

赛力斯（601127.SH）

营收高速增长，净利润接近预告上限

优于大市

核心观点

赛力斯 2024 全年营业收入 1451.76 亿元，归母净利润 59.46 亿元；第四季度营收 385.49 亿元，归母净利润 19.08 亿元。2024 全年，实现营收 1451.76 亿元，同比 305%；归母净利润 59.46 亿元，年度实现扭亏为盈，实际归母净利润接近业绩预告中 55 亿-60 亿的上限。2024 第四季度，实现营收 385.49 亿元，同比 101.18%，环比-7.29%；归母净利润 19.08 亿元，环比-20.94%。2024 全年汽车整车业务 1389 亿元，经营活动产生的现金流 225.2 亿元。

公司第四季度维持了高水准的毛利率，净利润率有所下滑。公司 2024 全年毛利率 26.15%；第四季度毛利率 28.70%。公司全年归母净利润率 4.10%；第四季度归母净利润率 4.95%，环比下降 0.85 个百分点，原因是第四季度期间费用率上升。

公司保持高研发投入，销售费用逐步控制。公司第四季度期间费用率环比有所增长，主要是销售费用和管理费用绝对值环比增长，叠加四季度营收环比小幅下滑，导致期间费用率上升。第四季度销售费用率 13.52%，环比增加 2.38 个百分点；Q4 研发费用率 3.16%、管理费用率 3.47%，整体保持稳定。

问界车型 2024 全年销量 38.91 万辆，第四季度销量 9.66 万辆。公司核心产品问界系列车型 2024 全年销量 38.91 万辆；第四季度销量 9.66 万辆，环比下降 12.50%。M9 在四季度销量 49330 辆，环比下降 2.68%，保持较高的 49.70% 占比；M7 四季度销量 41994 辆，环比下降 6.47%；M5 四季度销量 6591 辆，环比下滑较多。

公司第四季度单车营收和单车毛利有所提升，单车净利小幅下滑。问界车型销量口径下，公司第四季度单车营收 39.91 万元、单车毛利 11.45 万元、单车净利 1.98 万元（Q3 单车营收/单车毛利/单车净利分别为 37.67/9.62/2.19 万元）。

风险提示：新品销量不及预期、成本管控不及预期、市场竞争加剧等。

投资建议：调整盈利预测，维持“优于大市”评级。

预计 2025-2027 年营业收入为 1800/2003/2250 亿元（2025/2026 原预测为 1707/1936 亿元，新增 2027 年营收预测 2250 亿元），归母净利润分别为 94.25/121.85/149.04 亿元（2025/2026 原预测为 103.76/131.84 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 149.04 亿元），EPS 分别为 6.24/8.07/9.87 元，详细假设以及盈利预测调整的细节请参考正文内容。给予公司 2025 年 23-25 倍 PE，合理市值为 2168-2356 亿元，对应每股合理估值为 144-156 元，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	35,842	145,176	180,023	200,275	224,953
(+/-%)	5.1%	305.0%	24.0%	11.2%	12.3%
归母净利润(百万元)	-2450	5946	9425	12185	14904
(+/-%)	-36.1%	-342.7%	58.5%	29.3%	22.3%
每股收益(元)	-1.62	3.94	6.24	8.07	9.87
EBIT Margin	-16.7%	4.0%	4.8%	6.1%	6.6%
净资产收益率(ROE)	-21.5%	48.5%	43.5%	36.0%	30.8%
市盈率(PE)	-77.5	31.9	20.2	15.6	12.7
EV/EBITDA	-67.0	28.1	31.7	23.2	19.5
市净率(PB)	16.65	15.49	8.76	5.61	3.92

公司研究·财报点评

汽车·乘用车

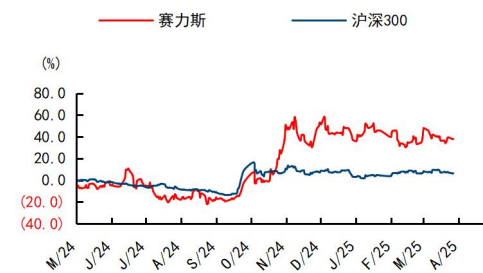
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

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	143.58 - 156.07 元
收盘价	125.82 元
总市值/流通市值	205510/205510 百万元
52 周最高价/最低价	149.89/70.24 元
近 3 个月日均成交额	3662.69 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

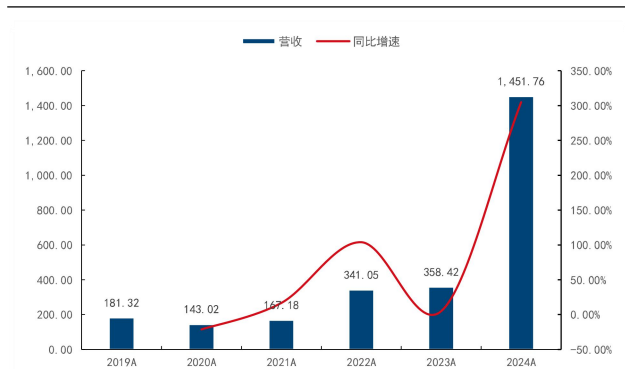
《赛力斯（601127.SH）-净利润高速增长，费用率有效降低》——2024-11-05
《赛力斯（601127.SH）-一季度净利润扭亏为盈，有望迎来经营上行周期》——2024-05-04

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

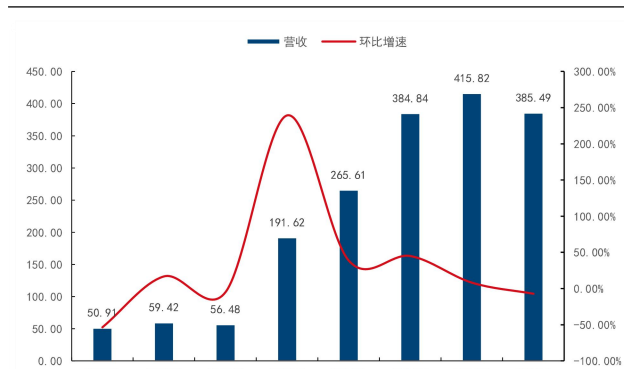
赛力斯 2024 全年营业收入 1451.76 亿元，归母净利润 59.46 亿元；第四季度营收 385.49 亿元，归母净利润 19.08 亿元。赛力斯业务在 2024 年迎来爆发期，全年营收高速、利润增长。2024 全年，实现营收 1451.76 亿元，同比 305%；毛利 379.7 亿元，毛利率 26.15%；归母净利润 59.46 亿元，净利润率 4.1%，年度实现扭亏为盈，实际归母净利润接近业绩预告中 55 亿-60 亿的上限。2024 第四季度，实现营收 385.49 亿元，同比 101.18%，环比-7.29%；毛利率 28.70%，环比+3.17 个百分点；归母净利润 19.08 亿元，环比-20.94%，归母净利润率 4.95%。2024 全年汽车整车业务 1389 亿元，毛利率 25.90%，经营活动产生的现金流 225.2 亿元，派发红利 20.8 亿元。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



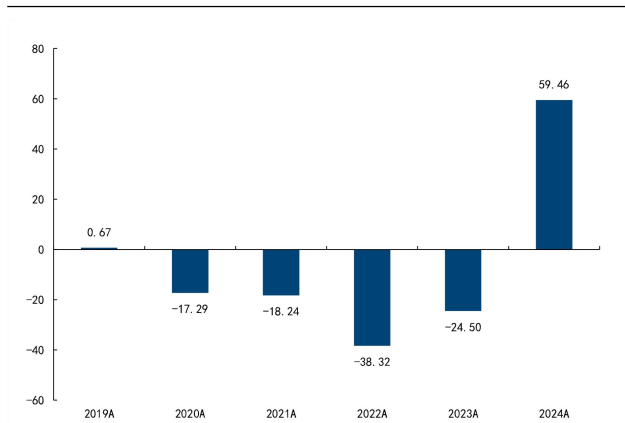
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及环比增速（单位：亿元、%）



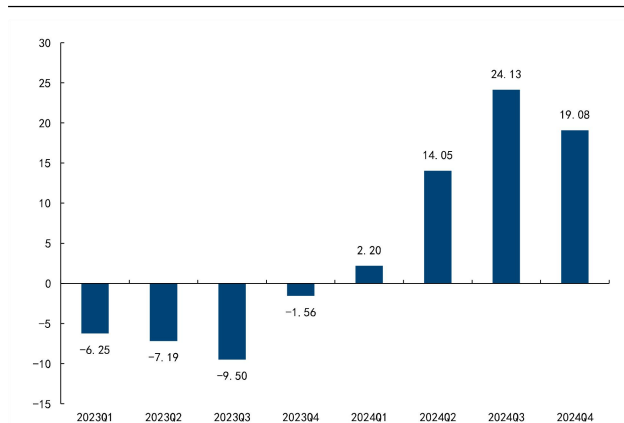
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

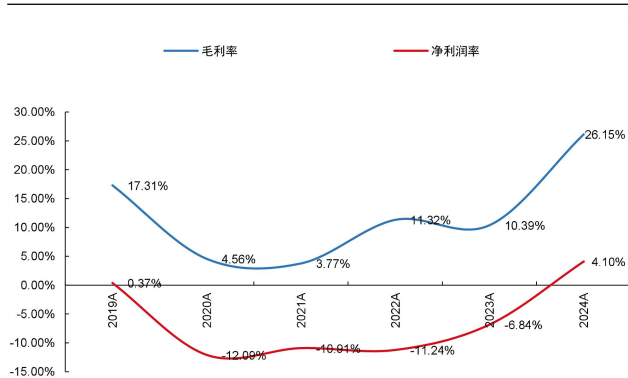
图4：公司单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

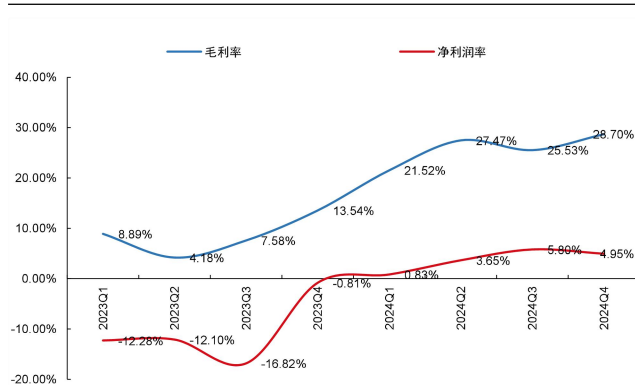
公司第四季度维持了高水准的毛利率，净利润率有所下滑。公司立足豪华车市场，得益于技术优势、制造能力、运营管理能力和规模效应，公司在产品销量提升之后，毛利率维持在行业较高水准，第四季度由于 M9 销量占比提升，毛利率整体提升。公司 2024 全年毛利率 26.15%，第四季度毛利率 28.70%。公司全年归母净利润率 4.10%，第四季度归母净利润率 4.95%，环比下降 0.85 个百分点，原因是第四季度期间费用率上升。

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

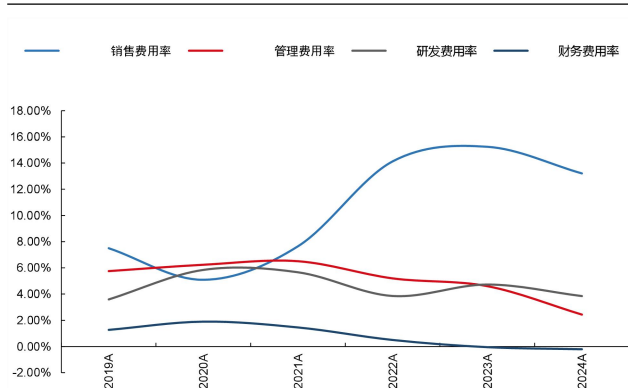
图6：公司季度毛利率、净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

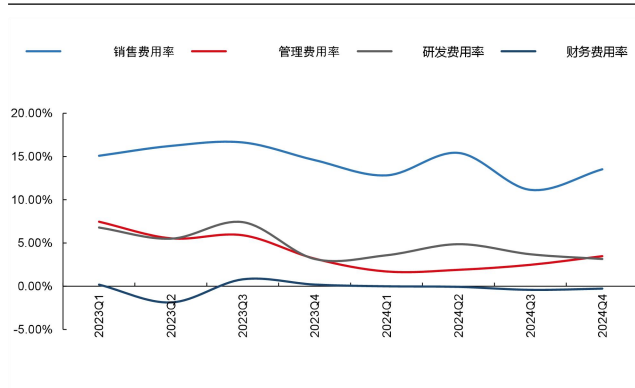
公司保持高研发投入，销售费用逐步控制。公司第四季度期间费用率环比有所增长，主要是销售费用和管理费用绝对值环比增长，叠加四季度营收环比小幅下滑，导致期间费用率上升；研发费用方面，2024 全年研发费用 55.86 亿元，研发费用率 3.85%。第四季度销售费用率 13.52%，环比增加 2.38 个百分点；Q4 研发费用率 3.16%、管理费用率 3.47%，整体保持稳定。

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

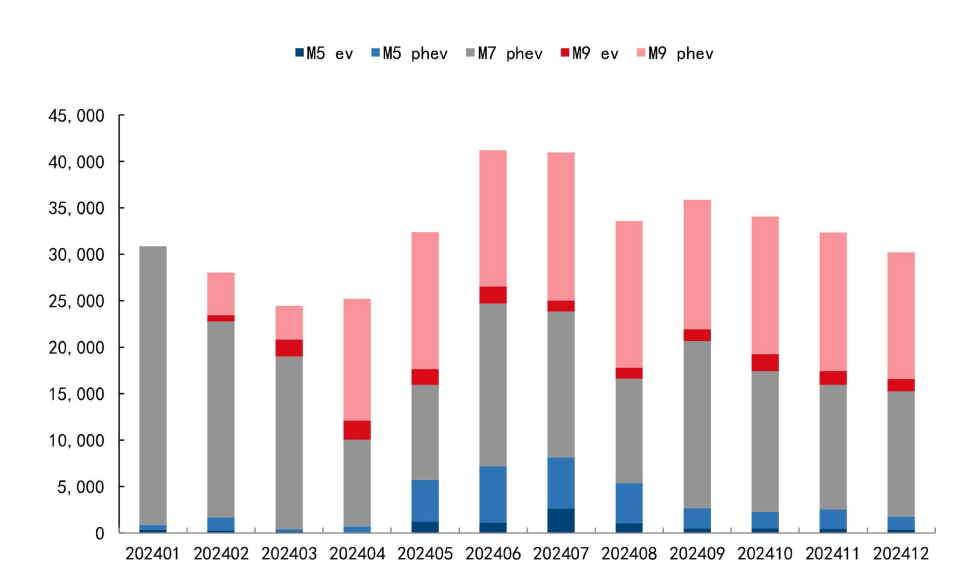
图8：公司季度费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

问界车型 2024 全年销量 38.91 万辆，第四季度销量 9.66 万辆。公司核心产品问界系列车型 2024 全年销量 38.91 万辆；第四季度销量 9.66 万辆，环比下降 12.50%。M9 在四季度销量 49330 辆，环比下降 2.68%，保持较高的 49.70%占比；M7 四季度销量 41994 辆，环比下降 6.47%；M5 四季度销量 6591 辆，环比下滑较多。

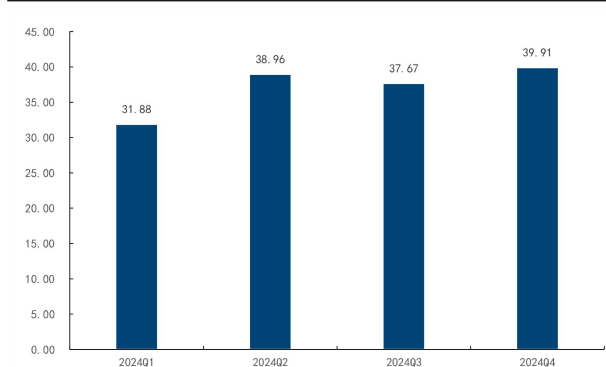
图9: 问界系列车型 2024 年月销走势



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

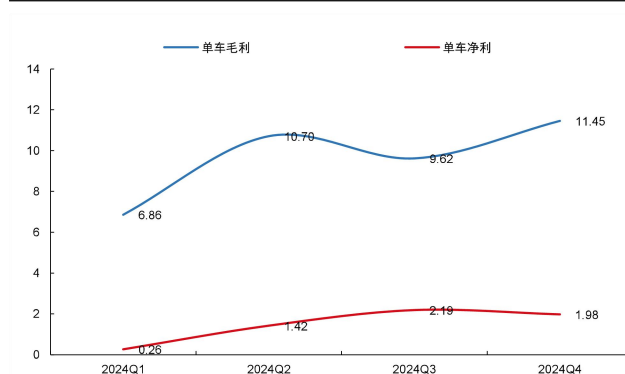
公司第四季度单车营收和单车毛利有所提升, 单车净利小幅下滑。问界车型销量口径下, 公司第四季度单车营收 39.91 万元、单车毛利 11.45 万元、单车净利 1.98 万元。单车营收和单车毛利提升, 主要是由于 M9 的占比提升, 以及 M5 占比的大幅减少。四季度单车净利达到了 1.98 万元, 环比小幅下滑。

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: 调整盈利预测, 给予“优于大市”评级。

盈利预测: 调整盈利预测, 中性假设下, 预计 2025-2027 年营业收入为 1800/2003/2250 亿元 (2025/2026 原预测为 1707/1936 亿元, 新增 2027 年营收预测 2250 亿元), 归母净利润分别为 94.25/121.85/149.04 亿元 (2025/2026 原预测为 103.76/131.84 亿元, 新增 2027 年归母净利润预测 149.04 亿元), EPS 分别为 6.24/8.07/9.87 元。

相比前期预测, 我们做了以下调整:

核心假设一: 销量整体变化不大, 但销量结构优化

公司新车型 M8 以及新款 M9 预售，预计公司销量将以 M8/M9 为主，从而推动 ASP 上行，提升营收预测。重磅车型 M8 即将发布，我们预计 M8 将成为新一代热销爆款车型。同时，M9 新款市场反馈良好，并且有望年内发布更高配置版本的 M9 车款，进一步拉动 ASP 提升。相比前期预测，我们提升了对营业收入的预测。

核心假设二：多重因素推动毛利率微升

公司魔方平台将进一步发挥作用，在售车型改款之后，零部件通用化率进步提升，规模效应和供应链降本将推动毛利的提升。但是，市场竞争愈发激烈，改款车型预计进一步提升配置水平，导致额外的成本增加。综合多重因素，我们预计公司 2025-2027 年毛利率保持在 26%-27%，整体成上升趋势。

核心假设三：费用率的下降幅度低于前期预测

公司四季度销售、管理费用环比提升，考虑公司还将保持研发投入，相比前期预测，我们提升了 2025-2026 年的费用率预测。公司销售费用率相对较高，在 2024Q3 看到显著下降，但在 2024Q4 回升；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%，但 2024Q4 增长至 3%以上，考虑公司的人才建设，我们假设后续管理费用率保持在 2%。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保持稳定。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）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	341.05	358.42	1451.76	1800.23	2002.75	2249.53
销售费用	48.20	54.65	191.84	221.43	236.32	260.95
销售费用率%	14.13%	15.25%	13.21%	12.30%	11.80%	11.60%
管理费用	17.75	16.53	35.47	46.92	45.77	50.95
管理费用率%	5.21%	4.61%	2.44%	2.61%	2.29%	2.26%
研发费用	13.14	16.96	55.86	72.01	78.11	87.73
研发费用率%	3.85%	4.73%	3.85%	4.00%	3.90%	3.90%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司专注豪华车领域，其产品是目前国内豪华车标杆产品，豪华车赛道兼具高护城河和高毛利，公司的估值应当综合考虑以下因素：

- 1、豪华车赛道相比于主流赛道，具备更高的护城河和高毛利。参考海内外汽车工业发展史，专注豪车的主机厂相比主流赛道主机厂有一定的估值溢价。
- 2、当前整车行业处于估值提升阶段，公司产品智能化程度高，和国内科技龙头企业合作密切，受益于行业整体估值提升。
- 3、对比理想汽车，公司与理想都专注于豪华车领域，且当前都以中型/中大型/全尺寸 SUV 为核心产品。车型对比上，公司 2024 年核心热销车型为旗舰车型 M9，理想汽车核心热销车型为客单价较低的 L6，公司整体 ASP 和毛利率都高于理想。
- 4、对比比亚迪，比亚迪在主流赛道、豪华车领域均有丰富产品线，公司则专注于豪华车领域。车型销量结构上，比亚迪的豪华品牌腾势、方程豹、仰望发展势头良好，但主流赛道的王朝、海洋拥有庞大的销量基础，比亚迪整体仍以主流赛道车型为主，而公司的销量、营收、利润均以豪华车为核心。增长潜力方面，比亚迪的王朝、海洋系列产品线丰富，出海业务正在如火如荼进行；公司问界品牌当前车型是 B/C/D 级 SUV，但公司的魔方平台可兼容 B/C/D 级的 SUV/轿车/MPV 等车

型，动力形式兼容纯电/增程/插混，公司仍有广阔的扩品类空间，出海方面，公司的海外业务尚未正式发力，海外有一定市场空间。

综合考虑前文分析中公司主力产品在客单价和毛利率等相比可比公司等的优势，以及公司车型结构和销量增长空间等方面相比可比公司等的优势，我们认为公司相对估值相较上述可比公司有一定溢价，给予公司 2025 年 23-25 倍 PE。

表2: 可比公司估值

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2015.HK	理想汽车-W	1,955.4	109.06	154.22	182.23	17.9	12.7	10.7
002594.SZ	比亚迪	10,994.8	535.82	656.43	813.05	20.5	16.7	13.5
	平均值					19.2	14.7	12.1
601127.SH	赛力斯	2,055.1	94.3	121.9	149.0	21.8	16.9	13.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 估值日期为 2025 年 4 月 1 日, 除赛力斯外, 其他个股采用 Wind 一致预期

综上，调整盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2025-2027 年营业收入为 1800/2003/2250 亿元（2025/2026 原预测为 1707/1936 亿元，新增 2027 年营收预测 2250 亿元），归母净利润分别为 94.25/121.85/149.04 亿元（2025/2026 原预测为 103.76/131.84 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 149.04 亿元），EPS 分别为 6.24/8.07/9.87 元。给予公司 2025 年 23-25 倍 PE, 合理市值为 2168-2356 亿元，对应每股合理估值为 144-156 元，维持“优于大市”评级。

风险提示：新品销量不及预期、成本管控不及预期、市场竞争加剧等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	13161	45955	71481	88770	110457	营业收入	35842	145176	180023	200275	224953
应收款项	4683	3049	13997	15315	13139	营业成本	32119	107210	132858	147071	164524
存货净额	3529	2552	12176	11225	10494	营业税金及附加	904	3888	4501	5007	5624
其他流动资产	3601	10382	13971	16662	17420	销售费用	5465	19184	22143	23632	26095
流动资产合计	26117	65998	115684	136031	155569	管理费用	1653	3547	4692	4577	5095
固定资产	8943	9469	11738	13822	15796	研发费用	1696	5586	7201	7811	8773
无形资产及其他	9544	9276	8905	8534	8163	财务费用	(16)	(295)	(1403)	(1943)	(2430)
投资性房地产	4598	7642	7642	7642	7642	投资收益	1789	10	500	600	720
长期股权投资	2042	1979	2625	3486	3968	资产减值及公允价值变动	(401)	(2077)	(984)	(1154)	(1405)
资产总计	51245	94364	146594	169515	191138	其他收入	(1098)	(4633)	(7201)	(7811)	(8773)
短期借款及交易性金融负债	1931	759	800	800	800	营业利润	(3994)	4942	9547	13566	16588
应付款项	30150	68451	110507	119587	124966	营业外净收支	(87)	9	(27)	(27)	(27)
其他流动负债	5495	7054	8142	8918	9954	利润总额	(4081)	4951	9520	13539	16560
流动负债合计	37576	76265	119449	129305	135720	所得税费用	76	211	952	1354	1656
长期借款及应付债券	1375	687	457	457	457	少数股东损益	(1707)	(1206)	(857)	0	0
其他长期负债	5094	5507	6215	7095	7762	归属于母公司净利润	(2450)	5946	9425	12185	14904
长期负债合计	6469	6194	6672	7552	8219	现金流量表（百万元）					
负债合计	44045	82458	126121	136857	143939	净利润	(2450)	5946	9425	12185	14904
少数股东权益	(4206)	(359)	(1216)	(1216)	(1216)	资产减值准备	118	1754	432	286	370
股东权益	11406	12264	21689	33874	48415	折旧摊销	2505	3928	1344	1937	2252
负债和股东权益总计	51245	94364	146594	169515	191138	公允价值变动损失	401	2077	984	1154	1405
关键财务与估值指标						财务费用	(16)	(295)	(1403)	(1943)	(2430)
每股收益	(1.62)	3.94	6.24	8.07	9.87	营运资本变动	4136	34813	20123	7964	9601
每股红利	0.16	0.40	0.00	0.00	0.24	其它	(1995)	(2836)	(1289)	(286)	(370)
每股净资产	7.55	8.12	14.37	22.44	32.07	经营活动现金流	2715	45681	31019	23240	28162
ROIC	-49.11%	114.15%	2128%	-138%	-98%	资本开支	0	(1463)	(4659)	(5089)	(5631)
ROE	-21.48%	48.48%	43%	36%	31%	其它投资现金流	617	(2916)	0	0	0
毛利率	10%	26%	26%	27%	27%	投资活动现金流	(1384)	(4315)	(5305)	(5950)	(6112)
EBIT Margin	-17%	4%	5%	6%	7%	权益性融资	(3)	1523	0	0	0
EBITDA Margin	-10%	7%	6%	7%	8%	负债净变化	183	(688)	(230)	0	0
收入增长	5%	305%	24%	11%	12%	支付股利、利息	(244)	(610)	0	0	(364)
净利润增长率	-36%	-343%	59%	29%	22%	其它融资现金流	(4410)	(7499)	41	0	0
资产负债率	78%	87%	85%	80%	75%	融资活动现金流	(4535)	(8572)	(189)	0	(364)
股息率	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.2%	现金净变动	(3204)	32794	25525	17289	21687
P/E	(77.5)	31.9	20.2	15.6	12.7	货币资金的期初余额	16365	13161	45955	71481	88770
P/B	16.7	15.5	8.8	5.6	3.9	货币资金的期末余额	13161	45955	71481	88770	110457
EV/EBITDA	(67.0)	28.1	31.7	23.2	19.5	企业自由现金流	0	42794	24575	15771	19581
						权益自由现金流	0	34606	25648	17520	21768

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