

公司研究

4Q24 盈利环比下滑，M8 具备爆款基因有望带动增量

——赛力斯（601127.SH）2024 年年报业绩预告点评

要点

4Q24 归母净利润环比下滑，预计与年终费用计提及折旧摊销有关：2024 年营业收入同比增长 302.3%-309.3%至 1442.0-1467.0 亿元，归母净利润为 55.0-60.0 亿元（2023 年亏损 24.5 亿元），扣非后归母净利润为 51.5-56.5 亿元（2023 年亏损 48.2 亿元）。其中，4Q24 营业收入同比增长 96.1%-109.1%至 375.7-400.7 亿元，归母净利润为 14.6-19.6 亿元（4Q23 亏损 1.6 亿元/3Q24 盈利 24.1 亿元），扣非归母净利润为 13.9-18.9 亿元（4Q23 亏损 18.1 亿元/3Q24 盈利 23.3 亿元）。我们判断单季度归母净利润环比下滑或与年底奖金费用计提、燃油车型等资产折旧摊销等因素有关。

M8 正式官宣，智能化属性扩写 35 万以上豪华市场：公司 2024 年汽车销量同比+97.0%至 49.7 万辆，问界销量同比+281.3%至 38.7 万辆（M9 销量占比 40.3%）；4Q24 汽车销量同比+9.6%/环比-4.5%至 12.8 万辆，问界销量同比+50.1%/环比-12.7%至 9.6 万辆（M9 销量占比 49.7%）。1) 问界 M8 已完成工信部申报预计于 1H25E 上市，其外观沿用 M9 的设计风格叠加年轻动感的设计细节，车身轴距 3100mm+并定位中大型 SUV，预计新车型将率先补足在 30-40 万元市场的智能豪华 SUV 产品空白。2) 4Q24 问界销量扰动或与相似定位的竞品车型增加有关，M5\M7 受到冲击相对较大，但是考虑到高 ASP 车型整体的订单储备充足（截至 2024 年底 M9 待交付大定超过 4 万台）、以及后续新车型及迭代车型上市，我们充分看好品牌对应的销量爬坡能力。

渠道端积极改革拓张，生产端自主权强化：自公司以 25 亿元从华为方收购“问界”商标，公司开始强化在渠道与生产端的自主能力，**1) 渠道端：**2024/11 公司与国内经销商中升集团开启合作，由中升负责新能源汽车的分销可以有效降低公司渠道成本并提升销售运营效率，预计 2025 年春节前夕有 40 余家 AITO 问界用户中心开启营业。**2) 产能端：**2025/1 公司公告拟通过股份发行购买龙盛新能源 100%股权，交易对价为 81.6 亿元，本轮收购完成后龙盛新能源从向赛力斯提供租赁服务转为全资子公司。我们认为赛力斯在保证生产端资产完整性的同时，也预计改善报表端的资产负债率、及经营性现金流流出情况，节约的资金预计用于研发活动以保证公司的先进生产力。我们判断公司已充分掌握“问界”商标的主动权，并预计公司将更充分享受到华为方的技术资源，以智能化为核心竞争优势有望持续带动公司与华为合作车型开启强势车型周期。

维持“买入”评级：考虑到公司处于新老车型交替的过渡周期、市场竞争等因素，我们下调 2024E-2026E 归母净利润预测 12.2%/8.8%/11.0%至 57.1/79.0/88.4 亿元，但鉴于问界已初步形成豪华品牌优势，维持公司“买入”评级。

风险提示：汽车行业竞争加剧、华为对汽车相关战略转变、华为对汽车领域转型效果有限、华为系车型相互蚕食市场份额。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	34,105	35,842	144,223	167,212	181,056
营业收入增长率	104.00%	5.09%	302.39%	15.94%	8.28%
净利润（百万元）	-3,832	-2,450	5,708	7,903	8,843
净利润增长率	NA	NA	NA	38.46%	11.89%
EPS（元）	-2.56	-1.62	3.78	5.23	5.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	-33.55%	-21.48%	33.35%	31.59%	26.12%
P/E	-	-	37	27	24
P/B	18.2	18.4	12.3	8.4	6.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-01-21（注：2022 年总股本分别为 14.97 亿股，2023 年及以后总股本为 15.10 亿股）

买入（维持）

当前价：138.91 元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

分析师：孟祥庭

执业证书编号：S0930524070001

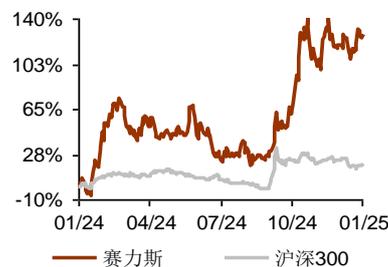
021-52523685

mengxiangting@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.10
总市值(亿元)	2097.24
一年最低/最高(元)	54.47/149.53
近 3 月换手率	224.81%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.86	55.48	112.24
绝对	6.30	52.31	131.30

资料来源：Wind

相关研报

3Q24 业绩表现亮眼，海内外双布局打开成长空间——赛力斯（601127.SH）2024 年三季度业绩点评（2024-10-31）

3Q24 业绩环比高升，聚焦高端助力品牌+盈利升级——赛力斯（601127.SH）2024 年三季度业绩预告点评（2024-10-12）

2Q24 业绩符合预期，入股车 BU 合作再升级——赛力斯（601127.SH）2024 年半年报业绩点评（2024-08-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	34,105	35,842	144,223	167,212	181,056
营业成本	30,244	32,119	107,809	122,405	132,283
折旧和摊销	2,164	2,505	3,374	3,568	3,727
税金及附加	926	904	3,606	4,180	4,526
销售费用	4,820	5,465	20,191	23,410	25,348
管理费用	1,775	1,653	2,884	3,344	3,621
研发费用	1,314	1,696	5,769	6,688	7,242
财务费用	172	-16	-66	301	-107
投资收益	-37	1,789	400	300	200
营业利润	-4,927	-3,994	6,097	9,033	10,197
利润总额	-4,930	-4,081	6,127	9,063	10,227
所得税	290	76	919	1,359	1,534
净利润	-5,221	-4,157	5,208	7,703	8,693
少数股东损益	-1,389	-1,707	-500	-200	-150
归属母公司净利润	-3,832	-2,450	5,708	7,903	8,843
EPS(元)	-2.56	-1.62	3.78	5.23	5.86

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-1,169	6,398	14,441	13,068	10,102
净利润	-3,832	-2,450	5,708	7,903	8,843
折旧摊销	2,164	2,505	3,374	3,568	3,727
净营运资金增加	-9,161	-2,497	12,507	2,558	8,317
其他	9,661	8,839	-7,149	-962	-10,785
投资活动产生现金流	-4,154	-2,973	-5,922	-4,650	-3,750
净资本支出	-2,617	-3,143	-4,499	-3,500	-3,500
长期投资变化	41	2,042	0	0	0
其他资产变化	-1,578	-1,873	-1,423	-1,150	-250
融资活动现金流	6,325	-1,269	7,165	-3,820	38
股本变化	137	13	-	0	0
债务净变化	-243	-1,144	7,023	-3,519	-70
无息负债变化	13,194	7,944	24,320	-1,926	-4,159
净现金流	1,008	2,152	15,683	4,598	6,390

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	11.3%	10.4%	25.2%	26.8%	26.9%
EBITDA 率	-5.7%	-6.8%	6.5%	7.6%	7.5%
EBIT 率	-12.2%	-14.0%	4.1%	5.4%	5.5%
税前净利润率	-14.5%	-11.4%	4.2%	5.4%	5.6%
归母净利润率	-11.2%	-6.8%	4.0%	4.7%	4.9%
ROA	-11.1%	-8.1%	5.9%	8.6%	9.2%
ROE (摊薄)	-33.6%	-21.5%	33.4%	31.6%	26.1%
经营性 ROIC	-233.8%	-558.0%	28.6%	35.1%	27.5%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	79%	86%	86%	78%	70%
流动比率	0.83	0.70	0.85	0.94	1.08
速动比率	0.71	0.60	0.73	0.81	0.93
归母权益/有息债务	2.57	3.45	1.66	3.67	5.02
有形资产/有息债务	8.64	12.11	7.27	11.26	11.94

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	47,048	51,245	87,797	90,056	94,521
货币资金	16,365	13,161	28,845	33,442	39,832
交易性金融资产	1,752	1,134	1,800	1,800	1,800
应收账款	1,781	2,446	6,995	4,715	4,164
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,002	2,237	3,606	3,344	1,811
存货	3,993	3,529	8,525	8,448	9,130
其他流动资产	695	1,412	1,412	1,412	1,412
流动资产合计	26,976	26,117	58,750	60,382	64,540
其他权益工具	100	100	100	100	100
长期股权投资	41	2,042	2,037	2,032	2,027
固定资产	9,140	8,748	8,165	7,492	6,728
在建工程	346	195	211	223	233
无形资产	6,910	9,544	10,832	11,549	12,219
商誉	65	47	42	42	42
其他非流动资产	1,276	788	788	788	788
非流动资产合计	20,072	25,128	29,047	29,673	29,980
总负债	37,245	44,045	75,389	69,944	65,716
短期借款	2,079	786	7,554	3,736	3,266
应付账款	9,559	19,966	26,952	22,033	19,842
应付票据	16,112	10,184	24,796	28,153	27,779
预收账款	1	23	721	836	905
其他流动负债	55	330	330	330	330
流动负债合计	32,331	37,576	68,972	64,228	59,599
长期借款	1,192	1,375	1,675	1,975	2,375
应付债券	147	0	100	100	100
其他非流动负债	1,941	1,792	1,792	1,792	1,792
非流动负债合计	4,914	6,469	6,416	5,716	6,116
股东权益	9,802	7,200	12,408	20,112	28,805
股本	1,497	1,510	1,510	1,510	1,510
公积金	15,653	18,248	18,629	18,629	18,629
未分配利润	-5,606	-8,068	-2,741	5,162	14,006
归属母公司权益	11,420	11,406	17,114	25,017	33,861
少数股东权益	-1,617	-4,206	-4,706	-4,906	-5,056

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	14.13%	15.25%	14.00%	14.00%	14.00%
管理费用率	5.21%	4.61%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	0.50%	-0.04%	-0.05%	0.18%	-0.06%
研发费用率	3.85%	4.73%	4.00%	4.00%	4.00%
所得税率	-6%	-2%	15%	15%	15%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.78	4.24	9.56	8.66	6.69
每股净资产	7.63	7.55	11.34	16.57	22.43
每股销售收入	22.78	23.74	95.53	110.75	119.92

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	-	-	37	27	24
PB	18.2	18.4	12.3	8.4	6.2
EV/EBITDA	-99.8	-77.7	22.1	16.0	14.9
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP