

北汽蓝谷 (600733.SH) 发布“三年跃升计划”，“规模效应+高端化”共振

2025年08月05日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

赵旭杨（分析师）

徐剑峰（联系人）

zhaoxuyang@kysec.cn

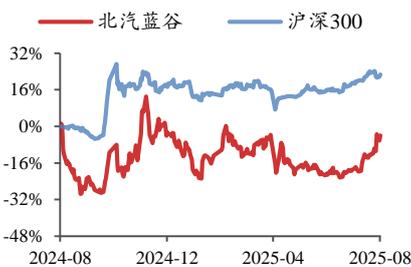
xujianfeng@kysec.cn

证书编号：S0790523090002

证书编号：S0790123070014

日期	2025/8/5
当前股价(元)	8.75
一年最高最低(元)	10.59/6.30
总市值(亿元)	487.68
流通市值(亿元)	427.45
总股本(亿股)	55.74
流通股本(亿股)	48.85
近3个月换手率(%)	133.23

股价走势图



数据来源：聚源

● 公司发布“三年跃升计划”，2025Q1 营收同比+151%、毛利率同比+4.1pct

为全面提升盈利能力，公司发布“三年跃升计划”，旨在推动：(1) 销售上量：“极狐+享界”双轮驱动，“规模效应+高端化”共振；(2) 结构优化：提升享界品牌及海外销量占比；(3) 狠抓降本。管理和营销费用严控，并提升零部件自制比例；(4) 丰富盈利生态。携手小马智行打造 Robotaxi，计划投放千台级。2025Q1，改革成效初见：营收同比+151%，毛利率同比+4.1pct，归母净利润同比减亏 0.6 亿元。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 317.6/632.8/949.0 亿元，当前股价对应 PS 分别为 1.5/0.8/0.5 倍，看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 极狐：“定位下探+场景化造车+营销升级+渠道开拓”齐发力，销量持续提升

2024 年以来，极狐销量明显提升，主要系品牌全方位调整：(1) 产品端：针对初代产品定价偏高的问题，改款车型定位不断下探、配置持续提升。同时，在新产品打造过程中，聚焦用户在特定场景的核心需求，如基于乐活亲子理念推出考拉车型；(2) 品牌端：针对此前品牌力不足的问题，从“技术+安全”两个维度强化品牌形象。同时，积极采用新媒体营销方式拉近与消费者的距离，2024 年 12 月新媒体订单占比 25%，成为 Top1 订单来源渠道；(3) 渠道端：针对营销网络不足影响品牌曝光度的问题，经销渠道翻倍式增长，尤其是下沉市场快速渗透。展望未来，极狐将发布 α T5/α S5 增程车型、MPV 等新产品，销量增长可期。

● 享界：华为智选模式赋能下进军高端车市场，S9 增程版上市后销量明显改善

高端车市场近年来明显扩容，其中 SUV、增程车型增长迅速，但自主品牌在高端轿车市场有待突破。公司与华为合作打造智选模式享界品牌，且目前将享界作为第一优先级，领导亲力亲为、高标准打造超级工厂、提供充足研发资源、推动享界专网建设、与华为进行品牌共建。在首款轿车 S9 纯电版因续航焦虑销量表现不佳的情况下，公司推出 S9 增程版，综合续航里程达 1355km，且在智驾、智舱等方面明显领先 BBA 等燃油车竞品，有望以科技豪华重新定义高端轿车，销量提升明显。展望未来，享界有望发布 SUV 等新车型，有望获得更大发展空间。

● 风险提示：新能源车行业销量不及预期；行业竞争加剧；新产品需求不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,319	14,512	31,755	63,279	94,903
YOY(%)	50.5	1.3	118.8	99.3	50.0
归母净利润(百万元)	-5,400	-6,948	-4,805	-2,532	1,460
YOY(%)	1.2	-28.7	30.8	47.3	157.6
毛利率(%)	-8.0	-11.6	4.8	9.3	11.9
净利率(%)	-37.7	-47.9	-15.1	-4.0	1.5
ROE(%)	-77.1	-67.2	-86.9	-84.6	32.8
EPS(摊薄/元)	-0.97	-1.25	-0.86	-0.45	0.26
P/E(倍)	-9.0	-7.0	-10.1	-19.3	33.4
P/B(倍)	7.8	8.9	69.2	-26.7	-132.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

1、 国资新能源转型先锋，“极狐+享界”贡献主要增长点.....	5
1.1、 公司系北汽集团旗下唯一新能源车专属平台，C端转型开启新征程.....	5
1.2、 极狐与华为就HI模式合作多年，享界开启公司智选模式新征程.....	8
1.3、 极狐销量增长推动营收高增，高投入及规模效应有待显现影响业绩.....	9
2、 发布“三年跃升计划”，专业人才团队引领推动高质量发展.....	11
2.1、“三年跃升计划”引领公司发展，目标2027年实现扭亏为盈.....	11
2.2、 聚焦专业化人才管理团队建设，打造“用户型企业”、推进降本增效.....	12
2.3、 推出定增计划，赋能新车及智能化平台开发、提升资产结构稳定性.....	13
3、 极狐“渠道+产品”双轮驱动，享界车型矩阵丰富放量可期.....	14
3.1、 BEIJING：受B端市场相对饱和影响，预计未来销量维持相对稳定.....	14
3.2、 极狐：“定位下探+场景化造车+营销升级+渠道开拓”有望推升销量.....	14
3.2.1、 受品牌知名度低、初代产品定价高、渠道规模少等影响，极狐前期销量平淡.....	14
3.2.2、“定位下探+场景化造车+营销升级+渠道开拓”，极狐销量实现实质性突破.....	16
3.3、 华为智选模式赋能享界进军高端车市场，S9增程版上市后销量改善.....	24
3.3.1、 高端车市场近年来扩容明显，豪华新能源轿车市场国产替代空间更为广阔.....	24
3.3.2、 华为领先智能化技术、终端渠道、高端品牌形象助力享界进军高端车市场.....	26
3.3.3、 公司将享界品牌作为第一优先级，与华为共同推动享界品牌快速发展.....	28
3.4、 积极开拓海外市场，放大公司成长空间.....	33
3.5、 携手萝卜快跑、小马智行打造Robotaxi，规划投放规模达千台级.....	33
4、 盈利预测与投资建议.....	35
4.1、 盈利预测.....	35
4.2、 估值与投资建议.....	35
5、 风险提示.....	36
附：财务预测摘要.....	37

图表目录

图 1： 公司曾连续 7 年蝉联国内新能源车销冠，B 端市场发展受阻后推出高端新能源品牌极狐及华为智选模式享界.....	6
图 2： 公司主要营收来源为商品车销售.....	7
图 3： 商品车销售仍处亏损状态，对公司业绩影响较大.....	7
图 4： 公司实控人为北汽集团，其对公司实施股权托管及增资将为公司获取集团资源、解决发展所需资金提供支撑.....	8
图 5： 公司 2017 年开始与华为合作，2022 年 5 月推出极狐 αS HI 版，2024 年推出享界 S9 开始智选模式新征程.....	9
图 6： 2022 年开始，受益极狐品牌的放量，公司汽车年销量实现持续快速增长.....	10
图 7： 2024 年，极狐品牌销量超过 BEIJING 品牌，成为公司新的销量主力，To C 转型成效显著.....	10
图 8： 目前，极狐考拉、αT5、αS5、北京 EU5、享界 S9 等贡献公司主要销量.....	10
图 9： 2021 年以来，公司净利率虽明显为负，但环比呈波动提升态势.....	11
图 10： 2023 年以来，除研发费用率小幅回升外，受益规模效应，公司期间费用率整体有所下降.....	11
图 11： 2025Q1，受益规模效应及降本增效，公司亏损幅度明显缩小.....	11
图 12： 2025 年，公司通过“营销、交付、降本、产品、激励”五方面提升经营能力.....	12
图 13： 国内出租车市场呈现相对饱和的状态，增速将明显放缓.....	14
图 14： BEIJING 品牌近年来月销量呈波动状态，难有明显提升.....	14
图 15： 2021 年 7 月至 2023 年 7 月，极狐初代车型销量较为平淡，月销量始终没有突破 3000 辆.....	15

图 16:	相比理想、小鹏、蔚来等主流新势力, 2022 年极狐品牌知名度明显较低.....	15
图 17:	截至 2024 年底, 极狐品牌渠道及覆盖城市数在主流新能源品牌中仍较少, 存在较大提升空间	15
图 18:	2022 年, 搭载华为 ADS 1.0 的问界 M7 在 69 款测试车型智驾总榜中排名第 36, 未形成明显差异化优势	15
图 19:	2024 年开始, 极狐换代及全新产品定位明显下探, 推动销量高速增长	17
图 20:	极狐考拉聚焦亲子出行场景	18
图 21:	极狐 αS5 定位为运动轿跑	18
图 22:	新极狐 αS5 新增神行版车型, 搭载宁德时代 5C 神行超充电池	20
图 23:	极狐 αS6 是 20 万内 (叠加置换补贴后) 唯一搭载 3 激光雷达+华为乾崮 ADS3.3 的车型	20
图 24:	2024 年开始, 极狐换代及全新产品定位明显下探, 推动销量高速增长	21
图 25:	极狐冠名北京卫视跨年之夜, 助力用户车主和造车工程师登上晚会舞台	21
图 26:	极狐作为 2024 北京大运河音乐节的独家冠名品牌, 在音乐节现场展出全产品矩阵	21
图 27:	极狐加速进行渠道网络建设, 2024 年以来渠道网络数及覆盖城市数快速增长	22
图 28:	截至 2025Q1, 极狐门店数量达到 356 个, 固定门店占比 82%, 平均效能提升至单店月销 39 台	22
图 29:	截至 2025Q1, 极狐服务网络扩展至 237 家, 覆盖 30 省 155 城	22
图 30:	2025 年 1 月, 极狐与蔚来达成充电网络互通合作, 极狐充电平台接入 14000+ 根充电桩	22
图 31:	2018 年 4 月, 公司与拥有超百年高端车制造经验的麦格纳开始合作进程	23
图 32:	公司与麦格纳共建极狐工厂	23
图 33:	极狐工厂具有较高的自动化程度	23
图 34:	6 月 22 日, 极狐 S3 纯电轿车亮相工信部	24
图 35:	除 2024 年以来受以旧换新政策造成消费降级及降价潮影响外, 整体看 2020 年以来高端车市场扩容明显	25
图 36:	近年来, 30 万以上市场中 SUV 销量相比轿车销量增长更为迅速	25
图 37:	高端车市场中, 燃油车销量占比与行业平均水平大体相当, 插混、纯电车占比偏低, 增程车占比领先	25
图 38:	30 万以上 SUV 市场中, 问界、理想、蔚来、坦克、魏牌等国产品牌车型已经实现重要突破	25
图 39:	高端轿车市场中, 基本以 BBA 等豪华品牌燃油车为主, 国产车型鲜有实现突破	26
图 40:	高端 MPV 市场中, 已有腾势 D9、岚图梦想家、极氪 009、小鹏 X9 等多款自主品牌车型销量较为领先	26
图 41:	华为乾崮智能汽车解决方案为合作车型提供智能驾驶、智能座舱、智能车灯、智能车控等全栈智能化技术	27
图 42:	享界 S9 进入鸿蒙智行门店, 可借助其强大的流量效应	27
图 43:	依托华为手机渠道赋能的优势, 享界销售网点数在新势力中处于中等偏上的位置	27
图 44:	华为荣膺 CNPP 2025 中国品牌排行榜 TOP1	28
图 45:	享界 S9 首销客户核心对比车型中, 问界 M9、智界 S7、阿维塔 12 等华为品牌或关联品牌车型占比较高	28
图 46:	北汽集团将享界品牌作为第一发展战略	29
图 47:	公司董事长张国富将华为视作奋斗者伙伴, 携手推进享界品牌的建设	29
图 48:	相比智能驾驶、智能座舱、舒适性等功能, 续航里程、电池特性是消费者认为享界 S9 相对欠缺的方面	31
图 49:	相比 BBA 的“56E”车型, 享界 S9 受续航焦虑、消费者对首款车型观望情绪等因素影响销量表现不佳	31
图 50:	享界 S9 增程版在续航能力、底盘舒适性、内饰豪华感、智能驾驶及智能座舱能力方面表现较为突出	31
图 51:	公司与华为联合打造尊界超级工厂, 充分体现高端制造和智能化理念, 一期规划年产能 12 万辆	32
图 52:	北汽集团发布全新汽车平台 BE22 平台 (北极星平台), 同时也是达尔文 2.0 技术体系的核心载体	32
图 53:	截至 2024 年底, 公司已进军海外 9 个市场	33
图 54:	2 月 26 日, 极狐汽车于哥斯达黎加首都圣何塞举办盛大品牌发布会, 正式宣告进军拉美市场	33
图 55:	极狐携手萝卜快跑打百度第五代 Robotaxi 产品 Apollo Moon	34
图 56:	萝卜快跑基于极狐 αT 等车型打造的第五代 Robotaxi 产品在武汉的运营范围扩展至 3000 平方公里	34
图 57:	2024 年 11 月, 北汽新能源与小马智行达成全无人 Robotaxi 车型的合作研发协议	34
图 58:	2025 年上海车展上, 小马智行第七代 Robotaxi 首秀, 并将开启量产新征程	34

表 1:	公司旗下分为北京、极狐、享界三大品牌, 涵盖轿车、SUV、MPV 等产品	6
------	--	---

表 2: 公司聚焦专业化人才管理团队建设, 有望在营销、技术、降本、融资等方面得到强劲支撑	13
表 3: 公司募集资金用于开发新能源车型及智能化平台、满足发展所需资金等	14
表 4: 极狐 αS 相比比亚迪汉配置相近但品牌力较弱、αS HI 相比小鹏 P7 智能化能力无明显领先但定价明显更高	16
表 2: 达尔文 2.0 技术构建了极盾安全/极净健康/灵智智能/极享座舱/极光电池/极锋动力/灵韵底盘七大技术板块	19
表 3: BE21 平台涵盖 A、B 级多种车型产品线, 具备提升产品性能、缩短开发周期、开发成本低的优势	23
表 4: 享界 S9 在智能驾驶、智能座舱、主动安全、座椅舒适性等方面领先于竞品, 但纯电动形式限制其续航	29
表 5: 北汽蓝谷业绩拆分与盈利预测	35
表 6: 公司有望迎来“规模效应+高端化”共振, 目前估值低于可比公司均值, 具备一定的配置价值	36

1、 国资新能源转型先锋，“极狐+享界”贡献主要增长点

1.1、 公司系北汽集团旗下唯一新能源车专属平台，C端转型开启新征程

公司系国内新能源车第一股，曾连续7年蝉联国内新能源车销冠，B端市场发展受阻后积极推出高端新能源品牌极狐及华为智选模式享界，打造新增长点。公司是北汽集团控股的高科技上市公司和绿色智慧出行一体化解决方案提供商。2009年，公司正式成立，成为我国首家独立运营、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车企。

公司发展过程中主要经历3个重要阶段：

(1) 2009-2013年蓄力成长期：公司自成立起积极探索新能源车技术研发。2012年4月，公司500辆自主品牌纯电动轿车E150EV交付使用，实现零的突破；

(2) 2014-2019年高速发展期：经历初期的探索，2014年开始，公司深入推进三大创新，迎来快速发展，曾连续7年蝉联国内新能源车销冠。具体来看，2014年3月，公司实施体制机制创新，进行新的股改，组建新经营团队，新能源汽车业务开始市场化运营。2015年2月，公司实施商业模式创新，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，公司实施技术创新，全新平台EC180车型投产，成为后续主导产品。2017年11月，公司与产业链伙伴缔结“卫蓝生态联盟”，开启百亿“换电计划”。2018年4月，公司EU5车型上市，在2018年和2019年连续两年名列国产A级纯电动汽车销量第一。2018年6月，北汽集团与麦格纳、镇江市政府签署高端智能纯电动汽车项目三方合作协议，与麦格纳合资成立且由公司控股的工厂后续成为公司极狐品牌的核心生产基地。2018年9月，公司通过重大资产重组在A股主板上市，成为国内新能源汽车第一股。2019年10月，公司发布新BEIJING品牌。BEIJING品牌将坚定实施全面新能源化与智能网联化“双轮驱动”战略，专注于产品的持续向上升级，全面推进智能驾驶、智能网联的深度赋能；

(3) 2020年开始调整转型期：2020年开始，新能源车补贴退坡、新冠疫情、网约车市场相对饱和等因素影响下，公司BEIJING品牌ToB端业务受到明显影响。ToC端转型成为公司破局的关键，“极狐+享界”两大品牌将持续发力。早在2016年，公司就已经建立极狐品牌，历时4年，极狐品牌首款量产车型αT正式上市。2021年4月，极狐品牌新一代智能豪华纯电轿车αS上市，与华为携手打造的αS HI版也如期亮相。2022年5月，极狐αS全新HI版正式上市。2023年9月，极狐全球首款智能亲子车考拉正式上市。2023年12月，αT5正式上市。2024年4月，鸿蒙智行第三品牌享界及其首款车享界S9首次亮相。2024年6月，极狐αS5正式上市。2024年8月，享界S9纯电版正式上市。2025年4月，享界S9增程版正式上市。极狐、享界品牌向C端市场的开拓将成为公司未来业绩增长的重要支柱。

图1：公司曾连续7年蝉联国内新能源车销冠，B端市场发展受阻后推出高端新能源品牌极狐及华为智选模式享界



资料来源：公司官网、北汽集团官网、北京晚报、经济观察网、汽车之家、新浪汽车、开源证券研究所

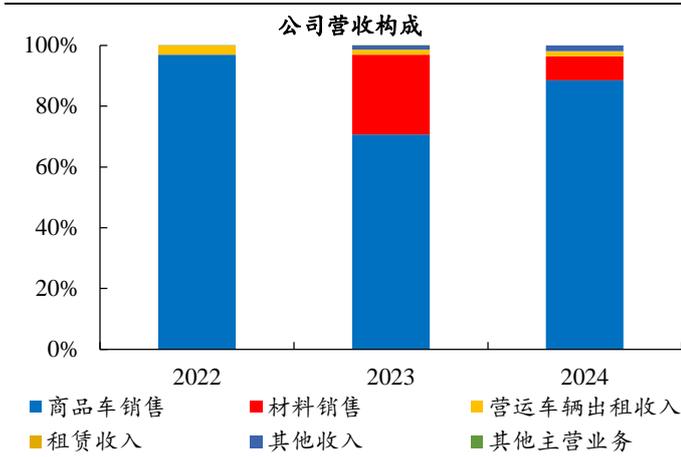
公司主营业务为三大新能源品牌车型的销售，相关车型有待放量影响公司业绩。公司主营业务包括纯电乘用车的研发设计、生产制造与销售服务，目前全力打造BEIJING、极狐、享界三大品牌：(1) BEIJING 品牌定位经济智能新能源汽车品牌，主要聚焦 ToB 端市场。目前，BEIJING 品牌旗下包括 EU5 和 EU5 PLUS 等车型，主要聚焦 20 万以下市场；(2) 极狐品牌是公司打造的高端智能新能源车品牌，主要面向 ToC 端市场。极狐在售车型有：全地形性能纯电 SUV αT 森林版、智能豪华纯电轿车 αS 森林版、高阶智能驾驶纯电轿车 αS 先行版、智能亲子车考拉（4 座版）、大空间 SUV 考拉 S（5 座版）、超能纯电 SUV αT5 以及高性能纯电轿跑 αS5。极狐品牌同样定位 20 万以下市场，但相比 BEIJING 品牌在轴距方面整体更大、定价方面整体更高，并且车型矩阵更为丰富；(3) 享界品牌是公司与华为智选模式深度合作的全新品牌，目前已推出全景智慧旗舰轿车享界 S9 纯电及增程版，定位 30 万以上的高端轿车市场，对标 BBA 的“56E”系列。财务层面，2024 年，商品车销售业务营收约占公司总营收的 88.5%，但由于公司极狐品牌虽经历数年的发展，目前仍有待放量、规模效应无法发挥，而享界品牌仍处发展初期、投入较大，导致商品车销售业务对公司整体业绩仍造成明显拖累。

表1：公司旗下分为北京、极狐、享界三大品牌，涵盖轿车、SUV、MPV 等产品

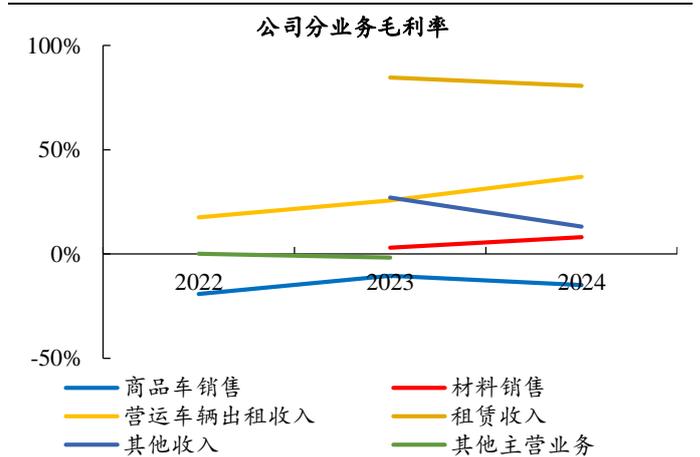
品牌	车型	级别	首次上市时间	轴距 (mm)	能源类型	厂商指导价 (万元)
北京	EU5	紧凑型车	2019.9	2670	纯电动	12.99-17.19
	EU5 PLUS	紧凑型车	2023.8	2670	纯电动	11.49-17.09
	EU7	中型车	2021.12	2801	纯电动	13.49-15.09
极狐	阿尔法 S	中大型车	2023.5	2915	纯电动	10.98-24.98
	阿尔法 S6	中大型车	2025.4	2915	纯电动	18.58-24.98
	阿尔法 S5	中型车	2024.6	2900	纯电动	11.98-17.68
	阿尔法 T	中型 SUV	2023.6	2915	纯电动	10.58-20.08
	阿尔法 T6	中型 SUV	2025.4	2915	纯电动	19.58
	阿尔法 T5	中型 SUV	2024.11	2845	纯电动	11.98-16.78

品牌	车型	级别	首次上市时间	轴距 (mm)	能源类型	厂商指导价 (万元)
享界	极狐考拉	紧凑型 MPV	2023.9	2820	纯电动	13.18-16.98
	极狐考拉 S	紧凑型 SUV	2024.8	2820	纯电动	10.98-13.58
	S9 纯电版	中大型车	2024.8	3050	纯电动	39.98-44.98
	S9 增程版	中大型车	2025.4	3050	增程式	30.98-36.98

资料来源：汽车之家、开源证券研究所

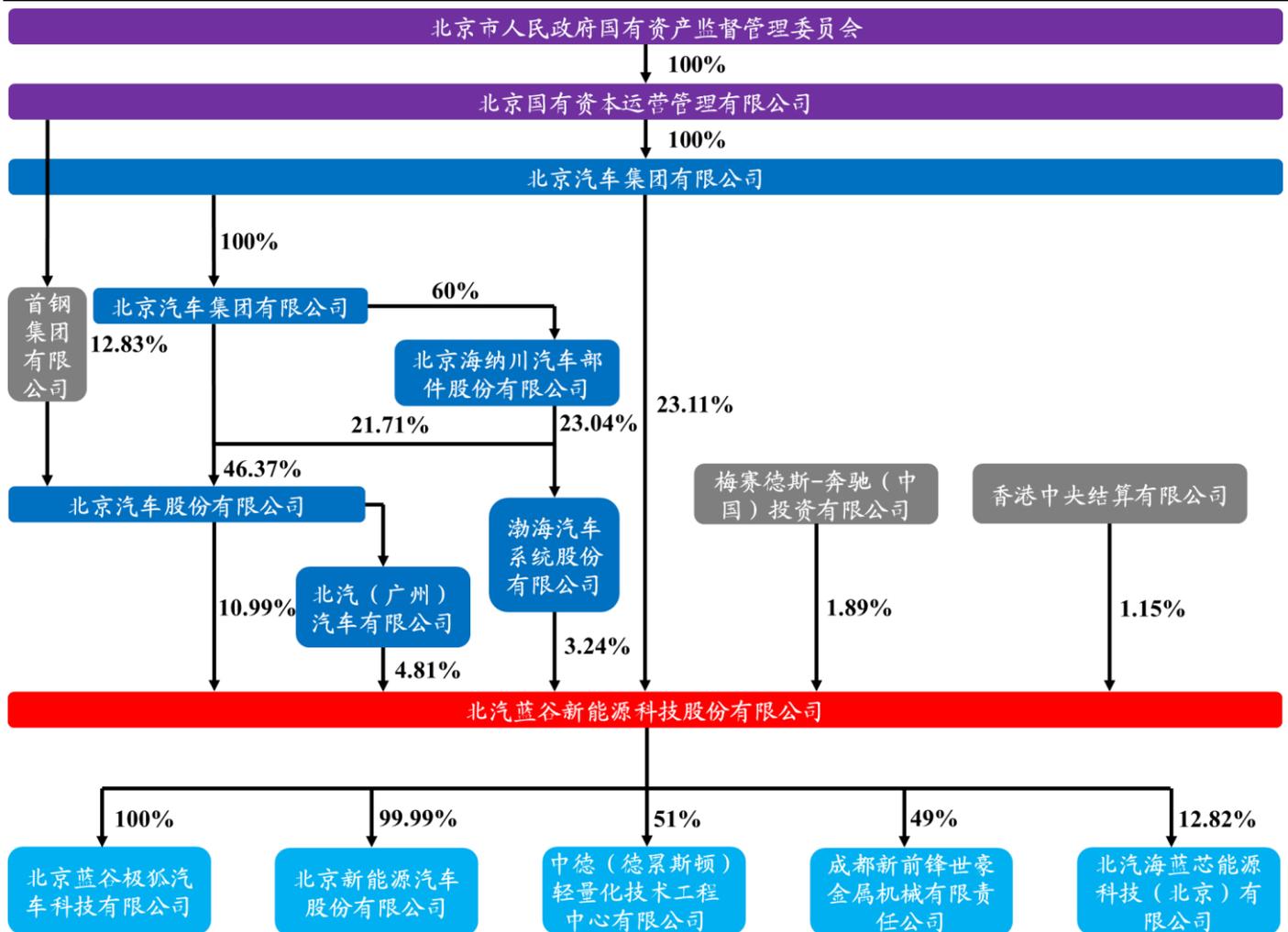
图2：公司主要营收来源为商品车销售


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：商品车销售仍处亏损状态，对公司业绩影响较大


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司实控人为北汽集团，其将所持的公司股权所对应的表决权等权利托管给北汽股份有利于公司获取更多资源支持、拟对公司进行增资有助于公司解决发展所需资金。公司实控人为北汽集团，最终实控人为北京市国资委。北汽集团除直接持有公司23.11%的股权外，还通过全资子公司北汽集团有限公司旗下的北汽股份、北京海纳川汽车及其下属公司间接持有大量公司股权。北汽集团旗下产业链涵盖整车及零部件研发制造、汽车服务贸易、综合出行服务、金融与投资等业务，旗下拥有自主品牌——北汽极狐、北京越野、北汽福田、北京重卡，合资品牌——北京奔驰、福建奔驰、北京现代、福田戴姆勒，整车及零部件产业链资源丰富。而为发挥北汽集团内部新能源乘用车战略资源的协同优势、以更合理的成本布局，2024年3月14日，北汽集团宣布拟将直接持有的公司股份所对应的表决权等所有权利(处分权及收益权除外)全权托管给北汽股份行使。此举将为公司带来更丰富、更直接、更强有力的资源支持，包括全球化研产销产业链资源、重要合作伙伴的产业协同等，推动公司更好更快发展。未来，北汽集团还将持续加大对新能源汽车业务的资源投入。在此基础上，2025年4月28日，公司公告称，拟向特定对象发行股票，募资不超过60亿元，其中控股股东北汽集团、其控制的关联方福田汽车，拟分别认购不超过5、25亿元。本次发行有助于公司解决发展所需资金，同时有利于公司优化资本结构、降低财务风险、提高抗风险能力。本次发行完成后，北汽集团仍为公司控股股东。可见，受益北汽集团强大的产业链资源及资金支持，公司新能源车业务有望持续向前发展。

图4：公司实控人为北汽集团，其对公司实施股权托管及增资将为公司获取集团资源、解决发展所需资金提供支撑


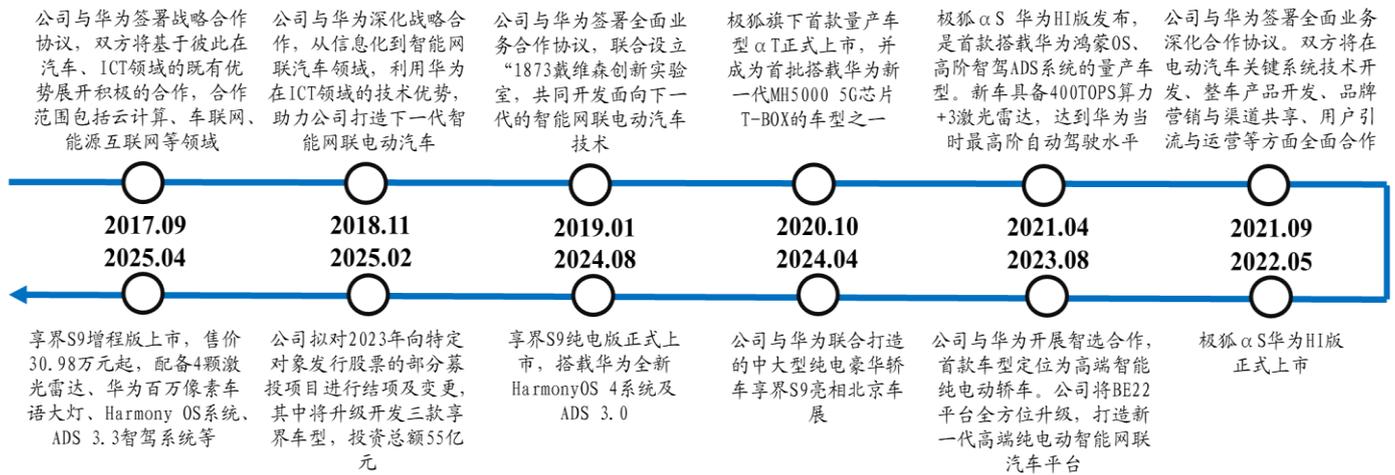
资料来源：Wind、开源证券研究所（注：截至 2025Q1）

1.2、极狐与华为就 HI 模式合作多年，享界开启公司智选模式新征程

公司 2017 年开始与华为在智能网联电动车领域合作，极狐与华为就 HI 模式合作多年、推出多款车型，享界开启公司与华为智选模式合作新征程。公司与华为合作多年，合作模式从极狐的 HI 模式逐步拓展至享界的智选模式，合作程度不断加深。具体来看，2017 年 9 月，公司与华为签署战略合作协议，双方将基于彼此在汽车、ICT 领域的既有优势展开积极合作，合作范围包括云计算、车联网、能源互联网等领域。2018 年 11 月，在既有合作的基础上，公司与华为深化战略合作，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，助力公司打造下一代智能网联电动汽车。2019 年 1 月，公司与华为签署全面业务合作协议，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。2020 年 10 月，公司与华为合作的首款车型——极狐旗下首款量产车型 aT 正式上市，并成为首批搭载华为新一代 MH5000 5G 芯片 T-BOX 的车型之一。2021 年 4 月，极狐 aS 华为 HI 版发布，是首款搭载华为鸿蒙 OS、高阶智驾 ADS 系统的量产车型，达到华为当时最高阶智能驾驶水平。2021 年 9 月，公司与华为签署全面业务深化合作协议，双方将在电动汽车关键系统技术开发、整车产品开发、品牌营销与渠道共享、用户引流与运营等方面全面合作。不过，极狐与华为合作过程中受产品定价偏高、实际智能化体验未能明显领先竞品等因素影响，极狐 HI 版车型销量规模不及预期。尽管如此，公

公司坚定与华为进行深度合作。2023年8月，公司与华为开展智选模式合作，成立享界品牌，首款车型定位为高端智能纯电动轿车。2024年4月，享界品牌首款车型S9亮相北京车展。2024年8月，享界S9纯电版正式上市，搭载华为全新 HarmonyOS 4及ADS 3.0系统。2025年4月，享界S9增程版上市，搭载 Harmony OS 4、ADS 3.3智驾系统等，产品力进一步提升。未来，公司与华为还有望推出更多新车型，发展可期。

图5：公司2017年开始与华为合作，2022年5月推出极狐αS HI版，2024年推出享界S9开始智选模式新征程

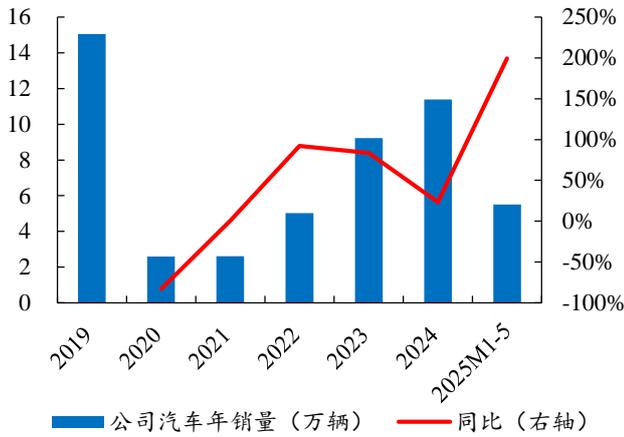


资料来源：汽车制动网、华为官网、界面新闻官网、新浪财经官网、中国经济网、汽车之家官网、易车腾讯官方号、IT之家官网、开源证券研究所

1.3、极狐销量增长推动营收高增，高投入及规模效应有待显现影响业绩

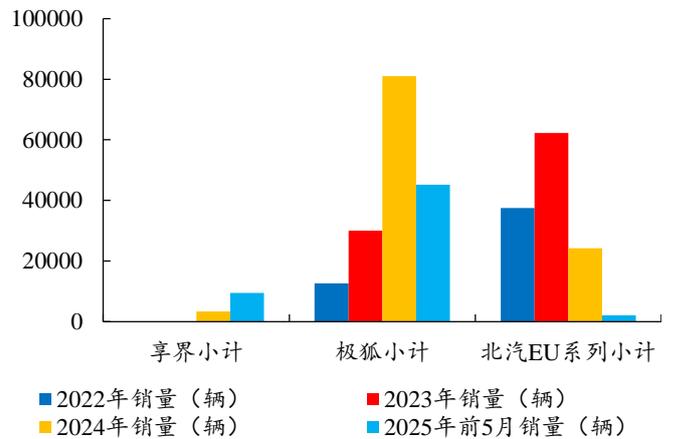
To B 向 To C 转型顺利，极狐接替 BEIJING 品牌成为公司新的销量主力，享界 S9 增程版放量有望贡献新增量。2020年，受新能源补贴退坡、新冠疫情、B端市场相对饱和等因素影响，公司销量出现断崖式下滑。除2023年因EU5在续航等方面的突出表现销售火爆外，整体来看，BEIJING品牌近年来面临较大的销量下滑压力。在此背景下，2021年开始，公司积极推进To C转型、推出极狐品牌。2021-2023年，极狐品牌因产品定价偏高等，销量虽有增长，但规模仍有待增长。2024年，极狐推出定价明显更低的αT5、αS5、考拉等车型，销量实现翻倍式增长，2025年前5月销量同比继续大幅增长。同时，2024年，公司推出高端品牌享界，虽纯电版车型销量不佳，但随着增程版车型的推出，销量实现明显突破，后续有望贡献重要销量增量。

图6: 2022 年开始, 受益极狐品牌的放量, 公司汽车年销量实现持续快速增长



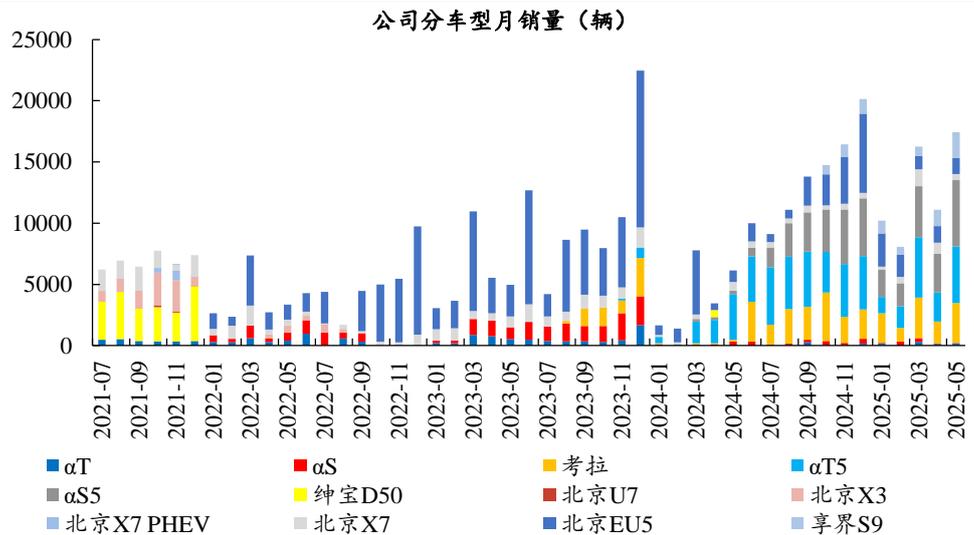
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2024 年, 极狐品牌销量超过 BEIJING 品牌, 成为公司新的销量主力, To C 转型成效显著



数据来源: Wind、开源证券研究所

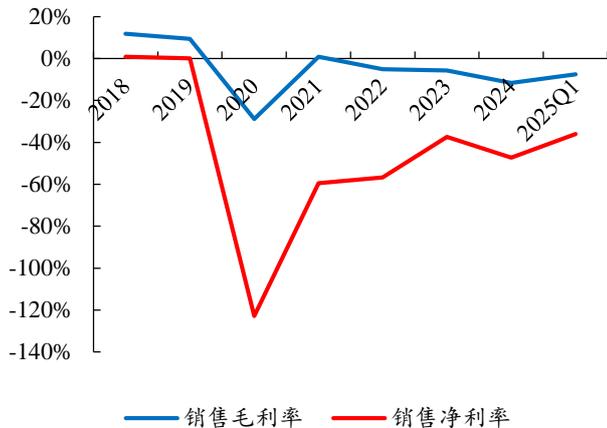
图8: 目前, 极狐考拉、αT5、αS5、北京 EU5、享界 S9 等贡献公司主要销量



数据来源: 汽车之家、开源证券研究所

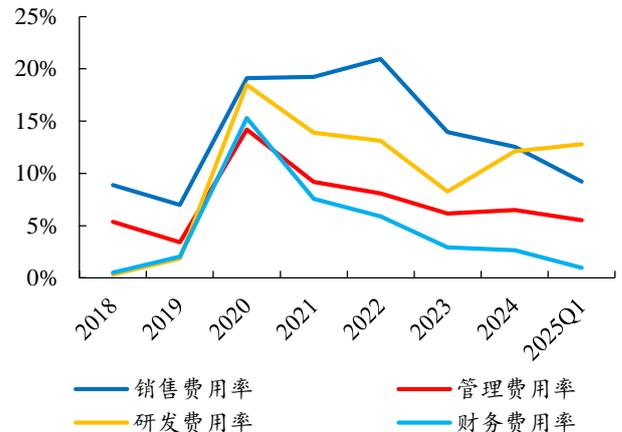
规模效应尚未发挥叠加高投入拖累公司业绩, 期间费用率受营收规模增长推动呈明显下滑趋势。尽管公司营收规模近年来呈明显提升态势, 但整体来看受销量规模偏低影响, 规模效应尚未显现, 导致公司产品成本阶段性偏高, 毛利率目前仍为负, 但 2025Q1 环比小幅改善。期间费用方面, 由于公司极狐品牌等仍处于投入期, 技术研发、品牌渠道建设等核心能力上需要持续投入, 尤其是在新能源汽车市场竞争愈发激烈的背景下, 对公司业绩造成较大影响。不过, 随着公司营收规模的扩大, 除新车及技术研发费用整体仍有所提升外, 近年来期间费用率已呈现明显下滑趋势, 进而推动公司销售净利率近年来波动提升。净利润方面, 受高投入拖累, 尽管营收规模增长, 但近年来公司整体亏损明显。不过, 2025Q1, 公司亏损已明显收窄。展望后续, 随着极狐及高端品牌享界的持续放量, 公司有望逐步实现毛利率乃至净利率转正。

图9：2021 年以来，公司净利率虽明显为负，但环比呈波动提升态势



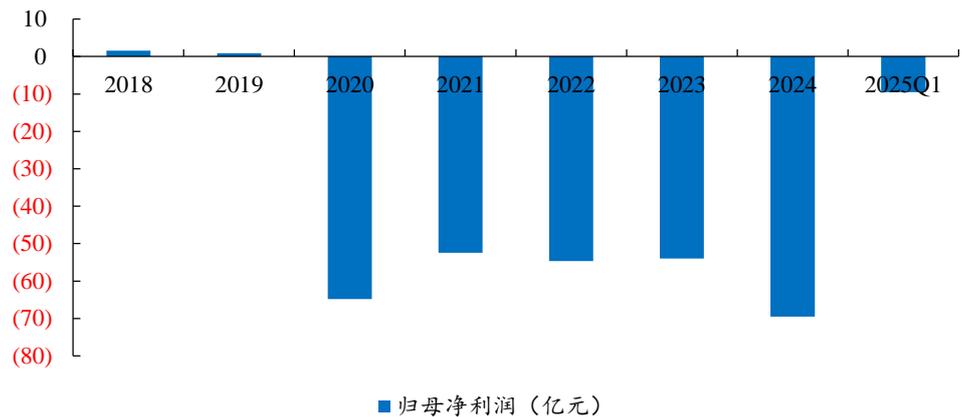
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023 年以来，除研发费用率小幅回升外，受益规模效应，公司期间费用率整体有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2025Q1，受益规模效应及降本增效，公司亏损幅度明显缩小



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、发布“三年跃升计划”，专业人才团队引领推动高质量发展

2.1、“三年跃升计划”引领公司发展，目标 2027 年实现扭亏为盈

发布“三年跃升计划”，将在销量、结构优化、降本增效等方面发力，旨在全面提升经营业绩。公司高度重视盈利能力，已制定 2025-2027 年的“三年跃升计划”，在销量、结构优化、降本增效、全方位盈利等几方面有着明确的盈利改善目标和路线图：

- (1) **销售上量**：全面推动销售上量，发挥规模效应，进而推动盈利改善；
- (2) **结构优化**：提升盈利能力强的产品占比。一方面，持续提升享界的销量占比。2024 年，享界和极狐的销量占比是 1：10，2025 年目标提升到约 1：3。另一方面，要提升海外销售占比，2025 年公司 will 全面推进极狐产品的国际化认证，举办海外经销商大会，尽快实现十万量级的销量贡献，并与华为合作推进享界出海；
- (3) **狠抓降本**：降本是多维度的，比如物料方面，公司表示，2025 年识别出几百项、几十亿的降本空间，正在逐步落实。管理和营销费用严控，原则上只降不增。研发要保障，但要提高研发效率。提升零部件自制比例，例如极狐电池 PACK，未来将自建工厂，预计每年会有几亿的降本空间；
- (4) **构建全方位盈利的生态**：除了卖车，技术输出、产品后市

场等都可以贡献盈利。目前，公司跟几家合作伙伴基于极狐 a T5 平台开发 Robotaxi 产品，也都实现技术创收。后市场方面，随着销量的增长，也会贡献盈利。上述组合措施已在 2025Q1 初见成效：营收同比增长 151%，单车均价同比提升 9000 元，毛利率同比改善 4.1pct，归母净利润同比减亏 0.6 亿。公司表示，未来将继续保持这些利好举措，争取尽早实现毛利转正、经营净现金流转正以及净利润转正的目标。

图12：2025 年，公司通过“营销、交付、降本、产品、激励”五方面提升经营能力



资料来源：公司 2024 年度暨 2025 年第一季度业绩说明会

2.2、聚焦专业化人才管理团队建设，打造“用户型企业”、推进降本增效

公司聚焦专业化人才管理团队建设，有望在营销、技术、降本、融资等方面得到强劲支撑。为落实“三年跃升计划”、推动公司高质量发展，公司持续打造年轻化、专业化管理团队。3 月 18 日，公司公告称选举张国富为公司新任董事长、刘观桥为新任总经理、乔元华为任新任董秘。同时，公司原财务总监宋军升任常务副总经理，并从北汽零部件板块引入马磊担任副总经理分管采购业务。

张国富董事长技术背景出身，曾在北汽集团旗下多家子公司担任副总经理或总经理等职务。同时，其曾在营销公司任职，通过新媒体平台与消费者高频互动，积极宣传极狐品牌旗下产品的功能体验，推动极狐系列 2024 年销量同比高增。

刘观桥总经理有着丰富的营销经验，过往经历基本与营销相关，有助于推动公司打造“用户型企业”，其对极狐系列的快速放量也有着突出的贡献。

原财务总监宋军升任常务副总经理，采购业务引入来自北汽零部件板块的马磊担任副总经理，有利于实质性推动公司降本增效，对于公司后续的业绩改善将起到明显的推动作用。

乔元华董秘有着多年的投行经验，使公司更好地对接资本市场、打通融资渠道，在补充短期流动性、引入长期发展所需资金方面能够提供重要支持。

表2：公司聚焦专业化人才管理团队建设，有望在营销、技术、降本、融资等方面得到强劲支撑

姓名	职位	主要工作经历
张国富	董事长	毕业于北京理工大学项目管理专业，工程硕士，高级工程师。先后在北京福田，北京海纳川汽车部件，北京汽车汽车研究院等公司担任职务。自2019年起先后担任北汽越野党委副书记、常务副总经理，北京汽车党委副书记、常务副总裁，北汽越野总经理，北京汽车蓝谷营销服务有限公司执行董事等职务。2022年11月至2024年7月，任北汽蓝谷副经理，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，任北京新能源汽车股份有限公司董事、总经理。2024年7月，任北汽蓝谷经理，2024年8月至2025年3月，任北汽蓝谷董事。2025年3月起，任北汽蓝谷董事长
刘观桥	总经理、董事	毕业于清华大学工商管理专业。自2002年起先后担任东南汽车销售管理师，上海大众福建区域经理，北京现代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，北京现代销售本部东区事业部促销支援科科长，北京现代销售本部北区事业部负责人、代理部长、事业部部长，北京现代销售本部销售管理部部长、销售管理室室长，北京汽车集团经营与管理部(军品管理部)副部长等职务，2023年11月至2024年7月，任北京汽车集团经营与管理部(军品管理部)/数字安全与管理部部长。2024年7月至今，任北京新能源汽车股份有限公司副总经理、董事。2024年7月至2025年3月，任北汽蓝谷副经理，2025年3月起，任北汽蓝谷经理，2025年4月起，任北汽蓝谷董事
宋军	副经理、财务总监、职工董事	先后毕业于北京林业大学经济学专业、中央财经大学会计专业，研究生学历、硕士学位，正高级会计师、高级经济师职称，注册会计师、注册税务师。2001年至2012年，任北京北辰实业经营管理部主管。2012年至2021年3月，先后任北京汽车集团财务部主管、部长助理、副部长。2021年4月至今，任北京新能源汽车股份有限公司副总经理、财务总监、职工董事。2021年4月至今任北汽蓝谷副经理、财务总监、职工董事
马磊	副经理	毕业于西安工业大学，法学硕士。自2015年起先后担任北京海纳川汽车部件市场开发部总经理、市场发展总监、总裁助理等职务，任职期间，自2020年5月至2024年7月，历任麦格纳汽车系统集成(北京)董事长，北京海纳川翰昂汽车零部件董事长，和信海纳川汽车部件董事长，北京北汽模塑科技(重庆)董事长，北京北汽模塑科技(成都)董事长，海斯坦普汽车组件销售(天津)副董事长等职务。2024年7月至2024年11月，任北京新能源汽车股份有限公司总经理助理。2024年11月起，任北京新能源汽车股份有限公司副总经理，北汽蓝谷副经理
乔元华	董秘	毕业于北京大学金融学专业，研究生学历。曾任职于汇丰前海证券、HSBC Markets(Asia) Limited、中金公司，从事投资银行业务近15年。2025年3月起，任公司董事会秘书

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、推出定增计划，赋能新车及智能化平台开发、提升资产结构稳定性

公司拟向特定对象募集资金，用于开发新能源车型及智能化平台、满足发展所需资金等，有望实现行稳致远。4月28日，公司公告称，拟向特定对象发行股票，募资不超过60亿元，其中公司控股股东北汽集团、其控制的关联方福田汽车，拟分别认购不超过5、25亿元。本次募投资金的作用包括：**(1) 开发新能源车型**：涵盖极狐品牌、享界品牌的多品种和多场景的新能源轿车、SUV、MPV等车型开发；**(2) 开发AI智能化平台及智驾电动化系统**：开发目标主要包括基于AI技术和大模型，开发场景化智能座舱软硬件平台，开发面向高阶智驾同时向下兼容的电子电器架构平台、软件平台和硬件平台，以实现全阶智驾为目标的纯电动、增程式电驱系统开发；**(3) 增强资产结构的稳定性和抗风险能力**：本次发行完成后，公司总资产和净资产将有所增加，资产负债率将有所下降，促进公司的持续发展。

表3：公司募集资金用于开发新能源车型及智能化平台、满足发展所需资金等

序号	项目名称	项目投资总额(亿元)	募集资金拟投入金额(亿元)
1	新能源车型开发项目	74.2545	50
2	AI智能化平台及智驾电动化系统开发项目	13.7182	10
	合计	87.9727	60

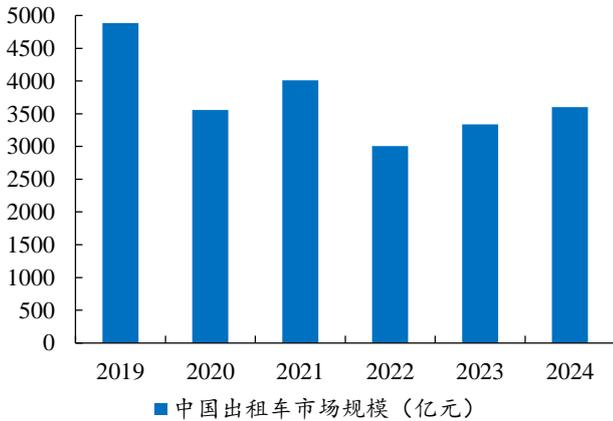
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、极狐“渠道+产品”双轮驱动，享界车型矩阵丰富放量可期

3.1、BEIJING：受B端市场相对饱和影响，预计未来销量维持相对稳定

B端市场近年来相对饱和，BEIJING品牌未来销量预计维持相对稳定。BEIJING品牌旗下EU5等车型凭借在续航等方面的优势，在B端市场有较强的影响力，尤其是京津等市场。但由于市场相对饱和、政策层面对网约车行业加强监管等，B端市场已进入存量运营阶段，增速将明显放缓。在此行业背景下，除2023年因疫情后市场复苏推动BEIJING品牌销量明显增长外，整体来看，预计BEIJING品牌后续销量将维持相对稳定。

图13：国内出租车市场呈现相对饱和的状态，增速将明显放缓



数据来源：曹操出行招股说明书、开源证券研究所

图14：BEIJING品牌近年来月销量呈波动状态，难有明显提升



数据来源：车主之家、开源证券研究所

3.2、极狐：“定位下探+场景化造车+营销升级+渠道开拓”有望推升销量

3.2.1、受品牌知名度低、初代产品定价高、渠道规模少等影响，极狐前期销量平淡

2021-2023年，极狐销量整体较为平淡，品牌知名度低、产品定价高、渠道规模少等是重要原因。极狐品牌自2020年10月推出首款车型αT以来，直至2023年8月αT森林版、αS森林版、考拉等新车型前，月销量始终未突破3000辆，主要受品牌成立初期知名度较低、宣传力度不足、初代产品线定价高、产品竞争优势不明显、渠道规模少等因素影响。αT森林版、αS森林版等车型推出后，旺季推动下短期销量冲高，但进入2024年也出现明显下滑，主要还是受产品定价偏高，市场竞争激烈等因素影响。而极狐与华为联合推出的αS HI版也因为华为ADS 1.0智驾系统竞争优势不明显、产品定价高等因素影响，销量表现不佳。直至2024年针对各项问题进行大幅调整，极狐销量表现才有明显提升。

图15: 2021年7月至2023年7月, 极狐初代车型销量较为平淡, 月销量始终没有突破3000辆



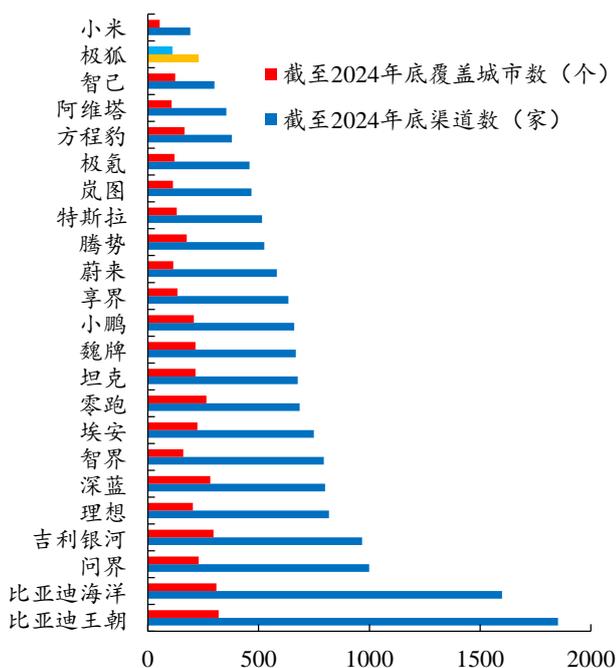
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 相比理想、小鹏、蔚来等主流新势力, 2022年极狐品牌知名度明显较低

同时出示品牌名称、品牌标识后 2022年用户认识率	代表性新能源品牌
95%以上	特斯拉、比亚迪、蔚来、小鹏、理想、五菱
90%-95%	欧拉
80%-90%	埃安、哪吒
70%-80%	极氪、零跑、威马、高合、几何
60%-70%	岚图、 极狐 、问界
60%以上	极星、腾势、深蓝、飞凡、智己、阿维塔

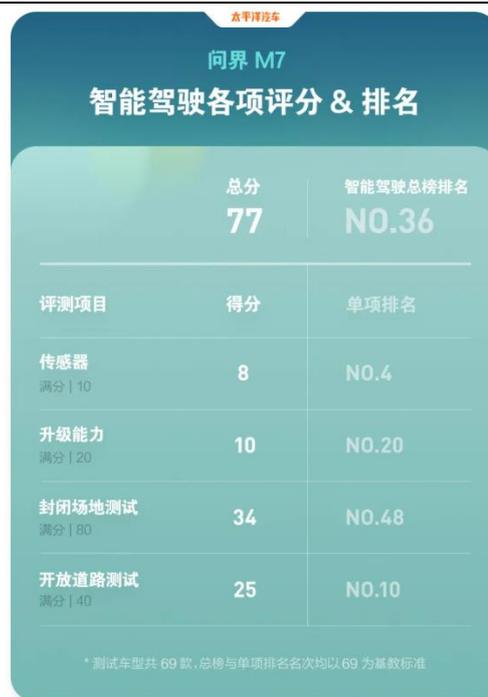
资料来源: 杰兰路公众号、开源证券研究所

图17: 截至2024年底, 极狐品牌渠道及覆盖城市数在主流新能源品牌中仍较少, 存在较大提升空间



数据来源: 杰兰路公众号、开源证券研究所

图18: 2022年, 搭载华为ADS 1.0的问界M7在69款测试车型智驾总榜中排名第36, 未形成明显差异化优势



资料来源: 太平洋汽车公众号

表4: 极狐 αS 相比比亚迪汉配置相近但品牌力较弱、αS HI 相比小鹏 P7 智能化能力无明显领先但定价明显更高

参数	极狐 αS 2022款 708S	汉 2023款 EV 冠军版	极狐 αS 2022款 HI	小鹏 P7 2022款 480E+
	175kW	715KM 前驱尊贵型	版 进阶版	
厂商指导价(万元)	26.73	25.98	39.79	23.29
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
长*宽*高(mm)	4930*1940*1599	4995*1910*1495	4980*1960*1599	4880*1896*1450
轴距(mm)	2915	2920	2915	2998
NEDC 纯电续航里程(km)	-	-	500	480
CLTC 纯电续航里程(km)	708	715	-	-
电池快充时间(小时)	0.6	0.5	0.25	0.45
最大功率(kW)	175	180	473	196
百公里加速时间(秒)	8.3	7.9	3.5	6.7
摄像头数量(个)	2	5	13	13
超声波雷达数量(个)	8	8	12	12
毫米波数量(个)	1	3	6	5
激光雷达数量(个)	-	-	3	-
前方碰撞预警	标配	标配	标配	标配
后方碰撞预警	-	标配	标配	标配
DOW 开门预警	-	标配	标配	标配
哨兵模式/千里眼	-	-	-	标配

资料来源：汽车之家、开源证券研究所

3.2.2、“定位下探+场景化造车+营销升级+渠道开拓”，极狐销量实现实质性突破

➢ 产品端：“定位下探+场景化造车”双轮驱动，产品吸引力大幅提升

针对初代产品线定价偏高的问题，极狐通过持续推出改款车型实现相关产品定位下探、配置提升，产品力明显增强。

αT 森林版：相比 2022 款 αT 车型，森林版全系降价 2.75-4.45 万元。配置方面，新增的全车双层夹胶隔音玻璃和后排镀膜隐私玻璃带来更强的静谧性和私密性。内饰的配色改款也较成功。在老款车型黑/蓝的基础上，森林版推出全新的“有机绿”配色，颜色比外观更淡，主要分布于座舱下半部分，有效提升座舱整体的明亮度。而森林版车型最独特的配置就是极狐开发的“森林氧吧”模式。一键开启，车内的 PM2.5 可以在 8 分钟内降至 15 以下，并利用自身产生的负离子对空气进行净化、除尘、除味、达到净化空气的作用，配合 CN95 级滤芯有效过滤车内的有害物质。此外，αT 森林版在最大续航里程、充电时间、功率等方面也得到了优化。

αT 森林版 PRO：相比 αT 森林版，αT 森林版 PRO 围绕前后排座椅加热/按摩、真皮方向盘、热泵空调等豪华、舒适性配置进行了升级，产品力持续提升。

αT6：相比 αT 森林版 PRO，αT6 除价位下探外，部分配置有所升级，提供全新车机系统，10 层尊享云绒座椅、前排座椅加热通风按摩，自动分区空调、车载香氛等。

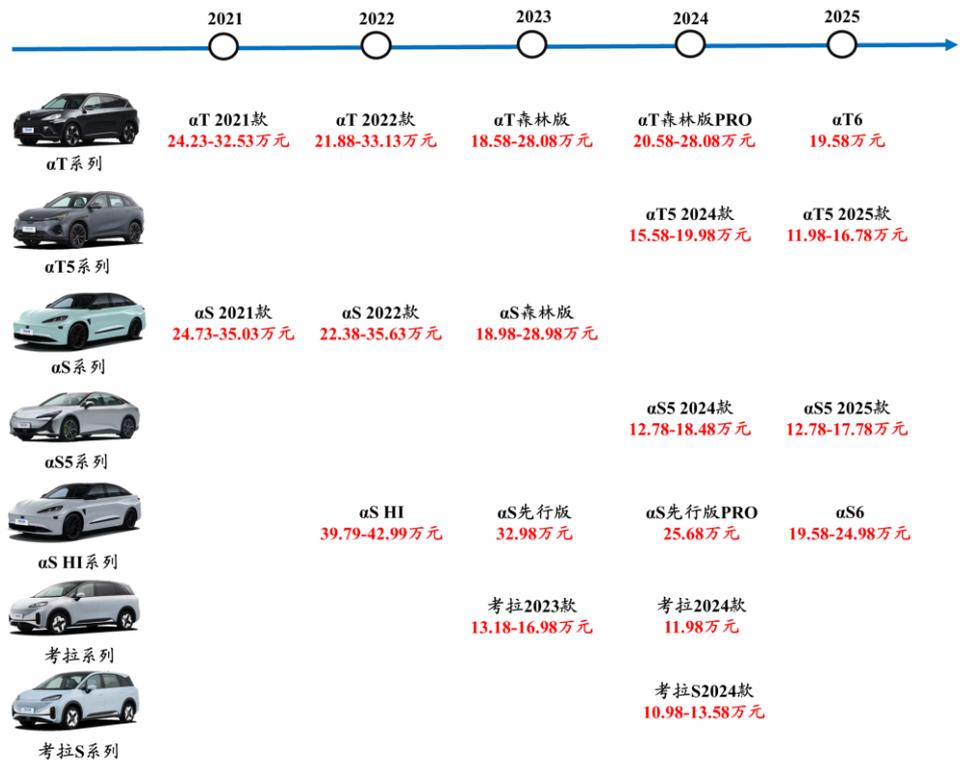
αS 森林版：与 αT 森林版类似，αS 森林版相比 2022 款 αS 除价位下探外，在森林座舱、最大续航里程、充电时间和功率等方面有所提升。

αS 先行版：相比 αS 华为 HI 版，先行版最高便宜了 6.81 万元，下探至 30 万以下市场。

αS 先行版 PRO: 相比 αS 先行版, αS 先行版 PRO 指导价降低了 7 万多元, 采用了华为 ADS2.0 高阶智驾方案, 能力上明显提升, 逐步形成相比竞品的差异化优势。

αS6: 相比 αS 先行版 PRO, αS6 在提供高通骁龙 8155 芯片的基础上, 匹配 DeepSeek 大模型, 搭载全新的 ARCFox OS HMI 系统, 整体中控屏界面风格焕然一新, 并全面优化内部逻辑, 使其使用感受明显升级进步。智驾方面, 新车标配 L2 级辅助驾驶系统, 顶配车型提供华为乾崮 ADS3.3 版本, 带有 3 块激光雷达, 能够完成高速 NOA、城市 NOA、记忆泊车、无图泊车等高阶智驾能力, 产品力大幅增强。

图19: 2024 年开始, 极狐换代及全新产品定位明显下探, 推动销量高速增长



资料来源: 汽车之家、开源证券研究所

表1: 随着华为 ADS 智驾系统的迭代, 搭载其系统的极狐等车型能力持续提升, 相比竞品逐步形成优势

	ADS 1.0	ADS 2.0	ADS 3.0
发布时间	2021.04	2023.04	2024.04
感知技术路线	BEV 网络/传统规控算法	BEV 网络+GOD 网络+RCR 网络/联合规控	GOD 网络/PDP 网络
主要特征	华为 ADS 1.0 是华为自动驾驶的起步阶段, 率先商用有图城区 NCA, 刷新大众对智驾的认知	配合高性能计算平台和华为拟人化算法加持, ADS 2.0 率先实现无图全国都能开, 让智驾真正走向全面可用	华为 ADS 3.0 版本主“端到端”概念, 首商用端到端智驾, 让轨迹更类人、通行更高效、驾驶更安全
地图使用	依赖高精地图, 城市 NCA 仅能在少数城市使用	减少乃至不依赖高精地图, 能够实现城市 NCA 全国都能开	进一步弱化对传统地图架构的依赖
功能表现	具备基础的自动驾驶辅助功能, 但在复杂场景下的应对能力相对较弱	新增侧向障碍物防撞功能, 可识别“非白名单”中的障碍物, 如能识别水马、锥桶和栅栏等; 能识别潮汐车道和公交车道等特殊车道等	新增离车泊入功能; 前/后向防撞功能强化; 变道、超车策略更智能高效, 根据隔壁车道情况调整超车动作等

资料来源: 鸿蒙智行公众号、深蓝 AI 公众号、电动邦公众号等、开源证券研究所

新产品打造过程中，极狐坚持“场景化造车”的理念，即根据不同圈层用户在特定场景的核心需求，将开发资源及成本针对性地投放在用户重点关注的配置上，以提升用户体验。基于乐活亲子、全能驾驭等“场景化造车”理念，极狐陆续推出考拉、 α T5、 α S5等目前品牌主销产品。

考拉：针对亲子出行场景，极狐推出紧凑型纯电MPV考拉。在亲子出行场景中，(1) 整车安全是非常重要的点。因此，考拉与好孩子联名推出首款全电控儿童安全座椅，以80km/h工况为安全防护标准，较欧美标准提升60%，结构强度提升156%。同时，极狐考拉将侧气帘针对儿童头部的位置特别加长，体积扩大12%。此外，考拉左后门车身材料采用热成型钢作为骨架，整体抗扭刚度达到37400Nm/deg，还对侧门进行结构加强，防撞梁强度高达1500Mpa；(2) 座舱健康是考拉另一卖点。考拉首创母婴级健康座舱，获得“母婴友好型汽车”五星权威认证，为首个获此殊荣的车型。

考拉S：相比考拉，考拉S起售价低了2.2万元，还将考拉的4座升级为更实用的“2+3”座椅布局，且座舱后排地板全平，更实用方便，为亲子出行市场提供新的选择。

α T5：定位为专为年轻家庭打造的全能纯电SUV，价位相比原先的 α T系列进一步下探。新车在空间利用率、安全防护、健康标准、风阻系数、座舱、品质标准六大方面有着非常不错的表现。

α S5：定位为运动轿跑风格，采用无边框车门、隐藏式车门把手、圆润流畅的线条，风阻系数为0.1925Cd。(1) 座舱方面， α S5基于灵智OS打造智能座舱，采用68英寸的AR-HUD替代传统仪表盘；(2) 驾驶方面，该车配备APA自动泊车、RPA遥控泊车、墙角泊车、循迹倒车/记忆泊车、自定义泊车等功能，并采用四段式RS阀系减振器、全铝化后副车架、锻铝摆臂以及空心稳定杆等，增强车辆操控性；(3) 动力方面，新车高配版(708MAX和650Ultra)采用800V碳化硅超充平台。两驱版电机功率分别为185kW和200kW，峰值扭矩均为360N·m，CLTC续航里程分别为560km和708km。零百公里加速时间分别为7.0秒和6.8秒。四驱双电机版车型最大功率为390kW(530马力)，最大扭矩690N·m；CLTC续航里程650km，15分钟可补能380km；零百加速时间为3.7秒，百公里制动距离为33.5米。整体来看， α S5设计上非常符合运动型轿跑的定位。

图20：极狐考拉聚焦亲子出行场景



资料来源：极狐汽车官网

图21：极狐 α S5定位为运动轿跑



资料来源：极狐汽车官网

➤ **品牌端：强化“技术+安全”标签，新媒体营销方式提升品牌曝光度**

针对此前品牌力不足的问题，极狐主要从“技术+安全”两个维度强化品牌形象，产品端积极展现自研及行业领先合作伙伴的前沿技术。同时，极狐积极采用新媒体营销方式拉近与消费者的距离，品牌影响力有望持续提升。

达尔文 2.0 技术架构是极狐技术能力的集中体现，提供性能与安全的极致保障。2024年4月15日，公司发布达尔文 2.0 技术全新架构，包括极光电池、极锋动力、灵韵底盘、灵智智能、极享座舱、极盾安全、极净健康等前沿技术。(1) 极光电池在电池磕底、暴雨洪涝、高温自燃三类极端场景，提供全时全域安全守护，几乎实现零自燃记录；(2) 极锋动力提供快、稳且舒适的驾驶体验。搭载极锋动力第四代前、后双电机的极狐 α S5 总功率超过 530 匹马力，轮端扭矩达到 7000N·m，零百加速时间仅需 3.7 秒；(3) 灵韵底盘结合全时智能化技术，确保在各种路况和驾驶条件下的舒适性。极狐还通过智能制动、智能转向、智能悬架系统、与米其林联合定制的专属运动轮胎，使灵韵底盘实现在高速行驶和紧急避险场景时的稳定性和安全性；(4) 智能领域，极狐“第二代智能座舱”搭载全新的灵智 OS 系统。智驾系统在 C-NCAP 主动安全评测中取得接近满分的成绩，且获得 C-ICAP “5+星级”认证。现已获批国内首批 L3 级自动驾驶公开道路测试牌照，并积极参与国家级智能网联汽车准入试点申报工作；(5) 极盾安全方面，极狐碰撞设计安全标准要远远高于全球标准。高强度车身结构行业领先，例如采用高强度钢和热成型超高强度钢，最高强度可达 2000 MPa、行业顶级尺寸的全铝前碰撞纵梁、顶级的铝合金铸件后纵梁等等。拥有比肩布加迪威龙，地表为数不多破 60000 牛米每度车身扭转刚度的极狐 α S，同时极狐还是首家单独为儿童安全座椅投入研发的车企；(6) 极净健康方面，凭借五项行业首创的健康技术，包括高温高效吸附降解技术、正向设计模拟验证舱、母婴级抗菌技术、抗病毒技术以及无异味抗螨技术，打造车内极净健康环境。极狐还采用婴儿房级的车规健康标准，实现 0 醛 0 苯净味座舱，并提供免费母婴级牙胶座舱升级，全方位保护乘客呼吸+接触健康。通过在动力、智能、安全、健康等方面的持续打磨，极狐产品力大幅增强。

表2：达尔文 2.0 技术构建了极盾安全/极净健康/灵智智能/极享座舱/极光电池/极锋动力/灵韵底盘七大技术板块

达尔文 2.0 技术体系构成	具体技术内容
极光电池	(1) 电池底部标配加装“玄武护甲”，该护甲运用航天级材料和工艺，形成 7 层防护，强度达到 1500MPa，同时还兼顾绝缘、保温、导热、防腐四大功能，充分考虑到环境的复杂性；(2) 开创“太空舱密封”技术。通过选择高疏水性硅基材料作为基材，使电池的疏水率达 97%，在 2 米水深、48 小时淹没的测试条件下能做到滴水未进；(3) 采用“防火毯隔热”技术，包含 20 道工序、6000 多项控制点。集成阻、疏、控三合一功能，可始终做到只冒烟不超温、零自燃
极锋动力	采用 8 层扁线圈，槽满率提升至 77%，高转速下产热下降 20%。再加上双面塑封封装碳化硅技术的应用，采用银烧结、双面塑封等先进工艺，降低产热 78%，能量转化效率达到 99.5%。而双面鳞状翅片散热结构（龙鳞翅片）的应用，更使得散热效率提升 30%
灵韵底盘	极狐汽车采用全域测试场景和世界级大师调校的灵韵底盘，同时结合全时智能化技术，确保在各种路况和驾驶条件下的舒适性。此外，极狐汽车还通过智能制动系统、智能转向系统和智能悬架系统，同时匹配与米其林联合定制的专属运动轮胎，从而让采用灵韵底盘的极狐汽车实现在高速行驶和紧急避险时的稳定性和安全性
灵智 OS	(1) 开发“第二代智能座舱”，并搭载有全新的灵智 OS 系统，具备包括理解能力、决策能力、关联能力、生成能力在内的四大核心能力，可以提供数字助理般的服务体验。同时，通过“百模汇创平台”，灵智 OS 能够深度挖掘并理解用户需求，从而提供更智能并且更加个性化的服务；(2) 智能驾驶硬件配置层面，极狐汽车采用行业领先的 34 个高性能感知硬件，实现全天候、全向的环境感知，确保智驾系统的安全与可靠。软件算法方面，极狐汽车则通过创新的 BEV+Transformer+Occ 方案，提升障碍物识别率，并引入交互博弈算法，优化行车路径规划，提升通行效率

达尔文 2.0 技术体系构成

具体技术内容

极享座舱	极狐汽车在乘坐舒适度上进行全面的优化。通过与清华大学艺术与科学研究中心合作，极狐汽车推出符合国人审美的色彩设计，如“有机绿”、“薰衣草紫”和“远星紫”内饰，以及配备 7.1.4 “全景声”声场布局的高级音响系统，从而为用户打造极致视听享受奠定基础
极盾安全	极狐汽车基于六大安全防护盾（主动安全、被动安全、救援安全、高压安全、信息安全、品质安全），构建起全时全域的安全保护系统，不仅具备全场景预警能力，而且碰撞安全标准高于全球标准，新车已顺利完成全网首个四车三向连环碰撞测试。不仅如此，极狐汽车大量采用铝合金和双面镀锌钢板，达到潜艇级的抗腐蚀性能。并且极狐汽车的安全不仅仅局限于传统主/被动安全，特别是在信息安全方面，极狐汽车实现零泄露，能提供给用户金融级的安全信息防护
极净健康	极狐汽车把呼吸健康和接触健康纳入座舱健康的保护范畴。通过使用吸附降解黑科技材料、正向设计模拟验证技术、母婴级抗菌技术、抗病毒技术和无异味防螨 5 项行业首创技术，使得极狐汽车的车内健康程度跻身行业前列，并开创车内健康的 3.0 时代

资料来源：搜狐汽车官网、开源证券研究所

同时，公司注重与优质技术供应商的合作。例如，全新升级的新 α S5 新增神行版车型，其搭载宁德时代 5C 神行超充电电池，快到 1 秒充电接近 1 公里，15 分钟即可补能 525 公里，在普通快充桩上，还比 2C、3C 车型更快。新 α T5 不仅是 14 万级第一，也是唯一搭载全域 800V 平台的高压超充车型，更是唯一搭载宁德时代 5C 神行电池的车型。其 CLTC 续航里程达 630 公里，SOC 充电时间（30%-80%）仅需 8.9 分钟，充电 15 分钟最高补能 500km。α S6 是 20 万内唯一搭载 3 激光雷达+华为乾崮 ADS3.3 的车型。

图22：新极狐 α S5 新增神行版车型，搭载宁德时代 5C 神行超充电电池



资料来源：北汽新能源官网

图23：极狐 α S6 是 20 万内（叠加置换补贴后）唯一搭载 3 激光雷达+华为乾崮 ADS3.3 的车型



资料来源：极狐汽车官网

此外，为进一步提升品牌影响力，公司在营销层面进行多维度尝试。厂商层面，公司成立新媒体部门，搭建“1+N+X”的新媒体全矩阵体系；经销商层面，极狐发挥分级策略优势，以资源倾斜方式将 39 家重点店打造为行业标杆；终端层面，极狐打通新媒体运营全链路的管理体系、运营体系和激励体系，广泛开设店端和员工蓝 V 账号。公司表示，新媒体传播方式成效显著，2024 年 12 月新媒体线索占比突破性达到 29%，订单占比 25%，成为极狐 Top1 的订单来源渠道，获客成本仅占垂媒的 1/3。2024 年全年直播 5.3 万场，短视频发布量超 5 万条，总曝光次数达 17.28 亿次。

图24：2024 年开始，极狐换代及全新产品定位明显下探，推动销量高速增长



资料来源：公司 2024 年度暨 2025 年第一季度业绩说明会

在具体营销过程中，极狐注重拉近与消费者的距离，提升消费者对品牌的认知。极狐目前的营销重点在于用户共创、IP 打造、圈层运营等方面，包括冠名活动，推出基于品牌体验、户外活动、场景沙龙等方面的跨界圈层运营活动等。

图25：极狐冠名北京卫视跨年之夜，助力用户车主和造车工程师登上晚会舞台



资料来源：新华网

图26：极狐作为 2024 北京大运河音乐节的独家冠名品牌，在音乐节现场展出全产品矩阵

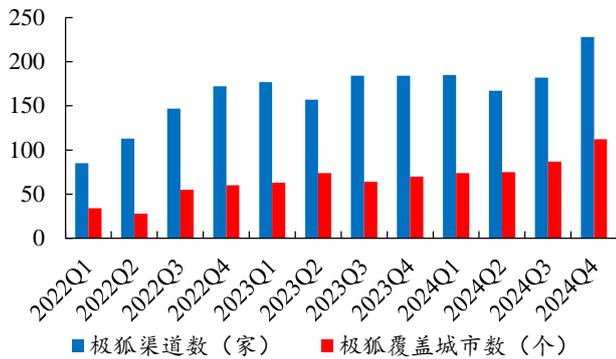


资料来源：中国经济网

➤ 渠道端：积极开拓经销渠道、走向下沉市场，极狐销量有望明显提升

针对营销网络不足影响品牌曝光度及销量的问题，极狐积极开拓经销渠道，尤其是向下沉市场快速渗透。2022 年，极狐渠道规模快速开拓；但进入 2023 年，极狐开店速度明显放缓。根据杰兰路的数据，2023 年全年极狐仅净增 12 家门店，其中 7 家门店位于一线城市。为提振销量，2024 年极狐对原有渠道结构进行较大的调整。根据杰兰路的数据，2024 年极狐商超店数量缩减至 56 家，而极狐中心(4S 店)净增 91 家，新开拓了 23 座三线及 15 座四线城市。而根据公司的数据，截至 2025Q1，极狐门店数已达到 356 个，其中固定门店占比 82%，平均效能提升至单店月销 39 台。并且，公司表示 2025 年将净增 80 家以上门店，总门店超过 400 家，实现三线及以上城市 100% 覆盖，一线至五线城市覆盖率超过 85%。

图27：极狐加速进行渠道网络建设，2024年以来渠道网络数及覆盖城市数快速增长



数据来源：杰兰路公众号、开源证券研究所

图28：截至2025Q1，极狐门店数量达到356个，固定门店占比82%，平均效能提升至单店月销39台



资料来源：公司2024年度暨2025年第一季度业绩说明会

为提升消费者用车体验，极狐积极进行服务网点建设，实施“服务网+充电网”的双网战略。公司在服务体系建设方面继续升级，服务品质持续提升。截至2025Q1，极狐服务网络扩展至237家，覆盖30省155城，极狐品牌用户净推荐值从55提升到65.8。同时，极狐继续实施“服务网+充电网”的双网战略。一方面加大自营充电网的自建；另一方面与国网、中石油、特来电等市场头部充电运营企业合作。例如，2025年1月，极狐与蔚来达成充电网络互通合作，极狐充电平台全面接入蔚来能源充电网络，极狐车主可使用极狐 App、充电吧小程序，在全国范围查找并使用蔚来能源9000根超充桩、5400根目的地充电桩。随着服务能力的进一步提升，极狐品牌的销量也有望得到提振。

图29：截至2025Q1，极狐服务网络扩展至237家，覆盖30省155城



资料来源：公司2024年度暨2025年第一季度业绩说明会

图30：2025年1月，极狐与蔚来达成充电网络互通合作，极狐充电平台接入14000+根充电桩



资料来源：太平洋汽车网

➤ 产能端：与麦格纳联合打造，极狐有望充分利用其丰富造车经验

公司与拥有超百年高端车制造经验的麦格纳合作极狐工厂，引入 MAFACT 生产制造体系，首期年产能15万辆。2018年4月，公司与拥有超百年高端车制造经验的麦格纳开始合作进程。麦格纳是全球最大汽车制造商之一，累计生产超过370万辆豪华车，为奔驰、宝马、捷豹等豪华品牌提供生产制造服务。北汽与麦格纳共建蓝谷麦格纳工厂，引入 MAFACT 生产制造体系，确保了生产流程的精益与高效。通过高端工艺装备的使用、关键工序100%自动化、先进制造技术等的应用，实现在冲压自制件精度、车身精度、激光雷达标定、智能驾驶标定及检测等制造能力方面均处于行业领先地位，为智能驾驶和智能网联技术的生产落地提供了坚实的保障。蓝谷麦格纳工厂主要用于极狐品牌车型的生产，具备15万的年产能，预留二期年产30万

用地（包括冲、焊、涂、总、库房）。

图31：2018年4月，公司与拥有超百年高端车制造经验的麦格纳开始合作进程



资料来源：极狐官网、开源证券研究所

图32：公司与麦格纳共建极狐工厂



资料来源：网易汽车

图33：极狐工厂具有较高的自动化程度



资料来源：网易汽车

蓝谷麦格纳工厂的核心技术为 BE21 平台，涵盖 A、B 级多种车型产品线，具备提升产品性能、缩短开发周期、开发成本低的优势。蓝谷麦格纳工厂的核心技术为 BE21 平台。BE21 平台涵盖 A、B 级多种车型产品线，具备提升产品性能、缩短开发周期、开发成本低的优势。极狐 α T、α S 等车型均基于 BE21 平台打造。

表3：BE21 平台涵盖 A、B 级多种车型产品线，具备提升产品性能、缩短开发周期、开发成本低的优势

技术领域	BE21 平台核心能力
空间布局	BE21 平台通过模块化的底盘和车身结构，满足从轿车、SUV 到跨界车型的开发需求；产品轴距 2760-2900mm，可以实现同级别整车价值通用化率>88%，同级别架构件通用化率>80%，同级别整车零部件通用化率>55%，有效创新价值最大化
三电技术	BE21 平台动力系统引入世界级的先进电机电控系统，在集成方面进行创新，法雷奥-西门子负责集成博格华纳减速器，提升动力总成产品可靠性与产品综合匹配和调校的品质。电池系统安全可靠，符合国内和欧洲碰撞标准，同时达到 180Wh/kg 以上的能量密度，其中的平台化 PACK 设计，通过调整电池包长度，可以匹配不同车身
自动驾驶	BE21 平台配备 23 个传感器、2 个域控制器，支持自动驾驶做到 L2.5 级，也就是在高速智能辅助驾驶，同时延伸的产品开始进行 L3-L4 级别的智能驾驶技术拓展
智能座舱	BE21 平台是与哈曼（硬件及功能集成）、百度（生态）、芬兰 Rightwear（UI）、德国 luxoft（UX）等国际知名供应商合作开发的智能座舱及其人机交互系统。BE21 平台支持全部 11 项对标内容，硬件性能更高，功能更为强大，其中人脸识别、手势识别功能更是国内同级车型首次量产搭载

资料来源：北京青年报官网腾讯官方号、开源证券研究所

➤ **新车有望密集发布，持续贡献增长新动能**

展望未来，极狐有望持续发布新车，贡献增长新动能。2025年2月，公司公告称，对2023年向特定对象发行股票的部分募投项目进行结项及变更，并对部分募投项目的金额进行调整。新的募投项目涉及极狐αT5增程车型、αS5纯电及增程车型、MPV产品等。6月22日，极狐S3纯电轿车亮相工信部。新车采用贯通式大灯设计、圆润的封闭式前脸，车身侧面采用半隐藏式门把手设计，尾灯同样采用贯通式设计，配备熏黑饰板。新车长宽高分别为4840*1900*1480mm，轴距达到2875mm，单电机峰值功率150kW，最高车速155km/h。随着新车型的密集发布，极狐销量有望持续增长。

图34：6月22日，极狐S3纯电轿车亮相工信部



资料来源：IT之家官网

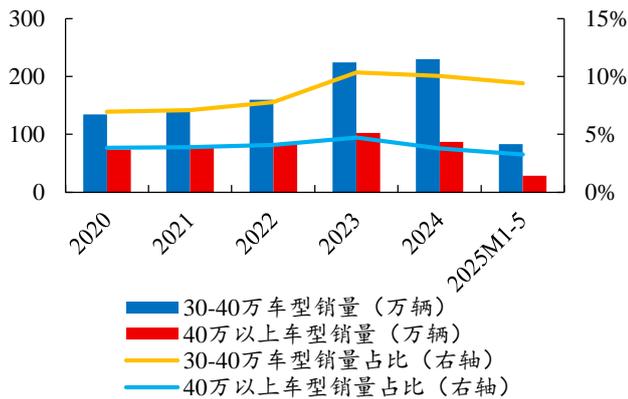
3.3、华为智选模式赋能享界进军高端车市场，S9增程版上市后销量改善

3.3.1、高端车市场近年来扩容明显，豪华新能源轿车市场国产替代空间更为广阔

高端车市场近年来实现明显扩容，SUV市场增长更为迅速，增程车型相比纯电车型明显更受青睐，自主品牌在高端SUV市场相比高端轿车市场有着更大的突破。2020-2023年，国内乘用车市场呈现明显的高端化趋势，30-40万元/40万元以上的乘用车销量分别从2020年的134.2/74万辆增长至2023年的224.4/102.7万辆，CAGR分别达18.7%/11.5%。2024年以来，尽管受以旧换新政策对低端车型形成明显拉动、降价潮影响行业整体成交均价等不利因素影响，但高端车市场销量规模仍较为可观，2024年30-40万元/40万元以上的乘用车销量分别为229.8/86.8万辆。(1)分车型看，高端SUV市场相比高端轿车市场增长更为迅速。2020-2023年，30万元以上的轿车/SUV销量分别从2020年的88.4/92.4万辆增长至2023年的99.3/156.7万辆，CAGR分别达4.0%/19.3%。而30万元以上的MPV销量规模虽然偏小，2024年仅约为40.7万辆，但2020-2023年CAGR高达131.0%；(2)分能源类型看，高端车市场中，燃油车销量占比与行业平均水平大体相当，仍存在较大的电动化率空间。插混、纯电车型销量占比低于行业平均水平，而增程车销量占比明显领先行业平均水平，主要受益增程车型在续航能力等方面的优势，问界、理想等品牌增程车型销量表现较为突出；(3)从自主品牌渗透情况看，30万以上SUV市场中，问界、理想、蔚来、坦克、魏牌等国产品牌车型销量排名靠前，相比高端轿车市场实现更大突破。高端轿车市场中，基本以BBA等豪华品牌燃油车为主，国产车型鲜有实现突破，主要由于高端

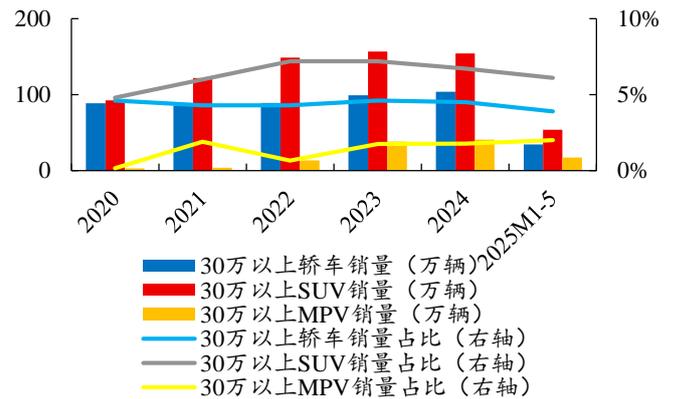
轿车市场对品牌力更为关注，BBA 等豪华品牌有着较长时期的品牌积淀，并且注重长续航能力的特性使得燃油车广受青睐。高端 MPV 市场中，已有腾势 D9、岚图梦想家、极氪 009、小鹏 X9 等多款自主品牌车型销量较为领先，电动智能化技术优势使得国产品牌车型逐渐获得多孩家庭及高端商务市场的认可。整体来看，车企若想突破高端轿车市场，增程动力形式或为短期重要突破口。同时，积极开拓更为广阔的 SUV 市场以及增长迅速、电动智能化技术能够形成差异化优势的高端 MPV 市场也是车企进军高端车市场的重要举措。

图35：除 2024 年以来受以旧换新政策造成消费降级及降价潮影响外，整体看 2020 年以来高端车市场扩容明显



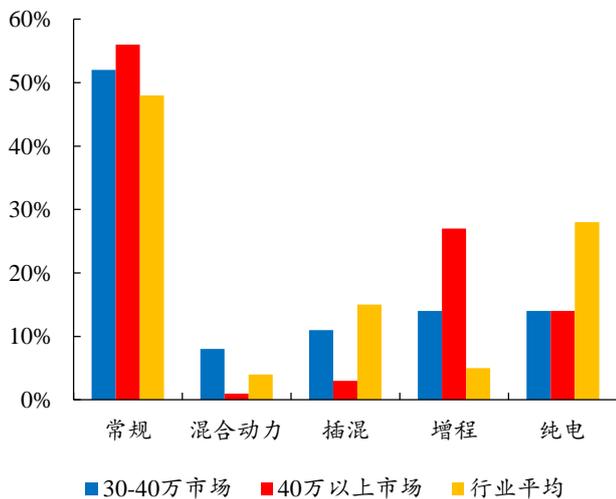
数据来源：崔东树公众号、开源证券研究所

图36：近年来，30 万以上市场中 SUV 销量相比轿车销量增长更为迅速



数据来源：乘联会、开源证券研究所

图37：高端车市场中，燃油车销量占比与行业平均水平大体相当，插混、纯电车占比偏低，增程车占比领先



数据来源：崔东树公众号、开源证券研究所

图38：30 万以上 SUV 市场中，问界、理想、蔚来、坦克、魏牌等国产品牌车型已经实现重要突破

车型	2024 年 30-50 万 SUV 市场销量排行 (辆)	厂商指导价 (万元)	动力形式
问界 M9	156051	46.98-56.98	纯电/增程
奔驰 GLC	153100	42.78-53.13	燃油
奥迪 Q5L	147224	34.98-42.98	燃油
理想 L7	134018	30.18-35.98	增程
宝马 X3	110280	34.99-48.69	燃油
理想 L9	85817	40.98-43.98	增程
宝马 X1	81709	28.89-40.99	燃油
理想 L8	77623	32.18-37.98	增程
蔚来 ES6	75433	33.80-39.60	纯电
沃尔沃 XC60	63336	39.69-47.49	燃油
皇冠陆放	52672	28.48-33.28	燃油
奔驰 GLB	50983	31.19-36.79	燃油
坦克 500 新能源	44661	33.50-36.38	插电混合
魏牌高山	44416	29.98-32.68	插电混合
凯迪拉克 XT5	31115	39.99-45.99	燃油
宝马 iX3	28145	40.50-44.50	纯电
蔚来 EC6	27226	35.80-41.60	纯电
航海家	24496	32.58-47.88	燃油

数据来源：易车、开源证券研究所（注：仅统计起步价约 30 万元及以上车型）

图39：高端轿车市场中，基本以 BBA 等豪华品牌燃油车为主，国产车型鲜有实现突破

车型	2024 年 35-50 万轿车 市场销量排行 (辆)	厂商指导价 (万元)	动力形式
奥迪 A6L	176347	42.79-65.68	燃油
奔驰 C 级	159700	33.48-38.06	燃油
奔驰 E 级	145535	45.18-59.98	燃油
宝马 3 系	144302	31.99-39.99	燃油
奥迪 A4L	107397	28.98-40.08	燃油
宝马 5 系	88829	43.99-52.59	燃油
凯迪拉克 CT5	57633	28.99-34.59	燃油
蔚来 ET5T	50869	29.80-35.60	纯电
宝马 i3	47833	35.39-41.39	纯电
沃尔沃 S90	29340	40.69-50.59	燃油
奥迪 A7L	26918	41.87-66.62	燃油
蔚来 ET5	26510	29.80-36.60	纯电
沃尔沃 S60	23763	30.69-38.49	燃油
腾势 Z9GT	11383	33.48-41.48	纯电/插混
捷豹 XFL	9085	43.99-48.79	燃油
捷豹 XEL	8400	32.98-34.18	燃油
红旗 H9	7763	32.98-53.98	燃油
蔚来 ET7	7244	42.80-51.60	纯电

数据来源：易车、开源证券研究所（注：仅统计起步价约 30 万元及以上的车型）

图40：高端 MPV 市场中，已有腾势 D9、岚图梦想家、极氪 009、小鹏 X9 等多款自主品牌车型销量较为领先

车型	2024 年 30-50 万 MPV 市场销量排行 (辆)	厂商指导价 (万元)	动力形式
腾势 D9	102810	33.98-60.06	纯电/插电混合
赛那	89450	29.98-41.08	燃油
格瑞维亚	78687	29.98-41.68	燃油
岚图梦想家	55117	32.99-44.99	纯电/插电混合
极氪 009	22631	43.99-89.90	纯电
小鹏 X9	21608	35.98-41.98	纯电
艾力绅	19570	27.98-33.18	燃油
威霆	14716	33.68-38.68	燃油
威然	14675	28.98-40.28	燃油
传祺 E9	12409	31.98-40.98	插电混合
奔驰 V 级	12126	49.68-66.98	燃油
世纪	10857	46.99-68.99	燃油
魏牌高山	5633	30.98-35.38	插电混合
红旗 HQ9 PHEV	2758	35.88-53.88	插电混合

数据来源：易车、开源证券研究所（注：仅统计起步价约 30 万元及以上的车型）

3.3.2、华为领先智能化技术、终端渠道、高端品牌形象助力享界进军高端车市场

公司与华为就智选模式展开深度合作，华为领先智能化技术、终端渠道、高端品牌形象助力享界进军高端车市场。对于高端车型尤其是高端轿车的销售而言，由于目标客群多为成功商务人士，因此在品牌调性方面就需要更为市场认可、可以媲美 BBA 等豪华品牌的品牌影响力加持，并且在产品标签、高端渠道规模等方面也要有一定的优势。公司与与华为就智选模式展开深度合作，打造高端品牌享界，华为领先的智能化技术、终端渠道、营销、高端品牌形象等充分助力享界旗下高端车型的研产销全体系：**(1) 智能化技术：**华为车业务每年投入约 100 亿元，直接研发人员超 7000 人，拥有车载光、大灯、HUD、芯片、算法（包括智能驾驶、智能座舱等）、云、电机、电控、电源管理等一系列产品。享界作为智选模式下的高端品牌，在华为最新智能化技术赋能方面有足够的支撑，在竞品中形成明显的标签效应；**(2) 渠道营销：**渠道方面，享界等鸿蒙智行旗下品牌车型已进入相当比例的华为门店进行销售，受益华为消费电子业务庞大的渠道规模。根据华为年报，截至 2023 年底，华为已在全球建立超过 60000 家门店和专柜，包含超 5500 家体验店、超 2100 家华为授权服务中心，其中包括 15 家旗舰店、超过 300 家 500 平米以上的智能生活馆。此外，华为还成立鸿蒙智行官方销售渠道，鸿蒙智行旗下的车型也可以进入华为商城进行销售。营销方面，华为在华为终端公众号、视频号、微博等平台积极宣传享界系列等车型，有着很高的曝光度；**(3) 品牌效应：**华为从技术深耕到生态重构，从逆境突围到高端破局，始终是中国科技企业的杰出代表，其品牌价值的持续提升反映着中国科技产业从“规模扩张”向“价值创造”的质变。因此，华为在国内众多领域都是高端化的代名词。借助华为的品牌效应，高端化经验积累略显不足的北汽等车企才能够快速追赶相较 BBA 等豪华品牌的品牌影响力差距，实现差异化竞争。以享界 S9 为例，其首批车主出于对华为与鸿蒙智行的品牌认同，核心对比车型更倾向于在品牌内部或关联品牌中进行选择。具体来看，在一众竞品中，17%的享界 S9 首批用户首要核心对比车型是问界 M9，智界 S7、阿维塔 12 的占比分别为 10%、6%，合计比例达 33%。并且，有 48%的享界 S9 首批用户来自传统豪华品牌的增换购需求。可见，华为品牌力对享界等品牌有着强大的品牌力加成。

图41：华为乾崮智能汽车解决方案为合作车型提供智能驾驶、智能座舱、智能车灯、智能车控等全栈智能化技术



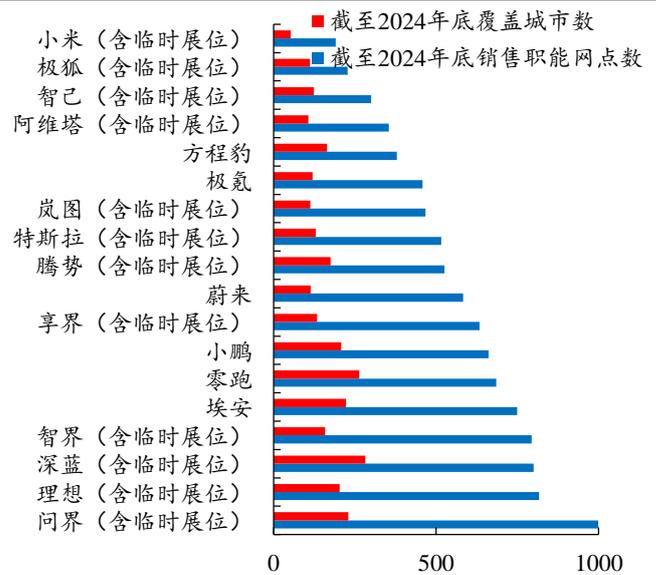
资料来源：华为乾崮智能汽车解决方案公众号

图42：享界 S9 进入鸿蒙智行门店，可借助其强大的流量效应



资料来源：IT之家官网

图43：依托华为手机渠道赋能的优势，享界销售网点数在新势力中处于中等偏上的位置

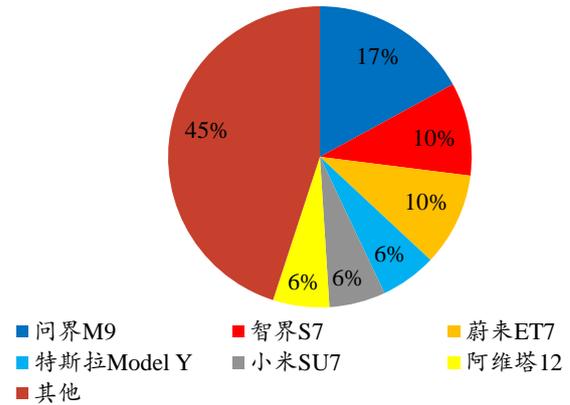


数据来源：杰兰路公众号、开源证券研究所

图44：华为荣膺 CNPP 2025 中国品牌排行榜 TOP1

排名	CNPP 2025 中国品牌 TOP10	主营业务
1	华为	通讯及终端产品
2	腾讯	互联网
3	贵州茅台	白酒
4	抖音	互联网
5	阿里巴巴	互联网
6	京东	互联网
7	中国平安	金融生活服务
8	比亚迪	新能源汽车
9	美团	互联网
10	小米	消费电子

资料来源：CNPP 十大品牌网、开源证券研究所

图45：享界 S9 首销客户核心对比车型中，问界 M9、智界 S7、阿维塔 12 等华为品牌或关联品牌车型占比较高


数据来源：杰兰路公众号、开源证券研究所

3.3.3、公司将享界品牌作为第一优先级，与华为共同推动享界品牌快速发展

公司将享界品牌作为第一优先级，在组织架构、资源投入、研发投入、渠道布局、品牌共建五大方面全面发力打造享界品牌。鉴于享界品牌的高端定位以及与华为深度合作的发展潜力，公司将享界品牌作为第一优先级，也正是这种全力投入的魄力才能增强合作成功的可能性。目前，公司在组织架构、资源投入、研发投入、渠道布局、品牌共建五大方面全面发力打造享界品牌：

(1) 组织架构方面：公司成立享界事业部，将享界品牌提高到最高优先级，通过智选模式展开深度合作；

(2) 享界品牌打造方面：北汽集团和公司主要领导亲力亲为。比如北汽集团张建勇董事长多次跟华为余承东总一起出席新品发布、试乘试驾和车展推介活动，亲自带货享界 S9。公司董事长张国富在上海车展前，亲自驾驶享界 S9 增程版，挑战京沪续航，实测综合续航达到 1422 公里；

(3) 资源投入方面：公司引入麦格纳和奔驰的制造标准，享界超级工厂已备好充足产能，保障产品的品质和交付；

(4) 研发投入方面：公司把享界品牌放在第一优先级，提供充足的研发资金。同时，公司全力配合华为的驻场团队，配备精英研发工程师，每个月平均投入 1200 多名研发人员；

(5) 渠道布局方面：在鸿蒙智行渠道框架内，公司正在推动享界专网建设，年底前将建成数十家享界专网用户中心，持续加密 1-3 线城市的网点密度。此外，北汽集团还会调动集团内的渠道资源，积极加盟鸿蒙智行，助力享界渠道拓展；

(6) 品牌共建方面：公司加大与华为合作，享界事业部配备近百位金牌销售，策划享界品牌之夜等活动，提升享界品牌的知名度和影响力。在各方面资源的持续投入下，享界品牌有望持续向前发展。

图46：北汽集团将享界品牌作为第一发展战略



资料来源：新浪财经官网

图47：公司董事长张国富将华为视作奋斗者伙伴，携手推进享界品牌的建设



资料来源：北汽新能源官网

➤ 享界首款车型 S9 产品力超越 BBA 燃油车竞品，但纯电动力形式限制其销量

享界 S9 纯电版产品力相比 BBA 同级燃油竞品表现更为突出，客群以豪华燃油车增换购需求为主。2024 年 8 月 6 日，享界 S9 纯电版正式上市，共推出 Max 和 Ultra 两个版本，售价分别为 39.98、44.98 万元。享界 S9 从设计美学、空间、驾乘、智能和安全等方面，诠释全新豪华旗舰轿车：**(1) 尺寸方面：**享界 S9 长宽高分别为 5160*1987*1486mm，轴距为 3050mm，舱内纵向可用空间为 3460mm。虽定位为 D 级车，但风阻系数仅为 0.193；**(2) 座舱方面：**享界 S9 搭载 HarmonyOS 4 座舱系统、前排 50W 双无线快充、MagLink 平板接口等，标配全车四座通风/加热/按摩，另有香氛系统、后排冷暖箱等配置，可选配电子外后视镜；**(3) 驾驶方面：**享界 S9 首搭华为 ADS 3.0 端到端类人智驾，支持车位到车位智驾，首发路面自适应 AEB、首发 eAES 自动紧急避让；**(4) 动力方面：**享界 S9 Max 版后置 227kW 单电机，零百公里加速时间 6.05s；Ultra 版搭载前 158kW 电机+后 227kW 电机，零百公里加速时间 3.93s。驾驶模式提供节能、舒适、运动、个性化；**(5) 续航方面：**配备 100kWh 华为 800V 巨鲸电池，Max 版 CLTC 续航里程为 816km，Ultra 版续航里程为 721km，低温续航保持率 65%，800V 平台实现 30%-80% 补能时间 15 分钟；**(6) 底盘方面：**享界 S9 基于华为途灵平台打造，配备前双叉臂+后多连杆悬架，标配 5 档可调空气弹簧+CDC 电磁减震，前后均为“弹减一体”设计。同时，享界 S9 还配有 HUAWEI DATS 动态自适应扭矩控制，并搭载“晕车舒缓模式”以缓解晕动症不适感。

相比 BBA 等豪华燃油车竞品，享界 S9 在智能驾驶、智能座舱、主动安全性等方面明显领先，车内空间方面相当，舒适性方面底盘悬架可调节并搭载空气悬架、二排座椅提供零重力座椅，整体来看以科技豪华重新定义高端轿车。相比蔚来 ET7 等国产品，享界 S9 在智能化、续航能力等方面也更为领先。

表4：享界 S9 在智能驾驶、智能座舱、主动安全、座椅舒适性等方面领先于竞品，但纯电动力形式限制其续航

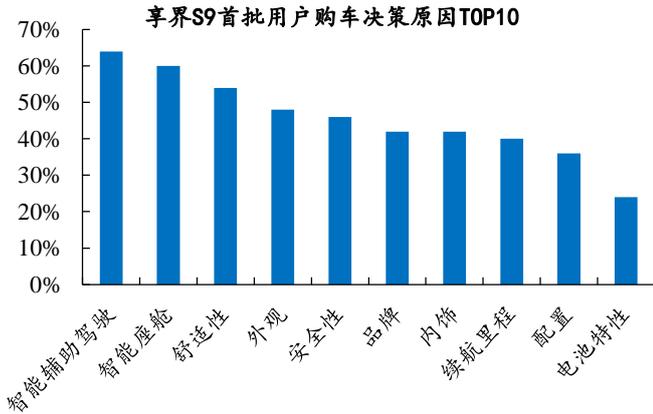
参数	享界 S9 2024 款 纯电 Ultra 四驱旗舰版	奔驰 E 级 2025 款 改款 E260L	宝马 5 系 2025 款 525Li 豪华套装	奥迪 A6L 2025 款 改款 40 TFSI 豪华动感型	蔚来 ET7 2024 款 75kWh 行政版
厂商指导价(万元)	44.98	45.18	43.99	42.79	42.8
能源类型	纯电动	汽油+48V 轻混系统	汽油+48V 轻混系统	汽油	纯电动
长度(mm)	5160	5092	5175	5050	5101

参数	享界 S9 2024 款 纯电 Ultra 四驱旗舰版	奔驰 E 级 2025 款 改款 E260L	宝马 5 系 2025 款 525Li 豪华套装	奥迪 A6L 2025 款 改款 40 TFSI 豪华动感型	蔚来 ET7 2024 款 75kWh 行政版
宽度(mm)	1987	1880	1900	1886	1987
高度(mm)	1486	1493	1520	1475	1509
轴距(mm)	3050	3094	3105	3024	3060
电动机总功率(kW)	385	-	-	-	480
CLTC 纯电续航里程(km)	721	-	-	-	530
百公里耗电量(kWh)	14.9	-	-	-	16.2
电池快充时间(h)	0.25	-	-	-	0.5
DOW 开门预警	标配	-	标配	-	标配
后方碰撞预警	标配	-	-	-	-
哨兵模式/千里眼	标配	-	-	-	标配
可变悬架功能	悬架软硬调节 悬架高低调节	悬架软硬调节	-	-	悬架软硬调节 悬架高低调节
空气悬架	标配	-	-	-	标配
摄像头数量(个)	标配 11/选配 13	标配 6	标配 2/选配 6	标配 2/选配 5	标配 11
超声波雷达数量(个)	标配 12	标配 12	标配 12	标配 8	标配 12
毫米波雷达数量(个)	标配 3	-	标配 5	标配 1/选配 3	标配 5
激光雷达数量(个)	标配 1	-	-	-	标配 1
激光雷达线数(线)	192	-	-	-	150
记忆泊车	选配	-	-	-	-
循迹倒车	标配	-	标配	-	-
城市辅助驾驶	选配	-	-	-	选配
高速辅助驾驶	标配	选配	-	-	选配
中控屏尺寸(英寸)	15.6	14.4	14.9	10.1	12.8
车载智能系统	HarmonyOS	MBUX	iDrive	奥迪 Connect	Banyan
前排座椅功能	加热/通风/按摩/ 头枕扬声器	加热(选配)	加热	加热(选配)/通风(选配)	加热/通风/按摩
第二排座椅功能	加热/通风/按摩	-	-	加热(选配)	加热/通风/按摩
零重力座椅	第二排(右侧)	-	-	-	-

资料来源：汽车之家、开源证券研究所

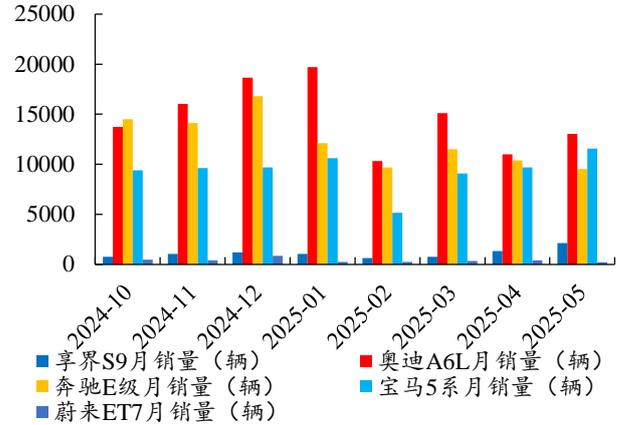
受续航焦虑、消费者对首款车型观望情绪等因素影响，享界 S9 上市后销量表现不佳。从享界 S9 的首批用户群体来看，消费者对智能驾驶、智能座舱、舒适性等功能关注度非常高，体现享界 S9 为高端轿车市场带来全新的产品模式。但由于享界 S9 上市初期仅提供纯电版，而其所处的偏商务属性的高端轿车市场对续航能力关注度非常高，截至目前仍未有纯电轿车在该市场取得明显成功。因此，尽管享界 S9 纯电版续航里程超 700 公里，但还是明显影响到消费者的购买意愿。同时，作为享界品牌的首款车型，即使有华为品牌力及技术支撑，但消费者还是存在一定的观望情绪，尤其是在底盘调教、座椅舒适度等方面存在一些细节问题的情况下。此外，享界 S9 纯电版定价偏高，而 BBA 的燃油车竞品同期推出比较大力度的优惠等。多重因素影响下，享界 S9 纯电版上市以来月销量表现不佳。

图48: 相比智能驾驶、智能座舱、舒适性等功能, 续航里程、电池特性是消费者认为享界S9相对欠缺的方面



数据来源: 杰兰路公众号、开源证券研究所

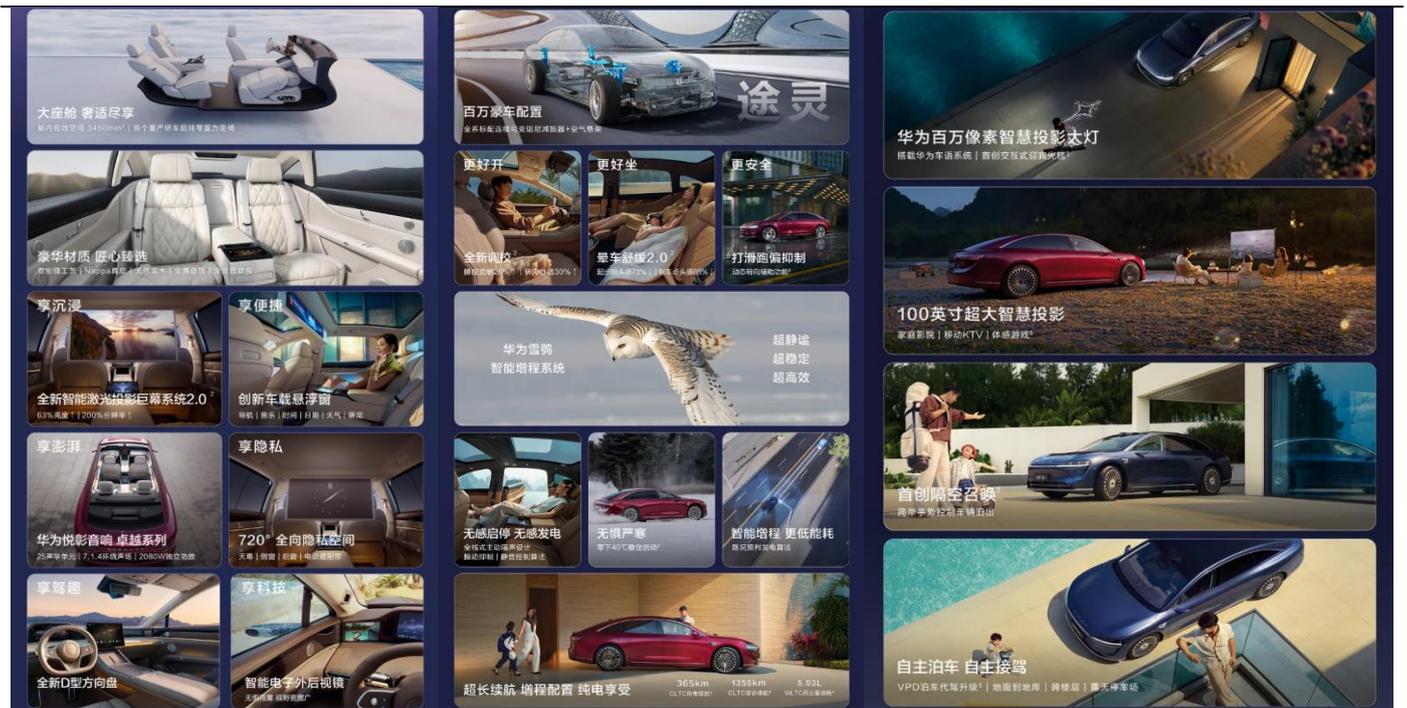
图49: 相比BBA的“56E”车型, 享界S9受续航焦虑、消费者对首款车型观望情绪等因素影响销量表现不佳



数据来源: 车主之家、开源证券研究所

享界S9增程版上市, 售价30.98万元起, 综合续航里程达1355km, 搭载行业领先的智能驾驶及智能座舱技术等, 销量实现明显提升。4月16日, 享界S9增程版上市, 售价30.98-36.98万元, 相比纯电版价位明显下探。新车实现多维度升级: (1) **动力方面:** 搭载华为雪鸮智能增程系统, CLTC纯电续航达365km, 综合续航里程达1355km, 有效解决纯电车续航焦虑问题; (2) **智能驾驶方面:** 搭载华为ADS 3.3, 新增跨楼层VPD泊车代驾, 标配全向防撞3.0、全维硬核安全加持; (3) **智能座舱方面:** 搭载最新华为途灵平台与鸿蒙智能座舱4.0, 配备全新华为车语系统, 首次搭载的交互式迎宾光毯与寰宇迎宾灯语。在定位下探、增程版续航能力大幅增强、全方位技术支持等的推动下, 享界S9全系6月销量达到4154辆, 环比大幅提升并成为30万元以上新能源轿车市场的销量冠军。

图50: 享界S9增程版在续航能力、底盘舒适性、内饰豪华感、智能驾驶及智能座舱能力方面表现较为突出



资料来源: 鸿蒙智行公众号

公司与华为联合打造享界新能源超级工厂，充分体现高端制造和智能化理念，一期规划年产能 12 万辆。2023 年 8 月 14 日，公司公告称，子公司北汽新能源拟对北京高端智能生态工厂建设项目进行迁址变更，项目建设地点由亦庄经济开发区迁址至密云区，购买关联方福田汽车密云工厂设备类资产并实施产线技术改造，并租赁密云工厂的土地厂房及附属设施，以满足公司新产品生产规划要求。公司充分利用集团的优势资源，能够大幅减少产能建设投入。

为满足新车型设计及投产需求，公司将现有 BE22 平台全方位升级，打造新一代高端纯电动智能网联汽车平台，升级后 BE22 平台产品将由高端工厂负责生产。BE22 平台可生产轴距从 2700mm-3000mm 的车型，覆盖 A-C 级产品。2024 年 4 月 11 日，公司发布达尔文 2.0 技术品牌，正式发布全新的 BE22 平台。BE22 平台为北汽集团自主研发的全新汽车平台，同时也是达尔文 2.0 技术体系的核心载体，融合了北京奔驰 V212 平台的豪华基因和达尔文 2.0 的先进技术框架。该平台定位为高端旗舰，主要承担 C 级及以上中高端产品的开发工作。目前，享界旗下车型正基于 BE22 平台（北极星平台）打造，拥有公司最为先进的技术能力。

从工厂端来看，享界超级工厂作为公司与华为合作享界车型的生产基地，充分体现了高端制造和智能化理念。工厂具备钢铝混合车身柔性生产能力，实现了关键工序 100% 自动化，并开发了 AI 视觉防错、智能耐久测试、软件大版本刷写等多项数智化技术，有效提升了高端车型的制造过程质量保证能力，致力于实现豪华车质量标准的零缺陷和高效率。工厂具有华为 ADS 3.0 高阶智能驾驶的标定间，实现了全面智能检测、标定数据自动采集匹配和透明化管理，以及核心设备 100% 联网，并通过在线检测、扭矩管理、视觉引导等复合系统实现对工业数据的有效管控，使下线车辆的全过程工艺参数及时入云，实现“一车一档”的可追溯管理。目前，享界超级工厂一期规划产能为 12 万辆，后续可扩展至 30 万辆，确保高效高质量交付。

图51：公司与华为联合打造享界超级工厂，充分体现高端制造和智能化理念，一期规划年产能 12 万辆



资料来源：北汽集团官网

图52：北汽集团发布全新汽车平台 BE22 平台（北极星平台），同时也是达尔文 2.0 技术体系的核心载体



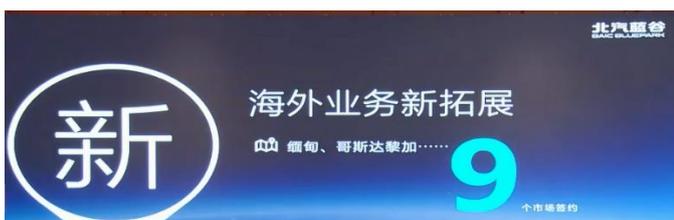
资料来源：经济网

展望未来，旅行车、SUV 等新车型有望发布，享界品牌销量有望更上一层楼。享界首款车型 S9 经历纯电版不及预期后，增程版车型销量展现出良好的势头。后续，公司将发布第二款车型，将定位 C+ 级纯电豪华旅行车，在首款车型 S9 的基础上带来增量。同时，在突破高端轿车市场后，享界在高端 SUV 等新市场布局预计会更为容易。根据规划，享界第三款产品可能是一款定位 B+ 级 SUV 车型，有望带来更大的销量。从进展来看，2 月 13 日，公司公告称将升级开发三款享界车型，投资总额 55 亿元。子项目一计划建设期为 16 个月，处于产品及生产成熟阶段；子项目二计划建设期为 12 个月，处于工程开发阶段；子项目三计划建设期为 9 个月，处于工程开发阶段。

3.4、积极开拓海外市场，放大公司成长空间

公司将出海视作未来发展重心之一，着眼布局中东、中亚、东南亚、欧洲、非洲等全球多个市场。2023 年开始，公司加速出海步伐。2023 年 10 月 9 日，公司与阿联酋本奥米尔控股集团签署合作协议，着力开拓阿联酋和沙特两大中东市场。2024 年 2 月 22 日，极狐新品发布会和新店开业仪式在老挝举行。2024 年 2 月 26 日，极狐与多米尼加客户签约。2024 年，极狐主销车型 aT 和 aS 均已完成欧洲标准认证，公司已在欧洲选定的国家市场建设分销和服务渠道，东南亚市场也在持续开拓。截至 2024 年底，公司已进军海外 9 个市场。2025 年 2 月 26 日，极狐于哥斯达黎加首都圣何塞举办盛大品牌发布会，极狐 aT、aS、aT5 三款海外版车型首次亮相，正式宣告进军拉美市场。极狐将分阶段覆盖整个美洲市场，构建区域化运营体系，提供全面的售后服务体系，未来三年计划推出 10 款以上新车。于拉美市场深耕的同时，极狐还着眼布局中东、中亚、东南亚、欧洲、非洲等地。展望未来，随着公司在全球更多地区的积极开拓，将为公司带来更大的销量增长空间。

图53：截至 2024 年底，公司已进军海外 9 个市场



资料来源：公司 2024 年度暨 2025 年第一季度业绩说明会

图54：2 月 26 日，极狐汽车于哥斯达黎加首都圣何塞举办盛大品牌发布会，正式宣告进军拉美市场



资料来源：ARCFOX 公众号

3.5、携手萝卜快跑、小马智行打造 Robotaxi，规划投放规模达千台级

2023 年，北汽获得首批北京市 L3 道路测试牌照。2024 年 6 月，极狐获得首批 L3 智能网联汽车准入和上路通行试点资格。在做好 L3 智能网联汽车准入的基础上，公司将开展 L4 级自动驾驶产品的商业化探索。

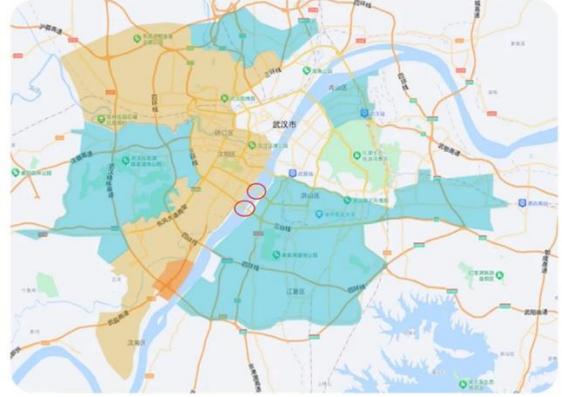
极狐携手萝卜快跑打百度第五代 Robotaxi 产品 Apollo Moon，在武汉的运营范围扩展至 3000 平方公里。2021 年 4 月，公司与百度 Apollo 智能驾驶事业部签订联合技术开发协议，基于极狐 aT 车型，搭载百度最新的共享无人车软硬件技术，双方共同完成了百度第五代 Robotaxi 产品 Apollo Moon 的研发。公司围绕百度第五代共享无人车已经完成交付近千台，主要分布在武汉、北京、广州，双方合力保障这些车辆的自动驾驶测试及运营。截至 2025 年 5 月，在极狐 aT 等车型的推动下，萝卜快跑在武汉的运营范围已扩展至 3000 平方公里，覆盖全市 12 个行政区及天河机场、跨江桥梁等复杂场景，服务人口超 770 万，开放里程和开放区域数量保持全国第一，成为全球最大自动驾驶出行服务区。

图55: 极狐携手萝卜快跑打百度第五代 Robotaxi 产品 Apollo Moon



资料来源: 北汽新能源官网

图56: 萝卜快跑基于极狐 α T 等车型打造的第五代 Robotaxi 产品在武汉的运营范围扩展至 3000 平方公里



资料来源: 晚点 Auto 公众号

公司与小马智行合作打造其第七代 Robotaxi，计划部署千台量级。2024 年 11 月，北汽新能源与小马智行达成全无人 Robotaxi 车型的合作研发协议。根据协议，双方将基于极狐 α 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。双方目前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，计划在 2025 年完成并推出首批极狐 α T5 Robotaxi 车型，且双方计划将在国内市场部署千台量级规模的 Robotaxi。从公司所在的北京市来看，北京自动驾驶示范区 3.0 阶段将在 2025 年内完成，2026 年将加速推进建设 4.0 阶段，自动驾驶汽车有望驶入更大范围、更广阔的场景。未来示范区将围绕四环环路到六环路之间进行规划扩区，规划面积约 3000 平方公里，这也有望推动公司进一步拓展 Robotaxi 业务，共享 Robotaxi 市场广阔的发展空间。

图57: 2024 年 11 月，北汽新能源与小马智行达成全无人 Robotaxi 车型的合作研发协议



资料来源: 证券时报网

图58: 2025 年上海车展上，小马智行第七代 Robotaxi 首秀，并将开启量产新征程



资料来源: 观察者网

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

营收端，(1) BEIJING 品牌方面，2026 年将推出新车型，但受 B 端市场相对饱和影响，整体来看后续销量预计维持相对稳定；(2) 极狐品牌方面，2025 年 α S5、α T5 等车型继续表现亮眼，同时，极狐 A0 级 SUV T1 下半年将迎来上市。2026-2027 年，除 T1 车型有望继续销量表现较好外，极狐将推出大 6 座 SUV、大 7 座 MPV 等新车型，有望持续贡献增量，我们预计极狐 2025-2027 年销量有望分别达到 14.6/23.7/27.7 万辆；(3) 享界品牌方面，2024 年 S9 纯电版受续航焦虑等影响表现不及预期，但 2025 年中公司推出 S9 增程版，销量实现大幅突破，且下半年还有望推出 S9 旅行版，预计 2025 年享界品牌销量同比高增。2026 年开始，享界品牌有望推出越野 SUV、MPV 等新车型，销量有望继续高速增长，我们预计享界 2025-2027 年销量有望分别达到 4.3/6.8/12.1 万辆。且由于享界品牌定位高端，量价齐升有望推动公司营收快速增长。

毛利率端，公司 BEIJING 品牌运营相对成熟，预计有一定的毛利。享界品牌虽然目前销量较低，但由于定位高端，预计也有一定的毛利。而极狐品牌受规模效应尚未发挥、行业竞争激烈等影响，2025 年以前预计仍处亏损状态。2025 年，由于极狐销量同比将继续增长，全年从毛利率端有望逐步实现扭亏。2026 年开始，随着极狐、享界品牌的继续放量，规模效应及高端化推动下，公司毛利率有望继续实现提升。

表5：北汽蓝谷业绩拆分与盈利预测

项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	95.14	143.19	145.12	317.56	632.80	949.04
YOY		50.5%	1.3%	118.8%	99.3%	50.0%
毛利	-4.94	-8.20	-16.89	15.28	58.76	113.06
毛利率	-5.20%	-5.72%	-11.64%	4.81%	9.29%	11.91%
商品车销售	58.45	101.21	128.48	291.30	605.50	920.70
YOY		73.2%	26.9%	126.7%	107.9%	52.1%
毛利	-11.23	-10.56	-19.20	12.11	55.26	109.21
毛利率	-19.21%	-10.43%	-14.94%	4.16%	9.13%	11.86%
其他业务	36.69	41.98	16.64	26.26	27.30	28.34
YOY		14.4%	-60.4%	57.8%	4.0%	3.8%
毛利	6.29	2.36	2.31	3.17	3.50	3.85
毛利率	17.14%	5.62%	13.88%	12.06%	12.83%	13.59%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

4.2、估值与投资建议

公司作为北汽集团旗下唯一新能源车专属平台，在 B 端业务发展受限后，积极开拓 C 端市场。在 C 端业务探索阶段拖累公司业绩的背景下，公司发布“三年跃升计划”，将在销量、结构优化、降本增效等方面全面发力。目前，公司“极狐+享界”品牌双轮驱动。其中极狐品牌聚焦场景化造车，将在主流价位段持续推出多款新品，叠加经销渠道不断开拓，销量有望持续增长。而公司与华为就智选模式展开合作推出享界品牌，受华为智能化技术、产品定义、营销等深度赋能。享界品牌在推出增程版车型后，迎来销量的明显提升，继续冲击 BBA 长期占据的高端轿车市场。同时，在

轿车领域有所建树后，享界品牌将继续开拓高端 SUV、MPV 等新市场，有望带来更大的销量增量。此外，公司积极布局 Robotaxi 领域，打造新成长曲线。目前，公司已携手萝卜快跑、小马智行探索 L4 级出行市场，规划投放千台级 Robotaxi。

我们选取华为智选模式另一重要车企江淮汽车以及新势力车企小鹏汽车-W、零跑汽车作为可比公司，主要理由如下：(1) 与公司类似，江淮汽车 C 端业务前期发展不顺，目前同样与华为就智选模式展开深度合作，且计划从高端轿车市场逐步拓展至其他新市场；(2) 小鹏汽车-W、零跑汽车处于销量快速增长期，但仍未实现盈利，后续随着规模效应的发挥，有望逐步实现扭亏为盈，与公司具有较高的相似性。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 317.6/632.8/949.0 亿元，当前股价对应的 PS 分别为 1.5/0.8/0.5 倍，低于可比公司均值的 1.7/1.2/1.1 倍。鉴于公司有望迎来“规模效应+高端化”共振，我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：公司有望迎来“规模效应+高端化”共振，目前估值低于可比公司均值，具备一定的配置价值

股票代码	公司简称	最新收盘	总市值	营收 (亿元)			P/S			评级
		价		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
600418.SH	江淮汽车	48.65	1062.52	523.4	665.5	783.8	2.0	1.6	1.4	未评级
9868.HK	小鹏汽车-W	73.30	1397.47	820.1	1272.4	1418.5	1.6	1.0	0.9	买入
9863.HK	零跑汽车	63.50	848.97	556.7	681.4	813.2	1.4	1.1	1.0	买入
	平均						1.7	1.2	1.1	
600733.SH	北汽蓝谷	8.54	475.98	317.6	632.8	949.0	1.5	0.8	0.5	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：小鹏汽车-W、零跑汽车盈利预测来自开源证券研究所，江淮汽车盈利预测来自 Wind 一致预期；截至 2025 年 8 月 5 日，港元兑人民币汇率 0.9156）

5、风险提示

- (1) **新能源车行业销量不及预期**：若行业整体需求不及预期，公司销量前景将会受到明显影响。
- (2) **行业竞争加剧**：若行业内竞品增多、降价潮激烈，将会对公司产品销售及毛利率造成影响。
- (3) **新产品需求不及预期**：公司后续将推出多款新产品，若后续新产品订单不及预期，公司成长空间将会受到影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15533	24423	7415	11267	15222
现金	5845	11852	0	0	0
应收票据及应收账款	6811	9306	0	0	0
其他应收款	195	233	703	1163	1636
预付账款	344	327	1142	1786	2605
存货	1657	1690	4555	7304	9966
其他流动资产	681	1015	1015	1015	1015
非流动资产	15268	16998	27471	43104	56566
长期投资	468	304	125	-79	-284
固定资产	4874	7079	17704	33527	47253
无形资产	6234	7572	6569	5465	4331
其他非流动资产	3692	2043	3072	4191	5265
资产总计	30801	41421	34886	54372	71788
流动负债	19472	23702	19199	38393	53886
短期借款	5434	2288	11620	27351	40006
应付票据及应付账款	6621	15677	0	0	0
其他流动负债	7417	5736	7579	11043	13881
非流动负债	4370	7499	10219	13018	13495
长期借款	1778	5389	8108	10907	11384
其他非流动负债	2593	2111	2111	2111	2111
负债合计	23843	31201	29418	51411	67381
少数股东权益	668	4710	4762	4788	4774
股本	5574	5574	5574	5574	5574
资本公积	23509	29676	29676	29676	29676
留存收益	-22778	-29726	-34479	-36985	-35540
归属母公司股东权益	6291	5510	705	-1827	-368
负债和股东权益	30801	41421	34886	54372	71788

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14319	14512	31755	63279	94903
营业成本	15460	16201	30228	57403	83597
营业税金及附加	59	65	155	297	432
营业费用	1677	1821	2223	2848	3322
管理费用	883	943	1111	1266	1424
研发费用	1186	1760	2223	3164	3796
财务费用	417	384	202	504	750
资产减值损失	-558	-404	-635	-633	-475
其他收益	98	216	132	132	145
公允价值变动收益	0	0	-5	-1	-1
投资净收益	-55	-41	16	-15	-24
资产处置收益	576	96	172	222	266
营业利润	-5349	-6779	-4740	-2494	1446
营业外收入	3	2	3	3	3
营业外支出	2	22	8	9	10
利润总额	-5349	-6799	-4745	-2500	1439
所得税	17	74	8	7	-7
净利润	-5365	-6873	-4753	-2506	1446
少数股东损益	34	75	53	26	-14
归属母公司净利润	-5400	-6948	-4805	-2532	1460
EBITDA	-3731	-4284	-1845	2032	7823
EPS(元)	-0.97	-1.25	-0.86	-0.45	0.26

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	50.5	1.3	118.8	99.3	50.0
营业利润(%)	1.4	-26.7	30.1	47.4	158.0
归属于母公司净利润(%)	1.2	-28.7	30.8	47.3	157.6
获利能力					
毛利率(%)	-8.0	-11.6	4.8	9.3	11.9
净利率(%)	-37.7	-47.9	-15.1	-4.0	1.5
ROE(%)	-77.1	-67.2	-86.9	-84.6	32.8
ROIC(%)	-27.3	-41.8	-19.7	-5.0	3.9
偿债能力					
资产负债率(%)	77.4	75.3	84.3	94.6	93.9
净负债比率(%)	103.2	-12.2	410.3	1424.1	1276.0
流动比率	0.8	1.0	0.4	0.3	0.3
速动比率	0.7	0.9	0.1	0.0	0.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.8	1.4	1.5
应收账款周转率	2.4	3.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.4	2.8	8.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.97	-1.25	-0.86	-0.45	0.26
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	-0.28	-1.88	0.04	0.99
每股净资产(最新摊薄)	1.13	0.99	0.13	-0.33	-0.07
估值比率					
P/E	-9.0	-7.0	-10.1	-19.3	33.4
P/B	7.8	8.9	69.2	-26.7	-132.7
EV/EBITDA	-15.2	-12.2	-41.2	47.1	14.0

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-465	-1572	-10491	225	5544
净利润	-5365	-6873	-4753	-2506	1446
折旧摊销	1524	2383	2698	4028	5634
财务费用	417	384	202	504	750
投资损失	55	41	-16	15	24
营运资金变动	2577	1870	-8488	-1591	-2092
其他经营现金流	328	623	-134	-224	-217
投资活动现金流	-1540	-2451	-12987	-19456	-18854
资本支出	2246	2556	13349	19866	19300
长期投资	13	-18	179	204	205
其他投资现金流	693	123	183	205	241
筹资活动现金流	4244	7429	2294	3501	655
短期借款	455	-3146	9332	15730	12655
长期借款	-2396	3611	2720	2799	477
普通股增加	1286	0	0	0	0
资本公积增加	4744	6168	0	0	0
其他筹资现金流	154	796	-9758	-15028	-12477
现金净增加额	2239	3406	-21184	-15730	-12655

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn