

赛力斯港股上市首日破发，问界已经跌落神坛？

来源：张欣雨 发布时间：2025-11-17 04:22:09

失速的问界与尴尬的赛力斯。

11月5日，赛力斯集团正式在香港联合交易所主板挂牌，成为首家实现“A+H”两地上市的豪华新能源车企。

尽管头顶“2022年以来港股市场最大整车厂IPO”的光环，其上市首日却遭遇开盘破发，发行价为131.5港元，开盘价128.9港元，盘中一度探底至118港元，较发行价下跌超10%，多家投资机构尤其是国际资本对其持悲观预期。

从首日交易数据看，摩根士丹利、瑞银、高盛等外资投行呈现净卖出，这反映了国际资本对赛力斯短期业绩兑现能力和独立性的担忧。



其中，花旗报告对赛力斯H股给予了“中性”评级，认为“增程式电动车行业整体表现落后、赛力斯黄金车型周期可能见顶、以及未来若进入大众市场将面临更激烈的竞争”，并将赛力斯A股评级由“中性”下调至“卖出”，目标价下调约22%至129.1元人民币，理由为盈利预测下调及H股上市带来的股本摊薄效应，同时判断公司黄金车型周期临近尾声。

在稳市商中金公司动用绿鞋资金护盘下，赛力斯才勉强以发行价131.5港元收盘。而在估值争议之下，问界销量增长乏力与过渡依赖华为的问题也再次被摆到了聚光灯下。



失速的问界



从本质上谈，估值争议的背后是投资者们对赛力斯“估值与业绩匹配度”的不同判断。而导致这一现象的核心原因，则是赛力斯主力品牌问界的增长失速。

市场数据显示，2025年前10个月，赛力斯累计销量同比减少4.32%；其中问界系列销量约31.1万辆，同比下跌为4.9%。

这一数据使赛力斯成为新势力阵营中除理想汽车外，唯一下滑的品牌。

具体到产品层面，曾经的主力车型问界M7增速明显放缓，而新车型M8虽上市4个月累计交付突破10万辆，但在40万元级细分市场面临理想L8、蔚来ES6等竞品的持续挤压。

有分析指出，问界销量的波动，部分源于其内部协调与供应链管理的问题。例如，定位相对高端的问界M8(图片|配置|询价)，在价格更具优势的新款M7上市后，便面临被分流的风险，这被部分观点认为是车型定位规划未能有效协同的表现。

同时，问界还面临着供应链问题，尤其是关键零部件的供应不足，导致其长期处在产能爬坡与延迟交付的状态，这也被市场认为是制约问界产能和交付的重要原因。

由于品牌销量的不断下滑，也引发了“问界失宠”的外界质疑。

问界作为与华为合作的首个“界”字辈品牌，曾独享华为的技术与渠道资源。然而，随着智界、享界、尊界、尚界的陆续推出，华为的资源 and 精力不可避免地被分散。例如，最新版

本的华为乾崮智驾ADS 4与鸿蒙座舱5，就几乎被同时投放到问界、智界、岚图、阿维塔等品牌的产品中，问界并未享受到过去的华为技术红利。

除了资源分配问题外，华为技术的不断下放，也导致了问界的高价争议。譬如，随着华为将乾崮智驾以及鸿蒙座舱等核心技术赋能给深蓝、尚界等中端品牌，问界在智能化方面的溢价感与差异化优势正逐渐减弱，部分对华为技术有好感的消费者可能会被其他搭载华为技术的品牌分流。

在外部，问界面临着愈发激烈的市场竞争。在主流市场，问界M7、M5等车型面临着理想、蔚来等品牌的强力竞争；而在高端市场，尽管问界M9在50万级以上市场取得了成功，但豪华汽车市场的容量终究有限。想要取得持续的高增长，问界需要更多的华为资源倾斜。

由于问界的竞争压力，导致赛力斯在营收增长的情况下，归母净利润同比下滑了1.74%，出现“增收不增利”的状况。另截至2025年9月末，赛力斯总负债927.8亿元，资产负债率为76.36%，处在行业高位。

尴尬的赛力斯

除了问界存在的增长瓶颈外，国际资本指出了“赛力斯依赖增程式以及华为技术”两大问题，认为其“长期增长潜力不足”。

譬如，赛力斯依赖的增程式技术路线，正在全球市场遭遇严峻挑战。在国内市场，增程车销量已连续三个月下滑，9月份下滑幅度更扩大到13%。

从技术层面看，增程汽车的局限在于其能量转换效率不高。增程器启动时，燃油的能量需先转变为电力，再供给电机驱动汽车，能量转换多了一层，自然损耗更大。随着电池技术突破和充电设施普及，增程技术“可油可电”的优势正在减弱，而其在能耗效率方面的劣势却更加突出。

由此，随着更多合资旗舰车型的主动降价，以及搭载智能化技术的燃油车的上市，增程式市场面临着进一步下滑的风险。

同时，赛力斯与华为的深度合作，曾是其获得资本市场高估值的核心支撑，但这一光环正在逐渐消退。

如今，华为的汽车“朋友圈”不断扩大，从最初的赛力斯，扩展到与奇瑞、北汽、江淮等车企合作推出智界、享界、尊界等品牌，形成了“五界”竞争格局。今年上半年，问界在华为智选车总销量中占比从2024年85%已降至68%，但这一时期问界品牌的销售收入，却占到了公司总收入的90.3%。

在此基础上，华为正推动HI模式的升级，如阿维塔、岚图等品牌均获得了华为技术人员的入驻，尤其是前者以115亿元收购了引望的10%股权，并于近期发布了“阿维塔战略2.0”，

宣布与华为深化合作。问界的“华为亲儿子”身份不断迎来新的挑战。

除了外部因素，赛力斯自身的问题同样是估值争议的重要来源。

据悉，其2025年上半年研发投入为29.3亿元，不足比亚迪同期研发投入的三分之一。这种情况与赛力斯高度依赖华为技术的现状形成恶性循环，越是依赖外部技术，越缺乏自主研发的动力和能力。

由于自研能力缺乏，赛力斯再次寻找外部生态合作伙伴，如其在，2025年三季度与字节跳动火山引擎达成了具身智能合作，这一举动被外界认为是“巩固在华为体系中的生态地位”。

有文说：

随着华为合作光环逐渐消退，增程式技术路线遭遇瓶颈，赛力斯要想赢得资本市场长久信任，唯有尽快证明自己的独立行走能力。（撰文 | 欧阳）

HTML版本： [赛力斯港股上市首日破发，问界已经跌落神坛？](#)