

**上海证券**
SHANGHAI SECURITIES**增持（首次）**

行业：汽车

日期：2025年06月17日

分析师：仇百良

E-mail: qiubailiang@shzq.com

SAC 编号: S0870523100003

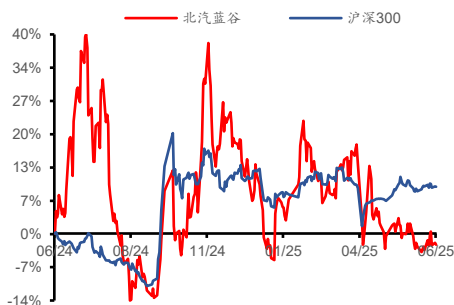
分析师：李煦阳

E-mail: lixuyang@shzq.com

SAC 编号: S0870523100001

基本数据

最新收盘价（元）	7.26
12mth A 股价格区间（元）	6.42-10.43
总股本（百万股）	5,573.50
无限售 A 股/总股本	87.65%
流通市值（亿元）	354.66

最近一年股票与沪深 300 比较**相关报告:****极狐矩阵重构增长新势，华为智驾赋能
高端转型****■ 投资摘要**

老牌新能源车企，高端化转型再发力。公司背靠北汽集团（实控人北京市国资委），旗下北汽新能源是中国首家获得新能源汽车生产资质的企业，早期以B端市场为主，2018年重组上市，2020年开启高端化转型，逐步形成极狐、享界、BEIJING三大品牌矩阵，覆盖经济至高端市场。公司销量持续复苏，2024年至11.39万辆，同比+23.53%，其中极狐占比71.15%，2025Q1至2.77万辆，同比+173.80%。

短期，极狐品牌产品矩阵逐步完善，提振公司销量，助力公司营收及盈利能力提升。极狐定位高端智能纯电品牌，依托麦格纳智造体系与华为智驾技术，覆盖10-35万元市场。2024年销量8.10万辆，同比+169.91%，主力车型S5/T5及考拉贡献超90%。公司利用价格下探与场景化产品提升市场竞争力，2025年4月新6系上市进一步降低智驾门槛，有望打开增量空间。极狐销售渠道快速扩张，规划2025年一到五线城市门店覆盖率达90%，叠加全球化布局（出口中东、拉美等），未来增长动能强劲。

中长期，华为智选赋能享界品牌，剑指BBA燃油腹地。享界S9为北汽与华为联合打造的行政旗舰轿车，搭载华为ADS 3.0及D级车专属平台，增程版起售价30.98万元（纯电版本起售价39.98万元），对标奔驰E级、宝马5系、奥迪A6L等传统豪华车型。依托华为智驾技术、续航优势及智能化配置。我们认为，未来享界S9凭借差异化竞争力，特别增程版上市后，有望持续抢占豪华轿车市场份额，潜在替代空间广阔。华为渠道赋能与品牌协同效应，将进一步强化其市场突破潜力。

■ 投资建议

首次覆盖，给予“增持”评级。预计公司2025-2027年实现营业收入262.30、401.21、525.81亿元，同比分别为+80.75%、+52.96%、+31.06%；归母净利润分别为-41.49、-26.07、5.27亿元。对应2025年6月17日市销率分别为1.54X、1.01X、0.77X。

■ 风险提示

高端新能源汽车渗透率不及预期、技术迭代与项目进展不及预期、新能源汽车市场竞争加剧、成本控制与盈利风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14512	26230	40121	52581
年增长率	1.3%	80.8%	53.0%	31.1%
归母净利润	-6948	-4149	-2607	527
年增长率	-28.7%	40.3%	37.2%	120.2%
每股收益（元）	-1.25	-0.74	-0.47	0.09
市盈率（X）	—	—	—	76.79
市净率（X）	7.34	8.22	16.70	13.44

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025年06月17日收盘价）

目 录

1 公司概况：背靠北汽集团，蓄力高端化发展	4
1.1 蓄力高质量发展，国资委控股新能源车企	4
1.2 极狐+享界+BEIJING，三品牌覆盖经济到高端车型	5
1.3 销量回暖，营收改善，业绩阶段性承压	7
2 双智驾品牌×智驾平权，全场景重构增长动能	9
2.1 极狐麦格纳智造筑基，场景化产品+价格下探拓市场	9
2.2 华为智驾赋能享界，豪华+增程有望破局 BBA 壁垒	12
2.3 全球市场多极突破，新能源全球化布局日渐成型	13
3 多维优势联袂，智造生态聚合增长新引擎	15
3.1 鸿蒙生态重构造车范式，HI 模式质变智选	15
3.2 智驾链协同，优质制造体系助力公司产品技术领先	16
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测	18
4.2 投资建议	18
5 风险提示	19

图

图 1：北汽蓝谷发展历程	4
图 2：公司股权架构（截至 2025 年 3 月 31 日）	5
图 3：公司在售车型	6
图 4：2025 年 1-4 月累计销量同比增长 193%	7
图 5：2025Q1 营收同比+150.75%	8
图 6：公司毛利率承压	8
图 7：公司极狐车型矩阵	10
图 8：公司极狐品牌部分车型销量（辆）	10
图 9：极狐阿尔法新 6 系上市	11
图 10：30 万以下新能源乘用车销量情况	11
图 11：30 万以下新能源乘用车纯电动汽车销量	11
图 12：享界 S9 九大卖点	12
图 13：35-45 万元车型竞争格局分布	12
图 14：各细分赛道新能源车型销量渗透率	13
图 15：豪华新能源用户产品力关注点	13
图 16：极狐拿下萝卜快跑 Robotaxi 第一车	16
图 17：公司与小马智行合作	16
图 18：享界超级工厂首个人形机器人“质检员”	17

表

表 1：公司新任领导情况	5
表 2：公司工厂建设情况	6
表 3：定增募资情况	8
表 4：公司与麦格纳合作情况	9
表 5：公司出海进展	13

表 6：华为参与造车历程.....	15
表 7：华为车企合作情况.....	15
表 8：公司与华为合作历程	16
表 9：公司分业务盈利预测（单位：百万元人民币）	18

1 公司概况：背靠北汽集团，蓄力高端化发展

1.1 蓄力高质量发展，国资委控股新能源车企

中国新能源汽车第一股，高端化转型再发展。北汽蓝谷子公司北汽新能源于 2009 年成立，是中国首家独立运营、首个获得新能源汽车生产资质的企业。目前公司正全力打造享界、极狐和 BEIJING 三大品牌，2024 年公司实现销量 11.39 万台，同比+23.53%，其中极狐品牌销量 8.10 万台，同比+169.91%。

2009-2013 年是公司蓄力成长期，实现了自主新能源产业破冰。2014-2019 年公司进入高速发展期：2018 年登陆 A 股主板，成为中国新能源汽车第一股；2019 年极狐品牌全球首发。2020 年起，公司进入调整转型期，2021 年 4 月，与华为打造阿尔法 S 华为 HI 版；2023 年 8 月，与华为开展智选合作，成为唯一与华为实现“HI+智选”双模式合作的车企；2024 年 8 月全景智能旗舰轿车享界 S9 上市。2025 年 4 月极狐阿尔法 S6/T6、享界 S9 增程版上市。

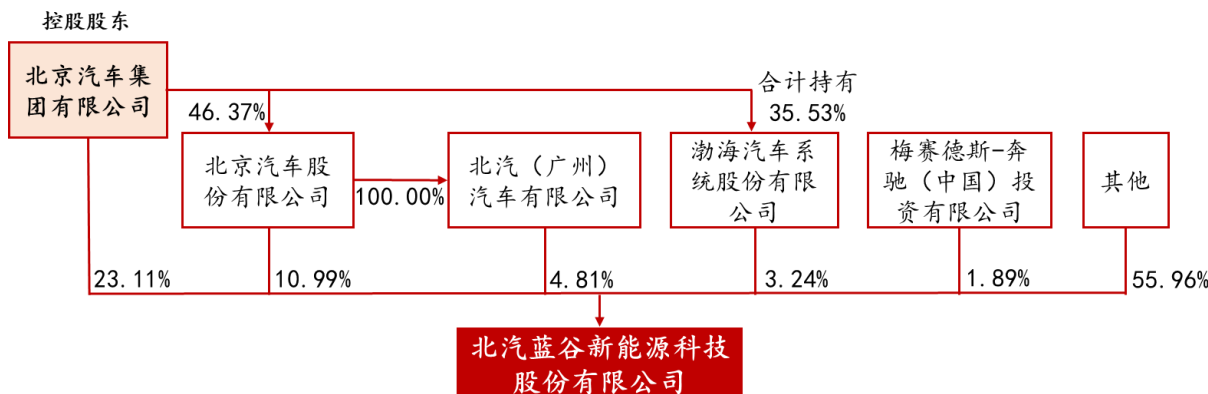
图 1：北汽蓝谷发展历程

2009年-2013年，蓄力成长期，实现自主新能源产业破冰	
2009. 11	北京新能源汽车股份有限公司成立
2012. 4	首批E150EV纯电动车以出租车形式示范运营
2014年-2019年，高速发展期，以创新领跑行业快速增长	
2014. 3	北汽新能源完成股份制改革
2015. 2	开通国家部委首个纯电动汽车分时租赁网点
2016. 11	全新平台EC180车型在青岛基地投产
2018. 6	与麦格纳、镇江市政府签署高端智能纯电动汽车三方合作协议
2018. 9	北汽新能源A股上市，SST先锋更名为北汽蓝谷
2019. 3	ARCFOX极狐品牌全球发布
2019. 10	新BEIJING品牌正式发布
进入2020年，调整转型期，蓄力高质量发展再出发	
2020. 10	极狐首款量产车型——极狐阿尔法T上市
2021. 4	极狐阿尔法S上市，与华为携手打造阿尔法S华为HI版
2022. 5	极狐阿尔法S全新HI版正式上市
2023. 9	极狐考拉上市
2023. 12	极狐阿尔法T5上市
2024. 3	与宁德时代和小米共建电芯工厂
2024. 6	极狐获首批L3智能网联汽车准入试点资格，极狐阿尔法S5上市
2024. 8	享界S9上市
2025. 4	极狐S6/T6上市，享界S9增程版上市

资料来源：公司官网，北汽集团官网，京华时报，央广网，上海证券研究所

公司控股股东为北汽集团，合计持有公司 31.59%股份，实控人为北京市国资委。截至 2025 年 3 月底，北汽集团直接控股 23.11%，通过北京汽车、北汽（广州）、渤海汽车等公司间接持股 8.48%。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

管理层调整驱动战略升级，资深履历强化经营效能。2025 年 3 月 18 日，公司发布董事长、经理、董事会秘书等职务变更公告，公司选举张国富为董事长、刘观桥为公司经理与董事候选人、乔元华为董事会秘书。此次人事调整通过内部晋升与外部引进相结合，开启营销与资本市场双驱动战略，助力公司高质量发展。

表 1：公司新任领导情况

人员	任职	职业经历
张国富	董事长	2019年起：北京汽车集团越野车有限公司党委副书记、常务副总经理，北京汽车股份有限公司党委副书记、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。 2022年11月-2024年7月：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：北京新能源汽车股份有限公司董事、总经理。 2024年7月-2025年3月：公司经理。 2024年8月至今：公司董事。
刘观桥	经理	2002年起：东南汽车有限公司销售管理师，上海大众汽车销售公司福建区域经理，北京现代汽车有限公司销售本部南区事业部广东区域经理、广东办事处主任、管理科科长，北京现代汽车有限公司销售本部东区事业部促销支援科科长，北京现代汽车有限公司销售本部北区事业部负责人、代理部长、事业部部长，北京现代汽车有限公司销售本部销售管理部部长、销售管理室室长，北京汽车集团有限公司经营与管理部(军品管理部)副部长等。 2023年11月-2024年7月：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：北京新能源汽车股份有限公司副总经理、董事。 2024年7月-2025年3月：公司副经理。
乔元华	董事会秘书	曾任职于汇丰前海证券有限责任公司、HSBC Markets (Asia) Limited、中国国际金融有限公司，从事投资银行业务近15年。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.2 极狐+享界+BEIJING，三品牌覆盖经济到高端车型

公司打造极狐、享界和 BEIJING 三大品牌，主营纯电乘用车业务。极狐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，产品由公司与麦格纳在华合资公司生产，2019 年全球首发。目前公司旗下在售车型为阿尔法 S5、阿尔法 S6、阿尔法 T5、阿尔法 T6、考拉和考拉 S 等。

享界品牌是公司旗下全新品牌，首款合作车型享界 S9 由公司与华为联合打造。公司携手华为推出了高端品牌“享界”，首款车型享界 S9 于 2024 年 8 月上市，拓展了 40 万元以上的高端市场。2025 年 4 月享界 S9 增程版上市。

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。2019 年 10 月，以“北京”商标为基础，公司和北京汽车联合推出 BEIJING 品牌。截止 2024 年底，BEIJING 品牌在售车型主要包括 EU5 和 EU5 PLUS。

图 3：公司在售车型



资料来源：汽车之家，上海证券研究所

公司拥有 2 所整车智能制造工厂。截至 2024 年底，公司建设有蓝谷麦格纳工厂（位于镇江）和享界超级工厂（位于密云），其中镇江工厂主要生产极狐车型，密云工厂生产享界和极狐车型。

蓝谷麦格纳工厂：2019 年，公司和麦格纳爱尔兰合资成立北汽蓝谷麦格纳汽车有限公司，打造“高端新能源汽车制造基地”，并于 2020 年揭牌；截至 2024 年底，产能达到 15 万辆/年。

享界超级工厂：2023 年，公司为与华为合作的智选车型创造投产条件，启动智能工厂项目，并将建设地点由北京亦庄迁至密云，一期规划产能 12 万辆/年。

表 2：公司工厂建设情况

工厂	地点	生产品牌	年产能
蓝谷麦格纳工厂	江苏镇江	极狐	截至 2024 年底，已建成产能 15 万辆/年
享界超级工厂（北京 高端智能生态工厂）	北京密云	享界、极狐	一期规划产能 12 万辆/年（后续可扩展至 30 万辆）

资料来源：公司官网，公司公告，镇江工信，上海证券研究所

极狐品牌营销能力稳步提升。公司制定一车一策、一城一策的差异化营销策略，通过创新异业合作等多元化业务模式有效推动营销效果提升，实现单店平均销售能力增长超过 90%。截至 2025 年 4 月，全国 198 座城市中，共计 447 家极狐汽车销售门店完成授权，其中 4 月单月新增 37 家极狐门店（包含 19 个极狐中心，11 个 STORE 店，7 个极狐慢闪）建设完成并投入营业。同时

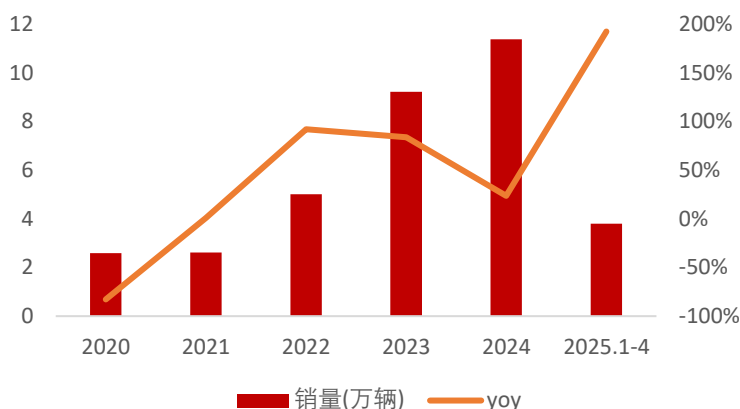
有 152 家极狐汽车销售门店正在建设中。2025 年公司规划一到五线城市门店覆盖率达到 90%。

BEIJING 品牌对公及对私体系继续完善。对公业务方面，公司积极创新销售模式，深化“网约平台+金融平台”双平台合作，推动出租换电模式推广；对私业务方面，通过精准的终端营销聚焦、组织保障以及零售业务的统筹推进，有效促进了销售转化。

1.3 销量回暖，营收改善，业绩阶段性承压

公司销量逐步回暖，极狐成为销量增长强力引擎。公司在 2013 年至 2019 年连续 7 年蝉联国内新能源销售冠军。此后由于 B 端市场逐渐饱和，叠加疫情影响，公司整体销量表现低迷。随着极狐品牌持续发力，2024 年汽车销量实现 11.39 万辆，同比 +23.53%，其中极狐品牌销量 8.10 万辆，同比 +169.91%；2025Q1 公司汽车销量 2.77 万辆，同比 +173.80%，其中极狐品牌同比 +699.87%。

图 4：2025 年 1-4 月累计销量同比增长 193%

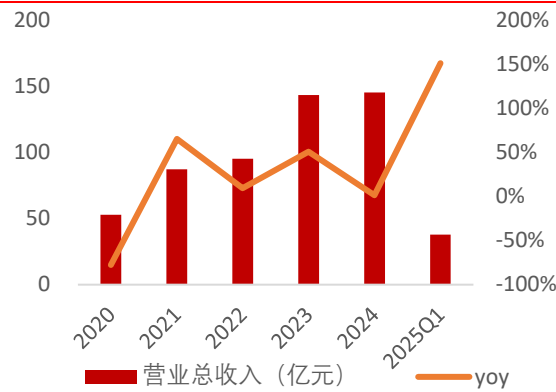


资料来源：Wind，上海证券研究所

公司营收逐步改善，盈利能力或处于恢复期。2020 年，受到新能源补贴政策退坡与疫情等因素影响，公司具有优势的网约车、出租车等业务受阻，销量下滑，公司营业收入和盈利能力受到较大冲击。2021-2024 年，公司营业收入逐步改善，2024 年公司营收 145.12 亿元，同比 +1.35%，其中商品车销售业务 128.48 亿元，同比 +26.94%，材料销售业务下滑至 11.40 亿元，同比 -69.71%。2025Q1 营收 37.73 亿元，同比 +150.75%。

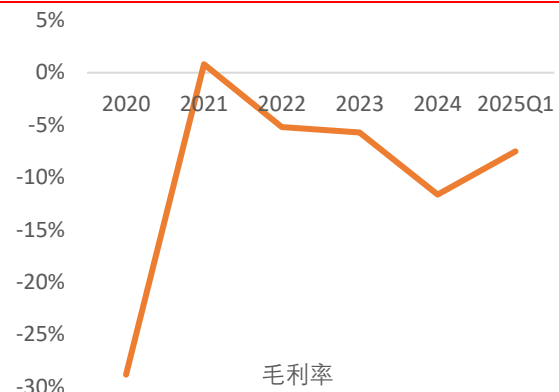
公司毛利率承压，2025Q1 整体毛利率为 -7.51%。我们认为随着销量持续提升，规模效应有望扭转毛利率态势。

图 5：2025Q1 营收同比+150.75%



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 6：公司毛利率承压



资料来源：Wind，上海证券研究所

上市后完成三次募资，募资额 125 亿元，2025 年启动第四次募资，计划总金额不超过 60 亿元。公司 2018 年上市以来，分别于 2019/2021/2023 年完成三次定增募资，募资净额分别为 10.34/54.50/60.30 亿元，合计 125.14 亿元。

2025 年 4 月，公司发布《向特定对象发行股票预案》公告，计划募集资金总额不超过 60 亿元，其中北汽集团拟认购金额不超过 5 亿元，福田汽车拟认购金额不超过 25 亿元，其余股份由其他发行对象以现金方式认购。本次募资项目主要用于投资（1）新能源车型开发项目；（2）AI 智能化平台及智驾电动化系统开发项目。

表 3：定增募资情况

时间	募投项目	募资净额 (亿元)
已完成	2023年 MPV车型开发项目、ARCFOX阿尔法S5车型升级改款项目、ARCFOX阿尔法T5升级改款项目(增程)、ARCFOX阿尔法T车型升级改款项目、享界车型项目等	60.3
	2021年 高端车型开发及产品技术升级项目、换电业务系统开发项目、5G智能网联系统提升项目、ARCFOX品牌高端车型开发及网络建设项等	54.5
	2019年 北汽新能源N60AB车型项目、北汽新能源C35DB车型项目、北汽新能源N61AB车型项目、北京新能源创新科技中心项目	10.34
	合计	125.14
进行中	2025年 新能源车型开发项目、AI智能化平台及智驾电动化系统开发项目	不超过60亿元

资料来源：Wind，上海证券研究所

2 双智驾品牌×智驾平权，全场景重构增长动能

2.1 极狐麦格纳智造筑基，场景化产品+价格下开拓市场

携手麦格纳，打造高端智能化新能源汽车生产基地——蓝谷麦格纳。麦格纳作为全球汽车领域的领军企业之一与全球知名的汽车零部件供应商，总部位于加拿大安大略省，在全球 28 个国家设有 340 家制造厂和 89 个产品开发、工程及销售中心，拥有超过 16 万名创新员工。麦格纳的生产经验涵盖如宝马 5 系、阿斯顿马丁、捷豹 I-PACE、奔驰 G 级等众多高端豪华车型，拥有世界级卓越制造体系和 120 余年的豪车制造经验。

2018 年北汽集团与麦格纳开始合作，2019 年公司与麦格纳投资成立北汽蓝谷麦格纳汽车有限公司，全面引入公司三电核心技术和麦格纳世界级制造体系 MAFAC。蓝谷麦格纳工厂整合应用麦格纳全球工厂运营的实践经验，在自动化生产、智能制造技术、新材料连接、柔性生产、质量控制、绿色低碳等方面均处于行业一流水平，具备提供本地和国际化的工业服务能力。

表 4：公司与麦格纳合作情况

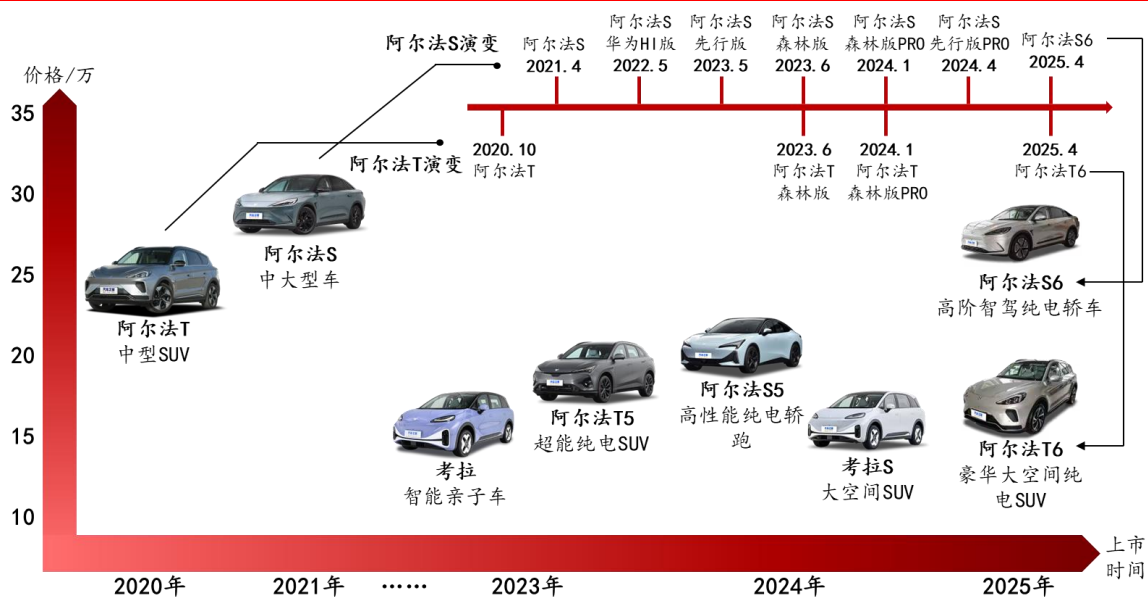
时间	事件
2018 年 4 月	北汽集团与麦格纳签署全新一代智能纯电动汽车平台战略合作协议
2019 年 1 月	推出正向专属纯电动 IMC 架构平台——全球首个商业搭载 5G 技术的 IMC 智能架构；北汽蓝谷麦格纳高端新能源汽车制造基地落地中国镇江
2019 年 7 月	北汽集团、麦格纳国际与镇江市政府共同签署北汽麦格纳高端新能源汽车制造基地相关协议
2019 年 12 月	北汽蓝谷麦格纳汽车有限公司成立，北汽蓝谷麦格纳高端智造基地竣工；极狐阿尔法 T 试生产首车在北汽蓝谷麦格纳智造基地正式下线
2020 年 9 月	极狐阿尔法 T 在北汽蓝谷麦格纳智造基地正式 SOP
2021 年 4 月	极狐阿尔法 S 在北汽蓝谷麦格纳智造基地正式 SOP
2021 年 5 月	极狐阿尔法 S 全新 HI 版产线验证车在北汽蓝谷麦格纳智造基地正式下线
2023 年 12 月	由北汽蓝谷麦格纳基地生产的极狐阿尔法 T5 上市
2024 年 6 月	由北汽蓝谷麦格纳基地生产的极狐阿尔法 S5 上市
2025 年 4 月	由北汽蓝谷麦格纳基地生产的极狐阿尔法 S6、T6 上市

资料来源：极狐官网，极狐公众号，北汽麦格纳公众号，上海证券研究所

首创场景化造车，聚焦 10-35 万高端智能新能源汽车市场。自阿尔法 T 和阿尔法 S 上市以来，极狐阿尔法 S/T 系列陆续推出多款车型，覆盖轿车、SUV，紧凑型、中型到中大型产品。其中 S 系列为纯电轿车，T 系列为纯电 SUV 车型。此外，针对母婴场景推出的纯电 MPV 考拉和大空间 SUV 考拉 S 进一步完善产品矩阵，覆盖 10-20 万市场，以场景化造车理念满足不同群体客户的个性化需求。

高端定位价格下探逐步追求性价比。极狐阿尔法 S 先行版定位最高，支持高阶智能驾驶功能；阿尔法 T/S 森林版价格下探，均搭载北汽森林座舱；而后推出的阿尔法 T5/S5 均采用北汽自研的极狐灵智 OS，搭载高通骁龙 8155 车规级座舱芯片，座舱体系较此前森林版有所升级，更具性价比；2024 年 1 月推出的极狐阿尔法 T/S 森林版 PRO 整体在原森林版基础上，围绕前后排座椅加热/按摩、真皮方向盘、热泵空调等豪华、舒适性配置进行多维升级；2025 年 4 月新 6 系上市，起售价较森林版 PRO 下探至 19.58 万。

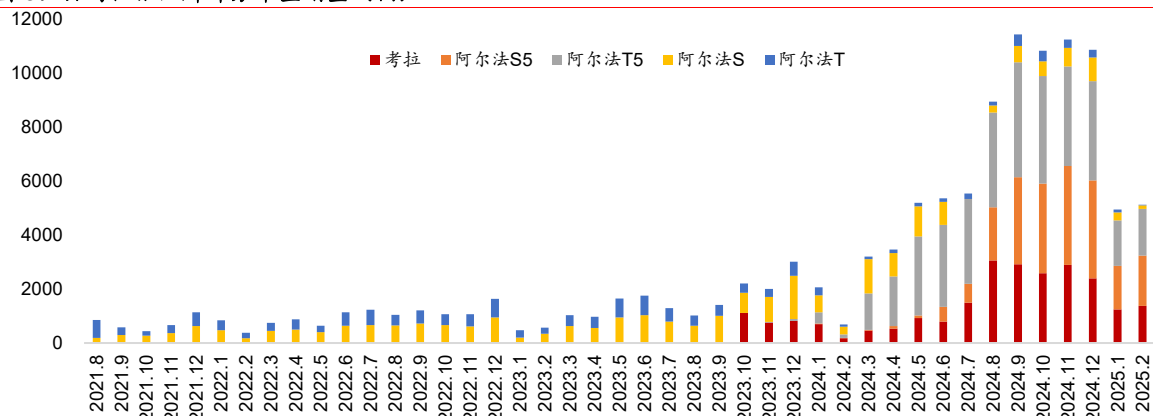
图 7：公司极狐车型矩阵



资料来源：汽车之家，公司官网，极狐官网，极狐公众号，北汽集团公众号，公司半年报，上海证券研究所

前期摸索受挫，经价格策略调整，5 系与考拉提振销量。2024 年起，在 5 系车型与考拉等较低价车型的带动下，公司极狐品牌销量得到大幅提升。据极狐和北汽集团公众号，2024 年极狐实现销量 8.10 万辆，其中阿尔法 S5/T5 和考拉销量 2.17/3.71/1.93 万辆，在极狐品牌占比分别为 26.80%/45.80%/23.81%；2025 年 3 月阿尔法 S5/T5 和考拉 S 分别实现销量 0.42/0.49/0.33 万辆。

图 8：公司极狐品牌部分车型销量（辆）



资料来源：Wind，上海证券研究所

新 6 系上市降低智驾平权门槛。2025 年 4 月 2 日，极狐阿尔法 S6/T6 两款车正式上市，两款新车分别由此前阿尔法 S、阿尔法 T 更名而来。其中阿尔法 S6 提供 3 个车款，指导价为 19.58-22.58 万元，其中采用华为乾崮智驾 ADS 3.3 的“三激光智驾版”售价为 22.58 万元，叠加 3 万置换补贴，价格直降至 20 万以内；阿尔法 T6 提供 1 个车款，指导价为 19.58 万元。

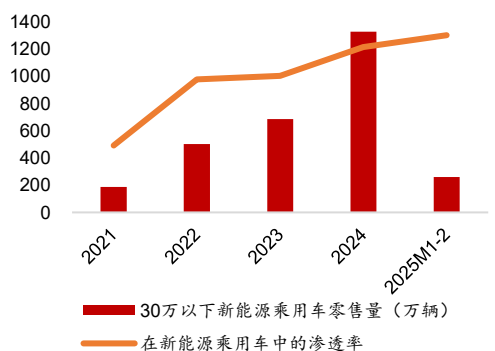
图 9：极狐阿尔法新 6 系上市



资料来源：公司官网，上海证券研究所

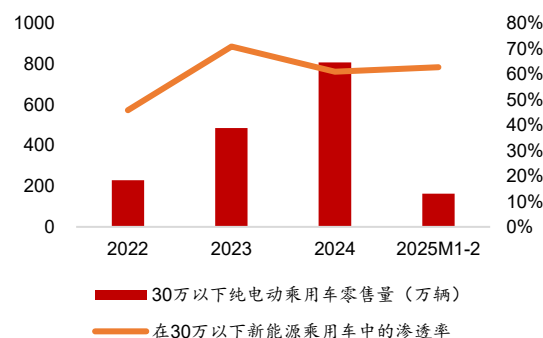
30 万以下新能源乘用车渗透率逐步提升，市场需求有望带动公司销量增长。2021-2024 年，中国 30 万以下新能源乘用车零售量逐步提升，2024 年达到 1326.39 万辆，在新能源乘用车中渗透率达到 90.41%，其中纯电动乘用车零售量为 806.94 万辆，在 30 万以下新能源乘用车的渗透率为 60.84%；2025 年 1-2 月，两者渗透率均有提升，分别达到 91.15%和 62.56%。我们认为，随着 30 万以下新能源乘用车市场需求与该市场内纯电动需求逐步扩大，极狐品牌产品或将受益，带动公司整体销量进一步提升。

图 10：30 万以下新能源乘用车销量情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 11：30 万以下新能源乘用车纯电动汽车销量



资料来源：Wind，上海证券研究所

2.2 华为智驾赋能享界，豪华+增程有望破局 BBA 壁垒

智能化赋能行政旗舰轿车，享界 S9 兼具智能豪华。2024 年 8 月，全景智慧旗舰轿车享界 S9 上市，推出 Max 和 Ultra 两个版本，售价分别为 39.98 万和 44.98 万。享界 S9 搭载华为 ADS 3.0，技术架构转向端到端，决策速度更快更类人，在驾控方面使用 D 级轿车专属途灵平台，悬挂前独立双叉臂，后五连杆，全系标配 5 档自适应空悬和 CDC，在智驾与驾控中更为安全、舒适。

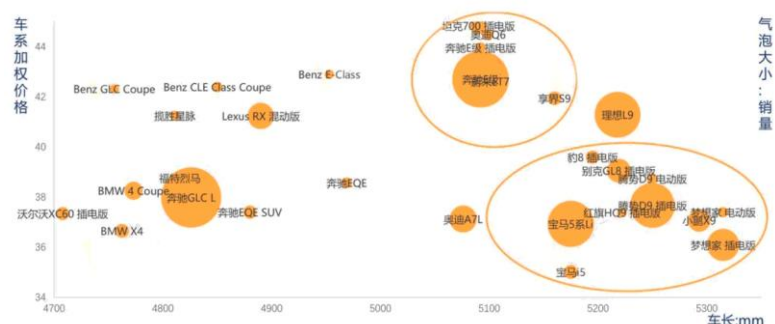
图 12：享界 S9 九大卖点



资料来源：享界汽车公众号，鸿蒙汽车官网，上海证券研究所

享界 S9 对标传统 BBA 旗舰轿车，未来销量可期。享界 S9 对标奔驰 E 级、宝马 5 系、奥迪 A6L 等竞品，叠加科技重塑豪华特性，切入 BBA 的舒适区，未来有望夺取行政旗舰轿车市场。

图 13：35-45 万元车型竞争格局分布



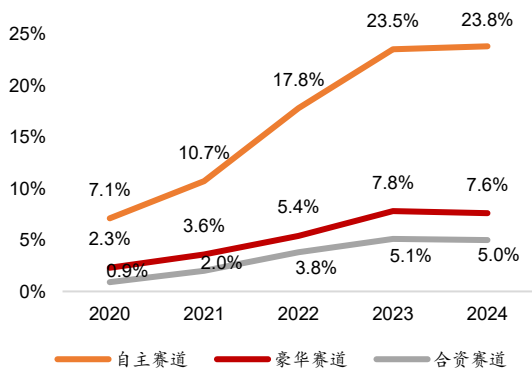
资料来源：数典汽车销量网，上海证券研究所

高端新能源市场压力与机遇共存，增程成为高端豪华新能源车较为理想的解决方案。2024 年豪华车市新能源车型渗透率首次出现下降，车型销量同比增长缓慢，虽然当前豪华车中新能源市

场份额有限、传统豪华品牌既有优势明显，但消费者对豪华品牌新能源车型“品质可靠”认可度较高，高端新能源品牌仍有机会抢夺市场份额。据巨懂车商业动态分析，豪华新能源用户更关注产品的操纵、续航和用车成本；根据财新智库分析，续航、舒适和智驾是消费者购买中大型车型的核心考虑因素。而增程技术能在电池技术尚未重大突破的情况下，解决高端纯电车型的里程焦虑和“补能无忧”问题。

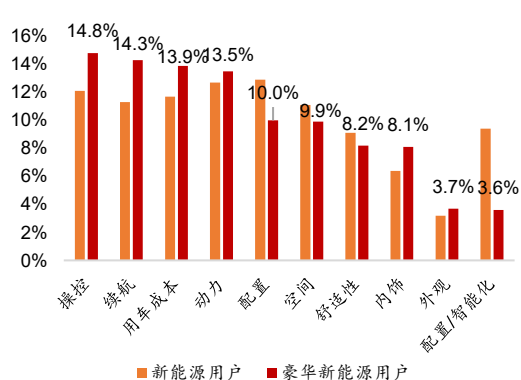
2025 年 4 月，享界 S9 增程版上市，售价 **30.98 万起**，综合续航将达到 1355km。在预计 2025 将有更多“大电池、小油箱”增程车型推出的趋势下，享界 S9 增程有望进一步扩大市场份额，豪华+增程销量冲高可期。

图 14：各细分赛道新能源车型销量渗透率



资料来源：乘联会，懂车帝，上海证券研究所

图 15：豪华新能源用户产品力关注点



资料来源：懂车帝，上海证券研究所

2.3 全球市场多极突破，新能源全球化布局日渐成型

公司出海进程持续推进。2023 年，公司极狐品牌明确了在 16 个国家的代理意向，并成功完成了阿尔法 T 和阿尔法 S 两款产品的欧盟小批量认证。根据 2025 年 1 月公司公告，极狐汽车已将多款高端新能源纯电动汽车出口至多个国家和地区，包括东南亚、中东、中亚和拉丁美洲市场。极狐产品在北欧极寒测试表现出色，在中东、中亚、美洲已经满足最高法规要求，未来公司将视需要考虑包括海外建厂等系列深耕海外市场的中长期规划布局。

表 5：公司出海进展

时间	国家/地区	事件	未来战略
2025 年 2 月	拉美	极狐汽车在哥斯达黎加首都圣何塞发布阿尔法 T、阿尔法 S、阿尔法 T5 三款海外版车型；与 8 家经销商签署合作协议，哥斯达黎加核心经销商成为拉美地区首家战略合作伙伴，并被授权为该地区首家售后服务中心。	分阶段覆盖整个美洲市场；未来三年计划推出 10 款以上新车；提供全面售后服务体系；三年内实现销量突破性增长。
2024 年 7 月	中东	极狐汽车与阿联酋汽车公司 AL KHOORY 签署合作协议，首批采购 200 台 ARCFOX 车辆；极狐汽车正式进军中东市场。	AL KHOORY 在阿联酋设立极狐汽车销售服务网络，并开设多个极狐汽车的专属展厅。
2024 年 3 月	欧洲	公司与西班牙 3B95,S.L 公司签署首批 200 辆极狐订单；极狐汽车首次正式进军欧洲新能源汽车市场。	3B95,S.L 在西班牙建设极狐品牌分销服务网络，未来将辐射至欧

车市场。			洲更多国家。
2024 年 2 月	缅甸	极狐汽车在缅甸仰光推出 阿尔法 S 车型。	北汽国际授权的缅甸独家代理商 AGBMS 计划 2025 年以半散装模式（SKD）组装、销售新能源纯电动汽车；在缅甸仰光人民广场、AGBMS 4S 店、二级分销店及其他公共区域和城市扩建充电桩。
2024 年 2 月	多米尼加	极狐汽车与多米尼加 SERTELSA SOLAR 公司和青岛唐百公司签署合作协议；极狐汽车正式进军 拉美市场 。	-
2024 年 2 月	老挝	极狐汽车在老挝举行新品发布及新店开业仪式，推出 阿尔法 T 和 阿尔法 T5 两款车型。	-
2023 年 10 月	阿联酋	极狐汽车与阿联酋的本奥米尔集团签署合作协议，本奥米尔集团采购 600 辆 极狐作为首批订单。	双方联手开拓 阿联酋和沙特 两大中东市场。
2023 年 10 月	日本	公司与日本 TURING 公司签署合作意向书，首款合作车型基于 阿尔法 S ，由 TURING 进行满足日本市场需求的智能化改动。	-

资料来源：公司官网，极狐公众号，上海证券研究所

3 多维优势联袂，智造生态聚合增长新引擎

3.1 鸿蒙生态重构造车范式，HI 模式质变智选

智能化驱动，华为逐步深入造车进程。华为早在 2009 年就开启车载模块的开发；2019 年设立智能汽车解决方案 BU，聚焦 ICT 技术，帮助车企造好车，致力于成为面向智能网联汽车的增量部件供应商，先后推出 MDC 智能驾驶平台、AR-HUD、鸿蒙车机 OS、HUAWEI HiCar 人-车-家全场景智慧互联等创新解决方案；2020 年推出 Huawei Inside 商业模式；2021 年对车 BU 业务模式进一步创新，联合赛力斯推出华为智选 SF5，并于年底发布 AITO 问界品牌，形成零部件模式、HI 模式和智选车三种模式并存的业务格局；2023 年底推出“鸿蒙智行”技术生态联盟，智选车业务正式迈入多品牌并行的“鸿蒙智行”大联盟时代。

表 6：华为参与造车历程

时间	事件
2009 年	启动车载模块开发
2013 年	设立车联网业务部；公布车载通信模块产品 ME909T
2018 年	推出支持 L4 级别自动驾驶能力的计算平台——MDC600
2019 年	设立智能汽车解决方案 BU
2020 年	将车 BU 业务集成，正式发布智能汽车解决方案品牌 HI，推出 Huawei Inside 商业模式
2021 年	余承东出任智能汽车解决方案 BU CEO；极狐阿尔法 S 搭载华为 HI ADS 亮相；AITO 问界正式发布，同步推出首款车型问界 M5
2023 年	余承东则升任智能汽车 BU 董事长；推出 ADS 2.0 智驾系统；对智选车模式品牌升级，推出“鸿蒙智行”技术生态联盟
2024 年	推出基于端到端大模型 ADS 3.0 智驾系统

资料来源：砺石商业评论，品驾，盖世汽车每日速递，上海证券研究所

华为参与造车三种模式依次递进。零部件供应商是华为给予车企最基础的零部件供应模式；HI 模式属于轻资产运营，将华为全栈智能汽车解决方案卖给技术实力较强的车企；智选车模式则通过与车企在造车领域更为深入合作，在产品定义、造型设计、营销、用户体验等各环节全面参与。

表 7：华为车企合作情况

品牌	合作对象	车型
问界	赛力斯	问界 M5/M7/M9/M8 系列
智界	奇瑞集团	智界 S7/R7 系列
享界	北汽集团	享界 S9 系列
尊界	江汽集团	尊界 S800
尚界	上汽集团	-
阿维塔	长安汽车	阿维塔 06/07/11/12 等
华望	广汽集团	-

资料来源：鸿蒙智行官网，盖世汽车每日速递，阿维塔官网，第一财经，上海证券研究所

HI 到智选车，公司与华为逐渐深化战略合作。2017 年，极狐与华为签署战略合作协议，并于 2018 年深化战略合作协议。2021

年，极狐阿尔法 S 全新 HI 上市，搭载华为鸿蒙 OS 及智能驾驶全栈解决方案 ADS。2024 年 8 月，公司与华为联合打造的首款智选车车型享界 S9 上市。

表 8：公司与华为合作历程

时间	事件
2017 年 9 月	极狐与华为签署战略合作协议，在技术研发、产品创新、智能化转型等方面开展全面合作
2018 年 11 月	极狐与华为签署深化战略合作框架协议，在智能化转型方面展开深入研究与合作，将 ICT 技术与智能网联汽车深度融合
2019 年 1 月	极狐联合华为共同设立“1873 戴维森创新实验室”，共同开发面向下一代的智能网联电动车技术
2020 年 10 月	极狐阿尔法 T 正式上市，搭载华为智能网联、智能电动领域技术
2021 年 4 月	极狐阿尔法 S 全新 HI 版正式发布，由极狐与华为联合开发，首款搭载华为鸿蒙 OS 及智能驾驶全栈解决方案 ADS 的量产车型
2021 年 9 月	公司与华为签署全面业务深化合作协议，在完善合作管理机制、加强产品研发、联合品牌营销等多领域展开合作
2023 年 4 月	华为与北汽极狐的合作模式由 HI 模式升级为智选车模式
2024 年 8 月	豪华旗舰轿车享界 S9 上市
2025 年 3 月	享界 S9 增程版，正式开启预售，预售价 31.8 万起

资料来源：极狐官网，北汽集团公众号，北京商报，享界汽车公众号，上海证券研究所

3.2 智驾链协同，优质制造体系助力公司产品技术领先

极狐智能化步伐稳步前进，自动驾驶迈入行业前列。2021 年 4 月，北汽极狐与百度 Apollo 智能驾驶事业部签订联合技术开发协议，基于北汽极狐阿尔法 T 车型，搭载百度最新的共享无人车软硬件技术，双方共同完成百度第五代 Robotaxi 产品 Apollo Moon 的研发。2022 年极狐阿尔法 S HI 版在深圳率先推送城区 NCA 智驾导航辅助功能。2024 年 6 月，极狐汽车代表北汽入选首批智能网联汽车 L3 自动驾驶试点。

2024 年 11 月，公司与小马智行签署 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，在 2025 年完成并推出首批极狐阿尔法 T5 Robotaxi 车型，未来三年内将在北京打造数千量级别的无人驾驶出行服务车队。

图 16：极狐拿下萝卜快跑 Robotaxi 第一车



资料来源：汽车商业评论，上海证券研究所

图 17：公司与小马智行合作



资料来源：北汽集团公众号，上海证券研究所

联合多方优势力量，助力公司电动化与智能化双向发展。

2024 年 3 月，北汽蓝谷与北汽产投、北京海纳川出资设立平台公司北汽海蓝芯能源科技（北京）有限公司，平台公司（39%）与宁德时代（51%）和小米汽车（5%）等设立北京时代新能源科技有限公司，在北京投资建设电芯智能制造工厂。2024 年 12 月，公司与时代智能签署一体化智能底盘平台技术合作协议，基于一体化智能滑板底盘开发新车型平台，推进实现多个场景化车型的落地。2025 年 3 月，公司与优必选计划打造全球领先的人形机器人新能源汽车示范产线，优必选机器人在享界超级工厂总装车间执行仪表线物料检测任务时，智能化检测准确率达 99%。

图 18：享界超级工厂首个人形机器人“质检员”



资料来源：公司官网，上海证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

商品车销售业务：2024 年公司汽车销量为 11.39 万辆，考虑到极狐新 6 系与享界 S9 增程版上市加速上量，有望助力整体销量快速增长。我们预计 2025-2027 年公司汽车销量增速分别为+61%、+44%、+29%，推算 2025-2027 年商品车销售业务营业收入增速分别为+90.36%/+56.32%/+32.26%。

毛利率预计随公司车型销量规模提升而得到提升，假设 2025-2027 年毛利率分别为 2.00%、7.00%、12.00%。

材料销售业务：2024 年材料销售业务营业收入增速-69.71%，假设公司 2025-2027 年营业收入增速均为+5.00%；毛利率分别为 12.00%、15.00%、15.00%。

其他：考虑到该部分业务占比公司总营收较小，假设 2025-2027 年营业收入增速均为+10.00%，毛利率维持 25.00%。

表 9：公司分业务盈利预测（单位：百万元人民币）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入合计	14511.91	26230.30	40121.22	52581.44
yoy	1.35%	80.75%	52.96%	31.06%
成本	16200.86	25453.39	37098.03	46141.38
毛利率	-11.64%	2.96%	7.54%	12.25%
商品车销售				
营业收入	12847.87	24456.85	38230.26	50564.23
yoy	26.94%	90.36%	56.32%	32.26%
毛利率	-14.94%	2.00%	7.00%	12.00%
材料销售				
营业收入	1139.85	1196.84	1256.68	1319.52
yoy	-69.71%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	8.09%	12.00%	15.00%	15.00%
其他				
营业收入	524.19	576.61	634.27	697.70
yoy	20.77%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	26.39%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：Wind，上海证券研究所

4.2 投资建议

首次覆盖，给予“增持”评级。预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 262.30、401.21、525.81 亿元，同比分别+80.75%、+52.96%、+31.06%；对应归母净利润分别为-41.49、

-26.07、5.27 亿元。对应 2025 年 6 月 17 日市销率分别为 1.54X、1.01X、0.77X。

5 风险提示

(1) 高端新能源汽车渗透率不及预期：公司聚焦高端智能新能源车型，若受消费降级等不利因素影响，高端新能源汽车渗透率出现持续下行，会对公司相关车型销量增长产生影响。

(2) 技术迭代与项目进展不及预期：新能源汽车产业智能化、网联化快速发展，技术的快速迭代缩短了产品的生产周期和生命周期。如果公司相关技术迭代与项目进展有所滞后，则会很大程度上影响公司销量。

(3) 新能源汽车市场竞争加剧：随着中国新能源汽车市场快速增长、行业内竞争愈发激烈、竞品的密集布局和快速迭代，以及价格战的爆发，导致市场价格体系重塑，新车型价格不断下探，市场竞争日趋白热化。如果市场竞争进一步加剧，将对公司经营造成较大影响。

(4) 成本控制与盈利风险：极狐品牌坚持采用高品质零部件，导致整体材料成本较高，如果难以进行有效的成本控制、提升品牌价值，公司未来将持续面对难以盈利的风险。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表（单位：百万元）

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11852	3807	2356	2702
应收票据及应收账款	9306	13844	19503	23370
存货	1690	1768	2267	2563
其他流动资产	1575	2335	2215	2301
流动资产合计	24423	21753	26342	30937
长期股权投资	304	224	144	64
投资性房地产	64	54	44	34
固定资产	7079	7484	7844	8093
在建工程	134	444	521	434
无形资产	6584	5812	4965	4043
其他非流动资产	2834	2804	2548	2296
非流动资产合计	16998	16821	16066	14964
资产总计	41421	38574	42408	45901
短期借款	2288	288	588	888
应付票据及应付账款	15677	17676	23186	25634
合同负债	327	472	642	789
其他流动负债	5409	5259	5933	6317
流动负债合计	23702	23696	30350	33628
长期借款	5389	3389	2889	2389
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2111	2173	2273	2373
非流动负债合计	7499	5562	5162	4762
负债合计	31201	29257	35511	38390
股本	5574	6504	6504	6504
资本公积	29676	34698	34698	34698
留存收益	-29726	-36266	-38762	-38175
归属母公司股东权益	5510	4920	2423	3010
少数股东权益	4710	4397	4473	4501
股东权益合计	10220	9317	6896	7511
负债和股东权益合计	41421	38574	42408	45901

现金流量表（单位：百万元）

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	-1572	-3837	1421	3006
净利润	-6873	-4461	-2531	555
折旧摊销	2588	3266	3415	3562
营运资金变动	1870	-3042	315	-1270
其他	843	399	222	160
投资活动现金流量	-2451	-3064	-2583	-2375
资本支出	-2436	-3107	-2673	-2471
投资变动	-18	80	80	80
其他	3	-37	10	16
筹资活动现金流量	7429	1408	-289	-284
债权融资	-1734	-4372	-100	-100
股权融资	10150	5952	0	0
其他	-987	-172	-189	-184
现金净流量	3406	-5494	-1451	346

利润表（单位：百万元）

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14512	26230	40121	52581
营业成本	16201	25453	37098	46141
营业税金及附加	65	84	112	131
销售费用	1821	1967	2006	1998
管理费用	943	1049	1123	1209
研发费用	1760	2098	2367	2629
财务费用	384	121	163	196
资产减值损失	-404	-170	-120	-70
投资收益	-41	-26	20	26
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	-6779	-4409	-2478	617
营业外收支净额	-19	-8	-3	0
利润总额	-6799	-4417	-2481	616
所得税	74	44	50	62
净利润	-6873	-4461	-2531	555
少数股东损益	75	-312	76	28
归属母公司股东净利润	-6948	-4149	-2607	527

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	-11.6%	3.0%	7.5%	12.2%
净利率	-47.9%	-15.8%	-6.5%	1.0%
净资产收益率	126.1%	-84.3%	107.6%	17.5%
资产回报率	-19.0%	-11.2%	-6.3%	1.3%
投资回报率	-30.3%	-27.4%	-17.8%	5.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	1.3%	80.8%	53.0%	31.1%
EBIT 增长率	-18.2%	31.6%	46.0%	135.1%
归母净利润增长率	-28.7%	40.3%	37.2%	120.2%
每股指标（元）				
每股收益	-1.25	-0.74	-0.47	0.09
每股净资产	0.99	0.88	0.43	0.54
每股经营现金流	-0.28	-0.69	0.25	0.54
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力指标				
总资产周转率	0.40	0.66	0.99	1.19
应收账款周转率	3.00	4.27	4.40	4.57
存货周转率	9.68	14.72	18.39	19.10
偿债能力指标				
资产负债率	75.3%	75.8%	83.7%	83.6%
流动比率	1.03	0.92	0.87	0.92
速动比率	0.92	0.80	0.76	0.81
估值指标				
P/E	—	—	—	76.79
P/B	7.34	8.22	16.70	13.44
EV/EBITDA	-11.76	-41.92	40.57	10.07

资料来源：Wind，上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
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
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。