

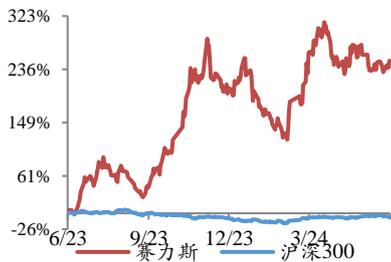
## 重塑豪车标杆，迈向商业成功

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-06-01

收盘价（元）	88.93
近12个月最高/最低（元）	106.66/24.75
总股本（百万股）	1,510
流通股本（百万股）	1,510
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	1,343
流通市值（亿元）	1,343

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002

电话：18681505180

邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

### 分析师：贾济恺

执业证书号：S0010524040002

电话：18817363013

邮箱：jjajikai@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 公司完成华丽转型，24年一季度实现扭亏为盈

公司是以新能源汽车为主要业务的综合型制造企业。历经八年新能源研发与三年跨界合作，公司于2023年Q4迎来业务大幅增长，并于2024年Q1实现扭亏为盈。公司核心产品已经聚焦在AITO问界系列上，围绕25-60万元豪车价格带，重点发力B/C/D级别SUV车型。

#### ● 核心业务聚焦25-60万豪华SUV市场

20万元以下产品多为传统产品线，正在战略收缩，新产品为蓝电系列。20-40万元市场规模大，公司主要布局B/C级车型，目前代表产品为M5、M7。40-60万元市场，公司推出旗舰车型M9，树立豪车的新标杆。

#### ● 公司自身研发与治理能力强，叠加华为软/硬实力全面赋能

公司在电驱、电控上具备较强自主研发能力，并推出新一代魔方平台。公司现代化管理效率高，机制灵活提升公司积极性。华为与公司全面合作，科技实力赋能公司；科技赋能之外，华为在合作中具备销售网络、营销策略、IPD咨询、供应链管理、资源池、产品经理五大职能。

#### ● 坚持商业成功，四大驱动力推动量利齐升

深耕问界系列，改/新款持续焕发生命力；自有品牌和海外业务尚在蓄力阶段，后续有望开启新增长。规模效应与产品结构优化，提升公司利润率；核心产品平台化设计、生产，提升效率和盈利能力。

#### ● 投资建议

预计公司24/25/26年营业收入分别为1328.96/1677.70/1935.87亿元，归母净利润分别为61.82/112.44/142.44亿元，对应PE分别为21.72/11.94/9.43倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

新车销量不及预期、乘用车行业风险、费用管控不及预期等。

#### ● 重要财务指标

单位：亿元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	358.42	1328.96	1677.70	1935.87
收入同比（%）	5.09%	270.78%	26.24%	15.39%
归属母公司净利润	-24.50	61.82	112.44	142.44
净利润同比（%）	36.07%	352.34%	81.90%	26.68%
毛利率（%）	10.39%	23.11%	24.51%	24.19%
ROE（%）	-21.48%	35.14%	38.99%	33.06%
每股收益（元）	-1.63	4.09	7.45	9.43
P/E	—	21.72	11.94	9.43
P/B	10.09	7.63	4.66	3.12
EV/EBITDA	-34.98	12.17	5.87	3.02

资料来源：wind，华安证券研究所

# 正文目录

1 公司概况：完成华丽转型，实现扭亏为盈	6
1.1 公司以跨界合作模式发展新能源车业务	6
1.2 经历多年投入，2024 年 Q1 实现扭亏	8
1.3 整车业务实现新能源转型与高端化升级	11
2 核心业务聚焦 25-60 万元豪华 SUV 市场	14
2.1 20-40 万元：扛鼎之作 M5/M7，强产品力形成护城河	14
2.2 40 万元+：旗舰车型 M9，定义新豪华汽车	20
2.3 20 万元以下：传统产品线战略收缩，蓝电承担转型重任	24
3 核心优势：研发与治理优势，叠加华为赋能	29
3.1 自身研发实力强，魔方平台布局未来	29
3.2 机制灵活、治理能力优秀，全方位提升运营效率	33
3.3 华为硬实力赋能，提升公司科技竞争力	35
3.4 华为软实力赋能，鸿蒙智行的五大职能助力公司商业成功	38
4 驱动力：推动量利齐升，实现商业成功	41
4.1 规模驱动力 1：深耕问界系列，改/新款持续焕发生命力	41
4.2 规模驱动力 2：赋能自有品牌，开拓海外市场	43
4.3 盈利驱动力 1：规模效应、产品结构改善引起利润质变	45
4.4 盈利驱动力 2：平台化设计/生产+优秀治理，提升利润率	46
5 盈利预测与投资建议	48
风险提示：	48
财务报表与盈利预测	49

## 图表目录

图表 1 公司历史沿革	6
图表 2 公司主营业务	6
图表 3 公司股权架构	7
图表 4 公司主要子公司及其职能	7
图表 5 公司董监高 (部分)	8
图表 6 近年营业收入 (亿元)	8
图表 7 近年归母净利润 (亿元)	8
图表 8 2022 年分业务营收占比	9
图表 9 2023 年分业务营收占比	9
图表 10 公司分区域营收结构	9
图表 11 公司近年毛利率	10
图表 12 公司近年来三费费用率	10
图表 13 公司近年研发费用 (亿元)	10
图表 14 公司近年研发人员数量 (人)	10
图表 15 公司近年来经营性现金流净额 (亿元)	11
图表 16 公司车型产品矩阵	11
图表 17 公司产销量 (辆)	12
图表 18 问界品牌车型批发销量 (辆)	12
图表 19 公司新能源车三大工厂	12
图表 20 赛力斯智慧工厂	13
图表 21 全新车型交付时间持续缩短	13
图表 22 20-40 万元价格带汽车销量 (万辆)	14
图表 23 20-40 万元价格带汽车销量占比	14
图表 24 20-40 万元新能源车销量、占比走势 (万辆)	14
图表 25 20-40 万元自主品牌销量、占比走势 (万辆)	15
图表 26 23 年 20-40 万元车类型销量及占比 (万辆)	15
图表 27 23 年 20-40 万元各级别 SUV 销量及占比 (万辆)	15
图表 28 2023 年 20-40 万元区间各品牌销量及占比 (万辆)	16
图表 29 24Q1: 20-40 万元全品类各品牌销量及占比 (万辆)	16
图表 30 24Q1: 20-40 万元 SUV 各品牌销量及占比 (万辆)	16
图表 31 24 年第一季度 20-40 万元 B 级别新能源 SUV 热销车型 (万辆)	17
图表 32 24 年 M5 周度销量变化 (辆)	17
图表 33 三款新 M5 及定价	18
图表 34 新款 M5 与竞品参数对比	18
图表 35 24 年第一季度 20-40 万元 C 级别新能源 SUV 热销车型 (万辆)	19
图表 36 M7 近期月度销量 (万辆)	19
图表 37 24 年 M7 周度销量 (辆)	19
图表 38 24 款 M7 工信部备案 (第 382 批)	20
图表 39 余承东 5 月 16 日微博	20

图表 40 40 万元以上汽车销量及增速 (万辆)	21
图表 41 40 万元以上汽车销量占比	21
图表 42 40 万元以上新能源及燃油车销量走势 (万辆)	21
图表 43 23 年 40 万元以上汽车各类型销量及占比 (万辆)	22
图表 44 23 年 40 万元+SUV 各级别销量及占比 (万辆)	22
图表 45 40 万元以上 2023 年各品牌销量 (万辆)	22
图表 46 24Q1: 40 万元+全品类各品牌销量及占比 (万辆)	22
图表 47 24Q1: 40 万元+SUV 各品牌销量及占比 (万辆)	22
图表 48 24 年第一季度 40 万元+C/D 级别 SUV 热销车型 (万辆)	23
图表 49 M9 及竞品近期月度销量 (辆)	23
图表 50 24 年 M9 及竞品周度销量 (辆)	23
图表 51 余承东 5 月 14 日微博	24
图表 52 M9 的配置与功能 (部分)	24
图表 53 瑞驰新能源销量 (辆)	25
图表 54 东风小康销量 (辆)	25
图表 55 东风风光销量 (辆)	25
图表 56 蓝电 E5 的外观与内饰	26
图表 57 蓝电 E5 的底盘	26
图表 58 蓝电 E5 竞品对比	27
图表 59 蓝电 E3 的外观与内饰	27
图表 60 蓝电 E3 竞品对比	28
图表 61 蓝电系列销量	28
图表 62 23&24Q1 蓝电 E5 竞品销量 (万辆)	29
图表 63 23&24Q1 蓝电 E3 竞品销量 (万辆)	29
图表 64 公司的全球研发布局	29
图表 65 智能增程控制系统	30
图表 66 多场景识别功能	30
图表 67 DE-I 纯电驱增程平台	30
图表 68 智能增程控制系统	30
图表 69 多场景识别功能	30
图表 70 高功率电驱系统	31
图表 71 SF MOTORS 电池系统	31
图表 72 公司电控系统	31
图表 73 魔方平台	31
图表 74 魔方平台——全景安全	32
图表 75 魔方平台——多元动力	32
图表 76 魔方平台——百变空间	33
图表 77 魔方平台——智慧引领	33
图表 78 2022 年股权激励计划考核目标	34
图表 79 2024 年员工持股计划考核目标	34
图表 80 董监高报酬决策程序	34
图表 81 数字人力项目	35
图表 82 数字人力优化模型	35
图表 83 华为与车企合作的三种模式	35

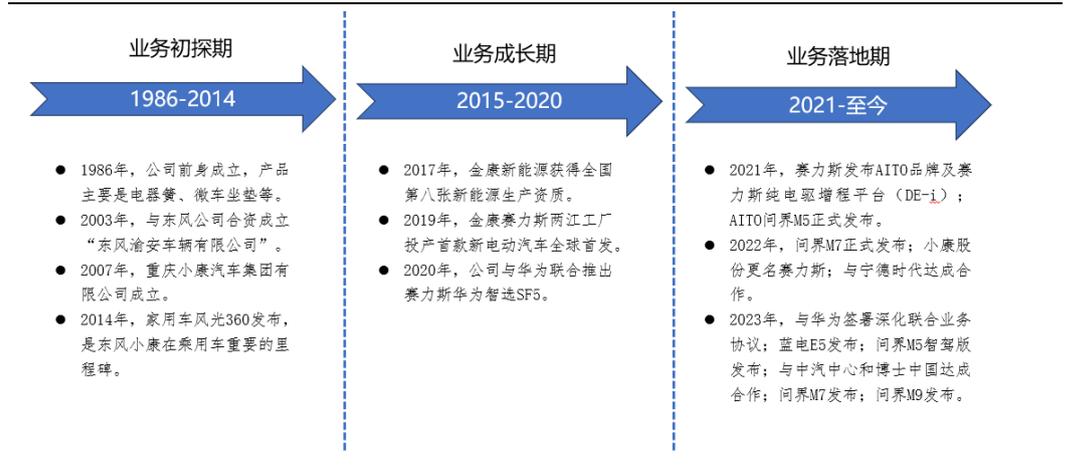
图表 84 公司与华为合作时间线梳理	36
图表 85 公司与华为数字能源合作	36
图表 86 华为 ADS 2.0	37
图表 87 华为 DATS	37
图表 88 公司与华为数字能源合作	37
图表 89 华为数字能源	38
图表 90 华为自身的线下销售渠道	39
图表 91 华为线上商城	39
图表 92 华为在营销策略上助力公司	39
图表 93 IPD 流程体系	40
图表 94 公司问界系列部分供应链	40
图表 95 问界 M5/7/9 外观、内饰、功能上的设计	41
图表 96 鸿蒙智行系列当前产品线	42
图表 97 25-100 万元 SUV 近年来销量 (万辆)	42
图表 98 2023 年 25-100 万元 SUV 销量前十大品牌 (万辆)	42
图表 99 公司 AITO 系列车型发布/更新时间线	43
图表 100 问界 M7 在一年时间内全面进化	44
图表 101 友商与华为的多维合作模式	44
图表 102 2013-2022 全球主要市场汽车销量 (万辆)	45
图表 103 2023 年海关乘用车出口数据 (万辆)	45
图表 104 公司近年及最近两季度单车营收 (万元)	45
图表 105 公司近年销量及最近两季度年化销量 (万辆)	45
图表 106 福特马克西-西尔伯斯通曲线	46
图表 107 通用马克西-西尔伯斯通曲线	46
图表 108 丰田马克西-西尔伯斯通曲线	46
图表 109 大众马克西-西尔伯斯通曲线	46
图表 110 问界 M7 焕新版外观	47
图表 111 大众旗下的多个平台车型	47
图表 112 丰田 TNGA 平台旗下多级别/多类型车型	48

# 1 公司概况：完成华丽转型，实现扭亏为盈

## 1.1 公司以跨界合作模式发展新能源车业务

公司是以新能源汽车为主要业务的综合型制造企业。公司成立于 1986 年，最初主要业务是电器簧、微车坐垫等；2003 年与东风公司建立合资公司，正式进军汽车工业；2007 年成立重庆小康汽车集团有限公司；2014 年发布风光 360，这是东风小康在乘用车里重要的里程碑；2020 年，公司与华为联合推出赛力斯华为智选 SF5；截至 2023 年底，已相继发布 M5、M7、M9 三款 AITO 品牌车型

图表 1 公司历史沿革



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司主要业务可以分为整车业务和供应链业务两大方面。整车业务方面，产品覆盖传统车型和新能源车型，代表车型包括问界 M5、问界 M7、问界 M9、东风小康 EC3611、瑞驰新能源 EC35、风光 380 等。供应链业务方面，包括三电产品及发动机等。

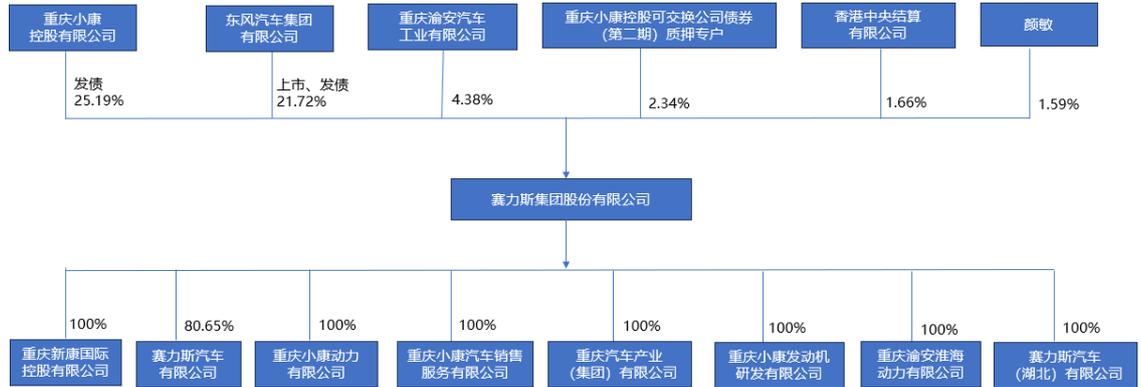
图表 2 公司主营业务

整车业务			
赛力斯汽车	瑞驰汽车	东风风光	东风小康
赛力斯SF5 23.68-26.68万	瑞驰新能源EC31 11.68-14.58万	风光330 4.19-6.88万	东风小康D51 4.79-5.39万
问界M5 24.98-33.18万	瑞驰新能源EC35 12.88-14.38万	风光380 5.38-6.08万	东风小康G35 5.38万
问界M7 24.98-37.98万	瑞驰新能源EC55 14.38-14.98万	风光MINIEV 3.26-5.91万	东风小康G55 5.48万
问界M9 46.98-56.98万	瑞驰新能源EC75 16.58-17.58万	风光S560 6.79-7.89万	东风小康K07S 3.39-3.69万
蓝电	瑞驰新能源ED71 18.68-21.58万	风光E1 6.78-7.38万	东风小康K02 3.69万
蓝电E5 13.99-15.39万	瑞驰新能源EK01S 10.68-12.88万	风光ix5 9.98-16.59万	东风小康EC3611 12.68-13.08万
蓝电E3 13.98-14.58万			
供应链业务			
三电	高功率电驱系统	多合一超级增程	
发动机	发动机		

资料来源：公司官网，太平洋汽车，华安证券研究所

**公司股权结构稳定。**公司实际控制人张兴海持有重庆小康控股有限公司 50%，并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赛力斯 13.37% 的股权。东风汽车集团有限公司为第二大股东，持有赛力斯 21.72% 股权，公司控制权相对集中。

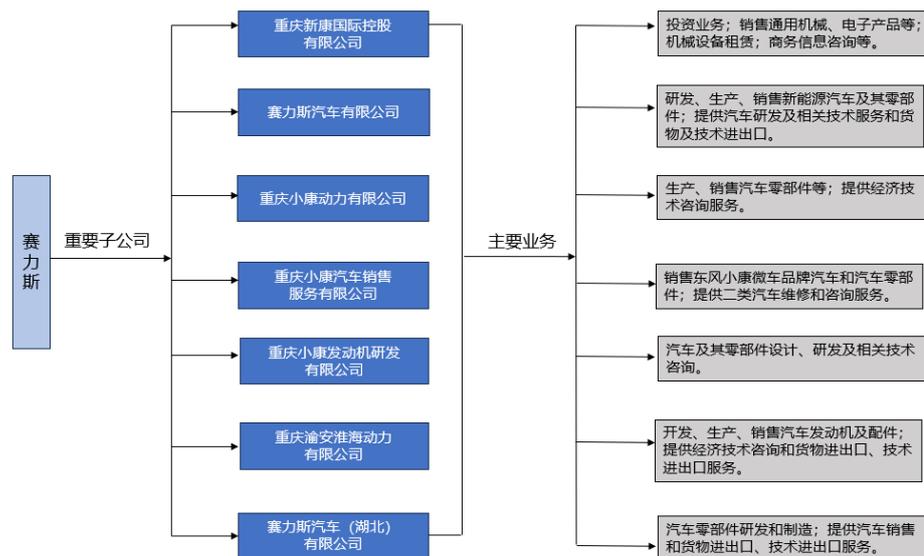
图表 3 公司股权架构



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

**公司旗下子公司组织架构清晰，管理效率高。**主要子公司包括重庆新康国际控股有限公司、赛力斯汽车有限公司、重庆小康动力有限公司重庆小康汽车销售服务有限公司等。主要业务涵盖通用机械、电子产品的销售，新能源汽车及零部件的研发、生产、销售，货物和技术进出口、二类汽车维修和咨询服务以及投资业务等。

图表 4 公司主要子公司及其职能



资料来源: iFinD, 企查查, 华安证券研究所

**公司管理层人员稳定，且具备多年合作经验。**公司管理层核心人员与实际控制

人关系紧密, 高层团队结构稳定。高级管理人员多为原东风小康管理层或骨干成员, 具备多年合作经验, 确保了公司的高效管理。

图表 5 公司董监高 (部分)

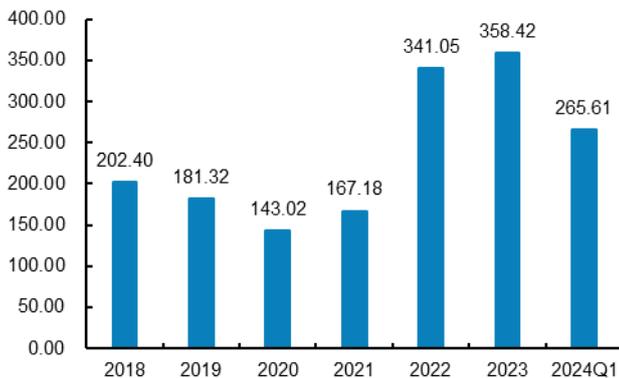
姓名	职务	简历
张正萍	总裁、董事长兼董事	曾任重庆小康控股有限公司副总经理, 公司董事。现任公司总裁、董事、董事长。
张正源	董事	曾任东风小康汽车有限公司采购中心总经理, 重庆小康进出口有限公司总经理, 东风小康汽车有限公司销售公司总经理。现任公司董事, 兼任赛力斯汽车有限公司 CMO。
张正成	监事会主席兼监事	曾任东风小康汽车有限公司网络规划课课长, 重庆新康幸福置业有限公司执行董事, 潜金融资租赁有限公司零售风险副总监。现任公司监事会主席。
刘联	副总裁兼财务总监	曾任重庆红岩内燃机有限责任公司会计, 重庆小康汽车集团有限公司减震器事业部副总经理、公司总裁助理, 现任公司副总裁、财务总监。
申薇	董事会秘书	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。现任公司副总裁兼董事。
周林	首席技术官	曾任东风小康汽车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。现任赛力斯集团股份有限公司首席技术官

资料来源: Wind, 2023 公司年报, 华安证券研究所

## 1.2 经历多年投入, 2024 年 Q1 实现扭亏

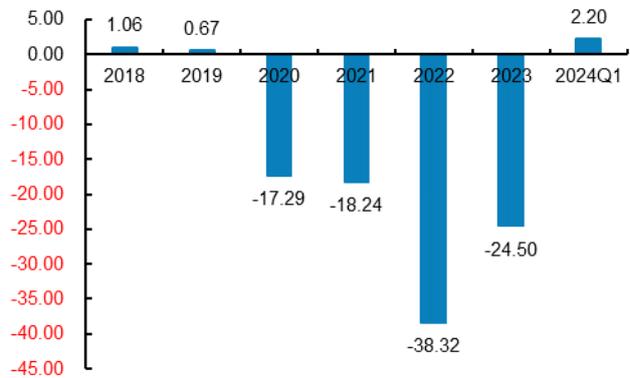
历经八年新能源研发与三年跨界合作, 公司于 2023 年 Q4 迎来业务大幅增长, 并于 2024 年 Q1 实现扭亏为盈。2019、2020 年, 受到整个汽车行业因素与外部不可抗力影响, 公司营业收入出现下滑; 随着公司新能源转型效果逐渐显现, 2021 年公司营收上升, 并在 2022 年发布问界 M5、问界 M7 后达到 341.05 亿元, 同比上涨 104%; 截至 2024 年第一季度, 公司单季度营收 265.61 亿, 年化增长近 3 倍。利润端, 由于公司在新能源领域的持续高投入, 以及在跨界商业合作上敢为人先的探索, 公司在 2020-2023 年承受了较大亏损, 随着公司核心车型 AITO 系列热销, 公司成为新能源豪华车市场的新标杆, 并逐渐向商业成功迈进, 2024Q1 归母净利润 2.20 亿, 实现扭亏为盈。

图表 6 近年营业收入 (亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 7 近年归母净利润 (亿元)



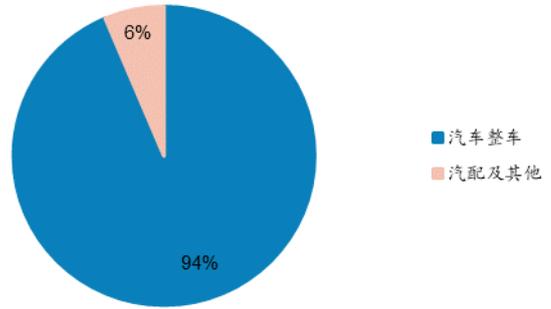
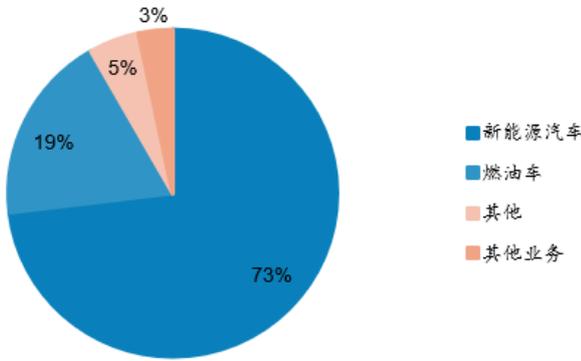
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

汽车业务为主要业务, 近五年境外业务占比明显提升。公司产品营业收入结构中, 汽车业务占比超过 90%, 2022 年新能源车的贡献达到 73%, 其次是燃油车, 占

比达到 19%；随着公司新能源业务不断发力，预计 2024 年起整车业务将以新能源车为绝对核心。地区方面，2021 年、2022 年境外业务占比分别达到 16.62%、11.87%。

图表 8 2022 年分业务营收占比

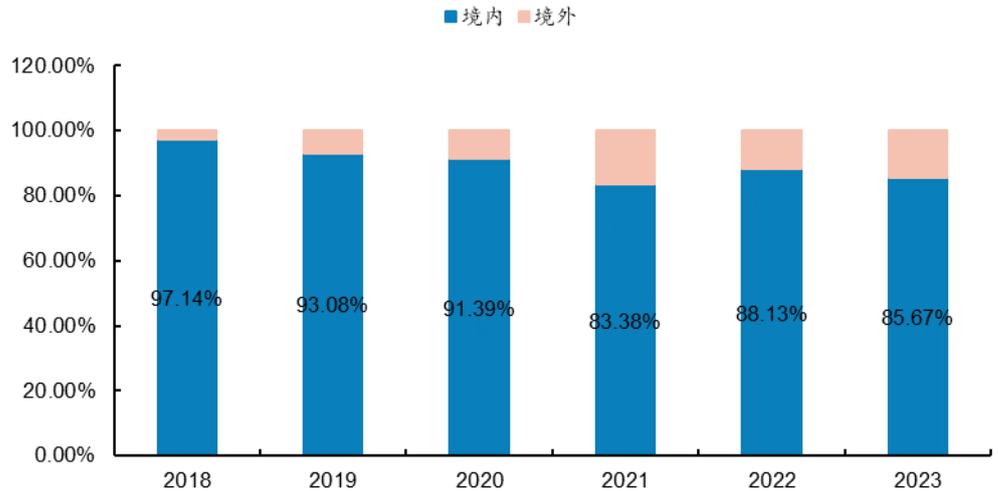
图表 9 2023 年分业务营收占比



资料来源：2022 公司年报，华安证券研究所

资料来源：2023 公司年报，华安证券研究所

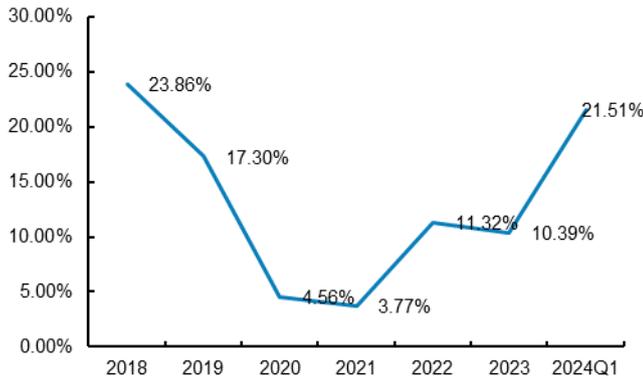
图表 10 公司分区域营收结构



资料来源：Wind，华安证券研究所

规模效应、效率提升、革新设计及豪华车红利助力公司毛利率改善，积极进取的过程中费用率有所控制。2021 年以来，随着新能源汽车的逐步放量，公司毛利率回升，2022 年达 11.32%，2023 年 10.39%；随着公司以 m9 为代表的豪华车持续交付以及公司在车型设计、生产流程上的精细把控，豪华车利润红利开始显现，2024 年一季度毛利率高达 21.51%。费用率方面，公司在业务高速增长阶段叠加跨界合作的特殊商业模式，销售费用率偏高，但随着规模效应，销售费用率已经开始下降；公司治理水平优异，管理费用率持续降低，2024 年 Q1 管理费用率低至 1.7%。

图表 11 公司近年毛利率



资料来源: iFind, 华安证券研究所

图表 12 公司近年来三费费用率



资料来源: iFind, 华安证券研究所

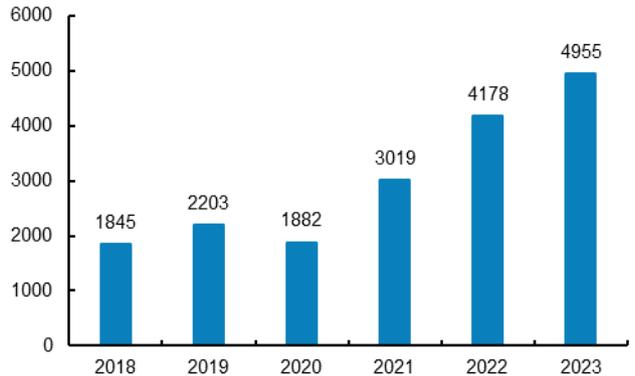
**坚持研发创新, 研发费用和研发人员持续快速增长。**近五年, 公司不断加大研发投入, 截至 2023 年, 共有科研人员 4955 人。公司研发费用持续增长, 2024 年 Q1 公司单季度研发费用 9.54 亿元, 超过 23 年全年研发费用的一半。公司加大新能源整车及各专项产品的研发投入, 包括平台架构、整车集成、动力电池系统、智能网联、自动驾驶、底盘等。

图表 13 公司近年研发费用 (亿元)



资料来源: iFind, 华安证券研究所

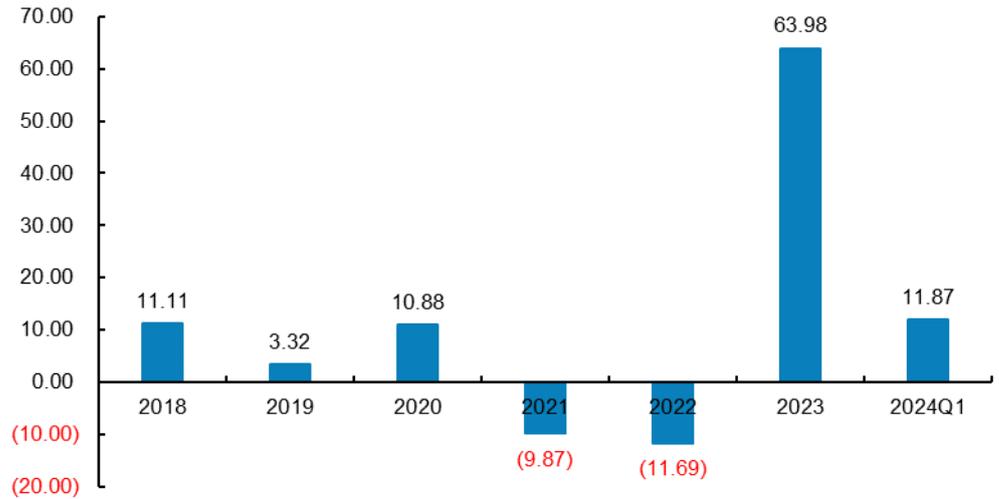
图表 14 公司近年研发人员数量 (人)



资料来源: iFind, 华安证券研究所

**公司的经营性现金流大幅改善。**公司在跨界合作之初现金流承压, 2020/2021 连续两年经营性现金流净流出。随着 23 年新款 m7 大卖, 以及 24 年旗舰车型 m9 的集中交付, 公司经营性现金流已经大幅改善。现金流改善, 为公司在新能源车赛道的竞争中提供持久的生命力, 助力公司今后的高质量发展。

图表 15 公司近年来经营性现金流净额 (亿元)



资料来源: iFind, 华安证券研究所

### 1.3 整车业务实现新能源转型与高端化升级

公司布局整车业务较早, 车型产品线覆盖广, 目前旗下车型已经聚焦在 AITO 问界系列上, 围绕 25-60 万元豪车价格带, 重点发力 B/C/D 级别 SUV 车型。公司通过与东风公司合资成立东风小康后开始进军整车业务, 过去多年的整车业务中, 形成了瑞驰、东风小康为代表的商用车产品线, 以及以东风风光为代表的乘用车产品线。公司进军新能源并进行跨界合作之后, 重点推出 AITO 问界系列获得好评, 公司后续产品战略也将聚焦在 25-60 万元豪华 SUV 上。

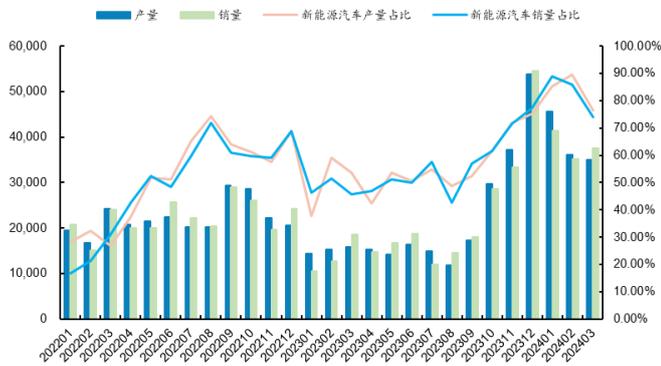
图表 16 公司车型产品矩阵



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

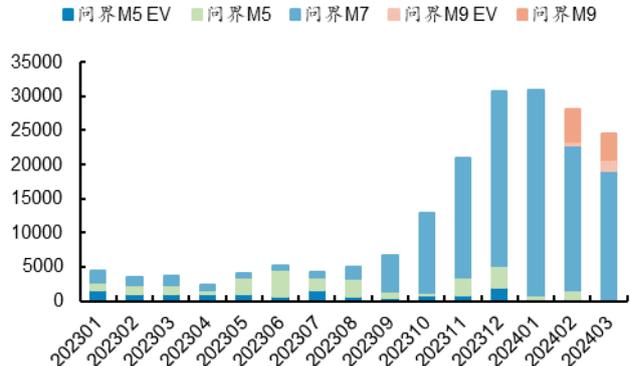
问界发布交付带动新能源汽车销量爬升。21年底、22年初问界M5的发布和交付带动新能源汽车销量迅速上升,并且在2022年8月份新能源占比达到峰值71.89%。2023年9月份新问界M7发布,同年10月份销量大涨,之后新能源汽车表现强劲。2023年末,旗舰车型M9发布后备受关注,目前累计订单已超8万辆,后续在交付端,M9占比有望超过M7。

图表 17 公司产销量 (辆)



资料来源: 公司产销快报, 华安证券研究所

图表 18 问界品牌车型批发销量 (辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

**三大智慧工厂为产品交付保驾护航。**两江和凤凰智慧工厂依据工业 4.0 的标准建造,分别负责问界 M5、问界 M7 的交付,年产能约 15 万辆。其中,两江智慧工厂关键工序实现 100%自动化,获评 2021 年重庆“灯塔工厂”。赛力斯超级智慧工厂于 2024 年 2 月份投入生产,当前主要承担问界 M9 的交付,现有的产能 15 万辆,规划产能预计 40 万辆。赛力斯超级智慧工厂占地约 2000 亩,可实现全平台车型生产,为现有的问界全系车型以及后续增量车型提供保障。在超级智慧工厂园区内,宁德时代、文灿等核心供应商建立产线进驻,确保供应链安全并有效节约物流成本。公司实际产能具备强大潜力,双班制情况下,可以释放双倍产能,凤凰工厂在近半年的密集交付期采用双班制稳健运行,一季度交付 M7 近 7 万辆。产能充分释放情况下,预计两江、凤凰工厂年产能各有 30 万辆,超级工厂产能预计 70 万辆,公司豪华车合计产能潜力预计达 130 万辆。

图表 19 公司新能源车三大工厂

项目	两江智慧工厂	凤凰智慧工厂	赛力斯超级智慧工厂
工厂概览			
时间	2019年投产	2022年中投产	2024年2月投产
地点	重庆两江新区	重庆沙坪坝区	重庆两江新区
投资	20.26亿元	40亿元	100亿元
生产对象	交付问界M5	交付问界M7	交付问界M9/平台化生产产线
产能	15万辆/年	15万辆/年	15万辆/年
简介	该工厂依据工业 4.0 要求,该工厂包含冲压、焊装、涂装、总装及电池 PACK 五大工艺车间,配备 1000 余台先进工业机器人,关键工序实现 100%自动化,获评 2021 年重庆“灯塔工厂”。	该工厂以工业4.0为标准,按照智能数字化柔性汽车整车工厂标准建设,最大年产能15万台。	于2022年8月28日进场施工,建筑体量达70万平方,总投资达到上百亿。

资料来源: Marklines, 华安证券研究所

**赛力斯智慧工厂以数字化、智能化、物联网为核心。**赛力斯智慧工厂采用先进的制造运营管理系统及制造工艺流程,以实时在线的响应方式,快速精准地进行规模化定制生产。工厂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。

图表 20 赛力斯智慧工厂



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司产能充足，供应链稳定，超级工厂具备深厚的交付潜力，从 m5 到 m9 全新车型的交付时间逐渐缩短。问界 M5 从 2021 年 12 月上市到交付用时 72 天，问界 M7 交付时间缩短至 51 天，问界 M9 交付时间继续缩短至 40 天。

图表 21 全新车型交付时间持续缩短



资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 2 核心业务聚焦 25-60 万元豪华 SUV 市场

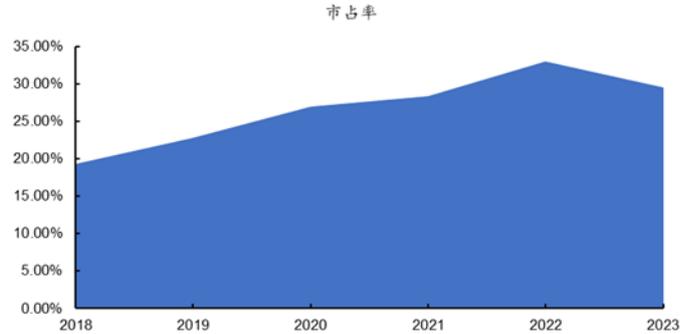
### 2.1 20-40 万元：扛鼎之作 M5/M7，强产品力形成护城河

20-40 万元价格带 2023 年国内市场规模超过 600 万辆，占比约 29.5%。2018-2022 年，20-40 万元价格带销量规模持续扩容，从 407 万辆增加到 649 万辆，市场份额从 19.31% 增加至 32.94%。2023 年由于汽车行业竞争加剧，该价格带销量同比下降 4.97%。

图表 22 20-40 万元价格带汽车销量 (万辆)



图表 23 20-40 万元价格带汽车销量占比

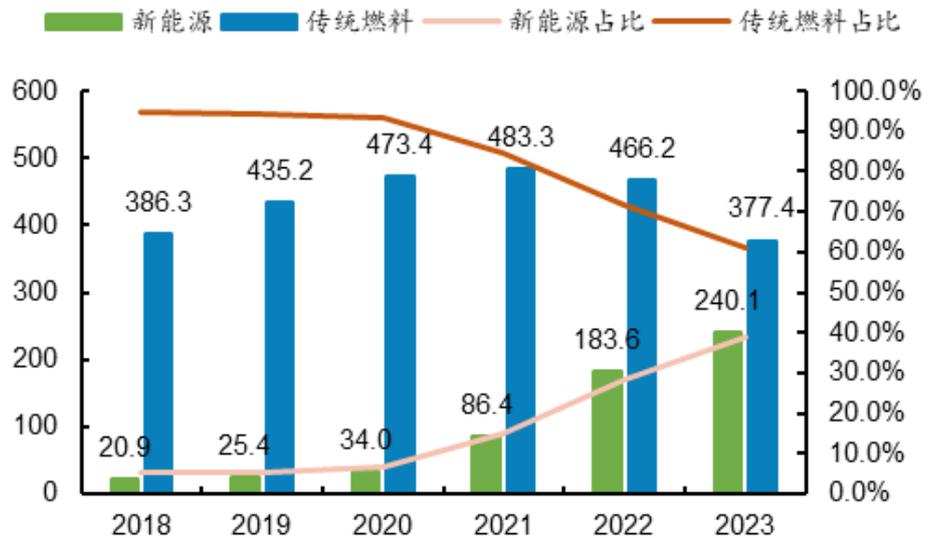


资料来源：ThinkerCar，上险量数据，华安证券研究所

资料来源：ThinkerCar，上险量数据，华安证券研究所

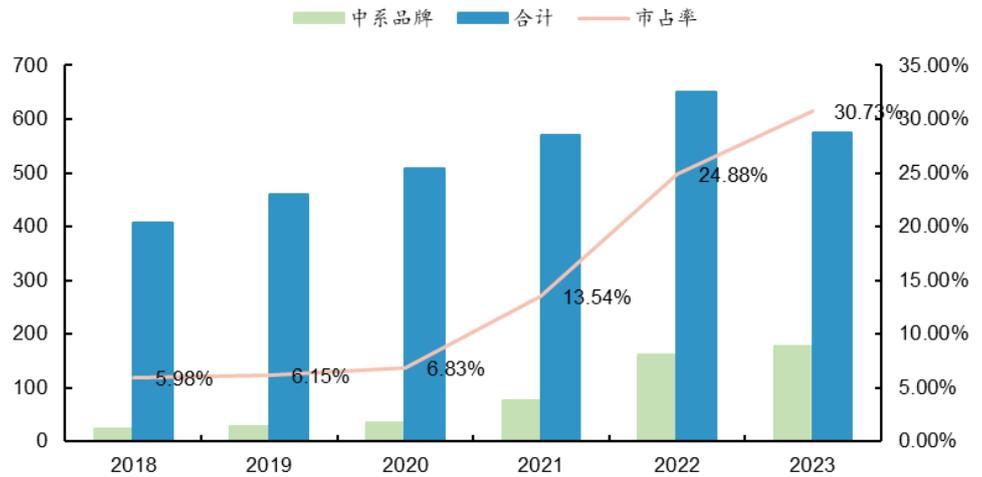
20-40 万元价格带新能源车占比逐渐上升，渗透空间广阔。20-40 万元价格带销量仍以传统燃料车为主，但新能源汽车的销量在逐年上升，从 2018 年的 20.9 万辆升至 2023 年的 240.1 万辆，占比由 5.1% 升至 38.9%。

图表 24 20-40 万元新能源车销量、占比走势 (万辆)



资料来源：ThinkerCar，上险量数据，华安证券研究所

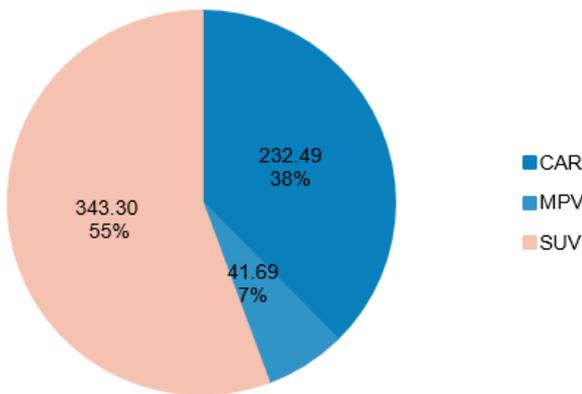
图表 25 20-40 万元自主品牌销量、占比走势 (万辆)



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

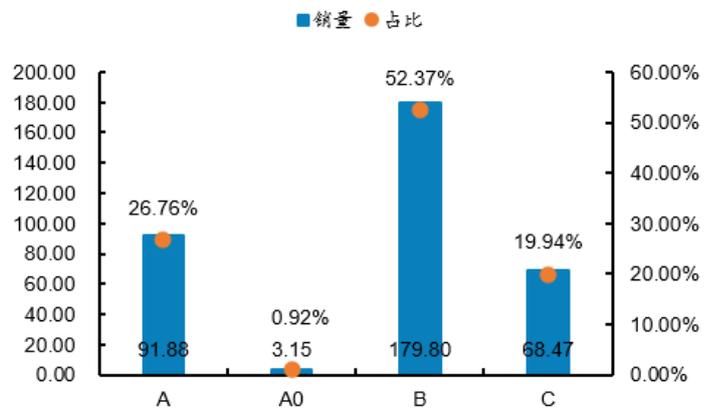
20-40 万元价格区间的车型中, 超过一半的销量来自于 SUV, SUV 的车辆级别上, 主要为 B 级车型。该价格带 SUV 占比最高为 55%, 其次是轿车占比为 38%, MPV 仅占 7%。在 SUV 车型中, B 级车型占比最高为 52.37%, 其次为 A 级车型, 占比约 26.76%。

图表 26 23 年 20-40 万元车类型销量及占比 (万辆)



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

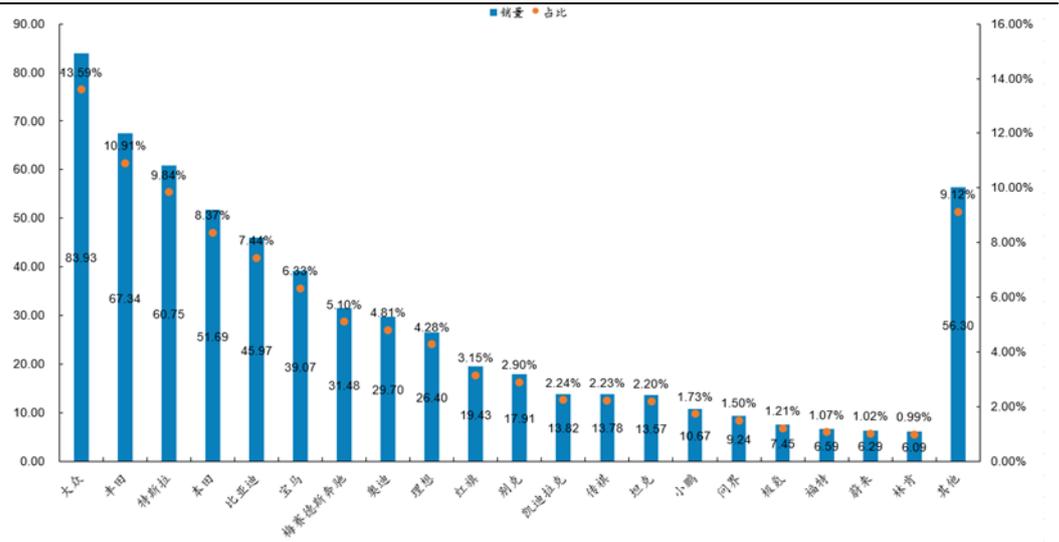
图表 27 23 年 20-40 万元各级别 SUV 销量及占比 (万辆)



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

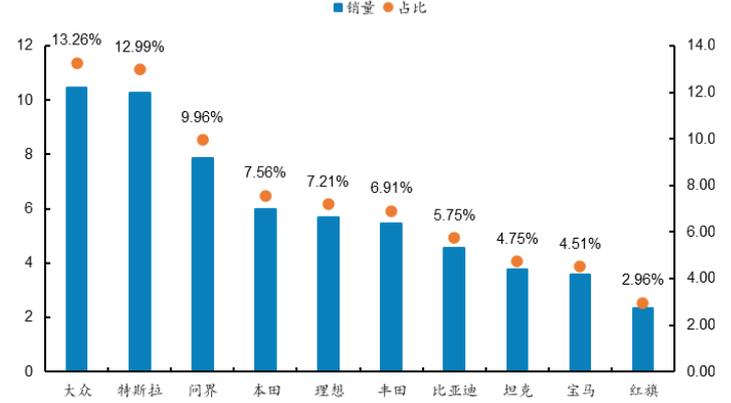
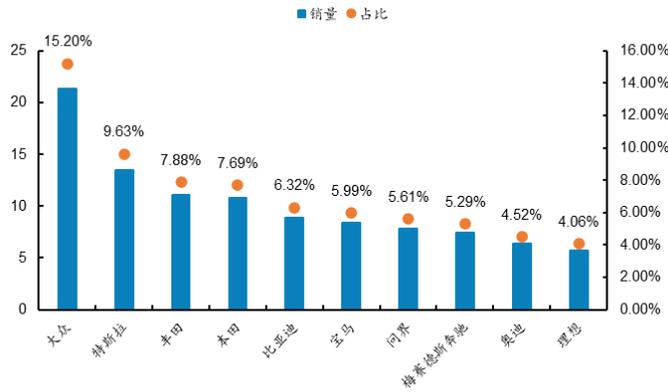
20-40 万元赛道中, 赛力斯问界系列主要依托 M5/M7 布局 B/C 级 SUV, 23 年全年销量排在第十六位; 2024 年第一季度, 随着 M7 的集中交付, 问界在 20-40 万元赛道全品类销量排名第七, SUV 品类销量排名第三。23 年前五的品牌分别为大众、丰田、特斯拉、本田、比亚迪, 占比共 50.15%。其中大众销售 83.93 万辆, 占比 13.59%, 丰田紧随其后, 2023 年销量为 67.34 万辆, 占比 10.91%。问界销量为 9.24 万辆, 占比 1.5%。2024 年第一季度, AITO 问界系列在 20-40 万元赛道已经进入前十大品牌, 在 SUV 品类中, 问界销量仅次于大众和特斯拉。

图表 28 2023 年 20-40 万元区间各品牌销量及占比 (万辆)



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

图表 29 24Q1: 20-40 万元全品类各品牌销量及占比 (万辆)      图表 30 24Q1: 20-40 万元 SUV 各品牌销量及占比 (万辆)

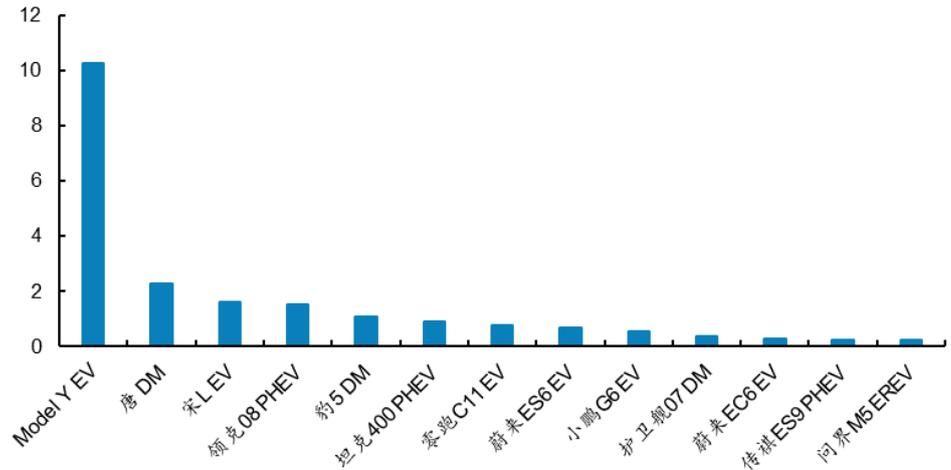


资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

20-40 万元价格区间的 B 级新能源 SUV 中, 特斯拉 Model Y 销量优势明显, 公司 B 级车型 M5 有较大增长空间。2024 年第一季度, 20-40 万元的 B 级新能源 SUV 总计零售销量 21.7 万辆, 其中特斯拉 Model Y 销量 10.26 万辆, 占比接近一半。问界 M5 在一季度仍为老款车型, 市场表现一般, 第一季度 M5 增程版销量 2399 辆, 纯电版销量 1279 辆。问界 M5 在 2024 年 4 月 23 日发布改款車型, 全系标配智能驾驶系统, 销量预计会有明显改善。

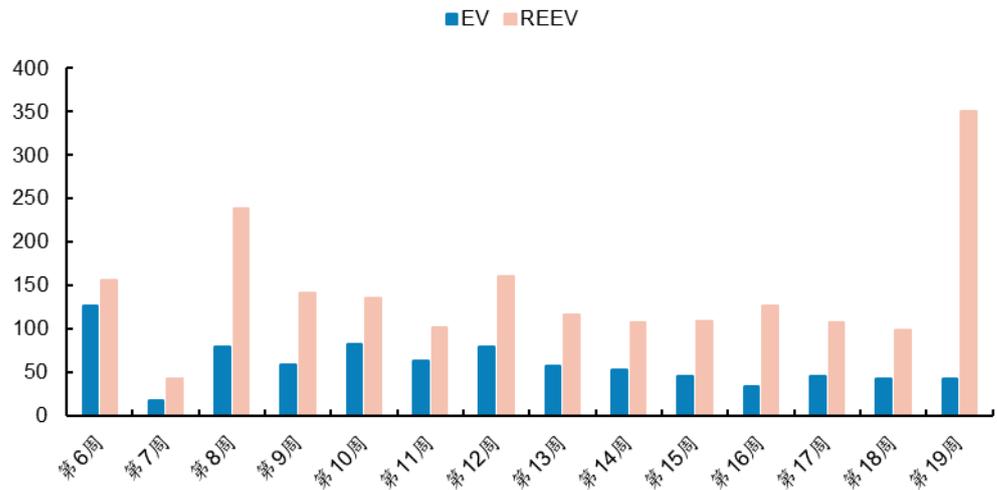
图表 31 24 年第一季度 20-40 万元 B 级别新能源 SUV 热销车型 (万辆)



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

问界 M5 近期周度销量已有所改善, 新款 M5 将于 5 月 15 日起进入大规模交付阶段, 预计销量会有进一步大幅提升。24 年第 19 周即 5 月 6 日至 5 月 12 日, M5 销量 392 辆, 环比增长明显。5 月 15 日, 新款 M5 开启全国大规模交付。

图表 32 24 年 M5 周度销量变化 (辆)



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

新款 M5 采用了家族一体化设计, 全系搭载了智能驾驶系统, 价格相比老款进一步下探。新款 M5 外形经过了重新设计, 更具年轻和动感。配置上, 主打运动与驾驶, 结构件、底盘用料扎实。三电系统优秀, 后驱增程版综合续航达到 1440 公里, 顶配增程版本动力澎湃, 百公里加速 4.3 秒。新款 M5 全系搭载了华为高阶智能驾驶系统, 价格和老款智驾版相比进一步下探, 更具竞争力。

图表 33 三款新 M5 及定价

配置项	配置名称	问界 新M5 纯电 Max	问界 新M5 增程 Max	问界 新M5 增程 Max RS
全国建议零售价		¥269,800	¥249,800	¥279,800



资料来源：公司官网,华安证券研究所

图表 34 新款 M5 与竞品参数对比

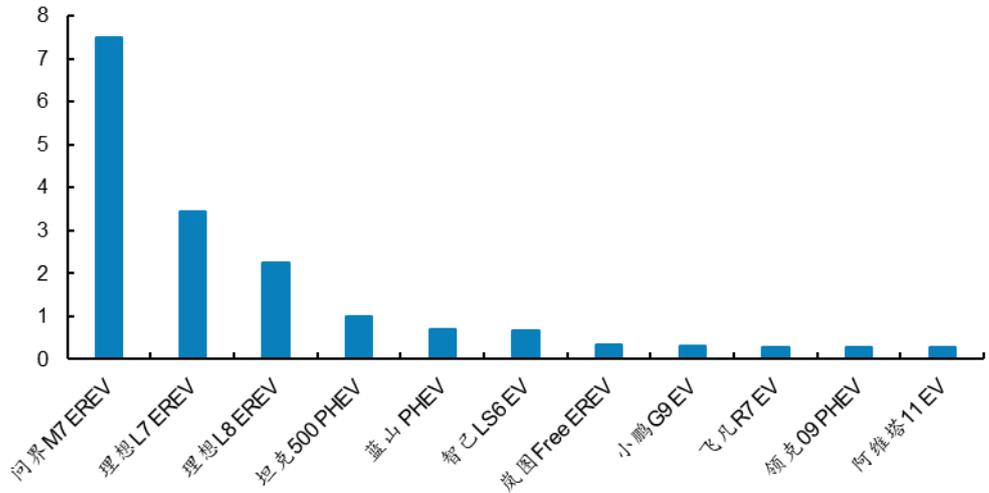
车型	问界 M5 增程版 Max 后驱高阶智驾版	问界 M5 纯电版 Max 后驱高阶智驾版	问界 M5 增程版 Max RS 四驱高阶智驾版	Model Y 后轮驱动版	Model Y 长续航全轮驱动版	Model Y Performance 高性能全轮驱动版	蔚来 ES6 500km 75kWh	蔚来 ES6 625km 100kWh	理想 L6 Pro	理想 L6 Max	唐 DM-p 荣耀版 四驱战神版
价格 (w)	24.98	26.98	27.98	24.99	29.09	35.49	33.8	39.6	24.98	27.98	26.98
长宽高 (mm)	4785*1930*1625	4785*1930*1620	4785*1930*1625	4750*1921*1624	4750*1921*1624	4750*1921*1624	4854*1995*1703	4854*1995*1703	4925*1960*1735	4925*1960*1735	4870*1950*1725
座椅	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	7
电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂+磷酸铁锂	三元锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池
电池容量 (kWh)	42	83	42	60	78.4	78.4	75	100	36.8	36.8	45.8
CLTC 纯电续航 (km)	255	602	230	554	688	615	500	625	212	212	—
激光雷达数量	1	1	1	—	—	—	1	1	—	1	—
疲劳提醒	√	√	√	—	—	—	√	√	√	√	√
自动泊车	√	√	√	—	—	—	√	√	√	√	√
遥控泊车	√	√	√	—	—	—	√	√	√	√	√
远程召唤	—	—	—	—	—	—	√	√	√	√	—
后方碰撞预警	√	√	√	—	—	—	—	—	√	√	√
倒车循迹	√	√	√	—	—	—	—	—	—	—	—
城市辅助驾驶	—	—	—	—	—	—	—	—	—	√	—

高速辅助 驾驶	√	√	√	—	—	—	—	—	√	√	—
匝道自动 驶出/入	√	√	√	—	—	—	—	—	√	√	—

资料来源：易车网,华安证券研究所

2024 年第一季度，问界 M7 在 20-40 万元中大型新能源 SUV 中销量排名第一。2024 年第一季度，20-40 万中大型新能源 SUV 总计销量 18.14 万辆，问界 M7 销量达到了 7.49 万辆，占比 41.3%。问界 M7 的热销，反映了公司车型的产品力和竞争力。

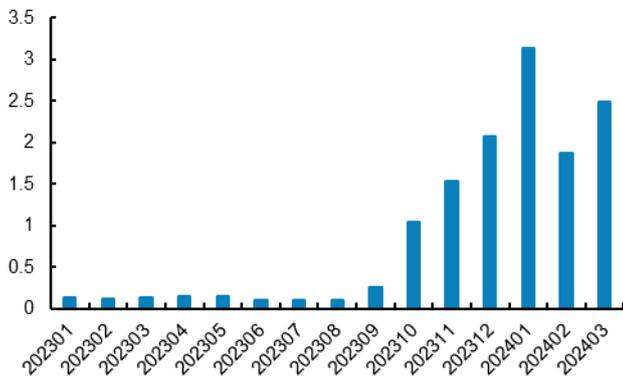
图表 35 24 年第一季度 20-40 万元 C 级别新能源 SUV 热销车型 (万辆)



资料来源：ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

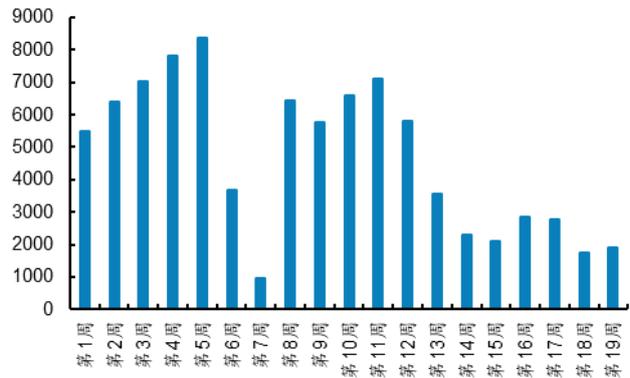
问界 M7 在 2023 年改款之后，销量大幅提升，目前公司重心向 M9 倾斜，M7 周度销量有所回落，但依然维持在较高水平。M7 月度销量在 23 年 9 月改款之后，大幅提升，在 24 年 1 月达到近期月销量高点 3.13 万辆。M7 的周度销量随着 M9 的大规模交付，近期有所下滑，但也维持在每周 2300 辆左右的行业较高水平。

图表 36 M7 近期月度销量 (万辆)



资料来源：ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

图表 37 24 年 M7 周度销量 (辆)



资料来源：ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

M7 工信部备案焕新版车型，热销车将迎来进一步改款，销量有望恢复前高。

24年4月, M7改款车型部分细节信息在工信部网站公示, 改款的M7采用的家族一体化外观设计, 可装配更小的进气格栅。余承东在5月16日微博中表示, 问界M7即将迎来新版本的发布, 后续官宣M7焕新版将于5月31日发布。热门车型的快速迭代, 有望再度挖掘新增的订单, 恢复M7销量。

图表 38 24款 M7 工信部备案 (第 382 批)

企业申报车型公示详情

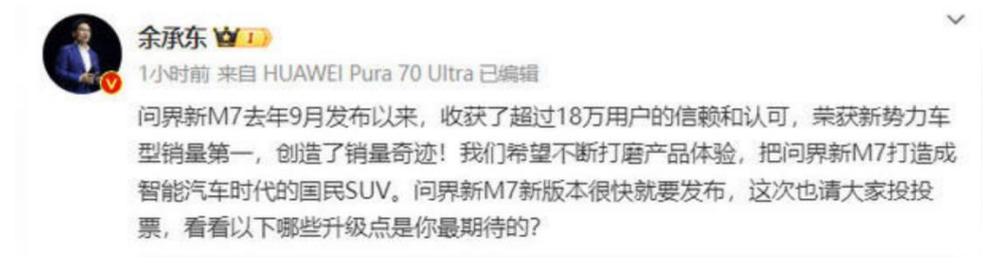
产品商标:	赛力斯牌	产品型号:	SKE6500SSHEVR2	产品名称:	插电式增程混合动力多用途乘用车
企业名称:	赛力斯汽车有限公司	目录序号:	175		

变更扩展参数名:	类别:	原参数值:	变更或扩展后参数值:
其它	扩展	选装(轮毂,电动踏板,窗框装饰条,格栅)。该车型可选装ETC车载装置,该车配备汽车事件数据记录系统(EDR);ABS系统控制器型号/生产企业:ESP9/博世汽车部件(苏州)有限公司,WBTL WCBS 1.0/芜湖伯特利电子控制系统有限公司,允许外接充电,储能装置种类:三元锂离子电池,储能装置单体生产企业:宁德时代新能源科技股份有限公司,四川时代新能源科技有限公司,江苏时代新能源科技有限公司,储能装置总成生产企业:四川时代新能源科技有限公司,驱动电机额定功率:72kW,驱动电机峰值功率:200kW,发动机最大净功率:110kW,H15RT发动机WLTC燃料消耗量为0.85L/100km	选装(轮毂,电动踏板,窗框装饰条,格栅,行李架,侧面摄像头,前保险杠),该车型可选装ETC车载装置,该车配备汽车事件数据记录系统(EDR);ABS系统控制器型号/生产企业:ESP9/博世汽车部件(苏州)有限公司,WBTL WCBS 1.0/芜湖伯特利电子控制系统有限公司,允许外接充电,储能装置种类:三元锂离子电池,储能装置单体生产企业:宁德时代新能源科技股份有限公司,四川时代新能源科技有限公司,江苏时代新能源科技有限公司,储能装置总成生产企业:四川时代新能源科技有限公司,驱动电机额定功率:72kW,驱动电机峰值功率:200kW,发动机最大净功率:110kW,H15RT发动机WLTC燃料消耗量为0.85L/100km
选装照片一	扩展	<p>查看原图</p>  <p>选装轮毂</p> <p>选装电动踏板</p> <p>选装格栅</p> <p>选装窗框装饰条</p>	<p>查看原图</p>  <p>选装轮毂</p> <p>选装电动踏板</p> <p>选装前保险杠</p> <p>选装窗框装饰条</p>
选装照片二	扩展		<p>查看原图</p>  <p>选装格栅</p> <p>选装行李架</p>

资料来源: IT之家,华安证券研究所

图表 39 余承东 5 月 16 日微博



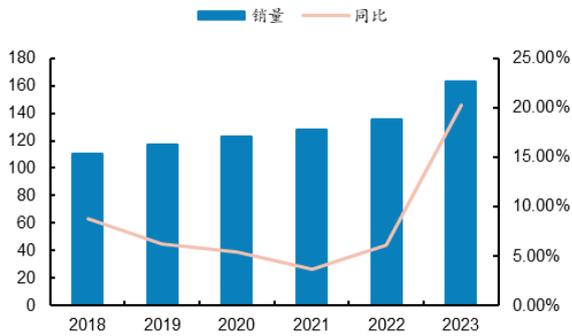
资料来源: 新浪微博,华安证券研究所

## 2.2 40 万元+: 旗舰车型 M9, 定义新豪华汽车

40 万元以上价格带 2023 年国内市场规模为 163 万辆, 占比约 7.8%。2018-2022

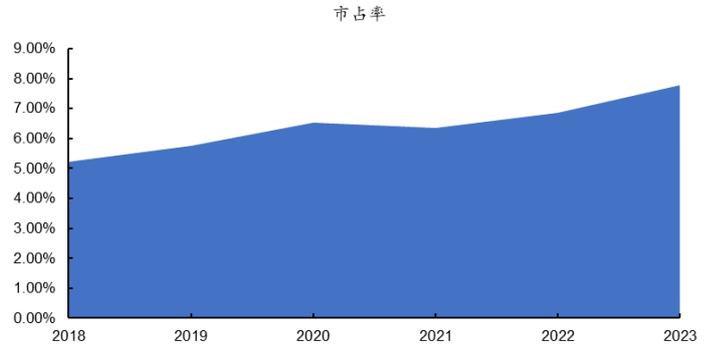
年, 40 万元以上价格带销量规模持续扩容, 从 110 万辆增加到 163 万辆, 市场份额从 5.22% 增加至 7.80%。2023 年销量上升明显, 同比上涨 20.3%。从趋势上看, 该价位销量仍有上升潜力。

图表 40 40 万元以上汽车销量及增速 (万辆)



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

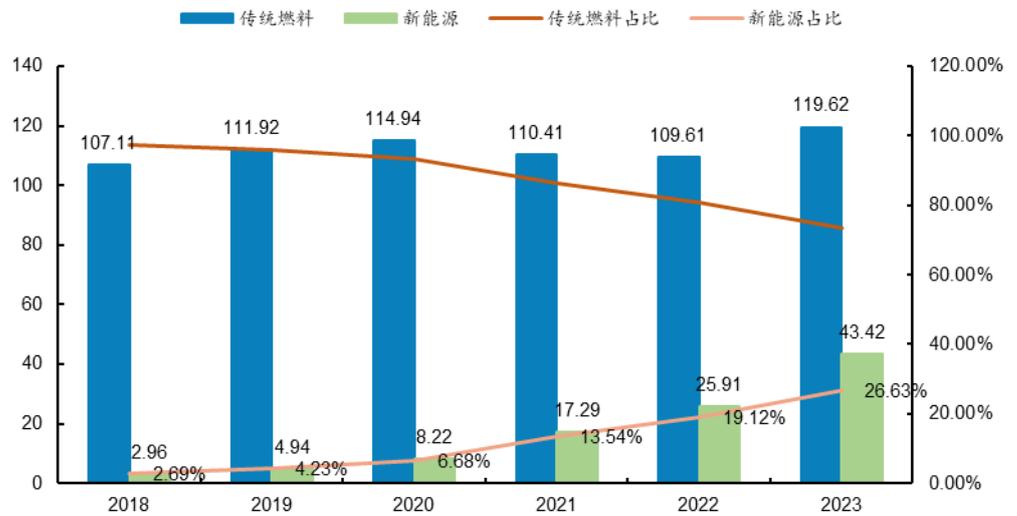
图表 41 40 万元以上汽车销量占比



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

40 万元以上价格带新能源车占比逐年上升, 2023 年同比上升 67.6%。40 万元以上价格带销量仍以传统燃料车为主, 但新能源汽车的销量在逐年上升, 从 2018 年的 2.96 万辆升至 2023 年的 43.42 万辆, 占比由 2.69% 升至 26.63%。

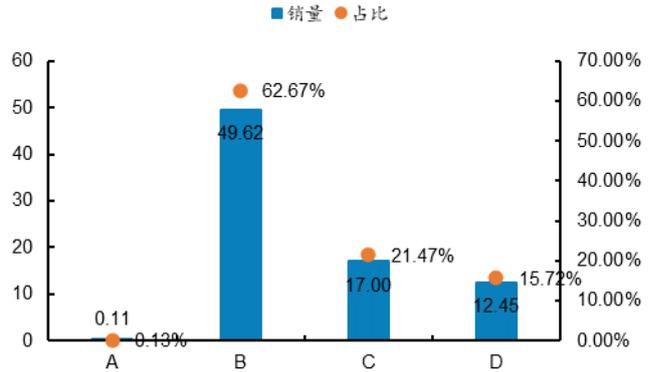
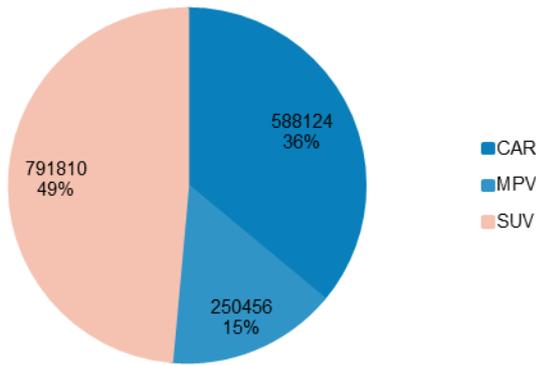
图表 42 40 万元以上新能源及燃油车销量走势 (万辆)



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

40 万元以上价格区间的车型中, 根据 2023 年销量, 近一半的销量来自于 SUV, SUV 的车辆级别上, 主要为 B 级型车。该价格带 SUV 占比最高为 49%, 年销量约为 80 万辆, 其次是轿车占比为 36%, MPV 仅占 15%。在 SUV 车型中, B 级型车占比最高为 62.67%, 销量占比近 50 万辆, 其次为 C 级型车, 占比约 21.47%, A 级型车占比最少为 0.13%。

图表 43 23 年 40 万元以上汽车各类型销量及占比(万辆) 图表 44 23 年 40 万元+SUV 各级别销量及占比 (万辆)

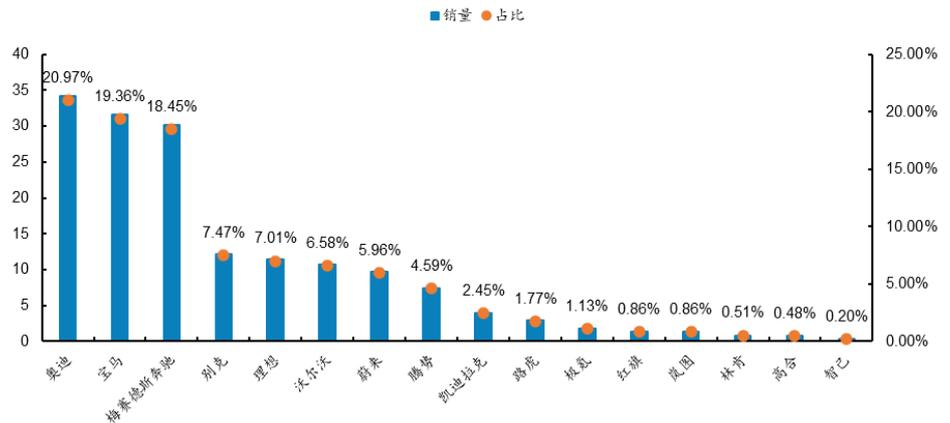


资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

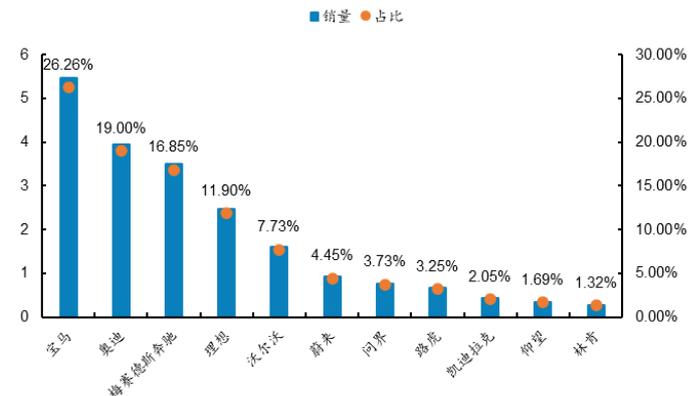
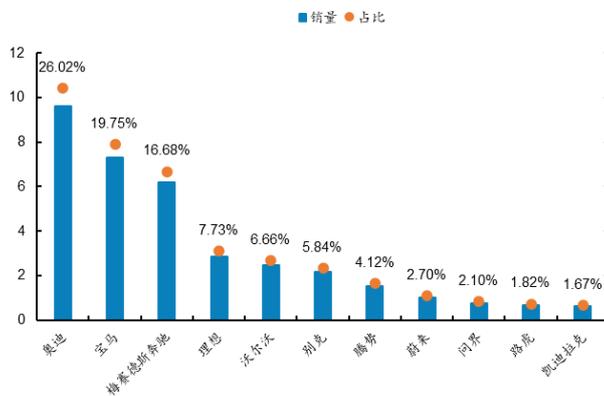
40 万元以上赛道 2023 年热门品牌上, 销量排名前五的品牌分别为奥迪、宝马、奔驰、别克、理想, 占比共 73.26%。其中奥迪销售 34.19 万辆, 占比 20.97%, 宝马紧随其后, 2023 年销量为 31.56 万辆, 占比 19.36%。问界 M9 于 23 年底发布, 仅在 24 年一季度产能爬升阶段, 累计交付量已经超越了路虎的全系豪华车型交付量。

图表 45 40 万元以上 2023 年各品牌销量 (万辆)



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

图表 46 24Q1: 40 万元+全品类各品牌销量及占比(万辆) 图表 47 24Q1: 40 万元+SUV 各品牌销量及占比 (万辆)

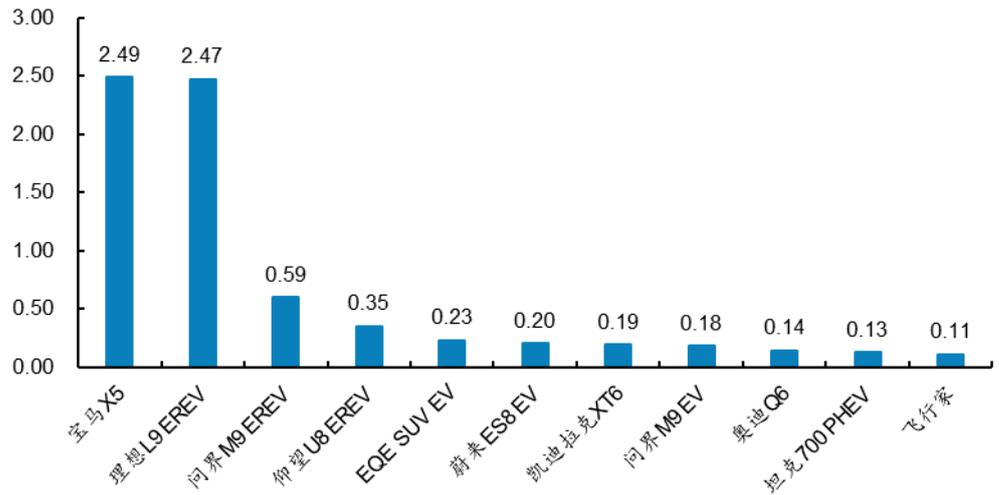


资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

问界 M9 作为全尺寸 D 级别 SUV，售价 46.98 万元-56.98 万元，在 40 万元以上 SUV 市场中竞争力领先。2024 年第一季度，40 万元以上 SUV 合计销量 20.77 万辆，其中 C/D 级别 SUV 销量合计 7.42 万辆。问界 M9 作为全尺寸 D 级别 SUV，在 40 万元以上价格具备很强竞争力。2024 年一季度的产能爬坡期，M9 增程版交付 5943 辆，纯电版交付 1810 辆，合计 7753 辆，已经位居 40 万元以上 C/D 级 SUV 中的第三大车型。

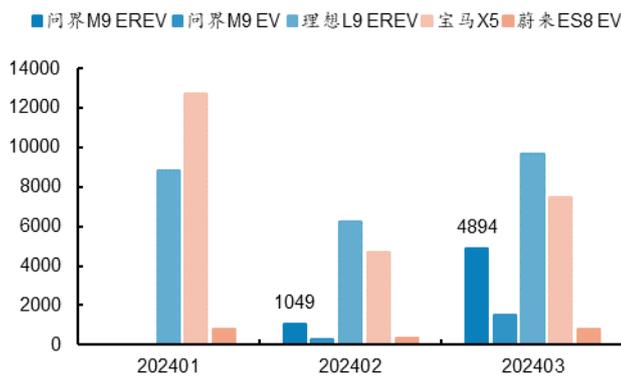
图表 48 24 年第一季度 40 万元+C/D 级别 SUV 热销车型 (万辆)



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

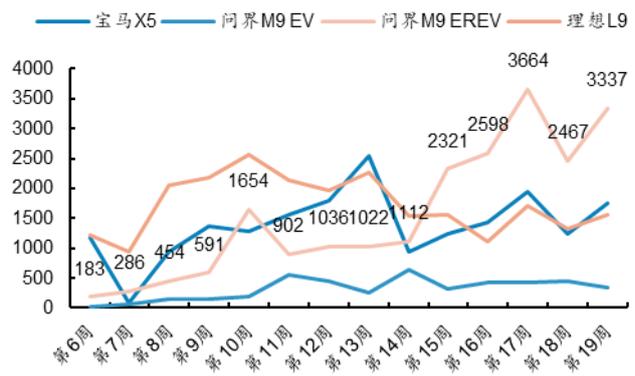
进入 24 年 4 月，M9 迎来产能快速爬坡，近期 M9 的周度零售销量已显著领先于竞品。M9 在 4 月进入新一轮大规模交付期，周销量从 1000 左右爬升至目前每周 3000 左右。主要竞品宝马 X5、理想 L9 周度销量近期稳定在 1500 左右。M9 已经成为当前 40 万元以上 C/D 级别最畅销 SUV。

图表 49 M9 及竞品近期月度销量 (辆)



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

图表 50 24 年 M9 及竞品周度销量 (辆)



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

M9 累计订单破 8 万辆，有望长时间保持较高的交付量。截至 2024 年 5 月 14 日，余承东在微博宣布，问界 M9 上市 136 天，累计大定突破 8 万台。充足的在手订单，叠加后续大定的不断积累，预计后续 M9 还将较长时间保持当前的交付水平，M9 在豪华车领域的领先地位将进一步巩固。

图表 51 余承东 5 月 14 日微博



**余承东** 👑 I

+关注

24-5-14 11:03 发布于 广东 来自 HUAWEI Pura 70 Ultra 已编辑

问界M9上市仅136天，累计大定突破8万台，登顶4月50万以上豪华车销量榜首，刷新了中国豪华车市场销售纪录！非常感谢大家的支持和信赖！为了满足大家的多元需求，问界M9推出新21英寸多辐星辉轮毂，同时搭配静音轮胎，时尚又舒适！所有订单还未排产的用户可以在5月17日24点之前联系您的销售顾问进行改配。欢迎更多朋友到店试驾，体验问界M9全景智慧旗舰SUV的魅力！

资料来源：新浪微博, 华安证券研究所

**M9 的成功为自主豪华车和新能源豪华车树立了新的标杆。** M9 强大的产品力，一方面得益于华为体系的智能化加持，如高阶智能驾驶、智能车载光、智能座舱等，另一方面来自于车型在安全、舒适、实用上的精巧设计，使其同时兼顾了高端用户在商务和家用上的需求。

图表 52 M9 的配置与功能 (部分)

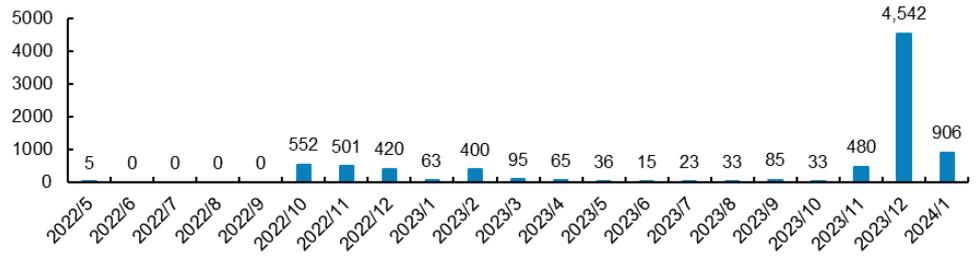


资料来源：公司官网, 华安证券研究所

### 2.3 20 万元以下：传统产品线战略收缩，蓝电承担转型重任

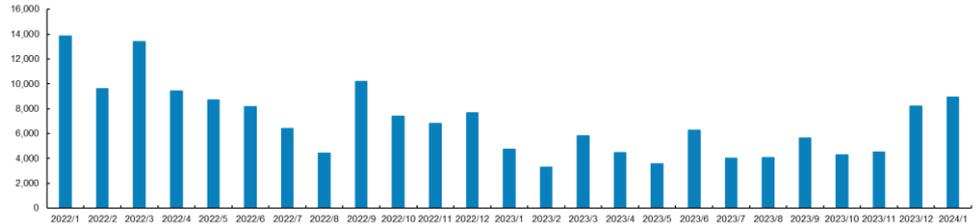
公司的传统产品线东风小康、东风风光、瑞驰新能源布局在 20 万元以下价格带，随着公司战略向新能源豪华车转移，传统产品线有不同程度的战略收缩，降低了公司资源的低效消耗。瑞驰新能源近年来已经近乎停滞，仅在 23 年 12 月有一定的销量。东风小康 22 年全年销量超 10 万辆，随着公司战略转移，23 年销量仅约 5.89 万辆。东风风光 22 年销量约 8.48 万辆，23 年全年销量仅有 3.24 万辆，且 24 年 1 月销量再度环比下滑。

图表 53 瑞驰新能源销量 (辆)



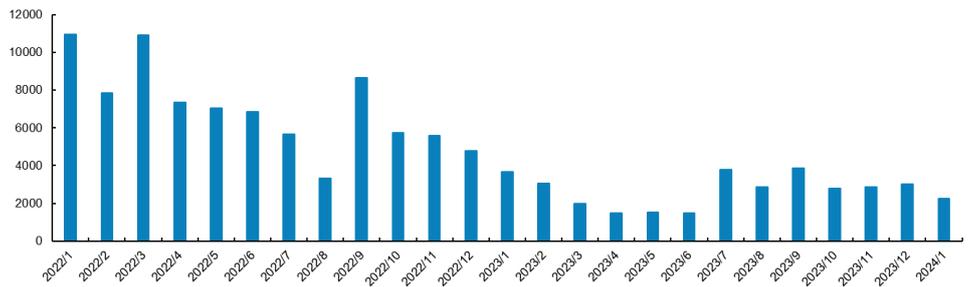
资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 54 东风小康销量 (辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 55 东风风光销量 (辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

公司在新能源转型中推出了蓝电子品牌, 主打 15 万元及以下市场。公司在 2023 年 3 月推出混动车型蓝电 E5, 在 2023 年 11 月推出纯电版蓝电 E3。主要覆盖 15 万元及以下价格带。

蓝电 E5 外观动感, 定位中型 SUV, 主打舒适家用。蓝电 E5 是一款电混中型 SUV, 五座或七座布局, 4760mm 超长车身和 2785mm 超长轴距, 车内空间转化率达 90.63%; 搭载高保真星空音响, 12 个扬声器, 实现 360° 全场景环绕, 超 300 处静音设计和深海级的静音标准, 配备穹顶天窗。23 款蓝电 E5 价格区间在 13.99 万元-15.39 万元, 24 款 E5 补充了更具性价比的版本, 价格区间 9.98 万元-12.28 万元。

图表 56 蓝电 E5 的外观与内饰



资料来源：公司官网,华安证券研究所

**E5 具备出色的续航能力，可实现鸿蒙系统万物互联。**蓝电 E5 采用赛力斯集团 DE-i 超级电驱智能平台，其综合续航里程可达 1150 公里，纯电续航里程最高 110km，并将成为首批深度搭载 HUAWEI Hicar3.0 的车型，为用户带来万物互联的智能生态；如果到郊外度假，还有营地供电 V2L 模式。

**蓝电 E5 的底盘设计采用了先进的架构和材料。**蓝电 E5 采用的前悬架是麦弗逊式独立悬挂，后悬架是多连杆式独立悬挂，兼具操纵稳定性和乘坐舒适性。底盘调校偏软，可以提供更舒适的乘坐体验，并为家庭使用提供更好的悬挂性能，这种调校更适合家庭使用。

图表 57 蓝电 E5 的底盘



资料来源：易车网,华安证券研究所

**蓝电 E5 的竞品主要为比亚迪宋 Plus/Pro 系列、长安启源 Q05 等，与热门竞品相比，蓝电 E5 产品不落下风，且在空间、舒适上具备一定优势。**蓝电 E5 和同级别或同价格区间的混动车型对比，E5 在价格、空间上具备优势。E5 在舒适性上配置高，智能化上与华为合作，综合产品力在竞争激烈的 10-15 万元价格段依然具备优势。

图表 58 蓝电 E5 竞品对比

车型	图片	上市时间	价格带	级别	能源类型	尺寸	轴距	座位个数	发动机最大功率	电动机总功率	电池类型	百公里耗电量	电池容量	0-50km/h加速时间	摄像头个数	毫米波雷达	超声波雷达
蓝电 E5		2023年3月	9.98-15.39万	中型SUV	插电混动	4760×1865×1710	2785	5、7	81	130	三元锂电池	16.5	17.52、19.4	2.91	1、6	0、2	4、6
宋PLUS		2023年6月	12.98-18.98万	紧凑型SUV	插电混动	4775×1890×1670	2765	5	81	145	磷酸铁锂电池	15.9	18.3	4	4	-	6、12
宋Pro		2023年5月	10.98-15.98万	紧凑型SUV	插电混动	4738×1860×1710	2712	5	81	145	磷酸铁锂电池	-	12.9	-	4	-	6
长安启源Q05		2023年12月	9.69-12.79万	紧凑型SUV	插电混动	4539×1865×1680	2656	5	81	140、158	三元/磷酸铁锂电池	12.5、15.4	9.07、18.99	-	2、4、5、7	0、1、3	3、12
捷途山海L9		2023年11月	16.69-19.29万	中型SUV	插电混动	4862×1925×1784	2850	5、7	115	199	三元锂电池	-	19.43	-	-	-	-

资料来源：易车网,华安证券研究所

蓝电 E3 是公司于 23 年底推出的纯电紧凑型 SUV。E3 目前在售两款车型，售价分别为 13.98 万元/14.58 万元，都采用了 50kw 电池，续航 405 公里，两者主要区别为电机功率/扭矩不同。蓝电 E3 目前尚未在市场端发力。

图表 59 蓝电 E3 的外观与内饰



资料来源：易车网,华安证券研究所

蓝电 E3 当前在售版本仍为 23 款，由于 24 年纯电紧凑型 SUV 竞品陆续推出高性价比改款车型，当前的 23 款 E3 价格上不具备优势。竞品比亚迪元系列、广汽埃安 Y 系列在 2024 年改款，价格进一步下探，并且提供了更高续航的版本可供选择。公司目前战略核心在豪华车领域，因此 E3 尚未及时更新更具性价比的版本。当前款 E3 和核心竞品相比缺乏竞争力。

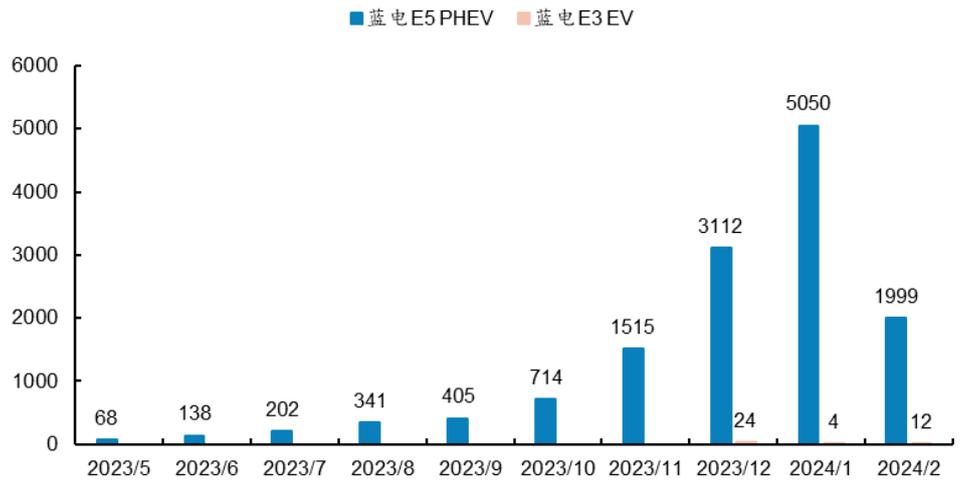
图表 60 蓝电 E3 竞品对比

车型	图片	上市时间	价格带	级别	能源类型	尺寸	轴距	座位个数	电动机最大马力	电动机总功率	电池类型	百公里耗电量	电池容量	官方续航	摄像头个数	毫米波雷达	超声波雷达
蓝电 E3		2023年11月	13.98-14.58万	紧凑型 SUV	纯电动	4415×1850×1650	2655	5	102、204	90、150	磷酸铁锂电池	14.2	50、296	405km	-	-	-
元 PLUS		2023年9月	11.98-14.78万	紧凑型 SUV	纯电动	4455×1875×1615	2720	5	204	150	磷酸铁锂电池	12.2、12.5	49.92、60.48	430km, 510km	5	2	4、6、12
AION Y		2023年3月	9.98-18.98万	紧凑型 SUV	纯电动	4535×1870×1650	2750	5	136	100	磷酸铁/三元锂电池	12.9、13.3	51.9、61.7	310km, 430km, 510km, 610km	1、4、7		3
ID.4 CROZZ		2023年10月	19.39-25.79万	紧凑型 SUV	纯电动	4592×1852×1629	2765	5	170	125	三元锂电池	14.3	55.7	442km, 600km			

资料来源：易车网,华安证券研究所

蓝电 E5 推出后月销量处于稳步爬升中，E3 尚未有效打开市场。目前蓝电系列主推车型为蓝电 E5，E5 自推出之后，销量处于稳步爬升中。E3 还未有效的面向市场，目前销量可忽略不计。

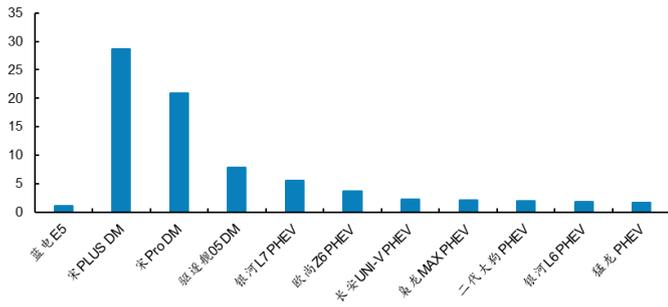
图表 61 蓝电系列销量



资料来源：ThinkerCar,上险量数据,华安证券研究所

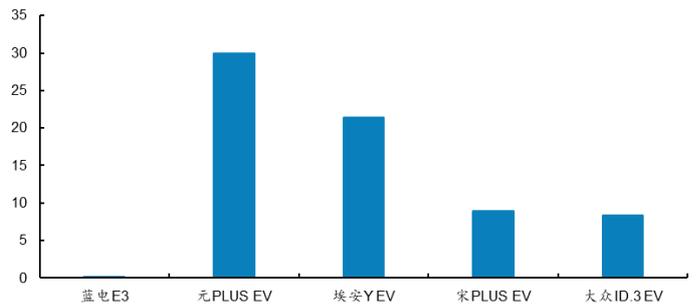
蓝电系列有较大的销量潜力亟待挖掘。蓝电系列所在的 15 万元及以下市场，具备较大的空间容量。15 万元及以下市场仍处于新能源车替代阶段，新能源车空间依然在扩容。现阶段，汽车行业价格战愈演愈烈，15 万元以下市场正在面临剧烈竞争，这也意味着此赛道中的参与者正在出清。目前 15 万元及以下混动、纯电 SUV 市场的头部品牌均为比亚迪，蓝电和头部车型尚有较大差距。蓝电 E5 具备较强产品力和高性价比，有望进一步挖掘 15 万元及以下的新能源市场。

图表 62 23&2401 蓝电 E5 竞品销量 (万辆)



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

图表 63 23&2401 蓝电 E3 竞品销量 (万辆)



资料来源: ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

### 3 核心优势：研发与治理优势，叠加华为赋能

#### 3.1 自身研发实力强，魔方平台布局未来

公司自 2014 年成立新能源汽车研究院以来，持续加大在新能源领域的研发投入。截至 2023 年底，公司拥有近 5000 名技术研发人员，领导着新能源汽车及各系统专项产品的研发工作。公司已建立全球化的研发机构，形成了系统的研发能力，涵盖整车集成、动力电池系统、智能网联等领域。

图表 64 公司的全球研发布局



资料来源: “赛力斯汽车”公众号, 华安证券研究所

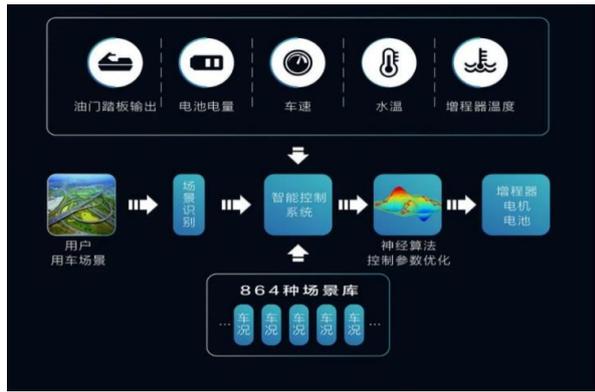
**自主研发智能增程控制系统和多场景识别能力。**公司于 2021 年 12 月 2 日发布了自主研发的纯电驱动智能增程平台 DE-i，具备高性能、低能耗、安静和安全等特点。DE-i 平台支持 4 秒级零百加速，并具备续航里程超过 1000 公里的长续航特性。引入行业首创多场景识别的智能增程控制系统，以场景化来定义平台的控制策略，可自动识别 864 种场景，具备全域全季的适应能力。

图表 65 智能增程控制系统



资料来源：“赛力斯汽车”公众号，华安证券研究所

图表 66 多场景识别功能



资料来源：“赛力斯汽车”公众号，华安证券研究所

图表 67 DE-i 纯电驱增程平台



资料来源：公司官网,华安证券研究所

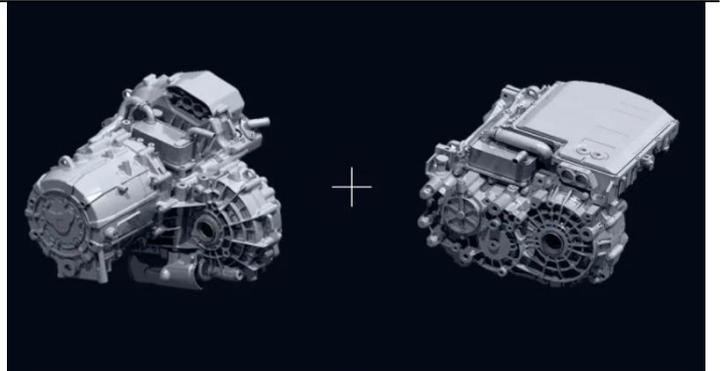
自主研发智能发电机组和最佳动力组合，提升汽车性能。公司的集成式智能发电机组，实现每升油发电 3.2 度，比行业提升 20%。动力采用黄金电驱组合，具有高集成、小体积、大扭矩特点，提供更强大动力、更低能耗、更安静的驾乘体验

图表 68 智能增程控制系统



资料来源：“赛力斯汽车”公众号，华安证券研究所

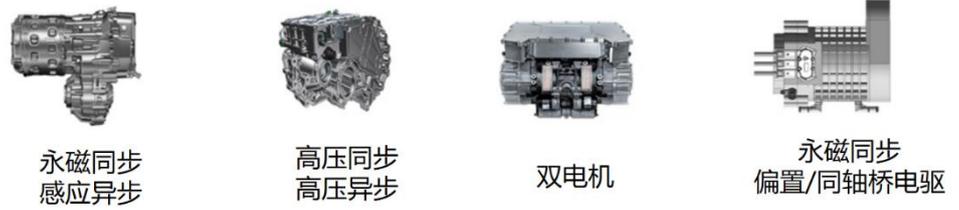
图表 69 多场景识别功能



资料来源：“赛力斯汽车”公众号，华安证券研究所

公司自主研发供应链业务，积累了丰富的产品技术。公司成立了东风小康汽车技术中心等多个研发机构，全面完善公司研发体系。全资子公司淮海动力与国内外研发机构合作，逐步升级汽油发动机产品，其中 DK 系列达到行业领先水平。

图表 70 高功率电驱系统



资料来源：公司官网,华安证券研究所

电池方面，采用 SF MOTORS 独创电驱动技术。SF 公司开发的高能量密度电池，其专利系统续航里程超过 500 公里，并具有领先的安全特性。新一代电池可使用激光焊接快速将单体连接成电池模板，以实现快速制造，大幅降低用户使用成本。

图表 71 SF MOTORS 电池系统



资料来源：第一电动网，“赛力斯汽车”公众号，华安证券研究所

电控方面，公司采用先进独特算法电控。电机控制器采用的算法能进行瞬时扭矩控制，更好地管控性能优化。同时，车辆控制器提供四轮驱动的扭矩输出，安全网关还将为车辆提供稳定的数据保护屏障和空中软件（OTA）更新。

公司在 2024 年春季北京国际车展上推出了自主研发的魔方平台，获得市场关注。魔方平台作为公司最新的新豪华汽车研发、设计、制造架构，秉承了全景安全、多元动力、百变空间、智慧引领四大理念，在多个领域实现了业内的领先水平。

图表 72 公司电控系统



图表 73 魔方平台



资料来源：“赛力斯汽车”公众号，华安证券研究所

资料来源：“赛力斯汽车”公众号，华安证券研究所

安全方面，不同于行业普遍的安全理念，魔方平台兼顾了生命安全和隐私安全，在智能网联时代确保客户信息的安全性。魔方平台可覆盖 150 以上的场景，集成了 200 以上的安全功能；在保证生命安全上，一方面训练 AEB 等功能保持主动安全，另一方面采用 9000 吨一体化压铸技术，12 处采用 2000MPa 热成型钢，确保车身的被动安全。针对用户信息数据，采用“只检测、不收集”的策略，确保不同账号之间数据相互隔离，并设有车辆和云端数据一键清除功能。

图表 74 魔方平台——全景安全



资料来源：“赛力斯汽车”公众号，华安证券研究所

动力方面，魔方平台兼容超增、纯电、超混三种动力模式，做到了行业唯一。魔方平台同时兼容超增、纯电、超混三种动力模式，做到当前主流新能源动力模式全景覆盖。其中 5.0 增程系统，热效率达到 45%，油电转换率 3.65kWh/L，业内领先水平。高集成化的七合一电驱动总成，可使整机减重 15%，体积减少 30%。

图表 75 魔方平台——多元动力



资料来源：“赛力斯汽车”公众号，华安证券研究所

空间方面，魔方平台可覆盖 BCD 级别的轿车、SUV、MPV，可实现统一平台下多尺寸、多类型的车辆设计、生产。魔方平台下，B-D 级别的轿车、SUV、MPV

可以实现统一架构下的共线生产，该平台下车型、销量达到一定水平之后，可以大幅节省成本，提升各车型之间制造端、供应链上的切换效率，也可以一定程度上提升主机厂对供应链的议价能力。魔方平台可以覆盖豪华、舒适、基础多种车型，在当前底盘配置基础上，提升至可兼容双腔空悬和 CDC 减震器的底盘，可以进一步提升后续车型的豪华感。

图表 76 魔方平台——百变空间



资料来源：“赛力斯汽车”公众号，华安证券研究所

智能化方面，魔方平台进一步增强了赛力斯车型在智能网联上的优势，电子架构进一步迭代、系统应用持续升级。魔方平台的中央计算架构，可以支持最高超过 1000TOPS 的 AI 算力。优化电子架构设计，从硬件上降低成本、提升效率和稳定性，ECU 减少了 50%，线束的使用减少了 30%。车机系统应用端，进行快速 OTA 升级，目前已经可以支持 5000 以上的应用。

图表 77 魔方平台——智慧引领



资料来源：“赛力斯汽车”公众号，华安证券研究所

### 3.2 机制灵活、治理能力优秀，全方位提升运营效率

多次股权激励计划，提高管理层、员工积极性，彰显公司信心。公司于 2022 年 8 月发布股权激励计划，拟向激励对象授予不超过 3600 万份股票期权，占公司股本总额的 2.40%。计划覆盖 3254 名员工，包括董事、高管、核心技术/业务人员等，比例进一步提高。考核目标包括 2022 年新能源汽车销量目标为 16-20 万台，营业收入

目标为 360-450 亿元。2024 年 3 月公司公告 2024 年度员工持股计划草案，股权激励考核目标以 2023 年营收、新能源车销量为基准，目标在 2024/2025 年度，在营业收入、新能源车销量上完成基准 100%/150% 的增长。

图表 78 2022 年股权激励计划考核目标

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	20.00	16.00	450	360
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	
		$An \leq A < Am$		$X = A / Am$	
		$A < An$		X=0	
公司营业收入 B (亿元)		$B \geq Bm$		Y=1	
		$Bn \leq B < Bm$		$Y = B / Bm$	
		$B < Bn$		Y=0	
公司层面行权系数		X 或 Y 的孰高值			

资料来源：公司 2022 股权激励计划，华安证券研究所

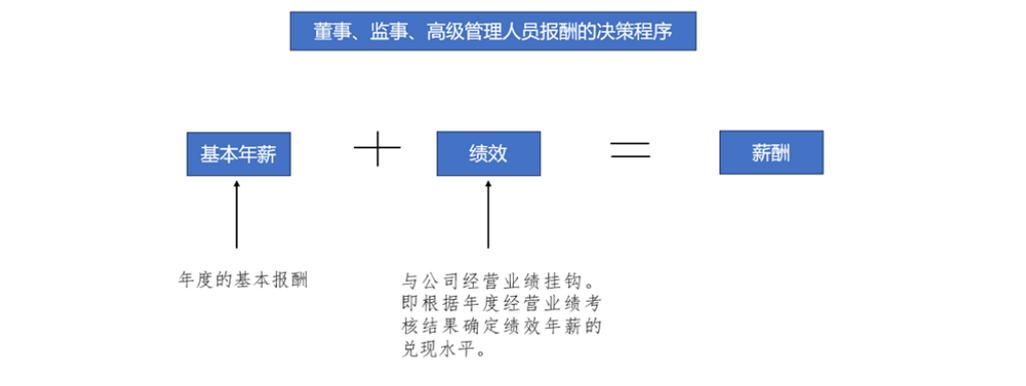
图表 79 2024 年员工持股计划考核目标

考核年度	业绩考核目标	
	公司营业收入	新能源汽车销量
2024 年度	以 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长 100%	以 2023 年新能源汽车销量为基数，2024 年新能源汽车销量增长 100%
2025 年度	以 2023 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长 150%	以 2023 年新能源汽车销量为基数，2025 年新能源汽车销量增长 150%

资料来源：Wind，公司 2024 员工持股计划，华安证券研究所

董监高报酬与绩效挂钩，激励管理人员专注于提高公司绩效和长期发展。公司内部董事、内部监事、高级管理人员的薪酬由基本年薪和绩效年薪构成。基本年薪是年度的基本报酬，绩效年薪主要与公司经营业绩挂钩，即根据年度经营业绩考核结果确定绩效年薪的兑现水平，从而激励管理人员积极地促进公司的发展。

图表 80 董监高报酬决策程序



资料来源：2022 公司年报，华安证券研究所

公司采用数字人力项目，站在制造体系的角度，把工厂、车间、产线的人力资源全部拉通。该项目可以根据已有的人工、员工的技能矩阵，结合生产计划及员工出勤信息，将多个工厂间的现场员工进行整体资源调度，实现最大化满足生产运营，且整体人员运营成本最低。

数字人力优化模型分为四部分。分别为静态数据（员工基本信息、技能矩阵）、动态数据（生产计划、出勤、请假）、约束规则（工厂限制、技能轮岗）、优化目标（满足生产计划、最低成本、尽量让同一人跨天工作），最终输出月度人力计划、日程安排、培训建议和人工干预。

图表 81 数字人力项目

图表 82 数字人力优化模型



资料来源：CIO 发展中心公众号，华安证券研究所

资料来源：CIO 发展中心公众号，华安证券研究所

### 3.3 华为硬实力赋能，提升公司科技竞争力

华为通过多元合作模式，与各汽车制造商建立合作。针对不同车企的自主开发程度，合作模式分为三种：一是提供智能部件，如激光雷达、座舱系统等，或提供底层硬件、算法和开发平台，让车企自主构建解决方案；二是提供全方位解决方案，与车企深度合作，提供智能汽车整体解决方案；三是鸿蒙智行模式，在提供全栈解决方案的同时，也行使产品经理、IPD 咨询、营销策略、供应链管理、销售渠道五大职能。

图表 83 华为与车企合作的三种模式



资料来源：华安证券研究所整理

公司与华为合作时间久、合作程度紧密，智选模式三年跨界探索，实现互利共赢。2019年小康股份（赛力斯曾用名）与华为达成全面合作协议，共同深入推动新能源汽车领域的合作；2021年4月与华为合作发布华为智选赛力斯 SF5，同年11月共同推出汽车品牌AITO，并发布问界 M5；2022年联合打造问界 M7，2023年9月发布问界新 M7，同年12月推出问界 M9，获得了市场和用户的广泛认可。

图表 84 公司与华为合作时间线梳理

时间	合作进展
2019年1月18日	小康股份（赛力斯曾用名）与华为举行了全面合作签约仪式，双方将深入推动新能源汽车领域的合作，在工业互联网、ICT基础设施、新能源汽车智能化、网联化等领域开展全面合作。
2021年3月8日	小康股份与华为在深圳举行了合作备忘录签订仪式。
2021年4月19日	小康股份旗下赛力斯与华为合作发布华为智选赛力斯SF5。在原车型上加配了赛力斯自主研发的255kW电驱动系统和华为150kW的三合一电驱动系统，并搭载了HUAWEI HiCar、HUAWEI SOUND等技术。
2021年12月23日	小康股份与华为合作推出高端新能源汽车品牌AITO，发布搭载华为HarmonyOS智能座舱系统的AITO问界M5。
2022年7月4日	赛力斯与华为联合打造的AITO问界M7发布，其拥有六座大空间、零重力座椅、鸿蒙智能座舱、纯电驱增程平台四大重磅优势。
2023年2月25日	赛力斯汽车与华为签署深化联合业务协议
2023年9月12日	赛力斯与华为联合打造的AITO问界新M7正式发布，依靠超级电驱智能技术平台（DE-i）实现更低能耗、更长续航、更静谧。
2023年12月26日	赛力斯与华为联合打造的AITO问界M9发布，其定位于全新豪华D级SUV

资料来源：公司官网，华安证券研究所

双方合作再加码，公司与华为签署全面战略合作协议，意味着鸿蒙智行之外，华为全面赋能公司。2024年1月4日，赛力斯集团与华为在深圳签署全面战略合作协议。双方将在新能源汽车智能电动部件产品、新能源汽车平台技术开发与应用、新能源汽车充电网络建设与运营、新能源汽车国际化等领域展开全面战略合作。预计公司自有产品也将搭载华为智能化零部件或解决方案。

图表 85 公司与华为数字能源合作



资料来源：公司官网，华安证券研究所

华为旗下车 BU、数字能源等智能化、三电领域的科技优势，全面赋能公司产品。

智驾领域，HUAWEI ADS 2.0 实现了无地图智能驾驶，问界系列车型在 24 年 3 月的 OTA 中大规模更新了无图智驾版本。ADS 2.0 搭载了业界首创的激光融合 GOD 网络，提高了障碍识别的精准度，使车辆能够在复杂交通场景中安全行驶。基于多传感器融合，结合高性能智能驾驶平台以及拟人化智驾算法，华为高阶智驾系统在城区、高速、泊车等场景都有显著的功能提升。

智能驾驶之外，问界搭载华为自研的 HUAWEI DATS 系统，提升了车辆的驾乘舒适性及续航能力。该系统通过动态自适应调节扭矩，实现了毫秒级的路面感知响应速度、平顺稳定的颠簸路面行驶表现以及稳定可靠的弯道驾驶性能。此外，整套系统采用动力线性化设计，能够根据需要动态降低电机功率，有效提升车辆续航。

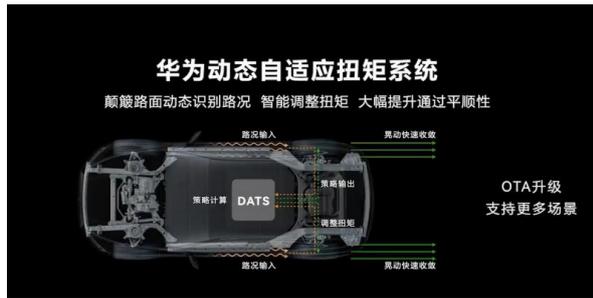
图表 86 华为 ADS 2.0

图表 87 华为 DATS

HUAWEI ADS 2.0  
看懂物、看懂路、开得好



超大规模云端训练  
能力持续进化



资料来源：华为智能汽车解决方案公众号，华安证券研究所

资料来源：问界 M5 EV 发布会，华安证券研究所

智能座舱与终端生态方面，基于鸿蒙 OS 4.0 系统，华为丰富的生态网和优秀的座舱系统，提升公司车型的舒适性、实用性。例如 M9 座舱搭载全新 Harmony OS 4.0，提供多种创新功能和全新体验。增加 AR-HUD、一体环宇三联屏以及后排巨幕投影等配置，实现多人多屏多音区、多屏跨设备投屏。此外还搭载了全新 HUAWEI SOUND，首次应用歌剧院的施罗德散射声学技术，影音体验媲美顶级豪车的听觉感受。

图表 88 公司与华为数字能源合作



资料来源：公司官网，华安证券研究所

电驱动领域，华为 DriveONE 将电力电子技术与数字化技术融合，打造“融合

极简、安全可靠、卓越体验、AI 云智”的纯电动力域解决方案。该解决方案包含业界量产高效电驱动系统，专门为 B+级车设计，可让每度电行驶更多里程。同时，华为面向 A 级车市场推出的多合一超融合动力域模块，能够实现零百公里加速 3.5s，零百公里反复加速 20 次。此外，华为还推出了动力云解决方案，实现提前 24 小时热失控预警，允许百万级车辆同时在线。

图表 89 华为数字能源



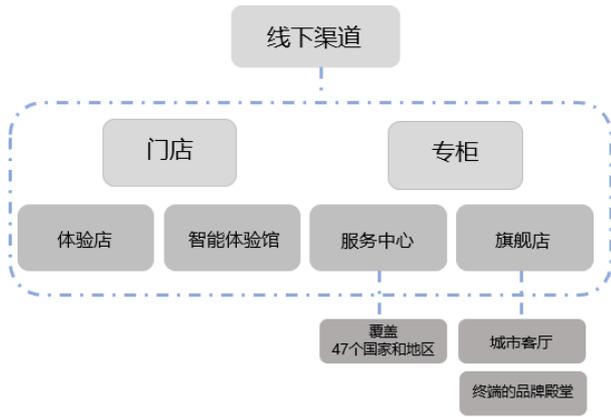
资料来源：华为官网，华安证券研究所

### 3.4 华为软实力赋能，鸿蒙智行的五大职能助力公司商业成功

鸿蒙智行作为全新的跨界合作探索模式，除了基于零部件、解决方案的合作之外，也将华为终端业务商业属性软实力赋能给了公司。华为在鸿蒙智行合作模式下，商业层面行使了以下五个职能：销售网络、营销策略、IPD 咨询、供应链管理及资源池、产品经理。

销售网络方面，华为自身具备兼具广度和深度的线下销售渠道，线上商城为鸿蒙智行车型引流，同时鸿蒙智行作为智选车型的统一品牌，也在积极拓展专属门店。截至 2022 年底，华为已经在全球布局了超过 6 万家门店和专柜，超 5500 家体验店，2200 余家华为授权体验中心，服务中心覆盖 47 个国家和地区，华为的商超店可以为鸿蒙智行业务引流。鸿蒙智行目前也在协同合作伙伴与传统经销商，全国范围内大力开拓用户中心。

图表 90 华为自身的线下销售渠道



资料来源：华为 2022 年报，华安证券研究所

图表 91 华为线上商城



资料来源：华为商城官网，华安证券研究所

营销端，华为团队承担了 4A 广告公司职能，在品牌授权、营销策略、新品发布等方面助力公司。一方面，华为将“鸿蒙智行”品牌赋能合作车企，用自身品牌力进行背书；另一个方面，华为团队为车企提供广告策略、新品发布等支持，例如推动 M9 冠名 24 年央视春晚。

图表 92 华为在营销策略上助力公司



资料来源：鸿蒙智行官网，鸿蒙智行 APP，IT 之家，华安证券研究所

管理层面，华为为公司提供 IPD 咨询，做到了授之以渔，全方位提升公司运营效率。IPD，即集成产品开发，全称 Integrated Product Development，是指一套成体系的产品开发的流程、理念、方法论，它可以帮助企业快速响应市场变化、缩短产品上市时间、减少资源浪费、提高生产力。华为的 IPD 流程分为概念、计划、开发、验证、发布、生命周期六个阶段，每个环节都有完善的机会、评审、决策机制。华为在 IPD 领域赋能合作伙伴，为公司提供了业内顶级的项目管理方法论，助力公司做好现有产品的同时，也优化公司运营机制，为公司提供了旺盛的生命力，帮助公司实现商业成功。

图表 93 IPD 流程体系



资料来源：华为云官网，华安证券研究所

供应链上，一方面华为提供全栈解决方案，本身承担了诸多二级零部件供应商的管理工作，另一方面，华为提供自身供应链资源池，并在供应链管理上为合作车企献策。

图表 94 公司问界系列部分供应链

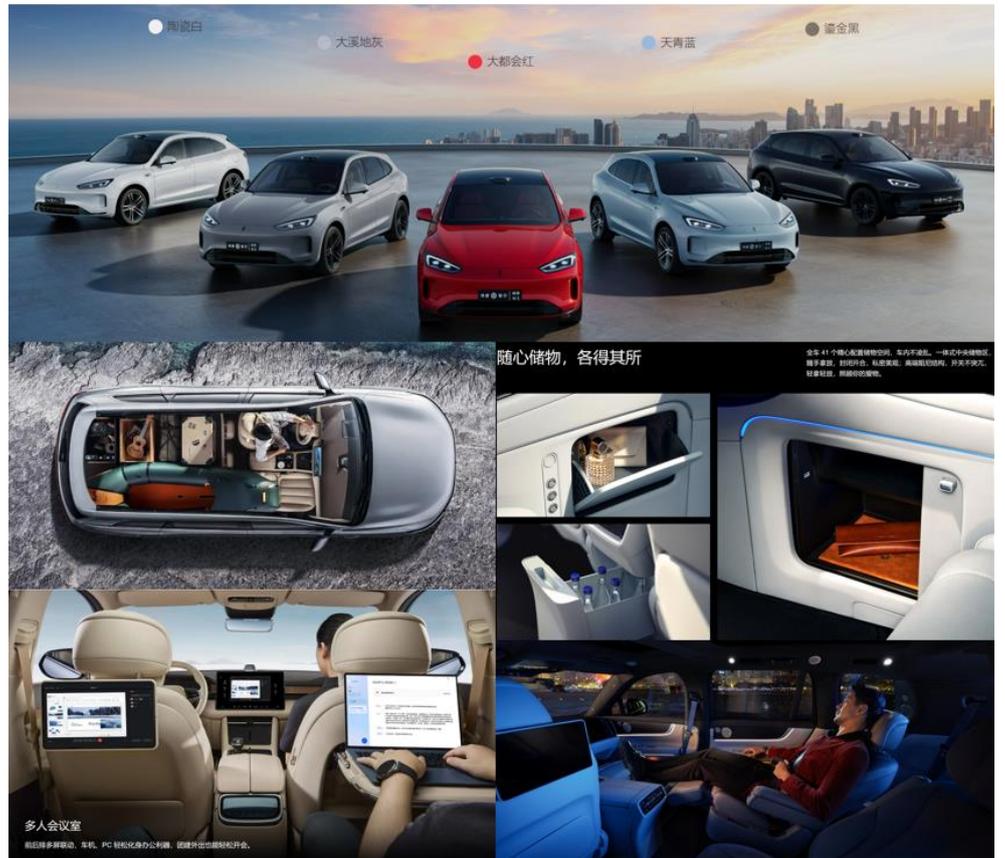
供应商	供应产品	车型
宁德时代	电芯 Cell	问界 M5、问界 M7
华为数字能源	DriveONE 纯电驱增程平台	问界 M5、问界 M7
重庆金康动力工厂	增程器	问界 M5、问界 M7
博格华纳	涡轮增压器	问界 M5、问界 M7
科华控股	增压器涡轮壳	问界 M5、问界 M7
华为研发，重庆金康动力工厂生产	驱动电机（分体式）、电机控制器	问界 M5
龙文机械	驱动电机轴	问界 M5
双环传动	齿轮组电机轴	问界 M5、问界 M7
华为	HarmonyOS 智能座舱、座舱中控芯片、HUAWEI SOUND 音响、语言交互、OTA	问界 M5、问界 M7
华阳通用	液晶仪表	问界 M5、问界 M7
盈趣科技	智能导航	问界 M7
京东方	中控屏	问界 M5
经纬恒润	数字钥匙	问界 M7
博世	ADAS 系统、角雷达、前雷达	问界 M5

资料来源：企查查，盖世汽车，华安证券研究所

产品经理职能，华为在消费电子领域已经证明了自身在产品端优秀的的能力，鸿蒙智行合作模式下，华为与车企共同设计、开发产品，华为作为优秀产品经理的能力得以释放。以问界目前的车型为例，M5/7/9 覆盖 25-60 万元价格带 B/C/D 三种级别车型，各自定位有所区分，也针对不同目标群体精心设计。M5 更偏向年轻用户，配置了相对动感、时尚的外观与配色。M7 满足新中产的家用需求，在内部空间、舒

适性上有独特设计。M9 满足更为高端的用户商务、家用需求，对第二排的零重力座椅进一步优化。目前公司旗下车型的热销，展现了华为作为产品经理的能力。

图表 95 问界 M5/7/9 外观、内饰、功能上的设计



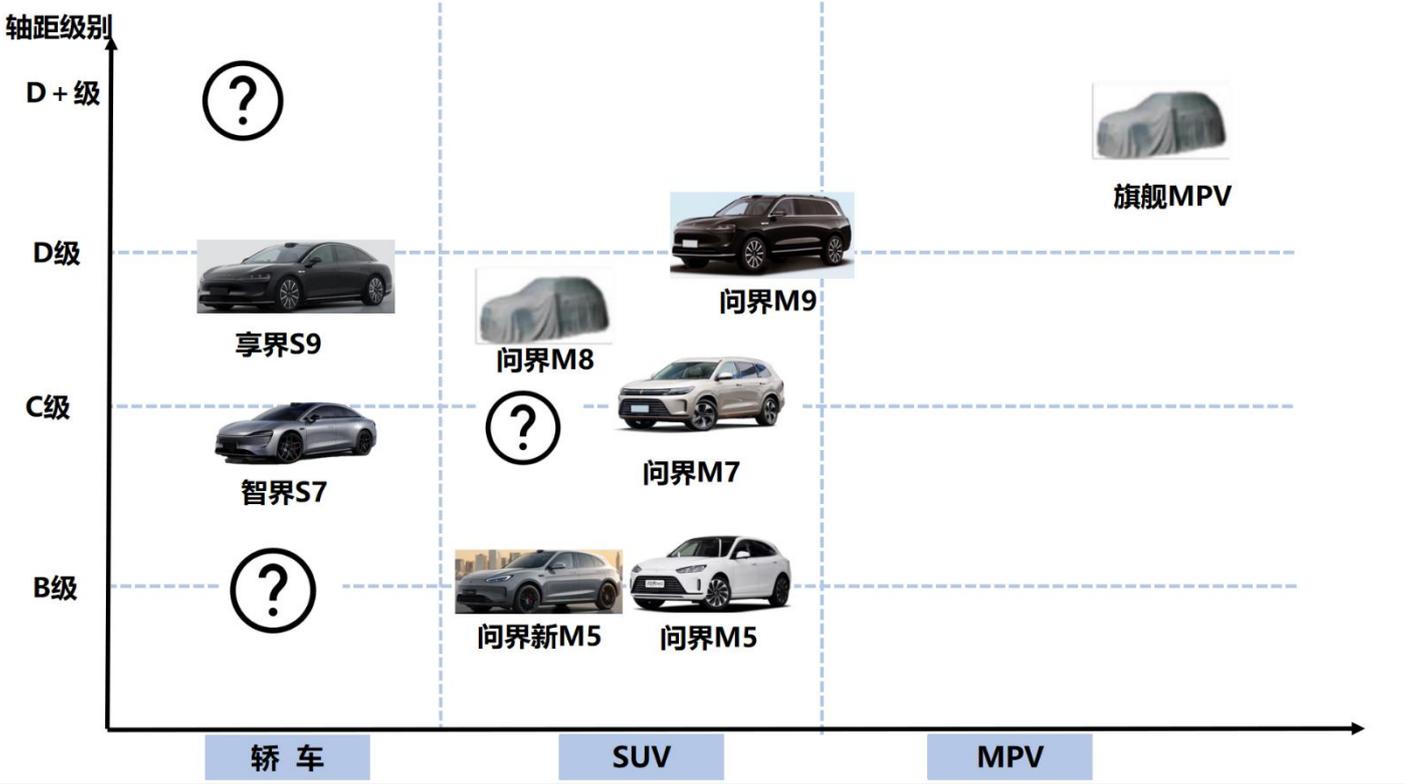
资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 4 驱动力：推动量利齐升，实现商业成功

### 4.1 规模驱动力 1：深耕问界系列，改/新款持续焕发生命力

鸿蒙智行体系产品规划清晰，公司占据 25-60 万元中高端/豪华 SUV 赛道，具备优质的市场空间。鸿蒙智行的合作伙伴之间，彼此协同、赛道清晰，公司作为跨界模式先行者，所在的 25-60 万家用/行政 SUV 的赛道，兼具规模效应和豪车红利。目前 AITO 系列在 23 年 9 月新款 M7 发布后开始释放销量潜力，产品力得到市场认知，品牌力逐渐树立，对于 AITO 而言，25-60 万元的 SUV 赛道尚有较大空间值得去深耕。

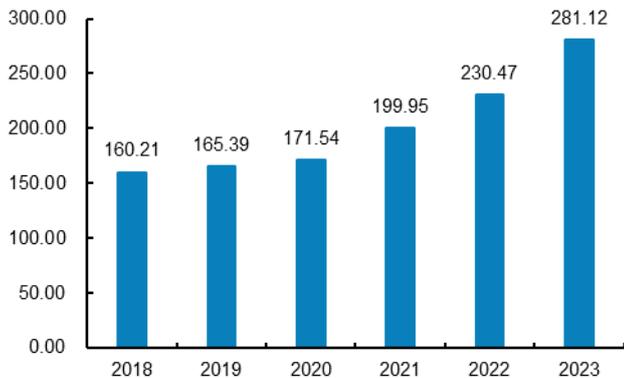
图表 96 鸿蒙智行系列当前产品线



资料来源：公司官网，太平洋汽车，华安证券研究所

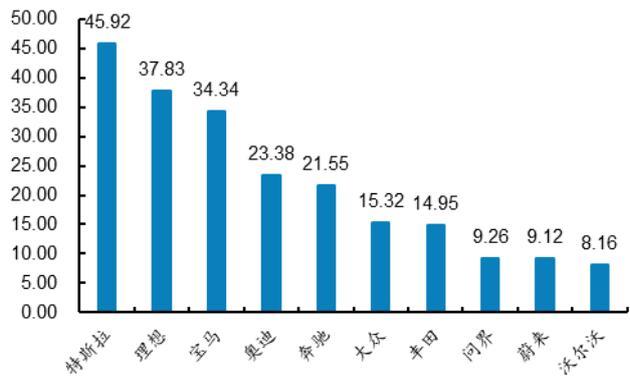
以 25-100 万元 SUV 市场为参考，近年来赛道容量呈现加速增长态势，但赛道内品牌依然以合资、海外品牌为主，AITO 品牌兼具赛道扩容和自主替代逻辑。25 万元-100 万元 SUV 总销量从 2018 年的 160 万辆，增长至 2023 年的 281 万辆，且在近两年呈现了加速增长。随着自主品牌豪华车开始发力，预计以进口车、合资为主导的 50 万元以上豪华车市场，其价格体系将重塑；公司旗舰产品 M9 依靠自身卓越产品力以及在 D 级别豪华车赛道的性价比，预计在 50-100 万元的市场都具备竞争力。因此尽管公司深耕 25-60 万元车型，但实际是原 25-100 万元车型所在的市场，预计公司核心发力的赛道年销量规模在 300-350 万辆。该市场下，2023 年前七大品牌中自主品牌仅有理想汽车，公司将协同友商，共同做大自主品牌在豪华 SUV 领域份额。

图表 97 25-100 万元 SUV 近年来销量 (万辆)



资料来源：ThinkerCar，上险量数据，华安证券研究所

图表 98 2023 年 25-100 万元 SUV 销量前十大品牌 (万辆)



资料来源：ThinkerCar，上险量数据，华安证券研究所

公司核心车型改款效率高，为现有车型持续注入活力。公司在过去和华为的跨界合作中，IPD 流程得到了优化，叠加公司自身治理能力强、工作效率高，公司的核心车型在不断迭代中。高效的改款效率，使得公司可以对现有性能或设计的不足之处快速修正，例如在老款 M5/M7 销量有限情况下，快速推陈出新，打造新款热销车型。迭代迅速也为公司现有车型不断注入生命力。

图表 99 公司 AITO 系列车型发布/更新时间线

车型	细分车型	上市时间	价格带 (元人民币)	性能
问界 M5	问界 M5 标准版	2022 年 2 月	24.98-26.98 万	CLTC 综合续航里程 1455 公里、配备鸿蒙智能座舱 3.0、全铝合金底盘 超凡驾控
	问界 M5 纯电标准版	2022 年 9 月	25.98 万起	配备鸿蒙智能座舱 3.0、HUAWEI DriveONE 电驱平台、全铝合金底盘超 凡驾控
	问界 M5 智驾版	2023 年 4 月	27.98-29.98 万	1400+ 公里长续航、配备 HUAWEI ADS 2.0 高阶智能驾驶系统、鸿蒙智 能座舱 3.0
	问界 M5 纯电智驾版	2023 年 4 月	28.98-30.98 万	配备 HUAWEI ADS 2.0 高阶智能驾驶系统、鸿蒙智能座舱 3.0、全铝合 金底盘超凡驾控
问界 M9	问界新 M5	2024 年 4 月	24.98-27.98 万	全新家族化设计，全系标配高阶智能驾驶，更加年轻化设计语言
	问界 M9	2023 年 12 月	46.98-56.98 万	旗舰设计，更强的零重力座椅，智能灯光、投影大屏等
	问界 M9 非凡大师	待定	——	——
问界 M7	问界 M7	2022 年 7 月	31.98-37.98 万	CLTC 续航里程 1220 公里、搭载零重力座椅、鸿蒙智能座舱
	问界新 M7	2023 年 9 月	24.98-32.98 万	华为高阶智能驾驶 2.0、百变舒适大座舱、全维超强车身
	问界新 M7 焕新版	2024 年 5 月	——	家族一体化设计风格等

资料来源：公司官网，太平洋汽车，华安证券研究所

打造 AITO 系列新款车型，多层次挖掘 B/C/D 级豪华 SUV 的消费潜力。除了现有的 M5/7/9 之外，公司还将根据客户的需求，进一步开发新车型，对 B-D 级别 SUV 的个性化消费潜力进行深入挖掘。例如，公司有望推出介于 CD 级之间的交叉车型，以及不排除后续会进军硬派 SUV 市场。

## 4.2 规模驱动力 2：赋能自有品牌，开拓海外市场

公司在跨界合作中师从华为，磨炼出高效的决策、治理体系，积累了优质的产业链资源、树立良好品牌形象。以新老 M7 为例，发布之间间隔一年，但整体的尺寸、外观、内饰、配置、供应链进行了全面优化，反映了公司和华为的 IPD 流程能力以及高效配合。所带来的结果，一方面是销量大幅提升，另一方面公司在合作过程中的全面进化。华为的五大职能，既授之以鱼，又授之以渔。公司当前的能力、供应链资源、品牌形象，都有利于拓展自有品牌，开辟 AITO 系列之外的第二增长曲线。

图表 100 问界 M7 在一年时间内全面进化

	问界M7	问界新M7																																				
发布时间	2022年7月	2023年9月																																				
外观	5020×1945×1775mm 	5020×1945×1760mm 																																				
设计及性能	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 座位个数: 6座</li> <li>• 后备箱储物容积: 176-688L</li> <li>• CLTC综合续航里程: 1100/1220km</li> <li>• 有线充电: 2个</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 座位个数: 5/6座</li> <li>• 后备箱储物容积: 686-1619L</li> <li>• CLTC综合续航里程: 1250/1300km</li> <li>• 有线充电: 4个</li> </ul>																																				
安全性	被动安全: <ul style="list-style-type: none"> <li>• 车身框架采用了高强度热成型钢, 最高强度达 1500 Mpa;</li> <li>• 标配八个安全气囊</li> </ul>	被动安全: <ul style="list-style-type: none"> <li>• 全新升级的HUAWEI DATS 2.0动态自适应扭矩系统</li> <li>• 前后悬双FSD可变阻尼减震器搭配</li> <li>• 标配八个安全气囊, 主动安全:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• 前向异形障碍物防碰撞 (GAEB)</li> <li>• 前向防碰撞 (AEB)</li> </ul> </li> </ul>																																				
销量变化	<table border="1"> <thead> <tr> <th>时间</th> <th>202301</th> <th>202302</th> <th>202303</th> <th>202304</th> <th>202305</th> <th>202306</th> <th>202307</th> <th>202308</th> <th>202309</th> <th>202310</th> <th>202311</th> <th>202312</th> <th>202401</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>问界M7</td> <td>1,408</td> <td>1,234</td> <td>1,410</td> <td>1,449</td> <td>1,576</td> <td>972</td> <td>974</td> <td>1,008</td> <td>2,514</td> <td>10,446</td> <td>15,379</td> <td>20,669</td> <td>31,324</td> </tr> </tbody> </table>										时间	202301	202302	202303	202304	202305	202306	202307	202308	202309	202310	202311	202312	202401	问界M7	1,408	1,234	1,410	1,449	1,576	972	974	1,008	2,514	10,446	15,379	20,669	31,324
时间	202301	202302	202303	202304	202305	202306	202307	202308	202309	202310	202311	202312	202401																									
问界M7	1,408	1,234	1,410	1,449	1,576	972	974	1,008	2,514	10,446	15,379	20,669	31,324																									

资料来源: 公司官网, 太平洋汽车, 华安证券研究所

公司与华为全面战略合作, 鸿蒙智行之外车型也将受益于华为的科技与生态。公司与华为合作模式升级, 自有品牌车型也有望采用华为零部件或鸿蒙生态。参考友商的合作模式, 长安汽车在阿维塔上采用HI模式, 同时深蓝汽车采用零部件模式; 江淮汽车成为鸿蒙智行之后, 自有车型瑞风系列推出HI款; 北汽蓝谷在极狐上采用HI模式, 又推出鸿蒙智行车型享界系列。

图表 101 友商与华为的多维合作模式



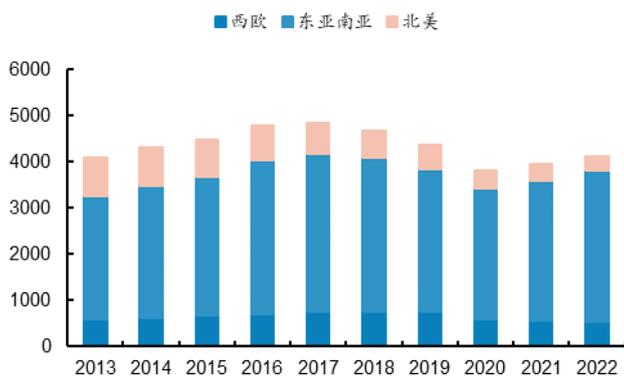
资料来源: “深蓝汽车”官方公众号, “扬子晚报”百家号, “齐鲁壹点”百家号, 华安证券研究所

新兴市场汽车销量稳步增长, 本土汽车工业发达的国家或地区汽车销量缩水。从2013年到2012年的十年里, 全球主要市场销量波动, 其中北美、西欧等具备较

发达汽车工业的地区，销量呈现明显下跌，北美地区销量从 2013 年的 834 万辆，下滑至 2022 年 311.7 万辆；西欧地区销量由 2013 年 604.75 万辆，在 2019 年达到高点 773.85 万辆之后，持续下滑至 2022 年的 550 万辆。东南亚为代表的新兴市场汽车销量（包括中国市场），保持波动中增长，由 2013 年的 2649.97 万辆增长至 2022 年的 3260 万辆。数据表明，本土汽车工业发达或者对公司合作模式敏感的海外市场规模不断缩水。

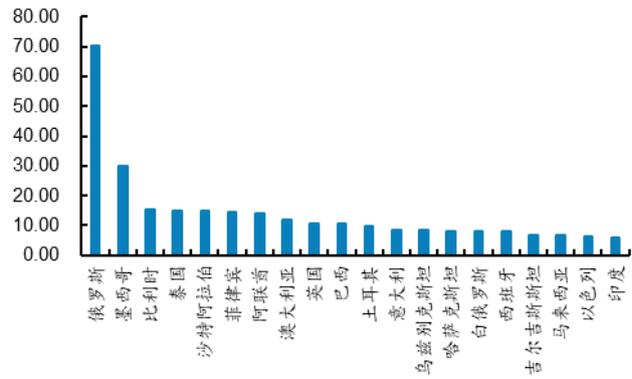
公司有望稳步推动出海进程，预计对海外市场选择性深耕。2023 年海关进出口数据显示，中国乘用车出口总数约为 360 万辆。出口前列的国家俄罗斯 70.25 万辆、墨西哥 29.95 万辆，出口第三梯队的国家中，沙特 14.76 万辆、阿联酋 13.85 万辆。这些对于中国品牌有认知的国家，具备较高的豪车消费潜力，是公司核心车型出海的良好选择。公司有望在国内进入发展稳定期的情况下，开拓海外市场。

图表 102 2013-2022 全球主要市场汽车销量 (万辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 103 2023 年海关乘用车出口数据 (万辆)

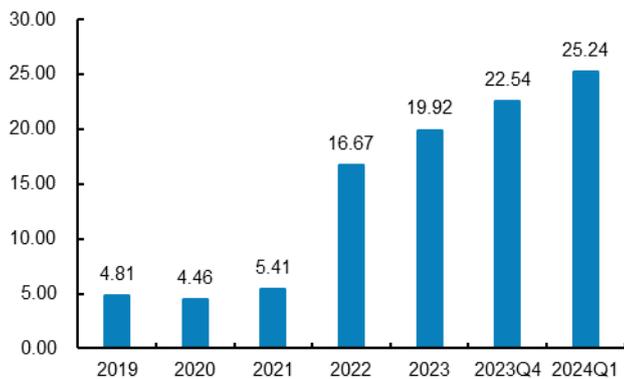


资料来源: 海关进出口数据, 华安证券研究所

### 4.3 盈利驱动力 1: 规模效应、产品结构改善引起利润质变

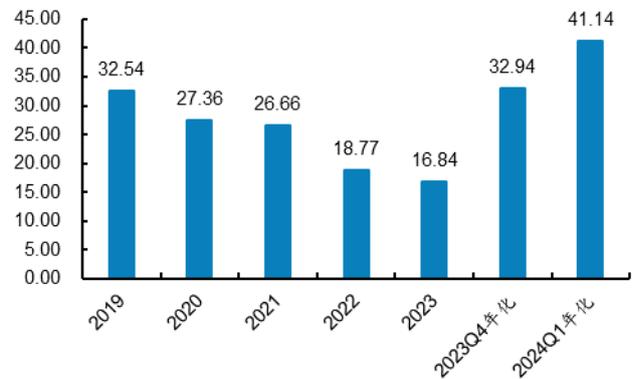
随着 M9/M7 的热卖，公司的整体销量快速增长，单车营收大幅提升。以批发销量口径，公司在过去五年的新能源转型期整体销量下滑；在 2023 年四季度起，多年投入、积累开始在销量上释放成果，23Q4 整体销量 8.24 万辆，24Q1 整体销量 10.29 万辆，最近两个季度销量年化数字达到并超过 2019 年转型初期的年销量。新能源及高端化的顺利转型，带来了平均单车营收的大幅提升，经测算，2019 年公司平均单车营收 4.81 万元，至 24 年一季度，平均单车营收升至 25.24 万元。

图表 104 公司近年及最近两季度单车营收 (万元)



资料来源: Marklines, 公司年报、季报, 华安证券研究所

图表 105 公司近年销量及最近两季度年化销量 (万辆)



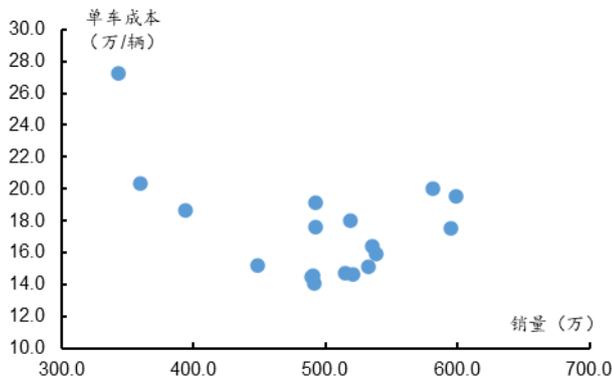
资料来源: Marklines, 华安证券研究所

注：销量以批发销量口径，营收为整车业务营收口径，单季度数据中非整车收入假设值为 6 亿元。

新能源转型后，公司毛利率伴随新能源车的规模效应而恢复。参考前文公司财务情况，公司毛利率在 2018 年、2019 年尚有 23.86%/17.30%，转型期销量下滑叠加摊销增加，毛利率在 21 年达到低点 3.77%。问界品牌推出之后，毛利率开始跟随豪华车的销量而提升，23 年全年毛利率 10.39%，而 23Q4 和 24Q1 公司毛利率分别达到了 13.54%/21.51%。

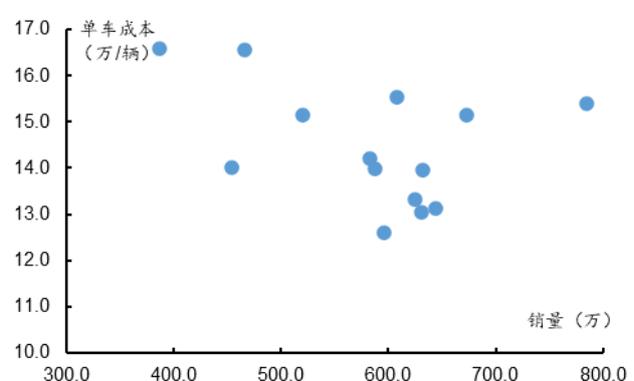
公司将长期受益于销售规模提升而带来的单车成本下降和毛利率提升。根据国际大型车企海外销售数据，随着销售规模提升，平均单车成本先减后增，成本最低时的年销量规模分布在 500 万辆-850 万辆之间，且规模效应带来的成本下降斜率较明显。公司车型主打新能源豪华，销售规模距离 500 万辆-850 万辆有较大距离，预计公司将长期处于销售规模与单车成本负相关的区间，毛利率随规模提升而升高。

图表 106 福特马克西-西尔伯斯通曲线



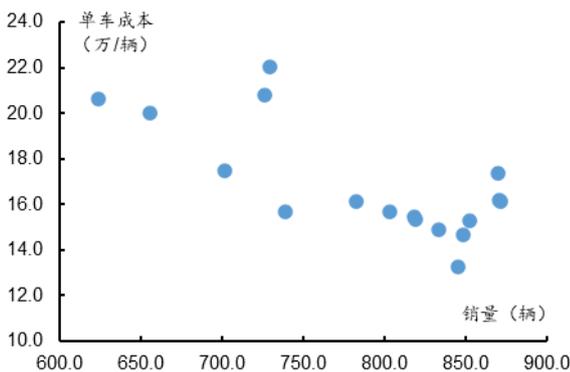
资料来源：Marklines, Wind, 华安证券研究所

图表 107 通用马克西-西尔伯斯通曲线



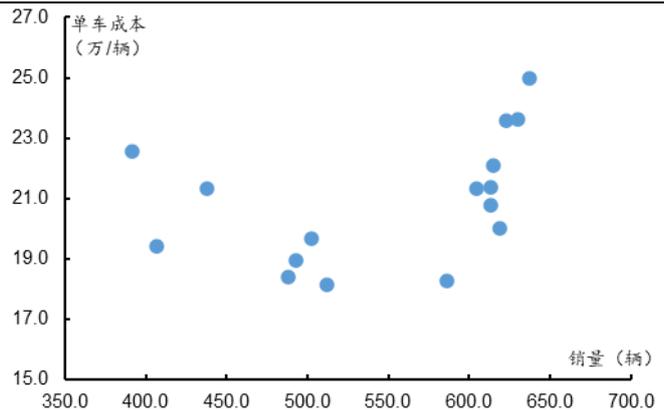
资料来源：Marklines, Wind, 华安证券研究所

图表 108 丰田马克西-西尔伯斯通曲线



资料来源：Marklines, Wind, 华安证券研究所

图表 109 大众马克西-西尔伯斯通曲线



资料来源：Marklines, Wind, 华安证券研究所

#### 4.4 盈利驱动力 2：平台化设计/生产+优秀治理，提升利润率

新款 M5、焕新版 M7 发布后，公司核心产品将采用家族一体化设计；公司有望基于魔方平台，深耕核心赛道，提升盈利能力。在公司筚路蓝缕的新能源转型和跨界探索阶段，原版的 M5/M7/M9 分属三个不同平台架构。新款 M5、焕新版 M7

开始采用家族一体化设计，代表着公司将逐步进入平台化生产的战略意图。公司新发布的魔方平台，可适应多级别、多类型的车型，采用平台化生产的模式，将大大提升公司在车型设计、制造、供应链整合上的效率，进一步减少成本。

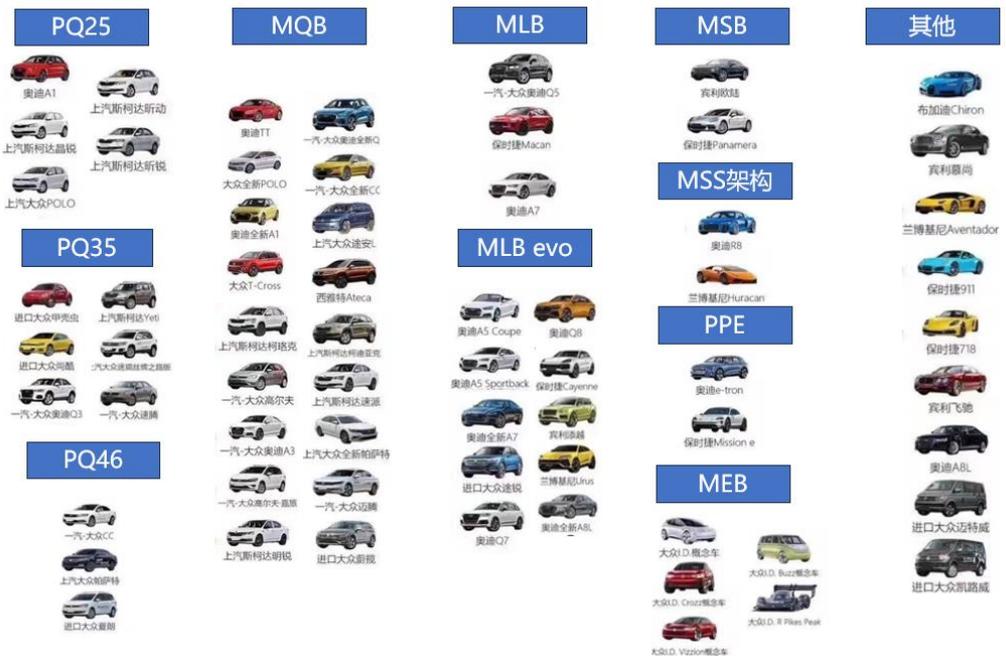
图表 110 问界 M7 焕新版外观



资料来源：AITO 公众号，华安证券研究所

海外头部车企的案例表明，车型平台化的设计、生产有助于车企丰富产品线、提升效率和盈利能力。大众集团在车型规划上充分发挥了平台化设计、生产的优势，甚至实现了跨子品牌的平台化整合，例如同一平台下推出不同子品牌的车型，高效挖掘市场潜力。丰田则是在纵向上深入挖掘平台价值，同平台下实现多类型、多级别车型的布局与迭代。

图表 111 大众旗下的多个平台车型



资料来源：新浪汽车，华安证券研究所

图表 112 丰田 TNGA 平台旗下多级别/多类型车型



资料来源：线束中国，华安证券研究所

## 5 盈利预测与投资建议

预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 1328.96/1677.70/1935.87 亿元，归母净利润分别为 61.82/112.44/142.44 亿元，对应 PE 分别为 21.72/11.94/9.43 倍。PE 估值：公司具备科技属性，核心产品在豪华车领域具备强竞争力，应具备一定的估值溢价，稳态下 PE 估值中枢应在 20 倍以上。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示：

新车销量不及预期、乘用车行业风险、费用管控不及预期等。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	261.17	995.54	1271.30	1592.04	<b>营业收入</b>	358.42	1328.96	1677.70	1935.87
现金	131.61	567.15	737.33	975.17	营业成本	321.19	1021.89	1266.52	1467.58
应收账款	24.46	79.77	100.70	116.20	营业税金及附加	9.04	32.56	41.10	47.43
其他应收款	22.37	83.35	105.22	121.42	销售费用	54.65	152.83	184.55	193.59
预付账款	18.68	38.77	48.06	55.68	管理费用	16.53	39.87	50.33	58.08
存货	35.29	141.11	174.89	202.65	财务费用	-0.16	-1.24	-7.87	-10.33
其他流动资产	28.75	85.39	105.10	120.92	资产减值损失	-4.24	-0.36	-0.36	-0.36
<b>非流动资产</b>	251.28	272.20	360.05	377.14	公允价值变动收益	0.22	0.00	0.00	0.00
长期投资	20.42	20.42	90.42	90.42	投资净收益	17.89	19.93	25.17	29.04
固定资产	87.48	88.44	88.65	88.12	<b>营业利润</b>	-39.94	49.47	100.77	130.77
无形资产	95.44	113.38	131.32	149.25	营业外收入	0.48	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	47.93	49.95	49.65	49.35	营业外支出	1.36	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	512.45	1267.74	1631.35	1969.19	<b>利润总额</b>	-40.81	49.47	100.77	130.77
<b>流动负债</b>	375.76	1081.49	1337.16	1545.56	所得税	0.76	0.67	1.34	1.34
短期借款	7.86	4.86	4.86	4.86	<b>净利润</b>	-41.57	48.81	99.43	129.43
应付账款	199.66	449.48	557.08	645.52	少数股东损益	-17.07	-13.01	-13.01	-13.01
其他流动负债	168.24	627.15	775.22	895.19	<b>归属母公司净利润</b>	-24.50	61.82	112.44	142.44
<b>非流动负债</b>	64.69	65.39	73.89	73.89	EBITDA	-30.56	68.02	113.45	141.74
长期借款	13.75	13.75	22.25	22.25	EPS (元)	-1.63	4.09	7.45	9.43
其他非流动负债	50.94	51.64	51.64	51.64					
<b>负债合计</b>	440.45	1146.88	1411.05	1619.46					
少数股东权益	-42.06	-55.07	-68.08	-81.09					
股本	15.10	15.10	15.10	15.10					
资本公积	178.74	178.75	178.75	178.75					
留存收益	-79.78	-17.92	94.52	236.96					
归属母公司股东权益	114.06	175.94	288.38	430.81					
<b>负债和股东权益</b>	512.45	1267.74	1631.35	1969.19					

现金流量表				
单位:亿元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	63.98	457.59	249.37	251.83
净利润	-41.57	48.81	99.43	129.43
折旧摊销	27.76	19.79	20.54	21.29
财务费用	3.12	0.80	0.92	1.10
投资损失	-18.18	-19.93	-25.17	-29.04
营运资金变动	88.83	407.81	153.28	128.69
其他经营现金流	-126.39	-358.69	-53.49	1.10
<b>投资活动现金流</b>	-29.73	-23.45	-86.76	-12.89
资本支出	-31.43	-41.16	-39.96	-39.96
长期投资	9.58	-1.75	-71.75	-1.75
其他投资现金流	-7.89	19.46	24.94	28.81
<b>筹资活动现金流</b>	-12.69	1.39	7.58	-1.10
短期借款	-12.92	-3.00	0.00	0.00
长期借款	1.83	0.00	8.50	0.00
普通股增加	0.13	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	25.79	0.02	0.00	0.00
其他筹资现金流	-27.51	4.37	-0.92	-1.10
<b>现金净增加额</b>	21.52	435.54	170.18	237.84

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.1%	270.8%	26.2%	15.4%
营业利润	18.9%	223.9%	103.7%	29.8%
归属于母公司净利	36.1%	352.3%	81.9%	26.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	10.4%	23.1%	24.5%	24.2%
净利率 (%)	-6.8%	4.7%	6.7%	7.4%
ROE (%)	-21.5%	35.1%	39.0%	33.1%
ROIC (%)	-48.6%	27.5%	32.6%	29.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	85.9%	90.5%	86.5%	82.2%
净负债比率 (%)	611.7%	948.9%	640.5%	463.1%
流动比率	0.70	0.92	0.95	1.03
速动比率	0.51	0.70	0.73	0.81
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.73	1.49	1.16	1.08
应收账款周转率	16.96	25.50	18.59	17.85
应付账款周转率	2.18	3.15	2.52	2.44
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-1.63	4.09	7.45	9.43
每股经营现金流薄)	4.24	30.31	16.52	16.68
每股净资产	7.55	11.65	19.10	28.53
<b>估值比率</b>				
P/E	—	21.72	11.94	9.43
P/B	10.09	7.63	4.66	3.12
EV/EBITDA	-34.98	12.17	5.87	3.02

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 姜肖伟, 北京大学光华管理学院硕士, 应用物理学/经济学复合背景。八年电子行业从业经验, 曾在深天马、瑞声科技任职, 分管过战略、市场、产品及投研等核心业务部门, 多年一级及二级市场投研经验, 具备电子+汽车/产业+金融的多维度研究视角和深度洞察能力, 汽车行业全覆盖。

**分析师:** 贾济恺, 复旦大学应用数学学士、爱丁堡大学理学硕士, 六年券商经验。金融、产业双轮驱动, 擅长整车体系化研究、明星主机厂产业链与新兴领域零部件研究。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。