

2024年02月21日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

问界系列构筑品牌护城河，公司发展未来可期

—赛力斯（601127.SH）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

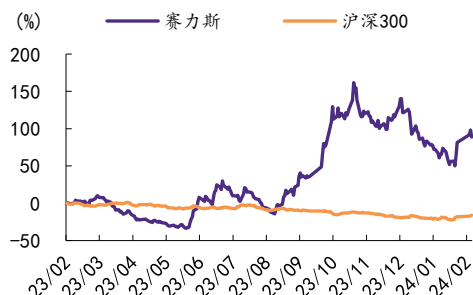
分析师：林子健 S1050523090001
linzj@cfsc.com.cn

基本数据

2024-02-21

当前股价（元）	70.45
总市值（亿元）	1064
总股本（百万股）	1510
流通股本（百万股）	1510
52周价格范围（元）	24.82-97.9
日均成交额（百万元）	3083.09

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

推出问界品牌转型，成功抓住时代机遇

汽车领域积淀深厚，抓住机遇完成转型。公司成立于1986年，2016年成立SF MOTORS进军电动车领域；2016年6月成功上市，于2021年与华为合作推出智选SF5，搭载华为鸿蒙座舱及博世自动驾驶方案。后续推出问界品牌，2023年9月推出的改款问界M7取得巨大成功，目前平均月销量近3万辆，于20万元以上SUV的车型中排名销量第一。2024年2月5日，赛力斯超级工厂建成投入使用，拥有超过1000台智能化设备，超3000台机器人智能协同，实现关键工序100%自动化，年产能达70万辆。目前已开始交付问界M9，新款车型有望持续发力。

看点一：同华为深度合作，新能源车业务快速增长

问界品牌快速上量，周销售量已超过理想：公司目前与华为合作推出三款车型，问界M5、M7及M9，价格覆盖25-60万区间段，车型包含五座及全尺寸六座SUV。M7销量从2023年9月至2024年1月依次为5248/12193/17039/25545/29997，环比431%/132%/40%/50%/17%。2024年1月的销量为29997台，位列20万以上SUV车型中销量第一，超过理想L7销量，打破20万以上理想一家独大局面。M7在2024年的1月1日至2月4日的周度销量分别为5487/6379/7030/7767/8360辆，上升趋势显著。M9于2月5日首批交付，随着产能的提升，销售端有望同步增加对问界M9的推广，M9价格定位在46.98-56.98万元，与M7共同覆盖25-60万区间段价格矩阵，有望充分发挥问界品牌效益，随着消费者对于自动驾驶接受程度的提升及华为深度赋能赛力斯的认可，预计问界销量进一步增加。

看点二：赛力斯品牌认效应持续提高，旗下品牌蓝电有望受益

赛力斯旗下自有品牌蓝电快速上量：随着与华为合作的问界M7出圈，赛力斯品牌的曝光度提升，带动旗下新能源品牌蓝电销量的提升。目前推出的车型蓝电E5，售价区间为9.98-12.19万，从2023年10月至2024年1月的销量分别为925、1556、3474、5289辆。随着问界及蓝电品牌的上量，

赛力斯预计对供应商的话语权有望持续提高，或将要求供应商更高产品价格年降。

■ 看点三：共享鸿蒙智行品牌宣发，有望凭借先发优势进一步拓宽护城河

赛力斯可以借助其他鸿蒙智行车企的宣发进一步曝光：一方面，鸿蒙智行品牌车型会共享销售渠道，消费者在接触鸿蒙智行的过程中会同步加深对赛力斯的品牌认知。另一方面，凭借自身在车型上的先发优势，赛力斯较早的完善了车型不同价格区间带的覆盖，目前赛力斯规划车型 SUV，预计将会领先北汽及江淮的 SUV 车型，期间赛力斯凭借先发优势，有望充分共享鸿蒙智行的品牌宣发，进一步扩大自身市场份额，加深消费者品牌认知，拓宽护城河。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 361.2、1119.6、1522.7 亿元，EPS 分别为-1.75、-0.12、1.68 元，当前股价对应 PS 分别为 2.9、0.9、0.7 倍，考虑公司问界系列车型的品牌出圈，M9 新车型的销售潜力较大，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

(1) M9 推广不及预期 (2) 鸿蒙智行品牌其他车企及理想 L6 影响超过预期

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	34,105	36,117	111,963	152,270
增长率 (%)	104.0%	5.9%	210.0%	36.0%
归母净利润 (百万元)	-3,832	-2,640	-184	2,531
增长率 (%)	110.1%			
摊薄每股收益 (元)	-2.56	-1.75	-0.12	1.68
ROE (%)	-39.1%	-34.5%	-2.5%	23.3%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	16,365	12,728	54,163	79,019
应收款	2,783	3,451	10,697	14,548
存货	3,993	4,230	12,813	17,425
其他流动资产	3,835	3,958	8,573	11,026
流动资产合计	26,976	24,367	86,247	122,019
非流动资产:				
金融类资产	1,760	1,760	1,760	1,760
固定资产	9,140	8,877	10,685	11,773
在建工程	346	3,000	3,600	4,800
无形资产	6,910	6,565	6,219	5,891
长期股权投资	41	41	41	41
其他非流动资产	3,634	3,634	3,634	3,634
非流动资产合计	20,072	22,117	24,179	26,139
资产总计	47,048	46,483	110,426	148,158
流动负债:				
短期借款	2,079	2,079	2,079	2,079
应付账款、票据	25,670	27,196	82,374	112,029
其他流动负债	3,620	3,632	10,504	13,993
流动负债合计	32,331	33,926	98,118	132,400
非流动负债:				
长期借款	1,339	1,339	1,339	1,339
其他非流动负债	3,575	3,577	3,579	3,581
非流动负债合计	4,914	4,916	4,918	4,920
负债合计	37,245	38,842	103,036	137,320
所有者权益				
股本	1,497	1,510	1,510	1,510
股东权益	9,802	7,641	7,391	10,838
负债和所有者权益	47,048	46,483	110,426	148,158

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-5221	-3596	-251	3448
少数股东权益	-1389	-957	-67	917
折旧摊销	2164	955	920	1023
公允价值变动	-170	0	0	0
营运资金变动	3447	567	43747	23366
经营活动现金净流量	-1169	-3030	44350	28754
投资活动现金净流量	-4154	-2391	-2408	-2288
筹资活动现金净流量	1686	0	0	0
现金流量净额	-3,637	-5,421	41,941	26,466

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	34,105	36,117	111,963	152,270
营业成本	30,244	31,061	94,049	127,907
营业税金及附加	926	981	3,001	4,081
销售费用	4,820	4,334	10,077	10,659
管理费用	1,775	1,517	2,463	3,350
财务费用	172	105	-19	-94
研发费用	1,314	1,445	2,575	3,045
费用合计	8,081	7,401	15,096	16,961
资产减值损失	-72	-71	-54	-66
公允价值变动	-170	0	0	0
投资收益	-37	0	0	0
营业利润	-4,927	-3,396	-237	3,256
加: 营业外收入	33	0	0	0
减: 营业外支出	36	0	0	0
利润总额	-4,930	-3,396	-237	3,256
所得税费用	290	200	14	-192
净利润	-5,221	-3,596	-251	3,448
少数股东损益	-1,389	-957	-67	917
归母净利润	-3,832	-2,640	-184	2,531

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	104.0%	5.9%	210.0%	36.0%
归母净利润增长率	110.1%			
盈利能力				
毛利率	11.3%	14.0%	16.0%	16.0%
四项费用/营收	23.7%	20.5%	13.5%	11.1%
净利率	-15.3%	-10.0%	-0.2%	2.3%
ROE	-39.1%	-34.5%	-2.5%	23.3%
偿债能力				
资产负债率	79.2%	83.6%	93.3%	92.7%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	1.0	1.0
应收账款周转率	12.3	10.5	10.5	10.5
存货周转率	7.6	7.6	7.6	7.6
每股数据(元/股)				
EPS	-2.56	-1.75	-0.12	1.68
P/E	-27.53	-40.29	-578.16	42.0
P/S	3.1	2.9	0.9	0.7
P/B	9.2	12.1	12.4	9.6

■ 汽车组介绍

林子健：厦门大学硕士，自动化/世界经济专业，CPA，6年汽车行业研究经验。曾任职于华福证券研究所，担任汽车行业分析师。2023年加入华鑫证券研究所，担任汽车行业首席分析师。兼具买方和卖方行业研究经验，立足产业，做深入且前瞻的研究，擅长自下而上挖掘个股。深度覆盖特斯拉产业链/一体化压铸等细分领域。

谢孟津：伦敦政治经济学院硕士，2023年加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。