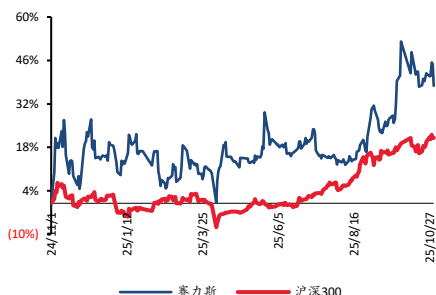


港股上市推动全球品牌，人形机器人加速落地

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 16.33/15.1
总市值/流通(亿元) 2,534.82/2,343.03
12 个月内最高/最低价 174.66/112.14 (元)

相关研究报告

<<全新问界 M7 王者归来>>—2025-09-09

<<问界 M8 纯电有望延续爆款，M7 大改王者归来>>—2025-07-11

<<问界 M8 交付起量，人形机器人启航>>—2025-06-04

证券分析师：刘虹辰

电话：010-88321818

E-MAIL: liuhc@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524010002

事件：赛力斯发布 2025 年三季报，今年前三季度营收 1105.34 亿元，同比增长 3.67%，归母净利润 53.12 亿元，同比增长 31.56%。

港股上市推动全球品牌，人形机器人加速落地。Q3 公司实现营业收入 481.33 亿元，同比增长 15.75%，归母净利润同比微降 1.74%，主要受销售费用与研发支出持续高位投入影响。本次 H 股全球发售基础发行股数为 100,200,000 股，最高发行股数可达 132,514,500 股，发行价格上限为每股 131.50 港元，据此测算募集资金总额最高不超过 17,445,806,750 港元。国际发售占比 90%，重点推进智能电动技术出海，推动从“中国制造”向“全球品牌”转型。募集资金将用于智能电动汽车研发、智能制造基地建设、全球营销网络拓展及补充营运资金，具体用途分配未在公告中逐项列明，但明确涵盖研发、产能、销售及流动资金四大方向，全部资金将用于支持公司国际化战略与核心业务发展。早前，赛力斯与火山引擎签署具身智能业务合作框架协议，双方将围绕“面向多模态云边协同的智能机器人决策、控制与人机增强技术”项目进行协同攻关。火山引擎提供智能算法与算力支撑，赛力斯推动人工智能的产业化应用落地，目标是实现 AI+具身智能的移动智能体和生活伙伴。

问界新车型周期向上。赛力斯新能源汽车 9 月销量 44,678 辆，同比增长 19.44%；今年 1-9 月累计销量达 304,629 辆，同比下降 3.82%。问界 M8 预售即爆款，大定 34 天突破 8 万台，问界 M8 交付已超 10 万台，获乘用车市场 40 万级销量第一。全新问界 M7 开启预订 17 天小订突破 22 万台，开启强势车型周期。

华为乾崮智驾 ADS 4 全面领先。华为乾崮智驾 ADS 4，采用 WEWA 架构（世界引擎+世界行为模型），实现“云端训练”与“车端执行”的协同，用 AI 训练 AI 的架构革新，ADS 4.0 最大的突破在于其 WEWA 架构，云端的“世界引擎”能利用 AI 生成海量高难度驾驶场景（密度是真实世界的 1000 倍），从而高效训练车端的“世界行为模型”，实现了从“人教 AI”到“AI 教 AI”的飞跃。车位到车位 2.0 是华为乾崮智驾 ADS 4.0 在提升用户体验方面一个重要进步。它通过打通导航与泊车场景，并赋予系统更拟人化的决策和交互能力，实现从起点车位到终点车位的全程辅助驾驶。

投资建议：港股上市推动全球品牌，人形机器人加速落地。问界新车型周期向上，渠道+新工厂产能持续发力，港股上市推动海外战略，打造全球品牌，向上势能加速。华为车 BU，自主新引望，引望股权 10%开始贡献投资收益。人形机器人加速落地，有望打造新增长极。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 1794/2291/2592 亿元；归母净利润分别为 90.6/127.7/157.9 亿元，对应 PE 分别为 28/20/16/倍，维持“买入”评级。

风险提示：销量不及预期，新车交付不及预期，智驾技术进展不及预期

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	145,176	179,400	229,100	259,200
营业收入增长率(%)	305.04%	23.57%	27.70%	13.14%
归母净利（百万元）	5,946	9,063	12,773	15,789
净利润增长率(%)	342.72%	52.43%	40.93%	23.62%
摊薄每股收益（元）	3.94	5.55	7.82	9.67
市盈率（PE）	33.86	27.97	19.85	16.05

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,161	45,955	34,012	42,869	58,084
应收和预付款项	4,314	3,356	10,460	12,582	13,123
存货	3,529	2,552	8,962	9,938	10,620
其他流动资产	5,113	14,134	66,287	122,159	185,400
流动资产合计	26,117	65,998	119,720	187,548	267,227
长期股权投资	2,042	1,979	1,979	1,979	1,979
投资性房地产	0	0	2	4	6
固定资产	8,748	9,256	11,744	13,255	15,053
在建工程	195	213	573	813	1,093
无形资产开发支出	10,545	10,058	12,217	13,991	15,393
长期待摊费用	153	182	187	165	122
其他非流动资产	29,561	72,677	124,782	193,282	273,683
资产总计	51,245	94,364	151,485	223,489	307,328
短期借款	786	0	400	32,000	86,220
应付和预收款项	30,173	68,486	98,423	122,360	135,591
长期借款	1,375	687	37	237	187
其他负债	11,711	13,286	23,412	27,482	29,308
负债合计	44,045	82,458	122,272	182,079	251,306
股本	1,510	1,510	1,633	1,633	1,633
资本公积	17,874	13,045	21,085	21,085	21,085
留存收益	-7,694	-2,248	6,306	18,365	33,272
归母公司股东权益	11,406	12,264	29,054	41,113	56,020
少数股东权益	-4,206	-359	159	297	1
股东权益合计	7,200	11,906	29,213	41,410	56,021
负债和股东权益	51,245	94,364	151,485	223,489	307,328

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	6,398	22,515	15,243	16,684	3,275
投资性现金流	-2,973	-16,509	-36,867	-39,746	-41,999
融资性现金流	-1,269	-4,167	9,683	31,919	53,938
现金增加额	2,152	1,854	-11,944	8,857	15,215

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	35,842	145,176	179,400	229,100	259,200
营业成本	32,308	107,210	127,450	162,120	182,920
营业税金及附加	904	3,888	4,722	6,023	6,838
销售费用	5,276	19,184	24,882	31,600	35,567
管理费用	1,653	3,547	6,506	7,782	8,591
财务费用	-16	-295	-556	-625	-890
资产减值损失	-424	-2,177	-1,860	-2,545	-3,030
投资收益	1,789	10	18	23	25
公允价值变动	22	101	0	0	0
营业利润	-3,994	4,942	9,623	13,074	15,714
其他非经营损益	-87	9	9	16	28
利润总额	-4,081	4,951	9,632	13,091	15,742
所得税	76	211	51	180	248
净利润	-4,157	4,740	9,581	12,910	15,494
少数股东损益	-1,707	-1,206	518	138	-295
归母股东净利润	-2,450	5,946	9,063	12,773	15,789

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	9.86%	26.15%	28.96%	29.24%	29.43%
销售净利率	-6.83%	4.10%	5.05%	5.58%	6.09%
销售收入增长率	5.09%	305.04%	23.57%	27.70%	13.14%
EBIT 增长率	-21.41%	208.06%	44.02%	37.34%	19.14%
净利润增长率	36.07%	342.72%	52.43%	40.93%	23.62%
ROE	-21.48%	48.48%	31.19%	31.07%	28.18%
ROA	-8.46%	6.51%	7.79%	6.89%	5.84%
ROIC	-48.64%	38.75%	26.69%	15.63%	9.87%
EPS (X)	-1.63	3.94	5.55	7.82	9.67
PE (X)	—	33.86	27.97	19.85	16.05
PB (X)	10.09	16.42	8.72	6.17	4.52
PS (X)	3.21	1.39	1.41	1.11	0.98
EV/EBITDA (X)	-34.98	14.90	22.67	17.74	16.72

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。