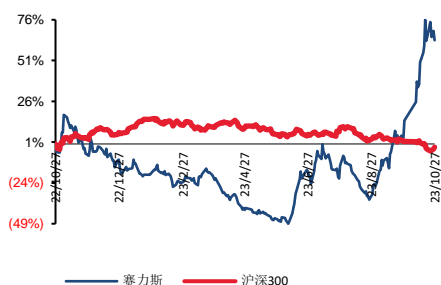


汽车 乘用车

## 赛力斯(601127.SH): Q3 毛利率环比回升, 新车放量可期

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,507/1,507
总市值/流通(百万元)	120,305/120,305
12个月最高/最低(元)	85.91/24.82

### 相关研究报告:

赛力斯(601127)《赛力斯(601127.SH): 华为智造归来, 腾飞展翅向上》--2023/10/19

### 证券分析师: 文姬

电话: 021-58502206

E-MAIL: wenji@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523050001

**事件:** 公司发布 2023 年三季报, 2023 年 1-9 月, 公司实现营业收入 166.80 亿元, 同比-27.86%, 归母净利润-22.94 亿元, 去年同期为-26.75 亿元, 扣非后归母净利润-30.15 亿元, 去年同期为-28.65 亿元。23Q3 实现营业收入 56.48 亿元, 同比-47.25%, 环比-4.95%, 归母净利润-9.50 亿元, 去年同期为-9.47 亿元, 23Q2 为-7.19 亿元, 业绩基本符合预期。

**新 M7 9 月上市交付, Q3 销量环比表现亮眼。** 2023Q3 问界品牌销量合计 1.59 万台, 同比-42.02%, 环比+36.42%。其中, M5 销量为 0.83 万台, 同比-56.17%, 环比-15.22%; M7 销量为 0.76 万台, 同比-10.68%, 环比+303.23%。问界新 M7 于 9 月 12 日正式上市并开启交付, 销量环比表现亮眼, 随着车型后续的交付节奏加快, 公司营业收入有望明显增长。

**毛利率环比回升, 研发投入持续扩大。** 23Q3 公司毛利率为 7.58%, 同比-5.15pct, 环比+3.40pct, 主要由于问界品牌销量较去年同期下滑, 导致制造成本上升, 环比增长主要为车型销量提升, 同时预计公司逐步消化完成前期因供应链紧张而储备的高成本原材料库存所致。公司销售/管理/研发费用率分别为 16.62%/5.90%/7.42%, 同比+1.47pct/+2.22pct/+4.37pct, 环比+0.39pct/+0.36pct/+1.93pct, 主要由于公司在新能源汽车核心技术领域保持高研发投入, 产品营销及海外市场推广投入增加所导致。

**新款 M7 订单超预期, M9 产品继续向上, 后续成长可期。** 2023 年 9 月, AITO 问界新 M7 正式亮相, 上市首月累计大定突破 6 万台, 订单数量持续超预期, 爆款车型有望向上突破。预计四季度 AITO 问界 M9 将发布上市, 驱动产品力进一步向上。产能方面, 第三工厂按照规划项目将于 2023 年下半年完成建设, 预计建成后合计年产能有望达到 70 万辆, 产能、销量、车型周期均开启第二阶段强势增长, 规模效应有望驱动车型毛利率、市场份额同步提升。

**盈利预测与评级:** 我们预计公司 2023 年至 2025 年营业总收入为 396.27、1108.57、1632.17 亿元, 同比增长 16.19%、179.75%、47.23%, 归母净利润为-27.75、-11.00、16.11 亿元, 同比增长 27.58%、60.34%、246.41%, 目标价格 110.34 元, 维持公司“买入”评级。

**风险提示:** 新能源汽车销量不及预期; 原材料价格波动风险; 行业竞争加剧等。

■ 盈利预测和财务指标:

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,105.00	39,626.60	110,857.37	163,216.90
(+/-%)	104.00%	16.19%	179.75%	47.23%
归母净利(百万元)	-3,831.87	-2,774.95	-1,100.60	1,611.36
(+/-%)	-110.09%	27.58%	60.34%	246.41%
摊薄每股收益(元)	-2.68	-1.84	-0.73	1.07
市盈率(PE)	—	—	—	62.25

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算



损益表 (人民币百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,718	34,105	39,627	110,857	163,217
%增长率	16.9%	104.0%	16.2%	179.8%	47.2%
营业成本	16,088	30,244	36,747	95,260	137,017
%销售收入	96.2%	88.7%	92.7%	85.9%	83.9%
<b>毛利</b>	<b>630</b>	<b>3,861</b>	<b>2,880</b>	<b>15,598</b>	<b>26,200</b>
%销售收入	3.8%	11.3%	7.3%	14.1%	16.1%
税金及附加	352	926	594	1,663	2,448
%销售收入	2.1%	2.7%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用	1,280	4,820	5,033	12,760	18,901
%销售收入	7.7%	14.1%	12.7%	11.5%	11.6%
管理费用	1,089	1,775	1,981	4,966	7,263
%销售收入	6.5%	5.2%	5.0%	4.5%	4.5%
研发费用	948	1,314	1,882	5,274	7,639
%销售收入	5.7%	3.9%	4.8%	4.8%	4.7%
财务费用	244	172	-479	-52	-1,615
%销售收入	1.5%	0.5%	-1.2%	0.0%	-1.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>-2,963</b>	<b>-4,803</b>	<b>-4,081</b>	<b>-1,449</b>	<b>431</b>
%销售收入	-17.7%	-14.1%	-10.3%	-1.3%	0.3%
其他收益	295	522	1,102	2,960	4,080
投资收益	-82	-37	793	2,217	3,264
净敞口套期收益	0	0	5	23	18
公允价值变动收益	-135	-170	45	36	39
信用减值损失	-20	-72	-71	-26	-28
资产减值损失	-247	-306	-229	-213	-182
资产处置收益	587	281	793	2,439	3,199
<b>营业利润</b>	<b>-2,885</b>	<b>-4,927</b>	<b>-3,695</b>	<b>-1,578</b>	<b>1,956</b>
%增长率	-31.5%	-70.8%	25.0%	57.3%	223.9%
营业外收支	275	-3	93	181	90
利润总额	-2,610	-4,930	-3,602	-1,398	2,046
%增长率	-19.3%	-88.9%	26.9%	61.2%	246.4%
所得税	21	290	180	70	-102
所得税率	-0.8%	-5.9%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
合并报表的净利润	-2,631	-5,221	-3,782	-1,467	2,148
少数股东损益	-807	-1,389	-1,008	-367	537
<b>归母净利润</b>	<b>-1,824</b>	<b>-3,832</b>	<b>-2,775</b>	<b>-1,101</b>	<b>1,611</b>
净利率	-10.9%	-11.2%	-7.0%	-1.0%	1.0%

现金流量表					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-1,824	-3,832	-2,775	-1,101	1,611
少数股东损益	-807	-1,389	-1,008	-367	537
非现金支出	2,008	2,688	2,921	3,271	3,449
非经营收益	-154	257	-1,400	-4,536	-6,259
营运资金变动	-211	1,107	644	30,961	24,801
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-987</b>	<b>-1,169</b>	<b>-1,617</b>	<b>28,228</b>	<b>24,140</b>
资本开支	-1,077	-2,617	-7,970	1,529	91
投资	67	-2,377	-641	-602	-817
其他	-553	840	1,272	2,173	3,205
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,563</b>	<b>-4,154</b>	<b>-7,339</b>	<b>3,100</b>	<b>2,479</b>
股权融资	3,033	7,069	203	188	157
债权融资	-142	-303	591	-25	20
其他	45	-441	-482	-337	-334
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,936</b>	<b>6,325</b>	<b>362</b>	<b>-125</b>	<b>-108</b>
<b>现金净流量</b>	<b>384</b>	<b>1,008</b>	<b>-8,591</b>	<b>31,203</b>	<b>26,512</b>
期初现金	935	1,319	2,327	-6,264	24,939
期末现金	1,319	2,327	-6,264	24,939	51,451

来源: Wind, 太平洋证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,832	16,365	7,774	38,977	65,488
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	997	1,781	2,098	6,089	8,709
其他应收款	1,611	1,002	1,700	6,232	6,991
存货	2,773	3,993	5,500	14,417	19,778
其他流动资产	3,455	3,835	8,091	18,122	25,254
<b>流动资产</b>	<b>14,668</b>	<b>26,976</b>	<b>25,161</b>	<b>83,836</b>	<b>126,220</b>
长期股权投资	40	41	41	41	41
固定资产	7,799	9,140	11,366	9,848	7,926
在建工程	1,533	346	415	193	1,074
无形资产	5,153	6,910	10,127	9,927	10,927
商誉	76	65	65	65	65
其他非流动资产	2,756	3,569	3,882	3,809	3,773
<b>非流动资产</b>	<b>17,356</b>	<b>20,072</b>	<b>25,896</b>	<b>23,883</b>	<b>23,807</b>
<b>资产总计</b>	<b>32,024</b>	<b>47,048</b>	<b>51,058</b>	<b>107,720</b>	<b>150,027</b>
短期借款	2,109	2,079	2,029	1,979	1,929
应付票据	7,768	16,112	17,475	47,348	68,752
应付账款	6,143	9,559	13,327	33,678	47,146
其他应付款	699	1,286	1,630	4,138	5,951
其他流动负债	2,204	3,297	5,079	10,025	13,062
<b>流动负债</b>	<b>18,924</b>	<b>32,331</b>	<b>39,540</b>	<b>97,167</b>	<b>136,841</b>
长期借款	1,847	1,192	1,192	1,192	1,192
应付债券	141	147	196	83	63
长期应付款	1,778	1,158	1,191	1,191	1,191
其他长期负债	1,605	2,416	2,467	2,656	2,795
<b>负债</b>	<b>24,295</b>	<b>37,245</b>	<b>44,587</b>	<b>102,289</b>	<b>142,082</b>
股本	1,360	1,497	1,507	1,507	1,507
资本公积	8,087	15,295	15,505	15,505	15,505
其他综合收益	-128	-81	-79	-79	-79
归母所有者权益	7,960	11,420	8,796	7,695	9,307
少数股东权益	-230	-1,617	-2,625	-2,992	-2,454
所有者权益合计	7,729	9,802	6,171	4,704	6,852
<b>负债股东权益合计</b>	<b>32,024</b>	<b>47,048</b>	<b>50,758</b>	<b>106,992</b>	<b>148,934</b>

比率分析					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净资产收益率	-22.9%	-33.6%	-31.5%	-14.3%	17.3%
总资产收益率	-5.7%	-8.1%	-5.4%	-1.0%	1.1%
投入资本收益率	-23.4%	-34.7%	-36.8%	-14.9%	3.6%
<b>成长能力</b>					
营业总收入增长率	16.9%	104.0%	16.2%	179.8%	47.2%
EBIT 增长率	-66.6%	-62.1%	15.0%	64.5%	129.8%
归母净利润增长率	-5.5%	-	27.6%	60.3%	246.4%
		110.1%			
总资产增长率	21.9%	46.9%	8.5%	111.0%	39.3%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	18	15	18	13	16
存货周转天数	53	40	46	38	45
应付账款周转天数	128	93	112	89	106
总资产周转天数	628	417	446	258	284
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	75.9%	79.2%	87.3%	95.0%	94.7%
流动比率	0.8	0.8	0.6	0.9	0.9
速动比率	0.5	0.7	0.4	0.6	0.7
EBIT 利息保障倍数	-11.4	-14.5	-12.0	-4.3	1.3

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。