

赛力斯 (601127)

证券研究报告

2025年04月24日

智驾重塑豪华，助力品牌向上

品牌转型升级，全年业绩大幅改善。

赛力斯 2024 年实现营业收入 1451.76 亿元，同比增长 305.04%；归母净利润 59.46 亿元，连续四个季度实现盈利。2024 年赛力斯新能源汽车销量 42.7 万辆，同比+182.8%，其中赛力斯子公司销量 38.9 万辆，同比 265%。

与华为深度合作，强化智能化核心优势

1) 华为赋能产品端：华为 ADS 3.0 迭代至 GOD/PDP 端到端架构，通过数据积累、算法优化和算力提升，华为智驾迎来飞轮效应收获期，华为 ADS 率先实现“全国都能开”，“车位到车位”全量推送节奏加快。2) 华为赋能渠道端：鸿蒙智行实行渠道变革，打造销交付一体用户中心，成立“AITO 问界销服联合工作组”，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。

问界定位高端，助力品牌向上

1) 中国乘用车高端市场扩容，新能源渗透率持续提升，在 30 万元以上价位段的增长尤为明显。华为凭借其强大的品牌力和号召力，抓住电动化及智能化转型窗口期，成功切入中高端汽车市场。2) 问界新 M7 搭载 HUAWEI ADS 2.0 高阶智驾系统，配合 4 万多的降价，叠加华为 MATE 60 的热销，使得此次改款上市大爆。问界 M9 定位于全景智慧旗舰 SUV，凭借其强大的智能化产品实力和精准的市场定位，带动 AITO 品牌向上。3) 赛力斯产出能力持续进化，收购龙胜新能源，获得超级工厂所有权。魔方平台和超级增程系统，达到业内领先水平。

边际变化催生机遇，带来增长新动力

1) 2025 年问界 M8 有望上市，布局 35-45 万元价格区间，补齐产品矩阵，加强品牌在中高端市场的覆盖，带动公司销量和单车利润增长。2) 赛力斯入股引望，与华为在股权关系上深化合作，从战略合作升级为业务合作加股权合作，为长期稳定合作奠定更坚实基础。3) 成立海外电动车有限公司，加速布局海外市场，积极融入全球化进程，海外销售成为企业重要的盈利增长点与业务拓展方向。4) 中升控股接入问界经销渠道，盘活现有用户资产与传统豪华品牌门店资产，促进中高端客户群体转换。

投资建议：预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 109.57、138.99、168.65 亿元，对应当前股价，PE 分别为 19、15、13 倍。从基本面看，公司依靠华为智能化的赋能、自主制造端能力的快速提升，产品品牌力已经逐步成型，高端化市场空间可期，同时机器人业务的赋能有望提振公司估值，参考可比公司情况，给与赛力斯 2025 年 25XPE，目标市值 2739.22 亿元，空间 29.6%，对应目标价 167.70 人民币。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新能源增速放缓；行业价格战加剧；产品发布节奏不及预期；海外市场增速不及预期；跨市场选取可比标的等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	35,841.96	145,175.82	179,660.95	217,962.80	245,990.22
增长率(%)	5.09	305.04	23.75	21.32	12.86
EBITDA(百万元)	440.09	17,563.12	15,942.08	19,872.65	23,984.21
归属母公司净利润(百万元)	(2,449.69)	5,945.95	10,956.87	13,899.32	16,864.66
增长率(%)	(36.07)	(342.72)	84.27	26.85	21.33
EPS(元/股)	(1.50)	3.64	6.71	8.51	10.33
市盈率(P/E)	(86.27)	35.54	19.29	15.21	12.53
市净率(P/B)	18.53	17.23	8.57	5.40	3.74
市销率(P/S)	5.90	1.46	1.09	0.90	0.79
EV/EBITDA	218.80	8.29	7.98	5.93	3.16

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/乘用车
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	129.39 元
目标价格	167.70 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,633.37
流通 A 股股本(百万股)	1,509.78
A 股总市值(百万元)	211,341.24
流通 A 股市值(百万元)	195,350.72
每股净资产(元)	8.12
资产负债率(%)	87.38
一年内最高/最低(元)	149.89/70.24

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

谢坤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524120002
xiegun@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 品牌转型升级，业绩大幅改善.....	4
1.1. 三次创业转型，实现智能化跃迁.....	4
1.2. 新能源车型放量，业绩大幅扭亏.....	4
2. 与华为深度合作，强化智能化核心优势.....	6
2.1. 携手华为智选，引领智慧出行新体验.....	6
2.2. 华为赋能产品端：乾崮智驾全面赋能.....	6
2.3. 华为赋能渠道端：线上推广&线下交付.....	8
3. 问界定位高端，助力品牌向上.....	10
3.1. 智慧重塑豪华，占据高端车市品牌优势.....	10
3.2. 深耕问界系列，改/新款持续展现活力.....	10
3.3. 魔方平台+智能工厂，产出能力持续进化.....	13
4. 边际变化催生机遇，带来增长新动力.....	15
4.1. 边际变化 1：35-45W 价格区间有望推出新产品.....	15
4.2. 边际变化 2：业务+ 股权合作，华为合作深化.....	15
4.3. 边际变化 3：加速布局海外市场，积极融入全球化进程.....	16
4.4. 边际变化 4：赛力斯携手中升，渠道革新撬动增长杠杆.....	17
5. 盈利预测和估值分析.....	19
5.1. 盈利预测.....	19
5.2. 估值分析.....	19
6. 风险提示.....	20

图表目录

图 1：赛力斯发展历程.....	4
图 2：赛力斯营业收入及同比.....	4
图 3：赛力斯新能源车型总体销量变化.....	4
图 4：赛力斯归母净利润及同比.....	5
图 5：赛力斯销售毛利率及净利率.....	5
图 6：赛力斯期间费用.....	6
图 7：赛力斯期间费用率变化情况.....	6
图 8：ADS 3.0 软件架构图.....	7
图 9：ADS 3.0 实现车位到车位全场景覆盖.....	7
图 10：截至 2024Q3 末新能源汽车品牌销售职能网点数.....	9
图 11：截至 2024Q3 末新能源汽车品牌覆盖城市数.....	9
图 12：国内新能源乘用车市场分价格段销量.....	10
图 13：分价格段新能源车渗透率.....	10
图 14：2024 年 1-9 月 30-50 万价格区间汽车品牌份额.....	10
图 15：2024 年 1-9 月 50-70 万价格区间汽车品牌份额.....	10

图 16: 问界月销量 (单位: 辆)	11
图 17: 问界新 M7 具体升级方面	11
图 18: 问界新 M7 首批车主的促购原因	12
图 19: 问界 M9 上市前后竞品月销量变化 (单位: 辆)	12
图 20: 中国消费者对高端新能源汽车品牌的偏好持续上升	13
图 21: 智能驾驶、智能座舱是 AITO 问界 M9 最主要的促购原因	13
图 22: 赛力斯魔方平台	13
图 23: 赛力斯增程技术	13
图 24: 问界产品价格区间	15
图 25: 30-50 万元 SUV 市场规模 (万辆)	15
图 26: 问界 M8 工信部备案	15
图 27: 重庆赛力斯海外电动车有限公司	16
图 28: 赛力斯国外销售收入占比 (单位: 亿元)	17
图 29: 赛力斯出口销量 (单位: 辆)	17
图 30: 中升集团经营品牌占比	17
图 31: 问界 M9 首批车主增换购来源	18
图 32: 中升集团首家问界门店开业	18
表 1: 赛力斯工厂产能 (单位: 万辆)	5
表 2: 华为 ADS 硬件配置	6
表 3: 华为 ADS 软件架构	7
表 4: 不同品牌汽车智驾对比	7
表 5: 新能源汽车品牌智驾推送节奏	8
表 6: 鸿蒙智行用户中心等级	9
表 7: 问界新 M7 实现全面升级	11
表 8: 赛力斯工厂布局	14
表 9: 深圳引望模拟合并利润表 (单位: 亿元)	16
表 10: 分项目收入及毛利率预测	19
表 11: 可比公司估值	19

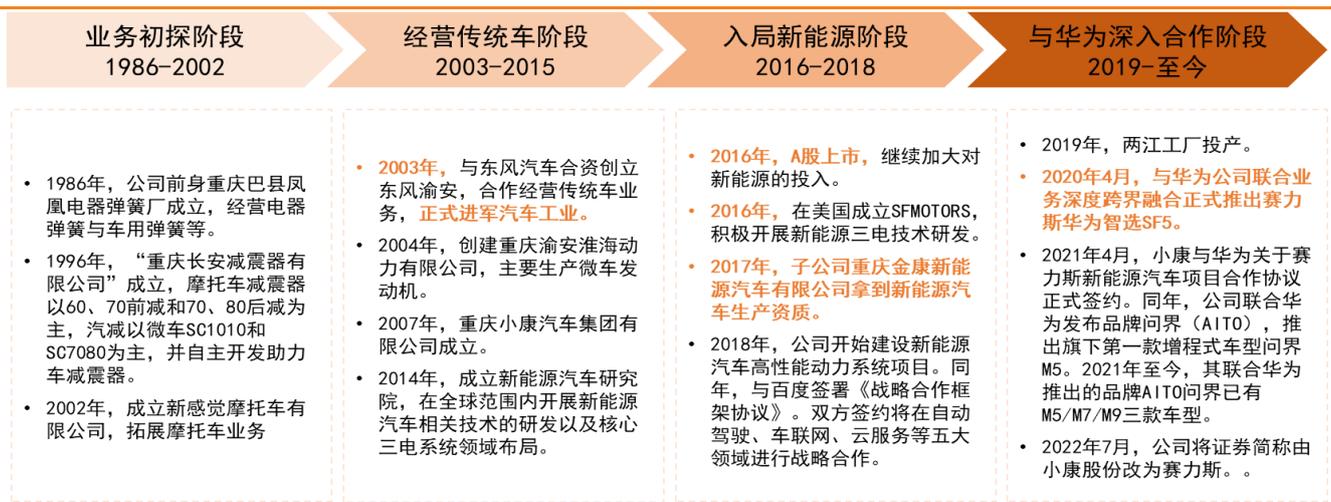
1. 品牌转型升级，业绩大幅改善

1.1. 三次创业转型，实现智能化跃迁

赛力斯是以新能源汽车为核心业务的技术科技型汽车企业，现为 A 股上市公司。集团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。

赛力斯的发展历程可以分为四个阶段，其中最重要是开始积极深化和华为的合作。2021 年 4 月，小康与华为关于赛力斯新能源汽车项目合作协议正式签约。2021 年 12 月 23 日，AITO 品牌正式发布追求极致的智能豪华 SUV——问界 M5，开启了销量的快速爬升。2022 年 7 月，公司将证券简称由小康股份改为赛力斯。2021 年 12 月至今，其联合华为推出的品牌 AITO 问界已有 M5/M7/M9 三款车型。

图 1：赛力斯发展历程



资料来源：赛力斯官网、时代周报公众号，卓乎公众号，科技台公众号，十点人物志公众号，天风证券研究所

汽车行业深耕者，多赛道制造经验助力新能源转型。赛力斯股份有限公司旗下的子公司与车型种类齐全，涵盖多个市场。整车方面，其子公司赛力斯汽车不仅拥有与华为共同推出的问界，也有其自主研发驼峰系统的赛力斯 SF5，还有智能电动汽车品牌蓝电；子公司瑞驰汽车拥有微车（微卡、微面）的多个系列；东风风光进军了 MPV、SUV 以及轿车全品类市场；东风小康生产商用车 EC、EK、ED 等。

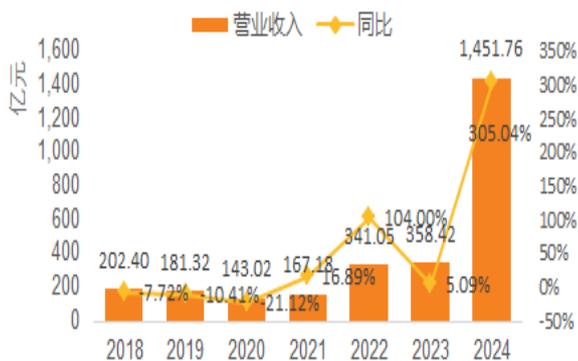
赛力斯下属动力 BU，提供新能源核心零部件。公司业务囊括增程混动产品、发动机总成、电驱总成、变速器、汽车部品的产供销研。动力事业部下辖小康动力、金康动力、容大变速器、小康部品四大公司，实现了发动机、变速器、电机电控、汽车部品等全产业链研发、制造、销售，涵盖动力系统、传动系统、电驱动系统、智能发电系统、汽车内外饰，可为客户提供系统化一站式解决方案。

1.2. 新能源车型放量，业绩大幅扭亏

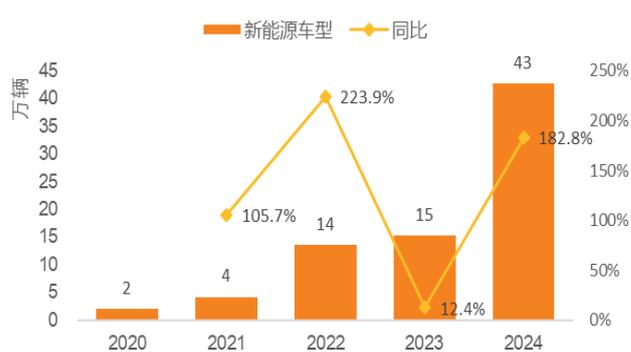
2024 年实现扭亏为盈，营业收入超千亿。赛力斯 2024 年实现营业收入 1451.76 亿元，同比增长 305.04%；实现归母净利润 59.46 亿元，连续四个季度实现盈利。赛力斯 2024Q4 单季度营收 385.49 亿元，同比增长 101.18%，归母净利润为 19.08 亿元。2024 年赛力斯新能源汽车销量 42.7 万辆，同比+182.8%，其中赛力斯子公司销量 38.9 万辆，同比 268%。

图 2：赛力斯营业收入及同比

图 3：赛力斯新能源车型总体销量变化



资料来源: iFinD, 天风证券研究所



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

工厂产能释放, 新能源车型放量。赛力斯三座智慧工厂分别是生产 M5 的两江工厂, 生产 M7 的凤凰工厂和生产 M9 的龙盛新能源工厂。2023-2024 年新能源工厂的产能利用率均超过 100%, 其中 2024 年产能利用率进一步提升至 130.4%。

表 1: 赛力斯工厂产能 (单位: 万辆)

年份	整车厂	设计产能	实际产能	产能利用率 (%)
2020 年	汽车整车工厂	40	23.93	59.83
	金康汽车	5	2.71	54.18
	瑞驰汽车工厂	2	1.15	57.26
2021 年	汽车整车工厂	38	21.89	57.6
	赛力斯两江智慧工厂	5	3.51	70.18
	瑞驰汽车工厂	2	2.32	116.15
2022 年	赛力斯汽车工厂	5	8.37	167.4
	其他整车工厂	40	18.24	45.6
2023 年	新能源汽车工厂	15	15.37	102.49
	其他整车工厂	30	10.23	34.1
2024 年	赛力斯智慧工厂	30	39.12	130.40
	其他工厂	30	10.52	35.08

资料来源: 赛力斯年报, 天风证券研究所

毛利率、净利率进一步提升。得益于技术优势、制造能力、运营管理能力和规模效应, 2022 年以来, 随着新能源车型逐渐放量, 公司毛利率和净利润率逐渐回升, 公司 2024 年毛利率为 26.15%, 净利润率为 3.27%。

图 4: 赛力斯归母净利润及同比



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

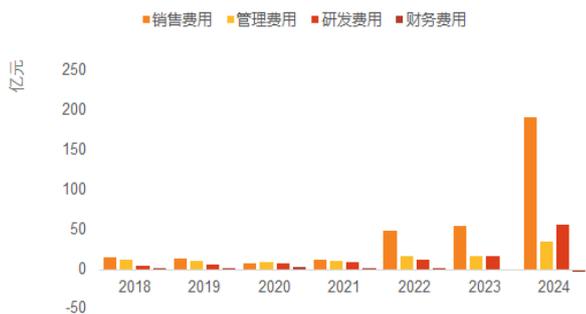
图 5: 赛力斯销售毛利率及净利率



资料来源: iFinD, 天风证券研究所

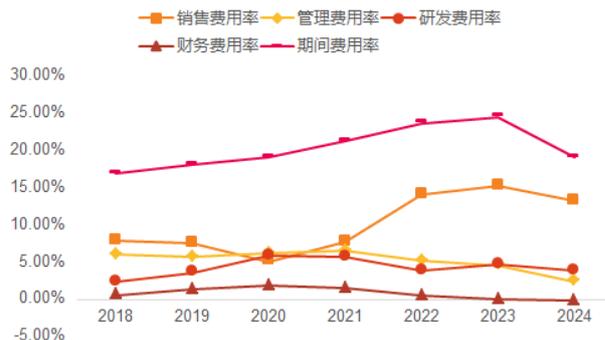
销售费用高企, 持续加大研发投入。2024 年, 公司销售和研发费用增幅明显, 同比分别为 +251.03%和+229.24%。销售费用增长主要系 AITO 新车上市放量, 广宣和销售服务费用增长所致。

图 6：赛力斯期间费用



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 7：赛力斯期间费用率变化情况



资料来源：iFinD，天风证券研究所

2. 与华为深度合作，强化智能化核心优势

2.1. 携手华为智选，引领智慧出行新体验

赛力斯携手华为，成为智选车业务合作的先行者。2021 年底，赛力斯汽车与华为开展跨界业务合作，是华为智选车业务合作最早、积累最深、产品型号最丰富的合作伙伴。赛力斯坚持软件定义汽车下的智电融合发展之路，率先与全球领先的 ICT 企业华为开展跨界业务合作，用 20 余年的整车制造经验，结合华为在智能化领域的技术优势，联合设计并推出 AITO 问界系列产品。

2.2. 华为赋能产品端：乾崮智驾全面赋能

硬件配置端，华为 ADS 坚持多传感器融合方案。从 ADS1.0 到 3.0 迭代过程中，华为坚持多传感器方案，通过激光雷达、毫米波雷达、摄像头和超声波雷达等多传感器互补融合，构建了完整的感知体系。ADS 的迭代过程中，激光雷达用量从 3 个减配至 1 个，使得对应成本大幅减少。虽然用量减少，但硬件实现升级，采用 192 线激光雷达，为业界车规级量产最高线数。毫米波雷达升级为 4D 毫米波，成像精度更高，在城区混行和泊车时看得更准。车侧算力从 ADS 1.0 的 400TOPs 降至 ADS 3.0 的 200TOPs，在性能优化的同时，更符合当前实际需求，成本降低，减少了不必要的算力浪费。

表 2：华为 ADS 硬件配置

	ADS 1.0	ADS 2.0	ADS 3.0
激光雷达	3	1 ↓	1 (192 线 20hz) ↑
外部感知摄像头	13	11 ↓	11
前视	4	2 ↓	2
周视(侧面前后视镜)	4	4	4
后视	1	1	1
环视摄像头	4	4	4
毫米波雷达	6	3 ↓	3 (其中一个为 4D 毫米波) ↑
超声波	12	12	12
处理器	MDC 610 Pro 400 TOPs	MDC 610 200 TOPs ↓	MDC 610 200 TOPs

资料来源：新能源日报公众号、深蓝 AI 公众号、NE 时代新能源公众号、汽车之心公众号、出行局公众号、懂车帝等，天风证券研究所

软件架构端，华为 ADS 3.0 迭代至 GOD/PDP 端到端架构。

- 1) **ADS 1.0:** 早期华为智能驾驶依赖高精地图来实现车辆的定位和导航，通过预先绘制的高精度地图数据，结合车辆自身的传感器信息，实现路径规划和驾驶辅助功能。
- 2) **ADS 2.0:** 华为开始采用无图的 BEV 技术，通过车辆上的摄像头、毫米波雷达、激光雷达等多传感器融合感知。BEV 负责看到，GOD 负责看懂物，RCR 负责看懂路。这个阶段依旧是规则堆叠的阶段，如果传感器识别的路况信息是曾经训练过的特征信息，则能够直接输出给规控一个正确方案，但如果遇到一些未曾训练好的场景，智驾系统就容易出错或是不工作。
- 3) **ADS 3.0:** 2024 年华为推出端到端类人智驾技术，基于大模型数据收集和分析，采用全新端到端架构，将 GOD 和 RCR 的算法纳入到一个完整的 GOD 感知神经网络之中，实现了从简单的“识别障碍物”到深度的“理解驾驶场景”。另外，华为采用 PDP（预测决策规控）网络实现预决策和规划一张网，基于感知数据规划行车路线。

表 3：华为 ADS 软件架构

	ADS 1.0	ADS 2.0	ADS 3.0
搭载车型	2021 年 极狐阿尔法等	2023 年 问界 M5 智驾版等	2024 年 享界 S9 等
软件算法	BEV 网络/传统规控算法	BEV 网络+GOD 网络 +RCR 网络/联合规控	GOD 网络/PDP 网络
感知能力	道路结构+目标白名单	道路结构+异形障碍物	道路结构+目标障碍物+ 场景理解
实现功能	率先商用有图城区 NCA 刷新大众对智驾的认知	率先实现无图全国都能开 让智驾真正走向全面可用	首商用端到端智驾 让轨迹更类人、通行更高效、 驾驶更安全

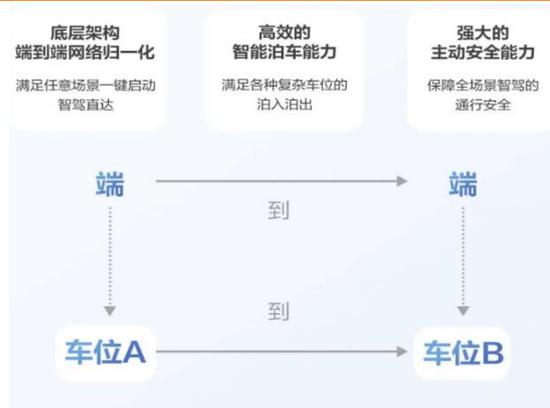
资料来源：深蓝 AI、汽车之家、驾仕派、鸿蒙智行公众号、虎嗅 APP 公众号，天风证券研究所

图 8：ADS 3.0 软件架构图



资料来源：鸿蒙智行公众号，天风证券研究所

图 9：ADS 3.0 实现车位到车位全场景覆盖



资料来源：鸿蒙智行公众号，天风证券研究所

通过数据积累、算法优化和算力提升，华为智驾迎来飞轮效应收获期。数据积累方面，截至 2024 年 11 月 30 日，问界用户数量超过 50 万，车型总行驶里程已超过 80 亿公里，智驾总里程突破 10 亿公里。问界智驾车型占比超过 70%，其中平均智泊次数更是高达每月每台车 15 次以上。算法优化方面，ADS 3.0 将 GOD 及 PDP 网络升级为端到端神经网络，让信息无损传输、决策速度更快更类人，端到端架构 GOD-PDP 提升了智驾体验上限。算力提升方面，华为在两个月内迅速将云端训练算力规模从 5EFLOPS 扩张到 7.5 EFLOPS。

表 4：不同品牌汽车智驾对比

品牌	算法架构	研发人员数量（截至 2023 年末）	云端算力	智驾里程数	智能驾驶总用户

特斯拉	端到端模型	/	100 EFLOPS (2024 年末)	截至 2024 年 Q3, FSD 累计行驶里程超过 32 亿公里	2023 年 1 月北美用户 FSD 订阅渗透率约为 25%
华为	GOD 网络 +PDP 决策神经网络	7000	5 EFLOPS (2024 年 8 月)	2024 年度智驾总里程突破 14 亿	2024 年度智驾用户数突破 50 万
小鹏	神经网络 Xnet+ 规控大模型 XPlanner+大语言模型 XBrain	5400	2.51 EFLOPS (2024 年 7 月)	截至 2024 年 9 月小鹏汽车公开数据显示, 小鹏汽车使用了折算里程超 10 亿+公里的视频训练	截至 2024 年 7 月, 小鹏 XNGP 城区智驾月度活跃用户渗透率达 84%
理想	端到端模型 +VLM 模型	6726	4.5 EFLOPS (2024 年 7 月)	截至 2024 年 11 月 30 日, 智能驾驶总里程突破 26.7 亿公里	截至 2024 年 11 月 30 日, 理想汽车智能驾驶总用户达到 100 万+

资料来源：虎嗅 APP、科技每日推送、正时 TIMES、车市红点、上海证券报、电车通、华为乾崮智能汽车解决方案、车东西、小鹏汽车、太平洋汽车公众号，天风证券研究所

华为 ADS 率先实现“全国都能开”，“车位到车位”全量推送节奏加快。2024 年 3 月 19 日，鸿蒙智行旗下所有智驾版车型具备全国都能开的无图城市高阶智能驾驶能力。2024 年 12 月 17 日，享界 S9 开始 HUAWEI ADS 3.2 的推送，这是华为智驾继全国都能开之后的大版本更新。这次 OTA 升级后，通过车位到车位(Beta)全程自动驾驶功能，实现了智能驾驶的全面升级。用户无需任何干预，享界 S9 便可自动完成从停车、巡航、过闸到目的地停车的一系列操作。

表 5：新能源汽车品牌智驾推送节奏

品牌	智驾系统	“全国都能开”全量推送时间	“车位到车位”推进节奏
华为	ADS	2024.3	2024 年 8 月随享界 S9 发布该功能
理想	AD MAX	2024.7	2024 年 11 月 28 日已全量推送
小鹏	XNGP	2024.7	2024 年 11 月 15 日开启小鹏 P7+ 全网首测，全量推送时间未定
小米	Xiaomi Pilot	2024.10	2024 年 11 月 16 日开启定向邀请内测，12 月底开启先锋版推送
智己	IM AD	2024.10	推送时间未定
极氪	浩瀚智驾	2024.12	2025 年一季度分批推送，二季度全量推送

资料来源：Autolab 公众号、财联社公众号、电车通公众号、天极车讯公众号、汽车之心公众号，天风证券研究所

2.3. 华为赋能渠道端：线上推广&线下交付

鸿蒙智行实行渠道变革，打造销交付一体用户中心。2023 年 6 月 30 日，赛力斯汽车与华为共同决定成立“AITO 问界销服联合工作组”，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，此工作组的成立旨在销售以及售后方面提升用户体验。在 AITO 问界销服联合工作组成立之前，赛力斯和华为两者均有相应的团队负责 AITO 问界车型的销售，而售后服务方面则由赛力斯方面负责，但随着 AITO 问界车辆的逐步交付，其交付、服务等环节相关问题也随之而出，一些消费者对赛力斯的服务满意度不高，AITO 问界内部也曾收到客户有关服务等方面的投诉，这间接影响了 AITO 问界系列车型的销量表现。鸿蒙智行将通过用户中心，增强渠道管理的深度，全盘管理起销售的前后端业务。鸿蒙智行用户中心等级被划分为 S、A、B、C 共 4 个级别，有着对应的要求，其中 S 级用户中心要求能够容纳 12 个及以上展车位，12 个及以上交付车位；定位最低的 C 级

用户中心，需要有 6 个展车位和交付车位。

表 6：鸿蒙智行用户中心等级

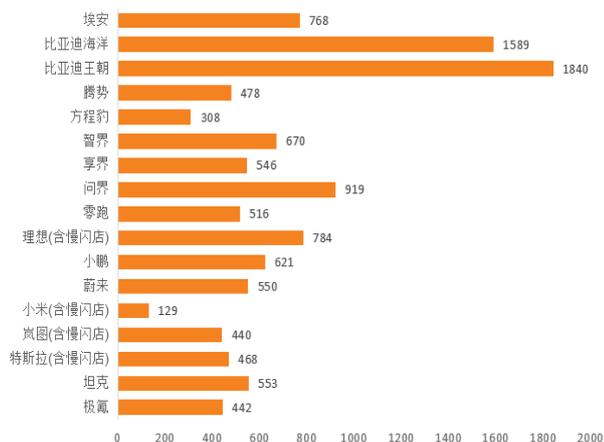
中心等级	建设面积 (m ²)	展车位	交付车位	电容可扩充
S 级	≥8000	≥12	≥12	≥800KW
A 级	6000≤面积<8000	10	10	≥500KW
B 级	4000≤面积<6000	8	8	≥300KW
C 级	2500≤面积<4000	6	6	>300KW

资料来源：36 氪汽车公众号，天风证券研究所

问界销售网点：体验中心（商超店）+用户中心。体验中心定位为销售及产品体验，提供试驾、汽车及相关产品销售。用户中心则覆盖前端销售、中期新车交付及售后等业务，更接近传统 4S 店。截至 2024 年 11 月底，体验中心主要由华为负责，问界官网显示数量超过 900 家，原来是华为的手机渠道商门店（包括华为直营店和加盟店）。现存的用户中心中，“AITO 问界授权用户中心”由赛力斯负责管理和建店补贴，其中，5 家直营门店（分别位于北京、上海、徐州、苏州和济南）的店员人事关系属于赛力斯，其余门店主要工作人员的人事关系归属门店的经营者。另有相当比例的用户中心被归类为“鸿蒙智行用户中心”，属于华为系。其构成包括华为为不同业务线的供应商或者经销商。最后，还有一部分用户中心店被冠以“鸿蒙智行超级体验中心”的名称，比如深圳布龙路、上海华江路门店，由华为手机长期密切合作伙伴中邮普泰所有。

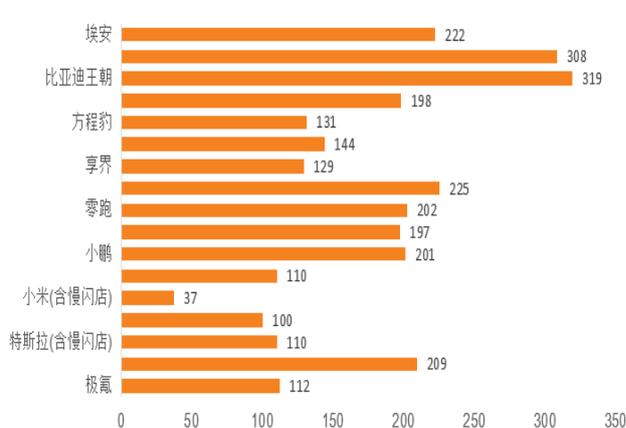
鸿蒙智行销售职能网点数和覆盖城市数位居新能源汽车品牌前列。鸿蒙智行在门店数量和覆盖城市方面取得了显著的增长，华为预计到 2025 年，鸿蒙智行门店数量有望达到 1000 家。问界品牌也在积极拓展其销售和服务网络。截至 2024Q3，问界已经在全国 220 多个城市建立了 900 多家销售网点。

图 10：截至 2024Q3 末新能源汽车品牌销售职能网点数



资料来源：杰兰路公众号，天风证券研究所

图 11：截至 2024Q3 末新能源汽车品牌覆盖城市数



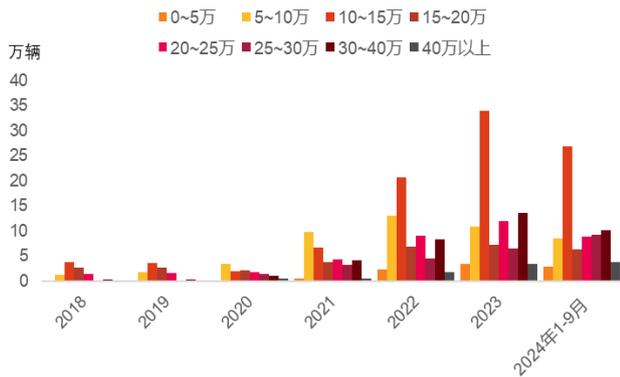
资料来源：杰兰路公众号，天风证券研究所

3. 问界定位高端，助力品牌向上

3.1. 智慧重塑豪华，占据高端车市品牌优势

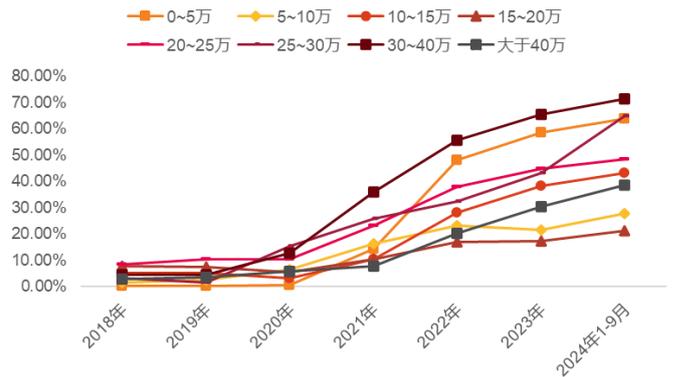
中国乘用车高端市场扩容，新能源渗透率持续提升。国内高端豪华车市场销量在增长，上险数显示，2023 年国内主流豪华车销量总计 452.79 万辆，同比增长 14.9%，增幅高于当期乘用车整体增幅（5.8%）9.1 个百分点。在当期所有乘用车中，豪华车占比 21%，即，每销售 5 辆乘用车，就有 1 辆豪华车。新能源车在所有价格段均实现快速增长，在 30 万元以上价位段的增长尤为明显。这一增长不仅反映了消费者对高端新能源汽车的强烈需求，也显示了新能源车型在高端市场的强劲竞争力。

图 12：国内新能源乘用车市场分价格段销量



资料来源：中汽协，天风证券研究所

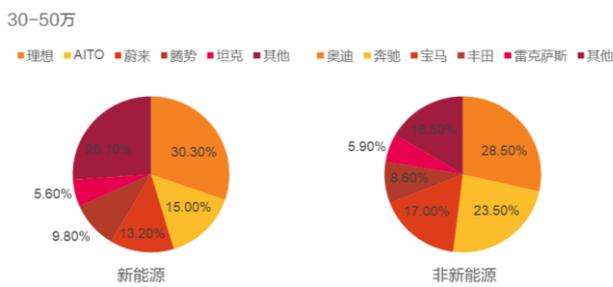
图 13：分价格段新能源车渗透率



资料来源：中汽协，天风证券研究所

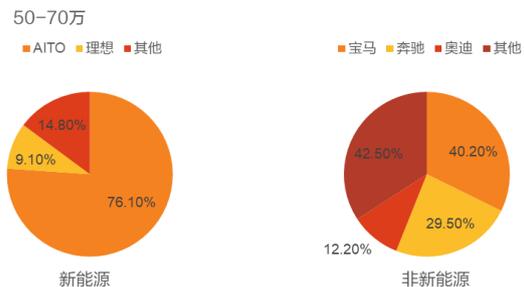
电动化过程中国品牌份额迅速提升，问界具有高端车型身份认同。中国品牌抓住电动化及智能化转型窗口期，推出的理想 L9、问界 M9 等车型已成功切入 40 万-60 万的豪车市场。华为凭借其强大的品牌力和高端品牌号召力，能够吸引高端消费者。30-50 万区间，份额占全市场约 10%，2024 年 1-9 月累计销量 158.4 万辆。其中新能源 71.4 万辆，理想份额超过 30%，AITO、蔚来份额在 10% 以上，AITO 份额较 2023 年提升约 13pct。50-70 万区间，份额占全市场约 1.6%，2024 年 1-9 月累计销量 24.6 万辆。其中新能源 9 万辆，品牌分布集中，AITO 份额接近 8 成，系 M9 贡献。

图 14：2024 年 1-9 月 30-50 万价格区间汽车品牌份额



资料来源：杰兰路公众号，天风证券研究所

图 15：2024 年 1-9 月 50-70 万价格区间汽车品牌份额

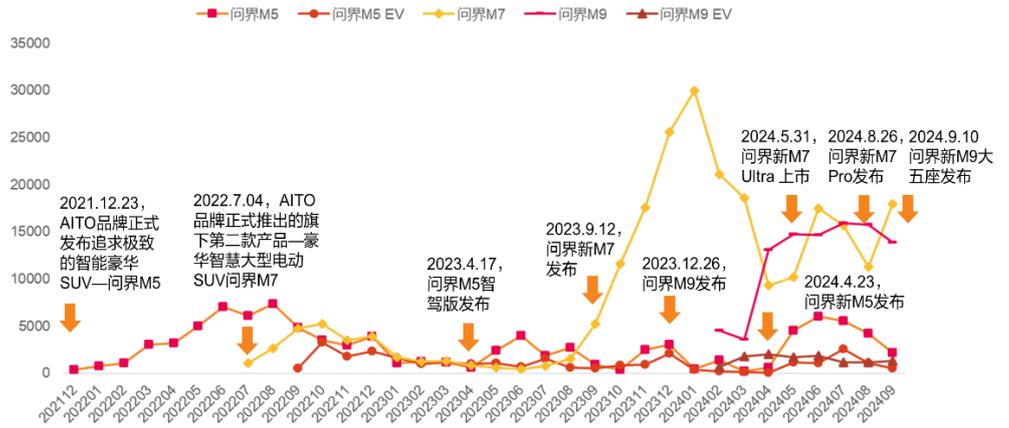


资料来源：杰兰路公众号，天风证券研究所

3.2. 深耕问界系列，改/新款持续展现活力

问界品牌自成立以来，产品推出节奏稳定。2021 年 12 月，赛力斯汽车在重庆智慧工厂发布了全新的高端智慧汽车品牌 AITO 问界，正式开启了与华为跨界业务的深度合作，并推出第一款产品——豪华 SUV 问界 M5。2022 年 7 月，AITO 品牌正式推出的旗下第二款产品——豪华智慧大型电动 SUV 问界 M7。2023 年 9 月，问界新 M7 上市，月销量很快攀升到 2 万辆至 3 万辆水平。2023 年 12 月，问界 M9 上市即热销，将品牌售价拉高至 50 万元区间。在 2024 年，鸿蒙智行又推出问界新 M7 Ultra 和问界新 M7 Pro，丰富问界新 M7 系列车型的产品矩阵，满足家庭用户对高品质、高智能、大空间的用车需求，带动销量稳定增长。

图 16：问界月销量（单位：辆）



资料来源：中汽协，赛力斯官网、中国新闻周刊公众号，天风证券研究所

实现降价增配，问界新 M7 上市即大卖。2023 年 9 月，问界新 M7 正式上市，新增大五座版本，高配搭载 HUAWEI ADS 2.0 高阶智驾系统，配合 4 多万的降价，叠加华为 MATE 60 的热销，使得此次改款上市大爆。问界新 M7 全方位升级焕新，集大空间、大智慧、超安全于一身，拥有更强的车身底盘和性能，更新的空间设计和布局，更强的智能驾驶和更智慧的智能座舱。

表 7：问界新 M7 实现全面升级

升级方面	问界新 M7
价格	24.98–32.98 万元，入门价格降低超 4 万。
智驾	搭载 HUAWEI ADS 2.0 高阶智能驾驶系统。主动安全方面，前向主动安全+侧向主动安全+后向主动安全组成全向防碰撞系统；NCA 方面，在全国实现不依赖高精地图的高速、城区高阶智能驾驶。
底盘	问界新 M7 前悬架采用增强型麦弗逊独立悬架，后悬架采用 H 型多连杆独立悬架，配合全新的调校，车辆重心也下降了 15mm，带来更加舒适稳定的乘坐体感。同时，前后悬加入了双 FSD 可变阻尼减震器，可以自适应调整悬架软硬度。
座舱	全新“棉花糖”座椅，标配通风、加热、按摩功能；实现“三屏配满”搭载了两块华为车载智慧屏系统 OLED 防蓝光屏幕，一块 15.6 英寸的 2K 中控大屏，借助“超级桌面”， HarmonyOS 用户的海量手机应用可以流转至车机继续使用。
空间	问界新 M7 拥有同级更优车内有效空间，空间长度达到 3338mm，前排腿部空间 937mm，二排腿部空间 960mm，二排最大空间可达 1220 mm。问界新 M7 在原来 6 座版本的基础上新增了 5 座版本。
车身	问界新 M7 对车身结构、车身用料进行全面升级，全车潜艇级热成型钢占比达到 24.4%，全车高强度和铝合金占比达到 80.6%。
续航	纯电续航提升到 230 公里（CLTC），综合续航 1220 公里（CLTC）。

资料来源：AITO 汽车公众号等，天风证券研究所

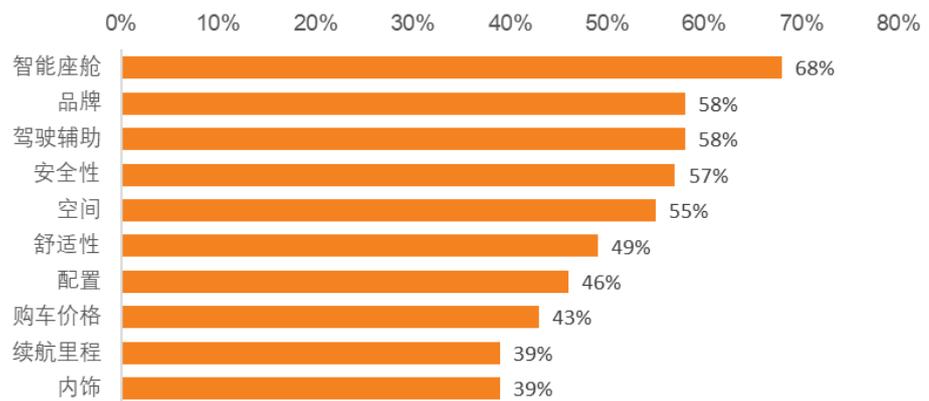
图 17：问界新 M7 具体升级方面



资料来源：AITO 汽车公众号，天风证券研究所

智能座舱和智能驾驶，是问界新 M7 的关键促购原因。据杰兰路公众号调研显示，智能座舱是提及率最高的购车原因，比例达 68%，此外，智能驾驶、品牌、安全性和空间的占比也较高。在对具体促购原因的询问中了解到，对于智能驾驶，车主最在意的是主动安全类功能。鸿蒙座舱是感知最强的宣传亮点，其次是主被动安全和大五座空间。

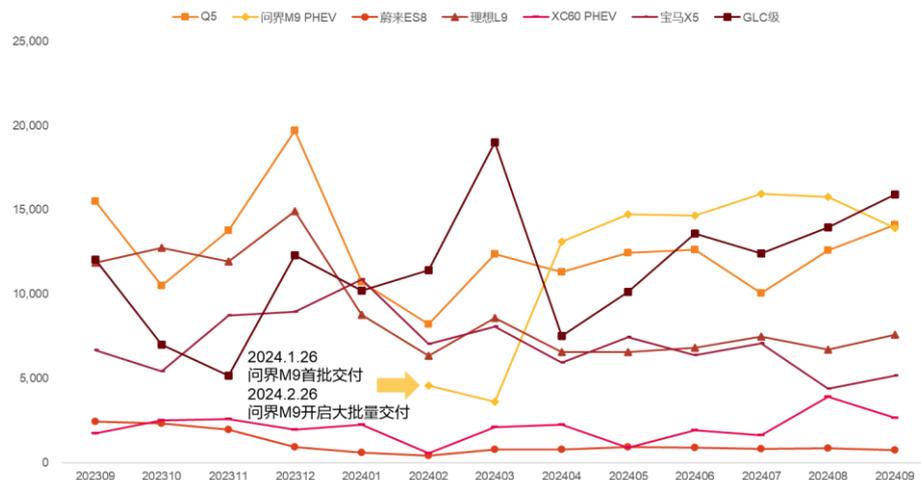
图 18：问界新 M7 首批车主的促购原因



资料来源：杰兰路公众号，天风证券研究所

传统豪华+科技豪华，问界 M9 带动 AITO 品牌向上。问界 M9 定位于全景智慧旗舰 SUV，凭借其强大的产品实力和精准的市场定位，填补了 45-55 万元价位段产品的空白生态位，成功吸引了这部分消费者的关注。问界 M9 上市 10 个月累计大定突破 17 万台，持续蝉联中国市场 50 万以上月度销冠。

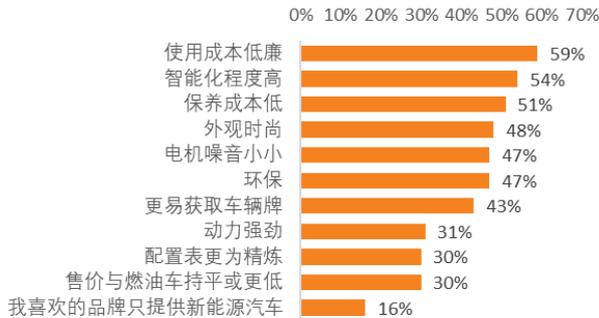
图 19：问界 M9 上市前后竞品月销量变化（单位：辆）



资料来源：中汽协，澎湃新闻、科技每日推送公众号、AITO 公众号，天风证券研究所

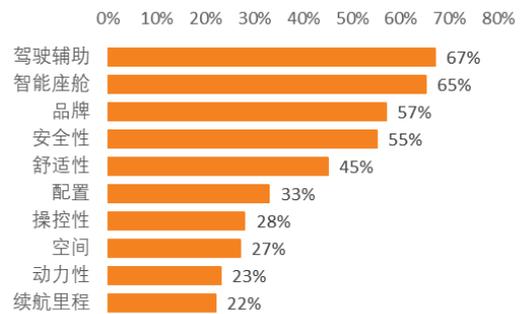
问界 M9 智能化新标杆，引领中式豪华车崛起。麦肯锡发布的《2024 中国汽车消费者洞察报告》中提出，中国消费者对高端新能源汽车品牌的偏好持续上升，其中智能化技术成为关键因素。杰兰路公众号的调研也显示，智能驾驶、智能座舱是 AITO 问界 M9 最主要的促购原因。

图 20：中国消费者对高端新能源汽车品牌的偏好持续上升



资料来源：麦肯锡，华碧检测公众号，天风证券研究所

图 21：智能驾驶、智能座舱是 AITO 问界 M9 最主要的促购原因



资料来源：杰兰路公众号，天风证券研究所

3.3. 魔方平台+智能工厂，产出能力持续进化

魔方平台，行业唯一兼容三种新能源动力形式的平台。赛力斯汇聚二十年的整车技术经验，自主创新打造出了万象多变、持续进化的超级智能平台，该平台在行业内率先兼容超增、纯电、超混三种新能源动力形式的平台。赛力斯魔方平台集智能安全、多元动力、百变空间、智慧引领四大核心优势于一身，犹如“魔方”般灵活多变，实现安全、动力、底盘、软件跨域融合，为用户提供“好开、好用、超安全”的用车体验。从用户不同出行场景出发，魔方平台在舒适、车型、尺寸方面具有出色的拓展性，能够实现“百变空间”，支持从 B 级到 D 级，从轿车到 SUV、MPV 等不同尺寸的不同车型，能够满足不同消费者的多样化需求。

全新一代超级增程系统，达到业内领先水平。其基于“赛翼(C2E)增程架构”与“RoboREX 智能控制技术”打造，实现静谧无感、高集成、高效率三大行业领先优势。赛翼是一种全新的高集成化增程架构，配合 RoboREX 智能增程控制技术，颠覆性的改变了增程器的工作方式，由被动工作变成主动工作，实现智能主动能量管理，给用户带来综合油耗降低 15%，噪音感知降低 90%的优异体验。并且增程器实际效率超 3.6kWh/L，相当于 1L 油可发电超 3.6 度，达到行业量产增程器顶尖水平。

图 22：赛力斯魔方平台



资料来源：问界汽车公众号，天风证券研究所

图 23：赛力斯增程技术



资料来源：中工汽车网公众号，天风证券研究所

三家智慧工厂落地重庆，为高质量交付赋能。赛力斯工厂运用物联网、大数据、数字孪生、5G、AI、BIM 等新一代信息技术，融合先进制造技术与 ICT 技术，连接物理世界与数字世

界，通过“一硬+一软+一网+一平台”的智能制造架构，打造“智造”生态圈。工厂执行严格的品控标准，以高水平智能制造实力为高质量交付赋能。赛力斯汽车超级工厂最高可实现 30 秒下线一台新车，生产效率全球最高，率先应用行业领先的 9000T 一体化压铸工艺，有效实现高效生产、轻量化、高安全性，可将 87 个零件集成为 1 个零件，减重 28%，将 222 个零件集成化为 10 个，焊接点减少 1440 个，有效提升生产效率和产品质量。

收购龙盛新能源，获得超级工厂所有权。2024 年 9 月，赛力斯用 81.64 亿元全资收购了龙盛新能源，龙盛新能源属于智能制造工厂，此前赛力斯主要是向其租赁超级工厂用于生产问界。收购之后，赛力斯拥有了超级工厂的所有权，以保证产品的自主可控。

表 8：赛力斯工厂布局

具体工厂	使用模式	主要生产汽车类型	主要生产车型系列	工厂设计产能(辆/年)
两江工厂	自持	新能源汽车	问界 M5 系列	50000
凤凰工厂	自持	新能源汽车	问界 M7 系列	100000
超级工厂	自持	新能源汽车	问界 M9 系列	150000
其他整车制造工厂	自持	燃油车、新能源汽车	风光系列、蓝电系列、车风小康系列等	300000

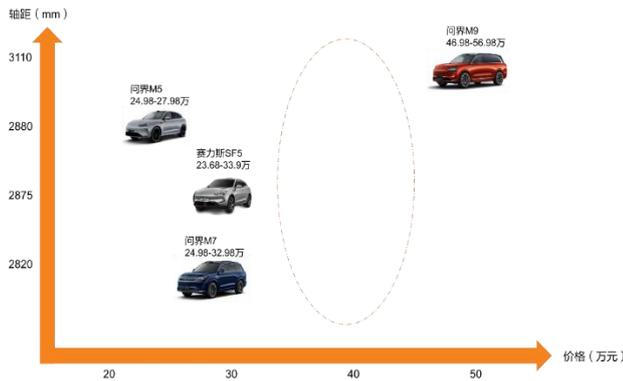
资料来源：公司公告，梧桐树下 V 公众号，天风证券研究所

4. 边际变化催生机遇，带来增长新动力

4.1. 边际变化 1：35-45W 价格区间有望推出新产品

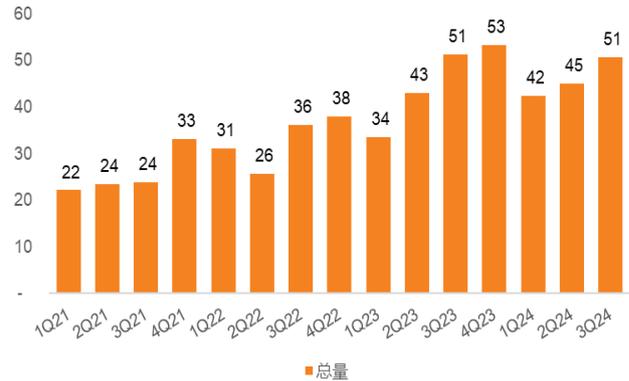
从问界目前的产品矩阵来看，35-45W 价格区间存在产品空白。目前，问界家族已有两款热销车型，分别是售价 24.98 万元起的问界 M7 和售价 46.98 万元起的问界 M9。这两款车在 2024 年 1-12 月的累计销量已接近 35 万辆，表现出强劲的市场竞争力。然而，在 35-45 万元这一黄金价位区间，问界此前一直缺乏有力的产品布局。新产品的问世，将填补问界在 35-45 万元价位区间的产品空白，拉动销量进一步提升。

图 24：问界产品价格区间



资料来源：懂车帝，天风证券研究所

图 25：30-50 万元 SUV 市场规模 (万辆)



资料来源：中汽协，天风证券研究所

2025 年问界 M8 有望上市，具备多个畅销要素。接近高端车型问界 M9 的设计、行业领先的智能驾驶体验，问界 M8 有望加强公司在中高端市场的覆盖，带动公司销量和单车利润的增长。在产品力上，问界 M8 是高端车型 M9 技术与配置的下放。1) 车身尺寸方面，问界 M8 长宽高分别为 5190/1999/1795mm，轴距 3105mm，在空间上比肩 M9。2) 产品设计方面，问界 M8 采用分体式大灯，延续了问界的家族式设计风格，尾灯组采用贯穿式的设计，两侧的尾灯主体内部为点阵式的像素光源，预计可以显示不同的图案。3) 动力方面，问界 M8 此次申报的两款车型均为四驱，电机总功率达到 392kW。问界 M8 的高配版车型电池度数达到了 51.975kWh，高于问界 M9 的 42kWh。4) 智能化方面，问界 M8 将搭载来自华为的 ADS 智能驾驶系统。目前华为智能驾驶已迭代至 3.0 版本，将开通“车位到车位”全场景领航辅助驾驶的系统。

图 26：问界 M8 工信部备案

产品商标:	赛力斯牌	产品型号:	SKE6S21SSHEVA4S	产品名称:	插电式增程混合动力多用途乘用车
企业名称:	赛力斯汽车有限公司	注册地址:	重庆市江北区福生大道229号		
目录序号:	175	生产地址:	重庆市江北区渝康大道101号,重庆市渝北区龙骏大道2023号,重庆市沙坪坝区凤集路22号		
查看原图		查看原图		查看原图	
外形尺寸(mm):	长: 5190 宽: 1999 高: 1795				
货箱栏板内尺寸(mm):	长: 宽: 高:				
排放依据标准:	GB18352.6-2016国VI		燃料种类:	汽油/电混合动力	
最高车速(km/h):	200		总质量(kg):	3165	

资料来源：车壹条公众号，天风证券研究所

4.2. 边际变化 2：业务+股权合作，华为合作深化

股权关系深入融合，合作更进一步。2024 年 8 月 26 日，赛力斯发布公告，子公司赛力斯拟以 115 亿元的价格购买华为持有的旗下智能汽车解决方案新公司引望 10% 的股权。此次

入股引望，使双方的合作从业务合作层面升级到“业务+股权”的全面深化协同模式。

赛力斯入股引望，有利于增厚公司利润。深圳引望模拟财务报表显示，引望 2022 至 2024 年上半年归母净利润分别为-75.87 亿元、-55.97 亿元和 22.31 亿元，预估 2024 年度归母净利润为 33.51 亿元。无论是营收还是利润，以及增速和利润的反转，在行业里展现出良好竞争力。同时，华为车 BU 在今年积极拓展合作，与众多汽车品牌建立了联系。除了赛力斯，还与长安、广汽等车企展开合作。随着这些合作的推进，华为车 BU 的智能汽车解决方案将应用到更多品牌的车型中。通过参与智选车的升级项目，引望能够与汽车制造商建立更长期稳定的合作关系，进一步扩大客户群体和提升盈利体量。

表 9：深圳引望模拟合并利润表（单位：亿元）

	2024 年 1-6 月	2023 年	2022 年
营业收入	104.35	47	20.98
营业成本	46.58	31.9	17.26
税金及附加	0.42	0.19	0.08
销售费用	1.24	2.54	2.83
管理费用	0.55	1.06	-
研发费用	34.22	71.81	76.56
财务费用	-0.11	0.03	0.04
其他收益	1.15	4.8	0.04
信用减值损失	-0.3	-0.18	-0.1
资产减值损失	0	-0.07	-0.01
净利润	22.31	-55.97	-75.87
毛利率	55.36%	32.13%	17.73%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3. 边际变化 3：加速布局海外市场，积极融入全球化进程

赛力斯布局海外市场较早，积极拓展海外市场版图。2017 年，小康股份率先在印尼布局建厂，该项目投资规模达 1.5 亿美元，年产量可达 5 万辆，是印尼首个投产的新能源汽车制造商，开启海外征程的初步探索。2023 年成为其欧洲市场突破的关键节点，1 月携 SERES5 亮相布鲁塞尔车展；6 月“欧洲万里行”活动盛大开启；9 月，赛力斯汽车携旗下三款 SUV 新能源汽车产品亮相德国慕尼黑车展。截至 2023 年底，赛力斯已进入欧洲、中东、美洲、非洲的多个国家，完成海外市场初期布局。

进入 2024 年，赛力斯海外拓展步伐加快。2024 年 2 月，重庆赛力斯海外电动车有限公司成立，经营范围含新能源汽车整车销售、汽车销售、货物进出口、新能源汽车电附件销售、日用百货销售、家用电器销售等。股权全景穿透图显示，该公司由重庆小康进出口有限公司全资持股，后者由赛力斯间接全资持股。2024 年 10 月，AITO 问界新车型亮相 2024 第 90 届巴黎国际车展，全面加速推动产品“出海”。

图 27：重庆赛力斯海外电动车有限公司



赛力斯海 重庆赛力斯海外电动车有限公司 企业认证

统一社会信用代码：91500112MADDBN419K 更多工商信息
 法定代表人：张兴燕 TA有3家企业
 注册资本：1,000万(元)
 注册时间：2024-02-28

电话：暂无电话 全网电话(1)
 邮箱：暂无邮箱
 网址：暂无网址
 地址：重庆市高新区西永街道西永大道28-2号SOHO楼... 附近公司

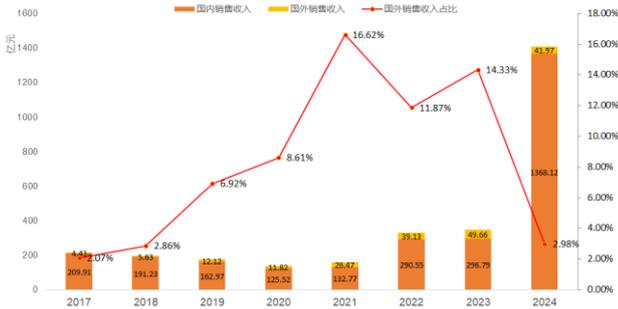
简介：重庆赛力斯海外电动车有限公司成立于2024年02月28日，注册地位于重庆市高新区西永街道西永大道28-2号SOHO楼601-D09，法定代表人为张兴燕。经营范围包括一般项目：新能源汽车整车销售；汽车销售；货物进出口；技术进出口；进出口代理；汽车零配件零售；汽车零配件批发；汽车装饰用品销售；新能源汽车电附件销售；机械设备销售；电子产品销售；仪器仪表销售；日用百货销售；日用品销售；家用电器销售；电器辅件销售；五金产品零售；五金产品批发；金属材料销售；新型金属材料销售；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；信息技术咨询服务。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）收起

资料来源：爱企查，天风证券研究所

赛力斯国外销售收入占比攀升，累计出口整车超过 50 万台。目前赛力斯汽车已出口到欧洲、美洲、非洲、中东、东南亚等 70 多个国家和地区，累计出口整车超过 50 万台，并已在欧洲、亚洲、美洲、非洲等地建立超过 1000 家营销服务网点。在整体营收增长的背景

下，海外市场的广泛布局与产品不断输出带动了国外销售收入的增长，从而使得国外销售收入占比在整体营收结构中逐步攀升，逐渐成为企业重要的盈利增长点与业务拓展方向。

图 28：赛力斯国外销售收入占比（单位：亿元）



资料来源：iFind，天风证券研究所

图 29：赛力斯出口销量（单位：辆）



资料来源：Marklines，天风证券研究所

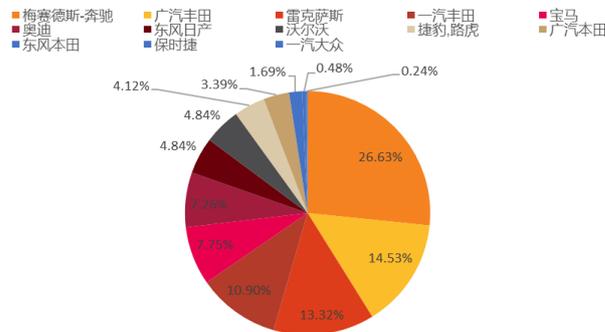
以“智慧重塑豪华”为核心，赛力斯向海外市场传递新豪华理念。2025 年 1 月 10 日，集团董事长张兴海在内部信中指出，2025 年赛力斯海外市场新能源汽车将实现倍增计划。在未来三年内，围绕 SERES 和 DFSK 两个品牌，将会有超过 10 款新产品投放市场。同时将 1) 对全球市场陆续发布 SERES 系列全新豪华智能 SUV 车型。2) 根据自身的商业模式和各个国家和地区的市场特点，采取丰富多样、灵活多赢、双向赋能的合作方式，包括但不限于设立当地销售公司、建设海外工厂等。

4.4. 边际变化 4：赛力斯携手中升，渠道革新撬动增长杠杆

中升控股接入问界经销渠道，盘活现有用户资产与传统豪华品牌门店资产。中升集团是中国领先的全国性汽车经销商集团之一，集团拥有广泛的全国性 4S（包括销售、零部件、售后服务及信息调查）经销店网络，覆盖经济发达的地区及城市。中升集团专注于经营豪华和中高端品牌组合，包括奔驰、雷克萨斯、奥迪、宝马、沃尔沃、捷豹路虎、丰田、日产、本田等品牌。2024 年 11 月 12 日，中升集团控股有限公司复牌并发布公告称，公司与赛力斯签订初步协商协议，同意就合作分销后者旗下的新能源汽车进行进一步磋商。

提升问界渠道覆盖率，渠道成本优化效益突出。中升集团拥有相对成熟完善的渠道体系，其在全国范围内广泛分布的门店网络以及高效的运营管理模式，为赛力斯提供了现成的销售通路。截至二零二四年六月末，中升控股在全国拥有 419 家经销店，其中 269 家为豪华品牌，150 家为中高端品牌。公司持续聚焦中心城市、聚焦中高端客户的运营，豪华品牌在 32 个中心城市的市占率处于行业领先地位，雷克萨斯达 52%，沃尔沃、捷豹路虎和日产达约 40%，梅赛德斯-奔驰将近 30%，而宝马、奥迪、丰田及本田为 20% 左右。从构建渠道方面相比，赛力斯能够大幅降低渠道建设成本。

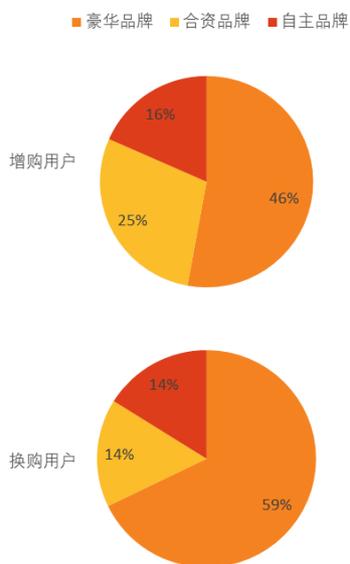
图 30：中升集团经营品牌占比



资料来源：中升集团官网，天风证券研究所

促进中高端客户群体转换，强化问界豪华品牌形象。中升集团专注于中高端及豪华品牌营销，其豪华品牌门店数量占比达 64%。32 个中心城市保有超过 1510 万台豪华品牌汽车，中升与其中 210 万已建立长期客户关系。赛力斯问界车型定位中高端市场，与中升集团的品牌与车型布局高度契合。这种适配性使得问界汽车能够精准对接中升集团长期积累的中高端客户群体，借助中升集团成熟的品牌运营经验与市场影响力，快速融入并提升在中高端汽车市场的竞争力，为销量增长奠定坚实基础。

图 31：问界 M9 首批车主增换购来源



资料来源：驾仕派公众号，天风证券研究所

图 32：中升集团首家问界门店开业



资料来源：中升集团公众号，天风证券研究所

5. 盈利预测和估值分析

5.1. 盈利预测

营业收入：公司收入主要由整车、其他业务、其他主营业务构成。分业务来看：1) 整车业务受益于车型改款、新产品推出、海外市场拓展，我们预计公司 2025-2027 年整车营业收入分别为 1719.4/2086.0/2354.2 亿元，同比+23.8%/21.3%/12.9%；2) 其他业务，伴随着销量规模提升，预计其他业务收入 2025-2027 年营收为 51.6/62.6/70.6 亿元，同比+23.8%/+21.3%/+12.9%。3) 其他主营业务伴随着公司主业放量，扭转下滑趋势，预计 2025-2027 年收入 25.6/31.1/35.1 亿元，同比+23.8%/21.3%/12.9%。预计公司 2025-2027 年总营业收入分别 1796.6/2179.6/2459.9 亿元，同比+23.8%/+21.3%/+12.9%。

毛利率：伴随着公司高端化产品的放量，以及新车上市，规模化效应下毛利率稳定向上，预计 2025-2027 年毛利率分别为 27.0%/27.3%/27.5%。

表 10：分项目收入及毛利率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
整车营收 (亿元)	335.6	1389.4	1719.4	2086.0	2354.2
同比	7.3%	314.0%	23.8%	21.3%	12.9%
毛利率	9.5%	25.9%	26.8%	27.1%	27.3%
其他业务营收 (亿元)	12.0	41.7	51.6	62.6	70.6
同比	5.2%	248.0%	23.8%	21.3%	12.9%
毛利率	35.7%	41.7%	42.0%	42.0%	42.0%
其他主营业务 (亿元)	10.9	20.7	25.6	31.1	35.1
同比	-35.5%	90.3%	23.8%	21.3%	12.9%
毛利率	9.9%	11.5%	12.0%	13.5%	15.0%
合计营收 (亿元)	358.4	1451.8	1796.6	2179.6	2459.9
同比	5.1%	305.0%	23.8%	21.3%	12.9%
毛利率	10.4%	26.2%	27.0%	27.3%	27.5%

资料来源：wind，天风证券研究所

综上，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 109.57、138.99、168.65 亿元。

5.2. 估值分析

我们选择华为智选车合作公司江淮汽车，以及公司竞品理想汽车作为可比公司。可比公司对应 2025、2026 年平均 PE 分别为 85、39 倍。

表 11：可比公司估值

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
600418.SH	江淮汽车	755.23	-17.84	4.95	11.36	-	152.52	66.46
2015.HK	理想汽车	1,847.67	80.32	107.81	152.42	23.00	17.14	12.12
	平均值					-	84.83	39.29
601127.SH	赛力斯	2133.18	59.46	109.57	138.99	35.88	19.47	15.35

资料来源：wind，天风证券研究所，市值为 4 月 23 日数据

投资建议：预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 109.57、138.99、168.65 亿元，对应当前股价，PE 分别为 19、15、13 倍。从基本面看，公司依靠华为智能化的赋能、自主制造端能力的快速提升，产品品牌力已经逐步成型，高端化市场空间可期，同时机器人业务的赋能有望提振公司估值，参考可比公司情况，给与赛力斯 2025 年 25XPE，目标市

值 2739.22 亿元，空间 29.6%，对应目标价 167.70 人民币。首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) 新能源增速放缓：新能源渗透率已经取得一定突破，后续新能源车销量增速可能放缓。
- 2) 行业价格战加剧：近两年价格战相对激烈，后续可能加剧，影响产品定价、厂商利润。
- 3) 产品发布节奏不及预期：新车型发布节奏可能不及预期。
- 4) 海外市场增速不及预期：海外销量可能受经济走势变动、关税政策扰动等因素的影响。
- 5) 跨市场选取可比标的：若可比公司与赛力斯的市场环境、投资风格、政策法规或者行业标准存在差异性，可能会降低可比性，从而影响估值的准确性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	13,161.13	45,955.44	62,623.42	70,602.14	111,666.89
应收票据及应收账款	2,445.94	2,361.93	3,626.77	14,536.80	6,833.06
预付账款	1,868.28	994.28	2,647.89	8,792.03	4,081.13
存货	3,529.17	2,552.45	4,731.90	12,867.98	9,902.43
其他	4,792.18	14,081.27	16,817.70	24,197.00	22,477.18
流动资产合计	25,796.69	65,945.38	90,447.69	130,995.96	154,960.69
长期股权投资	2,042.41	1,978.85	2,978.85	3,978.85	4,978.85
固定资产	8,747.63	9,256.02	9,830.28	9,317.59	8,718.97
在建工程	195.04	212.90	180.97	153.82	130.75
无形资产	10,545.48	10,057.54	10,302.19	9,446.83	8,491.48
其他	3,597.04	6,860.80	3,119.65	2,706.68	2,143.17
非流动资产合计	25,127.60	28,366.11	26,411.93	25,603.76	24,463.21
资产总计	51,244.67	94,363.96	116,859.62	156,599.72	179,423.90
短期借款	786.16	0.00	98.61	125.09	252.97
应付票据及应付账款	30,150.14	68,451.41	62,666.94	104,531.98	93,516.60
其他	3,369.58	4,821.85	24,786.03	9,552.23	27,557.98
流动负债合计	34,305.87	73,273.26	87,551.59	114,209.31	121,327.55
长期借款	1,374.85	687.00	3,054.24	3,051.48	3,443.86
应付债券	0.00	0.00	49.10	16.37	21.82
其他	5,093.70	5,506.61	4,724.94	5,108.41	5,113.32
非流动负债合计	6,468.55	6,193.61	7,828.28	8,176.26	8,579.01
负债合计	44,044.72	82,458.40	95,379.86	122,385.57	129,906.56
少数股东权益	(4,205.88)	(358.69)	(1,326.86)	(1,964.01)	(2,727.09)
股本	1,509.78	1,509.78	1,509.78	1,509.78	1,509.78
资本公积	17,873.61	13,044.99	13,044.99	13,044.99	13,044.99
留存收益	(7,694.40)	(2,248.19)	8,401.72	21,781.84	37,806.55
其他	(283.17)	(42.34)	(149.88)	(158.46)	(116.89)
股东权益合计	7,199.95	11,905.56	21,479.76	34,214.15	49,517.34
负债和股东权益总计	51,244.67	94,363.96	116,859.62	156,599.72	179,423.90

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(4,156.72)	4,740.12	10,956.87	13,899.32	16,864.66
折旧摊销	2,581.09	4,025.31	4,213.02	4,395.20	4,577.04
财务费用	312.20	225.66	(581.98)	(712.52)	(740.48)
投资损失	(1,818.18)	(8.83)	(750.00)	(1,000.00)	(1,200.00)
营运资金变动	8,605.52	2,503.43	5,347.86	(5,911.21)	23,943.38
其它	873.69	11,029.57	(793.64)	(449.31)	(579.89)
经营活动现金流	6,397.61	22,515.27	18,392.14	10,221.48	42,864.71
资本支出	4,707.75	3,443.03	5,781.67	2,616.53	2,995.09
长期投资	2,001.06	(63.56)	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	(9,681.61)	(19,888.81)	(11,435.59)	(6,041.96)	(6,241.58)
投资活动现金流	(2,972.81)	(16,509.34)	(4,653.93)	(2,425.43)	(2,246.48)
债权融资	(1,128.19)	(1,565.04)	3,316.36	685.73	1,204.91
股权融资	2,432.13	(5,087.53)	(386.59)	(503.06)	(758.39)
其他	(2,572.97)	2,485.88	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(1,269.02)	(4,166.69)	2,929.77	182.67	446.52
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,155.78	1,839.24	16,667.98	7,978.72	41,064.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	35,841.96	145,175.82	179,660.95	217,962.80	245,990.22
营业成本	32,119.29	107,209.70	131,118.35	158,398.98	178,243.73
营业税金及附加	903.75	3,888.13	5,389.83	6,102.96	7,368.23
销售费用	5,465.11	19,184.25	22,098.30	25,719.61	27,304.91
管理费用	1,653.33	3,546.85	4,491.52	5,667.03	6,149.76
研发费用	1,696.48	5,585.50	6,686.34	8,709.32	9,839.61
财务费用	(15.81)	(294.50)	(581.98)	(712.52)	(740.48)
资产/信用减值损失	(506.26)	(2,295.73)	(990.88)	(972.32)	(993.88)
公允价值变动收益	22.29	100.51	202.44	212.56	223.19
投资净收益	1,789.12	10.33	750.00	1,000.00	1,200.00
其他	(3,291.81)	3,298.60	0.00	0.00	0.00
营业利润	(3,993.53)	4,942.18	10,420.15	14,317.65	18,253.77
营业外收入	48.36	45.97	50.00	48.11	48.03
营业外支出	135.69	36.80	40.00	55.00	50.00
利润总额	(4,080.86)	4,951.35	10,430.15	14,310.76	18,251.80
所得税	75.86	211.23	469.36	1,073.31	2,190.22
净利润	(4,156.72)	4,740.12	9,960.79	13,237.45	16,061.58
少数股东损益	(1,707.03)	(1,205.83)	(996.08)	(661.87)	(803.08)
归属于母公司净利润	(2,449.69)	5,945.95	10,956.87	13,899.32	16,864.66
每股收益(元)	(1.50)	3.64	6.71	8.51	10.33

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	5.09%	305.04%	23.75%	21.32%	12.86%
营业利润	-18.94%	-223.75%	110.84%	37.40%	27.49%
归属于母公司净利润	-36.07%	-342.72%	84.27%	26.85%	21.33%
获利能力					
毛利率	10.39%	26.15%	27.02%	27.33%	27.54%
净利率	-6.83%	4.10%	6.10%	6.38%	6.86%
ROE	-21.48%	48.48%	48.04%	38.42%	32.28%
ROIC	67.07%	-60.55%	-21.59%	-27.75%	-37.21%
偿债能力					
资产负债率	85.95%	87.38%	81.62%	78.15%	72.40%
净负债率	-136.88%	-373.85%	-272.08%	-194.21%	-216.18%
流动比率	0.70	0.87	1.03	1.15	1.28
速动比率	0.60	0.83	0.98	1.03	1.20
营运能力					
应收账款周转率	16.96	60.39	60.00	24.00	23.02
存货周转率	9.53	47.74	49.33	24.77	21.61
总资产周转率	0.73	1.99	1.70	1.59	1.46
每股指标(元)					
每股收益	-1.50	3.64	6.71	8.51	10.33
每股经营现金流	3.92	13.78	11.26	6.26	26.24
每股净资产	6.98	7.51	15.11	23.96	34.60
估值比率					
市盈率	-86.27	35.54	19.29	15.21	12.53
市净率	18.53	17.23	8.57	5.40	3.74
EV/EBITDA	218.80	8.29	7.98	5.93	3.16
EV/EBIT	-46.64	10.68	10.84	7.61	3.90

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com