

# 赛力斯 (601127)

## 2025 年报点评：业绩低于预期，M6 上市在即

买入 (维持)

2026 年 04 月 01 日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001  
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 孟璐

执业证书：S0600524100001  
mengl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	145,176	165,054	186,169	229,389	259,389
同比 (%)	305.04	13.69	12.79	23.22	13.08
归母净利润 (百万元)	5,946	5,957	7,620	9,381	12,036
同比 (%)	342.72	0.18	27.93	23.11	28.30
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.41	3.42	4.37	5.39	6.91
P/E (现价&最新摊薄)	27.61	27.56	21.54	17.50	13.64

### 投资要点

■ **公司公告**：公司 2025 年营业收入为 1650.5 亿元，同比+13.7%，归母净利润 59.6 亿元，同比+0.2%，扣非后归母净利润 51.4 亿元，同比-7.8%。公司 2025Q4 单季度实现营收为 545.2 亿元，同环比分别+41%/+13%；实现归母净利润 6.4 亿元，同环比分别-66%/-73%；实现扣非后归母净利润 3.7 亿元，同环比分别-80%/-84%。表现低于我们预期。

■ **新车上市销售费用开支较多；毛利率表现较佳。** 1) **营收层面**：新款 M7 贡献主要增量。Q4 单季度问界品牌共交付 15.4 万辆，同环比分别+60%/+24%，增量主要来自新款 M7。2025 款 M7 于 9 月底正式上市，首个完整交付季度表现出色，共交付 7.4 万辆，同环比分别+77%/+360%；M8&M9 销量占比环比-29pct。高价车型销量占比下滑导致公司 ASP 单季度环比下滑。2) **毛利率**：高端品牌毛利率水平仍居高位。Q4 毛利率 28.7%，同环比分别 0/-1.3pct，主要也受车型结构影响。3) **费用率**：公司 Q4 销管研费用率合计 24.4%，同环比分别+4/+3pct。其中 25Q4 单季度销售费用率 15%。费用率环比提升主要原因为①本期员工激励增加；②新设海外贸易公司、海外团队建设费用增加；③在整车及其他创新业务领域持续投入，研发开支较多。4) **减值影响**：Q4 单季计提资产减值损失 12.6 亿元，占全年资产减值总额 15.8 亿元的 80%。5) **净利润**：员工激励提升&减值影响 Q4 业绩。25Q4 公司实现归母净利润 6.4 亿元，同环比分别-66%/-73%。

■ **盈利预测与投资评级**：由于行业竞争加剧，我们下修公司 2026/2027 年归母净利润预期至 76/94 亿元 (原为 121/160 亿元)，我们预测公司 2028 年归母净利润为 120 亿元，对应 PE 为 22/18/14x。问界品牌锚定高端，品牌势能继续向上，M6 已开启预售，上市在即，此外公司创新业务持续拓展。我们维持公司“买入”评级。

■ **风险提示**：行业竞争加剧，新平台车型推进不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	90.83
一年最低/最高价	90.28/174.66
市净率(倍)	3.87
流通 A 股市值(百万元)	141,440.78
总市值(百万元)	158,224.51

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	23.49
资产负债率(% ,LF)	70.91
总股本(百万股)	1,741.99
流通 A 股(百万股)	1,557.20

### 相关研究

《赛力斯(601127)：2025 年三季报点评：毛利率表现较佳，高端智能品牌持续突破》

2025-10-31

《赛力斯(601127)：2025 年半年报点评：业绩符合预期，高端智能品牌持续突破》

2025-08-30

赛力斯三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>98,783</b>	<b>110,139</b>	<b>140,719</b>	<b>167,566</b>	<b>营业总收入</b>	<b>165,054</b>	<b>186,169</b>	<b>229,389</b>	<b>259,389</b>
货币资金及交易性金融资产	87,545	91,270	124,033	145,530	营业成本(含金融类)	116,954	131,645	164,238	187,151
经营性应收款项	2,958	4,481	5,489	6,197	税金及附加	4,390	4,989	6,148	6,952
存货	2,447	3,134	3,910	4,455	销售费用	24,194	27,367	33,261	36,833
合同资产	0	72	88	99	管理费用	4,787	5,213	5,735	5,188
其他流动资产	5,833	11,182	7,201	11,285	研发费用	7,954	8,378	9,864	10,894
<b>非流动资产</b>	<b>45,123</b>	<b>45,787</b>	<b>47,129</b>	<b>48,312</b>	财务费用	(420)	(587)	(532)	(853)
长期股权投资	13,571	13,718	14,175	14,632	加:其他收益	1,559	1,559	1,714	1,886
固定资产及使用权资产	15,640	16,350	17,181	17,927	投资净收益	294	294	500	1,000
在建工程	583	543	483	425	公允价值变动	17	22	20	20
无形资产	11,711	11,903	12,064	12,126	减值损失	(1,574)	(1,736)	(1,515)	(1,539)
商誉	497	197	197	197	资产处置收益	29	29	31	8
长期待摊费用	164	179	202	225	<b>营业利润</b>	<b>7,518</b>	<b>9,331</b>	<b>11,426</b>	<b>14,599</b>
其他非流动资产	2,957	2,897	2,827	2,781	营业外净收支	(48)	(53)	(59)	(64)
<b>资产总计</b>	<b>143,906</b>	<b>155,926</b>	<b>187,849</b>	<b>215,878</b>	<b>利润总额</b>	<b>7,470</b>	<b>9,278</b>	<b>11,368</b>	<b>14,535</b>
<b>流动负债</b>	<b>93,700</b>	<b>97,253</b>	<b>119,170</b>	<b>135,614</b>	减:所得税	1,323	1,485	1,819	2,326
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,119	1,119	1,119	1,119	<b>净利润</b>	<b>6,147</b>	<b>7,794</b>	<b>9,549</b>	<b>12,209</b>
经营性应付款项	79,643	84,421	105,154	119,822	减:少数股东损益	190	173	168	173
合同负债	6,851	3,836	4,727	5,345	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,957</b>	<b>7,620</b>	<b>9,381</b>	<b>12,036</b>
其他流动负债	6,087	7,876	8,170	9,328	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.42	4.37	5.39	6.91
非流动负债	8,347	9,797	11,051	11,451	EBIT	7,682	8,691	10,836	13,682
长期借款	3,858	4,476	4,991	5,191	EBITDA	12,453	12,565	14,858	17,788
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.14	29.29	28.40	27.85
租赁负债	770	1,602	2,341	2,541	归母净利率(%)	3.61	4.09	4.09	4.64
其他非流动负债	3,719	3,719	3,719	3,719	收入增长率(%)	13.69	12.79	23.22	13.08
<b>负债合计</b>	<b>102,048</b>	<b>107,050</b>	<b>130,221</b>	<b>147,064</b>	归母净利润增长率(%)	0.18	27.93	23.11	28.30
归属母公司股东权益	40,918	47,763	56,346	67,359					
少数股东权益	940	1,113	1,281	1,455					
<b>所有者权益合计</b>	<b>41,858</b>	<b>48,876</b>	<b>57,628</b>	<b>68,814</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>143,906</b>	<b>155,926</b>	<b>187,849</b>	<b>215,878</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	28,914	9,225	38,912	28,279	每股净资产(元)	23.49	27.42	32.35	38.67
投资活动现金流	(5,033)	(9,416)	(3,391)	(9,160)	最新发行在外股份(百万股)	1,742	1,742	1,742	1,742
筹资活动现金流	18,277	525	121	(994)	ROIC(%)	20.01	14.08	14.90	15.99
现金净增加额	42,030	205	35,642	18,125	ROE-摊薄(%)	14.56	15.95	16.65	17.87
折旧和摊销	4,771	3,874	4,021	4,106	资产负债率(%)	70.91	68.65	69.32	68.12
资本开支	(3,986)	(5,735)	(6,053)	(6,082)	P/E (现价&最新股本摊薄)	27.56	21.54	17.50	13.64
营运资本变动	16,713	(4,173)	23,977	11,010	P/B (现价)	4.01	3.44	2.91	2.44

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>