



赛力斯(601127. SH)

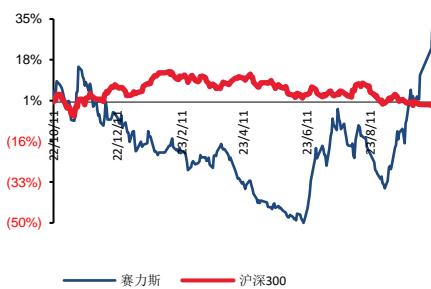
目标价: 110.34

昨收盘: 79.58

汽车 乘用车

赛力斯 (601127. SH): 华为智造归来, 腾飞展翅向上

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,507/1,507
总市值/流通(百万元)	101,627/101,627
12 个月最高/最低(元)	85.91/24.82

相关研究报告:

报告摘要

智能汽车为核心, 转型向上再腾飞。赛力斯业务涉及新能源汽车及核心三电、传统汽车及核心部件总成的研发、制造、销售及服务, 主要产品包括AITO问界系列高端智慧新能源汽车、瑞驰电动商用车、蓝电智能电动汽车、风光SUV及MPV等。公司于2019年开展与华为合作, 经历4年的研发耕耘以及依托完备的产业链, 已成功打造AITO问界M5增程版与纯电版、问界M7等智能电动车型。

多元合作模式, 智能底座深度赋能。华为与整车的合作模式主要分为HI/智选等模式, 系列子品牌打造多款车型产品矩阵, 同时为赛力斯SUV投放的主要渠道。我们认为, 华为智驾在硬件、算法、数据层面均具备明显优势, 高效的自动驾驶迭代, 体系化的智能汽车整体解决方案, 深度赋能问界品牌, 有望形成马太效应。**自动驾驶层面**, 问界已经在上海、广州、深圳、重庆等城市开放城区NCA功能, 并面向全体用户进行RPA泊车辅助的推送, 预计至年末开通全国无图城区NCA功能, 智驾能力行业领先。**智能座舱层面**, 鸿蒙4.0的车机系统于2023年8月正式推出, 可实现多人多设备、多屏多音区, 同时引入多模态交互技术, 提供多样化的交互方式, 包括语音识别、手势控制触摸屏操作等, 让智能座舱体验大幅领先。

新款M7订单超预期, M9产品继续向上, 后续成长可期。2023年9月, AITO问界新M7正式亮相, 上市首月累计大定突破6万台, 订单数量超预期, 爆款车型有望向上突破。预计四季度AITO问界M9将发布上市, 驱动产品力进一步向上。展望2024-2025年, 后续新车与改款车型有望持续投放。**产能方面**, 公司的两江智慧工厂和凤凰智慧工厂按照工业4.0标准及工业互联网要求打造, 合计可实现智能电动汽车年产量超过20万辆。第三工厂按照规划项目将于2023年下半年完成建设, 预计建成后合计产能有望达到70万辆, 产能、销量、车型周期均开启第二阶段强势增长, 规模效应驱动车型毛利率、市场份额同步提升。

投资建议:我们预计公司2023年至2025年营业收入为396.27、1108.57、1632.17亿元, 同比增长16.19%、179.75%、47.23%, 归母

证券分析师: 文姬

电话: 021-58462906

E-MAIL: wenji@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523050001

净利润为-27.75、-11.00、16.11亿元, 同比增长27.58%、60.34%、246.41%。考虑到公司与华为合作模式的特殊性, 给予公司2024年1.5倍PS估值, 对应目标价110.34元, 首次覆盖, 给与“买入”评级。

风险提示: 新能源汽车销量不及预期; 原材料价格波动风险; 行业竞争加剧等。

■ 盈利预测和财务指标:

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	34,105.00	39,626.60	110,857.37	163,216.90
(+/-%)	104.00%	16.19%	179.75%	47.23%
归母净利(百万元)	-3,831.87	-2,774.95	-1,100.60	1,611.36
(+/-%)	-110.09%	27.58%	60.34%	246.41%
摊薄每股收益(元)	-2.68	-1.84	-0.73	1.07
市盈率(PE)	—	—	—	62.25

资料来源: Wind, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 牵手华为打造AITO问界品牌, 转型企稳再腾飞	6
(一) 联手华为三次转型, 更名赛力斯再出发	6
(二) 聚焦新能源业务, 问界品牌助力增长	7
(三) 财务表现: AITO问界驱动第二增长曲线开启, 毛利率逐年波动	9
二、 华为风云再起, 多种合作模式赋能赛力斯再创新高	12
(一) 华为入局汽车行业, 成立智能汽车解决方案 BU	12
(二) 华为三种合作模式赋能车企	13
(三) 华为深度赋能, 智能化优势凸显	15
(四) 三位一体闭环, 掀起智能驾驶领先之势	18
(五) 鸿蒙座舱造就华为“双智天花板”	19
三、 华为深度携手, 问界品牌周期强势复苏	21
(一) AITO问界改款全面袭来, 新车周期强劲	21
(二) 新款M7订单超预期, M9车型继续向上	22
(三) 赛力斯自研动力核心, 建设工厂保障产能供应	28
(四) 小荷才露尖尖角, 中高端智能车坡长雪厚空间明确	30
四、 盈利预测	32
(一) 关键假设	32
(二) 盈利预测与估值	33
五、 风险提示	34

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司股权结构图示 (截止 2023H1)	7
图表 3 公司业务主要分为整车业务以及供应链业务	7
图表 4 公司整车品牌图示	8
图表 5 公司汽车销量 (辆) 及新能源占比 (%)	8
图表 6 问界品牌分车型销量 (辆)	8
图表 7 公司多电机驱动平台	9
图表 8 公司 2.0 TGDI 发动机	9
图表 9 2022 年公司分业务营收占比 (%)	9
图表 10 公司海外收入占比逐年提高	9
图表 11 公司营业收入及增速情况	10
图表 12 公司归母净利润及增速情况	10
图表 13 公司毛利率及净利率情况 (%)	10
图表 14 公司期间费用率 (%)	10
图表 15 公司毛利率水平与问界销量相关性较高	11
图表 16 华为布局汽车行业	12
图表 17 华为布局汽车行业	12
图表 18 华为内部组织架构	12
图表 19 华为汽车业务合作模式一览	13
图表 20 华为 HI 模式合作方	13
图表 21 华为智选模式合作方	14
图表 22 华为供应商模式合作方	14
图表 23 华为底层技术赋能智能汽车业务	15
图表 24 华为昇腾 AI 计算集群	15
图表 25 华为 MDC 平台硬件支持及场景应用	16
图表 26 华为历代 MDC 平台图示	16
图表 27 国产企业大算力芯片发展情况	16
图表 28 华为盘古汽车大模型发布	17
图表 29 华为在自动驾驶数据闭环多个环节具备优势	17
图表 30 华为合作模式形成自动驾驶正循环	17
图表 31 ADS2.0 实现无高精地图智驾方案	18
图表 32 中国高速及城区辅助驾驶落地情况	18
图表 33 各企业自动驾驶能力项目对比	19
图表 34 华为鸿蒙系统与其他系统对比	19
图表 35 华为 HARMONYOS 系统不断升级	20
图表 36 华为鸿蒙座舱图示	20
图表 37 华为鸿蒙座舱桌面图示	20
图表 38 公司重点车型图示	21
图表 39 AITO 问界品牌分车型销量 (辆)	22
图表 40 AITO 问界品牌分车型销量占比 (%)	22
图表 41 主要新能源品牌 SUV 产品矩阵及价格带	22
图表 42 问界 M5 与竞品车型参数对比	23
图表 43 AITO 问界 M5 外观	24
图表 44 AITO 问界 M5 内饰	24
图表 45 AITO 问界 M7 与新势力造车重点车型参数对比	24
图表 46 AITO 问界新 M7 无重力座椅	26

图表 47 AITO 问界新 M7 车身结构.....	26
图表 48 AITO 问界新 M7 大定数量 (辆)	27
图表 49 2023 年 9 月新能源市场交付/销量排行 (辆)	27
图表 50 各产品发布当日百度搜索指数.....	27
图表 51 各产品百度搜索指数趋势图示.....	27
图表 52 AITO 问界 M9 外观图示.....	28
图表 53 AITO 问界 M9 可选配置图示.....	28
图表 54 AITO 问界 M9 智能大灯黑科技例图.....	28
图表 55 AITO 问界 M9 光场屏黑科技例图.....	28
图表 56 公司铝合金底盘图示	29
图表 57 公司三电产品图示.....	29
图表 58 宁德时代 CTP3.0 电池模块图示	29
图表 59 高压快充架构下电池系统成本更优.....	29
图表 60 赛力斯两江智慧工厂规划	30
图表 61 赛力斯凤凰工厂规划	30
图表 62 2023 年 1-9 月新能源乘用车销量 (万辆)	30
图表 63 新能源乘用车销量 (辆) 及渗透率 (%)	30
图表 64 2023 年 1-9 月 20 万以上新能源乘用车品牌市场份额 (%)	31
图表 65 2023 年 1-9 月 20 万以上新能源乘用车品牌销量 (万辆)	31
图表 66 AITO 问界品牌单车均价测算	32
图表 67 AITO 问界品牌销量测算 (万辆)	32
图表 68 公司分业务营收拆分	33
图表 69 可比公司估值情况.....	34

一、牵手华为打造AITO问界品牌, 转型企稳再腾飞

(一) 联手华为三次转型, 更名赛力斯再出发

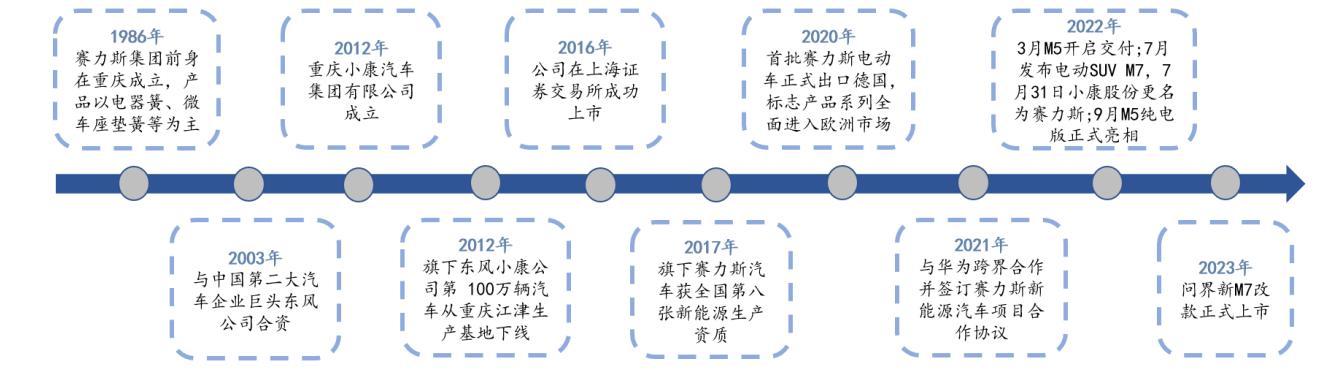
赛力斯是新能源汽车为核心业务的科技型制造企业。赛力斯汽车始创于1986年, 业务涉及新能源汽车及核心三电、传统汽车及核心部件总成的研发、制造、销售及服务, 主要产品包括AITO问界系列高端智慧新能源汽车、瑞驰电动商用车、蓝电智能电动汽车、风光SUV及MPV等。公司发展大致可分为三大阶段:

创业积累阶段 (1986-2002年) : 公司前身“重庆巴县凤凰电器弹簧厂”1986年注册成立, 产品以电器簧、微车座垫簧等为主。1996年发展摩托车减震器业务, 自主开发助力车减震器后向减震器并向摩托车生产转型。

汽车制造阶段 (2003-2016年) : 2003年与东风公司合资创立“东风小康汽车有限公司”, 进军汽车工业。2007年成立重庆小康汽车集团有限公司开启乘用车业务, 2016年小康股份成功登陆A股市场。

华为合作阶段 (2017-至今) : 2017年公司取得全国第八张新能源生产资质, 正式开启新能源转型, 2021年与公司与华为联合业务深度跨界融合, 正式推出赛力斯华为智选SF5。2022年8月公司更名为“赛力斯”, 至今已成功上市M5、M7、M5 EV等AITO问界品牌车型。

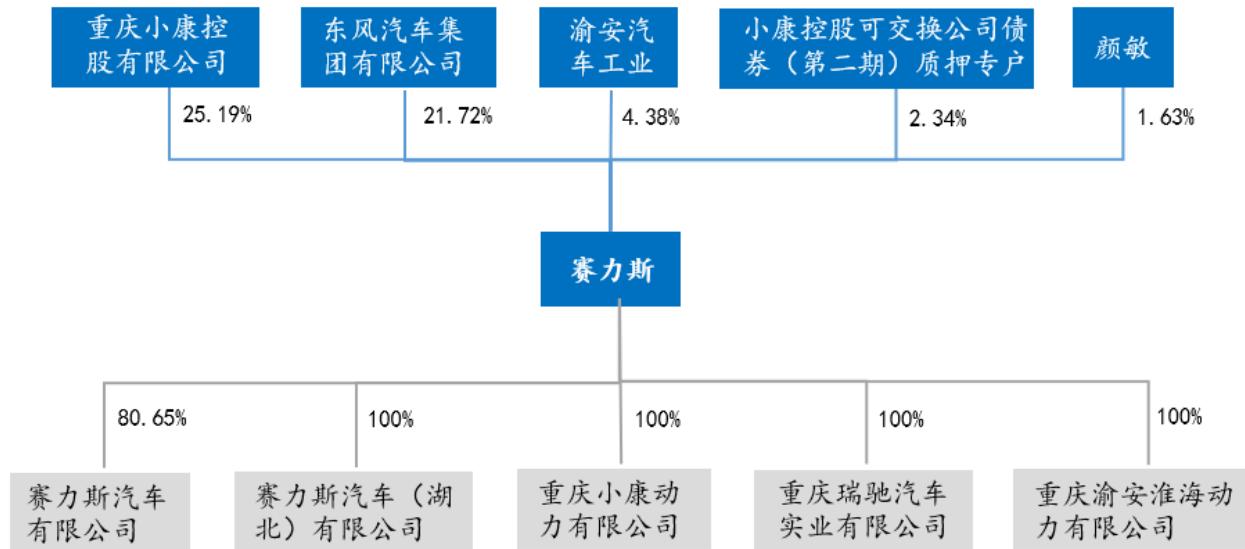
图表1 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 太平洋研究院

公司股权架构稳定, 为家族控股企业。截至2023H1, 公司实控人张兴海持有重庆小康控股有限公司50%股权以及渝安汽车工业有限公司19.72%股权, 通过两家公司合计间接持有赛力斯14.99%股权, 为公司实际控制人, 张兴礼、张兴明、颜敏均为其直系亲属, 公司为家族控股企业。东风汽车集团持有公司21.72%股权, 为公司第二大股东, 公司控制权相对集中。

图表 2 公司股权结构图示 (截止 2023H1)



资料来源: 公司公告, 企查查, 太平洋研究院

(二) 聚焦新能源业务, 向界品牌助力增长

公司主要业务可分为整车业务与供应链业务两大方面。整车业务方面, 产品覆盖新能源车和传统车型, 主要产品谱系包括 SUV、MPV、微型商用车等。供应链业务方面, 包括三电产品及核心零部件。动力总成方面, 公司已量产1.5T-2.0T增程器及发动机产品。

图表 3 公司业务主要分为整车业务以及供应链业务



资料来源: 公司官网, 太平洋研究院

整车业务持续发展, 车型覆盖广泛。公司通过与东风公司合资成立的东风小康开始进军微车整车业务, 东风小康目前拥有湖北、重庆两大生产基地, 产品包括微型货车、微型客车、紧凑型MPV, 形成K、V、C和风光四大系列。新能源车代表车型包括问界新M7、问界M5、赛力斯SF5、风光

MINI EV、风光580、东风小康K01和瑞驰EC35 II等。

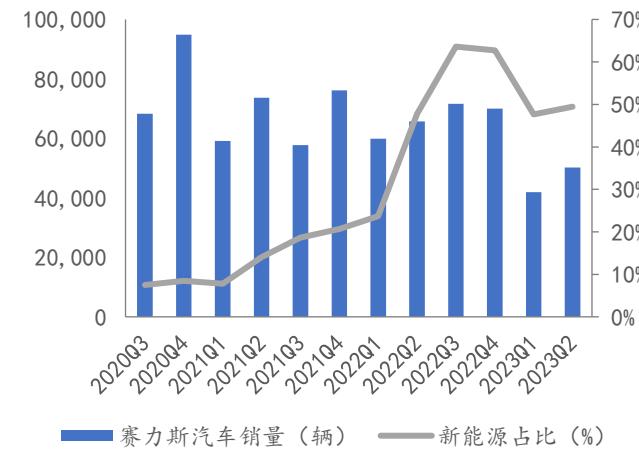
图表4 公司整车品牌图示

赛力斯汽车	瑞驰新能源	东风小康	东风风光
赛力斯SF35 12.88-14.58万 	瑞驰EC35 12.88-14.58万 	东风小康K07S 3.49-3.69万 	风光580 7.99-12.99万 
问界M5 24.98-29.98万 	瑞驰EC31 11.68-16.88万 	东风小康D71 4.99-5.89万 	风光S560 6.79-7.89万 
问界M5 EV 25.98-30.98万 	瑞驰ED71 18.68-21.58万 	东风小康C56 5.58-5.98万 	风光330 4.19-6.88万 
问界M7 24.98-32.98万 	瑞驰EC55 14.38-14.98万 	东风小康D72 5.29-6.19万 	风光MINIEV 3.26-5.91万 

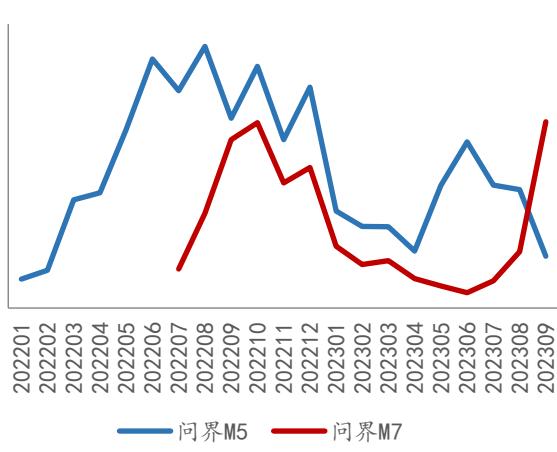
资料来源：汽车之家，易车，太平洋研究院

问界品牌带动新能源销量爬升。受AITO问界品牌M5车型开启交付并迅速爬坡影响，公司新能源汽车销量自2022年一季度开始攀升，至2022Q3新能源占比达到峰值64%。2023上半年，公司车型合计销量达到9.22万辆，其中新能源汽车合计销售4.48万辆，占比为48.6%，随着后续新M7开启大规模交付，公司新能源占比有望再度向上爬升。

图表5 公司汽车销量（辆）及新能源占比（%）



图表6 问界品牌分车型销量（辆）



资料来源：Wind, 太平洋研究院

资料来源：Marklines, 太平洋研究院

供应链业务自研，产品技术积累深厚。2003年，公司与东风汽车合资成立的东风小康下设汽车技术中心，负责新产品设计、试制开发等工作。后续陆续成立汽车动力技术中心、新能源汽车研究院等，全面完善公司研发体系。全资子公司淮海动力通过与国内、国际研发机构展开技术合

作, 产品线逐步扩充升级AF、BG、DK等汽油发动机产品, 其中DK系列主要性能指标达到行业领先水平。三电业务方面, 自研的集成式智能发电机组为业界首创, 可实现一升油发电3.2度, 较行业平均水平提升20%。

图表7 公司多电机驱动平台



资料来源: 公司官网, 太平洋研究院

图表8 公司 2.0 TGDI 发动机

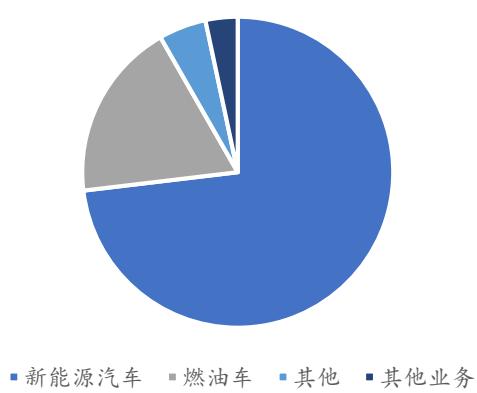


资料来源: 公司官网, 太平洋研究院

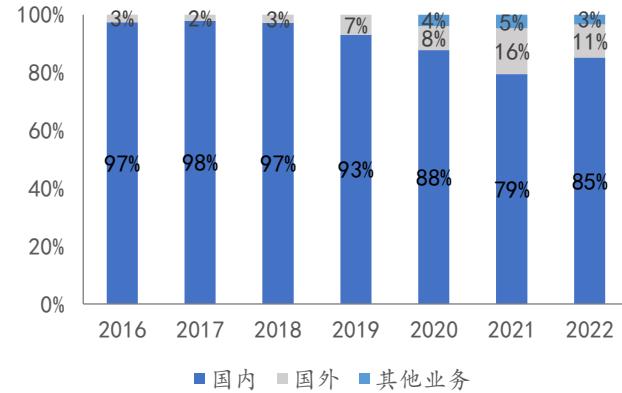
(三) 财务表现: AITO 问界驱动第二增长曲线开启, 毛利率逐年波动

汽车业务为主营业务, 海外收入占比提升。2022年, 公司新能源汽车与燃油车业务收入占比分别为73%以及19%, 为公司主要业务收入来源。出口方面, 公司赛力斯SF系列等车型实现新能源汽车出口突破, 2022年海外收入占比达11%。同时公司海外拥有超过1,000家营销服务网点, 已完成在消费者群体中的销售服务体系构建, 推动出口业务发展以及海外订单的高质量交付。

图表9 2022年公司分业务营收占比 (%)



图表10 公司海外收入占比逐年提高



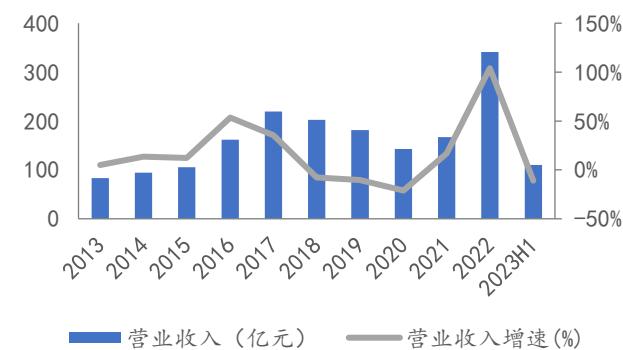
资料来源: Wind, 太平洋研究院

资料来源: Wind, 太平洋研究院

转型驱动营收上升, 盈利能力波动承压。2017年起, 公司受整体汽车市场景气度下行及新冠疫情等不利因素影响, 营收及净利润逐步走低。随着公司新能源转型奏效, 推动营业收入2020年

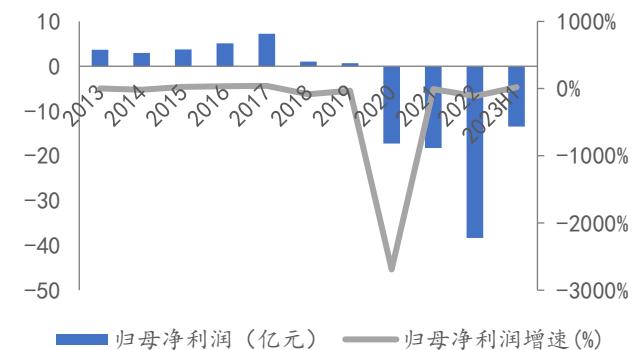
起, 2022年AITO问界M5与M7上市并开启交付, 公司营业收入达到341.05亿元, 同比提升104%, 归母净利润为-38.32亿元, 同比-110.09%。2023年上半年, 公司营业收入及净利润分别为110.32亿元、-13.44亿元, 同比分-11.14%、+22.18%, 主要受权益力度加大、市场营销以及研发等投入扩大等因素影响。

图表 11 公司营业收入及增速情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院

图表 12 公司归母净利润及增速情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院

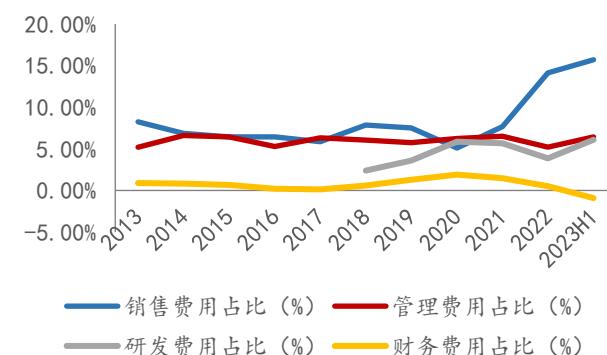
上半年竞争压力加剧, 毛利率与净利率阶段性波动。公司毛利率及净利率在2017年起呈现逐步走低趋势, 2022年分别小幅回升至11.32%、-15.31%。由于上半年行业竞争加剧、品牌销量波动以及公司消化前期成本较高的原材料等因素影响, 2023H1公司毛利率及净利率分别为6.34%、-19.39%, 期间费用率合计为27.30%。

图表 13 公司毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: Wind, 太平洋研究院

图表 14 公司期间费用率 (%)

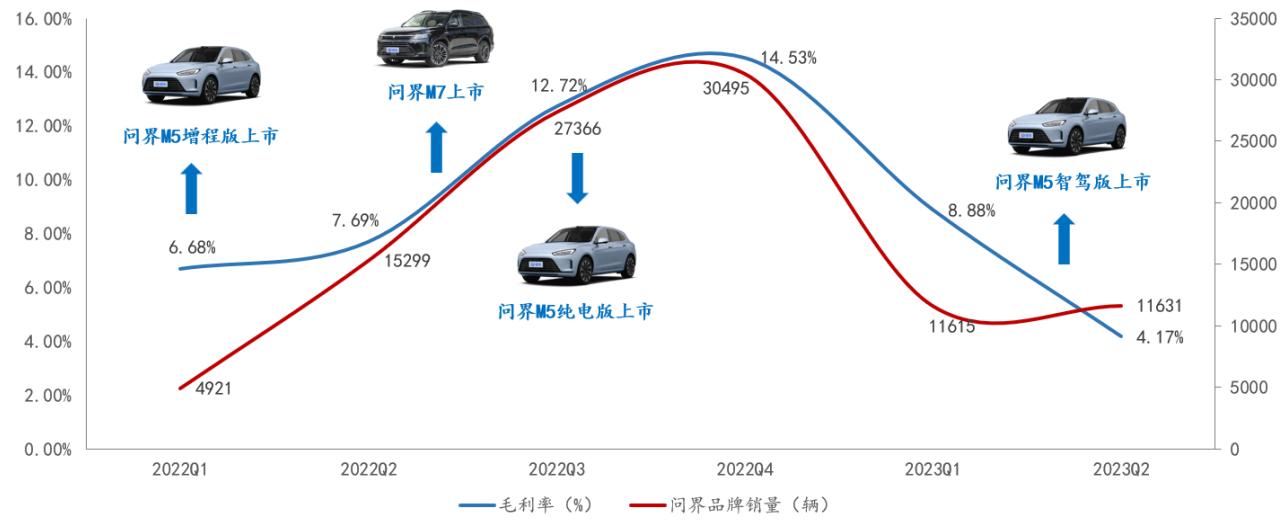


资料来源: Wind, 太平洋研究院

公司毛利率与AITO问界销量具备一定的正相关性。AITO问界品牌首款M5增程版车型自2022年Q1推出, 问界M7以及M5纯电版在2022Q2与Q3分别上市, 2022Q4 AITO问界销量达到3.05万辆, 品牌销量一路走高。毛利率方面, 2022Q1公司毛利率为6.68%, 随着AITO问界品牌车型畅销, 2022Q4毛

利率一度达到14.53%，毛利率与销量共同攀升至峰值。2023年上半年，毛利率随着AITO问界品牌销量下滑开始走低，2023Q2 AITO问界销量为1.16万辆，同期毛利率为4.17%，同比-3.52pct，环比-4.71pct，公司毛利率水平与AITO问界品牌销量相关性较高，后续伴随AITO问界品牌销量上行，毛利水平有望持续恢复。

图表 15 公司毛利率水平与问界销量相关性较高



资料来源: Wind, 汽车之家, Marklines, 太平洋研究院

二、 华为风云再起, 多种合作模式赋能赛力斯再创新高

(一) 华为入局汽车行业, 成立智能汽车解决方案 BU

前瞻布局汽车, 持续加大投入。2014年, 华为“2012实验室”内设立了车联网实验室, 进行车联网方面的研究, 之后数年里华为在车联网的端、管、云三个层面相继推出了多个解决方案, 定位软硬件系统集成商, 并与一众车企达成了紧密的合作关系。

图表 16 华为布局汽车行业



资料来源: 华为, 太平洋研究院

图表 17 华为布局汽车行业



资料来源: 华为, 太平洋研究院

成立汽车业务部门, 余承东担任车BU董事长。2019年5月, 华为正式成立智能汽车解决方案BU部门, 2020年底, 华为将车BU从ICT管理委员会划归到消费者业务管理委员会2021年5月, 华为消费者BG CEO 余承东正式被任命为车BU CEO, 2023年9月, 华为内部任命余承东则转任华为车BU董事长, 余承东在消费电子领域积累的各项经验有望充分赋能汽车业务。

图表 18 华为内部组织架构



资料来源: 华为, 太平洋研究院

(二) 华为三种合作模式赋能车企

华为通过打造多元合作模式, 快速与车企建立合作。根据不同车企自主开发程度, 华为提供的合作模式主要分为三种。一是作为零部件供应商, 为车企提供激光雷达、AR HUD等智能部件, 二是作为平台化供应商, 华为提供底层硬件、算法及开发平台, 车企自主构建整体解决方案;三是作为全栈解决方案提供商, 与车企进行深度合作, 提供智能汽车整体解决方案。

图表 19 华为汽车业务合作模式一览



资料来源: 汽车之家, 华为, 太平洋研究院

Huawei Inside模式: 整合华为与车企的资源, 双方共同定义、联合开发, 并使用华为的全栈智能汽车解决方案。华为目前与北汽、长安及广汽三家车企展开了HI模式的合作。

图表 20 华为 HI 模式合作方

合作车企	品牌	现有车型	合作板块
北汽	极狐	阿尔法 S HI 版	智能驾驶、智能座舱、智能电动
长安	阿维塔	阿维塔 11	智能驾驶、智能座舱、智能电动
长安	阿维塔	阿维塔 12	智能驾驶、智能座舱、智能电动
广汽	埃安 (待定)	AH8	智能驾驶、智能座舱、智能电动

资料来源: 汽车之家, 太平洋研究院

华为智选模式: 华为深度参与产品定义和整车设计以及渠道销售, 在产品造型、内外饰设计及品牌营销方面与车企形成合作, 代表为与赛力斯合作的AITO问界品牌, 合作内容覆盖智能座舱、智能电动、内外设计、销售渠道等方面。

图表 21 华为智选模式合作方

合作车企	品牌	现有车型	合作板块
赛力斯	赛力斯	SF5	智能座舱、智能电动、内外设计、销售渠道
赛力斯	问界	M5	智能座舱、智能电动、内外设计、销售渠道
赛力斯	问界	新M7	智能座舱、智能电动、内外设计、销售渠道

资料来源: 电动邦, 太平洋研究院

供应商模式: 此模式下华为主要是提供软硬件服务, 涵盖智能驾驶、智能座舱、智能电动、智能网联和智能车云五个板块, 基本打造出了由传感器-芯片-操作系统-算法与开发应用-云服务的生态布局, 合作车企包括一汽、长城、吉利、上汽等传统自主厂商以及奔驰、宝马、大众等外资车企。

图表 22 华为供应商模式合作方

合作车企	品牌	现有车型	合作板块
一汽	奔腾	E05	智能电动
	红旗	EHS6	智能座舱
长城	沙龙	机甲龙	智能驾驶
吉利	吉利	博越 Pro、星瑞	智能座舱
	领克	领克 05	智能座舱
	沃尔沃	XC90	智能座舱
上汽	通用五菱	新宝骏 KiWi	智能驾驶
	飞凡	R7	智能座舱
	大通	EUNIQ5、EUNIQ6	智能电动
奇瑞	捷途	大圣	智能驾驶
奔驰	奔驰	S 级	智能网联
宝马	宝马	7 系	智能网联
比亚迪	比亚迪	宋 PLUS EV	智能电动
	星际/星空	-	智能驾驶、智能座舱

福田	-	-	智能驾驶、智能网联
大众	保时捷	帕拉梅拉	智能网联
	大众	-	智能驾驶、智能网联
	奥迪	Q7	智能驾驶、智能网联
合众	哪吒	哪吒 S	智能座舱、智能网联智能驾驶、
东风	东风	乘龙 T7、M3	智能驾驶、智能座舱、智能网联

资料来源: 电动邦, 太平洋研究院

(三) 华为深度赋能, 智能化优势凸显

聚焦多项技术优势, 深度赋能车企。华为以平台+生态的发展战略提供创新架构和数字平台基础要素, 使车企高效开发智能汽车。在其“1+8+N”全场景智慧生活战略中, “1”代表智能手机; “8”代表大屏、平板、PC、可穿戴设备、车机等; “N”代表泛IoT设备, 汽车为华为重要战略落地层面之一。硬件方面, 华为自研MDC自动驾驶平台, 为自动驾驶提供可扩展的异构算力; 数据方面, 华为通过HI模式以及智选模式与车企进行深度合作获取关键数据, 同时自研盘古汽车大模型3.0, 加速自动驾驶迭代进程; 算法与算力方面, 使用“BEV+Transformer”叠加基于华为首创的GOD网络与激光雷达的融合感知GAEB技术, 借助昇腾自动驾驶训练AI算力平台, 成功实现不依赖高精地图的辅助驾驶能力, 多项竞争优势为车企深度赋能。

图表 23 华为底层技术赋能智能汽车业务



资料来源: 华为, 太平洋研究院

图表 24 华为昇腾AI计算集群



资料来源: 华为, 太平洋研究院

硬件层面: 华为MDC平台位列第一梯队, 覆盖L2至L5自动驾驶。智能驾驶汽车包含四个核心子系统: 传感器、计算平台、执行器与应用算法, 华为MDC(MobileData Center: 移动数据中心)定位为智能驾驶的计算平台, 搭载智能驾驶操作系统AOS、VOS及MDC Core, 兼容AUTOSAR, 支持L2+至L5平滑演进结合配套的完善工具链。MDC平台硬件集成具有CPU与AI计算能力的强大SoC芯片, 为

智能驾驶提供可扩展的异构算力, 2021年4月发布的MDC 810算力达400+ TOPS, 支持Robtaxi L4至L5自动驾驶。

图表 25 华为 MDC 平台硬件支持及场景应用



图表 26 华为历代 MDC 平台图示



资料来源: 华为, 太平洋研究院

资料来源: Vehicle, 华为, 太平洋研究院

图表27 国产企业大算力芯片发展情况

竞争梯队	企业名称	发展情况	芯片算力
第一梯队	华为	2019年, 主要用于AI领域的昇腾910大算力芯片实现量产, 表现有望在汽车领域延续	昇腾910完全达到设计规格, 半精度(FP16)算力达到320TFLOPS, 整数精度(INT8)算力达到640TOPS, 功耗310W, MDC智能驾驶计算平台可达400TOPS算力。
	地平线	2022年, 地平线征程5实现量产, 地平线征程6预计2023年发布	征程5兼具高性能和大算力特点, 搭载地平线最新一代BPU贝叶斯深度学习加速引擎, 单颗芯片算力高达128TOPS。征程6算力预计将超1000TOPS。
	黑芝麻	2022年, "华山二号"A1000Pro芯片实现量产	DynamAI NN神经网络处理器的算力达到106TOPS(INT8)或196TOPS(INT4)。
第二梯队	寒武纪	正在研发兼具高TOPS以及高编程灵活性的车规级芯片行歌。已发布思元370产品	思元370采用chiplet(芯粒)技术的A芯片, 集成390亿个晶体管最大算力高256TOPS(INT8)。
	芯驰科技	计划在2023年推出具有更高算力的V9S自动驾驶芯片	V9S自动驾驶芯片面向中央计算平台架构研发, 算力高达500-1000T, 可支持L4/L5级别的自动驾驶的Robotaxi
第三梯队		其他正在布局或即将布局大算力芯片研发和生产的企业	

资料来源: 前瞻产业研究院, 太平洋研究院

数据层面: 华为在自动驾驶数据闭环中具备优势。在自动驾驶场景中, 问题数据通常在车辆上收集后对数据做标注, 此后工程师在云端用新的数据训练神经网络模型, 重新训练后的模型通常会通过OTA的方式部署到车端, 从而形成循环。数据闭环通常包括数据采集、数据回流、数据处理、数据标注、模型训练、测试验证几个环节, 华为在多个环节具备优势。以模型训练为例, 华为云在华为全联接大会2023上发布盘古汽车大模型, 通过构建数字孪生空间生成复杂场景样本, 让自动

驾驶Corner Case学习训练周期从2周以上缩短到2天内, 极大提升自动驾驶迭代效率。

图表 28 华为盘古汽车大模型发布



资料来源: 华为, 太平洋研究院

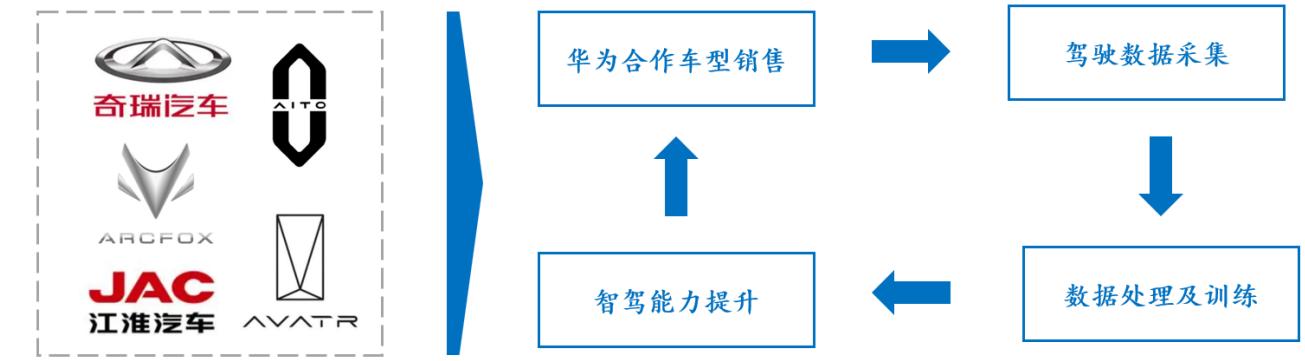
图表 29 华为在自动驾驶数据闭环多个环节具备优势



资料来源: 九章智驾, 太平洋研究院

华为合作模式反哺自动驾驶, 正向循环挖深护城河。 华为通过HI模式以及智选模式与车企进行深度合作, 提供智能汽车整体解决方案。在此模式下, 依托多个车企旗下众多车型, 数据采集方面将具备优势。而当合作赋能的车企及车型逐步增多后, 该模式下产生的数据量级将大幅跃升, 结合华为数据处理、模型训练等数据闭环环节具备的优势, 华为自动驾驶能力将随时间推移大幅提升。而在车型自动驾驶能力与行业公司形成差距后, 将在消费者端反哺至车型销量, 形成正向循环。

图表 30 华为合作模式形成自动驾驶正循环



资料来源: 各公司官网, 太平洋研究院

算法层面: ADS 2.0开启无图自动驾驶新时代。 华为ADS 2.0智驾方案使用“BEV+Transformer”叠加基于华为首创的GOD网络与激光雷达的融合感知GAEB(通用障碍物检测AEB)技术, 同时不依赖高精地图的算法。前者通过将多种传感器的感知物体的边界泛化为立方体, 融合后精确构建道路的3D场景, 精准判断障碍物的运动情况, 改变了传统感知算法只识别一个平面矩形的局限。后者则是通过大模型、道路拓扑推理网络的训练, 通过导航地图, 结合已行驶路线对下一步轨迹和在

没有高精地图的情况下也能实现精确的感知和控制。

图表 31 ADS2.0 实现无高精地图智驾方案



资料来源：华为，太平洋研究院

(四) 三位一体闭环，掀起智能驾驶领先之势

头部玩家掀起百城大战，华为智驾领先。各大车企的城市导航辅助驾驶产品在2023年围绕量产上车发力，进入到真实用户覆盖和多城市落地的比拼。从落地情况来看，小鹏、理想、AITO问界、阿维塔暂时处于第一梯队，其他公司暂时处于追赶之中。目前，AITO问界已经在上海、广州、深圳、重庆等城市开放城市NCA推送，并面向全体用户进行RPA泊车辅助的推送，预计至年末开通全国辅助驾驶功能，智驾能力行业领先。

图表 32 中国高速及城区辅助驾驶落地情况

品牌	高速辅助驾驶	城区辅助驾驶	今年开通	明年开通
小鹏	有	北京、上海、广州、深圳、佛山	约 50 城	约 200 城
理想	有	北京、上海内测	约 100 城	-
AITO 问界	有	上海、广州、深圳、杭州、重庆	全国	-
阿维塔	有			
蔚来	有	下半年测试	-	-
特斯拉	有	FSD 未进入中国，国外已开通	-	-
零跑	有	-	-	-
哪吒	有	明年上半年开通	-	-
智己	有	今年测试	-	-
腾势	年底开通	明年开通	-	-
极氪	正在测试	-	-	-

资料来源：36 氪，太平洋研究院

综合底座基础能力，引领新势力。华为基于昇腾基础芯片族优势，打造昇腾AI算力平台，澎

澎湃算力可达2000PFLOPS, 领先于国内新势力企业, 实现AI算力全栈自主和硬件业务连续性。在自动驾驶领域应用中, 华为通过云底座核心能力和云端大模型深度赋能数据处理全流程, 构建的全栈式自动驾驶开发平台实现强化数据驱动能力并加速数据闭环, 助力客户实现自动驾驶开发降本增效和量产落地。

图表 33 各企业自动驾驶能力项目对比

		项目	华为	理想	小鹏	蔚来	特斯拉
硬件	自动驾驶芯片	自研昇腾芯片	地平线/英伟达	英伟达	英伟达	自研 FSD 芯片	
	单车最高算力	400TOPS (阿维塔 11)	508TOPS (L9)	508TOPS (G9)	1016TOPS (ET5T)	144TOPS (Model 3)	
软件	辅助驾驶系统	ADS2.0	理想 AD Pro/Max	Xpilot 3.0/XNGP	NIO Autonomous Driving		FSD
	智驾算法	BEV+Transformer+GOD	BEV+Transformer+Occupancy Network				
云端算力	智算中心	昇腾 AI 算力平台	-	扶摇智算中心	蔚来云智算中心	Dojo 智算中心	
	合作商	华为云	火山引擎	阿里云	阿里云	-	
	芯片	昇腾 910 (训练)、昇腾 310 (推理)	英伟达 A100/H100				
	算力	2000PFLOPS	预计 750PFLOPS	600PFLOPS	-	100Exa-FLOPS (预计 2024 年)	

资料来源: 华为, 亿欧智库, 新浪财经, 易车, 搜狐, 太平洋研究院

(五) 鸿蒙座舱造就华为“双智天花板”

鸿蒙系统在流畅性及分布式能力等方面具备优势。华为鸿蒙系统 (Harmony OS) 于2019年8月正式发布, 相较于iOS以及安卓操作系统, 鸿蒙OS具备流畅、开源、分布式能力等特点, 同时支持车机运用。2023年, 鸿蒙OS的市场份额在中国逐渐增长, 已具备8%的市场份额, 稳居第三大手机操作系统。

图表34 华为鸿蒙系统与其他系统对比

特点/系统	鸿蒙	iOS	安卓
硬件载体	手机之外, 还可以搭载在电视、手表、手机、智能家居等众多 IoT 设备	手机为主	手机为主
增长空间	IoT 设备潜力很大	有限	有限
优点	流畅, 开源, 分布式能力	流畅	开放
缺点	新生系统, 处于增长期	封闭	碎片化, 卡顿
开发者开发 App	一次开发多端适配	单独适配	单独适配

资料来源: 华为, 太平洋研究院

全场景分布式操作系统HarmonyOS加强智驾体验。HarmonyOS具有高度灵活性和可扩展性, 可以实现车辆与其他智能设备之间的无缝连接和互操作。基于鸿蒙OS开发的最新系统将带来更流畅的交互体验和丰富的应用资源, 车机系统可以与手机、智能家居设备等进行更紧密的互动和协作, 为用户提供更便捷、更智能的车载体验。鸿蒙4.0的车机系统于2023年8月正式推出, 可实现多人多设备、多屏多音区, 同时引入多模态交互技术, 提供多样化的交互方式, 包括语音识别、手势控制触摸屏操作等, 让智能座舱体验再进化。

图表35 华为HarmonyOS系统不断升级

	HarmonyOS 2.0	HarmonyOS 3.0	HarmonyOS 4.0
设备	单人单设备	单人多设备	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 多人多设备 ➤ 多屏多音区
语音	四音区声源定位	端云协同响应	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 六音区声源定位 ➤ 多人多屏多音区并发控制
视觉	舱内人脸级识别	舱内眼球位置识别	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 舱内眼球位置追踪 ➤ 眼部状态识别
协同流转	碰一碰流转	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 多设备发现 ➤ 超级桌面分布式调度 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 多屏多通道双向流转 ➤ 多屏跨设备投屏

资料来源: 华为, 太平洋研究院

鸿蒙座舱处于行业领跑位置。华为HarmonyOS 4进一步提升华为智能座舱体验, 鸿蒙座舱拥有超级桌面、PC双屏协同、HUD高度自适应等多项智能化功能, 以及丰富的车机应用及便捷的跨设备连接能力。其中, 超级桌面适配更多第三方应用, 同时优化座舱内多设备的分布式协同体验, 新增多屏同享功能可实现座舱内多屏同步观影。交互方面, 智慧助手“小艺”接入AI大模型技术, 对话交互自然流畅, 同时具备信息检索、摘要生成、多语种翻译等能力, 目前87.6%的座舱操作均由“小艺”完成。

图表 36 华为鸿蒙座舱图示



图表 37 华为鸿蒙座舱桌面图示



资料来源: 问界, 太平洋研究院

资料来源: 华为, 太平洋研究院

三、 华为深度携手, 问界品牌周期强势复苏

(一) AITO 问界改款全面袭来, 新车周期强劲

谱系布局完善, 产品规划明确。赛力斯旗下高端智慧新能源汽车产品竞争力出众, 具备高性能驾驶体验、一体式环抱座舱、HarmonyOS系统和先进智能化解决方案等诸多亮点。公司旗下赛力斯SF5于2021年4月正式上市, 2022年, 公司发布并交付AITO问界M5、M7、M5纯电版三款高端智慧新能源汽车, 覆盖增程和纯电两大技术路线。2023年9月, AITO问界新M7正式亮相, 同时预计12月AITO问界M9将发布上市, 公司新车周期强劲。

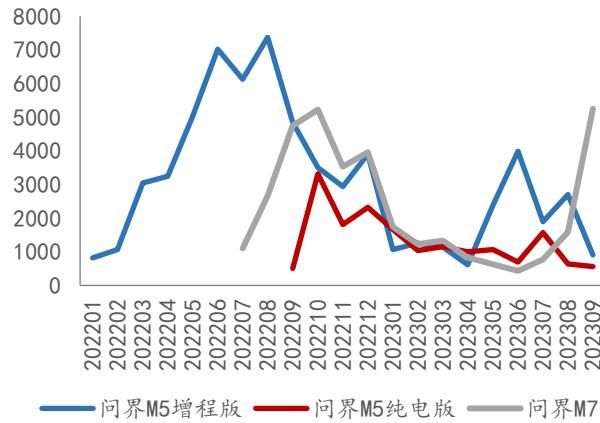
图表 38 公司重点车型图示



资料来源: 易车, 太平洋研究院

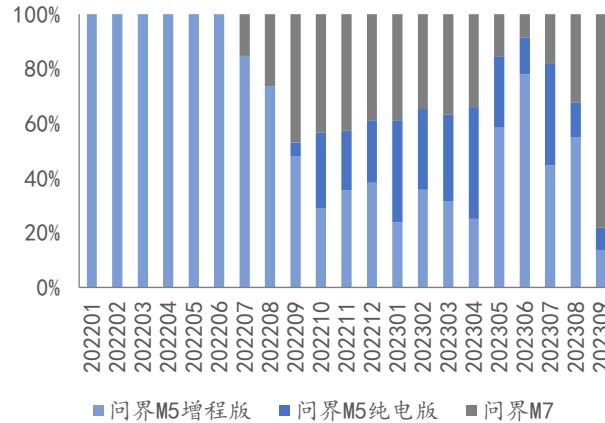
AITO问界M5/M7确立市场地位, M9助力品牌向上。AITO问界M5与新M7分别定位中型及中大型SUV, 涵盖增程式及纯电两大动力形式, 在25万至35万元新能源SUV市场具备强大竞争力。增程市场方面, 25-40万增程式SUV市场主要以理想以及AITO问界为主, 两大品牌定位明确。纯电市场方面, 特斯拉Model Y、比亚迪唐EV、小鹏G6等车型综合竞争力较高, AITO问界M5纯电版依靠强大产品力及性价比占据一定市场地位。预计AITO问界M9定位50万元级别豪华SUV, 具备增程式与纯电两大动力形式, 后续有望向上拓宽品牌价格带, 同时进一步塑造品牌高端科技形象。

图表 39 AITO 问界品牌分车型销量 (辆)



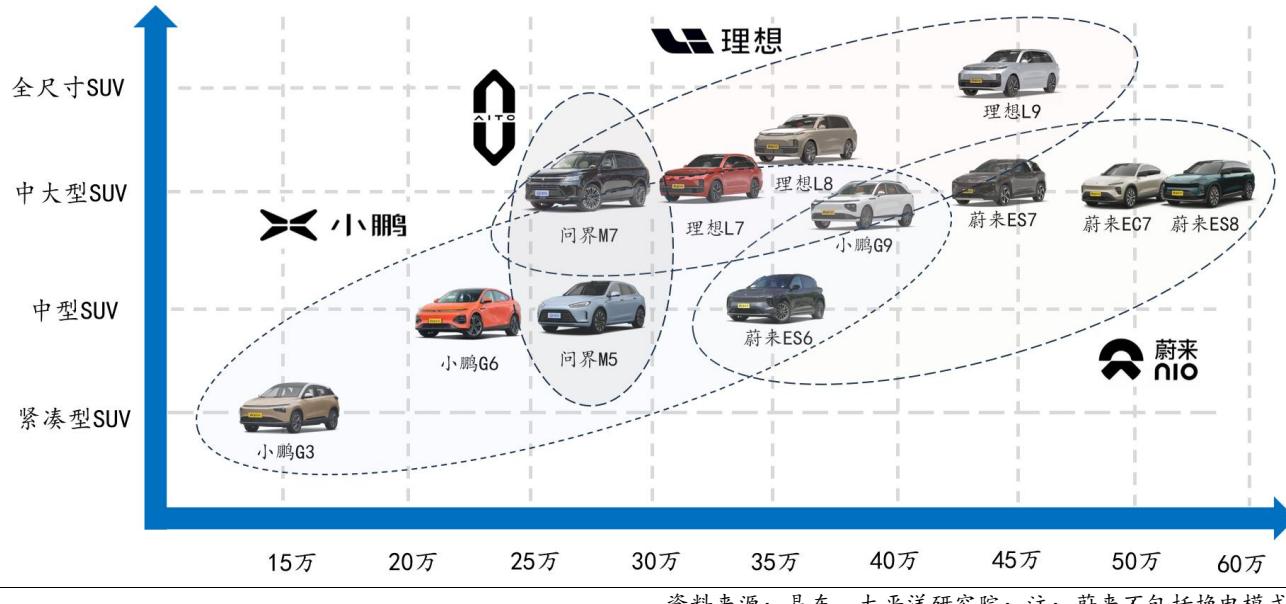
资料来源: Marklines, 太平洋研究院

图表 40 AITO 问界品牌分车型销量占比 (%)



资料来源: Marklines, 太平洋研究院

图表 41 主要新能源品牌 SUV 产品矩阵及价格带



资料来源: 易车, 太平洋研究院; 注: 蔚来不包括换电模式

(二) 新款 M7 订单超预期, M9 车型继续向上

AITO问界M5提供增程与纯电两大动力形式。AITO问界M5定位中型SUV, 尺寸为4785*1930*1620mm, 轴距为 2880mm, 拥有增程版以及纯电版两大动力形式, 售价25.98-30.98万元。AITO问界M5增程版于2022年3月交付后, 创下新品牌单车型87天销量破万的最快行业记录。

M5纯电版于2022年9月发布, 助力AITO问界品牌成功打入纯电市场。

图表 42 问界 M5 与竞品车型参数对比

项目		AITO 问界 M5		比亚迪唐新能源		特斯拉 Model Y
车型概况	外观					
	售价 (万元)	24.98-29.98	25.98-30.98	24.98-30.98	24.98-29.98	26.39-34.99
	上市时间	2023.04/2023.07	2023.04/2023.08	2023.08	2023.08	2023.10
	级别	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV
	能源类型	REEV	EV	PHEV	EV	EV
	尺寸 (mm)	4770*1930*1625	4785*1930*1620	4870*1950*1725	4900*1950*1725	4750*1921*1624
	轴距 (mm)	2880	2880	2820	2820	2890
	最大扭矩 (Nm)	360/675	360/675	325/675	350/700	440-659
	最大功率 (kW)	200/365	200/365	452	168-380	220-357
	百公里加速 (s)	4.4-7.1	4.5-7.1	4.3	4.4	3.7-6.9
电动机参数	驱动电机数	单电机/双电机	单电机/双电机	单电机/双电机	单电机/双电机	单电机/双电机
	CLTC 纯电续航里程 (km)	230-260	534-620	189 (WLTC)	600-730	554-688
	快充时间 (小时)	0.5	0.5	0.33	0.5	1
发动机参数	排量 (L)	1.5	-	1.5	-	-
	气缸数	4	-	4	-	-
	最大马力 (Ps)	152	-	139	-	-
	WLTC 综合油耗 (L/100km)	0.53/0.7	-	189	-	-
底盘转向	驱动方式	后置后驱/双电机四驱	后置后驱/双电机四驱	前置前驱/前置四驱	前置前驱/双电机四驱	后置后驱/双电机四驱
	前悬架类型	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架	麦弗逊式独立悬架	麦弗逊式独立悬架	双叉臂式独立悬架
	后悬架类型	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架
智能座舱	车机芯片	麒麟 990A	麒麟 990A	-	-	AMD Ryzen
	HUD 抬头显示	选配	选配	是	是	-
	液晶仪表盘尺寸	10.25	10.25	12.3	12.3	-
	中控屏幕尺寸	15.6	15.6	15.6	15.6	15
	OTA 升级	是	是	是	是	是
	扬声器数量	15/19	15/19	12	12	14

智 能 驾 驶	辅助驾驶芯片	MDC610	MDC610	-	-	特斯拉 FSD
	芯片算力	200TOPS	200TOPS	-	-	144TOPS
	摄像头	5/11	5/11	6	6	8
	超声波雷达	12	12	8/12	8/12	12
	毫米波雷达	3	3	3	3/5	1
	辅助驾驶级别	L2	L2	L2	L2	L2/L3

资料来源: 汽车之家, 易车, 太平洋研究院

AITO问界M5外观动感, 智能化体验领先。AITO问界M5采用低风噪车身设计, 四面双层隔音玻璃与一体式冲压车门结构配合静音轮胎有效隔绝外部及路面噪声。搭载的华为Drive ONE纯电驱增程平台提供单电机和双电机版本, 其中双电机四驱版本搭载华为“HW165+HW200”双电机组合, 百公里加速时间仅需4.4秒。车机系统搭载了华为深度赋能的鸿蒙智能座舱, 内部配备10.4英寸曲面液晶仪表盘与15.6英寸中控大屏、华为SOUND系统19单元扬声器的音响系统等智能化配置, 可以实现同系统设备间无缝连接等智能化体验。

图表 43 AITO 问界 M5 外观



资料来源: 问界, 太平洋研究院

图表 44 AITO 问界 M5 内饰



资料来源: 问界, 太平洋研究院

新M7发布, 引爆爆款潮流。AITO问界新M7于9月12日正式发布, 新增大五座版本, 售价从24.98万元到32.98万元不等, 相较于先前版本起售价直降4万元, 与理想L7等竞品车型性价比优异。新车轴距2820mm, 尺寸5020*1945*1760mm, 较原款高度降低15mm, 搭载1.5T增程式混动系统, 两驱版与四驱版电动机最大功率为200kW/330kW。智能增程技术百公里油耗5.6L/5.8L, 纯电续航240km (CLTC), 综合续航达到1300km (CLTC), 低电量时性能提升10%以上, 增程器开启时噪音小于1dB, 带来纯电车的静谧性。

图表 45 AITO 问界 M7 与新势力造车重点车型参数对比

项目	AITO 问界 M7	理想 L7	理想 L8	特斯拉 Model Y	岚图 FREE	
车型概	外观					

况	售价 (万元)	24.98-32.98	31.98-37.98	33.98-39.98	26.39-34.99	26.69
	上市时间	2023.09	2022.09/2023.02	2022.09/2023.02	2023.10	2023.08
	级别	中大型 SUV	中大型 SUV	中大型 SUV	中型 SUV	中大型 SUV
	能源类型	REEV	REEV	REEV	EV	REEV
	尺寸 (mm)	5020*1945*1760	5050*1995*1750	5080*1995*1800	4750*1921*1624	4905*1950*1645
	轴距 (mm)	2820	3005	3005	2890	2960
	最大扭矩 (Nm)	360/660	620	620	440-659	720
	最大功率 (kW)	200/330	330	330	220-357	360
电动机参数	百公里加速 (s)	4.8/7.8	5.3	5.3	3.7-6.9	4.8
	驱动电机数	单电机/双电机	双电机	双电机	单电机/双电机	双电机
	CLTC 纯电续航里程 (km)	210/240	210	210	554-688	210
	快充时间 (小时)	0.5	0.5	0.5	1	0.43
发动机参数	排量 (L)	1.5	1.5	1.5	-	1.5
	气缸数	4	4	4	-	4
	最大马力 (Ps)	152	154	154	-	150
	WLTC 综合油耗 (L/100km)	0.85/1.06	-	-	-	0.81
底盘转向	驱动方式	后置后驱/双电机四驱	双电机四驱	双电机四驱	后置后驱/双电机四驱	双电机四驱
	前悬架类型	麦弗逊式独立悬架	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架
	后悬架类型	多连杆式独立悬架	五连杆式独立悬架	五连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架
智能座舱	车机芯片	麒麟 990A	高通骁龙 8155/双 8155	高通骁龙 8155	AMD Ryzen	高通骁龙 8155
	HUD 抬头显示	是	是	是	-	-
	液晶仪表盘尺寸	10.25	4.82	4.82	-	12.3
	中控屏幕尺寸	15.6	15.7	15.7	15	12.3
	OTA 升级	是	是	是	是	是
	扬声器数量	15/19	12	19/21	14	10
智能驾驶	辅助驾驶芯片	MDC610	征程 5/双 Orin X	征程 5/双 Orin X	特斯拉 FSD	TDA4 x 2
	芯片算力	200TOPS	128/508 TOPS	128/508TOPS	144 TOPS	16TOPS
	摄像头	5/11	10/11	10	8	10
	超声波雷达	12	12	12	12	12
	毫米波雷达	3	1	1	1	5
	辅助驾驶级别	L2	L2	L2	L2/L3	L2

资料来源: 汽车之家, 易车, 太平洋研究院

M7亮眼登场, 配置主要集中于智能驾驶、座舱、车身与驾驶等领域:

(1) 智驾方面, 五座车型的基础上推出智驾版, 自动驾驶硬件配置升级, 包含超级鱼眼、毫米波雷达以及激光雷达等27个感知硬件, 搭载HUAWEI ADS 2.0高阶驾驶辅助系统, 具备BEV+GOD识别能力。

(2) 座舱方面, 智能座舱搭载鸿蒙3.0以及HUAWEI MagLink, 升级座椅全系标配通风、加热、按摩, 业界首款商用零重力座椅设计增大了人体和座椅的受力面积, 使得身体的各个局部所遭到的压力平均地分散到座椅上, 智能化以及舒适度再升级。

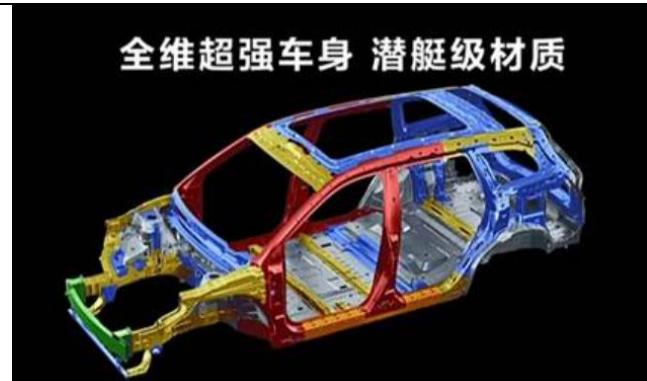
(3) 车身与驾驶方面, 车身结构采用全新的高强度钢和复合车身材料, 由24.4%潜艇级热成钢以及80.6%高强度钢和铝合金打造而成, 多种碰撞测试成绩优异。DATS 2.0动态自适应扭矩系统智能扭矩调节, 大幅提升通过平顺性, 提升驾驶操控感觉。

图表 46 AITO 问界新 M7 无重力座椅



资料来源: 问界, 太平洋研究院

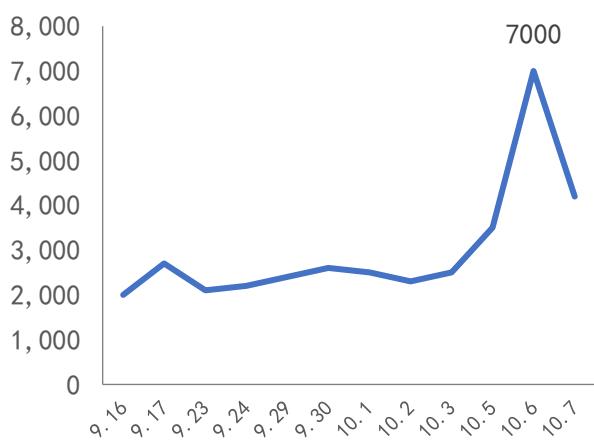
图表 47 AITO 问界新 M7 车身结构



资料来源: 问界, 太平洋研究院

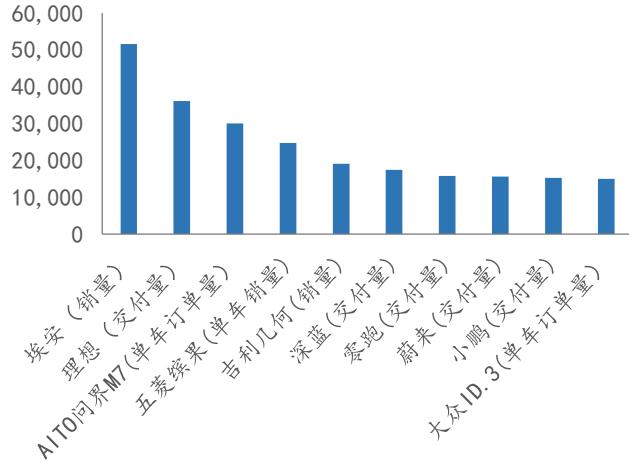
新M7订单数量超预期, 多重因素造就爆款诞生。AITO问界新M7在9月12日发布至10月13日累计大定突破6万台, 爆款表现大超市场预期。华为作为智选模式核心参与者深度参与AITO问界产品定义, 本次华为家族强势回归与新M7车型发布联动, 发布当日百度搜索指数破百万, 遥遥领先于同期发布车型。叠加新车24.98万入门款的带来高性价比、以及7/5座版本对更广阔用户客群的虹吸、优异的智驾表现与座舱交互表现等多种因素, 造就AITO问界新M7爆款诞生。

图表 48 AITO 问界新 M7 大定数量 (辆)



资料来源: 问界, 华为商城, 太洋研究院

图表 49 2023 年 9 月新能源市场交付/销量排行 (辆)



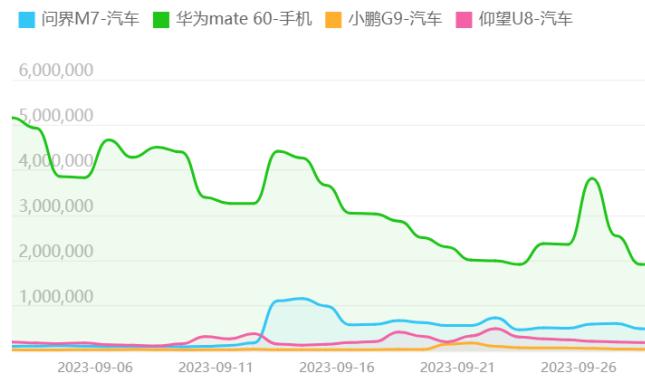
资料来源: 懂车帝, 太洋研究院

图表 50 各产品发布当日百度搜索指数

产品名称	发布时间	当日百度搜索指数
华为 Mate 60	2023 年 9 月 1 日	5,158,755
AITO 问界 M7	2023 年 9 月 12 日	1,115,911
仰望 U8	2023 年 9 月 20 日	341,996
小鹏 G9	2023 年 9 月 19 日	157,616

资料来源: 百度指数, 太洋研究院

图表 51 各产品百度搜索指数趋势图示



资料来源: 百度指数, 太洋研究院

AITO 问界 M9 上市在即, 魔方平台打造科技豪华车高端车型。AITO 问界 M9 有望成为赛力斯魔方平台打造的第一款新车, 新车定位为豪华大型新能源 SUV, 预计将于 2023 年 12 月正式上市, 提供增程版和纯电动版。车型在性能、舒适度与智能化方面凸显产品力, 搭载诸多领先科技, 品牌有望持续上行, 上探 50 万元中高端 SUV 的价格带。

(1) 外观尺寸和内饰方面: 车身侧面造型简洁流畅, 全框式的镀铬车窗饰条在后侧进行加宽, 视觉效果抢眼。尺寸方面, 新车的长宽高分别为 5230*1999*1800mm, 轴距为 3110mm, 尺寸数据突出。尾灯造型和前大灯相呼应, 内饰部分, 新车将会使用贯穿式的大连屏。

(2) 动力性能方面: HUAWEI DriveONE电驱智能平台将会覆盖全系四驱, 预计提供纯电动和增程式混动两种动力形式, 纯电版车型搭载双电机, 其中前电机最大功率160kW, 后电动机最大功率230kW; 增程版车型为前后双电机驱动, 其中增程器最大功率112kW, 前驱动电动机最大功率为165kW, 后驱动电机最大功率为200kW。

(3) 智能化方面: 预计车型座舱将搭载Harmony OS 4.0, 包含HUAWEI SOUND、75寸画幅的HUAWEI AR-HUD、新一代车载显示技术HUAWEI X Scene光场屏等系统, 中控提供用于智能交互的AI智慧水晶体, 可实现更加拟人化的AI大模型交互, 华为ADS 2.0则将通过激光雷达支持带来高阶智驾功能, 座舱舒适度与智能化兼顾。

图表 52 AITO 问界 M9 外观图示



资料来源: 汽车之家, 太平洋研究院

图表 53 AITO 问界 M9 可选配置图示



资料来源: 汽车之家, 太平洋研究院

图表 54 AITO 问界 M9 智能大灯黑科技例图



资料来源: 华为, 太平洋研究院

图表 55 AITO 问界 M9 光场屏黑科技例图



资料来源: 华为, 太平洋研究院

(三) 赛力斯自研动力核心, 建设工厂保障产能供应

DE-i智能技术平台: 实现一个平台、多技术路线的解决方案。超级电驱智能技术平台DE-i适

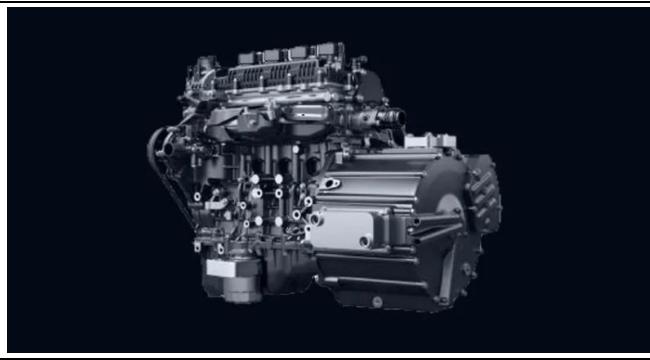
用于纯电、增程等多场景、多模式, 油电转换率3.35kWh/L, 支持整车4秒级的零百加速, CLTC综合续航高达1,400公里, 实现里程无忧。同时, DE-i在第三代增程器、驱动系统、电池PACK、智能控制等方面进行了全面优化, 动力性提升20%, WLTC综合油耗进一步降低10%, 为用户带来澎湃动力的同时更具有低能耗、低噪音的舒适使用体验。

图表 56 公司铝合金底盘图示



资料来源: 网易新闻, 太平洋研究院

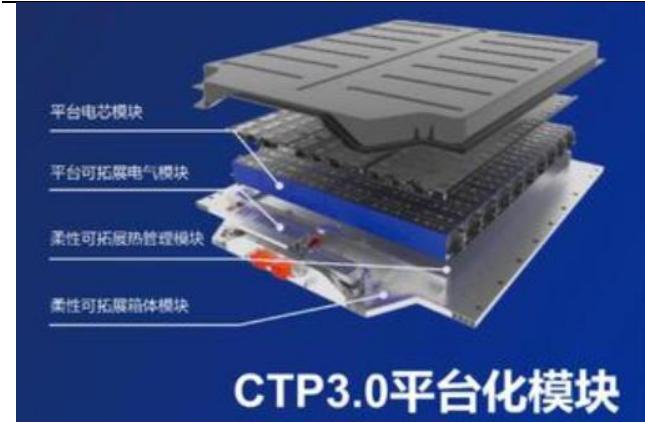
图表 57 公司三电产品图示



资料来源: 网易新闻, 太平洋研究院

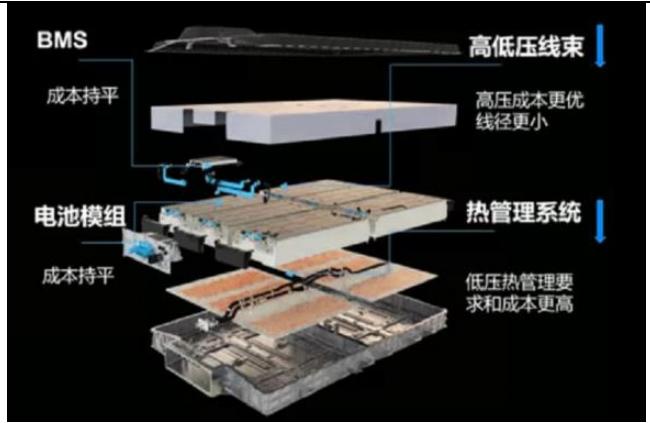
魔方平台: M9与下一代核心技术平台。公司魔方平台可同时兼容轿车、SUV、MPV等车型以及纯电、增程等动力系统, 支持底盘全域电控, 搭载空气悬架+CDC减震器+后轮转向, 同时配备一体压铸铝车身和全铝合金底盘。其中AITO问界M9车型计划采用9000T巨型压铸机打造全球最大一体化压铸铝车身, 铝含量超过80%, 集成200余个零部件, 大幅提升扭转刚度。电池包采用CTP加强型箱体设计, 体积利用率提升15%, 具有机械强度高的特点。平台支持800V高压快充, 标配4C充电电芯, 充电耗时进一步缩短。

图表 58 宁德时代 CTP3.0 电池模块图示



资料来源: 宁德时代, 太平洋研究院

图表 59 高压快充架构下电池系统成本更优



资料来源: 华夏EV, 太平洋研究院

三大现代化工厂为产品交付提供保障。公司的两江智慧工厂和凤凰智慧工厂按照工业4.0标准及工业互联网要求打造, 工厂根据整车制造工艺流程, 以软硬件结合、数字化工艺设计和现场制

造过程相孪生的方式搭建智联工艺, 合计可实现智能电动汽车年产量超过20万辆。2022年9月, 两江新区与赛力斯集团订战略合作协议, 赛力斯第三工厂落户重庆两江新区。据新出行提供资讯, 按照规划项目将于2023年下半年完成建设, 建成后年产能有望达到70万辆, 为后续产品交付提供了坚实保障。

图表 60 赛力斯两江智慧工厂规划



资料来源: 网易新闻, 太平洋研究院

图表 61 赛力斯凤凰工厂规划

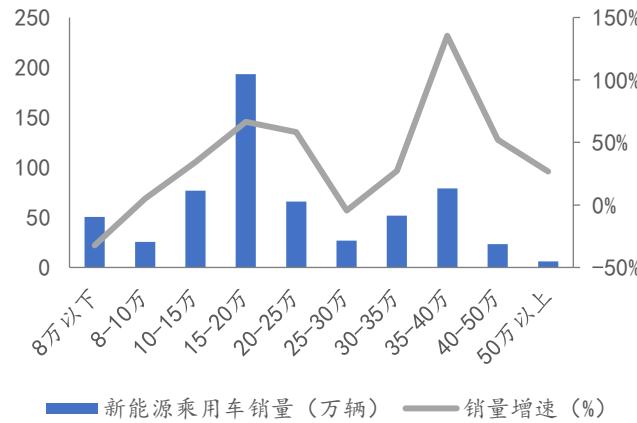


资料来源: 网易新闻, 太平洋研究院

(四) 小荷才露尖尖角, 中高端智能车坡长雪厚空间明确

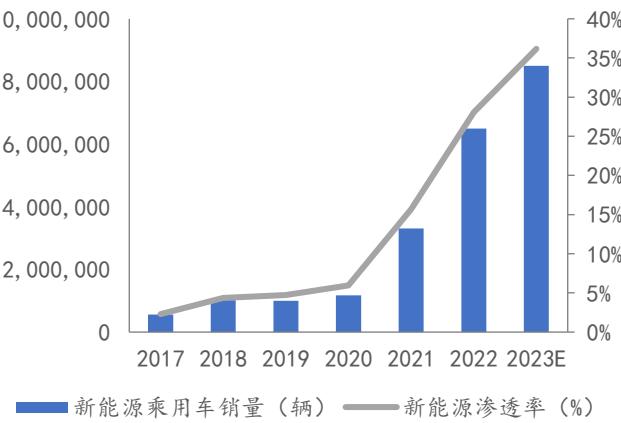
20万元以上中高端新能源汽车市场持续扩容, 空间广阔。2023年1-9月, 国内新能源乘用车中20万元以上价格区间的中高端车型销量持续增长, 合计累计销售253万辆, 占据新能源乘用车市场总体销量42.2%。据乘联会预测, 2023年全年新能源乘用车销量约为850万辆, 对应新能源渗透率达36%。照此中高端新能源市场占比以及新能源乘用车销量测算, 2023年20万元以上中高端新能源乘用车市场约为359万辆。

图表 62 2023 年 1-9 月新能源乘用车销量 (万辆)



资料来源: 中汽协, 太平洋研究院

图表 63 新能源乘用车销量 (辆) 及渗透率 (%)

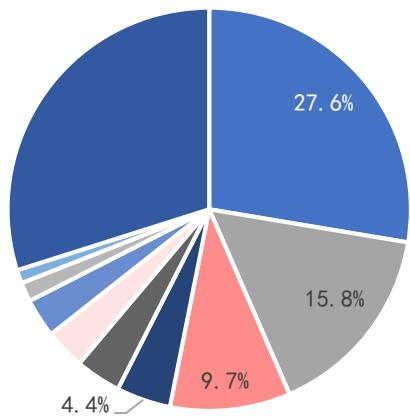


资料来源: 乘联会, 太平洋研究院

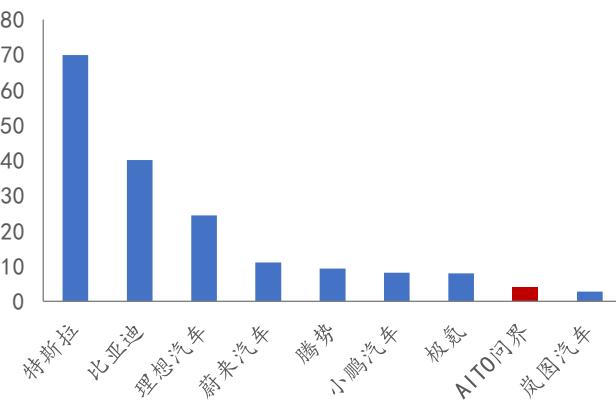
自主品牌有望定义20万以上中高端新能源市场。国内中高端新能源市场中, 代表性品牌包括新势力造车、自主品牌中高端品牌、以及特斯拉等均占据较为明显的优势。其中, 特斯拉的Model 3和Model Y先发优势明显, 成为大单品策略的典型成功案例, 2023年1-9月销量到达69.9万辆, 占据27.6%中高端新能源市场份额。比亚迪、理想、蔚来、腾势等国产新能源品牌依托比亚迪汉/唐/海豹/护卫舰07、理想L7/L8/L9、蔚来ES6/ET5、腾势D9等爆款车型紧随其后, 销量分别达到40.1、24.4、11.0、9.3万辆, 中高端新能源市场份额分别为15.8%、9.7%、4.4%、3.7%。

赛力斯渗透初期崭露头角, 坡长雪厚空间广阔。根据上述预计2023年20万元以上新能源乘用车市场约为359万辆, 假设以赛力斯在这一市场至多达到20%市场空间测算, 销量规模可达72万辆, 远超目前订单/销量水平。2023年1-9月, AITO问界销量为3.91万辆, 市场份额仅占1.5%, 按照2023年AITO问界销量10万辆测算, 2023年对应渗透率仅为2.8%, 赛力斯成长渗透空间广阔, 坡长雪厚成长空间可期。

图表 64 2023年1-9月20万以上新能源乘用车品牌市场份额 (%)



图表 65 2023年1-9月20万以上新能源乘用车品牌销量 (万辆)



资料来源: 中汽协, Marklines, 太平洋研究院; 注: 比亚迪品牌包含汉、唐、海豹、护卫舰07车型系列

资料来源: Marklines, 太平洋研究院; 注: 比亚迪品牌包含汉、唐、海豹、护卫舰07车型系列

四、 盈利预测

(一) 关键假设

新能源车业务: 问界新款M7在上市首月累计大定突破6万台, 2023年12月预计问界M9发布上市, 带动公司后续新能源汽车销量攀升。预计2023至2025年公司新能源汽车业务营收为307.54、1122.44、1548.27亿元, 同比增长 23.34%、232.46%、51.43%, 结构如下:

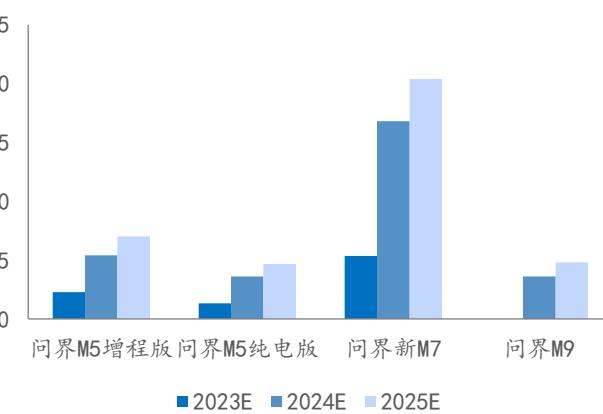
AITO问界品牌: 问界车型目前主要以M5增程版、M5纯电版以及新M7为主, 各车型非智驾版均价分别为25.98万、25.98万、26.98万, 智驾版均价分别为28.98万、29.98万、31.98万。假设非智驾版与智驾版销量占比分别为40%/60%, 则M5增程版、M5纯电版、新M7均价分别为27.78万、28.38万、29.98万。预计2023至2025年AITO问界品牌合计销量分别为8.9、30.9、46.5万辆, 对应收入255.6、958.4、1460.2亿元。

图表 66 AITO 问界品牌单车均价测算

车型	非智驾版 (万元)	智驾版 (万元)	单车均价 (万元)
问界M5增程版	25.98	28.98	27.78
占比 (%)	40%	60%	
问界M5纯电版	25.98	29.98	28.38
占比 (%)	40%	60%	
问界新M7	26.98	31.98	29.98
占比 (%)	40%	60%	
问界M9	-	-	50 (未上市)

资料来源: 汽车之家, 太平洋研究院

图表 67 AITO 问界品牌销量测算 (万辆)



资料来源: 太平洋研究院

其他新能源品牌: 公司其他新能源品牌包括瑞驰新能源以及东风小康与东风风光旗下小康EC36、风光Mini EV等新能源车型。假设公司其他新能源车品牌销量年均增速达到20%, 则2023年至2025年合计销量分别为6.61、7.93、9.52万辆, 对应收入48.27、56.77、66.76亿元。

燃油车业务: 公司燃油车品牌包括瑞驰汽车、东风风光以及东风小康, 随着新能源市场快速扩张, 预计燃油车市场份额进一步萎缩, 收入伴随燃油车beta收缩下行。假设燃油车销量以每年5%增速下降, 预计2023至2025年公司燃油车业务合计销量分别为12.56、11.93、11.33万辆, 对应营收为59.08、55.00、51.21亿元, 同比下降 6.92%、6.90%、6.90%。

毛利率水平: 我们认为, 伴随产量提升、规模效应释放、折旧摊销改善、碳酸锂价格下行等因素, 叠加新能源车型销量趋势向好推动产能利用率提升, 新能源汽车业务毛利率有望逐步提高, 带动公司综合毛利率提升。预计2023至2025年公司综合毛利率为7.27%、14.07%、16.05%。

图表 68 公司分业务营收拆分

	2022A	2023E	2024E	2025E
新能源汽车 (亿元)	249.34	307.54	1022.44	1548.27
yoy (%)	/	23.34%	232.46%	51.43%
毛利率 (%)	13.14%	7.50%	14.70%	16.55%
燃油车 (亿元)	63.47	59.08	55.00	51.21
yoy (%)	/	-6.92%	-6.90%	-6.90%
毛利率 (%)	3.58%	3.30%	3.10%	3.10%
其他 (亿元)	16.86	17.70	18.59	19.52
yoy (%)	/	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	4.47%	4.50%	4.50%	4.50%
其他业务 (亿元)	11.38	11.95	12.55	13.17
yoy (%)	/	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	24.85%	25%	25%	25%
合计 (亿元)	341.05	396.27	1108.57	1632.17
yoy (%)	/	16.19%	179.75%	47.23%
毛利率 (%)	11.32%	7.27%	14.07%	16.05%

资料来源: Wind, 太平洋研究院

(二) 盈利预测与估值

估值与评级: 考虑到公司在新能源汽车于自动驾驶方面的优异表现, 我们选取理想汽车、小鹏汽车、特斯拉以及比亚迪作为赛力斯的可比公司, 由于赛力斯与部分可比公司并未盈利, 我们采用PS估值法对市值进行测算: 可比公司2023/2024/2025年平均PS为3.3/2.4/1.8倍。考虑到公司与华为合作模式的特点, 我们给予公司1.5倍PS估值。

盈利预测: 我们预计公司2023年至2025年营业收入为396.27、1108.57、1632.17亿元, 同

比增长16.19%、179.75%、47.23%，归母净利润为-27.75、-11.00、16.11亿元，同比增长27.58%、60.34%、246.41%。2024年收入对应的市值1663亿元，对应目标价格110.34元/股，首次覆盖，给与“买入”评级。

图表 69 可比公司估值情况

股票 代码	公司 名称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)					PS		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2015.HK	理想汽车-W	2440.7	452.9	1143.0	1840.4	2608.0	3.1	2.1	1.3	0.9
9868.HK	小鹏汽车-W	851.2	268.6	324.5	578.2	843.9	2.2	2.6	1.5	1.0
TSLA.O	特斯拉	55303.7	5618.6	7365.9	9476.2	11965.2	4.8	7.5	5.8	4.6
002594.SZ	比亚迪	6698.9	4240.6	6420.6	8283.6	10029.7	3.5	1.0	0.8	0.7
平均值							3.4	3.3	2.4	1.8

资料来源: Wind, 太平洋研究院
注: 市值基于 2023 年 10 月 19 日收盘价

五、 风险提示

- 1) 新能源汽车销量不及预期;
- 2) 原材料价格波动风险;
- 3) 行业竞争加剧等。

损益表 (人民币百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	16,718	34,105	39,627	110,857	163,217
%增长率	16.9%	104.0%	16.2%	179.8%	47.2%
营业成本	16,088	30,244	36,747	95,260	137,017
%销售收入	96.2%	88.7%	92.7%	85.9%	83.9%
毛利	630	3,861	2,880	15,598	26,200
%销售收入	3.8%	11.3%	7.3%	14.1%	16.1%
税金及附加	352	926	594	1,663	2,448
%销售收入	2.1%	2.7%	1.5%	1.5%	1.5%
销售费用	1,280	4,820	5,033	12,760	18,901
%销售收入	7.7%	14.1%	12.7%	11.5%	11.6%
管理费用	1,089	1,775	1,981	4,966	7,263
%销售收入	6.5%	5.2%	5.0%	4.5%	4.5%
研发费用	948	1,314	1,882	5,274	7,639
%销售收入	5.7%	3.9%	4.8%	4.8%	4.7%
财务费用	244	172	-479	-52	-1,615
%销售收入	1.5%	0.5%	-1.2%	0.0%	-1.0%
息税前利润 (EBIT)	-2,963	-4,803	-4,081	-1,449	431
%销售收入	-17.7%	-14.1%	-10.3%	-1.3%	0.3%
其他收益	295	522	1,102	2,960	4,080
投资收益	-82	-37	793	2,217	3,264
净敞口套期收益	0	0	5	23	18
公允价值变动收益	-135	-170	45	36	39
信用减值损失	-20	-72	-71	-26	-28
资产减值损失	-247	-306	-229	-213	-182
资产处置收益	587	281	793	2,439	3,199
营业利润	-2,885	-4,927	-3,695	-1,578	1,956
%增长率	-31.5%	-70.8%	25.0%	57.3%	223.9%
营业外收支	275	-3	93	181	90
利润总额	-2,610	-4,930	-3,602	-1,398	2,046
%增长率	-19.3%	-88.9%	26.9%	61.2%	246.4%
所得税	21	290	180	70	-102
所得税率	-0.8%	-5.9%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
合并报表的净利润	-2,631	-5,221	-3,782	-1,467	2,148
少数股东损益	-807	-1,389	-1,008	-367	537
归母净利润	-1,824	-3,832	-2,775	-1,101	1,611
净利率	-10.9%	-11.2%	-7.0%	-1.0%	1.0%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,832	16,365	7,774	38,977	65,488
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	997	1,781	2,098	6,089	8,709
其他应收款	1,611	1,002	1,700	6,232	6,991
存货	2,773	3,993	5,500	14,417	19,778
其他流动资产	3,455	3,835	8,091	18,122	25,254
流动资产	14,668	26,976	25,161	83,836	126,220
长期股权投资	40	41	41	41	41
固定资产	7,799	9,140	11,366	9,848	7,926
在建工程	1,533	346	415	193	1,074
无形资产	5,153	6,910	10,127	9,927	10,927
商誉	76	65	65	65	65
其他非流动资产	2,756	3,569	3,882	3,809	3,773
非流动资产	17,356	20,072	25,896	23,883	23,807
资产总计	32,024	47,048	51,058	107,720	150,027
短期借款	2,109	2,079	2,029	1,979	1,929
应付票据	7,768	16,112	17,475	47,348	68,752
应付账款	6,143	9,559	13,327	33,678	47,146
其他应付款	699	1,286	1,630	4,138	5,951
其他流动负债	2,204	3,297	5,079	10,025	13,062
流动负债	18,924	32,331	39,540	97,167	136,841
长期借款	1,847	1,192	1,192	1,192	1,192
应付债券	141	147	196	83	63
长期应付款	1,778	1,158	1,191	1,191	1,191
其他长期负债	1,605	2,416	2,467	2,656	2,795
负债	24,295	37,245	44,587	102,289	142,082
股本	1,360	1,497	1,507	1,507	1,507
资本公积	8,087	15,295	15,505	15,505	15,505
其他综合收益	-128	-81	-79	-79	-79
归母所有者权益	7,960	11,420	8,796	7,695	9,307
少数股东权益	-230	-1,617	-2,625	-2,992	-2,454
所有者权益合计	7,729	9,802	6,171	4,704	6,852
负债股东权益合计	32,024	47,048	50,758	106,992	148,934

现金流量表					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-1,824	-3,832	-2,775	-1,101	1,611
少数股东损益	-807	-1,389	-1,008	-367	537
非现金支出	2,008	2,688	2,921	3,271	3,449
非经营收益	-154	257	-1,400	-4,536	-6,259
营运资金变动	-211	1,107	644	30,961	24,801
经营活动现金净流	-987	-1,169	-1,617	28,228	24,140
资本开支	-1,077	-2,617	-7,970	1,529	91
投资	67	-2,377	-641	-602	-817
其他	-553	840	1,272	2,173	3,205
投资活动现金净流	-1,563	-4,154	-7,339	3,100	2,479
股权融资	3,033	7,069	203	188	157
债权融资	-142	-303	591	-25	20
其他	45	-441	-482	-337	-334
筹资活动现金净流	2,936	6,325	362	-125	-108
现金净流量	384	1,008	-8,591	31,203	26,512
期初现金	935	1,319	2,327	-6,264	24,939
期末现金	1,319	2,327	-6,264	24,939	51,451

比率分析					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净资产收益率	-22.9%	-33.6%	-31.5%	-14.3%	17.3%
总资产收益率	-5.7%	-8.1%	-5.4%	-1.0%	1.1%
投入资本收益率	-23.4%	-34.7%	-36.8%	-14.9%	3.6%
成长能力					
营业收入增长率	16.9%	104.0%	16.2%	179.8%	47.2%
EBIT 增长率	-66.6%	-62.1%	15.0%	64.5%	129.8%
归母净利润增长率	-5.5%	-	27.6%	60.3%	246.4%
			110.1%		
总资产增长率	21.9%	46.9%	8.5%	111.0%	39.3%
资产管理能力					
应收账款周转天数	18	15	18	13	16
存货周转天数	53	40	46	38	45
应付账款周转天数	128	93	112	89	106
总资产周转天数	628	417	446	258	284
偿债能力					
资产负债率	75.9%	79.2%	87.3%	95.0%	94.7%
流动比率	0.8	0.8	0.6	0.9	0.9
速动比率	0.5	0.7	0.4	0.6	0.7
EBIT 利息保障倍数	-11.4	-14.5	-12.0	-4.3	1.3

来源: Wind, 太平洋证券研究所

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq. com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。