



交銀國際  
BOCOM International

首次覆盖

汽车行业

2025年07月21日

# 赛力斯

SERES 601127 CH

## 问界引领高端化转型 盈利能力跃升



赛力斯深化与华为的合作，入股引望后，将进一步强化华为属性和智能化，带动品牌持续向上。端到端模型正循环情况下，华为智驾水平有望持续领先行业，问界品牌有望受益。问界M8和M9打入传统BBA豪华品牌市场，在各自细分市场销量领先。品牌高端定位基本确立，带动赛力斯毛利率领先行业，盈利水平提升已步入快车道。

汽车	收盘价 人民币 130.40	目标价 人民币 180.50	潜在涨幅 +38.4%
----	-------------------	-------------------	----------------

2025年7月21日

## 赛力斯 (601127 CH)

### 问界引领高端化转型，盈利能力跃升；首予买入

赛力斯深化与华为的合作，入股引望后，将进一步强化华为属性和智能化，带动品牌持续向上。问界 M8 和 M9 打入传统 BBA 豪华品牌市场，在各自细分市场销量领先，品牌高端定位基本确立，带动赛力斯毛利率领先行业，盈利水平提升已步入快车道。我们预计改款 M7 在今年下半年发布，有助于提升该车型在 25-35 万元 SUV 市场的竞争力。首予买入，目标价 180.5 元人民币。

① **高端新能源市场国产化率稳步提升，问界品牌高端化调性基本确立，带动赛力斯盈利能力向上。**随着我国消费者对智能化与高品质出行体验的需求提升，高端化已成为我国新能源乘用车发展的核心趋势之一。2024 年中国内地高端新能源乘用车销量达 260 万辆，占比超 23%，其中自主品牌市占率近 58%。问界在华为深度赋能下快速完成品牌上探，M9 在 45-60 万元（人民币，下同）区间领先销量重塑高端 SUV 格局，M8 上市进一步巩固高端布局。赛力斯单车售价与利润双提升，1Q25 毛利率高达 27.6%，大幅领先行业。问界 M8 于今年 4 月上市，5 月月销量已超 1.2 万辆，6 月进一步上升至 2.1 万辆，凭借产品力有望成为细分市场销量第一，我们预计 M8 稳态月销量在 1.5 万辆左右。

② **华为智驾领先行业，入股引望加强华为属性和智能化水平。**华为在智能座舱和智能驾驶方面的产品迭代正在加速，目前已经迭代至 HarmonyOS 5 和 ADS 4。智驾方面，从目前趋势看，感知端大模型（基于学习）成为主流方向，销量领先、数据规模领跑的车企具备更大数据存储量。随着华为合作车企规模不断扩大，华为智驾有望领先同行。问界深度合作华为，入股引望后有望加强华为属性和智能化水平，继续维持行业领先优势。

③ **盈利能力步入上行通道，首予买入。**赛力斯正加速高端转型，我们预计 2025 年问界 M8/M9 合计销量占比达到 53%，带动单车均价提升至 29.7 万元，毛利率升至 27.1%。同时，我们预计赛力斯的净利率将进一步改善，并在 2025-27 年保持在约 6.1%-7.3% 之间，期间的自由现金流将保持正值。我们采用 PE 估值法，基于 25 倍 2025E 市盈率，目标价为 180.5 元人民币，对应 2026E 市盈率的 22 倍。我们看好赛力斯在高端市场的进一步拓展及其潜在的盈利能力增长，首予买入评级。

#### 财务数据一览

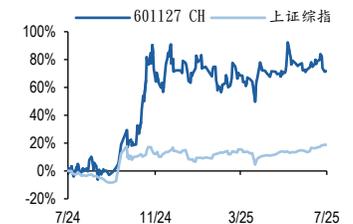
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	35,842	145,176	175,174	204,281	213,877
同比增长 (%)	5.1	305.0	20.7	16.6	4.7
净利润(百万人民币)	(2,450)	5,946	10,884	12,400	15,599
每股盈利(人民币)	(1.62)	3.94	7.21	8.21	10.33
同比增长 (%)	-36.1	ns	83.0	13.9	25.8
市盈率(倍)	ns	33.1	18.1	15.9	12.6
每股账面净值(人民币)	7.55	8.12	13.89	20.46	28.73
市账率(倍)	17.26	16.05	9.39	6.37	4.54
股息率 (%)	1.3	1.6	2.0	2.0	2.0

资料来源：公司资料，交银国际预测

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位(人民币)	145.87
52周低位(人民币)	71.36
市值(百万人民币)	196,875.60
日均成交量(百万)	24.39
年初至今变化 (%)	(2.24)
200天平均价(人民币)	130.14

资料来源: FactSet

#### 陈庆

angus.chan@bocomgroup.com  
(86) 21 6065 3601

#### 李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1854

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

## 目录

投资概要 .....	4
问界品牌高端化确立，盈利能力领先行业 .....	5
中国内地高端新能源乘用车市场：自主品牌捕捉消费需求转变机遇，市占率提升趋势明确 .....	5
主力品牌问界 M9：高端品牌调性基本确立，细分市场销量领先 .....	7
新车型问界 M8：进一步完善问界品牌产品矩阵，有望成为细分市场第一 .....	10
高端化驱动盈利跃升：赛力斯毛利率领先自主车企 .....	13
深度协同华为，智驾领先同行 .....	15
华为智选车标杆案例：“华为+赛力斯”深度协同驱动问界崛起 .....	15
入股引望，华为属性和智驾优势再加强 .....	16
华为智驾目前处于第一梯队，ADS 4 率先迈向 L3 级自动驾驶 .....	20
财务预测：预计 2025-27 年每股收益年复合增长率为 37.9% .....	26
问界 M8/M9 占比超 50%，赛力斯 2025 年预估交付 56.5 万辆，盈利能力有望跃升 .....	26
从“以价换量”到“以质提价”：赛力斯 2025 年单车均价 29.7 万元 .....	29
规模效应+高端化发力：2025 年毛利率或达 27.1%，毛利润 474 亿元 .....	29
受惠运营杠杆+产品组合优化，净利率稳站 6.1%-7.3% .....	31
首予买入评级，目标价 180.5 元人民币 .....	35
风险因素 .....	38
公司介绍 .....	39
业务：整车业务为核心，新能源收入占比超九成 .....	40
产能：问界工厂设计产能 30 万辆，可根据需求提升产能 .....	41
销售渠道：自营+华为门店+与中升集团合作 .....	41
海外：2020-24 年，赛力斯海外收入年复合增长率 37.3% .....	42

## 投资概要

赛力斯深化与华为的合作，入股引望后，将进一步强化华为属性和智能化，带动品牌持续向上。问界 M8 和 M9 打入传统 BBA 豪华品牌市场，在各自细分市场销量领先，品牌高端定位基本确立，带动赛力斯毛利率领先行业，盈利水平提升已步入快车道。我们预计改款 M7 将于下半年发布，有望提升该车型在 25-35 万元 SUV 市场的竞争力。首予买入，目标价 180.5 元人民币。

高端新能源市场国产化率稳步提升，问界品牌强化华为属性，高端化调性基本确立，带动赛力斯盈利能力向上。随着我国消费者对智能化与高品质出行体验的需求提升，高端化已成为我国新能源乘用车发展的核心趋势之一。2024 年中国内地高端新能源乘用车销量达 260 万辆，占比超 23%，其中自主品牌市占率近 58%。问界在华为深度赋能下快速完成品牌上探，M9 在 45-60 万元（人民币，下同）区间领先销量重塑高端 SUV 格局，M8 上市进一步巩固高端布局。赛力斯单车售价与利润双提升，1Q25 毛利率高达 27.6%，大幅领先行业。问界 M8 于今年 4 月上市，5 月月销量已超 1.2 万辆，6 月进一步上升至 2.1 万辆，凭借产品力有望成为细分市场销量第一，我们预计 M8 稳态月销量在 1.5 万辆左右。我们预计改款 M7 将会在下半年发布，目前新能源汽车市场竞争激烈，25-35 万元 SUV 市场更是竞争白热化，问界 M7 面临着来自理想、小米等车型的压力。2025 年改款将凭借产品力的提升和部分升级，强化自身竞争力，应对竞品的冲击。改款有可能就尺寸与座椅布局、外观设计、智能化配置和动力系统等多方面进行优化。

华为智驾领先行业，入股引望加强华为属性和智能化水平。华为在智能座舱和智能驾驶方面的产品迭代正在加速，目前已更新至 HarmonyOS 5 和 ADS 4，智能驾驶水平在业内处于第一梯队。从目前趋势看，我们认为大多整车厂会由之前传统的神经网络+规则算法（基于规则）转向感知端大模型（基于学习）。大模型的研发需要车企持续的研发投入，在保证端到端大模型“正循环”的情况下，销量领先、数据规模领跑的车企具备更大数据存储量。华为 ADS 已经搭载于问界 M5/M7/M9、阿维塔 11/12、智界 S7 等车型，随着华为合作车企规模不断扩大，华为品牌赋能下合作车企销量提升，华为有望在数据规模上领先于大多数车企。问界深度合作华为，2024 年入股引望，进一步强化属性，有望依托华为的品牌力和智能化水平继续维持领先优势。

凭借问界车型，赛力斯的盈利能力行业领先。问界品牌的高端化显著提升了赛力斯的品牌影响力与盈利能力。高端车型如 M9 的推出，不仅提升了单车售价和毛利率，也增强了资本市场对赛力斯成长性的预期。我们将赛力斯与新势力企业（小鹏、蔚来、理想）及民营企业长城汽车和吉利汽车作为对比。整体来看，ASP 层面，赛力斯借助问界 M9 等高端产品，2024 年 ASP 大幅跃升至 28 万元，和理想和蔚来接近。毛利率方面，赛力斯更是远超同行，2024 年赛力斯毛利率达到 27.6%，领先处于第二梯队的理想和长城（毛利率约 20%右）。

首予买入评级，当前股价较目标价仍有 38.4% 的上升空间。赛力斯正加速高端转型，我们预计 2025 年问界 M8/M9 合计销量占比达到 53%，带动单车均价提升至 29.7 万元，毛利率升至 27.1%。同时，我们预计赛力斯的净利率将进一步改善，并在 2025-27 年保持在约 6.1%-7.3% 之间，期间的自由现金流将保持正值。我们采用 PE 估值法，基于 25 倍 2025E 市盈率，目标价为 180.5 元人民币，对应 2026E 市盈率的 22 倍。我们看好赛力斯在高端市场的进一步拓展及其潜在的盈利能力增长，首予买入评级。

## 问界品牌高端化确立，盈利能力领先行业

**核心观点：**随着我国消费者对智能化与高品质出行体验的需求提升，高端化已成为新能源乘用车发展的核心趋势。2024 年中国内地高端新能源乘用车销量达 260 万辆，占比超 23%，其中自主品牌市占率近 58%。在华为深度赋能下，问界快速完成品牌上探，M9 在 45-60 万元区间领先销量重塑高端 SUV 格局，M8 上市进一步巩固其高端布局。赛力斯凭借集中于 30 万元以上高端车型的产品结构，实现单车售价与利润双提升，1Q25 毛利率高达 27.6%，大幅领先行业。问界已成为我国自主高端化浪潮中的典范，也验证了“华为+赛力斯”智选车模式在高端新能源市场的强大穿透力。问界 M8 于今年 4 月上市，5 月月销量已超 1.2 万辆，凭借强大的产品力，有望成为中国内地细分市场销量第一，我们预计 M8 稳态月销量在 1.5 万辆左右。

### 中国内地高端新能源乘用车市场：自主品牌捕捉消费需求转变机遇，市占率提升趋势明确

根据价格细分，我国乘用车市场可分为高端和非高端车型市场。随著消费者对电动化、高科技配置和智能化体验的需求增长，更多高端品牌正加速其新能源汽车车型的布局。高端新能源乘用车正逐步抢占传统豪华燃油车的市场占有率。据中国汽车工业协会和弗若斯特沙利文数据，2024 年中国内地高端新能源乘用车销量达到 260 万辆，占中国内地新能源乘用车市场总量的 23.4%，并预计 2025-27 年中国内地高端新能源乘用车销量约 320/390/440 万辆，新能源车高端化率提升至约 25%/26%/27%。

图表 1: 中国内地新能源乘用车销量：高端化占比维持在 25%左右



资料来源: 中国汽车工业协会 (CAAM)，弗若斯特沙利文，交银国际 E=弗若斯特沙利文预测

近年来，中国内地合资高端豪华品牌整体销量承压，呈现普遍下滑趋势。除个别如上汽奥迪等品牌仍实现增长外，传统 BBA（奔驰、宝马、奥迪）等主力豪华品牌在华销量增长乏力，部分车型市场份额持续被压缩。这一趋势背后，既有消费偏好变化和市场结构调整的影响，也反映出外资品牌在智能化、电动化转型方面节奏滞后，难以满足我国消费者对智能座舱、高阶智驾等高科技配置日益提升的期待。

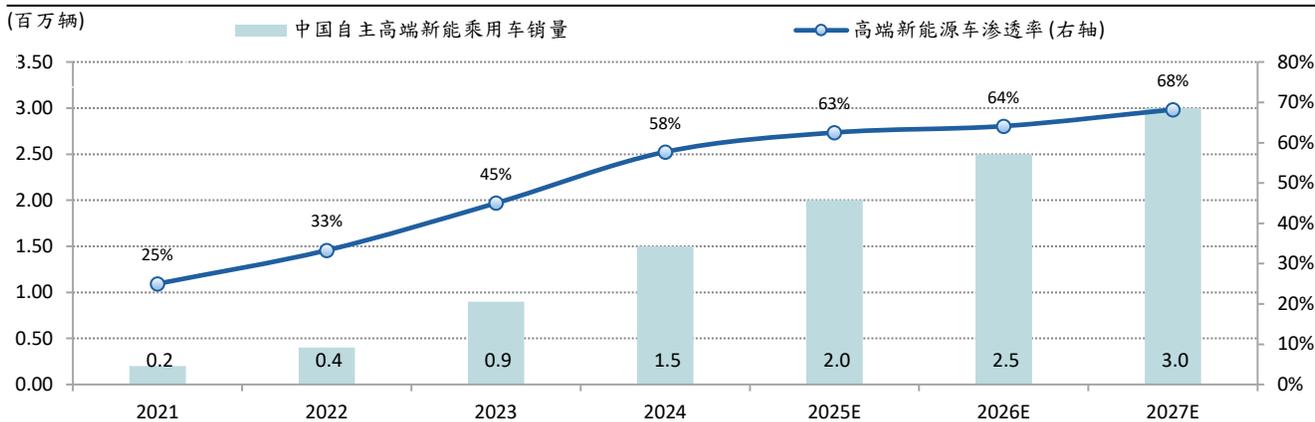
图表 2: 中国内地乘用车结构变化：传统豪华品牌占比下滑，自主品牌占比提升



资料来源：乘联会，交银国际 \*豪华品牌包括：奔驰、宝马、奥迪、凯迪拉克、捷豹、路虎、沃尔沃、英菲尼迪、讴歌、特斯拉

与此同时，自主品牌高端新能源车型快速崛起，凭借更快的产品迭代、更贴近本土需求的功能设计，逐步实现品牌认知向上突破。以问界、理想、蔚来为代表的自主高端品牌，不仅在价格区间上直面传统豪华燃油车，更在智能化体验上实现“弯道超车”，在30万元以上市场建立竞争优势。2024年，自主品牌高端新能源乘用车销量达到150万辆（2021年：20万辆）在中国内地高端新能源乘用车市场份额57.7%（2021年：25%）。随著自主品牌不断推出新产品及智能功能的增强，弗若斯特沙利文预计2025-2027年，自主品牌高端新能源乘用车销量将达到200万/250万/300万辆，占中国内地市场整体高端新能源乘用车市场的62.5%/64.1%/68.2%。

图表 3: 中国内地市场自主品牌高端新能源乘用车销量走势及自主品牌渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，交银国际 E=弗若斯特沙利文预测

## 主力品牌问界 M9：高端品牌调性基本确立，细分市场销量领先

赛力斯现有主要品牌包括问界、DFSK、蓝电和瑞驰。其中，问界是高端品牌的代表，贡献公司主要销量。截至目前，问界品牌已成功推出 M5、M7、M9 和 M8 四款车型，覆盖 20-60 万元人民币价格带。据 marklines 数据，2024 年问界品牌销量 38.9 万辆，其中 M5/M7/M9 分别为 3.8 /19.8 /15.1 万辆。

图表 4: 问界品牌矩阵：已覆盖 20-60 万元价格带

	问界 M9	问界 M8	问界 M7	问界 M5
				
场景定位	全景智慧旗舰 SUV	家庭智慧旗舰 SUV	家庭智慧豪华 SUV	高颜都市智能 SUV
尺寸	5,230x1,999x1,800	5,190x1,999x1,795	5,020x1,945x1,760	4,785x1,930x1,620/1,625
轴距	3,110	3,105	2,820	2,880
座位数	五座/六座	五座/六座	五座/六座	五座
动力形式	增程/纯电	增程/纯电	增程	增程/纯电
最长续航里程数	1474	1526	1300	1400
指导售价（万元人民币）	46.98-56.98	35.98-44.98	24.98-32.98	22.98-24.98
首次交付时间	2024/2	2025/4	2022/8	2022/3

资料来源: 公司资料, 鸿蒙智行官网, 交银国际

在华为强大技术支持下，问界系列车型从智能座舱到高阶智驾系统，实现全方位的软硬件协同创新，成功实现高端化突破。以问界 M9 车型为例，其售价区间 46.98 万-56.98 万元，在高端 SUV 市场中直面来自德系豪华品牌“三强”（奔驰、宝马、奥迪，“BBA”）的传统竞争者。长期由 BBA 主导的这一市场，供给有限且竞争格局固化，消费者选择相对单一。而 M9 则提供了丰富的高端配置，如 AR-HUD、三联屏、全车电吸门、激光雷达和全景音响系统等，这些在进口豪车上往往需要额外加价选配。鸿蒙 4 智能座舱的搭载，更为用户带来流畅的操作体验和完善的生态系统支持，实现多设备无缝联动和智慧语音交互，全面超越传统豪华车型的智能座舱体验。在智能驾驶方面，M9 搭载的华为 ADS 系统，支持高速和城市 NOA 驾驶辅助，且不依赖高精地图，能够快速适应各种实际驾驶环境，表现优于多数进口车型。同等价格区间内，奥迪 A6L、奔驰 E 级、宝马 X5 等车型虽久负盛名，但问界 M9 凭借卓越的智能科技和全面均衡的产品力，自上市以来，便不断挑战这些传统豪强的市场份额，强势改写中国内地市场高端 SUV 市场的竞争格局。

图表 5: 问界 M9 vs 传统 BBA : 问界 M9 智能化突出

项目	问界 M9 (增程/纯电)	宝马 X5	宝马 5 系 (燃油/插混)	奔驰 E 级	奔驰 GLC	奥迪 A6L
指导价区间 (万元人民币)	46.98 - 56.98 万元	61.5 - 83 万元	43.99-52.59 万元	44.9 万 - 65.78 万	42.78 万 - 53.13 万	42.79 万 - 65.68 万
车型定位	全尺寸智能 SUV / 三排六座	中大型 SUV / 五座	中大型轿车 / 五座	中大型轿车 / 五座	中型 SUV / 五座	中大型轿车 / 五座
车身尺寸 (长×宽×高)	5230×2000×1800mm 轴距 3110mm	5060×2004×1776mm 轴距 3105mm	5175×1900×1520mm 轴距 3105mm	4949×1860×1468mm 轴距 2939mm	4820×1890×1700mm 轴距 2977mm	5038×1886×1475mm 轴距 3024mm
动力系统	增程/双电机纯电 零百最快 4.3s	2.0T/3.0T 燃油零百 5.5s 起	2.0T/插混零百 5.8s 起	2.0T/3.0T 燃油零百 6s 起	2.0T 燃油零百 7s+	2.0T/3.0T 燃油零百 6.6s 起
续航 / 油耗	CLTC 纯电续航 180km (增程版) 综合续航 1400km+ 能耗低至 1.2L/100km	油耗 8-10L/100km	插混约 1.5L/100km, 燃油 版 8L+	油耗约 8L+	油耗约 8.5L	油耗约 7.5-9L
智能座舱	鸿蒙 4 智能座舱, 三联屏、AR- HUD、语音控制、 手势、生态联动	iDrive 8, 界面复杂、 语音弱	iDrive 8, 语音互动一般	MBUX 系统, 偏传统交互	MBUX 系统, 部分功能需选装	MMI 系统, UI 老旧、 智能化落后
智驾系统	华为 ADS 2.0, 高 速+城市 NOA, 无 图可跑, 激光雷达 加持	L2 级辅助驾驶为主	L2 级为主, 自动泊车等需选装	基本 L2, 功能分散	基础 L2, 实用性一般	L2 级辅助, 体验落后
舒适配置	空气悬架、全电吸 门、后排座椅按摩 /通风/加热、主动 香氛、HUAWEI SOUND 影院音响	空气悬架选配, 后排舒适性一般	多为选配, 后排配置偏弱	高配带香氛/通 风, 配置不一	后排较基础, 功能需加价	后排配置简洁, 靠选装堆料
空间表现	三排六座超大空 间, 轴距最长, 适 合家庭多人口出行	五座, 后排空间宽敞	后排空间尚可	后排腿部空间中规 中矩	空间较紧凑	后排空间略优于 E 级
OTA 能力	全车级 OTA (智驾 +座舱均可进化)	仅限地图/系统基 础 OTA	OTA 功能分散	部分娱乐可 OTA	有限 OTA	OTA 支持弱, 非全车级
品牌力	华为加持, 新势力 代表, 科技感强	豪华品牌认知度极 高, 形象稳固	品牌历史强, 商务形象	品牌溢价高, 稳重豪华	豪华 SUV 入门形象	政商用户首选之一

资料来源: 各公司资料, 交银国际

**中国内地 45-60 万元 SUV 市场, 2024 年问界 M9 市占率全国排名第一。**问界 M9 处于 45-60 万元 SUV 细分市场, 据易车网数据, 2024 年中位数价格处于该价格带的中国内地乘用车市场规模约为 73 万辆, CR3/CR5 占 55%/75%, 市场集中度相对较高。45-60 万元 SUV 细分市场车型销量大致可分为两个梯队:

### ⊕ 第一梯队：问界 M9 和奔驰 GLC

年销量超过 15 万辆，市占率超过 20%。奔驰 GLC 作为传统豪华中型 SUV 的代表，在中国内地市场常年保持年销量 10 万辆以上，是 M9 主要竞品。凭借强大的品牌号召力、成熟的动力系统和良好的驾乘质感，奔驰 GLC 受到注重品牌形象和驾驶稳定性的中产用户青睐，尤其在一线城市有较高保有率。

问界 M9 自 2023 年末上市以来销量快速爬升，成为我国全尺寸 SUV 市场增长最快的智能车型之一。用户选择 M9 的理由主要在于其领先的智能化体验（如华为 ADS 高阶智驾、HarmonyOS 座舱）、宽敞舒适的车内空间和较强的性价比，尤其在家庭出行和高频通勤场景中更受欢迎。

总体来看，GLC 代表的是传统豪华的稳定选择，而 M9 则是新一代智能豪华 SUV 的强势挑战者。

### ⊕ 第二梯队：理想 L9、宝马 X5

年销量 5-10 万辆，市占率 8-12%。自主品牌中，理想 L9 是问界 M9 最直接的竞争对手，但在更高端的市场中，用户对品牌高度、科技感与豪华体验的偏好更强烈，因此在 45-60 万元价格带，用户更偏好问界 M9。

宝马 X5 为燃油时代该价位段的销量冠军，UI/交互偏传统、智驾等相对落后，但仍凭借深厚的用户口碑与加大终端优惠，销量排名保持前三。

图表 6: 中国内地 45-60 万元价格带 SUV 市场竞争格局：2024 年问界 M9 上市后市占率排名第一

2023 年				2024 年			2025 年 1-5 月				
排名	车型	销量 (辆)	占比	排名	车型	销量 (辆)	占比	排名	车型	销量 (辆)	占比
1	理想 L9	114,377	19.6%	1	问界 M9	156,051	21.5%	1	奔驰 GLC	57,661	20.5%
2	奔驰 GLC	113,966	19.5%	2	奔驰 GLC	153,100	21.1%	2	问界 M9	48,716	17.3%
3	宝马 X5	93,211	16.0%	3	宝马 X5	88,169	12.1%	3	宝马 X5	29,977	10.6%
4	沃尔沃 XC60	64,758	11.1%	4	理想 L9	85,817	11.8%	4	沃尔沃 XC60	27,263	9.7%
5	宝马 ix3	39,419	6.8%	5	沃尔沃 XC60	63,336	8.7%	5	理想 L9	21,745	7.7%
6	凯迪拉克 XT5	34,965	6.0%	6	凯迪拉克 XT5	31,115	4.3%	6	凯迪拉克 XT5	15,022	5.3%
7	航海家	27,409	4.7%	7	宝马 ix3	28,145	3.9%	7	问界 M8	13,999	5.0%
8	凯迪拉克 XT6	16,267	2.8%	8	航海家	24,496	3.4%	8	腾势 N9	11,343	4.0%
9	揽胜极光	14,576	2.5%	9	坦克 700 新能源	14,067	1.9%	9	豹 8	10,953	3.9%
10	蔚来 ES8	14,138	2.4%	10	揽胜极光	11,065	1.5%	10	普拉多	8,264	2.9%
	其它	50,425	8.6%		其它	71,351	9.8%		其它	36,900	13.1%
	<b>合计</b>	<b>583,511</b>	<b>100.0%</b>		<b>合计</b>	<b>726,712</b>	<b>100.0%</b>		<b>合计</b>	<b>281,843</b>	<b>100.0%</b>
	CR3		55.1%		CR3		54.7%		CR3		48.4%
	CR5		73.0%		CR5		75.2%		CR5		65.8%

资料来源: 易车网, 交银国际

2025 年 7 月 21 日

赛力斯 (601127 CH)

## 新车型问界 M8：进一步完善问界品牌产品矩阵，有望成为细分市场第一

问界 M8 于 2025 年 4 月 16 日上市，定价 35.98-44.98 万元，定位中大型 SUV，使用增程动力，提供 5/6 座两种布局。M8 上市后，问界品牌产品矩阵更加完善，覆盖价格带扩至 20-60 万元。

据易车网数据，2024 年 35-45 万元 SUV 市场整体市场规模约 110 万辆，该价格带市场供给车型差距不大，竞争格局呈“百花齐放”的状态，整体缺乏明显领先者，CR3/CR5 为 33%/47%。

在 35-45 万元的 SUV 市场中，按销量可划分为两个梯队：

### ① 第一梯队：传统 BBA（奥迪 Q5L、宝马 X3）和理想系列

年销量 8-15 万辆。35-45 万 SUV 细分市场一直以来也是由传统豪华燃油车 BBA 主导，理想通过理想 ONE 切入该价格带，后续推出理想 L7、L8、L9 满足不同家庭用户的 5 座、6 座需求。据易车网数据，2024 年 L7、L8、L9 三款车型合计销量近 30 万辆，市场份额约 27%。传统 BBA（奥迪 Q5L、宝马 X3）凭借品牌、操控感、稳定性上的优势，仍然维持销量优势，年销量在 10 万辆以上。

### ② 第二梯队：宝马 X1、蔚来 ES6 等其他车型

销量 8 万辆以下，市占率 10% 以下。随着更多自主品牌新车型上市（如问界 M8、腾势 N9、领克 900），35-45 万元的 SUV 这一细分市场的自主品牌占比正逐渐提升。

2025 年 7 月 21 日

赛力斯 (601127 CH)

图表 7: 中国 35-45 万元价格带 SUV 市场竞争格局相对分散：问界 M8 竞品主要包括奥迪 Q5L、宝马 X3、理想系列、蔚来 ES6 等

2023 年			2024 年			2025 年 1-5 月		
车型	销量	占比	车型	销量	占比	车型	销量	占比
1 奥迪 Q5L	139,481	11.6%	1 奥迪 Q5L	147,224	13.3%	1 奥迪 Q5L	54,352	13.9%
2 理想 L7	134,089	11.2%	2 理想 L7	134,018	12.1%	2 理想 L7	39,101	10.0%
3 理想 L8	127,990	10.7%	3 宝马 X3	110,280	10.0%	3 沃尔沃 XC60	27,263	7.0%
4 宝马 X3	116,541	9.7%	4 理想 L9	85,817	7.8%	4 宝马 X3	26,749	6.8%
5 理想 L9	114,377	9.5%	5 理想 L8	77,623	7.0%	5 理想 L8	23,430	6.0%
6 奔驰 GLB	64,762	5.4%	6 蔚来 ES6	75,433	6.8%	6 理想 L9	21,745	5.6%
7 沃尔沃 XC60	64,758	5.4%	7 沃尔沃 XC60	63,336	5.7%	7 蔚来 ES6	21,495	5.5%
8 蔚来 ES6	56,539	4.7%	8 途昂	54,377	4.9%	8 坦克 500 新能源	17,820	4.6%
9 途昂	48,735	4.1%	9 奔驰 GLB	50,983	4.6%	9 奔驰 GLB	17,164	4.4%
10 宝马 ix3	39,419	3.3%	10 坦克 500 新能源	44,661	4.0%	10 途昂	15,997	4.1%
11 凯迪拉克 XT5	34,965	2.9%	11 凯迪拉克 XT5	31,115	2.8%	11 凯迪拉克 XT5	15,022	3.8%
12 航海家	27,409	2.3%	12 宝马 ix3	28,145	2.5%	12 问界 M8	13,999	3.6%
13 探险者	27,050	2.3%	13 蔚来 EC6	27,226	2.5%	13 腾势 N9	11,343	2.9%
14 奥迪 Q4 e-tron	23,350	1.9%	14 航海家	24,496	2.2%	14 豹	10,953	2.8%
15 坦克 500 新能源	22,753	1.9%	15 探险者	19,400	1.8%	15 领克 900	9,041	2.3%
其它	156,371	13.0%	其它	129,634	11.7%	其它	65,286	16.7%
合计	1,198,589	100.0%	合计	1,103,768	100.0%	合计	390,760	100.0%
CR3		33.5%	CR3		35.5%	CR3		30.9%
CR5		52.8%	CR5		50.3%	CR5		43.7%

资料来源: 易车网, 交银国际

新能源车中，问界 M8 主要竞品包括理想 L8、理想 L9、领克 900，及更高价位的问界 M9 和蔚来 ES8。与理想和领克车型相比，问界 M8 在智能化、品牌力、空间等方面具备一定优势；而与问界 M9 和蔚来 ES8 相比，其具备性价比优势。问界 M8 填补了 30-40 万元 SUV 细分市场问界车型的空白，有望从 30-40 万元 SUV 以及部分 40-50 万元 SUV 市场抢夺市场份额。综合来看，我们认为，问界 M8 有望成为细分市场第一，稳态月销量有望达 1.5 万辆。

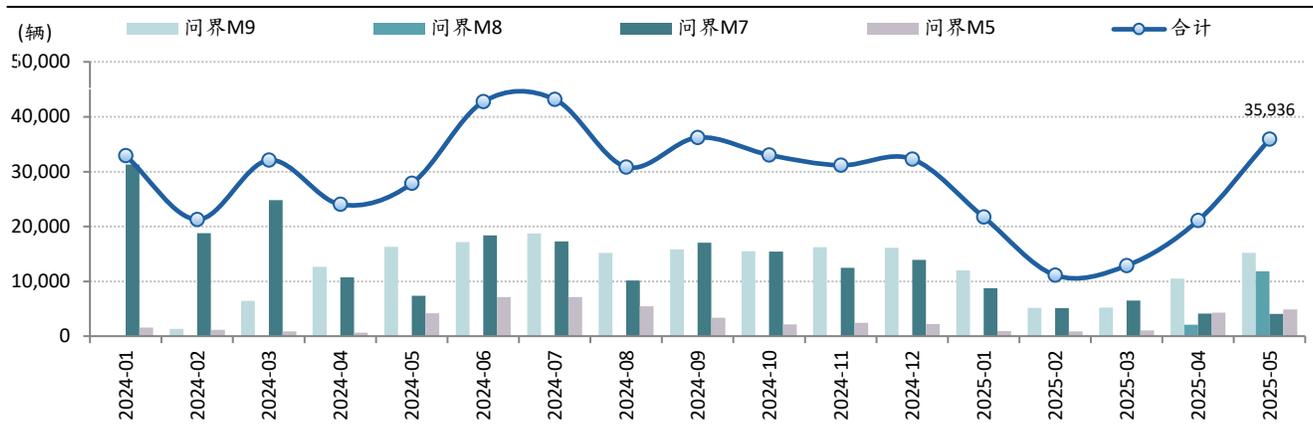
**图表 8: 问界 M8 竞品对比**

车型	蔚来 ES8	理想 L9	理想 L8	问界 M9	问界 M8	领克 900
品牌定位	蔚来高端品牌, 主, 打豪华与科技	理想高端品牌, 主, 打家庭与智能	理想中高端品牌, 主, 打家庭与智能	鸿蒙智行高端品, 牌, 主, 打智能与豪华	鸿蒙智行中高端品, 牌, 主, 打智能与舒适	智享百变旗舰大六座 SUV
车型	中大型 6 座纯电 SUV	大型 6 座增程 SUV	中大型 6 座增程	5/6 座增程 SUV	5/6 座增程 SUV	大型 6 座 SUV
车身尺寸(长/宽/高 mm)	5099/1989/1739	5218/1998/1800	5080/1995/1800	5230/2040/1795	5190/1999/1795	5240/1999/1800 5240/1999/1810
轴距(mm)	3060	3105	3060	3110	3105	3160
动力类型	纯电动	增程式电动	增程式电动	增程式电动	增程式电动	增程式电动
动力系统	全系双电机, 最大功率 480kW	1.5T 增程+双电机, 综合功率 330kW	1.5T 增程+双电机, 综合功率 330kW	1.5T 增程+双电机, 综合功率 392kW	1.5T 增程+双电机, 综合功率 392kW	2.0T 发动机+三电机; 2.0T 发动机+双电机; 1.5T 发动机+双电机
续航里程	60kWh/85kWh 电池可选	纯电 215km, 综合 1315km	纯电 180km/200km, 综合 1415km	纯电 266-630km, 综合 1417-1474km	纯电 201km/310km, 综合 1405-1526km	纯电 220/268/280km, 综合 1350-1443km
智能驾驶	激光雷达+Orin 芯片	激光雷达+英伟达 Orin 芯片	激光雷达+英伟达 Orin 芯片	华为 ADS 3.0, 激光雷达	华为 ADS 3.0, 激光雷达	千里浩瀚智能辅助, 激光雷达
内饰配置	豪华内饰, 支持换电	"冰箱彩电大沙发", 智能座舱	"冰箱彩电大沙发", 智能座舱	鸿蒙座舱, 三联屏设计	鸿蒙座舱, 三联屏设计, 零重力座椅	搭载与魅族联合研发的 LYNK Flyme Auto 智能座舱系统
价格区间 (人民币元)	49.8 万-59.8 万	40.98 万-43.98 万	32.18 万-37.98 万	46.98-54.98 万	36.98-44.98 万	30.99-41.69 万

资料来源: 各公司资料, Car-Meta, 交银国际

根据易车网数据，问界 M8 于 2025 年 4 月发布后，截至 5 月，该车型销量达 13,999 辆，在 35-45 万元 SUV 市场市占率 3.6%。得益于问界 M8 的销售，2025 年 5 月，问界品牌月度销量重回 3.5 万辆以上。

图表 9: 问界品牌月销量：M8 上市后，2025 年 5 月月度销量逾 3.5 万辆



资料来源：Marklines，交银国际

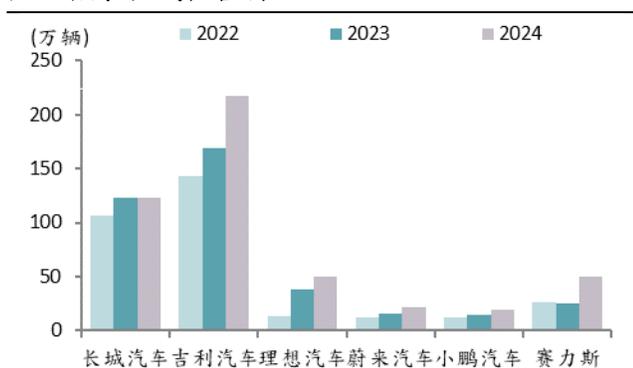
### 高端化驱动盈利跃升：赛力斯毛利率领先自主车企

问界品牌的高端化显著提升了赛力斯的品牌影响力与盈利能力。通过与华为深度合作，问界成功打造智能化、高品质的品牌形象，在高端市场实现销量突破，带动赛力斯整体产品结构向高价值转型。高端车型如 M9 的推出，不仅提升了单车售价和毛利率，也增强了资本市场对赛力斯成长性的预期。我们将赛力斯与新势力企业（小鹏、蔚来、理想）及民营企业长城汽车和吉利汽车作为对比。整体来看，赛力斯销量尚不及吉利和长城，和新势力品牌理想接近，但由于问界品牌较高的平均售价（ASP），赛力斯的毛利率领先行业。

- ④ **销量**：赛力斯与理想汽车接近，处于同一梯队。吉利以全年销量超 217 万辆稳居第一，凭借丰富的燃油+新能源组合在各细分市场全面覆盖；长城依托哈弗、坦克等燃油 SUV 系列，新能源布局稳步推进，全年销量 123 万辆。赛力斯凭借问界品牌全年销量接近 50 万辆，和新势力品牌理想汽车接近（50 万辆）。小鹏和蔚来品牌年销量则在 20 万辆左右。
- ④ **ASP**：理想与蔚来牢牢占据高端市场，ASP 层面维持第一梯队，2024 年分别为 29 万元和 30 万元，赛力斯借助问界 M9 等高端产品，2024 年 ASP 大幅跃升至 28 万元，和理想和蔚来接近。小鹏相对较低，2024 年 ASP 为 21 万元。吉利与长城的 ASP 在 2024 年分别为 11/16 万元，典型的走量型传统车企，未来提升 ASP 依赖新能源高端子品牌（如极氪、魏牌）的放量。综合销量和 ASP，2024 年五家公司的收入排名为：吉利和长城>理想和赛力斯>蔚来和小鹏。

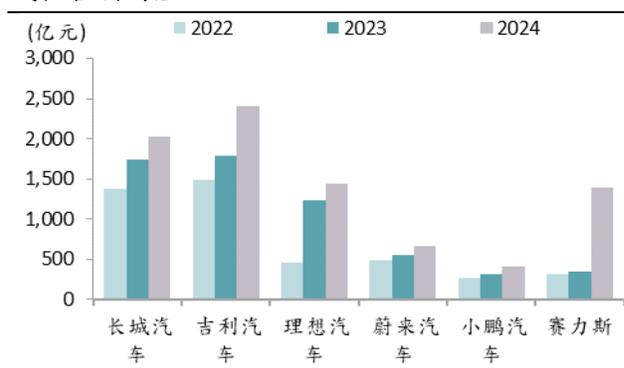
⊕ **毛利率**：赛力斯依托华为赋能的高端产品，配置溢价能力强，毛利率远超同行，2024 年毛利率达到 27.6%，处于第一梯队。理想和长城处于第二梯队，毛利率在 20%左右。理想凭借家庭高端 SUV 产品结构，销量与毛利同步增长，成本控制能力优异，毛利率稳居新势力第一梯队，2024 年达到 20.5%；长城汽车在燃油车领域具有成熟的供应链和规模优势，同时高端新能源（如坦克/魏牌）提升结构利润率，2024 年毛利率达到 21.4%。小鹏和吉利处于第三梯队，毛利率在 15%左右。小鹏汽车成本结构逐步优化，但因产品 ASP 偏低、规模效应有限，毛利率中等，仍有较大改善空间，2024 年毛利率 14.3%。吉利汽车以燃油车为主，新能源结构占比上升但仍偏低，整体毛利率稳定但无显著提升，2024 年为 15.3%。蔚来汽车虽定位高端，但受限於高研发与销售成本，加之销量不足，仍处于毛利率偏低区间，2024 年毛利率仅为 9.9%。

图表 10: 销量对比：赛力斯和新势力处于一个梯队，低于长城和吉利



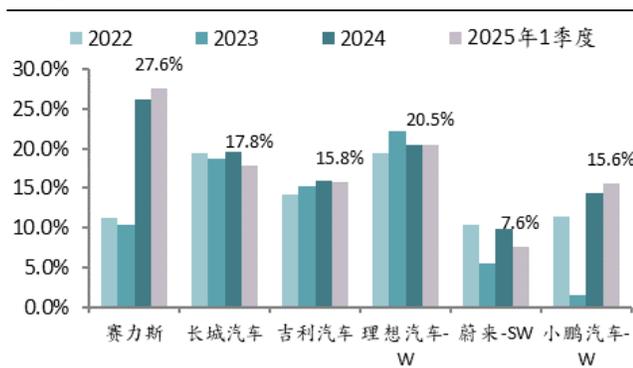
资料来源: 各公司资料, 同花顺, 交银国际

图表 11: 收入对比：由于较高的 ASP，缩小了和长城和吉利的差距



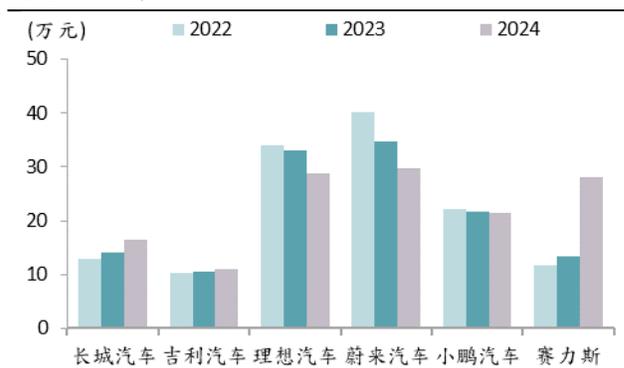
资料来源: 各公司资料, 同花顺, 交银国际

图表 12: 毛利率对比：赛力斯远高于其他中国内地主流车企



资料来源: 各公司资料, 同花顺, 交银国际

图表 13: ASP 对比：赛力斯和新势力的理想和蔚来处于同一梯队



资料来源: 各公司资料, 同花顺, 交银国际

## 深度协同华为，智驾领先同行

**核心观点：**华为在智能座舱和智能驾驶方面的产品迭代正在加速，目前已更新至 HarmonyOS 5 和 ADS 4。智驾方面，从目前趋势看，我们认为大多整车厂会由之前传统的神经网络+规则算法（基于规则）转向感知端大模型（基于学习）。大模型的研发需要车企持续的研发投入，在保证端到端大模型“正循环”的情况下，销量领先、数据规模领跑的车企具备更大数据存储量。华为 ADS 已经搭载于问界 M5/M7/M9、阿维塔 11/12、智界 S7 等车型，随着华为合作车企规模不断扩大，华为品牌赋能下合作车企销量提升，华为有望在数据规模上领先于大多数车企。问界深度合作华为，有望依托华为的品牌力和智能化水平继续维持领先优势。

### 华为智选车标杆案例：“华为+赛力斯”深度协同驱动问界崛起

2019 年，华为正式成立了智能汽车解决方案 BU（车 BU），该部门最初隶属于 ICT 业务板块。华为始终恪守不造车的原则，通过“**供应商、HI（Huawei Inside）和智选车**”三种模式与汽车厂商开展合作。在智选车模式下，华为与汽车企业在品牌塑造、研发创新以及渠道拓展等方面进行全面协同合作。华为深度参与到车型的设计与开发过程中，并提供高强度的智能化技术支持和渠道助力。主要的合作伙伴包括问界（赛力斯）、享界（北汽）、智界（奇瑞）、尊界（江淮）以及尚界（上汽）等品牌。

图表 14: 华为与车企的合作模式，其中智选模式合作最为深度

模式	华为角色	合作深度	营销渠道	代表车型/品牌
供应商模式	零部件供应商	低	车企自有	比亚迪、广汽等
HI 模式	智能化系统供应商	中	车企自有	极狐、阿维塔等
智选车模式	产品共创+销售协同	高	华为门店为主	问界、智界、享界、尊界、尚界

资料来源: 公开资料整理, 交银国际

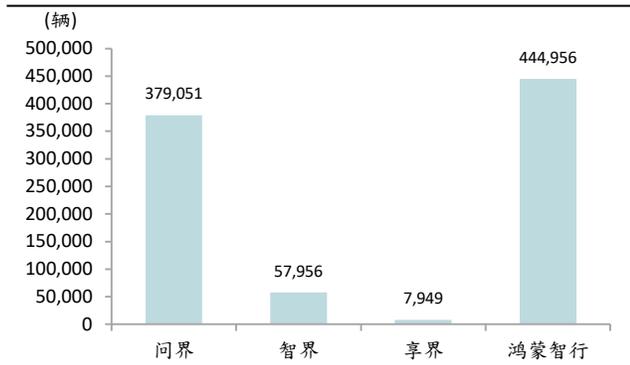
相比其他智选车模式的**品牌**，问界在**品牌认知度、产品完成度、消费者口碑和销量表现**上均处于领先地位，成为“**华为智选车**”模式中最具代表性的成功样本。特别是问界 M7 和 M9 的热销，充分验证了“**华为定义+赛力斯制造**”的高效协同模式，使其成为华为智选车战略落地的标杆案例。2024 年全年，鸿蒙智行累计交付新车 444,956 辆，其中，问界系列贡献了 379,051 辆，占比高达 85.2%；智界全年销量约 57,956 辆，占比约 13%；享界仅为 7,949 辆，占比 1.8%，体现出问界的显著领先地位。

赛力斯与华为的合作之所以取得如此成果，关键在于双方在**技术赋能、产品共创、品牌协同和渠道整合**四大维度实现了深度融合。1) 华为为赛力斯提供全栈智能化解决方案，涵盖智能驾驶、智能座舱和车联网等核心技术，并深度参与整车产品定义与调校，显著提升了产品竞争力。2) 在产品层面，双方在车型规划、研发与制造等全流程高度协同，使产品更精准契合市场需求，问界 M7 与 M9 的成功正是这种协作的直接体现。3) 品牌建设方面，华为强大的技术影响力与品牌号召力，为问界迅速建立起用户信任和高端形象，品牌传播与营销活动也实现了高效协同。4) 渠道方面，问界借助华为覆盖全国的门店网

络，实现“科技品牌+汽车产品”的渠道融合，通过数字化营销工具精准触达目标用户，显著提升销售转化率。

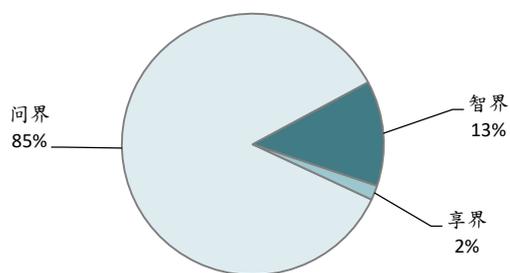
此外，赛力斯在产能保障、研发投入与组织响应上给予华为充分支持，在应对市场需求激增时展现出灵活的生产调度能力，同时与华为技术团队紧密配合，实现智能功能的快速迭代更新。这种从产品到交付全链条的深度协同，使问界系列迅速打开市场，实现月销量突破 4 万辆，持续引领智选车阵营，也进一步印证了“华为+赛力斯”模式的可复制性与可持续竞争力。

**图表 15: 2024 年鸿蒙智行旗下品牌销量**



资料来源: Marklines, 交银国际

**图表 16: 2024 年问界贡献鸿蒙智行主要销量**



资料来源: Marklines, 交银国际

## 入股引望，华为属性和智驾优势再加强

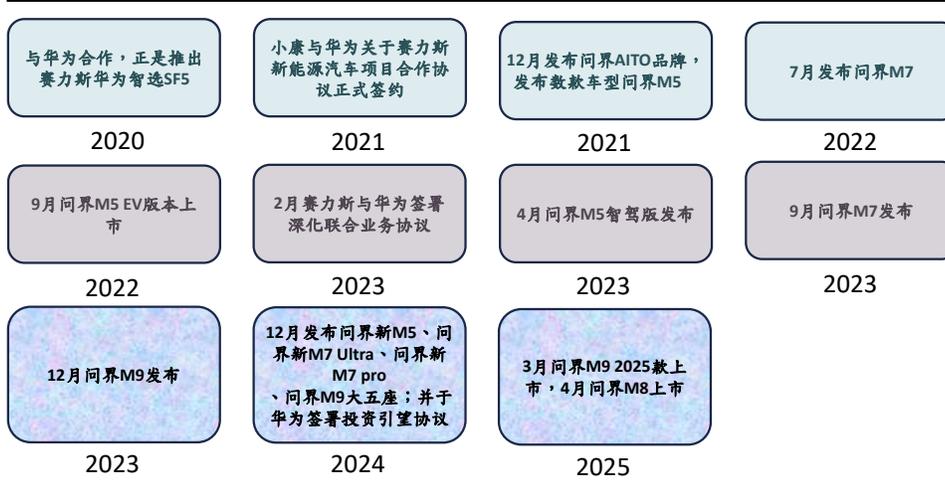
赛力斯与华为的合作始于 2019 年，起初主要围绕电驱、电控等核心技术展开。但真正的深度融合始于 2021 年底，双方联合推出首款合作车型问界 M5。这一车型标志着华为首次深度参与整车产品定义、智能座舱设计与销售渠道搭建，合作关系从技术协同迈入产品共创与品牌共建阶段。

2022 年，问界 M7 进一步打开中大型 SUV 市场，而 2023 年底发布的旗舰车型问界 M9，则全面融合了华为在智能驾驶、鸿蒙座舱、激光雷达等全栈能力，确立了问界在高端新能源领域的竞争力。

2025 年，赛力斯推出全新中大型 SUV 问界 M8，定位在 M7 与 M9 之间，进一步补全产品矩阵，覆盖 30-50 万元区间，巩固品牌高端化布局。问界 M8 预计将延续 M9 在鸿蒙座舱与 ADS 智驾上的高阶配置，成为主力走量与利润兼顾的战略车型。

**M5、M7、M8 和 M9 四款核心车型构成了问界产品矩阵的支柱，不仅持续推动销量增长，也加速了赛力斯从传统代工角色向智能整车企业的全面转型。**

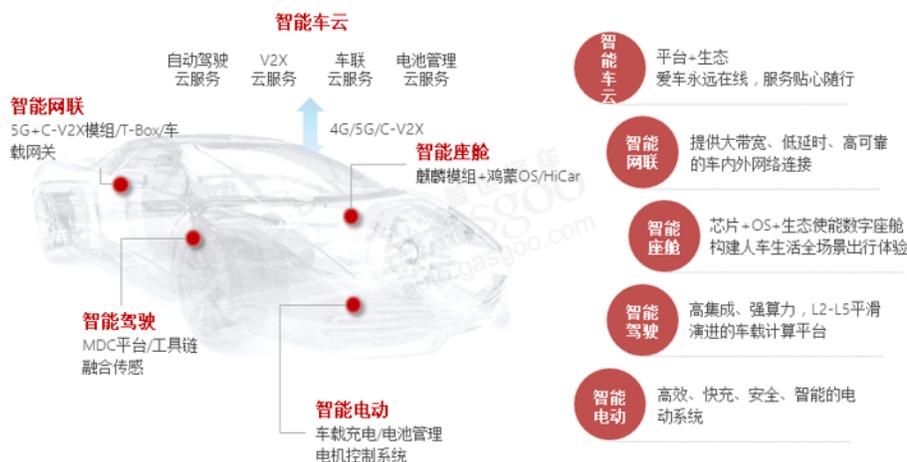
图表 17: 问界与华为合作发布时间轴



资料来源：公司资料，交银国际

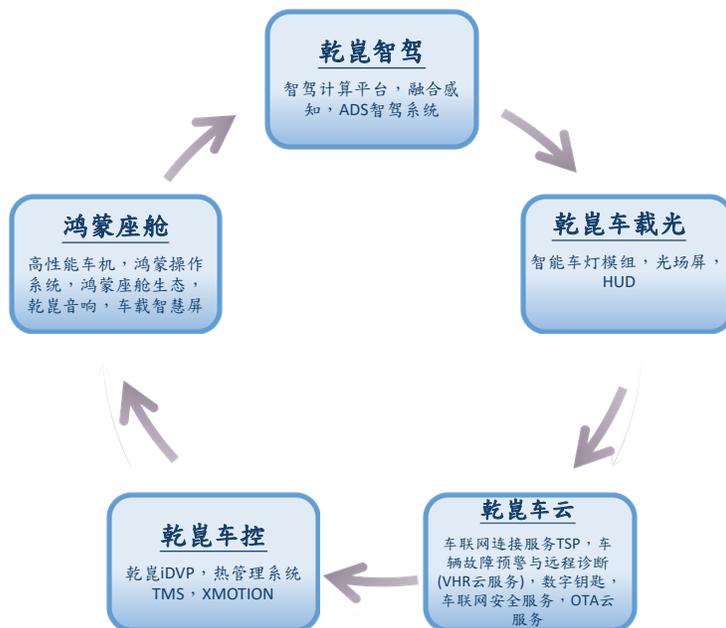
2024 年 8 月 23 日，赛力斯旗下全资子公司“赛力斯汽车”以 115 亿元人民币现金收购华为子公司引望科技（Innova Auto）10% 股权，与华为（持股 80%）及长安旗下阿维塔（持股 10%）共同组成三方并列的股东结构。华为始终坚持“不造车”的原则，聚焦发挥自身在 ICT 技术和渠道营销方面的优势，从智能车云、智能网联、智能座舱、智能驾驶到智能电动五大领域，全面助力车企打造理想的智能汽车。引望科技作为承接平台，整合了华为车 BU 在智能驾驶、智能座舱、车云平台等核心技术能力，是华为智能汽车技术输出的关键载体。

图表 18: 华为智能汽车解决方案，赋能智选模式



资料来源：盖世汽车，交银国际

图表 19: 华为乾崮智驾智能汽车解决方案

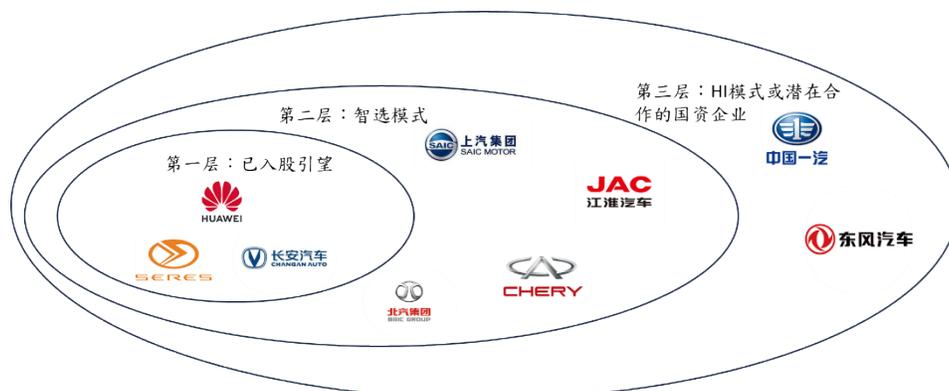


资料来源：公开资料整理，交银国际

### ⊕ 入股引望科技的五大战略意义

赛力斯入股引望科技具有深远的战略意义，核心在于提升其智能驾驶技术掌控力、增强高端车型开发能力以及构建整车智能化生态。此次投资，不仅强化了赛力斯的战略布局，更多维度夯实了品牌的高端属性。通过与华为深化合作建立的强大战略伙伴关系，赛力斯将加速智能汽车领域的技术迭代与产品创新，巩固其市场竞争领先地位。同时，作为华为智能汽车BU新公司的早期投资者，赛力斯有望从该业务的规模扩张中获益，包括直接的投资收益、品牌价值提升以及市场份额增长。

- \* **战略层面：**入股引望表明了其与华为之间的关系进一步加深，这种资本层面的联结使双方从原本的深度合作伙伴关系，迈向了更紧密的战略协同。截至目前，入股引望的车企有赛力斯和长安旗下阿维塔。同为智选模式的智界、享界、尊界和尚界尚未入股引望。

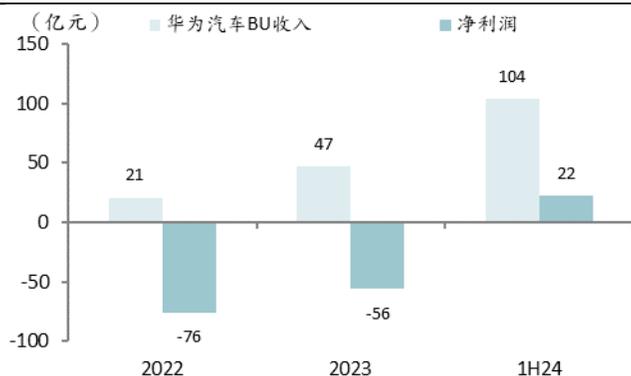
**图表 20: 华为车 BU “朋友圈”：与赛力斯和长安的合作最为深度**


资料来源：各公司资料，公开资料整理，交银国际

- \* **强化智能驾驶技术自主可控。** 引望是华为自动驾驶团队出身的创业公司，具备较强的自动驾驶算法研发能力。赛力斯入股引望，有助于其在智能驾驶核心技术层面实现更深的参与与掌握，补足其高阶智驾上的短板，降低对外部供应商的依赖。在当前智能驾驶逐步成为智能电动车“分水岭”的背景下，这一布局对其提升技术护城河、实现核心技术自主可控意义重大。
- \* **通过入股引望，有望进一步增强其在智能化领域的的能力，夯实品牌的高端定位。** 凭借与华为长期深入的合作，赛力斯在算力、芯片、操作系统等关键技术领域拥有优先接入权，这不仅为其智能化发展提供了强大的技术支撑，也有助于构建长期竞争优势。未来，赛力斯将持续获得华为在智能驾驶与智能座舱方面的核心技术赋能，包括先进的自动驾驶算法、高精度感知系统及更智能的人机交互体验，从而显著提升整车的智能化水平与市场吸引力。作为我国智能汽车解决方案的引领者，华为在软硬件能力、算法、数据和算力等方面均处于行业前列，为赛力斯提供了坚实而全面的支持。
- \* **引望带来的潜在营销支持。** 相比单纯宣传“搭载华为 ADS”，入股引望可使问界在对外传播中强化其“华为智驾生态共建者”角色，增强消费者对其技术可信度与长期发展的信心，特别是在高端市场中构建“科技品牌”的认知优势。在赛力斯的营销活动中，可巧妙地融入华为及引望公司的元素；同时，利用华为产品发布会等高端平台，推广赛力斯的产品，以获得华为的资源支持和品牌背书。
- \* **随着与华为合作车型销量的快速攀升，引望有望全面迈入盈利周期，并为其股东如赛力斯带来可观的中长期投资回报。** 据 36 氪汽车报道，2024 年上半年华为智能汽车解决方案 BU 收入已突破 100 亿元，远超 2022 年和 2023 年全年收入总和。这一跃升主要归因于与赛力斯合作的问界新 M7 和 M9 两款车型的大卖，带动了整体业务强势增长。华为终端董事、智能汽车解决方案 BU 董事长余承东曾公开表示，智选车业务在 2024 年 1 季度已实现扭亏为盈，车 BU 也在接近整体盈亏平衡。这不

仅表明华为车 BU 正在实现从“技术投入期”向“盈利释放期”的关键转折，也为引望作为其核心资产注入了强劲的成长信心和投资价值。

图表 21: 华为汽车 BU 经营情况，1H24 已实现扭亏为盈



资料来源：赛力斯《重大资产购买报告书（草案）》，交银国际

### 华为智驾目前处于第一梯队，ADS 4 率先迈向 L3 级自动驾驶

在自动驾驶技术的演进中，算法、算力与数据是三大核心要素。其中，特斯拉引入的 Transformer + BEV 架构推动了行业技术跃迁，但真正衡量技术实力的，仍是城区 NOA 的落地能力。按照当前量产进展，能够实现城区 NOA 的厂商属于第一梯队，具备高速 NOA 能力的归为第二梯队，而仅支持基础 L2 功能的则处于第三梯队。在第一梯队中，华为系车型——包括问界、阿维塔、极狐、智界等——已率先实现“全国都能开”的城区智驾能力，形成了领先优势；而蔚来、小鹏等品牌则保持各自节奏，持续推进城区 NOA 的覆盖进程。

图表 22: 中国内地智能驾驶格局



资料来源：量子位，交银国际

2 特斯拉 FSD 系统支持车位到车位，但在国内尚未落地

3、4 小鹏、小米的车位到车位已开启先锋版推送

5 深蓝部分车型搭载华为 ADS SE 乾崮支架基础版

### ⊙ 华为智驾系统已经更迭至 ADS 4 版本，率先迈向 L3 级自动驾驶

2025 年 4 月，华为发布 ADS 4，在 ADS 3 的基础上实现了多项技术升级和功能增强。ADS 4 采用全新的 WEWA 架构，由云端的世界引擎（World Engine，WE）和车端的世界行为模型（World Action Model，WA）组成。

- \* **相比 ADS 上一代架构**，ADS 4 的 WEWA 架构端到端时延降低了 50%，反应更快，变道更丝滑，无效变道次数减少，通行效率提升 20%，重刹率降低 30%。
- \* **感知硬件方面**，ADS 4 同步迎来升级。以 M9 为例，新 M9 全车合计 36 个传感器，其中有 4 个激光雷达，1 个 192 线激光雷达，还有 3 个固态激光雷达，并搭载 4D 毫米波雷达。该版本在系统架构、安全保障和用户体验三大核心维度实现了全面进化，致力于提供更安全、更智能的驾驶体验。
- \* **在算力平台方面**，ADS 4 搭载升级版 MDC 平台（如 MDC 810），为更复杂的城区工况、泊车场景提供强大计算支持。在地图依赖上，ADS 4 显著降低对高精地图的依赖，通过通用障碍物检测（GOD）能力，率先实现“去高精地图”的城区 NOA（智能导航辅助驾驶），使用户在超过 40 个城市无需提前下载地图即可使用导航辅助功能。城区 NOA 能力也从少数试点城市扩展至全国范围，能够完成红绿灯识别、无保护左转、障碍绕行等复杂任务。

- \* 在泊车能力上，ADS 4 引入融合泊车（FAPA），支持代客泊车、跨楼层记忆泊车等先进功能，相较 ADS 3 的基础 APA/RPA 能力，成功率和实用性大幅提升。整体而言，ADS 4 不仅实现了“高速好用”，更突破了城区智能驾驶瓶颈，实现“可用、好用、常用”的产品体验，成为华为智驾全面能力的一次飞跃升级。ADS 4 提供四个版本：基础版、Pro 增强版、Max 超阶版和 Ultra 旗舰版。其中，Ultra 旗舰版支持高速 L3 级自动驾驶，具备泊车代驾（VPD）、车位到车位（P2P）等全场景智能驾驶功能。

ADS 4 系统计划在多款合作车型中实现商用，东风汽车旗下猛士 M817、奇瑞智界 R7，全新岚图 FREE、深蓝、广汽传祺、阿维塔、北汽等旗下车型将首批搭载华为乾崮 ADS 4 系统。此外根据规划，问界 M8、问界 M9、享界 S9 增程版等车型将于今年 3 季度集中升级华为 ADS 4。

**图表 23: 华为智驾系统，已更新至 ADS 4**

	ADS 1	ADS 2	ADS 3	ADS 4	ADS SE
发布时间	2021 年 4 月	2023 年 4 月	2024 年 4 月	2025 年 4 月	2024 年 8 月
技术路线	BEV	BEV+GOD	GOD	WEWA（世界引擎+世界行为模型）	GOD
智驾功能	NCA（城区，有图版仅限几座城市）	NCA（高速、城区车道，覆盖全国）	NCA（高速、城区车道，实现车位到车位）	NCA（高速、城区车道，实现车位到车位），Ultra 版本实现 L3 级别	NCA（高速）
搭载车型	极狐阿尔法 S、阿维塔 11	问界 M5/7/9、阿维塔 11 鸿蒙版、阿维塔 12、智界 S9	享界 S9、比亚迪方程豹	问界 M8、问界 M9、享界 S9 增程版、岚图 FREE+、岚图知音、深蓝 S09	深蓝 S07
硬件配置	激光雷达*3，毫米波雷达*6，摄像头*13，超声波雷达*12	激光雷达*1，毫米波雷达*3，摄像头*11，超声波雷达*12	激光雷达*1，毫米波雷达*3，摄像头*11，超声波雷达*12	激光雷达*4，分布式 4D 毫米波雷达矩阵*3，4D 毫米波雷达*2，摄像头*11，超声波雷达*12	毫米波雷达*3，摄像头*11，超声波雷达*12

资料来源: 华为, 交银国际

### ⊕ 未来端到端路线有望令智驾进一步突破，华为数据规模优势显著

端到端打破了传统的辅助驾驶系统中感知、决策、控制等模块间的界限，将三者融入到统一的神经网络当中，通过神经网络直接输出驾驶指令，而非依赖人工规则。其优势在于能通过海量真实路况数据训练模型，从而模仿人类驾驶行为，面对复杂驾驶场景具备更强的泛化能力。

自特斯拉 2023 年 8 月发布 FSD V12 以来，我国厂商迅速跟上，鸿蒙智行、小鹏、理想、商汤绝影等头部车企和辅助驾驶供应商纷纷投入端到端研发，并在后续的近半年时间陆续对外披露上车量产规划。2024 年 4 月，华为推出采用端到端架构的华为乾崮 ADS 3，ADS 3 去掉了 BEV 网络，通过 GOD 大网实现了从“识别障碍物”到“场景理解”的跨越，不仅能识别白名单目标和异形障碍物，还能感知道路结构和场景理解。相较于百度及大多数车企，华为 ADS 3 采用自研的 MDC 810 芯片，真正实现自主可控。技术层面，我们认为大多整车厂会由之前传统的神经网络+规则算法（基于规则）转向感知端大模型（基于学习）。

图表 24: 自动驾驶系统模块的融合趋势



资料来源：元戎启行，甲子光年，交银国际

和同类产品比较，我们认为华为的智驾产品在端到端路线具备领先优势，主要体现在以下方面：华为智驾系统已搭载多款车型，随着搭载车型及销量不断增加，华为智驾在端到端模型研发上具备数据规模优势。基于华为的品牌影响和智驾系统的技术优势，华为已经与多家国资汽车集团签订合作协议。长安是华为最早的合作对象，其后北汽、江淮、奇瑞、赛力斯、上汽与华为采取智选合作模式；2024 年 2 月，东风加入华为的 HI 合作模式。华为 ADS 智驾系统已经搭载于问界 M5/M7/M9/M8、智界 S7/R7、享界 S9、阿维塔 07/11/12、深蓝 L07/S07、岚图梦想家、比亚迪豹 8 车型，以上车型于 2025 年前 5 个月的销量约 24.6 万辆，已经超过大多数新势力车企。大模型的研发需要车企持续的研发投入，在保证端到端大模型“正循环”的情况下，销量领先、数据规模领跑的车企具备更大数据存储量。我们认为，随着合作车企规模不断扩大，华为品牌赋能下合作车企销量提升，华为有望在数据规模上领先于大多数车企。

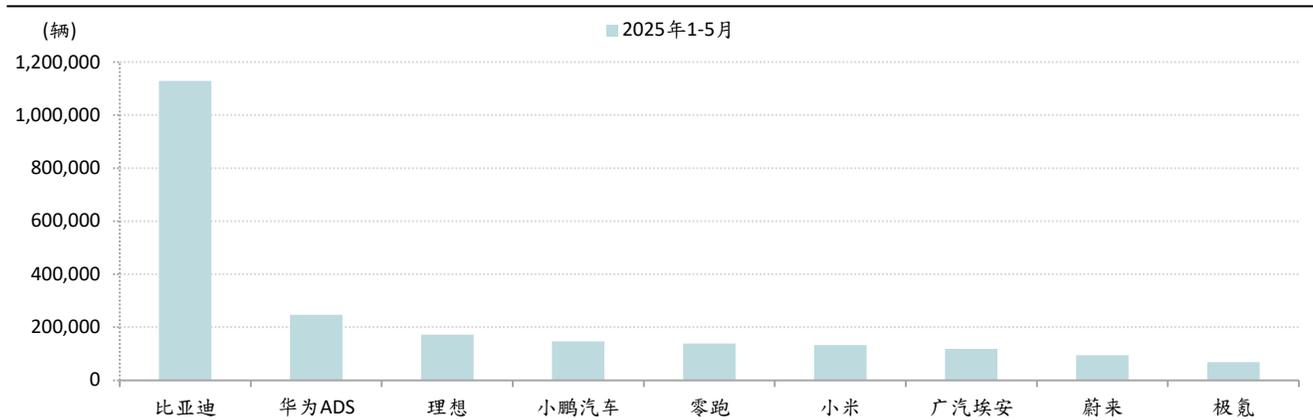
据鸿蒙智行发布的 2024 年度智驾报告，2024 年鸿蒙智行的智驾活跃用户数已达到 41.21 万人，年度智驾总里程更是突破 12 亿公里，其中高速智驾总里程达到了 90,318.05 万公里，总时长 966.8 万小时，城区智驾里程达到 34,287.72 万公里，智能泊车辅助功能在全年累计使用超过 8,000 万次，代客泊车辅助（AVP）达 678.66 万次。从鸿蒙智行的销量规模和数据积累来看，其在自动驾驶量产落地和数据闭环方面，已确立显著领先地位。

图表 25: 华为智驾系统配套车型销量



资料来源: Marklines, 交银国际

图表 26: 2025 年前 5 个月各品牌销量: 华为智驾系统配套车型销量高于大多数新势力



资料来源: Marklines, 交银国际

图表 27: 华为智选模式和 HI 模式下，随着合作车型不断增多，华为智驾的端到端数据规模优势显著

车企品牌	智选模式				HI 模式					
	赛力斯 问界	奇瑞 智界	北汽 享界	江淮 尊界	长安 阿维塔	深蓝汽车	北汽 极狐	东风 岚图	东风 猛士科技	比亚迪 方程豹
2021	4月 华为智选 SF5 12月 M5 EREV									
2022	7月 M7 EREV 9月 M5EV				8月 阿维塔 11		5月 阿尔法 S 先行版 (HI 版)			
2023	4月 M5 高阶智驾版 9月 M7 高阶智驾版 12月: M9	11月 智界 S7			11月 阿维塔 12					
2024		9月 智界 R7	8月 享界 S9		9月 阿维塔 07	7月 深蓝 S07 9月 深蓝 L07		8月 岚图知音		12月 豹 8
2025	4月 问界 M8			5月 尊界 S800	4月 阿维塔 06			2月 岚图梦想家智驾版	4月 M817	

资料来源：各公司官网，懂车帝，汽车之家，交银国际

2025 年 7 月 21 日

赛力斯 (601127 CH)

## 财务预测：预计 2025-27 年每股收益年复合增长率为 37.9%

**核心观点：**赛力斯正加速高端转型，截至 2025 年 5 月，M9 连续 15 个月蝉联 50 万以上豪华 SUV 销冠，市占率~50%，几乎垄断该细分市场半壁江山。同时在 M8 凭借智能化配置和家庭用户需求，有望成为细分市场的领先者。我们预计 2025 年问界 M8/M9 合计占比达到 53%，带动单车均价提升至 29.7 万元，毛利率升至 27.1%。在销量稳步增长的基础上，由于运营杠杆效应提升盈利能力将维持强劲，我们预计赛力斯的净利率将进一步改善，并在 2025-27 年保持在约 6%。受益于收入的不断增长，赛力斯的经营现金流在 2025 至 2027 年间有望继续保持正值。总体来看，我们预计赛力斯在 2025 至 2027 年期间的自由现金流将保持正值。

### 问界 M8/M9 占比超 50%，赛力斯 2025 年预估交付 56.5 万辆，盈利能力有望跃升

赛力斯 2024 年交付车辆 49.7 万辆（同比增长 96.3%），其中内燃机车（ICE）销量同比下降 30.8%至 70 万辆，而新能源汽车（NEV）在问界品牌，特别是 M9 的强劲销售势头推动下实现同比增长 181.2%至 42.7 万辆。得益于改款 M9，特别是 M8 上半年的推出，我们预计赛力斯 2025 年新能源汽车销量将同比增长 16%至 49.5 万辆（VA 一致预期：52.2 万辆），而内燃机车销量预计将维持平稳至 7 万辆。总体而言，我们预计 2025 年交付量将达到 56.5 万辆，同比增长 13.7%。虽然销量增速较 2024 年放缓，但超 30 万售价的高价车型（M8+M9）占比将会由 2024 年的 31%上升至 2025 年的 53%，令盈利能力大幅改善。

**新车型方面：**我们认为问界 M8 与 M9 凭借卓越产品力预计持续领跑中国内地高端市场。我们预计改款 M7 将会在下半年发布，目前新能源汽车市场竞争激烈，25-35 万元 SUV 市场更是竞争白热化，问界 M7 面临着来自理想、小米等车型的压力。2025 年改款将凭借产品力的提升和部分升级，强化自身竞争力，应对竞品的冲击。改款有可能就尺寸与座椅布局、外观设计、智能化配置和动力系统等多方面进行优化。

我们的预测销量略低于市场一致预期，主要由于对乘用车市场的保守看法。然而，问界 M8 和 M9 在高端市场展现了强劲的产品竞争力，有望支持毛利率维持高位。我们的 EPS 预测高于市场一致预期，主要得益于运营杠杆效应强于预期，提升了整体盈利能力。伴随行业竞争加剧，赛力斯已从“销量追逐”转向“盈利聚焦”。2024 年扭亏为盈，标志着其进入稳定盈利阶段。市场逻辑正从销量博弈转向盈利能力评估，随着赛力斯进入稳定盈利阶段，我们认为市场将更多关注其盈利表现。

2025 年 7 月 21 日

赛力斯 (601127 CH)

图表 28: 损益表摘要: 受惠高端车型 M8 和 M9 销量大增, 预计赛力斯 2025 年利润同比增长 115.7%

百万元人民币	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>销量(辆)</b>	<b>273,590</b>	<b>266,614</b>	<b>267,246</b>	<b>253,181</b>	<b>497,008</b>	<b>565,200</b>	<b>680,200</b>	<b>710,200</b>
问界	0	352	78,081	103,534	389,083	460,000	575,000	605,000
其他	273,590	266,262	189,165	149,647	107,925	105,200	105,200	105,200
<b>营业总收入</b>	<b>14,302</b>	<b>16,718</b>	<b>34,105</b>	<b>35,842</b>	<b>145,176</b>	<b>175,174</b>	<b>204,281</b>	<b>213,877</b>
新能源	1,870	4,279	24,934	28,948	135,491	164,112	191,722	199,522
问界	0	74	19,945	24,147	132,035	160,960	188,570	196,370
其他	1,870	4,205	4,989	4,801	3,455	3,152	3,152	3,152
内燃机汽车	11,864	10,140	6,347	4,609	3,448	3,577	3,577	3,577
零部件	0	1,505	1,686	1,088	2,071	2,485	2,982	3,579
其他	568	794	1,138	1,197	4,167	5,000	6,000	7,200
<b>毛利</b>	<b>653</b>	<b>630</b>	<b>3,861</b>	<b>3,534</b>	<b>37,966</b>	<b>47,430</b>	<b>54,473</b>	<b>58,593</b>
销售费用	(729)	(1,280)	(4,820)	(5,276)	(19,184)	(22,773)	(25,535)	(26,521)
管理费用	(893)	(1,089)	(1,775)	(1,653)	(3,547)	(3,854)	(4,494)	(4,705)
研发费用	(837)	(948)	(1,314)	(1,696)	(5,586)	(6,306)	(7,354)	(7,486)
财务费用	272	244	172	(16)	(295)	1,317	1,066	1,692
营业利润	(2,295)	(3,285)	(5,279)	(6,420)	3,584	8,054	9,576	12,015
税前利润	(2,187)	(2,610)	(4,930)	(4,081)	4,951	10,670	12,157	15,293
所得税	(47)	(21)	(290)	(76)	(211)	(1,601)	(1,824)	(2,294)
净利润	(2,234)	(2,631)	(5,221)	(4,157)	4,740	9,070	10,334	12,999
少数股东损益	(506)	(807)	(1,389)	(1,707)	(1,206)	(1,814)	(2,067)	(2,600)
<b>归母净利润</b>	<b>(1,729)</b>	<b>(1,824)</b>	<b>(3,832)</b>	<b>(2,450)</b>	<b>5,946</b>	<b>10,884</b>	<b>12,400</b>	<b>15,599</b>
<b>每股数据 (人民币)</b>								
每股收益	(1.5)	(1.4)	(2.7)	(1.6)	3.9	7.2	8.2	10.3
每股净资产	4.0	5.9	7.6	7.6	8.1	13.9	20.5	28.7
每股股利	-	-	-	-	-	1.4	1.6	2.1
<b>同比增长 (%)</b>								
收入	-21.1%	16.9%	104.0%	5.1%	305.0%	20.7%	16.6%	4.7%
毛利	-79.2%	-3.4%	512.6%	-8.5%	974.4%	24.9%	14.8%	7.6%
营业利润	-1049.4%	31.5%	70.8%	-18.9%	NA	115.7%	13.9%	25.8%
净利润	-2716.5%	17.7%	98.4%	-20.4%	NA	91.3%	13.9%	25.8%
<b>关键比率</b>								
毛利率	4.6%	3.8%	11.3%	9.9%	26.2%	27.1%	26.7%	27.4%
销售/管理/研发率	17.2%	19.8%	23.2%	24.1%	19.5%	18.8%	18.3%	18.1%
营业利润率	-16.0%	-19.6%	-15.5%	-17.9%	2.5%	4.6%	4.7%	5.6%
净利率	-12.1%	-10.9%	-11.2%	-6.8%	4.1%	6.2%	6.1%	7.3%

资料来源: 公司资料、交银国际预测

图表 29: 交银国际预测 vs Visible alpha 一致预测

(人民币 百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>NEV 销量</b>	<b>426,885</b>	<b>495,200</b>	<b>610,200</b>	<b>640,200</b>
VA		521,854	703,457	806,218
差异		-5.1%	-13.3%	-20.6%
<b>营业收入</b>	<b>145,176</b>	<b>175,174</b>	<b>204,281</b>	<b>213,877</b>
VA		177,966	218,301	241,498
差异		-1.6%	-6.4%	-11.4%
<b>毛利率</b>	<b>26%</b>	<b>27.1%</b>	<b>26.7%</b>	<b>27.4%</b>
VA		27.5%	26.9%	27.1%
差异		-0.4 ppts	-0.3 ppts	0.2 ppts
<b>EPS (元)</b>	<b>3.94</b>	<b>7.21</b>	<b>8.21</b>	<b>10.33</b>
VA		6.28	8.31	9.95
差异		14.8%	-1.2%	3.8%

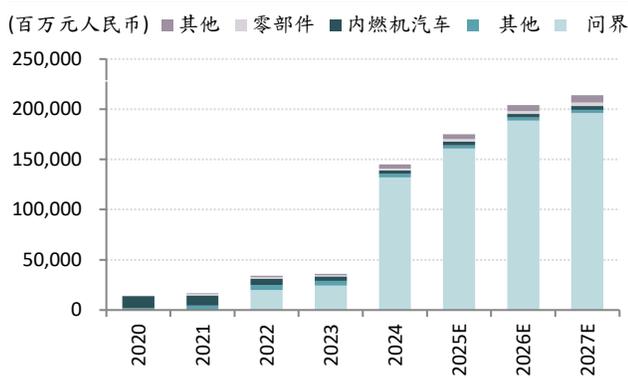
资料来源: 交银国际预测, Visible alpha (VA) 预测

## 从“以价换量”到“以质提价”：赛力斯 2025 年单车均价 29.7 万元

**总收入：**我们预计赛力斯的总收入将在 2025 年同比增长 20.7%，达 1,752 亿元人民币，并在 2025-2027 年间以 13.8% 的复合年增长率进一步增长，到 2027 年达到 2,139 亿元人民币。**赛力斯的总收入应由四部分组成：**汽车销售收入（包括新能源汽车+内燃机车）、其他汽车业务收入（包括增程系统销售，客户包括东风汽车和零跑汽车）和**内燃机引擎收入**，以及**非核心业务**（包括材料销售和租金收入）。

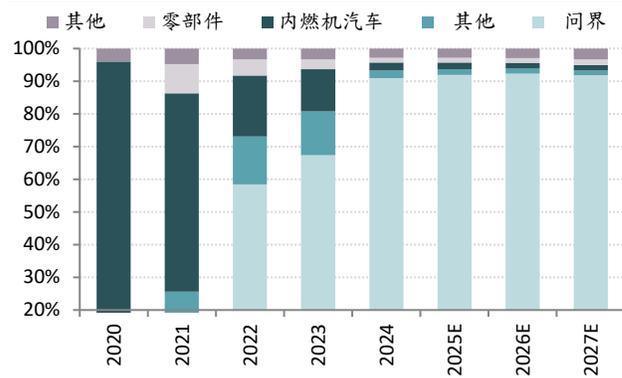
**车辆收入：**基于强劲的产品线和良好的交付增长前景，我们预计赛力斯 2025 年的车辆收入将达到人民币 1,677 亿元，同比增长 20.7%，2025-2027 年复合年增长率将达到 14%，2027 年达到人民币 2,031 亿元。由于平均售价提升和产品组合优化（低售价 ICE 车型向高售价 NEV 车型转变），我们预计 2025 年赛力斯车辆收入增速将高于交付量增速。随着销售组合的改善，我们预计 2025 年平均车辆售价将达到人民币 29.7 万元，同比增长 6%。展望未来，我们预计随着较低价的改款 M7 的销量贡献，2026/2027 年平均车辆售价将小幅下滑，同比降 3%/0%，分别达到人民币 28.7 万元/28.6 万元。

**图表 30: 预计 2025 年问界品牌收入增长 21.9%**



资料来源: 公司资料、交银国际预测

**图表 31: 预计问界品牌将占赛力斯收入 90% 以上**



资料来源: 公司资料、交银国际预测

## 规模效应+高端化发力：2025 年毛利率或达 27.1%，毛利润 474 亿元

**毛利率：**考虑到销售爬坡带来的更好规模效应，成本效率的提升，M8/M9 的占比提升，以及原材料成本的下降，我们预计，赛力斯汽车的毛利率将从 2024 年的 26.1% 逐步提升至 2025-2027 年的 27.1%/26.7%/27.4%（其中新能源车毛利率为 27.4%/27.1%/28.1%）。我们还预计其他汽车业务的毛利率将保持与 2024 年相似的水平，在 2025-2027 年维持在 11.5% 左右，非核心业务的毛利率也将保持类似水平（2025-2027 年为 41.7%）。总体而言，我们预计 2025 年全年毛利率为 27.1%，毛利润为 474 亿元人民币。

**销售及管理费用：**我们预计 2025 年销售费用将同比增长 18.7% 至 228 亿元人民币，这主要是由于强劲的销售增长（对华为的服务费计入销售费用）；然而，销售费用占收入的比例将从 2024 年的 13.2% 降至 2025 年的 13.0%。我们预计 2025 年管理费用也将同比增长 8.7% 至 38 亿元人民币；不过，管理费用占收入

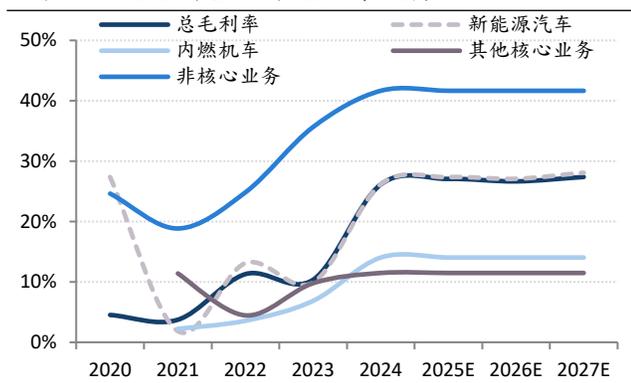
2025年7月21日

## 赛力斯 (601127 CH)

的比例将从2024年的2.4%降至2025年的2.2%。展望未来，我们预计收入增长的运营杠杆效应，销售费用率和管理费用率将分别降至2026/27年的12.5%/12.4%和2.2%/2.5%。

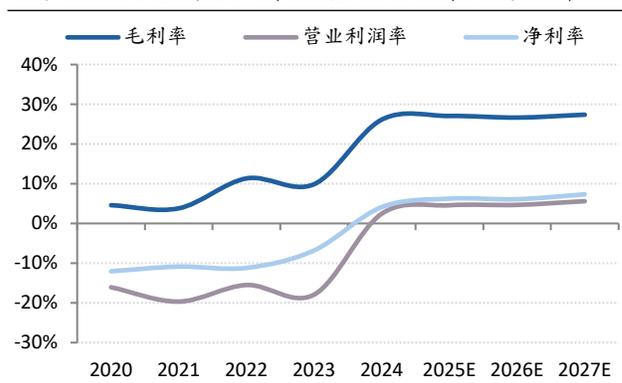
**研发费用：**我们预测2025年研发费用将同比增长12.9%，达到63亿元人民币，研发费用占收入比例将从2024年的3.8%下降至2025年的3.6%。展望未来，我们预计2026/2027年研发费用分别为73/75亿元人民币，随着销量和收入规模的增长，研发费用占收入比例可能降至3.6%/3.5%。

图表 32: 赛力斯各业务毛利率趋势



资料来源: 公司资料、交银国际预测

图表 33: 赛力斯毛利率、营业利润率和净利率

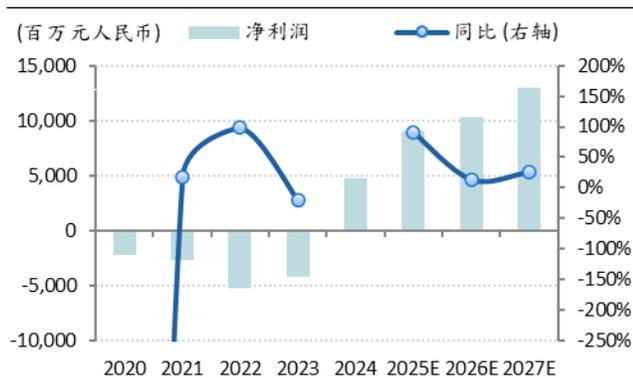


资料来源: 公司资料、交银国际预测

### 受惠运营杠杆+产品组合优化，净利率稳站 6.1%-7.3%

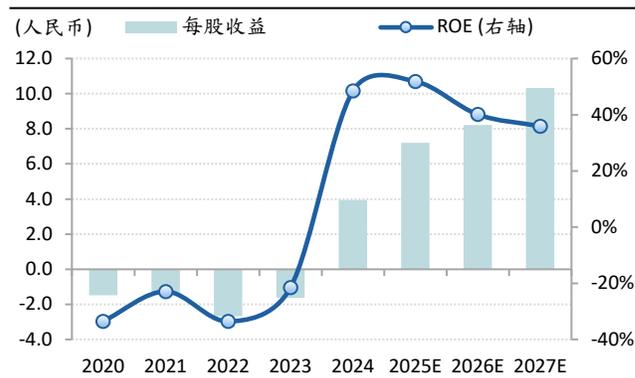
我们预计赛力斯 2025-2027 年的归母净利润将达到 109 亿/124 亿/156 亿元人民币，增长动能主要来自问界品牌销量和盈利的贡献。问界品牌于 2025 年 2 季度开启新车型周期（M8+改款 M9）。截至 2025 年 5 月，M9 连续 15 个月蝉联中国内地市场 50 万元以上豪华 SUV 销冠，市占率约 50%，几乎垄断该细分市场半壁江山。同时在 30-45 万元价格带中，M8 凭借智能化配置和家庭用户需求，我们预计市占率达 12.5%-20%，成为该区间绝对领导者。因此，我们预计问界品牌将实现强劲的销量增长，毛利率也将有所改善，同时由于运营杠杆效应提升盈利能力将维持强劲。相应地，我们预计赛力斯的整体净利率将进一步改善，并在 2025-27 年保持在约 6.1%-7.3%的稳定水平。

**图表 34: 预计 2025-27 年赛力斯的净利润年均复合增长率为 37.9%**



资料来源: 公司资料、交银国际预测

**图表 35: 预测 2025-27 年赛力斯的 ROE 相对稳定在 52-36% 之间**



资料来源: 公司资料、交银国际预测

图表 36: 季度损益汇总

百万元人民币	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
<b>营业总收入</b>	<b>5,091</b>	<b>5,942</b>	<b>5,648</b>	<b>19,162</b>	<b>26,561</b>	<b>38,484</b>	<b>41,582</b>	<b>38,549</b>	<b>19,147</b>
营业成本	(4,639)	(5,694)	(5,291)	(16,685)	(20,846)	(27,911)	(30,966)	(27,486)	(13,859)
<b>毛利</b>	<b>452</b>	<b>248</b>	<b>357</b>	<b>2,477</b>	<b>5,714</b>	<b>10,573</b>	<b>10,616</b>	<b>11,063</b>	<b>5,288</b>
营业税金及附加	(107)	(128)	(133)	(536)	(739)	(1,030)	(1,091)	(1,028)	(496)
销售费用	(768)	(964)	(868)	(2,676)	(3,405)	(5,932)	(4,634)	(5,213)	(2,662)
管理费用	(380)	(329)	(333)	(611)	(451)	(729)	(1,028)	(1,339)	(657)
研发费用	(346)	(327)	(419)	(605)	(954)	(1,874)	(1,541)	(1,217)	(1,051)
营业外收入	350	77	216	86	120	551	278	168	356
营业外支出	(1)	(31)	(5)	(99)	(1)	(5)	(8)	(23)	(17)
<b>营业利润</b>	<b>(800)</b>	<b>(1,454)</b>	<b>(1,185)</b>	<b>(1,963)</b>	<b>285</b>	<b>1,554</b>	<b>2,592</b>	<b>2,411</b>	<b>761</b>
财务费用	(10)	111	(46)	(39)	(1)	24	170	102	142
资产减值损失	(75)	(101)	(78)	(252)	(27)	(257)	(535)	(1,477)	(22)
公允价值变动净收益	13	(4)	17	(3)	26	18	20	37	1
投资净收益	17	241	(10)	1,542	31	47	18	(87)	10
<b>利润总额</b>	<b>(855)</b>	<b>(1,208)</b>	<b>(1,303)</b>	<b>(716)</b>	<b>314</b>	<b>1,385</b>	<b>2,266</b>	<b>987</b>	<b>892</b>
所得税	(35)	(42)	(9)	10	(225)	(115)	(215)	344	(151)
<b>净利润</b>	<b>(890)</b>	<b>(1,250)</b>	<b>(1,311)</b>	<b>(706)</b>	<b>89</b>	<b>1,270</b>	<b>2,051</b>	<b>1,330</b>	<b>741</b>
少数股东损益	265	530	362	550	131	135	363	578	7
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>(625)</b>	<b>(719)</b>	<b>(950)</b>	<b>(156)</b>	<b>220</b>	<b>1,405</b>	<b>2,413</b>	<b>1,908</b>	<b>748</b>
<b>利润率</b>	<b>1Q23</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>	<b>4Q23</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24</b>	<b>1Q25</b>
<b>毛利率</b>	<b>8.9%</b>	<b>4.2%</b>	<b>6.3%</b>	<b>12.9%</b>	<b>21.5%</b>	<b>27.5%</b>	<b>25.5%</b>	<b>28.7%</b>	<b>27.6%</b>
营业税金及附加	-2.1%	-2.2%	-2.3%	-2.8%	-2.8%	-2.7%	-2.6%	-2.7%	-2.6%
销售费用	-15.1%	-16.2%	-15.4%	-14.0%	-12.8%	-15.4%	-11.1%	-13.5%	-13.9%
管理费用	-7.5%	-5.5%	-5.9%	-3.2%	-1.7%	-1.9%	-2.5%	-3.5%	-3.4%
研发费用	-6.8%	-5.5%	-7.4%	-3.2%	-3.6%	-4.9%	-3.7%	-3.2%	-5.5%
营业外收入	6.9%	1.3%	3.8%	0.5%	0.5%	1.4%	0.7%	0.4%	1.9%
营业外支出	0.0%	-0.5%	-0.1%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%
<b>营业利润率</b>	<b>-15.7%</b>	<b>-24.5%</b>	<b>-21.0%</b>	<b>-10.2%</b>	<b>1.1%</b>	<b>4.0%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.3%</b>	<b>4.0%</b>
财务费用	-0.2%	1.9%	-0.8%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.4%	0.3%	0.7%
资产减值损失	-1.5%	-1.7%	-1.4%	-1.3%	-0.1%	-0.7%	-1.3%	-3.8%	-0.1%
投资净收益	0.3%	4.1%	-0.2%	8.0%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.1%
<b>税前利润率</b>	<b>-16.8%</b>	<b>-20.3%</b>	<b>-23.1%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>1.2%</b>	<b>3.6%</b>	<b>5.4%</b>	<b>2.6%</b>	<b>4.7%</b>
税率	4.1%	3.5%	0.7%	-1.3%	-71.7%	-8.3%	-9.5%	34.8%	-16.9%
<b>税后利润率</b>	<b>-17.5%</b>	<b>-21.0%</b>	<b>-23.2%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>0.3%</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.9%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.9%</b>
<b>净利率</b>	<b>-12.3%</b>	<b>-12.1%</b>	<b>-16.8%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>3.7%</b>	<b>5.8%</b>	<b>4.9%</b>	<b>3.9%</b>
<b>同比增长 (%)</b>	<b>1Q23</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>	<b>4Q23</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24</b>	<b>1Q25</b>
<b>营业总收入</b>	<b>-1%</b>	<b>-18%</b>	<b>-47%</b>	<b>74%</b>	<b>422%</b>	<b>548%</b>	<b>636%</b>	<b>101%</b>	<b>-28%</b>
营业成本	-3%	-15%	-43%	78%	349%	390%	485%	65%	-34%
<b>毛利</b>	<b>32%</b>	<b>-56%</b>	<b>-74%</b>	<b>55%</b>	<b>1164%</b>	<b>4165%</b>	<b>2875%</b>	<b>347%</b>	<b>-7%</b>
营业税金及附加	24%	79%	-69%	56%	591%	703%	722%	92%	-33%
销售费用	48%	2%	-47%	54%	344%	515%	434%	95%	-22%
管理费用	21%	-13%	-15%	-11%	19%	121%	208%	119%	46%
研发费用	23%	9%	28%	48%	176%	474%	268%	101%	10%
加：营业外收入	544%	-44%	-6%	-79%	-66%	612%	29%	95%	196%
减：营业外支出	263%	141%	-64%	876%	-37%	-83%	73%	-77%	1938%
<b>营业利润</b>	<b>0%</b>	<b>45%</b>	<b>0%</b>	<b>67%</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>167%</b>
财务费用	-79%	-490%	-225%	-70%	-90%	-79%	-473%	-359%	NA
资产减值损失	15%	108%	14%	29%	-65%	155%	582%	486%	-16%
公允价值变动净收益	-110%	-91%	-427%	-128%	103%	-548%	19%	-1404%	-95%
投资净收益	-134%	4249%	237%	16615%	88%	-80%	-279%	-106%	-68%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益									
<b>利润总额</b>	<b>-22%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>	<b>-52%</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>184%</b>
减：所得税	13%	-40%	-75%	-106%	548%	173%	2360%	3462%	-33%
<b>净利润</b>	<b>-21%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>-57%</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>733%</b>
减：少数股东损益	-7%	74%	14%	14%	-51%	-75%	0%	5%	-95%
<b>归母净利润</b>	<b>-25%</b>	<b>-19%</b>	<b>0%</b>	<b>-87%</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>241%</b>

资料来源: 公司资料、交银国际

2025 年 7 月 21 日

## 赛力斯 (601127 CH)

赛力斯目前的债务水平稳定且较低。自 2021 年以来，赛力斯始终保持净现金状态，并预计这种状态将持续至 2025 至 2027 年。在这段时间内，赛力斯的主要投资现金流除了资本支出外，还包括以 81.64 亿元收购龙盛新能源，以及以 115 亿元入股华为引望，持有其 10% 的股份。受益于收入的不断增长，赛力斯的经营现金流在 2025 至 2027 年间有望继续保持正值。总体来看，我们预计赛力斯在 2025 至 2027 年期间的自由现金流将保持正值。

图表 37: 赛力斯资产负债表

百万元人民币	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>资产总计</b>	<b>26,268</b>	<b>32,024</b>	<b>47,048</b>	<b>51,245</b>	<b>94,364</b>	<b>107,135</b>	<b>128,531</b>	<b>142,249</b>
<b>流动资产</b>	<b>9,701</b>	<b>14,668</b>	<b>26,976</b>	<b>26,117</b>	<b>65,998</b>	<b>60,962</b>	<b>84,938</b>	<b>101,772</b>
货币资金	2,932	5,832	16,365	13,161	45,955	39,517	62,273	78,749
交易性金融资产	178	320	1,752	1,134	4,049	4,049	4,049	4,049
应收票据及应收账款	672	997	1,781	2,446	2,362	2,850	3,324	3,480
存货	1,974	2,773	3,993	3,529	2,552	3,150	3,694	3,829
其他	3,947	4,745	3,086	5,847	11,079	11,397	11,599	11,666
<b>非流动资产</b>	<b>16,566</b>	<b>17,356</b>	<b>20,072</b>	<b>25,128</b>	<b>28,366</b>	<b>46,173</b>	<b>43,592</b>	<b>40,477</b>
固定资产	7,693	7,799	9,140	8,748	9,256	7,698	5,874	3,999
无形资产	4,164	5,153	6,910	9,544	9,276	8,623	7,683	6,348
其他	4,710	4,405	4,021	6,835	9,834	29,852	30,035	30,130
<b>负债合计</b>	<b>20,649</b>	<b>24,295</b>	<b>37,245</b>	<b>44,045</b>	<b>82,458</b>	<b>88,336</b>	<b>101,879</b>	<b>105,717</b>
<b>流动负债</b>	<b>16,247</b>	<b>18,924</b>	<b>32,331</b>	<b>37,576</b>	<b>76,265</b>	<b>81,507</b>	<b>94,414</b>	<b>97,617</b>
短期借款	2,146	2,109	2,079	786	0	0	0	0
应付票据及应付账款	10,937	13,911	25,670	30,150	68,451	73,496	86,191	89,341
其他	3,164	2,904	4,583	6,640	7,813	8,011	8,223	8,275
<b>非流动负债</b>	<b>4,402</b>	<b>5,371</b>	<b>4,914</b>	<b>6,469</b>	<b>6,194</b>	<b>6,829</b>	<b>7,465</b>	<b>8,101</b>
长期借款	1,520	1,847	1,192	1,375	687	1,323	1,958	2,594
其他	2,881	3,524	3,722	5,094	5,507	5,507	5,507	5,507
<b>所有者权益</b>	<b>5,619</b>	<b>7,729</b>	<b>9,802</b>	<b>7,200</b>	<b>11,906</b>	<b>18,798</b>	<b>26,652</b>	<b>36,532</b>
实收资本	1,278	1,360	1,497	1,510	1,510	1,510	1,510	1,510
资本公积金	3,358	8,087	15,295	17,874	13,045	13,045	13,045	13,045
其他	319	225	234	91	379	379	379	379
未分配利润	208	(1,713)	(5,606)	(8,068)	(2,670)	6,037	15,957	28,437
少数股东权益	456	(230)	(1,617)	(4,206)	(359)	(2,173)	(4,239)	(6,839)

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 38: 现金流摘要: 除资本支出外, 2025-2027 年的其他主要投资现金流包括: 1) 以 81.64 亿元的价格完成龙盛新能源收购; 2) 以 115 亿元入股华为引望, 持股 10%

百万元人民币	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,088</b>	<b>(987)</b>	<b>(1,169)</b>	<b>6,398</b>	<b>22,515</b>	<b>17,900</b>	<b>27,984</b>	<b>21,718</b>
净利润	(2,234)	(2,631)	(5,221)	(4,157)	4,740	9,070	10,334	12,999
折旧和摊销	1,333	1,622	2,164	2,505	3,928	4,556	4,987	5,426
流动资金的变动	1,268	(211)	1,107	8,883	11,862	3,839	11,686	2,845
其他	721	233	781	(834)	1,985	435	976	447
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(1,319)</b>	<b>(1,563)</b>	<b>(4,154)</b>	<b>(2,973)</b>	<b>(16,509)</b>	<b>(24,114)</b>	<b>(4,450)</b>	<b>(4,450)</b>
净资本支出	(1,846)	(2,133)	(3,367)	(3,465)	(7,144)	(4,450)	(4,450)	(4,450)
其他	527	570	(787)	492	(9,365)	(19,664)	-	-
<b>自由现金流</b>	<b>(758)</b>	<b>(3,120)</b>	<b>(4,536)</b>	<b>2,933</b>	<b>15,371</b>	<b>13,450</b>	<b>23,534</b>	<b>17,268</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(1,129)</b>	<b>2,936</b>	<b>6,325</b>	<b>(1,269)</b>	<b>(4,167)</b>	<b>(224)</b>	<b>(778)</b>	<b>(792)</b>
配股	5	3,033	7,069	159	1,523	-	-	-
债务净变动	(200)	(142)	(303)	(1,181)	(2,274)	574	517	459
其他	(1,324)	5,827	13,092	(2,291)	(4,918)	350	(261)	(333)
<b>现金净流量</b>	<b>(1,359)</b>	<b>386</b>	<b>1,003</b>	<b>2,156</b>	<b>1,839</b>	<b>(6,438)</b>	<b>22,756</b>	<b>16,476</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

2025 年 7 月 21 日

赛力斯 (601127 CH)

## 首予买入评级，目标价 180.5 元人民币

基于赛力斯已步入稳定盈利阶段，我们认为采用 PE 估值法更恰当。对比行业龙头比亚迪、及同样已盈利且 ASP 接近的新势力品牌理想汽车，赛力斯当前前瞻市盈率（基于下一年净利润）为 15.5x，和比亚迪（15.6x）和理想汽车（17.3x）接近。纵向比较，赛力斯当前前瞻市盈率（基于下一年净利润）低于历史平均 0.6 个标准差。考虑到公司在高端市场的进一步拓展及其潜在的更强盈利能力，以及 2025-27 年预期的盈利强劲增长，作为我国领先的高端品牌之一，赛力斯值得市场价值重估。我们首予买入，基于 2025E 市盈率 25 倍（与 1 年平均市盈率一致），目标价 180.5 元人民币，对应 22 倍 2026 年市盈率。

我们又采用折现现金流模型估值（WACC：10.3%，终端增长率：2.0%）进行交叉验证，得出公允价值相似，为每股 179.3 元人民币。

图表 39: 折现现金流模型

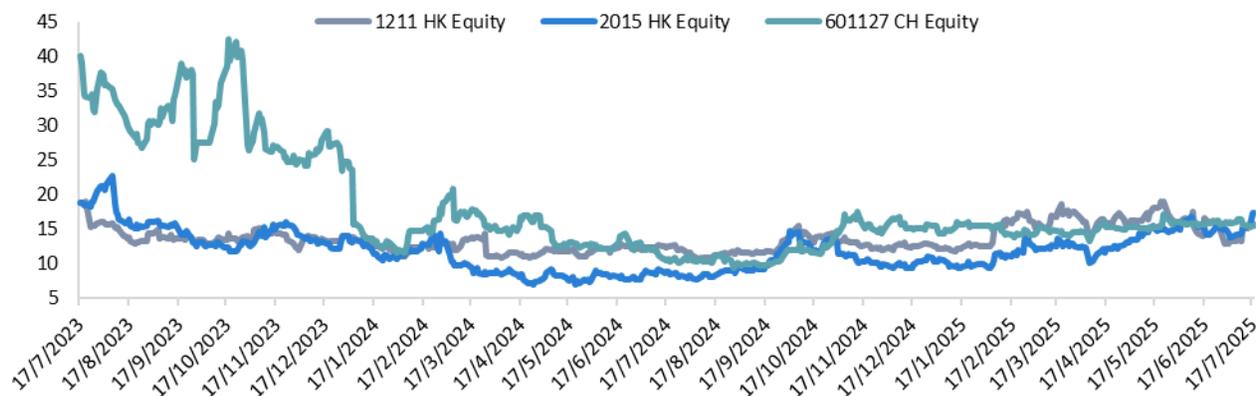
人民币百万元	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	终值
车辆收入	164,112	191,722	199,522	222,522	222,522	222,522	
其他收入	11,062	12,559	14,355	16,511	19,098	22,202	
<b>收入</b>	<b>175,174</b>	<b>204,281</b>	<b>213,877</b>	<b>239,033</b>	<b>241,620</b>	<b>244,724</b>	
成本	(127,744)	(149,808)	(155,284)	(171,973)	(174,463)	(177,293)	
毛利	47,430	54,473	58,593	67,060	67,157	67,431	
毛利率	27%	27%	27%	28%	28%	28%	
经营成本	(38,077)	(43,382)	(44,992)	(50,284)	(50,828)	(50,992)	
息税前盈利	9,353	11,091	13,601	16,776	16,329	16,440	
息税前盈利率	5.3%	5.4%	6.4%	7.0%	6.8%	6.7%	
税率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	
税后利润	7,950	9,427	11,561	14,259	13,879	13,974	
折旧和摊销	4,556	4,987	5,426	5,863	6,295	6,512	
营运资金的变动	3,839	11,686	2,845	8,767	1,335	1,513	
资本支出	(4,450)	(4,450)	(4,450)	(4,450)	(4,450)	(4,450)	
<b>自由现金流</b>	<b>11,896</b>	<b>21,651</b>	<b>15,383</b>	<b>24,439</b>	<b>17,059</b>	<b>17,549</b>	<b>216,134</b>
百分比变化		82.0%	-29.0%	58.9%	-30.2%	2.9%	
自由现金流折现	12,504	20,636	13,295	19,153	12,123	11,308	139,273
<b>核心业务的价值</b>	<b>228,292</b>						
少数股东权益	(2,284)						
净债务/(现金)	-40,148						
<b>股权价值(人民币)</b>	<b>270,723</b>						
股票数量(百万)	1,510						
<b>每股价值(人民币)</b>	<b>179.3</b>						
				<b>WACC &amp; 增长假设</b>			
				股本/(股本+债务)比率			85.6%
				无风险利率			2.3%
				市场风险溢价			6.0%
				Beta			1.50
				借贷成本			5.0%
				税率			15.0%
				WACC			10.3%
				终端增长率			2.0%

资料来源: 公司资料、交银国际预测

2025 年 7 月 21 日

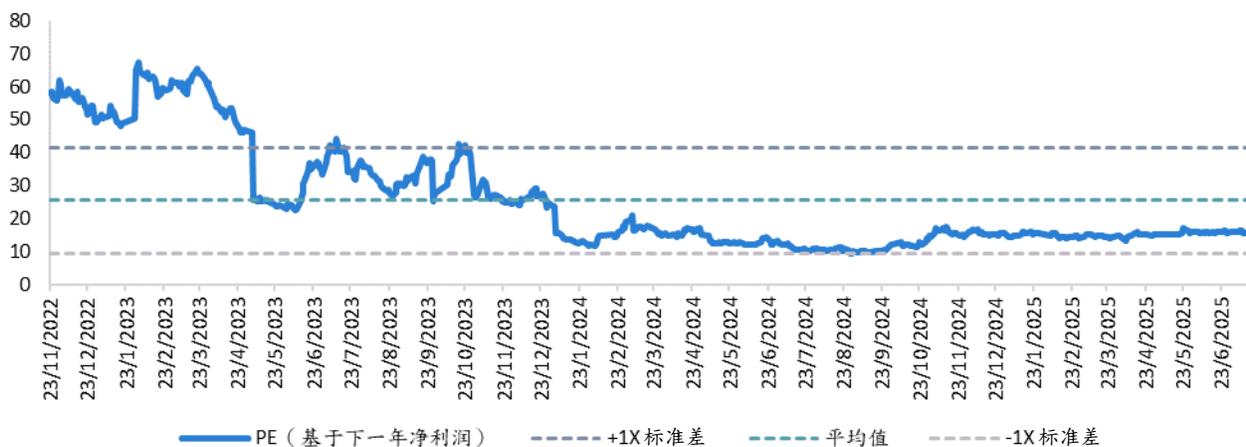
## 赛力斯 (601127 CH)

图表 40: 可比公司估值：赛力斯当前前瞻市盈率（基于下一年净利润）为 15.5x，和比亚迪（15.6x）和理想汽车（17.3x）接近



资料来源：彭博，交银国际 \*数据更新至 2025 年 7 月 17 日

图表 41: 赛力斯 PE band（基于下一年净利润）：当前估值低于历史平均值 0.6 个标准差



资料来源：彭博，交银国际 \*数据范围：2022 年 11 月 23 日-2025 年 7 月 17 日

图表 42: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	交易货币	收盘价	市值 (十亿美元)	P/S			P/E			股息率			EV/EBITDA		
					25E (x)	26E (x)	27E (x)	25E (x)	26E (x)	27E (x)	25E (%)	26E (%)	27E (%)	24E (x)	25E (x)	26E (x)
赛力斯	601127 CH	CNY	130.40	29.7	1.2	1.0	0.8	20.4	15.5	12.6	1.5	2.0	2.5	12.9	8.6	6.5
比亚迪	1211 HK	HKD	123.80	140.8	1.0	0.9	0.8	19.5	15.6	14.1	2.2	2.6	3.2	7.0	5.7	4.4
小鹏汽车	9868 HK	HKD	71.10	17.3	1.5	1.1	0.9	N/A	53.4	22.7	0.0	0.0	0.0	N/A	33.8	15.1
蔚来	9866 HK	HKD	32.50	9.3	0.8	0.6	0.5	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	N/A	N/A	N/A
理想汽车	2015 HK	HKD	124.10	33.9	1.5	1.1	1.0	25.3	17.3	14.2	0.0	0.1	0.1	13.1	7.6	4.9
零跑汽车	9863 HK	HKD	60.00	10.2	1.2	0.8	0.7	238.7	32.4	16.0	0.0	0.0	0.0	58.5	13.9	6.0
特斯拉	TSLA US	USD	319.41	1,028.8	10.8	9.0	7.4	174.0	116.1	88.6	0.0	0.0	N/A	76.8	57.7	42.3
小米集团	1810 HK	HKD	56.15	185.7	2.7	2.2	1.8	31.7	24.1	19.6	0.0	0.0	0.0	25.0	18.6	14.7
吉利汽车	175 HK	HKD	19.02	24.4	0.5	0.4	0.4	11.9	9.8	7.9	2.8	3.2	4.0	5.7	4.3	2.9
长城汽车	2333 HK	HKD	13.22	22.9	0.7	0.6	0.6	8.1	7.1	6.5	4.0	4.0	4.4	6.8	5.9	4.9

资料来源: 彭博一致预期, 交银国际 \*截至 2025 年 7 月 17 日收盘

## 风险因素

- ⊕ **中国内地电动汽车市场竞争日益激烈**，特别是赛力斯旗下的问界品牌来自理想汽车、蔚来汽车、极氪、小米等高端电动汽车品牌以及传统豪华品牌推出更多电动汽车车型带来的竞争。鸿蒙智行合作的车企日益增多，尽管提升了整体市场的智能化水平，但也可能导致问界品牌的华为属性被淡化，进一步削弱其市场辨识度与竞争优势。如果赛力斯的竞争对手推出性能更优的新车型，赛力斯的销量和盈利能力将受到影响。
- ⊕ **对问界品牌的高度依赖**。赛力斯~90%的收入来自问界品牌；我们预计随着新车型的推出和产能扩张，该品牌在 2025-2027 年的收入贡献将稳定在~90%。因此，赛力斯的整体表现高度依赖于问界品牌的成功。该品牌在品牌价值、销量或供应链等方面的表现将会影响赛力斯的财务业绩。
- ⊕ **供应链的波动性**：关键汽车零部件（如芯片和电池）的供应链的潜在不确定性或导致生产中断和满足客户需求的潜在延迟。赛力斯的利润率将受到冲击。此外，铝、钢等原材料价格的潜在意外波动也可能增加成本并损害利润率。

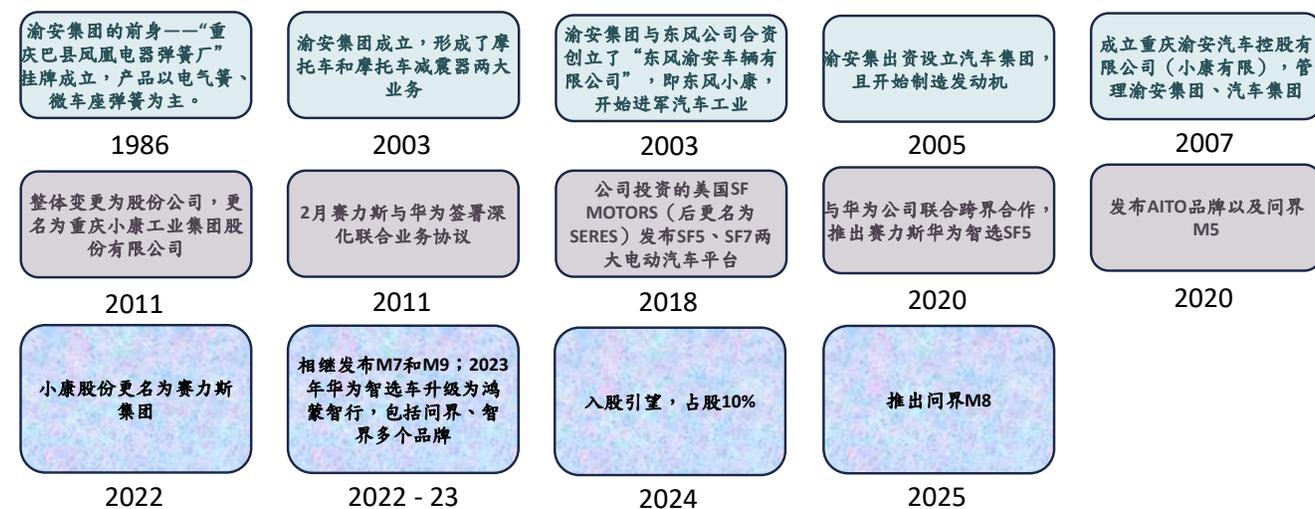
## 公司介绍

### 赛力斯发展历程：从零部件起家到高端智能电动引领

赛力斯（前身渝安集团）自1986年成立以来，始终致力于技术升级与业务转型，走出了一条由零部件制造到整车生产，再到智能新能源的自主进化之路：

- ⊕ **零部件阶段（1986-2002年）**：公司以弹簧起步，逐步扩展至减震器、摩托车、发动机等，专注于汽车零部件配套业务。
- ⊕ **整车起步阶段（2003-2015年）**：2003年与东风合资成立东风渝安，获得整车生产资质，进入微面整车制造领域。2007年更名为小康股份，2014年拓展至乘用车市场，完成从零部件到整车的升级。
- ⊕ **新能源转型阶段（2016-2020年）**：2016年在美国设立SF Motors（赛力斯汽车），并登陆A股。2017年取得新能源资质，2020年发布首款新能源车型SF5，开启电动化转型。
- ⊕ **智能高端阶段（2021年至今）**：2021年起携手华为，发布智选SF5和全新高端品牌“问界”。先后推出问界M5、M7、M9、M8等多款智能车型，2022年公司更名为“赛力斯”，快速跻身国内高端新能源头部阵营。

图表 43: 赛力斯公司发展历史：渝安集团—>小康—>赛力斯



资料来源：公司资料，交银国际

### 业务：整车业务为核心，新能源收入占比超九成

赛力斯的主营业务覆盖整车制造与汽车零部件两大板块，由不同业务主体分别负责，其中整车板块是公司业务重心。旗下的赛力斯汽车专注于与华为的深度协同，全面承担问界品牌车型的研发、制造与销售工作。目前，赛力斯集团旗下拥有问界、东风风光、东风小康、蓝电和瑞驰五大整车品牌，产品线涵盖高端智能新能源、传统燃油车、混合动力车型及轻型商用车等多个细分市场：

- ⊕ **问界**：定位高端（20–60 万元）新能源乘用车，是公司当前最核心、增长最快的品牌。依托华为智选模式，在智能化水平上具备领先优势，代表车型包括 M5、M7、M8 与 M9；
- ⊕ **东风风光**：主打中低端市场（0–15 万元），以传统燃油 SUV 和 MPV 为主，具有较强的市场覆盖力；
- ⊕ **东风小康**：主打中低端商用车市场（0–15 万元），产品涵盖微型客车、微货、小卡等，是公司最早布局整车业务的品牌；
- ⊕ **蓝电**：公司自主新能源品牌，定位 10–15 万元区间，车型均为 SUV，采用增程式混合动力，聚焦家庭用户市场，主打性价比，代表车型为蓝电 E5；
- ⊕ **瑞驰**：主攻中端（5–20 万元）轻型商用车市场，重点布局城配物流、新能源货运等细分领域，产品具备区域化与定制化特征。

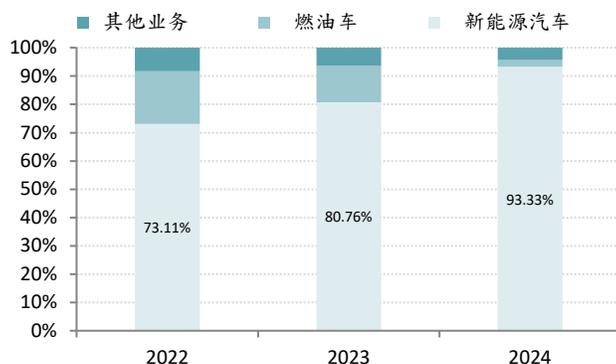
**图表 44: 赛力斯业务：整车业务为核心，旗下五大品牌**

业务	品牌/系列	动力形式	结构	价格带
乘用车	东风风光	传统/新能源	Sedan/SUV/MPV	0-15 万元
	蓝电	新能源	SUV	10-15 万元
	问界	新能源	SUV	20-60 万元
商用车	东风小康	传统/新能源	微客/微卡/小卡	0-15 万元
	瑞驰新能源	新能源	微客/微卡/小卡/轻卡/专用车	5-20 万元

资料来源: 公司资料, 交银国际

赛力斯的销量结构正由传统燃油车加速向新能源车转型，问界品牌已成为推动公司销量增长的核心动力。自 2021 年底问界品牌推出以来，新能源车型的销量占比快速攀升，2024 年公司新能源汽车营收已占总营收的 93.3%，燃油车占比仅为 2.37%，展现出强劲的增长势头。问界的高销量已初步形成品牌势能，随着后续新车型的陆续发布，预计问界将继续拉动整体销量增长，其在公司销售结构中的占比也有望进一步提升。

图表 45: 2024 年赛力斯新能源业务收入占比超 9 成



资料来源：Marklines，交银国际 \*零售销量

### 产能：问界工厂设计产能 30 万辆，可根据需求提升产能

公司目前共有三个问界工厂——智慧工厂、凤凰工厂和超级工厂，其分别主要负责问界 M5、M7 和 M9/M8 的生产。三个工厂合计设计产能 30 万辆，预估在极限情况下实际产能可提升至设计产能的 3 倍，可满足品牌发展需求。2025 年 1 月 15 日，赛力斯发布公告称，公司拟收购龙胜新能源。通过对龙胜新能源的收购，赛力斯获得超级工厂的所有权，从“租赁生产”转为“自主运营”，进而可根据产品开发和市场营销的节奏，拥有了更大的产能拓展主动权。

图表 46: 问界品牌产能情况：设计产能合计 30 万辆

工厂	主要生产车型	年产能	投产时间
重庆江北区两江智慧工厂	问界 M5	设计产能：5 万辆	2019 年
重庆沙坪坝凤凰工厂	问界 M7	设计产能：10 万辆	2022 年
重庆江北区两江超级工厂	问界 M9、问界 M8	设计产能：15 万辆	2024 年

资料来源：公司资料，交银国际

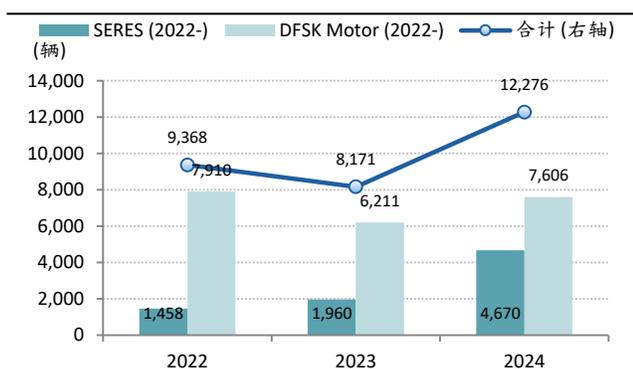
### 销售渠道：自营+华为门店+与中升集团合作

赛力斯围绕“问界”品牌，深度整合华为资源，构建了多层次的销售渠道体系。以华为门店为核心，配合自营和合作渠道，形成覆盖广泛的销售网络。随着华为将智能汽车业务升级为“鸿蒙智行”品牌，旗下门店集中展示问界 M5、M7、M9 等车型，并提供试驾、订购、金融咨询等一站式服务。赛力斯还在重点城市设有自营品牌体验中心和交付中心，承担车辆展示、交付、维修和客户服务等功能，尤其侧重于高端客户的接待与售后体验，形成对华为渠道的有力补充。2024 年 11 月 11 日，中升集团发布公告，确认与赛力斯达成初步合作意向，双方将就赛力斯新能源汽车的分销展开进一步洽谈。作为中国豪华车经销领域的领军企业，中升在内地拥有约 400 家门店，其强大的渠道覆盖与高端客户资源，有望为赛力斯新能源汽车的市场拓展提供有力支持。

### 海外：2020-24 年，赛力斯海外收入年复合增长率 37.3%

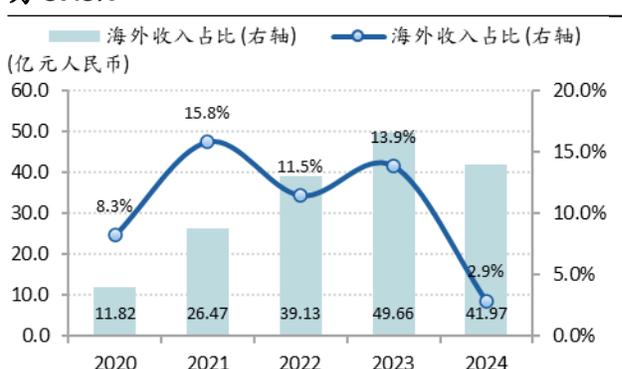
赛力斯在海外销售的车型，会根据不同地区和车型，分别使用“SERES”或“AITO”标识。2024 年 7 月，赛力斯以 25 亿元的总价收购华为持有的 919 项商标（包括问界系列的文字和图形商标）及 44 项相关外观设计专利后，一定程度上，降低了问界系列出海受制裁的风险。2024 年 10 月，问界 M9/M7/M5 在巴黎车展展出。公司已在欧洲、中东、美洲和非洲的多个国家和地区建立业务。欧洲方面，已拓展到挪威、德国、英国和瑞士等市场。根据 Marklines 数据，2024 年赛力斯两大品牌 SERES 和 DFSK 海外销量合计 12,276 辆，2020 至 2024 年，赛力斯海外收入从 11.82 亿元快速增长到 41.97 亿元，年复合增长率为 37.27%。

图表 47: 赛力斯两大品牌 SERES 和 DFSK 海外销量



资料来源: Marklines, 交银国际

图表 48: 赛力斯海外收入：2020-24 年复合增长率为 37.3%

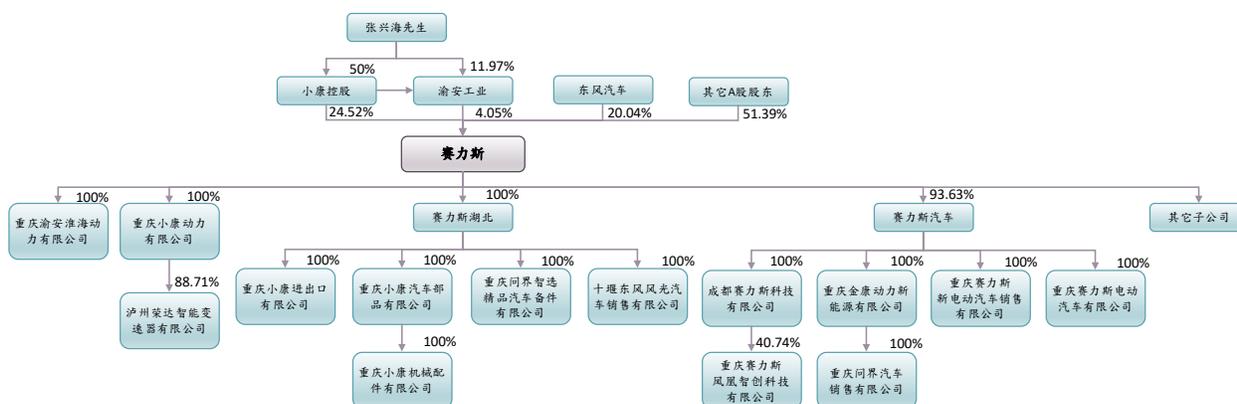


资料来源: 公司资料, 同花顺, 交银国际

### 赛力斯股权结构

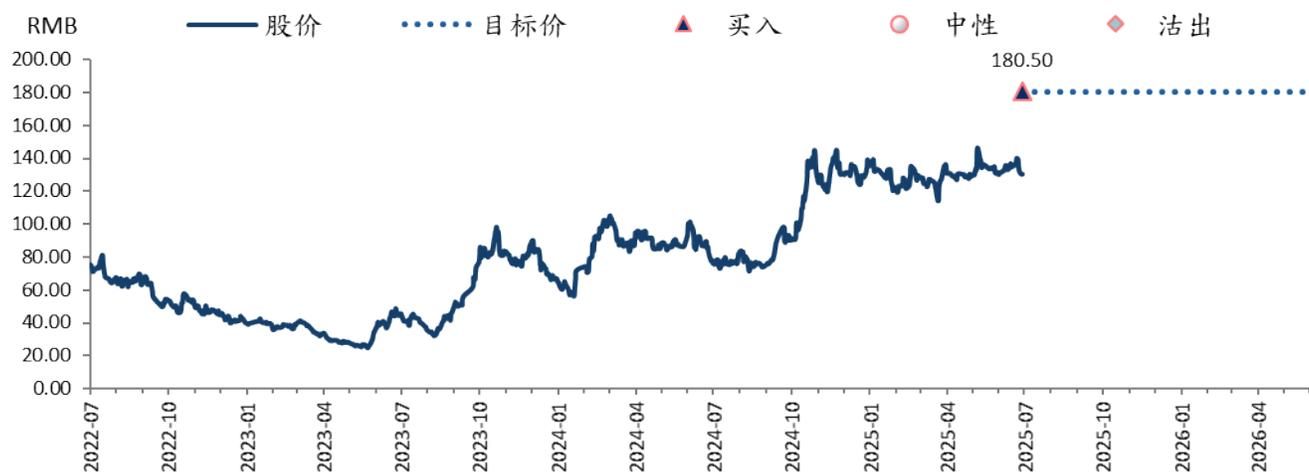
赛力斯股权结构较为集中。实控人张兴海先生为公司创始人，通过小康控股与渝安汽车工业间接持有公司13.07%的股份，此外，其亲属张兴礼、张兴民、颜敏等亦持有公司股权，家族合计控股约30%。公司第二大股东为东风汽车集团，持股20.04%，由国资委100%控股。2024年9月，公司发布《发行股份购买资产报告书（草案）》的公告，通过发行股份的方式购买重庆产业母基金、两江投资集团、两江产业集团所持有的龙盛新能源100%股权（即问界两江超级工厂），股权变更完成后，三家重庆国资合计持7.56%的公司股权。

图表 49: 赛力斯股权结构



资料来源：公司资料，同花顺，交银国际 \*截至2025年7月15日收盘

图表 50: 赛力斯 (601127 CH) 目标价及评级



资料来源：FactSet，交银国际预测

2025 年 7 月 21 日

赛力斯 (601127 CH)

图表 51: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
3931 HK	中创新航	买入	18.60	24.77	33.2%	2025 年 03 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	265.50	314.11	18.3%	2025 年 01 月 23 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	45.00	56.51	25.6%	2024 年 12 月 02 日	电池
002074 CH	国轩高科	买入	30.00	29.07	-3.1%	2024 年 12 月 02 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	12.08	14.25	18.0%	2025 年 03 月 27 日	电池
689009 CH	九号公司	买入	58.42	73.29	25.5%	2025 年 04 月 30 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	12.56	19.84	57.9%	2025 年 03 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	7.98	7.16	-10.3%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	23.15	26.45	14.3%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	16.74	20.50	22.5%	2025 年 03 月 28 日	重卡
1211 HK	比亚迪股份	买入	123.80	167.75	35.5%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	32.50	48.96	50.7%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	19.02	22.50	18.3%	2025 年 03 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	71.10	134.69	89.4%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	13.22	17.36	31.3%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	124.10	103.67	-16.5%	2025 年 05 月 30 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.07	3.34	8.8%	2024 年 04 月 01 日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	130.40	180.50	38.4%	2024 年 07 月 18 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测 数据截至 2025 年 7 月 18 日

## 财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	35,842	145,176	175,174	204,281	213,877
主营业务成本	(32,308)	(107,210)	(127,744)	(149,808)	(155,284)
<b>毛利</b>	<b>3,534</b>	<b>37,966</b>	<b>47,430</b>	<b>54,473</b>	<b>58,593</b>
销售及管理费用	(5,276)	(19,184)	(22,773)	(25,535)	(26,521)
研发费用	(3,350)	(9,132)	(10,160)	(11,848)	(12,191)
其他经营净收入/费用	1,099	(4,707)	(3,838)	(4,945)	(4,602)
<b>经营利润</b>	<b>(3,994)</b>	<b>4,942</b>	<b>10,659</b>	<b>12,144</b>	<b>15,280</b>
财务成本净额	(16)	(295)	1,317	1,066	1,692
其他非经营净收入/费用	(72)	304	(1,306)	(1,054)	(1,678)
<b>税前利润</b>	<b>(4,081)</b>	<b>4,951</b>	<b>10,670</b>	<b>12,157</b>	<b>15,293</b>
税费	(76)	(211)	(1,601)	(1,824)	(2,294)
非控股权益	1,707	1,206	1,814	2,067	2,600
<b>净利润</b>	<b>(2,450)</b>	<b>5,946</b>	<b>10,884</b>	<b>12,400</b>	<b>15,599</b>
作每股收益计算的净利润	(2,450)	5,946	10,884	12,400	15,599

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	13,161	45,955	39,517	62,273	78,749
应收账款及票据	2,446	2,362	2,850	3,324	3,480
存货	3,529	2,552	3,150	3,694	3,829
其他流动资产	6,981	15,128	15,445	15,648	15,715
<b>总流动资产</b>	<b>26,117</b>	<b>65,998</b>	<b>60,962</b>	<b>84,938</b>	<b>101,772</b>
物业、厂房及设备	8,748	9,256	7,698	5,874	3,999
其他有形资产	2,177	2,872	2,863	2,861	2,860
无形资产	9,591	9,276	8,623	7,683	6,348
其他长期资产	4,612	6,961	26,988	27,175	27,270
<b>总长期资产</b>	<b>25,128</b>	<b>28,366</b>	<b>46,173</b>	<b>43,592</b>	<b>40,477</b>
<b>总资产</b>	<b>51,245</b>	<b>94,364</b>	<b>107,135</b>	<b>128,531</b>	<b>142,249</b>
短期贷款	786	0	0	0	0
应付账款	31,969	72,122	77,365	90,271	93,474
其他短期负债	4,821	4,142	4,142	4,142	4,142
<b>总流动负债</b>	<b>37,576</b>	<b>76,265</b>	<b>81,507</b>	<b>94,414</b>	<b>97,617</b>
长期贷款	3,082	2,905	3,540	4,176	4,812
长期应付账款	1,224	0	0	0	0
其他长期负债	3,387	3,289	3,289	3,289	3,289
<b>总长期负债</b>	<b>6,469</b>	<b>6,194</b>	<b>6,829</b>	<b>7,465</b>	<b>8,101</b>
<b>总负债</b>	<b>44,045</b>	<b>82,458</b>	<b>88,336</b>	<b>101,879</b>	<b>105,717</b>
股本	1,510	1,510	1,510	1,510	1,510
储备及其他资本项目	9,896	10,754	19,461	29,382	41,861
<b>股东权益</b>	<b>11,406</b>	<b>12,264</b>	<b>20,971</b>	<b>30,891</b>	<b>43,371</b>
非控股权益	(4,206)	(359)	(2,173)	(4,239)	(6,839)
<b>总权益</b>	<b>7,200</b>	<b>11,906</b>	<b>18,798</b>	<b>26,652</b>	<b>36,532</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	(4,081)	4,951	10,670	12,157	15,293
折旧及摊销	1,291	1,260	1,315	1,284	1,237
营运资本变动	7,314	11,094	2,523	10,620	1,153
其他经营活动现金流	1,873	5,210	3,392	3,923	4,034
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,398</b>	<b>22,515</b>	<b>17,900</b>	<b>27,984</b>	<b>21,718</b>
资本开支	(3,465)	(7,144)	(4,450)	(4,450)	(4,450)
投资活动	608	(10,348)	(19,664)	0	0
其他投资活动现金流	(116)	983	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,973)</b>	<b>(16,509)</b>	<b>(24,114)</b>	<b>(4,450)</b>	<b>(4,450)</b>
负债净变动	(1,181)	(2,274)	1,317	1,066	1,692
股息	(244)	(610)	(2,177)	(2,480)	(3,120)
其他融资活动现金流	155	(1,283)	636	636	636
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1,269)</b>	<b>(4,167)</b>	<b>(224)</b>	<b>(778)</b>	<b>(792)</b>
汇率收益/损失	(3)	15	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>16,365</b>	<b>13,161</b>	<b>45,955</b>	<b>39,517</b>	<b>62,273</b>
<b>年末现金</b>	<b>13,161</b>	<b>45,955</b>	<b>39,517</b>	<b>62,273</b>	<b>78,749</b>

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>每股指标 (人民币)</b>					
核心每股收益	(1,623)	3,938	7,209	8,213	10,332
全面摊薄每股收益	(1,623)	3,938	7,209	8,213	10,332
每股股息	1,643	2,066	2,554	2,589	2,672
每股账面值	7,555	8,123	13,890	20,461	28,726
<b>利润率分析 (%)</b>					
毛利率	9.9	26.2	27.1	26.7	27.4
EBIT利润率	(11.3)	3.6	5.3	5.4	6.4
净利率	(6.8)	4.1	6.2	6.1	7.3
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	9.6	11.0	11.7	10.9	10.4
ROE	40.1	36.0	32.8	26.3	22.3
<b>其他</b>					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	0.7	0.9	0.7	0.9	1.0

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii)他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i)分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii)某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii)惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司及富卫集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。



### 机构销售团队



@bocomgroup.com

熊璇	(852) 3768 2850	xuan.xiong
邓志恒	(852) 3768 2795	alvin.tang
邵将星	(852) 3768 2962	jensens.shaw
罗圆	(852) 3768 2783	Jackie.Luo
刘方舟	(852) 3768 2782	Noah.Liu
张家尔	(852) 3710 3206	William.Zhang