

公司研究

业绩承压，静待新品上量提振盈利

——赛力斯（601127.SH）跟踪报告

要点

4Q25 及 1Q26 业绩承压：2025 年营业收入同比+13.7%至 1,650.5 亿元，归母净利润同比+0.2%至 59.6 亿元，扣非归母净利润同比-7.8%至 51.4 亿元；其中，4Q25 营业收入同比+41.4%/环比+13.3%至 545.2 亿元，归母净利润同比-66.2%/环比-72.8%至 6.4 亿元，扣非归母净利润同比-79.6%/环比-83.9%至 3.7 亿元。1Q26 营业收入同比+34.5%/环比-52.8%至 257.5 亿元，归母净利润同比+0.9%/环比+17.1%至 7.5 亿元，扣非归母净利润同比-73.9%/环比-72.1%至 1.0 亿元。我们判断，4Q25 及 1Q26 归母净利润承压主要由于费用端拖累。

毛利率表现稳健，费用端压力显著：2025 年公司毛利率同比+3.0pcts 至 29.1%，1Q26 毛利率同比-1.4pcts/环比-2.4pcts 至 26.2%。2025 年公司销售/管理/研发费用率分别同比+1.4pcts/+0.5pcts/+1.0pcts 至 14.7%/2.9%/4.8%，1Q26 销售费用率同比+0.5pcts/环比-0.6pcts 至 14.4%、管理费用率同比-0.6pcts/环比-1.2pcts 至 2.9%、研发费用率同比+1.5pcts/环比+1.7pcts 至 7.0%。

厚植大单品战略，M6 正式亮相填补 25-30 万级空白：2025 年公司汽车销量同比+4.0%至 51.7 万辆，问界销量同比+9.1%至 42.3 万辆（M8+M9 销量占比 63.5%）；4Q25 汽车销量同比+38.1%/环比+24.1%至 17.6 万辆，问界销量同比+59.5%/环比+26.7%至 15.4 万辆（M8+M9 销量占比 49.3%）。3 月 23 日问界 M6 正式开启预售（预售价 26.98-30.98 万元），搭载华为乾坤智驾 ADS4 高阶版和空气悬架；开启预售 24 小时订单超 6 万。我们判断，公司厚植大单品战略，凭借电动化、智能化构筑产品领先优势，M6 有望填补产品矩阵在 25-30 万级空白，看好各车型定位清晰持续巩固问界品牌高端地位。

锚定高端智能电动化，多维度布局构筑长期竞争力：我们看好公司高端品牌定位+华为赋能，并有望通过多维度布局构筑长期竞争力：**1) 技术与智造能力持续强化：**坚定“软件定义汽车”路线，魔方技术平台 2.0 全面升级，支撑问界多款车车型高效迭代；以“产业大脑+超级工厂”构建数智化智造体系，叠加近场供应链生态，保障高端车型高质量、规模化交付。**2) 全球化布局进入落地期：**完成 H 股上市实现“A+H”双资本平台，将重点发力中东和中亚市场，加快产品导入和终端网络布局，打开高端出海增量空间。**3) 前瞻布局智能机器人新赛道：**与北京航空航天大学合作成立北京赛航具身智能，并已与火山引擎签署具身智能合作协议，推进具身智能技术研发与场景落地，培育第二增长曲线。

维持“买入”评级：鉴于行业竞争加剧，我们下调 2026E/2027E 归母净利润预测 48%/44%至 61 亿元/82 亿元，新增 2028E 归母净利润预测 106 亿元；长期看好公司豪华车品牌定位+华为赋能，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、华为对汽车相关战略转变、华为系车型相互蚕食。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	145,176	165,054	184,108	218,246	241,041
营业收入增长率	305.04%	13.69%	11.54%	18.54%	10.45%
归母净利润(百万元)	5,946	5,957	6,132	8,218	10,631
归母净利润增长率	-	0.18%	2.95%	34.00%	29.37%
EPS(元)	3.94	3.42	3.52	4.72	6.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	48.48%	14.56%	13.43%	15.62%	17.28%
P/E	-	26	26	19	15
P/B	11.1	3.9	3.5	3.0	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-29（注：2024 年总股本为 15.10 亿股，2025-2028E 按总股本 17.42 亿计算）

买入（维持）

当前价：90.45 元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

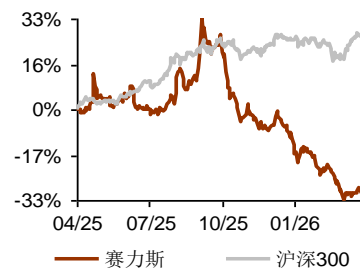
021-52523838

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	17.42
总市值(亿元)	1575.63
一年最低/最高(元)	85.55/174.33
近 3 月换手率	69.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-11.11	-15.31	-57.49
绝对	-4.02	-13.10	-29.91

资料来源：Wind

相关研报

2Q25 业绩环比修复，多维布局构筑长期竞争力——赛力斯（601127.SH）2025 年半年报业绩点评报告（2025-09-03）

1Q25 毛利率表现亮眼，启动港股融资开启全球化——赛力斯（601127.SH）2024 年年报业绩点评（2025-04-30）

4Q24 盈利环比下滑，M8 具备爆款基因有望带动增量——赛力斯（601127.SH）2024 年年报业绩预告点评（2025-01-23）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	145,176	165,054	184,108	218,246	241,041
营业成本	107,210	116,954	133,722	157,545	172,704
折旧和摊销	3,928	4,382	4,515	4,276	3,956
税金及附加	3,888	4,390	4,787	5,674	6,267
销售费用	19,184	24,194	26,327	30,554	33,746
管理费用	3,547	4,787	5,155	5,893	6,508
研发费用	5,586	7,954	9,942	11,567	12,534
财务费用	-295	-420	-611	-342	-736
投资收益	10	294	350	400	450
营业利润	4,942	7,518	7,420	9,991	12,948
利润总额	4,951	7,470	7,450	10,021	12,978
所得税	211	1,323	1,117	1,503	1,947
净利润	4,740	6,147	6,332	8,518	11,031
少数股东损益	-1,206	190	200	300	400
归属母公司净利润	5,946	5,957	6,132	8,218	10,631
EPS(元)	3.94	3.42	3.52	4.72	6.10

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	22,515	28,914	7,351	21,298	14,878
净利润	5,946	5,957	6,132	8,218	10,631
折旧摊销	3,928	4,382	4,515	4,276	3,956
净营运资金增加	-2,621	-15,815	7,399	944	5,712
其他	15,262	34,390	-10,695	7,861	-5,422
投资活动产生现金流	-16,509	-5,033	-7,570	-5,050	-4,000
净资本支出	-6,989	-3,986	-6,458	-4,500	-3,500
长期投资变化	1,979	13,571	0	0	0
其他资产变化	-11,499	-14,618	-1,112	-550	-500
融资活动现金流	-4,167	18,277	-1,102	-824	-867
股本变化	0	232	0	0	0
债务净变化	-1,860	3,531	-319	100	100
无息负债变化	40,273	16,058	120	10,217	1,532
净现金流	1,854	42,030	-1,321	15,424	10,010

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	26.2%	29.1%	27.4%	27.8%	28.4%
EBITDA 率	9.0%	8.7%	5.5%	6.2%	6.5%
EBIT 率	6.2%	6.0%	3.1%	4.2%	4.9%
税前净利润率	3.4%	4.5%	4.0%	4.6%	5.4%
归母净利润率	4.1%	3.6%	3.3%	3.8%	4.4%
ROA	5.0%	4.3%	4.3%	5.1%	6.2%
ROE (摊薄)	48.5%	14.6%	13.4%	15.6%	17.3%
经营性 ROIC	145.1%	-254.2%	106.4%	117.6%	77.1%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	87%	71%	69%	67%	64%
流动比率	0.87	1.05	1.09	1.14	1.22
速动比率	0.83	1.03	1.05	1.10	1.18
归母权益/有息债务	8.48	8.22	9.80	11.06	12.67
有形资产/有息债务	57.15	25.92	28.65	31.62	33.11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	94,364	143,906	148,646	166,214	177,174
货币资金	45,955	87,287	85,966	101,390	111,400
交易性金融资产	4,049	258	2,000	2,000	2,000
应收账款	2,362	1,736	2,513	2,979	3,290
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	687	480	921	1,091	1,205
存货	2,552	2,447	3,043	3,589	3,918
其他流动资产	9,336	5,603	5,603	5,603	5,603
流动资产合计	65,998	98,783	101,893	118,738	129,654
其他权益工具	78	156	156	156	156
长期股权投资	1,979	13,571	13,571	13,571	13,571
固定资产	9,256	14,689	15,090	14,862	14,043
在建工程	213	583	587	553	490
无形资产	9,276	11,711	12,864	13,456	14,009
商誉	0	497	497	497	497
其他非流动资产	2,428	273	273	273	273
非流动资产合计	28,366	45,123	46,752	47,476	47,520
总负债	82,458	102,048	101,848	112,166	113,798
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	27,307	40,903	40,117	44,113	44,903
应付票据	41,145	38,696	42,791	48,839	51,811
预收账款	34	44	921	1,091	1,205
其他流动负债	357	553	744	744	744
流动负债合计	76,265	93,700	93,787	104,505	106,537
长期借款	687	3,858	3,958	4,058	4,158
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,656	1,583	1,583	1,583	1,583
非流动负债合计	6,194	8,347	8,061	7,661	7,261
股东权益	11,906	41,858	46,797	54,048	63,376
股本	1,510	1,742	1,742	1,742	1,742
公积金	13,467	38,009	38,284	38,284	38,284
未分配利润	-2,670	1,023	5,486	12,437	21,365
归属母公司权益	12,264	40,918	45,657	52,608	61,536
少数股东权益	-359	940	1,140	1,440	1,840

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	13.21%	14.66%	14.30%	14.00%	14.00%
管理费用率	2.44%	2.90%	2.80%	2.70%	2.70%
财务费用率	-0.20%	-0.25%	-0.33%	-0.16%	-0.31%
研发费用率	3.85%	4.82%	5.40%	5.30%	5.20%
所得税率	4%	18%	15%	15%	15%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.97	0.80	0.73	0.98	1.27
每股经营现金流	14.91	16.60	4.22	12.23	8.54
每股净资产	8.12	23.49	26.21	30.20	35.33
每股销售收入	96.16	94.75	105.69	125.29	138.37

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	23	26	26	19	15
PB	11.1	3.9	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	10.0	7.9	11.6	8.4	7.1
股息率	1.1%	0.9%	0.8%	1.1%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼