

北汽蓝谷(600733)

报告日期: 2025 年 02 月 27 日

联袂小马打造无人出租，携手华为进军全民智驾

——北汽蓝谷深度报告

投资要点

- 北汽蓝谷联袂小马智行，基于极狐阿尔法 T5 打造 L4 无人驾驶车型。**
 - (1) 2024 年 11 月 2 日，北汽蓝谷与小马智行在北京亦庄签署 L4 无人驾驶车型开发技术合作协议。双方将基于极狐阿尔法 T5 合作研发 Robotaxi 车型，预计在 2025 年推出首批 Robotaxi。
 - (2) 北汽蓝谷在 Robotaxi 出行领域布局早已开始。2024 年中旬，400 辆基于极狐阿尔法 T 定制的无人驾驶出租车“萝卜快跑”就已经入驻武汉。
- 极狐月销稳态破万，打造北汽蓝谷销量基本盘。以阿尔法 S5 和 T5 为首的 10-15 万价格带车型销量突飞猛进，顺应全民智驾大趋势。**

极狐 2024 年 8 月份首次突破万辆大关，此后稳居月销万辆俱乐部之内，12 月份首次突破 1.2 万辆。极狐旗下车型均与麦格纳联手打造，低价高配，助力北汽蓝谷价值重估。
- 持续加码与华为的合作，2025 年享界将进一步丰富高阶智驾产品矩阵。**
 - (1) 2024 年 6 月，首款智选车型享界 S9 正式上市，定位为 40 万元行政级轿车，车长 5160mm，宽 1987mm，高 1486mm，轴距 3050mm。
 - (2) 2024 年 8 月，北汽蓝谷宣布享界 S9 启动增程版研发，预计 2025 年上市。增程版价格较纯电版下探，目标对标奥迪 A6、宝马 5 系和奔驰 E 级车型。
 - (3) 2025 年 2 月 11 日，北汽蓝谷发布公告称，将开发 3 款享界品牌整车，投资总额为 55 亿元，拟使用募集资金 7 亿元。

北汽蓝谷持续加码与华为的合作。2025 年享界将进一步丰富高阶智驾产品矩阵，满足不同消费者的需求。
- 盈利预测与估值**

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 197.6/423.8/571.9 亿元，YOY 为 38.0%/114.4%/35.0%；预计 2024-2026 年归母净利润分别为-65.2/-49.4/-19.1 亿元，EPS 为-1.17/-0.89/-0.34 元/股。给予“买入”评级。

风险提示

新能源汽车渗透不及预期；整车价格竞争加剧；智能驾驶发展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	14318.61	19761.77	42375.47	57192.86
(+/-) (%)	50.50%	38.01%	114.43%	34.97%
归母净利润	-5399.78	-6522.73	-4938.78	-1908.81
(+/-) (%)	/	/	/	/
每股收益(元)	-0.97	-1.17	-0.89	-0.34
P/E	/	/	/	/
ROE	16.5%	10.8%	12.2%	13.9%

资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

CC

投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁
 执业证书号: S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

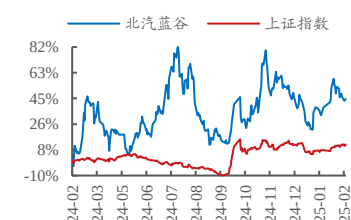
分析师: 刘巍
 执业证书号: S1230524040001
 liuwei03@stocke.com.cn

分析师: 白浪
 执业证书号: S1230525010003
 bailang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 8.30
总市值(百万元)	46,260.08
总股本(百万股)	5,573.50

股票走势图



相关报告

正文目录

1 公司介绍	4
1.1 发展历程	4
1.2 管理团队与股权结构	5
1.2.1 核心管理团队人数精简，团队人员多为公司自主培养	5
1.2.2 公司的实际控制人为北京市国资委，控股股东为北汽集团	6
1.3 财务分析	7
2 联袂小马智行入场高阶智驾，享界开启豪华旗舰周期	9
2.1 联袂小马智行，基于极狐阿尔法 T5 打造 Robotaxi 车型	9
2.2 与华为长期合作，携手推出“享界”高端轿车	10
2.2.1 华为三种造车模式分别对应 Tier 1、Tier 0.5、智选车	10
2.2.2 围绕智能驾驶、智能座舱、整车电气设计形成核心技术优势	11
2.2.3 携手华为，打造“享界”高端车型	11
2.2.4 享界：S9 增程版预计 2025 年上市	12
3 极狐品牌加入月销万辆俱乐部，顺应全民智驾大趋势	13
3.1 产品矩阵完善，多年造车经验打造研发、生产、销售、服务全链条体系	13
3.2 极狐月销稳定破万，享界打开华为智选车产品周期	16
4 盈利预测与估值	17
4.1 盈利预测	17
4.2 估值与投资建议	18
5 风险提示	19

图表目录

图 1: 北汽蓝谷发展历程.....	5
图 2: 股权结构图 (截止 2024 年中报)	7
图 3: 公司营业收入情况 (亿元)	7
图 4: 公司归母净利润情况 (亿元)	7
图 5: 公司毛利率和净利率情况.....	8
图 6: 公司管理费用情况.....	8
图 7: 公司销售费用情况.....	9
图 8: 公司财务费用情况.....	9
图 9: 公司研发费用情况.....	9
图 10: 公司期间费用情况.....	9
图 11: 北汽新能源与小马智行签署 L4 无人驾驶车型开发技术合作协议	10
图 12: 与华为 2017 年开启合作, 共创高端品牌享界	12
图 13: 享界 S9 外观	13
图 14: 北汽蓝谷品牌汇总.....	14
图 15: 三大品牌车型产品矩阵.....	15
图 16: 极狐销量数据 (万辆)	16
图 17: 享界销量数据 (万辆)	16
表 1: 公司管理团队人员情况.....	5
表 2: 华为三种造车模式.....	10
表 3: 极狐车型情况.....	15
表 4: Beijing 品牌数据汇总	15
表 5: 享界品牌数据汇总.....	16
表 6: 北汽蓝谷各车型销量预测 (辆)	17
表 7: 盈利预测	18
表 8: 可比公司估值情况 (截至 2025 年 2 月 28 日, wind 一致预期)	18
表附录: 三大报表预测值.....	20

1 公司介绍

1.1 发展历程

北汽蓝谷的前身是北京新能源汽车股份有限公司。2017年12月，A股上市公司S*ST前鋒（600733）发布公告，将北京首创集团下属的首创资管直接持有的控股股东四川新泰克100%股权无偿划转至北汽集团。随后，北汽集团筹划S*ST前鋒收购北京新能源相关资产以实现借壳上市，2018年，前鋒股份更名为北汽蓝谷新能源科技股份有限公司。

北汽蓝谷全力打造极狐、享界和BEIJING三大品牌。其中，极狐品牌是公司聚合全球优质资源打造的高端智能新能源汽车品牌；享界品牌是公司旗下全新品牌，该品牌下首款合作车型全景智慧旗舰轿车享界S9由北汽新能源与华为联合打造；BEIJING品牌是公司基于北汽集团六十年造车经验打造的经济智能新能源汽车品牌。

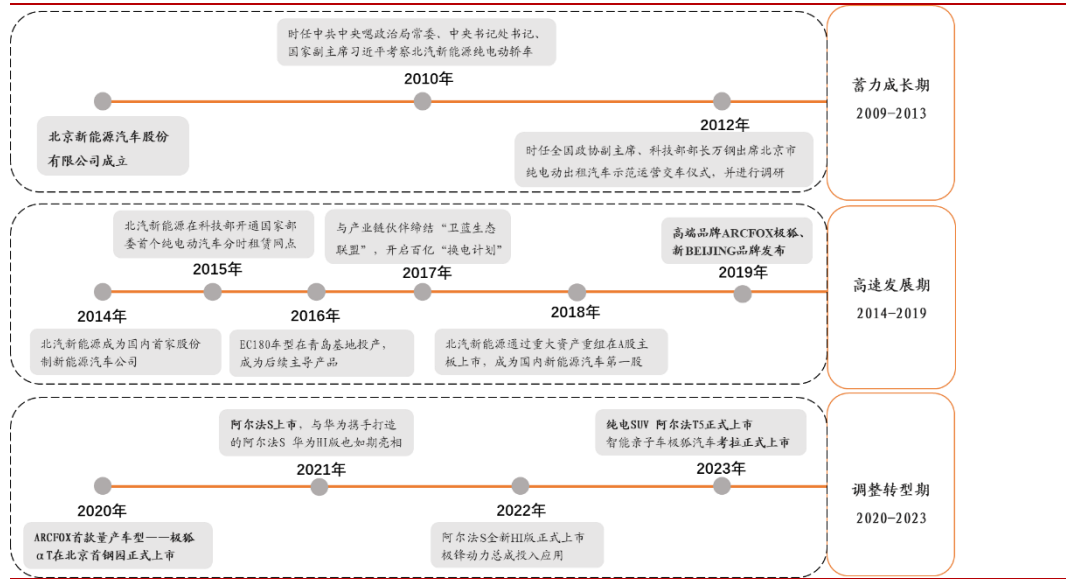
公司产品以公司购建基地、与全球知名汽车制造商麦格纳合资成立且由公司控股的工厂以及与公司关联企业北京汽车合作生产三种形式开展。

蓄力成长期（2009年-2013年）：北汽蓝谷实现自主新能源产业破冰。2009年，北汽集团成立了北京新能源汽车股份有限公司。北京新能源汽车股份有限公司成为了中国首家独立运营、首个获得新能源汽车生产资质、首家进行混合所有制改革、首批试点国有企业员工持股改革的新能源汽车企业。

高速发展期（2014年-2019年）：以三大创新领跑行业快速增长。2014年3月，北汽新能源公司顺利完成股改，成为国内首家股份制新能源汽车公司。2015年2月，北汽新能源在科技部开通国家部委首个纯电动汽车分时租赁网点。2016年11月，EC180车型在青岛基地投产，成为后续主导产品。2017年11月，公司前期换电计划布局初见成效，北汽新能源与产业链伙伴缔结“卫蓝生态联盟”，开启百亿“换电计划”。2018年3月，北汽新能源等企业参与的国家新能源汽车技术创新中心成立。2018年9月，北汽新能源通过重大资产重组，更名“北汽蓝谷”并正式上市，自此正式成为国内新能源汽车第一股。2019年，北汽新能源高端品牌ARCFOX极狐、新BEIJING品牌正式发布亮相。

调整转型期（2020年至今）：蓄力高质量发展再出发。2020年，极狐αT在北京首钢园正式上市，作为ARCFOX高端新能源品牌首款量产车型，其提供三种续航版本、五款车型。2021年，ARCFOX极狐品牌新一代智能豪华纯电轿车阿尔法S上市，与华为携手打造的阿尔法S华为HI版也如期亮相并随后实现量产，同时发布用户共创计划。2022年，极狐阿尔法S全新HI版正式上市，共推出2个车型，分别为进阶版和高阶版。2023年，全球首款智能亲子车极狐汽车考拉正式上市，共推出四款配置车型。定位全优生超能纯电SUV阿尔法T5也在同年正式上市，共计4款车型。

图1: 北汽蓝谷发展历程



资料来源: 公司官网、公司官方微信公众号、浙商证券研究所

1.2 管理团队与股权结构

1.2.1 核心管理团队人数精简，团队人员多为公司自主培养

公司核心管理团队人数精简，团队人员多为公司自主培养。董事长代康伟于2008年加入北汽，从业经验丰富。2008年4月至2021年5月，历任北汽福田研究院新能源技术中心软件开发工程师、新能源系统开发所开发管理部副部长；北京新能源汽车股份有限公司工程研究院系统集成与标定科工程师、系统集成与标定科科长、技术中心主任助理、策略开发部副部长、策略开发部部长、院长助理、副院长。2021年3月至2021年9月，兼任北汽新能源蓝谷动力系统分公司总经理。2021年4月至2024年7月，任北京新能源汽车股份有限公司董事、总经理。2021年6月至2024年7月，任公司经理、董事。2024年7月至今，任北京汽车集团有限公司副总工程师（总经理助理级），北京新能源汽车股份有限公司董事长。2024年7月至今，任公司董事长。

表1: 公司管理团队人员情况

姓名	职务	任职日期	介绍
代康伟	董事长	2024年7月18日	北京理工大学机械工程博士，2008年4月加入北汽，曾任北京新能源汽车股份有限公司董事、总经理，2024年7月至今任北京汽车集团有限公司副总工程师（总经理助理级），北京新能源汽车股份有限公司董事长。
赵冀	董事会秘书	2022年1月1日	美国丹佛大学丹尼尔商学院金融专业硕士，曾任北京汽车集团财务有限公司投资银行部业务经理、业务主管、证券与金融管理部主管。2021年11月至今任北京新能源汽车股份有限公司董事会秘书。
张国富	总经理	2024年7月18日	北京理工大学项目管理专业工程硕士，高级工程师。曾任北京汽车集团越野车有限公司党委副书记、常务副总经理，北京汽车集团党委副书记、常务副总裁，北京汽车集团越野车有限公司总经理，北京汽车蓝谷营销服务有限公司执行董事等职务。2024年8月至今任公司董事。
何章翔	副经理	2018年11月9日	合肥工业大学学士，东南大学工商管理专业硕士、教授级高级工程师。曾任北京汽车集团有限公司整车事业本部副部长兼北汽（镇江）汽车有限公司党委书记，2018年11月至今任本公司副经理。

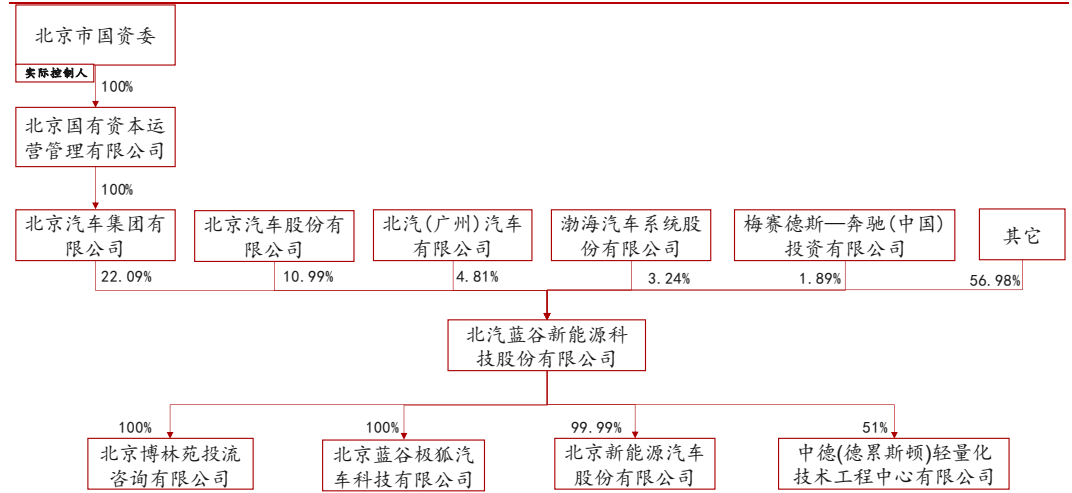
宋军	副经理, 财务总监	2021年4月28日	北京林业大学经济学学士, 中央财经大学会计专业硕士。曾任北京汽车集团有限公司财务部主管。2021年4月至今任本公司副经理, 财务总监, 职工董事。
樊京涛	副经理	2021年11月22日	北京工商大学经济管理专业学士, 曾任北京汽车股份有限公司销售本部销售部部长, 2021年11月至今任公司董事, 常务副总经理。
魏志刚	副经理	2021年11月22日	清华大学汽车工程专业学士。2011年至2015年历任北京奔驰汽车有限公司制造工程部高级经理, 综合项目管理 MFA 项目 INGCC 项目总经理。2015年7月至今任北京新能源汽车股份有限公司副总经理。
高建军	副经理	2022年11月15日	工学学士, 管理学硕士, 高级工程师(研究员级)。曾任北京汽车股份有限公司株洲分公司副总经理、常务副总经理、党委委员、副总裁兼北汽南非汽车有限公司党支部书记、总裁等职务。
高健	副经理	2022年11月15日	吉林工业大学工学学士, 高级工程师(研究员级)。高先生自2015年起先后担任北京汽车股份有限公司汽车研究院副院长, 北汽动力副总经理, 党委委员, 北京汽车研究总院有限公司党委委员, 副院长等职务。
张国富	副经理	2022年11月15日	北京理工大学项目管理专业工程硕士, 先后担任北京汽车蓝谷营销服务有限公司执行董事、公司副经理, 北京新能源汽车股份有限公司董事、常务副总经理。2024年7月至今任公司董事、总经理。
庞新福	副经理	2024年2月28日	昆明理工大学机械制造及其自动化专业工学硕士, 曾任北京新能源汽车股份有限公司工程研究院试制部部长, 兼 ARCFOX 事业部 N61 项目副总 PM, 质量副总监; 2022年11月至今任北京新能源汽车股份有限公司总经理助理。
孙佳	副经理	2024年2月28日	吉林大学汽车工程学院车辆工程专业学士, 曾任北京新能源汽车股份有限公司工程研究院车型部对标分析岗, 商品创造中心 C46DB 项目总监。2023年10月至今任公司商品创造中心主任兼 C46DB 项目总监。
刘观桥	副经理	2024年7月18日	清华大学工商管理专业学士, 曾任北京汽车集团有限公司经营与管理部(军品管理部)副部长、北京汽车集团有限公司经营与管理部(军品管理部)/数字安全与管理部部长。2024年7月至今任公司副经理。

资料来源: Wind、浙商证券研究所

1.2.2 公司的实际控制人为北京市国资委, 控股股东为北汽集团

公司的实际控制人为北京市国资委, 控股股东为北汽集团。公司继续保持对子公司极狐汽车和北汽新能源全资控股, 以此不断提升极狐品牌的市场影响力以及新能源整车和核心零部件的研发能力。北汽集团为北汽新能源引入全球化的研产销产业链资源, 并提供与重要合作伙伴的产业协同等资源支持。凭借北汽体系能力的赋能, 公司有望全面提升经营水平和管理效率, 进一步扩大业务规模、优化组织结构。

图2: 股权结构图 (截止 2024 年中报)

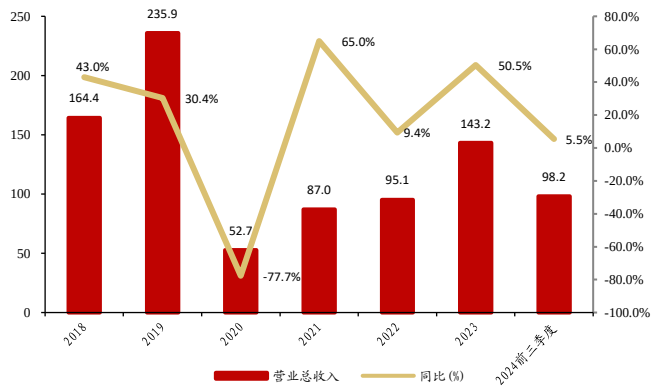


资料来源: 2024 年中报、Wind、浙商证券研究所

1.3 财务分析

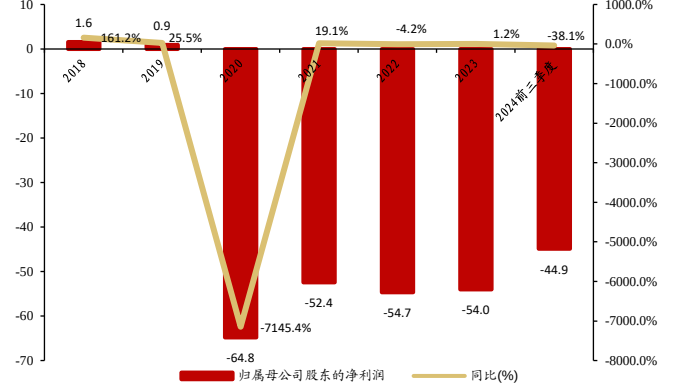
产品转型后营业收入增长迅速。2023 公司营业总收入 143.2 亿元, 同比增长 50.5%; 归母净利润-54.0 亿元; 2024 年 Q1-Q3 公司合计营业收入 98.2 亿元, 同比增长 5.5%; 归母净利润-44.9 亿元。2024 年 Q3 营业收入 60.8 亿元, 同比增长 71.9%; 环比增长 171.7%, 呈现较好的增长态势; Q3 归属上市公司股东的净利润为-19.2 亿元, 同比减少 51.0%。

图3: 公司营业收入情况 (亿元)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

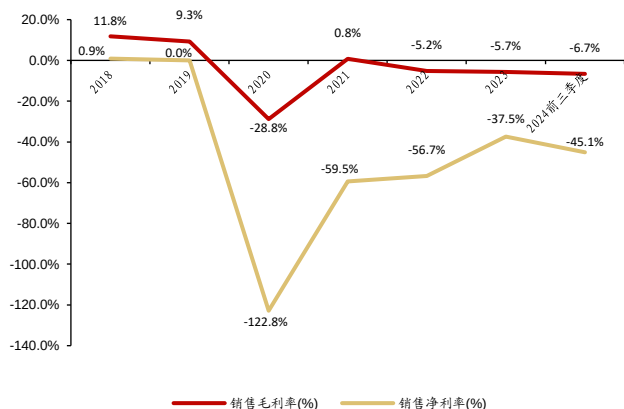
图4: 公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind、浙商证券研究所

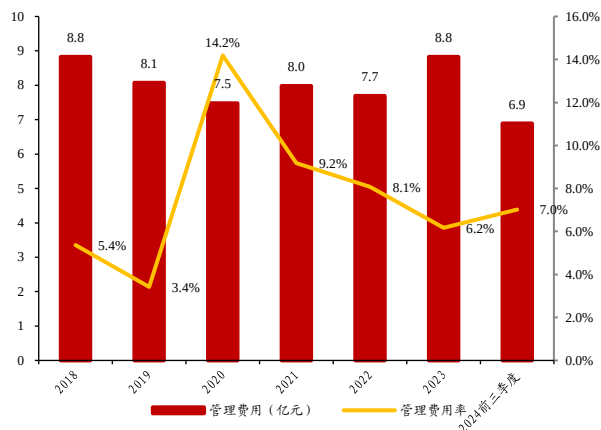
在 C 端市场销售规模扩大的推动下, 公司营收结构进一步优化, 为利润修复提供了有力支撑。2023 年公司毛利率为-5.7%, 同比下降 0.5%; 公司净利率为-37.5%, 同比增加 19.2%。2024 年前三季度公司毛利率-6.7%, 净利率为-45.1%。

图5: 公司毛利率和净利率情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

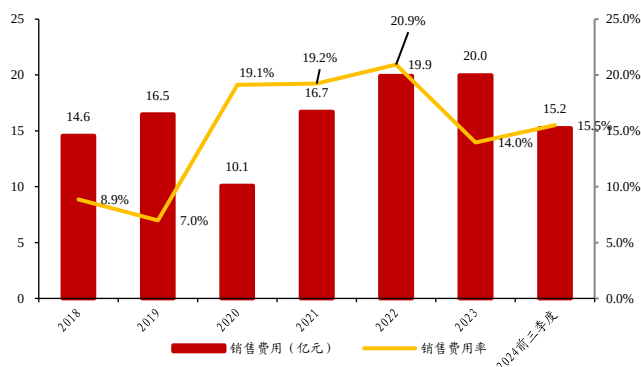
图6: 公司管理费用情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

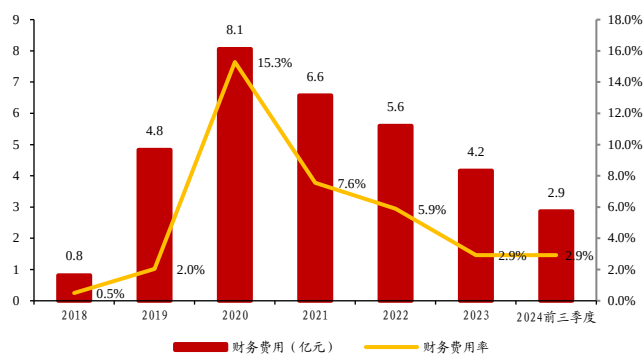
研发支出保持增长，公司持续提升自研能力。研发费用2020至2023年逐年提升，21/22/23年研发费用12.1亿元/12.5亿元/11.9亿元。公司持续投入研发，提升自主研发能力。公司2023年期间费用44.9亿元，期间费用率31.3%，同比下降16.7%，近几年来公司期间费用率有显著减少趋势。

图7：公司销售费用情况



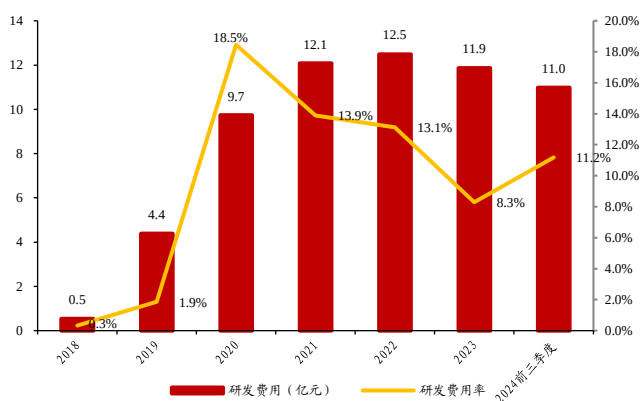
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图8：公司财务费用情况



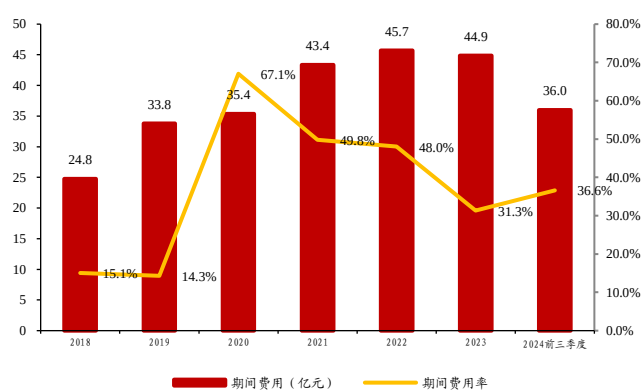
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图9：公司研发费用情况



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图10：公司期间费用情况



资料来源：Wind、浙商证券研究所

2 联袂小马智行入场高阶智驾，享界开启豪华旗舰周期

2.1 联袂小马智行，基于极狐阿尔法 T5 打造 Robotaxi 车型

2024年11月2日，北汽新能源与小马智行在北京亦庄签署L4无人驾驶车型开发技术合作协议。双方将基于极狐阿尔法 T5 车型和小马智行第七代自动驾驶软硬件系统方案，合作研发全无人 Robotaxi 车型，预计在2025年完成并推出首批极狐阿尔法 T5 Robotaxi 车型，面向国内市场推广。目前，北汽新能源和小马智行已围绕自动驾驶车规级套件研发、车型生产、底盘冗余安全设计、座舱体验创新等方面开启技术攻坚战。

北汽新能源在 Robotaxi 出行领域的布局与实践早已开始。2024年中旬，400辆基于极狐阿尔法 T 定制的无人驾驶出租车“萝卜快跑”就已经入驻武汉，为北汽新能源在无人驾驶出租车领域积累了大量的数据经验。

本次在北京市高级别自动驾驶示范区政策和北京亦庄产业政策的支持下，北汽新能源与小马智行双方宣布，预计将在未来三年内，在北京打造数千辆级别的无人驾驶出行服务

车队，以此助推北京市成为国内甚至全球示范规模最大、运行面积最大、服务人群最多、服务里程最长的高级别自动驾驶示范区。

图11: 北汽新能源与小马智行签署 L4 无人驾驶车型开发技术合作协议



资料来源：北京政府官网，公司公告，浙商证券研究所

2.2 与华为长期合作，携手推出“享界”高端轿车

2.2.1 华为三种造车模式分别对应 Tier 1、Tier 0.5、智选车

1) 零部件供应模式——Tier1。华为向厂商提供标准化的零部件，如电机、模组、激光雷达等，参与度较低。

2) 解决方案集成 HI 模式——Tier0.5。聚焦帮助车企造好车，合作方式为华为提供 HI 智能汽车全栈解决方案（SoC+OS），包括计算与通讯架构。该模式下，华为与车企联合开发，合作关系大大加深，从研发再到软硬件上车需要华为深度参与。

3) 智选车模式。华为不仅参与产品造型设计、内饰设计，提供智能化解决方案，同时还负责车型营销和终端销售。该模式下华为在渠道和品牌上深度加持，参与程度最深，开始占据主导地位。

表2: 华为三种造车模式

模式	推出时间	合作模式	合作车企	开始合作时间	首款车型发布时间
智选模式	2021 年 4 月	深度参与产品定义和整车设计，产品进入到华为渠道销售	江淮	2022 年	2025E
			赛力斯	2019 年 1 月	SF5, 2021 年 4 月
			奇瑞	2022 年	2023
			北汽蓝谷	2023 年	2024 年 6 月
Huawei Inside 模式	2020 年 10 月	和车企联合开发，提供自动驾驶软硬件、智能	北汽蓝谷	2019 年 1 月	极狐 HI 版，2021 年 5 月
			长安	2020 年 11 月	阿维塔，2022 年 8 月

		汽车全栈解决方案	广汽传祺	2024 年 4 月	2025E
零部件 Tier 1 模式	2013 年	类似于传统零部件供应商, 提供标准化产品	比亚迪、吉利、长城、一汽、奔驰、宝马等		

资料来源: IT 之家, 乘联会, 广汽集团官网, 浙商证券研究所

其中, 智选车模式包括四“界”, 分别为问界、智界、享界和尊界, 又称为鸿蒙智行生态。四“界”合作车企分别为赛力斯、奇瑞、北汽蓝谷和江淮。

2.2.2 围绕智能驾驶、智能座舱、整车电气设计形成核心技术优势

目前, 华为汽车板块已围绕智能驾驶、智能座舱、整车电气设计形成核心技术优势。

ADS 智能驾驶系统: 由华为为中国道路和交通环境设计、以用户驾乘体验为目标的全栈自动驾驶系统, 目前升级至 3.0 版本。3.0 版本全新架构的识别感知能力在 ADS 2.0 的 BEV 网络 + GOD 网络的架构基础上, 升级为 GOD 大网, 通过云端和实车训练, 智驾系统具备场景理解能力, 做出的驾驶决策更接近人类司机, 实现有路就能开的体验; 其算力方面达到 5E FLOPS, 训练数据量已达日行 3500 万公里, 模型更新速度达到 5 天一迭代。乾崮 ADS3.0 的全新架构采用 PDP 网络, 实现了预决策和规划一张网。这使得决策和规划更加类人化, 行驶轨迹更接近人类驾驶, 通行效率更高。复杂路口通过率超过 96%。

鸿蒙 OS 智能座舱: 基于鸿蒙 OS 系统开发, 利用分布式技术实现车机与手机、平板、手表等智能设备互联互通, 用户的数据和应用可以在不同设备之间自由流转, 如导航、音乐、视频等应用能够在手机和车机之间无缝切换。

整车电气系统: 华为推出“计算 + 通信”CCA 架构, 该架构倾向于博世提出的电子电气架构演进路径中的区域控制阶段, 其通过以太环网 + 区域控制器构建车内通信架构。智能座舱域控制器 CDC 主要负责信息娱乐功能, 如车机系统的显示、音频视频播放、导航等应用的运行和交互。智能驾驶域控制器 MDC 承担自动驾驶相关功能, 像环境感知数据的处理、驾驶决策的制定以及对车辆行驶状态的控制等, 以实现自动泊车、自适应巡航、车道保持等智能驾驶功能。整车控制 VDC 负责整车及底盘域的控制, 包括车辆的动力系统控制、底盘调校、车身稳定控制等, 确保车辆的基本行驶性能和安全性。多个 VIU

(Vehicle Integration Unit, 整车集成单元) 之间通过高速以太网的环形网络连接, 这种网络架构可确保整车网络的高效率和高可靠性, 实现数据的快速传输、I/O 口隔离等功能, 满足车内大量数据交互的需求。华为 DriveONE 将电力电子技术与数字化技术融合, 打造“融合极简、安全可靠、卓越体验、AI 云智”的纯电动力域解决方案; SOC15 分钟 30%-80%, SOH 检测误差小于 $\pm 3\%$, 能耗更少, 续航能力更强, 零百公里加速 3.5s, 整车续航里程提升 8.5%; 整体协同设计, 为用户提供低噪音 (NVH78dB) 优质体验。

2.2.3 携手华为, 打造“享界”高端车型

2017 年 9 月 27 日, 北汽集团与华为技术有限公司正式签署《战略合作框架协议》。双方计划在云计算、车联网、能源互联网等领域展开技术研发合作。2018 年 11 月, 双方进一步签署《深化战略合作框架协议》, 华为以 ICT 技术助力北汽新能源打造下一代智能电动汽车。

2020年10月，首款搭载华为智能网联及电动技术的量产车型极狐阿尔法 T 上市交付。该车型基于 IMC 架构，采用 Huawei Inside 模式，标志着双方技术合作进入商业化阶段。

2021年4月，双方联合发布极狐阿尔法 S 全新 HI 版，该车为首款搭载华为 HI（Huawei Inside）全栈解决方案的车型，支持城市道路高阶智能驾驶（L3 级），并集成鸿蒙 OS 智能座舱、激光雷达及高算力芯片。

2023年4月，华为宣布与北汽蓝谷的合作模式从 HI 模式升级为智选模式：华为深度参与产品定义、生产制造及营销，首款智选车型定位高端智能纯电轿车，并基于升级后的 BE22 平台开发。2024年6月，首款智选车型享界 S9 正式上市，定位为 40 万-45 万元行政级轿车，车长 5160mm，宽 1987mm，高 1486mm，轴距 3050mm。上市后连续三月占据 40 万元以上纯电轿车销量榜首。此外，享界 S9 启动增程版研发，预计 2025 年上市。增程版将采用 1.5T 增程器，续航能力进一步提升，价格较纯电版下探，目标对标 BBA 旗舰轿车。

图12：与华为 2017 年开启合作，共创高端品牌享界



资料来源：易车，新浪财经，IT 之家，公司公告，浙商证券研究所

2.2.4 享界：S9 增程版预计 2025 年上市

华为与北汽蓝谷智选合作的首款车型享界 S9 于 2024 年 6 月首次亮相。2024 年 6 月，北汽新能源与华为合作研发的 C 级新能源中大型轿车享界 S9 首度公开，预售价 39.98-44.98 万元。该车型车长 5160mm，宽 1987mm，高 1486mm，轴距 3050mm；搭载华为途灵智能底盘，采用前双叉臂+后五连杆独立悬架组合，全系标配空气悬架与 CDC 可变阻尼减振器，支持毫秒级动态调节；内饰打造行政级后排生态，后排配备零重力座椅及总裁级扶手屏，内含一键影院模式，搭载最广色域车规级投影仪，配合 32 英寸升降式投影幕布。2024 年 8 月，北汽蓝谷宣布享界 S9 启动增程版研发，预计 2025 年上市。增程版将采用 1.5T 增程器，续航能力进一步提升，价格较纯电版下探，目标对标 BBA 旗舰轿车。

图13: 享界 S9 外观



资料来源: 公司发布会、懂车帝、公司官网、浙商证券研究所

3 极狐品牌加入月销万辆俱乐部，顺应全民智驾大趋势

3.1 产品矩阵完善，多年造车经验打造研发、生产、销售、服务全链条体系

目前公司全力打造极狐、享界和 BEIJING 三大品牌。其中，极狐品牌是公司聚合全球优质资源打造的高端智能新能源汽车品牌。极狐在售车型有：全地形性能纯电 SUV 极狐阿尔法 T 森林版、智能豪华纯电轿车极狐阿尔法 S 森林版、高阶智能驾驶纯电轿车极狐阿尔法 S 先行版、智能亲子车考拉（4 座版）、大空间 SUV 考拉 S（5 座版）、超能纯电 SUV 阿尔法 T5 和高性能纯电轿跑 S5。享界品牌是公司与华为合作的全新豪华品牌，该品牌下首款合作车型全景智慧旗舰轿车享界 S9 由北汽新能源与华为联合打造。BEIJING 品牌是公司基于北汽集团六十年造车经验打造的经济智能新能源汽车品牌。截至 2024 年底，BEIJING 汽车的产品阵容中包括 EU5 和 EU5 PLUS 车型。

公司多年造车经验铸就研发、生产、销售、服务全链条体系。技术方面，公司依托三电核心技术、智能网联和自动辅助驾驶技术，以及完备的充换电服务解决方案，为用户提供电动化、智能化、个性化的驾乘体验；生产方面，公司产品以公司购建基地、与全球知名汽车制造商麦格纳合资成立且由公司控股的工厂以及与公司关联企业北汽汽车合作生产三种形式开展；销售方面，公司持续进行营销模式创新，报告期内强化用户运营、实施一车一策、区域差异化营销策略；服务层面，公司通过布局超充桩、合作推优桩、智能换电、储能、电池梯次利用等完善的服务网络提升用户能源服务体验。

图14: 北汽蓝谷品牌汇总

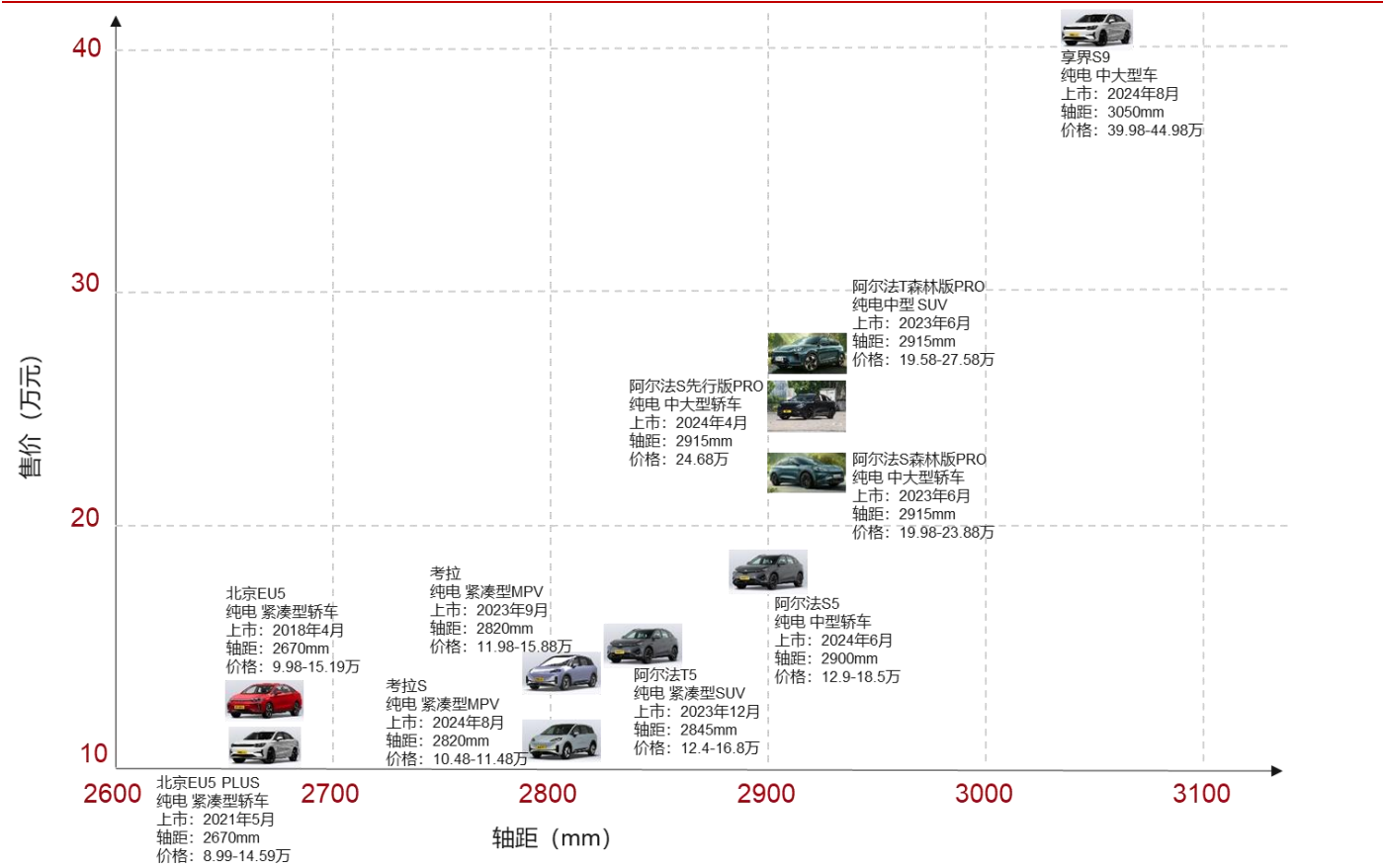


资料来源: 公司官网、懂车帝、浙商证券研究所

Beijing 品牌以紧凑型纯电动车为主, 价格带在 10-15 万元区间, 主打经济实惠。极狐品牌共涵盖六款车型, 轴距约在 2.8m-2.9m, 价格带在 10-27 万元区间, 产品矩阵丰富。享界 S9 价格带在 40-45 万元区间, 轴距为 3.05m, 定位豪华行政轿车。

华为 HI 模式赋能的极狐系列车型为北汽蓝谷销量主力。其中, 低价格带的阿尔法 S5 和 T5 销量突飞猛进, 2024 年全年销量分别为 2.2 万和 3.7 万辆, 顺应全民智能驾驶大趋势。

图15：三大品牌车型产品矩阵



资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

表3：极狐车型情况

平台架构	车型	分级	动力类型	轴距（mm）	价格带（万元）	2024 年销量（万辆）
IMC	阿尔法 S	中大型轿车	纯电	2915	16.98-30.98	0.2
	阿尔法 S5	中型轿车	纯电	2900	11.98-17.68	2.2
	阿尔法 T 森林版 PRO	中型 SUV	纯电	2915	18.58-26.08	0.1
	阿尔法 T5	紧凑型 SUV	纯电	2845	11.98-16.8	3.7
	考拉	紧凑型 MPV	纯电	2820	11.98-15.88	1.9
	考拉 S	紧凑型 MPV	纯电	2820	9.98-10.98	

资料来源：懂车帝、Marklines、浙商证券研究所

表4：Beijing 品牌数据汇总

平台架构	车型	分级	动力类型	轴距（mm）	价格带（万元）
IMC	北京 EU5	紧凑型轿车	纯电	2670	9.98-15.39
	北京 EU5 PLUS	紧凑型轿车	纯电	2670	8.99-14.59

资料来源：懂车帝、浙商证券研究所

表5: 享界品牌数据汇总

平台架构	车型	分级	动力类型	轴距 (mm)	价格带 (万元)
华为途灵	享界 S9	中大型车	纯电	3050	39.98-44.98

资料来源: 懂车帝、浙商证券研究所

3.2 极狐月销稳定破万，享界打开华为智选车产品周期

极狐 2024 年 Q4 销量数据亮眼，约为 3.43 万辆，同比+129.1%，环比+18.6%。全年累计销量 8.1 万辆，同比增长 169.91%，超过国内新能源整体增幅。以阿尔法 S5 和 T5 为首的 10-15 万价格带车型销量突飞猛进，顺应全民智驾大趋势。

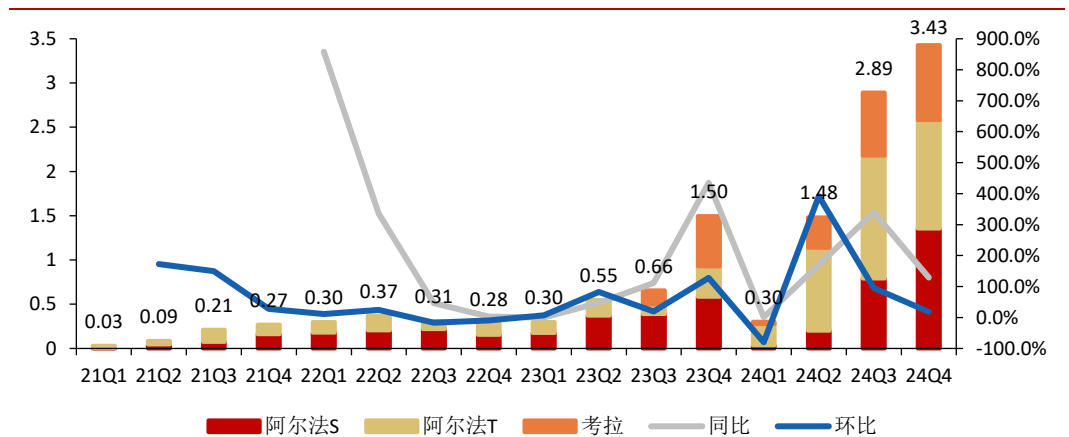
首款智选车型享界 S9 定位为 40 万元行政级轿车，车长 5160mm，宽 1987mm，高 1486mm，轴距 3050mm。

2024 年 8 月，北汽蓝谷宣布享界 S9 启动增程版研发，预计 2025 年上市。增程版价格较纯电版下探，目标对标奥迪 A6、宝马 5 系和奔驰 E 级车型。

2025 年 2 月 11 日，北汽蓝谷发布公告称，将开发 3 款享界品牌整车，投资总额为 55 亿元，拟使用募集资金 7 亿元。

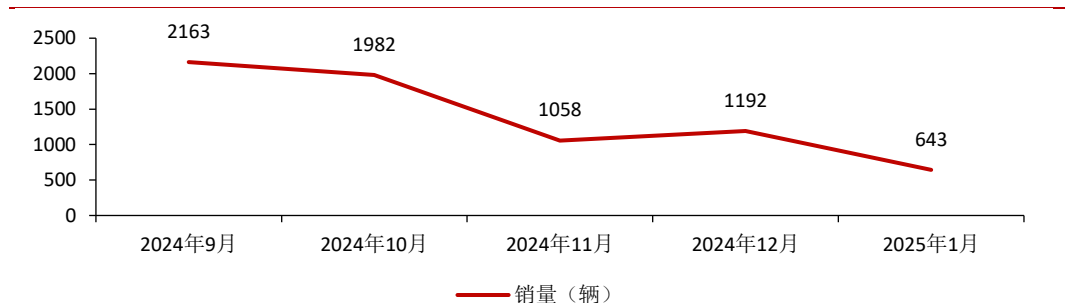
北汽蓝谷持续加码与华为的合作。2025 年享界将进一步丰富高阶智驾产品矩阵，满足不同消费者的需求。

图 16: 极狐销量数据 (万辆)



资料来源: Marklines、浙商证券研究所

图 17: 享界销量数据 (万辆)



资料来源: 车壹条、浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

销量预测

- 1) 阿尔法 S5: 作为极狐品牌 2024 年度销量主力, 其凭借高性价比 2024 共计销售 2.2 万辆。随后续增程版推出和店面扩展带来的三四线城市覆盖深化, 其有望继续保持为极狐品牌销量的核心增长引擎, 预计 2025 年销量进一步提升。
- 2) 阿尔法 T5: 作为极狐 2024 年最畅销 SUV, T5 在中型纯电 SUV 市场表现强劲, 2024 年销量达 3.7 万辆。依托家庭用户需求和下沉市场拓展, 预计未来两年保持持续增长。
- 3) 考拉系列: 定位家庭 MPV 细分市场, 需求相对稳定, 但同时受限于细分市场容量, 预计未来保持温和增长。
- 4) 享界 S9: 作为北汽蓝谷与华为合作的首款高端车型, 持续得益于华为渠道的深度赋能, 2025 年将上市后续增程版, 可进一步占领高端新能源车市场份额, 我们预计享界品牌 2025 年销量约 2 万辆。

表6: 北汽蓝谷各车型销量预测 (辆)

销量（单位：辆）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
北汽 EU 系列		37,532	62,154	24,244	24,244	24,244
北汽 EC 系列		3	-	-	-	-
北汽 EV 系列		-	-	-	-	-
北汽 EX 系列		21	-	-	-	-
极狐阿尔法 S		6,054	15,163	2,117	6,000	9,000
极狐阿尔法 S5				21,712	44,000	60,000
极狐阿尔法 T		3,775	6,549	806	600	500
极狐阿尔法 T5		-	1,018	37,107	75,000	95,000
极狐考拉		-	7,286	19,289	50,000	80,000
享界 S9 及未来新车型		-	-	8,584	35,000	50,000
总销量		47,385	92,170	113,860	234,845	318,745
YOY		80.1%	94.5%	23.5%	106.3%	35.7%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

营收预测

整车: 基于以上对各个车型的销量预测, 预计 2024~2026 年整车营业收入为 153.5/377.5/523.3 亿元, 同比增长 51.7%/145.8%/38.6%。

单价: 极狐品牌单价主要定位于 10-20 万价格带, 享界品牌单价主要定位 40-50 万价格带。预计随着未来享界品牌进一步放量, 公司整体单车价值将有所提升。

毛利率：北汽蓝谷目前仍然处于产品转型期，盈利能力相对较弱，其营收占比提升，短期对整体毛利率水平产生一定的影响。随着极狐品牌销量的持续增长，规模化效应将有助于提高该系列毛利率水平。享界品牌在毛利率上有明显优势，预计后续将带动整体毛利率水平有所提升。

表7：盈利预测

业务板块	类别	2023A	2024E	2025E	2026E
整车	营业收入	1,012,093.0	1,535,420.2	3,774,752.0	5,233,352.0
	YOY	73.2%	51.7%	145.8%	38.6%
	毛利率(%)	-10.4	-4.2	11.2	18.7
	业务收入占比(%)	70.7	77.7	89.1	91.5
营运车辆出租收入	营业收入	20993.0	22042.7	23144.8	24302.0
	YOY	13.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率(%)	25.8	25.8	30.0	30.0
	业务收入占比(%)	1.5	1.1	0.5	0.4
其他收入	营业收入	398775.3	418714.1	439649.8	461632.3
	YOY	14.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率(%)	4.8	5.0	5.0	5.0
	业务收入占比(%)	27.9	21.2	10.4	8.1
合计	营业总收入	1431861.30	1976176.94	4237546.55	5719286.28
	YOY	50.5%	38.0%	114.4%	35.0%
	毛利率	(5.7)	(2.0)	10.6	17.6

资料来源：Wind、浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议

北汽蓝谷不断创新电动智能化产品，其自主品牌借助长期积累的技术和市场经验，有望在电动智能化时代抓住机遇，打造完整的电动智能化产品矩阵。选取主营业务同样为乘用车的理想汽车、蔚来、小鹏汽车、赛力斯、江淮汽车作为可比公司，2024~2026年平均PS分别为1.95/1.28/1.01倍。后续随着与华为合作的加深，享界智驾对公司新能源汽车的充分赋能，有望形成差异化竞争优势。基于以上发展趋势，给予公司“买入”评级。

表8：可比公司估值情况（截至2025年2月28日，wind一致预期）

代码	公司名称	现价	EPS（元/股）			P/S		
		2025-2-28	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2015.HK	理想汽车-W	127.80	3.81	6.22	9.05	1.84	1.36	1.09
9866.HK	蔚来-SW	37.00	-9.69	-7.38	-5.04	1.10	0.73	0.59
9868.HK	小鹏汽车-W	86.75	-3.18	-0.85	1.22	3.90	2.01	1.47
601127.SH	赛力斯	126.88	3.92	6.60	8.36	1.32	1.03	0.88
600418.SH	江淮汽车	35.31	0.21	0.30	0.52	1.60	1.25	1.01
	可比公司平均		-0.99	0.98	2.82	1.95	1.28	1.01
600733.SH	北汽蓝谷	8.25	-1.17	-0.89	-0.34	2.33	1.09	0.80

资料来源：Wind、浙商证券研究所

5 风险提示

新能源行业增速不及预期：新能源汽车渗透率目前已达到较高水平，可能会受到新能源汽车行业增速的影响；

整车价格竞争加剧：汽车市场由于供求关系，导致价格竞争压力较大，可能会影响公司单车利润；

智能驾驶发展不及预期：华为智驾实际效果可能不及预期，带来的技术赋能可能有限；

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	15,533	19,497	33,341	42,552
现金	5,845	5,708	5,590	5,650
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6,811	10,211	21,529	29,270
其它应收款	195	269	576	778
预付账款	344	397	811	1,003
存货	1,657	2,205	4,145	5,159
其他	681	708	690	693
非流动资产	15,268	15,056	14,738	14,382
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	468	500	484	492
固定资产	4,874	5,895	5,777	5,576
无形资产	3,264	3,173	3,040	2,921
在建工程	1,475	1,106	830	622
其他	5,187	4,382	4,607	4,771
资产总计	30,801	34,553	48,079	56,934
流动负债	19,472	19,612	37,948	48,590
短期借款	5,434	4,152	11,381	16,236
应付款项	6,621	8,812	16,561	20,612
预收账款	35	80	146	190
其他	7,382	6,567	9,860	11,551
非流动负债	4,370	3,762	3,886	4,006
长期借款	1,778	1,778	1,778	1,778
其他	2,593	1,985	2,109	2,229
负债合计	23,843	23,374	41,834	52,596
少数股东权益	668	1,261	1,265	1,267
归属母公司股东权	6,291	9,918	4,979	3,071
负债和股东权益	30,801	34,553	48,079	56,934

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(465)	(6,609)	(7,850)	(4,114)
净利润	(5,365)	(5,930)	(4,934)	(1,907)
折旧摊销	1,524	363	410	424
财务费用	417	281	388	600
投资损失	55	19	37	28
营运资金变动	1,031	(104)	(1,155)	(1,601)
其它	1,874	(1,238)	(2,596)	(1,659)
投资活动现金流	(1,540)	(435)	(2)	(46)
资本支出	(456)	(1,000)	0	0
长期投资	448	(295)	63	48
其他	(1,532)	860	(65)	(94)
筹资活动现金流	4,244	6,908	7,734	4,220
短期借款	455	(1,282)	7,229	4,856
长期借款	(2,396)	0	0	0
其他	6,185	8,190	505	(636)
现金净增加额	2,239	(137)	(118)	60

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,319	19,762	42,375	57,193
营业成本	15,138	20,147	37,865	47,128
营业税金及附加	59	89	186	253
营业费用	1,999	2,569	4,238	4,575
管理费用	883	1,186	2,713	3,562
研发费用	1,186	1,581	2,119	2,860
财务费用	417	281	388	600
资产减值损失	(605)	(718)	(592)	(638)
公允价值变动损益	0	(6)	(2)	(3)
投资净收益	(55)	(19)	(37)	(28)
其他经营收益	674	243	280	334
营业利润	(5,349)	(6,590)	(5,484)	(2,120)
营业外收支	1	2	1	1
利润总额	(5,349)	(6,589)	(5,482)	(2,119)
所得税	17	(659)	(548)	(212)
净利润	(5,365)	(5,930)	(4,934)	(1,907)
少数股东损益	34	593	5	2
归属母公司净利润	(5,400)	(6,523)	(4,939)	(1,909)
EBITDA	(3,710)	(5,948)	(4,687)	(1,097)
EPS（最新摊薄）	(0.97)	(1.17)	(0.89)	(0.34)

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	50.50%	38.01%	114.43%	34.97%
营业利润	1.39%	/	16.79%	61.33%
归属母公司净利润	/	/	/	/
获利能力				
毛利率	-5.72%	-1.95%	10.64%	17.60%
净利率	-37.47%	-30.01%	-11.64%	-3.33%
ROE	-81.42%	-71.92%	-56.69%	-36.07%
ROIC	-26.02%	-28.49%	-19.69%	-5.19%
偿债能力				
资产负债率	77.41%	67.65%	87.01%	92.38%
净负债比率	49.48%	37.80%	40.53%	41.40%
流动比率	0.80	0.99	0.88	0.88
速动比率	0.71	0.88	0.77	0.77
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.60	1.03	1.09
应收账款周转率	2.45	3.30	3.89	3.27
应付账款周转率	3.31	4.16	4.75	4.04
每股指标(元)				
每股收益	-0.97	-1.17	-0.89	-0.34
每股经营现金	-0.08	-1.19	-1.41	-0.74
每股净资产	1.13	1.78	0.89	0.55
估值比率				
P/E	/	/	/	/
P/B	7.35	4.66	9.29	15.07
EV/EBITDA	-11.56	-8.71	-12.86	-59.43

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn