

汽车

2025年02月23日

# 赛力斯 (601127)

——拥抱华为，转型豪华 SUV 领军企业，有望继续发力机器人业务

报告原因：首次覆盖

## 买入 (首次评级)

市场数据：2025年02月21日

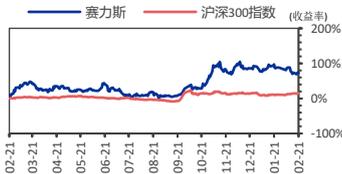
收盘价(元)	122.62
一年内最高/最低(元)	149.89/70.24
市净率	13.7
股息率%(分红/股价)	0.27
流通A股市值(百万元)	185,129
上证指数/深证成指	3,379.11/10,991.37

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024年09月30日

每股净资产(元)	8.94
资产负债率%	89.20
总股本/流通A股(百万)	1,510/1,510
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

#### 证券分析师

樊夏沛 A0230523080004  
fanxp@swsresearch.com  
戴文杰 A0230522100006  
daiwj@swsresearch.com

#### 研究支持

邵翼 A0230524120001  
shaoyi@swsresearch.com

#### 联系人

邵翼  
(8621)23297818×  
shaoyi@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

#### 投资要点：

- **高速成长的科技型新能源车企。**公司1986年成立，前身为“重庆巴县凤凰电器弹簧厂”；2003年，通过与东风公司合资，进军整车制造领域；2016年全面转型新能源，布局电机、电控、电池等核心技术领域，并于当年6月上市。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M7Pro，M9等多款新能源汽车。从2023年9月开始，降价改款的新M7产品力升级明显，同时M9以其出色的安全性能和先进的智能化设计成为爆款高端SUV车型，为销量带来显著增长，带动2024Q3扭亏为盈，实现归母净利润+40亿元。
- **拥抱华为，经历三阶段合作蜕变。**1. **第一阶段(2022年以前)**：合作早期便深度绑定华为，共同探索新模式，智选模式下赛力斯SF5销量表现亮眼，并推出问界M5；2. **第二阶段(2022.01-2023.08)**：问界与华为合作的重要成果初露锋芒，价格带竞争真空下问界M5销量异军突起，随后由于价格战及产品力问题销量回落，积累的经验为后续开启第三阶段腾飞打下基础；3. **第三阶段(2023.09至今)**：产品力进一步打磨，新M7及M9焕发品牌第二春，M9成功占据高端SUV市场可观销量份额，进一步打开赛力斯估值空间。
- **作为华为合作伙伴，2025年哪些方面有望超预期？**1. **高端/主流市场同步探索，销量增长确定性强**，M8将填补M7、M9之间价格空白，贡献销量增量；2. **2025年智能平权带动智驾成为购车核心要素**，2025年智驾车型销量增长或将集中于口碑较好的问界等车企；3. **公司加快出海节奏，有望进一步带动销量利润双增**；4. **AI即将到来，有望与华为合作进军机器人领域**，车企的生产制造经验有助于其快速实现机器人商业化，提升估值水平。
- **盈利预测及估值。**公司为豪华品牌新势力，旗下问界系列主打中高端新能源市场，定价集中于25万元以上价格段，同时旗下蓝电品牌正渗透主流市场，定价集中于10-20万元价格段，故选取新能源造车势力中同样聚焦大众市场的比亚迪以及主打高端市场的理想为其可比公司。考虑到公司2025年销量预计突破40万辆，已达到稳定盈利阶段，故采取相对估值法，选取市盈率作为估值指标，两家可比公司2024-2026年平均PE为27x/18x/15x。公司问界M8上市交付在即，成长性较高，预计2025年归母净利润增速高达63%，且公司智驾能力已成国内第一梯队，深度受益智驾浪潮，同时机器人业务有望取得突破，公司位于主板上市没有流动性折价，**故给予其2025年25x PE，对应其整体估值2329亿元人民币，相较于当前(2025.02.21)市值仍有26%上涨空间，给予“买入”评级。**
- **核心风险：**汽车行业竞争加剧、原材料价格波动、机器人业务拓展不及预期。

#### 财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	35,842	106,627	144,322	184,341	208,041
同比增长率(%)	5.1	539.2	302.7	27.7	12.9
归母净利润(百万元)	-2,450	4,038	5,713	9,316	11,773
同比增长率(%)	-	-	-	63.1	26.4
每股收益(元/股)	-1.63	2.67	3.78	6.17	7.80
毛利率(%)	10.4	25.2	26.0	28.2	26.9
ROE(%)	-21.5	29.9	32.4	36.1	33.0
市盈率	-76		32	20	16

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司为豪华品牌新势力，旗下问界系列车型主打中高端新能源市场，定价集中于 25 万元以上价格段，同时旗下蓝电品牌正渗透主流市场，定价集中于 10-20 万元价格段，故选取新能源造车势力中同样聚焦大众市场的比亚迪以及主打高端市场的理想为其可比公司。考虑到公司 2025 年销量预计突破 40 万辆，已达到稳定盈利阶段，故采取相对估值法，选取市盈率为估值指标，两家可比公司 2024-2026 年平均 PE 为 27x/18x/15x。公司问界 M8 上市交付在即，成长性较高，预计 2025 年归母净利润增速高达 63%，且公司依托华为，智驾能力已成为国内第一梯队，我们认为今年或将成为智驾元年，公司将深度受益，同时机器人业务有望取得突破，公司位于主板上市没有流动性折价，故给予其 2025 年 25x PE，对应其整体估值 2329 亿元人民币，相较于当前 (2025.02.21) 市值仍有 26% 上涨空间，给予“买入”评级。

### 关键假设点

1) 销量及收入：爆款车型问界 M9/新 M7 的推出，为公司销量带来持续高速增长。2024 年 1-12 月公司问界系列实现销量 38.6 万辆，同比+279.7%，问界 M8 预计于 2025 年上半年上市交付，该款车型将填补问界 M7 和 M9 的价格空白，同时新车型逐步导入海外，有望贡献可观纯增量。预计 2025、2026 年公司有望实现总销量 48.6/59.5 万辆，带动 2024-2026 年总收入分别实现 1443/1843/2080 亿元。

2) 毛利率及费用率：预计未来毛利率将随着成本控制及运营效率的提升进一步改善，M7 出口销量的提升及 M9 后续出海也将带动毛利率进一步上行，2024-2026 年毛利率分别有望提升至 26.0%/28.2%/26.9%。随着问界 M8 推出，销售规模扩张，整体期间费用率将快速下降，我们预计 24-26 年赛力斯销售费用率分别为 13.2%/13.2%/12.0%，研发费用率分别为 4.1%/4.0%/3.7%，管理费用率分别为 2.3%/2.4%/2.2%。

我们预计 24-26 年赛力斯归母净利润分别为 57.1/93.2/117.7 亿元。

### 有别于大众的认识

市场认为公司今年受行业竞争加剧影响及智界 R7 影响下销量表现可能不佳，我们认为 M8 的推出及老车型改款仍将维持公司销量可观增速。

### 股价表现的催化剂

新车销量超预期、机器人业务进展超预期、车型盈利能力超预期。

### 核心假设风险

汽车行业竞争加剧、原材料价格波动、机器人业务拓展不及预期

## 目录

<b>1. 高速成长的科技型新能源车企 .....</b>	<b>6</b>
1.1 以新能源为主的技术科技型汽车企业.....	6
1.2 营收高速增长，盈利能力显著改善 .....	8
<b>2. 拥抱华为，经历三阶段合作蜕变.....</b>	<b>10</b>
2.1 第一阶段（2022 年以前）：合作早期便深度绑定华为，共同探索新模式 .....	10
2.2 第二阶段（2022.01-2023.08）：问界与华为合作的重要成果初露锋芒.....	12
2.3 第三阶段（2023.09 至今）：产品力进一步打磨，新 M7 及 M9 焕发品牌第二春.....	15
2.4 股价复盘：销量和业绩驱动公司质变.....	20
<b>3. 作为华为合作伙伴，2025 年哪些方面有望超预期？ ...</b>	<b>21</b>
3.1 高端/主流市场同步探索，销量增长确定性强.....	21
3.2 2025 年智能平权带动智驾成为消费者购车核心要素 .....	24
3.3 公司加快出海节奏，有望进一步带动销量利润双增 .....	26
3.4 AI 即将到来，有望与华为合作进军机器人领域.....	27
<b>4. 盈利预测及估值 .....</b>	<b>28</b>
4.1 盈利预测 .....	28
4.2 估值.....	30
<b>5. 风险提示.....</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司现有乘用车车型 .....	6
图 3：2024 年公司分品牌销量架构（万辆） .....	7
图 4：新能源主力车型月销量（辆） .....	7
图 5：公司股权结构.....	8
图 6：公司收入（亿元）及增速 .....	9
图 7：公司归母净利润（亿元）及增速.....	9
图 8：公司销量及单车收入 .....	9
图 9：公司毛利率 .....	9
图 10：公司期间费用率.....	9
图 11：公司净利率 .....	9
图 12：华为与车企合作三大路线 .....	10
图 13：2022M1-2024M1 极狐阿尔法 S 销量（辆） .....	11
图 14：2022M1-2022M12 问界 M5/M7 销量（辆） .....	12
图 15：2022M1-M12 轿车/SUV 比例分析 .....	13
图 16：2022M1-M12 分价格段 SUV 市场销量（万辆） .....	13
图 17：2022M1-M12 20-30 万元 新能源 SUV 市场销量排名前五的车型销量（万辆） .....	13
图 18：2023M1-M8 20-30w SUV 总销量和问界占比（万辆/%） .....	14
图 19：2023 年问界 M7 销量（辆） .....	15
图 20：2023 年畅销自主 SUV 及特斯拉 Model Y 价格带分布及销量（万辆） ..	16
图 21：各品牌网点数量（截止 2023 年 6 月） .....	17
图 22：问界新 M7 首批车主的促购原因 TOP10 .....	17
图 23：华为 ADS 2.0 高阶智驾占决策的重要程度 .....	18
图 24：2024 年 40 万元以上分车型 SUV 销量（万辆） .....	19
图 25：问界 M9 与理想 L9 首批车主消费观.....	20
图 26：问界 M9 与理想 L9 首批车主的促购原因.....	20
图 27：2020-2025 年股价复盘.....	21
图：M -M 问界 M 销量（辆） .....	

图 29: 问界及蓝电系列价格带分布 .....	22
图 30: 40 万元以上 SUV 销量 (万辆) 及占总乘用车销量比重 .....	23
图 31: 2022-2025 年 40 万元以上 SUV 销量 (万辆) 及占乘用车总销量比重 .....	23
图 32: 比亚迪海洋网首批智驾版车型上市价格 .....	25
图 33: 科技消费品渗透率 S 型曲线 (单位: %) .....	25
图 34: 2023-2030 年中国 AD/ADAS 装配辆及渗透率 (辆/%) .....	26
图 35: 2022-2025 年中国 20 万元以上 AD 汽车销量 (万辆) .....	26
图 36: 赛力斯海外销售额 (亿元) .....	27
图 37: 2024 年 SERES3 及 SERES5 海外销量 (辆) .....	27
图 38: 人形机器人边缘计算与云端协同、数据采集与增量训练 .....	27
图 39: 赛力斯招聘机器人模型开发人员 .....	28
图 40: 赛力斯超级工厂正式启动 IDRA 万吨超级压铸机投产暨机器人一体化铸件加工技术 .....	28
表 1: 2022M1-M12 20-30 万元 SUV 市场销量排名前十的车型销量 (万辆) .....	13
表 2: 新老 M7 参数对比 .....	15
表 3: 问界系列参数对比 .....	18
表 4: 问界新旧车型主要对比 .....	21
表 5: 40 万元以上 SUV 待发布新车规划 .....	23
表 6: 各车企城市 NOA 布局 .....	24
表 7: 赛力斯分车型销量预测 (辆) .....	29
表 8: 赛力斯分业务盈利预测 .....	29
表 9: 赛力斯可比公司估值 .....	30

# 1. 高速成长的科技型新能源车企

## 1.1 以新能源为主的技术科技型汽车企业

赛力斯集团历史悠久，历经三次征程，最终专注于新能源汽车业务。公司最早可追溯到 1986 年“重庆巴县凤凰电器弹簧厂”挂牌成立，开启第一次创业征程；2003 年，通过与东风公司合资，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，布局电机、电控、电池等核心领域，开启第三次创业征程，并于 6 月作为重庆小康工业集团股份有限公司于上交所上市（证券简称小康股份）。

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 M7Pro，M9 等多款新能源汽车，2022 年证券简称改名为赛力斯。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，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。

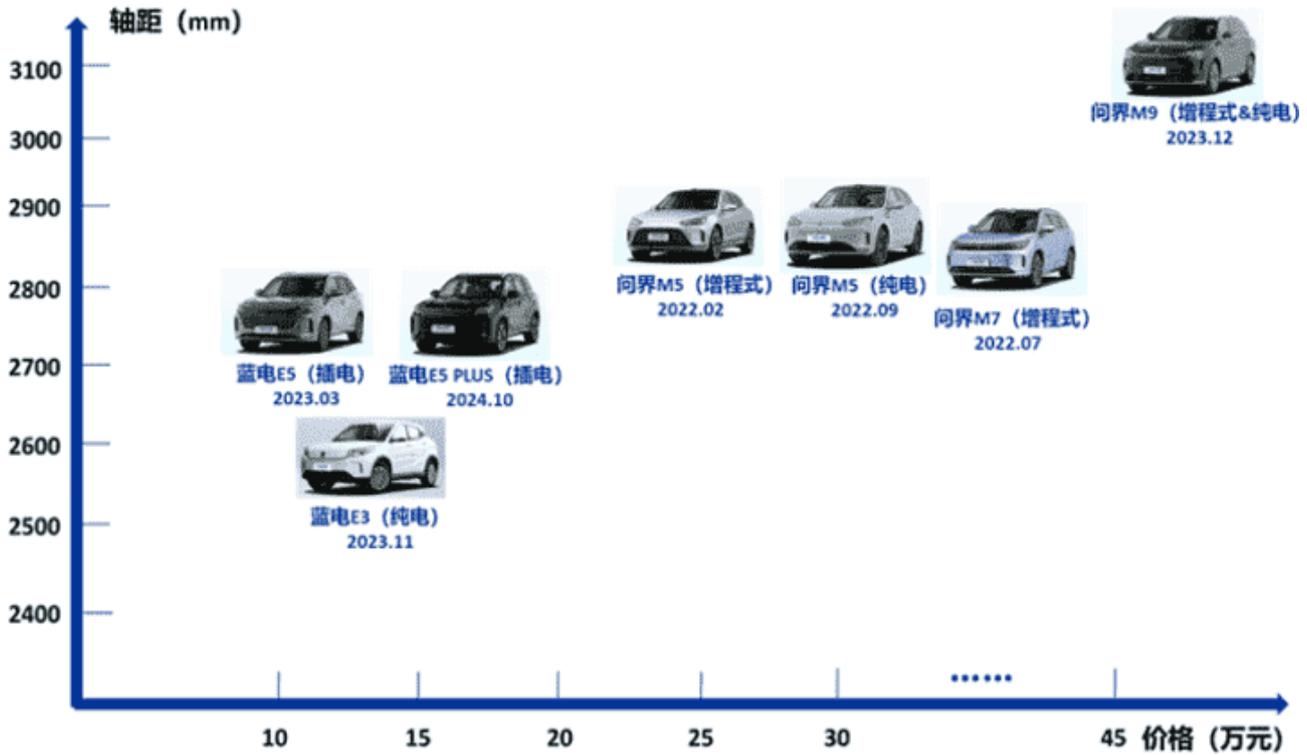
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**主攻高端品牌问界，同时尝试低价渗透。**公司旗下拥有四个品牌，分别为 AITO、蓝电、DFSK 和瑞驰。其中，1) AITO（问界），高端智慧新能源汽车品牌，是公司的主力品牌，2024 年销量占 78%，旗下拥有问界 M9、新 M7 Ultra、新 M5 等多款热销车型，主攻 25w+ 的中高端市场；2) 蓝电，主打性价比的智能电动汽车品牌，旗下蓝电 E3、E5 以及 E5 PLUS，主攻 10w+ 的主流市场；3) DFSK（东风小康），公司原有的商用车品牌；4) 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从而设立。

图 2：公司现有乘用车车型



资料来源：汽车之家，申万宏源研究

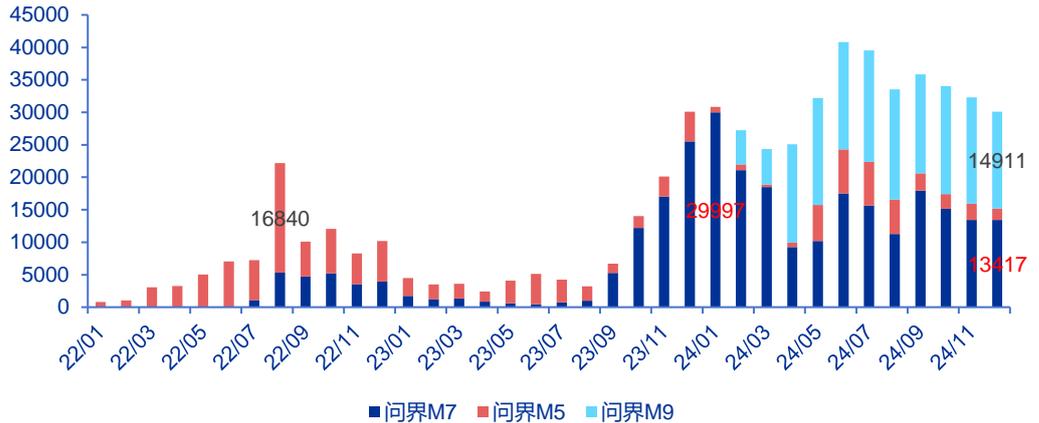
图 3：2024 年公司分品牌销量架构（万辆）



资料来源：车主之家，申万宏源研究

爆款车型问界 M9/新 M7 的推出，为公司销量带来高速增长。从 2023 年 9 月开始，降价改款的新 M7 产品力升级明显，同时 M9 以其出色的安全性能和先进的智能化设计（华为技术为其赋能）成为爆款高端 SUV 车型，为销量带来显著增长。2022/2023/2024 年公司问界系列 M5/M7/M9 及自主品牌车型蓝电 E5 总销量分别为 9.0/11.1/41.5 万辆，2023/2024 年同比增速分别为+22.5%/+275.5%。

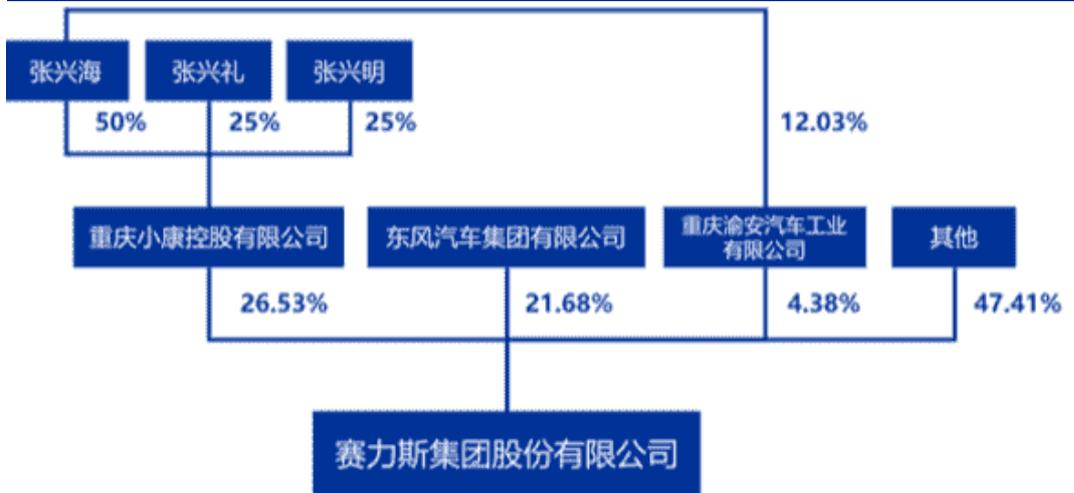
图 4：新能源主力车型月销量（辆）



资料来源：车主之家，申万宏源研究

**股权比例较集中，管理稳健。**截至 2024 年 H1，公司的第一大股东为重庆小康控股有限公司，重庆小康全部股权由其三大创始人张兴海与其两个哥哥张兴礼、张兴明三兄弟所持有。公司实际控制人、董事长、创始人为张兴海，张兴海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总计 13.79%的赛力斯股份；张兴海、张兴礼、张兴明三兄弟间接持有总计 27.06%的赛力斯股份。

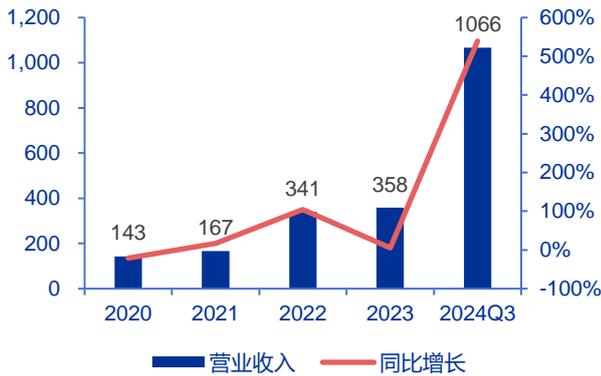
图 5：公司股权结构



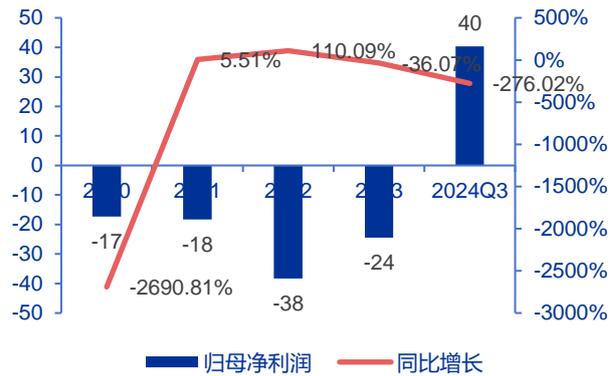
资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 营收高速增长，盈利能力显著改善

**公司营收快速增长，盈利能力稳步向好。**2022 年公司与华为合作的问界首款车型 M5 发布后热销，并于同年发布问界 M7，带动全年营业收入实现 341 亿元，同比+104%；2023 年由于竞争加剧及自身产品力不足而销量快速下滑，9 月 M7 改款降价后产品力凸显，成为爆款车型，带动 2023 年全年实现营业收入 358.42 亿元，同比+5.1%；2024 年高端 SUV 问界 M9 开始交付，强产品力及高定价下贡献可观营收，2024Q3 实现营业收入 1066.27 亿元，同比+539.2%；归母净利润方面，由于此前销量较低，公司各项费用未得到充分摊销而长年处于亏损状态，2024 年全年销量爬升至 40 万辆以上，同时 M9 贡献可观利润率，带动 Q 扭亏为盈，实现归母净利润+ 亿元。

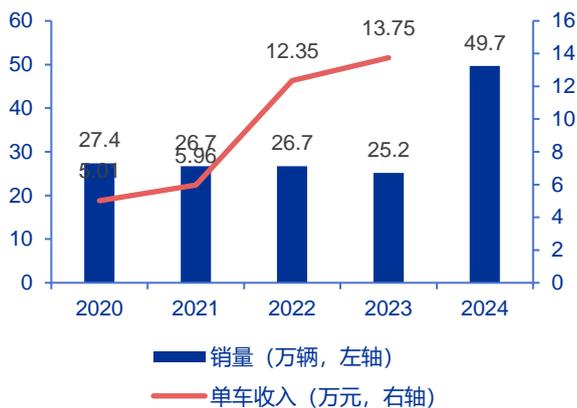
**图 6: 公司收入 (亿元) 及增速**


资料来源: iFind, 申万宏源研究

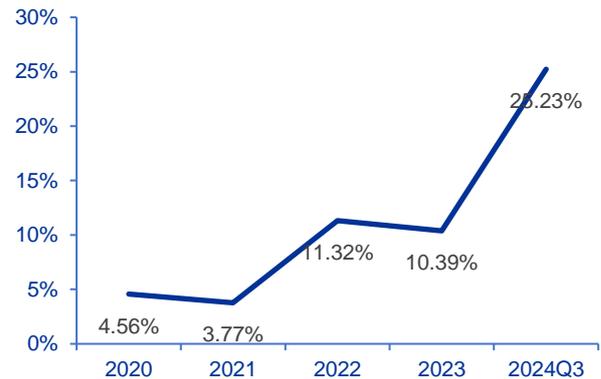
**图 7: 公司归母净利润 (亿元) 及增速**


资料来源: iFind, 申万宏源研究

**销量增长带动下毛利率快速提升。**2024年公司实现了全年交付42.69万辆新能源汽车，同比+182.84%，其中问界系列M7交付19.7万，M9交付15.1万，占赛力斯总销量的81.59%，产品结构持续改善，单车收入2023年上行至13.75万元。23年新车型的研发费用成本上升，压缩了利润空间，毛利率10.39%，同比下降0.93%；24年问界M9的推出助推赛力斯销量提升，全年毛利率实现大幅上涨，24年前三季度毛利率提升至25.2%。

**图 8: 公司销量及单车收入**


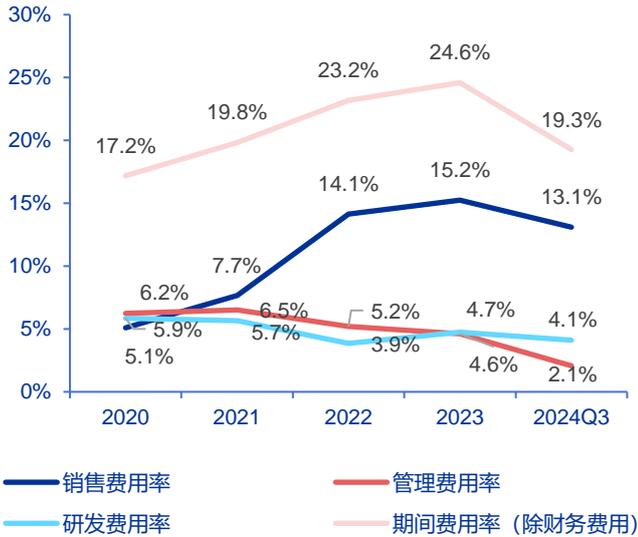
资料来源: iFind, 申万宏源研究

**图 9: 公司毛利率**


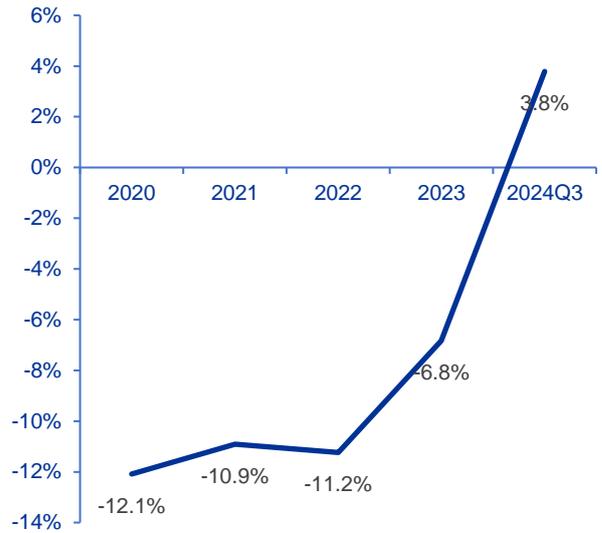
资料来源: iFind, 申万宏源研究

**深耕智能制造，收入快速增长的过程中控制各项费用率缓慢下行。**2022年，公司与华为合作车型M5及M7开始交付，由于需要向华为支付渠道销售费用，公司销售费用率由7.7%提升至14.1%，带动期间费用率（除财务费用）提升至23.2%；2023年由于竞争加剧导致销量下滑，公司期间费用率（除财务费用）进一步提升至24.6%；2024年销量快速提升下公司前三季度收入同比增长539%，各项费用被充分摊薄，销售、管理、研发费用率分别下行至13.1%、2.1%、4.1%，期间费用率（除财务费用）由24.6%下降至19.3%，净利率快速提升至3.8%，实现扭亏转盈。

**图 10: 公司期间费用率**
**图 11: 公司净利率**



资料来源：iFind，申万宏源研究



资料来源：iFind，申万宏源研究

## 2. 拥抱华为，经历三阶段合作蜕变

### 2.1 第一阶段（2022 年以前）：合作早期便深度绑定华为，共同探索新模式

早期华为与车企合作的三大路线主要包括 Tier1 模式、HI 模式和鸿蒙智行模式，华为参与汽车制造及销售的力度依次递进加深。1) Tier1 模式：华为扮演零部件供应商的角色，依托其在 ICT 领域的技术优势，为相关车企（如比亚迪、吉利）提供 MDC（自动驾驶计算平台）、智能驾驶和智能座舱等标准化零部件。2) HI (Huawei Inside) 模式：华为提供全栈智能汽车解决方案，包括计算与通信架构、智能座舱、智能驾驶等。这种模式下，华为与车企共同定义和开发产品，如极狐阿尔法 S 华为 HI 版和阿维塔 11。3) 鸿蒙智行模式（原智选模式）：华为不仅提供零部件和全栈技术，还主导产品定义、用户体验、质量管控、渠道零售以及品牌营销。这种模式下，华为深度参与汽车制造，相当于直接与车企（如赛力斯、北汽、江淮等）合作造车。从零部件供应模式、HI 模式到鸿蒙智行模式，华为在与车企合作中的参与度、投入不断加深。

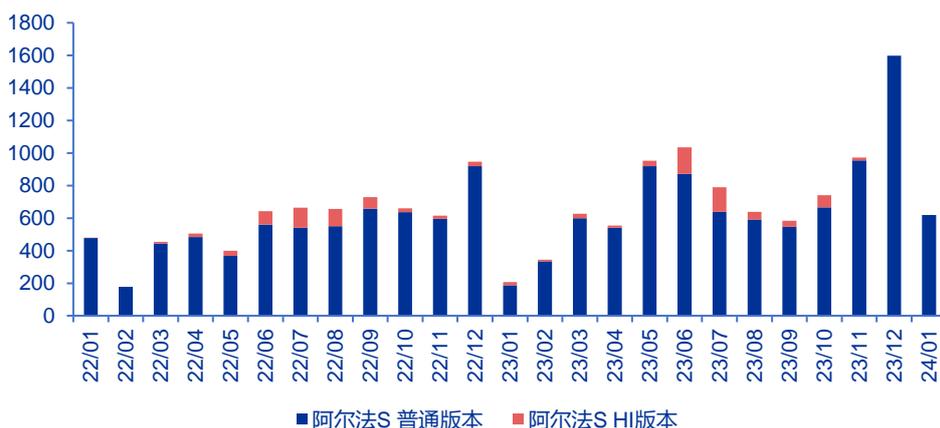
图 12：华为与车企合作三大路线



资料来源：申万宏源研究整理

**HI 模式受客观原因进展及成效不明显, 华为与赛力斯进行智选模式合作:** 研发成本高、研发周期长以及市场接受度低共同制约了 HI 模式的发展。以 HI 版极狐阿尔法 S 为例, 研发周期过长带来的市场投放的延迟滞后 (2021 年 4 月发布, 2022 年 5 月才正式上市) 使得华为 ADS 带来的热度大幅衰减, 同时, 较高的研发成本致使 HI 版价格普遍较高 (HI 版比普通版顶配高 4 万元以上), 反映到市场上便是 HI 版极狐阿尔法 S 对车系的撬动作用并不明显。因此, 2023 款极狐阿尔法 S 已经取消 HI 版的款式。

图 13: 2022M1-2024M1 极狐阿尔法 S 销量 (辆)



资料来源：上险数据，申万宏源研究

**华为与赛力斯合作, 走向投入力度更高的鸿蒙智行模式。** 早在 2018 年, 赛力斯便与华为数字能源开启智能电动领域的互相探讨和技术探索; 2019 年 1 月, 在经历了初步的探索以及磨合之后, 赛力斯与华为举行合作签约仪式, 双方在工业互联网、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, 但仍旧停留在技术层面, 产品方面依旧独立生产销售。2021 年 4 月, 经过两年的磨合和沟通以后, 公司与华为宣布开启深度合作, 双方将在技术、产品和渠道三方面深度融合, 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，凭借华为强大的品牌力，赛力斯 SF5 的 6 月销量便已破千；2021 年 12 月，接收到市场对智选模式的正反馈后，公司与华为共同打造全新智慧汽车品牌 AITO，并发布首款车型问界 M5。

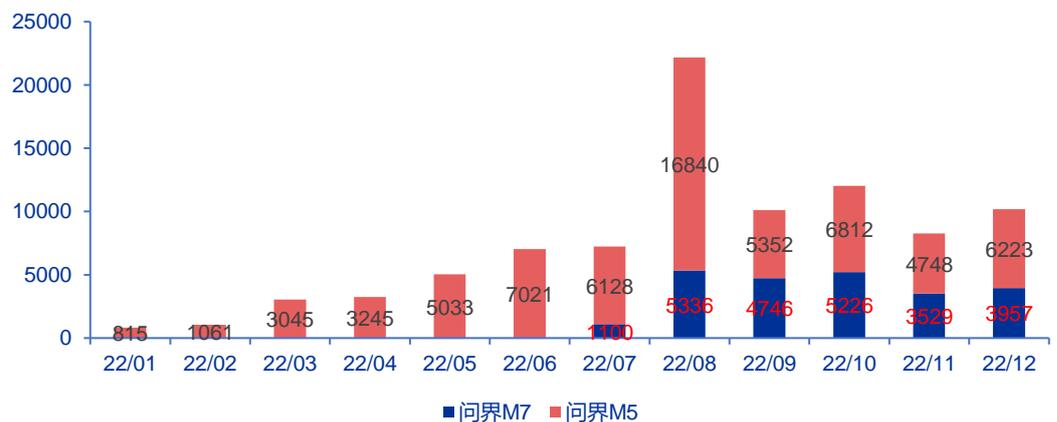
## 2.2 第二阶段（2022.01-2023.08）：问界与华为合作的重要成果初露锋芒

**M5 为首**的问界系列为赛力斯与华为合作的重大转折点。2021 年 12 月，接收到市场对智选模式的正反馈后，公司与华为共同打造全新智慧汽车品牌 AITO，并亮相首款车型问界 M5，该车布局中型新能源 SUV 市场，定位中高端豪华品牌，售价为 25.98 万-33.18 万元，目标用户对标理想 ONE 等新势力车型，聚焦于 25-34 岁区间的已婚男性群体。问界 M5 是全球首款搭载鸿蒙 Harmony OS 智能虚拟座舱的汽车，使用华为 Drive ONE 纯电驱增程平台，动力上配备了 1.5T 四缸增程器，四驱旗舰版百公里加速仅为 4.4s。

得益于问界 M5 的畅销（87 天累计交付破万，创造单车型最快交付记录），**2022 年 7 月公司与华为联合推出问界 M7**，并在随后的 9 月份推出问界 M5 纯电版，进一步完善产品矩阵。问界 M7 布局中大型新能源 SUV 市场，定位高端豪华品牌，售价为 28.98-37.98 万元，该车同样配备了 DE-i 纯电驱增程平台及华为鸿蒙 OS 智能座舱系统，并且在**延续 M5 的高度智能化以及出色配置水平的基础上，为家庭用户打造了更大、更宽适的出行空间**。除了产品设计外，销售方式上问界 M5/M7 都直接共享华为销售渠道（线下门店），大幅提高产品曝光度。此外，基于华为 HarmonyOS，问界 M5/M7 从底层技术全面打通手机、汽车、手表、智能家居等设备，赋予了与“华为手机、Pad”同级别的流畅和易用程度。**相比 Tier1 和 HI 模式，鸿蒙智行以其更深度的赋能使问界 M5、M7 具备更强的产品力以及更高的市场关注度。**

**M5/M7 推出后销量快速增长**。2022 年 2 月 M5，7 月 M7 陆续推出后销量表现亮眼，22 年 8 月月销甚至突破 2 万辆，其中 M5 销量 1.7 万辆，M7 销量 0.5 万辆；后续月份月销量有所回落。2022 年，问界 M5/M7 月均销量 0.6/0.4 万辆，整体表现较为强劲。

图 14：2022M1-2022M12 问界 M5/M7 销量（辆）



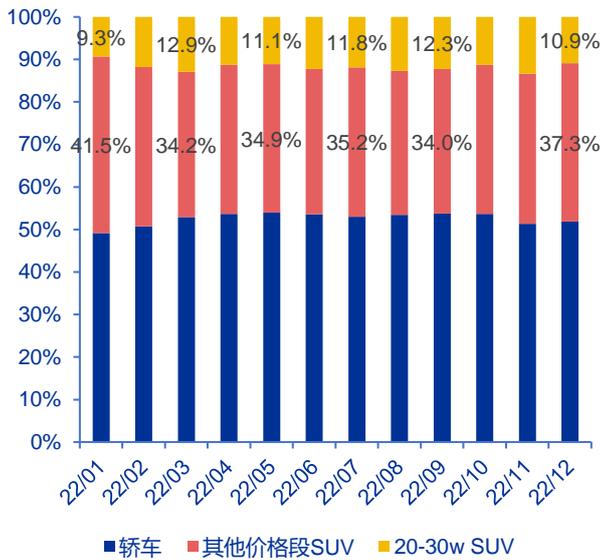
资料来源：车主之家，申万宏源研究

**销量异军突起或来自价格段竞争真空及消费者对华为造车热情。**

**20-30 万元价格段 SUV 市场需求提升。**2022 年国内乘用车市场 SUV 比例总体呈下降趋势，比例从 1 月的 50.9% 降至 12 月的 48.1%。然而，20-30 万元的 SUV 市场却呈增长态势，占总市场比例从 1 月的 9.3% 升至 12 月的 10.9%。分价格段看，2022 年 SUV 市场总体呈中端化渗透的趋势，价格段中仅 10-20、20-30 万元的销量呈增长态势，其余价格段销量皆有所下滑。其中，车辆价格分布在 20-30 万元的销量由 1 月的 19.5 万辆增长至 12 月的 25.6 万辆，增幅近 6.1 万辆，其中问界贡献了 0.8 万的增量，占总增量近七分之一。

**20-30 万元价格段 SUV 以合资及传统燃油 SUV 为主，新能源主要竞品仅特斯拉 Model Y 及比亚迪唐 DM。**分车型看，20-30 万元的 SUV 市场中销量排名前十的车型（占市场总销量近 60%）仍以外资、合资品牌的老车型为主，电动化/智能化趋势较弱。问界 M5/M7 凭借其强大的电动化/智能化技术为该价格段 SUV 市场注入新活力，其中 2 月才正式发行的问界 M5 EREV 更是挤进 20-30 万元新能源 SUV 市场销量排名前五，2022 年月均销量 0.4 万辆，仅次于 Model Y EV 和比亚迪唐 DM。

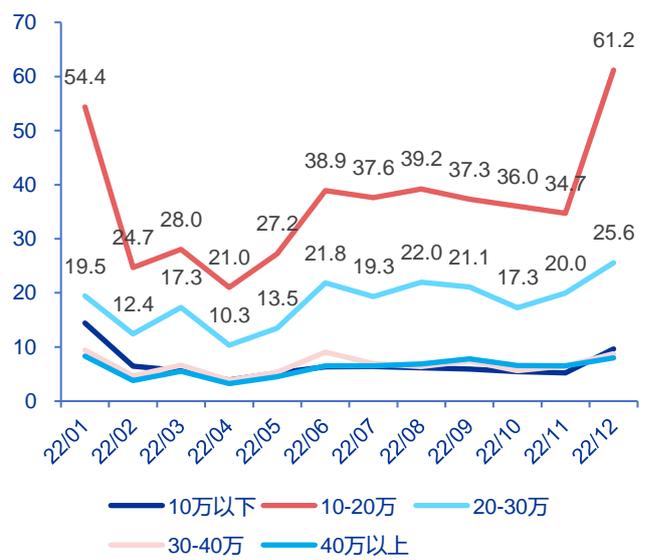
**图 15: 2022M1-M12 轿车/SUV 比例分析**



资料来源：上险数据，申万宏源研究

**表 1: 2022M1-M12 20-30 万元 SUV 市场销量排名前十的车型销量 (万辆)**

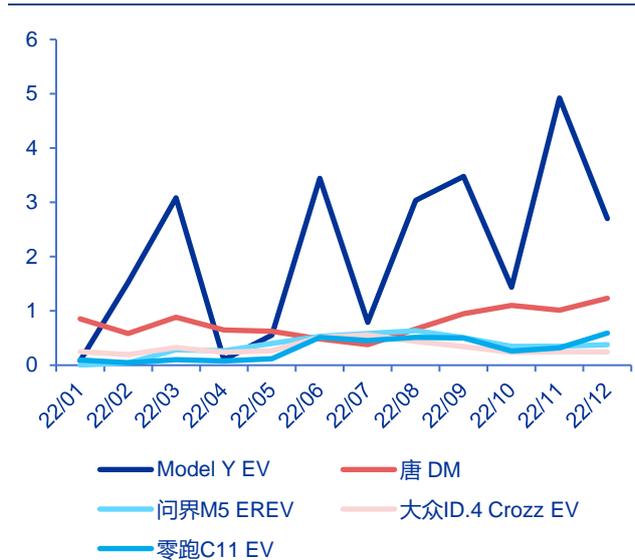
**图 16: 2022M1-M12 分价格段 SUV 市场销量 (万辆)**



资料来源：上险数据，申万宏源研究

**图 17: 2022M1-M12 20-30 万元 新能源 SUV 市场销量排名前五的车型销量 (万辆)**

主要车型	2022 年销量
Model Y EV	25.2
丰田 RAV4	14.1
途观 L	13.3
红旗 HS5	12.6
皓影	12.3
坦克 300	10.6
唐 DM	9.4
探岳	7.0
昂科威 Plus	5.6
问界 M5	5.0
问界 M7	1.0



资料来源：上险数据，申万宏源研究

资料来源：上险数据，申万宏源研究

### 进入 2023 年，多方面因素导致问界销量迅速回落：

**1) 价格战打响：**2023 年 1 月，特斯拉率先打响价格战，旗下车型 Model 3、Model Y 降价 2~4.8 万元，比亚迪、奇瑞等自主品牌紧随其后，掀起了全汽车行业的降价浪潮；同时，竞品车型理想 L7、L8 的推出，使得 20-30 万元价格段竞争愈发激烈。2023 年 1-8 月 20-30 万元 SUV 市场累计销售 137.5 万辆，同比仅微增 1%，同时问界在该价格段影响力有所下滑，市场份额由 2022 年的 2.7% 降至 2023 年 1-8 月累计销量的 1.7%（市场排名由第十跌至第十二），月均销量由 2022 年 1-8 月的 0.5 万辆跌至 2023 年 1-8 月的 0.3 万辆。

**2) 产品力不足：**M7 与东风 ix7 存在换壳争议，且中保研 25% 偏置碰撞中，问界 M7 疑似 A 柱出现弯折等问题使得 M7 的口碑大幅下滑；同时，2023 年 3 月华为再次签署为期 5 年的《关于华为不造车的协议》，此举使得大众对华为造车热情有所消退，问界 M7 附带的华为品牌影响力随之快速削弱。

图 18：2023M1-M8 20-30w SUV 总销量和问界占比 (万辆/%)



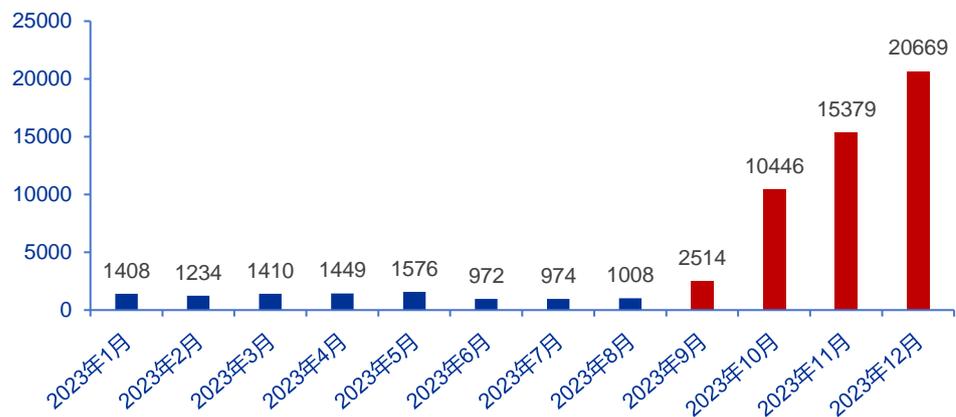
资料来源：上险数据，申万宏源研究

赛力斯与华为合作的第二阶段由于价格战打响及产品力不足导致问界订单持续性差，从而导致销量在该阶段后期表现较弱，但作为当时华为鸿蒙智行合作模式的排头兵，仍有充足的纠错时间及空间，为后续开启第三阶段腾飞打下基础。

## 2.3 第三阶段（2023.09 至今）：产品力进一步打磨，新 M7 及 M9 焕发品牌第二春

经历了 M5 及 M7 的销量冲高回落后，华为与赛力斯在造车上的问题充分暴露。2023 年 9 月新 M7 的推出成为问界品牌再出发的重要转折点，改款降价后订单持续强劲；同时 M9 于 12 月上市，为华为向高端 SUV 市场进击的重磅车型，紧接改款 M7 的成功之后进一步打开赛力斯估值空间。

图 19：2023 年问界 M7 销量（辆）



资料来源：上险数据，申万宏源研究

### 新 M7 强势的销量增长来自：

**1. 降价增配，产品力升级。**新 M7 官方指导价相比旧款降低 4 万元，高配车型身高降低 15mm，相比老款增加头顶瞭望塔式激光雷达及两侧前翼子板摄像头，前牌照架两侧格栅换为封闭式，增加五座版车型，升级华为鸿蒙 4 车机系统，同时优化增程器，综合油耗降低 0.2L/100km。智驾方面，搭载 HUAWEI ADS 2.0 系统，可实施监测监控并预测周围目标车道的车辆行为，针对城区 NCA(智驾领航辅助) 进一步升级，支持主动超车换道、脱困换道等功能。同时还搭载华为 GOD 网络 2.0，支持无上限识别通用障碍物类别，通用障碍物识别率高达 99.9%。

表 2：新老 M7 参数对比

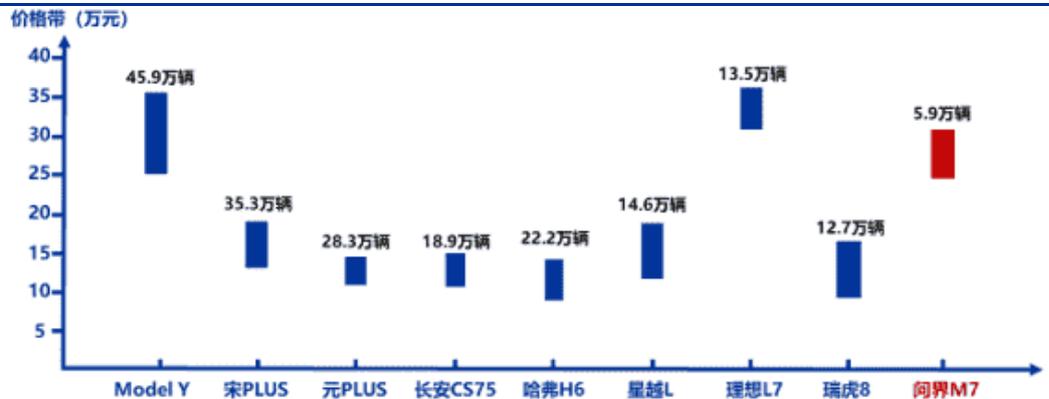
	问界 M7 2022 款	问界 M7 2023 新款
上市时间	2022 年 7 月	2023 年 9 月
官方指导价	28.98-37.98 万元	24.98-32.98 万元

	问界 M7 2022 款	问界 M7 2023 新款
长 (mm)	5020	5020
宽 (mm)	1945	1945
高 (mm)	1775	1760
里程	230km	255km
百公里加速	7.8s	4.8s
座位	六座; 空调风量控制; 音频暂停与播放	五座/六座; 多按摩挡位及模式可 调; 空调风量控制; 音频暂停与播 放
智驾	L2+级智能驾驶辅助	搭载华为 ADS 2.0 高阶智能驾驶 系统
雷达	126 线激光雷达	192 线激光雷达

资料来源: 懂车帝, 问界公众号, 申万宏源研究

**2. 价格段下移, 避开 2023 年众多抢眼 SUV 竞品。** 新问界 M7 定位 25-35 万需求潜力更大的中高端新能源 SUV 市场, 主要竞品车型为特斯拉 Model Y (24.99-35.49 万)、理想 L7 (30.18-35.98 万), 避免与价格更低的热销车型 (比亚迪宋 PLUS、元 PLUS 等) 直接竞争。

**图 20: 2023 年畅销自主 SUV 及特斯拉 Model Y 价格带分布及销量 (万辆)**

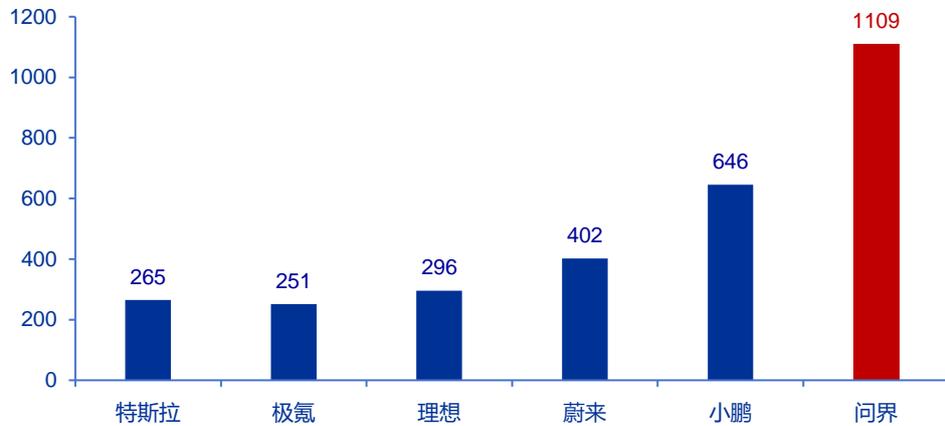


资料来源: 上险数据, 申万宏源研究

**3. 营销优势。** 订购新款 M7 的过程中, 用户能享受到华为 Mate 60 系列和 Mate X5 系列的优先购买资格, 同时将展车放于线下店内, 相较于传统车企营销方式曝光度层面有

质的差距。截至 2023 年 6 月，问界的销售渠道数量远超竞争品牌，市场覆盖能力具有显著优势。

图 21：各品牌网点数量（截止 2023 年 6 月）



资料来源：各品牌官网，申万宏源研究

**4.智能化优势。**新 M7 高配搭载 HUAWEI ADS 2.0 高阶智驾系统，实现了不依赖高精地图全国都能开的智能驾驶体验，同时搭载鸿蒙智能座舱 3.0，相较老款 M7，在交互体验上带来全面优化。根据杰兰路《问界新 M7 首批车主用户画像研究》，购车决策中，智能座舱是主要的促购原因，占比达 68%，智能驾驶、品牌、安全性和空间次之。

图 22：问界新 M7 首批车主的促购原因 TOP10

首批车主的促购原因TOP10  
样本量N=168，单位：%

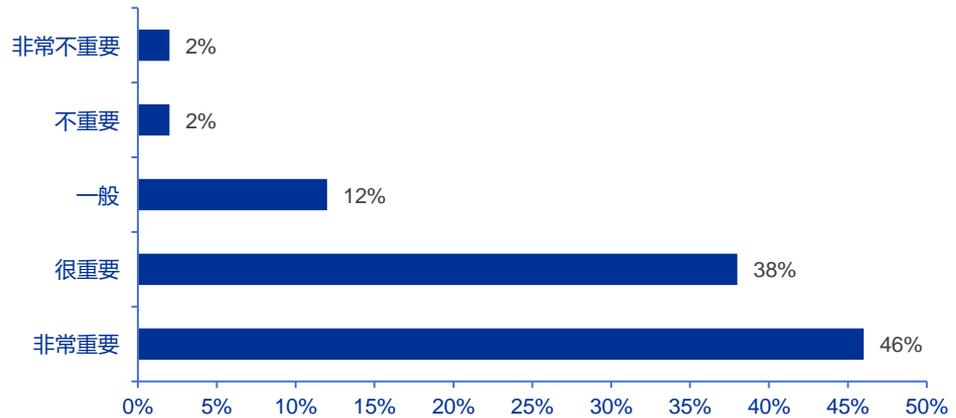
排名	促购原因	占比 (%)
1	智能座舱 车内屏幕、语音交互、车机生态、OTA等	68
2	驾驶辅助 智能驾驶硬件、高速领航驾驶辅助、自动泊车等	58
3	品牌 价值观、档次、知名度、口碑、创始人等	58
4	安全性 车身安全、安全配置、刹车性能、驾驶视野等	57
5	空间 乘坐空间、储物空间、空间灵活性等	55
6	舒适性 前后排座椅舒适、悬架类型及减震效果、空调、静音等	49
7	配置 丰富度、先进性、配置质量等	46
8	购车价格 购车价格及优惠，二手车处置及残值等	43
9	内饰 造型、颜色、材质、氛围灯等	39
10	续航里程 标的续航、实际续航、续航衰减等	39

资料来源：杰兰路，申万宏源研究

**华为 ADS2.0 效果表现出色，ADS3.0 将实现端到端。**根据电动汽车用户联盟研究，华为 ADS 2.0 高阶智驾在车主购车决策中，重要程度为“非常重要”的占比为 46%，获得了消费者的肯定。2024 年 4 月，华为在北京车展展示 ADS 3.0 端到端架构，实现从 BEV

到 GOD，有路就能开；8月，华为乾崮发布乾崮智驾基础版方案 ADS SE，该版本支持纯视觉但不含激光雷达，提供高速智驾领航辅助、智能泊车辅助等功能，并已实现搭载于 15~20 万级别车型，推动更多中低端车型实现智驾平权。在高端车型方面，华为乾崮智驾 2025 年也将通过推出更高版本的 ADS 提供支持 L3 级别的智驾功能。

**图 23：华为 ADS 2.0 高阶智驾占决策的重要程度**



资料来源：电动汽车用户联盟，申万宏源研究

**问界 M9 在 2023 年 12 月 26 日上市，售价 46.98 万-56.98 万，定位为大型 SUV，配备纯电和增程双动力形式，搭载数码大灯、华为 ADS 高阶自动驾驶辅助、副驾驶独立娱乐屏、后排极光投影、副驾女王座椅等舒适娱乐配置。一经推出后销量火爆。主要得益于：**

**1. 价格带竞品缺失。**分车型来看，40 万元以上高端 SUV 市场长期由 BBA 主导，但供给有限、竞争格局固化，消费者选择单一。M9 以创新设计、豪华配置、卓越的智能化表现以及机械素质切入这一真空价格带，填补了传统豪华品牌未能满足的差异化需求，迅速抢占市场空白。M9 交付并经历产量爬坡后，在 40 万元以上 SUV 市场销量排名位居第二，占价格段销量比重 15%及以上。

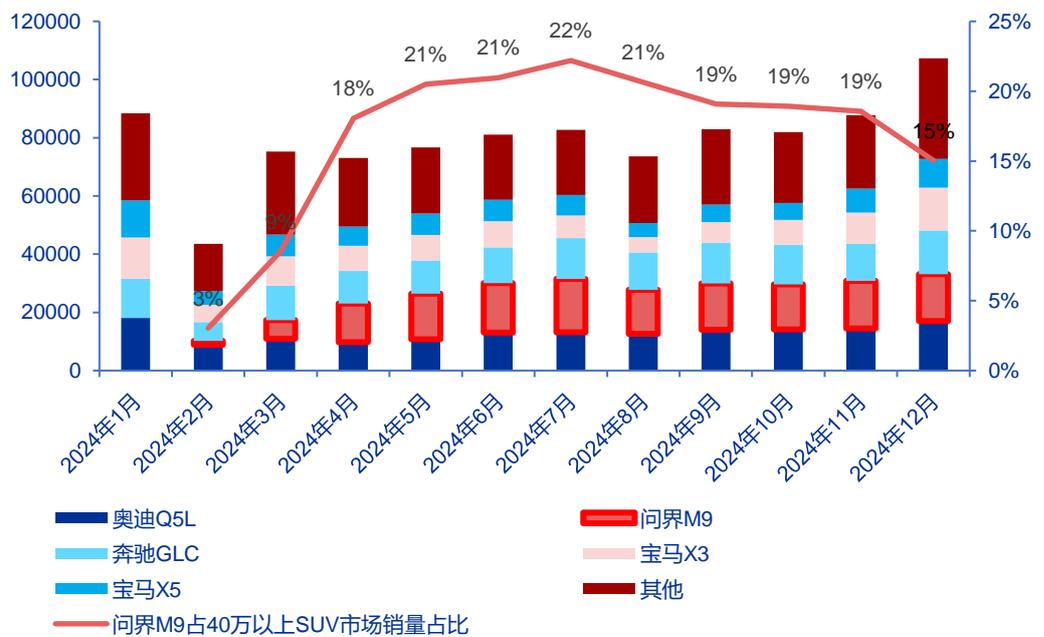
**表 3：问界系列参数对比**

	问界 M9	问界 M7 2022 款	问界 M7 2023 新款
上市时间	2023 年 12 月	2022 年 7 月	2023 年 9 月
官方指导价	46.98-56.98 万元	28.98-37.98 万元	24.98-32.98 万元
长 (mm)	5230	5020	5020
宽 (mm)	1999	1945	1945
高 (mm)	1800	1775	1760
轴距 (mm)	3110	2820	2820

	问界 M9	问界 M7 2022 款	问界 M7 2023 新款
里程	225km	230km	255km
百公里加速	4.9s (增程) 4.3s (纯电)	7.8s	4.8s
座位	五座/六座	六座; 空调风量控制; 音频暂停与播放	五座/六座; 多按摩挡 位及模式可调; 空调风 量控制; 音频暂停与播 放
智驾辅助系统	HUAWEI ADS 高阶 智能驾驶	L2+级智能驾驶辅助	HUAWEI ADS 2.0 高 阶智能驾驶系统
雷达	192 线激光雷达	126 线激光雷达	192 线激光雷达

资料来源：懂车帝，车企公众号，申万宏源研究

图 24：2024 年 40 万元以上分车型 SUV 销量 (万辆)



资料来源：上险数据，申万宏源研究

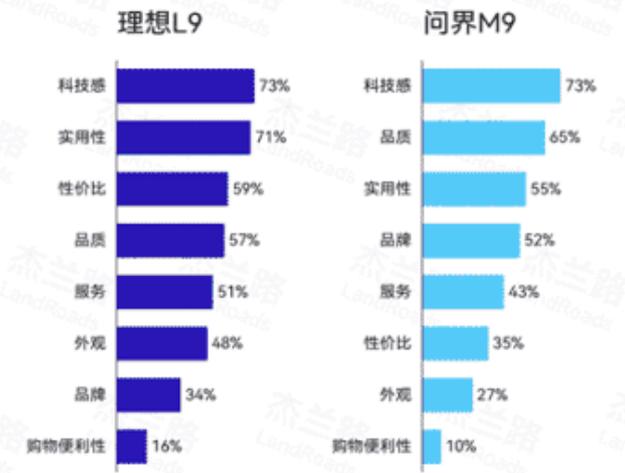
**2. 智驾能力。**在高端 SUV 市场，不同目标人群的关注度差异十分显著。相较理想 L9，智驾、品牌是问界 M9 最主要的促购原因，其中智驾能力对 M9 的成交带来的促进作用显然更为明显。

图 25: 问界 M9 与理想 L9 首批车主消费观

问界M9首批车主用户画像研究

相较问界M9，理想L9车主在消费观上更加务实，看重实用性与性价比。

理想L9与问界M9首批车主的消费观<sup>1</sup>对比  
问界M9为首批车主，样本量N=90



1. 多选：在购买大宗商品如家电动汽车时，您更偏向以下哪些消费形态？

资料来源：杰兰路，申万宏源研究

图 26: 问界 M9 与理想 L9 首批车主的促购原因

理想L9与问界M9首批车主的促购原因<sup>1</sup>对比  
问界M9为首批车主，样本量N=90

促购原因	描述	理想L9 (%)	问界M9 (%)	对比 (%)
智能驾驶	智能驾驶硬件、高速领航驾驶辅助、自动泊车等	44%	67%	-23%
智能座舱	车内屏幕、语音交互、车机生态、OTA等	60%	65%	-5%
品牌	价值观、档次、知名度、口碑、创始人等	23%	57%	-34%
安全性	车身安全、安全配置、刹车性能、碰撞防护等	28%	55%	-27%
舒适性	前后排座椅舒适、悬架类型及减震效果、空调、静音等	64%	45%	19%
配置	丰富度、先进性、配置质量等	49%	33%	16%
操控性	转向精准度、悬挂硬度、底盘稳定性等	19%	28%	-10%
空间	乘坐空间、储物空间、空间灵活性等	62%	27%	35%
动力性	百公里加速时间、驱动形式、爬坡能力等	22%	23%	-2%
续航里程	标的续航、实际续航、续航里程衰减等	37%	22%	16%
内饰	造型、颜色、材质、氛围灯等	48%	20%	28%
质量	耐久性、故障率、工艺等	14%	20%	-6%
使用费用	使用成本、充电额外成本、维护保养等	21%	15%	6%
补能	充电时长、便利性、换电模式、品牌自营充电桩	16%	13%	2%
购车价格	购车价格及优惠、二手车处置及残值等	15%	12%	3%
服务	提车速度、售前服务、售后维修、用户社区	30%	12%	19%
电池特性	电池品牌、种类、容量、快充安全等	10%	12%	-2%
外观	造型、颜色、车身尺寸、车身类型等	48%	10%	38%
政策	新能源车优惠政策、补贴和路权优势、购置税、限行、补贴	20%	7%	13%

资料来源：杰兰路，申万宏源研究

**合作深度进一步加强，品牌掌控力进一步加强。**随着智选模式的合作成功，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。**我们认为赛力斯作为华为合作伙伴，在深度绑定之下，公司本身对于汽车研发、销售、团队管理等，均有质的提高，后续有望享受到更多前瞻技术应用、新品类开发的合作机会。**

## 2.4 股价复盘：销量和业绩驱动公司质变

**1.第一阶段（2022年以前），与华为展开深度合作。**2021年4月，赛力斯与华为正式达成合作，联合打造助力赛力斯华为智选SF5，但尚处于合作早期阶段，销量及利润均未体现，但公司已经在市场表现上初有体现。

**2.第二阶段（2022年1月-2023年8月），问界M5与M7发布，销量经历冲高回落。**2022年3月，问界M5交付，5月单月销量突破5000辆，创下87天累计交付破万的最快行业记录，单车收入及毛利率显著提升，市场反应积极；同年7月，问界M7上市，带动2022年全年营业收入实现341亿元，同比+104%，同时毛利率提升至11.32%，但由于销量仍处于较低水平，归母净利润实现-38亿元，仍处于亏损状态。2023年由于行业

价格战竞争加剧及自身产品力不足, 导致 M7 销量快速下滑。由于尚未进入稳定盈利阶段, 公司市场表现与销量高度相关, 股价随公司销量表现同样出现冲高回落。

**3.第三阶段 (2023 年 9 月至今) 新 M7 与 M9 助力销量恢复高增长:** 2023 年 9 月新 M7 上市并正式交付, 推动 M7 销量重归强劲, 股价呈现回升趋势, 带动 2023 年全年实现营业收入 358.42 亿元, 同比+5.1%, 归母净利润减亏至-24 亿元。2023 年 12 月问界 M9 上市, 2024 年 6 月, M9 销量为 1.7 万辆, 上市六个月累计大定突破 10 万辆, 稳居 50 万+豪华车销冠。在新 M7 及 M9 的带动下, 公司 2024 年盈利能力显著改善, 2024 年前三季度实现归母净利润 40.4 亿元, 实现扭亏为盈。强劲的销量及业绩支撑下公司市场表现稳定, 随后续 M8 上市及机器人业务取得进展有望延续强势表现。

图 27: 2020-2025 年股价复盘



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

### 3. 作为华为合作伙伴, 2025 年哪些方面有望超预期?

#### 3.1 高端/主流市场同步探索, 销量增长确定性强

**深耕现有车型, 维持产品活力。**在问界 M5、M7 和 M9 产品发布之后, 2024 年赛力斯又陆续推出新 M5、M7 Ultra、M7 Pro、M9 五座版持续完善车型布局。以上市最久的问界 M5 为例, 问界新 M5 在车型价格下降 2-3 万元的基础上全系标配华为 ADS 智驾, 同时汽车前脸由大格进气格栅统一升级为封闭式设计, 音响设计上新增问界 M9 同款星环散射体, 整体上简约、时尚以及豪华的风格进一步凸显。

表 4: 问界新旧车型主要对比

	产品价格	外观内饰	智驾配置	空间/底盘
问界新 M5 (对标 M5)	增程后驱: 27.98 万→24.98 万 纯电后驱: 28.98 万→26.98 万 增程四驱: 29.98 万→27.98 万	外观: 前脸由大格进气格栅一改为封闭式设计, 配色上新增大都会红和大溪地灰 内饰: 新增问界 M9 同款施罗德星环散射体	智驾选配→全系标配 华为 ADS 智驾	-
问界新 M7 Ultra (对标 M7 Max)	基本维持 28.98~32.98 万元区间	外观: 前脸由分布式格栅统一升级为封闭式+单一格栅, 新增星际蓝配色 内饰: 新增赤茶橘配色和问界 M8 同款施罗德星环散射体	激光雷达由 126 线升级至 192 线, 探测距离由 150 米增至 250 米	新增 CDC 连续可变阻尼悬架, 更好地兼顾动态操控和滤震舒适性
问界新 M7 Pro (对标 M7 Plus)	四驱版: 5 座由 28.48 万元降至 26.98 万元, 同时新增四驱版 6 座	外观: 前脸由分布式格栅统一升级为封闭式+单一格栅, 新增星际蓝配色 内饰: 新增赤茶橘配色和问界 M9 同款施罗德星环散射体	新增华为 ADS 基础版 (纯视觉方案), 对比 Ultra 缺乏城市 NCA 领航辅助	新增 CDC 连续可变阻尼悬架, 更好地兼顾动态操控和滤震舒适性
问界 M9 五座版 (对标六座版)	-	-	-	取消六座版中的独立式零重力座椅, 后备箱空间由 716L 提升至 1043L

资料来源: 汽车之家, 太平洋汽车, 智行驾道, 电动汽车用户联盟, 申万宏源研究

**高端/主流市场同步探索, 销量增长空间广阔。**M9 作为赛力斯向豪华 SUV 市场进攻的第一款车, 智驾、座舱及各项配置均符合豪华设计, 销量持续性可观, 2025 年 1 月交付 12483 辆, 连续 10 个月蝉联中国豪华市场 50 万元以上豪华车销量第一。同时新车型 M8 蓄势待发, 将弥补 M7 与 M9 之间的价格空缺。M7/M9 之间价格跨度大, M7 价格区间 24.98-32.98 万元, M9 价格区间 46.98-56.98 万元, 预估定位在 35-45 万元区间的 M8 有望通过定价为赛力斯带来纯增量。此外, 蓝电 E5 PLUS 24 年 10 月上市, 指导价 9.98 万-13.58 万元, 是赛力斯向下沉市场探索的尝试, 有望在未来贡献可观销量。

图 28: 2024M2-2025M1 问界 M9 销量 (辆)

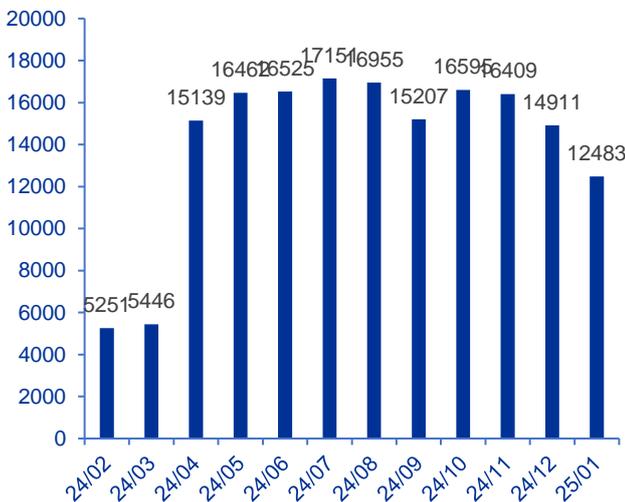


图 29: 问界及蓝电系列价格带分布



资料来源：车主之家，公司公告，申万宏源研究

资料来源：汽车之家，申万宏源研究

**豪华 SUV 市场尚处蓝海。**40 万元以上 SUV 市场供给短缺，导致销量常年处于较低水平，**2022-2024 年市场月均销量 6.9 万辆，占乘用车整体市场比例 3.94%**。随 2025 年问界 M8、M9 等新能源豪华车型上市，40 万元以上 SUV 市场销量有望迎来显著增长。

**图 30：40 万元以上 SUV 销量（万辆）及占总乘用车销量比重**



资料来源：上险数据，申万宏源研究

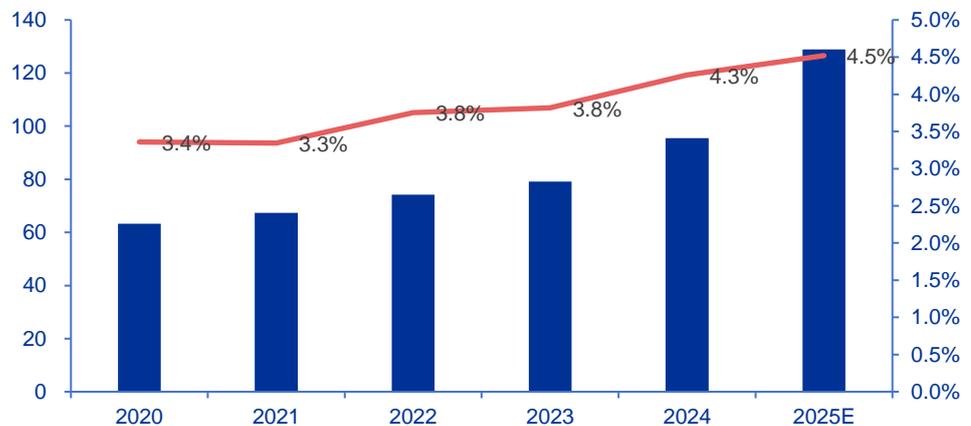
**表 5：40 万元以上 SUV 待发布新车规划**

车型	车身体级	能源形式	产品价格	上市时间
问界 M8	中大型 SUV	增程&纯电	35-45 万元	25 年上半年
腾势 M9	大型 SUV	增程&纯电	40-50 万元	25 年 3 月
领克 900	大型 SUV	插电	35-50 万元	25 年上半年
极氪 EX1H/EX1E	大型 SUV	插电&纯电	50-60 万元	25 年下半年
昊铂 HL	中大型 SUV	增程&纯电	预计 35 万元起售	25 年 3 月

资料来源：汽车之家，车家号，易车网，申万宏源研究

**预测 40 万元以上 SUV 市场有望迎来显著扩容，问界高端车型销量有望常青。**我们预测 2025 年乘用车市场总销量将达到 2851.2 万辆，叠加问界 M8、腾势 M9 等豪华车型即将发售，我们预测随供给的进一步丰富，40 万元以上 SUV 2025 年占总体乘用车销量比重有望达到 4.5%，**对应总销量 128.9 万辆，相比 2024 年总销量 95.5 万辆净增长 33.4 万辆，同比+35.0%**。随豪华 SUV 市场供给的进一步丰富及消费升级，预计该细分市场的总体容量将显著增长，且豪华 SUV 市场整体竞争激烈度相对较低，M9 及后续推出的 M8 有望持续保持可观月销量，贡献稳定盈利。

**图 31：2022-2025 年 40 万元以上 SUV 销量（万辆）及占乘用车总销量比重**



资料来源：上险数据，中汽协，申万宏源研究

### 3.2 2025 年智能平权带动智驾成为消费者购车核心要素

智驾趋势抬头，多车企加速布局城市 NOA 带动消费者关注度提升。进入 2024 年，各车企争相布局城市高阶智驾，城市 NOA 相继落地。无图化 NOA 显著减少高精地图的依赖，拓宽了高阶智驾的使用场景和泛用性，有助于智驾的使用率和关注度大幅提升。

表 6: 各车企城市 NOA 布局

企业	名称	高阶智驾进展
华为	NCA	2024 年 4 月发布 ADS3.0
小鹏	NGP	2024 年 7 月小鹏全量推送 AI 天玑系统 XOS 5.2.0, 实现“不限城市、不限路线、不限路况的”全国全量开放; 计划 2025 年面向全球开始研发 XNGP
理想	NOA	2024 年 7 月发布 OTA 6.0 落地全国无图 NOA: AD Max 3.0 无图 NOA 系统已全国开放体验
蔚来	NOP	2024 年 4 月蔚来全域领航辅助 NOP+正式面向用户进行全量推送
长城	NOA	2024 年 11 月长城汽车全场景 NOA 进入全国开城阶段
比亚迪	NOA	2024 年 12 月比亚迪天神之眼全国开通无图城市领航 (CNOA) 功能
零跑	NAC	计划在 2024 年下半年推出城市 NOA 系统, 目前正处于积极筹备中

资料来源: 懂车帝, 小鹏汽车官网, 电车汇, 第一财经, 申万宏源研究

**比亚迪“智能平权”或将进一步推动消费者智驾认知提升，带动智驾渗透率突破 10% 拐点。**2025 年 2 月 10 日比亚迪举办智能化战略发布会，比亚迪董事长兼总裁王传福在比亚迪智能化战略发布会上表示，比亚迪全系搭载天神之眼高阶智驾（可实现全程高速 0 接管），覆盖 20 万元级至 10 万元以下近 21 款车型，其整体售价区间为 6.98~24.98 万元。作为 400 万销量体量的车企，比亚迪这一战略调整预计将对消费者购车决策产生显著影响，还将带动其他品牌跟进，以应对市场新趋势。此外，回顾全球及中国科技消费品渗透率增

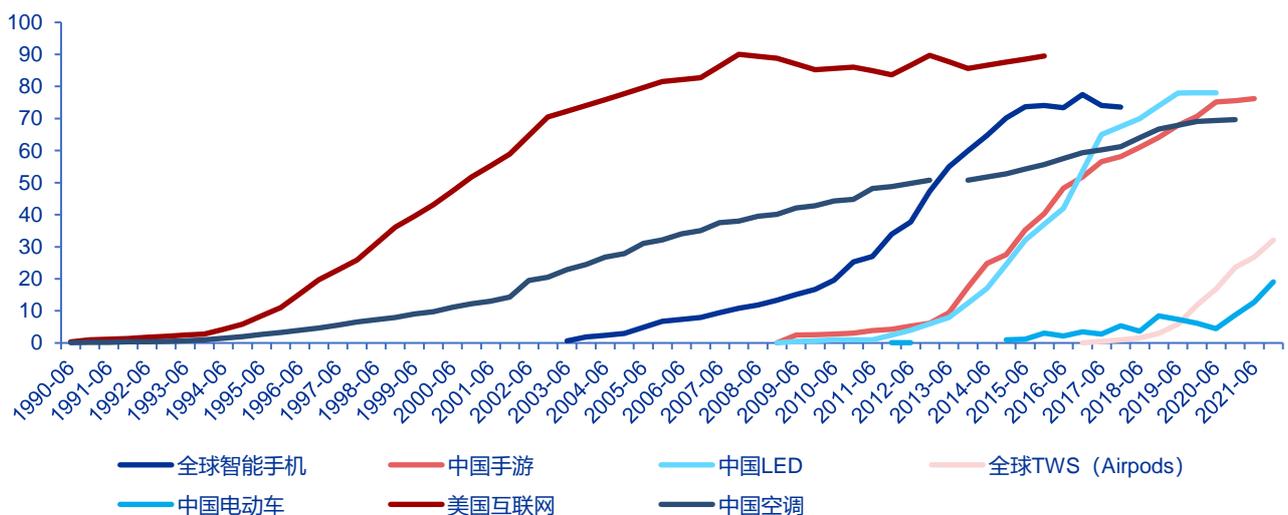
长曲线，其增长态势均呈 S 型增长，且增长拐点大多分布在 10% 渗透率附近。我们认为在 10% 渗透率以前，新兴产业仍处于导入期，而在 10% 以后，新兴产业进入快速扩张阶段，相关产品加快普及和覆盖速度，渗透率高速增长。**比亚迪此举或将推动智驾渗透率突破 10% 拐点，预判 2025 年 10w+ 智驾车大规模上市。**

图 32：比亚迪海洋网首批智驾版车型上市价格



资料来源：比亚迪智能化战略发布会，汽车领域网，申万宏源研究

图 33：科技消费品渗透率 S 型曲线 (单位：%)

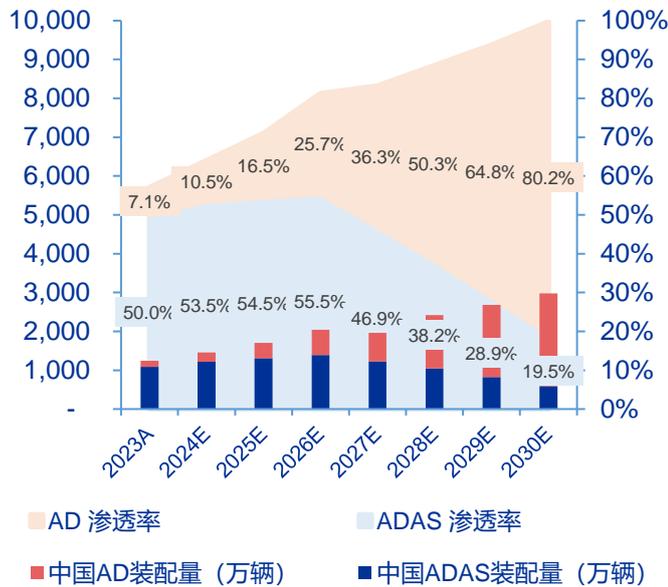


资料来源：wind，Datayes，申万宏源研究

**智驾平权叠加 S 型曲线，预计 2025 年 20 万元以上市场高阶自动驾驶 (AD) 汽车总销量有望达到 223 万辆。** 2022 年-2024 年 20 万元以上车型月均销量 83.2 万辆，占总体市场比例为 .% 。我们预测 年中国乘用车市场将达到 . 万辆，其中 万元

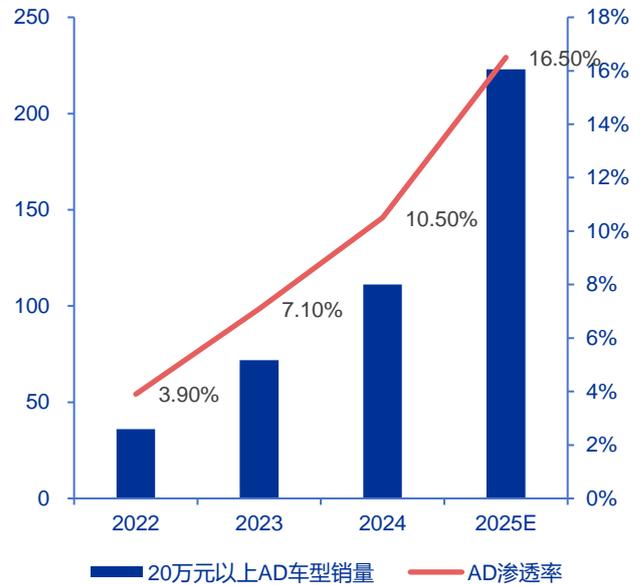
以上车型维持 47.4%占比，对应 2025 年 20w 元以上车型销量将达到 1351.7 万辆；结合我们预计 AD 渗透率将达到 16.5%，则对应 2025 年 20 万元以上市场高阶自动驾驶汽车总销量有望达到 223 万辆，相对 2024 年 111 万辆增加 112 万辆，同比+100.5%。

图 34: 2023-2030 年中国 AD/ADAS 装配辆及渗透率 (辆/%)



资料来源：地平线招股说明书，申万宏源研究

图 35: 2022-2025 年中国 20 万元以上 AD 汽车销量 (万辆)



资料来源：上险数据，地平线招股说明书，申万宏源研究

城市 NOA 趋势抬头，叠加比亚迪智能平权带动智驾渗透率突破 10% 增长拐点，消费者对于智驾的认知度将显著提升。其中，问界、理想、小鹏身为国内智驾第一梯队，旗下车型在当前阶段智驾实际使用效果评价良好。我们认为，基于当下各车企智驾水平的差异，2025 年智驾车型销量的翻倍增长或将更多集中于口碑较好的问界、理想、小鹏，带动其销量出现显著增长。

### 3.3 公司加快出海节奏，有望进一步带动销量利润双增

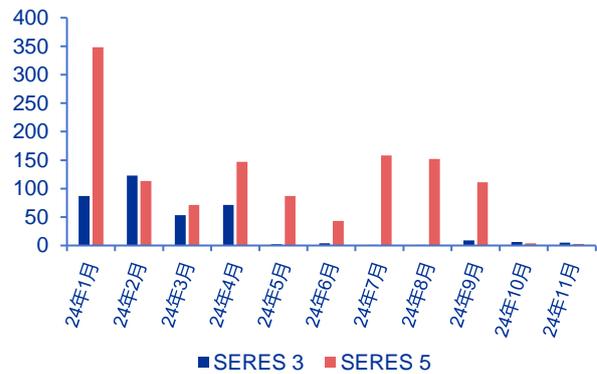
**全球化布局，开启出海征程。**2023 年起赛力斯开始布局海外市场，3 月，赛力斯新能源汽车首次从西部陆海新通道出海；6 月，赛力斯在阿姆斯特丹启动首次欧洲万里行活动，SERES 5（即赛力斯 SF5）在挪威完成欧洲首批交付；10 月，赛力斯携 SERES 5 登陆拉丁美洲，在巴西举行发布会并完成签约，正式进入巴西市场。截至目前，赛力斯已在挪威、摩洛哥、以色列、阿联酋、巴西、尼泊尔、巴勒斯坦、中国香港等国家和地区完成品牌发布及新车上市，并在印尼建设整车智慧工厂。2023 年赛力斯海外营业收入达 49.66 亿元，同比增长 26.92%，占营业收入的 13.86%，预计 2024 年海外销售再创新高。

**收购问界商标后出海阻力减小，若后续 M7、M9 海外销量增长则将带来可观盈利。**2024 年 7 月，赛力斯以 25 亿元收购华为持有的问界商标以及 44 项汽车外观设计专利，

将进一步提升与海外经销商谈判的议价能力，有助于规避法律风险，建立完整统一的品牌形象。9月，问界车队完成“问界山河·智驾欧洲行”，用时38天从重庆抵达巴黎国际汽车展览会，进一步打开欧洲市场。10月，AITO汽车联合Green Motors在阿联酋推出了2024款SERES 7（即问界新M7），官方指导价21~26万迪拉姆。当前赛力斯出口的主力车型为SERES5，SERES3逐渐退出市场，若M7、M9顺利出海，销量更为可期。

**图 36：赛力斯海外销售额（亿元）**


资料来源：iFind，申万宏源研究

**图 37：2024 年 SERES3 及 SERES5 海外销量（辆）**


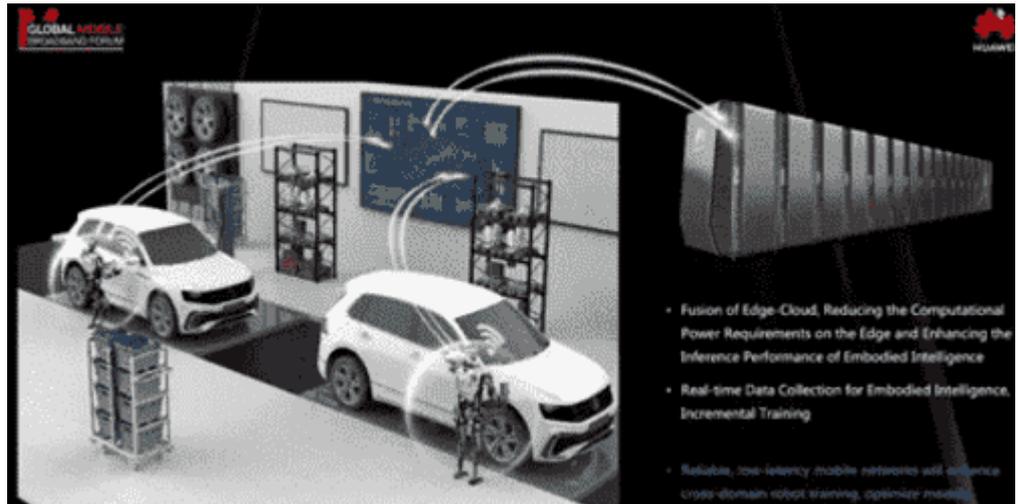
资料来源：Marklines，申万宏源研究

### 3.4 AI 即将到来，有望与华为合作进军机器人领域

**政策引领，自上而下加快机器人产业落地。**《“十四五”机器人产业发展规划》提出，要实现机器人产业营业收入年均增速超过 20%，形成一批具有国际竞争力的领军企业及一大批创新能力强、成长性好的专精特新“小巨人”企业。2023 年 11 月，工信部印发《人形机器人创新发展指导意见》，计划到 2025 年，初步建立人形机器人创新体系，2027 年形成安全可靠的产业链供应链体系。2024 年 10 月，重庆发布“机器人+”应用行动计划，面向汽车等制造业数字化转型需求，对本地企业提供财税金融支持，赛力斯作为当地优势企业有望优先受益。

**华为 AI+机器人布局：底层技术+生态构建。**底层技术方面，昇腾 AI 芯片可为机器人提供边缘算力支持，适配复杂环境下的低延迟决策，鸿蒙 OS 分布式架构实现机器人多设备协同，盘古大模型赋能机器人自然语言交互和场景自适应，目前已应用于煤矿巡检，实现首次商用，在危险区域人员入侵识别等场景中，模型识别率达 90% 以上。**2023 年 6 月，由华为全资持股的极目机器成立，正式进军机器人领域。**2024 年 10 月，在华为主办的 2024 全球移动宽带论坛 (MBBF 2024) 上，中国移动、乐聚机器人、华为等发布了“智网慧城”计划，目标进一步推动人形机器人的商业化，依托 5G-A x AI 融通发展项目，展开“5G-A + 人形机器人”的前沿探索。

**图 38：人形机器人边缘计算与云端协同、数据采集与增量训练**



资料来源：IT之家，申万宏源研究

**赛力斯入局，精密制造经验带来差异化优势。**2023年12月，赛力斯凤凰智创科技有限公司成立，布局前瞻技术探索，聚焦人形机器人、飞行汽车、AI人工智能等技术研究。赛力斯招聘官网显示，集团在24年发布了科技公司大模型工程师、十堰工厂机器人集成助理工程师等岗位，彰显出其正为机器人业务而布局。**同时赛力斯的智能制造核心技术可带来差异化优势：**赛力斯已建成三座智慧工厂（工业4.0标准），运用物联网、大数据、数字孪生、5G、AI、BIM等新一代信息技术，能够快速精准地进行规模化定制生产，其自动化产线经验可迁移至机器人关节、伺服系统等核心零部件生产，**我们认为，作为车企的生产制造经验有助于其快速实现机器人业务的商业化，通过迅速降低成本来提高销量并产生规模效应，进入良性循环。**

图 39：赛力斯招聘机器人模型开发人员



资料来源：赛力斯集团招聘门户网，申万宏源研究

图 40：赛力斯超级工厂正式启动 IDRA 万吨超级压铸机投产暨机器人一体化铸件加工技术



资料来源：易车网，申万宏源研究

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1 盈利预测

关键假设：

## 1) 销量及收入

爆款车型问界 M9/新 M7 的推出，为公司销量带来持续高速增长。2021-2023 年公司问界系列销量分别为 0.04/9.02/10.16 万辆，爆款车型新 M7 的推出下，销量快速增长；**2024 年 1-12 月公司问界系列实现销量 38.6 万辆，同比+279.7%**，新车型 M9 为销量带来显著增长，同时新 M7 在产品迭代后持续发力，两者贡献增量占问界系列总销量近 90%。问界 M9 和降价改款的新 M7 以其出色的安全性能和先进的智能化设计（华为技术为其赋能）成为爆款车型，为销量带来显著增长。

**新车问界 M8 开启在即叠加产品不断迭代维新，将带动销量持续增长。**2024 年公司在旧有车型的基础上通过降价增配、外观优化、智驾升级等方式陆续推出问界新 M5、问界新 M7 Ultra 等一系列极具竞争力的产品，持续提升用户满意度，维持产品活力。预计随 2025 年海外渠道的进一步铺设以及产品持续更新换代，问界 M5、M7 销量仍将有望维持较高水平。问界 M8 预计于 2025 年上半年上市交付，同时新车型逐步导入海外，该款车型将面向 35-45 万元的细分市场，填补问界 M7 和 M9 的价格空白，同时全系标配华为乾崮 ADS 3.0 高阶智能驾驶系统，有望贡献可观纯增量。**预计 2025、2026 年公司有望实现总销量 48.6/59.5 万辆，带动 2024-2026 年总收入分别实现 1443/1843/2080 亿元。**

表 7：赛力斯分车型销量预测（辆）

年销量	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
赛力斯 SF5	1,197	8,169	51	3,357	693			
问界 M5		352	66,323	33,670	36,511	23,000	15,000	15,000
问界 M7			23,894	67,961	193,342	158,000	160,000	150,000
问界 M9					156,051	180,000	140,000	140,000
问界 M8						125,000	180,000	180,000
其他新车							100,000	200,000
合计	1,197	8,521	90,268	104,988	386,597	486,000	595,000	685,000

资料来源：申万宏源研究

## 2) 毛利率及费用率

2024 年全年营业收入及毛利率有望迎来显著增长，主要系产品结构改善（问界 M7、M9 等中高端车型占比提升带动单车收入上升及持续的降本增效、智慧工厂产能提升。预计未来毛利率将随着成本控制及运营效率的提升进一步改善，M7 出口销量的提升及 M9 后续出海也将带动毛利率进一步上行，尤其在 2024 年收购“问界”商标减小出海阻力，海外销量进一步上升及国内智能化渗透率提升后，更将显著带动毛利率提升，预计 2024-2026 年毛利率分别有望提升至 26.0/28.2/26.9%，2026 年整体毛利率下行主要系考虑到未来公司可能向更低价格段布局车型，毛利率相较于现有产品更低，产品矩阵变化导致整体毛利率下行。

表 8：赛力斯分业务盈利预测

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
车辆销售收入	33,556	139,522	179,141	202,541

YOY	7.3%	315.8%	28.4%	13.1%
其他销售收入	2286	4800	5200	5500
YOY	-19.1%	110.0%	8.3%	5.8%
营业收入合计	35,842	144,322	184,341	208,041
YOY	5.1%	302.7%	27.7%	12.9%
整体毛利率	10.4%	26.0%	28.2%	26.9%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

随着问界 M8 推出，销售规模扩张，整体期间费用率将快速下降，我们预计 24-26 年赛力斯销售费用率分别为 13.2/13.2/12.0%，研发费用率分别为 4.1/4.0/3.7%，管理费用率分别为 2.3/2.4/2.2%。

我们预计 24-26 年赛力斯归母净利润分别为 57.1/93.2/117.7 亿元。

## 4.2 估值

公司为豪华品牌新势力，旗下问界系列车型主打中高端新能源市场，定价集中于 25 万元以上价格段，同时旗下蓝电品牌正渗透主流市场，定价集中于 10-20 万元价格段，故选取新能源造车势力中同样聚焦大众市场的比亚迪以及主打高端市场的理想为其可比公司。考虑到公司 2025 年销量预计突破 40 万辆，已达到稳定盈利阶段，故采取相对估值法，选取市盈率作为估值指标，两家可比公司 2024-2026 年平均 PE 为 27x/18x/15x。公司问界 M8 上市交付在即，成长性较高，预计 2025 年归母净利润增速高达 63%，且公司依托华为，智驾能力已成为国内第一梯队，我们认为今年或将成为智驾元年，公司将深度受益，同时机器人业务有望取得突破，公司位于主板上市没有流动性折价，故给予其 2025 年 25x PE，对应其整体估值 2329 亿元人民币，相较于当前 (2025.02.21) 市值仍有 26% 上涨空间，给予“买入”评级。

表 9：赛力斯可比公司估值

		2025/2/21		净利润 (亿元)				PE			
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002594.SZ	比亚迪	383	10910	300	383	534	581	36	28	20	19
2015.HK	理想汽车 -W	101	1974	117	75	126	164	17	26	16	12
平均								27	27	18	15
601127.SH	赛力斯	123	1851	(24)	57	93	118	-76	32	20	16

资料来源：ifind，申万宏源研究

注：以 0.922 元/港币折算理想汽车-W 收盘价；可比公司净利润来自申万预测

## 5. 风险提示

汽车行业竞争加剧：2025 年各车企新上市车型众多，可能会对公司销量造成影响，同时若各车企通过优惠折扣等方式促进销量，可能会对公司盈利造成负面影响。

原材料价格波动：上游汽车零部件及钢铁、橡胶等原材料价格波动，将对公司盈利能力造成影响。

机器人业务拓展不及预期：若公司机器人业务进展不及预期，可能会对估值带来负面影响。

## 合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	34,105	35,842	144,322	184,341	208,041
营业收入	34,105	35,842	144,322	184,341	208,041
营业总成本	39,250	41,822	138,982	173,537	194,964
营业成本	30,244	32,119	106,786	132,427	152,042
税金及附加	926	904	3,639	4,648	5,246
销售费用	4,820	5,465	19,051	24,333	24,965
管理费用	1,775	1,653	3,319	4,424	4,577
研发费用	1,314	1,696	5,917	7,374	7,698
财务费用	172	-16	270	331	436
其他收益	522	548	800	500	1,200
投资收益	-37	1,789	2,100	2,500	3,000
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-170	22	0	0	0
信用减值损失	-72	-83	0	0	0
资产减值损失	-306	-424	0	0	0
资产处置收益	281	133	334	249	239
营业利润	-4,927	-3,994	8,573	14,053	17,516
营业外收支	-3	-87	-87	-87	-87
利润总额	-4,930	-4,081	8,486	13,966	17,429
所得税	290	76	766	1,376	1,731
净利润	-5,221	-4,157	7,720	12,590	15,697
少数股东损益	-1,389	-1,707	2,007	3,273	3,924
归母净利润	-3,832	-2,450	5,713	9,316	11,773

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-5,221	-4,157	7,720	12,590	15,697
加：折旧摊销减值	2,586	3,087	920	990	1,055
财务费用	336	312	270	331	436
非经营损失	-93	-2,014	-2,434	-2,749	-3,239
营运资本变动	1,107	8,883	54,355	21,913	18,352
其它	188	368	0	0	0
经营活动现金流	-1,169	6,398	60,831	33,074	32,302
资本开支	2,617	3,143	216	551	311
其它投资现金流	-1,537	170	2,100	2,500	3,000
投资活动现金流	-4,154	-2,973	1,884	1,949	2,689
吸收投资	7,069	159	0	0	0
负债净变化	-303	-1,181	183	1,328	1,328
支付股利、利息	274	244	-219	1,473	2,300
其它融资现金流	-167	-4	0	0	0
融资活动现金流	6,325	-1,269	402	-145	-972
净现金流	1,008	2,152	63,117	34,878	34,019

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	26,976	26,117	102,250	139,419	175,443
现金及等价物	18,116	14,295	77,412	112,290	146,309
应收款项	3,467	6,753	6,753	6,753	6,753
存货净额	3,993	3,529	14,253	16,438	18,505
合同资产	938	320	2,613	2,718	2,657
其他流动资产	461	1,220	1,220	1,220	1,220
长期投资	142	2,142	2,142	2,142	2,142
固定资产	9,486	8,943	8,573	8,383	7,878
无形资产及其他资产	10,444	14,043	14,043	14,043	14,043
资产总计	47,048	51,245	127,008	163,987	199,506
流动负债	32,331	37,576	103,802	128,006	148,363
短期借款	3,111	1,931	786	786	786
应付款项	26,865	31,354	98,725	122,928	143,285
其它流动负债	2,355	4,291	4,291	4,291	4,291
非流动负债	4,914	6,469	7,796	9,124	10,452
负债合计	37,245	44,045	111,599	137,130	158,815
股本	1,497	1,510	1,510	1,510	1,510
其他权益工具	57	0	0	0	0
资本公积	15,195	17,668	17,668	17,668	17,668
其他综合收益	-81	-78	-78	-78	-78
盈余公积	358	374	336	275	198
未分配利润	-5,606	-8,068	-1,828	6,407	16,394
少数股东权益	-1,617	-4,206	-2,199	1,075	4,999
股东权益	9,802	7,200	15,410	26,857	40,691
负债和股东权益合计	47,048	51,245	127,008	163,987	199,506

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

### 重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	-2.54	-1.62	3.78	6.17	7.80
每股经营现金流	-0.77	4.24	40.29	21.91	21.40
每股红利	0.00	0.00	-0.32	0.76	1.23
每股净资产	7.56	7.55	11.66	17.08	23.64
关键运营指标(%)					
ROIC	1,293.4	-344.3	-14.4	-16.6	-16.6
ROE	-33.6	-21.5	32.4	36.1	33.0
毛利率	11.3	10.4	26.0	28.2	26.9
EBITDA Margin	-7.5	-4.2	6.7	8.3	9.1
EBIT Margin	-14.0	-11.4	6.1	7.8	8.6
营业总收入同比增长	104.0	5.1	302.7	27.7	12.9
归母净利润同比增长	0.0	-	-	63.1	26.4
资产负债率	79.2	85.9	87.9	83.6	79.6
净资产周转率	2.99	3.14	8.20	7.15	5.83
总资产周转率	0.72	0.70	1.14	1.12	1.04
有效税率	-5.9	-1.3	12.0	12.0	12.0
股息率	0.0	0.0	-0.3	0.6	1.0
估值指标(倍)					
P/E	-48.3	-75.6	32.4	19.9	15.7
P/B	16.2	16.2	10.5	7.2	5.2
EV/Sale	5.6	5.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	-75.1	-124.9	19.8	12.8	10.6
股本	1,497	1,510	1,510	1,510	1,510

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。