

赛力斯 (601127.SH)

净利润高速增长，费用率有效降低

优于大市

核心观点

赛力斯 2024 前三季度营业收入 1066.27 亿元，归母净利润 40.38 亿元；第三季度营收 415.82 亿元，归母净利润 24.13 亿元。赛力斯业务在 2024 年迎来爆发期，第三季度，依然能保持业务的高速增长。前三季度营收累计 1066.27 亿元，同比增长 539.2%；第三季度营收 415.82 亿元，环比持续提升。公司在 2024 年一季度实现了季度利润的扭亏为盈，前三季度，归母净利润达到了 40.38 亿；第三季度归母净利润 24.13 亿，环比增长 71.7%。

公司第三季度维持了高水准的毛利率，净利率率进一步提升。公司立足豪华车市场，得益于技术优势、制造能力、运营管理能力和规模效应，公司在产品销量提升之后，毛利率维持在行业较高水准，第三季度依然保持。公司前三季度毛利率 25.2%，第三季度毛利率 25.5%。公司净利率率持续提升，前三季度净利率率 3.8%；第三季度净利率率 5.8%，环比上涨 3.15 个百分点。

公司第三季度费用率降低，销售费用率得到有效控制，研发费用率保持稳定。公司第三季度期间费用率显著降低，其中销售费用率得到有效控制。第三季度销售费用率 11.1%，环比降低 4.4 个百分点；Q3 研发费用率 3.7%、管理费用率 2.5%，整体保持稳定。

问界车型前三季度销量 29.25 万辆，第三季度销量 11.04 万辆。公司核心产品问界系列车型销量前三季度销量 29.25 万辆；第三季度销量 11.04 万辆，环比增长 11.8%。M9 三季度销量 49330 辆，占比 44.7%；M7 三季度销量 44901 辆，环比提升 21.3%；M5 三季度销量 4195 辆，环比提升 75.6%。

第三季度单车营收和单车毛利维持在较高水平，单车净利大幅提升。公司第三季度单车营收 37.67 万元、单车毛利 9.62 万元、单车净利 2.19 万元（Q2 单车营收/单车毛利/单车净利分别为 38.96/10.70/1.42 万元）。

风险提示：产品销量低于预期；豪华车市场竞争加剧。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

预计 2024-2026 年收入 1484/1707/1936 亿元（原预测为 1251/1782/2140 亿元），归母净利润 60.26/103.76/131.84 亿元（原预测为 32.4/60.4/83.0 亿元），EPS 为 3.99/6.87/8.73 元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别 28.5/16.6/13.0 倍。公司产品是目前国内豪华车领域标杆产品，豪华车赛道兼具高护城河和高毛利，公司作为豪华车领域标杆车企，应有一定的估值溢价。给予公司 2025 年 19-21 倍 PE，对应股价 130.56-144.30 元，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	34,105	35,842	148,409	170,670	193,587
(+/-%)	104.0%	5.1%	314.1%	15.0%	13.4%
归母净利润(百万元)	-3832	-2450	6026	10376	13184
(+/-%)	110.1%	-	-	72.2%	27.1%
每股收益(元)	-2.56	-1.62	3.99	6.87	8.73
EBIT Margin	-14.6%	-16.7%	3.5%	5.7%	6.3%
净资产收益率 (ROE)	-33.6%	-21.5%	34.6%	37.3%	32.2%
市盈率 (PE)	-44.5	-70.2	28.5	16.6	13.0
EV/EBITDA	-74.0	-61.9	46.0	28.2	24.4
市净率 (PB)	14.94	15.08	9.87	6.19	4.20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·乘用车

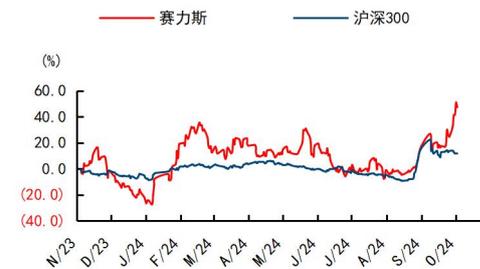
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：贾济恺
021-61761026
jiajikai@guosen.com.cn
S0980524090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	130.56 - 144.30 元
收盘价	113.93 元
总市值/流通市值	172009/172009 百万元
52 周最高价/最低价	120.00/54.60 元
近 3 个月日均成交额	4233.12 百万元

市场走势



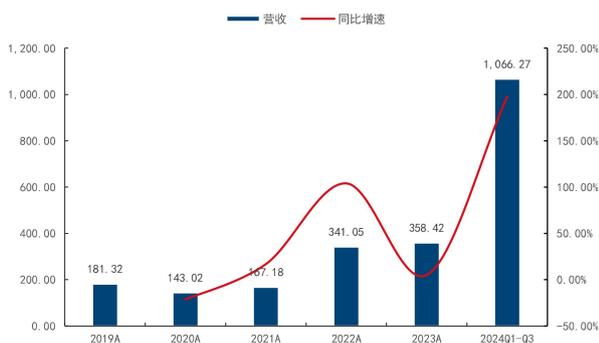
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《赛力斯 (601127.SH) 一季净利润扭亏为盈，有望迎来经营上行周期》——2024-05-04

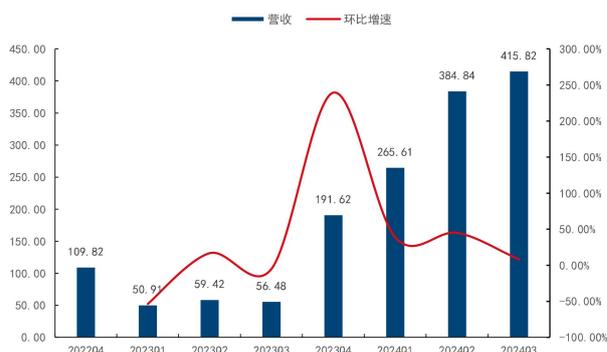
赛力斯 2024 前三季度营业收入 1066.27 亿元，归母净利润 40.38 亿元；第三季度营收 415.82 亿元，归母净利润 24.13 亿元。赛力斯业务在 2024 年迎来爆发期，第三季度，依然能保持业务的高速增长。前三季度营收累计 1066.27 亿元，同比增长了 539.21%；第三季度营收 415.82 亿元，环比持续提升。公司在 2024 年一季度实现了季度利润的扭亏为盈，前三季度，归母净利润达到了 40.38 亿；第三季度归母净利润 24.13 亿，环比增长 71.74%。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



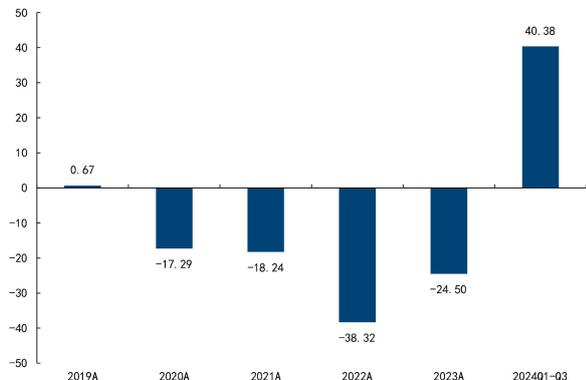
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及环比增速（单位：亿元、%）



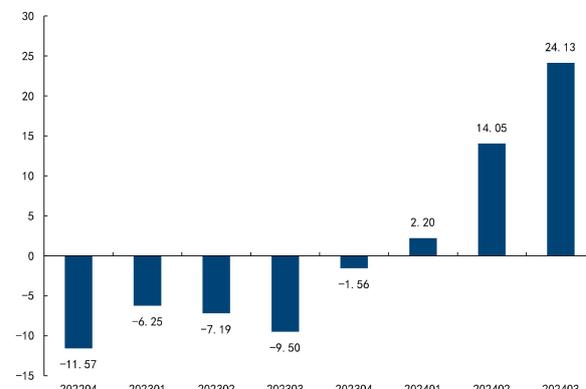
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

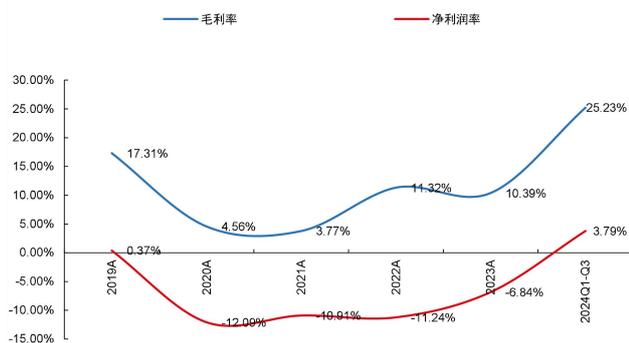
图4：公司单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

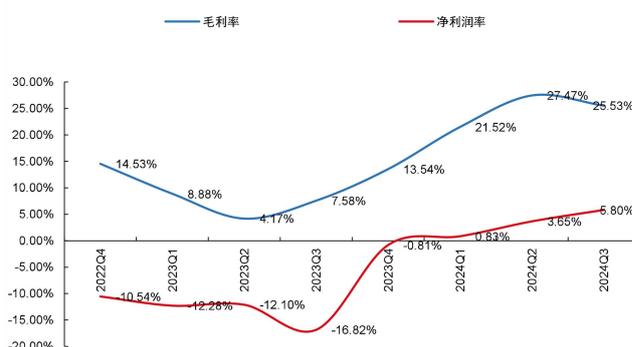
公司第三季度维持了高水准的毛利率，净利润率进一步提升。公司立足豪华车市场，得益于技术优势、制造能力、运营管理能力和规模效应，公司在产品销量提升之后，毛利率维持在行业较高水准，第三季度依然保持。公司前三季度毛利率 25.23%，第三季度毛利率 25.53%。公司净利润率持续提升，前三季度归母净利润率 3.79%，第三季度归母净利润率 5.80%，环比上涨 3.15 个百分点。

图5: 公司年度毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

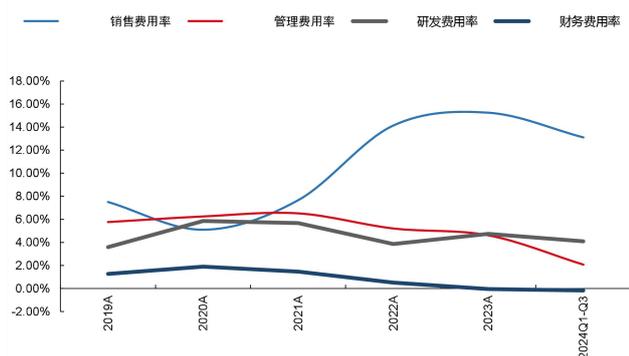
图6: 公司季度毛利率、净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

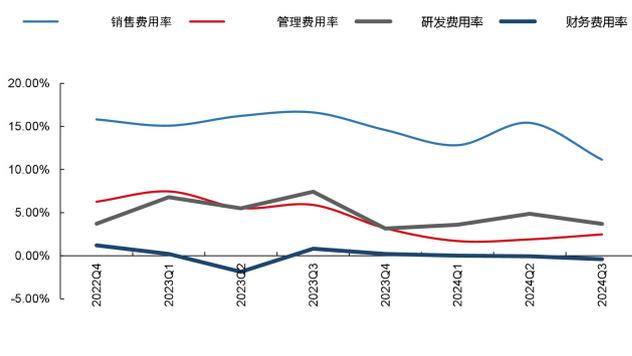
公司第三季度费用率降低, 销售费用率得到有效控制, 研发费用率保持稳定。公司第三季度期间费用率显著降低, 其中销售费用率得到有效控制。第三季度销售费用率 11.14%, 环比降低 4.37 个百分点; Q3 研发费用率 3.71%、管理费用率 2.47%, 整体保持稳定。

图7: 公司年度费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

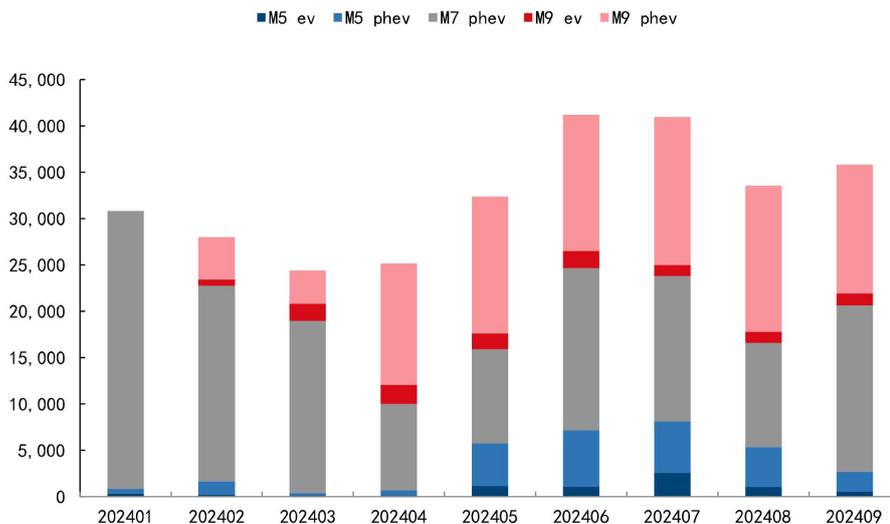
图8: 公司季度费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

问界车型前三季度销量 29.25 万辆, 第三季度销量 11.04 万辆。公司核心产品问界系列车型销量前三季度销量 29.25 万辆; 第三季度销量 11.04 万辆, 环比增长 11.75%。M9 在三季度销量 49330 辆, 依然保持了较高的 44.69% 占比; M7 三季度销量 44901 辆, 环比提升 21.31%; M5 三季度销量 4195 辆, 环比提升 75.60%。

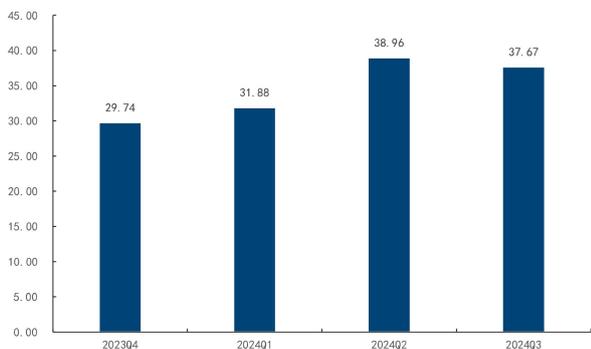
图9: 问界系列车型 2024 年月销走势



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

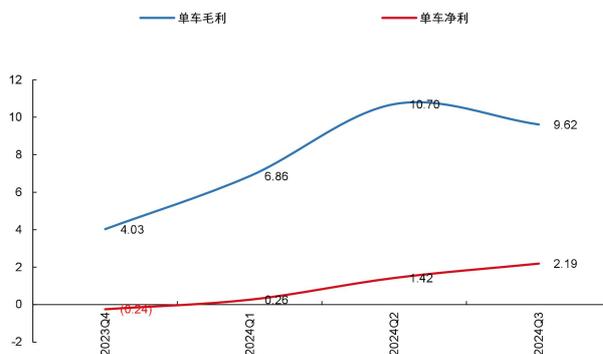
公司第三季度单车营收和单车毛利维持在较高水平, 单车净利大幅提升。问界车型销量口径下, 公司第三季度单车营收 37.67 万元、单车毛利 9.62 万元、单车净利 2.19 万元。单车营收和单车毛利, 相比二季度小幅下滑但仍在行业较高水平, 下滑原因系 M7 车型在二季度末改款, 三季度销量提升, 导致更高单价、毛利的 M9 占比三季度小幅下滑。三季度单车净利达到了 2.19 万元, 环比提升 53.68%。

图10: 问界车型单车营收 (万元)



资料来源: Marklines、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 问界车型单车毛利、单车净利 (万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 上调盈利预测, 给予“优于大市”评级。

盈利预测: 考虑公司费用率下降、净利润率提升, 上调盈利预测, 中性假设下, 预计 2024-2026 年收入 1484/1707/1936 亿元 (原预测为 1251/1782/2140 亿元), 归母净利润 60.26/103.76/131.84 亿元 (原预测为 32.4/60.4/83.0 亿元), EPS 分别为 3.99/6.87/8.73 元, 当前股价 2024-2026 年对应 PE 分别 28.5/16.6/13.0 倍。我们的依据如下:

核心假设一: 收入端高质量发展

公司走精品产品策略，重点发力高客单价、高利润率产品，精简车型数量同时做大重点车型销量。公司旗下客单价较高的 M7/M9 车型贡献较多销量，后续公司对 25-60 万价格带还会进一步挖掘，专注豪华车赛道。这也意味着，公司在 25 万以下低客单价、高销量规模的赛道相对薄弱。基于以上判断，我们修正了公司未来产品结构及销量的预测，进而对营业收入预测进行调整。预计 2024-2026 年收入 1484/1707/1936 亿元（原为 1251/1782/2140 亿元，调整幅度 19%/-4%/-10%）。

核心假设二：豪华车赛道毛利率较高

A 股过往缺乏以豪华车为核心产品的主机厂，豪华车赛道的高毛利易被忽视。公司一季度产品结构以 M7 为主，毛利率 21.52%；二季度 M9 上量后，单季度毛利率高达 27.47%，超市场预期；三季度毛利率依然保持在 25.53% 的较高水准。未来，预计公司将深挖介于 M7 和 M9 之间的潜在市场，同时进一步提升 M9 部分车款的产品力和客单价，有望保持良好的产品结构。公司还有望进一步提升制造工艺、优化产品设计，叠加规模效应，将毛利率维持在较高水平。我们预测公司 2024-2026 年毛利率分别为 25.01%/26.20%/25.78%。

核心假设三：费用率整体保持稳定

公司三季度费用率整体环比下降，销售费用率相对下降显著，公司控费能力得到重视。公司销售费用率相对较高，但在第三季度看到显著下降；公司处于发展期，后续依然会在营销上加大投入，我们预计销售费用会继续上行，规模效应下，销售费用率小幅下降。公司管理费用率相对较低，2024H1 管理费用率低于 2%，我们预计管理费用率保持稳定。公司当前处于高研发投入阶段，造车平台、技术储备、在研车型等都需要研发费用的支持，我们预计后续研发费用率会高于三季度水平。综上，我们对公司未来费用率有以下假设：

表1：公司的三费假设（亿元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	167.18	341.05	358.42	1484.09	1706.70	1935.87
销售费用	12.80	48.20	54.65	181.49	192.86	212.95
销售费用率%	7.66%	14.13%	15.25%	12.23%	11.30%	11.00%
管理费用	10.89	17.75	16.53	30.43	34.13	38.72
管理费用率%	6.51%	5.21%	4.61%	2.05%	2.00%	2.00%
研发费用	9.48	13.14	16.96	66.78	76.80	73.56
研发费用率%	5.67%	3.85%	4.73%	4.50%	4.50%	3.80%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

上调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2024-2026 年收入 1484/1707/1936 亿元（原预测为 1251/1782/2140 亿元），归母净利润 60.26/103.76/131.84 亿元（原预测为 32.4/60.4/83.0 亿元），EPS 分别为 3.99/6.87/8.73 元，当前股价 2024-2026 年对应 PE 分别 28.5/16.6/13.0 倍。公司产品是目前国内豪华车领域标杆产品，豪华车赛道兼具高护城河和高毛利，公司作为豪华车领域标杆车企，应有一定的估值溢价。给予公司 2025 年 19-21 倍 PE，合理市值为 1971-2179 亿元，对应股价 131-144 元，上涨空间 14.60%-26.66%，维持“优于大市”评级。

表2：可比公司估值

代码	公司	市值（亿元）			归母净利润（亿元）			PE		
		截至 20241101	24E	25E	26E	24E	25E	26E		
9866.HK	蔚来-SW	763.7	-188.71	-139.92	-86.86	-4.0	-5.5	-8.8		
2015.HK	理想汽车-W	1,885.3	77.77	129.80	189.70	24.2	14.5	9.9		
000625.SZ	长安汽车	1,170.0	74.90	98.10	116.50	15.6	11.9	10.0		

601633.SH	长城汽车	1,895.2	128.01	153.47	175.93	14.8	12.3	10.8
002594.SZ	比亚迪	8,047.2	378.89	488.90	596.85	21.2	16.5	13.5
	平均值					14.4	10.0	7.1
601127.SH	赛力斯	1,720.1	60.3	103.8	131.8	28.5	16.6	13.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	16365	13161	64198	87704	114527	营业收入	34105	35842	148409	170670	193587
应收款项	2783	4683	18216	19059	23558	营业成本	30244	32119	111294	125954	143683
存货净额	3993	3529	16129	16605	18705	营业税金及附加	926	904	3710	4267	4840
其他流动资产	2075	3601	879	1011	1147	销售费用	4820	5465	18149	19286	21295
流动资产合计	26976	26117	100566	125522	159080	管理费用	1775	1653	3425	3795	4254
固定资产	9486	8943	10440	12036	13413	研发费用	1314	1696	6678	7680	7356
无形资产及其他	6910	9544	9164	8783	8402	财务费用	172	(16)	(793)	(1711)	(2345)
投资性房地产	3634	4598	4598	4598	4598	投资收益	(37)	1789	500	500	500
长期股权投资	41	2042	17042	17687	18332	资产减值及公允价值变动	(475)	(401)	(419)	(432)	(418)
资产总计	47048	51245	141809	168627	203826	其他收入	(582)	(1098)	(6678)	(7680)	(7356)
短期借款及交易性金融负债	3111	1931	2582	2541	2351	营业利润	(4927)	(3994)	6026	11467	14587
应付款项	25670	30150	102974	116593	135221	营业外净收支	(3)	(87)	61	61	61
其他流动负债	3551	5495	16246	18234	20706	利润总额	(4930)	(4081)	6087	11529	14649
流动负债合计	32331	37576	121802	137367	158279	所得税费用	290	76	609	1153	1465
长期借款及应付债券	1339	1375	1375	1375	1375	少数股东损益	(1389)	(1707)	(548)	0	0
其他长期负债	3575	5094	6010	6886	7990	归属于母公司净利润	(3832)	(2450)	6026	10376	13184
长期负债合计	4914	6469	7385	8261	9365	现金流量表 (百万元)					
负债合计	37245	44045	129187	145629	167644	净利润	(3832)	(2450)	6026	10376	13184
少数股东权益	(1617)	(4206)	(4810)	(4810)	(4810)	资产减值准备	59	118	62	51	60
股东权益	11420	11406	17432	27808	40992	折旧摊销	2164	2505	1391	1575	1770
负债和股东权益总计	47048	51245	141809	168627	203826	公允价值变动损失	475	401	419	432	418
关键财务与估值指标						财务费用	172	(16)	(793)	(1711)	(2345)
每股收益	(2.56)	(1.62)	3.99	6.87	8.73	营运资本变动	11868	4136	61142	15084	15529
每股红利	0.18	0.16	0.00	0.00	0.00	其它	(1547)	(1995)	(666)	(51)	(60)
每股净资产	7.63	7.55	11.55	18.42	27.15	经营活动现金流	9187	2715	68375	27467	30901
ROIC	-36.76%	-49.11%	-24%	-18%	-18%	资本开支	0	(464)	(2989)	(3274)	(3243)
ROE	-33.55%	-21.48%	35%	37%	32%	其它投资现金流	(1193)	617	0	0	0
毛利率	11%	10%	25%	26%	26%	投资活动现金流	(1194)	(1848)	(17989)	(3919)	(3888)
EBIT Margin	-15%	-17%	3%	6%	6%	权益性融资	6	159	0	0	0
EBITDA Margin	-8%	-10%	4%	7%	7%	负债净变化	(655)	183	0	0	0
收入增长	104%	5%	314%	15%	13%	支付股利、利息	(274)	(244)	0	0	0
净利润增长率	110%	-36%	-346%	72%	27%	其它融资现金流	4393	(4109)	651	(41)	(190)
资产负债率	76%	78%	88%	84%	80%	融资活动现金流	2540	(4070)	651	(41)	(190)
股息率	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	10533	(3204)	51037	23506	26823
P/E	(44.5)	(70.2)	28.5	16.6	13.0	货币资金的期初余额	5832	16365	13161	64198	87704
P/B	14.9	15.1	9.9	6.2	4.2	货币资金的期末余额	16365	13161	64198	87704	114527
EV/EBITDA	(74.0)	(61.9)	46.0	28.2	24.4	企业自由现金流	0	69	64182	22104	25000
						权益自由现金流	0	(3857)	65546	23603	26921

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032