

汽车

收盘价 目标价 潜在涨幅
人民币 136.91 人民币 180.50 +31.8%

2025 年 9 月 1 日

赛力斯 (601127 CH)

业绩强劲，2Q25 毛利率新高，强周期驱动下延续量价齐升，维持买入

④ **2Q25 毛利率创新高。**赛力斯发布 1H25 业绩，营收同比小幅降 4.06% 至 624.02 亿元（人民币，下同），但得益于高端车型销量增长与产品结构优化，归母净利润/扣非净利润同比大增 81.03%/72.14% 至 29.4 亿元/24.74 亿元。2Q25 表现强劲，营收为 432.5 亿元，环比增 125.9%；归母净利润/扣非净利润达 21.9 亿元/20.8 亿元，环比大增 193.3%/428.3%，业绩符合市场预期。销量方面，1H25 总销量 19.86 万辆，其中新能源汽车销量 17.21 万辆，同比增长约 8.2%，问界系列累计交付 14.7 万辆，占比超 85%。2Q25 销量增速加快，问界品牌交付 10.7 万辆，环比增长 135.8%，其中问界 M8 和 M9 表现突出，分别交付 4.14 万辆和 3.92 万辆，单车成交均价稳定在 40 万元以上。毛利率方面，1H25 毛利率为 28.93%，同比提升约 4.9 个百分点。2Q25 毛利率受规模效应和产品结构优化推动，环比提升 1.9 个百分点至 29.5%。三费方面，1H25 销售、管理和研发费用率占收入约 21.5%，其中 2Q25 三费占比受规模效应影响，环比减少 1.9 个百分点至 20.9%。

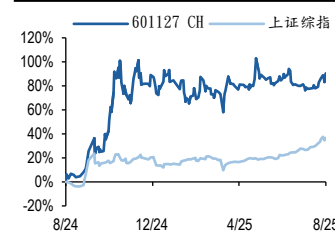
④ **强周期驱动下延续量价齐升。**我们预期赛力斯 2H25 将在“问界高端矩阵+M8 纯电首轮交付”强周期驱动下延续量价齐升：M8 月交付爬坡至 2 万辆，稳居 40 万元级 SUV 销冠；改款 M7 计划 3Q25 上市，瞄准 20-30 万元主流区间，有望再现月销 3 万辆。旗舰 M9 2025 款持续领跑 50 万元以上豪华市场，累计交付突破 20 万辆，高端占比抬升毛利率。整体来看，赛力斯 2H25 将由 M8 纯电增量，M9 高端稳盘及 M7 改款放量驱动，强周期驱动下延续量价齐升。

④ **维持买入。**我们看好赛力斯在高端市场的进一步拓展及其潜在的盈利能力增长，维持目标价 180.5 元人民币，对应 2026 年市盈率 22 倍，维持**买入**评级。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (人民币)	145.87
52周低位 (人民币)	73.74
市值 (百万人民币)	206,703.98
日均成交量 (百万)	62.19
年初至今变化 (%)	2.64
200天平均价 (人民币)	129.80

资料来源: FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	35,842	145,176	175,174	204,281	213,877
同比增长 (%)	5.1	305.0	20.7	16.6	4.7
净利润 (百万人民币)	(2,450)	5,946	10,884	12,400	15,599
每股盈利 (人民币)	(1.62)	3.94	7.21	8.21	10.33
同比增长 (%)	-36.1	-342.7	83.0	13.9	25.8
市盈率 (倍)	ns	34.8	19.0	16.7	13.3
每股账面净值 (人民币)	7.55	8.12	13.89	20.46	28.73
市账率 (倍)	18.12	16.85	9.86	6.69	4.77
股息率 (%)	1.2	1.5	1.9	1.9	2.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

2025 年 9 月 1 日

赛力斯 (601127 CH)

图表 1：赛力斯 1H25 业绩

人民币百万	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	环比	同比	1H24	1H25	同比
营业收入	26,561	38,484	41,582	38,549	19,147	43,255	125.9%	12.4%	65,044	62,402	-4.1%
营业成本	(20,846)	(28,549)	(30,328)	(27,486)	(13,859)	(30,487)	120.0%	6.8%	(49,395)	(44,346)	-10.2%
毛利	5,714	9,935	11,254	11,063	5,288	12,768	141.5%	28.5%	15,649	18,056	15.4%
销售费用	(3,405)	(5,294)	(5,272)	(5,213)	(2,662)	(6,278)	135.8%	18.6%	(8,699)	(8,941)	2.8%
管理费用	(451)	(729)	(1,028)	(1,339)	(657)	(877)	33.3%	20.3%	(1,179)	(1,534)	30.1%
研发费用	(954)	(1,874)	(1,541)	(1,217)	(1,051)	(1,879)	78.8%	0.3%	(2,827)	(2,930)	3.6%
财务费用	(1)	24	170	102	142	135	-5.1%	472.7%	23	277	NM
税金及附加	(739)	(1,030)	(1,091)	(1,028)	(496)	(1,178)	137.4%	14.4%	(1,769)	(1,675)	-5.3%
其他收益	121	538	247	161	332	358	7.8%	-33.5%	659	690	4.7%
投资收益	31	47	18	(87)	10	5	-54.2%	-90.4%	78	14	-81.7%
资产减值损失	(46)	(198)	(549)	(1,384)	(57)	(218)	NM	NM	(244)	(275)	12.9%
信用减值损失	19	(60)	15	(93)	35	(21)	NM	NM	(40)	14	-134.3%
公允价值变动收益	26	18	20	37	1	42	NM	NM	43	43	-0.6%
资产处置收益	(2)	9	(2)	(1)	3	1	NM	NM	7	4	-36.8%
营业利润	313	1,387	2,241	1,001	888	2,857	221.9%	106.0%	1,700	3,744	120.2%
营业外收入	1	4	33	8	21	3	-87.1%	-25.4%	5	23	362.9%
营业外支出	(1)	(5)	(8)	(23)	(17)	(27)	59.4%	395.2%	(6)	(43)	599.2%
利润总额	314	1,385	2,266	987	892	2,833	217.7%	104.6%	1,699	3,725	119.2%
所得税	(225)	(115)	(215)	344	(151)	(496)	228.4%	332.2%	(340)	(647)	90.4%
净利润	89	1,270	2,051	1,330	741	2,337	215.5%	84.0%	1,359	3,077	126.4%
少数股东损益	131	135	363	578	7	(144)	NM	NM	265	(136)	-151.4%
归母净利润	220	1,405	2,413	1,908	748	2,193	193.3%	56.1%	1,625	2,941	81.0%
扣非归母净利润	114	1,323	2,325	1,810	394	2,081	428.3%	57.3%	1,437	2,474	72.1%
费用率											
销售费用	12.8%	13.8%	12.7%	13.5%	13.9%	14.5%			13.4%	14.3%	
管理费用	1.7%	1.9%	2.5%	3.5%	3.4%	2.0%			1.8%	2.5%	
研发费用	3.6%	4.9%	3.7%	3.2%	5.5%	4.3%			4.3%	4.7%	
利润率											
毛利	21.5%	25.8%	27.1%	28.7%	27.6%	29.5%			24.1%	28.9%	
营业利润	1.2%	3.6%	5.4%	2.6%	4.6%	6.6%			2.6%	6.0%	
归母净利润	0.8%	3.7%	5.8%	4.9%	3.9%	5.1%			2.5%	4.7%	
扣非归母净利润	0.4%	3.4%	5.6%	4.7%	2.1%	4.8%			2.2%	4.0%	

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2：赛力斯 (601127 CH) 目标价及评级



资料来源：FactsSet，交银国际预测

图表 3：交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
300014 CH	亿纬锂能	买入	57.19	56.51	-1.2%	2025 年 08 月 22 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	11.99	15.46	28.9%	2025 年 08 月 12 日	电池
3931 HK	中创新航	买入	22.70	24.77	9.1%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	306.18	314.11	2.6%	2025 年 01 月 23 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	36.47	29.07	-20.3%	2024 年 12 月 02 日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	13.53	22.63	67.3%	2025 年 08 月 27 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	73.15	75.02	2.6%	2025 年 08 月 04 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	8.85	7.16	-19.1%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	22.68	26.45	16.6%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	16.30	20.50	25.8%	2025 年 03 月 28 日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	25.77	27.52	6.8%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	40.06	41.89	4.6%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
175 HK	吉利汽车	买入	19.56	24.21	23.8%	2025 年 08 月 15 日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	136.91	180.50	31.8%	2025 年 07 月 21 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	114.40	167.75	46.6%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	50.60	48.96	-3.2%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	83.90	134.69	60.5%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	18.59	17.36	-6.6%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	91.70	80.84	-11.8%	2025 年 08 月 29 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.53	3.34	-5.4%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源：FactSet，交银国际预测，数据截至 2025 年 8 月 29 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	35,842	145,176	175,174	204,281	213,877
主营业务成本	(32,308)	(107,210)	(127,744)	(149,808)	(155,284)
毛利	3,534	37,966	47,430	54,473	58,593
销售及管理费用	(5,276)	(19,184)	(22,773)	(25,535)	(26,521)
研发费用	(3,350)	(9,132)	(10,160)	(11,848)	(12,191)
其他经营净收入/费用	1,099	(4,707)	(3,838)	(4,945)	(4,602)
经营利润	(3,994)	4,942	10,659	12,144	15,280
财务成本净额	(16)	(295)	1,317	1,066	1,692
其他非经营净收入/费用	(72)	304	(1,306)	(1,054)	(1,678)
税前利润	(4,081)	4,951	10,670	12,157	15,293
税费	(76)	(211)	(1,601)	(1,824)	(2,294)
非控股权益	1,707	1,206	1,814	2,067	2,600
净利润	(2,450)	5,946	10,884	12,400	15,599
作每股收益计算的净利润	(2,450)	5,946	10,884	12,400	15,599

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	13,161	45,955	39,517	62,273	78,749
应收账款及票据	2,446	2,362	2,850	3,324	3,480
存货	3,529	2,552	3,150	3,694	3,829
其他流动资产	6,981	15,128	15,445	15,648	15,715
总流动资产	26,117	65,998	60,962	84,938	101,772
物业、厂房及设备	8,748	9,256	7,698	5,874	3,999
其他有形资产	2,177	2,872	2,863	2,861	2,860
无形资产	9,591	9,276	8,623	7,683	6,348
其他长期资产	4,612	6,961	26,988	27,175	27,270
总长期资产	25,128	28,366	46,173	43,592	40,477
总资产	51,245	94,364	107,135	128,531	142,249
短期贷款	786	0	0	0	0
应付账款	31,969	72,122	77,365	90,271	93,474
其他短期负债	4,821	4,142	4,142	4,142	4,142
总流动负债	37,576	76,265	81,507	94,414	97,617
长期贷款	3,082	2,905	3,540	4,176	4,812
长期应付账款	1,224	0	0	0	0
其他长期负债	3,387	3,289	3,289	3,289	3,289
总长期负债	6,469	6,194	6,829	7,465	8,101
总负债	44,045	82,458	88,336	101,879	105,717
股本	1,510	1,510	1,510	1,510	1,510
储备及其他资本项目	9,896	10,754	19,461	29,382	41,861
股东权益	11,406	12,264	20,971	30,891	43,371
非控股权益	(4,206)	(359)	(2,173)	(4,239)	(6,839)
总权益	7,200	11,906	18,798	26,652	36,532

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(4,081)	4,951	10,670	12,157	15,293
折旧及摊销	1,291	1,260	1,315	1,284	1,237
营运资本变动	7,314	11,094	2,523	10,620	1,153
其他经营活动现金流	1,873	5,210	3,392	3,923	4,034
经营活动现金流	6,398	22,515	17,900	27,984	21,718
资本开支	(3,465)	(7,144)	(4,450)	(4,450)	(4,450)
投资活动	608	(10,348)	(19,664)	0	0
其他投资活动现金流	(116)	983	0	0	0
投资活动现金流	(2,973)	(16,509)	(24,114)	(4,450)	(4,450)
负债净变动	(1,181)	(2,274)	1,317	1,066	1,692
股息	(244)	(610)	(2,177)	(2,480)	(3,120)
其他融资活动现金流	155	(1,283)	636	636	636
融资活动现金流	(1,269)	(4,167)	(224)	(778)	(792)
汇率收益/损失	(3)	15	0	0	0
年初现金	16,365	13,161	45,955	39,517	62,273
年末现金	13,161	45,955	39,517	62,273	78,749

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	(1.623)	3.938	7.209	8.213	10.332
全面摊薄每股收益	(1.623)	3.938	7.209	8.213	10.332
每股股息	1.643	2.066	2.554	2.589	2.672
每股账面值	7.555	8.123	13.890	20.461	28.726
利润率分析 (%)					
毛利率	9.9	26.2	27.1	26.7	27.4
EBIT利润率	(11.3)	3.6	5.3	5.4	6.4
净利率	(6.8)	4.1	6.2	6.1	7.3
盈利能力 (%)					
ROA	9.6	11.0	11.7	10.9	10.4
ROE	40.1	36.0	32.8	26.3	22.3
其他					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	0.7	0.9	0.7	0.9	1.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025 年 9 月 1 日

赛力斯 (601127 CH)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。