

陆嘉敏 汽车行业首席分析师
执业编号: S1500522060001
联系电话: 13816900611
邮箱: lujiamin@cindasc.com

曹子杰 汽车行业研究助理
联系电话: 13522702936
邮箱: caozijie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

赛力斯：新 M7 在手订单充沛，M9 有望于 12 月上市

2023 年 10 月 16 日

事件：公司于 10 月 8 日发布公告，2023 年 9 月销量汽车 1.79 万辆，同比-37.9%，其中赛力斯汽车 0.71 万辆，同比-29.8%。

点评：

- **问界新 M7 市场反响强烈，订单旺盛。**9 月 12 日，问界新 M7 正式发布，新 M7 定位大五座/六座 SUV，售价 24.89 万元起，具备【大空间】、【更舒适】、【大智慧】、【超安全】等亮点，搭载了 HUAWEI ADS 2.0 高阶智能驾驶系统，华为预计将在 2023 年 12 月覆盖全国城区。问界新 M7 截止 9 月 30 日累计大定 3 万台，截止 10 月 7 日累计大定 5 万台，国庆假期大定新增 2 万台，其中 10 月 5、6 日新增 3500/7000 台。
- **问界 M9 9 月份亮相工信部公告，12 月份正式发布。**问界 M9 已亮相工信部第 375 批《道路机动车辆生产企业及产品公告》。新车基于全新打造的 D 级豪华 SUV 平台，将配备全铝合金底盘、智能座舱、智能驾驶、华为百万像素智慧大灯、华为 AR HUD、华为 AI 大模型等。AITO 问界 M9 预售价区间为 50-60 万元，对标奔驰 GLS 与理想 L9，有望于 2023 年 12 月正式上市。
- **华为赋能赛力斯品牌，问界系列产品具备较强竞争力。**2019 年公司开始与华为合作，2021 年推出首款车型智选 SF5，此后陆续推出问界 M5、问界 M7 车型。华为在产品 and 渠道端赋能赛力斯品牌，问界车型搭载鸿蒙车机系统、HUAWEI ADS 高阶智能驾驶系统等智能化配置，并利用线上华为商城和数量众多的线下门店进行销售，具备较强的竞争力。我们预计 23 年赛力斯汽车销售 8.5 万辆，同比+6%，其中 M5/M7 车型销量为 4.5/4 万辆；24 年赛力斯汽车销售 25.5 万辆，同比+200%，其中 M5/M7/M9 车型销量为 7.5/11/7 万辆。
- **盈利预测：**公司与华为合作的赛力斯品牌获得了强烈市场反响和较好产品口碑，随着问界新 M7 与 M9 陆续推出，新能源汽车销量有望实现较大提升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为-29.48、-9.24、6.73 亿元。
- **风险因素：**汽车销量不及预期、汽车行业竞争加剧、原材料价格波动、新车型推出进度不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	16,718	34,105	27,280	90,863	118,542
增长率 YoY	16.9%	104.0%	-20.0%	233.1%	30.5%
归属母公司净利润 (百万元)	-1,824	-3,832	-2,948	-924	673
增长率 YoY	-5.5%	-110.1%	23.1%	68.6%	172.8%
毛利率	3.8%	11.3%	8.2%	16.1%	16.6%
净资产收益率 ROE	-22.9%	-33.6%	-34.8%	-12.3%	8.2%
EPS(摊薄)(元)	-1.21	-2.54	-1.96	-0.61	0.45
市盈率 P/E(倍)	—	—	—	—	163.86
市净率 P/B(倍)	13.86	9.66	13.03	14.63	13.43

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 10 月 13 日收盘价

财务模型

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14,668	26,976	18,544	71,682	28,051	营业总收入	16,718	34,105	27,280	90,863	118,542
货币资金	5,832	16,365	8,926	35,229	5,999	营业成本	16,088	30,244	25,040	76,279	98,817
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	352	926	663	2,196	2,989
应收账款	997	1,781	1,705	5,867	2,036	销售费用	1,280	4,820	3,819	8,178	9,483
预付账款	660	442	501	1,449	1,779	管理费用	1,089	1,775	1,633	3,635	4,149
存货	2,773	3,993	2,919	17,290	7,898	研发费用	948	1,314	1,637	4,543	5,334
其他	4,405	4,395	4,493	11,847	10,340	财务费用	244	172	0	0	0
非流动资产	17,356	20,072	22,897	25,177	27,612	减值损失合计	-247	-306	-12	-16	-10
长期股权投资	40	41	41	41	41	投资净收益	-82	-37	546	0	0
固定资产(合计)	7,799	9,140	9,927	10,531	11,229	其他	727	562	1,091	2,633	3,212
无形资产	5,153	6,910	8,171	9,507	10,959	营业利润	-2,885	-4,927	-3,888	-1,351	972
其他	4,365	3,980	4,757	5,098	5,383	营业外收支	275	-3	0	0	0
资产总计	32,024	47,048	41,441	96,859	55,664	利润总额	-2,610	-4,930	-3,888	-1,351	972
流动负债	18,924	32,331	30,750	87,451	45,332	所得税	21	290	130	-68	49
短期借款	2,109	2,079	2,045	2,011	1,978	净利润	-2,631	-5,221	-4,018	-1,283	923
应付票据	7,768	16,112	15,884	40,902	20,035	少数股东损益	-807	-1,389	-1,070	-359	250
应付账款	6,143	9,559	8,526	33,852	10,067	归属母公司净利润	-1,824	-3,832	-2,948	-924	673
其他	2,904	4,583	4,296	10,686	13,252	EBITDA	-1,221	-2,492	-3,056	-159	2,496
非流动负债	5,371	4,914	4,914	4,914	4,914	EPS(当年)(元)	-1.38	-2.68	-1.96	-0.61	0.45
长期借款	1,847	1,192	1,192	1,192	1,192						
其他	3,524	3,722	3,722	3,722	3,722						
负债合计	24,295	37,245	35,664	92,364	50,246						
少数股东权益	-230	-1,617	-2,687	-3,046	-2,796						
归属母公司股东权益	7,960	11,420	8,465	7,541	8,214						
负债和股东权益	32,024	47,048	41,441	96,859	55,664						

现金流量表					
单位：百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-987	-1,169	-3,740	29,808	-25,238
净利润	-2,631	-5,221	-4,018	-1,283	923
折旧摊销	1,742	2,311	1,638	1,903	2,108
财务费用	259	336	0	0	0
投资损失	82	0	-546	0	0
营运资金变动	-211	1,107	-554	29,899	-27,685
其它	-229	298	-261	-711	-583
投资活动现金流	-1,563	-4,154	-3,658	-3,472	-3,960
资本支出	-1,077	-2,617	-4,203	-3,472	-3,960
长期投资	67	-2,377	0	0	0
其他	-553	840	546	0	0
筹资活动现金流	2,936	6,325	-41	-34	-33
吸收投资	3,033	7,069	-7	0	0
借款	3,380	4,284	-34	-34	-33
支付利息或股息	-251	-274	0	0	0
现金净增加额	384	1,008	-7,439	26,302	-29,230

重要财务指标					
单位：百万元					
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,718	34,105	27,280	90,863	118,542
同比(%)	16.9%	104.0%	-20.0%	233.1%	30.5%
归属母公司净利润	-1,824	-3,832	-2,948	-924	673
同比(%)	-5.5%	-110.1%	23.1%	68.6%	172.8%
毛利率(%)	3.8%	11.3%	8.2%	16.1%	16.6%
ROE(%)	-22.9%	-33.6%	-34.8%	-12.3%	8.2%
EPS(摊薄)(元)	-1.21	-2.54	-1.96	-0.61	0.45
P/E	—	—	—	—	163.86
P/B	13.86	9.66	13.03	14.63	13.43
EV/EBITDA	-65.67	-19.41	-34.77	-503.81	43.70

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018 年金牛奖第 1 名、2020 年新财富第 2 名、2020 新浪金麒麟第 4 名团队核心成员。4 年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖长安汽车、线控底盘、一体压铸、两轮车、座椅等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。