

赛力斯 (601127.SH)

鸿蒙智行排头兵，自主豪华新标杆

高端家用高景气，公司主力车型竞争力强。行业层面，据我们测算，预计2024年乘用车销量2749万辆，同比+5.7%，以旧换新政策带动内需超预期。对于自主品牌，新能源仍是主力增量市场，截至2024Q3，自主在油车/纯电/插混行业市占率分别为34%/82%/98%。分价格看，截至2024H1，自主品牌在15-25/30-35/45-50万元价格带，市场份额快速提升。公司现有车型包括问界M5/M7/M9，其中M7/M9定位豪华家用，持续热销，此外问界M8有望年内发布，预计整体销量维持快速增长。

华为技术、渠道赋能，公司合作深化，有望持续受益。技术层面，华为途灵底盘、鸿蒙车机与乾崑智驾等技术标签深度赋能汽车行业。其中华为智驾在成本、算法、数据方面皆具优势，ADS3.0+ADS SE方案匹配各价格带需求，城市NCA能力行业领先。鸿蒙车机版本持续迭代，HarmonyOS 4.0全面引入大模型能力，座舱交互体验强。渠道层面，华为较传统车企具备天然流量优势，数码和汽车产品相互引流，鸿蒙智行门店数量2025年有望冲击1000家，渠道铺设领先新势力。公司2024年1月与华为数字能源技术有限公司达成全面战略合作协议，7月收购“问界”商标，8月入股引望10%股权，与华为合作再上台阶，未来有望持续受益。

销量强势+规模效应提升，盈利能力有望持续提升。公司当前已迈过盈亏平衡线，问界2024前三季度销量分别8.4/9.9/11万辆，单车净利润0.3/1.4/2.2万元。展望后市，目前公司车型销量强势，两江、凤凰、超级三大工厂投产，产能瓶颈全面打开。此外，2024年以来全面升级供应链，引入优质零部件供应商，助力单车成本进一步下行。强销量+高效供应链的配合下，公司盈利能力有望持续提升，利润率有望对标同价位合资车企。

盈利预测与估值：预计公司2024-2026年归母净利润分别为67/100/128亿元，同比+372%/+50%/28%，对应PE分别为30/20/16倍。公司业绩在2024前三季度已顺利实现扭亏，后续销量、利润有望维持高增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，政策落地不及预期，测算各假设可能产生的风险，新车不达预期风险，与华为合作变动风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	34,105	35,842	152,917	197,250	226,838
增长率 yoy (%)	104.0	5.1	326.6	29.0	15.0
归母净利润(百万元)	-3,832	-2,450	6,672	10,006	12,802
增长率 yoy (%)	-110.1	36.1	372.4	50.0	27.9
EPS 最新摊薄(元/股)	-2.54	-1.62	4.42	6.63	8.48
净资产收益率(%)	-33.6	-21.5	43.2	60.9	84.4
P/E(倍)	—	—	30.4	20.3	15.9
P/B(倍)	17.8	17.8	13.2	12.4	13.4

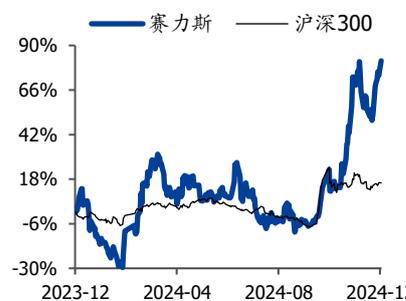
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2024年12月10日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	乘用车
12月10日收盘价(元)	134.50
总市值(百万元)	218,540.97
总股本(百万股)	1,509.78
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	66.92

股价走势



作者

分析师 丁逸滕

执业证书编号: S0680521120002

邮箱: dingyimeng@gszq.com

分析师 刘伟

执业证书编号: S0680522030004

邮箱: liuwei@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	26976	26117	118154	150682	168909
现金	16365	13161	74457	95123	105454
应收票据及应收账款	1781	2446	10435	13461	15480
其他应收款	1002	2237	9545	12312	14159
预付账款	442	1868	6624	8501	9747
存货	3993	3529	12512	16059	18413
其他流动资产	3393	2875	4580	5225	5656
非流动资产	20072	25128	28982	33684	38461
长期投资	41	2042	3032	4195	5439
固定资产	9140	8748	9209	9549	9799
无形资产	6910	9544	11612	13817	16048
其他非流动资产	3980	4793	5128	6123	7176
资产总计	47048	51245	147135	184367	207371
流动负债	32331	37576	129918	166079	190091
短期借款	2079	786	536	386	286
应付票据及应付账款	25670	30150	106894	137195	157301
其他流动负债	4583	6640	22487	28498	32504
非流动负债	4914	6469	6447	6902	7300
长期借款	1192	1375	1075	1075	1075
其他非流动负债	3722	5094	5372	5827	6225
负债合计	37245	44045	136365	172981	197391
少数股东权益	-1617	-4206	-4671	-5056	-5183
股本	1497	1510	1510	1510	1510
资本公积	15295	17874	15715	15715	15715
留存收益	-5248	-7694	-1513	-513	-1793
归属母公司股东权益	11420	11406	15442	16442	15162
负债和股东权益	47048	51245	147135	184367	207371

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-1169	6398	66066	34289	27648
净利润	-5221	-4157	6206	9622	12675
折旧摊销	2311	2776	2128	2290	2394
财务费用	336	312	141	143	152
投资损失	0	-1818	-1529	-1973	-2268
营运资金变动	1107	8883	61730	24449	16216
其他经营现金流	298	401	-2610	-242	-1521
投资活动现金流	-4154	-2973	-1874	-4779	-3382
资本支出	-2617	-3143	-3063	-5589	-4406
长期投资	-2377	958	-990	-1162	-1245
其他投资现金流	840	-789	2179	1973	2268
筹资活动现金流	6325	-1269	-2905	-8844	-13935
短期借款	-31	-1292	-250	-150	-100
长期借款	-655	183	-300	0	0
普通股增加	137	13	0	0	0
资本公积增加	7208	2579	-2158	0	0
其他筹资现金流	-334	-2751	-196	-8694	-13835
现金净增加额	1008	2152	61296	20666	10331

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	34105	35842	152917	197250	226838
营业成本	30244	32119	113876	146156	167575
营业税金及附加	926	904	4004	5069	5884
营业费用	4820	5465	21867	27221	31304
管理费用	1775	1653	3823	4142	4764
研发费用	1314	1696	6881	7890	9074
财务费用	172	-16	-122	-1346	-1751
资产减值损失	-306	-424	-41	-44	-48
其他收益	522	548	765	986	1134
公允价值变动收益	-170	22	0	0	0
投资净收益	-37	1789	1529	1973	2268
资产处置收益	281	133	2399	296	1580
营业利润	-4927	-3994	7240	11329	14924
营业外收入	33	48	127	69	82
营业外支出	36	136	66	79	94
利润总额	-4930	-4081	7302	11319	14912
所得税	290	76	1095	1698	2237
净利润	-5221	-4157	6206	9622	12675
少数股东损益	-1389	-1707	-465	-385	-127
归属母公司净利润	-3832	-2450	6672	10006	12802
EBITDA	-2492	-3056	9307	12263	15555
EPS (元/股)	-2.54	-1.62	4.42	6.63	8.48

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	104.0	5.1	326.6	29.0	15.0
营业利润(%)	-70.8	18.9	281.3	56.5	31.7
归属母公司净利润(%)	-110.1	36.1	372.4	50.0	27.9
获利能力					
毛利率(%)	11.3	10.4	25.5	25.9	26.1
净利率(%)	-11.2	-6.8	4.4	5.1	5.6
ROE(%)	-33.6	-21.5	43.2	60.9	84.4
ROIC(%)	-34.7	-48.6	38.3	50.3	71.1
偿债能力					
资产负债率(%)	79.2	85.9	92.7	93.8	95.2
净负债比率(%)	-117.2	-113.2	-643.5	-787.5	-999.1
流动比率	0.8	0.7	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.7	0.5	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	1.5	1.2	1.2
应收账款周转率	24.6	17.0	23.7	16.5	15.7
应付账款周转率	3.9	2.2	2.5	1.8	1.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-2.54	-1.62	4.42	6.63	8.48
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.77	4.24	43.76	22.71	18.31
每股净资产(最新摊薄)	7.56	7.55	10.23	10.89	10.04
估值比率					
P/E	—	—	30.4	20.3	15.9
P/B	17.8	17.8	13.2	12.4	13.4
EV/EBITDA	-19.4	-35.0	14.4	9.2	6.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 12 月 10 日收盘价

内容目录

一、赛力斯：高速增长的新能源汽车制造商.....	5
1.1 全面转型新能源，入股引望为品牌赋能.....	5
1.2 新能源汽车为核心业务，车型聚焦高端家用.....	6
1.3 规模效应带动业绩扭亏为盈，费用控制良好.....	8
二、高端家用行业高景气，公司深度受益华为赋能.....	10
2.1 新能源乘用车行业：自主强势，高端家用空间广阔.....	10
2.2 华为技术、渠道实力雄厚，有望深度赋能汽车行业.....	12
2.2.1 途灵底盘：技术独树一帜.....	12
2.2.2 鸿蒙车机：版本持续迭代，交互体验强.....	15
2.2.3 乾崮智驾：ADS3.0+ADS SE，智驾能力行业领先.....	16
2.2.4 渠道：门店铺设行业领先，强营销具备天然流量优势.....	18
2.3 公司与华为合作全面深化，深度受益华为赋能.....	19
三、销量强势+规模效应提升，公司盈利有望持续提升.....	21
3.1 问界：M7、M9 问鼎高端，M8 蓄势待发.....	21
3.2 产能瓶颈全面打开+供应链升级，盈利能力有望进一步提升.....	27
四、盈利预测与估值.....	30
风险提示.....	31

图表目录

图表 1: 公司历史沿革.....	5
图表 2: 公司股价&销量复盘.....	5
图表 3: 公司股权结构（截止 2024H1）.....	6
图表 4: 2024H1，公司分业务收入（亿元）及占比.....	6
图表 5: 2024H1，公司分业务毛利（亿元）及占比.....	6
图表 6: 公司旗下整车品牌.....	7
图表 7: 2024 前三季度，公司分品牌销量结构（万辆）.....	7
图表 8: 2024 年 1-10 月赛力斯新能源汽车销量.....	7
图表 9: 动力 BU 下辖公司介绍.....	7
图表 10: 动力 BU 合作客户.....	8
图表 11: 赛力斯营业收入与增长情况.....	8
图表 12: 赛力斯净利润及增速.....	8
图表 13: 赛力斯各项费用率情况.....	9
图表 14: 赛力斯研发投入及增速.....	9
图表 15: 乘用车行业销量（万辆）及新能源渗透率.....	10
图表 16: 行业销量测算（万辆）.....	10
图表 17: 分月度行业总量预测同比增速.....	11
图表 18: 油车行业销量（万辆）及自主品牌市占率（右轴）.....	11
图表 19: 纯电行业销量（万辆）及自主品牌市占率（右轴）.....	11
图表 20: 插混行业销量（万辆）及自主品牌市占率（右轴）.....	11
图表 21: 分价格带，自主品牌市场份额.....	12
图表 22: 2024Q3，35-50 万元市场，前十销量车型（万辆）.....	12
图表 23: 2024Q3，25-35 万元市场，前十销量车型（万辆）.....	12
图表 24: 途灵底盘配置信息一览.....	13
图表 25: 华为电驱系统产品一览.....	13
图表 26: “巨鲸”800V 高压电池平台性能.....	14
图表 27: 途灵底盘路面预瞄系统.....	14
图表 28: HUAWEI DATS 3.0 动态自适应扭矩控制系统.....	15
图表 29: HUAWEI xMotion 2.0 智能车身协同控制系统.....	15
图表 30: HarmonyOS 各版本情况一览.....	15

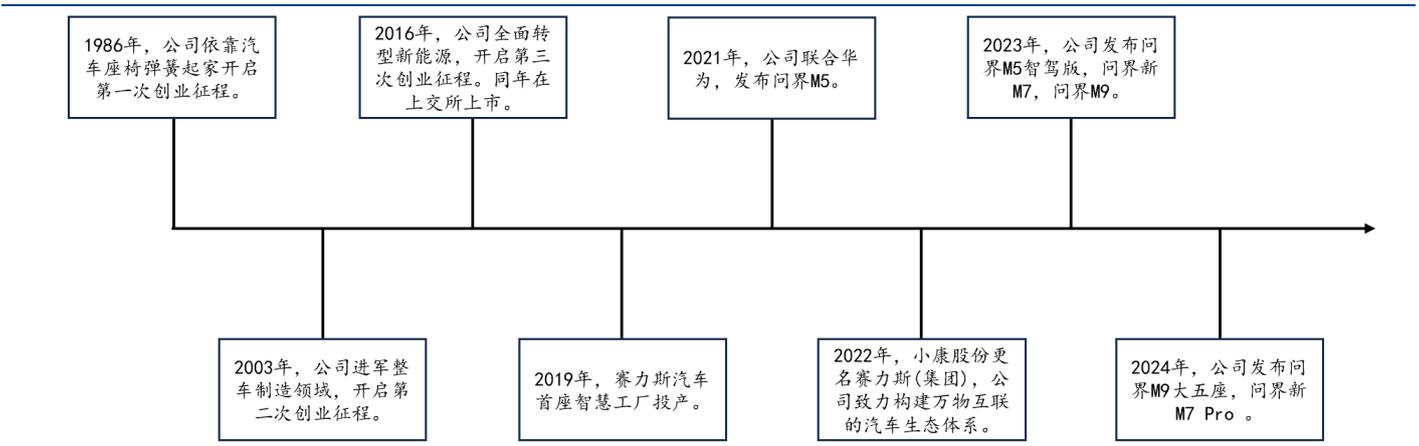
图表 31:	HarmonyOS 4.0 座舱系统	15
图表 32:	鸿蒙座舱合作车型	16
图表 33:	鸿蒙座舱带来全新体验	16
图表 34:	华为 ADS 端到端路线图	16
图表 35:	华为 ADS3.0 架构图	17
图表 36:	华为 PDP 网络示意图	17
图表 37:	华为 ADS3.0 云端训练能力	17
图表 38:	华为 ADS SE 自动驾驶能力	18
图表 39:	“乾崮”智驾品牌有望成为鸿蒙智行未来核心竞争力	18
图表 40:	鸿蒙智行与新势力门店数量对比 (家)	19
图表 41:	2023 年华为秋季全场景新品发布会, 重点预热问界 M9	19
图表 42:	宁德时代董事长曾毓群现身鸿蒙智行发布会	19
图表 43:	赛力斯集团与华为数字能源签署全面战略合作协议	20
图表 44:	公司与华为合作历程	20
图表 45:	问界车型销量 (2024M9, 万辆)	21
图表 46:	问界车型销量 (2024M1-M9, 万辆)	21
图表 47:	问界 M5 竞品对比	22
图表 48:	问界 M5 与竞品车型销量 (辆)	23
图表 49:	问界 M7 外形	23
图表 50:	问界 M7 竞品对比	24
图表 51:	问界 M7 与竞品车型销量 (辆)	25
图表 52:	问界 M9 外形	25
图表 53:	问界 M9 竞品对比	26
图表 54:	问界 M9 与竞品车型销量 (辆)	27
图表 55:	问界 M8 谍照	27
图表 56:	两江工厂、凤凰工厂、超级工厂产能释放	28
图表 57:	问界 M9 核心零部件配套供应商	28
图表 58:	公司季度销量 vs 单车净利润	29
图表 59:	公司收入及费用率预测, 亿元	30
图表 60:	盈利预测简表	30
图表 61:	可比公司估值 (亿元)	31

一、赛力斯：高速增长的新能源汽车制造商

1.1 全面转型新能源，入股引望为品牌赋能

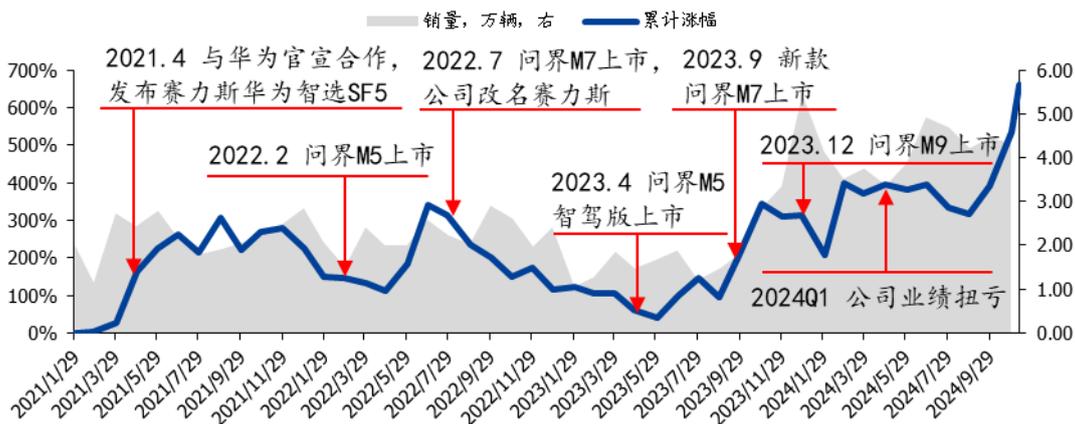
公司历史悠久，专注新能源汽车业务。公司成立于1986年，前身为小康股份有限公司，是一家以新能源汽车为核心业务的技术科技型汽车企业。历经三次征程，2016年全面转型新能源，2021年联合华为创立问界。公司于1986年以汽车座椅弹簧起家，开启第一次创业征程。2003年，公司进军整车制造领域，开启第二次创业征程。2016年，公司全面转型新能源，开启第三次创业征程。2021年联合华为创立问界品牌，不断推出新车型，自2021年公司发布问界M5以来，公司先后推出了问界M7，新M7 Pro，M9等多款新能源汽车。

图表1: 公司历史沿革



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

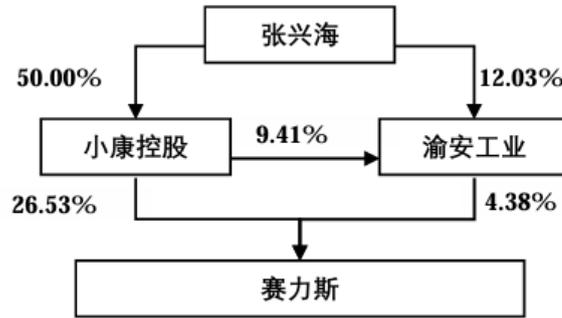
图表2: 公司股价&销量复盘



资料来源：Wind，人民资讯，汽车之家，公司公告，国盛证券研究所

公司股权比例相对集中，实际控制人为张兴海。截止2024H1，公司前三大股东分别为控股股东小康控股（张兴海持有其50%股份）、东风汽车集团有限公司以及渝安工业（张兴海持有其12.03%股份）。

图表3: 公司股权结构 (截止 2024H1)

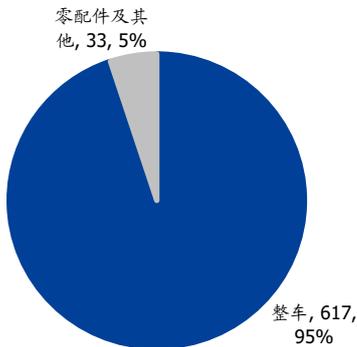


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 新能源汽车为核心业务, 车型聚焦高端家用

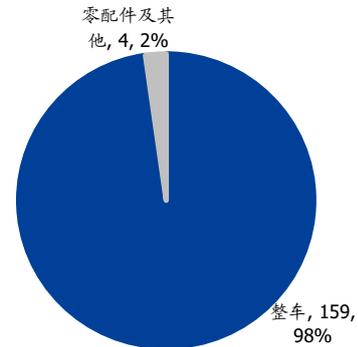
公司主营整车制造及销售。公司业务涉及新能源汽车及核心三电等产品的研发、制造、销售及服务, 现已形成集汽车整车、发动机、汽车零部件的自主研发、制造、销售及服务于一体的完整产业链。2024 上半年, 公司整车业务收入 617 亿元, 收入占比 95%; 毛利 159 亿元, 占比 98%, 是公司的绝对主营业务。零部件及其他收入 33 亿元, 收入占比 5%; 毛利 4 亿元, 占比 2%。

图表4: 2024H1, 公司分业务收入 (亿元) 及占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 2024H1, 公司分业务毛利 (亿元) 及占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

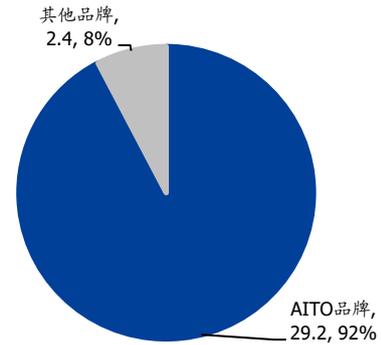
整车业务: 问界与华为深度合作, 快速发展。2024 年 1-10 月, 赛力斯新能源汽车累计销量已达到 35.3 万辆, 同比+311%。公司旗下整车品牌包括瑞驰、蓝电、AITO、DFSK 四大整车品牌。其中: 1) **AITO (问界)**: 公司目前主力品牌, 2024 年前三季度销量占比超 90%。公司在更名前 (小康股份有限公司) 就与华为合作发布问界 M5, 更名为赛力斯后, 先后发布问界 M7, 问界 M9 等爆款车型; 2) 瑞驰: 新能源商用车品牌, 公司于 2023 年通过增资方式引入外部投资者, 目前股权占比 49.88%; 3) 蓝电: 公司在去年 2023 年 3 月成立的新品牌, 由公司全资控股, 目前车型包括蓝电 E5 等; 4) DFSK: 公司原有整车品牌。

图表6: 公司旗下整车品牌



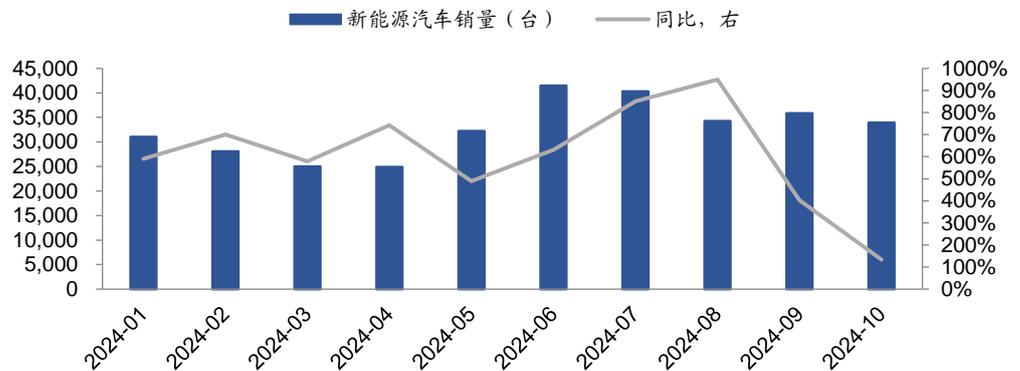
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表7: 2024 前三季度, 公司分品牌销量结构 (万辆)



资料来源: 公司公告, Marklines, 国盛证券研究所

图表8: 2024 年 1-10 月赛力斯新能源汽车销量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

零配件业务: 子公司动力 BU 负责供应链业务, 为客户提供系统化一站式解决方案。动力 BU 业务囊括增程混动产品、发动机总成、电驱总成、变速器、汽车部品产供销研。动力事业部下辖小康动力、金康动力、容大变速器、小康部品四大公司。实现发动机、变速器、电机电控、汽车部品等全产业链研发、制造、销售, 涵盖动力系统、传动系统、电驱动系统、智能发电系统、汽车内外饰等。

图表9: 动力 BU 下辖公司介绍

子公司	简介
金康动力	公司位于重庆大学城科技产业园, 占地 565 亩, 员工 1600 人, 总投资 31 亿, 主营电驱、电控、超级增程系统。
小康动力	公司专注于高效发动机和增程式动力系统, 涵盖汽油、柴油、混合动力及增程器系列。拥有新能源 DET&DHT 智能动力平台、ERI3.0 增程系统等, 排量 1.0 至 2.0L, 适用于乘用车、商用车等。
小康部品	公司主营汽车座椅及内外饰件, 拥有先进生产设备和行业领先的测试中心, 年产能力达 30 万台套, 产品出口南美、中东等多国。
容大变速器	公司主要从事汽车无级自动变速器 (CVT)、新能源传动部件、高端摩托车变速器的研发、生产、销售和技术服务。研发的 CVT 拥有完全自主知识产权, “金属带式无级变速器数字电液控制系统”等关键技术获国家专利 50 余项。产品覆盖发动机排量在 2.0 升及 1.5T 以下的乘用车, 综合性能居国内领先。

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表10: 动力 BU 合作客户

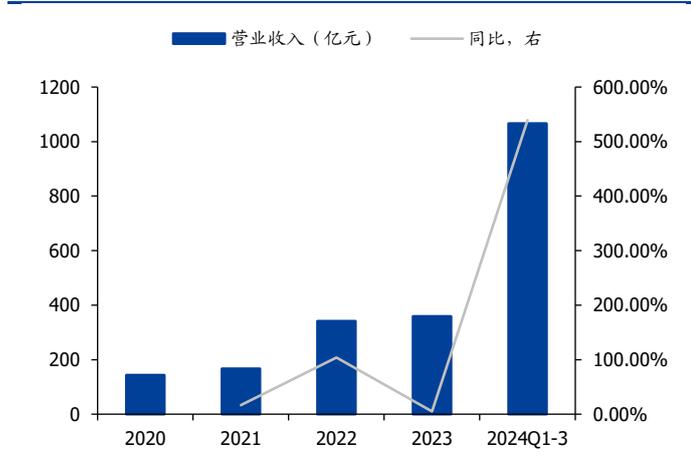


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1.3 规模效应带动业绩扭亏为盈, 费用控制良好

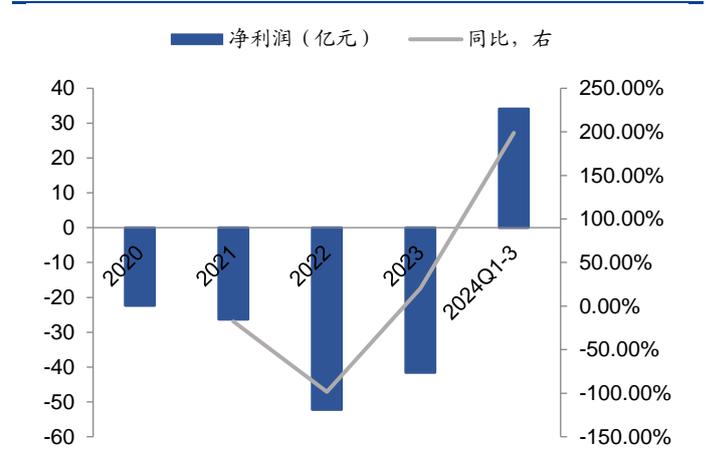
2024 年前三季度营业收入高速增长, 实现扭亏为盈。公司 2024Q1-3 营收 1066 亿元, 同比增长 539.24%。主要系公司新能源汽车产销量大幅增长所致。公司经历连续亏损后, 盈利情况得以修复, 2024 Q1-3 公司净利润为 34.10 亿元。

图表11: 赛力斯营业收入与增长情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

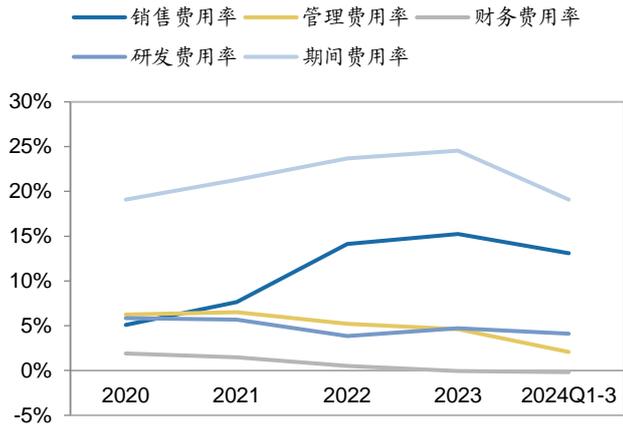
图表12: 赛力斯净利润及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

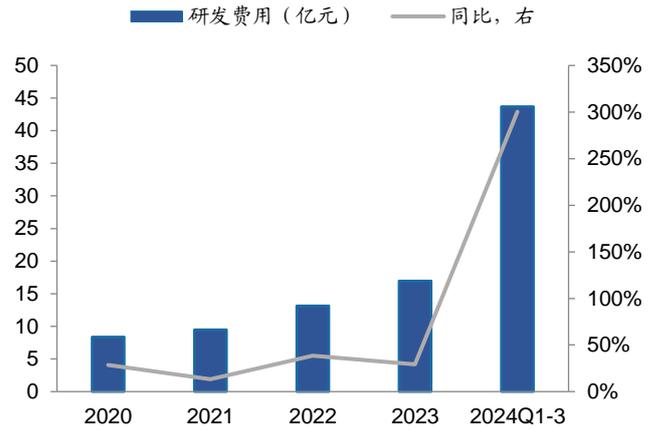
管理持续优化, 费用率呈下降趋势。2024Q1-3 公司销售费用率为 13%, 管理费用率为 2.07%; 财务费用率为-0.18%。同时, 公司大力加大研发费用, 2024Q1-3 公司研发费用为 44 亿元, 同比增长 300%, 占营业收入的 4.1%。

图表13: 赛力斯各项费用率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表14: 赛力斯研发投入及增速



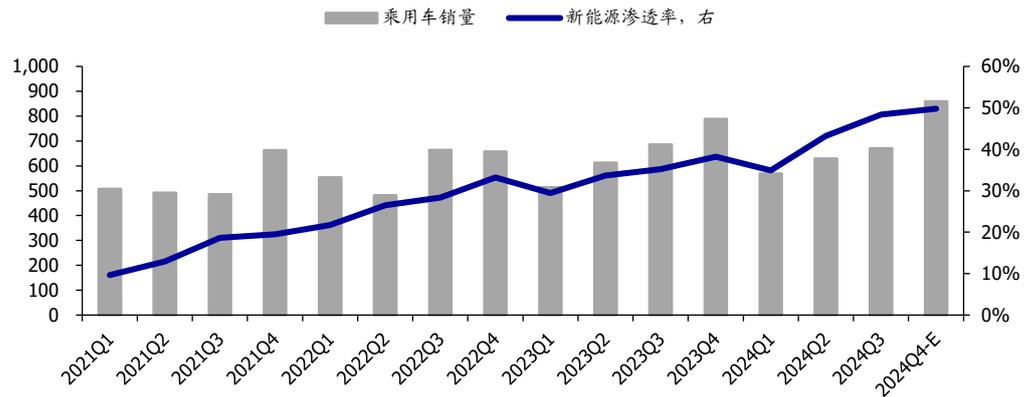
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、高端家用行业高景气，公司深度受益华为赋能

2.1 新能源乘用车行业：自主强势，高端家用空间广阔

乘用车行业：内需韧性强，新能源贡献主要增量。2024年以来，出口、以旧换新相继成为行业主线。上半年出口销量持续高增长，贡献了行业大部分增量；下半年以来，随着以旧换新补贴力度的大幅提高，政策效果加速体现，内需侧受益显著。

图表15: 乘用车行业销量(万辆)及新能源渗透率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

据我们测算，预计**2024**全年乘用车销量**2749**万辆，同比**+5.7%**，新能源**1235**万辆，渗透率**45%**。其中：1) 内需 2249 万辆，同比+2.5%，新能源 1113 万辆，渗透率 50%；2) 出口 500 万辆，同比+23%。分季度看，2024Q4 随着内需修复，同比有望维持较高增速。

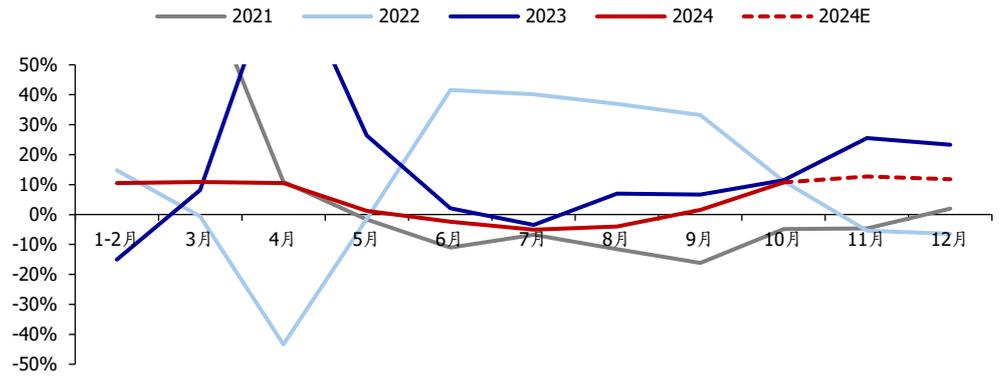
主要测算假设：1) 以旧换新政策发力，补贴金额大幅提高，内需侧持续发力；2) 出口受益各车企海外工厂投产，预计维持增长。

图表16: 行业销量测算(万辆)

	2022	2023	2024E
乘用车总量	2,355	2,601	2,749
yoy	9.7%	10.5%	5.7%
其中：新能源	654	900	1,235
新能源渗透率	28%	35%	45%
内需	2,102	2,193	2,249
yoy	5.8%	4.3%	2.5%
其中：新能源	589	788	1,113
新能源渗透率	28%	36%	50%
出口	253	408	500
yoy	57.6%	61.7%	22.5%
其中：新能源	65	112	122
新能源渗透率	26%	27%	24%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

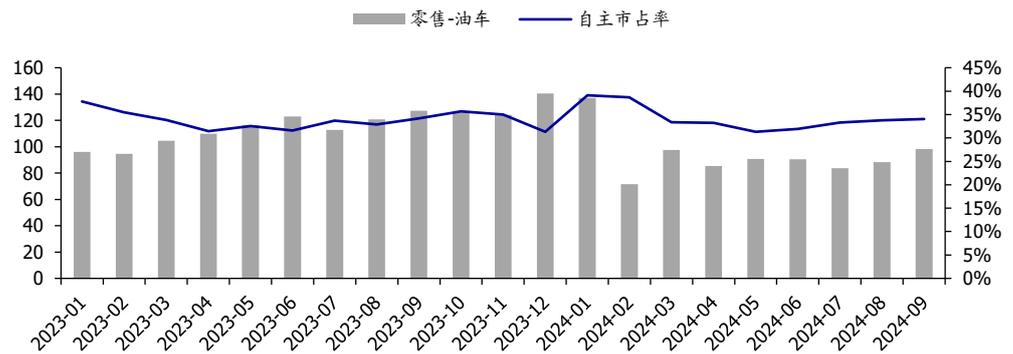
图表17: 分月度行业总量预测同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 2024年11-12月为国盛证券研究所测算

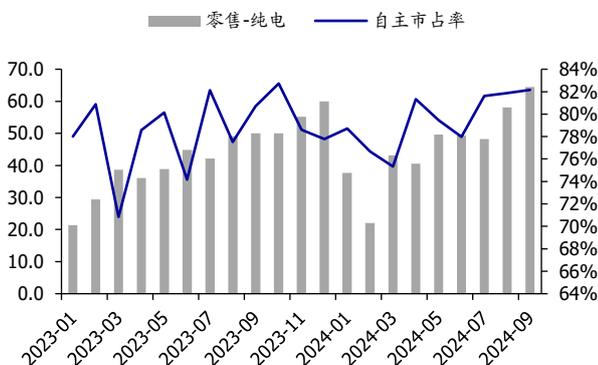
行业格局, 截至 2024 年 9 月, 自主品牌乘用车在油车/纯电/插混行业市占率分别为 34%/82%/98%, 新能源仍是自主销量扩张的主力市场。分动力总成看, 纯电品牌市占率主要受特斯拉销量波动影响, 插混/增程受益于赛力斯、理想、比亚迪、长城、长安等车企的技术领先, 自主品牌市场份额处于绝对优势。燃油车方面, 自主品牌市场份额相对稳定。

图表18: 油车行业销量(万辆)及自主品牌市占率(右轴)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表19: 纯电行业销量(万辆)及自主品牌市占率(右轴)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表20: 插混行业销量(万辆)及自主品牌市占率(右轴)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分价格看, 主力家用市场销量占比持续提升, 高端豪华家用空间广阔:

- 行业层面，2019-2024H1：1) 15万元以下车型的销量占比持续降低，5万元以下/5-10万元/10-15万元区间销量占比，分别累计-1.9/-12.2/-1.2 PCT；2) 15-35万元区间的各细分市场，销量占比均有提升，其中15-20/20-25/25-30/30-35万元区间，销量占比分别累计+3.3/+2.1/+5.4/+2.2 PCT。
- 与行业销量结构趋势对应，自主品牌在15-20/20-25/30-35/45-50万元区间，市场份额快速提升。其中：1) 15-25万元区间，作为自主品牌向上的主力区间，比亚迪、长城、吉利、长安的主力车型，均有靛眼表现；2) 30-35万元区间，主要受益于理想、腾势、问界销量提升；3) 45-50万元区间，则主要受益于问界、理想等新势力销量占比提升。

图表21: 分价格带，自主品牌市场份额

	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
5万元以下	93.7%	95.2%	97.5%	98.5%	100.0%	100.0%
5-10万元	66.1%	69.7%	73.5%	78.2%	80.6%	85.8%
10-15万元	25.1%	29.1%	36.2%	48.4%	56.2%	60.1%
15-20万元	13.5%	15.3%	26.4%	31.4%	34.7%	39.5%
20-25万元	4.2%	4.5%	7.8%	15.5%	19.4%	42.6%
25-30万元	2.5%	4.4%	3.2%	9.1%	16.9%	24.3%
30-35万元	2.8%	16.5%	32.0%	35.4%	59.3%	59.5%
35-40万元		1.2%	5.7%	4.7%	4.2%	10.7%
40-45万元				10.6%	16.0%	15.1%
45-50万元	9.3%	16.3%	43.5%	23.1%	37.9%	73.3%
50万元以上			24.4%	6.4%	7.2%	19.1%

资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

图表22: 2024Q3, 35-50万元市场, 前十销量车型(万辆)

排名	车型	销量	厂商	售价(万元)
1	Model Y	13.0	特斯拉中国	25.89-36.89
2	问界M9	4.9	AITO问界	46.98-56.98
3	奔驰GLC	4.2	北京奔驰	42.78-53.13
4	奔驰C级	4.2	北京奔驰	33.48-38.06
5	奥迪A6L	4.1	一汽-大众奥迪	42.79-65.68
6	奥迪Q5L	3.7	一汽-大众奥迪	39.68-48.90
7	奔驰E级	3.6	北京奔驰	44.72-59.98
8	理想L7	3.4	理想	30.18-37.98
9	宝马3系	3.0	华晨宝马	29.99-39.99
10	奥迪A4L	2.7	一汽-大众奥迪	32.18-40.08

资料来源: 车主之家, 国盛证券研究所

图表23: 2024Q3, 25-35万元市场, 前十销量车型(万辆)

排名	车型	销量	厂商	售价(万元)
1	Model Y	13.0	特斯拉中国	25.89-36.89
2	理想L6	7.5	理想	24.98-27.98
3	Model 3	5.2	特斯拉中国	23.19-33.59
4	汉	5.1	比亚迪	16.58-25.98
5	RAV4荣放	5.0	一汽丰田	16.98-26.38
6	探岳	4.6	一汽-大众	20.49-25.99
7	凯美瑞	4.5	广汽丰田	17.18-25.98
8	问界M7	4.5	AITO问界	24.98-32.98
9	迈腾	4.3	一汽-大众	17.49-25.39
10	奔驰C级	4.2	北京奔驰	33.48-38.06

资料来源: 车主之家, 国盛证券研究所

2.2 华为技术、渠道实力雄厚，有望深度赋能汽车行业

2.2.1 途灵底盘：技术独树一帜

途灵底盘：融合华为电驱+空气悬架+智控中枢，深度适配豪华需求。途灵智能底盘自带强大的数字底座，能做到多域协同控制，通过智能感知和智能控制来优化驾乘体验。当

前汽车的六大性能评估指标，包括动力性、经济性、制动及安全、操纵稳定性、平顺性和通过性，传统底盘大多仅涉及其中四个，却仍有着智能化低、底盘件协同控制性弱、OTA 升级能力弱等缺陷。而华为途灵智能底盘覆盖全部六大性能。

图表24: 途灵底盘配置信息一览



资料来源: EV 视界, 国盛证券研究所

华为电驱: 集成七大部件, 实现了机械部件和功率部件的深度融合。华为 DriveONE 电驱系统集成了 MCU (微控制单元)、电机、减速器、DCDC (直流变换器)、OBC (车载充电机)、PDU (电源分配单元) 和 BCU (电池控制单元) 七大部件, 实现了机械部件和功率部件的深度融合。现有 150kW 三合一电驱动系统, 165kW 三合一电驱动系统, 220kW 三合一电驱动系统以及 270kW 三合一电驱动系统。

图表25: 华为电驱系统产品一览

公司	尺寸 (长*宽*高)	重量	特点
150kW 三合一电驱动系统	441 mm * 460 mm * 300 mm	≤ 78kg	该产品体积小, 重量轻, 易于整车灵活布置。可适应 200-470Vdc 宽电压输入, 满足不同车型电压平台差异化需求。
165kW 三合一电驱动系统	500 mm * 530 mm * 442 mm	≤ 85kg	该产品体积小, 重量轻, 易于整车灵活布置。
220kW 三合一电驱动系统	476.5 mm * 441.5 mm * 350.5 mm (±2mm)	≤ 89kg	该产品体积小, 重量轻, 易于整车灵活布置。可适应 492-748Vdc 宽电压输入, 满足不同车型电压平台差异化需求。
270kW 三合一电驱动系统	500 mm * 441.5 mm * 325 mm (±2mm)	≤ 91kg	该产品体积小, 重量轻, 易于整车灵活布置。可适应 492-748Vdc 宽电压输入, 满足不同车型电压平台差异化需求。

资料来源: 华为公司官网, 国盛证券研究所

华为电驱搭载“巨鲸”碳化硅高压动力平台。以智界 S7 为例, 智界 S7 搭载全新 DriveONE 800V 碳化硅高压动力平台。同时, 前驱采用 150kW 交流异步电驱系统, 后驱采用 215kW 永磁同步电驱动系统, 电机最高效率达 98%, 最高转速 22,000rpm。

图表26: “巨鲸”800V高压电池平台性能



资料来源: 科瑞咨询, 国盛证券研究所

空气悬架: 搭载路面预瞄技术+高性能CDC减震。以问界M9为例, 全系标配智能闭式空簧和CDC可变阻尼减震器, 车身高度5档调节, 舒适度与操控性兼顾。

- 道路预瞄系统, 配合自适应主动悬架, 平稳应对不同路况, 高频小阻尼策略让底盘变软, 减少座椅垂向颠簸; 快速过弯、加速、制动时, 悬挂控制器预判驾驶员意图, 变大阻尼使底盘变硬, 抑制车身侧倾、俯仰、保持操控稳定。
- CDC会通过车辆上的传感器, 来实时监测车辆当前的行驶状态, 可做到每秒1000次路面感知、100次阻尼调节。搜集到的数据传输到控制单元经过运算对比后, 对CDC控制阀发出相应的指令, 从而控制电磁阀的开启度大小来调节减振器的运动阻尼力, 提供适应当前路况的阻尼。CDC减震器最大可减少近60%的冲击力。

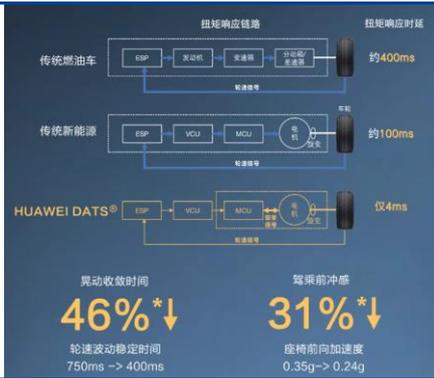
图表27: 途灵底盘路面预瞄系统



资料来源: EV视界, 国盛证券研究所

智能中枢: 集成MFSS、DATS和xMotion技术。作为途灵智能底盘中感知和车辆智控的中枢, 其集成了HUAWEI MFSS多模态融合感知系统(Multimodal Fusion Sensing System)、HUAWEI DATS动态自适应扭矩控制系统(Dynamic Adaptive Torque System)和HUAWEI xMotion智能车身协同控制系统等一系列用以协同控制车辆的智能算法。

图表28: HUAWEI DATS 3.0 动态自适应扭矩控制系统



资料来源: AITO 汽车, 国盛证券研究所

图表29: HUAWEI xMotion 2.0 智能车身协同控制系统



资料来源: 华为智能汽车解决方案, 国盛证券研究所

2.2.2 鸿蒙车机: 版本持续迭代, 交互体验强

鸿蒙 (HarmonyOS) 车机: 分布式架构, 支撑全域互联。鸿蒙系统整体采用了分布式架构, 从下向上依次为内核层、系统服务层、框架层和应用层。鸿蒙是面向万物互联的全场景分布式操作系统, 支持手机、平板、智能穿戴、智慧屏等多种终端设备。鸿蒙利用分布式技术, 将手机、电脑、平板、电视等设备连接起来, 实现设备之间的互联互通。

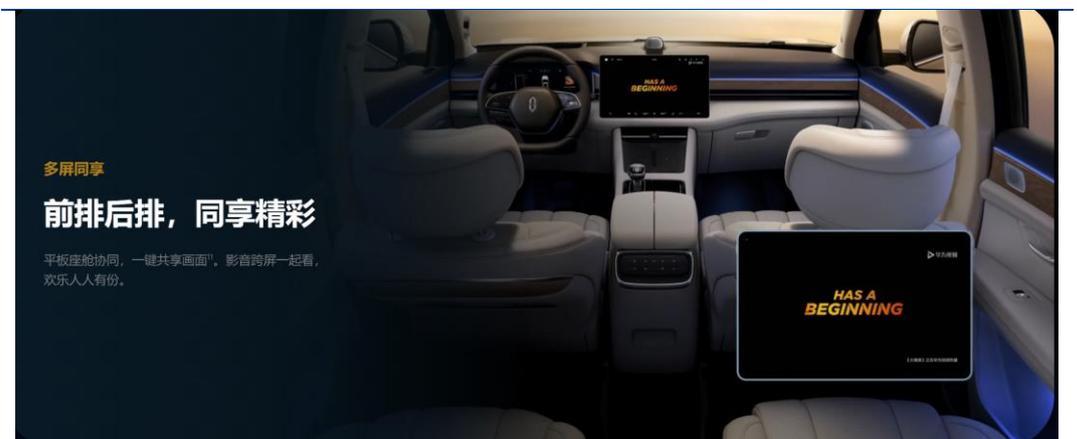
图表30: HarmonyOS 各版本情况一览

HarmonyOS 1.X	HarmonyOS 2.X	HarmonyOS 3.X	HarmonyOS 4.X	HarmonyOS NEXT
2019	2021	2022	2023	2024~
HarmonyOS				HarmonyOS NEXT
鸿蒙正式发布 并开源核心代码 分布式技术 多终端开发IDE	多种智能终端及 IoT生态设备全面搭载 微内核架构 高性能圆形UI	全场景分布式体验 鸿蒙生态更加成熟 三大开发理念 鸿蒙元服务	加速生态投入与赋能 鸿蒙生态设备突破7亿 鸿蒙自研内核 人才培养计划	鸿蒙原生应用全面启动 鸿蒙原生应用 欧佩尔云协同

资料来源: 鸿德数字, 国盛证券研究所

目前车机系统 **HarmonyOS 4.0**, 全面引入大模型能力, 全面适配鸿蒙智行。2023 年 8 月, 相比上一代系统, 鸿蒙 4 的滑动流畅性提升 20%, 续航增加 30 分钟。在搭载鸿蒙座舱的汽车中, 87.6% 的座舱操作都由小艺完成, HarmonyOS 4.0 升级后的全新小艺是首个直接面对消费者的具有 AI 大模型能力的终端智慧助手。

图表31: HarmonyOS 4.0 座舱系统



资料来源: 华为官网, 国盛证券研究所

图表32: 鸿蒙座舱合作车型



资料来源: 华为公司官网, 国盛证券研究所

图表33: 鸿蒙座舱带来全新体验



资料来源: 华为公司官网, 国盛证券研究所

2.2.3 乾崮智驾: ADS3.0+ADS SE, 智驾能力行业领先

“乾崮”智驾品牌: ADS3.0 升级显著。华为 ADS3.0 是华为智能汽车解决方案 BU 推出的新一代智能驾驶系统, 属于华为智能驾驶品牌“乾崮”系列的重要组成部分。华为智驾经历过 ADS1.0—3.0 进化。此外, ADS3.0 彻底去除了前代系统中的 Bird's Eye View (BEV) 网络架构, 仅保留了 God's Eye View (GOD) 网络, 这一改变旨在提升感知系统的效能, 加强了对环境的全面理解和复杂场景的处理能力, 比如对红绿灯的识别和车流信息的处理。

图表34: 华为 ADS 端到端路线图



资料来源: 车东西, 国盛证券研究所

ADS3.0 采用 GOD+PDP 架构, 全面引入大模型能力。华为的无图 NOA 有预决策和规划一张 GOD (通用障碍物识别) 大网+PDP (预测决策规控) 网络两部分组成, 其中:

- **GOD (通用障碍物识别) 大网:** 乾崮 ADS3.0 基于 GOD 大网, 实现了从简单的“识别障碍物”到深度的“理解驾驶场景”的跨越式进步。这不仅提升了智能驾驶的安全性, 还改善了驾乘体验。
- **PDP (预测决策规控) 网络:** 乾崮 ADS3.0 的全新架构采用 PDP 网络, 实现了预决策和规划一张网。这使得决策和规划更加类人化, 行驶轨迹更接近人类驾驶, 通行效率更高。

图表35: 华为 ADS3.0 架构图



资料来源: 车东西, 国盛证券研究所

图表36: 华为 PDP 网络示意图



资料来源: 车东西, 国盛证券研究所

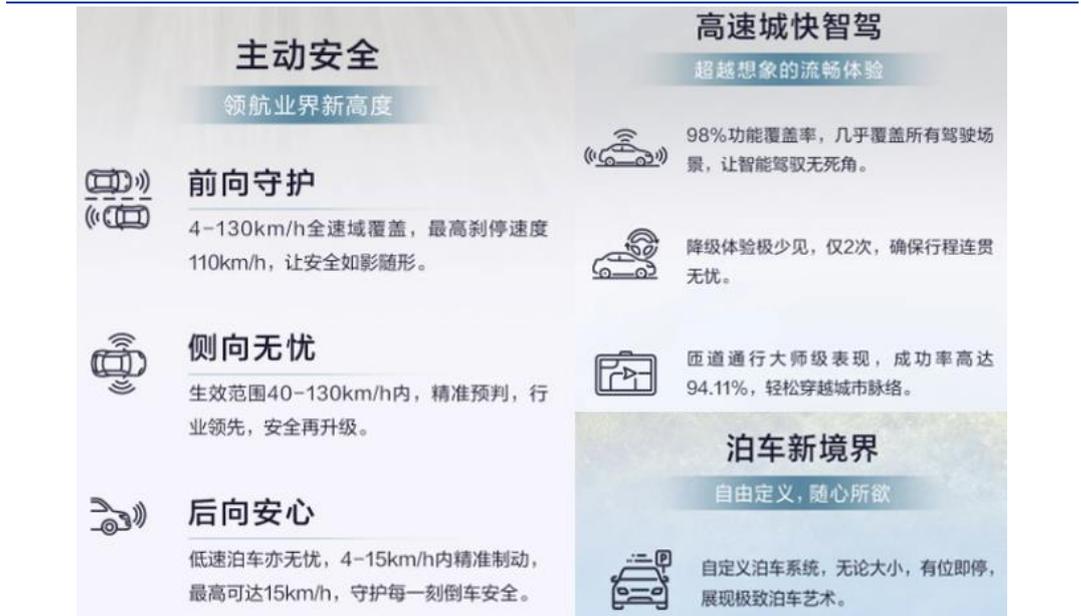
图表37: 华为 ADS3.0 云端训练能力



资料来源: 畅通讯, 国盛证券研究所

ADS SE: 纯视觉版本, 适配性价比车型。乾崮 ADS SE 版本, 为去激光雷达版本, 可做到以更低成本在城区也能使用 LCC+车道巡航辅助等功能, 同时支持智能辅助泊车, 实现更加复杂的高速和城市路况场景的覆盖。

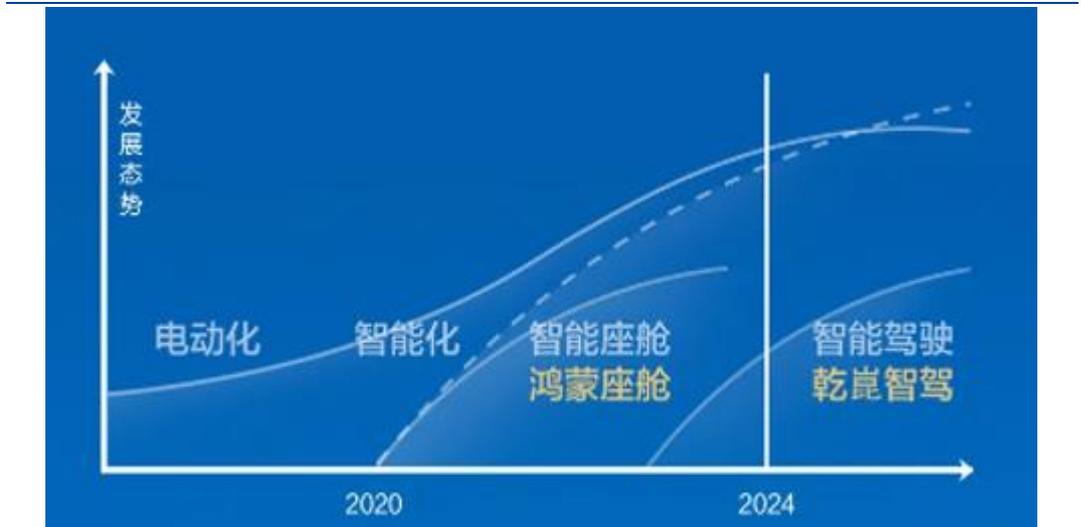
图表38: 华为 ADS SE 自动驾驶能力



资料来源：华为智能汽车解决方案，国盛证券研究所

“乾崮”智驾品牌实力强劲，有望成为鸿蒙智行未来核心竞争力。随着中国智能电动车的渗透率迈过40%的分水岭，在“电动化是上半场，智能化是下半场”的共识下，车企在智能化争夺战的比拼明显提速。乾崮智驾包括ADS 3.0与ADS SE两大方案，包括了华为在智能汽车领域下至基础研究、算法、基础软件，上至传感器、零部件、智能驾驶系统的全部智能汽车解决方案，未来有望深度赋能鸿蒙智行。

图表39: “乾崮”智驾品牌有望成为鸿蒙智行未来核心竞争力

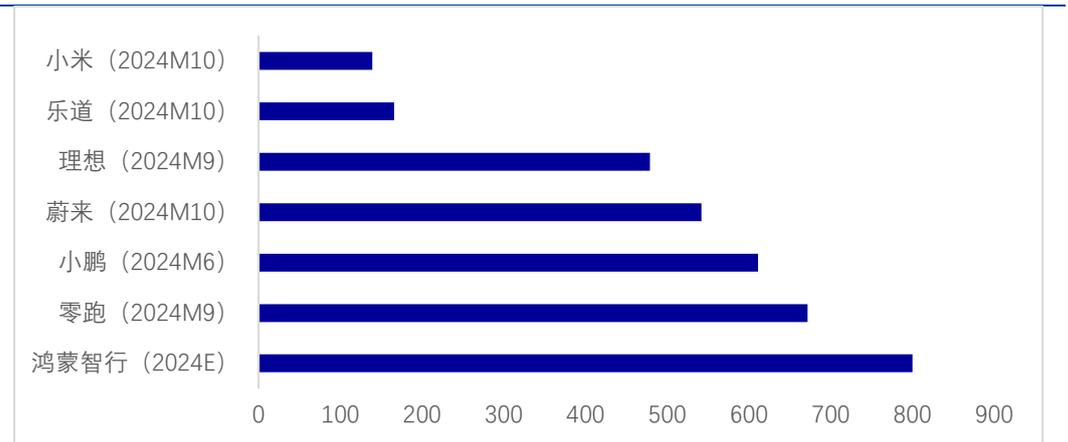


资料来源：华为智能汽车解决方案，国盛证券研究所

2.2.4 渠道：门店铺设行业领先，强营销具备天然流量优势

华为门店数量25年冲击1000家，渠道铺设领先新势力。据36氪汽车报道，预计2024年，华为新建的鸿蒙智行门店数量将达到800家左右，2025年冲击1000家。蔚小理零跑门店数量在400-700家，新品牌乐道、小米门店数量100-200家。华为渠道铺设领先新势力车企。

图表40: 鸿蒙智行与新势力门店数量对比 (家)



资料来源: 36氪汽车, 理想财报, 华尔街见闻, 凤凰网财经, 新京报, IT之家, 零跑汽车, 国盛证券研究所;
注: 数据为截至目前公开资料收集, 可能与实际存在误差

华为较传统车企具备天然流量优势, 数码和汽车产品相互引流, 手机等产品发布会提升品牌关注度, 问界品牌享流量红利。华为 P 系列、Mate 系列、三折叠手机发布提升华为品牌影响力, 直接带动其他产品的流量增长, 问界品牌享受流量红利。2023 年 9 月, 华为 Mate60 系列手机销售火爆, 提升品牌关注度, 同月发布问界新 M7, 问界销量开启强势增长; 2024 年 9 月, 华为发布重磅产品三折叠 Mate XT 手机, M9 上市 10 个月累计大定突破 16 万台。

图表41: 2023 年华为秋季全场景新品发布会, 重点预热问界 M9



资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

图表42: 宁德时代董事长曾毓群现身鸿蒙智行发布会



资料来源: 券商中国, 国盛证券研究所

2.3 公司与华为合作全面深化, 深度受益华为赋能

全面战略合作+入股车 BU, 公司与华为合作再上台阶。2024 年 1 月, 赛力斯集团与华为数字能源技术有限公司在深圳签署全面战略合作协议, 梳理公司与华为的合作历史:

- 2021 年 4 月: 公司与华为正式合作开始。公司与华为正式宣布合作, 并发布了共同打造的“高性能电驱轿跑 SUV”赛力斯华为智选 SF5;
- 2021 年 12 月: 公司与华为共同打造品牌。公司发布全新智慧汽车品牌 AITO, 并亮相首款车型, 该车配备了公司 DE-i 纯电驱增程平台及华为鸿蒙 OS 智能座舱;
- 2024 年 1 月, 公司与华为展开全面战略合作。公司与华为数字能源达成全面战略合作, 双方将在新能源汽车智能电动部件产品等领域展开合作, 共同打造具竞争力的产品, 促进新能源汽车产业高质量发展;

- 2024年7月，公司收购“问界”商标。公司公告拟收购华为技术有限公司及其关联方持有的已注册或申请中的 919 项问界等系列文字和图形商标，以及 44 项相关外观设计专利，收购价款合计 25 亿元；
- 2024年8月，公司投资引望技术。公司拟购买华为持有的深圳引望智能技术有限公司 10% 股权，交易金额为 115 亿元。

图表43: 赛力斯集团与华为数字能源签署全面战略合作协议



资料来源: 搜狐网, 国盛证券研究所

图表44: 公司与华为合作历程

事件名称	时间	内容简述
全面合作签约仪式	2019.1.18	公司与华为举办全面合作签约仪式，深入推动新能源汽车领域的合作。
宣布正式合作	2021.4	公司与华为正式宣布合作，签署赛力斯新能源汽车合作协议。
推出华为智选赛力斯 SF5	2021.4.19	在第十九届上海国际车展上，推出赛力斯华为智选 SF5。
合作打造 AITO 问界品牌	2021.12.2	赛力斯发布了面向高端市场的全新智慧汽车品牌 AITO。
AITO 推出问界 M5	2021.12.23	AITO 品牌正式推出问界 M5。
AITO 推出问界 M7	2022.7.4	AITO 品牌正式推出问界 M7。
AITO 推出问界 M5 EV	2022.9.6	AITO 品牌发布了首款智慧豪华纯电 SUV——AITO 问界 M5 EV。
签署深化合作协议	2023.2.25	公司与华为签署深化联合业务协议。
AITO 推出问界 M9	2023.12.26	AITO 品牌正式推出问界 M9。
与华为数字能源技术有限公司签署全面合作协议	2024.1.4	公司与华为数字能源技术有限公司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等领域合作。
AITO 推出新款问界 M5	2024.4.24	公司正式推出新款问界 M5。
赛力斯收购“问界”商标	2024.7.2	公司控股子公司赛力斯汽车有限公司拟收购华为技术有限公司及其关联方持有的已注册或申请中的 919 项问界等系列文字和图形商标，以及 44 项相关外观设计专利，收购价款合计 25 亿元。
华为与赛力斯签署投资引望协议	2024.8.23	公司拟购买华为持有的深圳引望智能技术有限公司 10% 股权，交易金额为 115 亿元。
赛力斯计划收购龙盛新能源 100% 股权	2024.10.11	公司计划通过发行股份的方式、以总价 81.64 亿元收购龙盛新能源 100% 股权。收购完成后，龙盛新能源将成为赛力斯全资子公司。

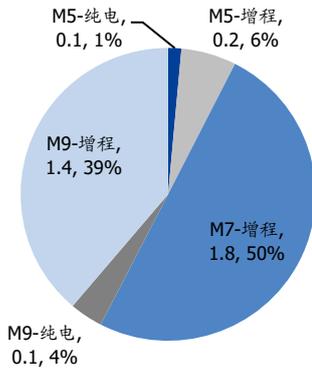
资料来源: 新华网, 公司公告, 新浪汽车, 中国财经, 同花顺财经, 新华网, 观察者网, 金融界, EV 世纪, 经济观察报, 中国财富网, 公司官网, 国盛证券研究所

三、销量强势+规模效应提升，公司盈利有望持续提升

3.1 问界：M7、M9 问鼎高端，M8 蓄势待发

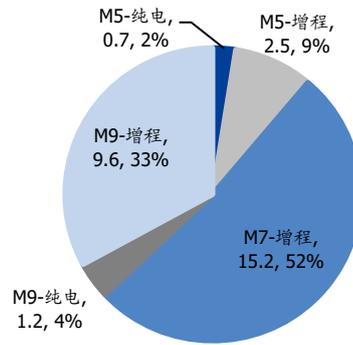
公司现有问界车型包括问界 M5，问界 M7，问界 M9 三款车型，M8 有望年内发布：公司现有主力车型中，问界 M7+M9 贡献了主要销量。展望后市，M7/M9 销量强势有望维持。此外，M5 竞争力有望改善，M8 预计年内发布。

图表45: 问界车型销量 (2024M9, 万辆)



资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

图表46: 问界车型销量 (2024M1-M9, 万辆)



资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

问界 M5: 定价 24.98-27.98 万，增程+纯电车型，定位年轻家用轿车。问界 M5 提供纯电版本和增程版本两种动力选项。增程版车型搭载 1.5T 发动机，电机的最大输出功率分别为两驱/200kW、四驱/365kW，纯电续航里程达到 255km。纯电版本为后驱车型，最大功率为 200kW、最大扭矩达 360N·m，CLTC 纯电续航里程为 602km。

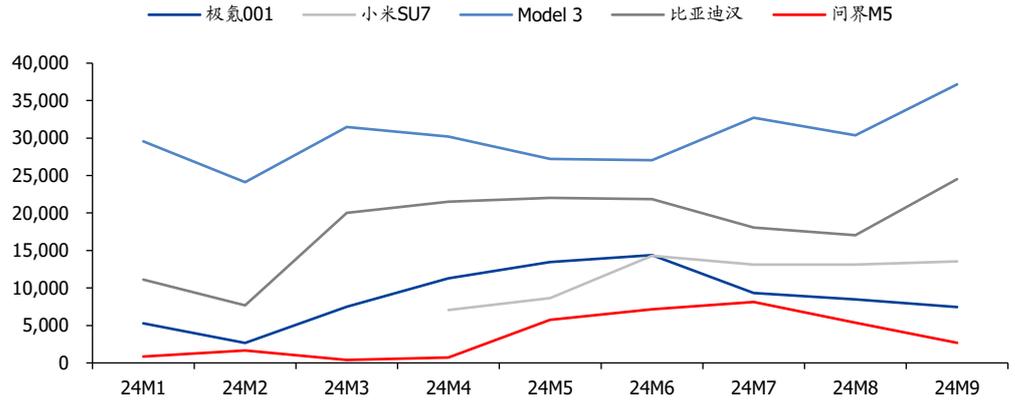
图表47: 问界 M5 竞品对比

车系		问界M5	Model 3	小米SU7	极氪001	比亚迪汉
基本信息	车型	24款 增程版 255km Max 后驱高阶智驾版	23款 606km 后轮驱动版	24款 830km 后驱Pro 超长续航高阶智驾版	25款 722km 后驱WE版	25款 DM-i 1.5T 125km 激光雷达智驾型
	指导价	24.98万	23.19万	24.59万	25.90万	22.58万
	上市时间	2024-04-23	2023-09-01	2024-03-28	2024-08-13	2024-09-09
	能源类型	增程/纯电	纯电	纯电	纯电	插混/纯电
车身/底盘	长*宽*高 (mm)	4785*1930*1625	4720*1848*1442	4997*1963*1455	4977*1999*1545	4995*1910*1495
	前悬架类型	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架	麦弗逊式独立悬架
	后悬架类型	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	五连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	五连杆式独立悬架
	轴距 (mm)	2880	2875	3000	3005	2920
智能驾驶	空气悬架/可调悬架	-	-	-	○ 高低调节 ○ 软硬调节	● 软硬调节
	智驾系统	● HUAWEI ADS	● Autopilot	● Xiaomi Pilot Max	● ZEEKR AD	● DiPilot
	智能驾驶芯片	● 1颗 MDC610	● 2颗 FSD	● 2颗 英伟达 Drive Orin	● 2颗 Mobileye EyeQ5H	● 1颗 英伟达 Drive Orin-X
	芯片算力	● 200 TOPS	● 720 TOPS	● 508 TOPS	● 48 TOPS	● 254 TOPS
	激光雷达	● 1*HUAWEI 华为/126线	-	● 1*HESAI 禾赛科技/128线	-	● 1个
	毫米波雷达	● 3个	-	● 3个	● 1个	● 5个
	超声波雷达	● 前6个/后6个	-	● 前6个/后6个	● 前6个/后6个	● 前6个/后6个
	摄像头-前视	● 双目/800万	● 双目/500万	● 双目/800万	● 双目/800万	● 双目
	摄像头-感知	● 7个	● 7个	● 7个	● 7个	● 7个
	摄像头-环视	● 4个	-	● 4个	● 4个	● 4个
	摄像头-车内	● 2个	● 1个	● 1个	● 1个	● 1个
	主动刹车	●	●	●	●	●
	泊车影像	● 360度全景影像	● 倒车影像	● 360度全景影像	● 360度全景影像	● 360度全景影像
	自动泊车	●	○	●	●	●
	远程召唤	-	○	○	-	-
高速NOA	●	○	○	○	●	
城市NOA	○	○	○	○	●	
哨兵模式	●	●	●	●	-	
智能座舱	车机系统	Harmony OS	特斯拉车载系统软件	Xiaomi HyperOS	ZEEKR OS	DiLink
	车机芯片	麒麟990A	AMD Ryzen	高通骁龙8295	高通骁龙8295	-
	HUD	○ 选配	-	-	● AR-HUD	●
	中控屏幕尺寸	● 15.6	● 15.4	● 16.1	● 15.05	● 15.6
	后排液晶屏	-	● 1*8英寸	○ 2	● 1*6英寸	-
内外饰/座椅	座椅材质	● 皮质	● 仿皮	● 皮质○ 真皮	● 真皮	● 真皮
	副驾驶电动调节	● 前后调节 ● 靠背调节 ● 高低调节(4向) ● 腰部调节(4向)	● 前后调节 ● 靠背调节 ● 高低调节(4向)	● 前后调节 ● 靠背调节 ● 高低调节(4向)	● 前后调节 ● 靠背调节 ● 高低调节(4向) ● 腰部调节(4向) ● 腿托调节	● 前后调节 ● 靠背调节 ● 高低调节(2向) ● 腰部调节(4向)
	后排电动调节	-	-	-	● 靠背调节	-
	车灯	● LED	● 矩阵式 LED	● 矩阵式 LED	● 矩阵式 LED	● 矩阵式 LED
	天窗	● 不可开启全景天窗	● 分段式不可开启天窗	● 不可开启全景天窗	● 不可开启全景天窗	● 可开启全景天窗
	扬声器数量	● HUAWEI SOUND	-	-	● YAMAHA 雅马哈	● Dynaudio 丹拿
	扬声器品牌	● 15 ○ 19	● 9	● 10○ 25	● 28	● 12

资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

问界 M5 当前月销范围在 2500-8000 辆左右, 波动较大, 后续鸿蒙座舱+ADS3.0 升级下, 有望在细分市场跑出。25 万元主力家用市场竞争激烈, Model 3、小米 SU7 皆为新能源标杆车型, 月销均过万。问界 M5 当前月销范围在 2500-8000 辆左右, 受新版本发布、智驾更新的影响, 波动较大。2024 年 10 月, 鸿蒙智行宣布问界 M5 和问界 M7 开启新版本 OTA 升级, 包含升级全新 HUAWEI ADS 3.0 城区智驾领航辅助和 HarmonyOS 4 鸿蒙座舱, 以及新增离车泊入等功能, 智能驾驶赋能下, 有望在细分市场跑出。

图表48: 问界M5与竞品车型销量(辆)



资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

问界M7: 定价 24.98-32.98 万, 增程大五座/六座车型, 定位中高端家用。问界新 M7 采用增程式混动形式, 提供强劲的起步加速性能。在动力和续航方面, 问界新 M7 搭载了由 1.5T 四缸涡轮增压增程器和华为驱动电机组成的增程式动力系统, 提供了两驱和四驱两种动力选择。在 CLTC 工况下, 该车的满电满油综合续航里程可达 1300 公里, 纯电续航里程为 240 公里。据鸿蒙智行官方消息, 问界新 M7 10 月大定突破 2 万台, 年度交付突破 17 万。

图表49: 问界M7外形



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

对标竞品, 公司车身尺寸略大于理想 L6, 智能驾驶能力是核心优势。问界 M7 的五座版本, 主要竞品车型为理想 L6, 此外, 探岳、比亚迪唐等 SUV 也与 M7 有竞争。而问界 M7 的六座版本, 除了理想 L7 之外, 别克 GL8、腾势 D9 是主要竞品车型。

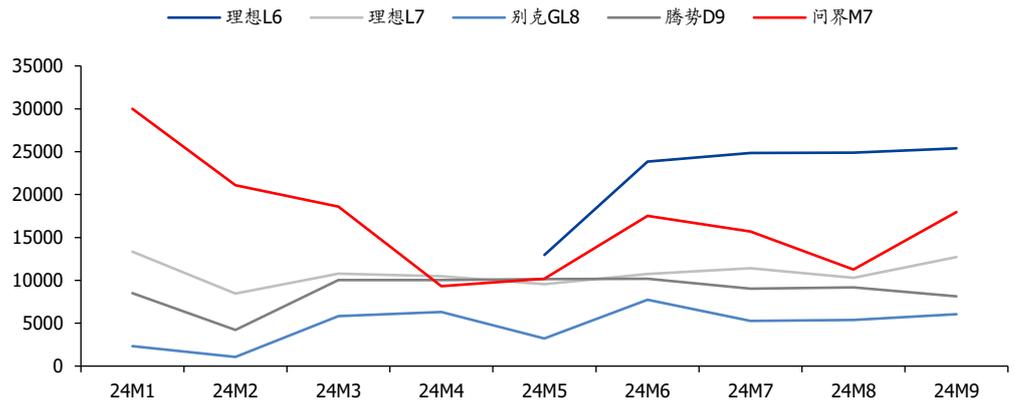
当前问界 M7 月销范围在 1.5-1.8 万辆内, 已逐步进入稳态。

图表50: 问界M7竞品对比

车系		问界M7 -五座基础版	问界M7 -五座智驾版	问界M7 -六座版	理想L6 -基础版	理想L6 -智驾版	理想L7	别克GL8	腾势D9
基本信息	车型	24款 1.5T 230km 后驱 Pro智驾版 5 座	24款 1.5T 240km 后驱 Ultra智驾版 5座	24款 1.5T 230km 后驱 Pro智驾版 6 座	24款 L6 Pro	24款 L6 Max	24款 L7 Pro	25款 ES陆尊 2.0T 先享版	24款 DM-i 1.5T 103km 前驱豪华型 7 座
	指导价	24.98万	28.98万	26.98万	24.98万	27.98万	30.18万	26.99万	33.98万
	上市时间	2024-08-26	2024-05-31	2024-08-26	2024-04-18	2024-04-18	2024-03-01	2024-10-31	2024-03-06
	能源类型	增程式纯电动	增程式纯电动	增程式纯电动	增程式纯电动	增程式纯电动	增程式纯电动	汽油+48V轻混 系统	插电混合
车身/底盘	长*宽*高 (mm)	5020*1945*1760	5020*1945*1760	5020*1945*1760	4925*1960*1735	4925*1960*1735	5050*1995*1750	5219*1878*1807	5250*1960*1920
	前悬架类型	麦弗逊式独立 悬架	麦弗逊式独立 悬架	麦弗逊式独立 悬架	双叉臂式独立 悬架	双叉臂式独立 悬架	双叉臂式独立 悬架	麦弗逊式独立 悬架	麦弗逊式独立 悬架
	后悬架类型	多连杆式独立 悬架	多连杆式独立 悬架	多连杆式独立 悬架	五连杆式独立 悬架	五连杆式独立 悬架	五连杆式独立 悬架	多连杆式独立 悬架	多连杆式独立 悬架
	轴距 (mm)	2820	2820	2820	2920	2920	3005	3088	3110
	空气悬架/可调悬架	● 软硬调节	● 软硬调节	● 软硬调节	● 软硬调节	● 软硬调节	● 高低调节	-	● 软硬调节
智能驾驶	智驾系统	● HUAWEI ADS	● HUAWEI ADS	● HUAWEI ADS	● 理想AD Pro	● 理想AD MAX	● 理想AD Pro	-	● 腾势Pilot
	智能驾驶芯片	-	-	-	● 1颗 地平线征程5	● 2颗 英伟达 Drive Orin-X	● 1颗 地平线征程5	-	-
	芯片算力	-	-	-	● 128 TOPS	● 508 TOPS	● 128 TOPS	-	-
	激光雷达	-	● 1*HUAWEI 华为/126线	-	-	● 1*HESAI 禾赛科技/128线	-	-	-
	毫米波雷达	● 3个	● 3个	● 3个	● 1个	● 1个	● 1个	-	● 3个
	超声波雷达	● 前6个/后6个	● 前6个/后6个	● 前6个/后6个	● 前6个/后6个	● 前6个/后6个	● 前6个/后6个	● 后4个	● 前4个/后4个
	摄像头-前视	● 双目	● 双目	● 双目	● 单目/800万*1	● 双目/800万*2	● 单目/800万*1	-	● 单目
	摄像头-感知	● 6个	● 7个	● 6个	● 6个	● 7个	● 6个	-	● 1个
	摄像头-环视	● 4个	● 4个	● 4个	● 4个	● 4个	● 4个	-	● 4个
	摄像头-车内	● 2个	● 2个	● 2个	● 1个	● 1个	● 1个	-	-
	主动刹车	●	●	●	●	●	●	-	●
	泊车影像	● 360度全景影像	● 360度全景影像	● 360度全景影像	● 360度全景影像	● 360度全景影像	● 360度全景影像	● 倒车影像	● 360度全景影像
	自动泊车	●	●	●	●	●	●	-	-
	远程召唤	●	●	●	●	●	●	-	-
高速NOA	●	●	●	●	●	●	-	-	
城市NOA	-	○	-	-	●	-	-	-	
哨兵模式	●	●	●	●	●	●	-	-	
智能座舱	车机系统	Harmony OS	Harmony OS	Harmony OS	Android AUTOMOTIVE	Android AUTOMOTIVE	Android AUTOMOTIVE	-	腾势Link
	车机芯片	麒麟990A	麒麟990A	麒麟990A	高通骁龙8295P	高通骁龙8295P	高通骁龙8295P	高通骁龙8155	-
	HUD	○	●	○	●	●	●	-	-
	中控屏幕尺寸	● 15.6	● 15.6	● 15.6	● 15.7	● 15.7	● 15.7	● 30	● 15.6
	后排液晶屏	●/○2	●/○2	●/○2	-	-	-	-	●
内外饰/座椅	座椅材质	● 真皮/仿皮混搭	● 真皮/仿皮混搭	● 真皮/仿皮混搭	● 真皮	● 真皮	● 真皮	● 织物	● 真皮
	副驾驶电动调节	● 前后调节	● 前后调节	● 前后调节	● 前后调节	● 前后调节	● 前后调节	● 前后调节	● 前后调节
	第二排电动调节	● 靠背调节	● 靠背调节	● 前后调节	● 靠背调节	● 靠背调节	● 靠背调节	● 前后调节	● 前后调节
	第三排电动调节	-	-	● 靠背调节	-	-	-	● 靠背调节	● 前后调节
	车灯	● LED	● LED	● LED	● LED	● LED	● LED	● LED	● LED
	天窗	● 可开启全景天窗	● 可开启全景天窗	● 可开启全景天窗	● 不可开启全景天窗	● 不可开启全景天窗	● 分段式不可开启天窗	● 单天窗	● 分段式电动天窗
	扬声器数量	● HUAWEI SOUND	● HUAWEI SOUND	● HUAWEI SOUND	-	-	-	-	● Dynaudio 丹拿
扬声器品牌	● 15	● 19	● 15	● 19	● 19	● 19	● 8	● 14	

资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

图表51: 问界 M7 与竞品车型销量 (辆)



资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

问界 M9: 定价 46.98-56.98 万, 增程/纯电大六座车型, 自主豪华家用标杆。问界 M9 配置分为纯电版和增程版, 增程版综合续航里程为 1362km, 纯电版综合续航里程为 630km。问界 M9 搭载了华为的 ADS 2.0 高阶智能驾驶系统, 可以实现城市道路和高速路段的自动驾驶和辅助驾驶功能, 提升驾驶的安全性和便利性。问界 M9 上市 10 个月累计大定超 16 万辆, 50 万元以上豪华车型销量排名前列, 持续刷新中国新能源汽车品牌新纪录。

图表52: 问界 M9 外形



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

对标竞品, 问界 M9 在舒适性、智能驾驶方面全面领先。问界 M9 作为标杆车型, 动力总成搭载“巨鲸”800V 高压碳化硅平台(纯电)、第四代增程平台; 途灵智能底盘搭载封闭式空悬+ADS 路面预瞄; 车身搭载一体化压铸车架。内外饰方面, 搭载 HUAWEI XPIXEL 华为百万像素智慧投影大灯+副驾舒云双享座椅+AR-hud, 豪华感实现全面领先。

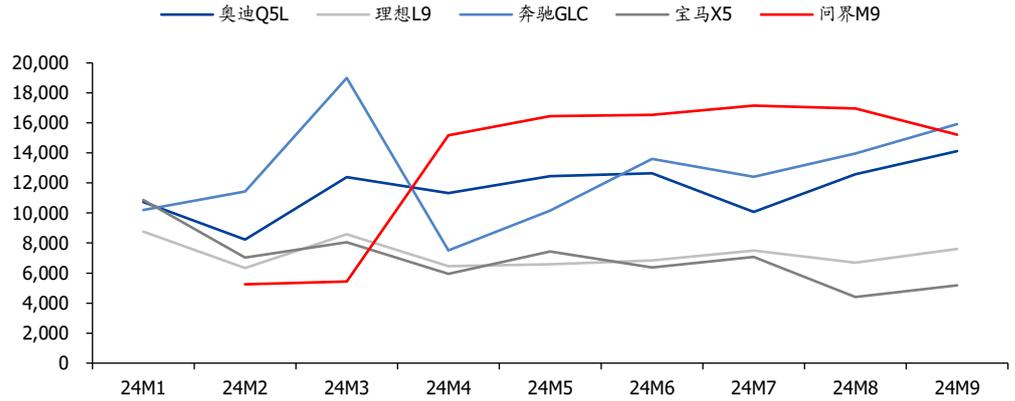
当前问界 M9 月销范围在 1.5-1.8 万辆内, 9 月五座版上市, 有望贡献额外增量, 此外后续随着超级工厂产能爬坡, 销量有望进一步提升。

图表53: 问界M9竞品对比

车系		问界M9 -五座版	问界M9 -六座版	理想L9	奥迪Q5L	宝马X5	奔驰GLC
基本信息	车型	24款 增程版 1.5T 225km Max 5座	24款 增程版 1.5T 225km Max 6座	24款 L9 Ultra	24款 45 TFSI 豪 华动感型	23款 xDrive30Li M运动套装	25款 GLC 260 L 4MATIC 豪华型 5 座
	指导价	46.98万	46.98万	43.98万	45.38万	61.50万	45.53万
	上市时间	2024-09-10	2023-12-26	2024-03-01	2023-10-20	2023-08-25	2024-11-06
	能源类型	增程式纯电动	增程式纯电动	增程式纯电动	汽油	汽油+48V轻混系统	汽油+48V轻混系统
车身/底盘	长*宽*高 (mm)	5230*1999*1800	5230*1999*1800	5218*1998*1800	4770*1893*1667	5060*2004*1776	4826*1890*1714
	前悬架类型	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架	五连杆式独立悬架	双叉臂式独立悬架	多连杆式独立悬架
	后悬架类型	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	五连杆式独立悬架	五连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架
	轴距 (mm)	3110	3110	3105	2907	3105	2977
	空气悬架/可调节	● 高低调节	● 高低调节	● 高低调节	-	-	● 软硬调节
智能驾驶	智驾系统	● HUAWEI ADS	● HUAWEI ADS	● 理想AD Max	-	-	-
	智能驾驶芯片	-	-	● 2颗 英伟达 Drive Orin-X	-	-	-
	芯片算力	-	-	● 508 TOPS	-	-	-
	激光雷达	● HUAWEI 华为 *1/192线	● HUAWEI 华为 *1/192线	● HESAI 禾赛科技 *1/128线	-	-	-
	毫米波雷达	● 3个	● 3个	● 1个	● 1个	● 3个	● 1个
	超声波雷达	● 前6个/后6个	● 前6个/后6个	● 前6个/后6个	● 前6个/后6个	● 前6个/后6个	● 前6个/后6个
	摄像头-前视	● 双目/800万	● 双目/800万	● 双目/800万*2	● 单目	● 单目	● 单目
	摄像头-感知	● 7个	● 7个	● 7个	● 1个	● 1个	● 1个
	摄像头-环视	● 4个	● 4个	● 4个	● 4个	-	● 4个
	摄像头-车内	● 1个	● 1个	● 2个	-	-	-
	主动刹车	●	●	●	●	●	●
	泊车影像	● 360度全景影像	● 360度全景影像	● 360度全景影像	● 360度全景影像	● 倒车影像	● 360度全景影像
	自动泊车	●	●	●	●	●	●
	远程召唤	●	●	●	-	-	-
高速NOA	●	●	●	-	-	-	
城市NOA	○	○	●	-	-	-	
哨兵模式	●	●	●	-	-	-	
智能座舱	车机系统	Harmony OS	Harmony OS	Android AUTOMOTIVE	MMI	iDrive	MBUX
	车机芯片	-	-	高通骁龙8295P 高 性能版	-	-	高通骁龙8295
	HUD	● AR-HUD	● AR-HUD	●	○ 选配17900元	○ 选配13000元	○ 选配9000元 ○ AR-HUD 2500元
	中控屏幕尺寸	● 15.6	● 15.6	● 15.7	● 10.1	● 14.9	● 11.9
	后排液晶屏	○ 2	○ 4	● 1*15.7英寸	-	-	-
内外饰/座椅	座椅材质	● 真皮	● 真皮	● 真皮	● 仿皮	● 仿皮	● 皮质
	副驾电动调节	● 前后调节	● 前后调节	● 前后调节	● 前后调节	● 前后调节	● 前后调节
	第二排电动调节	● 靠背调节	● 前后调节	● 前后调节	-	-	-
	第三排电动调节	-	● 前后调节	● 靠背调节	-	-	-
	车灯	● 矩阵式LED	● 矩阵式LED	● LED	● LED ○ 矩阵式LED 8000 元	● LED ○ 矩阵式LED 10000元	● LED
	天窗	● 分段式不可开 启天窗	● 分段式不可开 启天窗	● 分段式不可开 启天窗	● 可开启全景天 窗	● 可开启全景天 窗	● 可开启全景天 窗
	扬声器数量	● HUAWEI SOUND	● HUAWEI SOUND	-	● Bang & Olufsen铂傲	● Harman/Kardon 哈曼卡顿	○ Burmester 柏林 之声 8300元
	扬声器品牌	● 25	● 25	● 21	● 19	● 12	● 7

资料来源: 易车网, 国盛证券研究所

图表54: 问界M9与竞品车型销量(辆)



资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

问界M8: 预计定位介于M7与M9之间, 有望年内发布。问界M8内部采用6座布局, 姿态和轮廓与现款M9类似, 而前脸造型更接近于现款M7。新车车身线条平直, 采用了短前悬设计, 尺寸上与问界M9较为相似。而先前曝光的谍照显示, 问界M8有望配备M9同款尾灯, 同样支持“灯语编程”功能。

图表55: 问界M8谍照



资料来源: 皆电, 国盛证券研究所

3.2 产能瓶颈全面打开+供应链升级, 盈利能力有望进一步提升

公司拥有三大工厂, 智能制造助力产品高质量交付。公司在重庆两江、沙坪坝、江津、长寿及湖北十堰等地拥有多处生产基地。

- 两江工厂: 2019年正式投产, 主要生产问界M5;
- 凤凰工厂: 2022年正式投产, 主要生产问界M7;
- 超级工厂: 2024上半年投产, 主要生产问界M9。超级工厂拥有超3000台机器人, 并实现关键工序100%自动化, 同时通过行业领先的9000T压铸机, 提高了生产效率。

图表56: 两江工厂、凤凰工厂、超级工厂产能释放

工厂	车型	投产时间
两江工厂	M5	2019/4
凤凰工厂	M7	2022H1
超级工厂	M9	2024H1

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

供应链升级, 高销量+引入优质供应商, 助力单车成本进一步下行。问界 M9 供应链中国产供应商较多, 如沪光股份、宁波拓普、星宇股份等。与国外供应商相比, 国内供应商企业具备成本低、响应快等优势, 有助于公司进一步降本, 提升产品竞争力。

图表57: 问界 M9 核心零部件配套供应商

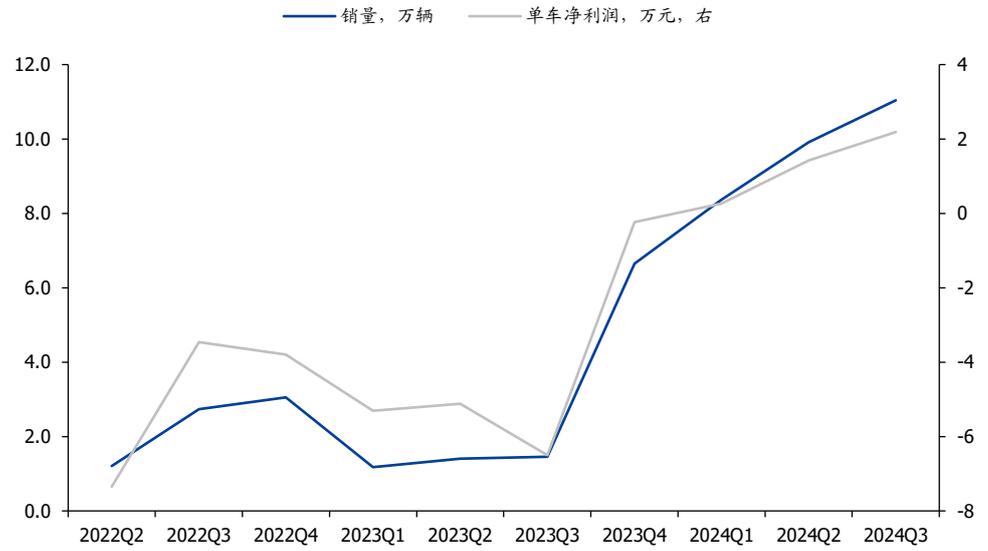
系统/部件	供应商	系统/部件	供应商
驱动系统	电芯	空调系统&热管理	散热器模块
	PACK		银轮股份
	BMS		英唐智慧健康
	电机	华为数字能源	UVC 光触媒灭菌系统
	电控		金脉电子
	电源模块	电气电子系统	PTC 控制器
	电驱减速器		富临精工
	定转子		信质集团
	高压连接器		永贵电器
	一体充电座	底盘&车身内外饰	DLP 智能大灯
	高压线束		沪光股份
	滤波器		奥利威
	BPS 芯片		璦捷电子
	增程器		金康动力
进气系统	恒勃股份		
混动动力总成紧固件	浙江国盛		
鸿蒙 4.0 智能座舱系统	华为		LED (ADB 功能)
AR-HUD			星宇股份
车载语音助手			Lumileds 亮锐
Sound 音响		汉恒热电科技	
座舱域控	博泰	车载冰箱	
一体环宇三联屏总成		SES0 思索技术	
一体环宇三联屏 LED 显示屏	天马微电子	车灯连接器	
声学系统	京东方	CANFD/LN/车载以太网测试产品	
投影仪光机总成	光峰科技	CAN FD/LIN 总线工具链	
投影仪幕布总成		ZLG 致远电子	
ALPD 半导体激光光源		同星智能	
投影仪幕布升降电机	兆威机电	轮胎	
导航地图	高德	倍耐力	
智能驾驶	华为	线控制动	
		博世	
	豪恩汽车	空气弹簧	
		宁波拓普	
高阶智驾 ADS2.0	延锋	一体化压铸	
智驾域控		文灿股份	
激光雷达		车身冲压件	
摄像头		铭科精技	
超声波雷达		全车套玻璃	
		福耀集团	
		座椅通风系统	
		AEW 安闻集团	
		座椅加热系统	
		仪表盘支架	
	宝武镁业		
	智能方向盘、远端气囊、AMR、离手检测 ECU		
	保险杠、扰流板		
	主副仪表盘、门板、真木饰条、金属喇叭网罩		
	零压座椅、电动腿托/脚踏		
	座椅骨架、长滑轨		
	前机罩气撑杆		
	尾门电撑杆		
	车门密封条		
	顶盖装饰条		
	内饰材料		
	改性 PP 材料		
	聚赛龙		
	车身油漆		
	华辉涂料		

资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

公司当前已迈过盈亏平衡线, 后续随着销量规模与中高端车型占比的进一步提高, 盈利能力有望向同价位合资车企看齐。一般, 车企盈利能力随品牌溢价逐步提升, 对比近五年的盈利水平, 主力合资品牌 (大众、本田、丰田) 利润率普遍在 5% 以上, 豪华品牌

(奔驰、宝马)利润率普遍在7%以上,超豪华品牌(保时捷)利润率普遍在11%以上。公司目前销量规模已经迈过盈亏平衡线,未来利润率有望向同价位合资车企看齐。

图表58: 公司季度销量 vs 单车净利润



资料来源: Wind, marklines, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值

收入端，公司目前问界 M7/M9 热销，稳居豪华自主第一梯队，问界 M5 智能座舱与智驾系统迭代，改款后销量表现有望持续改善。此外，公司问界 M8 发布在即，预计整体销量有望维持快速增长。预计 2024-2026 年收入 1529/1973/2268 亿元，同比 +327%/+29%/+15%。

盈利能力方面，受益于销量快速增长，公司规模效应有望持续体现。整体毛利率预计稳步提升，销售、管理及研发费用率有望实现稳中有降。

图表59: 公司收入及费用率预测, 亿元

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	341	358	1529	1973	2268
YOY	104.0%	5.1%	326.6%	29.0%	15.0%
毛利率	11.3%	10.4%	25.5%	25.9%	26.1%
销售费用率	14.1%	15.2%	14.3%	13.8%	13.8%
管理费用率	5.2%	4.6%	2.5%	2.1%	2.1%
研发费用率	3.9%	4.7%	4.5%	4.0%	4.0%
财务费用率	1.5%	1.5%	0.5%	0.5%	0.5%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 67/100/128 亿元, 同比 +372%/+50%/28%, 对应 PE 分别为 30/20/16 倍。对比可比的整车标的, 公司估值略高于比亚迪、长安汽车、长城汽车、吉利汽车与理想汽车, 而显著低于同属鸿蒙智行的江淮汽车。考虑到公司业绩在 2024 前三季度顺利实现扭亏, 后续销量、利润有望维持高增长。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表60: 盈利预测简表

财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	34,105	35,842	152,917	197,250	226,838
增长率 yoy (%)	104.0	5.1	326.6	29.0	15.0
归母净利润 (百万元)	-3,832	-2,450	6,672	10,006	12,802
增长率 yoy (%)	-110.1	36.1	372.4	50.0	27.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	-2.54	-1.62	4.42	6.63	8.48
净资产收益率 (%)	-33.6	-21.5	43.2	60.9	84.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表61: 可比公司估值 (亿元)

代码	简称	市值	归母净利润			PE		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
002594.SZ	比亚迪	7,895	300	385.2	476.23	26.3	20.5	16.6
000625.SZ	长安汽车	1,219	113	67.5	91.0	10.8	18.1	13.4
601633.SH	长城汽车	1,988	70	128.3	153.9	28.3	15.5	12.9
600418.SH	江淮汽车	798	2	4.5	7.3	526.6	177.4	109.1
2015.HK	理想汽车	1,950	117	80.2	131.0	16.7	24.3	14.9
0175.HK	吉利汽车	1,553	53	153.6	124.8	29.3	10.1	12.4
601127.SH	赛力斯	2,031	-24	67	100	-	30.4	20.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 估值截止 2024 年 12 月 10 日, 长安汽车、长城汽车、江淮汽车、理想汽车、吉利汽车采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧: 如果行业价格战持续超预期, 将进一步影响车企的盈利能力与新车研发意愿。

政策落地不及预期: 如果以旧换新等刺激政策落地进度不达预期, 将影响终端需求, 导致车企销量不及预期。

测算各假设可能产生的风险: 行业需求测算基于各参数假设, 如果偏差过大, 则可能对行业需求产能误判。

新车型不达预期风险: 如果公司新车型销量不达预期, 则可能显著影响后续盈利能力。

与华为合作变动风险: 公司问界品牌与华为合作紧密, 如果合作出现变动, 则可能影响公司销量。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com