

赛力斯：携手华为跨界融合，合力打造科技豪华新范式

华西证券汽车团队

2024年 12月5日

分析师：白宇

SAC NO: S1120524020001

分析师：赵水平

SAC NO: S1120524050002

摘要

■ 核心逻辑：

1) 拥抱华为跨界融合，实现跨越式转型。公司与华为实现跨界联合，共同创立全新科技豪华新能源品牌问界，凭借强大的产品力与华为渠道赋能，共同打造问界M7\M9等多款高端爆款车型，产品矩阵与收入结构实现跨越式转型。

2) 产品智能化体验领先，打造多款爆款车型。公司通过聚焦智能化，产品端为用户提供领先的智能座舱与智能驾驶体验，率先实现全国都能开、全国都好开的城市NOA智能驾驶，不断成为消费者广泛认可的智能化品牌，通过打造多款爆款车型积累产品定义与营销能力，随着新车的上市以及现有车型的迭代升级，有望迎来新一轮成长。

3) 高端化+规模化加持，企业盈利实现正循环。通过高端化+规模化两条发展路径共同发力，2024年Q1逐步跨过盈亏平衡点，随后随着高端车型占比的提升以及规模优势的进一步扩大，盈利能力不断提升，未来随着新车的推出以及规模优势进一步提升，公司将实现盈利的正循环。

■ **投资建议：** 公司通过与华为跨界合作，顺利实现了高端新能源化的转型，随着未来新车型的推出以及现有车型的不断迭代升级，销量与盈利的成长潜力依然较大，同时公司也在积极探索预研智能新科技领域的机会，智能化新科技领域的前瞻布局有望带来估值的提升。我们预计2024-2026年营收分别为1427.44亿元、1893.66亿元、2288.31亿元，归母净利润为60.35亿元、116.12亿元、156.60亿元，EPS分别为4.00、7.69、10.37元；2024年12月3日收盘价为135.70元，对应2024-2026年PE为33.95倍、17.65倍、13.08倍；首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：** 乘用车行业销量不及预期，原材料价格及成本波动等因素导致盈利能力不及预期。

目录

1 把握新能源趋势坚定转型，赤诚之心全力拥抱华为

2 产品智能化全面领先，打造多款爆款车型

3 打造科技豪华新范式，高端化+规模化加速盈利正循环

4 盈利预测与估值

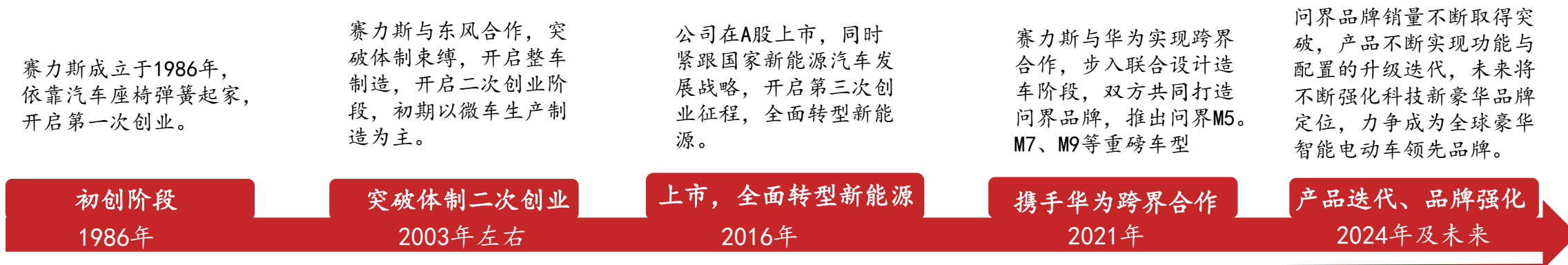
5 风险提示

 **1 把握新能源趋势坚定转型，赤诚之心全力拥抱华为**

1.1 微车起家基础扎实，乘智能电动浪潮实现跨越式转型

- 公司发展历经多次创业转型。**赛力斯1986年成立，从电器簧和微车坐垫起步，2003年与东风汽车共同成立合资公司“东风渝安汽车有限公司”，正式进军汽车工业，2007年成立重庆小康汽车集团有限公司，2011年更名为小康股份（2022年更名为赛力斯），2014年发布风光360，是东风小康在乘用车里重要的里程碑，2016年公司在A股成功上市，是国内较早开展新能源转型的主机厂之一，2021年与华为合作推出华为智选版本SF5，2021年底联合打造全新品牌问界，并相继打造出问界M5、M7、M9三款全新车型。
- 跨越转型发力智能电动车业务。**赛力斯紧跟新能源汽车与智能化的发展战略，全力布局智能电动汽车领域，并掌握了电池、电机、电控等核心技术。公司与合作伙伴华为不断深化合作，并推出全新AITO问界品牌，实现跨越式转型。公司产品力、智能化水平不断迭代与升级，具有较强的市场竞争力。公司未来将致力于将问界品牌打造成全球领先的新科技豪华品牌。

图 1-1：赛力斯在历史发展中抓住多次机遇实现跨越式发展



资料来源：赛力斯官网，华西证券研究所

1.2 华为深度赋能研产销，问界品牌应运而生

- 赛力斯与华为展开跨界合作。** 2021年4月，赛力斯和华为正式宣布达成合作。赛力斯是专注于推动新能源汽车变革的汽车品牌，在整车制造、研发和生产方面具有丰厚的经验；华为基于30余年ICT领域的技术和经验，在智能汽车解决方案和能力以及销售渠道上具有领先优势，双方深度合作将共同推动智能汽车领域的创新和发展。双方首款合作车型为赛力斯SF5智选版本，2021年4月开始入驻华为零售门店进行销售。
- 华为对赛力斯在多个领域进行深度赋能。** 随着合作的深化，华为在各个方面对赛力斯进行赋能，技术赋能涵盖智能驾驶、智能座舱等关键技术领域，双方共同成立研发团队。网络方面，华为的渠道优势为问界品牌的初期推广打开了新的通道，并实现了品牌曝光度和销售渠道覆盖面的快速提升。致力于打造具备行业领先水平的智能电动汽车平台。
- 全方位合作基础上，问界品牌应运而生。** 双方深化合作的基础上，共同推出全新品牌AITO问界，问界车型集成了华为的HarmonyOS智能座舱、华为HiCar智能互联系统、以及华为智能驾驶技术，展现了赛力斯在华为赋能下，对智能电动汽车未来发展的深刻理解和实践探索。

图 1-2：赛力斯与华为展开各类深度合作



1.3 业务涵盖整车与动力系统，产品矩阵实现跨越式升级

- **公司业务涵盖整车与供应链两大类。** 整车业务方面，在乘用车市场形成问界、赛力斯、蓝电、风光四大品牌，商用车市场有东风小康和瑞驰新能源两大品牌。其中问界定位全球豪华新能源品牌，其余定位经济型出口品牌，产品覆盖传统车型和新能源车型，代表车型包括问界M5、问界M7、问界M9、东风小康EC3611、瑞驰新能源EC35、风光380等。动力系统方面包括三电系统以及发动机等产品。
- **产品矩阵实现跨越式升级。** 公司早期产品以商用车、微车、以及经济性品牌产品为主，2021年开始与华为实现跨界合作后，新增问界品牌多款豪华新能源产品矩阵，重心逐步转移至科技豪华品牌问界，产品矩阵实现跨越式升级。

图 1-3： 赛力斯产品矩阵包含整车及动力系统两大部分



资料来源：赛力斯官网及年报，华西证券研究所

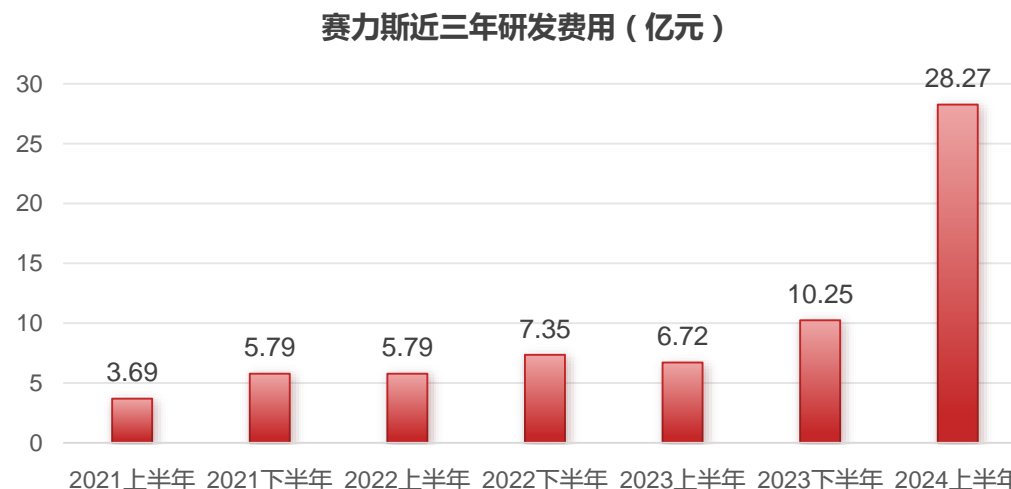
1.4 产能规模不断扩充，研发投入不断提升

- 问界销量持续攀升，产能规模不断扩充。**赛力斯目前拥有三大工厂，其中两江智慧工厂生产问界M5，凤凰工厂生产问界M7，两江超级工厂生产问界M9辆。随着问界品牌销量不断攀升，以及未来新车型的推出，未来超级工厂的扩产亦值得期待。根据公司公告显示，赛力斯在2024年9月发布购买资产（草案）公告拟收购重庆两江新区龙盛新能源科技有限责任公司，其主要资产为赛力斯两江超级工厂，收购工厂资产后公司的生产环节将完全由公司自己掌控，且后续扩产计划的实施将更加便利。
- 研发投入不断提升。**赛力斯在研发上的投入显著增加，2021年以来研发投入呈现稳定增长的态势，其中2024年上半年研发费用高达28.27亿元，研发投入不断提升不仅体现了公司对技术创新的重视，也为公司的长期发展奠定了坚实的技术基础。研发人员数量的增长和专利数量的增加，进一步证明了赛力斯在新能源汽车核心技术领域的领先地位。

表 1-1：赛力斯三大工厂产能情况

工厂	主要生产车型
两江智慧工厂	问界M5
沙坪坝凤凰工厂	问界M7
两江超级工厂	问界M9

图 1-4：赛力斯研发投入情况

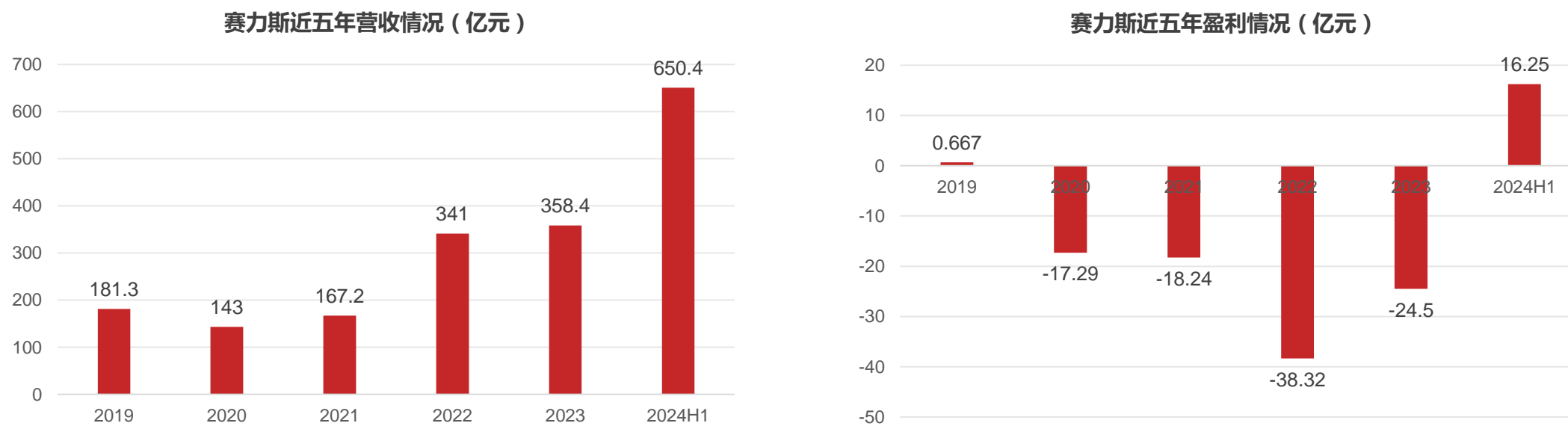


资料来源：赛力斯年报，太平洋汽车网，华西证券研究所

1.5 营收规模不断提升，盈利拐点逐渐清晰

- 2024年上半年赛力斯营业收入650.44亿元，与2023年同期110.32亿元相比增长489.58%；归属于上市公司股东的净利润16.25亿元，与去年同期相比实现扭亏为盈，上年同期为亏损13.44亿元。赛力斯营收规模的增加主要是由于新能源汽车销量增加，此外公司始终坚持技术创新、成本贡献的经营方针，经营质量不断提升，营业毛利率同比增长，期间费用率同比下降，迎来清晰的盈利拐点。
- 赛力斯始终围绕“全心全意为用户服务”的宗旨，坚定软件定义汽车，坚持跨界融合，坚持技术创新、成本贡献的经营方针，以新质生产力引领公司经营质量不断提升，产品结构向上明显。

图 1-5：赛力斯营收规模及盈利情况不断改善

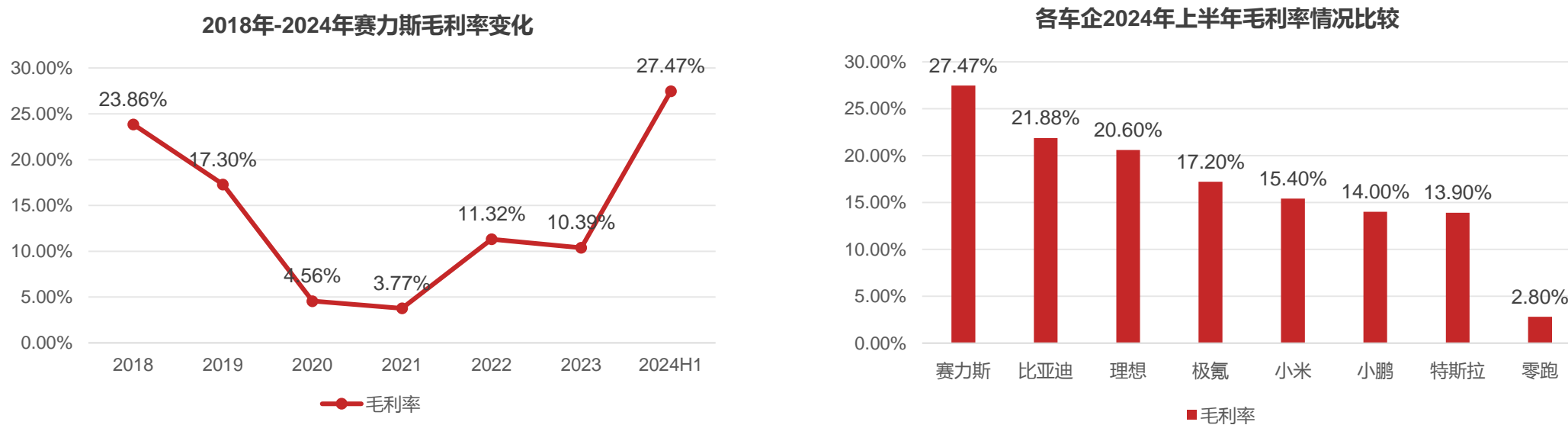


资料来源：赛力斯年报，华西证券研究所

1.6 毛利率不断增长，24H1实现行业领先

- 产销规模不断增长带来毛利率不断改善。规模效应、效率提升和创新设计，加上豪华车型的利润贡献，推动了公司毛利率的显著增长。自2021年以来，新能源汽车销量上升，2022年毛利率达11.32%，2023年为10.39%，而2024年一季度飙升至21.51%。尽管销售费用率在业务扩张期较高，但已随规模扩大而下降；管理费用率亦因治理优化而降至2024年一季度的1.7%。
- 赛力斯在行业中的毛利率表现一枝独秀。2024年上半年公司毛利率高达27.47%，超越了比亚迪、理想、极氪等一众新能源汽车。毛利率的领先主要得益于产品均价较高以及豪华车市场竞争格局相对较好，也彰显了赛力斯在产品定位、成本控制和市场定价策略上的成功，也反映了公司在激烈的市场竞争中保持高效运营和持续创新的能力。

图 1-6：赛力斯毛利领先一众车企



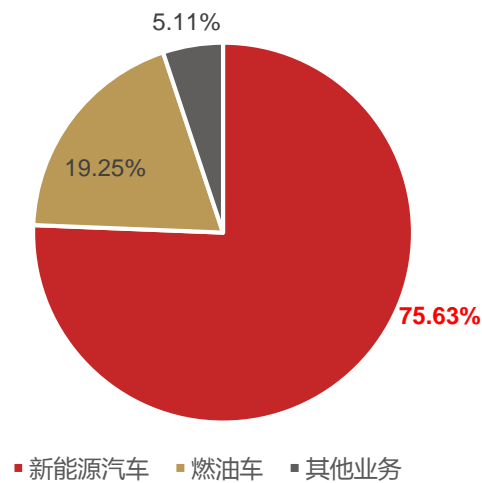
资料来源：赛力斯年报及其他车企年报，华西证券研究所

1.7 新能源车业务逐步成为公司占比最重的核心业务

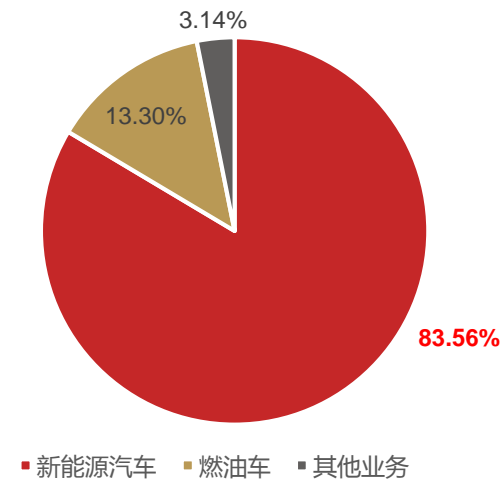
- 新能源业务占比不断提升并成为核心业务。**公司自2021年底推出问界品牌，经过两年的品牌不断培育以及车型产品矩阵的不断完善，先后打造出多款爆款车型，销量不断取得新突破。新能源车逐步成为公司的核心增量业务，新能源车的销量以及营收实现快速增长。公司的新能源车业务重要性不断提升，新能源业务的收入占比亦呈现出不断提升的趋势，公司新能源车收入占比从2022年的75.63%提升至2023年的83.56%，已成为公司占比最大的业务。

图 1-7：新能源汽车成为公司营收占比最大的业务

2022年各业务占公司总营收比重



2023年各业务占公司总营收比重



1.8 赤诚之心拥抱华为，合作关系不断强化

- 公司与华为的合作关系不断深化。**公司自2021年4月起，率先与华为采取智选模式合作，首款车型SF5使用华为的部分零部件并入驻华为零售门店进行销售。2021年底赛力斯与华为联合打造全新品牌问界，新车将逐步使用华为鸿蒙座舱与智能驾驶全套解决方案，并在产品定义、设计研发等领域与华为进行深度合作，2024年7月公司发布公告拟从华为技术有限公司收购问界品牌资产，双方合作进一步深入。公司在与华为合作的过程中，两者的合作关系不断强化，华为技术与渠道赋能也为问界品牌带来了卓越的产品竞争力与领先的市场销量。
- 入股引望智能，两者合作关系再次强化。**2024年8月，赛力斯汽车有限公司投资深圳引望智能技术有限公司，占股比10%。本次交易赛力斯和华为以股权纽带为基础，将战略合作升级为“业务合作+股权合作”，将进一步夯实双方合作关系的可持续性。

图 1-8：赛力斯与华为合作关系不断深化



资料来源：汽车之家，赛力斯官网及公告，AITO问界官方微信公众号，华西证券研究所

2 产品智能化全面领先，先后打造多款爆款车型

2.1 智能驾驶稳居第一梯队，鸿蒙智能座舱体验优异

- **智能驾驶技术方面，搭载华为智驾系统。**赛力斯与华为的深度合作，稳居行业第一梯队。双方共同探索智能驾驶领域，不断推进技术创新，为消费者带来更加安全、便捷的驾驶体验。搭载的最新的华为ADS3.0系统达到了全国都能开，全国放心开的客户体验效果。赛力斯与华为的合作，使得智能驾驶系统表现领先，通过不断优化算法和提升硬件性能，实现了自动驾驶体验的不断升级。
- **智能座舱方面，搭载鸿蒙座舱。**M9座舱搭载的全新Harmony OS 4.0，不仅提供了多种创新功能和全新体验，还通过AR-HUD、一体环宇三联屏以及后排巨幕投影等配置，实现了多人多屏多音区的互动，以及多屏跨设备投屏。此外，搭载的全新HUAWEI SOUND系统，采用歌剧院施罗德散射声学技术，为用户带来了媲美顶级豪车的影音享受。

图 2-1：华为ADS3.0 智能驾驶技术领先行业



图2-2：华为智能座舱具备较强的科技感

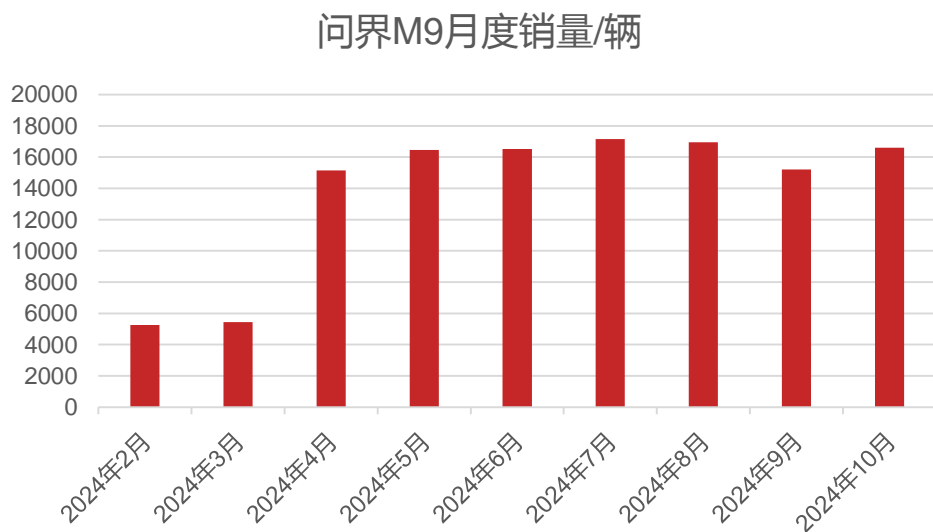


2.2 M9以科技塑造新豪华，登顶50万以上车型销冠

- 问界M9作为全尺寸D级别SUV，以科技引领豪华新境界，重塑智能出行体验。驾驶感受上，问界M9搭载华为途灵平台，智能算法赋能高性能硬件，依托华为DriveONE智能电驱系统的卓越性能，问界M9升级舒适制动功能；安全性上，问界M9搭载全向防碰撞系统CAS 3.0，前向AEB再增强，支持识别本车道逆向车辆和横穿行人、非机动车，新增路面自适应AEB，提升湿滑雨雪路面避撞能力；其搭载的HUAWEI ADS 3.0泊车能力再升级，进一步支持到达目的地选择目标车位后，人下车即走，车辆自主泊入，无需原地等待。
- 问界M9自发布仅仅十个月，累计订单已经突破了16万辆。依据易车网统计显示，问界M9连续六个月稳居中国市场50万元以上豪华车销量榜的首位。不仅推动了国产汽车品牌在高端市场的突破，也为智能汽车的发展提供了新的方向，证明了智能科技与豪华体验的结合，是未来汽车发展的重要趋势。

图 2-3：问界M9交付量不断攀升

图2-4：问界M9车型为赛力斯和华为打造的全景智慧旗舰SUV



资料来源：赛力斯官网，车主之家，华西证券研究所

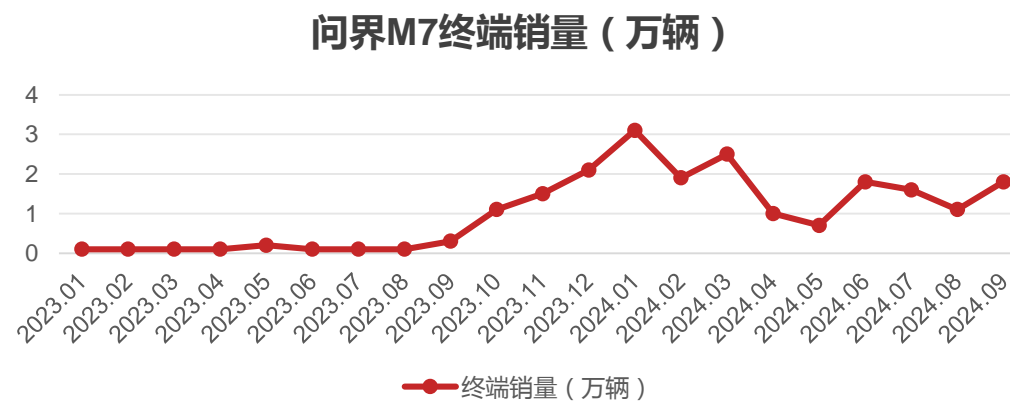
2.3 M7打造国民级SUV，历经波折终成爆款

- **问界M7历经坎坷。**问界M7最早发布于2022年7月，同年8月，问界M7首批交付，经历火爆短暂月销过万，后销量出现短期波动。
- **新M7改款取得巨大成功。**2023年9月，问界全新M7上市，产品价格更具性价比，同时在华为巨大的流量加持下，问界新M7开启高光时刻。2023年10月开始月销量破万，11月销量达到1.7万，12月直接跨入2万规模达到2.55万辆，并在24年1月份，问界新M7销量直逼3万辆，成为畅销车型。自23年9月发布以来，截止2024年10月问界新M7系列车型累计大定突破18万辆。
- **问界M7再次改款并全系标配华为智驾系统。**2024年5月问界新M7 Ultra上市，售价为28.98万元-32.98万元，并全部搭载华为ADS 2.0高阶智能驾驶系统；2024年8月问界新M7 Pro上市，第一次把价格门槛降至25万元以内，并实现了入门即智驾、上市即交付，同时顶配价格降到了30万元以下。问界M7的全新改款与配置调整使其市场地位更为稳固。

图 2-5：问界新M7成为国民级SUV



图2-6：问界新M7销量走势



2.5 不断升级换代，产品力实现快速迭代

- 2024年7月28日，华为与赛力斯宣布问界品牌40万辆车下线，成立短短28个月的问界，已实现第40万辆新车下线，成为中国新能源汽车品牌中的黑马。得益于华为的强势赋能，问界新M7与新M5都呈现出快速迭代和进步的状态。（以问界M5为例）
 - 2021年12月华为冬季新品发布会上，问界M5首次面世，在随后数月内，问界M5月销量迅速破万。2023年4月，在华为赋能之下，问界M5推出智驾版车型，成为细分市场少有的具备城区智驾领航辅助的产品，并使得这一功能首次进入30万元以下的细分市场。
 - 问界新M5在2024年再次实现了全方位的升级和焕新。除了外观升级、新增RS车型外，问界新M5配备了问界M9同款的星环散射体，并新增舒云座椅，大幅提升了乘坐舒适性。新M5更实现了高阶智能驾驶系统的全系标配，其HUAWEI ADS 2.0高阶智能驾驶系统目前已经实现了全国都能开、越开越好开，在国内智能驾驶领域处于第一梯队。

图 2-7：问界新M5产品不断实现升级迭代



资料来源：问界官方微信公众号，鸿蒙智行官网，华西证券研究所

 **3 打造科技豪华新范式，高端化+规模化加速盈利正循环**

3.1 科技打造新豪华范式，产品科技感拉满

- 赛力斯与华为三年跨界合作不仅是高端电动汽车的探索，更是对汽车的智能化、电动化，以及信息、IT、消费电子等多领域融合、生态共建的一次重要实践与探索。
 - 赛力斯在三十余年的发展中始终坚持对技术的探索。每年坚持投入研发，AITO问界核心研发投入已累计达120亿元。目前赛力斯在三电、增程技术、电子电气架构等方面做到了行业领先，包含了自建三电产线、超3000项核心技术专利、超过300项发明专利等等。其中，在2023年发明专利公开量榜单中，赛力斯的公开专利量同比增长超408%，增速位居自主整车集团前列。
 - 赛力斯问界系列是国内最早实现高阶智驾量产上车的创新者之一。AITO问界系列搭载的HUAWEI ADS 系统智驾里程累计超过2.2亿公里，在问界产品中智驾版车型销量占比超过50%，体现出终端市场的认可，在高阶智驾中，问界系列的用户口碑同样也是最好的。
 - 赛力斯问界全产品线搭载鸿蒙智能座舱系统HarmonyOS 4.0，大幅提升了车主的智能驾驶体验和座舱交互体验，还更深层次优化车机与手机之间的互动，进一步打通了车内外的无缝体验。

图 3-1：赛力斯发布会宣称“智电融合新豪华的探索”



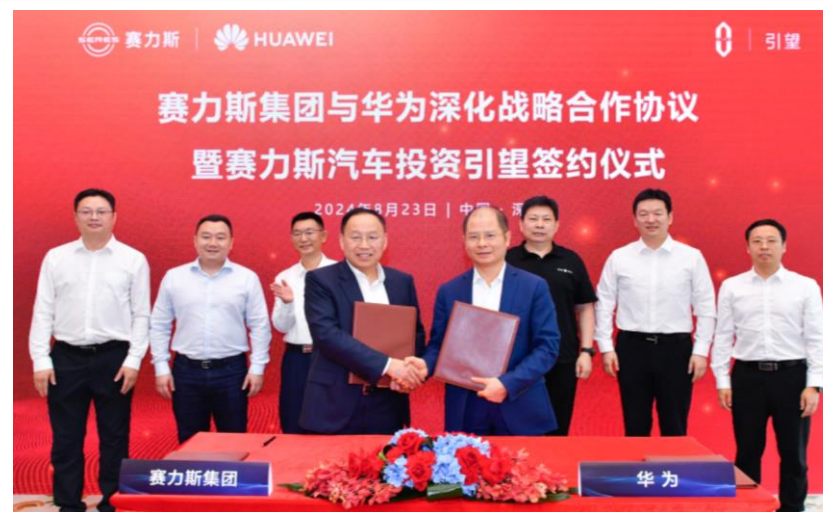
图3-2：问界M9 科技感拉满



3.2 华为赋能品牌运营，打造优异消费者服务体验

- 华为与赛力斯汽车携手共进，双方致力于将AITO问界塑造为新豪华汽车的领先品牌。通过深化合作，华为与赛力斯汽车将各自的优势最大化，共同对问界品牌车型进行联合定义、设计与营销，不断提升品牌价值。赛力斯汽车秉承“全心全意为用户服务”的宗旨，坚持以用户为中心，通过智慧的数字化服务体系，为消费者提供极致的出行体验，同时践行“CARE关爱”服务理念。
- 双方承诺加大对问界品牌的资源投入，赛力斯汽车计划在未来将建设超过600家用户中心，构建“新豪华渠道品质生态圈”，以提供超级豪华体验。在用户运营及服务方面，赛力斯汽车与华为将共同发挥在用户体验与运营方面的专长，深入合作提升AITO问界品牌的用户运营能力。目前，公司已建立约40万个售后服务管家群，累计提供服务超65万台次，凭借高达96%以上的用户满意度，展现了华为与赛力斯汽车在提供卓越消费者服务体验上的坚定承诺。

图 3-3：赛力斯与华为不断加强合作关系



3.3 历经多年磨炼，问界品牌跻身豪华市场前列

- 问界系列车型凭借其卓越的科技实力和豪华定位，成为高端汽车市场的一股不可忽视的力量。得益于其领先的ADS 3.0高阶智驾系统，这套系统在无需高精度地图支持下即可实现端到端智驾。问界坚持“以用户为中心”的原则，从问界M5到问界M9均搭载被用户誉为“最强智驾”的ADS 3.0系统，确保科技豪华无差异地覆盖所有车型，标志“标配AI司机时代”的到来。此外，问界与国内顶级ICT科技企业共创的ADS 3.0、鸿蒙座舱4.0等科技成果，开创了自主车企与ICT顶级科技企业跨界合作的先河，成功塑造了科技豪华的新典范。
- 问界高端车型市场表现强劲，携手中汽中心打造新豪华共创实验室。尤其是新M7和M9两款车型，在交付量和市场占有率上均取得了显著成绩。问界新M7上市12个月交付量突破20万台，截止2024年11月问界M9上市大定累计突破17万台，连续多个月占据中国豪华市场50万元以上车型销量冠军，这两款高端车型的优异表现，巩固了问界在豪车市场的领导地位。此外2024年10月，问界与中汽中心共建的“问界新豪华汽车技术共创实验室”揭牌，通过与业内第三方权威机构合作，将问界新豪华的市场定位传递给更多消费者。

图 3-4：问界品牌高端车型订单表现领先



图 3-5：问界品牌与中汽中心联合建立新豪华汽车技术共创实验室



3.4 高端化叠加规模提升，盈利能力实现显著改善

- **告别价格内卷，卷价值而非卷价格的“问界模式”取得突破。**无论是技术、功能还是体验的创新，都需要建立在深刻了解用户的基础上，并通过技术创新实现价值提升。经过大量用户与市场验证后，公司将产品的爆点聚焦在被高端用户高度认可的智能化体验方面。同时基于强大的生产制造能力，告别“产能爬坡地狱”，快速实现客户交付，做到上市即上量。
- **高价值车型占比提升叠加规模显著提升，整体盈利能力实现显著增强。**规模效应的发挥和高端产品结构的优化，有效提升了公司的毛利率和净利率，使得赛力斯在保持品牌溢价的同时，实现了经济效益的大幅增长。自24年Q2开始M9的销量占比超过45%，M9的占比提升对Q2及以后的盈利提升改善显著，同时自2023年Q3问界品牌销量开始稳定在6万辆以上，24年以来逐季提升，并在24Q3交付量突破10万辆，规模提升带来的规模效应亦能显著提升盈利能力。

图 3-6：赛力斯问界M9占比从24Q2开始显著提升（单位：辆）

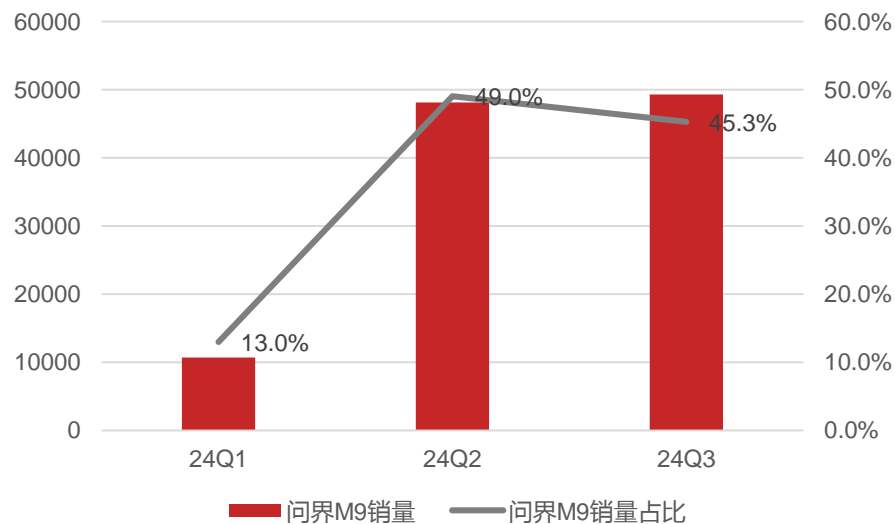
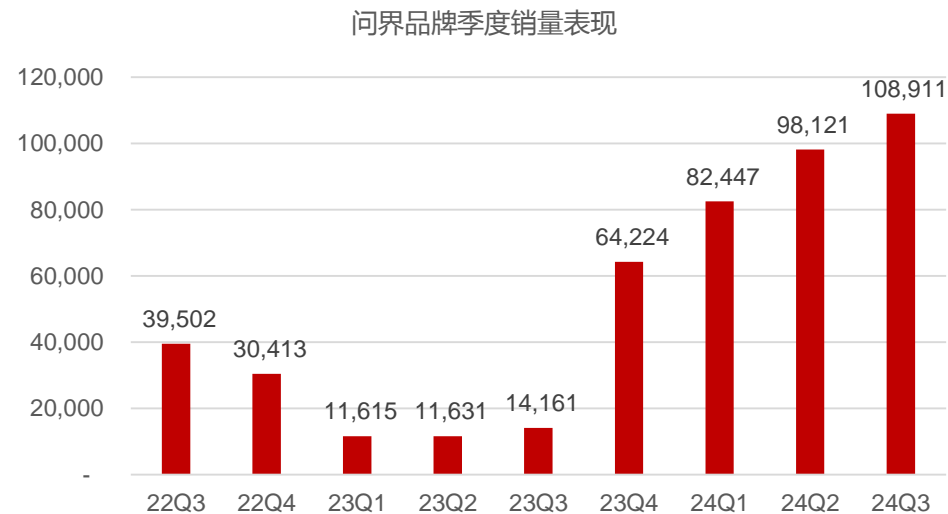


图 3-7：赛力斯问界品牌销量规模从2023年四季度开始提升明显（单位：辆）



资料来源：乘联会、车主之家、赛力斯公告等，华西证券研究所

4 盈利预测与风险提示

4.1 核心假设与收入拆解

- 核心假设：**公司新能源汽车业务在问界品牌现有车型热销以及未来潜在新车的影响下收入规模及占比将保持持续提升，燃油车保持规模小幅下滑但占比下降，其他业务保持相对稳定。其中新能源车毛利率基于问界品牌销量变化趋势及增速的影响背景下在2024年有显著提升，2025年及以后保持稳定提升趋势，其他业务毛利率保持相对稳定。

表 4-1：公司各项业务收入拆解情况

		2023A	2024E	2025E	2026E
新能源汽车	营收 (亿元)	289.47	1326.78	1764.62	2152.83
	占比	80.76%	92.95%	93.20%	94.08%
	毛利率	9.92%	26.26%	26.69%	26.78%
燃油车	营收 (亿元)	46.09	52.86	56.85	60.28
	占比	12.86%	3.70%	3.00%	2.63%
	毛利率	6.88%	7.02%	7.58%	7.86%
其他业务	营收 (亿元)	22.86	47.80	71.89	75.20
	占比	6.38%	3.35%	3.80%	3.29%
	毛利率	23.42%	27.23%	27.58%	28.86%
总计	营收 (亿元)	358.42	1427.44	1893.36	2288.31
	YOY	5.09%	298.26%	32.64%	20.86%
	毛利率	10.39%	25.58%	26.15%	26.35%

资料来源：Wind，华西证券研究所

4.2 可比公司估值情况

表 4-2：可比公司估值情况

	2024年12月3日 市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				EPS (元)			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
比亚迪	8223	300.41	370.39	477.58	563.67	27.37	22.20	17.22	14.59	10.32	12.73	16.42	19.37
长城汽车	2374	70.21	120.18	153.77	169.89	33.81	19.75	15.44	13.97	0.83	1.41	1.80	1.99
长安汽车	1391	113.27	68.74	92.20	110.94	12.28	20.24	15.09	12.54	1.14	0.69	0.93	1.12
平均值	3996	161.30	186.44	241.18	281.50	24.77	21.43	16.57	14.20	4.10	4.94	6.38	7.49
赛力斯	2049	-24.50	60.35	116.12	156.60	-83.63	33.95	17.65	13.08	-1.63	4.00	7.69	10.37

资料来源：Wind，华西证券研究所
 长安汽车盈利预测来自万得一致预期

4.3 投资建议

- **拥抱华为跨界融合，实现跨越式转型。**公司与华为实现跨界联合，共同创立全新科技豪华新能源品牌问界，凭借强大的产品力与华为渠道赋能，共同打造问界M7\M9等多款高端爆款车型，产品矩阵与收入结构实现跨越式转型。
- **产品智能化体验领先，打造多款爆款车型。**公司通过聚焦智能化，产品端为用户提供领先的智能座舱与智能驾驶体验，率先实现全国都能开、全国都好开的城市NOA智能驾驶，不断成为消费者广泛认可的智能化品牌，通过打造多款爆款车型积累产品定义与营销能力，随着新车的上市以及现有车型的迭代升级，有望迎来新一轮成长。
- **高端化+规模化加持，企业盈利实现正循环。**通过高端化+规模化两条发展路径共同发力，2024年Q1逐步跨过盈亏平衡点，随后随着高端车型占比的提升以及规模优势的进一步扩大，盈利能力不断提升，未来随着新车的推出以及规模优势进一步提升，公司将实现盈利的正循环。
- **投资建议：**公司通过与华为跨界合作，顺利实现了高端新能源化的转型，随着未来新车型的推出以及现有车型的不断迭代升级，销量与盈利的成长潜力依然较大，同时公司也在积极探索预研智能新科技领域的机会，智能化新科技领域的前瞻布局有望带来估值的提升。我们预计2024-2026年营收分别为1427.44亿元、1893.66亿元、2288.31亿元，归母净利润为60.35亿元、116.12亿元、156.60亿元，EPS分别为4.00、7.69、10.37元；2024年12月3日收盘价为135.70元，对应2024-2026年PE为33.95倍、17.65倍、13.08倍；首次覆盖，给予“买入”评级。

4.4 风险提示

- 乘用车行业销量不及预期，原材料价格及成本波动等因素影响盈利能力；
- 公司核心业务集中在新能源乘用车领域，行业当前处于技术变革及格局动荡重塑期，市场竞争较为激烈，价格战及竞争对手市场策略等因素均有可能带来公司产品销量波动或盈利能力的变化。

附录-财务报表

表 4-3: 公司财务报表与主要财务比率

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)					主要财务指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	35,842	142,744	189,336	228,831	货币资金	13,161	49,712	91,045	120,543	成长能力 (%)				
YoY (%)	5.1%	298.3%	32.6%	20.9%	预付款项	1,868	4,844	5,518	8,046	营业收入增长率	5.1%	298.3%	32.6%	20.9%
营业成本	32,119	106,230	139,825	168,534	存货	3,529	9,575	15,476	17,454	净利润增长率	36.1%	346.4%	92.4%	34.9%
营业税金及附加	904	3,740	4,958	5,919	其他流动资产	7,558	22,050	27,656	35,374	盈利能力 (%)				
销售费用	5,465	19,956	25,220	30,320	流动资产合计	26,117	86,181	139,694	181,417	毛利率	10.4%	25.6%	26.2%	26.4%
管理费用	1,653	3,354	3,881	4,760	长期股权投资	2,042	2,042	2,042	2,042	净利率	-6.8%	4.2%	6.1%	6.8%
财务费用	-16	-204	-771	-1,411	固定资产	8,748	8,554	8,025	7,312	总资产收益率ROA	-4.8%	5.4%	7.0%	7.6%
研发费用	1,696	5,938	7,536	8,741	无形资产	9,544	11,038	11,945	12,530	净资产收益率ROE	-21.5%	40.8%	45.6%	39.3%
资产减值损失	-424	-9	-7	-8	非流动资产合计	25,128	25,727	26,069	25,915	偿债能力 (%)				
投资收益	1,789	171	151	183	资产合计	51,245	111,908	165,763	207,333	流动比率	0.70	0.90	0.99	1.06
营业利润	-3,994	5,677	11,065	14,943	短期借款	786	586	486	396	速动比率	0.51	0.71	0.81	0.88
营业外收支	-87	37	59	56	应付账款及票据	30,150	76,353	116,811	140,044	现金比率	0.35	0.52	0.65	0.71
利润总额	-4,081	5,715	11,124	14,999	其他流动负债	6,640	19,084	23,696	30,182	资产负债率	85.9%	91.5%	89.0%	85.5%
所得税	76	751	1,467	1,962	流动负债合计	37,576	96,023	140,992	170,622	经营效率 (%)				
净利润	-4,157	4,963	9,656	13,037	长期借款	1,375	1,555	1,745	1,945	总资产周转率	0.73	1.75	1.36	1.23
归属于母公司净利润	-2,450	6,035	11,612	15,660	其他长期负债	5,094	4,804	4,804	4,804	每股指标 (元)				
YoY (%)	36.1%	346.4%	92.4%	34.9%	非流动负债合计	6,469	6,358	6,548	6,748	每股收益	-1.63	4.00	7.69	10.37
每股收益	-1.63	4.00	7.69	10.37	负债合计	44,045	102,381	147,541	177,370	每股净资产	7.55	9.81	16.86	26.37
					股本	1,510	1,510	1,510	1,510	每股经营现金流	4.24	27.54	29.10	20.98
					少数股东权益	-4,206	-5,278	-7,233	-9,856	每股股利	0.00	0.33	0.64	0.86
					股东权益合计	7,200	9,527	18,222	29,962	估值分析				
					负债和股东权益合计	51,245	111,908	165,763	207,333	PE	-83.25	33.95	17.64	13.08
										PB	10.09	13.84	8.05	5.15
现金流量表 (百万元)														
	2023A	2024E	2025E	2026E										
净利润	-4,157	4,963	9,656	13,037										
折旧和摊销	2,776	1,799	1,485	1,351										
营运资金变动	8,883	35,215	33,050	17,574										
经营活动现金流	6,398	41,585	43,932	31,678										
资本开支	-3,143	-2,859	-1,716	-1,096										
投资	958	-210	-170	-85										
投资活动现金流	-2,973	-2,240	-1,728	-993										
股权募资	159	-2,158	0	0										
债务募资	-1,181	-1,123	90	110										
筹资活动现金流	-1,269	-2,803	-872	-1,187										
现金净流量	2,152	36,550	41,333	29,498										

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS

