

公司研究

1Q25 毛利率表现亮眼，启动港股融资开启全球化

——赛力斯（601127.SH）跟踪报告

要点

2024 业绩稳健，1Q25 短期承压：2024 年营业收入同比增长 305.0%至 1451.8 亿元，归母净利润为 59.5 亿元（2023 年亏损 24.5 亿元）。其中，4Q24 营业收入同比+101.2%/环比-7.3%至 385.5 亿元，归母净利润为 19.1 亿元（4Q23 亏损 1.6 亿元/3Q24 盈利 24.1 亿元）。1Q25 营业收入同比-27.9%/环比-50.3%至 191.5 亿元，归母净利润同比+240.6%/环比-60.8%至 7.5 亿元。我们判断，2024 年公司业绩符合预期；1Q25 业绩环比下滑主要由于行业淡季+新老车型交替。

1Q25 销量短期承压但毛利率表现亮眼，M8 订单超预期：2024 年公司汽车销量同比+97.0%至 49.7 万辆，问界销量同比+281.3%至 38.6 万辆（M9 销量占比 40.5%）；1Q25 汽车销量同比-40.1%/环比-46.4%至 6.8 万辆，问界销量同比-44.4%/环比-52.5%至 4.6 万辆（M9 销量占比 50.8%）。2024 年公司毛利率同比+15.8pcts 至 26.2%，1Q25 毛利率同比+6.1pcts/环比-1.1pcts 至 27.6%。我们判断，1) 1Q25 销量同环比下滑主要由于老款 M5/M7 已步入车型周期中后期、尚处在新老车型交替期间，毛利率表现亮眼主要受益于高端车型问界 M9 占比持续抬升（M9 在问界车型中销量占比环比+1.1pcts 至 50.8%）；2) 问界 M8 上市后 13 天大定突破 6 万台、2025 款问界 M9 上市 27 天大定突破 4 万台，问界 M8 凭借精准把握 30-40 万元细分高端市场家庭用户兼顾豪华与舒适+智能与安全的需求实现订单超预期，预计随问界 M8 及新款问界 M9 开启交付，2Q25E 起销量将逐步恢复、盈利有望持续向上。

生产+研发+渠道并进，启动港股融资开启全球化：公司于 4/28 向港交所递交发行境外上市外资股并在香港联交所主板挂牌上市的申请，公司此次赴港股上市募资将主要用于：1) 增加国内外车型、以及魔方平台/智能座舱及辅助驾驶/动力系统等技术研发；2) 多元化新营销渠道投入、海外销售、以及充电网络服务；3) 运营资金及一般公司用途。我们判断，1) 公司当前在生产+研发+渠道多方面发力：**生产：**持续推进“产业大脑+超级工厂”引领的智能制造 2.0 建设，2025/1 公司公告拟通过股份发行购买龙盛新能源 100%股权，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，赛力斯将直接获得超级工厂所有权；**渠道：**2024/11 公司与中升集团开启合作，由中升负责新能源汽车的分销从而有效降低公司渠道成本并提升销售运营效率；**研发：**坚持“软件定义汽车”技术路线，联合开发全面升级 ADS4.0 与鸿蒙 5.0，并持续升级智能安全。2) 启动港股融资或主要为推进全球化布局、打开销量长期增长空间。

维持“买入”评级：鉴于问界 M8 上市后订单超预期，我们上调 2025E/2026E 归母净利润预测 17%/34%至 92.5/118.4 亿元，新增 2027E 归母净利润预测为 146.0 亿元；看好公司豪华车品牌定位+华为赋能，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、华为对汽车相关战略转变、华为系车型相互蚕食。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	35,842	145,176	178,978	214,164	246,180
营业收入增长率	5.09%	305.04%	23.28%	19.66%	14.95%
归母净利润（百万元）	-2,450	5,946	9,246	11,836	14,598
归母净利润增长率	NA	NA	55.49%	28.02%	23.34%
EPS（元）	-1.62	3.94	5.66	7.25	8.94
ROE（归属母公司）（摊薄）	-21.48%	48.48%	46.12%	40.45%	36.17%
P/E	NA	33	23	18	15
P/B	17.2	16.0	10.6	7.3	5.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30（注：2023-2024 年总股本分别为 15.10 亿股，2025E-2027E 按总股本 16.33 亿计算）

买入（维持）

当前价：130.28 元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

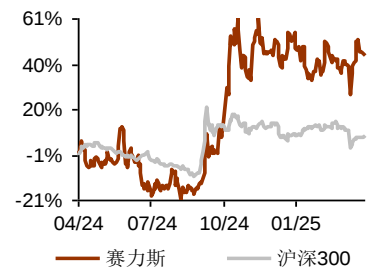
联系人：邢萍

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.33
总市值(亿元):	2127.95
一年最低/最高(元):	70.07/149.53
近 3 月换手率:	96.23%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.49	2.83	38.66
绝对	3.49	2.18	43.27

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-01-23）
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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	35,842	145,176	178,978	214,164	246,180
营业成本	32,119	107,210	131,367	155,845	178,352
折旧和摊销	2,505	3,928	4,481	4,314	4,044
税金及附加	904	3,888	4,474	5,354	6,154
销售费用	5,465	19,184	24,162	28,912	33,234
管理费用	1,653	3,547	4,653	5,354	6,154
研发费用	1,696	5,586	6,801	8,031	9,109
财务费用	-16	-295	-307	-122	-511
投资收益	1,789	10	400	300	200
营业利润	-3,994	4,942	9,176	12,219	15,179
利润总额	-4,081	4,951	9,206	12,249	15,209
所得税	76	211	460	612	760
净利润	-4,157	4,740	8,746	11,636	14,448
少数股东损益	-1,707	-1,206	-500	-200	-150
归属母公司净利润	-2,450	5,946	9,246	11,836	14,598
EPS(元)	-1.62	3.94	5.66	7.25	8.94

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,398	22,515	24,542	21,799	22,239
净利润	-2,450	5,946	9,246	11,836	14,598
折旧摊销	2,505	3,928	4,481	4,314	4,044
净营运资金增加	-2,323	-2,621	-1,004	4,235	5,098
其他	8,666	15,262	11,819	1,414	-1,502
投资活动产生现金流	-2,973	-16,509	-7,438	-6,150	-5,250
净资本支出	-3,143	-6,989	-8,719	-5,500	-4,500
长期投资变化	2,042	1,979	0	0	0
其他资产变化	-1,873	-11,499	1,281	-650	-750
融资活动现金流	-1,269	-4,167	-1,117	-2,402	-2,880
股本变化	13	0	124	0	0
债务净变化	-1,144	-1,860	41	100	100
无息负债变化	7,944	40,273	12,011	7,289	5,346
净现金流	2,152	1,854	15,988	13,247	14,109

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	10.4%	26.2%	26.6%	27.2%	27.6%
EBITDA 率	-6.8%	9.0%	7.2%	7.5%	7.5%
EBIT 率	-14.0%	6.2%	4.7%	5.5%	5.9%
税前净利润率	-11.4%	3.4%	5.1%	5.7%	6.2%
归母净利润率	-6.8%	4.1%	5.2%	5.5%	5.9%
ROA	-8.1%	5.0%	7.7%	8.9%	9.9%
ROE (摊薄)	-21.5%	48.5%	46.1%	40.5%	36.2%
经营性 ROIC	-113.7%	180.0%	102.1%	78.4%	65.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	86%	87%	83%	78%	73%
流动比率	0.70	0.87	0.92	1.00	1.09
速动比率	0.60	0.83	0.89	0.96	1.05
归母权益/有息债务	3.45	8.48	13.48	18.44	23.93
有形资产/有息债务	12.11	57.15	68.13	73.70	78.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	51,245	94,364	113,697	130,098	146,502
货币资金	13,161	45,955	61,943	75,190	89,299
交易性金融资产	1,134	4,049	2,000	2,000	2,000
应收账款	2,446	2,362	2,470	2,955	3,397
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	2,237	687	895	1,071	1,231
存货	3,529	2,552	2,984	3,546	4,059
其他流动资产	1,412	9,336	9,336	9,336	9,336
流动资产合计	26,117	65,998	81,451	96,167	111,615
其他权益工具	100	78	78	78	78
长期股权投资	2,042	1,979	1,979	1,979	1,979
固定资产	8,748	9,256	11,446	12,021	11,983
在建工程	195	213	385	439	441
无形资产	9,544	9,276	10,591	11,335	12,030
商誉	47	0	0	0	0
其他非流动资产	788	2,428	2,428	2,428	2,428
非流动资产合计	25,128	28,366	32,246	33,932	34,887
总负债	44,045	82,458	94,510	101,899	107,345
短期借款	786	0	0	0	0
应付账款	19,966	27,307	32,842	34,286	37,454
应付票据	10,184	41,145	45,979	51,429	55,289
预收账款	23	34	895	1,071	1,231
其他流动负债	330	-792	222	222	222
流动负债合计	37,576	76,265	88,417	96,206	102,053
长期借款	1,375	687	787	887	987
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,792	2,806	2,806	2,806	2,806
非流动负债合计	6,469	6,194	6,093	5,693	5,293
股东权益	7,200	11,906	19,187	28,199	39,157
股本	1,510	1,510	1,633	1,633	1,633
公积金	18,248	13,467	13,738	13,738	13,738
未分配利润	-8,068	-2,670	4,716	13,929	25,036
归属母公司权益	11,406	12,264	20,045	29,258	40,365
少数股东权益	-4,206	-359	-859	-1,059	-1,209

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	15.25%	13.21%	13.50%	13.50%	13.50%
管理费用率	4.61%	2.44%	2.60%	2.50%	2.50%
财务费用率	-0.04%	-0.20%	-0.17%	-0.06%	-0.21%
研发费用率	4.73%	3.85%	3.80%	3.75%	3.70%
所得税率	-2%	4%	5%	5%	5%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.00	0.97	1.61	2.14	2.65
每股经营现金流	4.24	14.91	15.03	13.35	13.62
每股净资产	7.55	8.12	12.27	17.91	24.71
每股销售收入	23.74	96.16	109.58	131.12	150.72

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	-80	33	23	18	15
PB	17.2	16.0	10.6	7.3	5.3
EV/EBITDA	-73.8	14.6	15.5	12.3	10.4
股息率	0.0%	0.7%	1.2%	1.6%	2.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
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都不曾与，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所载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