

北汽蓝谷 (600733)

证券研究报告
2025年08月15日

华为合作深化，新车周期将启

老牌新能源国企，品牌矩阵完善

北汽蓝谷是国内首家新能源整车上市公司，布局三大品牌，亏损趋势收窄。公司实际控制人为北京市国资委，旗下有极狐、北京汽车、华彰汽车（享界）三大品牌，覆盖不同市场。其构建三大整车平台，采用“高端突破+场景化细分”发展路径。公司经历营收波动，2020年大跌后逐步复苏，2025年一季度营收同比增150.75%。虽毛利率长期低位，净利润持续为负，但亏损幅度收窄，2025年一季度归母净利润同比减亏。公司还通过融资调整股权，与华为等合作，推进三年跃升计划，聚焦上量及改善盈利。

重新聚焦主流市场，极狐放量新阶段

极狐向主流用车市场转型，销量持续向上。极狐是北汽蓝谷2019年推出的中高端新能源品牌，覆盖10-30万价格带，与华为等深度合作，现有8款在售车型。2023年极狐通过降价、增配及推出新车型拉动销量，如考拉填补15万以下家用纯电SUV空缺。2024年推出阿尔法S5/T5等高热度车型，全年交付81017辆，同比增169.91%。2025年极狐将发力新技术，推出自动驾驶车型，加速海外市场布局，拓展至欧洲等地区，有望持续增长。

华为合作持续深化，卡位高端化稀缺市场

享界品牌具备稀缺性，对标市场空间广阔，具有较大的市场潜力。享界是北汽蓝谷与华为智选深度合作的品牌，双方合作从HI模式升级到智选车模式，华为参与度更高。享界S9是其首款豪华行政轿车，定位40万级别，依托华为途灵平台技术，成40万以上纯电豪华轿车销量第一，密云工厂提供产能支撑。但纯电定位和定价限制了市场覆盖。后续享界推出增程版，调整价格和配置，对标BBA竞品，提升覆盖率。未来旅行版等车型规划，有望释放增量潜力

投资建议：预计公司2025-2027年营业收入分别为362.52亿元、617.94亿元、795.76亿元，同比+149.8%/+70.5%/+28.8%；归母净利润分别为-38.40、-15.02、9.18亿元，对应当前股价，PS分别为1.3、0.8、0.6倍。从基本面看，公司依靠华为智能化的赋能、自主制造端能力的快速提升，产品品牌力已经逐步成型，高端化轿车市场自主突破空间可期，且公司计划在下半年推出新车上市。参考可比公司情况，给与北汽蓝谷2026年1.1XPS，目标市值707亿元，空间47%，对应目标价12.68元人民币。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新能源增速放缓；行业价格战加剧；产品发布节奏不及预期；海外市场增速不及预期；经营持续亏损的风险；跨市场选取可比公司的风险；诉讼的舆论风险。

投资评级

行业	汽车/乘用车
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	8.62元
目标价格	12.68元

基本数据

A股总股本(百万股)	5,573.50
流通A股股本(百万股)	4,885.10
A股总市值(百万元)	48,043.60
流通A股市值(百万元)	42,109.54
每股净资产(元)	0.82
资产负债率(%)	75.08
一年内最高/最低(元)	10.59/6.30

作者

孙潇雅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080009	
sunxiaoya@tfzq.com	
谢坤	分析师
SAC 执业证书编号: S1110524120002	
xiegun@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《北汽蓝谷-首次覆盖报告:ARCFOX极狐——华为Inside赋能》2021-11-21
- 《S*ST 先锋-首次覆盖报告:北汽新能源:全球纯电动汽车龙头登陆A股》2018-01-25

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,318.61	14,511.91	36,252.11	61,793.78	79,576.27
增长率(%)	50.50	1.35	149.81	70.46	28.78
EBITDA(百万元)	(1,749.46)	(1,793.31)	(431.18)	1,868.79	4,450.17
归属母公司净利润(百万元)	(5,399.78)	(6,948.01)	(3,839.74)	(1,501.57)	918.38
增长率(%)	(1.19)	28.67	(44.74)	(60.89)	(161.16)
EPS(元/股)	(0.97)	(1.25)	(0.69)	(0.27)	0.16
市盈率(P/E)	(8.90)	(6.91)	(12.51)	(32.00)	52.31
市净率(P/B)	7.64	8.72	28.70	282.22	44.12
市销率(P/S)	3.36	3.31	1.33	0.78	0.60
EV/EBITDA	(22.05)	(25.35)	(119.99)	29.76	12.42

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 北汽蓝谷布局三大品牌，亏损趋势缩窄.....	4
1.1. 国内首家新能源整车上市公司，深度布局新能源汽车产业.....	4
1.2. 高端化品牌落地，收入边际改善.....	4
2. 极狐：品牌边际改善，新车周期来临.....	6
3. 享界：华为合作持续深化，新车周期将启.....	8
3.1. 从 HI 模式到智选车，华为合作持续深化.....	8
3.2. S9 定位高端轿车，卡位国产替代稀缺供给.....	8
3.3. 高端化空间广阔，换代&新车拓展产品谱系.....	10
4. 盈利预测.....	11
4.1. 盈利预测.....	11
4.2. 估值分析.....	12
5. 风险提示.....	13

图表目录

图 1：北汽蓝谷发展历程.....	4
图 2：公司总营收(亿元/左轴)及同比变化.....	4
图 3：公司归母净利(亿元/左轴)及同比变化.....	4
图 4：北汽蓝谷费用率变化情况(%).....	5
图 5：公司毛利率/净利率变化情况(%).....	5
图 6：极狐品牌月度销量.....	6
图 7：2021-2024 极狐与同级别车企销量对比（单位：台）.....	6
图 8：北汽新能源-小马智行签约仪式.....	6
图 9：极狐汽车出口西班牙签约仪式.....	6
图 10：北汽 Robotaxi 合作布局.....	7
图 11：北汽与华为早期合作协议.....	8
图 12：华为“四界”产品定位对比.....	8
图 13：华为智选车业务布局.....	8
图 14：分价格带自主市占率.....	9
图 15：30W 元以上国内轿车销量及自主品牌市占率.....	9
图 16：BBA 轿车产品国内历年销量.....	9
图 17：BBA 中 56E 轿车国内历年销量.....	9
图 18：享界月度销量.....	10
图 19：S9 及竞品参数对比.....	10
图 20：ET5 和 ET5T 的国内销量结构走势.....	11
图 21：极氪 007 和 007GT 的国内销量结构走势.....	11
图 22：问界车型及上市时间.....	11

图 23: 问界品牌的月度销量	11
表 1: 分项目收入及毛利率预测	11
表 2: 可比公司估值	12

1. 北汽蓝谷布局三大品牌，亏损趋势缩窄

1.1. 国内首家新能源整车上市公司，深度布局新能源汽车产业

北汽蓝谷新能源科技股份有限公司是国内领先的新能源汽车企业，致力于智能化、新能源技术的创新与发展。作为中国首家新能源整车上市公司，目前公司旗下有北京汽车、极狐汽车与华彰汽车（享界）三大品牌，实现轿车/SUV/MPV 车型矩阵全面覆盖。公司提出2025-2027 三年跃升计划，围绕营销、质量、成本三大“一把手工程”展开。高频推进新店开设、成立车型经营体、构建全方位盈利生态等措施在今年一季度已初步见效。25Q1 公司营收同比增长 151%，毛利率同比+4.1pct，归母净利润同比减亏 0.6 亿元。

图 1：北汽蓝谷发展历程



资料来源：中国汽车报、奥动新能源、国际金融报等公众号，天风证券研究所

北汽蓝谷采用“高端突破+场景化细分”的发展路径，全力打造极狐+享界等品牌，构建多元化新能源汽车生态矩阵。极狐（ARCFOX）致力于发展中高端新能源汽车市场，主要车型为阿尔法 S5/T5、考拉系列等，主攻 10-30 万价格带。享界汽车作为北汽蓝谷与华为智选深度合作的产物，目前已推出首款豪华行政轿车享界 S9，后续规划有 C+ 级豪华轿车/B+ 级 SUV 等车型。

1.2. 高端化品牌落地，收入边际改善

2020 年营收大幅下跌，21 年开始迈入新增长阶段。2019 年作为北汽蓝谷历史业绩表现最好的一年，当年营收达到 235.89 亿元。2020 年受到新车销售不佳+传统 B 端市场趋近饱和等因素影响，当年营收锐减至 52.72 亿元，同比-77.65%。

2021 年起，公司通过丰富车型矩阵+下探价格区间等策略重塑品牌竞争力，实现 21-23 年营收 86.97 亿元、95.14 亿元、143.19 亿元的三连增。24 年累计营业收入 145.12 亿元，25 年第一季度营业收入 37.73 亿元，同比增长 150.75%，有效实现企业营收复苏。销售费用率 9.22%，管理费用率 5.52%，研发费用率 12.80%，较前几年显著下降。归母净利润-9.53 亿元，亏损环比收窄。

图 2：公司总营收(亿元/左轴)及同比变化



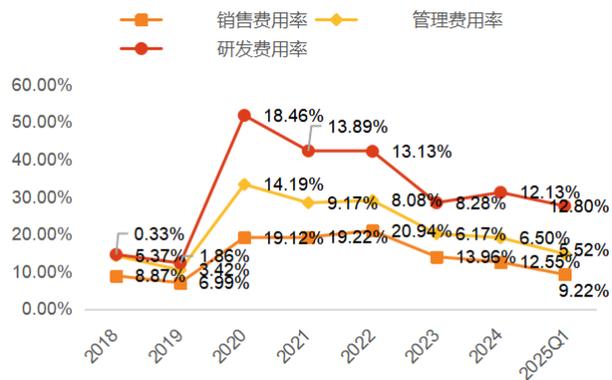
资料来源：iFind，天风证券研究所

图 3：公司归母净利润(亿元/左轴)及同比变化



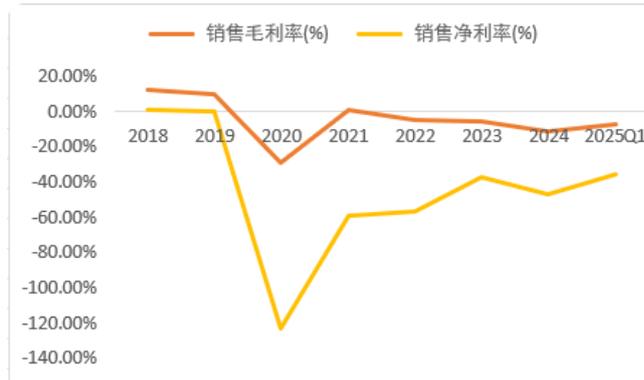
资料来源：iFind，天风证券研究所

图 4：北汽蓝谷费用率变化情况(%)



资料来源：iFind，天风证券研究所

图 5：公司毛利率/净利率变化情况(%)



资料来源：iFind，天风证券研究所

北汽蓝谷与华为合作的享界 S9 定位高端市场，预计将提升品牌溢价能力。2025 年 6 月份享界 S9 增程版交付量首破 4000 辆，拿下 30 万元以上新能源轿车销量冠军。

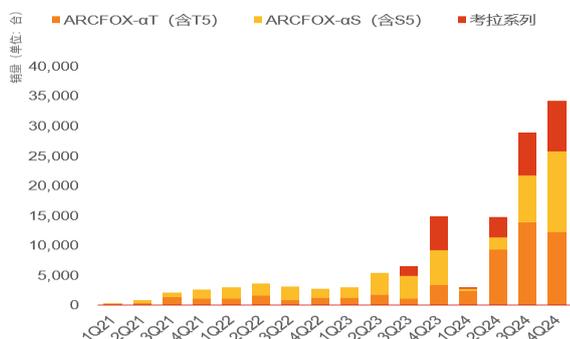
2. 极狐：品牌边际改善，新车周期来临

极狐（ARCFOX）是北汽蓝谷于 2019 年推出的中高端新能源品牌，与华为、小米等均建立深度合作。极狐面向中高端新能源汽车市场，主要覆盖 10 万-30 万价格区间。品牌转型加速，聚焦主流市场。2023 年起，公司通过多款改款汽车丰富产品矩阵，并通过考拉系列聚焦细分市场，下探价格覆盖区间，从多重渠道提升用户需求。

阶段一：基于阿尔法系列做价格下沉。23 年 5 月，极狐推出阿尔法 S 先行版，价格下探至 32.98 万元，相比老款直降接近 10 万；同年 6 月推出了阿尔法 T/S 的森林版，采取降价增配策略，其中阿尔法 T 森林版最低价格由 21.88 万下探至 18.58 万。

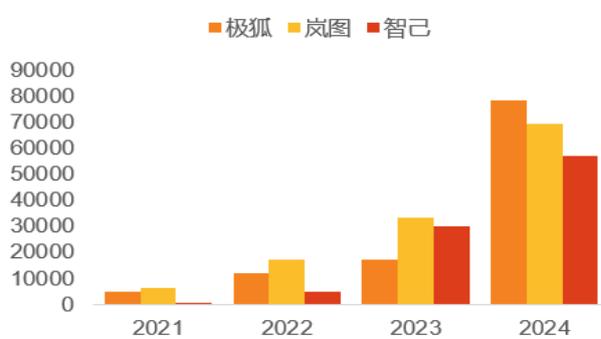
阶段二：品类拓展+聚焦经济型用车市场。23 年 9 月，极狐针对亲子互动等需求推出新车型“考拉”，定价 13.38-17.18 万元，定位为紧凑型 MPV，凭借其“右侧电动侧滑门”、“智能儿童座椅”等独特设计，填补当时 15 万以下的家用纯电 MPV 市场的供给空缺。2024 年公司推出“5 系双子星”——阿尔法 S5/T5，下沉至 15W 级别主流家用产品。极狐 2024 年 Q4 连续月销破万，全年累计交付达 8.1 万辆，同比+169.91%，实现 3 年销量持续上涨。

图 6：极狐品牌月度销量



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 7：2021-2024 极狐与同级别车企销量对比 (单位: 台)



资料来源：中汽协，天风证券研究所

海外市场布局加速，出海或成为极狐汽车新增长点。截至 2024 年底，极狐汽车已经布局至多个国家和地区，包括东南亚、中东、中亚、欧洲、非洲和拉丁美洲市场。目前极狐已完成在欧洲市场的首批 200 辆的订单签订，并与西班牙汽车经销商集团 mebauto 达成合作，在西班牙建设极狐品牌分销服务网络。未来极狐仍将继续扩展品牌海外市场，将销售网络辐射至欧洲更多国家的市场。

图 8：北汽新能源-小马智行签约仪式



资料来源：Pony.ai 小马智行公众号、天风证券研究所

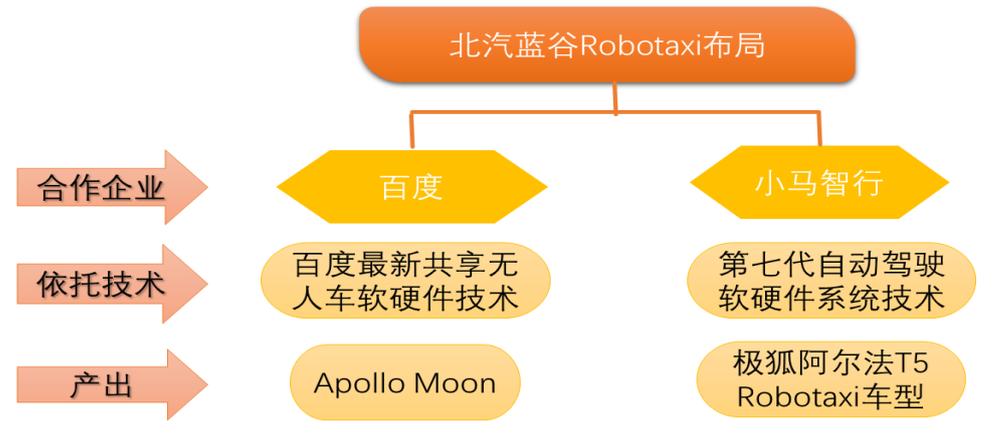
图 9：极狐汽车出口西班牙签约仪式



资料来源：北汽新能源官网、天风证券研究所

布局 Robotaxi，智能化转型加快。与小马智行建立“整车制造+智驾系统+运营生态”的商业合作模式，基于极狐阿尔法 T5 车型平台合作研发全无人 Robotaxi 车型。同时，北汽蓝谷也积极与百度合作量产无人车，与华为合作发展全民智驾。

图 10：北汽 Robotaxi 合作布局



资料来源：经观汽车、汽车之心、盖世具身智能公众号等、天风证券研究所

3. 享界：华为合作持续深化，新车周期将启

3.1. 从 HI 模式到智选车，华为合作持续深化

从 HI 模式到智选车，与华为的合作不断深化。从 2017 年合作铸造华为“HI 模式”第一款车型到 2023 年 8 月，北汽蓝谷正式通过公告声明将与华为终端有限公司开展智选合作，双方合作进入全新阶段。智选车模式（鸿蒙智行）代表了华为方更主动地拓展合作深度，在 HI 模式供给智能系统的基础上，华为还会深度参与产品设计、研发、生产，并直接在华为的渠道进行销售。

图 11：北汽与华为早期合作协议

时间	协议名称	协议内容重点
2017 年 9 月 27 日	《战略合作框架协议》	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 5 日	《深化战略合作框架协议》	<ul style="list-style-type: none"> ● 深化战略合作，从信息化到智能网联汽车领域，利用华为在 ICT 领域的技术优势，面向汽车新四化发展方向，助力北汽新能源打造下一代智能网联电动汽车。 ● 在企业信息化领域，双方将重点关注云计算、大数据、工业物联网、信息安全等领域的合作，推动北汽新能源实现数字化转型。
2019 年 1 月 29 日	《全面业务合作协议》	联合设立“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汽车技术。
2021 年 9 月	《全面业务深化合作协议》	<ul style="list-style-type: none"> ● 双方将以智能化为突破口，以技术创新和产业链融合的高度协同发展模式，持续引领智能汽车产业变革。 ● 华为将聚焦 ICT 技术，支持北汽打造具备行业领先优势的世界级智能电动汽车。

资料来源：亿欧网公众号、中国经济网、HUAWEI 官网等，天风证券研究所

以乾崮智驾及鸿蒙座舱为主的五大业务构筑华为智能汽车解决方案业务。华为智能汽车包括五大解决方案，覆盖智能驾驶、智能座舱、智能电动等各个板块，逐渐形成“乾崮”与“鸿蒙座舱”两大核心解决方案品牌。

智驾软件架构端，华为 ADS 4.0 采用 WEWA 世界模型架构，是面向未来自动驾驶时代的世界引擎+世界行为模型架构。从功能升级来看，端到端时延可降低 50%，通行效率提升 20%，重刹率降低 30%，更突出的是 ADS4.0 可以支持高速 L3，模型能力上限突破。

渠道改革 2.0 进行时，专网铺设加速。2025 年上半年，华为将并网销售的门店分为“四界”店、“三界”店和“二界”店，同时享界也在筹划单独建网，北汽集团召开享界专网招募大会，吸引 126 家经销商参与，覆盖 66 个城市，通过独立展厅与精准营销来塑造自身形象，为销量提升奠定基础。

3.2. S9 定位高端轿车，卡位国产替代稀缺供给

产品精准卡位智选轿车，具备明显稀缺性。在当前华为“四界”的品牌布局中，问界品牌聚焦家用 SUV 市场（如 M5、M7、M9），而享界引领高端豪华轿车的智能化转型。首发的享界 S9 作为首款豪华款轿车，填补了华为智选车矩阵的空白，与问界 M9 形成‘SUV+轿车’双旗舰组合，具备稀缺性。

图 12：华为“四界”产品定位对比

图 13：华为智选车业务布局

<p>尊界 (MAEXTRO)</p> <p>合作车企: 江淮汽车</p> <p>主攻市场: 百万级超豪华车市场</p> <p>现有车型: S800 (70~102万元, D级豪华轿车)</p>	<p>享界 (Stelato)</p> <p>合作车企: 北汽蓝谷</p> <p>主攻市场: 40万+级行政豪华轿车市场</p> <p>现有车型: S9 (30~45万元, D级行政轿车)</p>
<p>问界 (Aito)</p> <p>合作车企: 赛力斯</p> <p>主攻市场: 20-60万级高端SUV市场</p> <p>现有车型: 问界M5 (22万~28万元, B级家用SUV); 问界M7 (24万~33万元, B+级SUV) 问界M9 (46万~57万元, C级豪华SUV)</p>	<p>智界 (Luxeed)</p> <p>合作车企: 奇瑞</p> <p>主攻市场: 25-40万级中高端车市场</p> <p>现有车型: 智界S7 (25~35万元, B+级纯电轿车); 智界R7 (25~35万元, B级轿跑溜背SUV)</p>

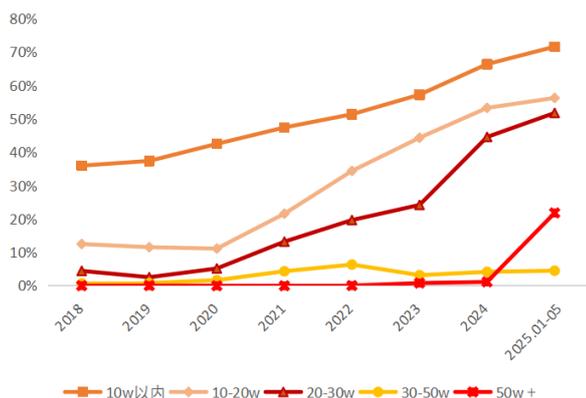
资料来源: 懂车帝、帮宁工作室公众号、36氪公众号、新汽车志公众号、电车通公众号、华夏时报公众号等, 天风证券研究所



资料来源: 定焦 One、有车以后等公众号, 天风证券研究所

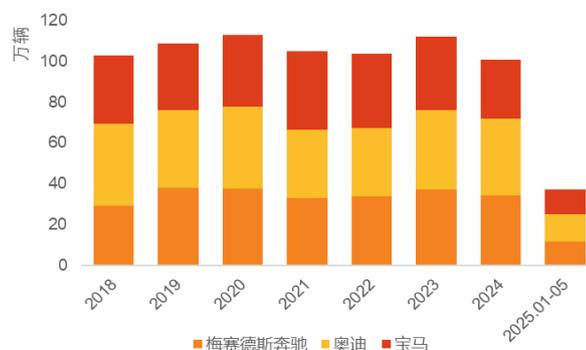
30W 以上轿车市场拥有百万级销量空间, 目前自主品牌市占率不足 5%, 自主品牌替代空间广阔。市场格局中 BBA 占据绝对主导地位, 年销量高达百万辆; 相比之下, 30 万元 + 的自主品牌市场占有率持续低于 5%, 差距显著。享界 S9 的直接竞品——宝马 5 系、奥迪 A6L、奔驰 E 级等 BBA 车型, 合计年销量在 40-50 万辆, 国产替代空间广阔。

图 14: 分价格带自主市占率



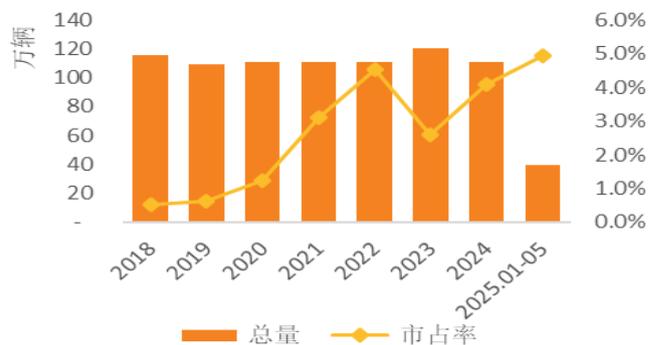
资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

图 16: BBA 轿车产品国内历年销量



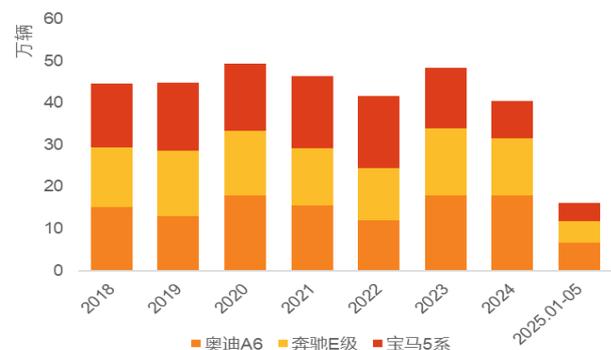
资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

图 15: 30W 元以上国内轿车销量及自主品牌市占率



资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

图 17: BBA 中 56E 轿车国内历年销量

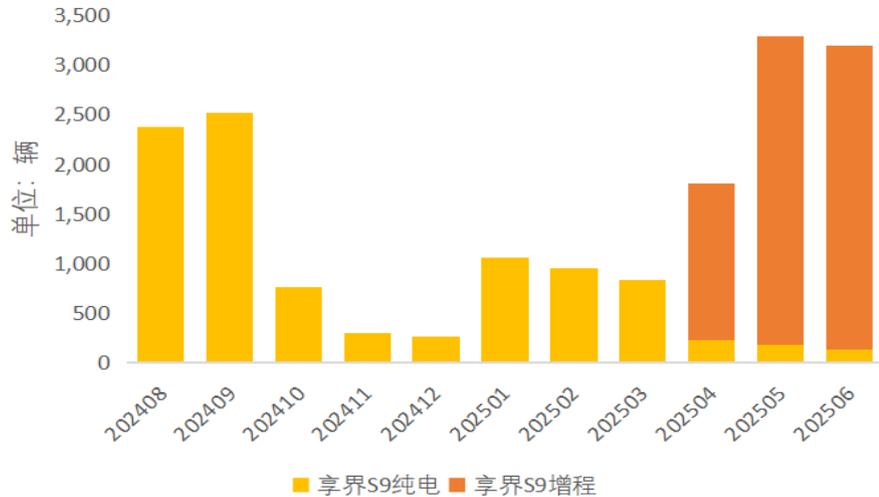


资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

3.3. 高端化空间广阔，换代&新车拓展产品谱系

享界 S9 增程版多方面做出针对性调整，促进市场覆盖率提升。S9 增程版通过提升续航能力，从根本上缓解了用户的里程焦虑。另外，S9 的智能化配置在同级别中保持领先，凭借更前沿的功能体验成为吸引用户的核心卖点。

图 18：享界月度销量



资料来源：MarkLines，天风证券研究所

相较于 BBA 的宝马 5 系、奥迪 A6L、奔驰 E 级，享界 S9 在产品力上亮点突出。动力方面，享界 S9Max 后驱长续航版百公里加速仅 5.98 秒；座椅功能上，前后排具备加热、通风、按摩功能；智驾方面，享界 S9 搭配 HUAWEI ADS 智能驾驶系统及 1 个激光雷达。从产品配置角度看，S9 具备更强的性价比优势。

图 19：S9 及竞品参数对比

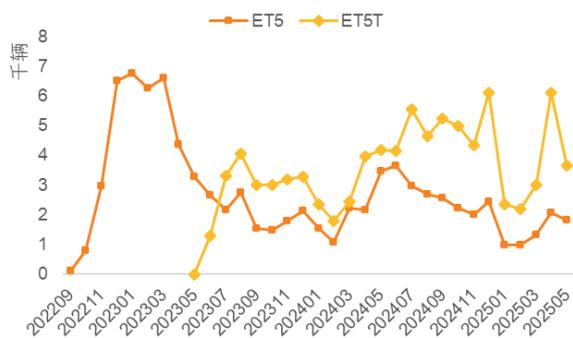
享界S9及竞品参数对比				
车型	享界S9 Max 后驱长航版	宝马 525Li 豪华套装	奔驰 改款E 260L	奥迪A6L 2024款 40 TFSI 豪华动感型
官方指导-万元	39.98	43.99	45.18	42.79
尺寸 (mm)	5160*1987*1486	5175*1900*1520	5092*1880*1493	5038*1886*1475
轴距 (mm)	3050	3105	3094	3024
动力性能				
百公里加速	5.98	8.2	7.7	9.2
智能座舱				
零重力座椅	○	×	×	×
前排座椅功能	●加热 ●通风 ●按摩 ●记忆	○加热 ○记忆 (主驾驶)	○加热	○加热 ○通风 ○记忆 (主驾驶)
后排座椅功能	●加热 ●通风 ●按摩	×	-	○加热 ○通风 ○按摩
冰箱	●	×	×	×
智能驾驶及底盘				
智驾系统	HUAWEI ADS	-	-	-
空气悬架	●	-	×	-
激光雷达数量	1	×	×	-

●：代表标配 ○：代表选配 X、-：无此配置

资料来源：懂车帝，天风证券研究所

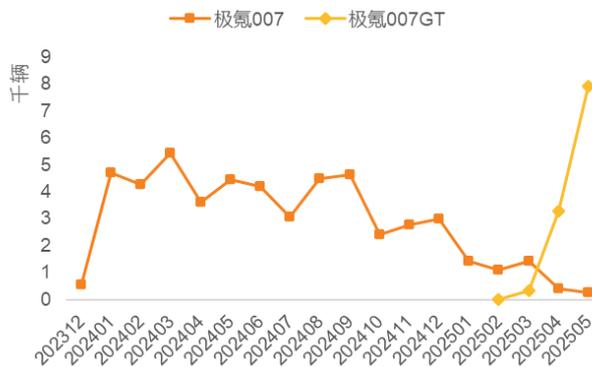
享界 S9 旅行版可以通过更好地满足细分市场需求、丰富产品矩阵、拓展品牌形象方面拉动 S9 系列销量的增长。旅行车在国内市场虽然相对小众，但随着人们生活水平的提高和旅行文化的兴起，对旅行车的需求在逐渐增长。ET5T 和极氪 007GT 等旅行车型凭借独特的旅行车造型、更大的装载空间，满足了消费者对于个性化出行和载物需求，从而吸引新的消费群体加入，带动自身系列销量提升，S9 旅行版有望复刻此路径实现销量向上。

图 20: ET5 和 ET5T 的国内销量结构走势



资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

图 21: 极氪 007 和 007GT 的国内销量结构走势



资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

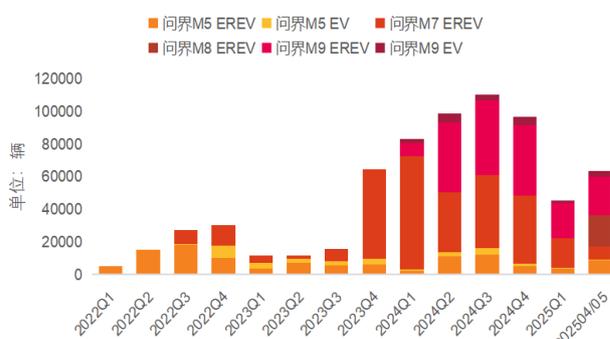
享界有望复刻问界的成功路径。问界通过推出多版车型精准覆盖多元需求, 实现销量快速增长。我们认为享界有望同问界一样依托华为的生态与渠道快速破圈, 提升品牌认知度, 并通过现有产品迭代&新产品推出实现销量向上。

图 22: 问界车型及上市时间

	车型	上市时间
问界M5	增程Ultra	2025.03
	纯电Ultra	2025.03
问界M7	增程max智驾版	2024.04
	纯电max智驾版	2024.04
问界M8	Pro五座/六座智驾版	2024.08
	Ultra五座/六座智驾版	2024.05
问界M9	增程max五座/六座版	2025.04
	增程Ultra五座/六座版	2025.04
问界M9	增程max/Ultra五座/六座版(2025款)	2025.03
	纯电max六座版(2025款)	2025.03
	纯电Ultra五座/六座版 (2025款)	2025.03
	增程max/Ultra五座版(2024款)	2024.09
	纯电Ultra五座版 (2024款)	2024.09
	增程max/Ultra六座版(2024款)	2023.12
	纯电Ultra六座版 (2024款)	2023.12

资料来源: 懂车帝, 天风证券研究所

图 23: 问界品牌的月度销量



资料来源: MarkLines, 天风证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 盈利预测

营业收入: 公司收入主要由新能源汽车业务和其他业务构成。分业务来看: 1) **新能源汽车业务** 受益于新车型推出、研发核心技术、扩张销售渠道及海外市场拓展以及享界高端化的推进, 预计 2025-2027 年营业收入分别为 352.38 亿元、609.32 亿元、787.14 亿元, 同比+169.8%/+72.9%/+29.2%; 2) **其他业务** 因公司聚焦核心业务资源投入减少, 公司通过“降本增效”削减非核心业务, 预计 2025-2027 年营收为 10.14 亿元、8.62 亿元、8.62 亿元, 同比-30.0%/-15.0%/0.0%。预计公司 2025-2027 年总营业收入分别为 362.52 亿元、617.94 亿元、795.76 亿元, 同比+149.8%/+70.5%/+28.8%。

毛利率: 1) **新能源汽车业务:** 受益于规模化效应和享界的高端化推进, 预计 2025-2027 年毛利率分别为 5.4%、11.0%、13.9%。预计 2025-2027 年综合毛利率分别为 5.5%、11.0%、13.9%。

表 1: 分项目收入及毛利率预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
新能源汽车营收 (亿元)	103.33	130.63	352.38	609.32	787.14
同比	71.3%	26.4%	169.8%	72.9%	29.2%
毛利率	-5.7%	-11.6%	5.4%	11.0%	13.9%

其他业务营收 (亿元)	39.85	14.49	10.14	8.62	8.62
同比	14.5%	-63.6%	-30.0%	-15.0%	0.0%
毛利率	4.6%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%
合计营收 (亿元)	143.19	145.12	362.52	617.94	795.76
同比	50.5%	1.3%	149.8%	70.5%	28.8%
毛利率	-5.7%	-11.6%	5.5%	11.0%	13.9%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

综上, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为-38.40、-15.02、9.18 亿元。

4.2. 估值分析

我们选择华为智选车合作公司江淮汽车、赛力斯, 以及零跑汽车作为可比公司。可比公司对应 2025、2026 年平均 PS 分别为 1.5、1.1 倍。

表 2: 可比公司估值

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
601127.SH	赛力斯	2,091	1,452	1,809	2,196	1.4	1.2	1.0
600418.SH	江淮汽车	1,014	422	526	662	2.4	1.9	1.5
9863.HK	零跑汽车	790	322	606	846	2.5	1.3	0.9
	平均值					2.1	1.5	1.1
600733.SH	北汽蓝谷	480	145	363	618	3.3	1.3	0.8

资料来源: wind, 天风证券研究所, 市值为 8 月 14 日数据

投资建议: 预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 362.52 亿元、617.94 亿元、795.76 亿元, 同比+149.8%/+70.5%/+28.8%; 归母净利润分别为-38.40、-15.02、9.18 亿元, 对应当前股价, PS 分别为 1.3、0.8、0.6 倍。从基本面看, 公司依靠华为智能化的赋能、自主制造端能力的快速提升, 产品品牌力已经逐步成型, 高端化轿车市场自主突破空间可期, 且公司计划在下半年推出新车上市。参考可比公司情况, 给与北汽蓝谷 2026 年 1.1XPS, 目标市值 707 亿元, 空间 47%, 对应目标价 12.68 元人民币。首次覆盖, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 新能源增速放缓：新能源渗透率已经取得一定突破，后续新能源车销量增速可能放缓。
- 2) 行业价格战加剧：近两年价格战相对激烈，后续可能加剧，影响产品定价、厂商利润。
- 3) 产品发布节奏不及预期：新车型发布节奏可能不及预期。
- 4) 海外市场增速不及预期：海外销量可能受经济走势变动、关税政策扰动等因素的影响。
- 5) 经营持续亏损的风险：存在经营状况不及预期，持续亏损的风险。
- 6) 跨市场选取可比公司的风险：可比公司中零跑汽车为港股标的，存在跨市场选取可比公司的风险。
- 7) 诉讼的舆论风险：近期公司公告累计诉讼、仲裁事项，存在产生负面舆论的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,844.80	11,851.77	9,063.03	6,488.35	6,699.03
应收票据及应收账款	6,811.28	9,306.07	3,021.01	12,427.43	11,887.54
预付账款	344.25	327.22	947.57	1,099.68	1,451.14
存货	1,657.14	1,689.86	3,257.09	4,687.48	5,211.23
其他	875.71	1,247.85	1,664.85	1,804.96	2,190.38
流动资产合计	15,533.19	24,422.77	17,953.55	26,507.90	27,439.31
长期股权投资	468.29	304.02	304.02	304.02	304.02
固定资产	4,873.86	7,078.77	6,820.59	6,499.67	6,105.44
在建工程	1,474.81	133.68	250.26	337.69	403.27
无形资产	6,234.21	7,572.17	6,439.30	5,266.43	4,053.57
其他	2,216.92	1,909.49	2,010.62	2,031.84	1,968.44
非流动资产合计	15,268.09	16,998.14	15,824.79	14,439.66	12,834.74
资产总计	30,801.28	41,420.90	33,778.34	40,947.56	40,274.05
短期借款	5,434.27	2,288.06	2,573.01	3,487.75	3,487.75
应付票据及应付账款	6,620.93	15,677.13	9,438.12	15,006.70	12,405.11
其他	7,417.17	5,736.40	7,799.01	9,241.53	10,364.43
流动负债合计	19,472.37	23,701.60	19,810.14	27,735.98	26,257.29
长期借款	1,777.66	5,388.58	5,388.58	5,983.82	5,983.82
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,592.55	2,110.70	2,150.62	2,284.62	2,181.98
非流动负债合计	4,370.21	7,499.28	7,539.20	8,268.44	8,165.80
负债合计	23,842.58	31,200.87	27,349.34	36,004.42	34,423.09
少数股东权益	667.84	4,709.57	4,755.10	4,772.91	4,762.02
股本	5,573.50	5,573.50	5,573.50	5,573.50	5,573.50
资本公积	23,508.63	29,676.32	29,676.32	29,676.32	29,676.32
留存收益	(22,778.25)	(29,726.26)	(33,566.00)	(35,067.57)	(34,149.19)
其他	(13.03)	(13.10)	(9.92)	(12.02)	(11.68)
股东权益合计	6,958.70	10,220.03	6,429.00	4,943.14	5,850.96
负债和股东权益总计	30,801.28	41,420.90	33,778.34	40,947.56	40,274.05

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(5,365.50)	(6,872.91)	(3,839.74)	(1,501.57)	918.38
折旧摊销	1,524.03	2,383.15	2,774.47	2,906.35	3,041.52
财务费用	519.52	428.64	390.56	457.53	507.75
投资损失	52.97	39.34	40.00	40.00	40.00
营运资金变动	4,391.09	1,760.84	(357.14)	(3,805.16)	(2,038.66)
其它	(1,587.01)	689.36	45.53	17.81	(10.89)
经营活动现金流	(464.90)	(1,571.58)	(946.32)	(1,885.03)	2,458.09
资本支出	2,007.37	4,881.61	1,460.08	1,366.00	1,602.64
长期投资	(62.90)	(164.27)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,484.40)	(7,168.17)	(3,000.08)	(2,906.00)	(3,142.64)
投资活动现金流	(1,539.93)	(2,450.84)	(1,540.00)	(1,540.00)	(1,540.00)
债权融资	(1,678.46)	(2,252.88)	(305.61)	852.45	(707.75)
股权融资	6,020.96	6,167.61	3.19	(2.10)	0.34
其他	(98.31)	3,513.99	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	4,244.19	7,428.72	(302.43)	850.35	(707.41)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,239.36	3,406.30	(2,788.75)	(2,574.68)	210.68

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	14,318.61	14,511.91	36,252.11	61,793.78	79,576.27
营业成本	15,138.19	16,200.86	34,248.07	55,000.84	68,529.52
营业税金及附加	59.38	65.43	163.13	278.07	358.09
销售费用	1,998.65	1,821.17	1,993.87	3,089.69	3,779.87
管理费用	882.87	943.45	1,268.82	1,792.02	2,228.14
研发费用	1,185.51	1,760.45	1,993.87	2,780.72	3,381.99
财务费用	417.40	384.13	390.56	457.53	507.75
资产/信用减值损失	(604.83)	(387.00)	(235.00)	(135.00)	(135.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(54.70)	(40.65)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
其他	673.55	312.01	312.01	312.01	312.01
营业利润	(5,349.37)	(6,779.23)	(3,769.19)	(1,468.08)	927.92
营业外收入	2.51	2.39	3.26	2.72	2.79
营业外支出	1.90	21.76	9.40	11.02	14.06
利润总额	(5,348.76)	(6,798.59)	(3,775.33)	(1,476.38)	916.65
所得税	16.73	74.31	18.88	7.38	9.17
净利润	(5,365.50)	(6,872.91)	(3,794.21)	(1,483.76)	907.49
少数股东损益	34.29	75.10	45.53	17.81	(10.89)
归属于母公司净利润	(5,399.78)	(6,948.01)	(3,839.74)	(1,501.57)	918.38
每股收益(元)	(0.97)	(1.25)	(0.69)	(0.27)	0.16

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	50.50%	1.35%	149.81%	70.46%	28.78%
营业利润	-1.39%	26.73%	-44.40%	-61.05%	-163.21%
归属于母公司净利润	-1.19%	28.67%	-44.74%	-60.89%	-161.16%
获利能力					
毛利率	-5.72%	-11.64%	5.53%	10.99%	13.88%
净利率	-37.71%	-47.88%	-10.59%	-2.43%	1.15%
ROE	-85.84%	-126.09%	-229.39%	-882.07%	84.34%
ROIC	-40.76%	-60.46%	-53.16%	-18.92%	18.35%
偿债能力					
资产负债率	77.41%	75.33%	80.97%	87.93%	85.47%
净负债率	85.53%	-18.82%	14.78%	97.80%	75.61%
流动比率	0.80	1.03	0.91	0.96	1.05
速动比率	0.71	0.96	0.74	0.79	0.85
营运能力					
应收账款周转率	1.95	1.80	5.88	8.00	6.55
存货周转率	6.01	8.67	14.66	15.56	16.08
总资产周转率	0.46	0.40	0.96	1.65	1.96
每股指标(元)					
每股收益	-0.97	-1.25	-0.69	-0.27	0.16
每股经营现金流	-0.08	-0.28	-0.17	-0.34	0.44
每股净资产	1.13	0.99	0.30	0.03	0.20
估值比率					
市盈率	-8.90	-6.91	-12.51	-32.00	52.31
市净率	7.64	8.72	28.70	282.22	44.12
EV/EBITDA	-22.05	-25.35	-119.99	29.76	12.42
EV/EBIT	-11.84	-10.94	-16.14	-53.61	39.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com