

## 投资聚焦

### 核心逻辑

我们认为公司业绩长期增长的核心逻辑包括以下三个方面：（1）与华为业务+股权合作模式下，双方合作有望进一步深化，长期合作稳固；（2）赛力斯问界 M8 等新车上市有望驱动公司销量持续增长，基于赛力斯与华为成熟的合作模式及双方技术打磨，新车型有望延续当前问界 M9、M7 销量增长势头，进一步带动公司营收增长和利润持续释放；（3）通过共享赛力斯的核心技术、研发投入等，旗下智能电动汽车品牌蓝电 E5 PLUS 在配置、价格等方面均有领先优势，销量有望迎来突破。同时AITO 5、AITO 7 陆续出海，有望为公司带来新的增长动能。

### 核心假设

- 主营业务：预计 2024-2026 年问界品牌汽车销量分别为 39.7/54.0/70.8 万辆，同比增速分别为 283.5%/36.0%/31.1%。问界销量高增有望推动公司营收快速增长，预计 2024-2026 年公司主营业务营收分别为 1429.4/1941.4/2215.2 亿元，营收增速分别为 312.6%/28.8%/20.3%，三年 CAGR 为 85.6%。
- 其他业务：预计 2024-2026 年公司其他业务营收分别为 47.4/62.0/71.4 亿元，同比增速分别为 295.8%/30.9%/15.0%，三年 CAGR 为 81.3%。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1476.8/1903.4/2286.6 亿元，同比分别 312.0%/28.9%/20.1%；归母净利润分别为 64.4/107.9/124.8 亿元，同比增速分别为扭亏为盈/67.6%/15.6%，EPS 分别为 4.27/7.15/8.26 元。赛力斯可比公司 2024 年平均 PE 为 15 倍，鉴于公司新能源汽车销量的优秀表现叠加持股深圳引望 10%的份额，给予公司 2025 年 23 倍 PE，对应市值约为 2483 亿元，对应目标价 164 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资看点

- 短期来看，公司与华为合作持续深化，M8 等新车陆续上市，车型矩阵逐步完善，问界销量持续高增有望带动公司营收和利润的持续增长。
- 长期来看，公司与华为深度合作趋势不变，华为有望持续赋能。同时，通过共享集团核心技术、生态系统与品控标准，旗下智能电动汽车品牌蓝电有望迎来突破。公司加速出海布局，AITO 相关车型陆续出海，有望推动公司出海业务的增长。

## 正文目录

1. 携手华为，更名赛力斯引领智电发展	6
1.1 携手华为引领智电发展	6
1.2 重庆国资入股有望加强产业协同	7
1.3 问界销量高增推动公司业绩向好	8
2. 当下：强强联合，打造世界级新豪华汽车品牌	12
2.1 与华为强强联合，完善智电战略生态	12
2.2 自研技术构造优势壁垒，打造智慧工厂提升产能	14
2.3 多元业务布局，加强渠道和品牌建设	17
3. 未来：加码自研+出海，公司销量有望再上新台阶	20
3.1 加速全球化布局，赛力斯开启出海新征程	20
3.2 赛力斯产品矩阵持续完善，引领中大型 SUV 市场	22
3.3 业务+股权合作，双方合作有望持续共赢	25
4. 盈利预测、估值与投资建议	26
4.1 问界销量高增助力公司盈利快速增长	26
4.2 投资建议：给予“买入”评级	28
风险提示	29

## 图表目录

图表 1：赛力斯发展历程图	6
图表 2：赛力斯集团股权结构稳定	7
图表 3：2019-2024H1 赛力斯新能源汽车销量及增速	9
图表 4：2019-2024H1 赛力斯营业收入及增速	9
图表 5：赛力斯营收结构	10
图表 6：赛力斯销售的市场地域结构	10
图表 7：赛力斯销售毛利率与销量的变化	10
图表 8：赛力斯国内和海外的毛利率对比	10
图表 9：赛力斯期间费用	11
图表 10：赛力斯期间费用率	11
图表 11：赛力斯研发支出及同比增速	11
图表 12：赛力斯资本化研发投入及占比	11
图表 13：2021-2024H1 赛力斯归母净利润及归母净利率	12
图表 14：赛力斯与华为合作的历程图	13
图表 15：问界系列的销量及销量占比	14
图表 16：赛力斯研发支出及占比	14
图表 17：赛力斯研发人员及比例	14
图表 18：赛力斯魔方平台	15
图表 19：赛力斯超级增程系统	16
图表 20：赛力斯智慧工厂产能	17
图表 21：赛力斯产品矩阵	18
图表 22：华为门店和问界销售的模式图	18

图表 23:	杰兰路 2024 年 H1 品牌净推荐值榜单 TOP15 .....	19
图表 24:	2024 年 H1 新能源 SUV 车型净推荐值榜单 TOP10 .....	19
图表 25:	赛力斯与华为合作模式图 .....	20
图表 26:	2021-2023 年中国乘用车出口量及增速 .....	21
图表 27:	2024 年上半年各厂商出口量及份额 .....	21
图表 28:	2024 年赛力斯出口及份额 .....	22
图表 29:	赛力斯海外销售额及占比 .....	22
图表 30:	中国中大型 SUV 市场份额 .....	22
图表 31:	中国中大型 SUV 市场份额 .....	22
图表 32:	赛力斯厂商品牌参考度 .....	23
图表 33:	2024 年 1-7 月插混中型 SUV 销量 TOP10 (万辆) .....	23
图表 34:	蓝电 E5 PLUS 竞品车型主要参数对比 .....	24
图表 35:	国内高速 NOA 搭载率 (%) .....	25
图表 36:	国内城市 NOA 搭载率 (%) .....	25
图表 37:	考虑购买新能源汽车的原因 (受访者占比, %) .....	25
图表 38:	首批车主选择问界 M9 的原因 .....	25
图表 39:	赛力斯为引望科技贡献的营收及占引望整体营收的份额 .....	26
图表 40:	问界系列品牌销量预测 (万辆) .....	27
图表 41:	公司营收测算汇总 (亿元) .....	27
图表 42:	赛力斯销售收入及盈利测算 .....	28
图表 43:	赛力斯可比公司平均估值水平 .....	28

# 1. 携手华为，更名赛力斯引领智电发展

## 1.1 携手华为引领智电发展

**持续变革创业转型·开启智电融合发展。**公司把握发展机遇，经历三次业务转型，公司名称先后从渝安集团、小康股份最终变更为赛力斯，聚焦新能源汽车业务。业务方面以电器弹簧起家，先后进军减震器等汽车零部件和微型商用车整车领域，并于2016年正式转型新能源。公司发展可整体分为以下四个阶段：

图表1：赛力斯发展历程图



资料来源：赛力斯官网，华尔街见闻，中国经营报，财富 FORTUNE，

**进军汽车零部件 (1986-2002年)：**1986年，赛力斯的前身重庆巴县凤凰电器弹簧厂成立，主营产品以电器弹簧、微车坐垫簧等为主。1996年，“重庆长安减震器有限公司”成立，开始进军汽车零部件领域。

**转向整车制造 (2003-2015年)：**2003年，渝安集团与东风公司合资，创立了“东风渝安车辆有限公司”，获得汽车整车生产资质，正式进军汽车工业，并于2005年推出首辆微型面包车。同时，公司也开始探索新能源汽车领域，在2003年9月成立瑞驰电动品牌。

**进军新能源 (2016-2018)：**2016年小康股份成功上市，成为重庆第一家A股上市汽车整车企业，同年在美国成立新能源公司SF Motors，后更名为SERES（中文名赛力斯）。先后推出风光580、风光S560、风光iX5等车型，并于2018年4月在印尼推出首款战略SUV风光580右舵版。

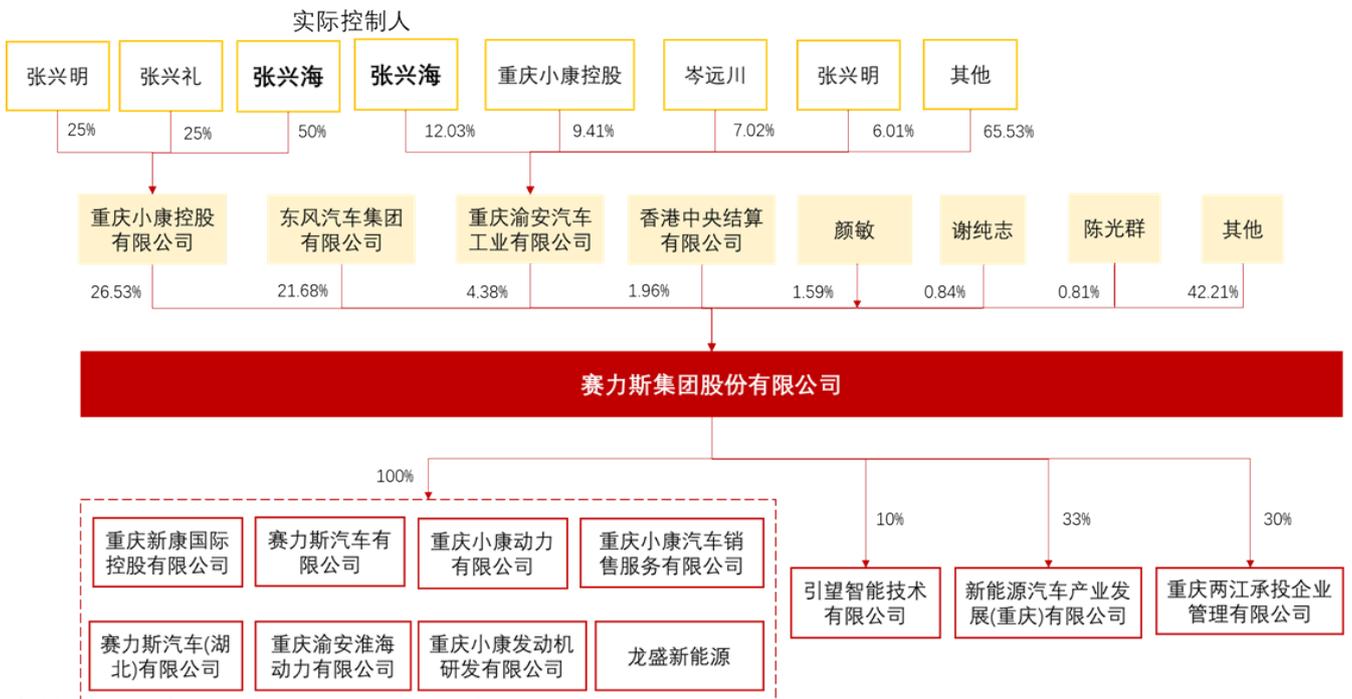
**与华为强强联合·引领电车智能化 (2019-至今)：**2019年1月，小康和华为签

署全面合作协议，并于 2020 年开启深度跨界融合推出首款合作车型智选 SF5。2021 年 4 月，小康与华为关于赛力斯新能源汽车项目合作协议正式签约。同年 12 月，合作品牌问界发布，推出问界 M5 车型。2022 年，小康正式更名为赛力斯。2023 年 2 月，赛力斯与华为签署深化联合业务协议，同年 7 月与 12 月，问界 M7 与问界 M9 接连发布。2024 年，赛力斯宣布入股华为子公司深圳引望科技有限公司，与华为合作深度进一步加强。

## 1.2 重庆国资入股有望加强产业协同

**公司股权结构稳定。**截至 2024 年 9 月，赛力斯第一大控股股东为重庆小康控股有限公司，直接持股比例为 26.53%。公司实际控制人为张兴海，通过重庆小康控股有限公司和重庆渝安有限公司间接持有公司股份。另一大股东为东风汽车集团有限公司，受国资委 100%控股，直接持有公司 21.68%的股份。

图表2：赛力斯集团股权结构稳定



资料来源：公司公告，iFind，天眼查，

**重庆国资入股助力公司完善供应链、协同产业资源。**2024 年 9 月 13 日，赛力斯集团股份有限公司发布公告，拟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。此次交易价格为 81.64 亿元，按照 66.39 元每股的发行价，发行数量为 1.23 亿股，占发行上市后上市公司总股本的比例为 7.53%。因此，重庆区市两级国资有望成为赛力斯的重要股东，有助于公司完善供应链、协同产业资源。同时，通过此次交易，龙盛新能源将成为赛力斯的全资子公司，公司将拥有超级工厂的所有权，这将有望进一步保障赛力斯产品生产端的安全稳定与自主可控，有助于提升赛力斯研发实力、扩大产能、提高市场竞争力。

**核心管理层业内经验丰富·助力公司稳健经营。**公司董事长兼总裁张正萍曾任重庆小康控股有限公司副总经理，SF Motors, Inc. 首席执行官，赛力斯汽车有限公司总经理、营销中心总经理，赛力斯集团股份有限公司董事、智能汽车事业群总裁，具有丰富的管理经验和汽车行业经验，深刻理解和洞察公司核心业务。公司管理层其余成员及多位股东亦均有丰富的业内经验，为公司的战略发展、技术创新、行业洞察、品牌建设等多个方面提供有力支持。

**全面学习华为·提升组织效率。**近期，赛力斯发布一则 2024 年员工持股计划的公告，进一步向华为学习，激励核心团队共创未来。在供应链质量管理方面，赛力斯引入了华为的 ICT 企业供应商管理理念，供应商管理能级从 1 级提升到 4-5 级。在企业管理方面，赛力斯学习华为设立各业务单元（BU），与华为共同成立了 AITO 问界销服联合工作组，对问界的营销、销售、交付、服务、渠道等业务完成端到端的闭环管理，甚至在核心部门的薪酬标准上也逐渐对标华为。

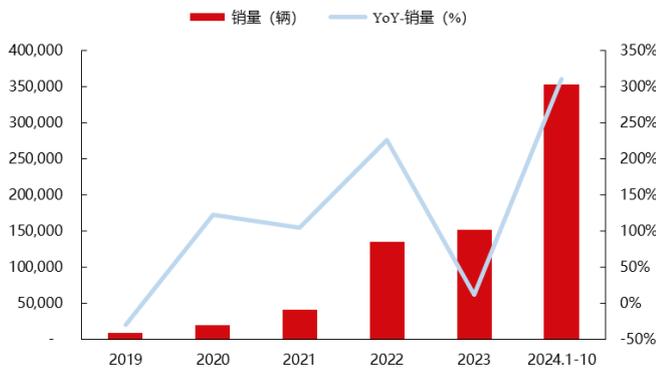
### 1.3 问界销量高增推动公司业绩向好

**以新能源汽车为核心·开展整车和供应链两大业务。**赛力斯以新能源汽车为核心业务，拥有完善的研发、供应制造和销售体系。整车业务方面全面布局乘用车和商用车领域，乘用车涵盖问界、赛力斯、蓝电和风光四大品牌。商用车领域，依靠东风小康和瑞驰新能源两大品牌，聚焦微型面包车、纯电轻卡等商用车领域。除此之外，赛力斯持续推进海外布局，推出 SERES、DFSK 两大品牌智能电动汽车，服务海外客户。从 2005 年开始，赛力斯汽车开始批量出口。截至 2022 年底，赛力斯汽车已覆盖 70 多个国家和地区，累计出口超 40 万辆。供应链业务方面，赛力斯推出的主要产品包括电驱、电控、超级增程系统、发动机等零部件，配套整车业务。

**携手华为打造世界级新豪华领先品牌·推动公司营收稳步增长。**2024 年前三季度

度，公司营收达 1066.3 亿元，同比增速高达 539.2%，主要系问界 M7 放量、M9 发售  
后拉动均价。截至 2024 年 10 月，问界新 M7 系列累计交付量达 20 万辆，稳居中国  
新势力车型销量第一。2024 年 4-9 月，问界 M9 月均交付 1.6 万辆，连续 6 个月位居  
中国市场 50 万元以上车型销量第一，上市 10 个多月累计大定突破 16 万台。受益于  
此，公司总销量规模从 2022 年的 26.7 万辆提升至 2024 年 1-10 月的 41.3 万辆，  
2024 年 1-10 月销量同比增长 149.7%。成交价方面，根据鸿蒙智行数据，2024 年 1-  
8 月，鸿蒙智行全系车型成交均价达到 39.9 万元，远超传统豪华品牌，成功打破高  
端市场的传统格局。

图表3：2019-2024H1 赛力斯新能源汽车销量及增速



资料来源：公司公告，

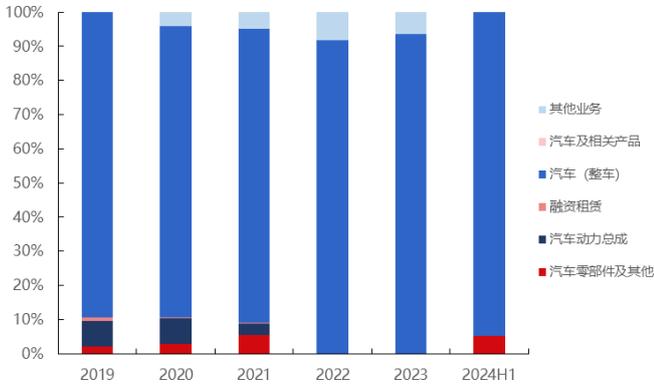
图表4：2019-2024H1 赛力斯营业收入及增速



资料来源：公司公告，

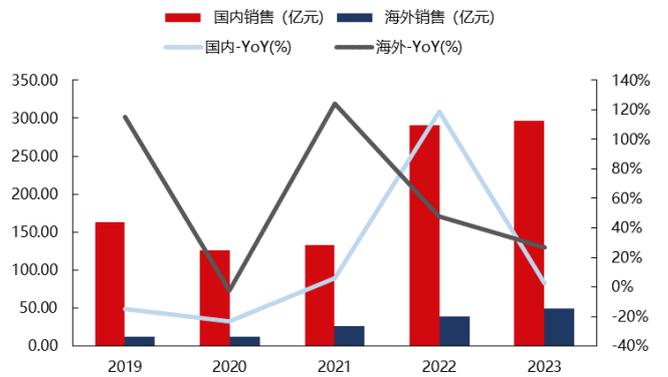
**汽车销售业务为核心·海外业务稳步增长**。整车销售贡献主要营收，2024 年上  
半年，汽车业务板块营业收入达 617.4 亿元，同比增长 84%，占整体营业收入比重接  
近 95%。同时，公司积极布局海外业务，海外营收稳健增长，2023 年，公司海外业务  
营业收入 50.0 亿元，同比增长 27%，占同期整体营收的 14.3%。

图表5：赛力斯营收结构



资料来源：公司公告，

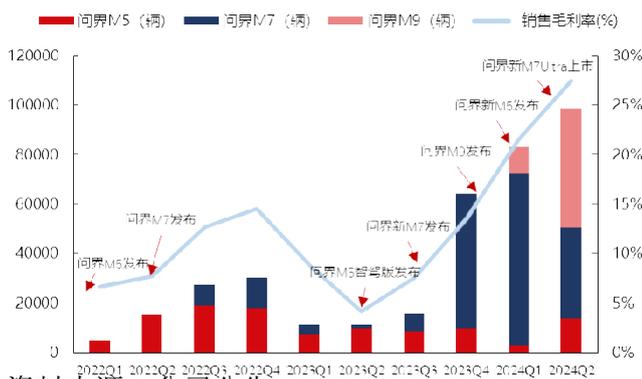
图表6：赛力斯销售的市场地域结构



资料来源：公司公告，

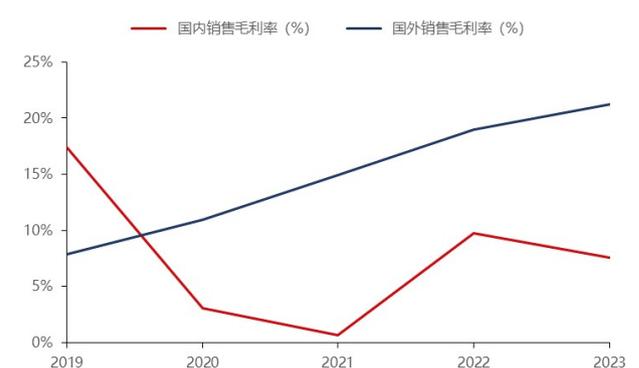
高端车型热销叠加规模效应推动毛利率快速提升。2023 年Q3 以后，随着问界新 M7、问界 M9 发布之后，公司汽车销量高增尤其是均价五十万元级的问界 M9 持续热销，公司毛利率从 2023 年 Q2 的 4.2% 快速提升至 2024 年 Q2 的 27.5%，毛利率行业领先。公司业务也逐步出海，海外业务销售毛利率均高于国内，海外销量增长有助于进一步提升公司毛利率水平。

图表7：赛力斯销售毛利率与销量的变化



资料来源：公司公告，

图表8：赛力斯国内和海外的毛利率对比

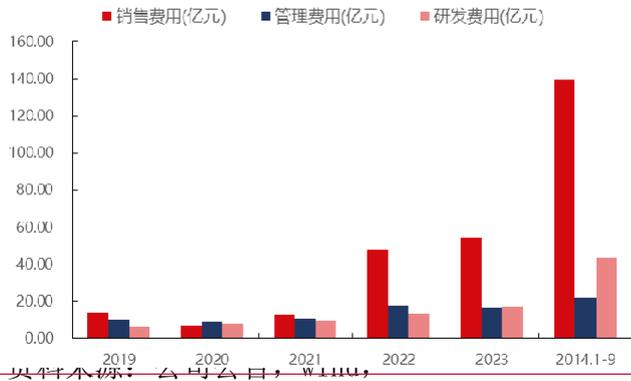


资料来源：公司公告，

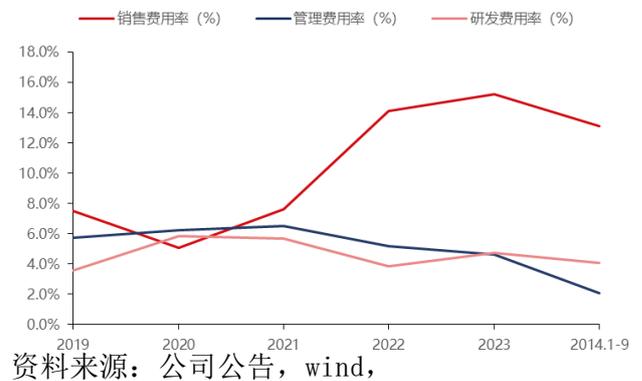
公司费用率逐步优化·研发持续投入。费用率方面，2024 年上半年公司销售费用率、管理费用率及研发费用率均有所下降，分别为 14.4%、1.8%和 4.3%，较 2023 年同期分别下降 1.3pct、4.6pct、1.7pct。2024 年三季度，公司销售费用率、管理

费用率及研发费用率分别为 11.1%、2.5% 和 3.7%，同比分别下降 5.5pct、3.4pct 和 3.7pct。

图表9：赛力斯期间费用

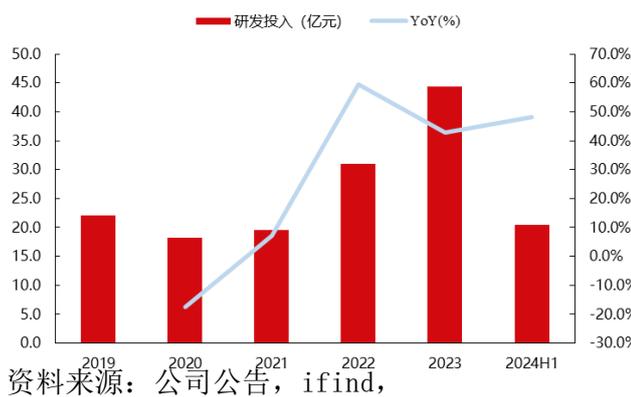


图表10：赛力斯期间费用率

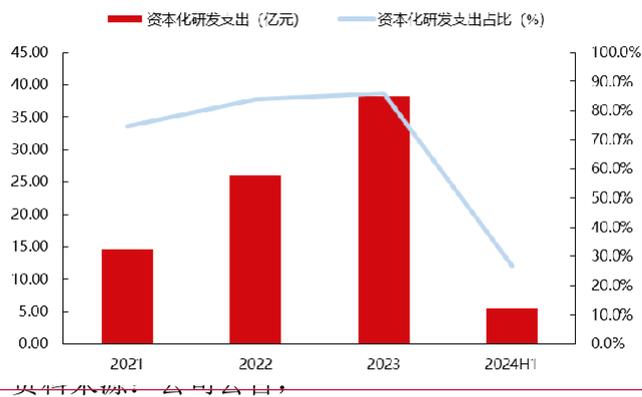


**持续高强度研发投入，拓宽技术护城河。**赛力斯在技术研发方面持续投入，从 2022 年起研发投入同比增速保持在 40% 以上。2022-2024H1 研发投入分别为 31.06/44.38/20.40 亿元，同比增速分别为 59.36%/42.88%/48.09%。2024 年上半年，公司资本化研发投入明显下降。2024 年上半年资本化研发投入 5.44 亿元，占研发总支出的比例为 26.68%，较 2023 年同期下降 58.11pct。

图表11：赛力斯研发支出及同比增速



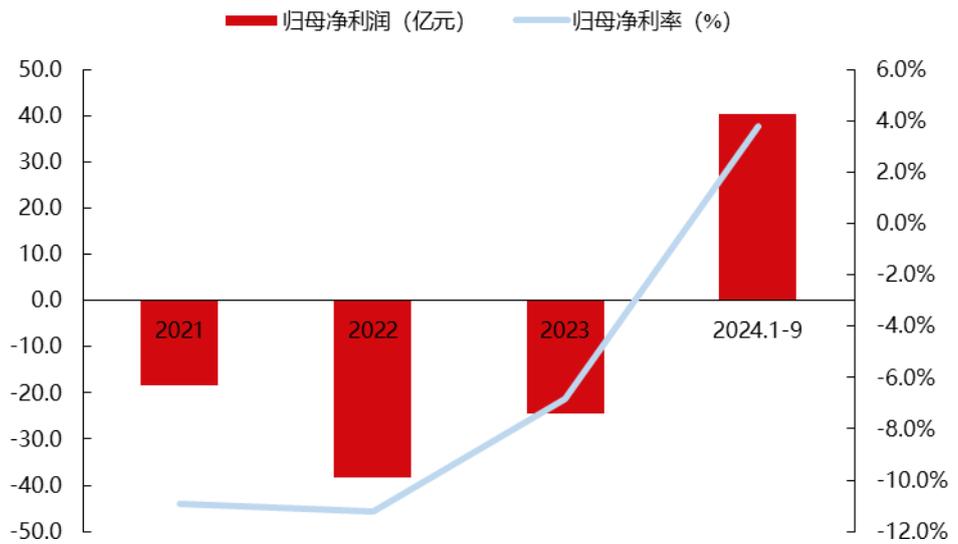
图表12：赛力斯资本化研发投入及占比



**问界销量高增助力公司扭亏为盈。**2024 年前三季度，随着新问界 M7 系列车型热销叠加问界 M9 提升单车价值，公司实现扭亏为盈，净利润率转正。2024 年前三季度，

公司实现归母净利润为 40.4 亿元，较 2023 年同期实现大幅盈利，归母净利率提升至 3.8%。2024 年第三季度，赛力斯归母净利润为 24.1 亿元，环比增长 71.8%，归母净利率进一步提升至 5.8%。对应单车利润为 1.81 万元，较上个季度的 1.15 万元环比增长 56.4%。

图表13：2021-2024H1 赛力斯归母净利润及归母净利率



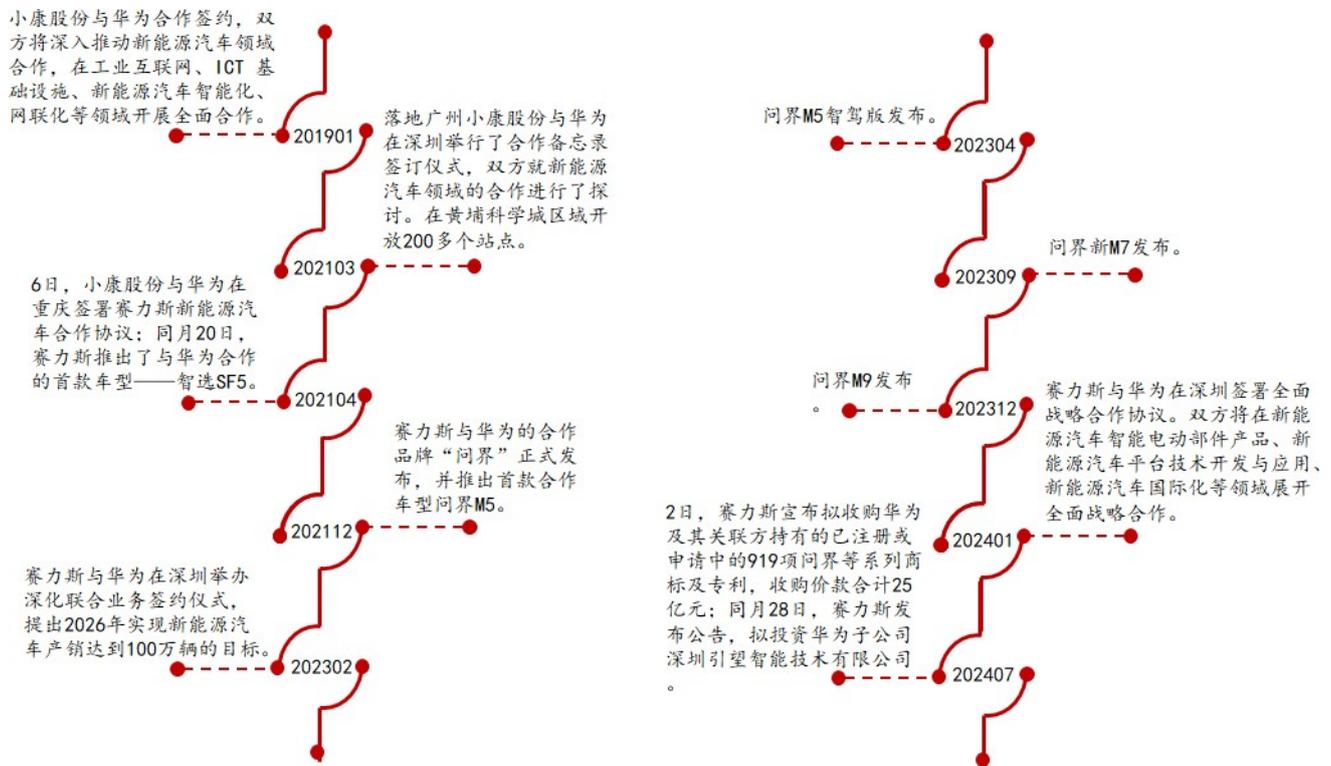
资料来源：公司公告，

## 2.当下：强强联合，打造世界级新豪华汽车品牌

### 2.1 与华为强强联合，完善智电战略生态

**入股“引望”，双方合作再升级。**2024年8月25日，赛力斯发布公告，宣布以115亿元认购深圳引望智能技术有限公司10.00%股权。入股后，赛力斯将与阿维塔科技并列成为深圳引望科技第二大股东。我们认为，双方合作进一步深化，共同打造世界级新豪华汽车领先品牌，助力赛力斯销量稳健增长。此前，赛力斯跟华为双方就在汽车业务方面展开深入合作，双方通过发挥联合业务优势，联合设计、联合营销，打造了国内智能电动汽车品牌问界，仅用28个月便下线第40万台车，成为中国智能汽车高端化的标杆。随着赛力斯正式参股，双方从业务合作深化至股权合作，未来双方业务合作更深入、模式再升级，发挥双方长板效应，共同打造世界豪华汽车品牌。

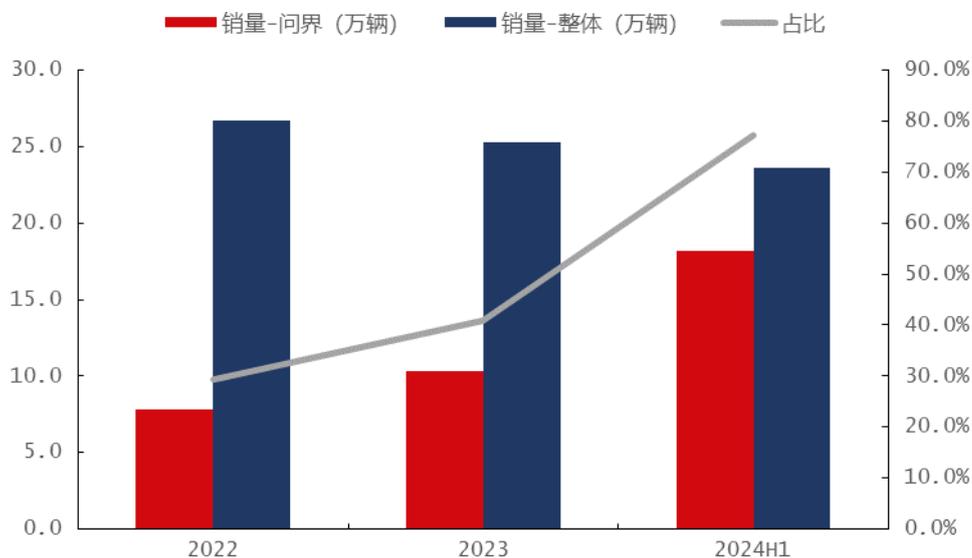
图表14：赛力斯与华为合作的历程图



资料来源：公司官网，中国证券报，上海证券报，界面新闻，车东西，

**双方合作成为行业典范**。2021年4月，赛力斯与华为正式达成深度合作，并推出双方联合打造的赛力斯华为智选 SF5。同年12月，赛力斯与华为的合作品牌“问界”正式发布，并接连推出了问界 M5、问界 M7、问界 M9 等智能电动 SUV，问界系列车型销量强势增长，逐步成为了赛力斯整车销售业务的重要支撑力量。2022-2024 上半年，问界销量分别为 7.8/10.4/18.2 万辆，占公司整体销量分别为 29.2%/40.9%/77.2%，2023-2024 上半年同比增速分别为 32.6% /683.4%。

图表15：问界系列的销量及销量占比

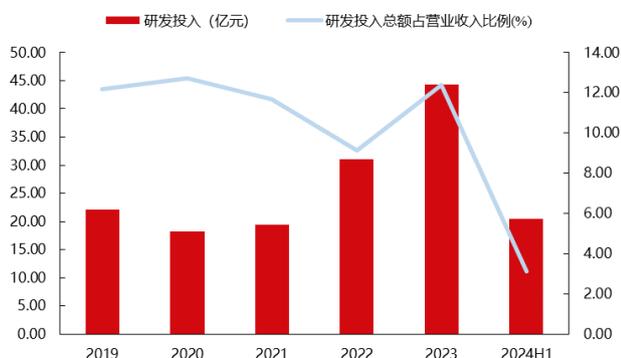


资料来源：公司公告，Marklines，

## 2.2 自研技术构造优势壁垒，打造智慧工厂提升产能

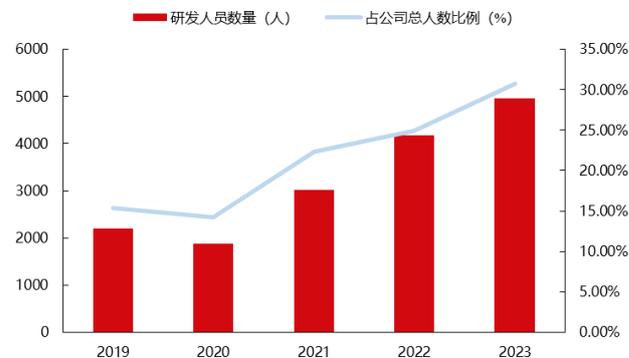
**持续高强度研发投入。**2023 年，赛力斯研发投入达 44.4 亿元，占营业收入 12.4 % 同比增长 42.9%，研发团队人数近 5000 人，同比增长 18.6%，占公司总人数比例达 30.8%。据中汽信科统计，2023 年赛力斯公开专利的数量为 1244 件，同比增长长达 407.76%，增速排名为自主整车企业第一。

图表16：赛力斯研发支出及占比



资料来源：公司公告，

图表17：赛力斯研发人员及比例



资料来源：公司公告，

全栈自研魔方平台，实现平台化开发。2024 年 4 月，赛力斯在北京车展发布了

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/166223021132011011>