

汽车	收盘价 人民币 90.83	目标价 人民币 135.20↓	潜在涨幅 +48.8%
----	------------------	--------------------	----------------

2026 年 4 月 1 日

赛力斯 (601127 CH)

费用前置致利润释放低于预期，关注海外与新品催化；维持买入

- ④ **2025 年毛利率逆势扩张，但费用支出拖累利润。** 赛力斯发布 2025 年业绩：全年实现营业收入 1,650.54 亿元（人民币，下同），同比+13.7%；得益于高端车型销量增长与产品结构优化。销量方面，2025 年赛力斯总销量达 51.69 万辆，其中问界系列交付 42.6 万辆，高端化特征显著，单车 ASP 逆势升至 39.1 万元的高位，支撑全年毛利率稳步扩张至 29.1%（同比提升近 3 个百分点）。三费方面，全年销售/管理/研发费用分别同比+26.1%/+35.0%/+42.4%，主要受下一代高阶智驾研发、新平台投入及海外渠道铺设导致费用前置。利润释放低于市场预期，主因一次性资产减值及投入前置压制了利润弹性，但量价齐升与高端化逻辑已得到验证。全年归母净利润/扣非归母净利润分别为 59.57 亿/51.36 亿元，同比持平/下跌 7.8%。单季来看，4Q25 录得营收 545.19 亿元，归母净利润 6.44 亿元，同比跌 72.8%，同样受费用支出和资产减值所拖累。

- ④ **强周期驱动下切换至出海与智驾共振。** 展望 2026 年，我们预期赛力斯将以三条主线推进：聚焦高端智能电动汽车主业、加快海外车型研发与运营体系搭建、积极推进智能机器人等创新业务落地。新车周期方面，问界 M7/M9 的改款放量及全新细分市场车型 M6 的导入，将持续验证其爆款复制能力，支撑 20-40 万元级主流与豪华区间的绝对市占率；出海方面，针对中东、欧洲等高价市场的本土化布局与销售爬坡，有望在中短期内打开高毛利的第二增长曲线。

- ④ **维持买入。** 我们看好赛力斯在高端智能电动市场的定价权及长线盈利增长潜力，维持买入。基于较预期高的费用支出及行业竞争，我们下调公司 2026-2027 年 EPS 预测。结合最新盈利预测，我们将目标价下调至 135.2 元人民币，对应 26.9 倍 2026 年市盈率。

财务数据一览

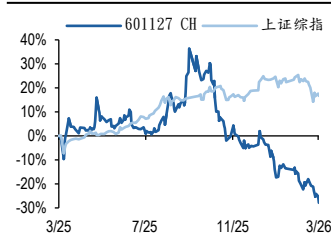
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万人民币)	145,176	165,054	189,986	198,696	211,367
同比增长(%)	305.0	13.7	15.1	4.6	6.4
净利润(百万人民币)	5,946	5,957	8,217	10,543	11,664
每股盈利(人民币)	3.64	3.65	5.03	6.45	7.14
同比增长(%)	-324.4	0.2	37.9	28.3	10.6
前EPS预测值(人民币)			8.21	10.33	
调整幅度(%)			-38.8	-37.5	
市盈率(倍)	25.0	24.9	18.1	14.1	12.7
每股账面净值(人民币)	7.51	25.05	29.08	34.24	39.95
市账率(倍)	12.10	3.63	3.12	2.65	2.27
股息率(%)	1.4	1.6	1.5	1.4	0.0

资料来源：公司资料，交银国际预测

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)	171.57
52周低位(人民币)	90.83
市值(百万人民币)	148,359.00
日均成交量(百万)	27.57
年初至今变化(%)	(24.91)
200天平均价(人民币)	125.67

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

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，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

2026 年 4 月 1 日

赛力斯 (601127 CH)

图表 1: 赛力斯业绩概览

人民币百万元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	QoQ	YoY	FY24	FY25	YoY
营业收入	26,561	38,484	41,582	38,549	19,147	43,255	48,133	54,519	13.3%	41.4%	145,176	165,054	13.7%
营业成本	(20,846)	(28,549)	(30,328)	(27,486)	(13,859)	(30,487)	(33,717)	(38,891)	15.3%	41.5%	(107,210)	(116,954)	9.1%
毛利	5,714	9,935	11,254	11,063	5,288	12,768	14,415	15,629	8.4%	41.3%	37,966	48,100	26.7%
销售费用	(3,405)	(5,294)	(5,272)	(5,213)	(2,662)	(6,278)	(7,049)	(8,204)	16.4%	57.4%	(19,184)	(24,194)	26.1%
管理费用	(451)	(729)	(1,028)	(1,339)	(657)	(877)	(1,048)	(2,205)	110.4%	64.6%	(3,547)	(4,787)	35.0%
研发费用	(954)	(1,874)	(1,541)	(1,217)	(1,051)	(1,879)	(2,130)	(2,895)	35.9%	137.8%	(5,586)	(7,954)	42.4%
财务费用	(1)	24	170	102	142	135	128	14	-88.8%	-85.9%	295	420	42.5%
税金及附加	(739)	(1,030)	(1,091)	(1,028)	(496)	(1,178)	(1,487)	(1,229)	-17.3%	19.6%	(3,888)	(4,390)	12.9%
其他收益	121	538	247	161	332	358	52	816	1455.3%	406.1%	1,068	1,559	46.0%
投资收益	31	47	18	(87)	10	5	144	136	-6.0%	-256.7%	10	294	2747.4%
资产减值损失	(46)	(198)	(549)	(1,384)	(57)	(218)	(47)	(1,257)	2595.8%	-9.2%	(2,177)	(1,579)	-27.5%
信用减值损失	19	(60)	15	(93)	35	(21)	1	(10)	-1690.9%	-89.5%	(118)	5	-103.8%
公允价值变动收益	26	18	20	37	1	42	(22)	(4)	-80.1%	-111.5%	101	17	-82.9%
资产处置收益	(2)	9	(2)	(1)	3	1	1	24	2956.7%	-1841.7%	4	29	716.4%
营业利润	313	1,387	2,241	1,001	888	2,857	2,959	814	-72.5%	-18.7%	4,942	7,518	52.1%
营业外收入	1	4	33	8	21	3	31	56	82.3%	577.9%	46	110	140.3%
营业外支出	(1)	(5)	(8)	(23)	(17)	(27)	(16)	(100)	532.9%	341.6%	(37)	(159)	331.6%
利润总额	314	1,385	2,266	987	892	2,833	2,974	770	-74.1%	-21.9%	4,951	7,470	50.9%
所得税	(225)	(115)	(215)	344	(151)	(496)	(415)	(261)	-37.1%	-175.8%	(211)	(1,323)	526.2%
净利润	89	1,270	2,051	1,330	741	2,337	2,560	510	-80.1%	-61.7%	4,740	6,147	29.7%
少数股东损益	131	135	363	578	7	(144)	(188)	135	NA	-76.7%	1,206	(190)	NA
归母净利润	220	1,405	2,413	1,908	748	2,193	2,371	644	-72.8%	-66.2%	5,946	5,957	0.2%
扣非归母净利润	114	1,323	2,325	1,810	394	2,081	2,293	368	-83.9%	-79.6%	5,573	5,136	-7.8%
费用%													
销售费用	-12.8%	-13.8%	-12.7%	-13.5%	-13.9%	-14.5%	-14.6%	-15.0%			-13.2%	-14.7%	
管理费用	-1.7%	-1.9%	-2.5%	-3.5%	-3.4%	-2.0%	-2.2%	-4.0%			-2.4%	-2.9%	
研发费用	-3.6%	-4.9%	-3.7%	-3.2%	-5.5%	-4.3%	-4.4%	-5.3%			-3.8%	-4.8%	
利润率%													
毛利	21.5%	25.8%	27.1%	28.7%	27.6%	29.5%	29.9%	28.7%			26.2%	29.1%	
营业利润	1.2%	3.6%	5.4%	2.6%	4.6%	6.6%	6.1%	1.5%			3.4%	4.6%	
归母净利润	0.8%	3.7%	5.8%	4.9%	3.9%	5.1%	4.9%	1.2%			4.1%	3.6%	
扣非归母净利润	0.4%	3.4%	5.6%	4.7%	2.1%	4.8%	4.8%	0.7%			3.8%	3.1%	

资料来源: 公司资料, 交银国际

2026 年 4 月 1 日

赛力斯 (601127 CH)

图表 2: 赛力斯 (601127 CH) 评级及目标价



资料来源: FactSet, 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
002074 CH	国轩高科	买入	37.00	54.84	48.22%	2025 年 10 月 30 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	69.09	94.74	37.12%	2025 年 10 月 24 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	16.00	18.88	18.00%	2026 年 3 月 27 日	电池
3931 HK	中创新航	买入	32.72	42.88	31.05%	2026 年 3 月 31 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	413.00	512.00	23.97%	2026 年 3 月 10 日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	12.77	22.63	77.21%	2025 年 8 月 27 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	44.73	75.02	67.72%	2025 年 10 月 27 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	12.47	7.16	-42.58%	2025 年 3 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	40.76	45.80	12.37%	2026 年 3 月 30 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	28.42	28.50	0.28%	2026 年 3 月 30 日	重卡
000338 CH	潍柴动力	买入	24.43	31.30	28.12%	2026 年 3 月 30 日	重卡
HSAI US	禾赛集团	买入	17.73	34.66	95.49%	2025 年 9 月 16 日	激光雷达
2525 HK	禾赛集团	买入	146.20	269.66	84.45%	2025 年 9 月 16 日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	34.60	49.16	42.08%	2026 年 3 月 26 日	激光雷达
9866 HK	蔚来汽车	买入	43.58	65.83	51.06%	2026 年 3 月 11 日	整车厂
NIO US	蔚来汽车	买入	5.51	8.40	52.45%	2026 年 3 月 11 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	105.80	138.53	30.94%	2026 年 3 月 30 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	11.85	17.50	47.68%	2026 年 3 月 30 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	21.06	24.21	14.96%	2025 年 8 月 15 日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	94.24	135.20	43.46%	2026 年 3 月 31 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	66.85	134.69	101.48%	2025 年 3 月 12 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	68.80	80.84	17.50%	2025 年 8 月 29 日	整车厂
LI US	理想汽车	中性	17.55	20.80	18.52%	2025 年 8 月 29 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.00	3.34	11.33%	2024 年 4 月 1 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2026 年 3 月 30 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	145,176	165,054	189,986	198,696	211,367
主营业务成本	(107,210)	(116,954)	(136,317)	(141,916)	(150,622)
毛利	37,966	48,100	53,670	56,780	60,745
销售及管理费用	(19,184)	(24,194)	(27,548)	(27,817)	(29,591)
研发费用	(9,132)	(12,741)	(14,249)	(14,903)	(15,853)
其他经营净收入/费用	(4,707)	(3,646)	(3,761)	(3,665)	(3,804)
经营利润	4,942	7,518	8,112	10,395	11,497
财务成本净额	(295)	(420)	1,398	1,731	1,936
其他非经营净收入/费用	304	371	(1,454)	(1,789)	(1,998)
税前利润	4,951	7,470	8,056	10,337	11,435
税费	(211)	(1,323)	(1,208)	(1,550)	(1,715)
非控股权益	1,206	(190)	1,369	1,757	1,944
净利润	5,946	5,957	8,217	10,543	11,664
作每股收益计算的净利润	5,946	5,957	8,217	10,543	11,664

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	45,955	87,287	107,792	121,963	139,644
应收账款及票据	2,362	1,736	1,998	2,089	2,223
存货	2,552	2,447	2,852	2,969	3,151
其他流动资产	15,128	7,314	7,914	7,976	8,065
总流动资产	65,998	98,783	120,556	134,998	153,084
物业、厂房及设备	9,256	14,689	13,336	11,679	9,743
其他有形资产	2,872	1,534	1,536	1,491	1,458
无形资产	9,276	12,209	11,144	9,764	7,901
其他长期资产	6,961	16,691	16,819	16,881	16,912
总长期资产	28,366	45,123	42,834	39,816	36,015
总资产	94,364	143,906	163,391	174,814	189,098
短期贷款	0	0	0	0	0
应付账款	72,122	85,133	98,548	102,428	108,460
其他短期负债	4,142	8,567	8,567	8,567	8,567
总流动负债	76,265	93,700	107,116	110,995	117,027
长期贷款	2,905	4,628	5,494	6,360	7,225
长期应付账款	0	0	0	0	0
其他长期负债	3,289	3,719	3,719	3,719	3,719
总长期负债	6,194	8,347	9,213	10,078	10,944
总负债	82,458	102,048	116,329	121,074	127,972
股本	1,510	1,742	1,742	1,742	1,742
储备及其他资本项目	10,754	39,176	45,750	54,184	63,515
股东权益	12,264	40,918	47,492	55,926	65,257
非控股权益	(359)	940	(429)	(2,187)	(4,130)
总权益	11,906	41,858	47,062	53,740	61,127

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	4,740	6,147	6,847	8,786	9,720
折旧及摊销	1,260	1,819	2,163	2,226	2,268
营运资本变动	11,094	16,425	10,749	1,879	3,691
其他经营活动现金流	4,954	4,223	6,185	6,852	7,593
经营活动现金流	22,048	28,614	25,945	19,743	23,272
资本开支	(7,144)	(4,170)	(6,060)	(6,060)	(6,060)
投资活动	(10,348)	(1,732)	0	0	0
其他投资活动现金流	983	869	0	0	0
投资活动现金流	(16,509)	(5,033)	(6,060)	(6,060)	(6,060)
负债净变动	(2,274)	(4,768)	1,398	1,731	1,936
股息	(610)	(2,220)	(1,643)	(2,109)	(2,333)
其他融资活动现金流	(1,283)	16,825	1,746	2,156	2,439
融资活动现金流	(4,167)	9,837	1,501	1,778	2,043
汇率收益/损失	15	(128)	0	0	0
年初现金	13,161	45,955	87,287	107,792	121,963
年末现金	45,955	87,287	107,792	121,963	139,644

财务比率					
年结12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	3.640	3.647	5.031	6.455	7.141
全面摊薄每股收益	3.640	3.647	5.031	6.455	7.141
每股股息	1.291	1.428	1.364	1.310	0.000
每股账面值	7.509	25.051	29.076	34.240	39.952
利润率分析(%)					
毛利率	26.2	29.1	28.2	28.6	28.7
EBIT利润率	3.9	4.1	3.6	4.4	4.5
净利率	4.1	3.6	4.3	5.3	5.5
盈利能力(%)					
ROA	6.0	6.2	5.6	5.1	0.0
ROE	18.9	17.9	15.0	12.9	0.0
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	0.9	1.1	1.1	1.2	1.3

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**

2026 年 4 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有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、亲生成领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生成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、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、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、拔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、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司、协创数据技术股份有限公司、上海宝济药业股份有限公司、深圳迅策科技股份有限公司、北京智谱华章科技股份有限公司、天九共享智慧企业服务股份有限公司、红星冷链（湖南）股份有限公司、爱芯元智半导体股份有限公司、牧原食品股份有限公司、国民技术股份有限公司、福信富通科技股份有限公司、宁波菲仕技术股份有限公司、智慧互通科技股份有限公司、深圳市兆威机电股份有限公司及南京埃斯顿自动化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及光大证券股份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，或可能以委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，并可能受递送延误、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，而并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、建议或征购或出售任何证券、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。