

2025 年 08 月 05 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

享界与极狐双品牌协同发展，牵手华为高端乘用车市场突破可期

—北汽蓝谷（600733.SH）公司动态研究报告

买入(首次)

投资要点

分析师：林子健 S1050523090001

linzj@cfsc.com.cn

联系人：张智策 S1050124020009

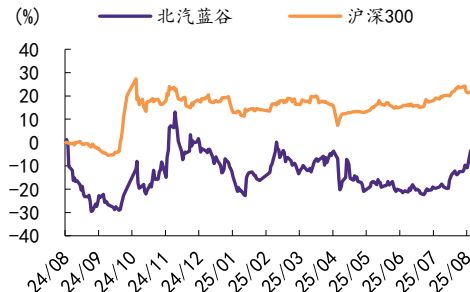
zhangzc@cfsc.com.cn

基本数据

2025-08-04

当前股价（元）	8.54
总市值（亿元）	476
总股本（百万股）	5574
流通股本（百万股）	4885
52 周价格范围（元）	6.42-10.3
日均成交额（百万元）	1492.44

市场表现



相关研究

从销量冠军到科技先锋，北汽蓝谷的“智”变之路

公司成立于 2009 年，通过其子公司北汽新能源，成为中国首家独立运营的新能源汽车公司。凭借 BEIJING 及北汽新能源品牌曾连续多年在中国纯电动汽车市场占据主导地位。2018 年公司完成重大重组并在上海证券交易所上市，并将战略重心转向高端智能新能源汽车的开发。2019 年公司与华为签署合作协议，共同开发面向下一代智能网联电动汽车技术，并于 2024 年 8 月推出首款鸿蒙智行合作车型享界 S9，智驾首发华为 ADS3.0 系统，开启高端突破新里程。

聚焦享界与极狐双品牌协同发展，构建多元化产品矩阵

公司聚焦享界与极狐双品牌协同发展，构建多元化产品矩阵，实现从单一极狐阿尔法产品序列到极狐阿尔法（中高端）、极狐贝塔（大众化）、享界（豪华）三大产品序列并行发展的跨越。通过双动力（纯电、增程）技术拓展，布局轿车、SUV、MPV、跨界车型、场景化车型，实现目标市场产品全覆盖。

极狐品牌为公司旗下的高端智能新能源汽车品牌，提供包括阿尔法 S（αS）轿车、阿尔法 T（αT）SUV 以及主打亲子出行的考拉在内的多款车型。受益于极狐品牌销量增长，2024 年公司实现销量 11.39 万辆，同比+23.5%，其中极狐实现销量 8.1 万辆，同比+169.9%。

享界品牌为公司与华为联合打造的全新豪华智能新能源汽车品牌。首款车型旗舰轿车享界 S9 发布于 2024 年 8 月，起售价 39.98 万元，定位高端市场，旨在与 BBA 等成熟豪华汽车品牌竞争。享界 S9 增程版于 2025 年 4 月发布，价格下降至 30.98 万元，叠加用户里程焦虑减轻等因素，享界 S9 月销量近几月逐月提升。享界第二款全新车型为旅行轿车 S9T，将于 9 月上市。未来享界有望基于 S9 平台实现多车型扩展，进一步完善产品矩阵。

享界 S9 增程版及 S9T 有望提振销量，助力公司盈利能力改善

公司 2024 年实现营收 145.12 亿元，同比+1.4%；实现归母净利润-69.48 亿元，同比-28.7%；实现扣非净利润-73.23 亿元，同比-21.7%。公司 2024 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 12.6/6.5/2.7/12.1%，同比 -1.4/+0.3/-0.3/+3.9pct。

享界 S9 增程版的推出，降低 S9 起售价，并一定程度打消消费者里程焦虑问题，带动享界品牌销量由 2025 年年初月销量约 600 辆跃升至 6 月的 4231 辆。目前国内 30 万元以上轿车市场主要由特斯拉及 BBA 四家车企主导，且新能源渗透率较低。随着 9 月 S9T 的推出，叠加销售渠道建设，享界品牌有望打破轿车高端市场国外品牌垄断格局，销量有望进一步提升，助力公司盈利改善。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 322.3、482.6、741.6 亿元，EPS 分别为-1.0、-0.4、0.2 元，当前股价对应 PE 分别为-8.2、-20.9、39.9 倍。随着鸿蒙智行渠道扩建，叠加享界 S9 增程版及 S9T 的推出，公司产品矩阵持续完善，高端新能源汽车市场有望持续突破，带动盈利能力提升，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

产品推出节奏不及预期、产品销量不及预期、行业竞争加剧。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	14,512	32,232	48,259	74,158
增长率（%）	1.3%	122.1%	49.7%	53.7%
归母净利润（百万元）	-6,948	-5,774	-2,274	1,194
增长率（%）				
摊薄每股收益（元）	-1.25	-1.04	-0.41	0.21
ROE（%）	-68.0%	-138.7%	-151.2%	52.9%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	11,852	6,956	4,260	5,684
应收款	9,539	17,662	26,444	40,634
存货	1,690	3,424	4,745	7,080
其他流动资产	1,342	2,980	4,462	6,857
流动资产合计	24,423	31,022	39,910	60,255
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	7,079	6,414	5,891	5,617
在建工程	134	94	75	60
无形资产	6,584	6,345	6,106	5,789
长期股权投资	304	304	304	304
其他非流动资产	2,897	2,897	2,897	2,897
非流动资产合计	16,998	16,054	15,273	14,667
资产总计	41,421	47,076	55,184	74,922
流动负债：				
短期借款	2,288	2,295	2,295	2,295
应付账款、票据	15,677	26,984	37,388	55,791
其他流动负债	5,409	5,409	5,409	5,409
流动负债合计	23,702	35,415	46,180	65,167
非流动负债：				
长期借款	5,389	5,389	5,389	5,389
其他非流动负债	2,111	2,111	2,111	2,111
非流动负债合计	7,499	7,499	7,499	7,499
负债合计	31,201	42,914	53,680	72,667
所有者权益				
股本	5,574	5,574	5,574	5,574
股东权益	10,220	4,162	1,504	2,255
负债和所有者权益	41,421	47,076	55,184	74,922

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-6873	-5711	-2249	1181
少数股东权益	75	62	25	-13
折旧摊销	2362	1037	959	894
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	2864	211	-819	66
经营活动现金净流量	-1572	-4401	-2084	2129
投资活动现金净流量	-2451	705	541	289
筹资活动现金净流量	-873	-339	-409	-430
现金流量净额	-4,896	-4,035	-1,952	1,988

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,512	32,232	48,259	74,158
营业成本	16,201	32,685	45,271	67,544
营业税金及附加	65	145	218	334
销售费用	1,821	1,934	1,930	2,076
管理费用	943	1,031	1,110	1,112
财务费用	384	194	199	196
研发费用	1,760	1,773	1,737	1,780
费用合计	4,909	4,932	4,977	5,165
资产减值损失	-404	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-41	-20	-20	-20
营业利润	-6,779	-5,649	-2,226	1,194
加：营业外收入	2	0	1	0
减：营业外支出	22	0	0	0
利润总额	-6,799	-5,649	-2,225	1,194
所得税费用	74	62	24	13
净利润	-6,873	-5,711	-2,249	1,181
少数股东损益	75	62	25	-13
归母净利润	-6,948	-5,774	-2,274	1,194

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	1.3%	122.1%	49.7%	53.7%
归母净利润增长率				
盈利能力				
毛利率	-11.6%	-1.4%	6.2%	8.9%
四项费用/营收	33.8%	15.3%	10.3%	7.0%
净利率	-47.4%	-17.7%	-4.7%	1.6%
ROE	-68.0%	-138.7%	-151.2%	52.9%
偿债能力				
资产负债率	75.3%	91.2%	97.3%	97.0%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.7	0.9	1.0
应收账款周转率	1.5	1.8	1.8	1.8
存货周转率	9.6	9.6	9.6	9.6
每股数据(元/股)				
EPS	-1.25	-1.04	-0.41	0.21
P/E	-6.9	-8.2	-20.9	39.9
P/S	3.3	1.5	1.0	0.6
P/B	8.6	-78.1	-14.5	-18.8

■ 汽车组介绍

林子健：厦门大学硕士，自动化/世界经济专业，CPA，6 年汽车行业研究经验。曾任职于华福证券研究所，担任汽车行业分析师。2023 年加入华鑫证券研究所，担任汽车行业首席分析师。兼具买方和卖方行业研究经验，立足产业，做深入且前瞻的研究，擅长自下而上挖掘个股。深度覆盖特斯拉产业链/一体化压铸等细分领域。

张智策：武汉大学本科，哥伦比亚大学硕士，2024 年加入华鑫证券。2 年华为汽车业务工作经验，主要负责智选车型战略规划及相关竞品分析。

程晨：上海财经大学金融硕士，2024 年加入华鑫证券，研究汽车&人形机器人方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。