



Research and
Development Center

华为合作升级智选模式，享界冲击高端豪华市场

—北汽蓝谷(600733)公司首次覆盖报告

2024 年 04 月 03 日

陆嘉敏
汽车行业首席分析师
S1500522060001
13816900611
lujiamin@cindasc.com

证券研究报告

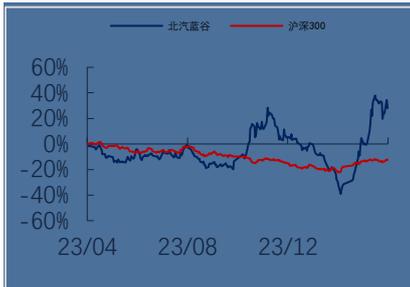
公司研究

公司首次覆盖报告

北汽蓝谷 (600733)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	7.79
52 周内股价波动区间 (元)	8.40-3.71
最近一月涨跌幅 (%)	25.44
总股本 (亿股)	55.74
流通 A 股比例 (%)	81.45
总市值 (亿元)	434.18

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

华为合作升级智选模式，享界冲击高端豪华市场

2024 年 04 月 03 日

报告内容摘要：

- ◆**老牌新能源车企，高端化转型在路上。**北汽蓝谷专注于纯电动乘用车业务，公司此前拥有极狐、BEIJING 两大品牌，其中极狐品牌定位高端智能新能源汽车品牌，BEIJING 品牌定位经济智能新能源汽车品牌。旗下子公司北京新能源创立于 2009 年，是我国首家独立运营、首个获得新能源汽车生产资质的企业。公司在新能源领域起步较早，18、19 年北汽新能源年销均突破 15 万台，后因新能源汽车市场竞争加剧，网约车市场趋近于饱和等原因，北汽蓝谷销量出现下滑。2021 年极狐品牌诞生，公司开启高端化新能源转型，但受限于 Huawei Inside 模式下极狐品牌定位、产品策略及北汽自身品牌力、渠道建设方面的不足，2021 至 2023 年极狐销量未能有明显起色。
- ◆**华为智选模式进一步赋能，享界品牌落地在即。**北汽是最早和华为达成合作的车企之一，2017 年北汽集团与华为签署《战略合作框架协议》；2021 年 4 月，首款 Huawei inside 车型极狐阿尔法 S 华为 HI 版发布；2023 年 8 月，北汽新能源与华为在现有合作基础上升级为智选合作；2024 年 3 月，首款高端纯电动智选轿车享界 S9 亮相工信部，并有望于上半年发布。目前华为与车企的合作模式共有三种，包括 Tier 1 模式、HI 模式、智选车模式，在 HI 模式下，华为主要为车企提供包括自动驾驶软硬件在内的智能汽车全栈解决方案；智选模式合作更加深入，除原有智能汽车解决方案外，还包括产品定义、整车设计生产制造，以及营销领域的全面赋能。智选车代表品牌问界凭借出色的产品力，从 2023 年下半年开始交付持续放量，我们认为智选模式规模效应已初步显现，随车型矩阵进一步拓展，交付进一步提升，智选车模式与车 BU 自身盈利能力有望快速改善，华为正成为车企迈向高阶智能化的重要选择之一。
- ◆**享界 S9 主要对标宝马 5 系、奥迪 A6、奔驰 E 级等高端豪华轿车，替代空间广阔。**我国高端轿车市场拥有近百万辆空间，且新能源渗透率提升空间大，奔驰、宝马、奥迪长期把持头部。2023 年，宝马 5 系、奥迪 A6、奔驰 E 级（下称 56E）合计销量约为 45 万台，市占率接近 50%。我们认为享界品牌立足纯电，依托华为为优势，有望在价格、配置、智能化、渠道、品牌力层面实现对奔驰 E 级、宝马 5 系、奥迪 A6 的正面冲击。从问界 M9 的大定旺盛可以看出，华为智选车模式具备进击高端汽车的能力，我们认为与北汽合作是华为高端路线的向下覆盖。从替代空间看，享界 S9 与 56E 的竞争有望走先电动竞争再到燃油替代的路径，与 56E 新能源版本竞争之后，我们认为享界 S9 有望进一步实现对 56E 燃油车空间的替代，空间更大。
- ◆**极狐车型 24 年有望迎全面焕新，BEIJING 品牌有望贡献稳定现金流。**极狐 24 年新车包括极狐阿尔法 S5，另外极狐阿尔法 S 和极狐阿尔法 T 两款主力车型也有望在 2024 年全面焕新，聚焦母婴人群需求的紧凑型 MPV 极狐考拉也有望迎来交付放量。BEIJING 品牌聚焦出租车、网约车为主的

B 端市场，销量居埃安、比亚迪之后，在京津沪市场比重较大，我们认为随着网约车市场增速放缓，BEIJING 品牌新车销量逐渐趋于稳定，叠加保有量的更换需求，总体销量有望趋于稳定，BEIJING 品牌有望贡献稳定现金流。

- ◆**盈利预测与投资评级：**极狐品牌 24 年产品矩阵持续拓展有望带动交付量进一步向上；北汽与华为合作高端车型享界 S9 上市在即，有望进一步提高公司收入水平，带动公司盈利能力回暖。我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 151.3 亿元、351.2 亿元、722.8 亿元，对应 PS 分别为 2.9 倍、1.2 倍、0.6 倍。考虑到公司与华为合作享界品牌即将落地，业绩有望快速增长，我们选取 2024 年 PS 与 2024-2026 年净利润 CAGR 比值作为参考。公司 2024 年 PS/G 估值低于可比公司均值。首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆**风险因素：**高端新能源轿车渗透率不及预期；智选车型销量不及预期；新能源汽车行业竞争进一步加剧等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	87	95	151	351	723
增长率 YoY %	64.9%	9.4%	59.0%	132.1%	105.8%
归属母公司净利润(亿元)	-52	-55	-54	-35	-8
增长率 YoY%	19.1%	-4.2%	0.7%	36.4%	75.6%
毛利率%	0.8%	-5.2%	-5.3%	10.2%	16.7%
净资产收益率ROE%	-47.2%	-96.4%	-38.7%	-16.8%	-2.8%
EPS(摊薄)(元)	-0.94	-0.98	-0.97	-0.62	-0.15
市销率 P/S(倍)	4.94	2.68	2.87	1.24	0.60
市盈率 P/E(倍)	—	—	—	—	—
市净率 P/B(倍)	3.90	7.66	3.10	2.11	1.46

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 2 日收盘价

目录

一、老牌新能源车企，高端化转型在路上	7
1.1 基于极狐、BEIJING 两大品牌，向高端智选车品牌进击	7
1.2 此前在售品牌包括极狐、BEIJING，新车周期有望带动销量回暖	8
1.3 前期销售疲软导致营收、利润承压	10
二、华为智选模式进一步赋能，享界品牌落地在即	11
2.1 华为汽车业务发展十年有余，持续巨额投入赋能智能化研发	11
2.2 华为与车企合作的三种模式：Tier 1、Huawei Inside、智选车	13
2.2.1 Tier 1 合作模式	13
2.2.2 HI (Huawei Inside) 模式	14
2.2.3 智选车模式（鸿蒙智行模式）	14
2.3 华为布局汽车业务的三大优势：全栈智能化能力、渠道、终端品牌力	15
2.3.1 华为布局汽车业务的优势之一：全栈智能化能力	15
2.3.2 华为布局汽车业务的优势之二：渠道布局广	16
2.3.3 华为布局汽车业务的优势之三：终端品牌力	17
2.4 北汽-华为合作品牌享界亮相工信部，首款车型定位高端纯电动轿车	17
2.5 首款车型享界 S9 主要对标宝马 5 系、奥迪 A6、奔驰 E 级等高端豪华轿车	19
2.6 北汽与国际品牌合作历史悠久，高合作配合度有望助力享界生产交付	22
三、极狐车型 24 年有望全面焕新，合作版图不断拓展	23
3.1 主力车型 24 年有望全面焕新	23
3.2 合作版图不断拓展，出海有望成为另一重心	25
四、BEIJING 品牌聚焦出租网约车市场，有望贡献稳定现金流	26
4.1 BEIJING 品牌聚焦出租网约车市场，有望贡献稳定现金流	26
五、盈利预测	27
六、投资建议	28
七、风险提示	28

表目录

表 1：华为 Tier 1 合作车企与产品	13
表 2：华为 HI (Huawei Inside) 模式合作车企与产品	14
表 3：华为智选车模式合作车企与产品	14
表 4：华为智选车智界 S7、问界 M9 与奔驰 E 级、宝马 5 系、奥迪 A6 配置对比	19
表 5：极狐品牌车型参数	23
表 6：BEIJING 品牌车型参数	26
表 7：北汽蓝谷主营业务营收与毛利率拆分	27
表 8：北汽蓝谷可比公司估值	28

图目录

图 1：北汽蓝谷发展历程	7
图 2：北汽蓝谷股权结构（截止 2023 年三季度）	8
图 3：极狐品牌产品矩阵	8
图 4：BEIJING 品牌产品矩阵	9
图 5：2019-2023 年 BEIJING 品牌月度销量（辆）	9
图 6：2020 年 9 月-2023 年极狐品牌月度销量（辆）	10
图 7：公司 2018-2023Q3 营收（亿元）及同比增速	10
图 8：公司 2018-2023Q3 归母净利润（亿元）	10
图 9：公司 2018-2023Q3 毛利率、净利率	11
图 10：公司 2018-2023Q3 费用率	11
图 11：公司 2018-2023Q3 经营性现金流净额（亿元）	11
图 12：华为汽车业务发展历程	12
图 13：华为与各车企研发投入对比（亿元）	12
图 14：华为与车企合作的三种模式	13
图 15：2023 年 1 月以来问界品牌月交付	15
图 16：华为智能化产品布局	16
图 17：新能源品牌销售渠道数量对比（截止 2023 年底）	16
图 18：华为“1+8+N”战略智慧生态	17
图 19：北汽-华为汽车业务合作历程	18
图 20：享界 S9 外观（侧面）	18
图 21：享界 S9 外观（背面）	18

图 22: 享界 S9 高端新能源轿车竞品销量 (辆)	20
图 23: 享界 S9 高端燃油轿车竞品销量 (辆)	20
图 24: 2023 年轿车分价格带销量 (万辆)	21
图 25: 2023 年 SUV 分价格带销量 (万辆)	21
图 26: 2022、2023 年新能源乘用车分价格带渗透率	21
图 27: 2023 年新能源轿车分价格带销量 (万辆)	22
图 28: 2023 年新能源 SUV 分价格带销量 (万辆)	22
图 29: 麦格纳合作车企	22
图 30: 北京奔驰历年收入 (亿欧元)	23
图 31: 北京奔驰历年净利润 (亿欧元)	23
图 32: 阿尔法 S/T 森林版	24
图 33: 极狐考拉定位紧凑型 MPV	25
图 34: 极狐考拉目标人群	25
图 35: 2023 年新能源品牌销售渠道数量	26
图 36: 全国出租网约车市场总量及动力结构分析	27
图 37: 2023 年的主力车型的出租网约车接受度	27

投资聚焦：

华为智选模式进一步赋能，享界品牌落地在即。北汽是最早和华为达成合作的车企之一，2017年北汽集团与华为签署《战略合作框架协议》；2021年4月，首款 Huawei inside 车型极狐阿尔法 S 华为 HI 版发布；2023年8月，北汽新能源与华为在现有合作基础上升级为智选合作；2024年3月，首款高端纯电动智选轿车享界 S9 亮相工信部，并有望于上半年发布。

通过智选模式，华为有望在智能化、渠道、品牌力等多方面实现对享界品牌的赋能。目前华为与车企的合作模式共有三种，包括 Tier 1 模式、HI 模式、智选车模式，在 HI 模式下，华为主要为车企提供包括自动驾驶软硬件在内的智能汽车全栈解决方案；智选模式合作更加深入，除原有智能汽车解决方案外，还包括产品定义、整车设计生产制造，以及营销领域的全面赋能。智选车代表品牌问界凭借出色的产品力，从 2023 年下半年开始交付持续放量，我们认为智选模式规模效应已初步显现，随车型矩阵进一步拓展，交付进一步提升，智选车模式与车 BU 自身盈利能力有望快速改善，华为正成为车企迈向高阶智能化的重要选择之一。

享界 S9 主要对标宝马 5 系、奥迪 A6、奔驰 E 级等高端豪华轿车，替代空间广阔。我国高端轿车市场拥有近百万辆空间，新能源渗透率提升空间大，奔驰、宝马、奥迪长期把持头部。2023 年，宝马 5 系、奥迪 A6、奔驰 E 级（下称 56E）合计销量约为 45 万台，市占率接近 50%。我们认为享界品牌立足纯电，有望在价格、配置、智能化、渠道、品牌力层面实现对 56E 的正面冲击。从问界 M9 的大定旺盛可以看出，华为智选车模式具备进击高端汽车的能力，我们认为与北汽合作是华为高端路线的向下覆盖。**从替代空间看，享界 S9 与 56E 的竞争有望走先电动竞争再到燃油替代的路径，与 56E 新能源版本竞争之后，我们认为享界 S9 有望进一步实现对 56E 燃油车空间的替代，空间更大。**

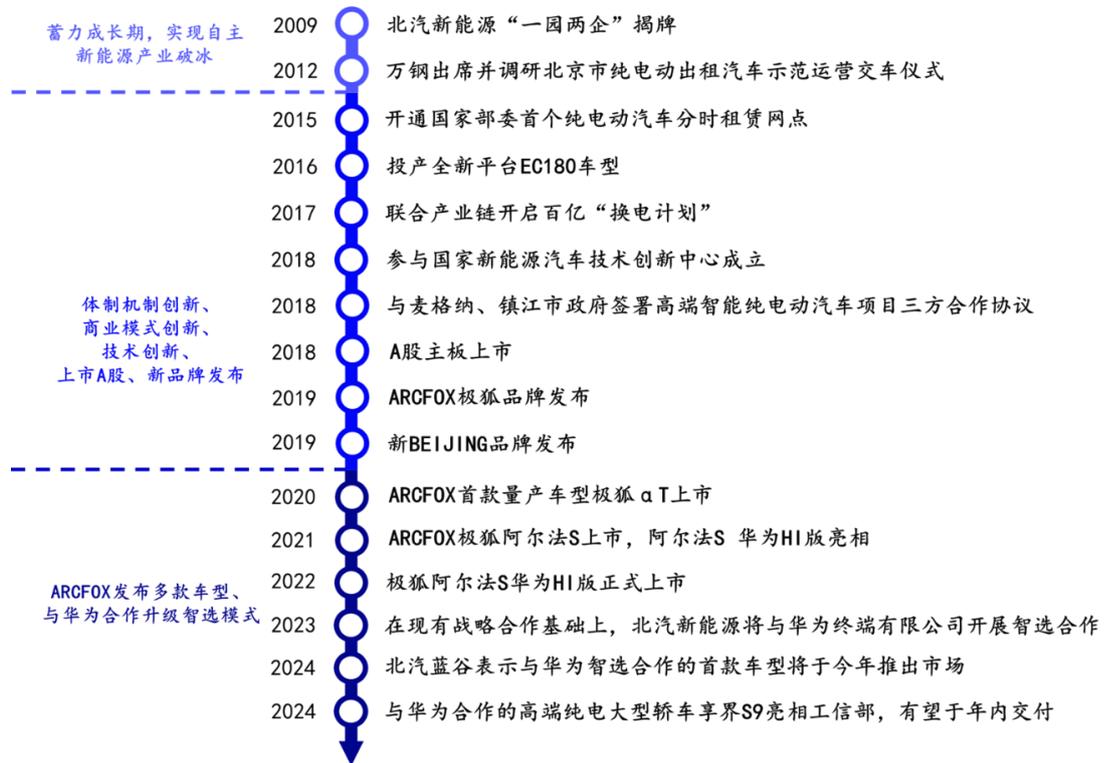
极狐车型 24 年有望迎全面焕新，BEIJING 品牌有望贡献稳定现金流。极狐 24 年新车包括极狐阿尔法 S5，另外极狐阿尔法 S 和极狐阿尔法 T 两款主力车型也有望在 2024 年全面焕新，聚焦母婴人群需求的紧凑型 MPV 极狐考拉也有望迎来交付放量。BEIJING 品牌聚焦出租车、网约车为主的 B 端市场，销量居埃安、比亚迪之后，在京津沪市场比重较大，我们认为随着网约车市场增速放缓，新车销量逐渐趋于稳定，叠加保有量的更换需求，总体销量有望趋于稳定，BEIJING 品牌有望贡献稳定现金流。

一、老牌新能源车企，高端化转型在路上

1.1 基于极狐、BEIJING 两大品牌，向高端智选车品牌进击

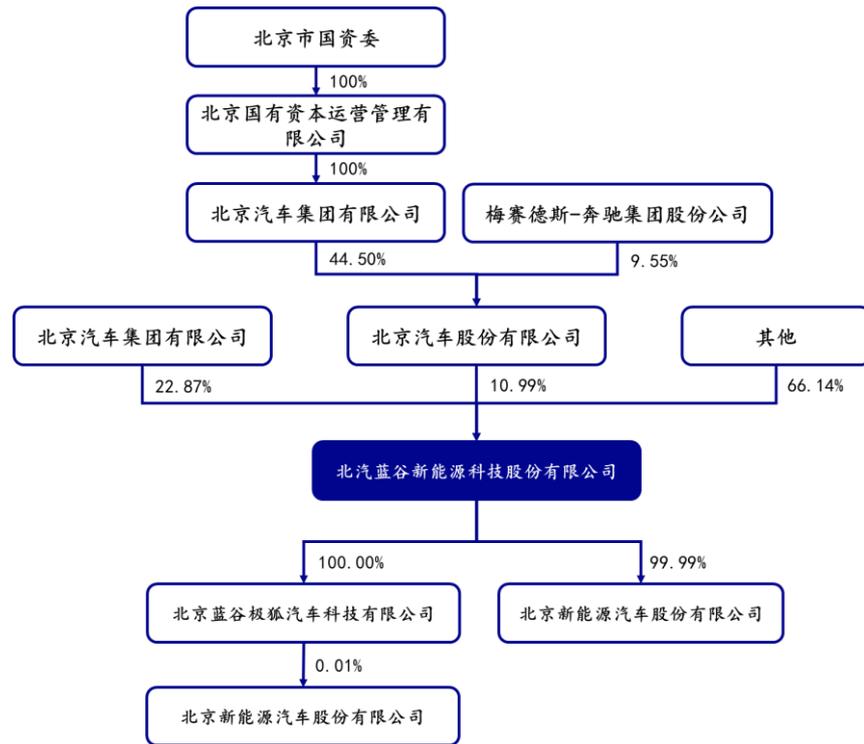
北汽蓝谷专注于纯电动乘用车业务，基于极狐、BEIJING 两大品牌向高端进击。北汽蓝谷新能源科技股份有限公司是由北京汽车集团有限公司控股的高科技上市公司和绿色智慧出行一体化解决方案提供商。子公司北京新能源汽车股份有限公司创立于 2009 年，是我国首家独立运营、首个获得新能源汽车生产资质的企业。2018 年 9 月，北汽蓝谷通过重大资产重组成为国内新能源汽车第一股。公司此前拥有极狐、BEIJING 两大品牌，其中极狐品牌定位高端智能新能源汽车品牌，BEIJING 品牌定位经济智能新能源汽车品牌。2023 年 8 月，公司官宣与华为合作升级为智选车模式，首款车型享界 S9 将于 2024 年发布。

图 1：北汽蓝谷发展历程



资料来源：公司官网，中科财经微信公众号，汽车商业评论微信公众号，踢车帮微信公众号，车东西微信公众号，汽车增长线微信公众号，信达证券研发中心

北汽蓝谷上市主体为北汽蓝谷新能源科技股份有限公司，北京汽车即将托管北汽蓝谷。北汽蓝谷目前第一大股东为北京汽车集团有限公司（以下简称“北汽集团”），第二大股东为港股上市公司北京汽车。港股上市公司北京汽车的上市主体为北京汽车股份有限公司，其为北京汽车集团有限公司旗下的控股子公司。2023 年 3 月，北汽蓝谷发布公告称北汽集团自愿将其直接持有的北汽蓝谷全部股份全权托管给北京汽车行使。通过托管将北汽蓝谷纳入管理范围，将助力北京汽车以更合理的成本布局新能源乘用车产业，分享发展红利，并有利于发挥北汽集团内部新能源乘用车战略资源的协同优势，形成整体合力，打造行业竞争优势。本次股份托管后，北京汽车将成为上市公司的控股股东，北京市国资委仍为上市公司的实际控制人。

图 2：北汽蓝谷股权结构（截止 2023 年三季度）


资料来源：ifind，信达证券研发中心

1.2 此前在售品牌包括极狐、BEIJING，新车周期有望带动销量回暖

公司此前在售包括极狐、BEIJING 两大品牌。极狐是北汽蓝谷聚合麦格纳、华为等优质资源打造的高端智能新能源汽车品牌。极狐汽车由北汽蓝谷与全球知名豪华车制造商麦格纳在华合资公司蓝谷麦格纳生产，双方联手打造全冗余架构电动车硬件平台 BE21，目前在售车型包括阿尔法 T5、考拉、阿尔法 S、阿尔法 T、阿尔法 SHI 先行版。智能化层面，极狐与华为联合开发了阿尔法 SHI 版，该车型于 2021 年亮相，2022 年正式上市，是首个量产搭载华为全栈智能汽车解决方案的车型。

图 3：极狐品牌产品矩阵


资料来源：太平洋汽车，信达证券研发中心

BEIJING 品牌定位经济智能新能源汽车，目前产品阵容中主要包括 EU7、EU5 车型。2019 年 10 月，以“北京”商标为基础，北汽集团旗下“北汽新能源”和“北京汽车”联合推出“BEIJING”品牌。

图 4: BEIJING 品牌产品矩阵

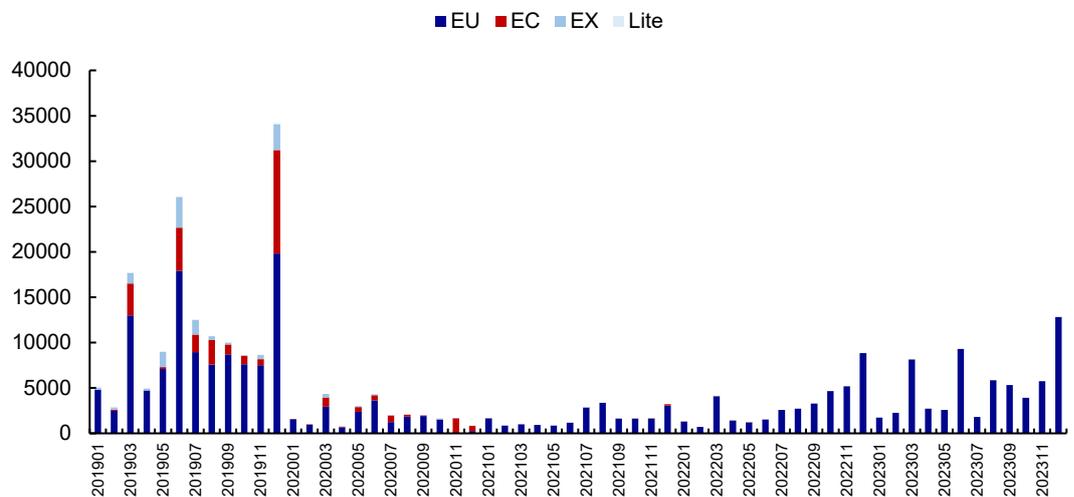


资料来源: 太平洋汽车, 信达证券研发中心

作为国内新能源乘用车首批玩家，18、19 年北汽新能源年销均突破 15 万台。北汽蓝谷子公司北京新能源汽车股份有限公司创立于 2009 年，是我国首家独立运营、首个获得新能源汽车生产资质的企业。作为国内新能源赛道的首批玩家，北汽蓝谷一开始便推出 A0 级、A 级等入门级产品，聚焦以出租车和网约车为主的 B 端市场。受益于新能源乘用车快速渗透与网约车行业兴起，北汽新能源旗下 BEIJING 品牌 2018、2019 年分别实现年销 15.8 万辆、15.1 万辆。

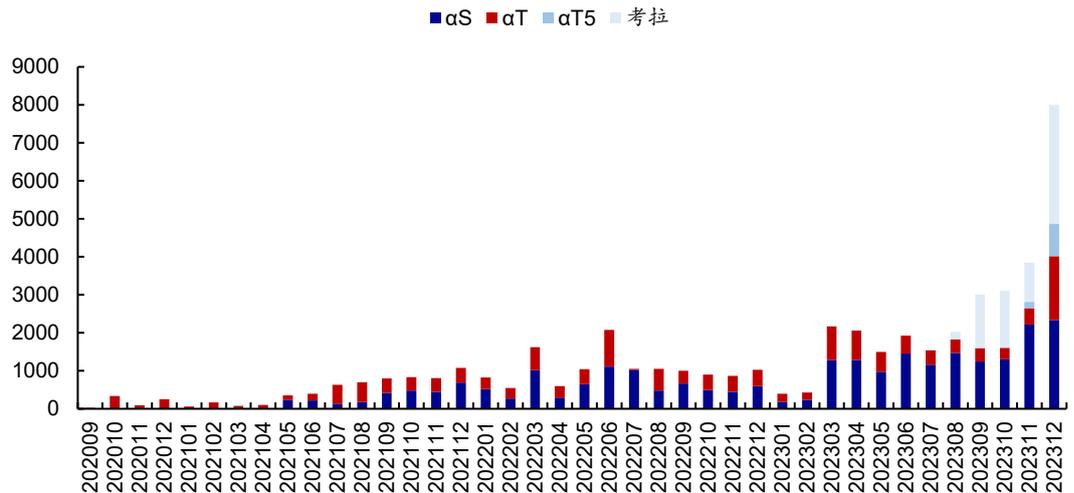
随着网约车市场趋近于饱和，新能源赛道玩家不断涌入，北汽蓝谷销量出现下滑。2020-2023 年，公司旗下 BEIJING 品牌分别实现年销 2.5 万辆、2.1 万辆、3.8 万辆、6.2 万辆。

图 5: 2019-2023 年 BEIJING 品牌月度销量 (辆)



资料来源: Marklines, 信达证券研发中心

极狐品牌销量前期经历短暂低迷，新车周期带动销量稳步上升。极狐品牌首款车型阿尔法 T 于 2020 年 7 月上市，与华为合作的阿尔法 S HI 版于 21 年上海车展发布，22 年最终上市，因技术与宣发不同步、车款投入滞后等问题，极狐品牌 2021、2022 年销量仅为 0.6 万、1.3 万台。2023 年，极狐阿尔法 S HI 版全新升级先行者版，另外还有极狐阿尔法 S/T 森林版、极狐考拉、极狐阿尔法 T5 等新车型上市，带动销量实现持续增长，2023 年，极狐品牌实现销量 3.0 万台。

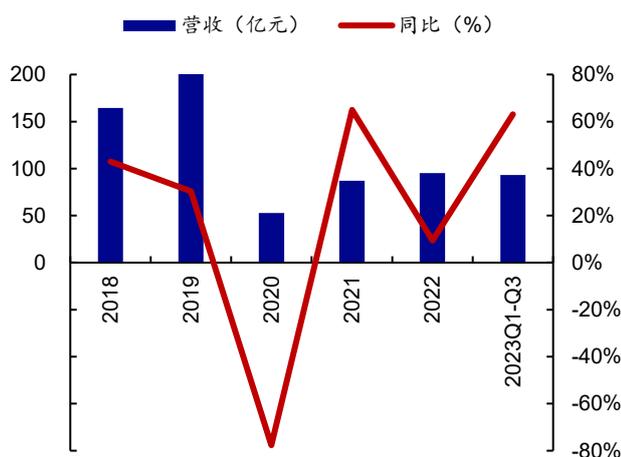
图 6：2020 年 9 月-2023 年极狐品牌月度销量（辆）


资料来源：Marklines，信达证券研发中心

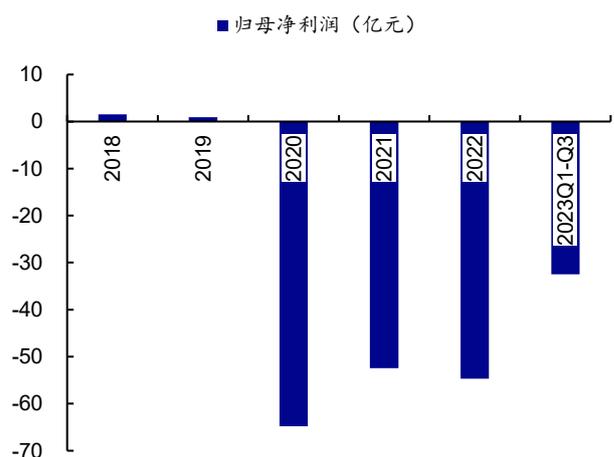
1.3 前期销售疲软导致营收、利润承压

受销售疲软影响，2020 年开始公司营收、利润有较多下滑。2018、2019 年，公司分别实现营收 164.4 亿元、235.9 亿元。实现归母净利润 1.6 亿元、0.9 亿元。2020 年开始受销售疲软影响，公司营收、利润有较多下滑，2020 年-2023 前三季度，公司实现营收 52.7 亿元、87.0 亿元、95.1 亿元、93.1 亿元，实现归母净利润-64.8 亿元、-52.4 亿元、-54.6 亿元、-32.51 亿元。

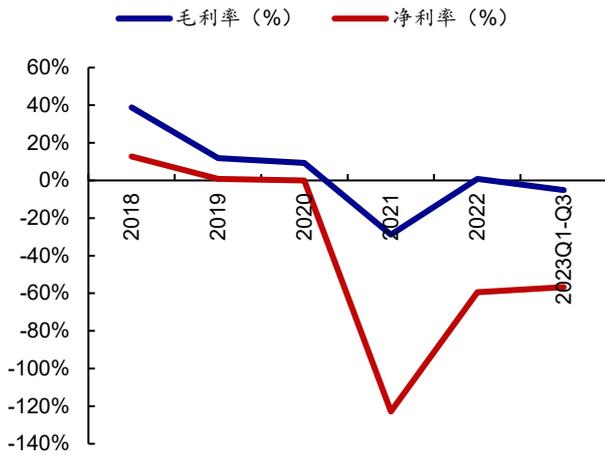
23 年全年，公司预计实现归母净利润-57~-52 亿元，公司表示主要系新能源汽车市场竞争愈发激烈，公司为不断提升技术研发、品牌渠道建设等投入，对公司短期业绩产生一定影响；公司产品销量仍处于快速提升期，规模效应暂未显现，导致产品成本阶段性偏高。

图 7：公司 2018-2023Q3 营收（亿元）及同比增速


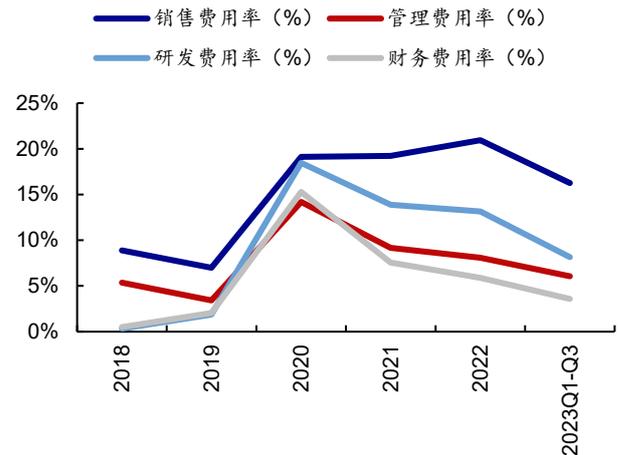
资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 8：公司 2018-2023Q3 归母净利润（亿元）


资料来源：ifind，信达证券研发中心

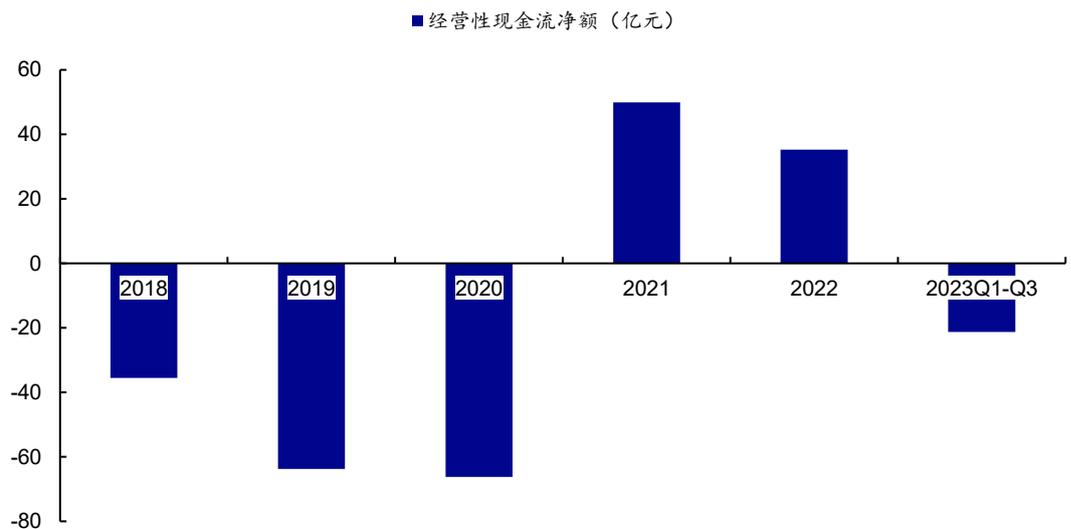
图 9：公司 2018-2023Q3 毛利率、净利率


资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 10：公司 2018-2023Q3 费用率


资料来源：ifind，信达证券研发中心

上市以来历经四次定增，累计募资金额超 410 亿元。2018、2019、2021、2023 年北汽蓝谷四次定增，募资金额分别为 286.6 亿元、10.3 亿元、54.5 亿元和 60.3 亿元，总募资金额超 410 亿元。截止 2023Q3，公司经营性现金流净额由正转负，净流出 21.3 亿元。

图 11：公司 2018-2023Q3 经营性现金流净额 (亿元)


资料来源：ifind，信达证券研发中心

二、华为智选模式进一步赋能，享界品牌落地在即

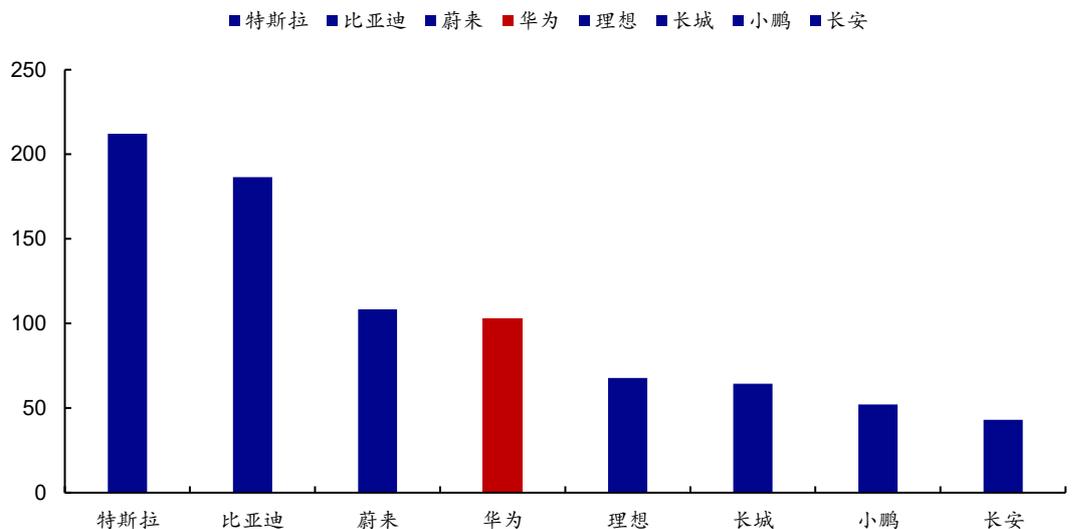
2.1 华为汽车业务发展十年有余，持续巨额投入赋能智能化研发

华为智能汽车业务起步于车联网业务部，至今发展已超十年。2013 年，华为成立车联网业务部，此后与东风、广汽、一汽、北汽、长安、奥迪、宝马、戴姆勒等国内外知名车企建立合作关系。2019 年华为车 BU 正式成立，2020 年发布 HI (Huawei inside) 模式，升级为“智能汽车解决方案”供应商，2021 年首款 HI 车型极狐阿尔法 S HI 版发布。2022 年-2024 年，华为智选模式合作品牌问界 M5、M7、M9，智界 S7 陆续上市交付，智选模式逐步迎来交付放量，华为汽车业务迎来新阶段。

图 12：华为汽车业务发展历程


资料来源：公司官网，太平洋汽车，车云微信公众号，华为微信公众号，中国商报微信公众号，汽车人传媒微信公众号，汽车之心微信公众号，电动知家微信公众号，太平洋汽车微信公众号，AITO 汽车微信公众号，智界汽车微信公众号，信达证券研发中心

华为汽车业务投入力度大，智能汽车解决方案业务部成立以来投入已超过 200 亿元。华为将智能汽车解决方案业务作为长期战略点，根据华为 2022 年财报，自成立智能汽车解决方案业务部以来，华为已经累计投入了 30 亿美元（约合 206 亿元）的资金，并且研发团队规模已经达到了 7000 人。研发投入方面，2022 年华为汽车业务投入约 103 亿元，仅次于特斯拉、比亚迪、蔚来，高于理想、长城、小鹏、长安等整车厂，作为智能汽车解决方案供应商，华为在智能化层面的投入已超过全球绝大多数车企。

图 13：华为与各车企研发投入对比（亿元）


资料来源：各公司公告，极客公园微信公众号，信达证券研发中心

2.2 华为与车企合作的三种模式：Tier 1、Huawei Inside、智选车

目前华为与车企间的合作共有三种商业模式：分别为零部件供应模式、解决方案模式 HI（Huawei Inside 模式）、和鸿蒙智行模式（智选车模式）。这三种模式依据华为参与程度的深浅不同而有所区别。

图 14：华为与车企合作的三种模式



资料来源：EV 视界微信公众号，信达证券研发中心

2.2.1 Tier 1 合作模式

Tier 1 合作模式中，华为为车企客户提供高品质的智能网联汽车的智能化零部件。相比其他两种合作模式，Tier 1 合作模式的合作伙伴数量最多，虽然该模式不被众人熟知，但我们认为该模式为华为开拓新合作车企业务的重要切入形式。在供应商模式下，华为主要提供软件服务，涵盖智能驾驶、智能座舱、智能电动、智能网联和智能车云五个板块，形成了传感器-芯片-操作系统-算法与开发应用-云服务的零部件生态布局。

表 1：华为 Tier 1 合作车企与产品

车企	车型	产品
比亚迪	汉	智能网联
	宋 PLUS EV	智能电动
长城	沙龙机甲龙	智能驾驶
	博越 Pro	智能座舱
吉利	星瑞	智能座舱
	领克 05	智能座舱
	几何 G6	智能座舱
	几何 M6	智能座舱
上汽	五菱宝骏 KiWi	智能驾驶
	飞凡 R7	智能座舱
	MARVEL R	智能网联
	EUNIQ5	智能电动
一汽	EUNIQ6	智能电动
	奔腾 E05	智能电动

	红旗 EHS6	智能座舱
奇瑞	捷途大圣	智能驾驶
哪吒	哪吒 S	智能驾驶、智能座舱、智能网联
东风	乘龙 T7	智能驾驶、智能座舱、智能网联
	乘龙 M3	智能驾驶、智能座舱、智能网联
广汽埃安	埃安 V	智能网联
	传祺 M8	智能座舱、智能网联
奔驰	奔驰 S 级	智能网联
宝马	宝马 7 系	智能网联
保时捷	帕拉梅拉	智能网联
奥迪	奥迪 Q7	智能驾驶、智能网联
沃尔沃	XC90	智能座舱

资料来源：极果网微信公众号，电动邦微信公众号，路咖社微信公众号，电动星球 N 微信公众号，36 氪微信公众号，钛媒体微信公众号，中国汽车报微信公众号，信达证券研发中心

2.2.2 HI (Huawei Inside) 模式

该模式下华为与车企联合开发，合作关系进一步加深，华为主要提供自动驾驶软硬件、智能汽车全栈解决方案，从研发再到硬件上车需要华为深度参与。华为与极狐汽车、阿维塔的合作即是这种模式。

HI 模式合作版图正不断扩张。余承东在 2024 年中国电动汽车百人会表示，除了长安阿维塔，长安深蓝也将加入这一合作模式，东风的岚图以及猛士也有望采用类似合作方式，并且华为车 BU 有望在今年实现扭亏为盈。

表 2：华为 HI (Huawei Inside) 模式合作车企与产品

车企	品牌	车型	上市时间
北汽	极狐	阿尔法 S HI 版	2022 年 5 月
长安	阿维塔	阿维塔 11	2022 年 8 月
长安	阿维塔	阿维塔 12	2023 年 12 月
长安	深蓝		

资料来源：中科财经微信公众号，阿维塔微信公众号，HiEV 大蒜粒车研所微信公众号，信达证券研发中心

2.2.3 智选车模式 (鸿蒙智行模式)

智选车模式下华为深度参与产品定义和整车设计生产制造及营销，目前合作车企有赛力斯、奇瑞、江淮和北汽，目前分别打造了问界和智界，与北汽联合打造的享界、与江淮合作的傲界也即将进入市场。2023 年 11 月，在智慧出行解决方案暨智界 S7 新品预售的发布会上，华为智选车业务宣告升级为“鸿蒙智能汽车技术生态联盟”，简称鸿蒙智行。

表 3：华为智选车模式合作车企与产品

合作车企	品牌	车型	发布时间	备注
赛力斯	AITO 问界	问界 M5	2022 年 2 月	
		问界 M7	2023 年 9 月	
		问界 M9	2023 年 12 月	
奇瑞	LUXEED 智界	智界 S7	2023 年 11 月	

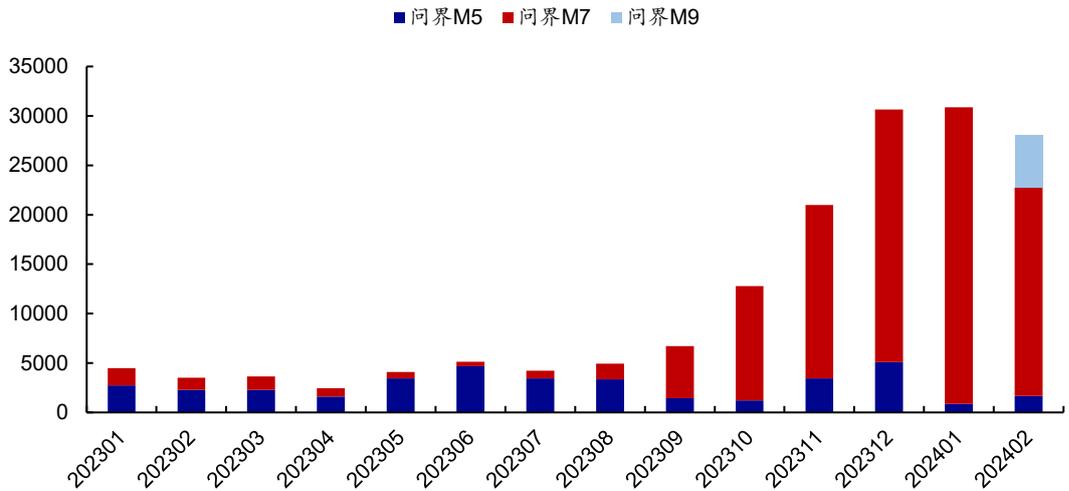
北汽	STELATO 享界	享界 S9	2024 年	2023 年 8 月，北汽新能源在与华为技术有限公司现有战略合作基础上，将与华为终端有限公司开展智选合作，首款车型定位为高端智能纯电动轿车。 2024 年 3 月，享界 S9 亮相工信部公告
江淮	傲界	MPV	待定	2023 年 12 月，江淮、华为签署《智能新能源汽车合作协议》。 2024 年 3 月，根据《江淮年产 20 万辆中高端智能纯电动乘用车建设项目环境影响报告书》显示，华为将通过智能技术赋能全新豪华新能源平台（X6 平台），目前规划车型为 MPV，年产能 3.5 万台

资料来源：工信部，公司公告，汽车增长线公众号，江淮汽车公司公告，太平洋汽车，AITO 汽车微信公众号，智界汽车微信公众号，IT 之家，信达证券研发中心

智选车模式下，华为对产品立项、生产制造以及终端渠道环节实现了更加深度的赋能。华为在问界品牌上采用了自己的品控体系，华为和赛力斯成立了联合工作组，研发、采购、SQE（供应商质量工程师）驻场，确保关键零部件的开发进度、质量达标，和量产节奏保持一致。赛力斯原有供应商也进行了迭代，相继引入了宁德时代、博世等一线供应商。

智选车模式逐渐成熟，有望迎来盈利拐点。随着问界 M7、M9 交付逐渐放量，智界 S7 逐步走上正轨，北汽合作最新车型即将落地，华为智选模式正不断取得突破，余承东在 2024 年中国电动汽车百人会表示智选车在今年前 3 个月有望实现扭亏为盈。我们认为智选模式规模效应已初步显现，随车型矩阵进一步拓展，交付进一步提升，盈利能力有望快速改善，同时有望进一步扩大合作朋友圈。

图 15：2023 年 1 月以来问界品牌月交付



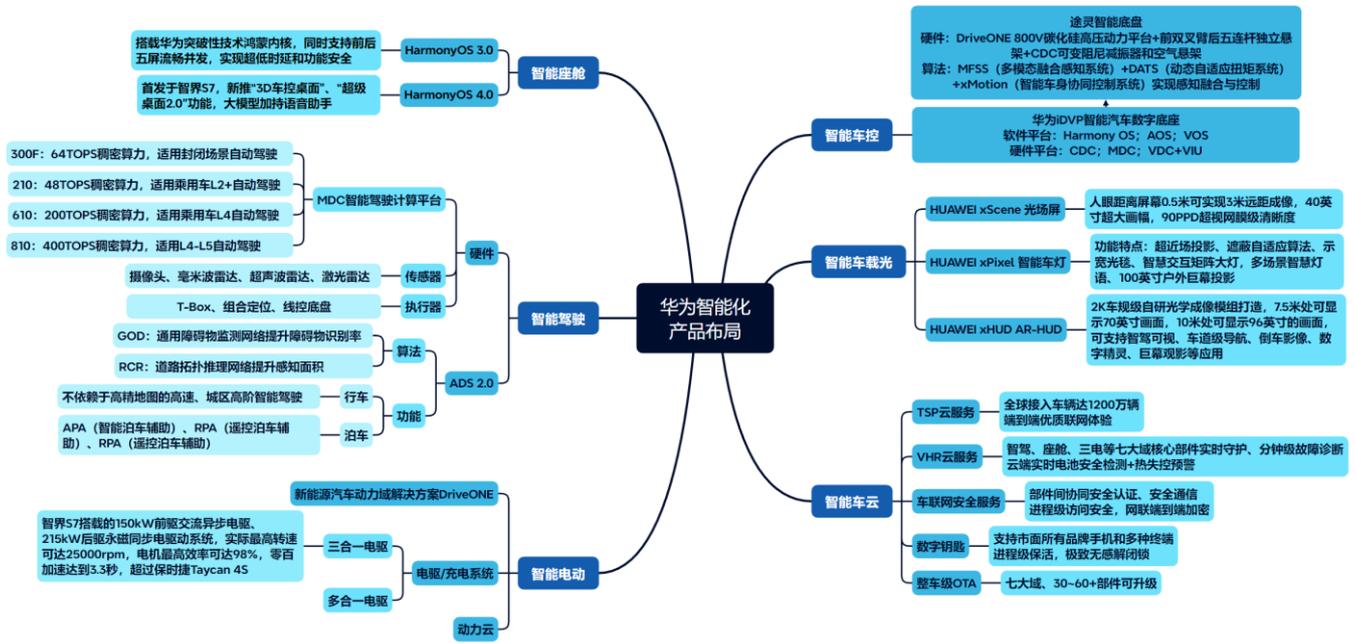
资料来源：Marklines，信达证券研发中心

2.3 华为布局汽车业务的三大优势：全栈智能化能力、渠道、终端品牌力

2.3.1 华为布局汽车业务的优势之一：全栈智能化能力

华为依托传统主业 ICT，定位智能网联汽车增量零部件供应商，在光应用、数字能源、储能、云端等相关业务方面，华为都有针对汽车和出行领域的解决方案。2023 年上海车展前夕，华为发布 HUAWEI ADS 2.0 及智能座舱、智能车载光、智能汽车数字平台、智能车云服务等一系列智能汽车解决方案，加上智能电动产品线，共同组成了华为智能汽车产品矩阵。

图 16：华为智能化产品布局

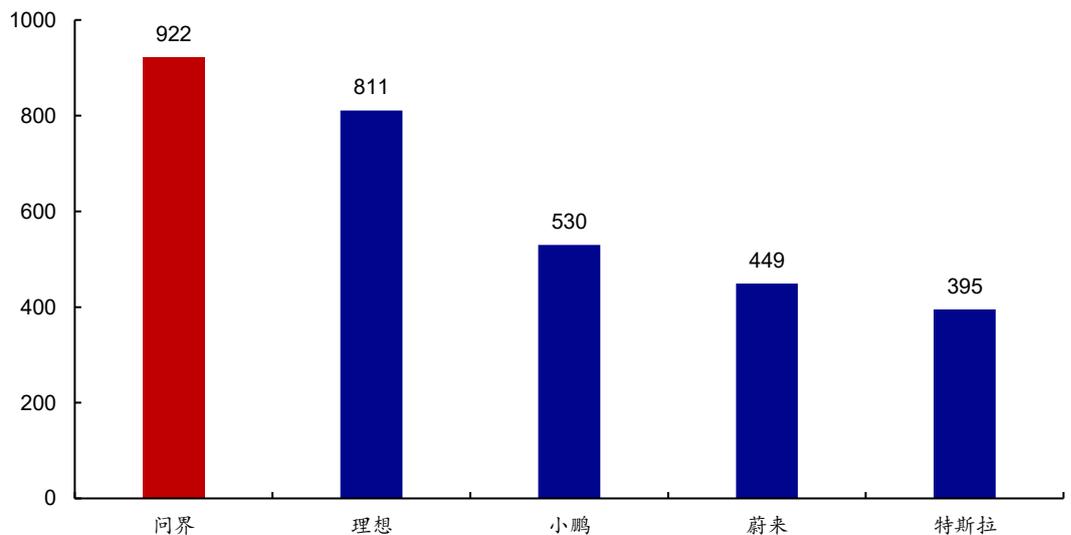


资料来源：华为数字能源技术公司官网，华为智能汽车解决方案微信公众号，电动车公社微信公众号，汽车之心微信公众号，盖世汽车社区微信公众号，中国电子报微信公众号，AITO 汽车微信公众号，光锥智能微信公众号，信达证券研发中心

2.3.2 华为布局汽车业务的优势之二：渠道布局广

截止 2023 年底，华为-赛力斯智选模式合作品牌 AITO 问界的门店数量已接近 1000 家，其中包括了大量的商超店，相比传统 4S 店更容易触及消费者。截至 2022 年底，华为已在全球建立超过 60000 家门店和专柜，包含超过 5500 家体验店、2200 余家华为授权服务中心，服务中心覆盖 47 个国家和地区，我们认为这些渠道都有望成为华为智能汽车业务的重要展示窗口。相比之下，截止 2023 年底理想、小鹏、蔚来、特斯拉门店数量分别为 811、530、449、395 家。

图 17：新能源品牌销售渠道数量对比（截止 2023 年底）



资料来源：杰兰路微信公众号，信达证券研发中心

2.3.3 华为布局汽车业务的优势之三：终端品牌力

华为坚持以智能手机为核心的“1+8+N”全场景智慧生活战略，围绕智慧办公、运动健康、智能家居、智慧出行和影音娱乐五大场景，打造全场景智慧生活体验。智能化层面，HarmonyOS 带来更丰富的设备组合，手机、平板、PC、耳机、手表、车机等 12 款设备均支持连接组合成超级终端。截至 2022 年底，搭载 HarmonyOS 的华为设备已达到 3.3 亿台，华为终端云服务全球月活用户超过 5.8 亿，华为账号全球月活用户达到 4.2 亿，华为应用市场（AppGallery）全球月活跃用户超过 5.8 亿，快应用全球月活超过 1.7 亿。华为多年来通过深耕智能手机市场，同时向各类终端进行延伸，通过“1+8+N”全场景智慧生活战略构建起高用户粘性。

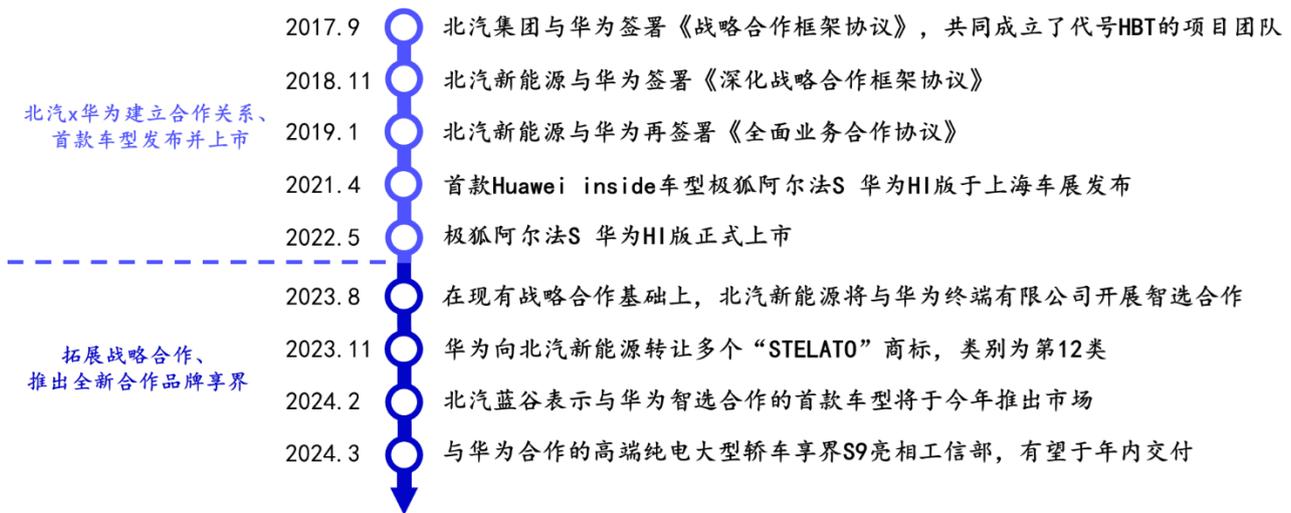
图 18：华为“1+8+N”战略智慧生态



资料来源：潮电视觉与感知微信公众号，信达证券研发中心

2.4 北汽-华为合作品牌享界亮相工信部，首款车型定位高端纯电动轿车

北汽与华为合作的“享界”品牌成为第三个智选模式合作品牌，定位高端纯电动轿车。2017 年 9 月，北汽集团与华为签署《战略合作框架协议》。2021 年 4 月首款 HI 车型极狐阿尔法 S HI 版发布，2022 年上市。2023 年 8 月，北汽新能源官宣将与华为技术有限公司现有战略合作基础上开展智选合作，首款车型定位为高端智能纯电动轿车。2024 年 3 月，首款合作车型享界 S9 亮相工信部公告。

图 19：北汽-华为汽车业务合作历程


资料来源：公司官网，汽车增长线微信公众号，中科财经微信公众号，盖世汽车新能源微信公众号，车东西微信公众号，信达证券研发中心

双方首款合作车型为“享界 S9”，英文名“STELATO”，成为华为进一步探索超高端豪华领域的尝试。2024 年 3 月 12 日，享界 S9 共三款车型亮相工信部公告，分为单/双电机版。车身尺寸 5160mm*1987mm*1486mm，轴距 3050mm，整车尺寸大于智界 S7，前大灯、后贯穿式尾灯采用智界 S7 与问界 M9 的同款家族式设计。单/双电机版均标配激光雷达，可选装不同样式轮毂与电子外后视镜。电机搭载华为数字能源电机，单电机版功率 227kW，搭载江苏时代三元锂电池/三元锂离子+磷酸铁锰锂电池，双电机版 158/227kW，搭载江苏时代三元锂电池。

图 20：享界 S9 外观（侧面）


资料来源：工信部，信达证券研发中心

图 21：享界 S9 外观（背面）


资料来源：工信部，信达证券研发中心

高端生态工厂已开始改建项目，预计一期规划产能 5 万辆/年。2018 年，北汽新能源开始筹建北京高端智能生态工厂，该项目总体规划产能 12 万辆/年，分两期建设，一期规划产能 5 万辆/年，主要生产高端纯电动轿车，2020 年年底，北汽新能源因战略调整暂缓建设北京高端智能生态工厂。2023 年 8 月，北汽蓝谷发布公告，与华为合作进一步升级智选模式，首款车型定位高端智能纯电动轿车，公司将基于现有 BE22 平台升级，打造新一代高端纯电动智能网联汽车平台，此改建项目预计工期 10 个月，目标形成年产 5 万辆高端新能源汽车的生产能力。

2.5 首款车型享界 S9 主要对标宝马 5 系、奥迪 A6、奔驰 E 级等高端豪华轿车

我们认为享界主要竞品为以宝马 5 系、奥迪 A6、奔驰 E 级为代表的高端豪华轿车。在过去三年的豪华中大型轿车市场中，奔驰、宝马、奥迪长期把持头部。2023 年，宝马 5 系、奥迪 A6、奔驰 E 级（以下简称“56E”）合计销量约为 46.5 万台，市占率接近 50%。雷克萨斯 ES、沃尔沃 S90 等独占第二梯队。国产新能源中大型车基本遵循“低价跨级别”的竞争策略，与同价位竞品相比，此类车型往往具有高一级别的配置优势，进一步影响消费心智。目前在高端豪华轿车市场，仍少有高端新能源中大型车与 56E 等形成正面竞争，我们认为享界品牌立足纯电，有望在价格、配置、智能化、渠道、品牌力层面实现对 56E 的正面对击。

问界 M9 的成功代表华为智选车模式具备进击高端汽车的能力，我们认为与北汽合作将是华为高端路线的向下覆盖。豪华科技旗舰 SUV 问界 M9 上市 62 天累计大定突破 50000 辆，2 月 26 日已正式启动全国规模交付。大型 SUV 除理想 L9、仰望 U8 等新能源车型之外，问界 M9 主要燃油车竞品为奔驰 GLS、宝马 X7、林肯领航员、库里南、途乐等，23 年上述车型年销量分别为 1.80 万、1.10 万、0.13 万、0.07 万、0.05 万。我们认为问界 M9 大定超 5 万说明高端 SUV 市场具备新能源高渗透潜力，M9 已经通过技术撑起高端智能电动的溢价，具备占据 50 万元以上车型消费者心智的能力。

表 4：华为智选车智界 S7、问界 M9 与奔驰 E 级、宝马 5 系、奥迪 A6 配置对比

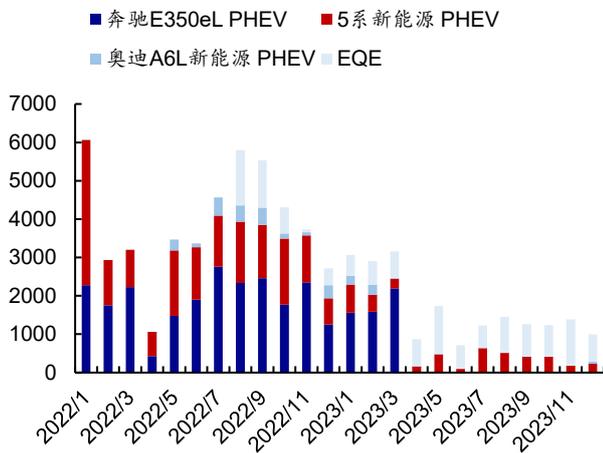
	宝马 5 系 530Li	奥迪 A6L 55TFSI Quattro	奔驰 E 级 E300L	智界 S7 Max RS	问界 M9 纯电 Ultra 版
					
售价 (万元)	52.59 万	65.68 万	59.98 万	34.98 万	56.98 万
尺寸(mm)	5175×1900×1520	5038×1886×1475	5092×1880×1493	4971×1963×1461	5230×1999×1800
轴距(mm)	3105	3024	3094	2950	3110
能源类型	汽油	汽油	汽油	纯电动	纯电动
发动机/电动机最大马力	258	340	258	496	530
官方 0-100km/h 加速(s)	6.5	5.6	-	3.3	4.3
前悬类型	双叉臂式独立悬挂	五连杆独立悬挂	多连杆式独立悬挂	双叉臂式独立悬挂	双叉臂式独立悬挂
后悬类型	多连杆式独立悬挂	五连杆独立悬挂	多连杆式独立悬挂	多连杆式独立悬挂	多连杆式独立悬挂
泊车影像	360 度全景影像	360 度全景影像	360 度全景影像	540 度全景影像/透明底盘	540 度全景影像/透明底盘
可变悬挂		(选装软硬+高低调节)	软硬调节	软硬+高低调节	软硬+高低调节
空气悬架	-	(选装 29000 元)	-	标配	标配
驾驶辅助级别	L2	L0(选装:L2)	L2	L2(选装:L3)	L2
智驾功能	-			高速/城市辅助驾驶	高速/城市辅助驾驶
智驾硬件	6V12U		7V12U	11V3R12U1L	11V3R12U1L
HUD	W-HUD	W-HUD	W-HUD		AR-HUD

特色配置

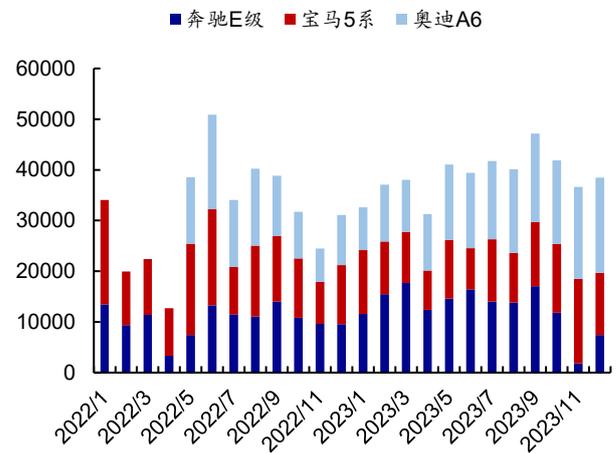
Brembo 高性能刹车系统	百万像素智慧投影大灯
机械车位泊车辅助	智能激光投影系统
HUAWEI MagLink	零重力座椅 2.0

资料来源：太平洋汽车，信达证券研发中心

从替代空间看，享界 S9 与 56E 的竞争有望走先电动竞争再到燃油替代的路径。2022 年，56E 新能源车型月均销量合计 4000-5000 台，从该销量数字可以看出，56E 车主也存在较大新能源车型需求。进入 23 年车市竞争加剧，56E 新能源轿车销量下滑，但我们仍认为享界 S9 上市之后仍有机会占据高端豪华新能源轿车月销合计约 5000 台的空间。进一步，56e 燃油车版本合计月均销量约 4 万，在高端新能源轿车竞争之后，我们认为享界 S9 有望进一步实现对 56E 燃油车空间的部分替代，空间更大。我们认为尽管 56E 车主对新能源经济性要求可能不高，但享界的主要优势在于高端轿车智能化的降维打击，参考问界 M9 高端化的成功经验，享界有望进一步实现高端智能化向下覆盖，并且商务用途往往不需要超长途出行，纯电动可满足续航要求。

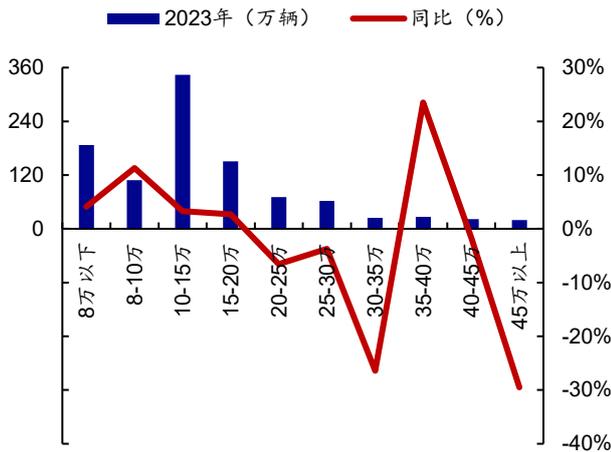
图 22：享界 S9 高端新能源轿车竞品销量（辆）


资料来源：Marklines，信达证券研发中心

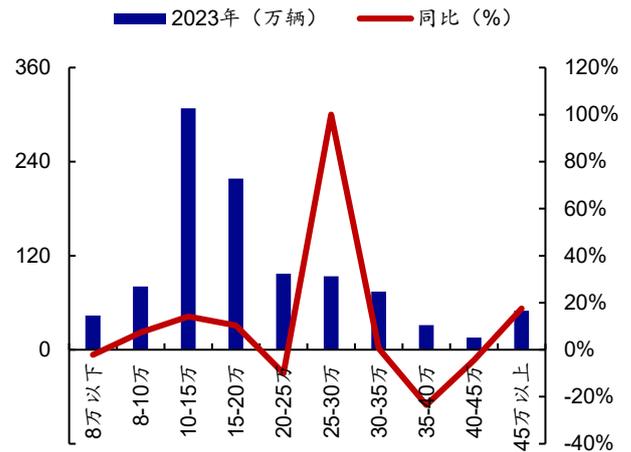
图 23：享界 S9 高端燃油轿车竞品销量（辆）


资料来源：Marklines，信达证券研发中心

我国高端轿车市场拥有近百万辆空间，新能源渗透率提升空间大。30 万元以上乘用车市场空间突破 300 万，轿车市场空间突破在即。2023 年，国内 30 万以上价格带乘用车销量突破 300 万，占乘用车总体销量 14.8%，其中轿车销量 91.9 万辆，占轿车总体销量 9.0%；SUV 销量 170.9 万辆，占 SUV 总体销量 16.8%。细分价格带看，35-40 万轿车销量同比增长 23.5%，为增速最快的价格区间，总体看，享界所在的 30 万以上轿车市场仍有较大提升空间。

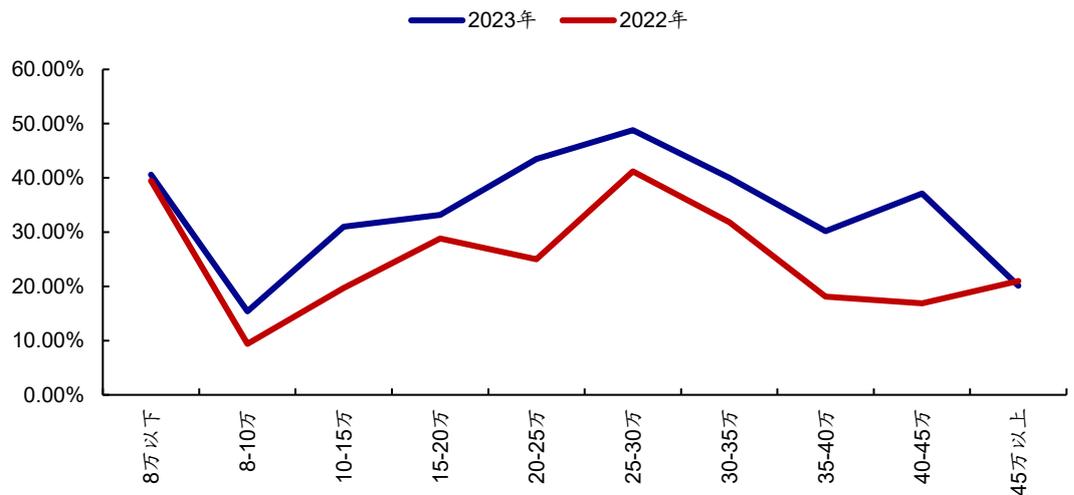
图 24：2023 年轿车分价格带销量（万辆）


资料来源：数典汽车销量网，信达证券研发中心

图 25：2023 年 SUV 分价格带销量（万辆）


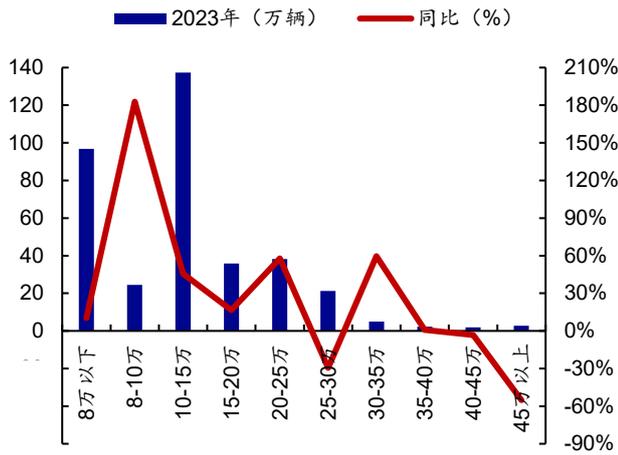
资料来源：数典汽车销量网，信达证券研发中心

25-30 万乘用车市场新能源渗透率最高，30 万以上车型新能源化进程加速。2022、2023 年，25-30 万元乘用车新能源渗透率均最高，分别高达 41.2% 与 48.8%。2023 年，30 万以上车型新能源渗透率增幅较大，其中 30-35 万、35-40 万、40-45 万新能源渗透率分别提升 8.2pct、12.2pct、20.2pct，均跑赢乘用车市场 7.8pct 的新能源乘用车渗透率增幅。

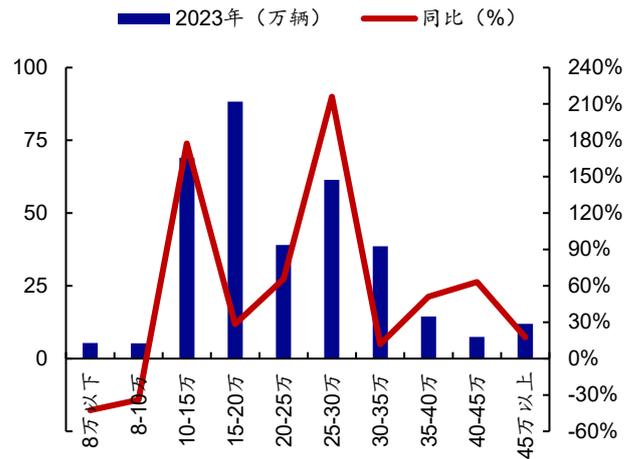
图 26：2022、2023 年新能源乘用车分价格带渗透率


资料来源：数典汽车销量网，信达证券研发中心

30 万以上新能源轿车与 SUV 市场分化较为明显，轿车市场竞争仍不充分。2023 年，新势力品牌如问界、理想、蔚来、小鹏等在 30 万以上 SUV 加速“内卷”，30 万以上新能源 SUV 销量达 72.4 万辆，而轿车销量仅为 11.9 万辆。我们认为相比于 30 万以上新能源 SUV 对于家庭用车需求的追求，30 万以上新能源轿车的定位最优解或为专注于商务需求，该市场竞争仍不充分，新进入者有望快速占领消费者心智，提升市场规模。

图 27：2023 年新能源轿车分价格带销量（万辆）


资料来源：数典汽车销量网，信达证券研发中心

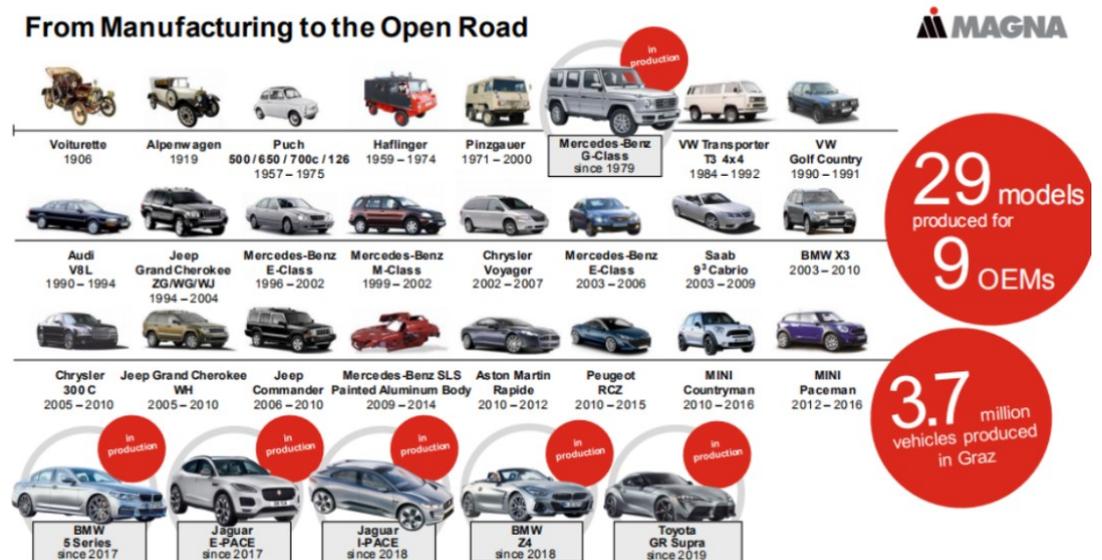
图 28：2023 年新能源 SUV 分价格带销量（万辆）


资料来源：数典汽车销量网，信达证券研发中心

2.6 北汽与国际品牌合作历史悠久，高合作配合度有望助力享界生产交付

2018 年北汽与麦格纳开始合作，基于麦格纳 BE21 平台实现极狐品牌量产。2018 年 6 月，北汽集团、麦格纳、镇江市政府三方签订合作协议，北汽和麦格纳宣布将成立技术公司和制造公司；2020 年 5 月，北汽蓝谷麦格纳有限公司正式揭牌；2022 年极狐阿尔法 S 全新 HI 版正式交付。

麦格纳是全球最大、最多元化的汽车零部件供应商和制造商之一，从奔驰 G 级/M 级/E 级，到 MINI、克莱斯勒、JEEP 等国际品牌，以及电动时代的捷豹 I-Pace，都由麦格纳打造，并且其具有传统车身、电驱系统等多元化的零部件制造能力。在北汽与麦格纳的合作中，北汽合作配合度高，和麦格纳的合作主要集中在麦格纳欧洲负责工程开发和代工的团队，BE21 平台就是北汽与麦格纳欧洲合作的产品。

图 29：麦格纳合作车企


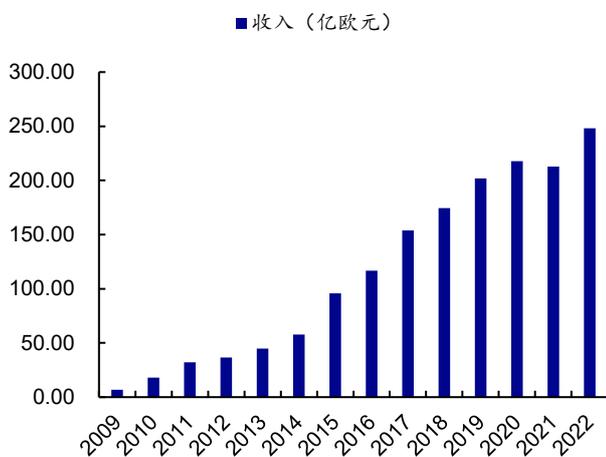
资料来源：电动星球 N 微信公众号，信达证券研发中心

BE21 平台是北汽蓝谷与麦格纳联手打造的全冗余架构电动车硬件平台。BE21 平台可实现同级别整车零部件通用化率大于 55%，支持 L3-L4 级别的智能驾驶技术拓展，支持车身结构从 2.76 米到 2.9 米的轴距拓展。

北汽与奔驰 2005 年开始合作，北奔发展势头良好。2005 年 8 月 8 日，北京汽车股份有限公司与戴姆勒股份公司、戴姆勒大中华区投资有限公司组建的合资企业——北京奔驰汽车有限公司成立，至今已有 18 余年历史，期间双方实现多次技术合作，在传统内燃机、新能源时代均实现了深度合作。目前北京奔驰在售车型覆盖 A、C、E 级轿车，GLA、GLB、GLC SUV，以及 EQA、EQB、EQC、EQE 等纯电动车型。

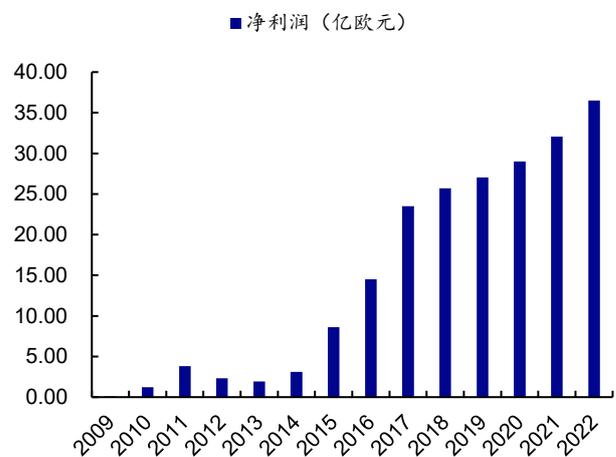
根据财报，2023 年上半年，北京奔驰营收为 908.17 亿元，同比增长 11.47%，创近 5 年同期新高。销量层面，2023 年北京奔驰实现批发销量 59.1 万台，已连续两年实现近 60 万台的年销量。

图 30：北京奔驰历年收入（亿欧元）



资料来源：奔驰公司公告，联交所，信达证券研发中心

图 31：北京奔驰历年净利润（亿欧元）



资料来源：奔驰公司公告，联交所，信达证券研发中心

三、极狐车型 24 年有望全面焕新，合作版图不断拓展

3.1 主力车型 24 年有望全面焕新

极狐 24 年新车包括极狐阿尔法 S5，另外极狐阿尔法 S 和极狐阿尔法 T 两款主力车型也有望在 2024 年全面焕新。2023 年，北汽蓝谷共上市极狐阿尔法 S 先行版、极狐阿尔法 S/T 森林版、极狐考拉、极狐阿尔法 T5 等新车型，实现产品矩阵进一步拓展，其中阿尔法 S、阿尔法 T、考拉、阿尔法 T5 交付正快速放量，2023 年极狐品牌实现销量 3 万辆。叠加 24 年新车周期，极狐品牌有望持续向上。

表 5：极狐品牌车型参数

极狐	阿尔法 T5	考拉	阿尔法 S HI 先行版	阿尔法 S 森林版 PRO	阿尔法 S 森林版	阿尔法 T 森林版 PRO	阿尔法 T 森林版
							
官方指导价	15.58 万-19.98 万	11.98 万-16.98 万	32.98 万	20.98-26.38 万	18.98-28.98 万	20.58-28.08 万	18.58-28.08 万
级别	中型 SUV	MPV	中大型车	中大型车	中大型车	中型 SUV	中型 SUV

尺寸 (mm×mm×mm)	4690×1936×1650	4500×1870×1655	4980×1960×1599	4930×1940×1599	4930×1940×1599	4788×1940×1683	4788×1940×1683
轴距 (mm)	2845	2820	2915	2915	2915	2915	2915
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
百公里加速 (s)	7.5		3.5	7.7-8.3	4.2-8.3	4.6-8.4	4.6-8.4
续航(km)	520-660	500	500	525-735	525-735	480-688	480-688
电机功率 (kW)	185-200	120	473	160-175	160-320	160-320	160-320
电池类型	磷酸铁锂电池/ 三元锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池
电池容量 (kWh)	65-79.2	58.86	74.5	65.6-94.5		65.6-94.5	65.6-93.6
驾驶辅助级别	无/L2	无/L2	L2	L2	L2	L2	无/L2
导航辅助驾驶			高速导航驾驶 辅助、城市导 航驾驶辅助				
辅助驾驶芯片			华为 MDC 810				
智驾传感器	4V8U/6V5R12 U		6R13V12U3L	2V1R8U/5V1R 12U	6V5R12U	5V5R12U/5V3 R12U/2V1R8U	6V12U
HUD	无/标配	无	标配	无/选装/标配	无/选装/标配	无/选装/标配	无/选装/标配
车机系统名称	α-OS		Harmony OS	α-OS	α-OS	α-OS	α-OS

资料来源：太平洋汽车，信达证券研发中心

极狐阿尔法 S/T 为极狐品牌代表车型，主打高品质、高安全性。极狐阿尔法 S/T 2023 年新发布森林版车型，核心竞争力围绕安全、健康。车内空气质量方面，极狐森林版搭载了车规级负离子发生器、行业领先的 PM2.5 监测与净化、CN95 抗菌滤芯等配置。安全方面，车身采用一体式真空高压铸铝合金航空铝及先进超高强度钢，阿尔法 S/T 整车抗扭刚度分别能达到 60000N.m/°、55000N.m/°，电池采用高电池安全标准和一体式高集成设计方案，迄今为止保持 0 自燃安全记录。在中国汽车质量网发布的 2023 年上半年《中国汽车质量排行》发布中，极狐阿尔法 S/T 分列新能源中大型车、新能源中型 SUV 两个细分榜单第一名。

图 32：阿尔法 S/T 森林版



资料来源：ARCFOX 极狐微信公众号，信达证券研发中心

极狐考拉是极狐场景化造车理念下的首款车型，定位紧凑型 MPV，聚焦母婴人群需求。极狐考拉以场景驱动用户，定位面向亲子出行市场的紧凑型 MPV，目标用户包括增购家庭、宝妈奶爸、祖父母等。极狐将健康、安全、便利定义为亲子出行产品标杆，打造了母婴级健康座舱、儿童安全座椅和车内的娱乐便利设施，包含左右儿童位专属监测摄像头、后排配备“牙胶级啃咬”环保材料、接近 0 醛 0 苯的座舱环境等多处细节。

2023 年 9 月，极狐考拉正式上市，共推出四款配置车型，官方指导售价 13.18 万元-16.98 万元。上市之后交付快速放量，23 年 12 月交付突破 3000 台。24 年年初，极狐考拉新增入门版车型，家庭版 AIR 正式上市，售价 11.98 万元。

图 33：极狐考拉定位紧凑型 MPV



资料来源：太平洋汽车，信达证券研发中心

图 34：极狐考拉目标人群



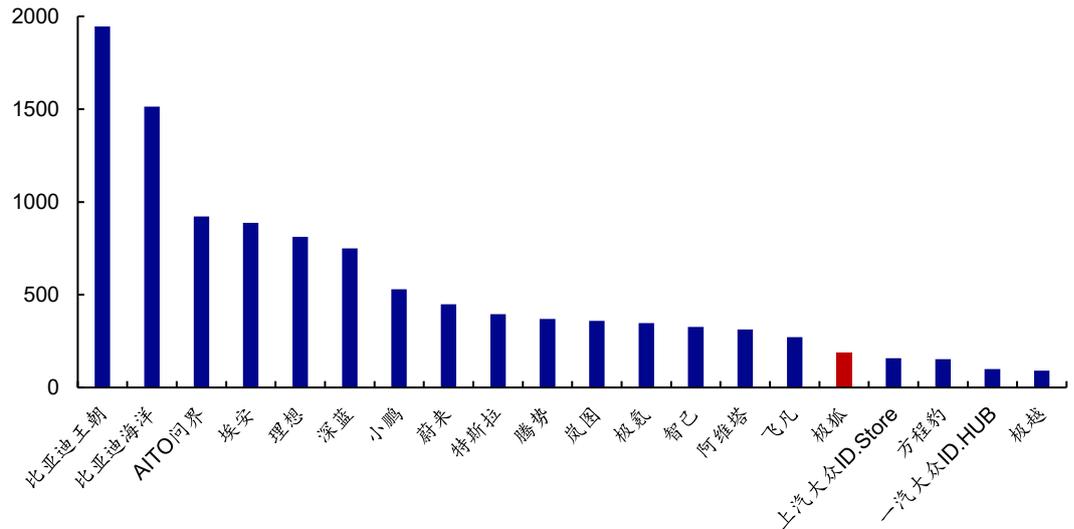
资料来源：小红书商业动态微信公众号，信达证券研发中心

3.2 合作版图不断拓展，出海有望成为另一重心

24 年 3 月与宁德时代、京能科技及小米汽车达成合作投资建设电芯智能制造工厂。北汽蓝谷发布公告，拟与北汽产投、北京海纳川共同出资设立平台公司北汽海蓝芯能源科技(北京)有限公司，注册资本 3.9 亿元。这一公司将作为管理与投资主体，与宁德时代、京能科技及小米汽车共同出资设立合资公司北京时代新能源科技有限公司。合资公司成立后，将在北京投资建设电芯智能制造工厂。该合资公司注册资本 10 亿元，其中平台公司出资 39000 万元，占比 39%；宁德时代出资 51000 万元，占比 51%；京能科技出资 5000 万元，占比 5%；小米汽车出资 5000 万元，占比 5%。

宁德时代是极狐汽车的主要电池供应商，也与北汽具有悠久的合作历史。2009 年宁德时代就与北汽开始合作；2019 年宁德时代第一代 CTP 首发合作伙伴就选择北汽新能源；2022 年极狐搭载宁德时代首款 2.2C 快充电池；2023 年极狐开始配套宁德时代神行超充电池，率先开启了新能源车超充时代。此次合作共建电芯工厂，有望在整合核心、优质供应链资源，谋划极狐的长远、稳健发展方面起到积极作用。

出海有望成为另一重心，渠道布局亟待拓展。23 年开始，北汽蓝谷也加大开拓国际市场的战略步伐，稳步推进与阿联酋、沙特等海外市场的合作。极狐汽车的主销车型阿尔法 T 和阿尔法 S，均已完成了欧洲标准认证，公司已经与欧洲客商广泛接洽，在选定的国家市场建设分销和服务渠道，此外东南亚市场开拓也在规划中。渠道方面，截止 2023 年底，极狐销售门店数 184 家，年内净增 12 家，覆盖城市 70 个，年内净增 10 个。我们认为极狐品牌总体产品力较强，现有渠道仍需开拓，渠道进一步拓展后，有望实现品牌进一步向上。

图 35：2023 年新能源品牌销售渠道数量


资料来源：杰兰路微信公众号，信达证券研发中心

四、BEIJING 品牌聚焦出租网约车市场，有望贡献稳定现金流

4.1 BEIJING 品牌聚焦出租网约车市场，有望贡献稳定现金流

BEIJING 品牌聚焦出租车、网约车为主的 B 端市场。北汽蓝谷旗下 BEIJING 品牌主推 A0 级、A 级等入门级产品，聚焦以出租车和网约车为主的 B 端市场。BEIJING 品牌在售车型主要包括 EU5、EU5 PLUS、EU7，其中 EU5 系列为主要车型，EU5 包含网约出行版、网约车豪华版、快换版，主要面向出租车、网约车市场，EU7 系列已 2 年未有新款上市。

表 6：BEIJING 品牌车型参数

BEIJING	EU5	EU5 PLUS	EU7
车型图片			
官方指导价	14.89-15.09 万	12.99-18.59 万	15.99-17.59 万
级别	紧凑型车	紧凑型车	中型车
尺寸 (mm×mm×mm)	4650×1820×1520	4670×1820×1520	4815×1835×1528
轴距 (mm)	2670	2670	2801
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动
百公里加速 (s)			
续航(km)	401	416-501	475
电机功率 (kW)	120-160	120	160
电池类型	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池
电池容量 (kWh)		49.6-60.7	60.225

资料来源：太平洋汽车，信达证券研发中心

网约车整体市场增速放缓，BEIJING 品牌有望贡献稳定现金流。整体出租网约车市场增速逐渐放缓，自 2023 年 5 月以来，三亚、长沙、上海、贵阳等城市陆续向社会发布公告，暂停受理网约车经营许可（部分）及运输证（全部）核发业务，即停止了上述城市网约车运力的

新增。截至 2023 年 11 月，网约车驾驶员证共计 643.0 万张，网约车运输证共计 274.5 万张，分别比 2022 年底增加了 26.33%、29.60%。2023 年出租网约车总销量 84.8 万辆，同比+18%，较 2022 年同期增速-25pct。分品牌看，BEIJING 牌出租网约车销量居埃安、比亚迪之后，在京津沪市场比重较大，我们认为随着网约车市场增速放缓，BEIJING 品牌新车销量逐渐趋于稳定，叠加保有量的更换需求，总体销量有望趋于稳定，BEIJING 品牌有望贡献稳定现金流。

图 36：全国出租网约车市场总量及动力结构分析

出租网约车	1季	2季	3季	4季	年度
2018年	67537	125112	144949	210111	547709
2019年	143297	228717	109702	123213	604929
2020年	35142	77193	103648	135096	351079
2021年	72543	120187	131731	175679	500140
2022年	111700	155339	218792	231326	717157
2023年	144835	248860	259073	195452	848220
2019年	112%	83%	-24%	-41%	10%
2020年	-75%	-66%	-6%	10%	-42%
2021年	106%	56%	27%	30%	42%
2022年	54%	29%	66%	32%	43%
2023年	30%	60%	18%	-16%	18%

出租网约车动力结构	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
纯电动	10.4%	21.5%	30.4%	38.3%	46.4%	68.3%	82.5%	84.9%
常规	87.6%	73.9%	62.1%	54.6%	46.2%	26.7%	14.9%	10.7%
真插混	1.6%	1.4%	2.7%	2.8%	3.6%	2.4%	1.1%	2.2%
混合动力	0.4%	3.3%	4.8%	4.3%	3.7%	2.5%	1.5%	2.1%
增程	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：网通社微信公众号，信达证券研发中心

图 37：2023 年的主力车型的出租网约车接受度

出租网约车	东北	京津沪	东部-华北	东部-华东	东部-华南	西北	西南	中部-黄河	中部-长江	总计
埃安	1837	7267	15600	35501	86763	4299	44097	12141	11974	219479
比亚迪	5902	5617	21100	34796	34892	12459	39282	10595	26280	190923
北京	69	18403	685	4491	7788	1705	7601	238	2569	43549
丰田	2602	9941	3403	6249	3705	3153	2849	1095	1482	34479
红旗	14538	1759	1495	1513	2502	1821	4875	620	899	30022
风神	727	330	1241	2852	3460	1520	6720	269	12161	29280
几何	534	712	1670	10926	4799	860	4982	979	2323	27785
别克	65	4267	1600	8731	3576	709	3124	395	2803	25270
起亚	8089	28	2764	1418	38	8808	355	66	2720	24286
荣威	573	12816	626	1411	1506	1293	1683	197	221	20326
吉利	790	722	1153	5887	1524	2822	3718	984	2384	19984
启辰	39	180	1313	1898	3972	1707	4956	2036	1707	17808
大众	3334	578	2542	750	403	1964	2445	1461	2599	16076
睿蓝	3	1079	78	2604	4518	23	2269	1601	1437	13612
捷达	4878	595	953	384	56	2680	1803	768	1390	13507
合创	45	490	1142	2035	3896	117	2748	640	823	11936
奔腾	492	366	1393	1357	2426	791	2825	584	1572	11806
哪吒	3	130	1217	3251	1470	193	3471	172	711	10618
长安	555	97	1047	1281	411	450	5260	355	803	10259
奇瑞	1784	732	939	1090	123	2144	429	17	2306	9564
枫叶	126	253	294	564	2234	847	3045	206	206	7775
现代	3094	208	762	313	8	2030	423	27	440	7305

资料来源：网通社微信公众号，信达证券研发中心

五、盈利预测

1) 汽车业务：极狐品牌 24 年迎新品周期，交付有望持续提升；BEIJING 品牌聚焦出租车、网约车为主的 B 端市场，收入体量基本保持稳定，上述在售品牌毛利率也有望持续回暖。与华为合作升级智选模式之后，受益于华为智能化、品牌、渠道等方面赋能，享界 S9 有望迎来快速放量，高端化车型高毛利有望带动汽车业务毛利率逐渐回暖向上。我们预计 2023-2025 年公司汽车业务收入分别为 119.3 亿元、319.2 亿元、690.8 亿元，汽车业务毛利率分别为-8.0%、10.3%、17.0%。

2) 其他业务：我们预计 2023-2025 年公司其他业务收入分别为 32.0 亿元、32.0 亿元、32.0 亿元，毛利率分别为 5.0%、10.0%、10.0%。

综上所述，我们预计 2023-2025 年公司实现营收分别为 151.3 亿元、351.2 亿元、722.8 亿元，毛利率分别为-5.3%、10.2%、16.7%。

表 7：北汽蓝谷主营业务营收与毛利率拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (亿元)	87.0	95.1	151.3	351.2	722.8
yoy	65.0%	9.4%	59.0%	132.1%	105.8%
汽车业务收入 (亿元)	49.8	58.5	119.3	319.2	690.8
其他业务收入 (亿元)	37.1	36.7	32.0	32.0	32.0
营业成本 (亿元)	45.2	143.0	159.2	315.2	601.9
yoy	375.3%	216.3%	11.4%	98.0%	90.9%

汽车业务成本 (亿元)	30.6	123.8	128.8	286.4	573.1
其他业务成本 (亿元)	0.7	0.1	0.1	0.1	0.1
毛利率	-0.3%	-5.2%	-5.3%	10.2%	16.7%
汽车业务毛利率	-32.7%	-19.2%	-8.0%	10.3%	17.0%
其他业务毛利率	43.1%	17.1%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利 (亿元)	-0.3	-4.9	-7.9	35.9	120.9
yoy	98.1%	-1603.4%	-60.8%	552.6%	236.2%
汽车业务毛利 (亿元)	-16.3	-11.2	-9.5	32.7	117.7
其他业务毛利 (亿元)	16.0	6.3	1.6	3.2	3.2

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

六、投资建议

极狐品牌 24 年产品矩阵持续拓展有望带动交付量进一步向上,与华为合作高端车型享界 S9 上市在即,有望进一步提高公司收入水平,带动公司盈利能力回暖。我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 151.3 亿元、351.2 亿元、722.8 亿元,对应 PS 分别为 2.9 倍、1.2 倍、0.6 倍。考虑到公司与华为合作享界品牌即将落地,业绩有望快速增长,我们选取 2024 年 PS 与 2024-2026 年净利润 CAGR 比值作为参考。公司 2024 年 PS/G 估值低于可比公司均值。首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 北汽蓝谷可比公司估值

代码	简称	PS			净利润				2024-2026 年	PS/G
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2026E	净利润 CAGR	2024E
9863.HK	零跑汽车	1.7	0.7	0.5	-42.2	-35.2	-3.0	22.5	62.5%	1.2
9866.HK	蔚来-SW	1.0	0.7	0.5	-211.5	-136.3	-64.1	-87.9	16.4%	4.0
9868.HK	小鹏汽车-W	1.6	0.9	0.6	-103.8	-63.5	-21.8	11.7	47.8%	1.8
	平均值	1.3	0.8	0.5					平均值	2.3
600733.SH	北汽蓝谷	2.9	1.2	0.6	-54.3	-34.5	-8.4	14.7	55.8%	2.2

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: 北汽蓝谷营收为信达证券研究开发中心预测, 其余均为 ifind 一致预期

七、风险提示

高端轿车新能源渗透率不及预期: 相较于中低端新能源车,消费者对高端新能源轿车的车辆性能、品牌价值、舒适性等方面具有更高的要求,加之新能源汽车在续航里程、充电便利性等方面仍存在一定的局限性,导致高端轿车新能源渗透率相对较低。宝马、奔驰、奥迪等燃油轿车仍为高端轿车的主要选择,因此高端新能源轿车能否快速渗透,对享界能否持续放量有一定影响。

智选车型销量不及预期: 华为智选模式合作伙伴包括赛力斯、奇瑞、北汽、江淮,其中华为和赛力斯合作的问界主要定位 SUV 车型,华为与奇瑞合作的问界首款车型 S7 定位轿车。随着华为与北汽、江淮合作车型落地,华为智选车矩阵逐渐扩充,或出现各智选车型价格、配置、定位重叠所导致的竞争,使得智选车型销量不及预期。

新能源汽车行业竞争进一步加剧: 随着新能源汽车市场的不断扩大,众多企业纷纷加入。在新势力造车平台化的趋势下,车型推出速度加快,并且电池原材料、智能化软硬件成本不断降低,使得各价格带市场竞争日趋激烈,或对公司新车型销量造成一定负面影响。

单位: 亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	249	173	244	456	818
货币资金	66	49	58	79	41
应收票据	12	12	19	45	91
应收账款	128	67	84	195	402
预付账款	1	2	3	6	12
存货	12	31	56	85	187
其他	29	12	25	46	86
非流动资产	142	140	173	181	181
长期股权投资	7	5	6	6	5
固定资产(合计)	62	55	56	55	55
无形资产	33	35	37	38	40
其他	40	45	74	81	81
资产总计	391	314	417	637	999
流动负债	191	191	204	353	626
短期借款	51	50	34	20	9
应付票据	20	35	48	93	189
应付账款	43	50	62	145	271
其他	76	57	60	94	157
非流动负债	83	59	66	71	69
长期借款	57	42	42	46	43
其他	26	17	24	25	26
负债合计	274	250	270	424	695
少数股东权益	6	6	7	7	7
归属母公司股东权益	111	57	140	206	297
负债和股东权益	391	314	417	637	999

单位: 亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	87	95	151	351	723
同比 (%)	64.9%	9.4%	59.0%	132.1%	105.8%
归属母公司净利润	-52	-55	-54	-35	-8
同比 (%)	19.1%	-4.2%	0.7%	36.4%	75.6%
毛利率 (%)	0.8%	-5.2%	-5.3%	10.2%	16.7%
ROE%	-47.2%	-96.4%	-38.7%	-16.8%	-2.8%
EPS(摊薄)(元)	-0.94	-0.98	-0.97	-0.62	-0.15
P/E	—	—	—	—	—
P/B	3.90	7.66	3.10	2.11	1.46
EV/EBITDA	-31.06	-11.85	-14.88	-29.63	72.55

单位: 亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	87	95	151	351	723
营业成本	86	100	159	315	602
营业税金及附加	0	0	1	2	3
销售费用	17	20	23	42	87
管理费用	8	8	9	14	29
研发费用	12	12	11	21	43
财务费用	7	6	6	4	0
减值损失合计	-12	-7	-4	-6	-4
投资净收益	1	0	2	7	14
其他	2	4	6	11	22
营业利润	-52	-54	-54	-34	-8
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	-52	-54	-54	-34	-8
所得税	0	0	0	0	0
净利润	-52	-54	-54	-34	-8
少数股东损益	1	1	0	0	0
归属母公司净利润	-52	-55	-54	-35	-8
EBITDA	-17	-29	-32	-15	7
EPS(当年)(元)	-1.30	-1.27	-0.97	-0.62	-0.15

单位: 亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	50	35	-51	-53	-132
净利润	-52	-54	-54	-34	-8
折旧摊销	17	17	16	16	15
财务费用	7	7	3	2	2
投资损失	-1	0	-2	-7	-14
营运资金变动	67	62	-13	-28	-116
其它	11	4	-1	-2	-11
投资活动现金流	-23	-15	-46	-15	9
资本支出	-22	-18	-45	-20	-4
长期投资	-1	2	-2	-2	-1
其他	0	1	2	7	14
筹资活动现金流	-2	-52	28	-11	-15
吸收投资	55	0	60	0	0
借款	90	93	-16	-10	-14
支付利息或股息	-7	-7	-3	-2	-2
现金流净增加额	24	-32	-69	-79	-138

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020新浪金麒麟第4名团队核心成员。4年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

徐国铨，中国社会科学院大学应用经济学硕士，主要覆盖新势力整车、智能驾驶等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。