

赛力斯（601127.SH）

2025 年 05 月 16 日

拥抱华为持续打造爆款，入股引望等贡献新增增长点

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

赵旭杨（分析师）

徐剑峰（联系人）

zhaoxuyang@kysec.cn

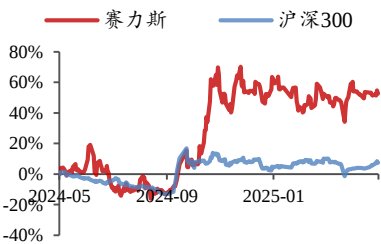
xujianfeng@kysec.cn

证书编号：S0790523090002

证书编号：S0790123070014

日期	2025/5/15
当前股价(元)	128.50
一年最高最低(元)	149.89/70.24
总市值(亿元)	2,098.88
流通市值(亿元)	1,940.07
总股本(亿股)	16.33
流通股本(亿股)	15.10
近 3 个月换手率(%)	92.42

股价走势图



数据来源：聚源

● 复盘历史：三次创业披荆斩棘，与华为深度合作迎来腾飞

公司以汽零业务起家，2003 年与东风合资生产面包车，2016 年入局新能源车市场。董事长张兴海具备前瞻性眼光，认为高端智能电动车是大方向，并且只有开放合作才能打造出真正的优质产品。因此，公司 2019 年开始拥抱华为，2021 年与华为发布问界品牌，陆续发布问界 M7、M9 等爆款，尤其是 2024 年受益高端车型的大幅放量，成功实现扭亏为盈。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 98.10/128.94/168.60 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 21.4/16.3/12.4 倍。鉴于公司作为高端新能源 SUV 龙头，与华为深度合作有望持续打造爆款，叠加前瞻布局具身智能、飞行汽车等，看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 坚定拥抱华为与自身能力补强并举，潜在大爆款问界 M8 有望明显增量

近年来，高端 SUV 市场持续扩容，自主中高端新能源 SUV 持续抢占市场份额，但仍存在较大的国产替代空间。公司较早卡位该市场，且目前新能源车主业存在众多发展优势：(1)率先拥抱华为，受智能化技术/产品定义/营销等深度赋能；(2)自研超级智能平台魔方，尤其是增程技术契合高端新能源市场需求；(3)问界 M8 及多款改款车型上市，尤其是问界 M8 凭借产品力及性价比优势成潜在大爆款；(4)收购龙盛超级工厂股权，有利于保障后续产品供应稳定、避免租金支出，还将引入重庆市政府作为公司股东；(5)与中国最大的汽车经销商中升集团深度合作，拓展经销渠道；(6)收购问界商标、拟 H 股上市，问界系列进军全球大市场发展可期。

● 入股引望获新盈利增长点，前瞻布局机器人、飞行汽车领域打造新成长曲线

公司是目前唯一入股华为引望的智选模式车企。以股权关系为纽带，公司有望获得华为更多行业领先的智驾、智舱技术赋能，同时随着引望合作车型销量规模的扩大、将不断贡献盈利，公司有望获得入股引望带来的投资收益。同时，由于汽车与机器人在软硬件方面通用性很强，公司前瞻布局机器人领域，目前已启动相关技术人才招聘、产品研发等工作。从外部环境来看，重庆市政府多次发文支持机器人产业发展，合作伙伴华为在算力、大模型、自动驾驶算法等方面多维度优势。此外，依托重庆市政府对低空经济产业的支持，公司也已布局飞行汽车业务。

● 风险提示：汽车行业需求、高端国产 SUV 渗透率不及预期，行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	35,842	145,176	160,784	188,294	210,511
YOY(%)	5.1	305.0	10.8	17.1	11.8
归母净利润(百万元)	-2,450	5,946	9,810	12,894	16,860
YOY(%)	36.1	342.7	65.0	31.4	30.8
毛利率(%)	9.9	26.2	26.2	26.5	27.1
净利率(%)	-6.8	4.1	6.1	6.8	8.0
ROE(%)	-57.7	39.8	45.2	38.6	34.7
EPS(摊薄/元)	-1.50	3.64	6.01	7.89	10.32
P/E(倍)	-85.7	35.3	21.4	16.3	12.4
P/B(倍)	18.4	17.1	10.2	6.3	4.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、复盘历史：三次创业披荆斩棘，与华为深度合作迎来腾飞.....	5
1.1、 汽零业务起家，2016 年布局新能源车业务，2019 年开始拥抱华为	5
1.2、 主营构成：主要由整车贡献且有提升趋势，新能源车业务强势崛起	5
1.3、 股权结构：张兴海家族持股较多，购买超级工厂后引入重庆国资委	7
1.4、 华为赋能：合作逐步加深至智选模式，问界系列爆款车型持续迭代	8
1.5、 财务表现：2024 年受益规模效应及高端车型放量，实现扭亏为盈	15
2、 坚定拥抱华为与能力补强并举，持续推爆款新车未来可期.....	16
2.1、 高端 SUV 市场持续扩容，自主智能网联新能源车持续抢占市场份额	16
2.2、 智选模式目前合作最成功车企，受华为产品定义/技术/营销等赋能	18
2.3、 “率先拥抱华为+自研增程技术”发展迅速，“拓展经销渠道+收购产能”助力前行	22
2.4、 问界 M8 及多款改款款车型上市，继续享受高端新能源 SUV 市场红利	26
2.5、 “收购问界商标+拟 H 股上市”，问界系列进军全球大市场发展可期	32
3、 入股引望获新盈利增长点，前瞻布局机器人等打开新空间.....	35
3.1、 公司为目前唯一入股华为为引望的智选模式车企，贡献新盈利增长点	35
3.2、 发挥汽车业务及机器人业务协同效应，前瞻布局具身智能领域	38
3.3、 积极布局飞行汽车业务，未来有望与新能源车业务协同发展	42
4、 盈利预测与投资建议	43
4.1、 盈利预测	43
4.2、 估值与投资建议	44
5、 风险提示	45
财务预测摘要	46

图表目录

图 1： 公司以汽车座椅弹簧业务起家，2003 年与东风合资生产面包车，2016 年开始布局深入新能源车业务	5
图 2： 公司营收主要由整车业务贡献且 2021 年以来占比有提升趋势	6
图 3： 受问界品牌高端新能源车持续放量推动，公司 2022 年以来新能源车销量成功超越传统燃油车	6
图 4： 公司除整车业务外，动力 BU 还提供电驱、增程器、发动机、内外饰等产品	6
图 5： 公司除问界品牌布局 20 万以上高端新能源车市场外，其余品牌定位偏低端	7
图 6： 公司实控人为张兴海家族，间接持股比例约达 1/4，购买龙盛新能源股权后，重庆市国资委成为公司重要股东 ..	8
图 7： 赛力斯华为智选 SF5 搭载华为 HiCar 全场景智能互联系统，可通过多场景语音交互实现车内操控	10
图 8： 受华为汽车业务探索时间较短、赋能较少等因素影响，赛力斯华为智选 SF5 上市半年后几乎不再有销量	10
图 9： 问界 M5 首次搭载 Harmony OS 智能座舱，华为称其为“首款鸿蒙汽车”	10
图 10： 直至 2023 年，除 Model Y 外，20-30 万 SUV 市场仍以合资燃油车为主，问界 M5、M7 智能化竞品较少	10
图 11： 在驾驶员侧正面 25%偏置碰撞中，问界 M7 在“乘员舱上部入侵量”和“车辆结构”两项仅获“A”评价	11
图 12： 受理想 L 系列等竞品推出影响，问界 M7 因产品力劣势 2023 年销量表现不佳	11
图 13： 问界新 M7 严格按照车内成员安全指数 G 级标准设计，并通过众多真实场景测试，解决用户安全性担忧	13
图 14： 问界新 M7 由于实现明显的降价增配，产品力大幅提升，上市后销量迅速超越理想 L7/L8	13
图 15： 问界 M9 搭载华为全栈智能汽车技术解决方案等	14
图 16： 问界新 M9 上市以来订单火爆，连续蝉联 50 万以上车型销量冠军	14
图 17： 受益问界系列车型放量，公司 2024 年销量同比增长 96.3%	15
图 18： 2024 年，问界系列持续放量主要由高端车型 M9 和 M7 带动	15

图 19: 2024 年, 受益销量高增及高端车型销量占比提升, 公司营收同比大幅增长	15
图 20: 在规模效应及高端化的带动下, 公司 2024 年成功实现扭亏为盈	15
图 21: 在规模效应的作用下, 公司 2024 年期间费用率实现明显下降	16
图 22: 受益规模效应及高端化, 公司 2024 年毛利率及净利率同比明显提升	16
图 23: 近年来, 20 万以上车型市场份额明显提升	16
图 24: 2023-2024 年, B 级 SUV 销量及增速领先于 B 级轿车, C 级 SUV 销量增速领先于 C 级轿车	16
图 25: 2020 年以来, 中型及以上 SUV 市场新能源车渗透率持续提升且更为领先	17
图 26: 2020 年以来, 中型及以上 SUV 市场自主品牌市场份额持续提升	17
图 27: 2024 年, 除特斯拉外, 25-60 万新能源 SUV 销量主要由问界、理想、比亚迪等少数自主品牌贡献	17
图 28: 2024 年, 25-60 万燃油 SUV 市场中虽有多款合资车型销量下滑, 但整体仍存在一定的国产替代空间	17
图 29: 增程动力形式受益缓解续航里程焦虑、纯电驱模式等, 在中高端车型中享有较高的市场份额	18
图 30: 2024 年, 20 万以上新能源车中城市 NOA 渗透率明显提升	18
图 31: 华为乾崮智能汽车解决方案提供智能驾驶、智能座舱、智能车灯、智能车控等全栈智能化技术	20
图 32: 2024 年, 华为 600 美元以上高端智能化手机出货量占比约达一半, 在国内高端智能化手机市占率达 29%	20
图 33: 约有 60% 的问界车主使用华为品牌的手机	20
图 34: 相当比例的华为门店经过改造后可用于展示问界等鸿蒙智行旗下品牌车型, 形成明显的引流效应	21
图 35: 依托华为手机渠道赋能的优势, 问界销售网点数在新势力中较为领先	21
图 36: 华为通过公众号、视频号、手机新品发布会余承东总讲解、登陆春晚等多种形式为问界系列引流	22
图 37: 公司引入华为 IPD 和 IPMS 体系, 在流程管理和产品端到端全生命周期管理上赋能领先的智能能力	23
图 38: 公司学习华为发布员工持股计划, 深度绑定公司利益和员工个人利益	23
图 39: 魔方平台应用行业首创的“全景安全”体系, 通过硬件和软件相结合的方式让用户驾乘更安心	24
图 40: 魔方平台可兼容超增、纯电、超混三种动力形式	24
图 41: 魔方平台支持从 B 级到 D 级, 从轿车到 SUV、MPV 的全尺寸、全车型拓展	24
图 42: 魔方平台采用中央计算、集成式区域控制、标准化接入模块的架构, 提供极致场景化用车体验	24
图 43: 2023 年, 中升集团在前十大汽车百强经销商销量排第 2, 并且凭借销售车型偏高端, 营收排名第 1	25
图 44: 中升集团是奔驰、宝马、奥迪等众多高端汽车品牌的经销商, 有着丰富的高端车运营经验	25
图 45: 问界 M9 首批增购用户家里拥有的其他车辆品牌中 46% 为豪华品牌	25
图 46: 问界 M9 换购用户替换掉的车辆品牌中 59% 为豪华品牌	25
图 47: 公司目前在重庆布局了 3 座智慧工厂, 约有百万辆的年设计生产能力	26
图 48: 公司超级工厂以领先智造树立行业标杆, 创新采用“厂中厂”模式有利于实现高效协同	26
图 49: 问界 M5 Ultra 降价增配, 售价低至 22.98 万元起	27
图 50: 问界 M9 获 2024 年 45-60 万 SUV 市场销量冠军, 但 BBA 豪华燃油 SUV 还有较大的市场份额可以抢占	28
图 51: 2025 款问界 M9 在智驾水平、动力性能、灯语系统、隐私保护等方面进行了升级	28
图 52: 35-45 万的 SUV 市场, 除理想 L 系列外, BBA 燃油 SUV 还有较大市场份额, 为问界 M8 提供销量空间	30
图 53: 截至 5 月 8 日, 问界 M8 大定数突破 7 万辆	30
图 54: 25-35 万 SUV 市场竞争相对更为激烈, 问界 M7 计划通过改款提升竞争力	31
图 55: 2024 年, 问界 M9 的放量不仅带动公司的销量, 对单车均价也有明显的推动作用	32
图 56: 2024 年, 规模效应及高端化带动公司单车利润明显提升, 问界 M8 上市后有望进一步推动	32
图 57: 公司在海外市场布局多年, 未来问界高端新能源车有望成公司海外业务的重要增长点	33
图 58: 公司过往以 SERES 和 DFSK 两大品牌出口为主	33
图 59: 2020-2023 年, 公司海外业务营收持续快速增长	33
图 60: 海外业务营收占公司总营收的比例较低, 存在较大的发展空间	33
图 61: 2020-2023 年公司海外业务毛利率高于国内, 后续问界系列出海有望继续推升	33
图 62: 2024 年 10 月, 由问界 M9/M7/M5 组成的车队, 途经 12 国, 历时 38 天, 最终抵达巴黎, 参加巴黎车展	34
图 63: 凭借电动智能化技术领域的优势, 巴黎车展上问界系列车型非常受关注	34

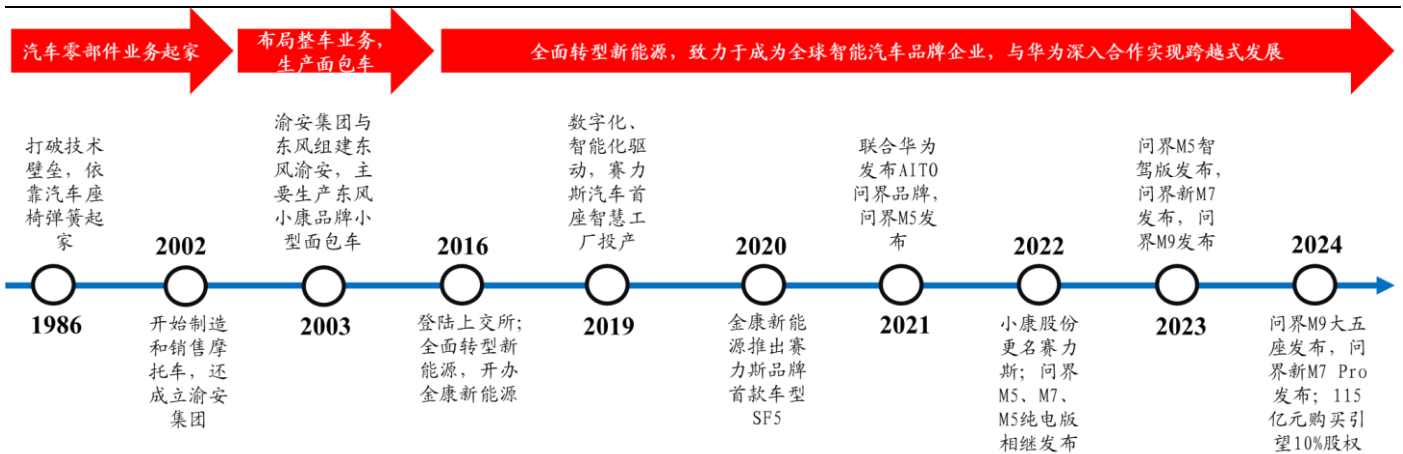
图 64: 公司积极招聘供应链、营销、产能建设、法务等方面的人才, 建设海外产销及合规体系	35
图 65: 公司购买华为持有的问界商标, 为未来问界系列的出海减轻阻力	35
图 66: 公司是唯二入股引望的车企之一, 更是目前唯一入股引望的智选模式车企	36
图 67: 引望 2024H1 营收突破 100 亿元	36
图 68: 引望营收结构中软件业务占比已超过 40%	36
图 69: 引望近年来毛利率持续提升, 软件业务毛利率相比硬件业务更高	37
图 70: 在规模效应作用下, 引望研发费用率明显下降	37
图 71: 在规模效应作用下, 引望销售费用率明显下降	37
图 72: 引望 202H1 实现大幅扭亏为盈, 全年盈利规模预计更大	38
图 73: AI 及机器人是重庆聚焦打造的“33618”现代制造业集群体系中的 18 个“新星产业集群”之一	38
图 74: 公司申报的项目成功入选重庆市具身智能机器人方向第一批“揭榜挂帅”项目	38
图 75: 公司超级工厂引入大量机器人, 生产效率大幅提升, 并能明显降低人工成本	39
图 76: 人形机器人算法主要包括“感知-规控-执行”三个环节, 与智能驾驶存在高度的相似性	39
图 77: 华为在机器人领域布局已久, 相关经验的积累为其在机器人领域的进一步开拓奠定扎实的基础	40
图 78: 华为发布盘古具身智能大模型, 旨在提升机器人的智能及泛化能力	41
图 79: 华为昇腾 AI 云服务可以为具身智能大模型的训练及进化提供算力支撑	41
图 80: 华为在端到端智能驾驶算法领域布局已久, 为其具身智能算法的研究奠定坚实的基础	41
图 81: 公司前瞻布局机器人领域, 目前已启动相关技术人才招聘、产品研发等工作	42
图 82: 2024 年 11 月 4 日, 公司已在公开平台上发布与具身智能、人形机器人相关的招聘信息	42
图 83: 2025 年 3 月 17 日, 公司成立重庆凤凰技术有限公司, 其将大力投入机器人技术的研发与产业化进程	42
图 84: 2 月 20 日, 公司与中国航天电子技术研究院在北京签署战略合作框架协议	43
图 85: 2 月, 公司申请注册“赛飞”商标, 国际分类为运输工具	43
表 1: 公司与华为的合作从技术合作扩展至产品定义、营销等方面, 推出多款爆款车, 入股引望后合作进一步加深	8
表 2: 2022 款问界 M7 相比同价位的 2023 款理想 L7 在产品力方面存在差距	11
表 3: 2024 款问界 M7 相比老款实现明显的降价增配, 相比理想 L7 智驾能力更强、售价更低	13
表 4: 华为通过零部件供应商、HI、智选三大模式赋能车企, 智选模式下华为参与程度最深	18
表 5: 目前有大批车企就零部件、HI 或智选模式与华为展开深度合作	19
表 6: 问界销售网点按照门店功能大致可分为体验中心(商超店)和用户中心两大类	21
表 7: 公司是华为智选模式合作最早的车企, 合作之初便选择切入智选模式目前合作最成功的 SUV 赛道	22
表 8: 问界 M5 Ultra 相比老款车型降价约 3 万元, 在智能化等方面有所提升	27
表 9: 新款问界 M9 定价几乎不变, 但传感器升级为 4 激光雷达, 为 L3 级智驾的到来做了充分的软硬件准备	28
表 2: 问界 M8 空间方面对标问界 M9、理想 L9, 智能化方面明显领先奔驰 GLC 等 BBA 豪华燃油 SUV	30
表 3: 汽车与机器人在多个硬件领域存在相通性, 目前已有不少汽车零部件企业积极布局机器人业务	39
表 4: 赛力斯业绩拆分与盈利预测	44
表 5: 公司 2025-2027 年业绩有望继续高增, 叠加前瞻布局具身智能、飞行汽车等领域, 有望享受一定的估值溢价 ...	45

1、复盘历史：三次创业披荆斩棘，与华为深度合作迎来腾飞

1.1、汽零业务起家，2016 年布局新能源车业务，2019 年开始拥抱华为

公司以汽车座椅弹簧业务起家，2003 年与东风合资生产面包车，2016 年开始布局深入新能源车业务，2019 年开始与华为就智能化技术等展开深度合作。公司成立于 1986 年，是一家以新能源汽车为核心业务的技术科技型车企，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。成立之初，公司主要生产乘用车座椅弹簧，供货长安微车等。2002 年，公司开始生产摩托车，还成立重庆渝安集团。2003 年，渝安集团、东风汽车、东风实业以 50%:30%:20% 的出资比例成立东风小康牌面包车，一度与五菱宏光、长安之星并称“中国微车三巨头”，由此开始公司第二次创业。2007 年，渝安集团改名为重庆小康。2016 年，公司敏锐地观察到国家对于新能源车产业的大力支持，全面转型新能源车业务，成立金康新能源，同年小康股份在 A 股成功上市。2019 年，金康新能源发布赛力斯品牌首款车型 SF5。更关键的是，公司认为新能源车时代与科技巨头华为等合作很有必要，同年与华为签署全面合作协议。2021 年，公司与华为发布首款合作车型华为智选赛力斯 SF5。同年，为深化合作，公司与华为发布高端新能源品牌 AITO 问界，发布问界品牌首款车型 M5。2022 年，公司更名为赛力斯，此后与华为合作进一步加深，陆续发布问界 M7、M9 等爆款产品，坚定布局高端新能源车业务。

图1：公司以汽车座椅弹簧业务起家，2003 年与东风合资生产面包车，2016 年开始布局深入新能源车业务



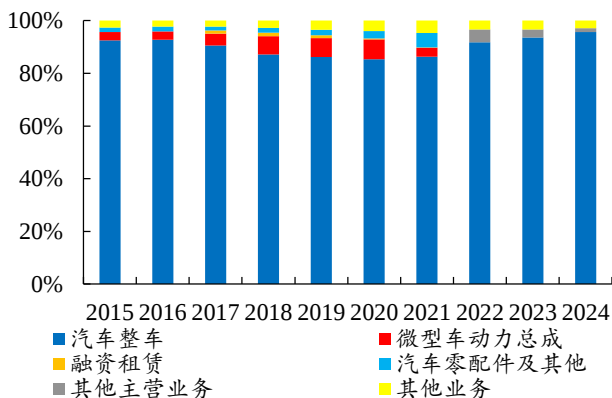
资料来源：公司官网、商学院杂志腾讯官方号、经济观察网新浪财经官方号、开源证券研究所

1.2、主营构成：主要由整车贡献且有提升趋势，新能源车业务强势崛起

公司营收主要由整车业务贡献且 2021 年以来占比有提升趋势，2022 年以来新能源车销量超越传统燃油车，动力 BU 还提供电驱、增程器、发动机、内外饰等产品。公司主营业务为整车产品的销售，即使是 2017-2020 年销量呈明显下滑趋势，整车业务营收占比仍超 80%。2021-2023 年，公司新车销量维持相对稳定，但高端车型销量占比提升推动整车业务营收占比呈明显提升趋势。2024 年，在新车销售量价齐升的背景下，公司整车业务营收占比继续提升至 95.7%。分结构看，新能源车销量 2022 年以来成功超越燃油车，且高端车型几乎全为问界品牌高端新能源车，推动新能源车业务 2024 年销量占比达 86%，营收占比达 96%。当然，公司以零部件业务起家，在面包车领域探索多年，在传统燃油车发动机等领域有较多的技术积累，而在大力发展新能源车业务后，为提升供应链保障能力，在新能源车三电系统、增程器等领

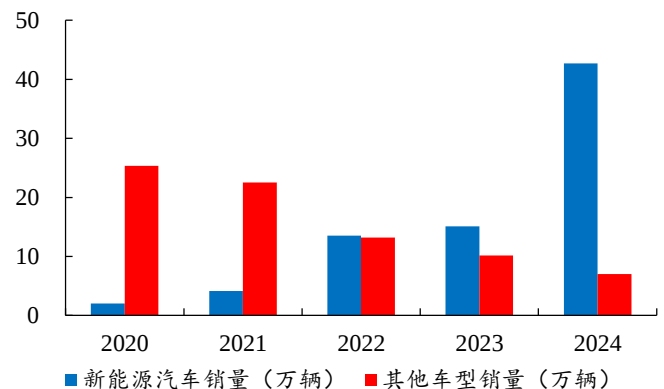
域也有较多的技术积累。具体来看，公司旗下拥有新能源核心零部件方案提供商动力 BU，下属小康动力、金康动力、容大变速器、小康部品四大公司，其中（1）小康动力：专注于高效发动机和增程式动力系统的研发、制造、销售及服务等业务，包括汽油机、柴油机、混合动力及增程器系列。如新能源 DET&DHT 智能动力平台、传统动力新 H 高效动力平台、ERi3.0 增程系统等；（2）金康动力：系公司旗下专业从事新能源三电系统业务的子公司，主营产品为电驱、电控、超级增程系统；（3）小康部品：主要从事汽车座椅及内外饰件的研发、生产、销售、服务等业务；（4）容大变速器：主要从事汽车无级自动变速器（CVT）、新能源传动部件、高端摩托车变速器的研发、生产、销售和技术服务。

图2：公司营收主要由整车业务贡献且 2021 年以来占比有提升趋势



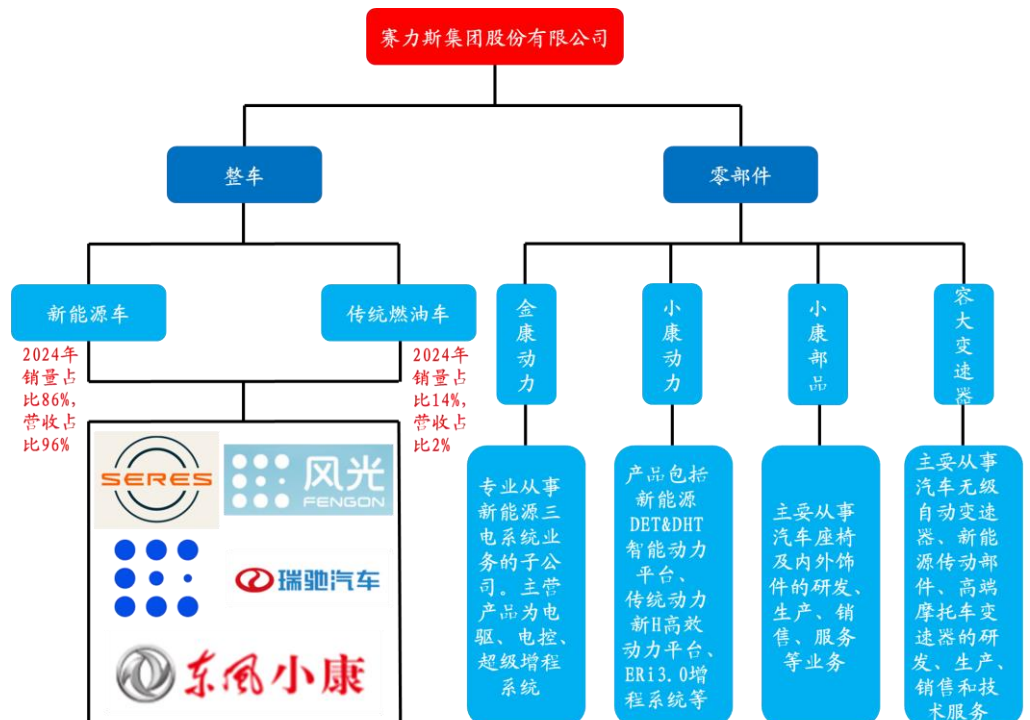
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：受问界品牌高端新能源车持续放量推动，公司 2022 年以来新能源车销量成功超越传统燃油车

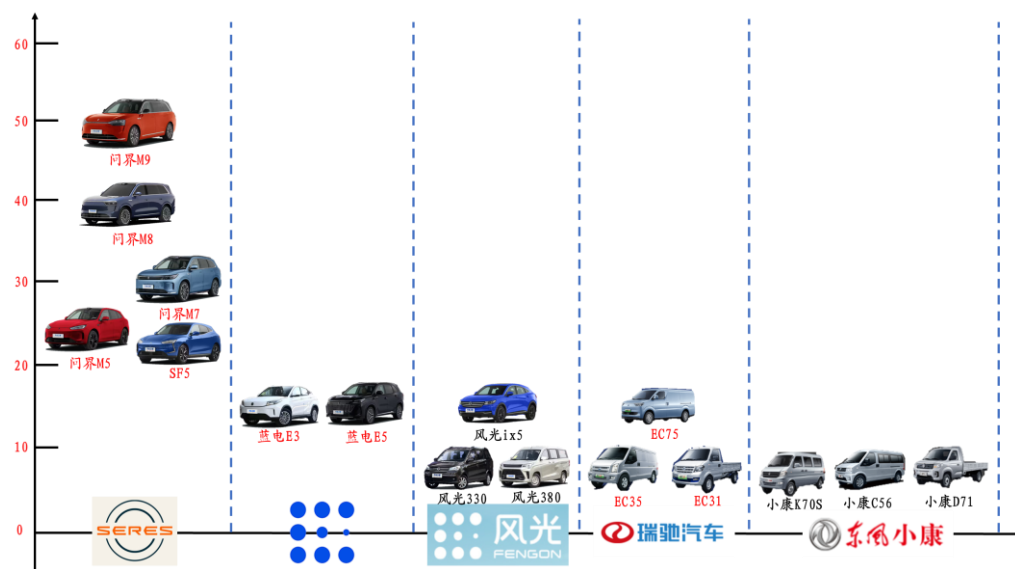


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：公司除整车业务外，动力 BU 还提供电驱、增程器、发动机、内外饰等产品



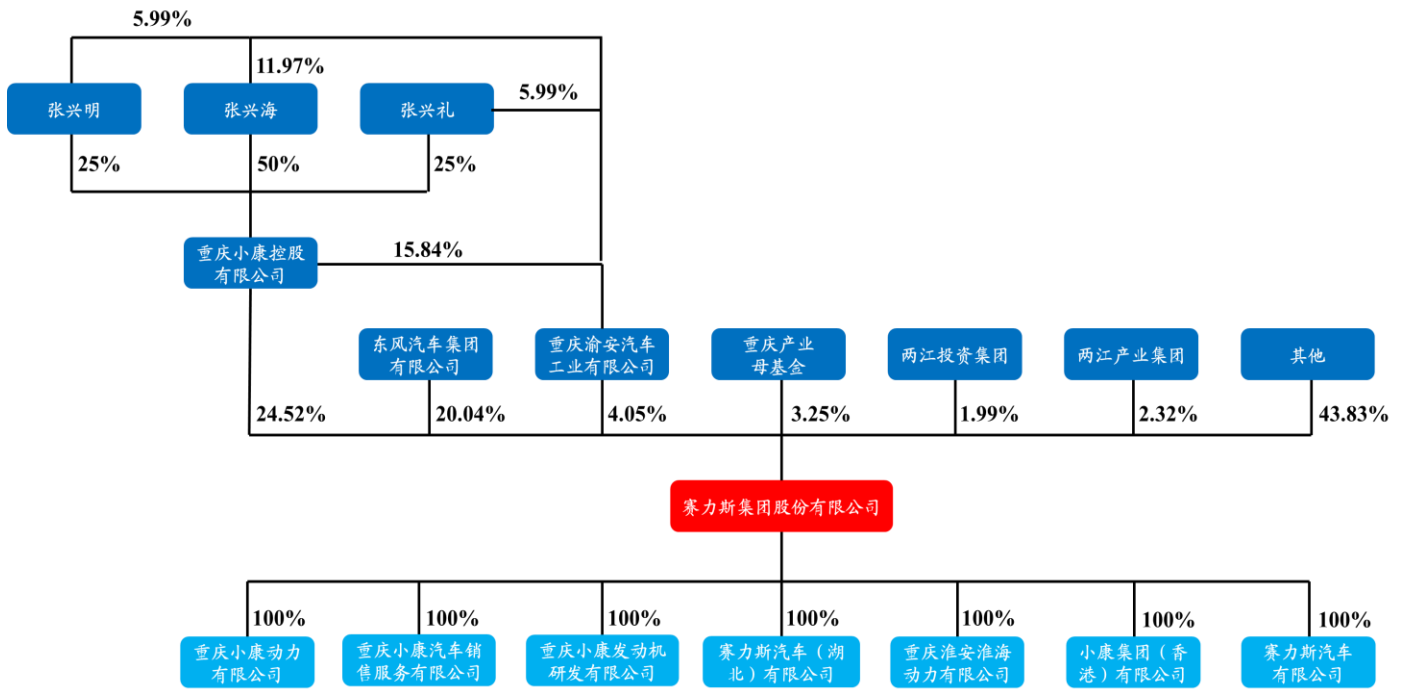
资料来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

图5：公司除问界品牌布局 20 万以上高端新能源车市场外，其余品牌定位偏低端


资料来源：公司官网、汽车之家、瑞驰汽车官网、东风小康官网、开源证券研究所（注：红色代表新能源车）

1.3、股权结构：张兴海家族持股较多，购买超级工厂后引入重庆国资委

公司实控人为张兴海家族，间接持股比例约达 1/4，董事长张兴海具备前瞻性眼光，而购买龙盛新能源股权后，重庆市国资委将成为公司重要股东，有望提供重要支持。公司实控人为张兴海、张兴明、张兴礼三兄弟，主要通过小康控股及重庆渝安两家公司进行间接持股，持股比例约达 1/4。其中创始人张兴海具备前瞻性眼光，带领公司先后进行三次创业（长安等车企军转民背景下积极布局弹簧等零部件业务；微车市场大发展背景下，与东风合资生产东风小康面包车并成为国内微车市场 TOP3；2016 年开始带领公司积极布局新能源车业务）。张兴海认为，汽车行业正迎来转型升级的重要时点，高端智能电动汽车赛道必将取代高端传统汽车赛道，商用智能电动汽车赛道必将取代传统商用汽车赛道，因此积极布局“三电”等新能源车领域核心技术。同时，张兴海认为，电动智能化时代，目前没有一家企业能同时具备智能化、网联化、电动化方面的领先核心能力。只有开放合作、深度融合，才能真正打造出符合用户需求的优质产品。因此，2021 年，赛力斯与华为开创了业务深度跨界融合的先河，双方在核心技术、产品及渠道方面进行合作，发挥长板效应形成技术新优势，为公司后续的跨越式发展奠定坚实的基础。此外，公司计划通过发行新股的方式，收购龙盛新能源（旗下拥有超级工厂）的全部股份，而龙盛新能源原来的三家重庆国资股东（重庆产业母基金、两江产业集团、两江投资集团）将成为公司的股东。引入重庆地方国资能够进一步体现国有资本对重庆市新能源汽车代表性企业的重点支持。2023 年 6 月，重庆市召开推动制造业高质量发展大会，提出要着力打造“33618”现代制造业集群体系，其中智能网联新能源汽车是最主要的 3 大万亿级主导产业集群之一。于赛力斯而言，国资背景股东的加入带来了稳定的资金保障，有助于推动其在研发投入、产能扩张等方面的发展（如发行股权方式购买龙盛新能源超级工厂股权）。而借助国资背景股东与地方政府的紧密联系，公司在项目审批、产业配套等方面有望获得便利。产业协同方面，国资背景的战略投资者在自身擅长的领域有着丰富的产业资源和广泛的业务布局，有利于帮助公司优化产业链和供应链体系，实现智能整车与零部件的紧密协同，从而提升生产效率和产品质量。

图6：公司实控人为张兴海家族，间接持股比例约达 1/4，购买龙盛新能源股权后，重庆市国资委成为公司重要股东


资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.4、华为赋能：合作逐步加深至智选模式，问界系列爆款车型持续迭代

公司认识到电动智能化时代，技术的重要性将大幅提升，并且单靠自身的力量难以形成足够的竞争优势，因此选择与 ICT 龙头华为展开深度合作。2019 年，公司与华为签署全面合作协议，计划围绕新能源汽车领域开展合作，包括工业互联网、ICT 基础设施、新能源汽车智能化、网联化等方面。随后，公司陆续推出 SF5、问界 M5、问界 M7、问界 M9 等多款车型并持续迭代，合作模式也从简单的技术合作逐步扩展至产品定义、渠道、营销等多维度赋能。与华为合作是公司电动智能化转型之路最正确的决定，也是其在高端新能源车市场取得亮眼表现的关键。

表1：公司与华为的合作从技术合作扩展至产品定义、营销等方面，推出多款爆款车，入股引望后合作进一步加深

日期	事件
2019 年 1 月 18 日	小康股份与华为举行全面合作签约仪式，计划将围绕新能源汽车领域开展合作，包括工业互联网、ICT 基础设施、新能源汽车智能化、网联化等方面
2021 年 4 月 6 日	小康股份与华为签署赛力斯新能源汽车合作协议
2021 年 4 月 19 日	在第十九届上海车展上，推出赛力斯华为智选 SF5。新车最大的亮点在于兼顾 4.68 秒百公里加速和 NEDC 超过 1000 公里续航能力的基础上，还融合了华为 HiCar 全场景智能互联系统和华为 SOUND 整车声学系统
2021 年 12 月 2 日	赛力斯在重庆两江智慧工厂发布高端智慧汽车品牌 AITO
2021 年 12 月 23 日	AITO 品牌推出旗下首款智能豪华电驱 SUV 车型问界 M5，这是首款搭载华为 HarmonyOS 智能座舱的智能汽车
2022 年 7 月 4 日	AITO 品牌正式推出旗下第二款产品——豪华智慧大型电动 SUV AITO 问界 M7。问界 M7 搭载华为 DriveONE 纯电驱增程平台、全新升级的 HarmonyOS 智能座舱
2022 年 9 月 6 日	AITO 品牌发布首款智慧豪华纯电 SUV——AITO 问界 M5 EV。问界 M5 EV 搭载华为 DriveONE 纯电驱智能平台、常用常新的 HarmonyOS 智能座舱
2023 年 2 月 25 日	赛力斯与华为签署深化联合业务协议。华为终端发挥领先的市场和用户洞察能力，做好新产品定义；赛力斯持续做好现有车型迭代演进，提升产品体验，同时面向未来推出全新平台
2023 年 4 月 17 日	问界 M5 智驾版正式上市，首次上车华为 ADS 2.0 高阶智能驾驶系统

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

日期	事件
2023 年 9 月 12 日	新款 AITO 问界 M7 大五座 SUV 上市，在车身结构、底盘用料、悬挂结构、续航方面都有所提升
2023 年 12 月 26 日	AITO 品牌旗下首款大型旗舰 SUV 问界 M9 上市。问界 M9 基于全新打造的 D 级豪华 SUV 平台，拥有智能座舱、智能驾驶、华为百万像素智慧大灯、华为 AR HUD、华为 AI 大模型等在内的华为全栈智能汽车技术解决方案
2024 年 1 月 4 日	赛力斯与华为数字能源签署全面战略合作协议。双方将在新能源汽车智能电动部件产品、新能源汽车平台技术开发与应用、新能源汽车充电网络建设与运营、新能源汽车国际化等领域展开全面战略合作
2024 年 4 月 24 日	问界新 M5 系列上市。问界新 M5 全系标配华为 ADS 2.0 高阶智能驾驶系统，新增问界 M9 同系列星环散射体，搭配华为 SOUND 音响，采用华为自研 DATS 2.0 动态自适应扭矩系统
2024 年 5 月 31 日	问界新 M7 Ultra 上市，升级旗舰级 192 线激光雷达，支持 华为 ADS 2.0，后续可升级为 ADS 3.0
2024 年 7 月 2 日	赛力斯汽车拟使用自筹资金 25 亿元收购华为持有的已注册或申请中的 919 项问界、AITO、AITO AUTO、AITO SELECT 等系列文字和图形商标，以及 44 项汽车外观设计专利
2024 年 8 月 23 日	赛力斯汽车拟以支付现金的方式购买华为持有的引望 10% 股权，交易金额为 115 亿元
2024 年 8 月 26 日	问界新 M7 Pro 发布，可实现高速城快智驾、自动泊车能力
2024 年 9 月 10 日	问界 M9 五座版上市，搭载华为 ADS 3.0 智驾、HarmonyOS 4 智能座舱等诸多黑科技
2025 年 3 月 1 日	新 M5 Ultra 开启预订。相比现款车型，新 M5 Ultra 配置上带来 192 线激光雷达、4D 毫米波雷达、舒适制动，全上支持 AEB 全向防碰撞、eAES 自动紧急转向，支持边刹边让。问界新 M5 全系标配激光雷达，全系标配全国都能开的智驾，并新增遥控泊车功能
2025 年 3 月 6 日	问界 M9 2025 款开启预订。2025 款问界 M9 搭载华为 ADS 3.0 高阶智驾系统，配备 192 线激光雷达、12 颗超声波雷达、11 个摄像头，新加入 3 颗高精度固态激光雷达的同时，还升级 5 颗 4D 毫米波雷达，实现更精准的环境感知和更智能的驾驶辅助。2025 款问界 M9 还将智能激光投影系统 1.0 升级为智能激光投影系统 2.0
2025 年 3 月 6 日	问界 M8 开启预订，定位为中大型 SUV，填补问界 M7 与 M9 之间的市场空白。智驾方面，问界 M8 全系标配华为 ADS 高阶智驾系统

资料来源：公司官网、人民网、新华网、观察者网、IT 之家、汽车之家等、开源证券研究所

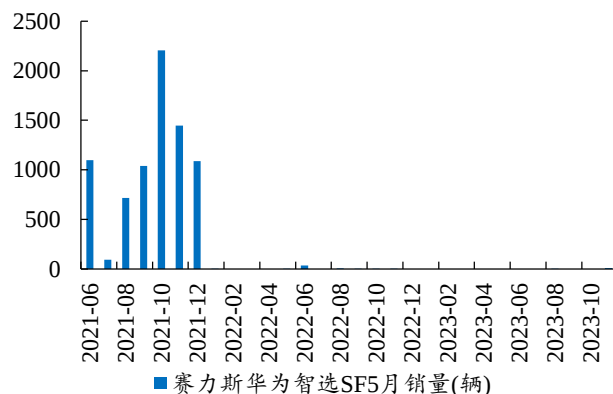
公司与华为合作首款车型赛力斯华为智选 SF5 虽搭载华为 HiCar 车机系统等，但由于华为汽车业务探索时间较短、对产品赋能较少导致新车上市半年后几乎不再有销量。2021 年 5 月 29 日，公司与华为合作推出赛力斯华为智选 SF5。新车率先搭载华为 HiCar 全场景智能互联系统，可通过多场景语音交互实现车内操控；并搭配整车立体环绕系统华为 SOUND。驾驶辅助系统方面，新车实现 TJA、ICA、FCW、ACC、AEB、LKA 等 10 多种 L2 级辅助驾驶功能。此外，新车还搭载华为 DriveONE 三合一电驱动系统，并且是第一个进入华为销售渠道的汽车产品。在华为的加持下，SF5 上市半年内取得不错的销量表现。但 SF5 本身存在一些问题：（1）没有搭载华为全栈自动驾驶解决方案和鸿蒙座舱，定位紧凑型 SUV、但定价与中型 SUV 价格相当，产品力不足；（2）公司布局新能源车时间较短，品牌力较弱，而华为虽然带来流量、但本身也处于汽车业务探索期，未能最大化华为赋能的价值。因此，SF5 上市半年后几乎不再有销量。不过，公司与华为合作 SF5 的过程中坚定了全力配合华为的信心，华为也在合作过程中明确了强化智能化技术、产品定义、营销等多维度赋能的观念，为后续公司与华为的合作奠定了良好的基础。

图7：赛力斯华为智选 SF5 搭载华为 HiCar 全场景智能互联系统，可通过多场景语音交互实现车内操控



资料来源：汽车之家

图8：受华为汽车业务探索时间较短、赋能较少等因素影响，赛力斯华为智选 SF5 上市半年后几乎不再有销量



数据来源：车主之家、开源证券研究所

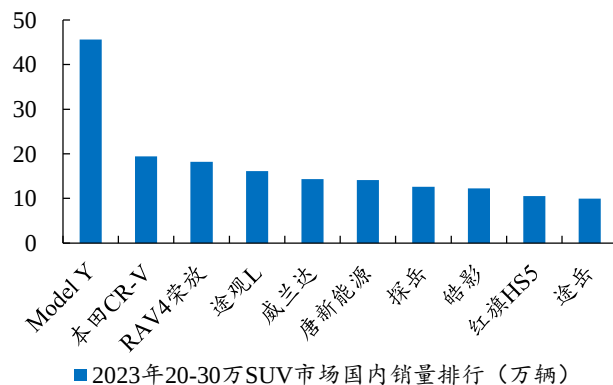
吸取 SF5 的经验,公司与华为合作推出高端新能源品牌问界,强化华为智能化技术、营销等的赋能,先后推出问界 M5 增程版、问界 M7、问界 M5 纯电版,2022 年在以合资燃油车为主的 20-30 万 SUV 市场中凭借电动智能化技术优势获得较好的反响。鉴于 SF5 反映出赛力斯品牌力较弱、华为赋能不足的问题,2021 年 12 月,公司与华为合作推出高端新能源汽车品牌问界。问界品牌车型的研发、生产、销售等环节,华为都深度参与,公司的智慧工厂也引入华为的产品质量管控体系。2021 年 12 月 23 日,华为正式发布问界品牌首款车型问界 M5,定位中型 SUV,搭载 Harmony OS 智能座舱,华为称其为“首款鸿蒙汽车”。营销方面,在问界 M5 发布会上,原华为智能汽车解决方案 BU CEO 余承东用 1 个小时以上的时间介绍问界 M5,并表示问界 M5 是由华为参与设计,同时搭载最新的鸿蒙生态座舱的产品。问界 M5 上市后销量迅速爬坡,至 2022 年 8 月达到峰值的 1.68 万辆,2022 年全年销量达 6.63 万辆。在问界首款车型 M5 畅销的基础上,2022 年 7 月 4 日,问界推出旗下第二款车型问界 M7,定位中大型 SUV,采用“2+2+2”的 6 座布局和 AITO 零重力座椅,配备全新升级的 HarmonyOS 智能座舱,在问界 M5 的基础上给消费者更大空间的车型选择,更好地满足家庭出行场景需求,2022 年上市半年销量达 2.39 万辆。2022 年 9 月 6 日,问界推出旗下首款纯电动 SUV 问界 M5 EV,进一步丰富产品矩阵。回顾上市之初问界 M5、M7 较好的销量表现,除华为智能化技术、营销赋能外,20-30 万 SUV 市场以合资燃油车为主、竞品较少也起到较大的推动作用。

图9：问界 M5 首次搭载 Harmony OS 智能座舱,华为称其为“首款鸿蒙汽车”



资料来源：汽车之家

图10：直至 2023 年,除 Model Y 外,20-30 万 SUV 市场仍以合资燃油车为主,问界 M5、M7 智能化竞品较少



数据来源：易车、开源证券研究所

进入 2023 年，受理想 L 系列等竞品推出影响，产品力略显不足的问界 M5、M7 销量有所承压。2023 年，30 万级新能源 SUV 市场迎来理想 L7、L8 等产品力更为突出的竞品，而问界 M5、M7 在尺寸、定价等方面存在较为明显的劣势，智能化方面也未形成明显优势。安全性方面，在中保研驾驶员侧正面 25%偏置碰撞中，问界 M7 的 A 柱疑似发生变形，在“乘员舱上部入侵量”和“车辆结构”两项只获得了“A(良好)”评价，而一同参与测评的理想 L9、领克 09 等均取得了“G(优秀)”评价，引发外界对于问界产品质量的担忧。此外，外界还存在问界 M7 是东风 ix7 的油改电版本甚至是换壳车型、底盘方面存在明显不足、只是在软件系统用了华为技术的传言，也对问界 M7 的销售产生影响，销量有所承压。

图11：在驾驶员侧正面 25%偏置碰撞中，问界 M7 在“乘员舱上部入侵量”和“车辆结构”两项仅获“A”评价

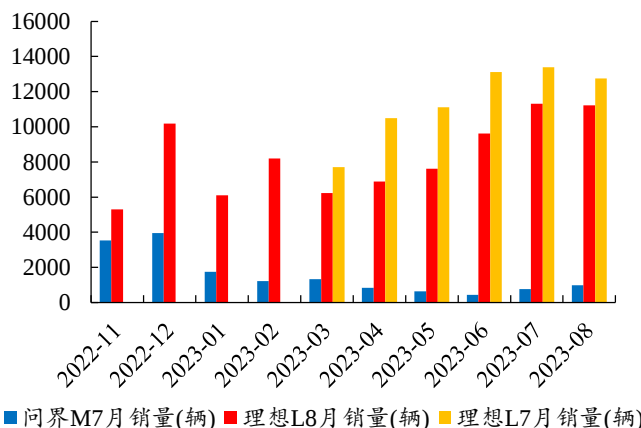
驾驶员侧正面25%偏置碰撞

评价结果 试验细节

总体评价等级	评价项目	评价结果
G	车辆结构	A
	乘员舱上部入侵量	A
	乘员舱下部入侵量	G
	假人伤害	
	头部和颈部	G
	胸部	G
	大腿和髋部	G
	腿部和脚部	G
	约束系统与假人运动	G

资料来源：中国网汽车公众号（注：在中保研的测试评级中，评级高低顺序依次为 G(优秀)>A(良好)>M(一般)>P(较差)）

图12：受理想 L 系列等竞品推出影响，问界 M7 因产品力劣势 2023 年销量表现不佳



数据来源：车主之家、开源证券研究所

表2：2022 款问界 M7 相比同价位的 2023 款理想 L7 在产品力方面存在差距

参数	问界 M7 2022 款 两驱舒适版	理想 L7 2023 款 Air 版	理想 L7 2023 款 Pro 版	问界 M7 2022 款 四驱旗舰版	理想 L7 2023 款 Max 版
售价	28.98 万	31.98 万	33.98 万	37.98 万	37.98 万
长宽高(mm)	5020*1945*1775	5050*1995*1750	5050*1995*1750	5020*1945*1775	5050*1995*1750
轴距(mm)	2820	3005	3005	2820	3005
后备箱容积(L)	176-688	801	801	176-688	801
CLTC 综合续航(km)	1220	1315	1315	1100	1315
CLTC 纯电续航(km)	230	210	210	200	210
官方百公里加速时间(s)	7.8	5.3	5.3	4.8	5.3
最低荷电状态油耗(L/100km)	6.85	7.6	7.6	7.45	7.6
信号灯识别	-	√	√	-	√
辅助驾驶系统	华为 ADS	理想 AD Pro	理想 AD Pro	华为 ADS	理想 AD Max
高速领航辅助	-	标配	标配	-	标配
城区领航辅助	-	-	-	-	标配
摄像头(车外/车内)	6/2	10/1	10/1	6/2	11/1
激光雷达	-	-	-	-	1
算力芯片	-	地平线征程 5	地平线征程 5	-	双英伟达 Orin-X
算力(TOPS)	-	128	128	-	508

参数	问界 M7 2022 款 两驱舒适版	理想 L7 2023 款 Air 版	理想 L7 2023 款 Pro 版	问界 M7 2022 款 四驱旗舰版	理想 L7 2023 款 Max 版
车内屏幕数量	1	3	3	1	5
前悬架	麦弗逊式独立悬架	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架	麦弗逊式独立悬架	双叉臂式独立悬架
后悬架	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	五连杆式独立悬架

资料来源：懂车帝官网、易车官网、AITO 汽车公众号、AITO 汽车官网、理想汽车官网、华为 HI 发布会、车东西公众号、太平洋汽车网腾讯官方号、开源证券研究所

为解决产品力不足问题，公司与华为深入推进产品的迭代。2023 年 9 月 12 日，问界新 M7 系列车型正式上市。余承东表示，新车投入 5 个亿进行研发，将成为“智能座舱、智能驾驶、智能安全的天花板”。相比老款 M7 以及理想 L7 等竞品，问界新 M7 都展现出强劲的产品力。

(1) 问界新 M7 以 2022 款问界 M7 低配版的价位，实现全面提升的安全能力、舒适性、智能驾驶及智能座舱体验。2022 款问界 M7 售价在 28.98-37.98 万之间，而问界新 M7 售价在 24.98-32.98 万之间，可见问界新 M7 智驾高配版价格与 2022 款问界 M7 低配版相差不大，而问界新 M7 与 2022 款问界 M7 的顶配版/最低配置版价差分别达 5/4 万元。价格更低的同时，问界新 M7 带来全面提升的性能体验：①推出五座全新版本，车型选择更灵活，后备箱容积大幅提升，棉花糖座椅座椅舒适性、空调制冷及制热能力、底盘悬架系统等内饰及底盘系统全面提升；②续航里程提升，百公里油耗下降，百公里加速时间缩短；③采用潜水艇级材质，车身刚度等被动安全能力提高。在问界新 M7 发布会上，余承东表示问界新 M7 严格按照车内成员安全指数 G 级严苛标准设计。同时，首发搭载全向预警系统，主动安全能力进一步提升；④搭载 ADS 2.0 高阶智驾系统，感知端 GOD 网络及 RCR 网络全面升级，模型累计训练里程继续提升，推动智驾算法升级迭代；⑤搭载鸿蒙座舱 3.0，相比鸿蒙座舱 2.0，应用更丰富且应用启动、相应、流转，带来更佳的休闲娱乐及办公环境。

(2) 问界新 M7 相比理想 L7 价格带明显更低，智能驾驶能力更强。问界新 M7 与理想 L7 整体性能上各有优势：(1) 从长宽高及轴距来看，理想 L7 比问界新 M7 更大，但余承东表示问界新 M7 的车内有效空间为 3338mm，要高于理想 L7 Max 的 3326mm，问界新 M7 智驾版的后备箱容积整体扩展性较强；(2) 问界新 M7 相比理想 L7 纯电续航能力更强、零百加速时间更短、百公里油耗更低；(3) 升级后的问界新 M7 和理想 L7 一样能够提供全向预警系统、主动刹车等能力，但余承东表示问界新 M7 百公里制动距离为 35.5 米，而理想 L7 Max 版需要 37.9 米；(4) 华为推出城市领航辅助功能较早，问界新 M7 搭载华为 ADS 2.0 系统，2023 年底有望在全国有清晰道路边界的结构化道路实现无图城区 NCA 功能，而理想 2023 年 6 月在北京及上海开启早鸟用户城市 NOA 内测，2023 年计划在 100 城推出城市 NOA 功能，城市 NOA 进展及能力方面要相对弱一些。更关键的是，问界新 M7 与理想 L7 在价格带上存在明显差异，问界新 M7 售价在 24.98-32.98 万之间，而理想 L7 价格带在 31.98-37.98 万之间，当然问界新 M7 需要单独购买 ADS 2.0 智驾包(买断价原为 36000 元，2023 年底前优惠价 18000 元，大定客户优惠中可选择减免 15000 元)，整体上看问界新 M7 性价比更高，具有较强的吸引力。

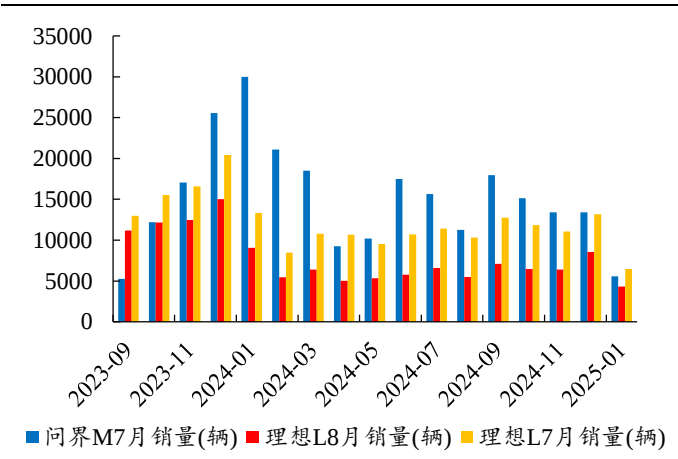
此外，彼时，华为新款手机 Mate 60 系列/X5 上市后销售火爆，门店客流激增，处于供不应求的状态。而预定问界新 M7 的消费者可获得 Mate 60 系列/X5 优先购买权，提车后就能购买。并且华为手机端与车端互联可以提供更好的体验，因此华为 Mate 60 系列/X5 的旺盛需求、华为的品牌效应对问界新 M7 的销售起到一定的推动作用。

图13：问界新 M7 严格按照车内成员安全指数 G 级标准设计，并通过众多真实场景测试，解决用户安全性担忧



资料来源：问界新 M7 发布会

图14：问界新 M7 由于实现明显的降价增配，产品力大幅提升，上市后销量迅速超越理想 L7/L8



数据来源：车主之家、开源证券研究所

表3：2024 款问界 M7 相比老款实现明显的降价增配，相比理想 L7 智驾能力更强、售价更低

参数	问界 M7 2024 款 Max 五座智驾版	问界 M7 2024 款 Max 六座智驾版	理想 L7 2023 款 Max 版	问界 M7 2024 款 Plus 五座后驱智 驾版	问界 M7 2022 款 两驱 舒适版	问界 M7 2022 款 四驱 旗舰版	理想 L7 2023 款 Air 版	理想 L7 2023 款 Pro 版
售价	30.98 万	32.98 万	37.98 万	24.98 万	28.98 万	37.98 万	31.98 万	33.98 万
长宽高(mm)	5020*1945*1760	5020*1945*1760	5050*1995*1750	5020*1945*1760	5020*1945*1775	5020*1945*1775	5050*1995*1750	5050*1995*1750
轴距(mm)	2820	2820	3005	2820	2820	2820	3005	3005
后备箱容积(L)	686-1619	188-775	801	686-1619	176-688	176-688	801	801
CLTC 综合续航(km)	1250	1250	1315	1300	1220	1100	1315	1315
CLTC 纯电续航(km)	210	210	210	240	230	200	210	210
官方百公里加速时间(s)	4.8	4.8	5.3	7.8	7.8	4.8	5.3	5.3
最低荷电油耗(L/100km)	7.45	7.45	7.6	6.85	6.85	7.45	7.6	7.6
辅助驾驶系统	华为 ADS 2.0	华为 ADS 2.0	理想 AD Max	华为 ADS	华为 ADS	华为 ADS	理想 AD Pro	理想 AD Pro
高速领航辅助	标配	标配	标配	标配	-	-	标配	标配
城区领航辅助	选装	选装	标配	-	-	-	-	-
摄像头(车外/内)	12/2	12/2	11/1	6/2	6/2	6/2	10/1	10/1
激光雷达	1	1	1	-	-	-	-	-
算力芯片	华为 MDC	华为 MDC	双英伟达 Orin-X	-	-	-	地平线征程 5	地平线征程 5
算力(TOPS)	200	200	508	-	-	-	128	128
车机系统	Harmony OS 3.0	Harmony OS 3.0	Android AUTOMOTI	Harmony OS 3.0	Harmony OS 2.0	Harmony OS 2.0	Android AUTOMOTI	Android AUTOMOTI

参数	问界 M7 2024 款 Max 五座智驾版	问界 M7 2024 款 Max 六座智驾版	理想 L7 2023 款 Max 版	问界 M7 2024 款 Plus 五座后驱智 驾版	问界 M7 2022 款 两驱 舒适版	问界 M7 2022 款 四驱 旗舰版	理想 L7 2023 款 Air 版	理想 L7 2023 款 Pro 版
			VE				VE	VE
车机芯片	麒麟 990A	麒麟 990A	高通 8155*2	麒麟 990A	麒麟 990A	麒麟 990A	高通 8155	高通 8155
车内屏幕数量	3	3	5	3	1	1	3	3
前/后排座椅柔软 度(mm/490N)	54/51	54/51	51/40	54/51	-	-	-	-
前/后排制热速度 (°C/min)	5.28/4.94	5.28/4.94	4.29/3.81	5.28/4.94	-	-	-	-
前/后悬架	前麦弗逊/后 多连杆式独 立悬架	前麦弗逊/后 多连杆式独 立悬架	前双叉臂/后 五连杆式独 立悬架	前麦弗逊/后 多连杆式独 立悬架	前麦弗逊/后 多连杆式独 立悬架	前麦弗逊/后 多连杆式独 立悬架	前双叉臂/后 五连杆式独 立悬架	前双叉臂/后 五连杆式独 立悬架

资料来源：懂车帝官网、易车官网、AITO 汽车公众号、AITO 汽车官网、理想汽车官网、华为 HI 发布会、问界新 M7 发布会、车东西公众号、太平洋汽车网腾讯官方号、开源证券研究所

问界 M9 搭载华为全栈智能汽车技术解决方案，上市以来订单火爆，连续蝉联 50 万以上车型销量冠军。在问界 M5、M7 的基础上，公司与华为继续探索高端 SUV 市场。2023 年 12 月 26 日，问界推出六座版全景智慧旗舰 SUV 问界 M9。问界 M9 由华为全栈智能汽车技术解决方案打造，拥有途灵智能底盘、华为 ADS 2.0、超强玄武车身、HarmonyOS 4 智能座舱等诸多黑科技。2024 年 9 月 10 日，问界 M9 五座版上市，搭载华为 ADS 3.0 智驾、超强玄武车身、HarmonyOS 4 智能座舱等，进一步丰富产品矩阵。问界新 M9 上市以来订单火爆，连续蝉联 50 万以上车型销量冠军，累计订单突破 20 万辆，推动问界系列影响力进一步提升。余承东表示，问界 M9 的畅销主要归功于其安全、智能和设计理念：（1）安全方面，问界 M9 无论是被动安全还是主动安全都得到极大的提升；（2）智能化方面，问界 M9 智能驾驶和智能座舱等方面带来了卓越体验，有效减轻了驾驶疲劳；（3）设计理念方面，问界 M9 除了乘坐舒适外，零重力座椅、隐私安全保护等细节之处都得到了极致实现。

图15：问界 M9 搭载华为全栈智能汽车技术解决方案等



资料来源：新华网

图16：问界新 M9 上市以来订单火爆，连续蝉联 50 万以上车型销量冠军

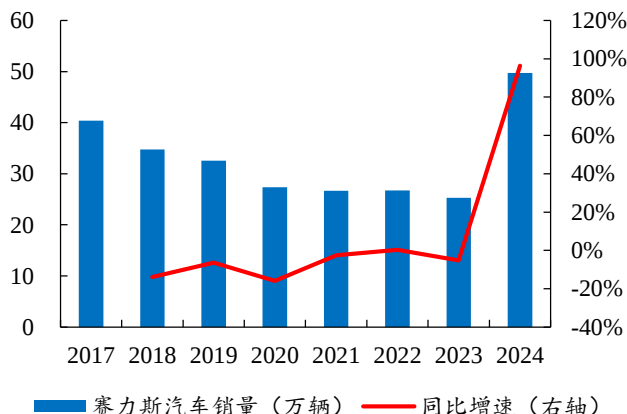


资料来源：封面新闻新浪财经官方号

1.5、财务表现：2024 年受益规模效应及高端车型放量，实现扭亏为盈

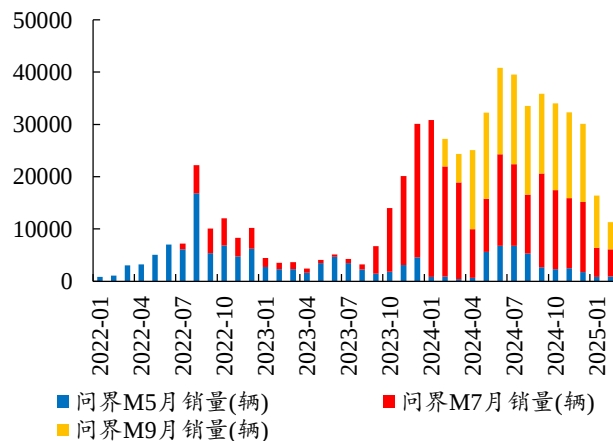
新能源业务发展之初公司业绩较为平淡，2021-2023 年尽管问界系列有所放量、但受前期投入较大影响明显亏损，2024 年受益规模效应及高端化实现扭亏为盈。2016 年，公司开始发展新能源车业务，前期销量较少，叠加 2018-2020 年汽车行业销量下滑导致公司燃油车销量受影响，公司 2018-2020 年营收、归母净利润均呈现下滑趋势。2021 年，公司新能源车 SF5 虽有小幅放量，但整体来看销量、营收、归母净利润同比维持相对稳定。2022 年，问界 M5、M7 明显放量，带动公司营收同比高增，但由于问界系列发展初期投入较大，公司亏损幅度继续扩大。2023 年前 8 月，问界系列受竞品增多影响销量承压，9 月推出新 M7 后才迎来销量大幅增长，导致公司 2023 年营收仅实现同比小幅增长；盈利方面，受问界系列继续投入影响，公司仍处亏损状态，但由于瑞驰电动增资后出表、带来较大投资收益，公司亏损程度有所收窄。2024 年，受益高端车型问界 M7、M9 大幅放量，公司营收大幅增长、毛利率高增、期间费用率同比下降，并成功实现扭亏为盈。

图17：受益问界系列车型放量，公司 2024 年销量同比增长 96.3%



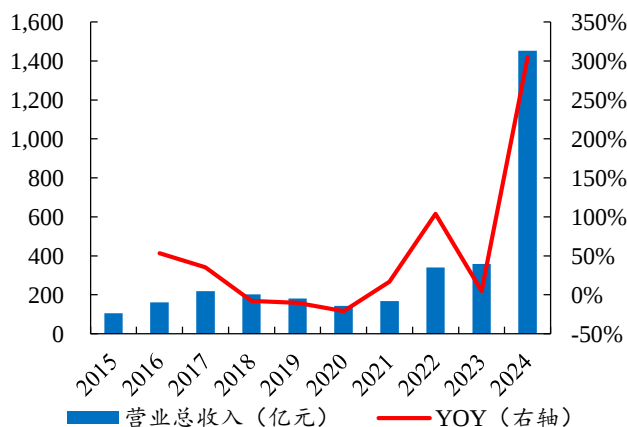
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2024 年，问界系列持续放量主要由高端车型 M9 和 M7 带动



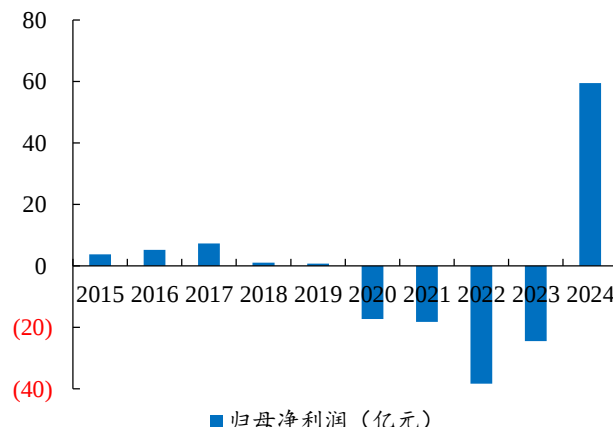
数据来源：车主之家、开源证券研究所

图19：2024 年，受益销量高增及高端车型销量占比提升，公司营收同比大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

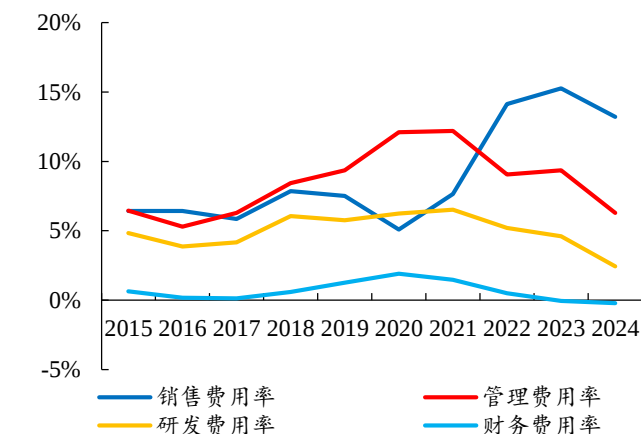
图20：在规模效应及高端化的带动下，公司 2024 年成功实现扭亏为盈



数据来源：Wind、开源证券研究所

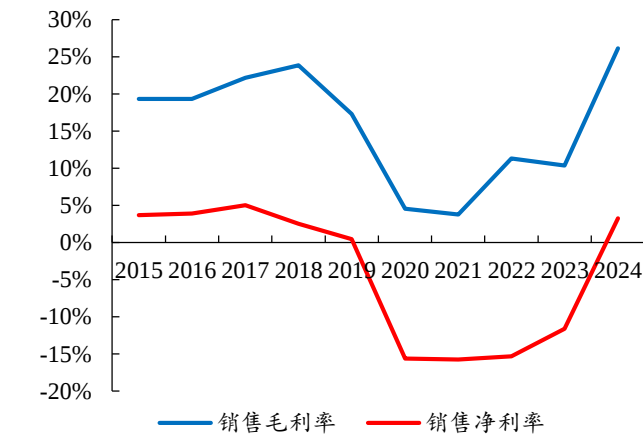
2021-2023 年公司问界系列投入较大、规模效应尚未发挥期间费用率明显提升，2024 年受益规模效应及高端化利润率同比大幅提升。2022-2023 年，公司问界系列尚处于投入期，其中销售费用率受问界车型进入华为渠道、华为发布会推广等明显提升，叠加问界系列销量较为平淡、规模效应尚未发挥，公司毛利率相比 2021 年虽有明显提升，但净利率依旧较低。2024 年，随着高端车型问界 M7、M9 放量，公司毛利率同比大幅提升，叠加规模效应带动期间费用率同比下降，公司净利率同比实现高增。

图21：在规模效应的作用下，公司 2024 年期间费用率实现明显下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：受益规模效应及高端化，公司 2024 年毛利率及净利率同比明显提升



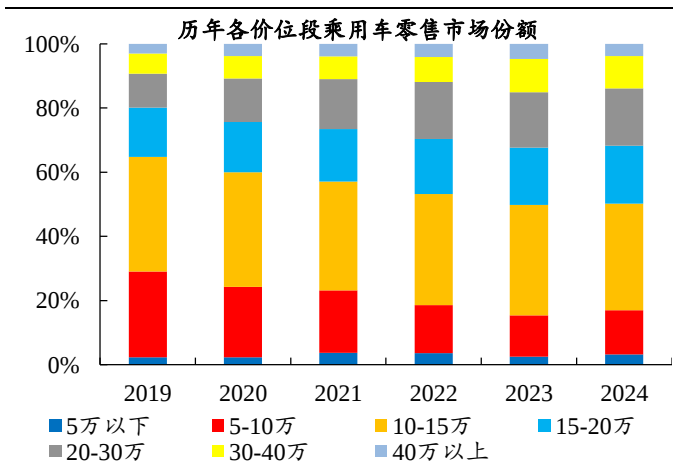
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、坚定拥抱华为与能力补强并举，持续推爆款新车未来可期

2.1、高端 SUV 市场持续扩容，自主智能网联新能源车持续抢占市场份额

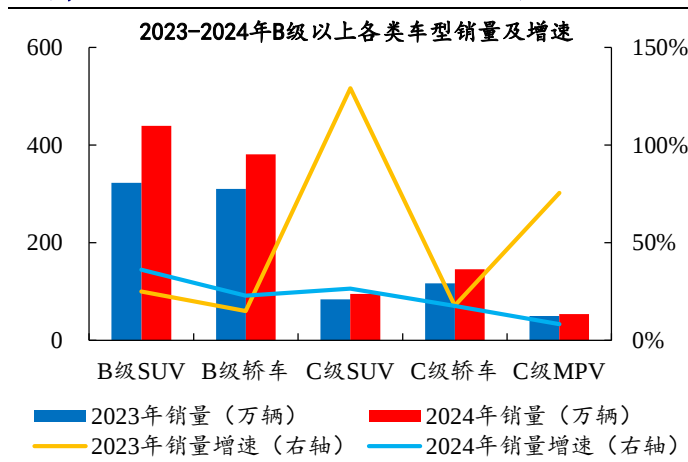
高端车市场近年来扩容明显，B、C 级 SUV 销量表现亮眼。近年来，高端车市场持续扩容，其中 20-30 万/30-40 万/40 万以上乘用车销量的 CAGR 分别达 13.3%、12.3%、6.9%，市场份额分别从 2019 年的 10.6%、6.2%、3.0%提升至 2024 年的 17.9%、10.0%、3.8%。分车型看，2024 年，B 级 SUV 的销量明显超过 B 级轿车，且增速明显更快；C 级 SUV 的销量目前虽不及 C 级轿车，但增速也较快，高端 SUV 市场快速发展。

图23：近年来，20 万以上车型市场份额明显提升



数据来源：崔东树公众号、开源证券研究所

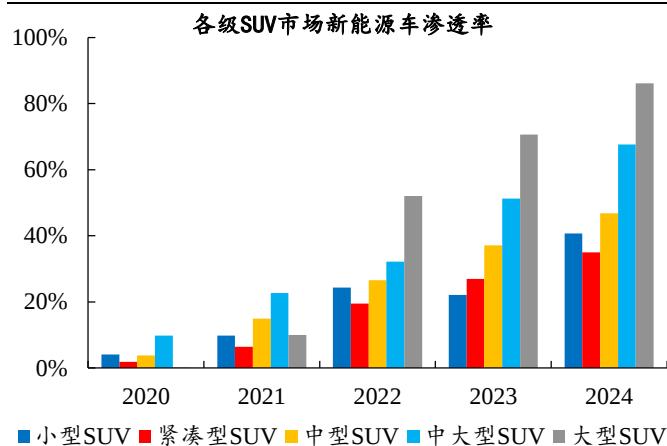
图24：2023-2024 年，B 级 SUV 销量及增速领先于 B 级轿车，C 级 SUV 销量增速领先于 C 级轿车



数据来源：Wind、开源证券研究所

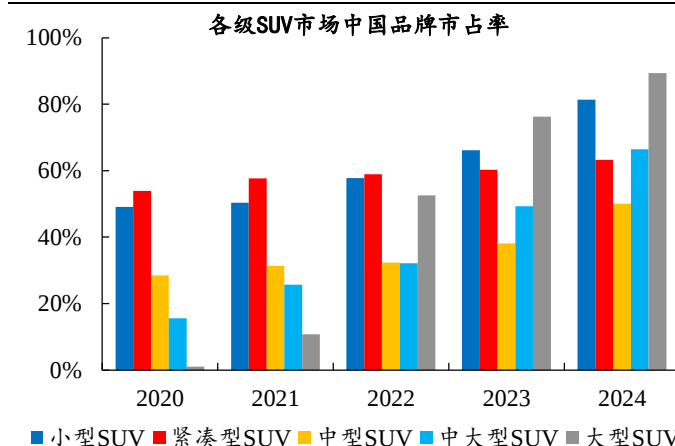
自主中高端新能源 SUV 持续抢占市场份额且格局较为集中，且仍存在较大的国产替代空间。近年来，中高端 SUV 市场电动化趋势明显，2024 年中型、中大型、大型 SUV 市场新能源车渗透率分别达 46.8%、67.6%、86.1%。同时，自主品牌份额持续提升，2024 年中型、中大型、大型 SUV 市场自主品牌份额分别达 50.1%、66.5%、86.4%。并且，自主品牌份额较为集中，除特斯拉外，25-60 万级新能源 SUV 销量主要由问界、理想、比亚迪、长城等少数品牌贡献。此外，2024 年，虽有多款合资中高端燃油 SUV 销量出现下滑，但销量规模仍较为可观，存在较大的国产替代空间。

图25：2020 年以来，中型及以上 SUV 市场新能源车渗透率持续提升且更为领先



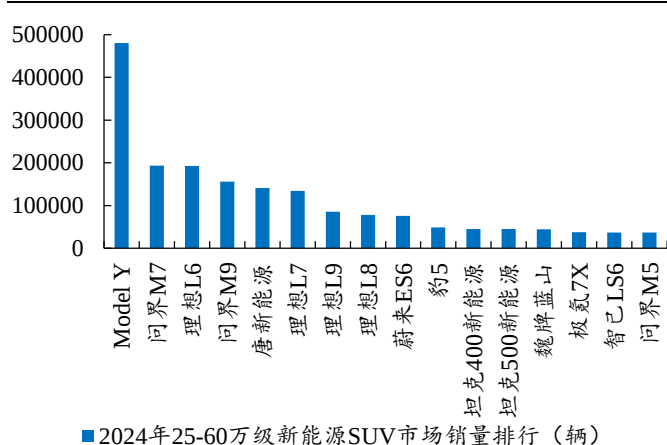
数据来源：易车榜公众号、开源证券研究所

图26：2020 年以来，中型及以上 SUV 市场自主品牌市场份额持续提升



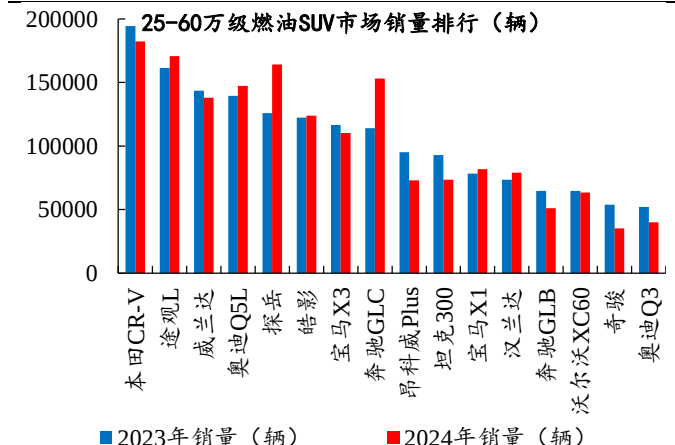
数据来源：易车榜公众号、开源证券研究所

图27：2024 年，除特斯拉外，25-60 万新能源 SUV 销量主要由问界、理想、比亚迪等少数自主品牌贡献



数据来源：易车、开源证券研究所

图28：2024 年，25-60 万燃油 SUV 市场中虽有多款合资车型销量下滑，但整体仍存在较大的国产替代空间

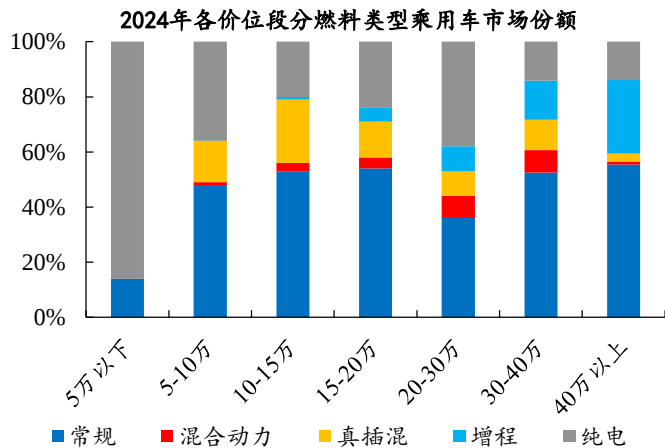


数据来源：易车、开源证券研究所（注：部分车型中低配版售价低于 25 万）

增程动力形式在中高端车型中受青睐度明显提升，智能化逐渐成为消费者选择中高端车型的重要考虑因素。增程动力形式在中高端车型中逐渐获得青睐：（1）增程模式可以发电，将明显提升车辆续航能力；（2）动力来源全为电驱，在行驶静谧性等方面比燃油及插混车更为突出，并且高端车电池带电量较大，能够较好地满足城市日常出行需求；（3）相比可通过发动机提供动力的插混车，增程车相比纯电车仅多出增程器，电子电气架构与纯电车更为相似，因此更加适配智能驾驶。因此，乘用车

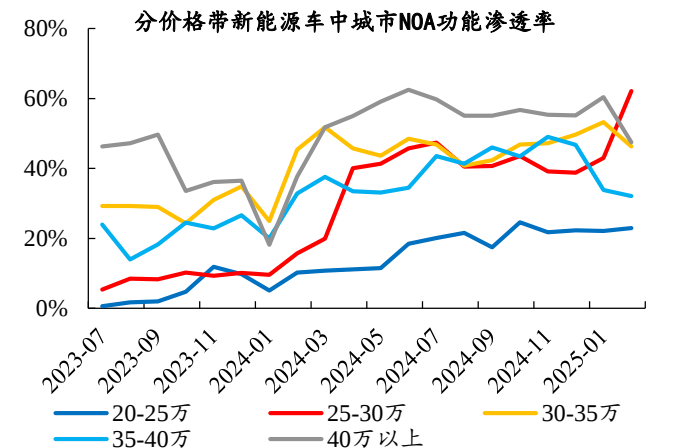
车市场呈现出价位段越高增程车销量占比越高的趋势，2024 年 20-30 万/30-40 万/40 万以上车型中增程车零售销量占比分别为 9%/14%/27%。同时，随着车企智能化技术的持续进步，消费者对智能驾驶在缓解驾驶疲劳、释出行场景自由度等方面以及智能座舱体验的感知度大幅提升，智能化逐渐成为高端车型的标配。自主品牌新能源车由于在智能化方面相对突出，持续抢占高端合资燃油车市场份额。

图29：增程动力形式受益缓解续航里程焦虑、纯电驱模式等，在中高端车型中享有较高的市场份额



数据来源：崔东树公众号、开源证券研究所

图30：2024 年，20 万以上新能源车中城市 NOA 渗透率明显提升



数据来源：乘联会、汽车之家、开源证券研究所

2.2、智选模式目前合作最成功车企，受华为产品定义/技术/营销等赋能

华为通过零部件供应商、HI、智选三大模式赋能车企，智选模式下华为深度参与产品定义、智能化技术赋能、营销等领域。智能汽车时代，汽车从传统的机械定义的产品变为软件定义的产品，但传统车企在以智能驾驶为代表的智能化技术所依赖的芯片、软件、算法等领域相对弱后，需要科技公司技术方面的赋能。华为凭借自身在 ICT 领域多年的技术积累，深度赋能车企进行智能化转型。具体来看，华为主要通过零部件供应商(提供单一或多种零部件)、HI(提供智能驾驶或智能座舱等技术)、智选(深度参与产品定义、智能化技术赋能、营销等领域)三大模式。据不完全统计，2024 年，与华为合作的车企超过 20 家，其中 HI 模式占比提升至约 40%。而问界所选取的智选模式是华为参与程度最深的合作模式、并且公司目前是华为智选模式合作最为成功的企业。

表4：华为通过零部件供应商、HI、智选三大模式赋能车企，智选模式下华为参与程度最深

合作模式	华为具体赋能
零部件供应商模式	华为主要为车企提供诸如通信模块、芯片、传感器等零部件产品。华为与车企的合作相对较为松散，仅作为单一零部件的供应商，不参与整车的整体设计与研发，车企对整车的控制权较高
HI 模式	华为和车企共同定义和联合开发车型。华为从整车设计之初就介入，能将智能汽车解决方案深度融入车辆，实现智能驾驶、智能座舱等系统更优协同，提升整体智能化水平
智选模式	华为不仅深度参与产品定义、整车设计、研发，还在销售渠道、售后服务等方面发挥重要作用。华为利用自身在品牌、渠道和技术上的优势，与车企共同打造具有竞争力的智能车产品，并通过华为的线下门店等渠道进行销售

资料来源：财经杂志公众号、开源证券研究所

表5：目前大批车企就零部件、HI 或智选模式与华为展开深度合作

合作模式	合作车企	车型	智能驾驶	智能座舱	激光雷达	电驱动	产品开发	营销	销售渠道	光场屏	云服务
零部件	长城汽车										√
	方程豹	豹 8	√		√						
	广汽丰田	铂智		√							
	零跑汽车										√
	长安汽车										√
	北汽福田										√
	一汽红旗										√
HI 模式	东风研发总院	全系品牌车型				√					
	东风奕派	中高端车型					√	√			
	广汽集团	GH 项目公司（全新汽车品牌）	√	√	√		√	√			
	广汽传祺	M8 乾崮系列	√	√	√						
	阿维塔	全系车型	√	√	√	√	√	√			
	东风日产	全新车型		√			√				
	极狐汽车	阿尔法 S 先行版	√	√	√						
	东风猛士	猛士 917	√	√	√						
	深蓝汽车	L07/S07/S09	√	√	√						
	岚图汽车	梦想家等	√	√	√						√
	一汽大众奥迪	全系车型	√	√	√						
	江汽集团	尊界								智能光幕玻璃	
鸿蒙智行	北汽集团	享界									
	奇瑞集团	智界									
	赛力斯	问界									
	上汽集团	尚界									

资料来源：盖世汽车每日速递公众号、开源证券研究所

华为拥有领先的全栈智能化技术，能够帮助车企快速补齐技术短板。华为车业务每年投入约 100 亿元，直接研发人员超 7000 人，拥有车载光、大灯、HUD、芯片、算法（包括智能驾驶、智能座舱等）、云、电机、电控、电源管理等一系列产品。对于传统车企而言，智驾所需的算力、数据、资金投入非常大，短期想要大规模投入、并做出较好的方案非常不容易，因此与华为合作的车企正持续增多。

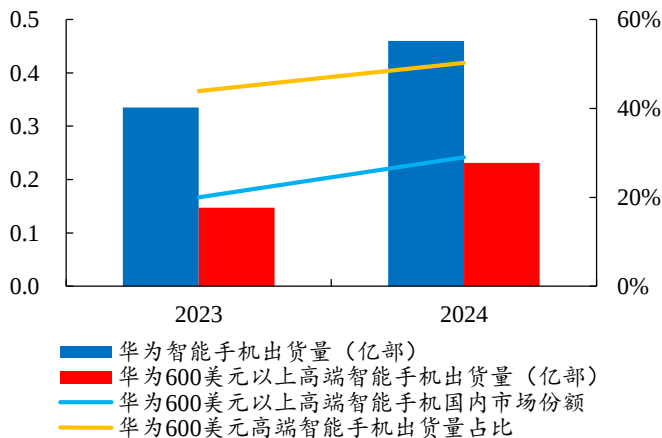
图31：华为乾崮智能汽车解决方案提供智能驾驶、智能座舱、智能车灯、智能车控等全栈智能化技术



资料来源：华为乾崮智能汽车解决方案公众号

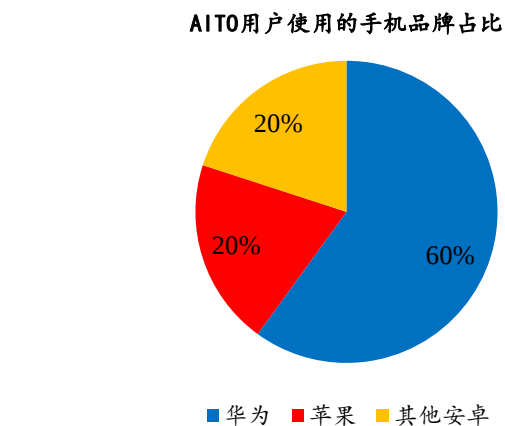
华为高端智能手机粉丝群体庞大，为鸿蒙智行合作车企提供强大的流量支撑，尤其是问界等高端车型的定位与华为手机偏高端的定位存在一定的重叠。华为手机定位偏高端，在国内中高端智能手机市场地位突出，拥有很大的粉丝群体。根据Counterpoint、Canalys的数据，2024年，华为智能手机出货量约达4600万部、市占率约为16%，其中600美元以上的高端智能手机出货量约达2300万部、市占率约为29%、在华为智能手机总出货量中的比重约达50%。华为手机消费群体的消费能力普遍较强，根据每日互动大数据的数据，华为三折叠手机用户中处于高线城市、中高消费水平的比例要明显高于行业平均水平。以很大的华为高端手机粉丝群体为支撑，鸿蒙智行旗下的高端车型有着较为很大的潜在客群，其中有不少高端商务人士，手机业务为汽车业务带来明显的流量效应。2023年9月，华为Mate 60系列高热度，带动华为手机客流量明显增加，并推升同期销售的问界新M7的销量；2024年9月，华为发布全球首款三折叠屏手机——华为Mate XT，同时发布问界M9五座版，对M9订单的积累也有明显的引流效果。

图32：2024年，华为600美元以上高端智能化手机出货量占比约达一半，在国内高端智能化手机市占率达29%



数据来源：Counterpoint、Canalys、开源证券研究所

图33：约有60%的问界车主使用华为品牌的手机



数据来源：鼎帷咨询公众号、开源证券研究所

问界线下销售网点主要可分为体验中心和用户中心两大类，华为很大的消费电子业务门店以及线上销售渠道能够赋能问界等鸿蒙智行旗下品牌车型的销售。问界门店主要可分为体验中心和用户中心两大类，其中体验中心主要负责产品体验及销售，用户中心还提供新车交付及售后服务。根据杰兰路的数据，截至2024年底，问界品

牌有近千家销售网点，在新势力中较为领先，其中根据晚点 Auto 的数据，截至 2024 年广州车展，问界有超 270 家的用户中心，其余主要为体验中心。目前，问界等鸿蒙智行旗下品牌车型已进入相当比例的华为门店进行销售，华为消费电子业务渠道规模很大，强大的流量效应能够赋能相关车型的销售。根据华为年报，截至 2023 年底，华为已在全球建立超过 60000 家门店和专柜，包含超 5500 家体验店、超 2100 家华为授权服务中心，其中包括 15 家旗舰店、超过 300 家 500 平米以上的智能生活馆。此外，华为还成立鸿蒙智行官方销售渠道，鸿蒙智行旗下的车型也可以进入华为商城进行销售，线上渠道也能助推问界等车型的销售。

表6：问界销售网点按照门店功能大致可分为体验中心（商超店）和用户中心两大类

体验中心		用户中心
类型	华为授权体验店、华为智能生活馆、华为旗舰店、AITO 体验展厅	AITO 授权用户中心
门店功能	引流+试驾+订车	引流+试驾+订车+交付+售后
提供服务	汽车及相关产品销售咨询服务，新车试驾服务，并以此赚取销售服务费	售卖产品并赚取销售服务费、交付服务费，提供售后服务及赚取配件+工时费

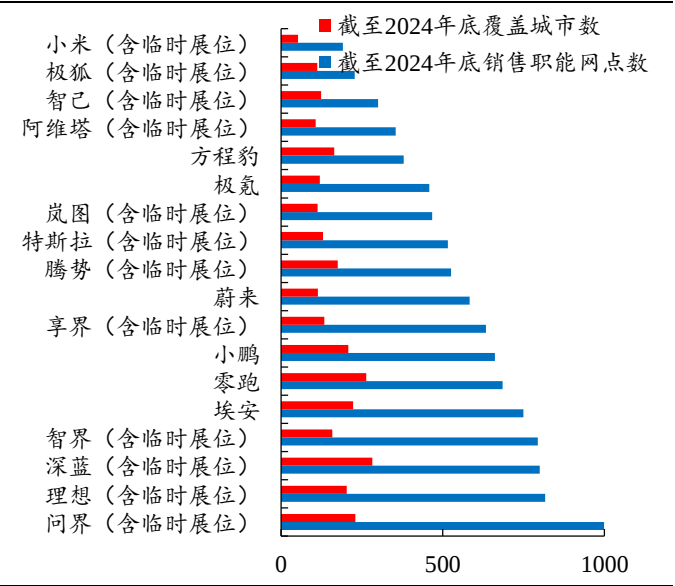
资料来源：鼎帷咨询公众号、开源证券研究所

图34：相当比例的华为门店经过改造后可用于展示问界等鸿蒙智行旗下品牌车型，形成明显的引流效应



资料来源：每日经济新闻公众号

图35：依托华为手机渠道赋能的优势，问界销售网点数在新势力中较为领先



数据来源：杰兰路公众号、开源证券研究所

华为通过公众号、视频号、手机新品发布会余承东总讲解、登陆春晚等多种形式为问界等鸿蒙智行旗下产品进行引流。华为在消费电子业务领域积累多年，有着很大的粉丝群体，其华为终端公众号、视频号、微博等有着很大的浏览量。布局智选车业务后，华为在华为终端公众号、视频号、微博等平台积极宣传问界系列等车型，有着很高的曝光度。同时，华为多次将问界新车型与手机新品发布会同时举行，如问界 M5 智驾版在华为 nova11 及全场景新品发布会上发布、问界 M9 在问界 M9 及华为冬季全场景发布会上发布，并由华为终端业务领军人物余承东总亲自讲解，也有着很强的推广效应。此外，华为还助力问界连续两年登上央视春晚，尤其是 2025 年 780 台问界 M9 组成的灯光秀震撼上演，全面展现产品的科技属性。

图36：华为通过公众号、视频号、手机新品发布会余承东总讲解、登陆春晚等多种形式为问界系列引流



资料来源：华为终端视频号、华为终端公众号、汽车之家、IT之家、新华网、央广网

2.3、“率先拥抱华为+自研增程技术”发展迅速，“拓展经销渠道+收购产能”助力前行

公司与华为合作最早并且率先卡位华为目前合作最成功的 SUV 赛道，并且在员工持股、供应链控制等方面全面学习华为。公司 2021 年便开始与华为合作，并且敏锐地观察到 SUV 在国内市场青睐度提升的趋势，与华为合作之初便选择 SUV 产品，并且也是华为目前合作最为成功的产品形态。同时，公司在内部管理方面多维度学习华为。例如华为的 IPD（集成产品开发）和 IPMS（集成产品营销服）体系，在流程管理和产品端到端全生命周期管理上，进一步赋能公司业界领先的智能制造能力，大幅提升生产效率、质量品控、销售渠道覆盖、消费者体验等。公司还学习华为发布员工持股计划，深度绑定公司利益和员工个人利益，有利于推动公司更好地发展。

表7：公司是华为智选模式合作最早的车企，合作之初便选择切入智选模式目前合作最成功的 SUV 赛道

品牌	合作车企	成立时间	截至 2025 年 3 月产品布局	价格带
问界	赛力斯	2021 年	纯电/增程 SUV	24.98-56.98 万元
智界	奇瑞	2023 年	纯电轿车、纯电/增程 SUV	22.98-33.98 万元
享界	北汽	2024 年	纯电轿车	33.98-44.98 万元
尊界	江淮	2024 年	纯电/增程轿车	100-150 万元（预售价）

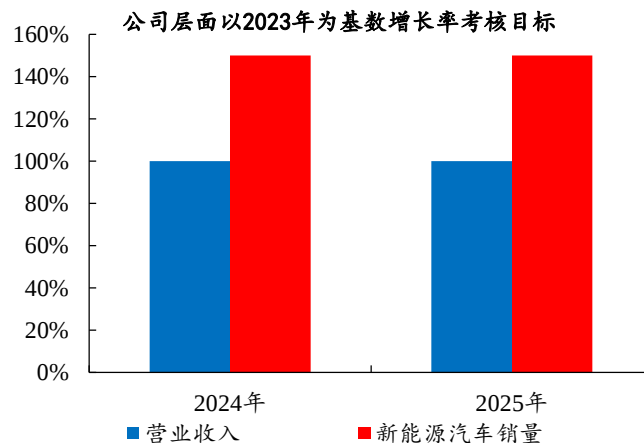
资料来源：财经杂志公众号、开源证券研究所

图37：公司引入华为 IPD 和 IPMS 体系，在流程管理和产品端到端全生命周期管理上赋能领先的智造能力



资料来源：AITO 汽车公众号

图38：公司学习华为发布员工持股计划，深度绑定公司利益和员工个人利益



数据来源：IT 之家官网、开源证券研究所

公司自研超级智能平台魔方，实现安全、动力、底盘、软件跨域融合，旨在为用户提供“好开、好用、超安全”的智能用车体验。公司自研超级智能平台魔方，该平台以“全景安全、多元动力、百变空间、智慧引领”为核心特征：（1）**全景安全**：公司在魔方平台上应用行业首创的“全景安全”体系，通过软硬件结合的方式，让驾乘更安心。以问界 M9 为例，其先进的整车结构设计、材料设计和工艺技术，真正做到安全无忧。同时，魔方平台注重隐私安全，真正做到“只检测，不收集数据”；支持不同账号间，数据隔离；并可一键删除车端和云端双端数据；（2）**多元动力**：魔方平台可以兼容超增、纯电、超混三种动力形式。依托对增程技术的不断探索，公司增程 5.0 系统的热效率达 45%，油电转换效率高达 3.65kWh/L，相当于 1L 油可发电 3.65 度。除了在增程技术方面的突破，公司在电驱领域成功推出高集成电驱七合一总成，其电控体积降低 30%，整机减重 15%，最高系统效率达 96%，提高整车的性能表现和续航里程；（3）**百变空间**：魔方平台在底盘、车型、尺寸方面具有出色的拓展性，支持从 B 级到 D 级，从轿车到 SUV、MPV 的全尺寸、全车型拓展。同时，魔方平台可灵活搭载单/双腔空气弹簧、CDC、后轮转向等配置，提升驾乘舒适性和操控性；（4）**智慧引领**：魔方平台采用中央计算、集成式区域控制、标准化接入模块的架构，匹配云端大数据应用平台，具备超高算力，超高集成度，可大幅度地减少控制器和线束，实现极高的软硬件通用率。同时，魔方平台实现 100% SOA，超 1300 个 API 接口开放，可接入 5000 种以上应用。此外，魔方平台还可实现无感升级，带给用户“越开越新鲜，越开越好开”的驾乘体验。可以兼容多个车型、多个动力系统，表明魔方平台拥有技术验证更充分、产品质量更可靠、开发周期更短、成本更低等多方面的优势，从而为公司后续产品的推出打下坚实的基础。

图39：魔方平台应用行业首创的“全景安全”体系，通过硬件和软件相结合的方式让用户驾乘更安心



资料来源：每日经济新闻腾讯官方号

图40：魔方平台可兼容超增、纯电、超混三种动力形式



资料来源：中国日报中文网

图41：魔方平台支持从 B 级到 D 级，从轿车到 SUV、MPV 的全尺寸、全车型拓展



资料来源：央广网

图42：魔方平台采用中央计算、集成式区域控制、标准化接入模块的架构，提供极致场景化用车体验



资料来源：央广网

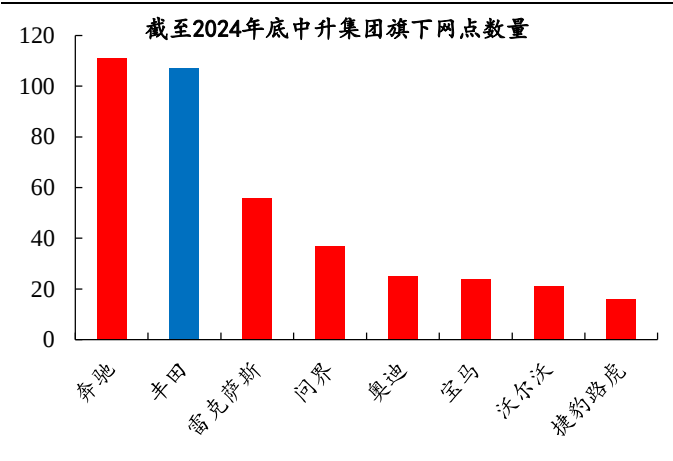
积极拓展经销渠道，与中国最大的汽车经销商中升集团达成深度合作有望进一步推升销量。在经历较长时间的华为渠道流量赋能后，问界系列的品牌影响力以及销量实现明显突破。而为进一步扩大销量，拓展经销渠道是重要举措之一，并且问界本身也将逐步培养起脱离华为渠道后维持相当可观的单店销量的能力。2024 年 11 月 11 日，国内最大的汽车经销商中升集团宣布，赛力斯与其签订了初步协商协议，同意就合作分销赛力斯旗下的新能源汽车进行进一步磋商。自 2021 年收购仁孚中国后，中升集团连续三年蝉联汽车经销商百强榜冠军宝座，专注于经营豪华和中高端汽车品牌组合。截至 2024 年底，中升集团在全国拥有 111 家奔驰、56 家雷克萨斯、107 家丰田经销店、37 家问界门店（其中 4 家待建）、24 家宝马、25 家奥迪、21 家沃尔沃及 16 家捷豹路虎经销店。在中升集团重点运营的 32 个战略中心城市（拥有全国 62.7% 的豪华汽车用户）中，截至 2024 年底豪华品牌乘用车的保有量约为 1890 万辆，其中超过 80% 为以奔驰、宝马、奥迪和雷克萨斯为代表的传统豪华品牌，剩余约 360 万辆为以特斯拉、理想和问界为代表的新能源豪华品牌，而中升集团在这 32 个中心城市中约占 14.1% 的豪华汽车品牌用户。问界本身车型销售以豪华车品牌增换购需求为主，中升集团将传统燃油车经销门店转为问界门店对问界销量增长有重要的推动作用。例如，除中升集团外，广汇汽车也是问界的经销商，其表示 2024 年上半年，广汇旗下有 5 家问界门店在营，共卖出约 3600 辆新车、完成近 8400 辆的维修服务。

图43：2023 年，中升集团在前十大汽车百强经销商销量排第 2，并且凭借销售车型偏高端，营收排名第 1

排名	集团名称	2023年 营业总收入 (亿元)	2023年 汽车总销量 (台含二手车)
1	中升集团控股有限公司	1,792.90	665,679
2	广汇汽车服务集团股份有限公司	1,379.98	713,467
3	利星行汽车	941.11	242,977
4	永达集团	830.51	286,957
5	恒信汽车集团股份有限公司	796.28	399,172
6	安吉汽车	734.12	557,630
7	物产中大元通汽车有限公司	527.47	302,704
8	北京北汽鹏龙汽车服务贸易股份有限公司	510.02	102,569
9	大昌行汽车控股集团有限公司	450.32	157,287
10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	438.57	106,819

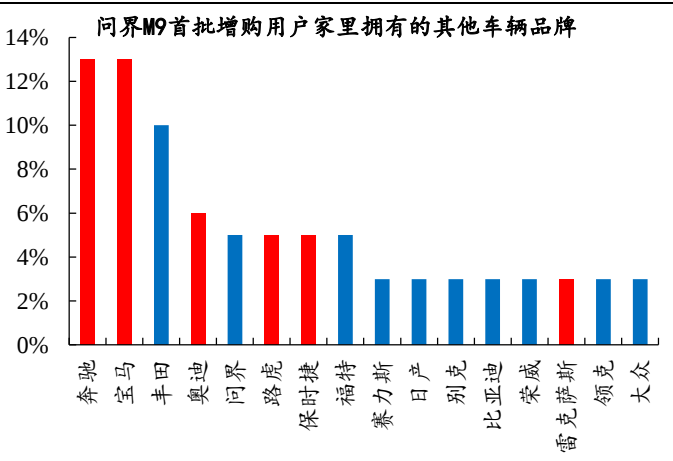
资料来源：中国汽车流通协会公众号

图44：中升集团是奔驰、宝马、奥迪等众多高端汽车品牌的经销商，有着丰富的高端车运营经验



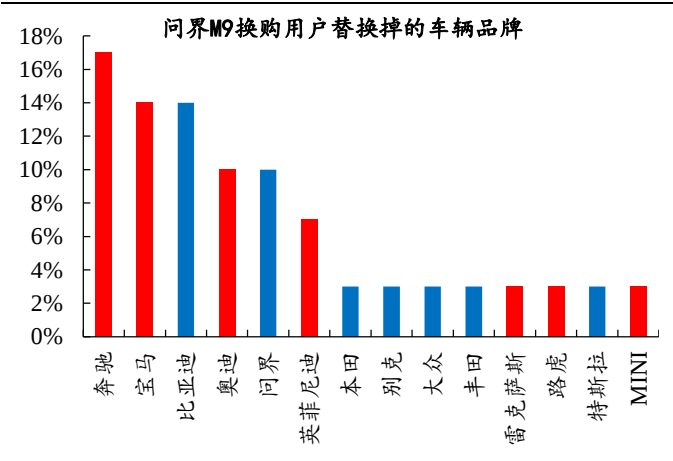
数据来源：中升控股公司公告、开源证券研究所（注：红色代表豪华品牌；问界网点数含 4 家待建门店）

图45：问界 M9 首批增购用户家里拥有的其他车辆品牌中 46%为豪华品牌



数据来源：杰兰路公众号、开源证券研究所（注：红色代表豪华品牌）

图46：问界 M9 换购用户替换掉的车辆品牌中 59%为豪华品牌



数据来源：杰兰路公众号、开源证券研究所（注：红色代表豪华品牌）

公司目前有 3 座智慧工厂、年产能约百万辆，其中超级工厂以领先智造树立行业标杆，创新采用“厂中厂”模式有利于实现高效协同。目前，公司在重庆有 3 座智慧工厂、年产能约百万辆：（1）两江工厂：主要生产 M5，年设计产能为 15 万辆；（2）凤凰工厂：主要生产 M7，年设计产能为 15 万辆；（3）两江超级工厂：主要生产 M9、M8，年设计产能为 70 万辆。尤其是超级工厂，成为公司智慧制造的典范。超级工厂内有超过 1600 台智能化设备和超 3000 台机器人的智能配合，实现冲压车间、焊接车间、涂装车间的 100%自动化。同时，超级工厂率先应用万吨级一体化压铸机，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。此外，超级工厂创新采用“厂中厂”模式，将多家供应链企业集成到超级工厂中，实现了本地化同步生产和供应。此模式下，在生产过程中，从公司下达指令，到供应商产线进行调整，只需不到 20 分钟，并且有棘手问题，各方技术人员现场能实时沟通处理。根据重庆日报此前的报道，在超级工厂满负荷状态下，最快 30 秒可以下线一台新能源车。而根据经济参考报的

数据，超级工厂问界 M9 系列年设计产能为 15 万辆，2024 年 1-9 月年化产能利用率达 98.93%。

收购龙盛新能源超级工厂股权，有利于保障后续产品供应稳定、避免租金支出，还将引入重庆政府的支持。公司此前通过向龙盛新能源租赁超级工厂用于生产问界系列。2025 年 3 月，公司成功收购龙盛新能源 100% 股权，公司将获得超级工厂的所有权。公司表示，收购超级工厂所有权后，生产和经营会比较稳定，有利于保障爆款车型的及时交付。同时，本次收购也是为了响应重庆市“33618”现代制造业集群体系建设，发挥公司作为新能源整车链主的作用。此外，公司原先需要支付超级工厂的租赁费用，收购超级工厂现金支出将大幅减少，也有利于提升公司盈利能力。

图47：公司目前在重庆布局了 3 座智慧工厂，约有百万辆的年设计生产能力

工厂	主要产品	年设计产能（万辆）
两江工厂	问界 M5	15
凤凰工厂	问界 M7	15
两江超级工厂	问界 M9 问界 M8	70

数据来源：华尔街见闻腾讯官方号、汇才重庆招聘会公众号、开源证券研究所

图48：公司超级工厂以领先智造树立行业标杆，创新采用“厂中厂”模式有利于实现高效协同



资料来源：中新网重庆官网

2.4、问界 M8 及多款改款车型上市，继续享受高端新能源 SUV 市场红利

➤ 问界 M5 Ultra：降价增配，在颜值、座舱、智驾、驾控、安全五大维度全面升级

2024 年，公司对问界 M5 进行改款，但在起售价不变、三电系统没有明显升级、智驾感知方案不变（126 线激光雷达产品相对较老），叠加理想 L6 等产品力更加突出的竞品出现，销量短暂冲高后快速回落。

问界 M5 Ultra 降价增配，在颜值、座舱、智驾、驾控、安全等方面全面升级。2025 年 3 月 20 日，问界新 M5 Ultra 上市，售价 22.98-24.98 万元，比老款车型降价约 3 万元。新车继续定位中型 SUV，长宽高分别为 4770/1930/1625mm，轴距为 2880mm，全系 5 座布局，与现款车型保持一致。新车在颜值、座舱、智驾、驾控、安全等方面全面升级。（1）外观方面：新增零度白、幻影紫两款车漆；（2）内饰方面：采用 15.6 英寸中控屏和 10.25 英寸液晶仪表组合，换挡方式调整为怀挡式设计，新增赤茶橘内饰配色、新增副驾座椅无缝四向腿托；（3）智能座舱方面：搭载华为 Harmony OS 智能座舱，支持四区域语音识别唤醒、面部识别、应用商店、手机 APP 远程控制等功能；（4）智能驾驶方面：升级华为 ADS 3.3 智驾系统，配备 192 线程激光雷达和 4D 毫米波雷达，支持高速/城区领航辅助驾驶、智能泊车等功能，新增 AEB 全向防碰撞、eAES 自动紧急转向（边刹边绕）；（5）动力系统方面：继续提供增程和动力可选；（6）悬架方面：采用前双叉臂式独立悬架、后多连杆式独立悬架。尽管 M5 尺寸方面仍存在一定的限制，但在定价下探，颜值、座舱、智驾、驾控、安全等方面全面升级的背景下，销量有望迎来一定的改善。

图49：问界 M5 Ultra 降价增配，售价低至 22.98 万元起



资料来源：太平洋汽车公众号

表8：问界 M5 Ultra 相比老款车型降价约 3 万元，在智能化等方面有所提升

	参数	2025 款问界 M5 纯电	2025 款问界 M5 增程	2024 款问界 M5 纯电	2024 款问界 M5 增程
价格	售价	23.98 万	22.98/24.98 万	26.98 万	24.98/27.98 万
基础	尺寸	4785/1930/1620mm	4785/1930/1625mm	4785/1930/1620mm	4785/1930/1625mm
	轴距	2880mm	2880mm	2880mm	2880mm
	座位数	5	5	5	5
	零百加速	7.1 秒	7.1/4.3 秒	7.1 秒	7.1/4.3 秒
	电池容量	83kWh	42kWh	83kWh	42kWh
	纯电续航	602km	255/230km	602km	255/230km
智驾	智驾方案	华为 ADS 3.3	华为 ADS 3.3	华为 ADS 3.0	华为 ADS 3.0
	激光雷达	1	1	1	1
	高快领航	支持	支持	支持	支持
	城区智驾	支持	支持	支持	支持
智舱	中控屏	15.6 英寸	15.6 英寸	15.6 英寸	15.6 英寸
	座舱系统	鸿蒙 OS	鸿蒙 OS	鸿蒙 OS	鸿蒙 OS

资料来源：车东西公众号、开源证券研究所

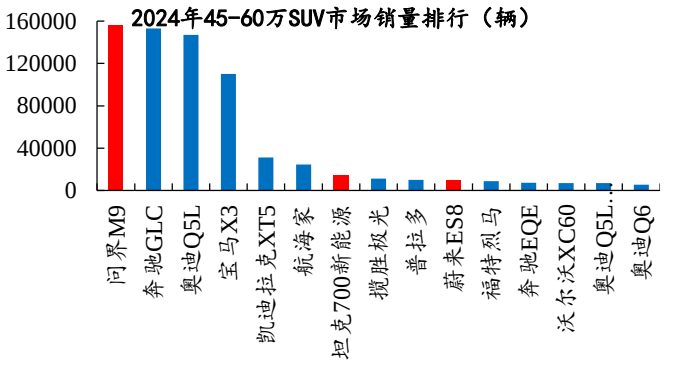
➤ 问界 M9：智能科技定义“中国豪华”，2025 款在智驾、动力性等方面明显提升

过去十多年，中国豪华车市场大幅扩容。BBA 在传统燃油车时代积累了大量的动力及其他机械素质等方面的技术，消费者也因其较长时间积累的品牌知名度及豪华感而更为青睐。但在新能源时代，中国三电技术的崛起及大幅领先削弱了传统豪华车在动力性方面的优势，加之中国车企在智能座舱、智能驾驶等方面的领先性，充分满足新时代消费者对于豪华所需的智能、安全、豪华体验感等方面的诉求。在此背景下，华为智能化、营销等方面深度赋能下的问界 M9 成为中国科技豪华的杰出代表，上市后即成为大爆款。

2025 款问界 M9 在智驾、动力性、安全性等方面提升，价格保持相对稳定，有望继续成为爆款。2025 款问界 M9 定位大型 SUV，长宽高分别为 5230/1999/1800mm，轴距 3110mm，分为 5 座和 6 座两个版本：（1）外观方面：新增金瑞红双色车漆；（2）内饰座舱方面：标配舒云座椅，升级双绗缝工艺，主驾座椅升级电动可伸缩坐垫。同时升级智能激光投影巨幕系统 2.0，分辨率提升 200%，亮度提升 63%；升级隐藏式光机和车载悬浮窗。此外，第二排新增 MagLink Mini 控制屏，实现全车联控、升级电动开合压缩机冷暖箱、后排可选装全新智能隐私车窗，支持多种调节方式；（3）智能驾驶方面：搭载华为 ADS

3.3 智驾系统，配备 4 颗激光雷达，支持高速/城区领航辅助驾驶、智能泊车、全向防撞碰撞功能等；(4) 动力方面：提供增程和纯电可选，其中**增程版搭载全新 1.5T 增程器**，最大功率从 112 千瓦提升至 118 千瓦，前后双电机综合功率 365 千瓦；(5) 其他配置方面，新款 M9 还搭载华为星河通信，创新分布式车载卫星通信，且卫星通信能力可共享至手机，还能自主拨打卫星电话救援。价格方面，新款 M9 起售价不变，部分车型售价不变；部分车型增配降价，如 Ultra 增程版比老款便宜 1 万元，5 座纯电 Ultra 版比老款便宜 2 万元。因此，在价格体系相对稳定的背景下，新款 M9 有望凭借在智能化等方面的继续提升，继续冲击豪华燃油 SUV 市场，延续爆款表现。4 月 12 日，鸿蒙智行官方宣布，2025 款问界 M9 上市 21 天大定突破 3.6 万辆。

图50：问界 M9 获 2024 年 45-60 万 SUV 市场销量冠军，但 BBA 豪华燃油 SUV 还有较大的市场份额可以抢占



数据来源：易车官网、开源证券研究所（注：红色代表国产品牌新能源 SUV）

图51：2025 款问界 M9 在智驾水平、动力性能、灯语系统、隐私保护等方面进行了升级



资料来源：车东西公众号

表9：新款问界 M9 定价几乎不变，但传感器升级为 4 激光雷达，为 L3 级智驾的到来做了充分的软硬件准备

参数		2025 款问界 M9 纯电	2025 款问界 M9 增程	2024 款问界 M9 纯电	2024 款问界 M9 增程
基础	价格 售价	50.98-56.98 万	46.98-53.98 万	50.98-56.98 万	46.98-54.98 万
	尺寸	5230/1999/1800mm	5230/1999/1800mm	5230/1999/1800mm	5230/1999/1800mm
	轴距	3110mm	3110mm	3110mm	3110mm
	座位数	5/6	5/6	5/6	5/6
	零百加速	4.3 秒	4.9 秒	4.3 秒	4.9 秒
	电池容量	100kWh	52kWh	100kWh	42/52kWh
	纯电续航	630km	290km	630km	225/275km
智驾	智驾方案	华为 ADS 3.3	华为 ADS 3.3	华为 ADS 3.0	华为 ADS 3.0
	激光雷达	4	4	1	1
	传感器数量	36	36	27	27
	高快领航	支持	支持	支持	支持
	城区智驾	支持	支持	支持	支持
智舱	中控屏	15.6 英寸	15.6 英寸	15.6 英寸	15.6 英寸
	座舱系统	鸿蒙 OS	鸿蒙 OS	鸿蒙 OS	鸿蒙 OS

资料来源：车东西公众号、开源证券研究所

表1：相比 BBA 的豪华燃油 SUV 竞品，问界 M9 在智能化等方面产品力明显更强

参数	问界 M9 2025 款 增程 Max 版 52kWh 6 座版	奔驰 GLC 2025 款 GLC 300L4MATIC 动感型 5 座	奥迪 Q5L 2024 款 40 TFSI 豪 华致雅型	宝马 X3 2023 款 改款 xDrive30i 尊享型 M 曜夜 套装	奔驰 GLS 2024 款 GLS 400 4MATIC	宝马 X5 2023 款 xDrive 30Li M 运 动套装
厂商指导价(万元)	47.98	47.93	42.08	48.69	109.38	61.5
经销商参考价	47.98 万元起	29.34 万元起	23.14 万元起	32.63 万元起	82.96 万元起	51.05 万元起
级别	大型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	大型 SUV	中大型 SUV
长*宽*高(mm)	5230*1999*1800	4826*1890*1714	4770*1893*1667	4737*1891*1689	5210*2030*1823	5060*2004*1776
轴距(mm)	3110	2977	2907	2864	3135	3105
DOW 开门预警	标配	-	选装	-	-	标配
前方碰撞预警	标配	标配	标配	标配	标配	标配
后方碰撞预警	标配	-	1200 元选装	-	-	-
哨兵模式	标配	-	-	-	-	-
空气悬架	标配	-	-	-	标配	-
摄像头	标配 11 个	标配 5 个/选装 6 个	-	标配 5 个	标配 6 个	-
超声波雷达	标配 12 个	标配 12 个	-	标配 12 个	标配 12 个	-
毫米波雷达	标配 5 个	标配 1 个	-	-	-	-
激光雷达	标配 4 个 192 线	-	-	-	-	-
高速智驾	标配	-	-	-	-	-
城区智驾	选装	-	-	-	-	-
记忆泊车	选装	-	-	-	-	-
中控屏尺寸(英寸)	15.6	11.9	10.1	12.3	12.3	14.9
副驾娱乐屏尺寸 (英寸)	16	-	-	-	-	-
车载智能系统	HarmonyOS	MBUX	奥迪 Connect	iDrive	MBUX	iDrive
座椅材质	真皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮
前排座椅功能	标配加热/通风/按摩/头枕扬声器	2900 元选装加热/9700 元选装通风	标配加热	标配加热	标配加热	标配加热、8000 元选装通风
第二排座椅功能	标配加热/通风/按摩	-	3200 元选装加热	-	4400 元选装加热	4500 元选装加热
零重力座椅	20000 元选装第二排右侧	-	-	-	-	-

资料来源：汽车之家、开源证券研究所

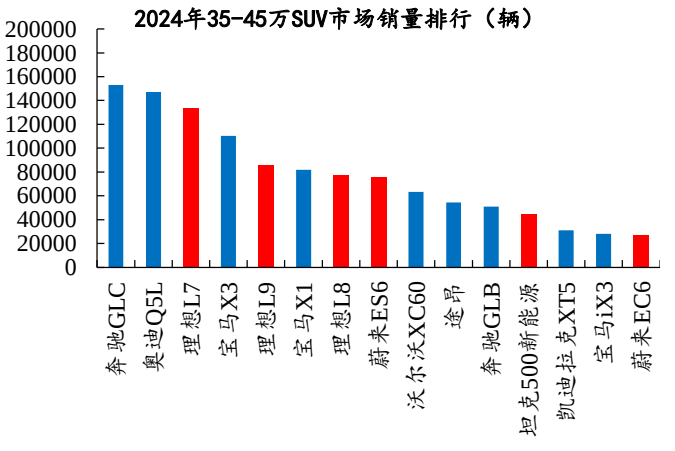
➤ 问界 M8：填补问界 M7 与问界 M9 的价位空白，智能科技价位下探有望再造爆款

问界 M7 与 M9 的出圈表明华为领先的智能科技以及营销、渠道等的赋能正获得越来越多消费者的认可。目前，在 35-45 万的 SUV 市场，除理想 L7/8/9、坦克 300 新能源、蔚来 ES6/EC6 等少数几款新能源 SUV 外，主要还是 BBA 传统燃油 SUV 产品，国产高端新能源 SUV 有望凭借领先的电动智能化技术抢占市场份额。

问界 M8 填补问界 M7 与问界 M9 的价位空白，智能科技价位下探有望再造爆款。问界 M8 定位为中大型 SUV，长宽高分别为 5190/1999/1795mm，轴距为 3105mm，尺寸基本接近旗舰 SUV 问界 M9 以及理想 L9。新车预售价为 36.8-45.8 万元，比问界 M9 便宜约 10 万元，有望将华为大量智能化技术带到更低的价位段。具体来看，

(1) 问界 M8 提供 5/6 座两种布局，二、三排座椅支持电动调节和翻折。新车可选副驾舒云双享座椅、二排零重力座椅（仅 6 座）、流媒体内后视镜、电动门、电动脚踏板、智能激光投影系统等多项配置。新车还配备百万像素智慧大灯，不仅能提供类似问界 M9 的灯光投影技术，还能根据路况自动调节照明范围，提高车辆夜间安全性；(2) 动力方面，问界 M8 采用 1.5T 增程器，搭配前后双电机，综合功率 533 马力，最高车速 200 公里/小时。结合纯电续航，综合续航可达 1526 公里，百公里油耗只有 6.6 升，明显领先同价位的燃油 SUV；(3) 续航方面，根据车型配置不同，问界 M8 电池容量有 37kWh 和 53.4kWh 两种组合，CLTC 纯电续航分别为 201km 和 310km，达到业界领先水平；(4) 智能驾驶方面，问界 M8 搭载最新的华为 ADS 高阶智驾系统，搭配 1 个 192 线激光雷达、5 个 4D 毫米波雷达和 1 个后向固态激光雷达，以及 11 个高清摄像头、12 个超声波雷达；(5) 智能座舱方面，问界 M8 车内采用三联屏的布局，包括副驾屏，中控屏车机配备 HarmonyOS 4 系统，并提供 HUAWEI SOUND 多个扬声器，新车还有 HUD 抬头显示系统；(6) 底盘方面，问界 M8 全系标配华为途灵智能底盘、双电机四驱、空气悬架+EDC 可变阻尼减振器和华为高阶智能驾驶系统。在途灵平台的支持下，问界 M8 可更精准、实时地预瞄和判断路况信息，并通过华为 DATS 动态自适应扭矩控制系统和 xMotion 智能车身协同控制系统等进行实时调整，让车辆在支撑性、扭矩、悬架硬度等方面更好适应不同路况。可见，问界 M8 有着接近问界 M9 的空间及智能化技术，有望成为高端 SUV 市场的又一爆款，推动问界系列销售规模及均价的持续提升。

图52：35-45 万的 SUV 市场，除理想 L 系列外，BBA 燃油 SUV 还有较大市场份额，为问界 M8 提供销量空间



数据来源：易车官网、开源证券研究所（注：红色代表国产品牌
新能源 SUV）

图53：截至5月8日，问界M8 大定数突破7万辆



资料来源：IT 之家官网

表2：问界 M8 空间方面对标问界 M9、理想 L9，智能化方面明显领先奔驰 GLC 等 BBA 豪华燃油 SUV

参数	问界 M8 2025 款 增程 Max 版 37kWh 5 座版	问界 M9 2025 款 增程 Max 版 52kWh 5 座版	奔驰 GLC 2025 款 GLC 260 L 4MATIC 动感型	奥迪 Q5L 2025 款 quattro 45 周年典藏版 40 TFSI 时尚动感型	宝马 X3 2025 款 xDrive25L 豪华套装	理想 L8 2024 款 Max	理想 L9 2024 款 Ultra	蔚来 ES6 2024 款 75kWh
厂商指导价(万元)	预售价 36.8	46.98	42.78	34.98	34.99	34.98	43.98	33.8
级别	中大型 SUV	大型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中大型 SUV	大型 SUV	中型 SUV

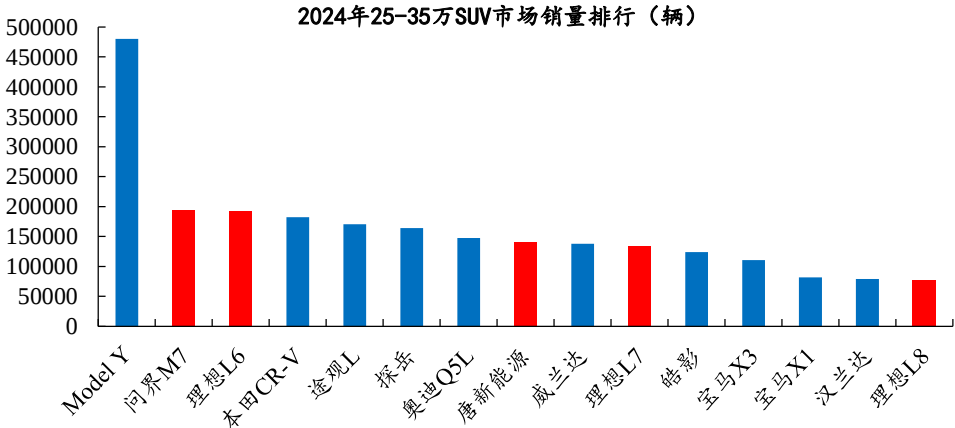
参数	问界 M8 2025 款 增程 Max 版 37kWh 5 座版	问界 M9 2025 款 增程 Max 版 52kWh 5 座版	奔驰 GLC 2025 款 GLC 260 L 4MATIC 动感型	奥迪 Q5L 2025 款 quattro 45 周年典藏版 40 TFSI 时尚动感型	宝马 X3 2025 款 xDrive25L 豪华套装	理想 L8 2024 款 Max	理想 L9 2024 款 Ultra	蔚来 ES6 2024 款 75kWh
能源类型	增程	增程	汽油+48V 轻混	汽油	汽油	增程	增程	纯电
长*宽*高 (mm)	5190*1999*1975	5230*1999*1800	4826*1800*1711	4770*1893*1667	4865*1920*1664	5080*1995*1800	5218*1998*1800	4854*1995*1703
轴距(mm)	3105	3110	2977	2907	2975	3005	3105	2915
CLTC 综合续航(km)	1405	1474	-	-	-	1360	1412	-
激光雷达数量	标配 2 个	标配 4 个	-	-	-	标配 1 个	标配 1 个	标配 1 个
毫米波雷达数量	标配 5 个	标配 5 个	标配 1 个	标配 1 个/选配 3 个	-	标配 1 个	标配 1 个	标配 5 个
高速智驾	标配	标配	-	-	选配	标配	标配	选配
城区智驾	选配	选配	-	-	-	标配	标配	选配
零重力座椅	二排右侧选装	二排右侧选装	-	-	-	-	-	-
空气悬架	标配	标配	-	-	-	标配	标配	-

资料来源：汽车之家、新车评网腾讯官方号、开源证券研究所

问界 M7 改款：竞品增多、销量承压有望推动提前上市，价位或上调以期错位竞争

目前，问界 M7 在 2024 年改款时变动较小、产品力稍显弱后，并且华为系智界 R7 等直接竞品推出的背景下，销量短期承压。为此，公司计划提前推出问界 M7 的 2025 年度改款车型，旨在边际提振 M7 的销量。同时，由于目前同价位段的智界 R7 以及小米潜在爆款 SUV YU7 后续将推出，公司或将新款 M7 价位小幅上调以实现错位竞争。而作为问界 M7 最新款，新车预计将搭载华为最新的智能座舱及智能驾驶技术，叠加一些配置上的升级，产品力有望提升。

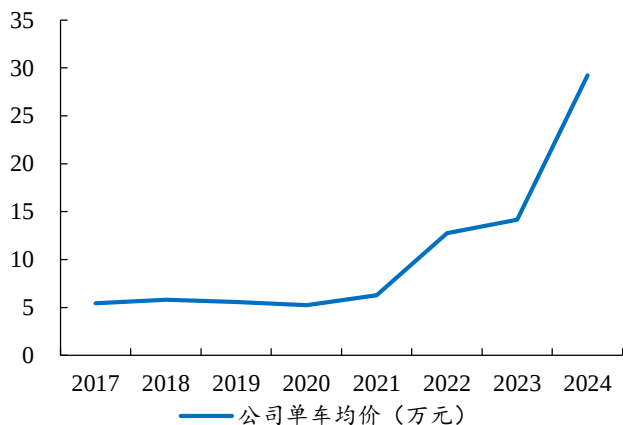
图54： 25-35 万 SUV 市场竞争相对更为激烈，问界 M7 计划通过改款提升竞争力



数据来源：易车官网、开源证券研究所（注：红色代表国产品牌新能源 SUV）

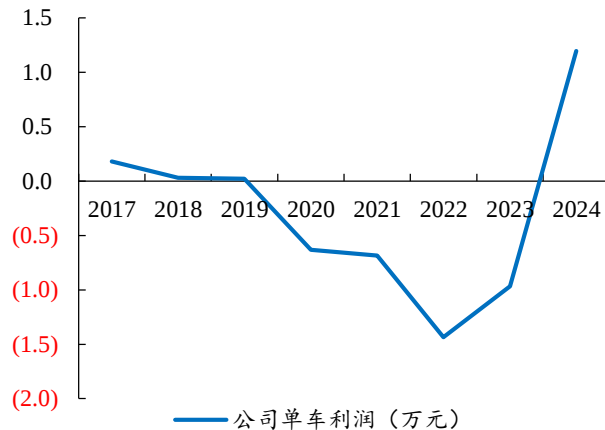
在问界 M8 及多款改款车型上市的背景下，公司规模效应及高端化趋势有望增强，进而提升公司盈利能力。

图55：2024 年，问界 M9 的放量不仅带动公司的销量，对单车均价也有明显的推动作用



数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：2024 年，规模效应及高端化带动公司单车利润明显提升，问界 M8 上市后有望进一步推动



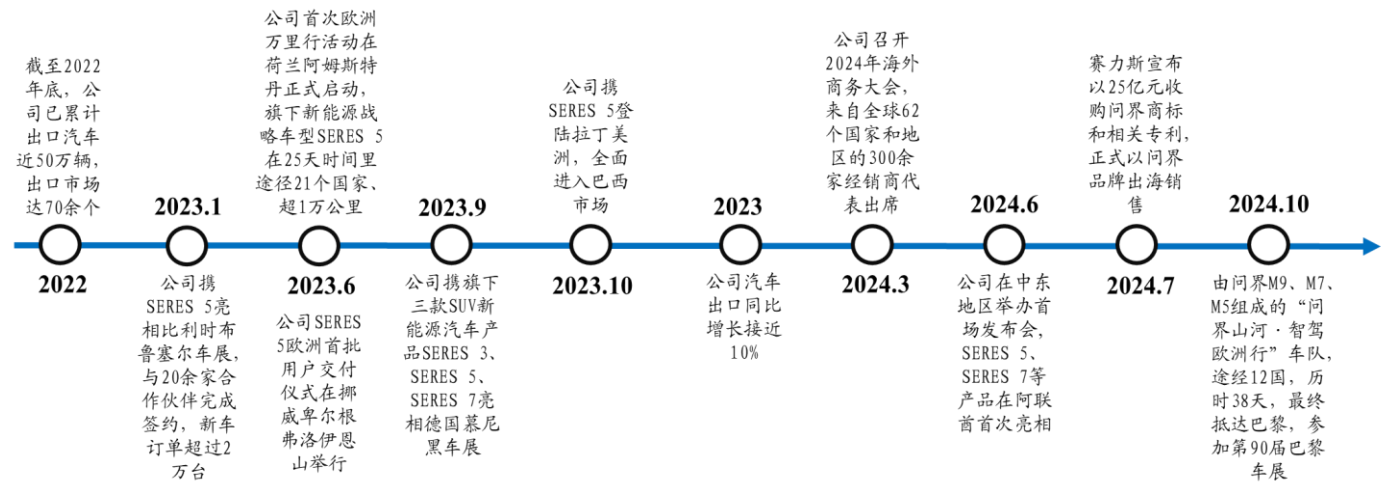
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.5、“收购问界商标+拟 H 股上市”，问界系列进军全球大市场发展可期

2023 年 12 月 5 日，重庆市政府印发《重庆市“渝车出海”行动计划》的通知，吹响重庆车企加速出海的号角。通知提到，到 2027 年，重庆市整车年出口量占全国整车年出口量的目标比重达 10%；要打造 1—2 家国内领先的智能网联新能源汽车出口企业和品牌，企业海外工厂布局不断完善；智能网联新能源汽车产业形成较强的国际辐射能力，年出口金额超过 1200 亿元。其中面向欧美和大洋洲等发达地区，重点出口高端智能网联新能源乘用车产品以及新能源商用车产品。支持整车企业积极布局海外市场，通过设立分支机构、组建本地化运营团队等，完善海外销售渠道。鼓励整车企业在海外有步骤地建立整车生产基地和散件组装工厂，减少物流运输成本，提升产品在目标市场的竞争力。在重庆市政府的号召下，公司出海进程按下快捷键。

公司在海外市场布局多年，2020-2023 年海外业务营收持续快速增长，但相比国内市场仍存在较大的发展空间。公司在海外市场布局多年，SERES 和 DFSK 两大品牌智能电动汽车已出口到南美、非洲、中东、东南亚、欧洲等全球 70 余个国家和地区，截至 2022 年底已累计出口汽车近 50 万辆。2023 年，公司海外业务发展再提速：2023 年 1 月，公司携 SERES 5 亮相比利时布鲁塞尔车展，与来自欧、美、非、亚等地区的 20 余家合作伙伴完成签约，新车订单超过 2 万辆；2023 年 6 月，公司举行 SERES 5 欧洲首批用户交付仪式；2023 年 10 月，公司携 SERES 5 登陆拉丁美洲，全面进入巴西市场；2023 年全年，公司汽车出口同比增长接近 10%，2020-2023 年海外业务的 CAGR 高达 61.4%。2024 年，公司继续积极推进海外业务布局：2024 年 3 月，公司召开 2024 年海外商务大会，来自全球 62 个国家和地区的 300 余家经销商代表出席；2024 年 6 月，公司在中东地区举办首场发布会，SERES 5、SERES 7 等产品在阿联酋首次亮相；2024 年 7 月，公司宣布以 25 亿元收购问界商标和相关专利，正式以问界品牌出海销售；2024 年 10 月，由问界 M9、M7、M5 组成的“问界山河·智驾欧洲行”车队，途经 12 国，历时 38 天，最终抵达巴黎，参加第 90 届巴黎车展；全年来看，2024 年公司海外业务营收虽同比下降，但仅占公司总营收的 2.9%，存在非常大的发展空间，尤其是在问界系列逐步开启海外布局的背景下。

图57：公司在海外市场布局多年，未来问界高端新能源车有望成公司海外业务的重要增长点



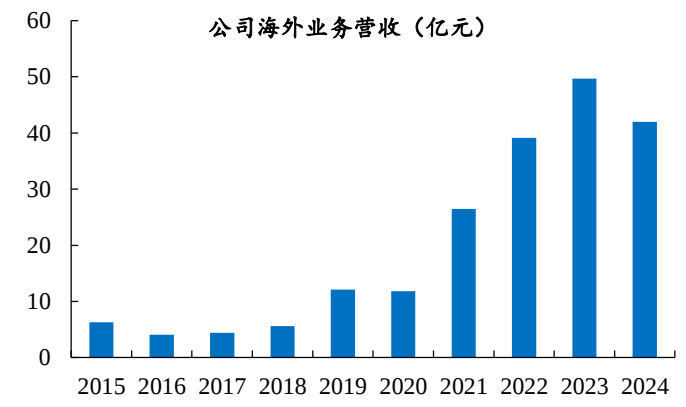
资料来源：公司官网、华夏时报腾讯官方号、AutoReport 汽车产经腾讯官方号、新华网、懂车帝官网、中国网科学、中国证券报官网、开源证券研究所

图58：公司过往以SERES和DFSK两大品牌出口为主



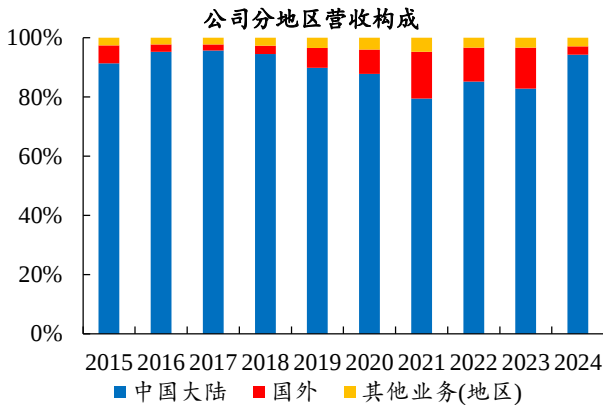
资料来源：人民网

图59：2020-2023年，公司海外业务营收持续快速增长



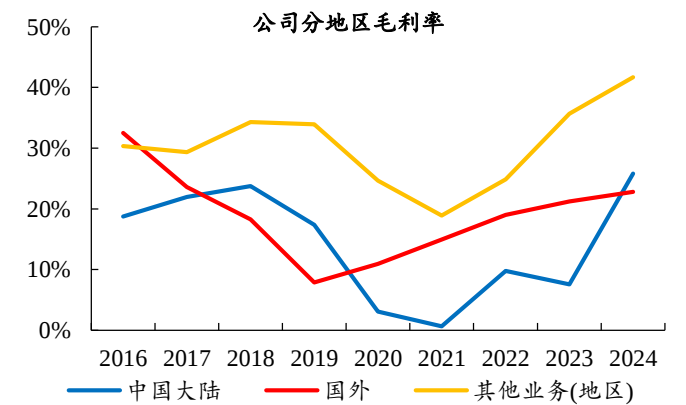
数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：海外业务营收占公司总营收的比例较低，存在较大的发展空间



数据来源：Wind、开源证券研究所

图61：2020-2023年公司海外业务毛利率高于国内，后续问界系列出海有望继续推升



数据来源：Wind、开源证券研究所

问界系列高端新能源车开启出海新征程，有望凭借智能化优势推动公司海外业务量价齐升。在公司 2024 海外商务大会上，董事长张兴海表示，公司将以问界系列新能源车型为主导，加速布局海外市场。在继承传统豪华的基础上，问界以软件定义汽车，打造智慧产品、智慧安全与智慧服务全价值链的科技赋能体系，提供全新的豪华体验。巴黎车展的亮相将是问界系列开启全面出海之路、进军海外高端市场的重要节点。高端车型的出海也有利于提升公司海外业务的盈利能力。2024 年 3 月，公司表示其海外业务发展强劲，出口车型由低端的微型商用车，跃升到高端智能电动车；出口单价由 5000 美元提升到最高超 4 万美金（出口欧洲的 SERES 5 终端零售价超 6 万美元），出口市场也扩展到德国、法国等欧洲市场。2024 年 10 月 10 日，公司在阿联酋推出 2024 款 SERES 7，官方指导价约 21-26 万迪拉姆（当时约 40.5-50.1 万元），明显高于国内均价。未来，问界系列高端车型在海外市场对公司的贡献有望再现其在国内市场的价值。

图62：2024 年 10 月，由问界 M9/M7/M5 组成的车队，途经 12 国，历时 38 天，最终抵达巴黎，参加巴黎车展



资料来源：路咖汽车腾讯官方号

图63：凭借电动智能化技术领域的优势，巴黎车展上问界系列车型非常受关注



资料来源：汽车之家官网

招聘海外业务人才、推进海外本地化布局、收购问界商标减轻出海障碍、拟在 H 股上市打造国际化资本运作平台，公司出海业务布局动作频频。为推动海外业务的发展，公司已进行多维度布局：（1）**人才招聘**：公司积极招聘供应链、营销、产能建设、法务等方面的人才，建设海外产销及合规体系；（2）**本地化布局**：公司将深化海外本土化布局，包括设立当地销售公司、建设海外工厂等。在多年中低端车型的出海积累下，公司已在海外逐步建立起 1000 多家营销服务网络、3 个营销服务中心、8 个 KD 组装厂。而在 2024 年 8 月 8 日，公司总裁何利扬表示，高端车型的本地化工作已在海外顺利展开；（3）**收购问界商标减轻出海障碍**：2024 年 7 月 2 日，公司表示拟以 25 亿元收购华为持有的问界商标和专利，将是问界品牌走向国际化的开始。此前，问界品牌属于华为，但华为作为被美国制裁的对象，其智能座舱及智能驾驶技术在海外市场的制裁风险可能影响问界系列在海外的销售。而收购问界商标后，公司拥有自主知识产权，问界系列海外业务布局所面临的风险将明显减小；（4）**拟在 H 股上市打造国际化资本运作平台**：3 月 31 日晚，公司公告称，为深入推进全球化战略布局，打造国际化资本运作平台，提高综合竞争力，公司拟发行境外上市外资股股票并在香港主板挂牌上市。通过在 H 股上市，公司不仅可以在产品研发、海外业务开拓等方面筹集更多的资金，还可以加强与海外投资者的联系，助力其在国际市场上的品牌影响力提升。

图64：公司积极招聘供应链、营销、产能建设、法务等方面的人才，建设海外产销及合规体系

海外BU-采购主任工程师/工程师(J16421)	2025-03-24 发布
海外BU-产品运营经理(J16427)	2025-03-24 发布
海外BU-产品市场经理(J16428)	2025-03-24 发布
海外BU-KD业务高级经理(J16445)	2025-03-04 发布
海外法务经理(J16382)	2025-02-25 发布

资料来源：公司官网

图65：公司购买华为持有的问界商标，为未来问界系列的出海减轻阻力

第 1901 期商标公告	2024年08月27日
商标转让/移转公告	
根据《中华人民共和国商标法》第四十二条、《中华人民共和国商标法实施条例》第三十一条、第三十二条之规定，下列商标的转让/移转申请已核准，予以公告。	
注册号/申请号：	68713569
商标：	AITO
类别：	25
转让人：	华为技术有限公司
受让人：	赛力斯汽车有限公司

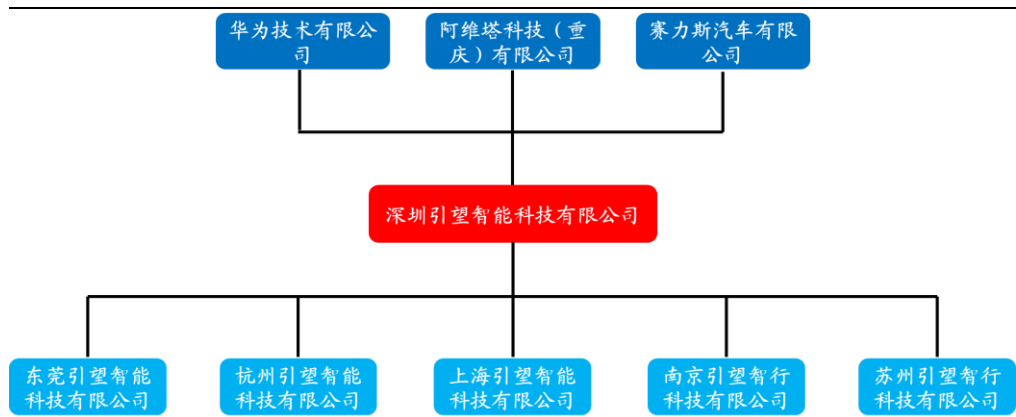
资料来源：IT之家官网

3、入股引望获新盈利增长点，前瞻布局机器人等打开新空间

3.1、公司是目前唯一入股华为引望的智选模式车企，贡献新盈利增长点

➤ 华为将车 BU 相关资产独立成立引望，公司是目前唯一入股引望的智选模式车企

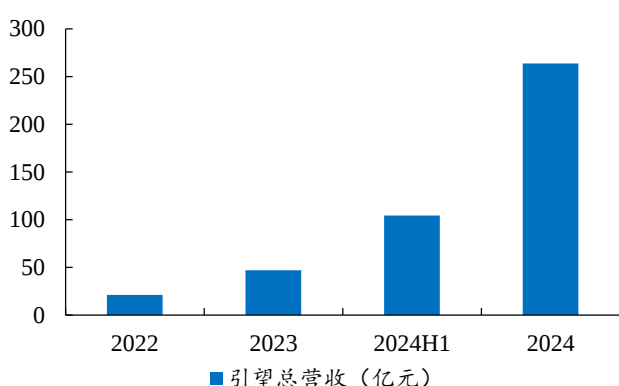
华为将车 BU 相关技术、资产独立成立引望公司并吸引车企入股，公司作为目前唯一入股引望的智选模式车企，在华为赋能方面享有优势，远期有望享受华为合作车型销量规模扩大带来的投资收益。华为坚持不造车，旨在成为“智能汽车时代的中国博世”，旗下车 BU 拥有其智能化零部件及智能驾驶、智能座舱等核心软件技术。但在为车企赋能的过程中，华为为解决“灵魂论”问题，决心将车 BU 相关技术、资产独立并成立引望公司，并吸引合作车企入股。具体来看，2024 年 1 月，华为斥资 10 亿元成立 100%控股的引望，同时宣布将对其股权实施开放。引望主要从事智能汽车解决方案业务，为客户提供智能驾驶、智能座舱、智能车控、智能车云、智能车载光等产品和解决方案。后续，长安和公司纷纷宣布获得引望 10%的股权。2025 年 1 月，华为开始将车 BU 的技术、资产所有权以及人员装载到引望。3 月 31 日，引望股权转让的工商变更登记手续办理完成，公司正式拥有引望 10%的股权。以股权关系为纽带，公司有望获得更多华为行业领先的智能驾驶、智能座舱等技术赋能。同时，随着华为合作车型销量的快速增长，车 BU 有望实现扭亏为盈甚至更大规模的盈利，而公司作为率先入股的车企，远期有望获得投资收益。

图66：公司是唯二入股引望的车企之一，更是目前唯一入股引望的智选模式车企


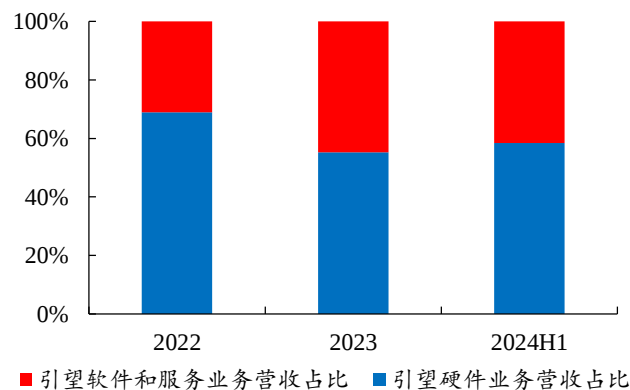
资料来源：经济观察网、开源证券研究所

➤ 公司按 10% 的比例享有引望 2024 年的盈利，远期有望受益华为合作车型销量增长

引望能够提供智能汽车领域全栈软硬件技术方案，智选及 HI 模式的快速发展带动软件及服务业务营收占比提升，2024 年受益问界系列的大幅放量营收高增。引望产品主要为智能汽车相关软硬件，其中硬件业务方面，引望能够提供 MDC、激光雷达、AR-HUD、多合一动力总成等产品，2022-2024 年硬件产品出货量分别为 225、373、超 2300 万件；软件业务方面，引望则能提供乾崑智驾及鸿蒙座舱技术，随着问界等智选模式品牌及阿维塔等 HI 模式品牌的放量及占比提升，软件及服务业务营收及其占比相较 2022 年也有明显提升。具体来看，引望 2022 年、2023 年、2024H1 的营收分别为 20.98/47.00/104.35 亿元，其中 2024H1 硬件/软件及服务业务营收占比分别为 58.39%/41.61%。同时，引望发展初期，合作车型相对较少，其中 2024H1 前五大客户营收占比 90.55%，最大客户营收占比 63.38%。而从 2024 年合作车型的市场表现来看，公司或为引望的第一大客户。当然，随着后续华为合作车型销量的增长，引望的营收规模有望继续快速增长、增强盈利能力，而客户集中度则有望下降。

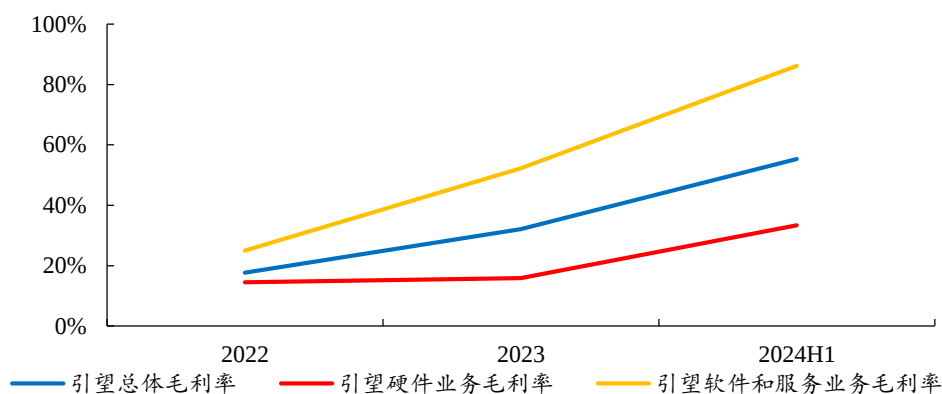
图67：引望 2024H1 营收突破 100 亿元


数据来源：公司公告、华为 2024 年年报、开源证券研究所

图68：引望营收结构中软件业务占比已超过 40%


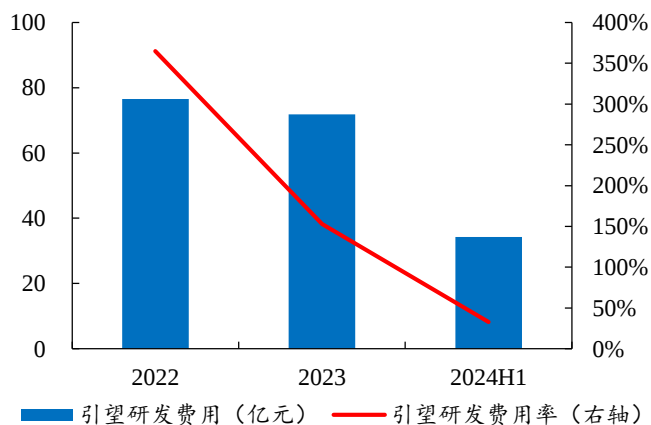
数据来源：公司公告、开源证券研究所

毛利率方面，引望毛利率从 2022 年的 17.73% 快速提升至 2023 年的 32.13%、2024H1 继续提升至 55.36%，其中 2024H1 硬件/软件及服务业务毛利率为 33.41%/86.17%。硬件业务属于制造领域，规模效应显著，在零部件出货量持续快速提升的背景下，引望硬件业务毛利率逐渐提高。软件业务方面，前期基础架构搭建及功能开发完后，后续优化及开发新的功能所需的边际成本将快速下降，也能明显推升毛利率。

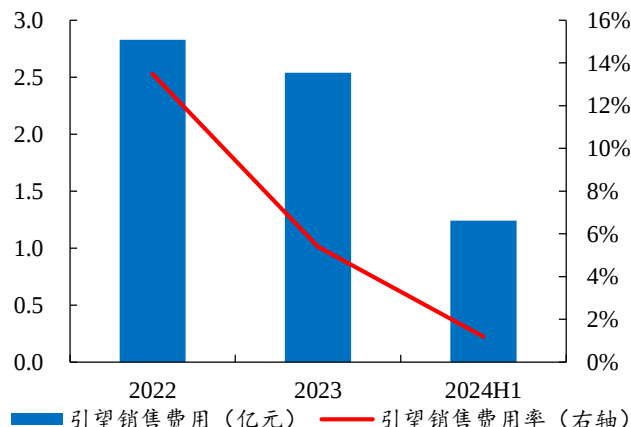
图69：引望近年来毛利率持续提升，软件业务毛利率相比硬件业务更高


数据来源：公司公告、开源证券研究所

期间费用方面，引望主要期间费用来自软硬件的研发费用，2024H1 在总期间费用中的比重为 95.32%。由于智能化软硬件技术在合作车型中存在相当的通用性，后期车型适配所需的费用将大幅下降，规模效应有望推动引望研发费用率明显下降。具体来看，引望 2023 年研发费用甚至略有下降，而从研发费用率来看，2022 年、2023 年、2024H1 逐渐降低。销售费用方面，在规模效应的带动下，其绝对规模及费用率均呈现下降趋势。

图70：在规模效应作用下，引望研发费用率明显下降


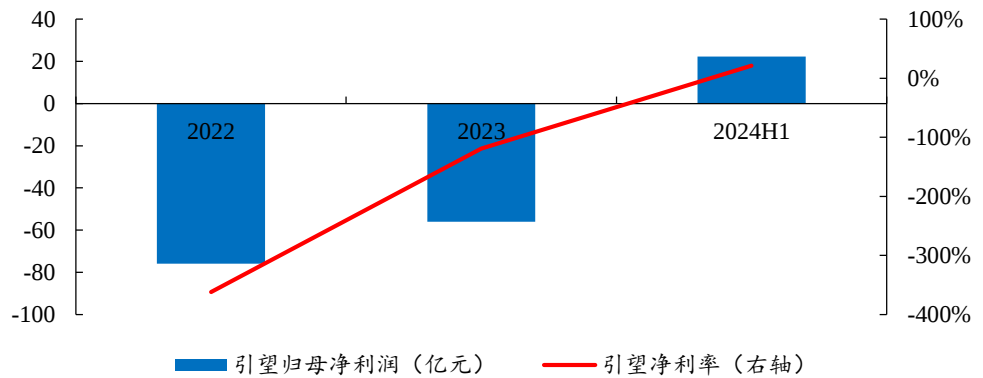
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图71：在规模效应作用下，引望销售费用率明显下降


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2024 年引望已实现盈利，公司按照 10% 的持股比例享有相应的投资收益。在规模效应及毛利率提升的背景下，引望 2024H1 大幅实现扭亏为盈，归母净利润为 22.31 亿元，而在 2024H2 营收环比增长 52.54% 的背景下，有望实现更大的盈利。公司持股引望 10%，享有相应的投资收益。

图72：引望 2022H1 实现大幅扭亏为盈，全年盈利规模预计更大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、发挥汽车业务及机器人业务协同效应，前瞻布局具身智能领域

重庆市政府多次发文支持机器人产业发展，公司申报的项目成功入选重庆市具身智能机器人方向第一批“揭榜挂帅”项目。重庆市政府多次发文支持机器人产业发展：（1）2023年6月，重庆市召开推动制造业高质量发展大会，提出要着力打造“33618”现代制造业集群体系，其中“18”指面向世界科技前沿、培育壮大18个“新星”产业集群，而AI及机器人是其中确定的高成长性产业集群之一；（2）2024年10月，《重庆市“机器人+”应用行动计划（2024—2027年）》发布，提出重庆将聚焦机器人应用重点领域，突破一批机器人关键技术，开发一批机器人中高端产品。其中在“机器人+制造业”领域，重庆将面向汽车等领域数字化转型需求，打造智能检测、装配、搬运、焊接、喷涂等制造业典型应用场景，开发出特色鲜明的智能工业机器人，研制数字化车间、智能工厂等场景解决方案，带动重载、协作、复合等机器人创新研发和规模化应用；（3）2025年2月，重庆市公布具身智能机器人方向第一批“揭榜挂帅”项目单，其中公司面向汽车总装应用场景的具身智能机器人开发、具身大模型关键技术攻关两个项目成功入选。“揭榜挂帅”的目的是通过聚焦新能源汽车、低空经济等重点产业链，拓展机器人产业生态链，比如重庆目前已经形成年产智能网联新能源汽车100万辆的产能。在市政府的大力支持下，重庆机器人产业有望在汽车制造等领域形成一批实质性的成果。

图73：AI及机器人是重庆聚焦打造的“33618”现代制造业集群体系中的18个“新星产业集群”之一



资料来源：SMM 官网

图74：公司申报的项目成功入选重庆市具身智能机器人方向第一批“揭榜挂帅”项目

三、面向汽车总装应用场景的具身智能机器人开发

榜单类别：开放场景（智能网联新能源汽车方向）

需求单位：赛力斯汽车有限公司

联系方式：唐女士，18696657428

项目内容：研究适应汽车总装的可穿戴式数据采集系统，突破轻量化设计、舒适穿戴和无干扰采集技术，实现视觉、触觉、位姿等多源异构数据的实时采集和多传感器融合标定技术。研究具备场景理解和决策推理能力的专用具身智能大模型，面向汽车总装复杂工况的智能生产任务执行需求，突破多模态信息的融合感知、环境建模与深度认知。研究基于扩散策略和模仿学习的实时运动控制、动态平衡控制和柔顺操作算法。通过技能训练框架和亚动作单元尺度泛化技术，实现机器人在汽车总装过程非标件搬运、精细装配及动态拆卸任务中的高效灵巧操作和动态适应能力。开发面向汽车总装场景的具身智能机器人产品，实现总装工艺流程的智能作业和人机协作。在设备巡检、非标件搬运、零部件安装调试及拆卸检查等场景中开展应用验证。

资料来源：重庆市经信委官网

汽车制造为机器人天然的应用场景，并且汽车与机器人在软硬件方面有很强的通用性，车企在整车业务积累的供应链、自动驾驶算法、规模化量产等经验能得到复用。车企布局机器人业务存在多重优势：（1）**存在真实应用场景**。汽车制造过程中有很多环节可以由机器人代替，并且大规模的机器人应用对于提高生产效率、降低人工成本方面有很大帮助；（2）**零部件通用性**。传感器、控制器、芯片、电池、电机、冷却系统、减速/转换机构、轴承等硬件，在汽车及机器人产业中都有着广泛的应用。以传感器及控制器为例，智能驾驶及机器人的正常运行都需要摄像头、激光雷达、毫米波雷达等传感器获取环境信息，随后控制器根据输入的环境信息给出相应的决策，供执行器做出相应的动作。汽车作为较为成熟的产业，在零部件标准化等方面做的非常成功，在自动化生产、大规模量产、降本等方面有着丰富的经验，车企布局机器人业务存在天然的优势；（3）**软件算法的相似性**。汽车智能驾驶与人形机器人的自主处理任务本质都是“感知-规控-执行”三个环节，车企在算法层面有着长期的探索。在行业标杆特斯拉的带领下，目前有相当多的车企已开始布局机器人业务。

图75：公司超级工厂引入大量机器人，生产效率大幅提升，并能明显降低人工成本



资料来源：太平洋汽车网

图76：人形机器人算法主要包括“感知-规控-执行”三个环节，与智能驾驶存在高度的相似性

算法归类	问题描述	典型算法
环境感知	特征提取+问题	SLAM 算法、视觉识别算法、语音识别算法、肌电信号感知和脑机接口(BCI)等
决策与规划	目标优化问题	基于搜索的算法,基于采样的算法,基于优化的算法,不确定性规划和基于智能计算的算法
运动控制	物理仿真问题	基于模型的算法、基于数据的算法和基于神经网络的算法

资料来源：鑫椏智驾腾讯官方号

表3：汽车与机器人在多个硬件领域存在相通性，目前已有不少汽车零部件企业积极布局机器人业务

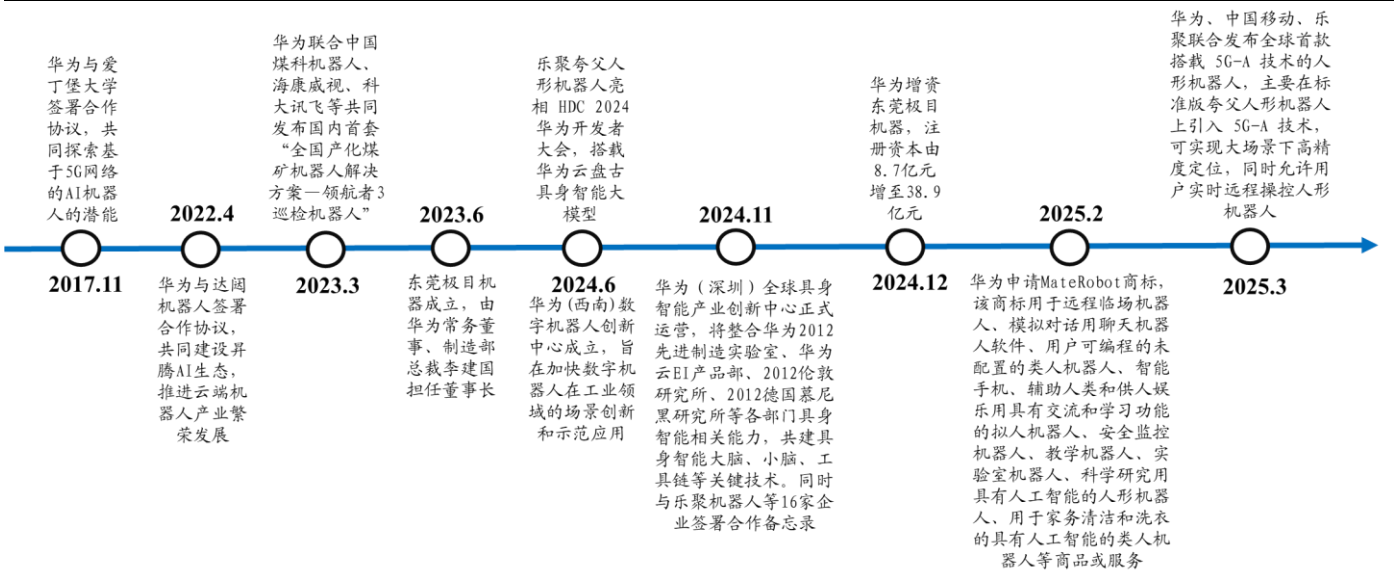
分类	企业	产品分类	分类	企业	产品分类
清洁/安防/物流机器人	毫末智行	物流自动配送车/安防机器人/园区清扫机器人	传感器	禾赛科技	激光雷达
充电机器人	宁德时代	移动储充检一体机器人		速腾聚创	激光雷达、力传感器
人形机器人	禾川科技	通用型人形机器人		奥比中光	激光雷达
工业机器人	汇川技术	四轴/六轴工业机器人		宇立仪器	力传感器
	中科创达	潜伏举升/窄体叉取/托盘搬运/复合机器人		华威科智能	触觉传感器
机器人基座开发套件	地平线/地瓜机器人	芯片、机器人开发平台		他山科技	触觉传感器及芯片
				鑫精诚传感技术	力传感器
				帕西尼感知	触觉传感器

资料来源：佐思汽车研究公众号、开源证券研究所

华为布局机器人业务存在算力、大模型、自动驾驶算法等多维度优势，目前正扎实推进机器人业务的布局。华为作为领先的 ICT 企业，其昇腾 AI 芯片能够提供边缘算力支持，而华为云、盘古大模型作为云端大脑，能够赋能机器人的日常业务处理及算法进化。同时，华为在汽车智能化领域布局多年，有着行业领先的智能驾驶算法及鸿蒙 OS 系统，在机器人业务中也能得到充分的借鉴。此外，华为与众多车企等合

作伙伴有着广泛的合作，例如汽车业务方面，华为坚持不造车，主要提供智能化技术及营销赋能等，规模化量产主要借助合作车企的能力，相信在机器人业务方面，华为也能找到相应的合作伙伴、自身则专注于智能化技术的开发等方面。其实，华为在机器人领域布局已久：（1）2022 年 4 月，华为与达闼机器人签署合作协议，共同建设昇腾 AI 生态，推进云端机器人产业繁荣发展；（2）2023 年 6 月，东莞极目机器成立，由华为常务董事、制造部总裁李建国担任董事长，旨在积极探索机器人领域关键零部件；（3）2024 年 6 月，乐聚夸父人形机器人亮相 HDC 2024 华为开发者大会，搭载华为云盘古具身智能大模型。盘古具身智能大模型旨在提升机器人的智能及泛化能力。该模型具备多模态（文本、图像、视频）能力，使机器人能够模拟人类常识进行逻辑推理，能够让机器人完成 10 步以上的复杂任务规划，并且在任务执行中实现多场景泛化和多任务处理。同时盘古大模型还能生成机器人需要的训练视频，让机器人更快地学习各种复杂场景；（4）华为（深圳）全球具身智能产业创新中心正式运营，将整合华为 2012 先进制造实验室、华为云 EI 产品部、2012 伦敦研究所、2012 德国慕尼黑研究所等各部门具身智能相关能力，共建具身智能大脑、小脑、工具链等关键根技术；（5）2025 年 2 月，华为申请 MateRobot 商标；（6）2025 年 3 月，华为、中国移动、乐聚联合发布全球首款搭载 5G-A 技术的人形机器人，主要在标准版夸父人形机器人上引入 5G-A 技术，可实现大场景下高精度定位，同时允许用户实时远程操控人形机器人。相信在长期的积累下，华为有望像智能汽车业务一样，在机器人智能化技术及关键零部件领域发挥重要价值。

图77：华为在机器人领域布局已久，相关经验的积累为其在机器人领域的进一步开拓奠定扎实的基础



资料来源：华为官网、中国机器人网腾讯官方号、财联社、IT之家、中国发展网、观察者网、开源证券研究所

图78：华为发布盘古具身智能大模型，旨在提升机器人的智能及泛化能力



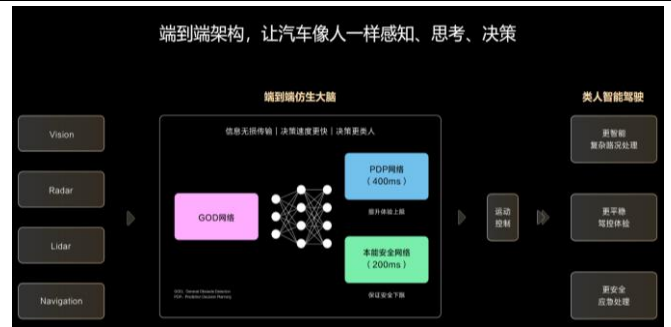
资料来源：科创板日报公众号

图79：华为昇腾 AI 云服务可以为具身智能大模型的训练及进化提供算力支撑



资料来源：华为云公众号

图80：华为在端到端智能驾驶算法领域布局已久，为其具身智能算法的研究奠定坚实的基础



资料来源：华为官网

公司前瞻布局机器人领域，目前已启动相关技术人才招聘、产品研发等工作。公司敏锐地观察到机器人产业的发展前景，近年来加速布局该领域：（1）2023 年 12 月 29 日，公司与重庆财政局控股企业合资成立重庆赛力斯凤凰智创科技有限公司，承接机器人业务；（2）2024 年 9 月 14 日，公司申请注册“ROBOREX”商标，并于 2024 年 10 月获受理；（3）2024 年 11 月 4 日，公司已在公开平台上发布与具身智能、人形机器人相关的招聘信息；（4）2025 年 3 月 17 日，重庆凤凰技术有限公司成立，由公司全资持股。新公司将大力投入机器人技术的研发与产业化进程，不仅探索机器人技术在工业生产中提升自动化水平、降低人力成本的应用潜力，还将积极开拓其在服务领域的应用场景；（5）2025 年 3 月 22 日，公司首次在校园招聘中设“具身智能大模型工程师”岗位。应聘者需将多模态数据理解、生成能力落地于机器人、工厂生产、家庭服务等业务场景；（6）2025 年 3 月 31 日，北京赛航具身智能技术有限公司成立，该公司由赛力斯旗下重庆凤凰技术有限公司、北京航空航天大学分别持股 70%、30%，经营范围包括智能机器人的研发、智能机器人销售、服务消费机器人制造、服务消费机器人销售等。未来，凭借公司在该领域持续的技术布局、与优秀伙伴的技术合作以及整车领域积累的规模化量产经验，机器人业务有望成为公司新的业绩增长点。

图81：公司前瞻布局机器人领域，目前已启动相关技术人才招聘、产品研发等工作



资料来源：上海证券报公众号、中国证券报公众号、盖世具身智能公众号、金融界网易官方号、开源证券研究所

图82：2024年11月4日，公司已在公开平台上发布与具身智能、人形机器人相关的招聘信息



资料来源：金融界网易官方号

图83：2025年3月17日，公司成立重庆凤凰技术有限公司，其将大力投入机器人技术的研发与产业化进程



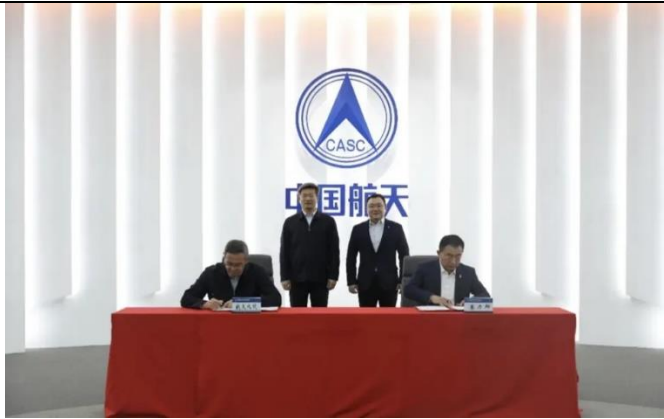
资料来源：中国证券报公众号

3.3、积极布局飞行汽车业务，未来有望与新能源车业务协同发展

依托重庆政府对低空经济产业的支持，公司积极布局飞行汽车业务，有望与新能源车业务形成明显的协同效应。重庆市高度重视低空经济的产业布局和发展，2024年9月，《重庆市推动低空空域管理改革促进低空经济高质量发展行动方案（2024-2027年）》发布，明确提出重庆要将打造“低空经济创新发展之城”。从重庆的地形特点来看，点对点运输的低空经济模式也有较为明确的发展空间。因此，公司积极布局飞行汽车业务，并且由于飞行汽车与新能源汽车的零部件供应链重合度很高，公司作为车企也有一定的布局优势。重庆市委军民融合办表示，目前重庆本土企业赛力斯、宗申已组建项目团队，开展参与eVTOL等智能飞行器和核心零部件的研发制造。两江航投集团党委书记、董事长向阳也表示，赛力斯有基础和能力进入低空航空器的研发制造领域。具体来看，公司在飞行汽车领域已有以下实质性动作：（1）2月7日，公司申请注册“赛飞”商标，国际分类为运输工具；（2）2月20日，公司与中

国航天电子技术研究院在北京签署战略合作框架协议。根据协议，双方将面向新兴产业领域的技术、产品开发和商业化的实际业务需求，加强研产供协同创新，共同推动科技项目在新产品开发和推广中的应用实施，充分发挥产业融合的模式优势，促进科技创新成果转化；(3) 2 月，公司还在招聘平台上发布了高级飞控系统工程师及飞控工程师的招聘信息。根据招聘岗位详情显示，招聘的飞控系统工程师负责飞行汽车飞行控制的系统设计，包括飞行控制算法、传感器集成和执行机构控制等，确保飞行汽车的稳定性与安全性。展望未来，飞行汽车业务有望成为公司又一重要增长点。

图84：2 月 20 日，公司与中国航天电子技术研究院在北京签署战略合作框架协议



资料来源：环球网腾讯官方号

图85：2 月，公司申请注册“赛飞”商标，国际分类为运输工具

商标	赛飞		
商标名称	赛飞		
申请/注册号	83349211	国际分类	12-运输工具
商标状态	等待实质审查	申请日期	2025-02-07
国际商标	否	国际注册日期	-
商标类型	普通商标	商标结构	纯中文
商标形式	-	优先权日期	-
后期指定日期	-	是否共有商标	否
部分驳回	否		

资料来源：界面新闻官网

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

营收端，2024 年，公司通过问界 M9、问界 M7 两款爆款车型实现销量的大幅增长，其中问界 M9 稳居 2024 年 50 万以上车型的销量冠军，问界 M7 在 2023 年 9 月降价增配后、2024 年销量同比也有约 2 倍的增长。2025 年，自主高端新能源 SUV 市场仍有望扩容。公司将继续深度布局高端新能源 SUV 市场，其中配置对标问界 M9、但定价明显下探的问界 M8 有望成为更受青睐的爆款、4 月上市后有望快速扭转公司短期的销量困局；问界 M9 在智驾等配置升级、价位基本不变的情况下产品力进一步提升，有望继续成为爆款，但问界 M8 的上市或对其有小幅分流；问界 M7 受自身产品力问题近期销量承压，后续年度改款有望迎来边际改善，但全年销量预计同比将有所下滑；问界 M5 降价增配后销量预计同比有小幅增长。同时，问界 2025 年有望开启出海步伐，有望贡献一小部分销量。2026-2027 年，问界 M8 全年均可销售、销量预计同比明显增长，同时公司将推中期改款车型、加速海外布局甚至可能推出其他新车型等，有望贡献销量增量。我们预计公司 2025-2027 年问界系列销量将分别达 41.0/46.5/49.9 万辆。而其余中低端车型的销量预计也将有一定的增长。销量增长的同时，由于问界 M8 定位偏高端、问界系列产品出海存在溢价，有望推升公司单车均价。我们预计 2025-2027 年公司营收将分别达 1607.84/1882.94/2105.11 亿元。

毛利率端，随着定位高于问界 M7 的问界 M8 的上市，问界 M8 及 M9 的销量合计在问界系列总销量中的占比将明显提升，叠加问界系列开启出海，有望带动公司毛利率逐步提升。我们预计公司 2025-2027 年毛利率将分别达 26.2%/26.5%/27.1%。

投资收益端，随着华为 HI 及智选模式合作车型销量的增长，引望 2024 年已实现盈利，预计后续盈利将继续扩大。公司作为首家入选华为引望的智选模式车企，将享受相应的投资收益。

表4：赛力斯业绩拆分与盈利预测

年份	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	341.05	358.42	1451.76	1607.84	1882.94	2105.11
YOY		5.1%	305.0%	10.8%	17.1%	11.8%
毛利	38.61	37.23	379.66	420.72	499.70	571.48
毛利率	11.32%	10.39%	26.15%	26.17%	26.54%	27.15%
汽车整车业务	312.81	335.56	1389.38	1499.70	1724.05	1892.92
YOY		8.0%	310.9%	7.6%	15.0%	9.8%
毛利	35.03	31.89	359.91	386.74	449.13	503.49
毛利率	11.20%	9.50%	25.90%	25.79%	26.05%	26.60%
其他主营业务	16.86	10.88	20.71	33.14	46.39	60.31
YOY		-35.5%	90.3%	60.0%	40.0%	30.0%
毛利	0.75	1.07	2.38	3.98	5.57	7.24
毛利率	4.47%	9.82%	11.51%	12.00%	12.00%	12.00%
其他业务	11.38	11.97	41.67	75.01	112.51	151.89
YOY		5.2%	248.1%	80.0%	50.0%	35.0%
毛利	2.83	4.27	17.37	30.00	45.00	60.75
毛利率	24.85%	35.68%	41.69%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

4.2、估值与投资建议

公司作为目前华为智选模式合作最为成功的车企，受华为智能化技术、产品定义、营销等深度赋能，迅速成为高端新能源 SUV 市场龙头。潜在大爆款问界 M8 及改款升级的问界 M9 等车型的推出将继续增强公司的产品竞争力，并将继续受益相关市场的扩容。同时，公司作为率先入股华为引望的智选模式车企，以股权关系为纽带，除在华为赋能方面享有先发优势外，还将享受引望盈利后的投资收益，贡献新的业绩增量。此外，公司前瞻布局具身智能、飞行汽车等前沿技术领域，有望发挥整车业务与相关领域的软硬件协同性，打造新成长曲线。

我们选取新能源车龙头比亚迪、理想汽车-W 作为可比公司，主要理由如下：比亚迪作为新能源车龙头，电动化技术领先，加码布局智能化技术、高端品牌、出海业务，有望继续成长；理想汽车-W 作为高端新能源 SUV 市场另一领军企业，打造 L 系列爆款车型，后续将推出纯电 i 系列，有望贡献销量增量；长安汽车作为另一入股华为引望的车企，在华为智能化技术赋能等方面同样占据先发优势。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 98.10/128.94/168.60 亿元，EPS 分别为 6.01/7.89/10.32 元，当前股价对应的 PE 分别为 21.4/16.3/12.4 倍，小幅高于可比公司均值的 17.8/13.5/10.9 倍。公司与智能化龙头华为深度合作，问界 M8 上市后，我们预计公司 2025-2027 年业绩有望继续实现 30%以上的同比增长，叠加公司前瞻布局具身智能、飞行汽车等领域，有望享受一定的估值溢价。我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：公司 2025-2027 年业绩有望继续高增，叠加前瞻布局具身智能、飞行汽车等领域，有望享受一定的估值溢价

股票代码	公司简称	最新收盘	总市值	EPS（元）			P/E			评级
		价 （元）		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
002594.SZ	比亚迪	376.80	11584.38	18.3	22.6	26.7	20.6	16.7	14.1	买入
2015.HK	理想汽车-W	111.30	2382.80	5.2	7.8	10.4	19.8	13.2	9.9	买入
000625.SZ	长安汽车	12.25	1070.14	0.9	1.1	1.3	13.0	10.5	8.7	买入
平均							17.8	13.5	10.9	
601127.SH	赛力斯	128.50	2098.88	6.0	7.9	10.3	21.4	16.3	12.4	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：赛力斯、比亚迪、理想汽车-W、长安汽车盈利预测来自开源证券研究所；截至 2025 年 5 月 15 日；港元兑人民币汇率 0.9227）

5、风险提示

- （1）汽车行业需求不及预期：汽车行业整体需求不足会影响公司的销量，进而影响公司规模效应的发挥。
- （2）高端国产 SUV 渗透率不及预期：若高端 SUV 市场对品牌力要求过高，导致国产新能源 SUV 渗透率不及预期，会对公司销量造成限制。
- （3）行业竞争加剧：若行业内较强竞争力的竞品增多，将给公司的销量表现、盈利能力带来风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	26117	65998	83793	90593	115817	营业收入	35842	145176	160784	188294	210511
现金	13161	45955	61129	70633	91357	营业成本	32308	107210	118711	138324	153363
应收票据及应收账款	2446	2362	0	0	0	营业税金及附加	904	3888	4027	4905	5426
其他应收款	2237	687	2552	1241	2999	营业费用	5276	19184	19294	22595	25261
预付账款	1868	994	2176	1537	2614	管理费用	1653	3547	3698	4142	4421
存货	3529	2552	4182	3665	5035	研发费用	1696	5586	5627	6590	7157
其他流动资产	2875	13447	13755	13518	13812	财务费用	-16	-295	-595	-983	-1536
非流动资产	25128	28366	33209	40610	45457	资产减值损失	-424	-2177	-1929	-2071	-2105
长期投资	2042	1979	2696	4157	6522	其他收益	548	1068	608	687	728
固定资产	8748	9256	13058	18818	21551	公允价值变动收益	22	101	-46	-23	14
无形资产	10545	10058	9873	9572	9218	投资净收益	1789	10	881	1625	2529
其他非流动资产	3792	7074	7581	8063	8166	资产处置收益	133	4	251	167	139
资产总计	51245	94364	117002	131203	161274	营业利润	-3994	4942	9306	12750	17298
流动负债	37576	76265	91623	94321	109109	营业外收入	48	46	107	58	65
短期借款	786	0	0	0	0	营业外支出	136	37	59	67	74
应付票据及应付账款	30150	68451	84580	86656	101704	利润总额	-4081	4951	9354	12742	17289
其他流动负债	6640	7813	7042	7665	7405	所得税	76	211	748	1019	1383
非流动负债	6469	6194	6333	6480	6315	净利润	-4157	4740	8606	11722	15906
长期借款	1375	687	826	973	808	少数股东损益	-1707	-1206	-1205	-1172	-954
其他非流动负债	5094	5507	5507	5507	5507	归属母公司净利润	-2450	5946	9810	12894	16860
负债合计	44045	82458	97956	100801	115424	EBITDA	-1756	7643	10413	14280	19165
少数股东权益	-4206	-359	-1563	-2736	-3690	EPS(元)	-1.50	3.64	6.01	7.89	10.32
股本	1510	1510	1510	1510	1510	主要财务比率					
资本公积	17874	13045	13045	13045	13045	成长能力					
留存收益	-7694	-2248	5827	16647	31023	营业收入(%)	5.1	305.0	10.8	17.1	11.8
归属母公司股东权益	11406	12264	20610	33138	49541	营业利润(%)	18.9	223.8	88.3	37.0	35.7
负债和股东权益	51245	94364	117002	131203	161274	归属于母公司净利润(%)	36.1	342.7	65.0	31.4	30.8
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	6398	22515	22831	17747	26199	毛利率(%)	9.9	26.2	26.2	26.5	27.1
净利润	-4157	4740	8606	11722	15906	净利率(%)	-6.8	4.1	6.1	6.8	8.0
折旧摊销	2581	4025	2618	3463	4254	ROE(%)	-57.7	39.8	45.2	38.6	34.7
财务费用	-16	-295	-595	-983	-1536	ROIC(%)	-25.0	22.5	30.8	27.6	26.2
投资损失	-1789	-10	-881	-1625	-2529	偿债能力					
营运资金变动	8883	11862	12809	4959	9832	资产负债率(%)	85.9	87.4	83.7	76.8	71.6
其他经营现金流	895	2193	274	210	272	净负债比率(%)	-95.7	-359.9	-306.8	-222.7	-193.2
投资活动现金流	-2973	-16509	-6374	-9096	-6420	流动比率	0.7	0.9	0.9	1.0	1.1
资本支出	3465	7144	6743	9404	6736	速动比率	0.5	0.7	0.7	0.8	0.9
长期投资	608	-10348	-718	-1461	-2365	营运能力					
其他投资现金流	-116	983	1087	1769	2681	总资产周转率	0.7	2.0	1.5	1.5	1.4
筹资活动现金流	-1269	-4167	-1283	853	946	应收账款周转率	17.0	60.4	0.0	0.0	0.0
短期借款	-1292	-786	0	0	0	应付账款周转率	2.2	4.5	3.3	3.5	3.4
长期借款	36	-688	139	147	-166	每股指标(元)					
普通股增加	13	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	-1.50	3.64	6.01	7.89	10.32
资本公积增加	2579	-4829	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.92	13.78	13.98	10.87	16.04
其他筹资现金流	-2603	2136	-1423	706	1111	每股净资产(最新摊薄)	6.98	7.51	12.62	20.29	30.33
现金净增加额	2152	1854	15174	9504	20724	估值比率					
						P/E	-85.7	35.3	21.4	16.3	12.4
						P/B	18.4	17.1	10.2	6.3	4.2
						EV/EBITDA	-103.5	19.2	12.5	8.4	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn