

证券研究报告

公司研究

点评报告

赛力斯(601127.SH)

邓健全 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500525010002

联系电话: 13613012393

邮箱: dengjianquan@cindasc.com

丁泓婧 汽车行业分析师

执业编号: S1500524100004

联系电话: 13062621910

邮箱: dinghongjing@cindasc.com

徐国铨 汽车行业研究助理

邮箱: xuguoquan@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

1月问界M9交付1.2万辆,问界M8有望贡献较大增量

2025年2月6日

- **事件:** 赛力斯发布1月销量。1月销量合计2.2万辆,同比-45.8%,环比-45.9%。其中,1)新能源汽车销量1.8万辆,同比-51.4%,环比-52.0%。其中,赛力斯汽车销量1.6万辆,同比-47.0%,环比-45.6%。2)其他车型销量0.45万辆,同比-0.8%,环比+8.3%。

点评:

- **问界M9 1月交付1.2万辆,连续10个月蝉联中国豪华市场50万元以上豪华车销量第一。**问界M9系列1月交付1.2万辆;问界新M7系列1月交付0.8万辆,同比-73.0%,环比-40.3%。
- **智驾持续迭代升级。**2024年2月率先实现全国都能开,9月鸿蒙智行全系升级HUAWEI ADS 3.0,10月累计智能泊车辅助次数突破5000万次,11月智驾总里程突破10亿公里,12月车位到车位领航辅助全量推送。
- **2024年归母净利润预计同比扭亏。**公司预计2024年实现营业收入1442~1467亿元,同比+302.32%~309.30%;归母净利润55~60亿元,同比扭亏;扣非归母净利润51.5~56.5亿元。2024年销量合计49.7万辆,同比+96.3%。
- **问界M8有望贡献较大增量。**问界M8已上第391批《道路机动车辆生产企业及产品公告》,问界M8长宽高分别为5190/1999/1795mm,轴距3105mm,而问界M9长宽高分别为5230/1999/1800mm,轴距3110mm。当前问界M8申报的增程版本,提供前165kW后227kW的双电机四驱版本,电池容量为36.019kWh和51.975kWh。
- **盈利预测:** 我们预计公司2024~2026年归母净利润分别为57.68、99.34、122.70亿元。问界系列产品放量带动公司2024年归母净利润扭亏为盈,我们看好公司自主豪华车的销量及利润弹性。
- **风险因素:** 汽车销量不及预期,盈利能力不及预期,新车推出不及预期等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	34,105	35,842	145,450	183,107	215,187
增长率 YoY %	104.0%	5.1%	305.8%	25.9%	17.5%
归属母公司净利润 (百万元)	-3,832	-2,450	5,768	9,934	12,270
增长率 YoY%	-110.1%	36.1%	335.5%	72.2%	23.5%
毛利率%	11.3%	10.4%	25.3%	26.7%	26.8%
净资产收益率ROE%	-33.6%	-21.5%	36.4%	36.6%	30.1%
EPS(摊薄)(元)	-2.54	-1.62	3.82	6.58	8.13
市盈率 P/E(倍)	—	—	34.29	19.91	16.12
市净率 P/B(倍)	17.32	17.34	12.47	7.29	4.85

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 2 月 6 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	26,976	26,117	71,371	93,248	117,445
货币资金	16,365	13,161	58,199	79,432	102,812
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,781	2,446	2,424	2,543	2,690
预付账款	442	1,868	2,173	2,349	2,630
存货	3,993	3,529	3,621	3,729	3,850
其他	4,395	5,113	4,954	5,195	5,464
非流动资产	20,072	25,128	29,059	33,907	38,995
长期股权投资	41	2,042	2,042	2,042	2,042
固定资产(合计)	9,140	8,748	10,788	13,140	15,775
无形资产	6,910	9,544	11,886	14,326	16,733
其他	3,980	4,793	4,342	4,399	4,444
资产总计	47,048	51,245	100,430	127,155	156,440
流动负债	32,331	37,576	84,358	100,945	117,523
短期借款	2,079	786	786	786	786
应付票据	16,112	10,184	42,255	49,964	59,498
应付账款	9,559	19,966	31,686	39,897	46,374
其他	4,583	6,640	9,631	10,298	10,865
非流动负债	4,914	6,469	5,578	5,578	5,578
长期借款	1,192	1,375	775	775	775
其他	3,722	5,094	4,804	4,804	4,804
负债合计	37,245	44,045	89,936	106,524	123,101
少数股东权益	-1,617	-4,206	-5,359	-6,502	-7,411
归属母公司股东权益	11,420	11,406	15,854	27,134	40,750
负债和股东权益	47,048	51,245	100,430	127,155	156,440
重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	34,105	35,842	145,450	183,107	215,187
同比(%)	104.0	5.1%	305.8%	25.9%	17.5%
归属母公司净利润	-3,832	-2,450	5,768	9,934	12,270
同比(%)	-110.1	36.1%	335.5%	72.2%	23.5%
毛利率(%)	11.3%	10.4%	25.3%	26.7%	26.8%
ROE(%)	-33.6%	-21.5%	36.4%	36.6%	30.1%
EPS(摊薄)(元)	-2.54	-1.62	3.82	6.58	8.13
P/E	—	—	34.29	19.91	16.12
P/B	17.32	17.34	12.47	7.29	4.85
EV/EBITDA	-19.41	-34.98	21.09	10.56	6.80

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	34,105	35,842	145,450	183,107	215,187
营业成本	30,244	32,119	108,637	134,233	157,496
营业税金及附加	926	904	3,884	4,889	5,746
销售费用	4,820	5,465	19,098	23,493	26,963
管理费用	1,775	1,653	3,156	3,790	4,239
研发费用	1,314	1,696	6,036	7,782	9,361
财务费用	172	-16	-326	-389	-457
减值损失	-306	-424	-1,057	-1,065	-1,062
投资净收益	-37	1,789	145	366	646
其他	562	621	1,042	1,125	1,166
营业利润	-4,927	-3,994	5,096	9,736	12,589
营业外收支	-3	-87	31	33	34
利润总额	-4,930	-4,081	5,127	9,768	12,623
所得税	290	76	513	977	1,262
净利润	-5,221	-4,157	4,614	8,791	11,361
少数股东损益	-1,389	-1,707	-1,154	-1,143	-909
归属母公司净利润	-3,832	-2,450	5,768	9,934	12,270
EBITDA	-2,492	-3,056	6,832	11,631	14,641
EPS(当年)(元)	-2.68	-1.63	3.82	6.58	8.13
现金流量					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-1,169	6,398	54,112	27,937	30,228
净利润	-5,221	-4,157	4,614	8,791	11,361
折旧摊销	2,311	2,776	2,031	2,252	2,474
财务费用	336	312	139	125	125
投资损失	0	-1,818	-145	-366	-646
营运资金	1,107	8,883	46,445	15,944	15,760
其它	298	401	1,029	1,190	1,153
投资活动	-4,154	-2,973	-5,532	-6,578	-6,723
资本支出	-2,617	-3,143	-6,327	-6,944	-7,369
长期投资	-2,377	958	0	0	0
其他	840	-789	795	366	646
筹资活动	6,325	-1,269	-3,552	-125	-125
吸收投资	7,069	159	-2,188	0	0
借款	-686	-1,109	-600	0	0
支付利息或股息	-274	-244	-638	-125	-125
现金净增加额	1,008	2,152	45,038	21,233	23,380

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。