

赛力斯(601127.SH)

问界盈利潜力释放，入股引望享增值红利

推荐(首次)

股价：137.85元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.seres.com.cn
大股东/持股	重庆小康控股有限公司/26.53%
实际控制人	张兴海
总股本(百万股)	1,510
流通A股(百万股)	1,510
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	2,081
流通A股市值(亿元)	2,081
每股净资产(元)	8.94
资产负债率(%)	89.2

行情走势图



证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
BQV509
WANGDEAN02@pingan.com.cn

王跟海 投资咨询资格编号
S1060523080001
BVG944
WANGGENHAI964@pingan.com.cn



平安观点：

- 问界具备百万台规模潜力，目前是引望市值做大的关键所在。问界是赛力斯未来发展的重心，问界所处的高端混动赛道正快速扩容，竞争格局好，车型盈利能力强，其未来市场空间有望达到100万台左右。对于华为而言，问界是华为深度赋能多年打造成功的整车品牌，已具备较高品牌价值和消费者认可度，华为继续深度赋能问界是现阶段投入产出最高的举措。此外做大引望市值是华为智能车业务的主要目标所在，在其它配套客户暂未大规模上量的大背景下，问界依然是引望最重要的客户。端到端高阶智驾迈入比拼高质量训练数据阶段，尽快提高高阶智驾车保有量是保持华为ADS领先优势的关键，助力问界尽快提高产销规模显然是更优策略。
- 赛力斯入股引望公司，后续升值潜力大。公司以115亿元收购引望公司10%股权，我们认为市场目前对引望公司后续的升值潜力并未充分认知，我们测算引望公司达到成熟状态时，其营收规模有望达到1275亿~1650亿元，年净利润规模有望达到191亿~248亿元，估值仍有较大增长空间，公司作为引望的重要股东有望受益引望未来增值弹性。华为在国内高阶智驾领域处于头部位置，智驾方案转向端到端后其体验主要取决于高质量训练数据，目前华为系车型快速增长，预计到25年其高阶智驾车保有量将超过100万台，其在未来智驾领域的胜出几率更大。
- 盈利预测与投资建议：公司在2025年预计还将推出问界系列的全新车型，新车型有望成为公司又一爆款。我们判断M9在巩固已有成果的基础上，新车型将与M9一道成为公司2025年盈利进一步释放的关键，我们预计公司2024年~2026年净利润分别为65亿/103亿/128亿元，考虑到公司问界品牌在未来的成长性以及参股引望公司后的增值潜力，首次覆盖，给予公司“推荐”评级。
- 风险提示：1)宏观经济下滑将导致汽车消费需求不足；2)竞争日益激烈，问界系列销量可能不达预期；3)问界的竞争力一定程度上来自于华为的赋能，其盈利水平可能出现波动；4)引望公司发展不达预期；5)股价异常波动风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	34105	35842	148371	180547	218855
YOY(%)	104.0	5.1	314.0	21.7	21.2
净利润(百万元)	-3832	-2450	6458	10258	12840
YOY(%)	-110.1	36.1	363.6	58.8	25.2
毛利率(%)	11.3	10.4	25.3	26.6	26.2
净利率(%)	-11.2	-6.8	4.4	5.7	5.9
ROE(%)	-33.6	-21.5	36.2	36.5	31.3
EPS(摊薄/元)	-2.54	-1.62	4.28	6.79	8.50
P/E(倍)	-54.3	-85.0	32.2	20.3	16.2
P/B(倍)	18.3	18.2	11.7	7.4	5.1

资料来源：同花顺iFinD，平安证券研究所

正文目录

一、 微车业务起家，拥抱华为实现蜕变	4
1.1 微车业务起家，业务覆盖整车和零部件	4
1.2 拥抱华为实现蜕变，业务端、股权端合作紧密	5
二、 问界 M9 热销释放公司盈利弹性	6
三、 品牌铸基已成，问界未来有百万台规模潜力	7
四、 赛力斯入股引望公司，后续升值潜力大	10
4.1 入股引望，与华为合作进一步深化	10
4.2 引望未来增值空间大	11
五、 盈利预测与投资建议	12
5.1 主要关键假设	12
5.2 公司盈利预测与估值分析	14
六、 风险提示	15

图表目录

图表 1	公司股权架构及主要控股子公司	4
图表 2	公司主要整车业务分布	5
图表 3	公司与华为主要合作进程	5
图表 4	子公司赛力斯汽车（湖北）净利润 单位：亿元	6
图表 5	子公司赛力斯汽车有限公司净利润 单位：亿元	6
图表 6	公司近年营业收入与毛利率 单位：亿元	7
图表 7	公司净利润表现（扣非） 单位：亿元	7
图表 8	公司与理想汽车 2024 年上半年主要业绩指标对比	7
图表 9	华为智选“四界”车型定位、产能以及规模潜力对比	8
图表 10	20 万元以上插混（含增程）渗透率快速提升	9
图表 11	20 万以上热销车型近半年批发量情况（24.04 月~24.09 月） 单位：万台	9
图表 12	华为智选车销量结构 单位：台	9
图表 13	华为智选已公布车型售价区间 单位：万元	9
图表 14	引望公司 2024 年上半年前五名客户销售情况	9
图表 15	引望公司（华为车 BU）主要业务汇总	10
图表 16	深圳引望模拟合并利润表 单位：百万元	11
图表 17	引望公司长期的业务规模测算	11
图表 18	国内智驾头部车企智驾车型保有量以及新增智驾里程对比	12
图表 19	问界销量预测 单位：万台	13
图表 20	公司汽车整车业务营收测算与毛利率假设 单位：亿元	13
图表 21	公司营业收入与毛利率预测 单位：亿元	14
图表 22	公司与可比公司估值对比	14

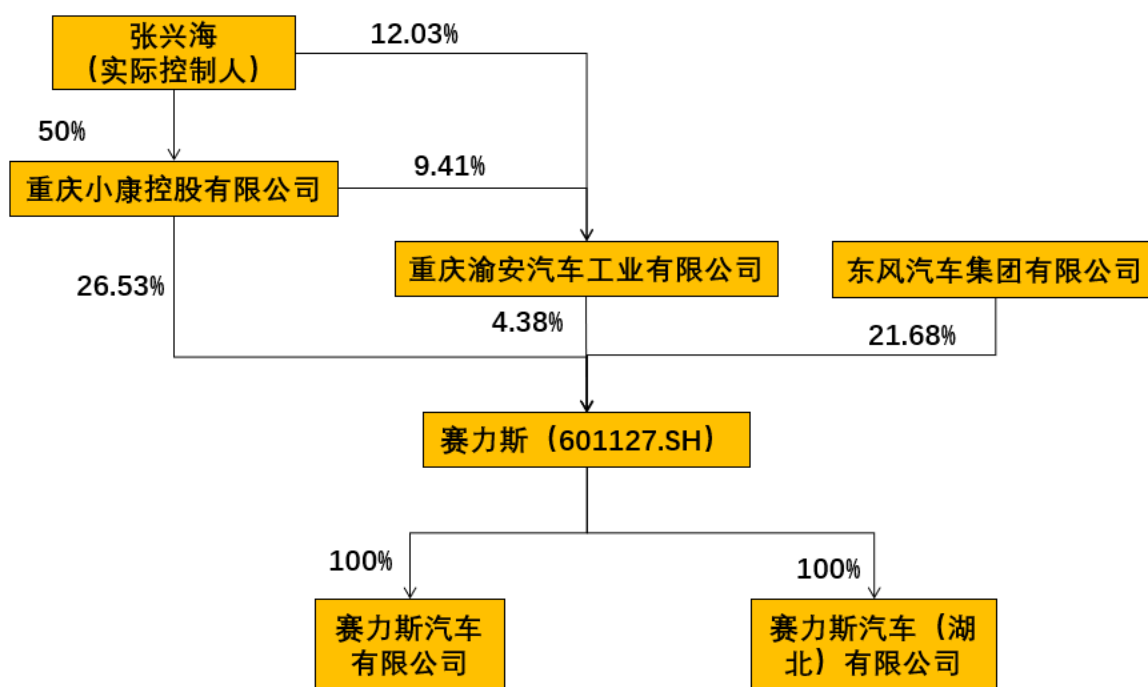
一、微车业务起家，拥抱华为实现蜕变

1.1 微车业务起家，业务覆盖整车和零部件

与东风合作正式进入汽车行业。公司最早成立于 1986 年，初期公司以生产弹簧为主，随后公司进入到摩托车减震器、摩托车生产领域。2003 年公司东风汽车合资创建“东风渝安车辆有限公司”，标志着公司进入汽车行业，东风渝安主要生产小型面包车为主，后东风渝安更名为东风小康（现名为赛力斯汽车（湖北））。

公司是国有参股的民营车企。2020 年公司定向增发引入东风汽车，以股权置换的方式购入东风汽车持有的 50% 的东风小康股权，自此公司对东风小康实现 100% 控股，而公司也由此前的民营企业变化国有参股企业。公司实际控制人为张兴海，通过直接或间接持股公司约 14.0% 的股权，公司第二大股东为东风汽车集团有限公司，持有赛力斯 21.68% 的股权。

图表1 公司股权架构及主要控股子公司

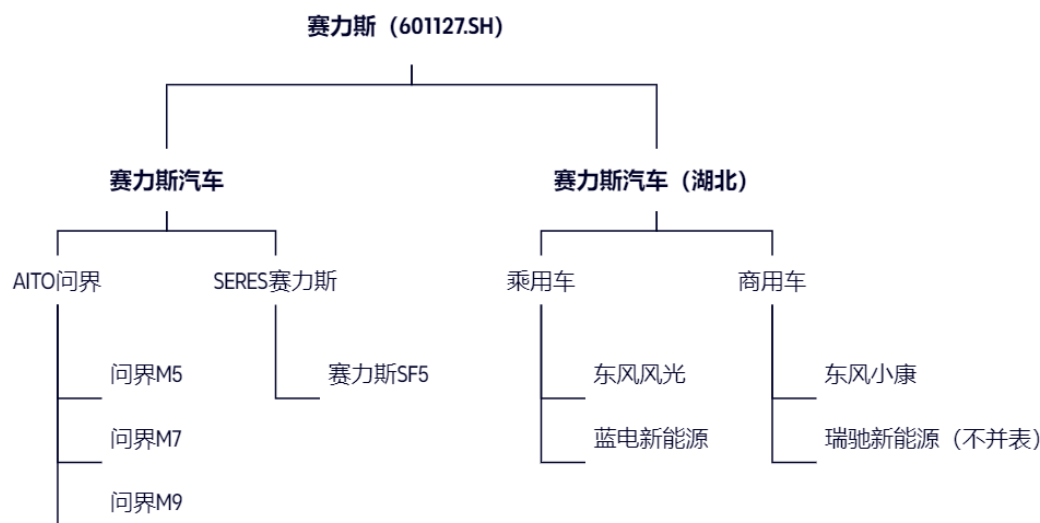


资料来源：Wind，平安证券研究所

微车业务起家，在微车领域曾做到行业前三。公司以东风小康的微车业务起家，2009 年、2010 年受益于“汽车下乡”等汽车消费刺激政策，东风小康所在的微车行业呈现快速增长，根据公司此前披露的数据显示，公司在微车领域的市占率曾一度接近 10%，仅次于上汽通用五菱和长安汽车，居于行业第三位。乘着我国以紧凑型 MPV 为代表的新型微车快速增长的东风，东风小康在 2013 年推出了主打紧凑型 MPV 的“风光”系列，2016 年进一步丰富“风光”系列的产品矩阵，推出了首款 SUV 车型风光 580，风光 580 上市后收到市场热捧，受益于风光系列以及 SUV 产品的增长，公司在 2017 年销量超过 40 万台。

公司主要业务涵盖乘用车、商用车和零部件业务，问界是公司目前的核心业务。目前公司除了与华为合作的问界外，还拥有瑞驰电动商用车、以及蓝电新能源汽车（定位大众市场）、风光系列、以及微车、微卡等汽车业务。此外公司还有部分零部件业务，目前主营产品包括电驱、电控、超级增程系统等。从公司的发展重心看，与华为合作的问界无疑是公司未来发展的重点。

图表2 公司主要整车业务分布



资料来源：公司官网，平安证券研究所

1.2 拥抱华为实现蜕变，业务端、股权端合作紧密

与华为合作实现蜕变，问界已经成为高端新能源新标杆。公司与华为在 2021 年 4 月上海车展期间联合推出了赛力斯 SF5 华为智选版，但销量表现一般。2021 年 12 月，华为与赛力斯合作推出高端新能源汽车品牌 AITO 问界，并先后发布问界 M5、M7 两款车型。2023 年 9 月问界新 M7 上市，伴随着华为 Mate 60 系列带来的终端热度和传播效应，问界新 M7 上市即爆款。2023 年 12 月又与华为推出了问界 M9，成为目前整个华为生态圈售价最高的车型，且连续数月交付量超过 1.5 万台，目前问界已经成为高端新能源领域的标杆。与华为的合作为公司带来了蜕变，公司由过去生产低价微型车成长为国内高端新能源领域的重要一极，公司的品牌形象、市值均有较大幅度提升。

入股深圳引望，与华为开展股权端合作。2024 年 8 月公司公告，其子公司赛力斯汽车拟以支付现金的方式受让华为持有的深圳引望智能技术有限公司 10% 股权，成为继长安阿维塔之后第二家入股深圳引望的车企，而公司也成为目前宣布持股引望公司比例最高的上市车企。入股引望意味着公司与华为的合作突破了原有的业务层面，在股权端深化与华为的合作关系。

图表3 公司与华为主要合作进程

时间	重要事件
2021 年 12 月	AITO 问界正式发布
2021 年 12 月	AITO 正式发布问界 M5，搭载 HUAWEI DriveONE 纯电驱增程平台和 HarmonyOS 智能座舱
2022 年 7 月	在华为夏季旗舰新品发布会上，旗下第二款车型问界 M7 上市
2022 年 9 月	在华为 Mate50 系列及全场景新品秋季发布会上，AITO 品牌发布了旗下首款纯电 SUV——问界 M5 EV。
2023 年 1 月	继特斯拉 1 月 6 日宣布降价后，问界于 1 月 13 日宣布降价，降价车型包括问界 M5 EV 版、问界 M7 舒适版/豪华版，降价幅度为 2.88~3 万元。
2023 年 4 月	AITO 问界 M5 系列华为高阶智能驾驶版及新品发布会上，赛力斯汽车和华为联合设计的 AITO 问界 M9 作为压轴产品首次亮相。
2023 年 6 月	华为与赛力斯共同决定成立“AITO 问界销服联合工作组”，自 7 月 1 日起全面负责营销、销售、交付、服务、渠道等业务的端到端闭环管理。

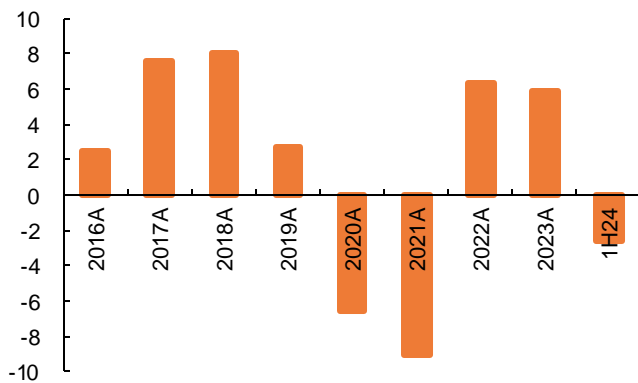
2023年9月	问界新M7正式发布，共提供5款车型，售价为24.98万至32.98万元
2023年11月	问界新M7上市两个半月大定订单已突破10万台
2023年12月	问界M9正式上市
2024年4月	由于问界系列的热销，赛力斯1Q24跨过盈亏平衡点，实现单季度盈利
2024年4月	问界M5 2024款上市，售价24.98万元起，全系搭载华为智驾解决方案
2024年5月	问界M7 Ultra版上市，售价28.98万元起，全系搭载华为智驾解决方案
2024年8月	公司公告，拟购买深圳引望10%股权
2024年9月	问界M9 5座版上市

资料来源：AITO汽车官方微信公众号，公司公告，平安证券研究所

二、问界M9热销释放公司盈利弹性

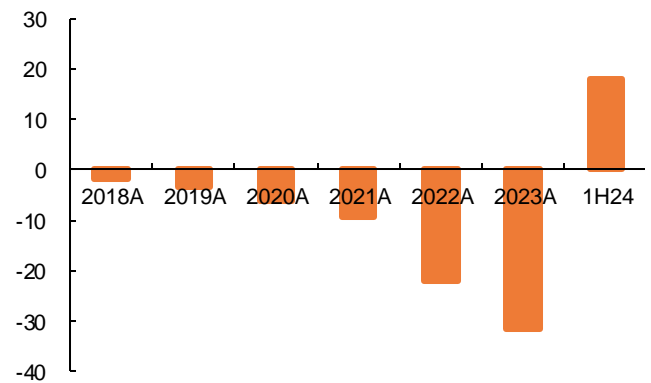
布局新能源业务后公司曾长期处于亏损状态。公司此前的盈利来源主要来自于东风小康和发动机销售等传统汽车业务，根据公司年报数据披露，2017~2019年公司传统汽车业务归母净利润维持在10亿-11亿元。公司自2016年开始布局新能源车业务，随着新能源车领域投入加大以及与华为的合作，公司面临一定的业绩压力，子公司赛力斯汽车有限公司的年度亏损由2018年的1.9亿元增加到2023年的31.7亿元。

图表4 子公司赛力斯汽车（湖北）净利润 单位：亿元



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表5 子公司赛力斯汽车有限公司净利润 单位：亿元

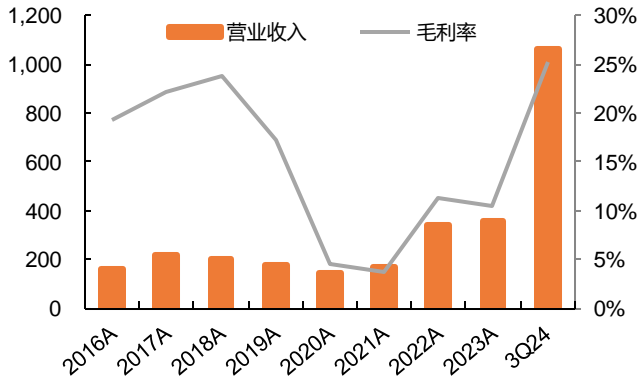


资料来源：公司财报，平安证券研究所

M9热销使得公司盈利大幅改善，单季度净利润率超过5%，收购赛力斯汽车少数股东权益有望进一步增厚公司盈利。2023年问界新M7的热销以及2023年底推出的M9成为公司业绩的转折点，2024年由于问界系列，尤其是M9的热销，公司新能源车亏损的局面已被扭转。

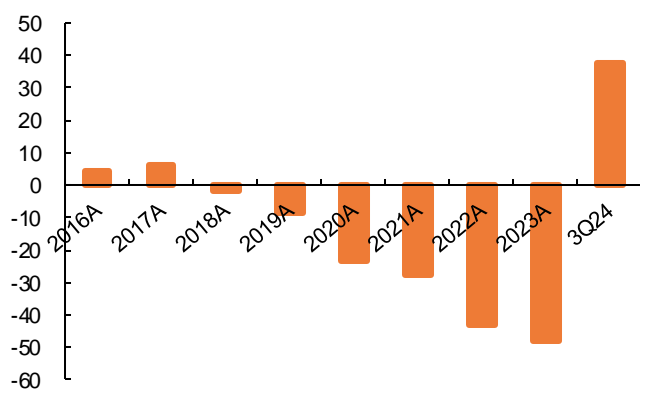
根据公司财报数据显示，2024年前三季度公司毛利率达到25.2%，归母净利润达到40.4亿元，其中24年三季度公司扣非净利润达到23.3亿元，单季度净利润率已超过5%（归母净利润/营业收入）。2024年7月，公司以13.29亿元收购子公司赛力斯汽车19.355%的少数股东权益，实现对子公司赛力斯汽车的完全控股，对少数股东权益收购后有助于进一步增强公司的盈利能力。

图表6 公司近年营业收入与毛利率 单位：亿元



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表7 公司净利润表现（扣非） 单位：亿元



资料来源：公司财报，平安证券研究所

问界 M9 单车盈利强。根据公司披露，2024 年前三季度依次实现扣非净利润 1.1 亿/13.2 亿/23.3 元，我们预计公司第二和第三季度盈利大幅提升的主要原因是问界 M9 的上量，问界 M9 从 2024 二季度开始每月交付量超过 1.5 万台，成为自主高端新能源领域的新标杆。受益于问界 M9 的上量，公司 2024 年前三季度毛利率达到 25.2%。根据公司 2024 年前两个季度的毛利差异大致测算，我们预计问界 M9 的毛利率在 34%~35%左右，盈利能力明显强于问界 M5、M7。

销售费用率较高，但 3Q24 公司销售费用率环比已有显著改善。公司与理想汽车目前是高端增程领域的两个主要玩家，两家公司的车型在市场定位、销量规模等方面具备可比性。2024 年上半年由于主销产品的差异，公司的毛利率水平高于理想。但在费用率方面，两家公司存在较大差异，理想汽车的研发投入高于赛力斯，公司的销售、管理费用率则高于理想汽车，我们估计这主要是由于公司与华为独特的合作模式导致，问界依托华为的技术、营销和渠道资源，华为对每台车收取一定的佣金费用。但从公司三季报期间费用看，公司三季度销售、管理费用率为 13.6%，环比下降 3.7 个百分点，改善显著，我们预计公司未来各项费用率趋于稳定，且呈现缓慢下降的趋势。

图表8 公司与理想汽车 2024 年上半年主要业绩指标对比

	理想汽车	赛力斯
销量/辆	188981	182098 (仅问界销量)
营收/亿元	573.1	650.4
毛利率	20.0%	25.0%
研发费用/亿元	60.8	28.3
研发费用率	10.6%	4.3%
销售、管理费用/亿元	57.9	105.2
销售、管理费用率	10.1%	16.2%
净利润/亿元	17.0	16.2

资料来源：各公司财报，平安证券研究所

三、品牌铸基已成，问界未来有百万台规模潜力

智选车品牌陆续亮相，但问界稀缺性仍突出。市场担心其他“三界”起量会削弱公司在华为合作车企中的稀缺性，但我们认为华为四界发展至今，问界对于赛力斯、华为、用户都具备了不同于其他智选车品牌的意义。对于公司而言，问界是赛力斯未来的战略重心，后续资源投入上有保障，相较而言，华为智选车智界的合作车企奇瑞汽车则拥有比较完备的品牌矩阵以及较

为清晰的新能源转型战略，发展自有新能源也是奇瑞当下的重要任务，享界、尊界现阶段是北汽、江淮扭转其新能源发展低迷局面的重要抓手，但由于车型定位偏高，规模化上量尚需时日。

对于华为而言，问界是目前发展最成功的智选车品牌，具备稳定的月销规模，现阶段在问界上投放资源的性价比最高，此外华为现阶段要做大做强引望公司，问界是引望目前最大的客户，无论是从做强 C 端汽车消费品牌影响力角度，还是从搭载引望智能化技术及配件的角度，现阶段做大问界对于华为智能车业务而言都是更优策略。

对于用户而言，问界是最早推出的智选车，目前保有量最大，且 M7、M9 两款车型均为爆款车型，现阶段的品牌影响力也是智选车品牌里最高的。据鸿蒙智行披露，问界 M9 目前是 50 万元以上车型的销量冠军。我们认为 M9 成功的意义不仅在于销量和利润，更在于塑造了问界的品牌价值。华为余承东此前在一场直播中表示：品牌构筑是一项极其艰巨的任务，华为布局汽车业务的品牌“问界”历经三年多的精心打造，才逐步有了足够的市场影响力。享界 S9 上市前，通过市场调研发现，如果享界能够挂上问界的品牌标识，一辆车的售价至少多卖 5-7 万元。

与华为合作的问界系列是公司未来的战略重心。问界目前是华为智选车中最成功的品牌，与华为合作的问界也是公司未来发展的重心，公司实控人张兴海也曾公开表示“赛力斯坚决走联合跨界之路，不走单打独斗之路。”公司与华为要将 AITO 问界向着“世界级新豪华汽车领先品牌”的目标打造。而在产能方面，公司目前为问界准备了三座智慧工厂，其中两江智慧工厂生产问界 M5，凤凰工厂生产问界 M7，新建成的赛力斯超级工厂生产问界 M9。

问界定位高端 SUV 市场，与其他“三界”定位有差异。华为余承东在 24 年 6 月中国汽车蓝皮书论坛中表示鸿蒙智行旗下车型只要低于 30 万元都是亏损的，目前还不具备 20 万以下车型的成本能力，因此鸿蒙智行车型主要面向 20 万元以上的高端市场。而从华为与四家车企合作的“四界”的定位来看，与赛力斯合作的问界主要聚焦 SUV 系列；与奇瑞合作的智界定位中档和中高档，覆盖轿车和 SUV；与北汽蓝谷合作的享界主打行政高端用户；与江淮合作的尊界则定位百万级豪华车型，对标迈巴赫、劳斯莱斯。

图表9 华为智选“四界”车型定位、产能以及规模潜力对比

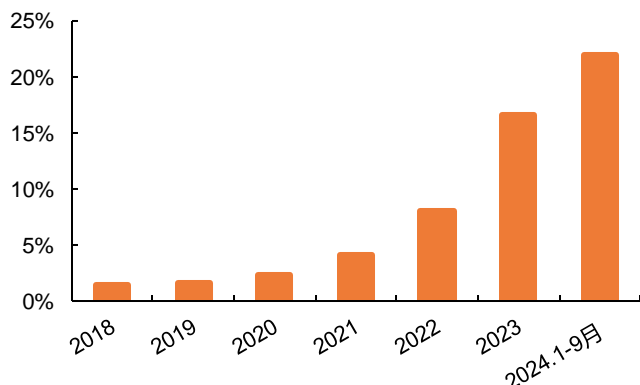
合作车企	合作品牌	车型定位	智选车当前产能情况	竞争格局/规模潜力
赛力斯	问界	25-60 万元的 SUV	三座智慧工厂：两江智慧工厂生产问界 M5，凤凰工厂生产问界 M7，赛力斯超级工厂生产问界 M9	高端混动 SUV 竞争格局好，问界品牌溢价能力强，国内市场潜力 80-120 万台
奇瑞汽车	智界	主打中档和中高端产品，覆盖轿车和 SUV	超二工厂：年产能 50 万辆	对标特斯拉、极氪、小米，市场竞争相对激烈
北汽蓝谷	享界	主打行政高端的用户，宜商宜家	北京密云工厂总体产能规划 12 万台/年	定位接近问界，高端轿车与问界形成互补，潜在市场规模可观
江淮汽车	尊界	百万级车型	肥西工厂 20 万台产能准备	百万级豪车鲜有自主车企涉足，长期市场潜力有望达到 5-10 万台左右

资料来源：腾讯汽车，华为余承东公开演讲，各公司公告，《从 B 端、C 端剖析华为智能车的业务潜力》，平安证券研究所

问界所处的高端混动逐渐扩容，竞争格局好。目前高端混动车渗透率正处于快速提升中，根据乘联会统计数据显示，24 年 1-9 月 20 万元以上乘用车市场中插混车的渗透率为 22%，相比 2023 年提升超过 5 个百分点。而从竞争格局来看，目前国内高端混动的主要玩家为理想和问界，参与玩家较少。

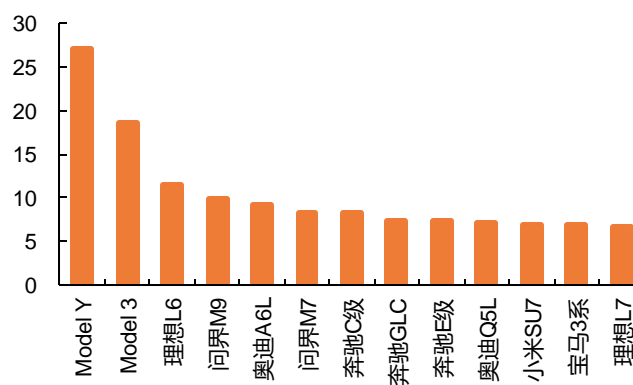
问界系列的国内市场潜力可达到 100 万台。从燃油车向新能源转化过程中，混动是更容易被接受的技术路线，目前在 20 万元以上的燃油车领域依然有多款月销过万的车型，这也为问界等高端混动玩家提供了广阔的渗透空间。假设我国 20 万元以上乘用车零售规模达到 800 万台，其中 SUV 约占 50%，则问界系列所处的市场总量在 400 万台左右，假设问界占据该市场容量的 20%~30%，则问界系列在国内的规模潜力可达到 100 万台左右。

图表10 20万元以上插混(含增程)渗透率快速提升



资料来源: 乘联会统计数据, 平安证券研究所

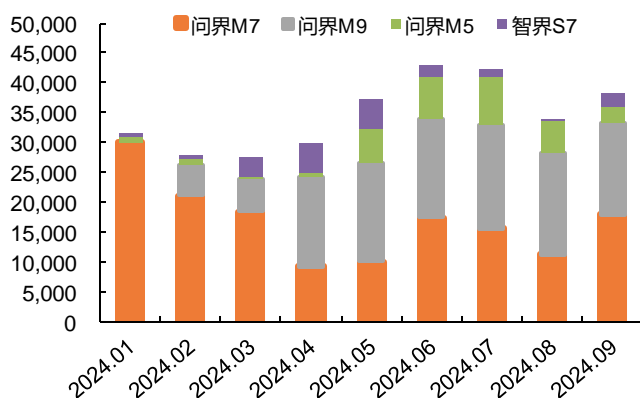
图表11 20万以上热销车型近半年批发量情况(24.04月~24.09月) 单位:万台



资料来源: 懂车帝, 平安证券研究所

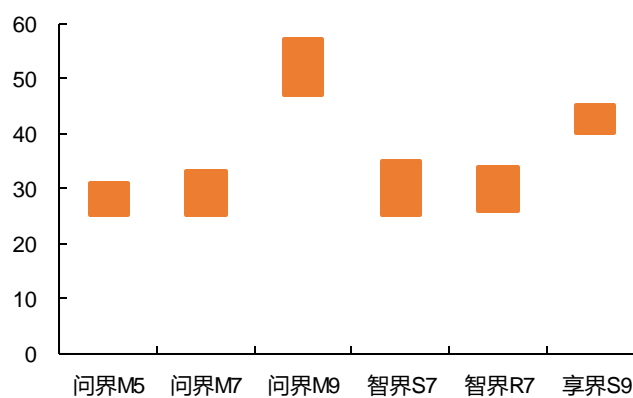
对于华为而言, 现阶段问界是引望做大做强关键。从引望公司的发展角度来看, 在其他“三界”暂未起量, 其它华为智能车客户规模尚小的情况下, 问界依然是华为最为倚重的智能车样板间, 根据赛力斯公告的《重大资产购买报告书》中披露, 2024年上半年引望的最大客户A(即问界)贡献的营收占引望总营收的63.38%, 问界是引望最重要的客户。2024年8月, 赛力斯张兴海表示:“赛力斯将坚定支持引望成为汽车产业智能化开放平台, 力争三年实现问界年产销百万量级目标, 带动引望百万台套供应, 实现共赢。”

图表12 华为智选车销量结构 单位:台



资料来源: 乘联会, 平安证券研究所

图表13 华为智选已公布车型售价区间 单位:万元



资料来源: 鸿蒙智行, 平安证券研究所

图表14 引望公司2024年上半年前五名客户销售情况

序号	客户名称	销售金额/万元	占营业收入比例	是否为关联方
1	客户A	661372.92	63.38%	否
2	客户B	96952.07	9.29%	否
3	客户C	95163.31	9.12%	否
4	客户D	49382.12	4.73%	否
5	客户E	41985.74	4.02%	否
合计		944856.16	90.55%	-

资料来源: 公司公告《重大资产购买报告书》, 平安证券研究所

四、赛力斯入股引望公司，后续升值潜力大

4.1 入股引望，与华为合作进一步深化

入股引望公司 10% 股权，与华为合作进一步深化。2024 年 8 月公司公告，其子公司赛力斯汽车拟以支付现金的方式受让华为技术有限公司持有的深圳引望智能技术有限公司 10% 的股权。公司成为第二家入股引望公司（华为车 BU）的车企，根据公司公告，引望目前估值 1150 亿，交易完成后公司与阿维塔（长安汽车持股阿维塔 40.99% 的股权）将各自持有引望 10% 的股权，华为持有引望 80% 的股权。对于赛力斯而言，入股引望将在股权合作以及实际业务运营过程中继续深化与华为的合作关系，在股权端持有引望公司 10% 的股权，是引望公司重要的股东之一，将充分受益引望公司未来的增值潜力。而在实际业务端，问界目前是华为智选车中影响力最大的整车品牌，也是引望公司最大的客户。

智能驾驶产品线是引望公司（车 BU）最大的业务板块。引望公司的前身是华为车 BU，车 BU 成立于 2019 年，成立初期便定位面向智能网联汽车的增量部件核心供应商，华为车 BU 的业务覆盖了智能驾驶、智能座舱、智能车载光、智能车控、智能车云五大解决方案，以上业务将注入到引望公司实现独立运营。智能驾驶是引望公司最大的业务板块，产品主要包括 ADS 系统、智驾计算平台和传感器（激光雷达和毫米波雷达）。华为智驾方案分为高阶版和基础版，其中高阶智驾已经迭代到 3.0 版本。基础版智驾方面，车 BU 在 24 年 4 月发布了乾崮 ADS SE，无激光雷达，可实现高速 NOA 和智能泊车功能。

智驾硬件成本持续下降，长期看高阶智驾硬件成本有望下降到 1 万元以内。根据 Momenta 创始人曹旭东的观点，智驾硬件成本遵循摩尔定律，硬件成本每两年降低一半。何小鹏在中国电动汽车百人会论坛（2024）上表示，如果高阶智能辅助驾驶要快速占领市场，需要将成本控制在在一万或者两万以内，小鹏汽车 2024 年下半年推出的 AI 鹰眼视觉智驾方案将降低 50% 的辅助驾驶硬件成本。

智能座舱业务是车 BU 的第二大业务。车 BU 智能座舱负责实现鸿蒙系统在车上的应用，车企可以选择只购买基于麒麟芯片的鸿蒙车机系统，也可以购买集成了鸿蒙车机、乾崮音响、乾崮车载智慧屏、鸿蒙座舱生态的鸿蒙座舱。根据晚点团队的数据，单独购买鸿蒙车机的价格在几千元，客户主要有阿维塔、北汽极狐等，而鸿蒙座舱每套价格在 1 万-2 万元，主要客户是智选车的合作厂商。

图表 15 引望公司（华为车 BU）主要业务汇总

产品解决方案	主要产品或业务	当前主要搭载车型
乾崮智驾	乾崮 ADS、智驾计算平台、传感器（激光雷达和毫米波雷达）	问界系列、阿维塔、智界、享界等
鸿蒙座舱	鸿蒙车机系统、乾崮音响、乾崮车载智慧屏、鸿蒙座舱生态、高性能车机	问界系列、阿维塔、智界、享界等
乾崮车载光	光场屏、AR-HUD、智能车灯模组	华为 AR-HUD 搭载到飞凡、问界 M9 车型，智能车灯解决方案搭载到问界 M9 中
乾崮车控	乾崮 iDVP、X-Motion、热管理系统	问界 M9、智界、享界
乾崮车云服务	车联网连接服务、车辆故障预警与远程诊断、数字钥匙、OTA 云服务、车联网安全服务、应用服务	
其他	1、研发管理部：车 BU 的研发中台，管理所有技术人员和开发流程； 2、解决方案部：团队派驻在赛力斯等华为智选车企，负责整车的研发和管理； 3、MKT 与销售部：负责车 BU 产品的销售工作。	

资料来源：华为智能汽车解决方案官网，晚点 Auto，平安证券研究所

引望公司已实现扭亏为盈，且盈利能力较强。根据华为 2023 年报披露，自车 BU 成立以来，累计研发投入超过 300 亿人民币，研发团队规模达到 7000 人。根据第一财经报道，余承东此前曾表示，车 BU 此前是华为唯一亏损的业务板块，但进入到 2024 年随着问界的热销，带动华为车 BU 实现盈利，根据公司公布的《深圳引望智能技术有限公司模拟审计报告》中显

示，24年上半年引望公司实现营收104亿元，毛利率达到55.4%，净利润达到22.3亿元，净利润率达到了21.4%。

图表16 深圳引望模拟合并利润表 单位：百万元

	2024年1-6月	2023年	2022年
营业收入	10435	4700	2098
营业成本	4658	3190	1726
税金及附加	42	19	8
销售费用	124	254	283
管理费用	55	106	
研发费用	3422	7181	7656
财务费用	-11	3	4
其他收益	115	480	4
信用减值损失	-30	-18	-10
资产减值损失	0	-7	-1
净利润	2231	-5597	-7587

资料来源：《深圳引望智能技术有限公司模拟审计报告》，平安证券研究所

4.2 引望未来增值空间大

引望（车BU）独立运营，营收规模潜力超过千亿。根据我们在2024年7月23日发布的深度报告《从B端、C端剖析华为智能车的业务潜力》中测算，引望公司业务达到成熟状态时的营收规模在1275亿~1650亿元之间，以15%的净利润率测算，则对应年净利润在191亿~248亿元。车BU CEO 靳玉志在2024年接受采访时也曾表示，车BU（未来）肯定是千亿以上的体量，而支撑车BU千亿以上的体量主要靠鸿蒙座舱和乾崮智驾。

公司有望受益于引望公司未来的增值红利。参考当前成熟科技公司30倍PE估值以及引望公司远期的市场空间，引望远期市值空间有望达到5737亿~7425亿元，相比公司入股引望1150亿的估值仍有较大的增长空间。

图表17 引望公司长期的业务规模测算

解决方案	主要产品	乘用车总销量/ 万台	行业渗透率	车BU份额	单车价格/万元	营收/亿元
智能驾驶	高阶版	3000	33%	40%	1.5（含软件价格）	600
	基础版	3000	50%	25%	0.4	150
智能座舱	鸿蒙车机、乾崮音响、乾崮车载智慧屏、鸿蒙座舱生态	3000	100%	25%	0.5~1.0	375~750
其他	车载光、智能车控、智能车云	3000	100%	10%	0.5	150
合计						1275~1650

备注1：假设乘用车总销量规模达到3000万台；

备注2：高阶智驾逐步覆盖20万元以上的乘用车市场，则搭载高阶智驾的车型约占乘用车总规模的1/3左右。引望是国内为数不多的具备高阶智驾量产经验的成熟供应商，具备一定的稀缺性，预计其市场份额达到40%；

备注3：基础版智驾逐步覆盖10~20万元的乘用车市场，搭载基础版智驾的车型占乘用车总规模的50%左右，目前基础版智驾玩家包括地平线、大疆、华为等，华为有望成为基础版智驾的重要玩家，假设其市场份额达到25%，单车配套价格在现有

基础上下降到 4000 元左右；

备注 4：车 BU 智能座舱覆盖完备的智能座舱产品，国内与华为车 BU 类似的智能座舱供应商较少，假设车 BU 智能座舱业务市场份额达到 25%，对应 750 万台搭载量/年，考虑到不同车型可搭载华为智能座舱的产品组合不同，因此单车配套价格差异较大，此处取 0.5 万~1 万元/车作为测算基础；

备注 5：除智能驾驶和智能座舱业务外，车 BU 其他业务范围较广，包括车载光业务（产品如 AR-HUD、智能车灯等）、智能车控业务（产品如“途灵底盘”）和智能车云业务，不同的产品组合单车配套价格差异较大，此处取 0.5 万元/车，300 万台搭载量/年作为测算基础，预计其他业务的年营收规模有望达到 150 亿元。

资料来源：《从 B 端、C 端剖析华为智能车的业务潜力》，平安证券研究所测算

高阶智驾车保有量日渐走高，华为系在未来的胜出几率更大。从端到端的技术路线看，我们认为本土头部玩家各有差异，但总体趋同，我们认为未来各家智驾的体验很大程度上取决于训练的里程数据。目前看，国内头部玩家高阶智驾车型保有量在 20-30 万台之间（截至 24 年 8 月），各家车企并未拉开明显差距，但从未来发展趋势看，我们认为华为系胜出的概率更大。华为在智能驾驶领域有着软硬一体、车云一体的高度垂直整合优势，智驾方案迭代较快。华为系车型销量处于快速增长期，且华为基础版智驾在技术架构上与高阶智驾同源，目前已下沉至 15 万级别市场，有望进一步提升华为智驾车型保有量。随着以问界 M9 为代表的鸿蒙智行车型热销，其很可能成为国内高阶智驾搭载车型保有量最高的自主品牌，华为车 BU CEO 靳玉志在 2024 年乾崑发布会预计，到 2024 年底累计将有 50 万台车搭载乾崑智驾。我们预计到 2025 年搭载华为智驾的车型保有量将超过 100 万台。

图表 18 国内智驾头部车企智驾车型保有量以及新增智驾里程对比

车企	高阶智驾车型保有量 (截至 24 年 8 月底)	主要高阶智驾车型	24 年国庆假期智驾里程数据对比
华为系	约 32 万台 (预计到 24 年底达到 50 万台)	问界、智界、阿维塔等	国庆假期期间智驾总里程 8571.7 万公里，其中城区智驾总里程 1334.9 万公里，高速智驾总里程 7236.8 万公里
理想汽车	接近 30 万台	MEGA、L6/7/8/9 AD Max 车型	国庆假期期间智驾总里程 8213.5 万公里，其中城区智能驾驶里程 726.1 万公里，高速智能驾驶里程 7487.4 万公里
小鹏汽车	约 20 万台	G6/G9/X9/P7	国庆假期期间高速智驾总里程 2649.5 万公里，用户渗透率 81.19%，城市智驾总里程 143 万公里，用户渗透率 71.63%
蔚来	约 32 万台	蔚来旗下 NT2.0 平台车型	蔚来国庆假期期间领航辅助开启里程 4485 万公里，其中城市 NOP+总里程 117 万公里

资料来源：各公司官方微信公众号，平安证券研究所测算

五、盈利预测与投资建议

5.1 主要关键假设

问界 M5：根据乘联会数据，2024 年前三季度 M5 销量达到 3.3 万台，预计 24 年全年 M5 销量为 4.8 万台。公司目前并未披露 M5 的改款换代计划，假设 M5 的换代升级车型将在 2026 年上市，据此假设 M5 在 25/26 年的销量分别为 5 万/11 万台。毛利率方面，预计 M5 毛利率是目前问界系列所有车型中最低的。

问界 M7：根据乘联会数据，2024 年前三季度 M7 销量超过 15 万台，预计 24 年全年 M7 销量将达到 20 万台。考虑到 M7 在 23 年下半年曾累积大量订单，导致 M7 在 24 年上半年销量较高，预计 25、26 年 M7 销量相比 24 年会有一定幅度下滑，我们预计 M7 在 25/26 年销量分别为 15 万/18 万台。毛利率方面，根据公司 24 年一季度的毛利率数据大致测算（24 年一季

度主销车型为问界 M7)，M7 的毛利率在 22%以上，但考虑到 M7 后续单季度销量相比 1Q24 有所下滑，因此假设 M7 在 2024~2026 年毛利率在 20%左右。

问界 M8: M8 (车型名称暂未确定，此处以 M8 代指，下同) 是公司 2025 年即将推出的全新车型，定位介于 M7 和 M9 之间，售价预计在 40 万元左右。我们认为 M8 有望复制 M9 的成功经验，成为 40 万元级别的一款爆款车型，我们预计 M8 在 2025~2026 年销量分别为 13.2 万/17.6 万台。我们预计 M8 的毛利率依然可观，假设其毛利率达到 30%左右。

问界 M9: 根据鸿蒙智行公布的数据，问界 M9 上市 10 个月累计大定突破 16 万台，是国内 50 万以上的销量冠军，目前 M9 依然有较充足的储备订单，但我们认为随着 M8 在 2025 年上市，可能会对 M9 造成一定分流，我们预计 M9 在 2024~2026 年销量有望达到 15.6 万/15.2 万/15.2 万台。毛利率方面，M9 毛利率高于其他车型，假设其毛利率在 34%左右。

综合上述汽车销量预测以及毛利率假设，我们预计公司 2024~2026 年汽车整车业务营业收入为 1414 亿/1720 亿/2089 亿元，预计公司 2024~2026 年汽车整车业务毛利率为 25.9%/27.4%/26.8%。

图表19 问界销量预测 单位：万台

车型	2023A	2024E	2025E	2026E
M5	3.5	4.8	5.0	11.0
M7	6.8	20.0	15.0	18.0
M8	0.0	0.0	13.2	17.6
M9	0.0	15.6	15.2	15.2
合计	10.4	40.4	48.4	61.8

资料来源：乘联会，平安证券研究所预测

图表20 公司汽车整车业务营收测算与毛利率假设 单位：亿元

	2024E	2025E	2026E
问界 M5			
营收	108	112	245
毛利率	15.0%	15.0%	18.0%
毛利润	16	17	44
问界 M7			
营收	548	411	493
毛利率	20.0%	20.0%	20.0%
毛利润	110	82	99
问界 M8			
营收		460	613
毛利率		30.0%	30.0%
毛利润		138	184
问界 M9			
营收	688	667	667
毛利率	34.0%	34.0%	34.0%
毛利润	234	227	227
其他整车业务			
营收	70	70	70
毛利率	10.0%	10.0%	10.0%

毛利润	7	7	7
合计			
营收	1414	1720	2089
毛利率	25.9%	27.4%	26.8%
毛利润	367	471	561

资料来源：平安证券研究所预测

5.2 公司盈利预测与估值分析

我们预计公司零部件及其他业务在 2024~2026 年营收分别为 70 亿/85 亿/100 亿元，毛利率维持在 12%左右，结合上述公司整车业务预测，预计公司 2024~2026 年营收分别为 1484 亿/1805 亿/2189 亿元，毛利率分别为 25.3%/26.6%/26.2%。

图表21 公司营业收入与毛利率预测 单位：亿元

	2023A	2024E	2025E	2026E
汽车整车业务				
营收	336	1414	1720	2089
同比增速	7.3%	321.3%	21.7%	21.4%
毛利率	9.5%	25.9%	27.4%	26.8%
毛利润	32	367	471	561
零部件及其他业务				
营收	23	70	85	100
同比增速	-19.1%	206.3%	21.4%	17.6%
毛利率	23.4%	12.0%	12.0%	12.0%
毛利润	5	8	10	12
合计				
营收	358	1484	1805	2189
同比增速	5.1%	314.0%	21.7%	21.2%
毛利率	10.4%	25.3%	26.6%	26.2%
毛利润	37	375	481	573

资料来源：公司财报，平安证券研究所预测

我们判断 M9 在巩固已有成果的基础上，M8 将成为公司在 2025 年盈利进一步释放的关键，我们预计公司 2024~2026 年公司净利润为 65 亿/103 亿/128 亿元，对应当前 PE 估值为 32.2/20.3/16.2 倍。我们选取长安汽车、长城汽车以及新能源业务已实现盈利的理想汽车、比亚迪作为可比公司，2024~2026 年同行业可比公司平均 PE 估值为 23.3/18.0/15.0 倍，公司估值水平略高于同行业可比公司，但考虑到公司问界品牌在未来的成长性，以及公司入股引望公司 10%的股权在未来的增值潜力，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

图表22 公司与可比公司估值对比

股票代码	公司	市值/亿元 (20241105)	净利润/亿元			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2015.HK	理想汽车	1,907	77	140	199	24.7	13.6	9.6
002594.SZ	比亚迪	8,946	385	466	548	23.2	19.2	16.3
601633.SH	长城汽车	2,323	127	140	159	18.3	16.6	14.6

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

000625.SZ	长安汽车	1,417	52	63	73	27.0	22.5	19.4
可比公司均值						23.3	18.0	15.0
601127.SH	赛力斯	2,081	65	103	128	32.2	20.3	16.2

备注：各公司净利润预测为平安证券研究所预测值。

资料来源：Wind，平安证券研究所预测

六、风险提示

- 1、宏观经济下行压力加大。宏观经济下滑将导致汽车消费需求不足，这将导致公司销量不达预期；
- 2、竞争日益激烈，问界系列销量可能不达预期。高端 SUV 玩家可能日益增多，问界系列的竞争力可能出现下滑，进而影响问界的销量以及公司业绩；
- 3、公司盈利水平可能出现波动。问界的竞争力一定程度上来自于华为的赋能，其业务模式可能导致公司盈利水平可能出现波动；
- 4、引望公司发展不达预期。公司是引望公司的股东，如果引望公司新客户或业务拓展不达预期，一定程度上将影响公司估值；
- 5、股价异常波动风险。公司股价于 2024 年 11 月 4 日、11 月 5 日连续两个交易日内收盘价格涨幅偏离值累计达到 20% 以上，提醒投资者注意投资风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	26117	114815	148578	193180
现金	13161	62883	85972	117384
应收票据及应收账款	2968	15284	18598	22544
其他应收款	2237	9306	11324	13727
预付账款	1868	5172	6294	7630
存货	3529	15310	18288	22315
其他流动资产	2354	6860	8101	9580
非流动资产	25128	25588	25479	25054
长期投资	2042	3092	4242	5442
固定资产	10730	11775	12271	12353
无形资产	9544	8093	6613	5106
其他非流动资产	2811	2628	2352	2153
资产总计	51245	140402	174057	218234
流动负债	37576	120066	143257	174380
短期借款	786	600	345	135
应付票据及应付账款	30150	98017	117085	142867
其他流动负债	6640	21449	25827	31377
非流动负债	6469	6679	6884	7099
长期借款	3082	3292	3497	3712
其他非流动负债	3387	3387	3387	3387
负债合计	44045	126745	150141	181478
少数股东权益	-4206	-4206	-4206	-4206
股本	1510	1510	1510	1510
资本公积	17874	17874	17874	17874
留存收益	-7978	-1520	8738	21579
归属母公司股东权益	11406	17864	28122	40962
负债和股东权益	51245	140402	174057	218234

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6203	53645	27032	35348
净利润	-4157	6458	10258	12840
折旧摊销	2581	3882	4409	4874
财务费用	-16	-200	-250	-300
投资损失	-1789	-160	-180	-200
营运资金变动	8883	43700	12772	18143
其他经营现金流	700	-36	24	-10
投资活动现金流	-2973	-4147	-4144	-4241
资本支出	3227	3200	3150	3250
长期投资	608	-1050	-1150	-1200
其他投资现金流	-6808	-6297	-6144	-6291
筹资活动现金流	-1269	224	200	305
短期借款	-1292	-186	-255	-210
长期借款	1318	210	205	215
其他筹资现金流	-1294	200	250	300
现金净增加额	1958	49722	23089	31412

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	35842	148371	180547	218855
营业成本	32119	110871	132440	161603
税金及附加	904	4006	4875	5690
营业费用	5465	17805	21666	25168
管理费用	1653	3116	3791	4377
研发费用	1696	6083	7222	8754
财务费用	-16	-200	-250	-300
资产减值损失	-424	-1000	-1050	-1100
信用减值损失	-83	-80	-90	-100
其他收益	548	1300	1400	1500
公允价值变动收益	22	100	150	200
投资净收益	1789	160	180	200
资产处置收益	133	0	0	0
营业利润	-3994	7170	11393	14262
营业外收入	48	20	20	20
营业外支出	136	15	15	15
利润总额	-4081	7175	11398	14267
所得税	76	718	1140	1427
净利润	-4157	6458	10258	12840
少数股东损益	-1707	0	0	0
归属母公司净利润	-2450	6458	10258	12840
EBITDA	-1516	10858	15557	18841
EPS (元)	-1.62	4.28	6.79	8.50

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	5.1	314.0	21.7	21.2
营业利润(%)	18.9	279.6	58.9	25.2
归属于母公司净利润(%)	36.1	363.6	58.8	25.2
获利能力				
毛利率(%)	10.4	25.3	26.6	26.2
净利率(%)	-6.8	4.4	5.7	5.9
ROE(%)	-21.5	36.2	36.5	31.3
ROIC(%)	365.4	2401.2	-31.2	-29.9
偿债能力				
资产负债率(%)	85.9	90.3	86.3	83.2
净负债比率(%)	-129.1	-431.9	-343.4	-308.9
流动比率	0.7	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.7	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.7	1.1	1.0	1.0
应收账款周转率	12.1	9.7	9.7	9.7
应付账款周转率	1.6	2.3	2.3	2.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-1.6	4.3	6.8	8.5
每股经营现金流(最新摊薄)	4.1	35.5	17.9	23.4
每股净资产(最新摊薄)	7.6	11.8	18.6	27.1
估值比率				
P/E	-85.0	32.2	20.3	16.2
P/B	18.2	11.7	7.4	5.1
EV/EBITDA	-68.6	14.6	8.9	5.9

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层