

2024年09月08日

# 赛力斯 (601127.SH)

## 公司快报

汽车 | 乘用车III

投资评级

**买入-A(首次)**

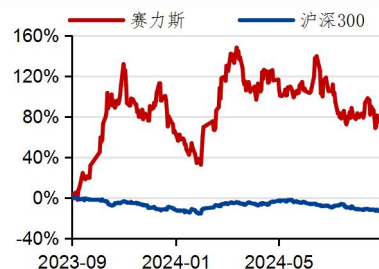
股价(2024-09-06)

75.68 元

### 交易数据

总市值(百万元)	114,260.32
流通市值(百万元)	114,260.32
总股本(百万股)	1,509.78
流通股本(百万股)	1,509.78
12个月价格区间	102.87/43.36

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	2.58	-3.66	87.59
绝对收益	-0.76	-13.71	72.35

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号: S0910519100001  
 lihui1@huajinsc.cn

报告联系人

曾晓婷

zengxiaoting@huajinsc.cn

### 相关报告

## 问界系列销售景气推动业绩高速增长,入股引望进而深化与华为智能驾驶合作

### 投资要点

- ◆ 事件内容: 公司披露 2024 年度中期报告, 2024H1 公司实现营业收入 650.44 亿元, 同比增长 489.58%; 实现归母净利润 16.25 亿元, 同比增长 220.85%; 实现扣非后归母净利润 14.37 亿元, 同比增长 176.27%。
- ◆ 24H1 收入高速增长, 主要受问界新车型销售强劲带动; 24H1 实现扭亏为盈, 或因规模效应带动的毛利率同比显著改善。1) 公司 24H1 实现收入 650.44 亿元, 较去年同期 110.32 亿元而言大幅增长 489.58%, 主要原因包括上半年问界系列销售同比实现数倍增长、及今年新增的高端产品线带动整体均价上升。24H1 问界全系累计交付 18.06 万辆, 较去年同期的 2.32 万辆增长近 7 倍; 且上半年新增定位高端、价格带为 47-57 万的问界 M9 车型, 24H1 实现销售 5.9 万辆, 在问界系列中销量占比达到 32.6%, 带动平均单价上升。2) 24H1 公司归母净利润为 16.25 亿元、实现扭亏为盈, 或因 24H1 问界全系交付量大幅增长带来的规模效应, 带动毛利率较去年同期增长 18.7pct。
- ◆ 24Q2 单季盈利能力大幅提升, 或因为问界单季销量进一步增长、叠加多款新品于 Q2 开启交付的综合影响。Q2 单季归母净利润 14.05 亿元, 较 Q1 的 2.20 亿元显著增长; Q2 单季毛利率为 27.47%, 较 Q1 高出 5.96pct。上述盈利指标均显示公司 Q2 单季盈利能力实现大幅提升, 我们预计主要由于 Q2 问界整体销量进一步增长、以及多款新车型在 Q2 开启交付带动整体毛利率上升。Q2 单季问界系列整车销量为 9.8 万辆, 高于 Q1 销量 8.2 万辆; 同时, 公司于 Q2 推出问界新 M5、问界新 M7 Ultra 及问界新 M7 Max 焕新版共 3 款改款车型。
- ◆ 公司问界系列产品矩阵不断丰富; 同时, 超级工厂的投产有望支撑公司销量预期。1) 上半年公司老款车型迭代及新款车型交付并举, 其中, 针对已有的 M5 及 M7 系列, 公司于 4-5 月份推出新 M5、新 M7 Ultra 及新 M7 Max 焕新版等多款车型, 对相应系列销量起到较好带动; 新产品方面, 去年底发布的问界 M9 于今年 2 月正式开启量产交付, 该产品定位在此前尚未覆盖的 47-57 万元价格带, 对公司产品线形成较好拓展, 截至中报发布日 M9 大定已达到 12 万辆, 销售表现超出预期。下半年来看, 问界新 M7 pro 已在 8 月正式上市、问界 M9 五座版预计于 9 月 10 日发布; 同时, 新系列、定位 35-45 万元价格带的新车型问界 M8 亦可能于年内推出, 有望带动整车销售在下半年延续较好表现。2) 为配合销售预期, 公司在产能上已提前布局, 赛力斯超级工厂于今年 2 月已在重庆两江新区实现投产, 目前承担问界 M9 的生产制造; 该工厂规划年产能 70 万辆, 有望在产能端为公司持续发展提供较好支撑。
- ◆ 公司持续布局汽车智能化, 并进一步通过入股华为为子公司引望、深化与华为在智能驾驶领域的合作。公司持续投入智驾技术迭代, 上半年来, 公司持续迭代完善自主研发的智能“云海架构”的中央网关架构、服务网关架构及环网架构, 为用户累计



推送并完成 140 万次 OTA 升级，每日智驾里程超过 200 万公里、总里程数超过 2 亿公里。8 月 26 日，赛力斯宣布计划以 115 亿元出资入股深圳引望智能技术有限公司，获得其 10% 股权及 1 个董事席位；引望成立于 2024 年 1 月，是华为子公司，主要产品为汽车智能系统及部件解决方案。公司通过本次股权收购，有望深化与华为的合作，为汽车智能化发展奠定良好的技术基础。

- ◆ **公司发布股份增持计划，显示管理层对于未来发展的信心。** 8 月 28 日，公司发布《关于公司骨干团队增持公司股份计划的公告》，披露骨干团队自公告披露日起 6 个月内，拟以集中竞价交易方式增持公司股份，拟增持金额不低于人民币 1 亿元，不超过人民币 2 亿元，体现了公司骨干团队对于未来持续发展具备较强的信心。
- ◆ **投资建议：** 公司 24H1 业绩优于预期。展望下半年，伴随问界新车型逐步推出及品牌建设初见成效，整车销售有望延续良好表现；长期来看，公司沿智能化方向持续布局，或支撑业绩增长。我们预计 2024-2026 年营业总收入分别为 1,370.65 亿元、1,727.77 亿元、2,026.04 亿元，同比增速分别为 282.4%、26.1%、17.3%；对应归母净利润分别为 50.75 亿元、79.35 亿元、110.04 亿元，同比增速分别为 307.2%、56.4%、38.7%；对应 EPS 分别为 3.36 元、5.26 元、7.29 元，对应 PE 分别为 22.5x、14.4x、10.4x（以 9 月 6 日收盘价计算）。首次覆盖，给予“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示：** 市场竞争加剧的风险、品牌建设不及预期的风险、汽车智能化发展不及预期的风险、新品研发进展不及预期的风险等风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	34,105	35,842	137,065	172,777	202,604
YoY(%)	104.0	5.1	282.4	26.1	17.3
归母净利润(百万元)	-3,832	-2,450	5,075	7,935	11,004
YoY(%)	-110.1	36.1	307.2	56.4	38.7
毛利率(%)	11.3	10.4	25.2	25.9	26.5
EPS(摊薄/元)	-2.54	-1.62	3.36	5.26	7.29
ROE(%)	-53.3	-57.7	48.4	43.1	37.4
P/E(倍)	-29.8	-46.6	22.5	14.4	10.4
P/B(倍)	10.1	10.0	6.9	4.7	3.2
净利率(%)	-11.2	-6.8	3.7	4.6	5.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

**1、汽车整车业务：**展望下半年，伴随问界新车型逐步推出及品牌建设初见成效，整车销售有望延续良好表现；长期来看，公司沿智能化方向持续布局，或支撑业绩增长。我们预计汽车整车业务 2024-2026 年对应收入分别为 1,304.50 亿元、1,655.00 亿元、1,946.00 亿元，同比增速分别为 288.75%、26.87%、17.58%；对应毛利率分别为 26.00%、26.50%、27.00%。

**2、汽车零配件及其他：**伴随公司整车业务发展，公司汽车零配件业务或保持稳步增长态势。预计汽车零配件及其他 2024-2026 年对应收入分别为 66.15 亿元、72.77 亿元、80.04 亿元，同比增速分别为 189.44%、10.00%、10.00%；对应毛利率分别为 10.00%、12.00%、15.00%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业总收入分别为 1,370.65 亿元、1,727.77 亿元、2,026.04 亿元，同比增速分别为 282.41%、26.05%、17.26%；对应毛利率分别为 25.23%、25.89%、26.53%。

表 1：收入成本拆分

业务收入（百万 元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	16717.92	34105.00	35841.96	137065.02	172776.52	202604.17
yoy	16.89%	104.00%	5.09%	282.41%	26.05%	17.26%
毛利率（%）	3.77	11.32	10.39	25.23	25.89	26.53
1、汽车整车	14419.26	31280.89	33556.49	130450.00	165500.00	194600.00
yoy	18.13%	116.94%	7.27%	288.75%	26.87%	17.58%
毛利率（%）	2.14	11.20	9.50	26.00	26.50	27.00
2、汽车零配件 及其他	2298.66	2824.11	2285.47	6615.02	7276.52	8004.17
yoy	9.66%	22.86%	-19.07%	189.44%	10.00%	10.00%
毛利率（%）	13.99	12.65	23.46	10.00	12.00	15.00

资料来源：Wind、华金证券研究所

## 二、可比公司估值

公司主营业务为整车的研发、制造及销售，综合考虑业务与产品类型等方面，我们选取同行业中的比亚迪、理想汽车为赛力斯的可比上市公司。赛力斯估值高于可比公司，但随着问界品牌建设初见成效、旗下车型销售向好，有望带动公司业绩增长、及整体估值提升。

表 2：可比公司估值

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			对应 PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002594.SZ	比亚迪	7,319.71	12.83	16.35	20.03	20	15	13
2015.HK	理想汽车 -W	1,551.20	3.72	6.23	9.10	20	12	8
	行业平均	4,435.45	-	-	-	20	14	10
601127.SH	赛力斯	1,142.60	3.36	5.26	7.29	23	14	10

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期、赛力斯盈利预测来自华金证券研究所；表中数据截至日期：2024 年 9 月 6 日）

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	26976	26117	89336	118621	180558	<b>营业收入</b>	34105	35842	137065	172777	202604
现金	16365	13161	35219	89754	113325	营业成本	30244	32119	102487	128046	148862
应收票据及应收账款	1781	2446	13718	6657	17235	营业税金及附加	926	904	3364	4231	5136
预付账款	442	1868	6967	4170	8889	营业费用	4820	5465	16395	19674	21642
存货	3993	3529	20472	9515	25347	管理费用	1775	1653	2397	2997	3296
其他流动资产	4395	5113	12961	8524	15761	研发费用	1314	1696	5598	6998	8398
<b>非流动资产</b>	20072	25128	26971	28513	29697	财务费用	172	-16	-59	-15	107
长期投资	41	2042	2043	2045	2046	资产减值损失	-377	-506	-700	-800	-1000
固定资产	9140	8748	9956	10841	11439	公允价值变动收益	-170	22	-250	-250	-250
无形资产	8263	10545	11311	12052	12650	投资净收益	-37	1789	201	221	251
其他非流动资产	2627	3792	3661	3576	3563	<b>营业利润</b>	-4927	-3994	6922	10775	14908
<b>资产总计</b>	47048	51245	116308	147133	210255	营业外收入	33	48	48	48	48
<b>流动负债</b>	32331	37576	96147	116667	165345	营业外支出	36	136	136	136	136
短期借款	2079	786	786	786	786	<b>利润总额</b>	-4930	-4081	6835	10687	14820
应付票据及应付账款	25670	30150	77730	105192	142910	所得税	290	76	68	107	148
其他流动负债	4583	6640	17631	10689	21649	<b>税后利润</b>	-5221	-4157	6767	10580	14672
<b>非流动负债</b>	4914	6469	6194	5919	5691	少数股东损益	-1389	-1707	1692	2645	3668
长期借款	1339	1375	1100	825	597	<b>归属母公司净利润</b>	-3832	-2450	5075	7935	11004
其他非流动负债	3575	5094	5094	5094	5094	EBITDA	-3052	-1790	8310	11405	14684
<b>负债合计</b>	37245	44045	102341	122586	171036	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	-1617	-4206	-2514	131	3799	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	1497	1510	1510	1510	1510	<b>成长能力</b>					
资本公积	15295	17874	17874	17874	17874	营业收入(%)	104.0	5.1	282.4	26.1	17.3
留存收益	-5248	-7694	-928	9653	24325	营业利润(%)	-70.8	18.9	273.3	55.6	38.4
归属母公司股东权益	11420	11406	16481	24416	35420	归属于母公司净利润(%)	-110.1	36.1	307.2	56.4	38.7
<b>负债和股东权益</b>	47048	51245	116308	147133	210255	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	11.3	10.4	25.2	25.9	26.5
						净利率(%)	-11.2	-6.8	3.7	4.6	5.4
						ROE(%)	-53.3	-57.7	48.4	43.1	37.4
						ROIC(%)	-28.8	-23.0	26.2	28.4	28.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	79.2	85.9	88.0	83.3	81.3
						流动比率	0.8	0.7	0.9	1.0	1.1
						速动比率	0.6	0.5	0.6	0.9	0.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	0.7	1.6	1.3	1.1
						应收账款周转率	24.6	17.0	17.0	17.0	17.0
						应付账款周转率	1.5	1.2	1.9	1.4	1.2
						<b>估值比率</b>					
						P/E	-29.8	-46.6	22.5	14.4	10.4
						P/B	10.1	10.0	6.9	4.7	3.2
						EV/EBITDA	-33.6	-57.9	9.9	2.6	0.7

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)