

公司研究 | 点评报告 | 赛力斯 (601127.SH)

毛利率表现优异，入股引望开启“业务+股权”新模式

报告要点

公司深度合作华为，以智能化为核心抓手强强联合重构高端车竞争格局，有望抓住汽车行业消费升级叠加智能化带来的行业红利。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 47.02/81.4/103.63 亿元，当前市值对应估值 23.68/13.68/10.74 倍，维持“买入”评级。

分析师及联系人



高伊楠

SAC: S0490517060001

SFC: BUW101



张永乾

SAC: S0490524030002

赛力斯（601127.SH）

毛利率表现优异，入股引望开启“业务+股权”新模式

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布半年报，2024H1 归母净利润 16.25 亿元，上年同期净亏损 13.44 亿元，扭亏为盈；营业收入 650.44 亿元，同比增长 489.58%；同时，赛力斯公告，赛力斯汽车拟购买华为技术支持的深圳引望 10.00% 股权，交易价格 115 亿元。

事件评论

- 2024Q2 业绩符合预期，毛利率表现优异。2024Q2 公司实现营收 384.84 亿元，同环比分别 +547.69%/+44.89%；实现归母净利润 14.05 亿元，同环比分别为扭亏为盈/+539.94%。营收端实现高增长，其主要原因问界车型放量所致。公司 2024H1 新能源汽车产销分别达到 20.39 万辆和 20.09 万辆，同比分别增长 349% 和 349%，其中，核心车型 AITO 问界 M9 实现销量 5.89 万辆；M7 实现销量 10.67 万辆，同比 +1626.88%。利润实现高增长，其主要原因公司产品结构优化，规模化效应均摊，以及成本管控优化所致。公司 2024Q2 实现毛利率 27.47%，同环比分别 +23.3pct/+5.96pct；实现净利率为 3.3%，同比 +24.33pct/+2.97pct。其中，公司四费费率为 22.1%，同环比分别 -3.3pct/+4pct，费用管控同比大幅改善，其主要原因公司持续优化管理水平，管理费用持续优化，2024Q2 公司管理费用率为 1.9%，同比 -3.6pct。环比承压，其主要原因公司销售及研发费用率增加所致。2024Q2 销售费用率为 15.4%，环比 +2.6pc，主要系新能源汽车广宣费、三包费和销售服务费增加所致。研发费用率为 4.9%，环比 +1.3pct，主要系公司持续加大研发投入以及无形资产摊销费用增加导致研发费用率提升。
- 入股引望，全面开启“业务+股权”合作新模式。赛力斯汽车拟购深圳引望 10.00% 股权，交易价格 115 亿元。引望 2022-2024H1 收入分别为 21/47/104 亿元，归母净利润分别为 -76/-56/22 亿元。分业务看，2024H1 硬件业务和软件及服务业务的营收分别为 60.93、43.42 亿元，对应毛利率分别为 33.4%、86.2%。当前引望已实现扭亏为盈，伴随着华为智选持续放量，单车 ASP 增长、销量持续提升，叠加智驾包开启阶梯式收费，引望后续营收及利润有望持续保持高增长，赛力斯入股引望 10% 股权，将核心受益。同时，入股后赛力斯将成为深圳引望第二大股东，全面开启“业务+股权”全新合作模式，进一步夯实双方合作关系的可持续性，共同打造 AITO 世界级新豪华汽车领先品牌。问界于 8 月 26 日及 9 月 10 日分别发布 M7 Pro 版及 M9 五座版本新车，后续 M8 新车有望落地，将有望带动订单与交付持续保持高增长。赛力斯入股引望后，在引望的全面赋能下，问界系列车型销量有望持续保持高增长，豪华品牌新生态有望全面开启。
- 公司深度合作华为，以智能化为核心抓手强强联合重构高端车竞争格局，有望抓住汽车行业消费升级叠加智能化带来的行业红利。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 47.02/81.4/103.63 亿元，当前市值对应估值 23.68/13.68/10.74 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、新能源汽车销量不及预期；
- 2、新平台车型推进不及预期；
- 3、芯片及零部件短缺风险；
- 4、市场竞争加剧风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	73.74
总股本(万股)	150,978
流通A股/B股(万股)	150,978/0
每股净资产(元)	8.77
近12月最高/最低价(元)	106.66/48.00

注：股价为 2024 年 9 月 13 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《深化跨界大融合，探索新质高端化》2024-07-19

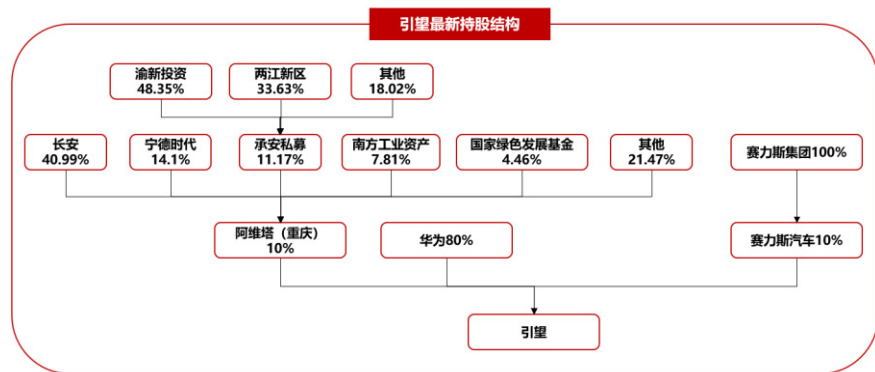


更多研报请访问
长江研究小程序

赛力斯入股引望开启“股权+业务”新模式

8月25日，赛力斯公告，赛力斯汽车拟购买华为技术持有的深圳引望10.00%股权，交易价格115亿元。若公告内容按期落地，“深圳引望”公司股权结构将为华为持股80%、阿维塔持股10%、赛力斯持股10%。车BU股权引入车企，开启“股权+业务”多维合作新模式。

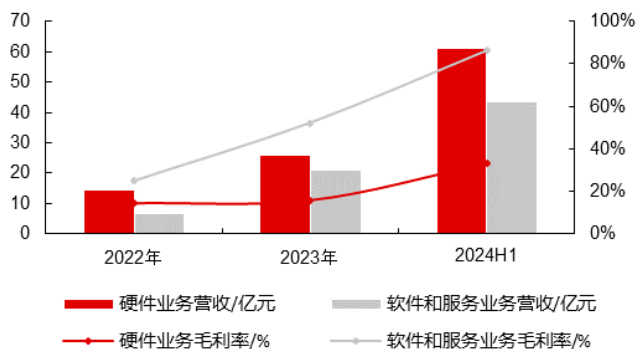
图 1：引望公司股权结构（预期按照公告最终落地后）



资料来源：长安、赛力斯公司公告，Wind，长江证券研究所

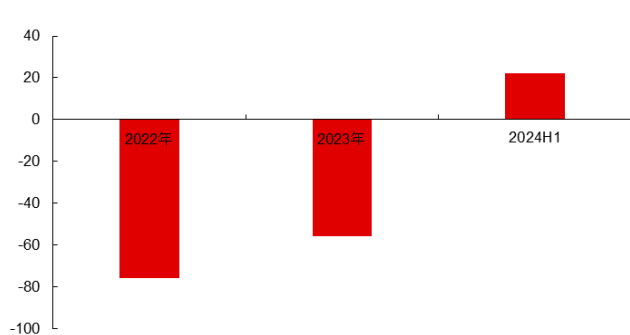
2022年和2023年，引望分别亏损了75.87亿和55.97亿，对应的营收分别是20.97亿和47.00亿。2024年上半年，营收来到了104.35亿，实现扭亏为盈，净利润达到了22.31亿，净利率为21.38%。分业务看，2024H1硬件业务和服务业务的营收分别为60.93、43.42亿元，对应毛利率分别为33.4%、86.2%。伴随着规模化效应的放量，各项业务盈利能力快速提升。

图 2：引望 2022-2024H1 营收及毛利率情况



资料来源：赛力斯公告，长江证券研究所

图 3：引望 2022-2024H1 净利润情况（单位：亿元）



资料来源：赛力斯公告，长江证券研究所

引望前五客户中，2022年和2023年，第一大客户贡献11.89亿和23.96亿收入，第一大客户分别在当年占营收比例为56.68%和50.97%。2024年上半年，第一大客户贡献66.14亿收入，占营收比例达到了63.38%，第一大客户占比一直超过50%。

表 1：引望前五大客户营收情况

前五大客户收入/亿元	2022 年	2023 年	2024H1
客户 A	11.89	23.95	66.14

客户 B		12.52	9.7
客户 C		3.77	9.52
客户 D			4.94
客户 E	2.03	1.08	4.2
客户 F	0.8	0.76	
客户 G	0.97		
客户 H	0.91		

资料来源：赛力斯公告，长江证券研究所

风险提示

- 1、**新能源车销量不及预期。**若新能源车景气度下滑，市场整体销量波动较大，则对公司汽车销量有一定风险。
- 2、**新平台车型推进不及预期。**若新车型推进情况不及预期，可能会导致销量/业绩表现低于预期。
- 3、**芯片及零部件短缺风险。**如果芯片电池等关键零部件供应紧张，则可能对车辆按时交付造成影响。
- 4、**市场竞争加剧风险。**随着进入市场的新能源整车厂商的逐渐增多，市场竞争加剧，公司面临价格战等风险。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	35842	141416	201764	220773	货币资金	13161	17002	40081	61457
营业成本	32119	106062	151323	166684	交易性金融资产	1134	1134	1134	1134
毛利	3723	35354	50441	54089	应收账款	2446	9551	13669	14966
%营业收入	10%	25%	25%	25%	存货	3529	11554	16577	18265
营业税金及附加	904	3535	4439	4415	预付账款	1868	6169	8802	9695
%营业收入	3%	3%	2%	2%	其他流动资产	3979	10841	14947	16241
销售费用	5465	16970	22194	22077	流动资产合计	26117	56251	95209	121758
%营业收入	15%	12%	11%	10%	长期股权投资	2042	2042	2042	2042
管理费用	1653	2121	3026	3312	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	5%	2%	2%	2%	固定资产合计	8748	8356	7851	7241
研发费用	1696	4242	6053	5519	无形资产	9544	9552	9560	9568
%营业收入	5%	3%	3%	3%	商誉	47	47	47	47
财务费用	-16	-169	-268	-536	递延所得税资产	480	480	480	480
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	4266	4366	4416	4416
加: 资产减值损失	-424	-158	-60	-60	资产总计	51245	81095	119606	145553
信用减值损失	-83	-100	-100	-100	短期贷款	786	0	0	0
公允价值变动收益	22	0	0	0	应付款项	19966	20341	29021	31967
投资收益	1789	141	202	221	预收账款	23	91	129	141
营业利润	-3994	9386	16250	20687	应付职工薪酬	711	2347	3349	3689
%营业收入	-11%	7%	8%	9%	应交税费	470	1854	2645	2894
营业外收支	-87	0	0	0	其他流动负债	15620	34775	48963	53779
利润总额	-4081	9386	16250	20687	流动负债合计	37576	59408	84108	92470
%营业收入	-11%	7%	8%	9%	长期借款	1375	1375	1375	1375
所得税费用	76	1408	2437	3103	应付债券	0	0	0	0
净利润	-4157	7978	13812	17584	递延所得税负债	371	371	371	371
归属于母公司所有者的净利润	-2450	4702	8140	10363	其他非流动负债	4723	4723	4723	4723
少数股东损益	-1707	3276	5672	7221	负债合计	44045	65876	90576	98938
EPS (元)	-1.63	3.11	5.39	6.86	归属于母公司所有者权益	11406	16148	24288	34650
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	-4206	-929	4743	11964
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	7200	15218	29030	46614
经营活动现金流净额	6398	4884	23047	21157	负债及股东权益	51245	81095	119606	145553
取得投资收益收回现金	80	141	202	221	基本指标				
长期股权投资	-2001	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-3143	-367	-156	13	每股收益	-1.63	3.11	5.39	6.86
其他	2091	0	0	0	每股经营现金流	4.24	3.23	15.26	14.01
投资活动现金流净额	-2973	-225	46	234	市盈率	—	23.68	13.68	10.74
债券融资	0	0	0	0	市净率	10.09	6.89	4.58	3.21
股权融资	159	0	0	0	EV/EBITDA	(34.98)	10.63	4.86	2.77
银行贷款增加 (减少)	3701	-786	0	0	总资产收益率	-4.8%	5.8%	6.8%	7.1%
筹资成本	-244	-32	-14	-14	净资产收益率	-21.5%	29.1%	33.5%	29.9%
其他	-4886	0	0	0	净利率	-6.8%	3.3%	4.0%	4.7%
筹资活动现金流净额	-1269	-818	-14	-14	资产负债率	85.9%	81.2%	75.7%	68.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	2152	3841	23078	21376	总资产周转率	0.70	1.74	1.69	1.52

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。