

买入（维持）

国内高端 SUV 龙头, 拟港股上市推进出海进程

赛力斯（601127.SH）深度报告

2025 年 10 月 31 日

投资要点：

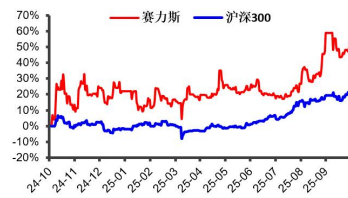
分析师：刘梦麟
SAC 执业证书编号：
S0340521070002
电话：0769-22110619
邮箱：
liumenglin@dgzq.com.cn

研究助理：吴镇杰
SAC 执业证书编号：
S0340124020014
电话：0769-22117626
邮箱：wuzhenjie@dgzq.com.cn

主要数据 2025 年 10 月 30 日

收盘价（元）	162.94
总市值（亿元）	2661.41
总股本（百万股）	1633.37
流通股本（百万股）	1509.78
ROE (TTM)	25.97%
12 月最高价（元）	171.26
12 月最低价（元）	107.85

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- **从零部件到新能源领军者的跨越。**公司成立于1986年，以汽车座椅弹簧生产起步，历经三十余年发展，完成了从零部件供应商到整车制造商，再到高端新能源车企的转型。2019年与华为开启战略合作是其发展的关键转折点，双方共同打造的问界品牌凭借华为在智能驾驶、电驱系统等领域的技术赋能，成功切入高端市场。
- **规模效应与技术溢价驱动高质量增长。**2024年是公司的业绩拐点，公司全年营业总收入达到1451.8亿元，归母净利润实现59.5亿元。进入2025年上半年，公司盈利能力持续深化，在营业收入同比小幅下降4.06%的情况下，归母净利润逆势同比增长81.0%至29.4亿元。这主要得益于问界M8等新车型的放量、超级工厂产线规模化带来的制造成本下降，以及智能化技术平台的模块化复用效应。
- **M8与M9成为销量增长引擎。**问界品牌已成为公司最核心的销量与利润驱动力。2025年前三季度，公司新能源品牌销量占比高达81.08%，其中问界系列是绝对主力。问界M9在2025年上半年累计销量突破6万辆，成为大型SUV销量冠军；问界M8自2025年4月上市后销量快速爬升，7-9月销量已反超M9。两者在品牌销量结构中合计贡献超过70%，带动公司平均售价显著提升，成功实现了品牌高端化转型。
- **“A+H”双平台融资助力海外市场开拓。**公司计划于2025年11月5日在港交所主板挂牌，预计将成为今年港股规模最大的车企IPO。此次IPO募资净额预计约129.249亿港元，资金将主要用于加大研发投入（约七成）、拓展海外市场、完善充电服务生态以及补充营运资金。
- **高端产品驱动全球市场毛利率提升。**公司的海外拓展已覆盖全球70余个国家和地区，累计出口整车已突破55万台。其出海策略具有明显优势，主打的高端智能SUV问界系列（如M9）精准契合了欧洲、中东等市场对中大型SUV和智能配置的需求。在问界M9推出前，公司海外销售的毛利率稳定高于国内水平，这预示着高端产品成功出海将有望带动公司整体毛利率再上台阶。
- **盈利预测：**预计公司2025-2027年归母净利润分别为98.01/131.23/168.15亿元，对应PE分别为27.15/20.28/15.83倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险，政策推进不及预期风险，高端国产SUV渗透率不及预期，海外关税与市场政策风险等。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1 从汽零业务起家，逐渐发展成为国产高端新能源龙头企业	4
1.1 汽零业务起家，三十年时间沉淀完成从零部件到新能源整车制造的转化	4
1.2 2019 年开始公司拥抱华为，步入高端智能爆发期	4
1.3 整车业务为公司核心，问界占比逐步攀升	5
1.4 公司成功转型升级，2025 年上半年盈利能力持续深化	7
2 公司持续走高端化路线，扩大出海布局有望持续提升公司业绩	8
2.1 乘用车市场销量持续增长，高端市场持续放量利好公司高端车系	8
2.2 公司拟 H 股上市，问界系列进军全球大市发展可期	14
3 投资建议	17
4 风险提示	17

插图目录

图 1：公司 2025 年中报不同业务营收金额及占比（万元，%）	6
图 2：2022 年 3 月—2025 年 9 月公司不同车型的生产数据（辆）	6
图 4：2020—2025H1 年公司营业收入及变化率（亿元，%）	7
图 5：2020—2025H1 年公司归母净利润及变化率（亿元，%）	7
图 6：2020—2025H1 年公司销售净利率与销售毛利率（%）	8
图 7：2020—2025H1 年公司研发费用总额及同比变化率（亿元，%）	8
图 8：2013—2025 年 9 月狭义乘用车批发销量及同比变化率（辆，%）	9
图 9：2013—2025 年 9 月狭义乘用车零售销量及同比变化率（辆，%）	9
图 10：2014—2025 年 9 月新能源汽车销量及同比变化率（辆，%）	9
图 11：2022 年—2025 年 9 月新能源汽车国内零售渗透率（%）	9
图 12：2019—2025 年 9 月 30 万—40 万传统汽车与新能源汽车销售量（万辆）	11
图 13：2019—2025 年 9 月 40 万以上传统汽车与新能源汽车销售量（万辆）	11
图 14：赛力斯问界 M8	11
图 15：赛力斯问界 M9	11
图 16：2025 年 1—8 月问界各车型总销量（辆）	12
图 17：2025 年 1—8 月问界各车型总销量占比（%）	12
图 18：2019—2025 年 9 月 30 万—40 万传统汽车与新能源汽车销售占比（万辆）	13
图 19：2019—2025 年 9 月 40 万以上传统汽车与新能源汽车销售占比（万辆）	13
图 20：2025 年 3 月到 9 月 35 万—45 万区间不同 SUV 车型销量（辆）	13
图 21：2025 年 45 万—80 万区间不同 SUV 车型销量（辆）	13
图 22：赛力斯计划于 2025 年 11 月 5 日进行港股上市	14
图 23：2020—2024 年公司海外销售收入（亿元）	16
图 24：2020—2024 年公司不同地区收入比例	16
图 25：公司不同地区业务毛利率	16
图 26：2020—2024 年公司不同地区毛利比例	16

表格目录

表 1：公司 1986—2018 年发展进程一览	4
表 2：公司 2019 年以来与华为合作发展重要事件一览	5
表 3：三种主流乘用车型 2022 年—2025 年 8 月销量及同比（辆，%）	10
表 4：不同级别乘用车车型 2022 年—2025 年 9 月销量比例	11
表 5：公司盈利预测简表（2025/10/29）	18

1 从汽零业务起家，逐渐发展成为国产高端新能源龙头企业

1.1 汽零业务起家，三十年时间沉淀完成从零部件到新能源整车制造的转化

2019 年前，公司逐步从汽车零部件企业发展成为新能源整车制造商。公司成立于 1986 年，以汽车座椅弹簧生产起步，切入精密制造领域，逐步扩展至摩托车减震器、发动机部件等业务，为长安等本土车企提供配套服务。1996 年公司设立重庆长安减震器有限公司，从此形成了稳定的零部件供应能力。2003 年开始公司在整车制造上进行突破，与东风汽车、东风实业合资成立东风小康，从零部件供应商向整车厂转型，主要生产微面，同年推出首款微车 K07。凭借东风小康系列车型的市场热销，公司于 2010 年跻身“中国微车三巨头”行列，完成从“零部件供应商”向“整车制造商”的战略升级；2016 年公司前瞻性布局新能源产业，于同年成立金康新能源，并在美国硅谷设立 SFMotors 研发中心，构建全球技术体系，同年公司成功上市 A 股。2017 年获得国家新能源汽车生产资质，2019 年建成重庆两江新能源智慧工厂，形成整车制造、三电系统及增程技术的自主研发能力，完成由“传统燃油车”向“新能源车”的转型准备。

表 1：公司 1986—2018 年发展进程一览

阶段	时间区间	发展主题	关键事件与成果	战略定位
零部件筑基期	1986 - 2002	从零部件制造起步，构建制造基础	制造汽车座椅弹簧、减震器等；成立重庆长安减震器有限公司；切入摩托车整车生产	打造精密制造能力，为整车业务积累技术
传统整车突破期	2003 - 2015	进入整车制造，实现规模化成长	成立东风小康；推出 K07 微车；2007 年更名重庆小康；2010 年跻身“中国微车三巨头”	从零部件供应商升级为整车制造商
新能源转型期	2016 - 2018	前瞻布局新能源赛道	成立金康新能源、设立硅谷 SFMotors；获得新能源汽车生产资质；建设两江智慧工厂	建立新能源研发与生产体系

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

1.2 2019 年开始公司拥抱华为，步入高端智能爆发期

2019 年赛力斯与华为达成全面战略合作，步入智能高端爆发期。赛力斯与华为的合作可以追溯到 2019 年。当时赛力斯正处在从传统汽车向新能源转型的初期阶段，面临转型资金压力与技术瓶颈。与此同时，华为正提出“不造车、助力车企造好车”的智能汽车解决方案战略，推出华为智能汽车解决方案。2019 年，两家公司在智能网联、电驱动及车机系统层面开始初步合作。2020 年，赛力斯首款搭载华为电驱动系统的车型“SF5”问世。这是华为首次深度参与整车技术方案的车型，标志双方合作正

式进入“技术赋能+联合研发”阶段。2021 年是两者合作的关键转折点，华为与赛力斯共同推出新品牌问界，其中合作的代表产品包括：问界 M5，首款搭载鸿蒙智能座舱的车型；问界 M7：定位中大型 SUV，主打舒适与空间。这一时期，双方合作的核心在于华为提供鸿蒙座舱、ADS 智能驾驶系统、电驱系统，其中华为负责销售网络，赛力斯负责整车开发、制造与质量控制。

2023 年后，双方在各个方面合作进一步深化。2023 年底发布的问界 M9 成为合作的集大成之作：首次搭载华为 ADS 高阶自动驾驶系统；配备鸿蒙 4 智能座舱、激光雷达、800V 高压平台；整车由赛力斯制造，整套智能化由华为定义与调校。M9 的成功标志着问界品牌进入高端阵营。2024 年，问界 M9 月销突破 2 万辆，成为中国高端新能源 SUV 销冠，并到今日仍然长期霸榜高端新能源 SUV 销量榜。进入 2024 年后，赛力斯与华为合作进入国际化阶段。双方在东南亚、中东、欧洲车展共同亮相，问界 M9 以“Seres 9”之名进入欧洲市场，正式开启全球化布局。2025 年问界 M8 上市，填补了问界 M7 与问界 M9 的价位空白，智能科技价位下探再造 SUV 车型爆款。此外双方在资本合作方面深化，赛力斯已于 2025 年 9 月 29 日完成 115 亿元收购华为旗下引望智能 10%股权的全部付款，标志着双方合作升级为业务+资本的双向绑定，该交易或将重塑智能汽车行业格局。

表 2：公司 2019 年以来与华为合作发展重要事件一览

阶段	时间区间	合作特征	关键事件与产品
起步阶段	2019-2020	技术合作起步，聚焦电驱与智能网联	共同研发首款合作车型 SF5
品牌共建阶段	2021-2022	深度绑定，联合推出新品牌 AITO（问界）	发布问界 M5、M7、M5 EV，搭载鸿蒙座舱
深化融合阶段	2023-2024	品牌共建 + 技术共研 + 销售共管	发布旗舰车型问界 M9，全面搭载华为 ADS 2.0 与鸿蒙 4 系统
国际化+资本合作阶段	2024-2025	技术输出 + 全球化品牌建设	共同亮相 IAA 2025 欧洲车展，M9 以 Seres 9 之名登场；赛力斯完成收购华为旗下引望智能 10%股权

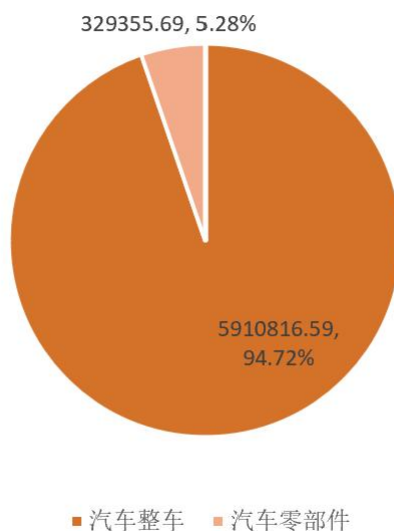
资料来源：公司官网，东莞证券研究所

1.3 整车业务为公司核心，问界占比逐步攀升

赛力斯集团的主营业务涵盖整车制造与汽车零部件两大板块，其中整车业务是公司营收的核心来源，占比超过九成。整车业务包括乘用车与商用车两条产品线，形成了从中低端到高端、从燃油车到新能源的完整布局。在乘用车领域，公司目前拥有“东风风光”、“蓝电”和“问界”三大品牌：（1）东风风光定位于中低端市场（售价区间 0 - 15 万元），涵盖 SUV 与 MPV 车型，是公司最早推出的乘用车品牌，以燃油车为主，承

担公司在大众市场的基本盘作用；（2）蓝电品牌聚焦中低端新能源乘用车市场（10 - 15 万元），主打 SUV 车型，代表公司自主新能源产品序列，兼顾市场普及度与成本控制；（3）问界品牌定位高端新能源乘用车市场（20 - 60 万元），系与华为在智选模式下联合打造的智能汽车品牌。问界车型均为 SUV，搭载华为鸿蒙智能座舱及 ADS 智驾系统，在智能化与产品溢价方面具备显著领先优势，是公司当前阶段的核心增长引擎。在商用车领域，公司布局“东风小康”和“瑞驰新能源”两大品牌：（1）东风小康定位中低端市场（0 - 15 万元），产品涵盖微客、微货及小卡车型，以燃油车为主，是公司最早的整车品牌；（2）瑞驰新能源则面向中端新能源商用车市场（5 - 20 万元），产品覆盖微客、小微卡、轻卡及专用车，承载公司商用新能源转型方向。根据公司 2025 年中期报告，赛力斯实现汽车整车业务收入 591.08 亿元，占总营收的 94.72%；汽车零部件及其他业务收入 32.94 亿元，占比 5.28%。整车业务已成为公司营收与利润的核心支撑。

图 1：公司 2025 年中报不同业务营收金额及占比（万元，%）

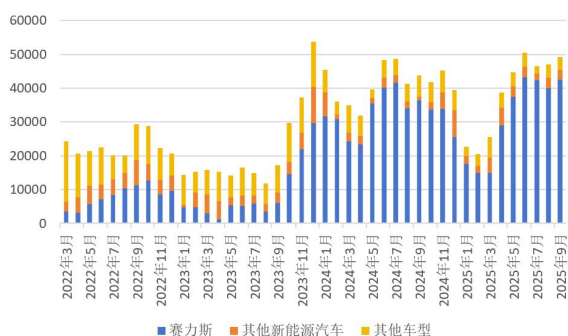


资料来源：iFind，东莞证券研究所

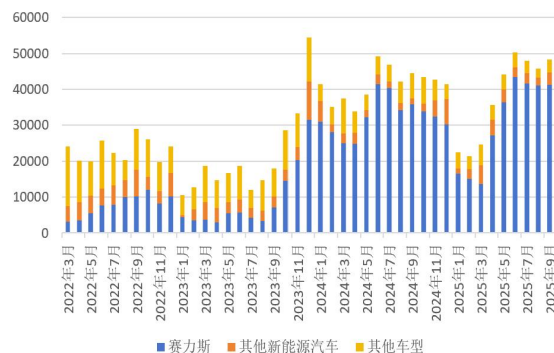
公司正加速完成从传统燃油车向新能源车的战略转型，问界品牌已成为公司最核心的销量与利润驱动力。自 2021 年底问界品牌正式推出以来，公司新能源车型销量占比持续攀升，问界产品的市场影响力与品牌势能显著增强。根据 2022 年 3 月到 2025 年 9 月的月度产销公告数据，2025 年截至 9 月，公司累计整车销量达到 34.07 万辆，其中赛力斯新能源品牌销量 27.62 万辆，占比高达 81.08%。问界系列车型凭借华为赋能的智能座舱与高阶智驾系统，已成为公司增长的绝对主力，并带动整体品牌形象向中高端市场跃升。随着问界系列持续热销，以及新车型问界 M6 等产品的陆续推出，公司新能源产品矩阵将进一步完善，市场份额有望继续提升。未来，问界品牌的持续放量预计将推动赛力斯在销量结构与盈利能力上实现双重优化，巩固其在中国高端新能源 SUV 市场的领先地位。

图 2：2022 年 3 月—2025 年 9 月公司不同车型的生产数据（辆）

图：2022 年 3 月—2025 年 9 月公司不同车型的销售数据（辆）



数据来源：iFind，东莞证券研究所



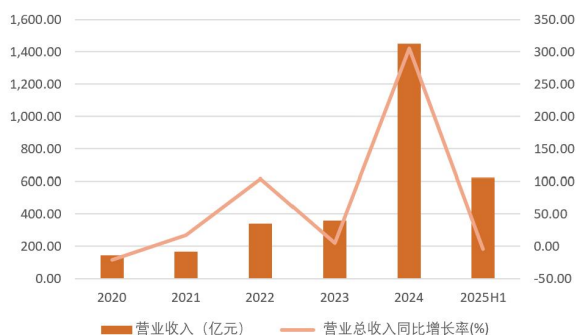
数据来源：iFind，东莞证券研究所

1.4 公司成功转型升级，2025 年上半年盈利能力持续深化

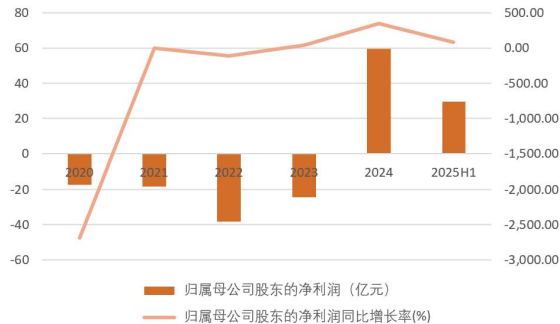
从 2019 年至 2025 年上半年，赛力斯集团的经营表现清晰反映出其在新能源转型过程中的“阵痛期—突破期—深化期”。2019—2021 年为公司转型阵痛期，这一时期公司仍以传统整车及零部件业务为主，新能源业务尚处于起步阶段。受行业转型阵痛及前期投入增加影响，公司营业收入维持在约 143 亿元至 181 亿元区间，但归母净利润自 2019 年的 0.7 亿元降至 2020 年亏损 17.3 亿元、2021 年亏损 18.2 亿元。亏损的主要原因在于传统燃油车销量下滑，而新能源板块投入巨大但尚未形成规模化产能与成本优势。2022—2023 年公司进入突破期，公司与华为的深度合作开始显现战略意义，问界系列车型逐步打开市场认知度。此阶段营收呈现增长趋势，但利润仍承压，主要由于产能爬坡、供应链磨合及智能化系统前期导入带来的成本压力。公司继续加大研发及生产体系投入，为后续高端产品放量奠定基础。2024 年成为业绩拐点，随着问界 M7、M9 等高端车型热销，公司收入和利润迎来同步提升。全年营业总收入达到约 1451.8 亿元，同比大增 305%，归母净利润实现 59.5 亿元，同比增长 342.7%，成功扭亏为盈。规模效应、品牌溢价与技术赋能共同驱动盈利结构优化，标志着赛力斯正式步入“高质量增长阶段”。2025 年上半年进入盈利深化期，公司实现营业收入 624.0 亿元，同比小幅下降 4.06%，但归母净利润达到 29.4 亿元，同比增长 81.0%，展现出强劲的盈利韧性。问界 M8 等新车型的放量贡献、超级工厂产线规模化带来的制造成本下降，以及智能化技术平台的模块化复用效应，均显著提升了盈利质量。公司已从“转型中的挑战者”成长为“盈利驱动的高端新能源领军企业”，未来有望依托问界品牌与智能化体系，在高端新能源 SUV 市场持续扩大份额。

图 4：2020-2025H1 年公司营业收入及变化率（亿元，%）

图 5：2020-2025H1 年公司归母净利润及变化率（亿元，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所



数据来源：iFind，东莞证券研究所

公司毛利率与净利率双双创下历史新高，显示出转型成果逐步兑现。2024 年，公司综合毛利率跃升至 26.2%，净利率扭亏为盈至 3.3%；进入 2025 年上半年，两项指标进一步提升至 28.9%和 4.9%，盈利能力持续优化。高端智能新能源车型的快速放量，尤其是问界系列的热销，是公司利润增长的核心驱动力。问界凭借强大的产品竞争力、稳定的供应体系与卓越的制造交付能力，成功带动了公司整体盈利结构的质变。

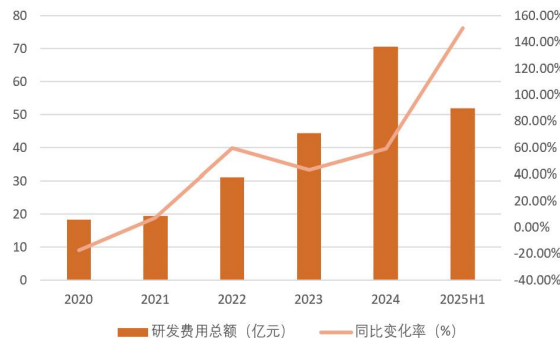
研发方面，公司始终保持高强度投入以支撑长期竞争力。2019 年至 2025 年上半年，研发支出由 6.5 亿元提升至 29.3 亿元，复合增长率超过 25%。研发方向集中在智能驾驶、电动化平台、电子电气架构及核心部件创新，持续推动技术升级与产品迭代，为公司构筑起“技术领先、产品高端化”的坚实护城河。

图 6：2020-2025H1 公司销售净利率与销售毛利率（%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 7：2020-2025H1 公司研发费用总额及同比变化率（亿元，%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2 公司持续走高端化路线，扩大出海布局有望持续提升公司业绩

2.1 乘用车市场销量持续增长，高端市场持续放量利好公司高端车系

乘用车市场销量持续增长。2018 年以来，中国乘用车市场在经历短暂冲击实现持续增长。一方面，及时有效的政策支持稳住了市场基本盘。中央和地方层面密集出台了一系列促进汽车消费的政策，包括将新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税政策延长两年、推行“以旧换新”补贴、支持老旧车辆淘汰更新等。这些政策直接降低了消

费者的购车成本，有效释放了市场需求，为市场复苏奠定了基石。进入 2025 年，以旧换新等政策进一步加力扩围，持续为市场注入活力。另一方面，新能源汽车的爆发成为核心驱动力。在政策支持和市场驱动的双重作用下，新能源汽车销量自 2020 年下半年后实现同比大幅增长并屡创新高。进入 2025 年，3 月到 9 月新能源汽车的月度销售渗透率持续超过 50%，成为市场的主流选择。

具体从数据上看，汽车销量前三季度同比持续增长。根据乘联会发布的数据，2025 年前三季度狭义乘用车的批发销量为 2080.7 万辆，狭义乘用车的零售销量为 1699.8 万辆，同比分别增长了 12.87%和 9.16%。其中，新能源汽车产销量均超过 1100 万辆，同比增长 34.95%。3 月到 9 月，新能源汽车国内零售渗透率分别为 51.10%、51.50%、52.90%、53.30%、54.00%、55.20%和 57.80%，不仅均高于 50%且呈现节节攀升的趋势。前三季度新能源车销售渗透率进一步提高，为整体行业增长提供强劲驱动力。

图 8：2013—2025 年 9 月狭义乘用车批发销量及同比变化率（辆，%）



数据来源：iFind，乘联会，东莞证券研究所

图 9：2013—2025 年 9 月狭义乘用车零售销量及同比变化率（辆，%）



数据来源：iFind，乘联会，东莞证券研究所

图 10：2014—2025 年 9 月新能源汽车销量及同比变化率（辆，%）



数据来源：iFind，乘联会，东莞证券研究所

图 11：2022 年—2025 年 9 月新能源汽车国内零售渗透率（%）



数据来源：iFind，乘联会，东莞证券研究所

分车型来看，SUV 增长动能远超行业平均水平，市场空间大。SUV 相较于轿车和 MPV 的核心优势在于空间、通过性、驾乘体验与形象感受的综合平衡。SUV 离地间隙高、底盘坚固，通过性优于轿车，能适应更多路况，具备一定越野能力。其车身高、

车内空间立体利用率高，提供更宽敞的视野与储物能力，兼顾家庭与出行需求；与 MPV 相比，SUV 外观更具动感，驾驶姿态更高，操控更接近轿车，兼具舒适与驾驶乐趣。此外，SUV 车型在安全性和品牌形象上更受青睐，成为家庭用车、城市出行及休闲出游的“全场景”选择。乘联会数据显示，2025 年初至 8 月，轿车，MPV，SUV 车型销量数据分别为 677.93 辆、68.91 辆和 729.60 辆，同比增速分别为 9.08%，5.10% 和 10.64%。无论是从今年前 8 月的数据还是从过去三年的数据看，SUV 的同比增速都呈现逐步提升的趋势。结合 SUV 相较于轿车与 MPV 的多功能性，我们预计未来 SUV 市场将持续扩容。

表 3：三种主流乘用车型 2022 年—2025 年 8 月销量及同比（辆，%）

	2021	2022	2023	2024	2025 年初至 8 月
轿车销量（万辆）	984.58	1019.36	1023.27	1049.33	677.93
MPV 销量（万辆）	107.89	94.23	109.29	108.75	68.91
SUV 销量（万辆）	922.12	940.63	1038.90	1131.14	729.60
轿车销量同比（%）	6.44	3.53	0.38	2.55	9.08
MPV 销量同比（%）	-1.02	-12.65	15.97	-0.49	5.10
SUV 销量同比（%）	3.05	2.01	10.45	8.88	10.64

资料来源：iFind，东莞证券研究所

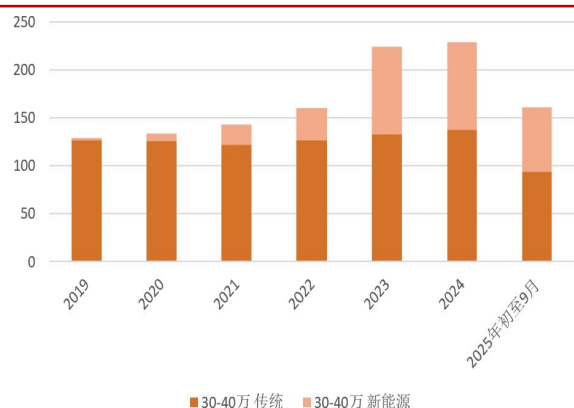
随着汽车市场的成熟与消费者需求的多样化，高端市场成为众多中国车企新的增长点。中国汽车品牌凭借在新能源和智能化领域的领先优势，满足了消费者对品质、科技和个性化的追求，打破了传统豪华品牌占据高端市场份额的局面，中高端市场仍是中国新能源品牌替代空间最大的市场。根据崔东树公众号的数据，C 级（高端豪华型）乘用车在国内销售的比例逐步提升，2022 年至今，C 级乘用车在所有乘用车的比例逐步从 4.8% 上升至 7.0%。而细分来看，新能源车型也在这个级别上逐步取代传统车型。2022 年，传统车在 C 级车中的占比高达 82.2%，新能源车仅为 17.8%；而截至今年 9 月，2025 年 C 级车新能源销售占比首次超过 50%，取缔传统车型成为主流，如果以其他级别车型的数据进行参考，新能源车在 C 级车中对于传统车型仍有较大的取缔空间。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。

表 4：不同级别乘用车车型 2022 年—2025 年 9 月销量比例

乘用车国内零售		2019	2020	2021	2022	2023	2024 汇 总	2025 汇 总	2025				
									1季	2季	7月	8月	9月
c	传统	96.0%	95.5%	92.8%	82.2%	73.2%	56.6%	47.4%	62.4%	45.5%	39.8%	37.6%	40.2%
	新能源	4.0%	4.5%	7.2%	17.8%	26.8%	43.4%	52.6%	37.6%	54.5%	60.2%	62.4%	59.8%
c 汇总		4.4%	4.9%	4.8%	4.8%	5.9%	6.0%	7.0%	6.0%	7.3%	7.5%	7.5%	7.4%
B	传统	97.5%	91.9%	82.1%	71.1%	60.7%	48.9%	46.1%	50.5%	46.1%	44.8%	42.6%	40.3%
	新能源	2.5%	8.1%	17.9%	28.9%	39.3%	51.1%	53.9%	49.5%	53.9%	55.2%	57.4%	59.7%
B 汇总		17.2%	20.8%	23.4%	26.7%	29.7%	33.3%	32.6%	32.6%	32.6%	32.2%	32.6%	32.9%
A	传统	95.8%	96.9%	92.3%	81.6%	77.2%	65.1%	60.4%	64.6%	59.5%	59.2%	57.6%	56.4%
	新能源	4.2%	3.1%	7.7%	18.4%	22.8%	34.9%	39.6%	35.4%	40.5%	40.8%	42.4%	43.6%
A 汇总		61.4%	59.3%	54.7%	52.0%	48.1%	45.8%	44.2%	45.7%	44.0%	44.0%	43.9%	42.2%
A0	传统	95.3%	96.7%	87.8%	63.6%	41.1%	31.5%	27.2%	31.1%	27.5%	27.9%	25.8%	19.4%
	新能源	4.7%	3.3%	12.2%	36.4%	58.9%	68.5%	72.8%	68.9%	72.5%	72.1%	74.2%	80.6%
A0 汇总		16.0%	13.4%	12.5%	11.0%	11.6%	9.2%	10.3%	9.8%	10.2%	10.8%	10.6%	11.0%
a00	传统	6.6%	2.8%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	新能源	93.4%	97.2%	99.9%	99.9%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
a00 汇总		1.0%	1.6%	4.5%	5.5%	4.6%	5.6%	5.9%	6.0%	6.0%	5.5%	5.4%	6.4%
总计		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

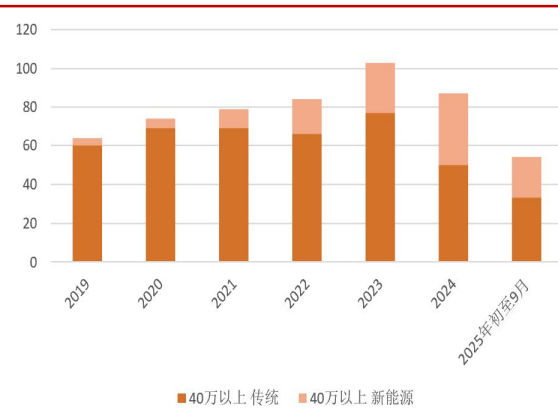
资料来源：崔东树公众号，东莞证券研究所

图 12：2019—2025 年 9 月 30 万-40 万传统汽车与新能源汽车销售量（万辆）



数据来源：崔东树公众号，东莞证券研究所

图 13：2019—2025 年 9 月 40 万以上传统汽车与新能源汽车销售量（万辆）



数据来源：崔东树公众号，东莞证券研究所

问界品牌近年来依托华为的智能化技术体系，快速完成了从中端新能源 SUV 向高端智能化市场的战略升级。其中，问界 M8 与 M9 是品牌技术实力与高端定位的集中体现，成为支撑问界销量与品牌形象的双核心产品。根据易车榜统计的数据，2025 年上半年问界 M9 累计销量突破 6 万辆，成为大型 SUV 的销量冠军；M8 自推出以来，稳居中大型智能 SUV 销量前列，带动品牌平均售价显著提升。问界整体销量结构中，M8 与 M9 合计贡献超过 70%，显示品牌高端化转型已初步成功。M8 与 M9 不仅是单一车型成功，更代表了问界“华为智造 + 智能生态”双驱动模式的成熟落地。通过将高阶智驾、智能座舱与品牌设计深度融合，问界实现了从“华为赋能车”到“智能豪华 SUV 代表”的形象跃升。

图 14：赛力斯问界 M8

图 15：赛力斯问界 M9

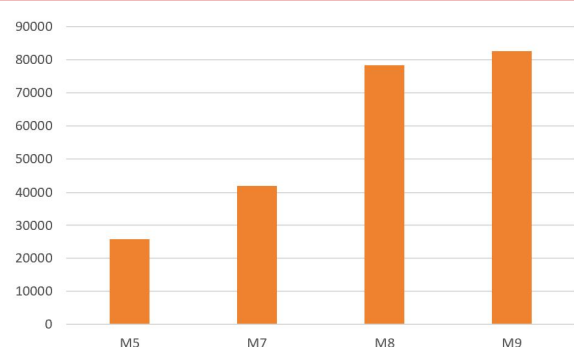


数据来源：盖世汽车网，东莞证券研究所



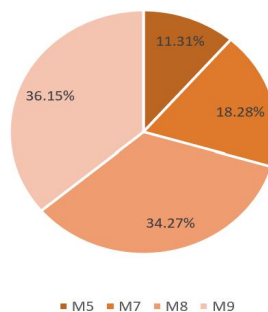
数据来源：盖世汽车网，东莞证券研究所

图 16：2025 年 1—8 月问界各车型总销量（辆）



数据来源：新浪财经头条，东莞证券研究所

图 17：2025 年 1—8 月问界各车型总销量占比（%）



数据来源：新浪财经头条，东莞证券研究所

问界 M8 与 M9 是品牌实现高端化转型的代表作，集中体现了华为在智能驾驶、座舱系统和整车控制领域的核心技术实力。问界 M8 定位中大型智能豪华 SUV，车身长度达 5190mm，轴距 3105mm，搭载 1.5T 增程动力系统，综合功率约 392kW（约 526 马力），零百加速 5.2 秒，提供 36kWh 与 52kWh 两种电池容量，纯电续航最高 310km，综合续航超过 1500km。M8 以舒适性 with 空间见长，支持五座、六座布局，是家庭与商务出行兼顾的高端 SUV。问界 M9 则定位旗舰级 D 级 SUV，车长 5230mm、轴距 3110mm，拥有纯电与增程两种动力版本，纯电版配备 100kWh 三元锂电池，CLTC 续航约 630km；增程版电动续航约 290km，综合续航达 1474km。两款车型均标配四驱系统与华为 ADS 2.0 高阶智能驾驶系统，并搭载 HarmonyOS 4 智能座舱，支持多模态语音交互、车家互联及沉浸式影音体验，部分版本配备华为乾崮计算平台（MDC 810），实现全国范围无图高阶智驾。总体来看，M8 与 M9 在动力性能、智能化水平与豪华舒适性方面均达到同级领先水准，构成问界高端产品矩阵的技术基石。

问界 M8 与 M9 之所以被视为有潜力在高端 SUV 市场取代传统 BBA 的代表车型，核心在于其智能化体验、配置厚度与性价比优势的结合。一方面，BBA 的传统竞争力长期依赖机械性能与品牌溢价，但在智能驾驶、电动化与车机体验上相对滞后；而问界凭借华为技术生态的加持，率先实现从硬件堆料到软件生态的全面领先。ADS 2.0 系统具备 L2+ 级别无图智驾能力，可在城市、城区快速路实现自主变道、避障与泊车；HarmonyOS 智

能座舱则通过跨终端互联与实时语音交互，重新定义了豪华车的数字化体验。另一方面，问界车型在同价位下提供更高配置密度，如空气悬架、AR-HUD、座椅按摩、智能香氛等豪华功能均为标配或可选，整体性价比显著优于 BBA 同级车型。此外，问界的高端化路径契合中国市场需求：其产品价格区间集中在 30 - 50 万元，覆盖了高端家庭与新中产用户群体——这一消费层对品牌认同感更倾向科技创新而非传统豪华标志。更重要的是，问界依托华为渠道与售后网络，拥有完善的 OTA 远程升级与用户数据反馈机制，形成持续进化的生态闭环。问界通过 M8 与 M9 完成了从“华为赋能车型”到“国产高端智驾代表”的跃升，成为中国品牌首次在高端 SUV 领域具备正面竞争 BBA 的有力挑战者。

从易车榜公布的销量数据来说，在大型 SUV 这个类别上，M8 和 M9 在 2025 年 1 到 9 月几乎垄断了销量榜的第一第二名。具体来看，2025 年上半年问界 M9 完成终端销售 61545 辆，M8 完成终端销售 34837 辆，具体原因在于问界 M8 车型今年 4 月才开售；而 7、8、9 月问界 M8 的销量不仅遥遥领先其他品牌车型，还完成对于同品牌 M9 车型的销量反超。从易车榜 2025 年 3 月到 9 月 35 万-45 万区间不同 SUV 车型销量数据和 2025 年 45 万-80 万区间不同 SUV 车型销量看，问界 M8 和 M9 均能以自身实力排名前列。结合上述说到问界 M8 与 M9 有潜力成为在高端 SUV 市场取代传统 BBA 的代表车型，后续对于 BBA 车型的取缔仍有很大空间，从而实现销量的进一步增长。

图 18：2019—2025 年 9 月 30 万-40 万传统汽车与新能源汽车销售占比（万辆）



数据来源：易车榜，东莞证券研究所

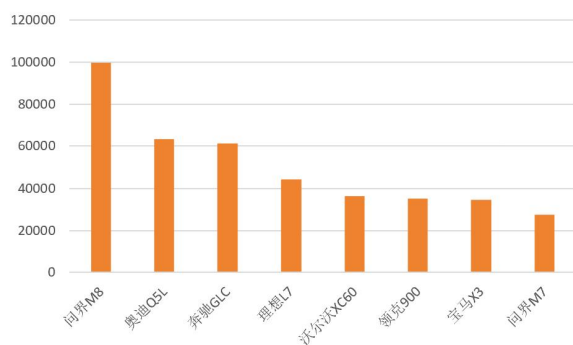
图 20：2025 年 3 月到 9 月 35 万-45 万区间不同 SUV 车型销量（辆）

图 19：2019—2025 年 9 月 40 万以上传统汽车与新能源汽车销售占比（万辆）

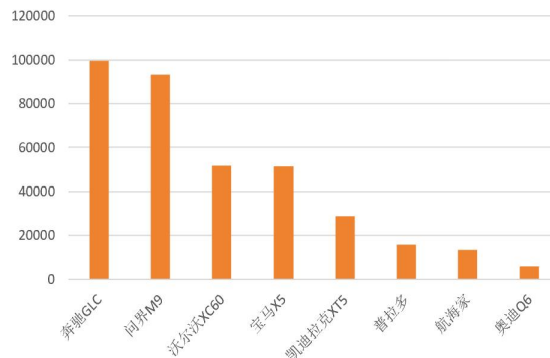


数据来源：易车榜，东莞证券研究所

图 21：2025 年 45 万-80 万区间不同 SUV 车型销量（辆）



数据来源：易车榜，东莞证券研究所



数据来源：易车榜，东莞证券研究所

2.2 公司拟 H 股上市，问界系列进军全球大市发展可期

公司正在努力推进港股上市。10月27日，赛力斯开启港股招股，招股期持续至10月31日，计划于11月5日正式以“9927”为股票代码在港交所主板挂牌，上市后将成为“A+H”两地上市的新能源车企。赛力斯计划在本次IPO中基础发行规模1.002亿股H股，其中香港公开发售1002万股H股，国际发售约9018万股H股（以上可予重新分配、视乎发售量调整权及超额配股权行使与否而定）。按最高发售价每股131.50港元计算，假设发售量调整权及超额配售权未获行使，预计公司募资净额129.249亿港元。如成功上市，赛力斯将打破奇瑞不久前创造的纪录，成为今年港股规模最大车企IPO。

公司在港股上市募集资金的核心目的，是支撑其高端新能源战略和全球化布局。根据公司在港股上市的招股说明书，公司募集的资金主要用于四个方向：一是加大研发投入，重点强化智能驾驶、智能座舱、三电系统等核心技术，占比约七成，以巩固问界系列在高端新能源车市场的技术壁垒；二是拓展海外市场布局，包括建设东南亚、欧洲、中东等重点区域的销售与服务网络，提升品牌国际化影响力；三是完善充电及服务生态体系，投资于充换电设施和服务体系，增强用户粘性与体验；四是补充营运资金与优化资本结构，用于流动资金补充、产能扩建及部分债务偿还。总体来看，赛力斯通过港股募资意在推动“技术+品牌+全球”三位一体的发展路径，既为国内智能电动车市场深化竞争力，也为海外扩张储备资金与能力，体现其从制造型企业向全球化科技品牌转型的战略决心。

图 22：赛力斯计划于 2025 年 11 月 5 日进行港股上市



赛力斯

Seres Group Co., Ltd.

赛力斯集团股份有限公司

(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)

全球發售

全球發售的發售股份數目	: 100,200,000股H股(視乎發售量調整權及超額配股權行使與否而定)
香港發售股份數目	: 10,020,000股H股(可予重新分配及視乎發售量調整權行使與否而定)
國際發售股份數目	: 90,180,000股H股(可予重新分配、視乎發售量調整權及超額配股權行使與否而定)
最高發售價	: 每股H股131.50港元，另加1.0%經紀佣金、0.0027%證監會交易徵費、0.00015%會財局交易徵費及0.00565%香港聯交所交易費(須於申請時以港元繳足及可予退還)
面值	: 每股H股人民幣1.00元
股份代號	: 9927

聯席保薦人、整體協調人、聯席全球協調人、
聯席賬簿管理人及聯席牽頭經辦人



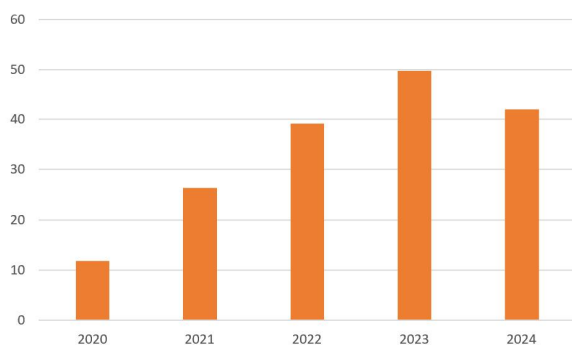
聯席全球協調人、聯席賬簿管理人及聯席牽頭經辦人



资料来源：赛力斯H股招股说明书，东莞证券研究所

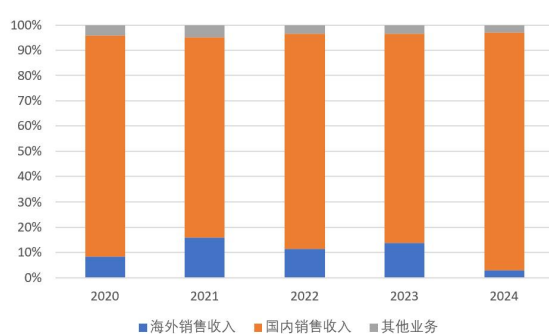
赛力斯的海外拓展已进入从试水到组织化推进的阶段。公司早在2020年前后即开始密集推进国际化布局，至2022年底其海外销售网络已覆盖70余个国家和地区，累计出口整车接近50万台（含此前燃油车与商用车的长期出口积累），显示出较深的海外渠道基础与出口经验。进入2023年，公司对外推广与市场落地动作明显加速：年初在比利时布鲁塞尔车展首发SERES 5并与20余家海外合作伙伴完成签约、当期新车订单即超2万台；随后开展包括“欧洲大巡游”在内的一系列交付与体验活动，陆续在挪威、德国、意大利、西班牙等多国开展交付与展示，标志着从“展会曝光”向“市场交付”转型。数据上看，2020—2023年海外业务的CAGR高达61.4%。2024年公司进一步制度化海外推进节奏：3月召开的“海外商务大会”吸引来自62个国家/地区、300余家经销商代表参会，会上公司明确了以SERES与AITO为核心的海外产品线与扩张目标，并提出阶段性出口目标（例如2024年拟向海外出口5万辆，未来三年显著放量）。尽管公司在海外的商业动作频繁，但受制于国内营收大幅扩张，海外营收在2024年占比仅约2.9%，表明海外业务仍处于“规模化验证”阶段且与公司整体体量相比尚有较大增长空间。

图 23：2020—2024 年公司海外销售收入（亿元）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 24：2020—2024 年公司不同地区收入比例

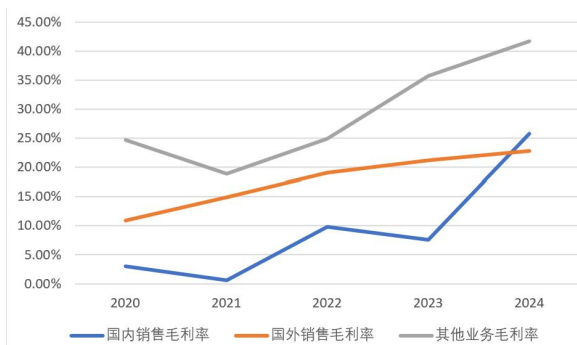


数据来源：iFind，东莞证券研究所

在产品与市场层面，赛力斯的海外出海具有明显的定位优势，增长潜力巨大。公司主打的品牌问界定位智能高端 SUV，将其技术与品牌优势用于国际市场，尤其是中东与东盟这类对大中型 SUV、智能配置有较强需求的区域，GCC 国家对 SUV 需求强劲，而这是赛力斯优势所在。目前赛力斯的主要销售集中在欧洲和 GCC 市场。今年第一季度表现良好，但总体出口量仍不足 10%，远低于中国领先车企 20%~30%的水平，未来提升空间巨大。在欧洲市场，公司已进入挪威、德国、英国、瑞士等国家，开始参与左舵主流市场竞争。此外，为了适应不同国家的右舵市场需求，公司也在加大右舵车型的投入，面向东盟、印度等潜在新兴市场。

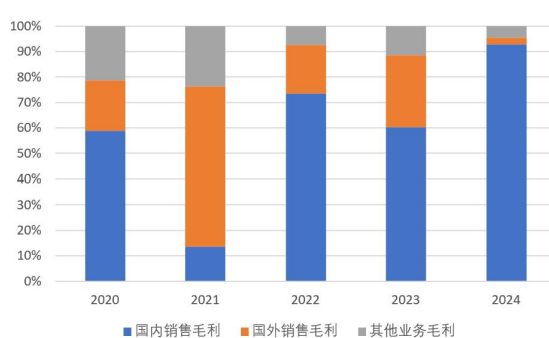
从数据上看，公司出海策略若成功执行，对于公司毛利率的提升大有帮助。从毛利率看，公司在 2020—2023 年间，国外销售的毛利率大幅高于国内销售的毛利率，说明在问界 M9 推出之前，公司在海外的毛利率稳定高于国内水平。而公司在高端化产品 M9 在国内推出后，国内销售毛利率一跃超过国外市场，跃升至 25.78%。一方面，这说明了公司向高端化产品的成功转型，高附加值使得毛利率水平大幅提升；另一方面，这预示着若公司高端化产品成功出海，将很大可能将公司的毛利率水平继续提升一个台阶。2025 年 6 月问界 M9 在巴黎车展上的表现令人瞩目，车展首日仅一分钟内就收获了 1.3 万份订单，这一数据不仅刷新了中国高端车型海外销售的纪录，更是在全球豪华车市场中掀起了一股新的竞争浪潮。我们预计随着公司在港股上市吸引更多国际投资者和买家的注意，后续公司产品在全球范围将会收获更多关注。

图 25：公司不同地区业务毛利率



数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 26：2020—2024 年公司不同地区毛利比例



数据来源：iFind，东莞证券研究所

3 投资建议

公司作为中国高端智能新能源汽车的重要代表，已进入“品牌突破与盈利深化”阶段。公司凭借与华为深度协同的技术体系、智能化优势和多层次产品矩阵（问界M5/M7/M8/M9），在高端新能源 SUV 市场建立了领先地位。问界系列车型 2024 年实现销量快速增长，带动公司营收同比跃升至 1451.8 亿元、净利润扭亏为盈，2025 年上半年盈利继续大幅提升，反映公司智能化、高端化战略初步兑现。同时，港股上市为公司带来新的资金来源，有助于优化资本结构、加快海外工厂和智能制造体系建设。当前公司积极推进海外市场布局，问界品牌已覆盖欧洲、中东、南美、东南亚等地区，2025 年预计将成为中国高端新能源品牌出海的代表之一。

综合来看，赛力斯具备“智能化领先 + 高端品牌崛起 + 国际化扩张”的三重成长逻辑。短期业绩增长主要受益于问界新车型放量与成本结构优化；中长期则依托技术积累、渠道深化与海外扩张打开更大空间。

盈利预测：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 98.01/131.23/168.15 亿元，对应 PE 分别为 27.15/20.28/15.83 倍，给予“买入”评级。

4 风险提示

（1）**市场竞争加剧风险：**市场竞争加剧可能带来降价等优惠措施，导致单车利润下降，进而影响公司盈利能力；

（2）**政策推进不及预期风险：**“以旧换新”及智能驾驶等多项政策支持汽车产业新发展动能，如果未来政策推进不及预期，则可能影响汽车产业发展；

（3）**高端国产 SUV 渗透率不及预期：**若消费者购买习惯发生变化，导致高端 SUV 渗透率不及预期，会对公司销量造成限制；

（4）**海外关税与市场政策风险：**若海外地区的关税及市场政策发生变化，可能影响公司出海进程，进而影响公司业绩。

表 5：公司盈利预测简表（2025/10/30）

科目（百万元）	2024/12/31	2025E	2026E	2027E
营业总收入	145175.82	180018.02	216021.62	248424.87
营业总成本	139119.94	167900.74	200386.57	229844.92
营业成本	107209.70	123827.20	148530.73	170736.07
营业税金及附加	3888.13	4749.39	5643.92	6566.01
销售费用	19184.25	25558.97	30718.50	34475.25
管理费用	3546.85	6351.02	6449.47	8090.65
财务费用	-294.50	-46.05	-118.79	-153.11
研发费用	5585.50	7460.21	9162.75	10130.05
其他经营收益	-1113.70	-814.38	-974.29	-1630.13
公允价值变动净收益	100.51	-15.60	35.73	40.21
投资净收益	10.33	587.35	795.60	464.43
其他收益	1067.69	712.65	776.28	852.21
营业利润	4942.18	11302.91	14660.76	16949.82
加 营业外收入	45.97	42.34	45.56	44.62
减 营业外支出	36.80	69.56	80.68	62.35
利润总额	4951.35	11275.69	14625.63	16932.10
减 所得税	211.23	-130.71	60.85	198.84
净利润	4740.12	11406.40	14564.79	16733.26
减 少数股东损益	-1205.83	1605.58	1442.11	-81.51
归母公司所有者的净利润	5945.95	9800.82	13122.67	16814.77
基本每股收益（元）	3.64	6.00	8.03	10.29
PE	44.76	27.15	20.28	15.83

数据来源：iFind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn