

北汽蓝谷 (600733.SH) Q3 毛利率首次转正, “享界+极狐” 品牌双轮驱动

2025 年 10 月 25 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

邓健全 (分析师)

徐剑峰 (分析师)

dengjianquan@kysec.cn

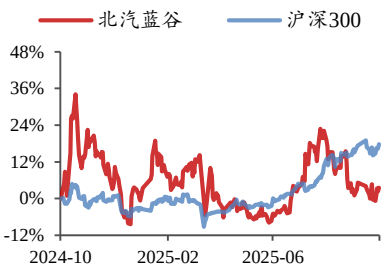
xujianfeng@kysec.cn

证书编号: S0790525090003

证书编号: S0790525090004

日期	2025/10/24
当前股价(元)	7.95
一年最高最低(元)	10.59/6.57
总市值(亿元)	443.09
流通市值(亿元)	388.89
总股本(亿股)	55.74
流通股本(亿股)	48.92
近 3 个月换手率(%)	195.65

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《“享界+极狐” 新车周期强势开启, 业绩改善可期——公司信息更新报告》
-2025.8.18

《发布“三年跃升计划”, “规模效应+ 高端化” 共振——公司首次覆盖报告》
-2025.8.6

● 受益高端车型享界放量及规模效应, Q3 毛利率首次转正

公司发布 2025 年三季报, 前三季度实现营收 153.84 亿元, 同比+56.7%; 归母净利润-34.26 亿元, 亏损同比收窄 10.66 亿元。单 Q3 实现营收 58.67 亿元, 同环比-3.5%/+2.2%; 归母净利润-11.18 亿元, 亏损同环比收窄 8.03/2.37 亿元; 毛利率为 1.8%, 首次转正, 同环比+8.3pct/5.9pct, 主要受享界放量及规模效应带动, 并带动净利率同环比+6.5pct/8.9pct。鉴于 S9 增程版销量不及预期, 我们下调 2025-2027 年营收预测至 280.9(-34.7)/617.6(-11.0)/922.8(-26.2)亿元, 维持 2025 年、下调 2026-2027 年归母净利润预测至-46.9/-21.6(-0.7)/12.7(-9.8)亿元, 当前股价对应 PS 为 1.6/0.7/0.5 倍, 考虑到公司仍处重要新车周期, 维持“买入”评级。

● 享界 S9T、极狐 T1 等新车型快速放量, 公司发展势头强劲

2025Q3, 公司新能源车销量为 4.43 万辆, 同环比+11.3%/12.5%, 其中 9 月单月销量突破 2 万辆大关, 极狐、享界品牌齐放量: (1)极狐: Q3 销量为 3.45 万辆, 同环比+0.4%/19.0%。极狐 T1 车型上市首月大定突破 3.5 万辆, 9 月销量达 1.01 万辆, 有效对冲 α T5、考拉等车型的销量下滑; (2)享界: Q3 销量为 0.82 万辆, 环比-16.5%, S9 增程版上市冲量后环比下滑。但高端智能旅行轿车 S9T 已上市, 凭借高颜值、大空间、长续航, 获得较高青睐, 上市 72 小时/25 天大定分别突破 1 万/2 万辆, 9 月销量达 0.34 万辆, 有望成为享界品牌后续重要销量支撑。

● 深入拥抱华为、“享界+极狐” 品牌双轮驱动, 布局 Robotaxi 打造新成长曲线

(1)极狐方面, 公司积极寻求在主流市场破圈, 以场景化造车理念为引领持续推新。α T5 增程版后续上市后将进一步丰富动力形式。海外方面, 极狐已覆盖欧洲/中东/拉美/中亚/亚太/非洲六大核心市场, 将加速海外经销商布局; (2)享界方面, 公司计划未来 3 年投入 200 亿元、组建享界事业部专属团队、建立专属制造与供应链体系、建立专属双质检体系、构建享界专属销售服务渠道, 着力推动享界品牌上量, 增强公司盈利能力。2026 年, 享界将推出越野风 SUV, 进一步丰富车型矩阵; (3)新业务方面, 10 月 24 日, 公司与小马智行合作的第 300 辆 L4 级 Robotaxi 正式下线, 目前该车型已在深圳、北京、上海完成封闭道路测试。

● 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	28,088	61,763	92,282
YOY(%)	50.5	1.3	93.6	119.9	49.4
归母净利润(百万元)	-5,400	-6,948	-4,685	-2,163	1,273
YOY(%)	1.2	-28.7	32.6	53.8	158.8
毛利率(%)	-8.0	-11.6	3.9	9.4	12.0
净利率(%)	-37.7	-47.9	-16.7	-3.5	1.4
ROE(%)	-77.1	-67.2	-82.9	-62.1	26.8
EPS(摊薄/元)	-0.97	-1.25	-0.84	-0.39	0.23
P/S(倍)	3.1	3.1	1.6	0.7	0.5
P/B(倍)	7.0	8.0	53.7	-33.1	-682.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

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	24311	44031	47934
现金	5845	11852	8426	16944	18456
应收票据及应收账款	6811	9306	9419	15286	15475
其他应收款	195	233	595	1226	1495
预付账款	344	327	972	1885	2385
存货	1657	1690	3884	7675	9109
其他流动资产	681	1015	1015	1015	1015
非流动资产	15268	16998	20318	27974	32623
长期投资	468	304	268	179	43
固定资产	4874	7079	10635	18294	23235
无形资产	6234	7572	6569	5465	4331
其他非流动资产	3692	2043	2846	4036	5014
资产总计	30801	41421	44630	72006	80557
流动负债	19472	23702	31425	59960	67918
短期借款	5434	2288	7664	2288	3191
应付票据及应付账款	6621	15677	17350	47610	53377
其他流动负债	7417	5736	6411	10061	11351
非流动负债	4370	7499	7618	8601	7933
长期借款	1778	5389	5508	6490	5823
其他非流动负债	2593	2111	2111	2111	2111
负债合计	23843	31201	39043	68561	75852
少数股东权益	668	4710	4761	4783	4771
股本	5574	5574	5574	5574	5574
资本公积	23509	29676	29676	29676	29676
留存收益	-22778	-29726	-34360	-36501	-35240
归属母公司股东权益	6291	5510	825	-1338	-65
负债和股东权益	30801	41421	44630	72006	80557

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-465	-1572	-2408	22914	9222
净利润	-5365	-6873	-4634	-2141	1261
折旧摊销	1524	2383	2397	3052	3854
财务费用	417	384	104	90	9
投资损失	55	41	-16	15	24
营运资金变动	2577	1870	-121	22122	4294
其他经营现金流	328	623	-138	-224	-218
投资活动现金流	-1540	-2451	-5534	-10503	-8261
资本支出	2246	2556	5754	10797	8639
长期投资	13	-18	36	88	136
其他投资现金流	693	123	183	205	241
筹资活动现金流	4244	7429	-859	1483	-352
短期借款	455	-3146	5375	-5375	903
长期借款	-2396	3611	119	983	-668
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	-6354	5876	-587
现金净增加额	2239	3406	-8801	13894	609

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14319	14512	28088	61763	92282
营业成本	15460	16201	26978	55949	81240
营业税金及附加	59	65	137	289	420
营业费用	1677	1821	2107	2779	3230
管理费用	883	943	983	1235	1384
研发费用	1186	1760	2123	2965	3691
财务费用	417	384	104	90	9
资产减值损失	-558	-404	-562	-926	-1384
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	-4621	-2130	1262
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	-4626	-2136	1255
所得税	17	74	8	6	-6
净利润	-5365	-6873	-4634	-2141	1261
少数股东损益	34	75	51	22	-12
归属母公司净利润	-5400	-6948	-4685	-2163	1273
EBITDA	-3731	-4284	-2125	1006	5118
EPS(元)	-0.97	-1.25	-0.84	-0.39	0.23

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	50.5	1.3	93.6	119.9	49.4
营业利润(%)	1.4	-26.7	31.8	53.9	159.3
归属于母公司净利润(%)	1.2	-28.7	32.6	53.8	158.8
获利能力					
毛利率(%)	-8.0	-11.6	3.9	9.4	12.0
净利率(%)	-37.7	-47.9	-16.7	-3.5	1.4
ROE(%)	-77.1	-67.2	-82.9	-62.1	26.8
ROIC(%)	-27.3	-41.8	-28.2	-20.3	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	77.4	75.3	87.5	95.2	94.2
净负债比率(%)	103.2	-12.2	121.7	-160.3	-137.6
流动比率	0.8	1.0	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.7	0.9	0.6	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.7	1.1	1.2
应收账款周转率	2.4	3.0	6.0	10.0	12.0
应付账款周转率	3.4	2.8	2.8	3.0	2.9
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-0.97	-1.25	-0.84	-0.39	0.23
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	-0.28	-0.43	4.11	1.65
每股净资产(最新摊薄)	1.13	0.99	0.15	-0.24	-0.01
估值比率					
P/E	-8.2	-6.4	-9.5	-20.5	34.8
P/B	7.0	8.0	53.7	-33.1	-682.3
EV/EBITDA	-14.0	-11.2	-26.3	43.3	8.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 4

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