

赛力斯 (601127)

自持新能源技术+牵手华为，打造全新模式

买入 (首次)

2022年12月02日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 杨惠冰

执业证书: S0600121070072

yanghb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	16,718	35,429	79,285	134,201
同比	17%	112%	124%	69%
归属母公司净利润 (百万元)	-1,824	-3,621	-1,951	1,001
同比	-6%	-99%	46%	151%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-1.22	-2.42	-1.30	0.67
P/E (现价&最新股本摊薄)	-	-	-	73.06

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **综合型汽车制造企业，股权结构稳定。**赛力斯为集汽车整车、发动机、汽车零部件的自主研发、制造、销售及服务于一体的综合型企业。股权结构稳定，2020年与东风汽车集团深化战略合作，构建“联盟抱团协同”。受益新能源车销量持续攀升，公司营收回归高增长。2016至今公司积极布局新能源汽车研发生产，自研+合作推动新能源车型不断放量。2022年前三季度新能源车销量达9.1万辆，助力公司财务情况改善。
- **公司研发实力强劲，新能源技术储备深厚。**公司持续投入新能源汽车领域研发，形成系统性研发能力。已建立全球化的新能源汽车研发机构，充分利用国际、国内创新中心的地域优势，整合先进技术资源，形成了系统的研发能力。培育并形成高性能的智能增程核心技术，包括纯电驱智能增程平台 DE-i 及增程零部件等。
- **公司整车制造经验丰富，生产制造能力突出。**公司拥有纯电动乘用车生产资质，问界品牌目前主要在赛力斯智慧工厂生产，截至2022年产能达30万辆。赛力斯智慧工厂是依据工业4.0标准及工业互联网要求打造的智能工厂，以实时在线的响应方式快速精准地进行规模化定制生产，关键工序100%自动化，执行严格的品控标准，以高水平智能制造实力为高质量交付赋能。
- **智选模式深度合作华为，打造智能新品牌问界。**2019年赛力斯与华为联合业务合作，合作推出智能电动汽车产品。2021年公司与华为共同发布高端智慧汽车品牌AITO。截至2022年10月，问界已发布三款车型，车型智能座舱&动力性能突出，销量持续创新高。问界品牌渠道铺设广泛，营销策略完善。截至11月28日，问界在220个城市拥有销售门店1168家。渠道覆盖广、扩张速度快，消费者触达面广。同时携手华为进行营销推广，手段多元有效。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年营业总收入为354.29/792.85/1,342.01亿元，同比+111.92%/+123.79%/+69.26%；归属母公司净利润为-36.21/-19.51/10.01亿元，对应PS为2.0/0.9/0.5倍（按照2022年12月1日收盘价计算，下同）。我们选取主营业务均为新能源车的造车新势力作为可比公司，可比公司2022年/2023年/2024年平均PS为2.9/1.4/0.8。鉴于公司新能源技术储备深厚，生产制造能力突出，同时智能新品牌问界持续放量，首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**疫情控制进展低于预期；新能源汽车行业发展增速低于预期；芯片/电池等关键零部件供应链不稳定；新平台车型推进不及预期；国际形势不稳定性增大；公司与华为合作推进进度不及预期；持续经营风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.86
一年最低/最高价	32.70/90.50
市净率(倍)	5.90
流通 A 股市值(百万元)	50,459.10
总市值(百万元)	73,156.97

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.28
资产负债率(% ,LF)	74.20
总股本(百万股)	1,497.28
流通 A 股(百万股)	1,032.73

相关研究

内容目录

1. 综合型汽车制造企业，财务情况改善	4
1.1. 综合型汽车制造企业，股权结构稳定	4
1.2. 受益新能源车销量持续攀升，公司营收回归高增长	5
2. 新能源技术储备深厚，生产制造能力突出	7
2.1. 持续投入研发，新能源技术储备深厚	7
2.2. 产能充沛，整车制造经验丰富	9
3. 智选模式深度合作华为，打造智能新品牌	10
3.1. 鸿蒙车机问界 M5/M7，销量屡创新高	10
3.1.1. 问界 M5，“人、车、家”的全场景互联	10
3.1.2. 问界 M7 核心对标理想 ONE，爆款可期	12
3.2. 渠道铺设广泛，营销策略完善	13
4. 盈利预测与投资建议	15
5. 风险提示	16

图表目录

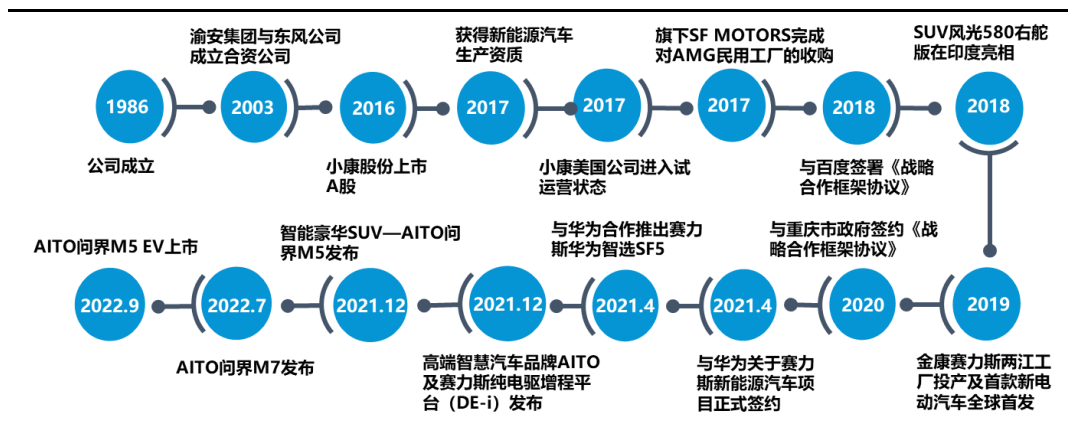
图 1:	赛力斯发展历程.....	4
图 2:	公司股权结构 (截至 2022 年 9 月)	4
图 3:	公司营收 (左轴/亿元) 及同比增速 (右轴/%)	6
图 4:	行业销量 (左轴/万辆) 及公司销量 (右轴/万辆)	6
图 5:	公司毛利率及产能利用率情况 (%)	6
图 6:	公司费用率变化情况 (%)	6
图 7:	公司归母净利润 (左轴/亿元) 及销售净利率 (右轴/%) 变化情况.....	6
图 8:	公司分业务归母净利润情况 (亿元)	6
图 9:	公司现金流情况 (亿元)	7
图 10:	赛力斯全球研发布局.....	8
图 11:	赛力斯纯电驱增程平台 (DE-i)	9
图 12:	AITO 增程器 H15RT	9
图 13:	赛力斯智慧工厂.....	9
图 14:	问界销量情况 (辆)	10
图 15:	问界 M5 内饰.....	10
图 16:	问界 M5 全景天幕隔热玻璃.....	10
图 17:	问界 M5 增程器.....	11
图 18:	问界 M5 前双叉臂后多连杆独立悬架.....	11
图 19:	问界 M5 参数对比.....	12
图 20:	问界 M7.....	12
图 21:	问界 M7 内饰.....	12
图 22:	问界 M7 竞品对比.....	13
图 23:	华为全国首家新概念店华为北京银泰 in01 店	14
图 24:	新势力品牌门店数目情况 (家)	14
图 25:	截至 2022 年 9 月华为渠道分布情况.....	14
图 26:	华为商城月度活跃用户数 (万人)	15
图 27:	华为商城问界窗口.....	15
图 28:	问界广告亮相主流商圈.....	15
图 29:	余承东联合汽车大 V 积极参与问界营销宣传.....	15
表 1:	公司 2022 年股权激励细则.....	5
表 2:	赛力斯盈利预测核心假设.....	16
表 3:	可比公司估值分析 (行情数据采用 2022 年 12 月 1 日股价)	16

1. 综合型汽车制造企业，财务情况改善

1.1. 综合型汽车制造企业，股权结构稳定

赛力斯为集汽车整车、发动机、汽车零部件的自主研发、制造、销售及服务于一体的综合型企业。公司成立于1986年，初期主要产品为电器簧、摩托车减震器；2003年与东风公司建立合资公司，正式进军汽车工业；2012年公司对摩托车减震器、摩托车业务进行剥离，集中资源于微车及微车零部件；2014年公司成立新能源汽车研究院，在全球范围内开展新能源车相关技术的研发以及核心三电系统领域布局；2019年赛力斯与华为联合业务合作，合作推出智能电动汽车产品。2021年12月联合华为推出AITO问界品牌，截至2022年11月已推出M5/M7/M5 EV三款车型。

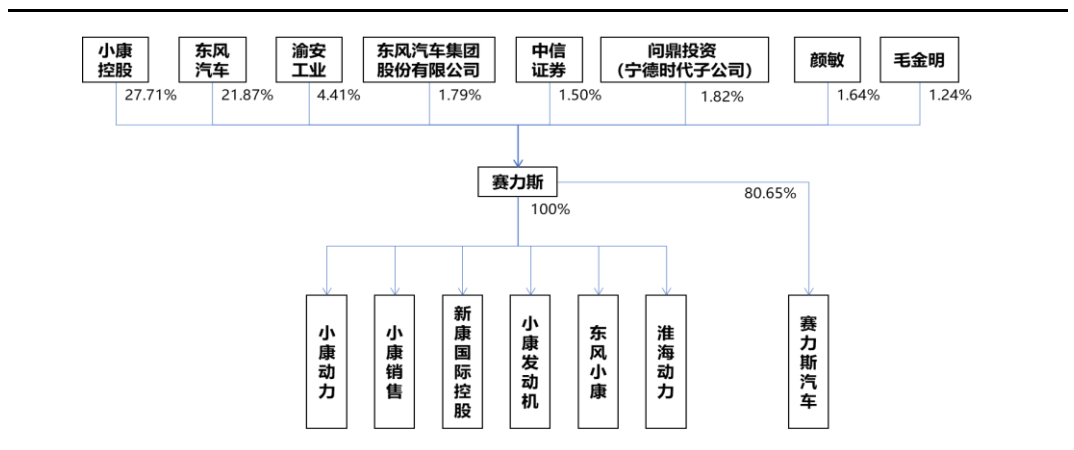
图1: 赛力斯发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构稳定，2020年与东风汽车集团深化战略合作，构建“联盟抱团协同”。公司实控人为张兴海。2020年公司向东风汽车集团发行新股3.27亿股，用于购买其持有的东风小康汽车有限公司50%股权，实现对东风小康100%控股。此次交易之后，东风汽车集团成为公司的第二大股东。东风汽车集团是中央直管的四大汽车集团之一，此次收购后公司与东风汽车集团将从以业务合作为主升级为全面战略合作，有利于双方技术产品平台及制造营销金融资源的协同。

图2: 公司股权结构（截至2022年9月）



数据来源：wind，东吴证券研究所

股权激励计划提高员工凝聚力同时彰显管理层信心。2022年8月公司发布股权激励计划，拟向激励对象授予股票期权数量不超过3,600万份，约占激励计划草案公告时公司股本总额的2.40%。**1) 覆盖人数方面：**覆盖员工3,254人（占公司2021年末总人数的24.06%），包括公司董事、高管、核心技术/业务人员、对公司经营业绩和未来发展有直接影响的员工等，与2021年股权激励计划相比，覆盖员工比例进一步提高，有利于充分调动员工积极性，激发人才内生动力和潜力。**2) 考核目标方面：**2022年新能源汽车销量目标16~20万台，同比+286.10%~+382.63%，彰显管理层经营信心。

表1：公司2022年股权激励细则

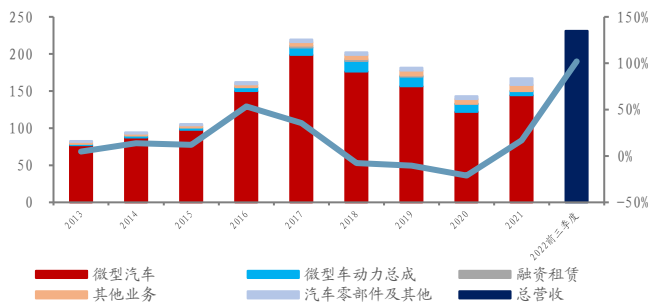
行权期	对应考核年度	新能源汽车销量 A (万台)		公司营业收入 B (亿元)	
		目标销量 (Am)	触发销量 (An)	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)
第一个行权期	2022年	20	16	450	360
第二个行权期	2023年	30	24	675	540
考核指标		完成度		行权系数	
新能源汽车销量 A (万台)		$A \geq Am$		$X=1$	
		$An \leq A$		$X=A/Am$	
		A		$X=0$	
公司营业收入 B (亿元)		$B \geq Bm$		$Y=1$	
		$Bn \leq B$		$Y=B/Bm$	
		B		$Y=0$	
公司层面行权系数		X 或 Y 的孰高值			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 受益新能源车销量持续攀升，公司营收回归高增长

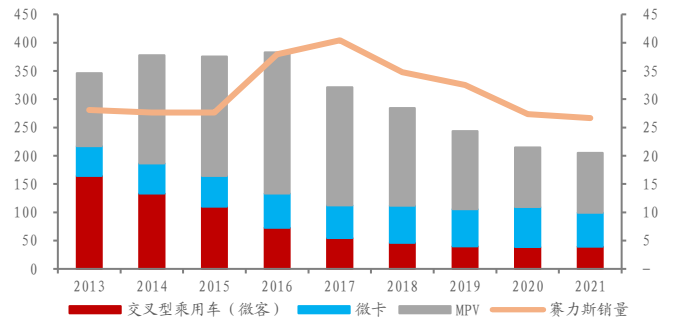
2016至今公司积极布局新能源汽车研发生产，自研+合作推动新能源车型不断放量。2017年公司获得新能源车生产牌照并于同年成立美国新能源公司，开启新能源车领域的积极布局。2021年公司新能源车销量达4.14万辆，同比+104.39%，2022年前三季度新能源车销量达9.1万辆，助力公司营收恢复同比高增长。

图3: 公司营收 (左轴/亿元) 及同比增速 (右轴/%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

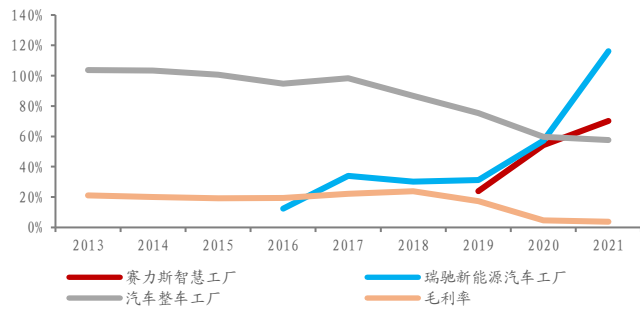
图4: 行业销量 (左轴/万辆) 及公司销量 (右轴/万辆)



数据来源: 中汽协, 乘联会, 东吴证券研究所

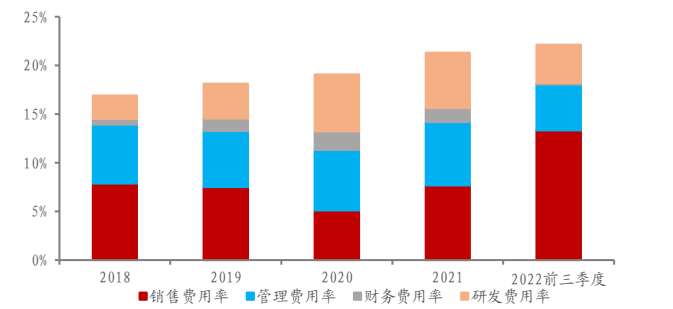
新能源车放量助力公司毛利率回归改善趋势。2022年以来, 随着新能源车逐步放量, 赛力斯智慧工厂产能利用率稳步提升, 公司毛利率回升明显, 前三季度毛利率达9.8%, 同比+7.47pct。

图5: 公司毛利率及产能利用率情况 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图6: 公司费用率变化情况 (%)

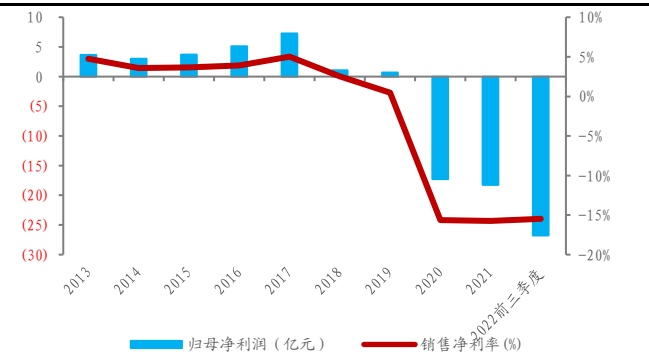


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司归母净利润仍处于亏损阶段, 随着新能源车逐步上量我们预计将实现逐步减亏。

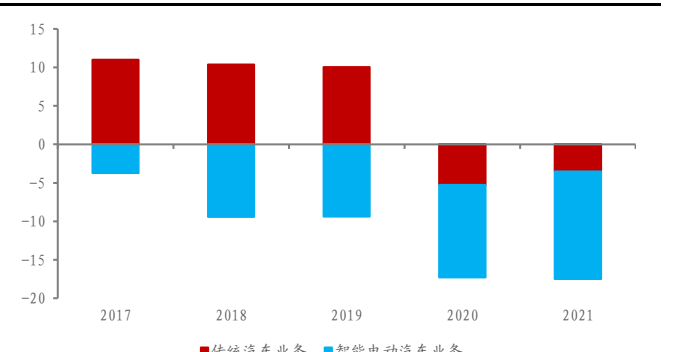
- 新能源车业务:** 公司新能源汽车销售尚处于爬坡阶段, 固定资产、无形资产摊销增大, 研发投入、人工成本、营销渠道建设费用的持续增加, 根据公司2021年业绩预告, 赛力斯新能源汽车业务板块影响归属于上市公司股东净利润约-14亿元;
- 传统车业务:** 疫情影响+传统燃油车行业整体下行影响下, 传统车业务板块2020年归母净利润为负, 2021年叠加原材料价格上涨等因素影响实现归属于上市公司股东净利润约-3.5亿元。

图7: 公司归母净利润 (左轴/亿元) 及销售净利率 (右轴/%) 变化情况



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

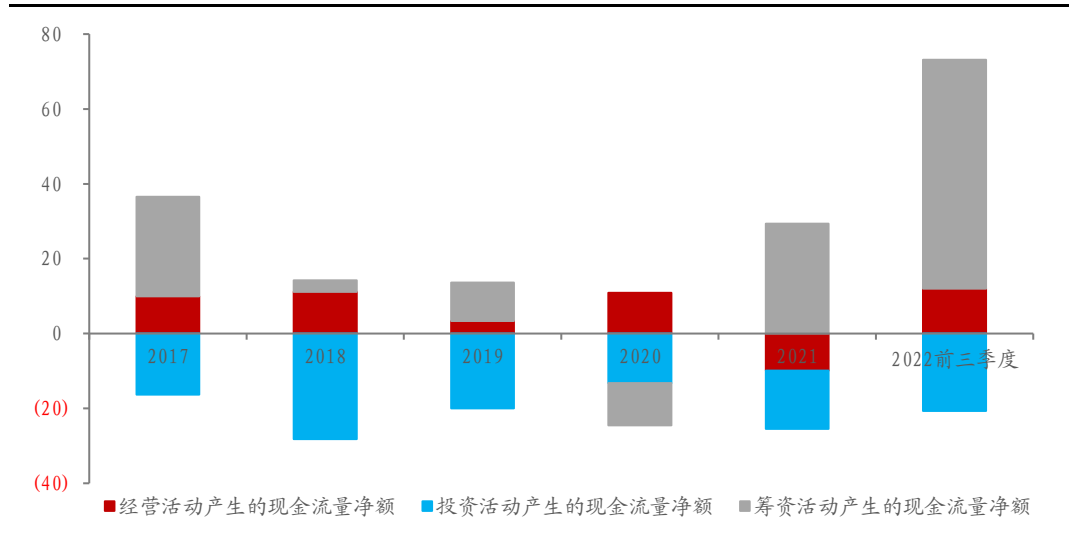
图8: 公司分业务归母净利润情况 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司 2021 年及 2022 年完成两次非公开募集项目,分别募集资金净额 25.93/70.59 亿元,现金流情况良好,为公司持续投入智能电动汽车研发、开发新车型提供基础,从生产至销售全面提高公司的综合竞争力。同时公司资金实力得到进一步提升,为公司的可持续发展提供有力的保障。

图9: 公司现金流情况 (亿元)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2. 新能源技术储备深厚, 生产制造能力突出

2.1. 持续投入研发, 新能源技术储备深厚

持续投入新能源汽车领域研发, 形成系统性研发能力。公司自 2014 年成立新能源汽车研究院以来不断加大在新能源研发领域投入, 截至 2021 年 12 月 31 日, 公司共有技术研发人员 3,000 余人, 引领公司新能源整车及各系统专项产品的研发工作, 包括整车集成、整车控制、动力电池系统、轻量化、智能网联、自动驾驶、底盘、车身、饰件、电子电气、CAE&NVH、试验检测等, 已建立全球化的新能源汽车研发机构, 充分利用国际、国内创新中心的地域优势, 整合先进技术资源, 形成了系统的研发能力。

图10: 赛力斯全球研发布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

打造智慧电动汽车平台，提升车型研发效率。公司充分考虑平台通用性，统筹智能电动数字化平台基于六层架构（分别为机械层、能源层、电子电气架构层、操作系统层、整车功能应用层及云端大数据层）定义，打造全新智慧电动汽车平台，具有“硬件可插拔、场景可编程、生态可随需、系统自进化”的优势，可延展至轿车、SUV、MPV等多种车型的开发，并兼容增程和纯电。问界现有在售的三款产批均基于该平台架构开发。

自主研发纯电驱智能增程平台 DE-i，兼具高性能、低能耗、安静、安全等特点。公司于2021年12月2日发布纯电驱增程平台 DE-i，基于 DE-i 纯电驱智能增程平台可打造兼顾高性能和长续航的特点，支持4秒级的零百加速的产品，同时平台产品续航起步大于1000公里。公司研发的1.5T四缸增程器支持100多种增程控制策略，能智能适应不同行驶工况、温度和地域，实现低温续航不焦虑、高海拔动力不衰减。此外 AITO 增程器采用了深度米勒循环技术结合涡轮增压器实现15:1超高压压缩比，从而带来41%的热效率。电驱系统采用一体化三合一设计，体积小，重量轻，能效比更高，电驱加速快，动力输出强，增程续航更远；可通过调节电驱增程启动阈值来适应日常通勤、高速通行、户外越野智能出行需求，有效满足消费者低使用成本和高性能的需求。

图11: 赛力斯纯电驱增程平台 (DE-i)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图12: AITO 增程器 H15RT



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2.2. 产能充沛，整车制造经验丰富

公司拥有纯电动乘用车生产资质，整车生产制造经验丰富。公司在重庆两江、沙坪坝、江津、长寿及湖北十堰等地拥有多处生产基地，整车制造经验丰富。公司子公司赛力斯汽车有限公司 2017 年获批纯电动乘用车生产资质，2018 年 9 月，工信部批准赛力斯汽车为纯电动乘用车生产企业，赛力斯汽车成为第 9 家获得发改委、工信部“双资质认证”车企。

问界品牌目前主要在赛力斯智慧工厂生产，截至 2022 年产能达 30 万辆。赛力斯智慧工厂是依据工业 4.0 标准及工业互联网要求打造的智能工厂，以实时在线的响应方式快速精准地进行规模化定制生产，关键工序 100% 自动化，执行严格的品控标准，以高水平智能制造实力为高质量交付赋能。

图13: 赛力斯智慧工厂



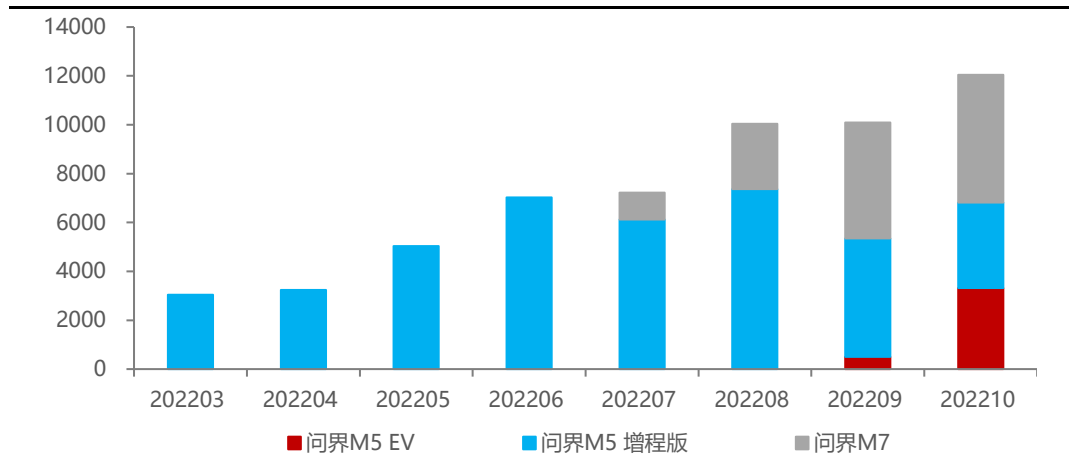
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3. 智选模式深度合作华为，打造智能新品牌

3.1. 鸿蒙车机问界 M5/M7，销量屡创新高

2019 年赛力斯与华为联合业务合作，合作推出智能电动汽车产品。2021 年公司与华为共同发布高端智慧汽车品牌 AITO (Adding Intelligence to Auto)，品牌目标“5 年进入 TOP3”。截至 2022 年 10 月，问界已发布三款车型，累计销量已达 5.8 万辆。问界 M5/M7 均获得中国汽研五星“驾乘品质之星”认证。

图14：问界销量情况（辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

3.1.1. 问界 M5，“人、车、家”的全场景互联

2021 年 12 月发布 AITO 首款量产中型豪华 SUV 问界 M5 增程版，2022 年 9 月发布 M5 纯电版。

内饰方面，问界 M5 车内布局简约自然，采用 Nappa 纹真皮材质座椅和握持舒适的真皮一体式档把；配备 RGB 128 色氛围灯，随音乐和语音指令而变化；中控屏幕为 15.6 英寸，在 16:9 超窄边框下屏占比达 90%；全景天幕总面积约 2 平米，选用建筑级微米镀银 LOW-E 隔热玻璃，相较于传统玻璃隔热效果提升 40%。

图15：问界 M5 内饰



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图16：问界 M5 全景天幕隔热玻璃



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

动力性能方面,问界 M5 增程版采用 HUAWEI DriveONE 纯电驱增程平台。由 MCU 电动机控制器、以及赛力斯 SEP200 电动机、高效档位调节器、电池系统组成,整车控制器实现了更安静、更安全、更智能的五种新的驾驶体验;问界 M5 配备前异步交流电机+后永磁同步电机组成了智能四驱系统,峰值功率可达 365kW;同时采用前双叉臂后多连杆独立悬架,降低侧倾梯度,提升行驶稳定性。M5 可同时兼顾动力与续航:百公里加速 4.4 秒,满电满油 WLTC 工况续航里程达 1100+公里。

图17: 问界 M5 增程器



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图18: 问界 M5 前双叉臂后多连杆独立悬架



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

纯电版动力与续航性能兼备, 智慧补能降低里程焦虑: 搭载 HUAWEI Drive ONE 纯电驱智能平台, 性能版本百公里加速 4.5 秒, 标准版本为 7.1 秒; CLTC 纯电续航 620/552km。补能方面提供可达范围可视化选项, 优选行车路线, 并推荐沿途优选充电方案, 兼容 35 家充电运营商以及 97% 的公共充电桩, 同时超级省电模式下可提供 12km 的应急里程, 解决补能焦虑。

辅助驾驶方面, 问界 M5 采用“摄像头+超声波雷达+毫米波雷达”感知方案(8 个摄像头、12 个长距离超声波雷达和 3 个毫米波雷达), 拥有 L2+级别的智能辅助驾驶功能, 支持车道同行辅助、驾驶盲区报警、前雷达提示和车道偏离等功能。

智能座舱方面, 问界 M5 为首款搭载华为 Harmony 智能座舱的车型。依托鸿蒙操作系统, 问界 M5 实现与人、手机、智能家居、智能手表等进行无缝流转的超级终端, 实现车联万物的便捷。1) **手表控车:** 手表、手机靠近无感解锁车门; 手表互联, 抬起手腕就能在手表屏幕上远程控车, 完成开关车窗、开启空调等操作。2) **车家互联:** 通过车机控制中心可掌控家中的智能家居设备, 实现“人、车、家”的全场景互联。3) **HUAWEI Share 功能:** M5 首次加入 HUAWEI Share 功能, 车主可以通过 HUAWEI Share 将手机

的图片传输至中控屏幕，并实现设置自定义壁纸等功能，提供更智能的交互。同时问界 M5 搭载华为 SOUND 系统，包括 15+4 的扬声器，拥有 1000+ 的峰值功率，具有 7.1 声道沉浸声场及主动三分频技术。

图19：问界 M5 参数对比

		问界M5	理想ONE	岚图FREE	
基本参数	厂商指导价 (万元)	25.98-33.18	33.8	31.36-33.36	
	能源类型	增程式	增程式	增程式	
	长*宽*高 (mm)	4770*1930*1625	5030*1960*1760	4905*1950*1660/1645	
动力性能	轴距 (mm)	2880	2935	2960	
	百公里加速 (s)	4.4/4.6/4.8/7.1	6.5	4.5	
	最高车速 (km/h)	200/210	172	200	
续航及油耗表现	NEDC纯电续航里程 (km)	150	188	140	
	WLTC综合油耗 (L/100km)	0.8/0.81/0.89	1.35	1.3	
	满电满油WLTC工况续航里程 (km)	1100+	800	860	
智能化功能实现	智能座舱	自适应远近光灯	标配	标配	
		液晶仪表 (英寸)	10.25	12.3	12.3
	L1	主动刹车	标配	标配	标配
		车道保持	标配	标配	标配
		并线辅助	标配	标配	标配
		自适应巡航	标配	标配	标配
	L2	APA 自动泊车	标配	标配	标配
	L2.5	高速自动辅助	—	标配	—
	L3	高速自动驾驶	—	—	—
		城市自动驾驶	—	—	—

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

3.1.2. 问界 M7 核心对标理想 ONE，爆款可期

2022 年 7 月 4 日，问界品牌正式发布第二款车型 M7，定位豪华智慧六座 SUV，舒适版/豪华版/旗舰版分别定价 31.98/33.98/37.98 万元。M7 动力及燃油经济性方面优越，座舱舒适度与智能化并存。

空间尺寸方面：问界 M7 采用三排六座的空间布局，整车长宽高分别为 5020 × 1945 × 1775mm，轴距为 2820mm。通过搭载 6 合 1 增程器动力总成以及对空间进行针对性优化，M7 将 L113 长度压缩至 422mm，车内空间转化率达 92.4%，转弯半径 5.87m。

图20：问界 M7



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图21：问界 M7 内饰



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

动力及燃油经济性方面优越：搭载 HUAWEI DriveONE 纯电驱增程平台，四驱版本百公里加速 4.8 秒；WLTC 纯电续航 165/195km，综合续航 1000/1100km；油耗方面，问界 M7 综合油耗 1.05/1.09（单位：L/100km），对比竞品燃油经济性更高。

座舱方面舒适度与智能化并存：
①乘坐舒适性方面：零重力座椅提供舒适乘坐体验；全车 NVH 解决方案打造车内静谧空间；搭载华为音响，采用 19 单元声学设计+7.1 环绕声场 4+1000W 独立功放+震撼低音。
②智能化方面：搭载华为 Harmony OS 智能座舱，车机系统体验优越，智能语音系统支持随时语音沟通；配合华为生态实现万物互联，车机与儿童座椅+车家+车表+车与手机互联，实现上下车自如流转；超级桌面可在车机大屏上使用手机 APP；支持视频类和即时消息类应用的视频通话和语音通话，可调用摄像头拍摄车内视频或即时分享车外风景。

图22: 问界 M7 竞品对比

	问界M7两驱舒适版	问界M7四驱豪华版	问界M7四驱旗舰版	理想L9	理想ONE
价格区间/万元	31.98	33.98	37.98	45.98	34.98
空间指标	车长/mm	5020	5020	5020	5218
	车宽/mm	1945	1945	1945	1998
	车高/mm	1775	1775	1775	1800
	轴距/mm	2820	2820	2820	3105
	百公里加速/s	7.8	4.8	4.8	5.3
动力性能	最高车速 (km/h)	190	190	190	180
	发动机最大功率(kW)	92	92	92	113
	电动机总功率 (kW)	200	330	330	330
	电动机总扭矩(N·m)	360	660	660	620
	WLTC综合油耗 (L/100km)	1.05	1.09	1.09	0.86
油耗指标	最低荷电状态油耗(L/100km)	6.85	7.45	7.45	7.8
	WLTC工况综合续航 (km)	1100	1000	1000	1315
	WLTC纯电续航里程 (km)	195	165	165	180
续航表现	车载智能系统	HamonyOS	HamonyOS	HamonyOS	——
	HUD抬头数字显示	标配	标配	标配	标配
	液晶仪表尺寸 (英寸)	10.25	10.25	10.25	——
	中控屏幕尺寸 (英寸)	15.6	15.6	15.6	15.7
	副驾娱乐屏 (英寸)	——	——	——	12.3
	后排液晶屏幕	——	——	——	标配
	4G/5G网络	4G	4G	4G	4G/5G
智能座舱	高精地图	——	——	——	标配
	摄像头数量	8	8	8	11
	超声波雷达数量	12	12	12	12
	毫米波雷达数量	3	3	3	1
	激光雷达数量	——	——	——	1
智能驾驶	自动驾驶级别	L2	L2	L2	L3
	空气悬架	——	——	——	标配
其余配置					

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

3.2. 渠道铺设广泛，营销策略完善

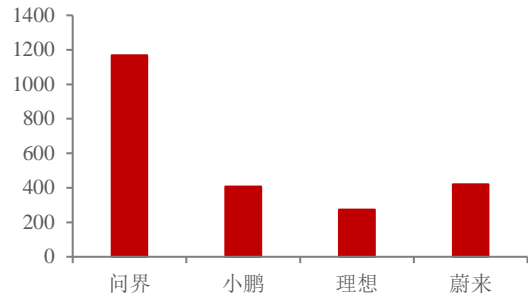
问界门店已远超新势力品牌。截至 11 月 28 日，问界在 220 个城市拥有销售门店 1168 家。其中，用户中心有 172 家，华为销售门店的数量则为 996 家，对比新势力品牌小鹏（截至 9 月底）/理想（截至 10 月底）/蔚来（截至 10 月底）分别为 407/274/412 家，优势明显。官方预计 2022 年底问界品牌门店数量将拓展至 1200 家以上，扩张速度较快。

图23: 华为全国首家新概念店华为北京银泰 in01 店



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图24: 新势力品牌门店数目情况(家)



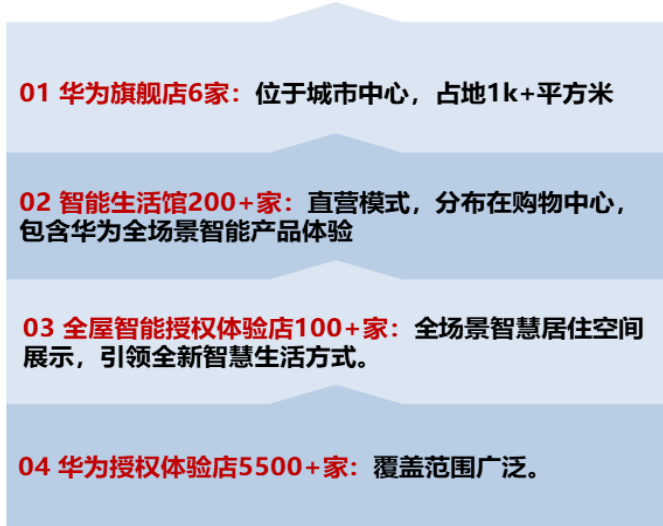
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

注: 问界门店数目为截至11月28日, 理想及蔚来门店数为截至10月底, 小鹏为截至9月底

用户中心建设进一步扩充渠道网络。公司于2022年定增项目中募投2.27亿元投资于用户中心建设, 通过在全国各主要城市新建20家线下用户中心, 进一步覆盖主要目标市场。用户中心主要为购车用户提供体验、购买和售后服务, 有助于公司及时了解市场动态与用户偏好, 了解竞争对手的营销策略及产品特点, 及时调整自身的营销策略及产品的研发路径, 进一步完善公司渠道布局。

华为已形成完善的线下渠道矩阵, 覆盖范围广泛。华为渠道包含旗舰店/智能生活馆/全屋智能授权体验店/授权体验店, 其中授权体验店已经超过5500家, 网点覆盖城市核心商圈以及众多长尾城市。问界车型将持续受益于终端完善的渠道布局。

图25: 截至2022年9月华为渠道分布情况

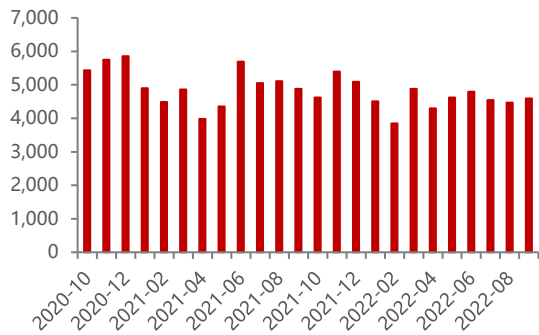


数据来源: 华为官网, 东吴证券研究所

线上渠道用户广泛, 运营体系成熟。华为商城月度活跃用户中枢为4500万人, C端用户资源庞大, 丰富的产品线为问界车型的曝光提供最大入口。同时, 问界汽车加入华

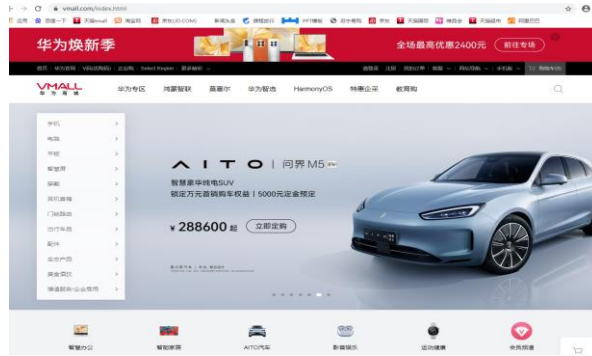
为生态链，华为商城会员体系、积分体系、企业购、微信小程序、IOS APP、百度小程序、抖音小程序、银行合作店铺等线上配套体系多年的运营基础和广泛的用户基础下引流功能显著。

图26: 华为商城月度活跃用户数 (万人)



数据来源: Questmobile, 东吴证券研究所

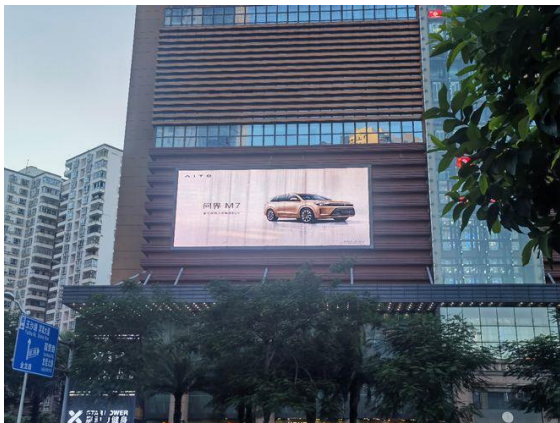
图27: 华为商城问界窗口



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

携手华为进行营销推广，营销手段多元有效。华为在手机业务上积累了丰富有效的营销策略，在整合广告创意和品牌定位进行品牌宣传方面具有丰富积累。目前已发布的三款问界新车在华为新品发布会上作为压轴产品亮相；同时问界广告亮相各大城市主流商圈以及机场等地；此外华为终端 BG CEO 余承东在车型发布&后续宣传均积极参与。

图28: 问界广告亮相主流商圈



数据来源: 网易, 东吴证券研究所

图29: 余承东联合汽车大 V 积极参与问界营销宣传



数据来源: 新浪微博, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

基于以下核心假设，对赛力斯 2022-2024 年盈利进行预测。

1) **销量预测:** AITO M5/M7 车型鸿蒙车机系统带来优越智能座舱体验，同时动力性能突出，我们预计销量将实现稳定攀升，2022-2024 年 AITO 品牌将实现 8.8/23.5/43.6

万辆销量。2) **单车收入方面**: 2023 年公司将推出全尺寸 SUV, 预计 AITO 单车收入将进一步提升。3) **毛利率方面**: 随着交付量逐步攀升, 公司产能利用率将得到进一步优化, 我们预计公司毛利率将持续改善。4) **费用率方面**: 2022 年公司预计将铺设 1200 家+门店, 后续随着单店效能的逐步提升销售费用率将进入稳步改善期。相关核心假设数据如下:

表2: 赛力斯盈利预测核心假设

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (亿元)	167.18	354.29	792.85	1,342.01
汽车销量 (辆)	266,616	281000	397000	564000
新能源汽车	41,440	138000	285000	486000
AITO	10,542	88000	235000	436000
其他车型	225,176	143000	112000	78000
毛利率(%)	3.77%	11.66%	16.82%	18.84%
销售费用率(%)	7.66%	14.00%	11.00%	9.50%
管理费用率(%)	6.51%	5.20%	4.00%	3.20%
研发费用率(%)	5.67%	4.00%	3.10%	3.00%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

我们预计公司 2022-2024 年营业总收入为 354.29/792.85/1,342.01 亿元, 同比 +111.92%/+123.79%/+69.26%; 归属母公司净利润为 -36.21/-19.51/10.01 亿元, 对应 PS 为 2.0/0.9/0.5 倍 (按照 2022 年 12 月 1 日收盘价计算,下同)。我们选取主营业务均为新能源车的造车新势力作为可比公司,可比公司 2022 年/2023 年/2024 年平均 PS 为 2.9/1.4/0.8。鉴于公司新能源技术储备深厚,生产制造能力突出,同时智能新品牌问界持续放量,首次覆盖,我们给予公司“买入”评级。

表3: 可比公司估值分析 (行情数据采用 2022 年 12 月 1 日股价)

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	营收预测 (亿元)			PS		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
9866.HK	蔚来	86	1,454	507	983	1,544	2.9	1.5	0.9
9868.HK	小鹏	34	728	267	562	1,003	2.7	1.3	0.7
2015.HK	理想	72	1,511	504	1,169	2,430	3.0	1.3	0.6
			均值				2.9	1.4	0.8
601127.SH	赛力斯	48.9	731.57	354	793	1342	2.1	0.9	0.5

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 表中各公司营收预测来源为东吴证券研究所预测, 表中所有货币单位均为人民币, 采用 2022 年 12 月 1 日汇率: 1 港元=0.9082 人民币

5. 风险提示

疫情控制进展低于预期。如果全球新冠疫情控制低于预期, 则对全球经济产生影响,

从而影响乘用车需求的复苏。

新能源汽车行业发展增速低于预期。如果新能源汽车三电技术发展及市场需求低于预期，则会影响行业整体电动化发展进程，对赛力斯销量及自身利润产生重要影响。

芯片/电池等关键零部件供应链不稳定。如果疫情因素导致全球性芯片短缺持续加剧，电池等关键零部件供应紧张。

新平台车型推进不及预期。若新车型推进情况不及预期，可能会导致销量/业绩表现低于预期。

国际形势不稳定性增大。汽车产业链全球化分工，任何一个国家无法完全独立构建供应链。若国际形势不稳定性增大，或对赛力斯也增加新的挑战。

公司与华为合作推进进度不及预期。若公司与华为在渠道等方面的合作推进不及预期，或对公司销量爬坡产生影响。

持续经营风险。

赛力斯三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	14,668	22,709	33,249	46,765	营业总收入	16,718	35,429	79,285	134,201
货币资金及交易性金融资产	6,153	12,414	16,452	26,325	营业成本(含金融类)	16,088	31,298	65,945	108,922
经营性应收款项	2,034	3,652	6,298	8,805	税金及附加	352	886	1,744	2,952
存货	2,773	3,982	6,609	6,909	销售费用	1,280	4,960	8,721	12,749
合同资产	956	1,063	1,586	2,013	管理费用	1,089	1,842	3,171	4,294
其他流动资产	2,751	1,598	2,304	2,713	研发费用	948	1,417	2,458	4,026
非流动资产	17,356	18,247	19,080	19,959	财务费用	244	423	520	639
长期股权投资	40	40	40	40	加:其他收益	295	177	238	336
固定资产及使用权资产	8,104	8,857	9,308	9,658	投资净收益	-82	-35	-79	-76
在建工程	1,533	920	552	331	公允价值变动	-135	-130	-140	-150
无形资产	5,153	5,953	6,753	7,553	减值损失	-267	-230	-240	-280
商誉	76	76	76	76	资产处置收益	587	709	793	805
长期待摊费用	82	82	82	82	营业利润	-2,885	-4,907	-2,704	1,253
其他非流动资产	2,369	2,319	2,269	2,219	营业外净收支	275	174	153	109
资产总计	32,024	40,955	52,329	66,724	利润总额	-2,610	-4,733	-2,551	1,362
流动负债	18,924	25,425	36,600	47,900	减:所得税	21	95	51	27
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,705	2,755	2,805	2,855	净利润	-2,631	-4,828	-2,602	1,335
经营性应付款项	14,031	19,657	29,294	39,404	减:少数股东损益	-807	-1,207	-650	334
合同负债	756	939	1,319	1,634	归属母公司净利润	-1,824	-3,621	-1,951	1,001
其他流动负债	1,432	2,074	3,182	4,008	每股收益-最新股本摊薄(元)	-1.22	-2.42	-1.30	0.67
非流动负债	5,371	5,571	5,771	5,971	EBIT	-2,963	-4,768	-2,477	1,673
长期借款	1,847	1,947	2,047	2,147	EBITDA	-1,221	-3,608	-1,261	2,844
应付债券	141	191	241	291	毛利率(%)	3.77	11.66	16.82	18.84
租赁负债	338	388	438	488	归母净利率(%)	-10.91	-10.22	-2.46	0.75
其他非流动负债	3,045	3,045	3,045	3,045	收入增长率(%)	16.89	111.92	123.79	69.26
负债合计	24,295	30,996	42,371	53,871	归母净利润增长率(%)	-5.51	-98.53	46.11	151.31
归属母公司股东权益	7,960	11,397	12,046	14,607					
少数股东权益	-230	-1,437	-2,088	-1,754					
所有者权益合计	7,729	9,960	9,958	12,853					
负债和股东权益	32,024	40,955	52,329	66,724					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-987	467	2,702	9,624	每股净资产(元)	5.81	7.57	8.01	9.72
投资活动现金流	-1,563	-1,403	-1,383	-1,412	最新发行在外股份(百万股)	1,497	1,497	1,497	1,497
筹资活动现金流	2,936	7,127	2,660	1,611	ROIC(%)	-25.39	-34.73	-16.45	9.61
现金净增加额	384	6,191	3,979	9,823	ROE-摊薄(%)	-22.91	-31.77	-16.20	6.85
折旧和摊销	1,742	1,159	1,217	1,171	资产负债率(%)	75.86	75.68	80.97	80.74
资本开支	-1,077	-1,217	-1,154	-1,186	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	-	-	73.06
营运资本变动	-211	4,441	4,384	7,326	P/B(现价)	8.41	6.45	6.10	5.03

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

