

赛力斯 (601127.SH)

2025Q2 利润环比高增，改款 M7 预售 1 小时小订超 10 万台

优于大市

核心观点

赛力斯 2025H1 营业收入 624.02 亿元，归母净利润 29.41 亿元；第二季度营收 432.55 亿元，归母净利润 21.93 亿元。2025H1，实现营收 624.02 亿元，同比-4%；2025 第二季度，实现营收 432.55 亿元，同比+12.40%，环比+125.91%。盈利方面，2025H1 实现归母净利润 29.41 亿元，同比+80.98%；2025 年第二季度，实现归母净利润 21.93 亿元，同比+56.09%，环比+193.28%。

公司毛利率稳步提升，净利润率回升。2025 年 H1，公司毛利率 28.93%，净利润率 4.71%，均创新高。2025 年第二季度，公司毛利率 29.52%，创单季度毛利率新高；净利润率回升，达到 5.07%。研发、销售高投入，管理费用持续在低位；2025H1，销售、管理、研发费用率分别为 14.33%、2.46%、4.69%；2025 年第二季度，销售、管理、研发费用率分别为 14.52%、2.03%、4.34%。

问界车型 2025 上半年销量 15.21 万辆，第二季度销量 10.68 万辆。公司核心产品问界系列车型 2025 上半年销量 15.21 万辆；第二季度销量 10.68 万辆，同比增长 8.09%，环比增长 135.81%。M5/M7/M8/M9 在第二季度销量分别为 13629/12558/41368/39219 辆。2025 年一季度，由于行业淡季叠加潜在用户观望，问界销量低迷。二季度，随着 M9 改款和 M8 上市，再度掀起销售热度；7 月问界销量 4.18 万辆，热度持续。M9 自改款以来，4-7 月份月销量均在 1 万以上；M8 在 4 月上市，5 月进行爬产，6/7 月份月销在 2.2 万以上。

公司单车营收超 40 万，单车毛利持续走高，单车净利回升。问界销量口径下，公司第二季度单车营收 40.51 万元（2025Q1 为 42.29 万元，2024Q2 为 38.96 万元），单车毛利 11.96 万元（2025Q1 为 11.68 万元，2024Q2 为 10.7 万元），单车净利 2.05 万元（2025Q1 为 1.65 万元，2024Q2 为 1.42 万元）。

公司连续打造热销车型，改款 M7 预售一小时小订突破 10 万台。问界 M8 和 M9 改款上市后销售火热，巩固公司豪华赛道的坚实地位。改款 M7 在 9 月 5 日开始预售，预售仅 1 小时小订突破 10 万台，具备成为爆款车型的潜质。8 月末，纯电版 M8 上市，上市 24 小时内大定突破 7000 台。

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。

调整盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入为 1731/2115/2471 亿元（原预测为 1800/2003/2250 亿元），归母净利润分别为 94.37/135.33/169.92 亿元（原预测为 94.25/121.85/149.04 亿元），EPS 分别为 6.25/8.96/11.25 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	173,136	211,474	247,120
(+/-%)	5.1%	305.0%	19.3%	22.1%	16.9%
归母净利润(百万元)	-2450	5946	9437	13533	16992
(+/-%)	-36.1%	-342.7%	58.7%	43.4%	25.6%
每股收益(元)	-1.62	3.94	6.25	8.96	11.25
EBIT Margin	-16.7%	4.0%	5.0%	6.5%	6.9%
净资产收益率 (ROE)	-21.5%	48.5%	43.5%	38.4%	32.8%
市盈率 (PE)	-77.5	31.9	20.1	14.0	11.2
EV/EBITDA	-67.0	28.1	30.6	21.0	17.7
市净率 (PB)	16.65	15.49	8.75	5.39	3.67

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

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

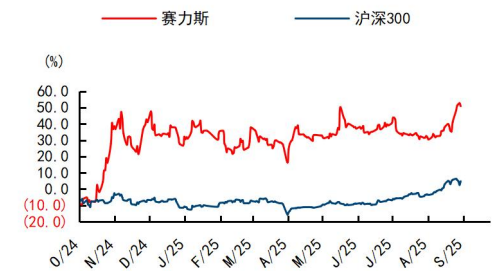
jiajikai@guosen.com.cn

S0980524090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	146.50 元
总市值/流通市值	239288/239288 百万元
52 周最高价/最低价	153.00/73.21 元
近 3 个月日均成交额	3075.67 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

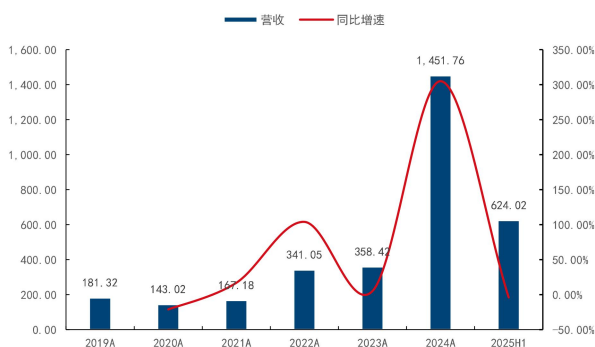
《赛力斯 (601127.SH) - 营收高速增长，净利润接近预告上限》——2025-04-06

《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

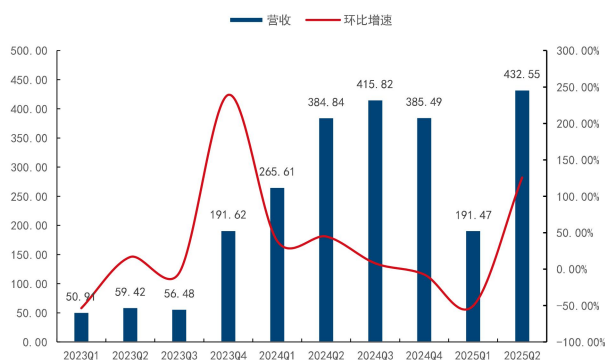
赛力斯 2025H1 营业收入 624.02 亿元，归母净利润 29.41 亿元；第二季度营收 432.55 亿元，归母净利润 21.93 亿元。赛力斯业务在 2025 年第一季度出现波动，主要原因是行业淡季，以及重磅产品发布前，潜在客户持币观望；第二季度随着 M9 的改款以及 M8 的发布，业绩回暖，单季营收创新高，单季度归母净利润达到 20 亿以上。2025H1，实现营收 624.02 亿元，同比-4%；2025 第二季度，实现营收 432.55 亿元，同比+12.40%，环比+125.91%。盈利方面，2025H1 实现归母净利润 29.41 亿元，同比+80.98%；2025 年第二季度，实现归母净利润 21.93 亿元，同比+56.09%，环比+193.28%。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



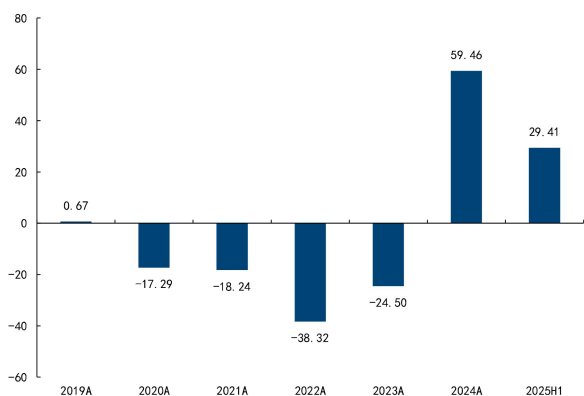
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及环比增速（单位：亿元、%）



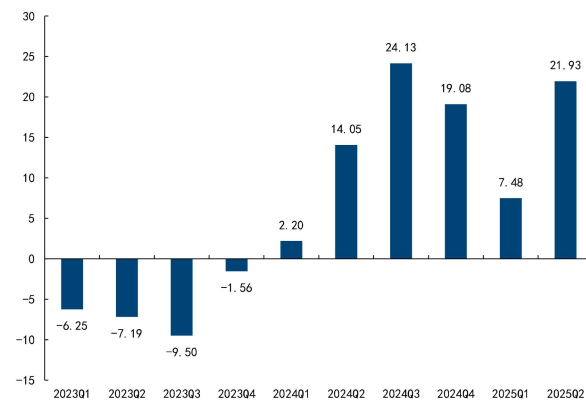
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

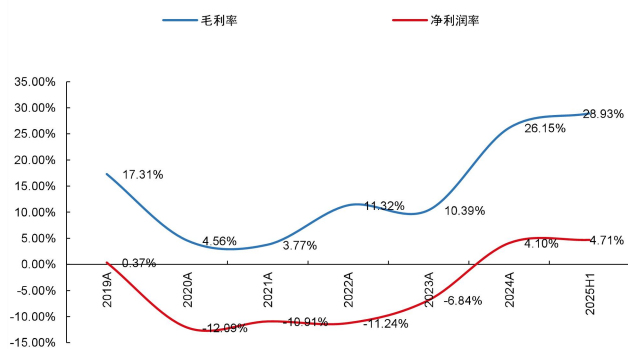
图4：公司单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

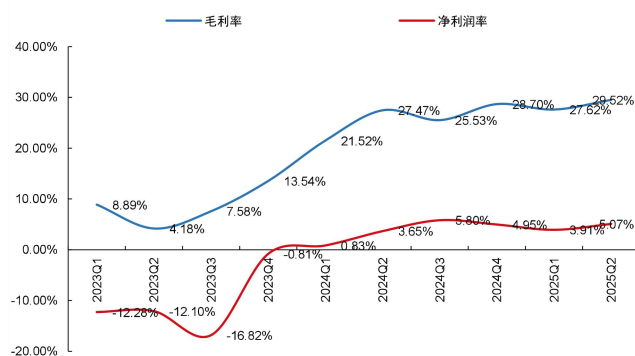
公司毛利率稳步提升，净利润率回升。公司立足豪华车市场，得益于技术优势、制造能力、运营管理和规模效应，公司在产品销量提升之后，毛利率维持在行业较高水准。2025 年 H1，公司毛利率 28.93%，净利润率 4.71%，均创新高。2025 年第二季度，公司毛利率 29.52%，创单季度毛利率新高；净利润率回升，达到 5.07%。

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

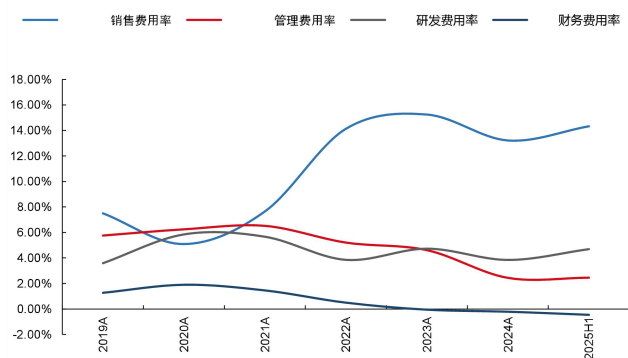
图6：公司季度毛利率、净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

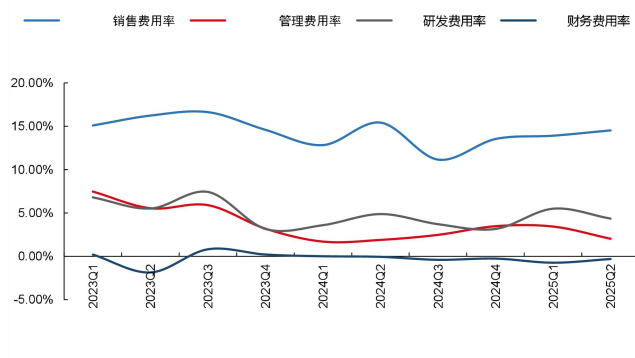
公司保持研发、销售高投入，管理费用持续在低位。公司产品定位豪华品牌，需要持续的营销支持，销售费用较高；多款在研新车和未来改款车，研发费用保持持续投入。2025H1，销售、管理、研发费用率分别为 14.33%、2.46%、4.69%；2025 年第二季度，销售、管理、研发费用率分别为 14.52%、2.03%、4.34%。

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

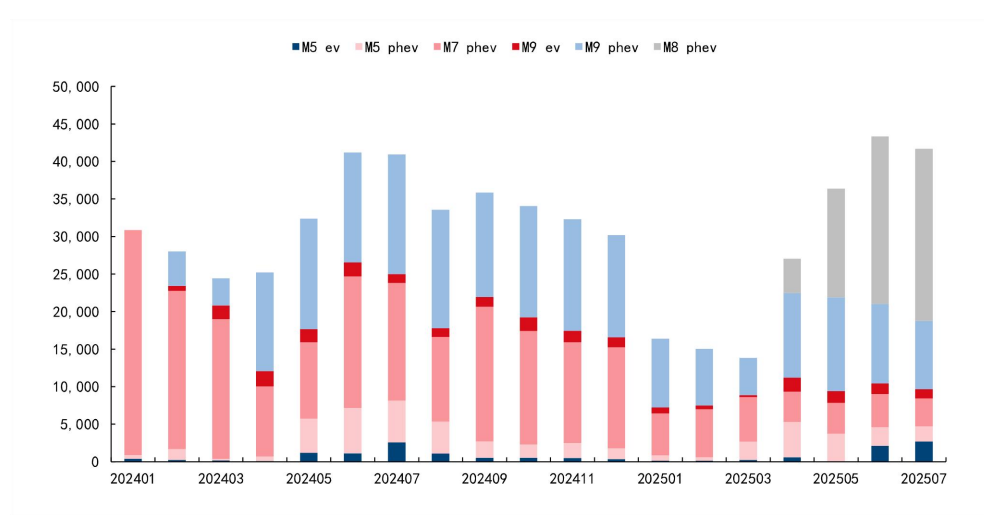
图8：公司季度费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

问界车型 2025 上半年销量 15.21 万辆，第二季度销量 10.68 万辆。公司核心产品问界系列车型 2025 上半年销量 15.21 万辆；第二季度销量 10.68 万辆，同比增长 8.09%，环比增长 135.81%。M5/M7/M8/M9 在第二季度销量分别为 13629/12558/41368/39219 辆。2025 年一季度，由于行业淡季叠加潜在用户观望新品，问界系列销量低迷。二季度，随着 M9 改款和 M8 上市，再度掀起销售热度；7 月问界销量 4.18 万辆，热度持续。M9 自改款以来，4-7 月份月销量均在 1 万以上；M8 在 4 月上市，5 月进行爬产，6/7 月份月销在 2.2 万以上。随着三季度末 M7 改款上市，预计四季度问界销量将迈上新台阶。

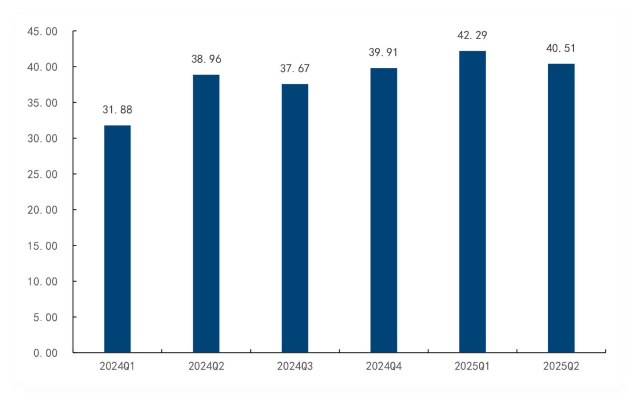
图9: 问界系列车型月销走势 (辆)



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

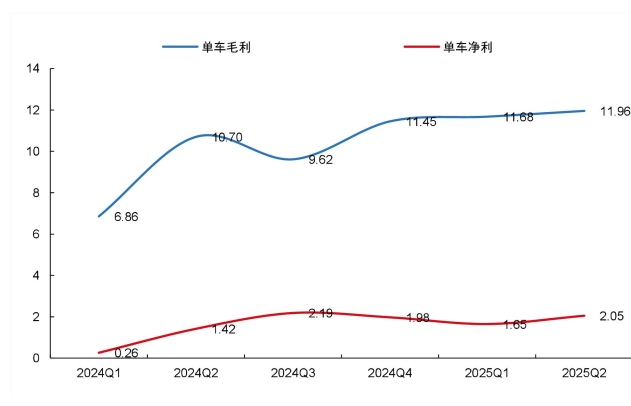
公司单车营收超 40 万, 单车毛利持续走高, 单车净利回升。问界车型销量口径下, 公司第二季度单车营收 40.51 万元、单车毛利 11.96 万元、单车净利 2.05 万元。单车营收和单车毛利提升, 主要是由于 M9+M8 的占比提升; 单车净利回升至 2 万以上。

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

连续打造热销车型, 改款 M7 预售一小时小订突破 10 万台

公司连续打造热销车型, M8、M9 改款上市后销售火热, 巩固公司豪华赛道的坚实地位。老款 M9 在改款前夕销量短暂下滑, 改款上市后月销恢复到 1 万台以上, 巩固 50 万元以上标杆产品的地位。M8 在 4 月上市后, 销售火爆, 6/7 月连续销量过 2.2 万辆。

M7 改款预售一小时小订过 10 万台, 有望成为新一轮爆品。改款 M7 在 9 月 5 日开始预售, 预售仅 1 小时小订突破 10 万台, 具备成为爆款车型的潜力; 改款 M7 预计在 2025Q4 和 2026 年, 为公司带来显著增量。此外 8 月末, 纯电版 M8 上市, 上市 24 小时内大定突破 7000 台, 在豪华 6 座纯电 SUV 赛道中成绩不俗。

图12: 问界 M8 纯电版 24 小时大定数据



资料来源: 鸿蒙智行 APP、国信证券经济研究所整理

图13: 问界 M7 新款一小时小订数据



资料来源: 鸿蒙智行 APP、国信证券经济研究所整理

投资建议: 调整盈利预测, 维持“优于大市”评级。

相比前期预测, 我们做了以下调整:

核心假设一: 调整 2025 年销量及结构预测, 上调 2026/2027 销量预测, 从而带动营收变化

公司新车型 M8 以及新款 M9 热销, 进一步优化产品结构。2025 年, M8 和 M9 改款同步热销, 推动公司客单价提升; 但是, 老款 M7 由于改款在即, 第二、第三季度销量受影响, 小幅下调 2025 年营收预测。问界新款 M7 预售订单火爆, 预计在 2026 年带来销量显著提升; 公司的新品、改款接连收到市场高度认可, 预计 2027 年销量进一步提升; 上调公司 2026/2027 年营收预测。

核心假设二: 提升毛利率预测

产品结构优化、规模效应及平台化生产, 推动毛利率显著提升。新款 M7 将采用魔方平台, 叠加销量提升带来规模效应; 随着 2026 年 M5 改款以及销量提升, 平台化生产与规模效应的优势将更加明显。预计同车型毛利率持续提升。上调毛利率预测, 由前期预测值 26-27%, 提升至 28.5-30%。

核心假设三: 费用率的下降幅度低于前期预测

公司 2025H1 期间费用率下降低于前期预测, 甚至销售费用率 2025Q2 有所回升, 预期未来公司期间费用率维持在现有水平, 微幅下降。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）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	358.42	1451.76	1731.36	2114.74	2471.20
销售费用	54.65	191.84	242.39	291.83	338.55
销售费用率%	15.25%	13.21%	14.00%	13.80%	13.70%
管理费用	16.53	35.47	45.26	54.46	63.02
管理费用率%	4.61%	2.44%	2.61%	2.58%	2.55%
研发费用	16.96	55.86	77.91	90.93	106.26
研发费用率%	4.73%	3.85%	4.50%	4.30%	4.30%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测：调整盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入为 1731/2115/2471 亿元（原预测为 1800/2003/2250 亿元），归母净利润分别为 94.37/135.33/169.92 亿元（原预测为 94.25/121.85/149.04 亿元），EPS 分别为 6.25/8.96/11.25 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	65336	90155	117963	营业收入	35842	145176	173136	211474	247120
应收款项	4683	3049	13462	16172	14434	营业成本	32119	107210	123533	148730	173107
存货净额	3529	2552	11328	11369	11063	营业税金及附加	904	3888	4328	5287	6178
其他流动资产	3601	10382	13437	17593	19137	销售费用	5465	19184	24239	29183	33855
流动资产合计	26117	65998	107622	139348	166656	管理费用	1653	3547	4526	5446	6302
固定资产	8943	9469	11738	13822	15796	研发费用	1696	5586	7791	9093	10626
无形资产及其他	9544	9276	8905	8534	8163	财务费用	(16)	(295)	(1326)	(1883)	(2541)
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	138532	172832	202225	其他收入	(1098)	(4633)	(7791)	(9093)	(10626)
短期借款及交易性金融负债	1931	759	800	800	800	营业利润	(3994)	4942	9560	15064	18907
应付款项	30150	68451	102812	121128	131752	营业外净收支	(87)	9	(27)	(27)	(27)
其他流动负债	5495	7054	7764	9335	10860	利润总额	(4081)	4951	9533	15036	18880
流动负债合计	37576	76265	111376	131263	143412	所得税费用	76	211	953	1504	1888
长期借款及应付债券	1375	687	457	457	457	少数股东损益	(1707)	(1206)	(858)	0	0
其他长期负债	5094	5507	6215	7095	7762	归属于母公司净利润	(2450)	5946	9437	13533	16992
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	118047	138815	151630	净利润	(2450)	5946	9437	13533	16992
少数股东权益	(4206)	(359)	(1217)	(1217)	(1217)	资产减值准备	118	1754	432	286	370
股东权益	11406	12264	21702	35234	51811	折旧摊销	2505	3928	1344	1937	2252
负债和股东权益总计	51245	94364	138532	172832	202225	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)	(1326)	(1883)	(2541)
每股收益	(1.62)	3.94	6.25	8.96	11.25	营运资本变动	4136	34813	13967	14145	13686
每股红利	0.16	0.40	0.00	0.00	0.27	其它	(1995)	(2836)	(1290)	(286)	(370)
每股净资产	7.55	8.12	14.37	23.34	34.32	经营活动现金流	2715	45681	24875	30769	34335
ROIC	-49.11%	114.15%	266%	-227%	-98%	资本开支	0	(1463)	(4659)	(5089)	(5631)
ROE	-21.48%	48.48%	43%	38%	33%	其它投资现金流	617	(2916)	0	0	0
毛利率	10%	26%	29%	30%	30%	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%	19%	22%	17%	支付股利、利息	(244)	(610)	0	0	(415)
净利润增长率	-36%	-343%	59%	43%	26%	其它融资现金流	(4410)	(7499)	41	0	0
资产负债率	78%	87%	84%	80%	74%	融资活动现金流	(4535)	(8572)	(189)	0	(415)
股息率	0.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.2%	现金净变动	(3204)	32794	19381	24819	27808
P/E	(77.5)	31.9	20.1	14.0	11.2	货币资金的期初余额	16365	13161	45955	65336	90155
P/B	16.7	15.5	8.8	5.4	3.7	货币资金的期末余额	13161	45955	65336	90155	117963
EV/EBITDA	(67.0)	28.1	30.6	21.0	17.7	企业自由现金流	0	42794	18499	23354	25653
						权益自由现金流	0	34606	19503	25049	27940

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提及的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