

# 出口+智能化，双品牌成就一流新能源汽车头部厂商

赛力斯(601127.SH)

推荐

首次评级

## 核心观点：

- 深耕整车制造二十余年，赛力斯双轮驱动成长为国内新能源主机厂龙头。**公司自 2003 年开始涉足汽车业务，时至今日已积累了二十余年的整车制造经验，并于 2017 年获得全国第八张新能源生产资质，较早开启新能源转型。目前公司形成赛力斯（含问界）+东风小康（含蓝电、风光）的乘用车产品矩阵，其中问界定位全球豪华新能源品牌，借力华为智选模式合作，智能化水平处于行业领先地位；赛力斯、蓝电、风光定位经济型的出海品牌，不断开拓全球市场，自 2005 年以来，公司整车远销全球 70 多个国家和地区，累计出海超过 50 万辆，2023 年赛力斯品牌出口量大增至 0.77 万辆，带动出口均价增长，助力公司国外营收同比增长 23.5%至 39.13 亿元。公司通过双品牌战略构建完备产品布局，成长为一流的新能源主机厂龙头。
- 问界改款焕新销量领跑细分市场，跃居豪华车市场头部新势力。**问界首款产品 M5 最早于 2022 年发布上市，后又发布问界 M7，但由于市场竞争加剧及首代产品的技术成熟度问题，销量曾陷入短期低谷，2023 年 9 月问界 M7 焕新，依托行业领先的智能化水平快速成为现象级爆款，上市 7 个月订单突破 17 万辆，12 月公司发布旗舰豪华新品 M9，再次取得成功，上市 86 天大定突破 6 万辆，今年 4 月，公司再次推出新款 M5，沿用公司领先的智能化技术，首日大定突破 4000 台。在销量低谷期公司始终明确问界的豪华品牌定位，依靠技术与市场积累于新款产品取得成功，跃居豪华车市场头部新势力，助力公司扭转业绩困境。受益于豪华产品高价值量与销量快速增长带来的规模效应，2024 年 Q1 公司实现营收 265.61 亿元，同比+421.72%，毛利率环比 2023 年 Q4 上升 7.97pct 至 21.51%，实现归母净利润 2.20 亿元，成功实现扭亏。当前问界系列产品取得显著市场竞争优势地位，产品性能全面超越外资豪华品牌，一季度 M7 销量在中大型 SUV 市场仅次于 Model Y，明显领先其他混动产品，M9 连续两周位列 40 万以上豪华 SUV 销量冠军，品牌声誉快速扩大，有望推动公司业绩景气度的持续提升。
- 华为赋能问界走向智电未来。**公司与华为采用合作最为紧密的智选模式，产品应用华为智能化技术范围最广，华为技术赋能为问界品牌带来了卓越的产品竞争力。智能驾驶方面，华为城市 ADS 目前已率先普及全国所有城市，技术经过多次迭代逐步完善，4 月 24 日，华为发布全新智能汽车解决方案-华为乾崮，带来基于端到端架构的 ADS 3.0，推动智能驾驶技术再进化；智能座舱方面，华为基于智能终端的完备布局打造以手机为核心的“1+8+N”的智能生态体系，车机成为智能生态体系的重要一环，另外，乾崮品牌带动智能座舱向全场景设备协同进化；动力系统方面，问界系列的混动产品的动力系统集成了华为的电驱系统和公司的动力增程系统，技术实力行业领先。另外，问界 M9 还率先采用了玄武车身、一体化压铸、途灵底盘等华为最新技术，全方位巩固了产品的技术实力，助力问界系列以技术引领市场，销量节节攀升。华为技术赋能带来的产品差异化竞争力将持续驱动问界系列销量保持高增态势，预计 2024 年问界系列产品有望实现销量 40 万辆。

## 分析师

石金漫

☎：010-80927689

✉：shijinman\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030002

## 研究助理

秦智坤

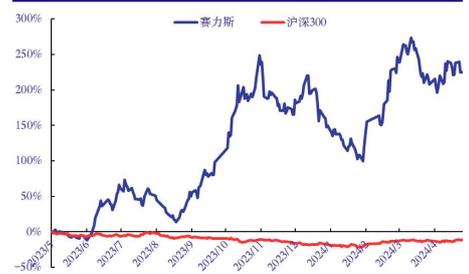
✉：qinzhikun\_yj@chinastock.com.cn

## 市场数据

2024-5-8

股票代码	601127.SH
A 股收盘价(元)	84.83
上证指数	3,128.48
总股本(万股)	150,978.22
实际流通 A 股(万股)	150,978.22
流通 A 股市值(亿元)	1,280.75

## 相对沪深 300 表现图



资料来源：同花顺 iFind，中国银河证券研究院

- **投资建议：**预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1292.14 亿元、1605.66 亿元、2143.10 亿元，同比分别为+260.51%、+24.26%、+33.47%，归母净利润分别为 25.67 亿元、57.00 亿元、97.15 亿，对应 EPS 分别为 1.70 元、3.78 元、6.43 元。综合考虑绝对估值与相对估值法，给予公司目标价区间 111.25-120.96 元，对应市值区间 1679.64-1826.24 亿元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**新能源汽车销量不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；智能化技术研发不及预期的风险。

主要财务指标预测（数据截止 5.8）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	35,841.96	129,213.53	160,565.51	214,310.11
收入增长率 (%)	5.09	260.51	24.26	33.47
归母净利润 (百万元)	-2,449.69	2,567.26	5,699.93	9,714.65
利润增速 (%)	36.07	204.80	122.02	70.43
摊薄 EPS(元)	-1.62	1.70	3.78	6.43
PE	—	49.89	22.47	13.18

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

## 目 录

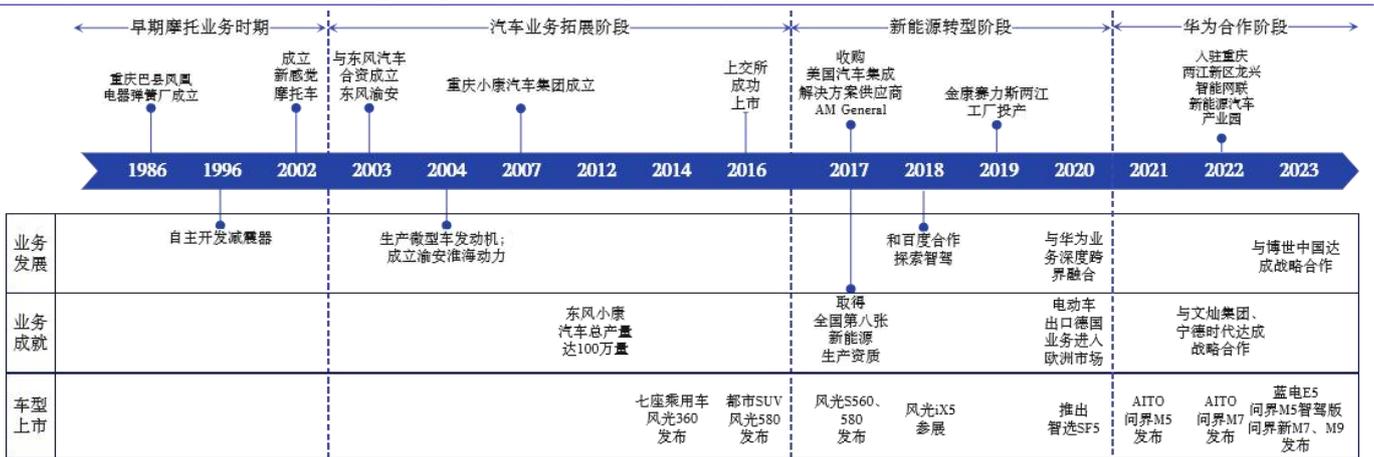
一、深耕整车制造二十余年，赛力斯双轮驱动成长为国内新能源主机厂龙头 .....	4
（一）问界依托华为现已成长为智能网联高端头部厂商，SERES、DFSK 两大品牌出口持续向好 .....	4
（二）拟引入重庆国资，完善股东背景，优化公司治理 .....	6
二、问界改款焕新销量领跑细分市场，跃居豪华车市场头部新势力 .....	8
（一）问界成功打造智能网联头部乘用车品牌，重庆三大工厂储备充足产能 .....	8
（二）问界品牌精准定位豪华车市场，产品热销带动规模效应显著提升，公司成功实现扭亏为盈 .....	9
（三）M7 改款市场竞争力十足，成为爆款新单品 .....	11
（四）M9 上市再创订单佳绩，M5 改款夯实产品矩阵 .....	13
（五）中大型 SUV 市场仍处蓝海，公司有望充分受益市场扩张红利 .....	15
三、华为赋能问界走向智电未来 .....	16
（一）城市 NOA 普及全国，乾崑品牌带来端到端模型 ADS 3.0 .....	16
（二）座舱向全场景设备协同进化，构建智能生态体系 .....	18
（三）动力系统集两家之长，华为技术继续赋能车身、底盘等核心领域 .....	19
（四）华为技术深度赋能驱动问界品牌维持市场竞争力，预计 2024 年销量达 40 万辆 .....	21
四、投资建议及估值 .....	21
五、风险提示 .....	24
附录：公司财务预测表 .....	25

## 一、深耕整车制造二十余年，赛力斯双轮驱动成长为国内新能源主机厂龙头

### （一）问界依托华为现已成长为智能网联高端头部厂商，SERES、DFSK 两大品牌出口持续向好

公司是一家以新能源汽车为核心业务的科技型制造企业，拥有完善的研发、供应、制造、销售体系。公司前身是 1986 年成立的“重庆巴县凤凰电器弹簧厂”，以电器簧、微车坐垫簧等业务发家，随后陆续进军减震器和摩托车行业。2003 年，渝安集团（赛力斯集团前身）与东风公司合资创立“东风渝安车辆有限公司”，正式进军汽车工业。2007 年，重庆小康汽车集团成立，2011 年更名为小康股份（2022 年更名为赛力斯），并于 2016 年成功在 A 股上市。公司是国内较早开展新能源转型的主机厂，2017 年获得全国第八张新能源生产资质，2019 年发布首款新能源产品 SERES SF5,2020 年与华为建立智选模式合作，推出赛力斯智选 SF5。与华为的深度合作为公司的产品打开市场奠定了坚实的基础，创立问界，成功打造了智能网联高端品牌。

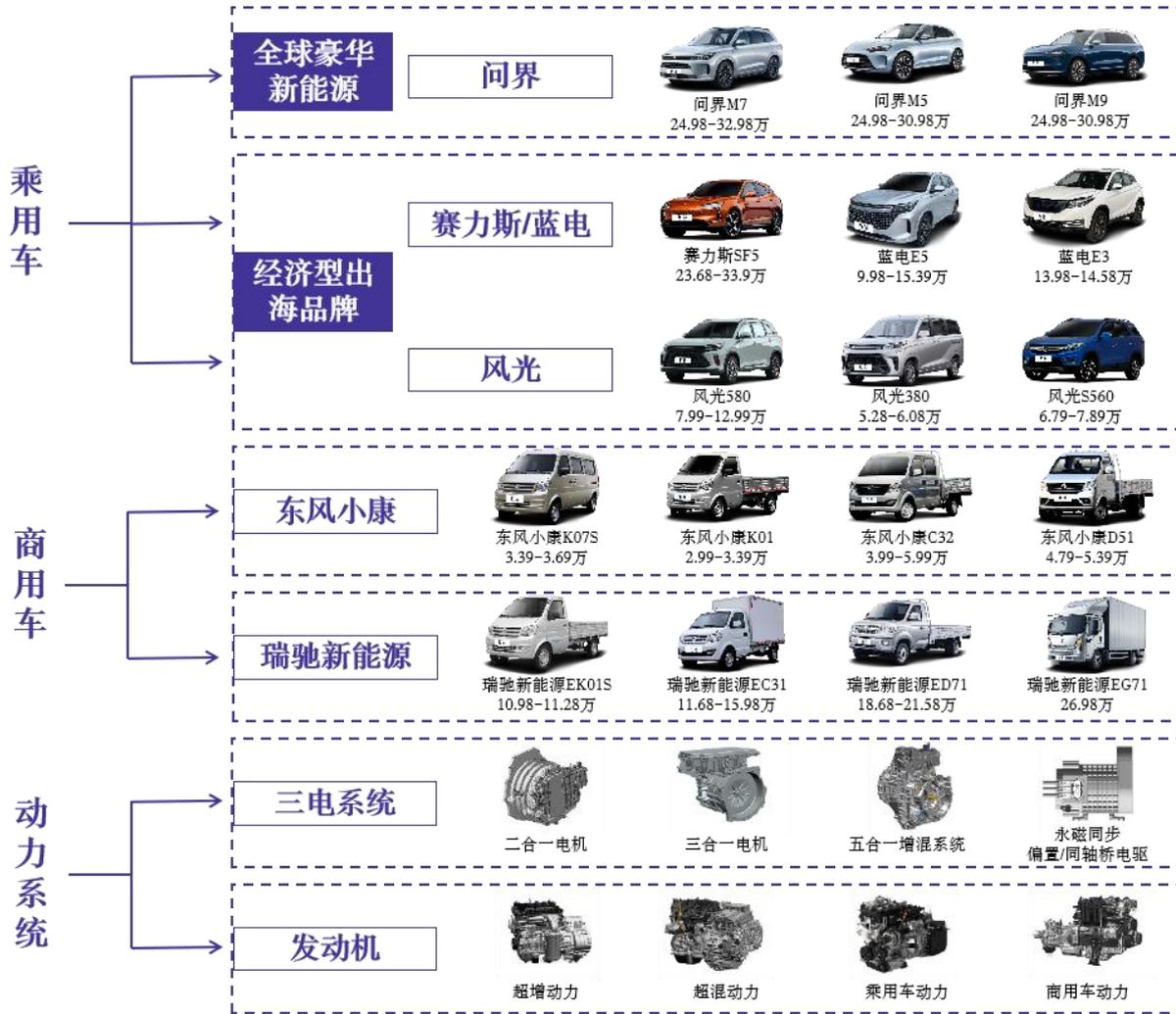
图 1：公司于 2016 年在 A 股上市，与华为建立智选合作模式成长为新能源主机厂龙头



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司具备完备的产品布局，国内+国外双管旗下布局整车业务。公司目前在乘用车市场形成问界+赛力斯+蓝电+风光四品牌矩阵，其中问界定位全球豪华新能源品牌，赛力斯+蓝电+风光定位经济型出口品牌，国内+国外业务双管齐下。商用车方面，公司拥有东风小康与瑞驰新能源两大品牌，主要生产厢式货车、微面等商用车型。自 2005 年以来，公司累计出口 50 万台汽车，销往全球 70 多个国家和地区，旗下 SERES、DFSK 两大品牌智能电动汽车相继出口德国、法国、英国、意大利等国，海外拥有超 1000 家营销服务网点。另外，公司还布局有电驱、电控、超级增程系统等动力系统业务，为整车制造提供支持。

图 2：公司形成乘用车+商用车+动力系统的完备产品矩阵，国内+国外市场深度布局



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

① 问界采用华为智选模式助力公司成长为国内新能源主机厂龙头

2021年公司发布高端智慧汽车品牌 AITO 以及纯电驱增程平台 (DE-i)，并发布首款产品问界 M5，后陆续推出问界 M7、M9，在经过一段时间的技术沉淀和市场探索后，M5、M7 的改款以及新品 M9 凭借市场领先的性能表现成为爆款产品，助力公司迈入新能源主机厂龙头梯队。目前问界品牌拥有 M5、M7、M9 三大产品，形成了较为完整的中大型豪华增程 SUV 产品序列。

图 3：2023 年下半年起问界品牌焕新，相继推出新款 M7、M9、新款 M5 三大车型



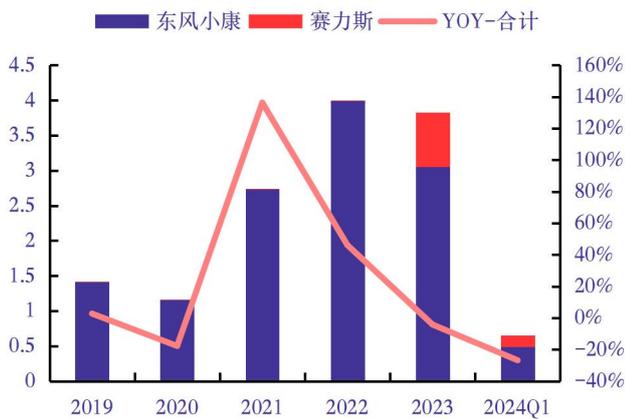
资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

② SERES、DFSK 两大品牌出口持续向好

截至 2023 年,赛力斯已累计出口汽车近 50 万台,出口市场达 70 余个。2023 年 6 月, SERES 5 开启欧洲交付,突破高端市场,海外市场加速推进。2023 年 6 月,赛力斯启动欧洲万里行活动,旗下新能源战略车型 SERES 5 将在 25 天时间里,环游挪威、德国、意大利、西班牙、法国等 21 个国家,通过超过 1 万公里的行程,在不同环境、不同路况的实际使用场景中,经受动力、性能、安全、续航、充电、驾控、智能化等方面的品质检验。6 月 21 日在挪威完成欧洲首批终端交付。作为中国高端智慧新能源汽车品牌之一,公司智能电动汽车已相继出口德国、法国、英国、意大利等欧洲国家,深受海外市场欢迎。

公司整车远销全球 70 多个国家和地区,旗下 SERES、DFSK 两大品牌智能电动汽车相继出口德国、法国、英国、意大利等国家,并在“一带一路”沿线的印尼建设了整车智慧工厂。根据 2023 年 12 月 5 日,重庆印发了《重庆市“渝车出海”行动计划》的通知。到 2027 年,全市整车年出口量占全国整车年出口量的比重达 10%;打造 1—2 家国内领先的智能网联新能源汽车出口企业和品牌。智能网联新能源汽车产业形成较强的国际辐射能力,年出口金额超过 1200 亿元。2023 年,公司乘用车出口维持在 3.5 万辆以上,赛力斯品牌出口 0.77 万辆,带动产品结构改善,出口均价提升,助力公司国外营收增长,2023 年公司国外营收达 49.66 亿元,同比+26.91%,快于出口销量增速。2024 年一季度,赛力斯品牌(含问界)出口 0.17 万辆,占比继续提升,问界品牌焕新在国内取得初步成功,有望助力产品快速打开国际市场,带动公司出口走向更高水平。

图 4: 2024Q1 赛力斯品牌出口 0.17 万辆, 占出口比重的 25.8% (万辆)



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

图 5: 2023 年公司国外营收同比增长 23.5%, 快速出口销量增速 (亿元)



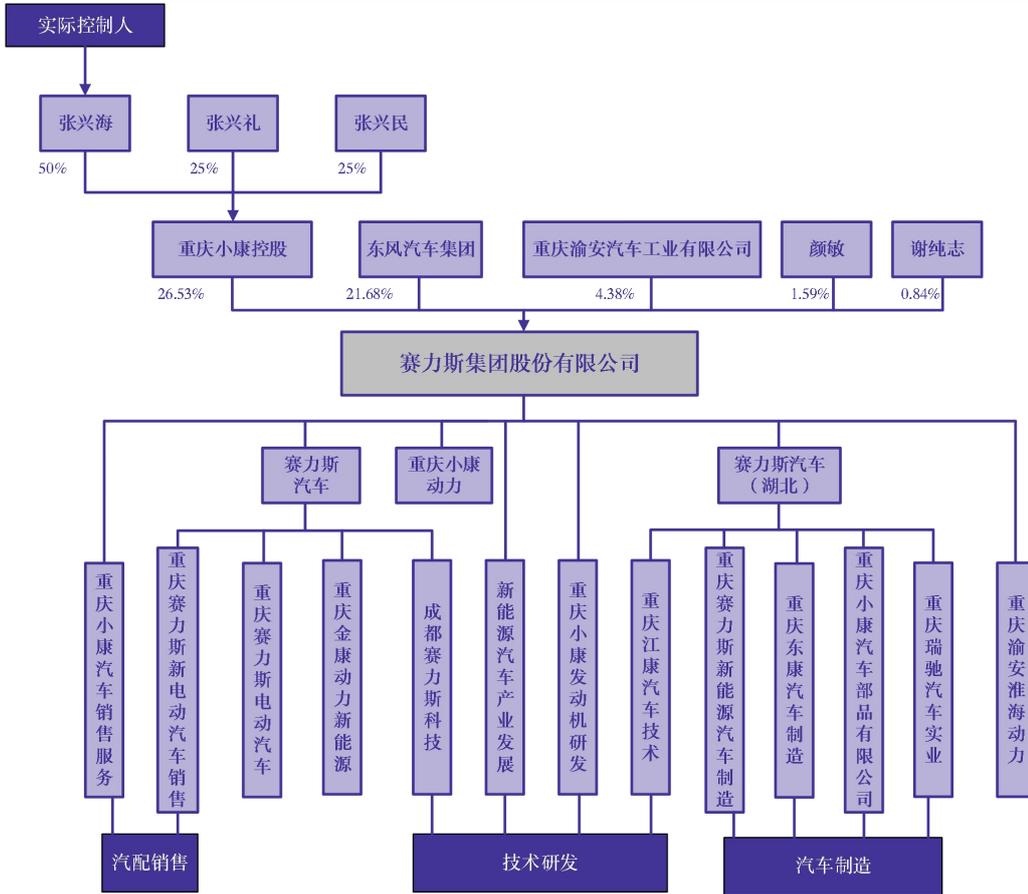
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**(二) 拟引入重庆国资, 完善股东背景, 优化公司治理**

**拟引入重庆国资, 完善股东背景。**2024 年 4 月, 公司公告拟发行股份购买重庆产业投资母基金合伙企业(有限合伙)(“重庆产业母基金”)、重庆两江新区开发投资集团有限公司(“两江开投”)、重庆两江新区产业发展集团有限公司(“两江产发”)持有的重庆两江新区龙盛新能源科技有限责任公司(“龙盛新能源”)100%股权; 发行价格为 66.39 元/股。本次交易预计构成重大资产重组。收购公告显示, 龙盛新能源的主营业务是对外提供新能源汽车工厂的生产性租赁服务。龙盛新能源的主要资产为超级工厂, 该工厂主要用于生产 AITO 问界 M9 系列等新能源汽车产品。根据公司公告, 本次收购完成后, 龙盛新能源将成为上市公司全资子公司, 一方面能大幅增厚上市公司资产规模, 且龙盛新能源原有股东的新增投入将覆盖标的公司债务, 收购完成后将不会增加上市公司负债, 从而降低上市公司资产负债率, 优化资本结构, 增强抗风险能力; 另一方面, 上市公司无需另外支付租金, 可以显著减少每年经营性现金流出, 节约资金可进一步用于日常研发生产活动。

**公司股权结构稳定。**公司实际控制人为张兴海，截止 2024 年 3 月 31 日，分别通过重庆小康控股有限公司和重庆渝安汽车工业有限公司间接持有公司 13.27%和 0.99%的股份。公司另一大股东为东风汽车集团，由国资委 100%控股，直接持有公司 21.68%的股份，其余单个股东持股比例均不超过 2%，股权结构较为稳定。

图 6：公司股权结构较为稳定，具备国资委股东背景



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**公司管理层业内经验丰富，管理团队年富力强。**公司董事长张正萍曾任小康股份副总经理、赛力斯营销中心总经理、智能汽车事业群总裁、赛力斯总经理，具备丰富的一线经验，充分了解公司核心业务。公司管理层其余人员亦具备丰富的业内经验，在细分业务领域深扎数年，且公司管理团队年富力强，有助于公司管理团队的长期稳定，推动公司业务稳定可持续发展。

**表 1：公司核心管理人员年富力强，从业经验丰富**

姓名	职位	年龄	性别	主要工作经历
张正萍	董事长、总裁	34	男	曾任重庆小康控股有限公司副总经理，SFMotors,INC.首席执行官，赛力斯汽车有限公司营销中心总经理，公司董事、智能汽车事业群总裁，赛力斯汽车有限公司总经理。现任公司董事长、总裁。
尹先知	董事、副总裁	55	男	曾任沙坪坝区曾家镇党委副书记、镇长，沙坪坝区陈家桥镇党委书记，重庆市沙坪坝区财政局局长，重庆富源新农村投资有限公司党委书记、董事长，重庆迈瑞城市建设投资有限公司党委书记、董事长。现任公司董事、副总裁。
申薇	董事、副总裁、董事会秘书	41	女	曾就职于北京市金杜律师事务所、渝商投资集团股份有限公司、重庆西证渝富股权投资基金管理有限公司。现任公司董事、副总裁、董事会秘书。
刘联	副总裁、财务总监	56	女	曾任重庆红岩内燃机有限责任公司会计，重庆小康汽车集团有限公司减震器事业部副总经理、公司总裁助理，公司董事。现任公司副总裁、财务总监。
王平	副总裁	50	男	曾任庆铃汽车股份有限公司工艺工程师，宗申技术开发研究有限公司项目经理，长安福特汽车有限公司质量经理、副总监、总监、售后服务副总裁。现任公司副总裁。
康波	副总裁	48	男	曾任海拉中国有限公司高级经理，天合汽车 EF&C 事业部中国区销售总监，德尔福中国区产品服务及解决方案事业部董事总经理、独立售后市场分部亚太区负责人，宝马中国汽车贸易有限公司售后服务副总裁、宝马德国总部企业售后业务全球总经理，华晨宝马汽车有限公司客户服务与支持副总裁。现任公司副总裁。
黄其忠	副总裁	53	男	曾任成都飞机工业（集团）有限责任公司生产指挥长室计划工程师；华为技术有限公司中试部项目管理工程师，公司一级 Turnkey 项目 HRD，亚太终端人力资源部部长等。现任公司副总裁。
周林	首席技术官	43	男	曾任赛力斯汽车（湖北）有限公司总经理助理、CTO（首席技术官），赛力斯汽车有限公司科技中心常务副总经理、前瞻设计院院长、项目总监，赛力斯汽车两江工厂总经理，赛力斯汽车有限公司副总经理，赛力斯汽车产品线总经理。现任公司首席技术官（CTO）。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**多次实施股权激励，激发公司业绩增长潜力。**公司分别于 2017 年、2021 年、2022 年、2024 年实施了不同的股权激励计划，在绑定核心员工利益的同时，以高速增长的发展目标激励员工，激发业绩增长潜力。2024 年初公司实施工持股计划，并设立了 2024/2025 年营收相比 2023 年增长 100%/150%、2024/2025 年新能源车销量相比 2023 年增长 100%/150% 的高速发展目标，顺应公司核心品牌问界市场竞争地位快速上升的发展趋势，激发员工积极性，有望助力公司业绩延续亮眼表现。

**表 2：公司多次实行股权激励绑定核心成员，激发业绩增长潜力**

授予日期	激励方式	人员	目标股票数量	授予价	兑现条件
2017/7/5	限制性股票激励	高管及员工共 30 人	1675 万股	10.27 元/股	以 2016 年归属于上市公司股东的净利润为基准，2017/2018/2019 年扣除股份支付费用影响后归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 25%/40%/55%。
2021/7/10	股票期权激励	高管及员工共 2779 人	4000 万份	行权价格：66.03 元/股	2021/2022 年新能源汽车销量不低于 4 万辆/20 万辆，公司营业收入不低于 180 亿元/450 亿元
2022/8/31	股票期权激励	高管及员工共 3254 人	3600 万份	行权价格：66.12 元/股	2022/2023 年新能源汽车销量不低于 20 万辆/30 万辆，公司营业收入不低于 450 亿元/675 亿元
2024/3/1	员工持股计划	高管及员工共不超过 200 人	383.91 万股	44.37 元/股	以 2023 年营业收入为基数，2024/2025 年营业收入增长 100%/150%。以 2023 年新能源汽车销量为基数，2024/2025 年新能源汽车销量增长 100%/150%。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

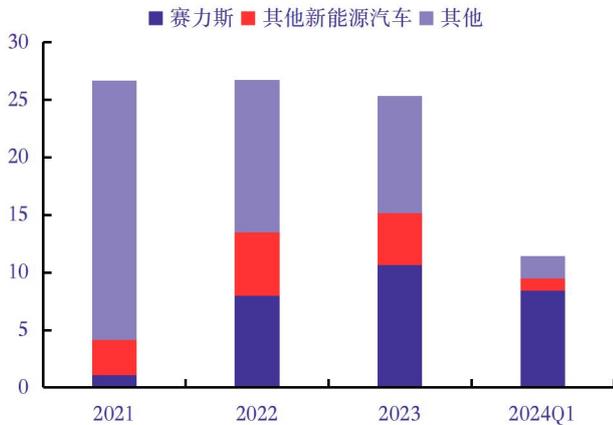
## 二、问界改款焕新销量领跑细分市场，跃居豪华车市场头部新势力

### （一）问界成功打造智能网联头部乘用车品牌，重庆三大工厂储备充足产能

伴随与华为的合作，公司逐渐确立了以问界品牌为核心的产品矩阵，着力将新能源乘用车产品作为未来业绩增长的核心驱动力，**问界系列热卖助力公司销量同比高增，新能源车成为全年销量增长核心驱动力。**2021-2023 年，公司销售总量变化较为平稳，但自 2022 年起新能源汽车占比显著提升，主要受益于问界品牌的发布，销量上升带动业务规模取得显著增长，2023 年公司新能源汽车业务实现营收 289.48 亿元，占总营收比重的 80.76%。2023 年底问界系列焕新为公司销量上升带来新动能，2024 年 Q1，公司总销量为 11.4 万辆，同比+172.16%，得益于上年末的新款 M7、M9 接连发布积累可观在

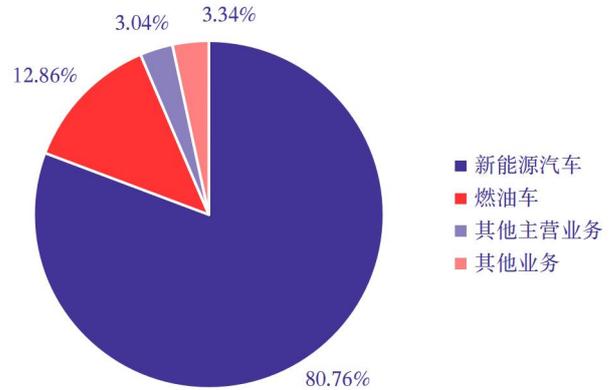
手订单，2024年初度过产能爬坡期后交付量快速上升，Q1赛力斯品牌累计销售8.41万辆，同比大增620.10%。

图7：2024Q1问界系列热销带动赛力斯品牌销量大幅增长（万辆）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：2023年新能源汽车业务营收占公司总营收比重的80.76%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**立足川渝产业集群，为问界系列储备充足产能。**公司自成立以来扎根川渝汽车产业集群，工厂集中于重庆地区，公司深入洞察与华为合作后所能带来的新能源汽车业务增长机遇，为问界品牌提前储备充足产能，目前建立了两江智慧工厂、凤凰智慧工厂、超级工厂，分别用于生产问界M5、M7、M9，当期合计年产能可达30万，同时公司还在超级工厂远期规划有70万辆产能，为公司后续的业务增长打下充足的产能基础。

图9：公司三大工厂的问界产品年产能达30万辆

工厂	产能	投产时间	主要生产车型
重庆两江工厂	5万	2019年	问界M5
重庆凤凰工厂	10万	2022年	问界M7
重庆两江新工厂	15万/70万 (远期规划)	2024年	问界M9

资料来源：新浪汽车，中国银河证券研究院

图10：公司立足重庆建设智慧工厂



资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

## （二）问界品牌精准定位豪华车市场，产品热销带动规模效应显著提升，公司成功实现扭亏为盈

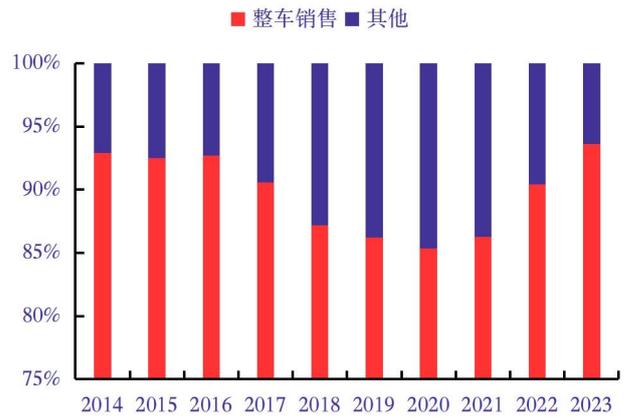
**问界定位豪华新能源品牌，产品热销带动营收规模快速提升。**2023年公司实现营收358.42亿元，同比+5.09%，其中Q4单季实现营收191.62亿元，同比+74.49%，环比+237.68%，主要受益于公司旗下产品问界M7的热销，2023年Q4问界M7交付5.47万辆。2024年Q1问界M7交付量的继续上升与M9的陆续交付为公司营收增长贡献更强动能，2024年Q1，公司问界M7、M9累计交付8.04万辆，环比2023年Q4继续提升。问界品牌自发布之初便定位豪华品牌，产品价格带均位于20万元以上，产品热销对营收规模增长的拉动效应明显好于其他自主品牌，2024年Q1公司实现营收265.61亿元，同比+421.72%，环比+38.61%，2024年Q1营收已达到2023年全年的74%。

图 11: 公司 2024 年 Q1 营收同比+421.72%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

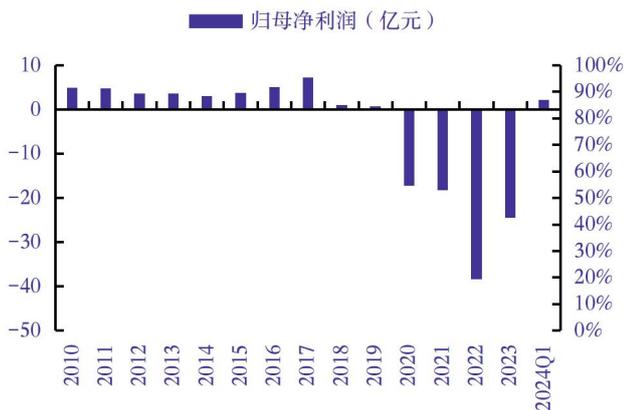
图 12: 2023 年整车销售占公司总收入比重的 93.62%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

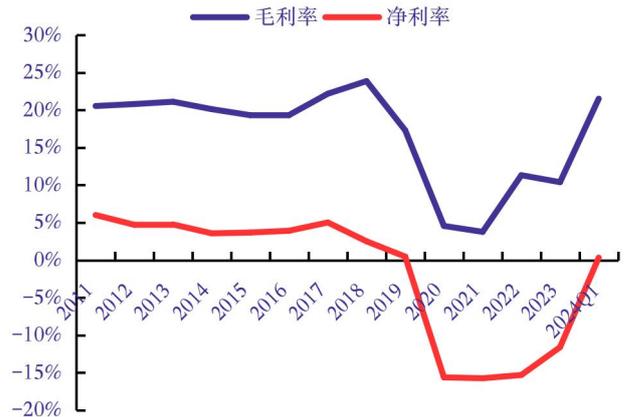
**受益于销量增长带来的毛利率提升，2024 年 Q1 归母净利润转正。**2023 年公司实现归母净利润 -24.50 亿元，亏损同比收窄 36.07%。公司前期出现高额亏损的主要原因是产品切换阶段的产能利用率下滑叠加顺应电动化、智能化趋势带来的研发费用增长，自 2020 年以来，公司持续提升研发投入以打造技术领先的豪华品牌问界，2023 年公司研发费用上升至 16.96 亿元的历史高点，2024 年 Q1，公司单季度研发费用达到 9.54 亿元，环比+57.69%。另外，为配合问界品牌的渠道建设与市场宣传，公司近两年在销售费用端投入较大力度，2023 年销售费用达 54.65 亿元，同样创造历史新高，2024 年 Q1，公司单季度销售费用达 34.05 亿元，环比+21.87%，研发与销售的高额投入为公司问界品牌产品竞争力的提升和市场开拓打下了坚实的基础。2024 年 Q1 公司实现归母净利润 2.20 亿元，同环比扭亏为盈，主要受益于问界 M7 销量增长带来的产能利用率的显著提升，2023 年公司新能源整车产能为 15 万辆，产能利用率超过 100%，2024 年 Q1 伴随交付量的进一步提升，公司产能以更高负荷运转，规模效应带动毛利率显著增长，另外，公司在前期销量低估期持续磨砺供应链管理功能，推进降本增效，同样形成了对毛利率的拉动效应，助力公司盈利能力向正常水平回归，2024 年 Q1，公司毛利率达到 21.51%，同比+12.63pct，环比 2023 年 Q4 增长 7.97pct，带动公司销售净利率转正。

图 13: 公司 2024 年 Q1 归母净利润同比转正



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 公司 2024 年 Q1 毛利率上升至 21.51%，带动净利率转正

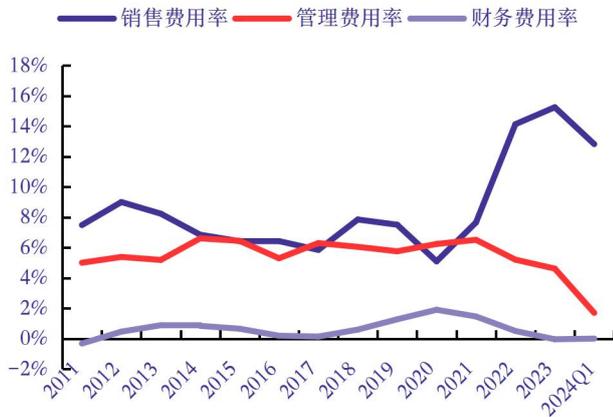


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**规模效应带动期间费用率明显下行，费用率有望维持稳定。**受益于销量增长带来的规模效应，公司期间费用率明显下行，2024 年 Q1，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 12.82%/1.70%/0.00%，同比分别-2.26pct/-5.77pct/-0.19pct，环比分别-1.76pct/-4.65pct/-0.20pct，销售费用端由于公司需配合新产品发布布局销售渠道与人员，费用率的降低幅度较小，管理费用率受益于规模效应明显下降，财务费用率处于低位，公司现金流情况良好，额外融资需求造成的财务负担较低。

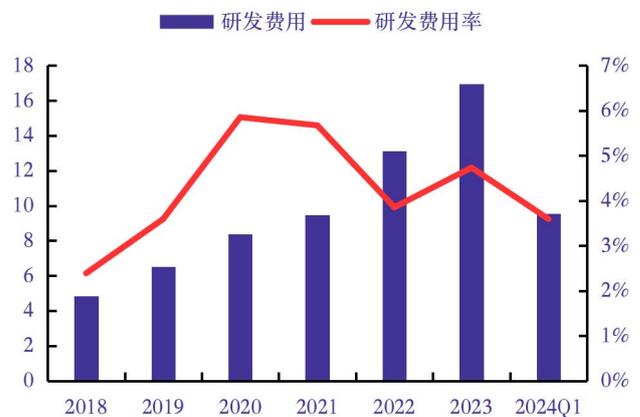
研发方面，2023 年公司研发费用为 16.96 亿元，研发费用率同比上升 0.88pct 至 4.73%，2024 年 Q1，公司研发费用为 9.54 亿元，同比+175.94%，环比+57.69%，收入规模的显著提升使得研发费用率有所下滑，2024 年 Q1 研发费用率为 3.59%，同比-3.20pct，环比+0.43pct，公司致力于在智能化方面保持全球领先的技术优势，预计研发费用将持续增长，研发费用率有望保持稳定。

图 15：公司 2024 年 Q1 销售及管理费用率受益于规模效应明显下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 16：公司 2024 年 Q1 研发费用率受益于规模效应下行 (亿元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### (三) M7 改款市场竞争力十足，成为爆款新品

**M7 焕新上市成为现象级产品，上市 7 个月大定已破 17 万。**2023 年 9 月 12 日，问界新 M7 上市，官方指导价 24.98-32.98 万元，定位中大型豪华 SUV，相比老款在续航和能耗上实现了明显的进步，后驱版馈电百公里油耗仅 5.6L/100KM，四驱版本为 5.8L/100KM，纯电续航里程为 165/195KM，满足城市通勤需要。智能化配置是 M7 改款的核心亮点，智能驾驶方面搭载华为 ADS 2.0 技术，智能座舱沿用鸿蒙系统，受益于华为在智能汽车领域的技术积累与进步，问界 M7 智能化水平跃居行业前列，上市后迅速成为市场爆款，接连创造订单佳绩，上市不足 24 小时订单破 1.5 万、25 天订单破 5 万、2 个半月大定破 10 万、4 个月大定破 13 万、7 个月大定破 17.4 万，成为市场的现象级产品。

图 17：问界新 M7 发布获得市场高度关注



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图 18：问界新 M7 上市 7 个月大定突破 17 万辆



资料来源：新浪汽车，中国银河证券研究院

**性价比全面碾压豪华品牌，智能化配置位居行业第一梯队。**M7 主要对标 BBA 豪华品牌，在自主品牌中的竞品为理想 L7，从与 BBA 豪华品牌的对比来看，问界 M7 与理想 L7 的性价比全面领先，不仅具备更低的价格、更大的空间、更强的动力，在智能驾驶和智能座舱方面更是具备断层级的优势。而在于理想 L7 的对比中，车型的定位不同使得二者各有优劣，问界 M7 依托华为的智能驾驶技术取得竞争优势，理想 L7 重视座舱体验，在座舱中配备了副驾娱乐屏提升驾乘体验。

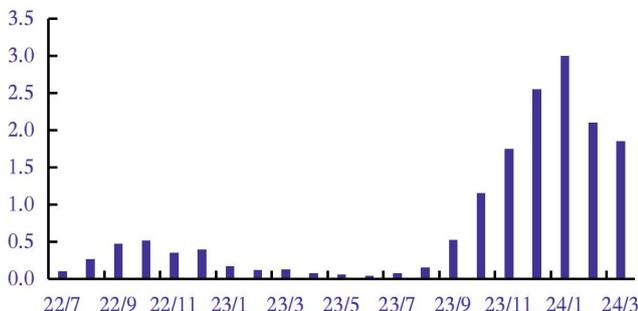
表 1: 问界新 M7 在动力、尺寸、智能化等方面全面领先豪华品牌 BBA

车型	问界 M7	理想 L6	宝马 X3	奥迪 Q5L	奔驰 GLC
版本	2024 款 1.5T 智驾四驱 Max 版 5 座	2024 款 Max	xDrive30i 领先型 M 曜夜套装	2024 款 40 TFSI 时尚动感型	2024 款 260L 4MATIC 动感型
基础配置					
售价 (万元)	30.98	27.98	44.38	39.88	42.78
上市时间	2023.09	2024.04	2023.05	2023.10	2024.03
长*宽*高 (mm)	5020*1945*1760	4925*1960*1735	4737*1891*1689	4770*1893*1667	4826*1890*1714
轴距 (mm)	2820	2920	2864	2907	2977
动力类型	增程	增程	汽油	汽油	汽油+48V 轻混
0-100 加速 (s)	4.8	5.4	6.8	-	8.2
最大功率 (kW)	330	300	180	140	150
最大扭矩 (N·m)	660	529	350	320	320
摄像头数量	11 个	11 个	-	-	-
毫米波雷达数量	12 个	12 个	-	-	-
超声波雷达数量	3 个	1 个	-	-	-
激光雷达数量	1 个	1 个	-	-	-
智能驾驶					
车道保持辅助系统	●	●	○	-	●
道路交通标识识别	●	●	○	-	○
自动泊车入位	●	●	●	○	●
遥控泊车/记忆泊车	●/○	●	-	-	-
自动变道辅助	●	●	○	-	○
自动驾驶辅助路段	城市○/高速●	城市●/高速●	-	-	-
中控屏幕尺寸 (英寸)	15.6	15.7	12.3	10.1	11.9
副驾屏幕尺寸 (英寸)	-	15.7	-	-	-
智能座舱					
语音分区唤醒识别	四区域	四区域	-	-	单区域
HUD	●	●	○	-	-
前排座椅功能	加热/通风/按摩	加热/通风/按摩	加热	加热○	加热○
后排座椅功能	加热/通风/按摩	加热/通风	-	加热○	-
车内扬声器数量	19	19	12/16○	10/19○	7/15○
车内环境氛围灯	128 色	256 色	11 色	单色/30 色○	64 色

资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院

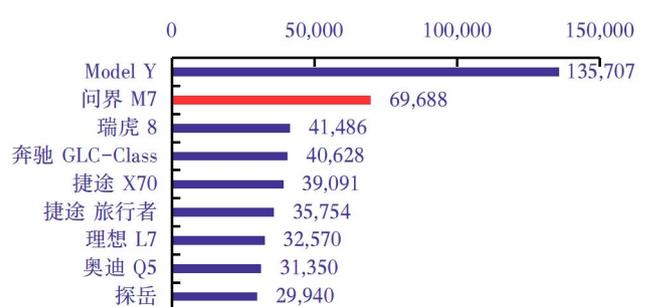
**M7 改款扭转销量颓势，一举成为市场爆款单品。**老款 M7 曾在上市后取得短暂的市场热度，但由于受到首代产品技术成熟度不足、市场竞争加剧等因素影响，销量陷入低谷，改款后的产品充分弥补了前期的产品短板，依托行业领先的智能化技术取得可观在手订单，自 2023 年 9 月交付以来销量持续攀升，于 1 月上升至 3.0 万的历史新高水平，成为市场爆款单品。2024 年第一季度，问界 M7 凭借 6.97 万的销量位居中大型 SUV 市场销量第二，仅次于 Model Y，在插混（含增程）市场销量领先优势明显，按交付量计算，当前 M7 在手订单仍超过 4 万台，预计有望在后续继续延续销量强势表现。

图 19: 问界新款 M7 交付量于 1 月上升至 3 万的历史新高水平



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

图 20: 2024 年 Q1 问界 M7 销量在同级别市场仅次于 Model Y



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

#### （四）M9 上市再创订单佳绩，M5 改款夯实产品矩阵

**旗舰新品 M9 定义豪华品牌，市场再迎现象级新品。**2023 年 12 月 26 日，问界新款产品 M9 正式上市发布，定位大型 SUV，推出增程与纯电版本，增程定价 46.98-52.98 万元，纯电定价 50.98-56.98 万元。作为定义问界豪华品牌的旗舰产品，问界 M9 不仅在 ADS 2.0 和鸿蒙系统上进一步巩固技术优势，还搭载了一体环宇三联屏、百万像素智慧投影大灯、超强玄武车身、途灵底盘等行业领先的创新型配置，凭借豪华配置，叠加前期 M7 所积累的品牌声誉，M9 上市后成为问界系列继 M7 后的又一现象级产品，上市 86 天大定突破 6 万台，再创销量佳绩。

图 21：问界旗舰产品 M9 定位于大型豪华 SUV



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图 22：问界 M9 上市后 86 天大定突破 6 万辆



资料来源：太平洋汽车，中国银河证券研究院

**性能超越百万级豪华品牌，智能座舱配置再升级。**问界 M9 的竞品主要包括理想 L9 和宝马 X7、林肯领航员、奔驰 GLS 等百万级豪华 SUV。相比理想 L9，二者的价格带存在 3-5 万元的差异，且 L9 面向家庭为主的消费者群体，定位家庭旗舰全场景 SUV，M9 定位全景智慧旗舰 SUV，运用了智慧投影大灯、投影巨幕、超强玄武车身、途灵底盘等众多“黑科技”，面向追求科技感、豪华感的高净值消费人群，二者的客户群体存在显著差异，直接竞争关系不明显。相比于豪华品牌，问界 M9 在动力、智能驾驶、智能座舱等方面全面领先。相比于 M7，更豪华的 M9 进一步升级了智能座舱配置，创新性的加入了后排投影屏幕、后排音盾等功能，还升级了总统座驾、后排座椅屏幕、车内氛围灯、音响等设备，显著提升驾乘人员体验。

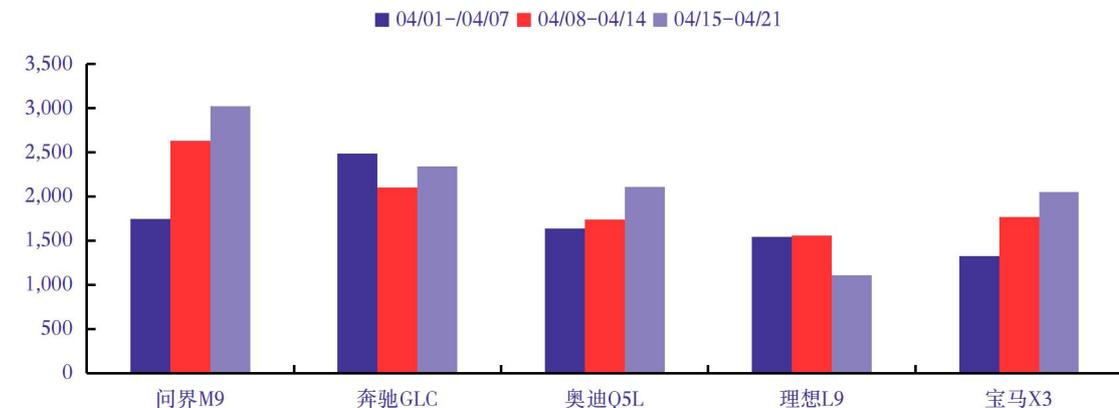
表 2：问界 M9 性能超越百万级豪华 SUV

车型	问界 M9	理想 L9	宝马 X7	林肯领航员	奔驰 GLS
版本	2024 款 增程 MAX 版 42kWh	2024 款 Ultra	2023 款 xDrive40i 领先型豪华套装	2024 款 3.5T 蓝银版	2024 款 GLS 400 4MATIC
基础配置					
售价 (万元)	46.98	43.98	103.90	100.80	109.38
上市时间	2023.12	2024.03	2022.11	2024.01	2023.11
长*宽*高 (mm)	5230*1999*1800	5218*1998*1800	5170*2000*1835	5355*2073*1937	5210*2030*1823
轴距 (mm)	3110	3105	3105	3112	3135
动力类型	增程	增程	汽油+48V 轻混	汽油	汽油+48V 轻混
0-100 加速 (s)	4.9	5.3	5.8	-	6.9
最大功率 (kW)	365	330	280	305	230
最大扭矩 (N·m)	675	620	520	670	450
智能驾驶					
摄像头数量	11 个	11 个	-	-	-
毫米波雷达数量	12 个	12 个	-	-	-
超声波雷达数量	3 个	1 个	-	-	-
激光雷达数量	1 个	1 个	-	-	-
车道保持辅助系统	●	●	○	●	●
道路交通标识识别	●	●	○	●	●
自动泊车入位	●	●	●	-	●
遥控泊车/记忆泊车	●/○	●	-	-	-
自动变道辅助	●	●	○	-	●
自动驾驶辅助路段	城市○/高速●	城市●/高速●	-	-	-
空气悬架	●	●	●	-	●
智能座舱					
中控屏幕尺寸 (英寸)	15.6	15.7	14.9	13.2	12.3
副驾屏幕尺寸 (英寸)	16	15.7	-	-	-
语音分区域焕新识别	六区域	六区域	-	双区域	双区域
AR-HUD	●	●	-	-	-
前排座椅功能	加热/通风/按摩/头枕扬声器	加热/通风/按摩	加热/通风/按摩○	加热/通风/按摩	加热
后排座椅功能	加热/通风/按摩	加热/通风/按摩	加热○	加热/通风/按摩	加热○
车内扬声器数量	25	21	16/20○	28	10-11
车内环境氛围灯	1680 万色	256 色	多色	多色	64 色

资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

M9 度过产能爬坡期，连续两周位列 40 万以上 SUV 交付榜首。M9 于 2024 年 2 月开启交付，前期处于产能爬坡阶段，4 月以来，M9 进入密集交付期，据汽车之家数据，4 月 1 日至 21 日的三周里，M9 分别交付 1748 辆、2634 辆、3024 辆，交付量逐周上涨，第一周交付量位列 40 万以上 SUV 第二名，此后两周位列第一，成为当前豪华 SUV 市场最热销的车型。

图 23：问界 M9 连续两周位列 40 万以上 SUV 销量榜首



资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

M5 焕新上市，有望再创销量佳绩。4 月 23 日，华为问界新 M5 正式上市，共推出增程 Max 后驱高阶智驾、纯电 MAX 后驱高阶智驾和增程 Max RS 四驱高阶智驾三个版本，定价 24.98-27.98 万元。新

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

款产品与旧款在尺寸上保持一致，并沿用了新款 M7、M9 的 ADS 2.0 系统，具备高阶智驾能力。新款 M5 仍维持了问界品牌在智能化方面的竞争优势，收获大量市场关注，4 月 17 日晚，在未公布价格的情况下，新款问界 M5 预售开启 12 小时累计订单突破 1 万台，上市后首日大定突破 4000 台，取得亮眼表现，预计 M5 仍将凭借自身在智能化的技术优势成为中大型 SUV 市场的又一热销车型。

图 24：问界新款 M5 上市，夯实产品矩阵



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图 25：新款 M5 预售 12 小时订单突破 1 万台

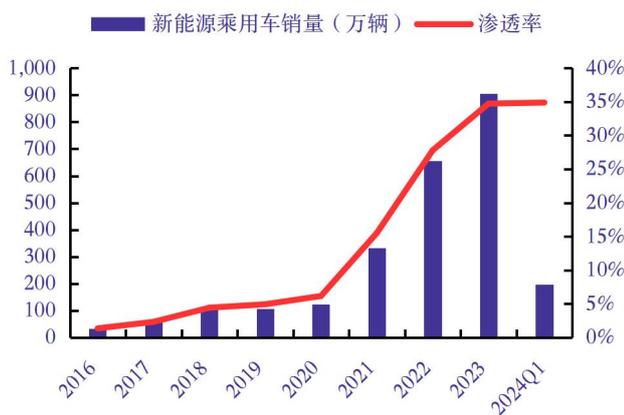


资料来源：新浪汽车，中国银河证券研究院

### （五）中大型 SUV 市场仍处蓝海，公司有望充分受益市场扩张红利

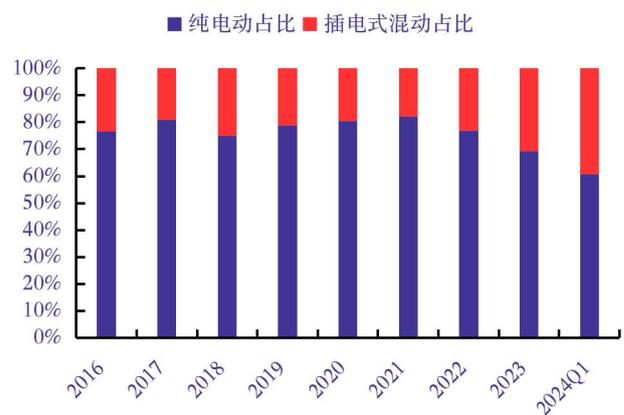
**新能源转型行至半程，成为渗透率提升的重要驱动力。**自 2022 年以来，新能源市场进入快速发展期，渗透率提升加速，增程（含插混）产品以其“可油可电”的特性成为更多消费者收购、换购的选择，在新能源产品的销量占比持续提升，2024 年 Q1，插混乘用车累计销售 78.03 万辆，占新能源车销量的比重同比增加 10.81pct 至 39.35%，在快充技术普及度仍处低位、充电桩建设有待进一步完善的背景下，预计插混仍将继续成为驱动新能源渗透率上升的重要动能，持续贡献销售增量，成为最具发展潜力的市场。

图 26：2024 年 Q1 新能源车渗透率上升至 34.87%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 27：2024 年 Q1 插混占新能源车比重上升至 39.35%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**中大型 SUV 市场的插混渗透率提升明显，市场发展前景最优。**中大型 SUV 市场的新能源渗透率在 2023 年实现了快速的提升，主要是由于插混渗透率的快速增长拉动，2023 年 Q4，中大型 SUV 市场的插混产品销量达到 46.43 万辆，渗透率达到 22.91% 的历史新高水平，2024 年 Q1，中大型 SUV 市场的插混产品渗透率环比微降至 22.22%，但纯电动渗透率环比-2.19pct，插混市场表现出更强的韧性。另

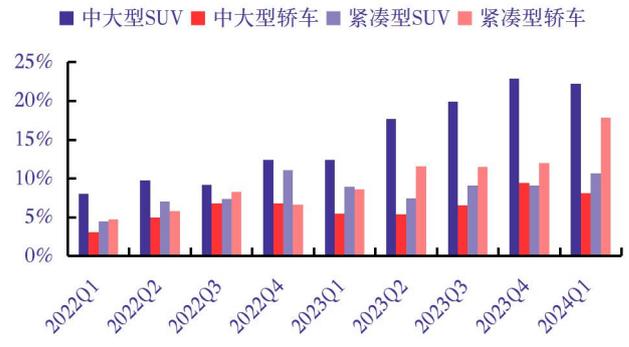
外，相比于其他细分市场而言，中大型 SUV 市场的插混渗透率处于明显的领先水平，市场对插混产品的接受程度较高，因而具备更为良好的发展空间。

图 28：2023 年以来中大型 SUV 市场的新能源渗透率提升主要由插混驱动



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

图 29：中大型 SUV 市场的插混产品接受度更高



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

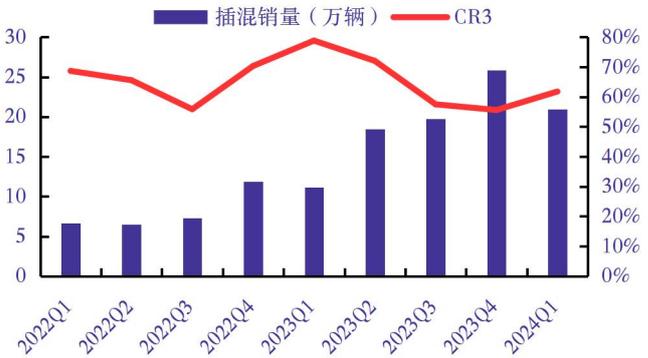
中大型插混 SUV 市场竞争格局好于燃油，头部企业有望充分受益于市场扩张红利。相比于当前燃油市场较为充分的竞争，中大型插混 SUV 市场的竞争格局更为集中，燃油车市场前十品牌的市场份额稳定在 65% 左右，中大型插混 SUV 市场份额主要集中在问界、理想、比亚迪三家手中，CR3 超过 60%，且豪华车市场具备更高的品牌和技术门槛，因此头部企业更易分享到中大型插混 SUV 市场持续扩张所带来的销量增长活力，预计问界品牌的消费者市场将继续维持扩张态势，为公司的销量增长打下坚实基础。

图 30：中大型 SUV 的燃油车市场竞争较为充分



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

图 31：中大型 SUV 的插混市场份额集中在头部三家企业



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

### 三、华为赋能问界走向智电未来

#### (一) 城市 NOA 普及全国，乾崮品牌带来端到端模型 ADS 3.0

智能驾驶硬件配置处于行业第一梯队，支持高阶辅助驾驶功能。问界系列车型在智能驾驶硬件方面的配置在行业中处于第一梯队，采用 11V+3R+1L 的硬件配置，与小鹏、理想、小米产品配置相近，且其旗舰产品 M9 采用了行业最先进的 192 线激光雷达，完备的硬件配置为高阶辅助驾驶功能的实现打下基础，问界系列车型能够支持高速及城市 NOA、记忆泊车等高阶辅助驾驶功能，成为引领当前自动驾驶技术进步的头部产品。

表 3：问界系列智能驾驶硬件配置处于行业第一梯队

车型	问界 M9 Ultra	问界 M7 智驾版	问界 M5 智驾版	理想 L9 Ultra	小鹏 G6 MAX	小米 SU7 Max
摄像头数量	11	11	11	11	12	11
前方感知摄像头像素	800 万	-	800 万	800 万	800 万	800 万
毫米波雷达数量	3	3	3	1	5	3
激光雷达数量	1	1	1	1	2	1
激光雷达线数	192 线	126 线	126 线	128 线	96 线	128 线
记忆泊车功能	○	○	○	●	●	○
自动驾驶辅助路段	城市○/高速●	城市○/高速●	城市○/高速●	城市●/高速●	城市●/高速●	城市○/高速○

资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

**城市 NOA 开城速度领先，展现出卓越的软件算法能力。**由于依赖于高精地图的城市 NOA 在不同城市之间的普适性上存在明显劣势，城市 NOA 技术正走向不依赖高精地图的发展道路，软件算法能力成为城市 NOA 普及速度的关键性因素。相比于其他友商，华为鸿蒙智行产品的城市 NOA 开城速度明显领先，当前已经全面开启全国的城市 NOA 功能，展现出了华为在智能驾驶上卓越的软件算法能力，在硬件满配的情况下，软件能力成为打造智能驾驶领域差异化竞争力的关键，基于华为在算法端的领先能力，问界品牌的智能驾驶能力成为吸引消费者的核心亮点。

表 4：华为系品牌城市 NOA 功能已普及全国

公司	智驾系统	城市 NOA 开城进展
华为鸿蒙智行	HUAWEI ADS	全面开启不依赖高精地图的城市 NCA
理想	理想 AD MAX	城市 NOA 将逐步开放到全国所有路段
小鹏	XNGP	向智驾经验用户推送无限城市 XNGP，并已在 243 个城市开放 XNGP 城市智驾能力
小米	Xiaomi Pilot Max	4 月测试开启，5 月开放 10 城，8 月全国开通
比亚迪腾势	DiPilot	腾势 N7 率先搭载城市 NOA 功能
极氪	ZEEKR AD	二季度内高速 NCP 覆盖全国 90% 以上的地级市，城市 NCP 在全国核心城市开启首批用户公测
长城 WEY	Coffee Pilot	新上市魏牌蓝山智驾版支持无图 NOA 城市智驾功能，5 月开启试驾体验
智己	IM AD	无图 NOA 已在北京等 14 城启动到店体验
蔚来	Aquila 蔚来超感系统	发布全域领航辅助 NOP+城区功能，可在全国 726 座城市使用

资料来源：36 氪，小鹏官网，新浪，懂车帝，IT 之家，中国银河证券研究院

**软件迭代能力出色，不断提升智能驾驶功能成熟度。**基于卓越的软件算法能力，华为通过持续的迭代升级不断提升智能驾驶功能成熟度，性能表现持续进步。2023 年 12 月，前向 AEB 功能的刹停速度获得明显提升，对静止车、人的刹停速度由 90km/h 上升至 120km/h，对侧翻车的刹停速度由 80km/h 上升至 110km/h，助力智能驾驶功能适用范围的进一步提升以及对驾乘人员安全性保障的进一步升级。2024 年 2 月 MPI 平均接管里程上升至 270km+，城市高架汇入汇出成功率上升至 99.2%，基于软件算法的持续迭代助力华为智能驾驶功能保持行业领先优势。

图 32：问界前向 AEB 功能再次升级



资料来源：新浪汽车，中国银河证券研究院

图 33：问界系列智驾功能经历快速迭代



资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

**智能汽车解决方案新品牌乾崮发布，智能驾驶系统再进化。**4 月 24 日，华为在智能汽车解决方案发布会上发布全新智能汽车解决方案品牌-华为乾崮，带来了全新升级的智能驾驶解决方案 ADS 3.0，基于 GOD（通用障碍物识别）大网实现了从简单“识别障碍物”到深度“理解驾驶场景”的跨越式进步，采用 PDP（预测决策规控）网络实现预决策和规划一张网，构建了端到端的自动驾驶架构。相比

于 2.0 版本，ADS 3.0 在技术架构、车辆感知、决策算力、规划控制等方面全面升级，华为在智能驾驶领域继续引领行业技术进步，为华为系品牌不断巩固智能驾驶技术竞争优势提供助力。

图 34：华为发布全新智能汽车解决方案-华为乾崮



资料来源：搜狐汽车，中国银河证券研究院

图 35：ADS 3.0 在感知系统上进行了升级



资料来源：华为乾崮官网，中国银河证券研究院

## （二）座舱向全场景设备协同进化，构建智能生态体系

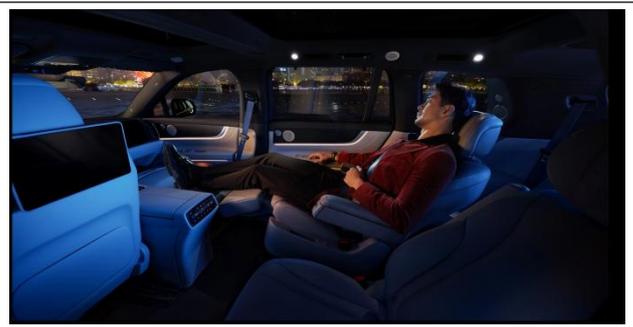
**打造豪华级座舱体验，构建智慧生活空间。**问界品牌采用了豪华的硬件配置打造科技感、舒适度十足的智能座舱，如问界 M9 的二排无重力座椅、副驾女王座驾、HUAWEI SOUND SUPERIOR 卓越系列自研音响、1680 万色流水 LED 氛围灯、10 联屏设计等。在舒适度提升之外，问界通过多屏幕联动的设计构建了智能化的座舱生活空间，为产品添加了独特的差异化优势。

图 36：问界 M9 打造十屏联动的智能化座舱



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图 37：问界 M9 在二排配备了零重力座椅



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

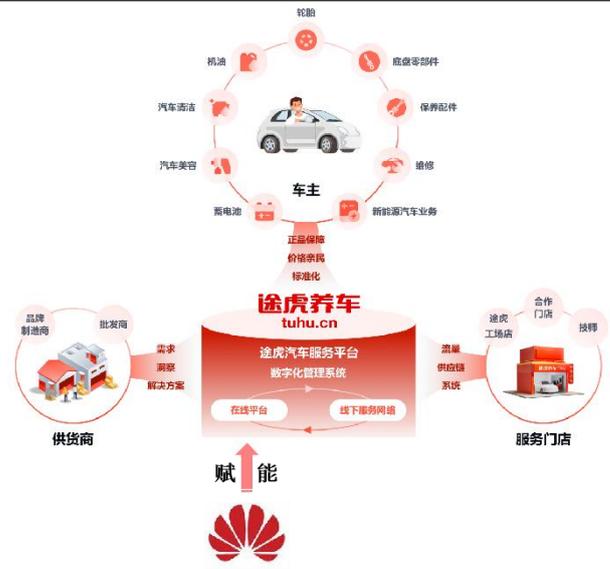
**智能座舱成为华为智能生态核心一环，助力华为探索新业务模式。**华为在智能座舱的核心优势基于其全链条布局的智能终端所形成的智能生态体系，以手机为核心，车机为重要媒介之一构建的集出行、办公、娱乐、家居、运动为一体的智慧生态能够为消费者带来科技化的生活体验，从而提升消费者对华为生态的依赖度。除此以外，车机系统接入生态体系也助力华为持续探索新业务模式，如 2 月 20 日华为与途虎养车签署全面合作协议，华为将基于鸿蒙生态探索在车辆售后服务领域的新业态，不仅能够提升华为系品牌车辆的消费者售后体验，还能够帮助华为进一步扩大生态体系，以新业务模式激发新成长潜力。

图 38：华为以手机为核心建立“1+8+N”的智能生态体系



资料来源：新浪，中国银河证券研究院

图 39：华为赋能途虎养车提升消费者售后服务体验



资料来源：途虎养车官网，中国银河证券研究院

乾崑品牌继续提升智能座舱技术水平，建立全场景设备协同的座舱体系。华为乾崑品牌在智能驾驶之外还对智能座舱进行了全面升级，引入千悟大模型，并对鸿蒙车机系统、音响、车载屏幕、座舱生态进行全面升级，能够实现多模态车内控制、全场景设备协同等驾乘体验，并通过音响、屏幕等终端带给消费者感知体验，以鸿蒙系统为核心的智能座舱生态将持续赋能华为系品牌，为产品带来智能化竞争优势。

表 5：华为乾崑对座舱进行了全方位升级并引入千悟大模型

细分功能	产品亮点
千悟大模型	拥有盘古大模型、MindSpore 昇思计算框架、昇腾 AI 基础硬件平台硬件基础，具备千悟视觉功能，可实现舱内毫米级精准感知，主驾自适应调节，支持全舱骨骼级人体感知，多模态融合控车功能
鸿蒙车机操作系统	全场景设备协同、内容可流转，屏幕可互助。搭载更智能的小艺语音，丰富车机应用市场和多样化三方配件。
乾崑音响	围绕“智慧声学、智慧声场、智慧氛围”三角特性打造的智慧沉浸式车载音响系统。音响系统包括高保真沉浸声场、智慧化音效、高效主动降噪、智慧可控声场、科技全感官体验在内的五大关键体验。
乾崑车载智慧屏	具备 2K 分辨率、87% 屏占比的全面屏，采用行业领先的 HDR Vivid、SRE 显示技术。
鸿蒙座舱生态	自带华为车机应用市场，提供超过百款丰富的车机应用。车机精品应用深度调用座舱的软硬件能力，带来可见可说、无缝流转、方向盘操纵赛车游戏等独特车机体验。
高性能车机	提供标准化接口，高性能 SOC，独立 NPU 以及新一代存储，保障系统长期安全可靠、流畅如新、供应连续、自主可控。

资料来源：华为乾崑官网，中国银河证券研究院预测

### （三）动力系统集两家之长，华为技术继续赋能车身、底盘等核心领域

纯电驱增程平台集两家之长，技术实力行业领先。问界系搭载的 DriveONE 纯电驱增程平台采用了华为自研的高性能电驱和赛力斯的“驼峰”智能增程系统，公司在动力系统领域深耕多年，发动机系统技术过硬，与华为电机系统的强强联合打造了性能领先的智能化纯电驱增程平台，综合续航里程超过 1000km，零百加速可达 4.4s，技术实力行业领先。

图 40: Drive ONE 纯电驱增程平台集成了华为电驱系统和公司的动力增程系统



资料来源: 易车网, 中国银河证券研究院

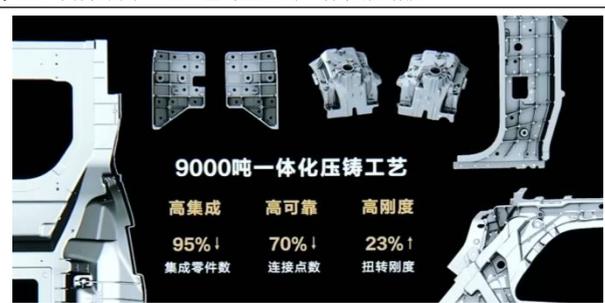
玄武车身大幅提升车辆被动安全, 一体化压铸工艺带来更高集成、更高可靠、更高刚度。问界 M9 首次采用了玄武车身, 全车铝合金体积占比高达 80%, 车身轻量化系数达 2.02, 全车 12 处重要位置使用了 2000MPa 核潜艇级热成型钢, 大幅提升了车辆的被动安全。另外, M9 采用了全球最大的一体化压铸后车体, 运用 9000T 一体化压铸工艺, 降低了 95% 的集成零件数和 70% 的连接点数, 提升了 23% 的扭转刚度, 进一步提升车辆安全性能和生产效率。

图 41: 问界 M9 首次采用玄武车身



资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院

图 42: 问界采用 9000T 压铸工艺的一体化后底板



资料来源: IT 之家, 中国银河证券研究院

途灵底盘为自动驾驶功能奠基, 行业首搭闭式空气悬架系统。问界 M9 最先搭载了华为自研的途灵底盘, 配备了前双交叉臂后多连杆的悬架和 CDC 可变阻尼减震器, 能够适应颠簸路段、急刹车等极端驾驶情况, 保障驾乘舒适性。途灵底盘还拥有 DATS (动态自适应扭矩控制系统) 和 xMOTION (智能车身协同控制系统), 通过智能化控制应对路面复杂情况, 增强驾控稳定性。底盘是车辆操控的重要执行层, 途灵底盘为车辆高阶辅助驾驶功能的实现打下了坚实的基础, 成为安全性的重要保障。另外, M9 搭载了行业首个闭式空气悬架系统, 能够实现 5 档车身高度调节, 调节速度较开式提升 30%, 进一步增强了底盘性能。

图 43: 华为途灵底盘适应多种复杂路况, 为自动驾驶提供重要的执行层保障



资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院

## （四）华为技术深度赋能驱动问界品牌维持市场竞争力，预计 2024 年销量达 40 万辆

在与华为建立深度合作的基础上，问界品牌有望依托华为领先的软硬件能力持续保持卓越的市场竞争力，销量有望延续强势表现，预计 2024 年公司问界品牌销量有望达到 40 万辆，正式确立国内新能源豪华品牌龙头企业的市场地位。

表 6：预计问界品牌 2024 年销量有望达到 40 万辆（万辆）

车型	2023A	2024E	2025E	2026E
问界 M5	3.51	12	15	18
问界 M7	6.85	18	20	20
问界 M9	-	10	12	15
问界 M6	-	-	3	10
问界 M8	-	-	3	10
合计	10.36	40	53	73

资料来源：Marklines，中国银河证券研究院预测

## 四、投资建议及估值

公司是国内新能源主机厂龙头，与华为建立智选合作模式，华为在智能化领域的领先技术充分赋能公司问界品牌，为销量贡献增长动能，助力公司成长为新能源豪华品牌龙头企业。我们认为问界品牌将成为公司营收上涨的主要驱动力，带动公司业务规模快速提升，预计 2024~2026 年问界品牌将分别贡献 1227.61 亿元、1552.27 亿元、2100.39 亿元的营收，带动公司分别实现营收 1292.14 亿元、1605.66 亿元、2143.10 亿元。

表 7：预计问界将成为公司营收增长的核心动力

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	35841.96	129,213.53	160,565.51	214,310.11
收入增长率（%）	5.09	260.51	24.26	33.47
其中：问界品牌贡献	-	122,761.06	155,226.55	210,038.94
问界品牌毛利率	-	18.00%	20.00%	21.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

基于以上假设，我们预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 25.67 亿元、57.00 亿元、97.15 亿元，对应 EPS 分别为 1.70 元、3.78 元、6.43 元。

表 8：公司主要财务摘要预测表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	35,841.96	129,213.53	160,565.51	214,310.11
收入增长率（%）	5.09	260.51	24.26	33.47
归母净利润（百万元）	-2,449.69	2,567.26	5,699.93	9,714.65
利润增速（%）	36.07	204.80	122.02	70.43
摊薄 EPS（元）	-1.62	1.70	3.78	6.43
PE	—	49.89	22.47	13.18

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

**绝对估值法：**采用 DCF 绝对估值法进行估值，无风险利率取最新十年期国债收益率，市场收益率取 10 年沪深 300 指数平均收益率（年化）。在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.5%、永续增长率（g）正负波动 0.5% 的情况下，公司合理每股价值区间为 115.74-120.81 元，对应市值区间为 1747.42-1823.97 亿元。

**表 9：基本假设及关键参数**

估值假设	
预测期年数	3
过渡期年数	3
过渡期增长率	12.00%
永续增长率 g	2.00%
贝塔值（ $\beta$ ）	4.6
无风险利率 Rf（%）	2.30%
市场的预期收益率 Rm（%）	8.20%
有效税率 T（%）	15.00%
债务资本成本 Kd	3.50%
债务资本比重 Wd	16.69%
股权资本成本 Ke	29.44%
加权平均资本成本 WACC	25.02%

资料来源：中国银河证券研究院预测

**表 10：现金流折现估值表**

估值假设	
FCFF 预测期现值（百万元）	48,498.15
FCFF 过渡期现值（百万元）	44,865.31
FCFF 永续价值现值（百万元）	59,112.76
<b>企业价值（百万元）</b>	<b>152,476.23</b>
加：非核心资产价值（百万元）	24,724.68
减：付息债务（百万元）	4,579.42
减：少数股东权益（百万元）	-4,247.12
<b>股权价值（百万元）</b>	<b>176,868.61</b>
总股本（百万股）	1,509.78
<b>每股价值（元）</b>	<b>117.15</b>

资料来源：中国银河证券研究院预测

表 11: 敏感性分析

永续增长率	WACC						
	23.52%	24.02%	24.52%	25.02%	25.52%	26.02%	26.52%
0.50%	121.56	119.00	116.55	114.21	111.97	109.82	107.76
1.00%	122.69	120.06	117.55	115.15	112.85	110.66	108.55
1.50%	123.86	121.16	118.59	116.13	113.78	111.52	109.37
2.00%	125.10	122.32	119.67	117.15	114.74	112.43	110.22
2.50%	126.39	123.53	120.81	118.21	115.74	113.37	111.11
3.00%	127.74	124.80	122.00	119.33	116.78	114.35	112.03
3.50%	137.25	134.19	131.29	128.53	125.89	123.38	120.98

资料来源: 中国银河证券研究院预测

**相对估值法:** 采用 PE 和 PS 估值法同时对公司进行相对估值:

**PE 估值法:** 选取比亚迪和理想作为可比公司, 两家公司 2025 年平均 PE 为 11.85, 公司 2025 年预估 PE 为 22.44, 一方面, 我们认为公司估值溢价来源于华为技术赋能叠加销量低基数带来的高成长性, 另一方面, 根据比亚迪与理想的 PE 历史走势来看, 产品销量高增带来的盈利能力增长兑现后, 公司的 PE 仍能维持在 35-45 倍的水平, 随后伴随盈利能力的继续提升, PE 逐步下降, 因此我们认为公司在 2025 年盈利兑现后仍能维持较高水平 PE, 出于谨慎考虑, 给予公司 2025 年 30-32 倍 PE, 对应目标价 113.40-120.96 元, 对应市值区间 1712.10-1826.24 亿元;

**PS 估值法:** 选取小鹏、蔚来、零跑作为可比公司, 三家公司 2024 年平均 PS 为 1.09, 公司 2024 年预估 PS 为 1.02, 基于前述估值溢价逻辑, 上述三家公司在销量大幅增长带动 PS 快速下行后, PS 仍处于 1.8-2.0 倍水平, 因此我们认为公司在 2024 年受益于问界系列热销带来的收入大幅增长兑现后仍能维持较高水平的 PS, 出于谨慎考虑, 给予公司 2024 年 1.3-1.4 倍 PS, 对应目标价 111.25-119.81 元, 对应市值区间 1679.64-1808.87 亿元。

综合考虑绝对估值与相对估值法, 给予公司目标价区间 111.25-120.96 元, 对应市值区间 1679.64-1826.24 亿元, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表 12: 可比公司 PE 估值表 (截止 2024.5.8)

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PE			EPS (摊薄)		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
002594.SZ	比亚迪	226.23	6,369.16	21.61	19.19	17.65	13.94	10.32	12.82	16.23
2015.HK	理想汽车-W*	115.00	2,440.32	18.89	24.17	15.91	9.77	5.55	7.23	11.77
	平均	-	4,404.71	20.25	21.68	16.78	11.85	-	-	-
601127.SH	赛力斯	84.83	1,280.75	-79.79	-46.89	49.90	22.44	-1.62	1.70	3.78

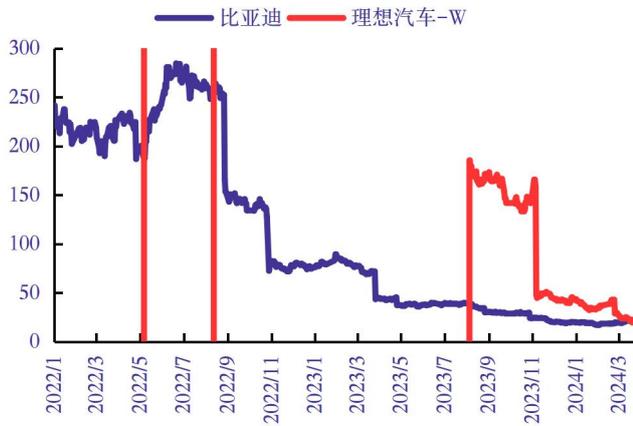
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测 (\*采用 Wind 一致预期)

表 13: 可比公司 PS 估值表 (截止 2024.5.8)

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PS (TTM)	PS			每股营业收入 (元/股)		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
9868.HK	小鹏汽车-W*	32.25	609.39	1.80	1.94	1.05	0.70	16.23	30.63	46.35
9866.HK	蔚来-SW*	42.20	875.03	1.43	1.33	1.09	0.79	26.82	38.76	53.12
9863.HK	零跑汽车*	29.75	397.75	2.15	2.17	1.03	0.61	12.53	28.98	48.42
	平均	-	627.39	1.79	1.81	1.06	0.70	-	-	-
601127.SH	赛力斯	84.83	1,280.75	2.23	3.84	0.99	0.80	23.74	85.58	106.35

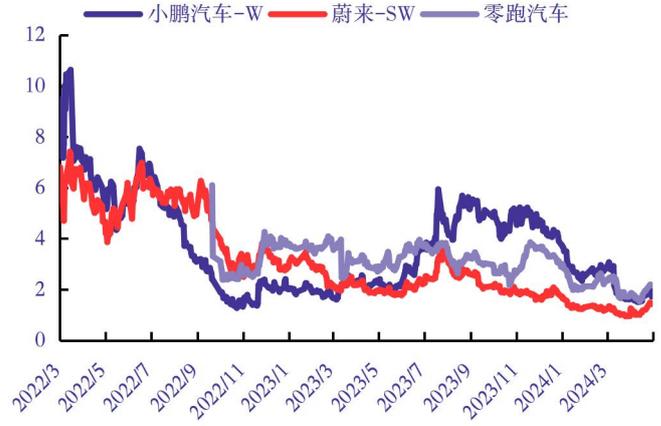
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测 (\*采用 Wind 一致预期)

图 44: 比亚迪、理想在盈利大幅提升后 PE 仍有 35-45 倍



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 45: 小鹏、蔚来、零跑在营收大幅增长后 PS 仍维持在 1.8 倍之上



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 五、风险提示

1、**新能源汽车销量不及预期的风险。**新能源车渗透率持续提升的过程中可能会面临欠发达地区普及度不及预期的风险、造成新能源汽车销量增长的放缓，从而影响公司新能源产品销售，降低公司业务规模扩张速度。

2、**市场竞争加剧的风险。**新能源市场参与者众多，产品重合度的提升可能引起市场竞争的加剧，影响公司的市场份额及产品盈利水平。

3、**智能化技术研发不及预期的风险。**高阶智能驾驶对安全性、可靠性提出更高要求，需要更为成熟的技术研发能力，智能化技术向高阶发展的速度可能因技术进步的放缓而放缓。

**附录：公司财务预测表**

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>26117.07</b>	<b>68264.87</b>	<b>87674.88</b>	<b>124455.25</b>	营业收入	35841.96	129213.53	160565.51	214310.11
现金	13161.13	43937.27	60394.05	92164.31	营业成本	32119.29	105897.96	128424.99	169290.36
应收账款	2445.94	3569.26	4197.15	5297.75	营业税金及附加	903.75	1938.20	2247.92	2786.03
其它应收款	2237.25	3589.26	4237.15	5357.75	营业费用	5465.11	9044.95	10115.63	12858.61
预付账款	1868.28	4235.92	4880.15	5925.16	管理费用	1653.33	2584.27	2890.18	3000.34
存货	3529.17	8524.83	9338.61	10706.27	财务费用	-15.81	-79.44	-572.48	-834.33
其他	2875.31	4408.32	4627.78	5004.00	资产减值损失	-423.61	-335.82	-403.24	-444.53
<b>非流动资产</b>	<b>25127.60</b>	<b>26379.18</b>	<b>27641.39</b>	<b>28750.32</b>	公允价值变动收益	22.29	0.00	0.00	0.00
长期投资	2042.41	3043.62	4544.75	5795.92	投资净收益	1789.12	25.84	32.11	42.86
固定资产	8747.63	8213.64	7807.88	7567.91	营业利润	-3993.53	5750.42	12732.89	21643.99
无形资产	9544.50	9542.32	9478.76	9445.89	营业外收入	48.36	40.53	44.44	42.49
其他	4793.07	5579.60	5810.00	5940.60	营业外支出	135.69	85.93	110.81	98.37
<b>资产总计</b>	<b>51244.67</b>	<b>94644.04</b>	<b>115316.27</b>	<b>153205.57</b>	利润总额	-4080.86	5705.01	12666.52	21588.10
<b>流动负债</b>	<b>37576.18</b>	<b>76374.32</b>	<b>86046.68</b>	<b>104606.69</b>	所得税	75.86	570.50	1266.65	2158.81
短期借款	786.16	386.16	236.16	136.16	净利润	-4156.72	5134.51	11399.87	19429.29
应付账款	19966.13	35299.32	39240.97	47025.10	少数股东损益	-1707.03	2567.26	5699.93	9714.65
其他	16823.89	40688.85	46569.56	57445.43	归属母公司净利润	-2449.69	2567.26	5699.93	9714.65
<b>非流动负债</b>	<b>6468.55</b>	<b>5929.10</b>	<b>5529.10</b>	<b>5429.10</b>	EBITDA	-3055.98	7557.67	14063.16	22756.16
长期借款	1374.85	774.85	374.85	274.85	EPS (元)	-1.62	1.70	3.78	6.43
其他	5093.70	5154.25	5154.25	5154.25					
负债合计	44044.72	82303.43	91575.79	110035.79	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	-4205.88	-1638.62	4061.31	13775.96	营业收入	5.09%	260.51%	24.26%	33.47%
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>11405.83</b>	<b>13979.24</b>	<b>19679.17</b>	<b>29393.82</b>	营业利润	18.94%	243.99%	121.43%	69.98%
<b>负债和股东权益</b>	<b>51244.67</b>	<b>94644.04</b>	<b>115316.27</b>	<b>153205.57</b>	归属母公司净利润	36.07%	204.80%	122.02%	70.43%
					毛利率	10.39%	18.04%	20.02%	21.01%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	净利率	-6.83%	1.99%	3.55%	4.53%
<b>经营活动现金流</b>	<b>6397.61</b>	<b>34256.66</b>	<b>20251.63</b>	<b>34996.41</b>	ROE	-21.48%	18.36%	28.96%	33.05%
净利润	-4156.72	5134.51	11399.87	19429.29	ROIC	-48.64%	30.01%	39.27%	39.78%
折旧摊销	2775.86	1932.10	1969.12	2002.39	资产负债率	85.95%	86.96%	79.41%	71.82%
财务费用	312.20	117.98	86.58	71.58	净负债比率	-113.18%	-319.34%	-237.63%	-204.74%
投资损失	-1818.18	-25.84	-32.11	-42.86	流动比率	0.70	0.89	1.02	1.19
营运资金变动	8883.27	26830.08	6499.12	13229.90	速动比率	0.51	0.69	0.82	1.00
其它	401.19	267.83	329.05	306.11	总资产周转率	0.73	1.77	1.53	1.60
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2972.81</b>	<b>-2872.29</b>	<b>-3158.27</b>	<b>-2954.57</b>	应收帐款周转率	16.96	42.96	41.35	45.14
资本支出	-3142.56	-2021.99	-1689.25	-1746.26	应付帐款周转率	2.18	3.83	3.45	3.92
长期投资	958.27	-851.21	-1501.13	-1251.17	每股收益	-1.62	1.70	3.78	6.43
其他	-788.51	0.91	32.11	42.86	每股经营现金	4.24	22.69	13.41	23.18
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1269.02</b>	<b>-609.36</b>	<b>-636.58</b>	<b>-271.58</b>	每股净资产	7.55	9.26	13.03	19.47
短期借款	-1292.50	-400.00	-150.00	-100.00	P/E	—	49.89	22.47	13.18
长期借款	183.04	-600.00	-400.00	-100.00	P/B	11.23	9.16	6.51	4.36
其他	-159.56	390.64	-86.58	-71.58	EV/EBITDA	-34.98	11.73	5.10	1.74
<b>现金净增加额</b>	<b>2152.33</b>	<b>30776.14</b>	<b>16456.78</b>	<b>31770.26</b>	P/S	3.57	0.99	0.80	0.60

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院预测

## 图表目录

图 1: 公司于 2016 年在 A 股上市, 与华为建立智选合作模式成长为新能源主机厂龙头	4
图 2: 公司形成乘用车+商用车+动力系统的完备产品矩阵, 国内+国外市场深度布局	5
图 3: 2023 年下半年起问界品牌焕新, 相继推出新款 M7、M9、新款 M5 三大车型	5
图 4: 2024Q1 赛力斯品牌出口 0.17 万辆, 占出口比重的 25.8% (万辆)	6
图 5: 2023 年公司国外营收同比增长 23.5%, 快速出口销量增速 (亿元)	6
图 6: 公司股权结构较为稳定, 具备国资委股东背景	7
图 7: 2024Q1 问界系列热销带动赛力斯品牌销量大幅增长 (万辆)	9
图 8: 2023 年新能源汽车业务营收占公司总营收比重的 80.76%	9
图 9: 公司三大工厂的问界产品年产能达 30 万辆	9
图 10: 公司立足重庆建设智慧工厂	9
图 11: 公司 2024 年 Q1 营收同比+421.72%	10
图 12: 2023 年整车销售占公司总收入比重的 93.62%	10
图 13: 公司 2024 年 Q1 归母净利润同比转正	10
图 14: 公司 2024 年 Q1 毛利率上升至 21.51%, 带动净利率转正	10
图 15: 公司 2024 年 Q1 销售及管理费用率受益于规模效应明显下行	11
图 16: 公司 2024 年 Q1 研发费用率受益于规模效应下行 (亿元)	11
图 17: 问界新 M7 发布获得市场高度关注	11
图 18: 问界新 M7 上市 7 个月大定突破 17 万辆	11
图 19: 问界新款 M7 交付量于 1 月上升至 3 万的历史新高水平	12
图 20: 2024 年 Q1 问界 M7 销量在同级别市场仅次于 Model Y	12
图 21: 问界旗舰产品 M9 定位于大型豪华 SUV	13
图 22: 问界 M9 上市后 86 天大定突破 6 万辆	13
图 23: 问界 M9 连续两周位列 40 万以上 SUV 销量榜首	14
图 24: 问界新款 M5 上市, 夯实产品矩阵	15
图 25: 新款 M5 预售 12 小时订单突破 1 万台	15
图 26: 2024 年 Q1 新能源车渗透率上升至 34.87%	15
图 27: 2024 年 Q1 插混占新能源车比重上升至 39.35%	15
图 28: 2023 年以来中大型 SUV 市场的新能源渗透率提升主要由插混驱动	16
图 29: 中大型 SUV 市场的插混产品接受度更高	16
图 30: 中大型 SUV 的燃油车市场竞争较为充分	16
图 31: 中大型 SUV 的插混市场份额集中在头部三家企业	16
图 32: 问界前向 AEB 功能再次升级	17
图 33: 问界系列智驾功能经历快速迭代	17
图 34: 华为发布全新智能汽车解决方案-华为乾崮	18
图 35: ADS 3.0 在感知系统上进行了升级	18
图 36: 问界 M9 打造十屏联动的智能化座舱	18
图 37: 问界 M9 在二排配备了零重力座椅	18
图 38: 华为以手机为核心建立“1+8+N”的智能生态体系	19
图 39: 华为赋能途虎养车提升消费者售后服务体验	19
图 40: Drive ONE 纯电驱增程平台集成了华为电驱系统和公司的动力增程系统	20
图 41: 问界 M9 首次采用玄武车身	20
图 42: 问界采用 9000T 压铸工艺的一体化后底板	20
图 43: 华为途灵底盘适应多种复杂路况, 为自动驾驶提供重要的执行层保障	20

图 44: 比亚迪、理想在盈利大幅提升后 PE 仍有 35-45 倍 ..... 24  
图 45: 小鹏、蔚来、零跑在营收大幅增长后 PS 仍维持在 1.8 倍之上 ..... 24

## 表格目录

表 1: 问界新 M7 在动力、尺寸、智能化等方面全面领先豪华品牌 BBA ..... 12  
表 2: 问界 M9 性能超越百万级豪华 SUV ..... 14  
表 3: 问界系列智能驾驶硬件配置处于行业第一梯队 ..... 17  
表 4: 华为系品牌城市 NOA 功能已普及全国 ..... 17  
表 5: 华为乾崮对座舱进行了全方位升级并引入千悟大模型 ..... 19  
表 6: 预计问界品牌 2024 年销量有望达到 40 万辆 (万辆) ..... 21  
表 7: 预计问界将成为公司营收增长的核心动力 ..... 21  
表 8: 公司主要财务摘要预测表 ..... 21  
表 9: 基本假设及关键参数 ..... 22  
表 10: 现金流折现估值表 ..... 22  
表 11: 敏感性分析 ..... 23  
表 12: 可比公司 PE 估值表 (截止 2024.5.8) ..... 23  
表 13: 可比公司 PS 估值表 (截止 2024.5.8) ..... 24

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**石金漫 汽车行业首席分析师。**香港理工大学理学硕士、工学学士。8年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、II上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671liyongyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚玲 010-80927722tangmanling\_bj@chinastock.com.cn