

2026 年 04 月 02 日

证券研究报告•2025 年年报点评

赛力斯 (601127) 汽车

当前价: 89.08 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

高端地位持续夯实，智驾出海共筑成长新曲线

投资要点

- **业绩总结:** 2025 年, 公司汽车总销量 51.7 万辆, 实现营业收入 1650.54 亿元 (yoy+13.69%), 归母净利润 59.57 亿元 (yoy+0.18%), 扣非归母净利润 51.36 亿元 (yoy-7.84%)。
- **经营分析:** 公司 25 年盈利能力提升, 整体毛利率为 29.14%, 同比提升 2.99pp, 其中汽车整车 28.45%, 同比提升 2.55pp。费用方面, 25 年全年销售费用为 241.94 亿元 (yoy+26.12%), 管理费用为 47.87 亿元 (yoy+34.96%), 研发费用为 79.54 亿元 (yoy+42.41%), 研发投入占营收比例为 4.82%, 同比提升近 1pp, 持续强化技术优势。
- **问界品牌高端 SUV 市场领导地位持续巩固:** 一方面, 问界系列 2025 年销量可观, 全年实现销量 43 万辆, Q4 单季度交付 15.4 万辆, 新款 M7 贡献主要增量; SUV 产品矩阵持续完善, 公司在中国高端新能源 SUV 市场份额超 20%。另一方面, 问界品牌价值获得多方认可, 在杰兰路 2025 下半年新能源汽车品牌健康度研究中荣获净推荐值、品牌发展信心指数及 30 万元以上品牌百人青睐指数三项第一, 并作为唯一新能源汽车品牌入选国家“十四五”成就展。M6 上市在即, 或再迎爆款, 公司将坚守高端定位, 同时拓展产品品类与价格区间。
- **深化研发构筑智驾核心竞争力:** 2026 年 3 月最新数据显示, 辅助驾驶活跃用户为 75.4 万, 总辅助驾驶里程突破 66.3 亿公里; 智能安全体系实现百万级年度事故预防, 事故率与保费显著低于行业平均水平。在此基础上, 公司持续深化数字化与智能化布局, 成立“AI 赋能产业大脑”, 贯通生产全过程可追溯体系, 推动产业生态协同向集成化价值跃升。2026 年, 公司将加快智能机器人等创新业务落地, 并持续升级与华为的跨界融合发展。
- **全球化战略不断夯实:** 2025 年, 公司海外业务已进入系统化布局阶段, 基础能力建设取得实质性突破: 初步建成独立的海外产品体系与售后服务体系, 并持续推进海外车型本地化适配及运营体系搭建, 海外市场拓展实现分阶段稳步落地。展望 2026 年, 公司将率先进入中东、中亚等市场, 计划下半年在多国分批推出多款新车型; 长期目标为将海外业务营收占比提升至 30%, 全球化战略路径清晰、节奏明确。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 92.8/117.1/137.4 亿元, 2026 年 EPS 为 5.33 元。考虑到 2026 年问界 M6 发售在即和公司的高端新能源 SUV 领域的持续发力, 以及技术研发投入增加带来的智能化核心竞争力, 机器人等新业务打开公司成长空间, 建议关注。
- **风险提示:** 上游原材料价格上涨的风险; 研发进度不及预期的风险; 新能源汽车行业需求不及预期的风险; 海外客户开发不及预期的风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	165053.64	194947.68	233107.85	282304.20
增长率	13.69%	18.11%	19.57%	21.10%
归属母公司净利润 (百万元)	5956.79	9283.39	11718.35	13737.91
增长率	0.18%	55.85%	26.23%	17.23%
每股收益 EPS (元)	3.42	5.33	6.73	7.89
净资产收益率 ROE	14.68%	18.64%	19.64%	19.33%
PE	26	17	13	11
PB	3.79	3.18	2.64	2.21

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 郑连声

执业证号: S1250522040001

电话: 010-57758531

邮箱: zllans@swsc.com.cn

分析师: 郭靖雯

执业证号: S1250524120001

电话: 13816627924

邮箱: gjw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	17.42
流通 A 股(亿股)	15.57
52 周内股价区间(元)	86.4-171.57
总市值(亿元)	1,509.08
总资产(亿元)	1439.06
每股净资产(元)	23.49

相关研究

1. 赛力斯 (601127): 华为赋能筑壁垒, 新增长空间可期 (2025-10-10)

盈利预测

关键假设：

假设 1：汽车整车业务方面，公司持续巩固问界高端新能源 SUV 定位，市场份额不断提升，预计 2026-2028 年收入增速为 18.5%、20.0%、21.5%。

假设 2：公司其他主营业务和其他业务包含增程器生产等，围绕整车业务开展，有望与整车业务共振向上，预计 2026-2028 年公司其他主营业务收入增速分别为 10%、10%、15%；其他业务收入增速分别为 10%、10%、10%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
汽车整车	收入	157513.9	186654.0	223984.8	272141.5
	增速	13.4%	18.5%	20.0%	21.5%
	毛利率	28.4%	28.0%	28.0%	28.0%
其他主营业务	收入	2104.4	2314.8	2546.3	2928.3
	增速	1.6%	10.0%	10.0%	15.0%
	毛利率	10.2%	15.0%	20.0%	25.0%
其他业务	收入	5435.3	5978.9	6576.7	7234.4
	增速	30.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	56.6%	13.5%	13.5%	13.5%
合计	收入	165053.6	194947.7	233107.9	282304.2
	增速	13.7%	18.1%	19.6%	21.1%
	毛利率	29.1%	27.4%	27.5%	27.6%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取汽车行业的三家可比公司，2026 年三家平均 PE 15.85 倍。预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 5.33/6.73/7.89 元；考虑到 2026 年问界 M6 发售在即和公司的高端新能源 SUV 领域的持续发力，以及技术研发投入增加带来的智能化核心竞争力，机器人等新业务打开公司成长空间，建议关注。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
2015.HK	理想汽车-W	63.14	0.54	1.09	2.69	3.76	116.93	57.93	23.47	16.79
002594.SZ	比亚迪	101.65	3.58	4.61	5.78	6.9	28.39	22.05	17.59	14.73
601633.SH	长城汽车	20.87	1.15	1.55	1.86	2.25	18.15	13.46	11.22	9.28
平均值							21.67	15.85	12.51	10.26
601127.SH	赛力斯	89.08	3.42	5.33	6.73	7.89	26.05	16.72	13.24	11.30

数据来源：Wind，西南证券整理（截止至 2026 年 4 月 2 日收盘）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	165053.64	194947.68	233107.85	282304.20	净利润	6146.74	9283.39	11718.35	13737.91
营业成本	116953.83	141530.20	168994.99	204395.86	折旧与摊销	4466.61	1876.72	2315.43	2763.31
营业税金及附加	4390.17	5197.25	6209.83	7522.31	财务费用	-419.78	-547.83	-609.43	-831.03
销售费用	24194.26	27637.96	32635.10	39689.26	资产减值损失	-1579.00	-1000.00	-800.00	-600.00
管理费用	4786.89	11696.86	13287.15	16373.64	经营营运资本变动	21305.88	3284.64	16897.78	21977.44
财务费用	-419.78	-547.83	-609.43	-831.03	其他	-1006.71	1092.38	821.85	805.80
资产减值损失	-1579.00	-1000.00	-800.00	-600.00	经营活动现金流净额	28913.74	13989.31	30343.98	37853.44
投资收益	294.06	-4.00	-2.80	-2.80	资本支出	-10583.53	-10311.00	-9751.00	-11326.00
公允价值变动损益	17.18	0.00	0.00	0.00	其他	5550.99	-11493.04	-2.80	-2.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5032.54	-21804.04	-9753.80	-11328.80
营业利润	7517.94	10429.25	13387.41	15751.36	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-48.41	-118.18	-131.74	-127.22	长期借款	3171.39	0.00	0.00	0.00
利润总额	7469.53	10311.07	13255.67	15624.14	股权融资	24600.60	0.00	0.00	0.00
所得税	1322.79	1027.68	1537.32	1886.23	支付股利	-1899.93	-1191.36	-1856.68	-2343.67
净利润	6146.74	9283.39	11718.35	13737.91	其他	-7595.43	-716.31	609.43	831.03
少数股东损益	189.95	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	18276.63	-1907.67	-1247.25	-1512.64
归属母公司股东净利润	5956.79	9283.39	11718.35	13737.91	现金流量净额	42029.58	-9722.40	19342.93	25011.99
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	87286.71	77564.31	96907.25	121919.24	成长能力				
应收和预付款项	3166.17	9009.27	7926.08	10013.20	销售收入增长率	13.69%	18.11%	19.57%	21.10%
存货	2446.80	5379.74	5226.94	6662.39	营业利润增长率	52.12%	38.72%	28.36%	17.66%
其他流动资产	5883.33	8599.81	10206.62	11834.78	净利润增长率	29.67%	51.03%	26.23%	17.23%
长期股权投资	13571.15	25071.15	25071.15	25071.15	EBITDA 增长率	33.34%	1.67%	28.37%	17.16%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	15271.87	24369.05	32467.52	41693.11	毛利率	29.14%	27.40%	27.50%	27.60%
无形资产和开发支出	13250.15	12603.62	11957.09	11310.56	三费率	17.30%	19.90%	19.44%	19.56%
其他非流动资产	3029.68	3013.31	2996.94	2980.56	净利率	3.72%	4.76%	5.03%	4.87%
资产总计	143905.86	165610.26	192759.59	231485.00	ROE	14.68%	18.64%	19.64%	19.33%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.27%	5.61%	6.08%	5.93%
应付和预收款项	83745.49	105055.57	121877.08	148607.42	ROIC	-12.54%	-18.08%	-22.42%	-21.64%
长期借款	3858.39	3858.39	3858.39	3858.39	EBITDA/销售收入	7.01%	6.03%	6.47%	6.26%
其他负债	14443.66	6890.82	7356.96	7957.79	营运能力				
负债合计	102047.54	115804.77	133092.42	160423.59	总资产周转率	1.39	1.26	1.30	1.33
股本	1741.99	1741.99	1741.99	1741.99	固定资产周转率	13.79	9.98	8.20	7.61
资本公积	37413.39	37413.39	37413.39	37413.39	应收账款周转率	74.37	60.39	52.77	58.63
留存收益	1617.89	9709.92	19571.59	30965.83	存货周转率	39.51	31.69	29.30	31.75
归属母公司股东权益	40918.13	48865.30	58726.97	70121.21	销售商品提供劳务收到现金营业收入				
少数股东权益	940.20	940.20	940.20	940.20	资本结构				
股东权益合计	41858.33	49805.49	59667.17	71061.41	资产负债率	70.91%	69.93%	69.05%	69.30%
负债和股东权益合计	143905.86	165610.26	192759.59	231485.00	带息债务/总负债	3.78%	3.33%	2.90%	2.41%
					流动比率	1.05	0.94	0.96	0.99
					速动比率	1.03	0.89	0.92	0.95
					股利支付率	31.90%	12.83%	15.84%	17.06%
					每股指标				
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股收益	3.42	5.33	6.73	7.89
EBITDA	11564.76	11758.14	15093.41	17683.64	每股净资产	23.49	28.05	33.71	40.25
PE	26.05	16.72	13.24	11.30	每股经营现金	16.60	8.03	17.42	21.73
PB	3.79	3.18	2.64	2.21	每股股利	1.11	0.68	1.07	1.35
PS	0.94	0.80	0.67	0.55					
EV/EBITDA	6.03	6.66	3.91	1.92					
股息率	1.25%	0.77%	1.20%	1.51%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn