结构呈现出三个维度的显著变化,但这些变化背后亦存在若干值得审慎解读的结构性特征。

表1 三家公司2025年杜邦分析指标

指标	奇瑞汽车	比亚迪	吉利汽车
净资产收益率(%)	38.40%	13.06%	17.76%
净利率(%)	6.50%	4.20%	4.82%
总资产周转率(次)	1.16	0.91	1.19
权益乘数(倍)	5.11	3.42	3.10
资产负债率(%)	80.41%	70.74%	67.76%

注:为统一横向对比口径,ROE=期末净利润/期末净资产;总资产周转率=营业收入/期末总资产。资料来源:各企业2025年度财务报告。

其一,权益乘数边际降幅显著,但绝对水平仍处于高位区间。IPO使奇瑞的权益乘数从2024年的9.71倍降至2025年的5.11倍,反映出股权融资对资本结构的实质性改善。然而,这一指标仍显著高于同期的比亚迪的3.42倍和吉利汽车的3.10倍,奇瑞的财务杠杆水平较两家对标企业分别偏高约49%和65%。由此可见,奇瑞虽已脱离“极度高杠杆”区间,但尚未进入行业稳健型企业普遍维持的3-4倍杠杆区间。其高达38.40%的期末ROE,依然

高度依赖于5.11倍的杠杆放大效应。

其二,净利率指标相对占优,但超额收益来源具有结构性特征。奇瑞2025年销售净利率为6.50%,在三家样本企业中位居首位。然而,这一相对优势高度依赖于其海外业务的结构性贡献。海外市场的定价环境与利润结构显著优于国内市场,对整体净利率形成了结构性拉升效应。

其三,资产周转效率处于中间水平,营运能力未构成差异化优势。奇瑞2025年总资产周转率约为1.16次,略低于吉利汽车的1.19次,高于比亚迪的0.91次。这一指标表明,奇瑞的资产运营效率与同业对标企业相比并无显著分化。比亚迪周转率偏低主要源于其深度的垂直一体化战略,而奇瑞与吉利则维持了相对量化的资产配置,两者在资产周转效率上表现出高度的同质性。

2.3 财务费用对利润的持续侵蚀

尽管杠杆率下降,但债务绝对规模依然庞大,利息支出压力不减。2025年奇瑞财务费用为20.96亿元,虽然同比下降9.3%,但其绝对规模仍占净利润10.7%,对利润形成的侵蚀不可忽视。相比之下,比亚迪2025年财务费用为-6.49亿元利息收入大于支出,吉利汽车财务费用也处于较低水平。奇瑞在财务费用控制方面仍有较大改善空间。

3 短期偿债能力改善与仍存的隐忧

IPO融资带来的流动性注入使得奇瑞的短期偿债能力显著改善。2025年末,其流动比率回升至1.05(2024年末为0.97),速动比率为0.85(2024年末为0.75),均已恢复至1倍左右的安全阈值以上。这意味着流动资产已能够覆盖短期债务,短期偿付压力较2024年明显缓解。与此同时,应付账款规模增长至898.03亿元,同比增长8.59%,但占总资产比重有所下降,表明对供应商资金的占用程度有所收敛。

然而,从行业对比角度来看,奇瑞的现金流韧性仍存在差距。2025年末,比亚迪的流动比率和速动比率分别为0.79和0.50;吉利汽车的两项指标则分别为0.89和0.71。虽然奇瑞的账面流动比率和速动比率在数值上高于同行,但必须结合现金流质量来看:比亚迪凭借高达591.36亿元的经营现金流净额,以及吉利汽车稳健的472.74亿元经营现金流,有效弥补了流动比率偏低的短板。而奇瑞2025年经营活动现金流净额仅为201.30亿元,绝对规模不及比亚迪的一半。这意味着奇瑞对账面流动资产变现能力的依赖度更高,面对突发性供应链资金紧张时的缓冲垫相对较薄。

此外,奇瑞的债务期限结构仍需关注。尽管IPO募资已部分用于置换高成本短期债务,使得银行借款规模由2024年的230亿元压降至2025年的约150亿元,其短期债务在总负债中的占比有所下降,但整体负债结构中经营负债(应付账款等)占比仍然较高。一旦行业景气度下行或信用环境收紧,供应商集中索款可能导致流动性压力再度上升。

更值得注意的是,奇瑞公司提出的目标是“通过不超过两年时间将负债率进一步降低至70%以内”。从80.4%降至70%,意味着还需要消化约250亿元以上的净资产缺口。这一目标能否在未来

两年内实现,取决于净利润能否持续高增长以及是否进行新一轮股权融资。

4 高杠杆敏感性与利润的“回吐”风险

尽管IPO大幅稀释了杠杆倍数,但权益乘数5.11倍仍处于偏高水平,财务杠杆的“双刃剑”效应依然存在。财务杠杆的“双刃剑”效应在理论与实证层面均有充分讨论。对汽车整车行业上市公司的实证研究表明,财务杠杆产生正效应的前提是企业息税前资产回报率高于债务利息率;一旦正效应释放完毕,继续增加负债不仅难以提升回报,反而会显著推高财务风险^[1]。从财务杠杆效应的本质来看,资产负债率本身的高低并不具有决定性意义,关键在于企业是否能够持续维持息税前资产回报率高于债务利息率,从而让财务杠杆发挥正向效应^[2]。A公司的案例同样显示,一家营业利润率仅1%的企业,正是凭借高达9.58倍的权益乘数,才撬动了超过20%的净资产收益率,但这种“杠杆依赖型”模式具有高度脆弱性^[3]。当前汽车行业正经历激烈价格战,一旦市场竞争加剧导致毛利率收窄,奇瑞6.50%的净利率可能再度缩水,并通过偏高的权益乘数在ROE层面引发显著的向下放大效应。

更为值得警惕的是净利润背后的“利润回吐”风险。根据安永会计师事务所出具的2025年无保留意见审计报告,奇瑞汽车的“保修拨备”被特别列为关键审计事项。截至2025年12月31日,奇瑞合并财务状况表中就所售乘用车计提的保修拨备余额高达107.39亿元。

这一巨额负债不仅占总负债的5.1%,更关键的是占到了期末净资产的21.1%。在权责发生制下,这笔拨备虽然暂时“锁死”了利润,但如果未来因产品质量波动或大规模召回导致实际维保成本超出预估,这部分巨额负债将直接转化为额外的现金流出,并迫使公司进行利润回吐。这将直接穿透目前的利润表,对未来的现金流和真实盈利质量构成严峻考验。

5 研发投入与长期竞争力展望

在战略转型层面,奇瑞2025年研发费用为114.44亿元,研发费用率约为3.81%,较上年的92.43亿元增长23.8%。公司全年研发投入合计147.15亿元,同比增长39.6%。

然而,从绝对投入规模来看,奇瑞与行业头部企业仍存在显著的“代差”。同期,比亚迪的研发投入高达579.78亿元,吉利汽车为176.24亿元。奇瑞的研发投入仅相当于比亚迪的约五分之一,吉利的约三分之二。虽然奇瑞的3.81%研发费用率在行业内并不算低,但受限于投入基数的差距,要在电动化、智能化等核心技术领域实现对头部企业的全面赶超,仍面临巨大的资金压力。

值得注意的是,奇瑞的研发投入强度较高。在净利润为190.19亿元的情况下,研发投入占比高达77.4%。这表明公司

正处于技术密集投入期,利润几乎全部反哺研发,这也解释了为何在高ROE(38.40%)的情况下,公司仍需依赖外部融资来维持扩张。

6 结论与展望

综合2025年最新财务数据分析,奇瑞汽车IPO后的资本结构已发生质变:资产负债率从87.9%降至80.4%,权益乘数从9.71倍回落至约5.10倍,短期偿债能力恢复至安全水平,ROE从70.80%回归至38.40%,IPO成为打破“极度高杠杆困局”的关键转折点。

然而,这一变化并非意味着高杠杆模式已经终结。权益乘数约5.10倍的水平仍远超比亚迪的3.42倍和吉利汽车的3.06倍,表明杠杆依然是拉高ROE的核心引擎。与此同时,20.96亿元的财务费用仍在持续侵蚀净利润,研发费用率相对偏低的问题也有待解决。

奇瑞管理层已明确提出“两年内将负债率降至70%以内”的目标。从80.4%降至70%,意味着约250亿元的净资产缺口需要填补,这主要依赖于净利润的持续高增长、资产管理效率的提升以及潜在的进一步股权融资。若上述目标能够实现,奇瑞将成为重资产车企“高风险、高杠杆、高增长”模式转型的典型范本,其经验值得持续追踪。

对于投资者而言,奇瑞仍不失为一家具备全球竞争力和增长潜力的优质车企——海外营收占比过半、新能源业务高速增长、盈利能力持续改善——但当前仍需密切关注三项核心指标的变化:(1)资产负债率的下降斜率与速度;(2)净利率能否在行业价格战中保持稳定甚至提升;(3)经营现金流能否持续增长以支撑降杠杆与高研发投入的双重目标。从更宏观的角度看,此类依赖高杠杆驱动规模扩张的制造业企业,若要实现长期稳健发展,必须转向“技术驱动盈利、数字化提升周转、动态优化杠杆”的策略路径^[4]。唯有实现这三项指标的协同改善,奇瑞的“杠杆回归”才能走向“高质量增长”的新阶段。

[参考文献]

[1]赵燕,李艳.汽车整车行业上市公司财务杠杆效应实证分析[J].会计之友,2016,(24):37-40.

[2]龚凯颂.资产负债率重要吗?[J].新会计,2023,(11):4-7.

[3]胡博.基于杜邦模型的A公司财务状况分析[J].中国乡镇企业会计,2018,(10):92-93.

[4]杜民帅,王贞钦.杜邦模型下ROE解析企业财务策略研究——以美的集团为例[J].国际商务财会,2025,(17):63-68+72.

作者简介:

曹浩浩(2002--),男,汉族,湖南衡山人,硕士研究生在读,研究方向:企业财务与会计。