



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 03 月 12 日

基础数据

03 月 12 日收盘价（元）	8.10
总市值（亿元）	451.45
总股本（亿股）	55.74

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

分析师：董晓彬

S0190520080001

dongxiaobin@xyzq.com.cn

分析师：王凯丽

S0190522070001

wangkaili@xyzq.com.cn

北汽蓝谷(600733.SH)

享界 S9 增程版上市在即，盈利改善可期

投资要点：

- **北汽蓝谷成立于 2009 年，是北京汽车集团控股的新能源车企。**目前公司旗下包括 BEIJING、极狐和享界三大品牌，2024 年销量为 11.4 万辆（YOY+23.5%）。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，主要面向 B 端销售，2024 年交付量为 2.4 万辆。极狐品牌是公司新能源自主品牌，2020 年推出后销量不断提升，2024 年交付量为 8.1 万辆（YOY+170%）。享界品牌是公司与华为合作推出的新品牌，该品牌下首款合作车型全景智慧旗舰轿车享界 S9 于 2024 年 8 月上市，2024 年交付量为 0.9 万辆。
- **乘用车零售价格带持续上行，自主品牌市占率不断提升。**根据乘联会数据，近几年 30 万以上乘用车市场持续扩容，2024 年 30 万以上燃油车销量达到 188 万辆，新能源乘用车销量达到 129 万辆。根据汽车之家及 Marklines 数据，目前 30-50 万价格带 TOP10 车型仍以合资品牌为主，但得益于理想、问界等车型的推出，自主品牌市占率不断提升，2024 年达到 47%。从 2025 年新车规划来看，自主品牌新车规划明显多于合资品牌，预计自主品牌中高端市场将加速增长。
- **享界 S9 增程版预计将于 25Q2 上市，有望贡献盈利弹性。**（1）**续航：**增程版将解决纯电存在的续航焦虑问题，使用场景和受众面更广；（2）**价格：**参照问界 M9 定价策略，增程版本价格低于纯电版本，预计享界 S9 增程版价格也低于现有纯电版起售价 39.98 万，性价比将明显提升；（3）**华为赋能：**和问界 M9 一样，享界 S9 也将受益于华为品牌及鸿蒙智行渠道，智能化水平明显优于传统 BBA 油车，有望抢占部分传统油车份额。我们预计中性情况下，享界 S9 在 2025 和 2026 年分别销售 4.8、12 万辆。此外，25H2 和 26 年公司将推出与华为合作的多款新车型，预计也将贡献一定增量。
- **BEIJING 品牌盈利稳健，极狐品牌仍处于亏损状态，预计随销量提升将有明显改善。**从销量来看，BEIJING 品牌销量相对稳定，除 2023 年受疫情后网约车需求增长外，其他年份销量基本在 2-3 万辆之间；极狐品牌受益于考拉、α T5 和 α s5 等性价比更高的新车推出，2024 年销量提升明显，预计 2025 年仍维持较快增速。从利润来看，由于极狐仍处于投入期，亏损仍然较多，预计随着销量提升，极狐盈利将有明显改善。
- **投资建议：**享界 S9 增程款及其他新车将于 2025 年陆续上市，预计销量和盈利将有明显改善；极狐品牌随新车推出及销量增长，亏损有望逐步收窄。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-67.4/-21.7/13.7 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**新车销售不及预期；行业竞争加剧；后续新车推出不及预期。

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	14319	19331	42593	77788
同比增长	50.5%	35.0%	120.3%	82.6%
归母净利润（百万元）	-5400	-6738	-2167	1370
同比增长	—	—	—	—
毛利率	-5.7%	-7.0%	10.0%	12.5%
ROE	-85.8%	-123.9%	-66.3%	29.5%
每股收益（元）	-0.97	-1.21	-0.39	0.25
市盈率	—	—	—	33.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 北汽蓝谷：新能源汽车领先企业	4
1.1 依托先发优势和长期积累，转型 C 端构建核心竞争力	4
1.2 股权结构稳定，北汽集团旗下资产有望整合	5
二、 乘用车高端化：市场扩容，自主品牌崛起	7
2.1 行业规模：中高端乘用车市场持续扩容	7
2.2 竞争格局：自主品牌市占率不断提升	8
三、 享界 S9：增程版上市在即，月销量有望明显提升	11
3.1 问界 M9 成功启示：精准定位+华为赋能	11
3.2 享界 S9 销量展望：增程版上市在即，销量有望明显提升	14
四、 北京品牌稳健，极狐逐步改善	18
五、 盈利预测与估值	19
六、 风险提示	21

图目录

图 1、 北汽蓝谷发展历程	4
图 2、 公司收入及增速	5
图 3、 公司销量及增速	5
图 4、 公司归母净利润	5
图 5、 公司毛利率及归母净利率	5
图 6、 公司产能利用率处于较低水平	5
图 7、 公司折旧与摊销占收入比例相对较高	5
图 8、 公司最新股权结构（截至 2024 年 12 月 25 日）	6
图 9、 北汽集团汽车相关资产	6
图 10、 30-50 万售价 TOP10 车型及 2024 年销量情况	8
图 11、 30-50 万价格带自主、进口及合资销量（单位：万辆）	8
图 12、 30-50 万价格带自主、进口及合资销量占比	8
图 13、 购买燃油车的消费者更看重品牌	9
图 14、 购买新能源车的消费者更看重智能化	9
图 15、 30-50 万自主品牌重点车型售价及销量（单位：辆）	9
图 16、 2025 年车企上市新车统计	10
图 17、 2024 乘用车不同零售价格动力类型分布	11
图 18、 30-40 万价格带不同动力类型分布	11
图 19、 40 万以上价格带不同动力类型分布	11
图 20、 问界 M9 月销量以增程为主（单位：辆）	11
图 21、 30-50 万价格带不同车型分布	12
图 22、 30-50 万价格带 SUV 销量超过 100 万辆（单位：万辆）	12
图 23、 30-50 万售价 TOP20 车型及销量情况（单位：辆）	12
图 24、 理想 L9 与问界 M9 首批车主的促购原因对比	13
图 25、 问界新 M7 及 M9 拉动赛力斯收入提升	14
图 26、 24Q1 赛力斯扭亏为盈	14
图 27、 赛力斯销量自 23Q4 明显提升	14
图 28、 24Q1 赛力斯单车净利润转正	14
图 29、 享界 S9 月销量（单位：辆）	

图 30、 享界 S9、问界 M9 及 BBA 同价格带车型月均销量对比（单位：辆） 15

图 31、 享界 S9 和传统豪华车奥迪、宝马、奔驰参数对比 16

图 32、 北汽蓝谷产品矩阵 18

图 33、 公司各车型交付量情况（单位：辆） 18

表目录

表 1、 传统乘用车零售价格带分布（单位：万辆） 7

表 2、 传统乘用车零售价格带占比 7

表 3、 新能源乘用车零售价格带分布（单位：万辆） 7

表 4、 新能源乘用车零售价格带占比 8

表 5、 重点品牌门店数量及单店销售情况 17

表 6、 享界 S9 销量及收入、利润测算 17

表 7、 盈利预测假设 19

表 8、 盈利预测结果 19

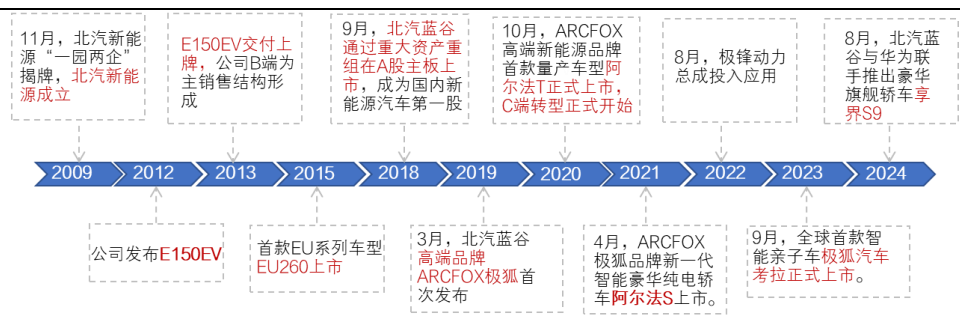
表 9、 可比公司盈利预测与估值对比（2025 年 3 月 12 日） 20

一、北汽蓝谷：新能源汽车领先企业

1.1 依托先发优势和长期积累，转型 C 端构建核心竞争力

北汽蓝谷新能源科技股份有限公司是北汽集团旗下的高科技上市公司和绿色出行智慧一体化解决方案提供商。北汽蓝谷主营业务包括纯电动乘用车研发设计、生产制造与销售服务。2013 年，公司研发 E150EV 正式交付上牌，形成以 B 端为主的销售结构。2016 年公司发布极狐品牌开启向 C 端转型的经营策略。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。北汽蓝谷以研发和创新为核心竞争力，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、个性化的极致驾乘体验。2024 年，公司联合华为共同推出豪华旗舰轿车享界 S9。公司目前旗下拥有 BEIJING 汽车、极狐、享界三大品牌。

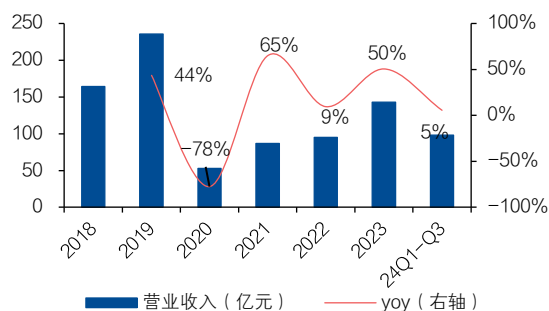
图1、北汽蓝谷发展历程



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

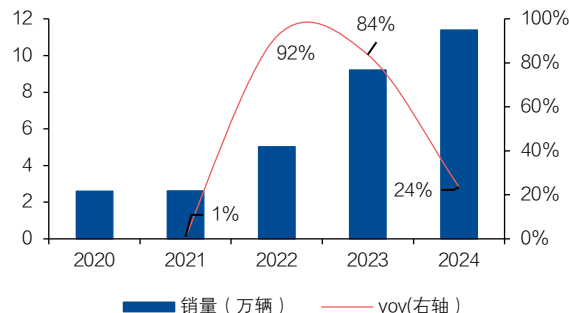
极狐品牌拉动销量提升，但同时研发投入导致亏损。从收入来看，2020 年由于受到疫情影响，公司整体营业收入下滑幅度较大，同年起公司通过推出极狐品牌首款阿尔法 T 正式开始向 C 端转型，公司销量逐渐回暖，2024 年前三季度营业收入达到 98.18 亿元，同比+5.5%。从利润来看，由于 2020 年开始进行极狐品牌的研发投入，公司 2020 年以来持续处于亏损状态，后续随着极狐和享界销量稳步提升，规模效应摊薄费用，利润有望迎来拐点。

图2、公司收入及增速



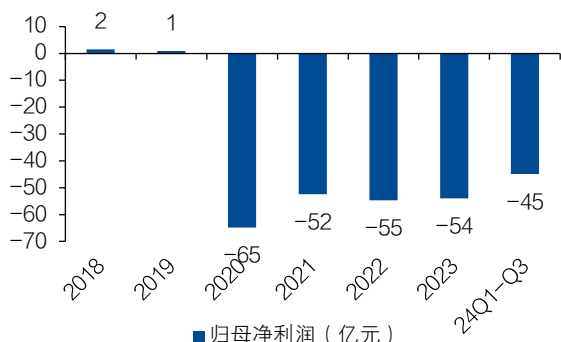
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司销量及增速



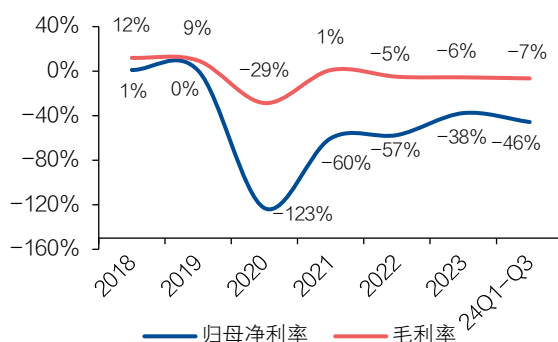
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司归母净利润



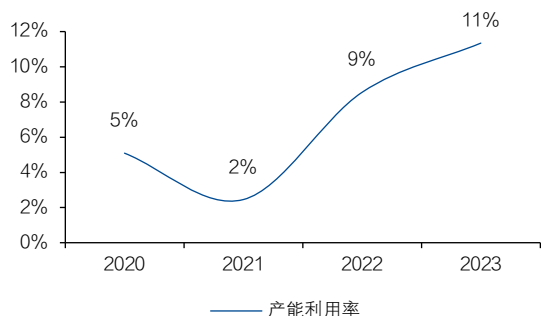
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司毛利率及归母净利率



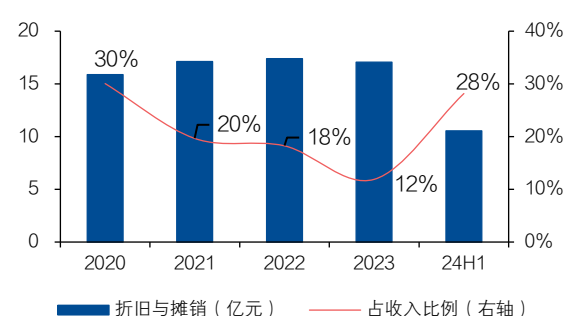
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司产能利用率处于较低水平



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司折旧与摊销占收入比例相对较高



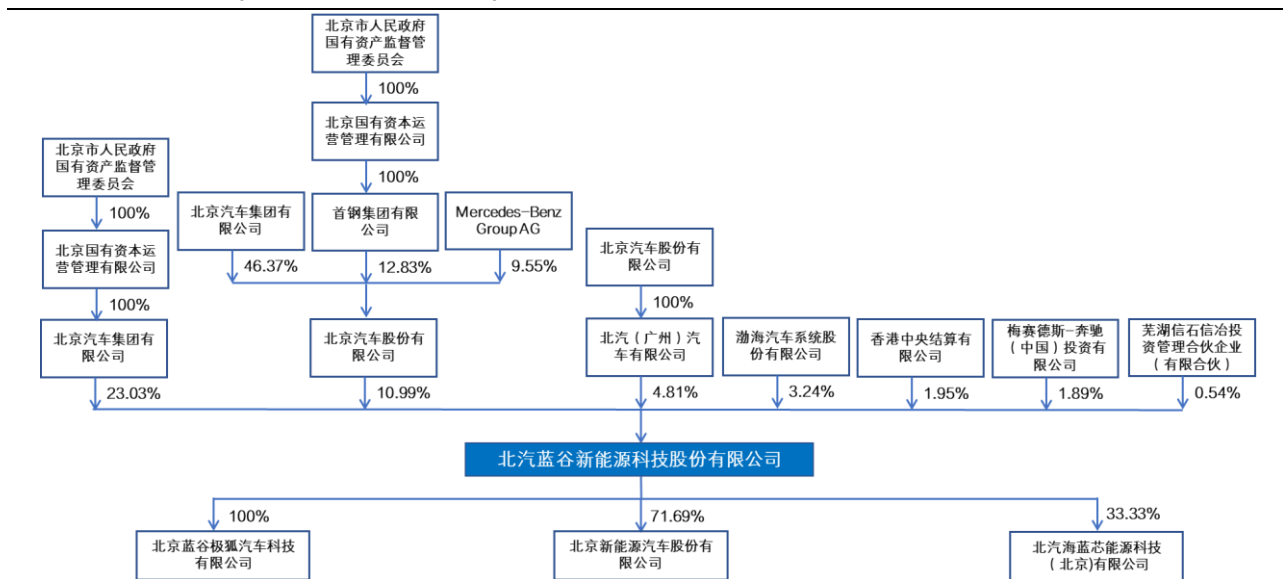
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 股权结构稳定，北汽集团旗下资产有望整合

北汽蓝谷国资背景，股权结构稳定。公司第一大股东是北京汽车集团有限公司，北京市人民政府通过控股北京国有资本运营管理有限公司 100%控股北京汽车集团有限公司。北京汽车集团有限公司持有北汽蓝谷 23.03%股权，同时持有北汽蓝谷第二大股东北京汽车股份有限公司 46.37%股权。北汽蓝谷目前旗下子公司主要有北京蓝谷极狐汽车科技有限公司、北京新能源汽车股

份有限公司以及北汽海蓝芯能源科技（北京）有限公司，分别持有 100%、71.69%以及 33.33%股权。

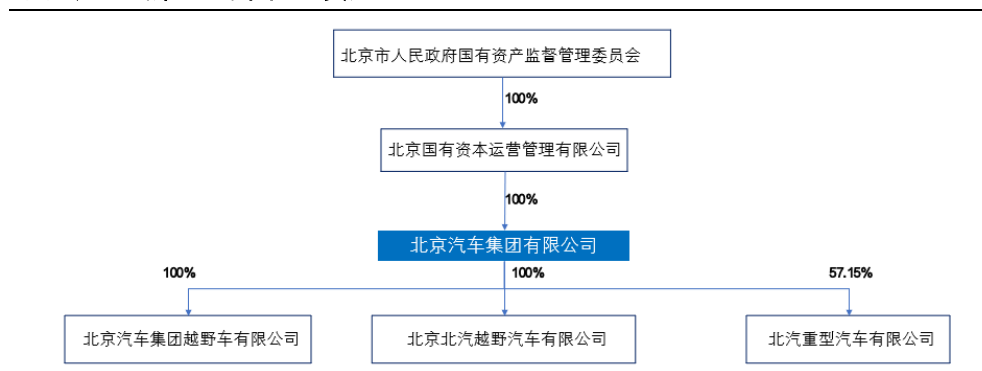
图8、公司最新股权结构（截至 2024 年 12 月 25 日）



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

国企改革不断推进，北汽集团旗下资产或有望整合。2024 年 12 月，国务院国资委在京召开中央企业专业化整合推进会，整合项目涵盖动力电池、人工智能、量子科技、矿产资源等关键前沿领域，既有央企之间的资源整合，也包括央企与地方政府、地方国企、高校、科研院所、民企之间的合资合作。2025 年 2 月 9 日，长安汽车和东风汽车同步发布公告，称正在与其他国资央企集团筹划重组事项。北汽集团作为北京市国资委控股的重要汽车集团，旗下汽车产业有望整合，助力后续增长。

图9、北汽集团汽车相关资产



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、乘用车高端化：市场扩容，自主品牌崛起

2.1 行业规模：中高端乘用车市场持续扩容

乘用车零售价格带持续上行，新能源高端化趋势明显。根据乘联会数据，近几年 30 万以上乘用车市场持续扩容，2024 年 30 万以上燃油乘用车销量达到 188 万辆，占整体燃油乘用车销售比例达到 15.7%；新能源乘用车销量达到 129 万辆，占整体新能源乘用车销售比例达到 11.8%（较 2023 年占比 15.2%略有下降，主要受 2024 年以旧换新政策影响，乘用车中低端市场回暖，中低价位消费回升）。

表1、传统乘用车零售价格带分布（单位：万辆）

价格带	2019	2020	2021	2022	2023	2024
5 万以下	48	34	27	17	12	10
5-10 万	538	406	346	247	195	153
10-15 万	705	669	626	544	511	427
15-20 万	294	283	291	270	273	242
20-30 万	197	231	235	216	196	180
30-40 万	127	126	122	127	133	138
40 万以上	60	69	69	66	77	50
总计	1969	1818	1716	1487	1397	1200

数据来源：乘联会官网，崔东树公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、传统乘用车零售价格带占比

价格带	2019	2020	2021	2022	2023	2024
5 万以下	2.4%	1.9%	1.6%	1.1%	0.9%	0.8%
5-10 万	27.3%	22.3%	20.2%	16.6%	14.0%	12.8%
10-15 万	35.8%	36.8%	36.5%	36.6%	36.6%	35.6%
15-20 万	14.9%	15.6%	17.0%	18.2%	19.5%	20.2%
20-30 万	10.0%	12.7%	13.7%	14.5%	14.0%	15.0%
30-40 万	6.4%	6.9%	7.1%	8.5%	9.5%	11.5%
40 万以上	3.0%	3.8%	4.0%	4.4%	5.5%	4.2%

数据来源：乘联会官网，崔东树公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、新能源乘用车零售价格带分布（单位：万辆）

价格带	2019	2020	2021	2022	2023	2024
5 万以下	0	11	48	57	43	63
5-10 万	16	18	45	61	83	163
10-15 万	35	20	58	167	236	333
15-20 万	22	20	38	83	115	171
20-30 万	23	30	79	149	179	231
30-40 万	2	8	21	33	91	91
40 万以上	4	5	10	18	26	38
总计	102	112	299	568	773	1090

数据来源：乘联会官网，崔东树公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

表4、新能源乘用车零售价格带占比

价格带	2019	2020	2021	2022	2023	2024
5 万以下	0.0%	9.8%	16.1%	10.0%	5.6%	5.8%
5-10 万	15.7%	16.1%	15.1%	10.7%	10.7%	15.0%
10-15 万	34.3%	17.9%	19.4%	29.4%	30.5%	30.6%
15-20 万	21.6%	17.9%	12.7%	14.6%	14.9%	15.7%
20-30 万	22.5%	26.8%	26.4%	26.2%	23.2%	21.2%
30-40 万	2.0%	7.1%	7.0%	5.8%	11.8%	8.3%
40 万以上	3.9%	4.5%	3.3%	3.2%	3.4%	3.5%

数据来源：乘联会官网，崔东树公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 竞争格局：自主品牌市占率不断提升

TOP10 车型仍以合资为主，但自主品牌市占率不断提升。根据汽车之家及 Marklines 数据，目前 30-50 万价格带 TOP10 车型仍以合资品牌为主，但从 30-50 万价格带整体市占率情况来看，得益于理想、问界等车型的推出，自主品牌市占率不断提升，2024 年达到 47%。从 2025 年新车规划来看，自主品牌新车规划明显多于合资品牌，预计自主品牌中高端市场将加速增长。

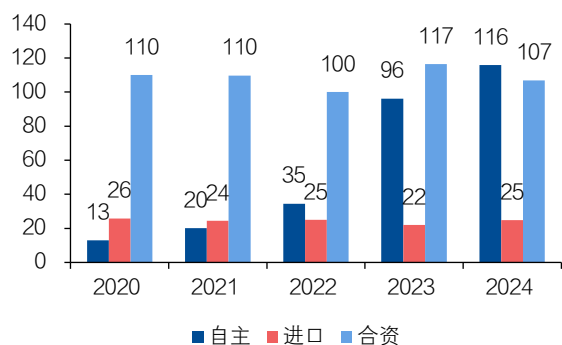
图10、30-50 万售价 TOP10 车型及 2024 年销量情况

排行	企业简称	车型	品牌类型	销量 (辆)	平均月销量 (辆)	动力	级别	类别	售价区间
1	一汽大众	奥迪A6L	合资	178841	14903	燃油	中大型	轿车	27.81-51.23万
2	戴姆勒汽车	奔驰GLC级	进口	149469	12456	燃油	中型	SUV	25.17-48.53万
3	赛力斯汽车	问界M9	自主	135295	11275	PHV	大型	SUV	46.98-56.98万
4	理想汽车	理想L7	自主	135113	11259	PHV	中大型	SUV	30.18-37.98万
5	北京奔驰	奔驰E级	合资	133191	11099	燃油	中大型	轿车	29.02-51.95万
6	华晨宝马	宝马X3	合资	110952	9246	燃油	中型	SUV	28.40-41.20万
7	华晨宝马	宝马5系	合资	89499	7458	燃油	中大型	轿车	33.99-40.59万
8	广汽丰田	赛那	合资	87988	7332	HV	中大型	MPV	26.48-37.58万
9	理想汽车	理想L9	自主	86366	7197	PHV	大型	SUV	40.98-45.98万
10	丰田汽车	雷克萨斯ES	合资	85417	7118	燃油	中大型	轿车	20.69-39.89万

数据来源：汽车之家，Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

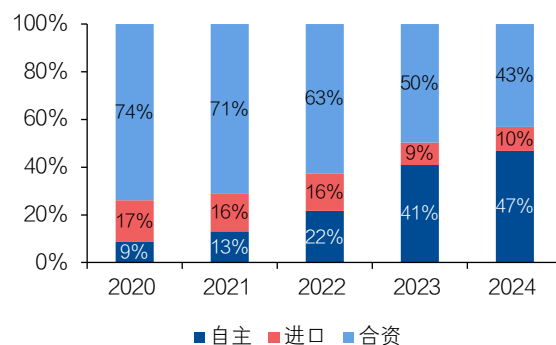
注：售价为落地价

图11、30-50 万价格带自主、进口及合资销量 (单位：万辆)



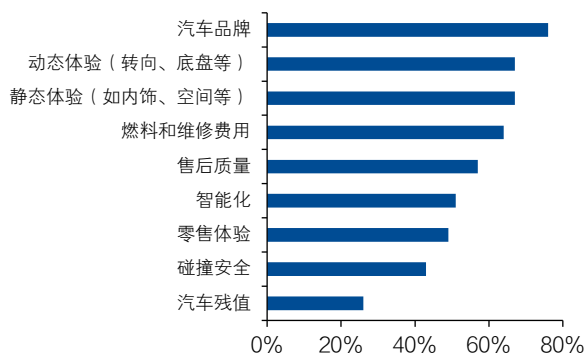
数据来源：汽车之家，Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、30-50 万价格带自主、进口及合资销量占比



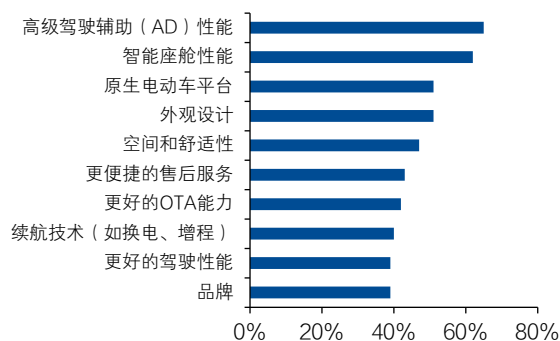
数据来源：汽车之家，Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、购买燃油车的消费者更看重品牌



数据来源：麦肯锡用户研究《2024 中国汽车消费者洞察报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、购买新能源车的消费者更看重智能化



数据来源：麦肯锡用户研究《2024 中国汽车消费者洞察报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、30-50 万自主品牌重点车型售价及销量 (单位：辆)

企业简介	品牌	车辆类型	车型	动力	指导价	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
赛力斯汽车	赛力斯	SUV	问界M9	PHV	46.98-56.98万				229	135295
理想汽车	理想	SUV	理想L7	PHV	30.18-35.98万				134637	135113
理想汽车	理想	SUV	理想L9	PHV	40.98-43.98万			40151	114063	86366
比亚迪	腾势	MPV	腾势D9	PHV	33.98-60.06万			36	100265	83031
理想汽车	理想	SUV	理想L8	PHV	32.18-37.98万			16221	118575	79117
蔚来汽车	蔚来	Cars	蔚来ET5	EV	29.80-35.60万			10396	62913	78982
蔚来汽车	蔚来	SUV	蔚来ES6	EV	33.80-39.60万	27791	41157	42319	55777	76691
吉利汽车	领克	Cars	领克03	燃油	12.78-42.03万	68457	72490	56684	66096	62385
广汽乘用车	传祺	MPV	传祺M8	燃油	17.98-34.28万			53938	60401	53615
长城汽车	坦克	SUV	坦克500	PHV	33.50-39.50万				20235	43481
岚图汽车	岚图	MPV	梦想家	PHV	32.99-44.99万			6069	16632	42632
蔚来汽车	蔚来	SUV	蔚来EC6	EV	35.80-41.60万	4750	29876	17246	11072	27977
阿维塔汽车	阿维塔	Cars	阿维塔12	EV	26.99-42.99万				3348	24306
小鹏汽车	小鹏	SUV	小鹏G9	EV	26.39-35.99万			6329	23216	21500
小鹏汽车	小鹏	MPV	小鹏X9	EV	35.98-41.98万				318	21105
吉利汽车	极氪	MPV	极氪009	EV	43.90-78.90万				18468	20657
赛力斯汽车	赛力斯	SUV	问界M9	EV	46.98-56.98万				25	16245
广汽乘用车	传祺	MPV	传祺M8	HV	17.98-34.28万			4754	30337	11813
长城汽车	坦克	SUV	坦克700新能源	PHV	42.80-70.00万					11268
吉利汽车	领克	SUV	领克09新能源	PHV	28.99-34.78万		16	13370	9720	10392
蔚来汽车	蔚来	SUV	蔚来ES8	EV	49.80-59.80万	10763	19765	13518	13683	9560
比亚迪	腾势	Cars	腾势Z9GT	PHV	33.48-41.48万					8244
比亚迪	腾势	SUV	腾势N7	EV	23.98-32.98万				5181	7756
北汽新能源	华彰	Cars	享界S9	EV	39.98-44.98万					7637
广汽乘用车	传祺	MPV	传祺E9	PHV	31.98-40.98万					7632
阿维塔汽车	阿维塔	SUV	阿维塔11	EV	27.99-42.99万			415	17693	7618
蔚来汽车	蔚来	Cars	蔚来ET7	EV	42.80-51.60万		7	22907	6007	7338
比亚迪	方程豹	SUV	豹8	PHV	37.98-40.78万					7287
长城汽车	魏牌	MPV	高山	PHV	31.58-40.58万				1816	6267
一汽红旗	红旗	Cars	红旗H9	燃油	30.98-86.00万	11228	33130	22340	14120	6262
广汽乘用车	传祺	MPV	传祺M8	PHV	17.98-34.28万				8387	6228
岚图汽车	岚图	Cars	岚图追光	PHV	25.28-38.59万				861	4379
比亚迪	腾势	MPV	腾势D9	EV	33.98-60.06万				6467	4336
阿维塔汽车	阿维塔	Cars	阿维塔12	PHV	26.99-42.99万					3937
一汽红旗	红旗	MPV	红旗HQ9	PHV	35.88-53.88万					3923
智己汽车	智己	SUV	智己LS7	EV	28.98-45.98万			28	12555	3613
北汽制造	极石	SUV	极石01	PHV	29.99-35.99万				383	2591
上汽大通	大通	MPV	大通大家9	EV	25.99-44.99万			1166	2498	1969
比亚迪	腾势	Cars	腾势Z9	PHV	33.48-41.48万					1306
一汽红旗	红旗	MPV	红旗HQ9	燃油	35.88-53.88万			3384	8835	1260
岚图汽车	岚图	Cars	岚图追光	EV	25.28-38.59万				2032	1202
比亚迪	腾势	Cars	腾势Z9GT	EV	33.48-41.48万					1155
上汽乘用车	荣威	MPV	荣威IMAX8新能源	EV	19.99-35.98万			1340	2993	936
北汽越野	北京	SUV	北京90	燃油	47.80-49.80万	427	311	386	3752	910
智己汽车	智己	Cars	智己L7	EV	29.99-41.99万		3	4657	1349	899
上汽大通	大通	MPV	大通G90	燃油	19.99-38.39万			2128	2112	856
广汽乘用车	广汽埃安	SUV	AION LX	EV	28.99-46.96万	2843		2808	1720	651
上汽大通	大通	MPV	大通大家9	PHV	25.99-44.99万					591
吉利汽车	领克	Cars	领克03	HV	12.78-42.03万			628	1010	319
北汽越野	北京	SUV	北京BJ80	燃油	29.49-43.80万	3011	3552	2079	812	259
蔚来汽车	蔚来	SUV	蔚来ET5T	EV	29.80-35.60万					107
比亚迪	腾势	Cars	腾势Z9	EV	33.48-41.48万					59

数据来源：汽车之家，Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、2025 年车企上市新车统计

类别	车企	产品	动力类型	车型	价格带	预计上市时间
传统自主	长城汽车	坦克600	插混	SUV	30-40万元	2025H1
		坦克800	插混	SUV	40-50万元	2025H1
		坦克500	插混	SUV	30-40万元	2025Q1
		坦克700	插混	SUV	40-70万元	2025Q2-Q4
		高山智驾	插混	SUV	30-40万元	2025H1
	比亚迪	腾势N9	插混	SUV-E	40-50万元	2025Q1
		腾势轿车	插混	轿车	30-50万元	2025Q2-Q4
		方程豹新车	插混	轿车	40-50万元	2025Q2-Q4
	长安汽车	阿维塔12昆仑增程正	增程	SUV	30-40万元	2025Q4
	吉利汽车	银河L9	插混	SUV-E	30-50万元	2025Q3
		沃尔沃ES90	纯电	轿车-E	20-40万元	2025年
		极氪DX1H	纯电/增程	SUV	30-50万元	2025Q3
		极氪DX1E	纯电/增程	SUV	30-50万元	2025Q4
		极氪SUV	纯电/增程	SUV-D	30-40万元	2025年
		极氪SUV	纯电/增程	SUV-E	30-40万元	2025年
	上汽	智己LS7 增程版	增程	SUV	20-50万元	2025H2
新势力	广汽	昊铂HL	纯电	SUV	30-40万元	2025Q2
		传祺E9 HW版	插混	MPV	30-40万元	2025Q2
		X9增程	增程	MPV	30-40万元	2025Q4
		G9改款	纯电	SUV	25-40万元	2025Q1
	理想汽车	纯电SUV	纯电	SUV-D	30-40万元	2025年
		纯电SUV	纯电	SUV-D	30-40万元	2025年
		L7改款	增程	SUV	30-40万元	2025Q2
		L8改款	增程	SUV	30-40万元	2025Q2
	蔚来	理想i8	纯电	SUV		2025Q3
		NioET9	纯电	轿车	70-80万元	2025Q1
	小米汽车	蔚来轿车	纯电	轿车-C	30-40万元	2025年
		MX11		SUV-D	30万元左右	2025年
		YU7	纯电	SUV	30-40万元	2025Q2
	问界	M8	增程	SUV	35万元左右	2025Q2
		M7改款	增程	SUV	25-35万元	2025H2
	尊界	C级MPV	纯电	MPV	100万元以上	2025Q4
		尊界S800	纯电/增程	SUV	100-150万元	2025Q2
合资	享界	尊界	纯电/增程	轿车	50万元以上	2025Q1
		享界S9增程	增程	轿车	35-45万元	2025Q2
		S9旅行版SUV	纯电/增程	SUV	30-40万元	2025Q4
	智界	智界S7增程	增程	轿车	20-35万元	2025Q1
	大众	A6 ETRON	纯电	轿车-E	40万元以上	2025年
		Q6-L E-TRON	纯电	SUV-E	40万元以上	2025年
		奥迪纯电新车	纯电	轿车-B	20万元以上	2025年
		奥迪纯电新车	纯电	轿车-C	30万元以上	2025年
	奔驰	CLA纯电	纯电	轿车-C	20-40万元	2025年
	宝马	X3换代	燃油	SUV-D	40-50万元	2025年
	通用	昂科旗换代	燃油	SUV-D	30-40万元	2025年
	丰田	雷克萨斯ES换代	燃油	轿车	30-40万元	2025年
		雷克萨斯UX换代	燃油/插混	SUV	25-35万元	2025年
进口	特斯拉	Model Y改款	纯电	SUV	30-40万元	2025Q1
		Model Y加长6座	纯电	SUV	30-40万元	2025Q2

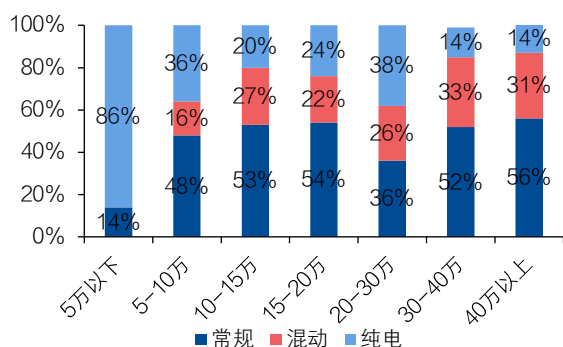
数据来源：易车网，IT之家，汽车之家，搜狐汽车，懂车帝等，兴业证券经济与金融研究院整理

三、享界 S9：增程版上市在即，月销量有望明显提升

3.1 问界 M9 成功启示：精准定位+华为赋能

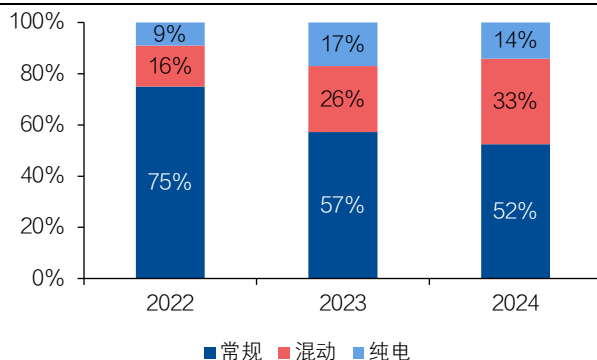
精准定位：M9 切中增程+中大型 SUV 赛道，且同价格带竞争格局较好。(1) 混动（插混+增程）销量远超纯电。相较于纯电，增程解决了消费者对续航的焦虑问题，且相较于油车有明显成本优势。根据乘联会数据，2024 年 30-40 万价格带中纯电销量占比为 14%，混动占比 33%；40 万以上价格带中纯电销量占比仍为 14%，混动占比提升至 31%。从问界 M9 销量来看，整体销售结构中增程占比超过 90%。

图17、2024 乘用车不同零售价格动力类型分布



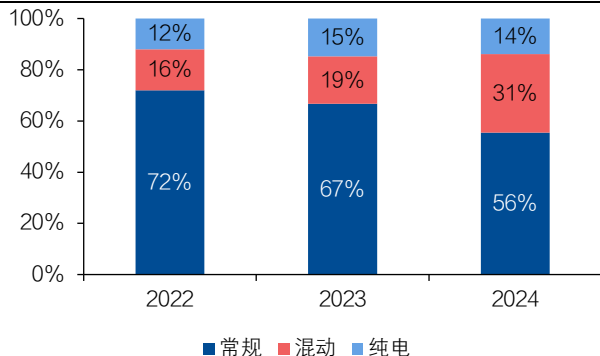
数据来源：乘联会官网，崔东树公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、30-40 万价格带不同动力类型分布



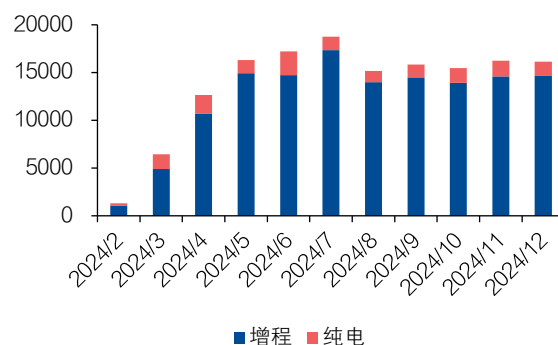
数据来源：乘联会官网，崔东树公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、40 万以上价格带不同动力类型分布



数据来源：乘联会官网，崔东树公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、问界 M9 月销量以增程为主（单位：辆）

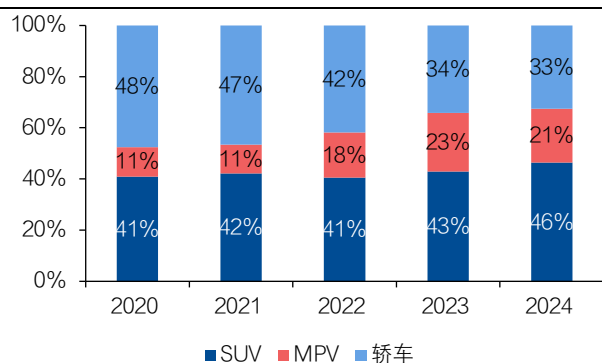


数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 30-50 万价格带 SUV 销量优于轿车，且竞争格局较好。根据汽车之家及 Marklines 数据，30-50 万价格带中 SUV 销量快速增长，从 2020 年的 61 万辆增长至 2024 年的 115 万辆，且占比不断提升。2024 年 SUV、MPV 及轿车占比分别为 46%、21%、33%，SUV 占比明显高于轿车。从竞争格局来看，2023 年之前，30-50 万价格带 SUV 仍以进口和合资品牌燃油车为主，问界 M9 同价格带的新能源产品相对较少，且同样定位商务和出行需求的竞品仅理想 L 系列。相较于

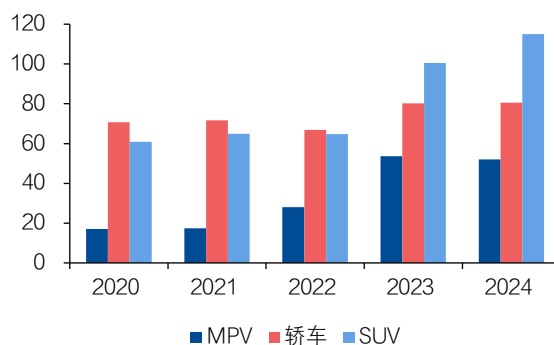
传统豪华品牌，问界 M9 智能化水平较高；相较于理想 L9，问界 M9 有华为智驾和渠道加持，因此 M9 自推出后销量快速提升，2024 年全年销量（增程和纯电全系）15 万辆，平均月销量 1.26 万辆。

图21、30-50 万价格带不同车型分布



数据来源：汽车之家，Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、30-50 万价格带 SUV 销量超过 100 万辆（单位：万辆）



数据来源：汽车之家，Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、30-50 万售价 TOP20 车型及销量情况（单位：辆）

企业简称	品牌	品牌类型	车辆类型	车型	动力	落地价	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2024年月销量
戴姆勒汽车	奔驰	进口	SUV	奔驰GLC级	燃油	25.17-48.53万	164413	134817	148679	106278	149469	12456
赛力斯汽车	赛力斯	自主	SUV	问界M9	PHV	46.98-56.98万				229	135295	11275
理想汽车	理想	自主	SUV	理想L7	PHV	30.18-37.98万				134637	135113	11259
华晨宝马	宝马	合资	SUV	宝马X3	燃油	28.40-41.20万	134710	128401	114944	116992	110952	9246
理想汽车	理想	自主	SUV	理想L9	PHV	40.98-45.98万			40151	114063	86366	7197
理想汽车	理想	自主	SUV	理想L8	PHV	32.18-39.98万			16221	118575	79117	6593
蔚来汽车	蔚来	自主	SUV	蔚来ES6	EV	33.80-39.60万	27791	41157	42319	55777	76691	6391
戴姆勒汽车	奔驰	进口	SUV	奔驰GLE级	燃油	49.78-75.05万	36020	40591	38395	41840	44968	3747
长城汽车	坦克	自主	SUV	坦克500	PHV	33.50-39.50万				20235	43481	3623
丰田汽车	雷克萨斯	合资	SUV	雷克萨斯RX	HV	30.00-53.90万	49274	48629	44550	27387	33485	2790
蔚来汽车	蔚来	自主	SUV	蔚来EC6	EV	35.80-41.60万	4750	29876	17246	11072	27977	2331
小鹏汽车	小鹏	自主	SUV	小鹏G9	EV	23.49-41.99万			6329	23216	21500	1792
丰田汽车	雷克萨斯	合资	SUV	雷克萨斯NX	PHV	19.88-42.88万	40172	36459	18579	26030	20682	1724
长安福特	福特	合资	SUV	探险者	燃油	30.98-39.98万	18912	27406	20851	27228	19308	1609
赛力斯汽车	赛力斯	自主	SUV	问界M9	EV	46.98-56.98万				25	16245	1354
长安福特	林肯	合资	SUV	航海家	燃油	27.08-41.38万	8067	19247	17411	21471	15936	1328
保时捷汽车	沃尔沃	进口	SUV	沃尔沃XC90	燃油	46.70-61.60万	16612	17608	15879	19000	15490	1291
奥迪汽车	奥迪	合资	SUV	奥迪Q7	燃油	45.98-62.37万	9898	16246	7954	17928	14819	1235
长城汽车	坦克	自主	SUV	坦克700新能源	PHV	41.90-69.10万					11268	939
吉利汽车	领克	自主	SUV	领克09新能源	PHV	25.79-36.29万		16	13370	9720	10392	866

数据来源：汽车之家，Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

华为赋能：智驾+品牌+渠道，知名度快速提升。智能化方面，除智能座舱外，问界 M9 搭载华为 ADS 智驾系统，智驾能力领先行业；品牌方面，华为通过手机业务积累的高端品牌认知成功迁移至汽车领域，问界 M9 起售价 46.98 万元，成功切入传统豪华燃油车市场；渠道方面，华为全球超 6 万家门店（含体验店、授权服务中心等）为问界提供了低成本的曝光渠道，网点触及面广，有效拉动了问界的销售。

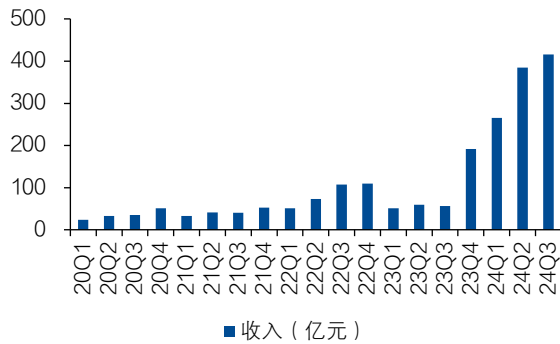
图24、理想 L9 与问界 M9 首批车主的促购原因对比

促购原因	描述	理想L9	问界M9	对比
智能驾驶	智能驾驶硬件、高速领航驾驶辅助、自动泊车等	44%	67%	-23%
智能座舱	车内屏幕、语音交互、车机生态、OTA等	60%	65%	-5%
品牌	价值观、档次、知名度、口碑、创始人等	23%	57%	-34%
安全性	车身安全、安全配置、刹车性能、驾驶视野等	28%	55%	-27%
舒适性	前后排座椅舒适、悬架类型及减震效果、空调、静音等	64%	45%	19%
配置	丰富度、先进度、配置质量等	49%	33%	16%
操控性	转弯精准度、悬挂硬度、底盘稳定度等	19%	28%	-10%
空间	乘坐空间、储物空间、空间灵活性等	62%	27%	35%
动力性	百公里加速时间、驱动形式、爬坡能力等	22%	23%	-2%
续航里程	标的续航、实际续航、续航衰减等	37%	22%	16%
内饰	造型、颜色、材质、氛围灯等	48%	20%	28%
质量	耐久性、故障率、工艺等	14%	20%	-6%
使用费用	使用成本、充电额外成本、维修保养等	21%	15%	6%
补能	充电时长、便利性、换电模式、品牌自营充电站	16%	13%	2%
购车价格	购车价格及优惠、二手车处置及残值等	15%	12%	3%
服务	提车速度、售前服务、售后服务、用户社区	30%	12%	19%
电池特性	电池品牌、种类、容量、衰减、安全等	10%	12%	-2%
外观	造型、颜色、车身尺寸、车身类型等	48%	10%	38%
政策	新能源车优惠政策、补贴和路权优势：限牌、限行、补贴	20%	7%	13%
渠道	网点分布、商业模式等	10%	2%	8%

数据来源：杰兰路公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

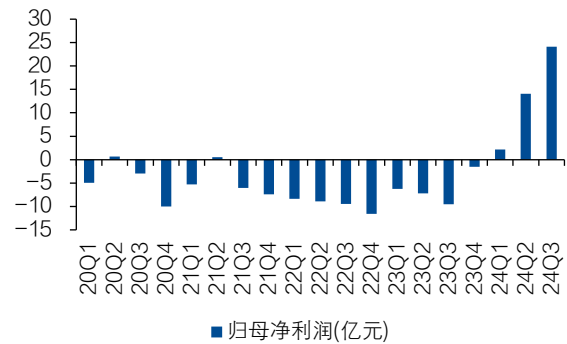
受益于问界新 M7 及 M9 放量，赛力斯业绩改善明显。23Q3 问界新 M7 上市，23Q4 问界 M9 推出，受益于两款车的销量拉动，赛力斯收入、利润改善明显。2024Q3 赛力斯实现收入 415.8 亿元、归母净利润 24.1 亿元，单车净利润 1.8 万元，盈利能力改善明显。

图25、问界新 M7 及 M9 拉动赛力斯收入提升



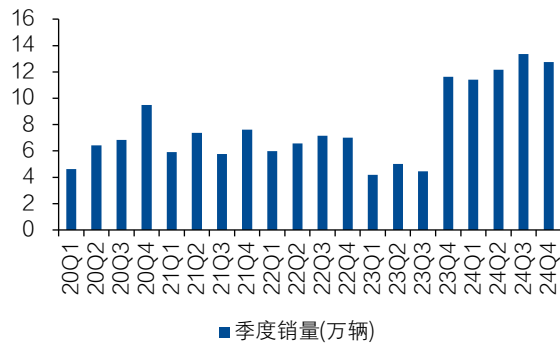
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、24Q1 赛力斯扭亏为盈



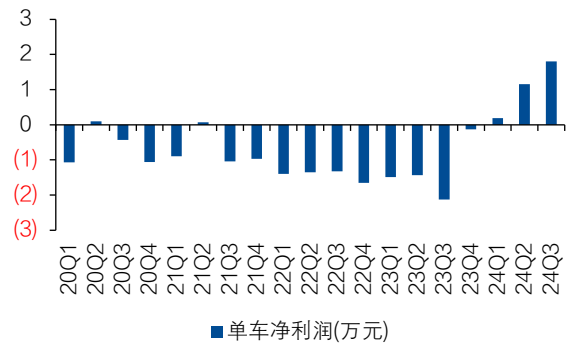
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、赛力斯销量自 23Q4 明显提升



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、24Q1 赛力斯单车净利润转正

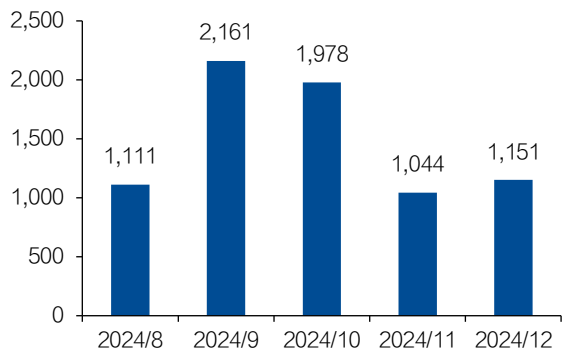


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 享界 S9 销量展望：增程版上市在即，销量有望明显提升

受限于续航焦虑,享界 S9 纯电版本 2024 年月销量 1-2k 台左右。享界 S9 于 2024 年 8 月 6 日正式上市,但目前只有纯电版本,受续航等因素影响,目前整体月均销量较问界 M9 以及传统燃油豪华车奥迪 A6L、宝马 5 系和奔驰 E 级均有较大差距 (2024 年问界 M9、奥迪 A6L、宝马 5 系以及奔驰 E 级月均销量分别为 1.3、1.5、0.8、1.2 万辆)。

图29、享界 S9 月销量（单位：辆）



数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、享界 S9、问界 M9 及 BBA 同价格带车型月均销量对比（单位：辆）

车型	2022年	2023年	2024年
奥迪A6L	9725	14583	14903
奔驰E级	10295	11884	11865
宝马5系	12883	11106	7777
问界M9	-	-	12628
享界S9	-	-	1273

数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

享界 S9 增程版即将上市，月销量有望明显改善。**(1) 续航：**增程版将解决纯电存在的续航焦虑问题，使用场景和受众面更广；**(2) 价格：**参照问界 M9 定价策略，6 座纯电 Max 版售价 50.98 万，而 6 座增程 Max 版售价 46.98 万，增程版本价格低于纯电版本，预计享界 S9 增程版价格也低于现有纯电版起售价 39.98 万，性价比将明显提升；**(3) 华为赋能：**和问界 M9 一样，享界 S9 也将受益于华为品牌及鸿蒙智行渠道，智能化水平明显优于传统 BBA 油车，有望抢占部分传统油车份额。

图31、享界 S9 和传统豪华车奥迪、宝马、奔驰参数对比

项目	享界S9 2024款		奥迪A6L 2024款	宝马5系 2024款	奔驰E级 2024款
版本	Ultra四驱旗舰版	Max后驱长航版	55 TFSI quattro 尊享动感型	530Li 尊享型	E300L 豪华型
厂商指导价 (万元)	44.98	39.98	55.89	52.59	52.98
经销商参考价 (万元)	44.98	39.98	46.95	46.59	39.48
2024年销量 (万台)		0.8	17.9 (A6L全系)	9.3 (5系全系)	14.2 (E级全系)
座位数		5座	5座	5座	5座
动力形式		纯电动	汽油+48V轻混系统	汽油+48V轻混系统	汽油+48V轻混系统
CLTC续航里程 (km)	721	816			
WLTC综合油耗 (L/100km)			8.5	6.8	6.65
动力性能					
最大功率 (KW)	390	230	250	190	190
最大扭矩 (N*m)	673	396	500	400	400
0-100Km/h加速 (s)	3.9	5.98	5.6	6.5	6.6
最大马力 (PS)	530	313	340	258	258
空间					
长宽高	5160*1987*1486		5050*1886*1475	5175*1900*1520	5092*1880*1493
轴距	3050		3024	3105	3094
安全气囊	主/副		主/副	主/副	主/副
侧气囊	前		前	前	前
头部气囊	前/后		前/后	前/后	前/后
膝部气囊					主架膝部气囊
安全带提醒	全车		前排	全车	全车
辅助驾驶					
刹车辅助	是		是	是	是
牵引力控制	是		是	是	是
车身稳定控制	是		是	是	是
并线辅助	是			是	是
车道偏离预警	是			是	是
车道保持辅助系统	是			是	是
道路交通标识识别	是		是	是	是
主动刹车/主动安全系统	是		是	是	是
座椅材质	真皮		皮/Alcantara混搭	仿皮	仿皮
后排座椅功能	加热/通风/按摩		加热		
二排座椅调节	前后/靠背/高低/腰部/腿托调节	前后/靠背调节			靠背/腿托调节
后排杯架	有		有	有	有
屏幕数量	2		2	1	1
中控屏幕尺寸	15.6英寸		10.1/8.6英寸	14.9英寸	14.4英寸
语音识别控制	多媒体/导航/电话/空调/车窗/座椅加热/座椅通风/座椅按摩		多媒体/导航/电话/空调	多媒体/导航/电话/空调	多媒体/导航/电话/空调/天窗/座椅加热/座椅通风
车联网	是		是	是	是
OTA升级	是			是	是
USB/Type C接口	前排3个/后排1个		前排2个/后排2个	前排2个/后排2个	前排3个/后排2个
智能硬件					
摄像头数量	11个			6个	6个
超声波雷达数量	12个			12个	12个
毫米波雷达数量	3个				
激光雷达数量	1个				

数据来源：汽车之家，Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

享界 S9 上市后，北汽蓝谷有望迎来盈利拐点。(1) 销量：我们按照门店数量*单店销量来测算，2024 年享界 S9 铺设的门店数量约 300 家，2025-2026 年门店数量有望进一步增加；单店销量方面，我们参照问界 M9、宝马 5 系和奔驰 E 级单店销量，假设悲观、中性、乐观情况下享界 S9 单店销量分别为 120、150、180 辆/年，由此得到中性假设下，享界 S9 在 2025 和 2026 年销量分别为 4.8、12 万辆。**(2) 单车净利：**我们参照问界 M9 单车盈利水平，赛力斯 24Q2、24Q3 单车净利分别为 1.2、1.8 万元，在此基础上我们假设 2025 和 2026 年中性预期下享界 S9 单车净利分别为 1 万、1.5 万元，由此测算 2025 和 2026 年享界 S9 贡献的净利润分别为 4.8 和 18 亿元。

表5、重点品牌门店数量及单店销售情况

品牌	门店数量（个）	单店销售（辆/年）
特斯拉	498	1333
极氪	419	506
零跑	585	464
广汽埃安	633	411
理想	844	405
蔚来	595	346
长安深蓝	791	237
小鹏	731	234
奥迪	621	288
奔驰	749	190
宝马	668	140
问界	1118	136

数据来源：Location，Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

注：门店数量为 2024 年末数据，单店销售计算公式=2024 年销量/门店数量；奥迪、奔驰、宝马、问界单店销量对应奥迪 A6L、奔驰 E 级、宝马 5 系和问界 M9 车型，非全系车型

表6、享界 S9 销量及收入、利润测算

项目	2024 年	2025E			2026E		
		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
门店数量（家）	300	500			800		
单店销售（辆）	29	120	150	180	120	150	180
销量（辆）	8584	40000	47500	55000	96000	120000	144000
单月销量（辆）	1431	6667	7917	9167	8000	10000	12000
ASP（万元）	35	31			31		
收入（亿元）	30	124	147	170	297	372	446
单车净利（元）	8000	8000	10000	12000	10000	15000	18000
净利润（亿元）	0.7	3.2	4.8	6.6	9.6	18.0	25.9

数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

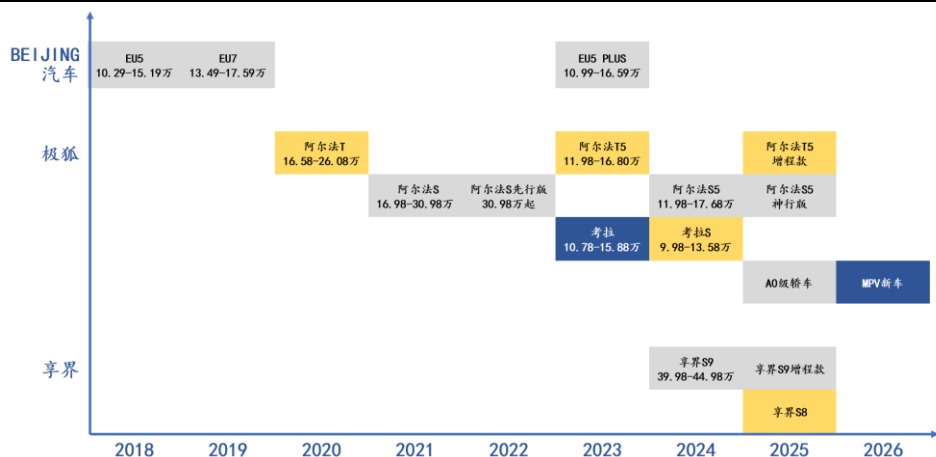
注：单店销量方面，参照问界 M9、宝马 5 系和奔驰 E 级单店销量，假设悲观、中性、乐观情况下享界 S9 单店销量分别为 120、150、180 辆/年；单车盈利方面，参照问界 M9 单车盈利水平，赛力斯 24Q2、24Q3 单车净利分别为 1.2、1.8 万元，在此基础上我们假设 2025 和 2026 年中性预期下享界 S9 单车净利分别为 1 万、1.5 万元

享界 S9 增程版上市后仍有其他新车布局，销量及盈利或好于预期。预计 25H2 和 26 年公司仍有新车型上市，将带来销量和利润增量。此外，随着华为鸿蒙智行渠道的拓展，享界 S9 及相关车型销量将进一步提升。

四、北京品牌稳健，极狐逐步改善

目前公司旗下包括 **BEIJING**、极狐和享界三大品牌。**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，主要面向 **B** 端销售。极狐品牌是公司新能源自主品牌，2020 年推出后销量不断提升。享界品牌是公司与华为合作推出的新品牌，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，于 2024 年 8 月上市。

图32、北汽蓝谷产品矩阵



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

BEIJING 品牌盈利稳健，极狐品牌仍处于亏损状态，预计随销量提升将有明显改善。从销量来看，**BEIJING** 品牌销量相对稳定，除 2023 年受疫情后网约车需求增长外，其他年份销量基本在 2-3 万辆之间；极狐品牌受益于考拉、 α T5 和 α S5 等性价比更高的新车推出，2024 年销量提升明显，预计 2025 年仍维持较快增速。从利润来看，由于极狐仍处于投入期，亏损仍然较多，预计随着销量提升，产能利用率改善和折旧摊销费用率摊薄，极狐盈利将有明显改善。

图33、公司各车型交付量情况（单位：辆）

企业简称	品牌	国产进口	车辆类型	车型	HV/PHV/EV	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
北京汽车	北京	国产	Cars	北京EU5	EV	25205	20121	37556	62156	24259
北京汽车		国产	Cars	北京EU7	EV					
北汽新能源	极狐	国产	MPV	北汽ARCFOX Kaola	EV				7286	19289
北汽新能源		国产	Cars	北汽ARCFOX α S	EV		2816	7593	15195	2113
北汽新能源		国产	Cars	北汽ARCFOX α S5	EV					21712
北汽新能源		国产	SUV	北汽ARCFOX α T	EV	709	3190	5030	6517	796
北汽新能源		国产	SUV	北汽ARCFOX α T5	EV				1018	37107
北汽新能源	享界	国产	Cars	享界S9	EV					8584
总销量（产销快报）						25914	26127	50179	92172	113860
北京						25205	20121	37556	62156	24259
极狐						709	6006	12623	30016	81017
享界										8584

数据来源：公司公告，Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

五、盈利预测与估值

- **BEIJING**：北京品牌 2025 年没有新车推出，预计销量相对稳健，2026 年预计有新车型，销量有望实现增长；我们假设 2024-2026 年 BEIJING 品牌销量分别为 2.4、2、3 万辆。
- **极狐**：极狐品牌 2025 年将有 α T5 增程款、 α S5 神行版以及 A0 级轿车推出，2026 年将有 MPV 推出，预计 2024-2026 年销量分别为 8.1、13、16 万辆。
- **享界**：享界品牌 2025 年将推出 S9 增程款以及新车型，预计 2024-2026 年销量分别为 0.9、4.8、12 万辆。

表7、盈利预测假设

	项目	2023	2024E	2025E	2026E
BEIJING	收入（亿元）	62.2	24.3	20.0	30.0
	销量（辆）	62156	24259	20000	30000
极狐	收入（亿元）	43.9	118.6	183.8	219.6
	销量（辆）	30016	81017	130071	160104
享界	收入（亿元）		30.4	147.1	371.7
	销量（辆）		8584	47500	120000

数据来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表8、盈利预测结果

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	14319	19331	42593	77788
同比增长	50.5%	35.0%	120.3%	82.6%
归母净利润（百万元）	-5400	-6738	-2167	1370
同比增长	—	—	—	—
毛利率	-5.7%	-7.0%	10.0%	12.5%
ROE	-85.8%	-123.9%	-66.3%	29.5%
每股收益（元）	-0.97	-1.21	-0.39	0.25
市盈率	—	—	—	33.0

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 我们选取长安汽车、长城汽车、赛力斯、上汽集团、广汽集团作为可比公司。五家可比公司 2024-2026 年 PE 均值分别为 29.9、18.7、15.8 倍。公司享界品牌仍有新车型持续推出，销量有望进一步提升，贡献盈利弹性，给与一定估值溢价，2026 年 PE 为 33 倍（对应 2025 年 3 月 12 日收盘价）。

表9、可比公司盈利预测与估值对比（2025年3月12日）

代码	公司	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
000625	长安汽车	1,304	1.1	0.6	0.9	1.1	11.5	20.4	14.8	12.3	1.8
601633	长城汽车	2,291	0.8	1.5	1.8	2.1	32.6	17.9	14.8	12.9	3.0
601127	赛力斯	1,945	-1.6	4.0	6.8	8.5	-	32.4	19.0	15.1	17.0
600104	上汽集团	1,812	1.2	0.5	1.0	1.2	12.8	32.9	15.7	13.4	0.6
601238	广汽集团	877	0.4	0.2	0.3	0.3	2,298.2	45.9	29.1	25.1	0.8
	平均值						455.2	29.9	18.7	15.8	4.6
600733	北汽蓝谷	451.5	-1.0	-1.2	-0.4	0.2	-	-	-	33.0	25.1

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：除北汽蓝谷外，其余公司数据来源于 wind 一致预期

- 投资建议：**享界 S9 增程款及其他新车将于 2025 年陆续上市，预计销量和盈利将有明显改善；极狐品牌随新车推出及销量增长，亏损有望逐步收窄。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-67.4/-21.7/13.7 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

六、风险提示

- **新车销售不及预期：**享界 S9 增程版对公司业绩提升较为重要，若新车销售不及预期，会对公司收入和利润增长产生一定负面影响；此外，极狐销量增长也有助于公司扭亏为盈，若极狐新车销量增长不及预期，也会影响公司业绩。
- **行业竞争加剧：**新能源汽车行业竞争较为激烈，若友商在同价格带推出性价比更高的同款车型，会对公司新车销售产生一定负面影响，进而影响业绩。
- **后续新车推出不及预期：**享界 S9 增程版上市之后，25H2 和 26 年预计公司将推出与华为合作的多款新车型，若后续新车推出不及预期，会影响中期业绩增长。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	15533	14710	23634	44188
货币资金	5845	4503	7423	22750
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	6811	6379	9350	9559
预付款项	344	470	872	1548
存货	1657	2164	3996	7151
其他	876	1194	1992	3181
非流动资产	15268	18804	18477	17085
长期股权投资	468	438	438	438
固定资产	4874	6179	6888	6626
在建工程	1475	1075	875	775
无形资产	3264	7542	6820	6098
商誉	0	0	0	0
其他	5187	3569	3455	3147
资产总计	30801	33513	42111	61273
流动负债	19472	23012	33813	51634
短期借款	5434	5934	6134	6182
应付票据及应付账款	6621	10257	19010	33754
其他	7417	6820	8669	11698
非流动负债	4370	4362	4262	4162
长期借款	1778	1778	1778	1778
其他	2593	2584	2484	2384
负债合计	23843	27374	38075	55796
股本	5574	5574	5574	5574
未分配利润	-22782	-29520	-31687	-30523
少数股东权益	668	701	764	837
股东权益合计	6959	6139	4035	5477
负债及权益合计	30801	33513	42111	61273

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	-5400	-6738	-2167	1370
折旧和摊销	1707	1597	1834	1932
营运资金的变动	2577	3072	4438	12385
经营活动产生现金流量	-465	-1634	4539	16131
资本支出	-1570	-4925	-1469	-502
长期投资	13	30	0	0
投资活动产生现金流量	-1540	-5156	-1509	-542
债权融资	-1880	-472	100	-52
股权融资	6034	5888	0	0
融资活动产生现金流量	4244	5447	-109	-262
现金净变动	2239	-1342	2920	15327

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14319	19331	42593	77788
营业成本	15138	20684	38333	68065
税金及附加	59	80	177	323
销售费用	1999	1933	2556	3889
管理费用	883	967	1278	1556
研发费用	1186	2126	2130	2334
财务费用	417	116	142	98
投资收益	-55	-50	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-47	-65	-50	-50
资产减值损失	-558	-92	-110	-110
营业利润	-5349	-6703	-2102	1444
营业外收支	1	-2	-2	-2
利润总额	-5349	-6705	-2104	1442
所得税	17	0	0	0
净利润	-5365	-6705	-2104	1442
少数股东损益	34	34	63	72
归属母公司净利润	-5400	-6738	-2167	1370
EPS(元)	-0.97	-1.21	-0.39	0.25

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业总收入增长率	50.5%	35.0%	120.3%	82.6%
营业利润增长率	-	-	-	-
归母净利润增长率	-	-	-	-
盈利能力				
毛利率	-5.7%	-7.0%	10.0%	12.5%
归母净利率	-37.7%	-34.9%	-5.1%	1.8%
ROE	-85.8%	123.9%	-66.3%	29.5%
偿债能力				
资产负债率	77.4%	81.7%	90.4%	91.1%
流动比率	0.80	0.64	0.70	0.86
速动比率	0.67	0.50	0.54	0.67
营运能力				
资产周转率	46.1%	60.1%	112.6%	150.5%
每股资料(元)				
每股收益	-0.97	-1.21	-0.39	0.25
每股经营现金	-0.08	-0.29	0.81	2.89
估值比率(倍)				
PE	—	—	—	33.0
PB	7.2	8.3	13.8	9.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn