

2024年11月07日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

24Q3 业绩亮眼，问界品牌高端乘用车市场持续突破

—赛力斯（601127.SH）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

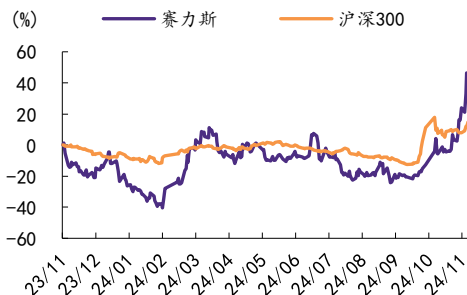
分析师：林子健 S1050523090001
linzj@cfsc.com.cn

基本数据

2024-11-07

| | |
|------------|-------------|
| 当前股价(元) | 135.87 |
| 总市值(亿元) | 2051 |
| 总股本(百万股) | 1510 |
| 流通股本(百万股) | 1510 |
| 52周价格范围(元) | 56.1-137.85 |
| 日均成交额(百万元) | 4610.34 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《赛力斯（601127）：2024年半年报点评：M9 带动毛利率提升，入股引望深化合作》2024-08-27
- 2、《赛力斯（601127）：2023&2024Q1 业绩超预期，持续看好问界品牌盈利能力》2024-06-27
- 3、《赛力斯（601127）：5月销量同比大幅上升，问界品牌在中国高端新势力的地位进一步稳固》2024-06-25

赛力斯发布公告：24Q3 实现营收 415.82 亿元，同比+636.3%，环比+8.1%；归母净利润 24.13 亿元，同比+354.1%，环比+71.8%；扣非净利润 23.3 亿元，同比+305.8%，环比+75.8%；毛利率 25.5%，盈利能力强。

投资要点

■ 业绩位于预告上限，费用改善明显

营收层面：公司问界系列持续畅销带动营收快速增长。24Q3 实现营收 415.82 亿元，2024 年前三季度实现营收 1066.27 亿元，同比+539.2%；24Q3 实现归母净利润 24.13 亿元，2024 年前三季度实现归母净利润 40.4 亿元，同比+276.0%；24Q3 实现扣非净利润 23.3 亿元，2024 年前三季度实现扣非净利润 37.6 亿元，同比+224.8%；业绩位于预告上限。

毛利率：24Q3 毛利率 25.5%，同比+18.0pct，环比-1.9pct，毛利率环比下降主要受会计政策变更影响，将保证类质量保证费用计入营业成本，公司盈利能力强。

期间费用率：公司 Q3 期间费用率为 16.9%，同比-13.8pct，环比-5.2pct，期间费用率大幅改善，主要受会计政策变更影响，将保证类质量保证费用（销售费用）计入营业成本；其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 11.1%/2.5%/-0.4%/3.7%，同比分别-5.5/-3.4/-1.2/-3.7pct，环比分别-4.3/+0.6/-0.4/-1.2pct。

■ 问界 M9 大定突破 16 万辆，高端乘用车市场持续突破

问界系列 24Q3 共交付 10.83 万辆，同比+561.1%，环比+13.6%。截止 10 月 26 日，问界 M9 上市 10 个月累计大定突破 16 万辆，位居 50 万以上车型销量冠军，高端乘用车市场持续突破。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 1,403、1,860、2,031 亿元，EPS 分别为 3.8、4.6、5.1 元，当前股价对应 PE 分别为 35、30、27 倍，考虑公司与华为合作的问界品牌在中国高端

新势力地位逐步稳固，未来增长潜力较大，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

- (1) 新车型推广不及预期； (2) 汽车消费需求不及预期；
(3) 与华为合作进度不及预期。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|---------|---------|---------|
| 主营收入 (百万元) | 35,842 | 140,250 | 186,000 | 203,100 |
| 增长率 (%) | 5.1% | 291.3% | 32.6% | 9.2% |
| 归母净利润 (百万元) | -2,450 | 5,805 | 6,954 | 7,666 |
| 增长率 (%) | -36.1% | | 19.8% | 10.2% |
| 摊薄每股收益 (元) | -1.62 | 3.84 | 4.61 | 5.08 |
| ROE (%) | -34.0% | 57.1% | 50.7% | 43.5% |

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 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 流动资产: | | | | |
| 现金及现金等价物 | 13,161 | 64,677 | 94,401 | 108,138 |
| 应收款 | 4,683 | 19,478 | 24,303 | 26,537 |
| 存货 | 3,529 | 12,256 | 15,499 | 16,947 |
| 其他流动资产 | 4,744 | 15,232 | 19,828 | 21,546 |
| 流动资产合计 | 26,117 | 111,643 | 154,030 | 173,169 |
| 非流动资产: | | | | |
| 金融类资产 | 1,143 | 1,143 | 1,143 | 1,143 |
| 固定资产 | 8,748 | 8,223 | 7,727 | 7,248 |
| 在建工程 | 195 | 173 | 121 | 85 |
| 无形资产 | 9,544 | 9,067 | 8,590 | 8,137 |
| 长期股权投资 | 2,042 | 2,042 | 2,042 | 2,042 |
| 其他非流动资产 | 4,598 | 4,598 | 4,598 | 4,598 |
| 非流动资产合计 | 25,128 | 24,103 | 23,078 | 22,109 |
| 资产总计 | 51,245 | 135,746 | 177,108 | 195,278 |
| 流动负债: | | | | |
| 短期借款 | 786 | 786 | 786 | 786 |
| 应付账款、票据 | 30,150 | 102,158 | 135,792 | 148,483 |
| 其他流动负债 | 3,370 | 3,370 | 3,370 | 3,370 |
| 流动负债合计 | 37,576 | 119,111 | 156,919 | 171,170 |
| 非流动负债: | | | | |
| 长期借款 | 1,375 | 1,375 | 1,375 | 1,375 |
| 其他非流动负债 | 5,094 | 5,094 | 5,094 | 5,094 |
| 非流动负债合计 | 6,469 | 6,469 | 6,469 | 6,469 |
| 负债合计 | 44,045 | 125,579 | 163,387 | 177,639 |
| 所有者权益 | | | | |
| 股本 | 1,510 | 1,510 | 1,510 | 1,510 |
| 股东权益 | 7,200 | 10,167 | 13,721 | 17,639 |
| 负债和所有者权益 | 51,245 | 135,746 | 177,108 | 195,278 |

| 现金流量表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | -4157 | 6450 | 7726 | 8518 |
| 少数股东权益 | -1707 | 645 | 773 | 852 |
| 折旧摊销 | 2505 | 1060 | 1002 | 945 |
| 公允价值变动 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 营运资金变动 | 9734 | 47524 | 25145 | 8851 |
| 经营活动现金净流量 | 6398 | 55701 | 34668 | 19187 |
| 投资活动现金净流量 | -2973 | 547 | 548 | 515 |
| 筹资活动现金净流量 | 48091 | -3483 | -4172 | -4600 |
| 现金流量净额 | 51,515 | 52,766 | 31,044 | 15,103 |

| 利润表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 35,842 | 140,250 | 186,000 | 203,100 |
| 营业成本 | 32,119 | 105,294 | 139,971 | 153,060 |
| 营业税金及附加 | 904 | 3,536 | 4,690 | 5,121 |
| 销售费用 | 5,465 | 19,635 | 26,040 | 28,434 |
| 管理费用 | 1,653 | 2,805 | 3,534 | 3,656 |
| 财务费用 | -16 | -137 | -226 | -267 |
| 研发费用 | 1,696 | 2,805 | 3,534 | 3,656 |
| 费用合计 | 8,799 | 25,108 | 32,882 | 35,478 |
| 资产减值损失 | -83 | -58 | -71 | -71 |
| 公允价值变动 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 投资收益 | 1,789 | 1,556 | 1,603 | 1,649 |
| 营业利润 | -3,994 | 8,062 | 10,302 | 11,357 |
| 加:营业外收入 | 48 | 0 | 0 | 0 |
| 减:营业外支出 | 136 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | -4,081 | 8,062 | 10,302 | 11,357 |
| 所得税费用 | 76 | 1,612 | 2,575 | 2,839 |
| 净利润 | -4,157 | 6,450 | 7,726 | 8,518 |
| 少数股东损益 | -1,707 | 645 | 773 | 852 |
| 归母净利润 | -2,450 | 5,805 | 6,954 | 7,666 |

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 5.1% | 291.3% | 32.6% | 9.2% |
| 归母净利润增长率 | -36.1% | | 19.8% | 10.2% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 10.4% | 24.9% | 24.7% | 24.6% |
| 四项费用/营收 | 24.5% | 17.9% | 17.7% | 17.5% |
| 净利率 | -11.6% | 4.6% | 4.2% | 4.2% |
| ROE | -34.0% | 57.1% | 50.7% | 43.5% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 85.9% | 92.5% | 92.3% | 91.0% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 1.0 | 1.1 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 7.7 | 7.2 | 7.7 | 7.7 |
| 存货周转率 | 9.1 | 8.9 | 9.3 | 9.3 |
| 每股数据(元/股) | | | | |
| EPS | -1.62 | 3.84 | 4.61 | 5.08 |
| P/E | -83.74 | 35.34 | 29.50 | 26.8 |
| P/S | 5.7 | 1.5 | 1.1 | 1.0 |
| P/B | 18.0 | 14.9 | 12.4 | 10.5 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 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。

张智策：武汉大学本科，哥伦比亚大学硕士，2024年加入华鑫证券。2年华为汽车业务工作经验，主要负责智选车型战略规划及相关竞品分析。

程晨：上海财经大学金融硕士，2024年加入华鑫证券，研究汽车&人形机器人方向。

■ 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。

■ 免责声明

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。