

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

徐国铨 汽车行业研究助理

邮箱：xuguoquan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦

B座

邮编：100031

赛力斯（601127.SH）：24H1 扭亏开启长期盈利期，入股引望正式落地

2024年8月27日

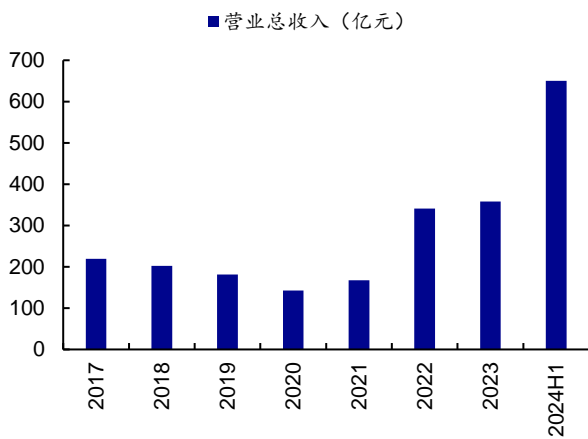
事件：公司发布2024年半年报，公司2024年上半年实现营收650.4亿元，同比+489.6%；实现归母净利润16.3亿元，同比+220.9%；实现扣非归母净利润14.4亿元，同比+176.3%。

点评：

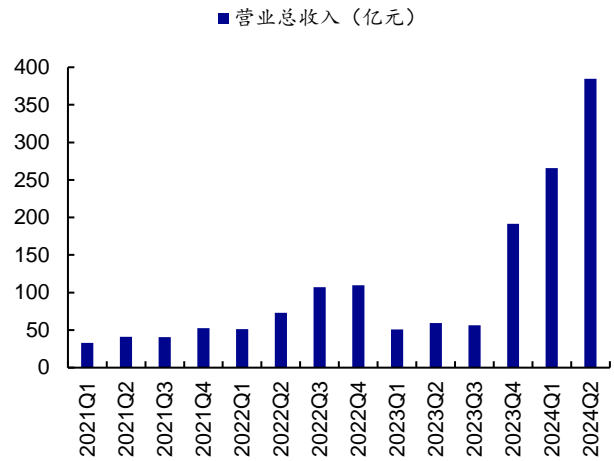
- **24H1 大幅扭亏进入长期盈利期，M9 交付放量助力毛利率快速提升。** 24H1 公司实现营收650.4亿元，同比+489.6%；实现归母净利润16.3亿元，同比+220.9%；实现扣非归母净利润14.4亿元，同比+176.3%。其中24Q2 公司实现营收384.8亿元，同比+547.7%；实现归母净利润14.1亿元，同比+295.4%。销量方面，公司24H1 实现新能源汽车销售20.1万辆，同比+348.5%；问界品牌交付18.2万辆。24Q2 问界交付9.9万辆，其中问界M5/M7/M9 分别交付1.4万辆/3.7万辆/4.8万辆，问界M9 交付的快速放量带动公司毛利率快速提升，24Q2 公司实现毛利率27.5%，同比+23.3pct，环比+6.0pct。
- **拟以支付现金的方式购买深圳引望10%股权，与华为合作再升级。**2024年8月23日，公司董事会审议通过《关于本次重大资产重组方案的议案》，同意公司全资子公司赛力斯汽车有限公司以支付现金的方式购买引望10%股权，交易金额为人民币115亿元。引望将承接华为原有的智能汽车解决方案核心业务，根据引望模拟审计报告，引望2022/2023/2024H1 分别实现营收21.0亿元/47.0亿元/104.4亿元，分别实现归母净利润-75.9亿元/-56.0亿元/22.3亿元，24H1 已实现大幅度扭亏为盈。随着双方合作升级，我们认为引望在智能化核心零部件供应的安全性、高效性有望进一步提升，并助力公司在设计、研发、质量、运营等方面达到世界领先企业水平。
- **M7 Pro 新车上市有望贡献新的销量弹性。**8月26日，问界新M7 Pro 正式上市，售价24.98万元起，新车基本延续了在售车型的整体设计。智驾层面搭载华为ADS基础版，支持NCA 智驾领航辅助（覆盖全国高速和城快路段）、AEB 主动安全与智能泊车辅助。相比问界M7 Ultra 高阶智驾版，问界M7 Pro 各款配置售价均低4万元，有望成为新的走量车型。赛力斯汽车总裁何利扬表示新车发布即交付，上市即上量，上市第一周和首月的交付目标为3000、10000+台。
- **盈利预测：**M9 交付放量带动毛利率快速改善，新车M7 Pro 上市有望贡献新的销量弹性；与华为合作落地有望为投资收益带来积极影响，长期智能化赋能持续深入。我们预计公司2024-2026 年实现营收1505/1727/2059 亿元，实现归母净利润51/80/115 亿元。
- **风险因素：**新车型推出不及预期风险、价格战风险、新能源高端中大型车竞争加剧风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(亿元)	341	358	1,505	1,727	2,059
增长率 YoY %	104.0%	5.1%	319.9%	14.7%	19.2%
归属母公司净利润 (亿元)	-38	-24	51	80	115
增长率 YoY%	-110.1%	36.1%	306.7%	57.4%	44.2%
毛利率%	11.3%	10.4%	21.5%	22.2%	22.8%
净资产收益率ROE%	-33.6%	-21.5%	64.7%	50.5%	42.1%
EPS(摊薄)(元)	-2.54	-1.62	3.35	5.28	7.61
市盈率 P/E(倍)	—	—	22.53	14.31	9.93
市净率 P/B(倍)	9.99	10.00	14.58	7.22	4.18

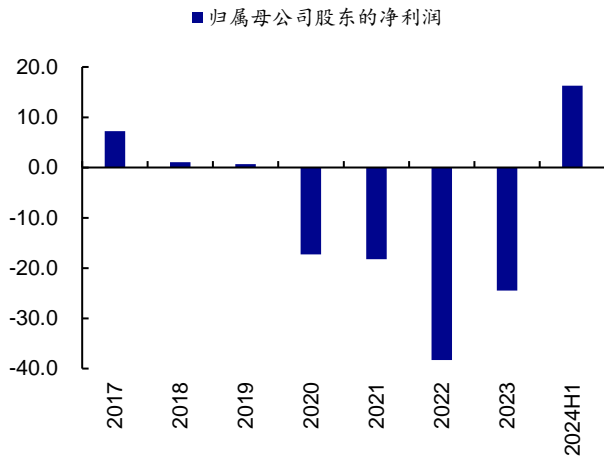
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 8 月 27 日收盘价

图1：公司历年营收（亿元）


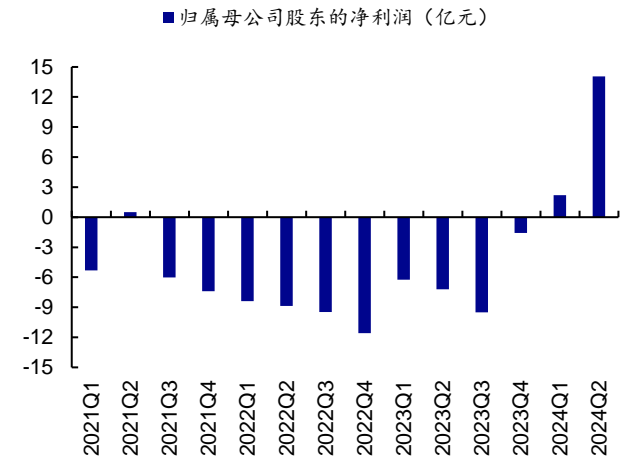
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图2：公司分季度营收（亿元）


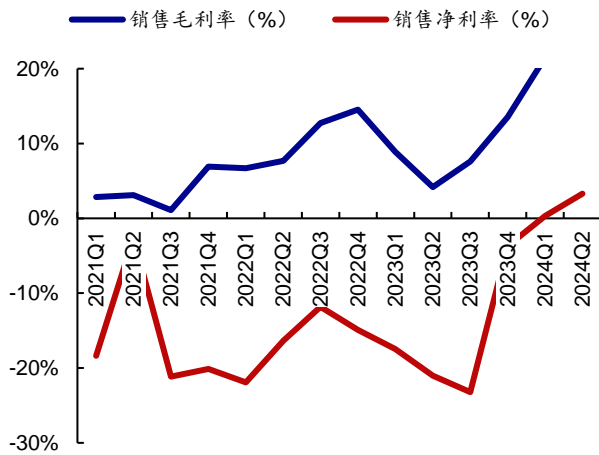
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图3：公司历年归母净利润（亿元）


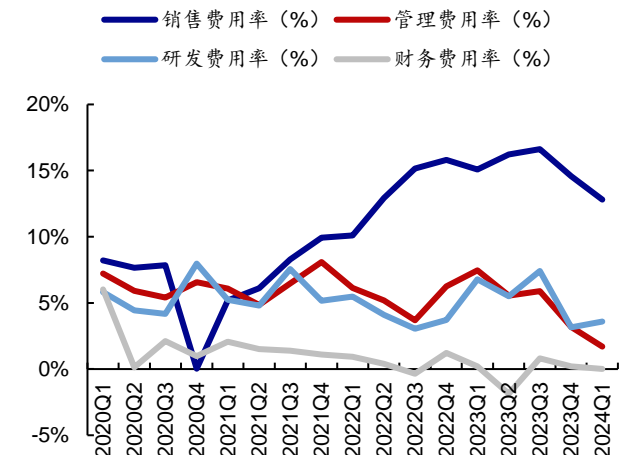
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图4：公司分季度归母净利润（亿元）


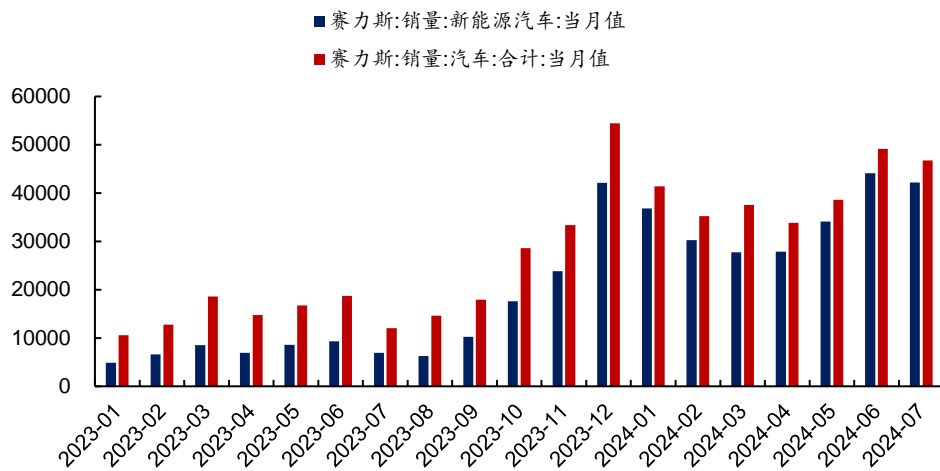
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图5：公司季度毛利率&净利率（%）


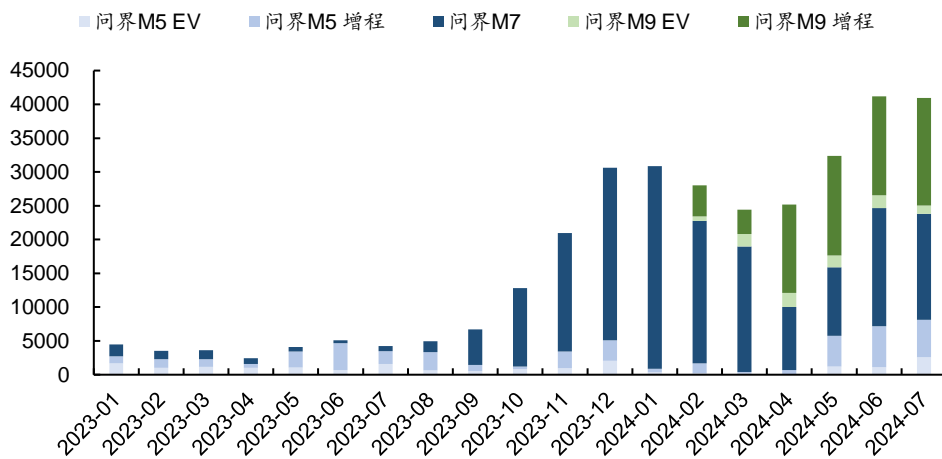
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图6：公司季度费用率（%）


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：赛力斯集团月度销量（辆）


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

图 8：问界系列月度销量（辆）


资料来源: Marklines, 信达证券研发中心

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	270	261	1,082	1,324	1,722
货币资金	164	132	597	825	1,105
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	18	24	90	104	129
预付账款	4	19	45	50	70
存货	40	35	163	170	199
其他	44	51	187	176	219
非流动资产	201	251	270	299	329
长期股权投资	0	20	20	20	20
固定资产(合)	91	87	88	89	87
无形资产	69	95	113	134	156
其他	40	48	48	56	65
资产总计	470	512	1,352	1,623	2,051
流动负债	323	376	1,249	1,426	1,718
短期借款	21	8	8	8	4
应付票据	161	102	525	580	632
应付账款	96	200	519	617	806
其他	46	66	197	222	277
非流动负债	49	65	62	67	75
长期借款	12	14	13	12	11
其他	37	51	49	55	63
负债合计	372	440	1,311	1,493	1,793
少数股东权益	-16	-42	-36	-28	-15
归属母公司股东权益	114	114	78	158	273
负债和股东权益	470	512	1,352	1,623	2,051

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	341	358	1,505	1,727	2,059
同比(%)	104.0%	5.1%	319.9%	14.7%	19.2%
归属母公司净利润	-38	-24	51	80	115
同比(%)	-	36.1%	306.7%	57.4%	44.2%
毛利率(%)	11.3%	10.4%	21.5%	22.2%	22.8%
ROE%	-33.6%	-21.5%	64.7%	50.5%	42.1%
EPS(摊薄)(元)	-2.54	-1.62	3.35	5.28	7.61
P/E	—	—	22.53	14.31	9.93
P/B	9.99	10.00	14.58	7.22	4.18
EV/EBITDA	-19.41	-34.98	7.42	3.23	0.63

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	341	358	1,505	1,727	2,059
营业成本	302	321	1,181	1,344	1,590
营业税金及附加	9	9	38	43	51
销售费用	48	55	151	162	185
管理费用	18	17	36	40	43
研发费用	13	17	50	55	66
财务费用	2	0	-3	-6	-8
减值损失合计	-3	-4	0	0	0
投资净收益	0	18	3	5	10
其他	6	6	9	9	8
营业利润	-49	-40	64	102	149
营业外收支	0	-1	-1	-1	-1
利润总额	-49	-41	64	102	148
所得税	3	1	8	13	21
净利润	-52	-42	56	89	128
少数股东损益	-14	-17	6	9	13
归属母公司净利润	-38	-24	51	80	115
EBITDA	-25	-31	81	118	163
EPS(当年)(元)	-2.68	-1.63	3.35	5.28	7.61

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-12	64	589	274	319
净利润	-52	-42	56	89	128
折旧摊销	23	28	20	22	23
财务费用	3	3	1	2	2
投资损失	0	-18	-3	-5	-10
营运资金变动	11	89	517	168	178
其它	3	4	-2	-1	-1
投资活动现金流	-42	-30	-37	-49	-41
资本支出	-26	-31	-43	-50	-50
长期投资	-24	10	-3	-4	0
其他	8	-8	9	5	10
筹资活动现金流	63	-13	0	3	2
吸收投资	71	2	0	0	0
借款	-7	-11	0	-2	-4
支付利息或股息	-3	-2	-1	-2	-2
现金流净增加额	10	22	552	228	280



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年新浪金麒麟第4名团队核心成员，2023年WIND金牌分析师第二名。擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘华为汽车产业链、特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

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。

徐国铨，中国社会科学院大学应用经济学硕士，主要覆盖智能化、新势力、自主整车等领域。

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。