

2026年02月28日

## 北汽蓝谷 (600733. SH)

投资评级：买入（首次）

——重视自上而下变革下的国企改革机会

## 投资要点：

## 证券分析师

李泽

SAC: S1350525030001

lize@huayuanstock.com

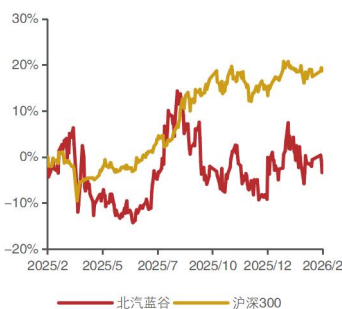
秦梓月

SAC: S1350525070008

qinziyue@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2026年02月27日

收盘价(元)	7.99
一年内最高/最低(元)	9.68/6.57
总市值(百万元)	50,873.56
流通市值(百万元)	39,084.78
总股本(百万股)	6,367.15
资产负债率(%)	83.81
每股净资产(元/股)	0.37

资料来源：聚源数据

**北汽集团自上而下的变革或为推动本轮北汽蓝谷转型成功的底层逻辑。**北京汽车集团实控人为北京市国资委，业务以整车制造为主，主要整车公司为北京汽车（其中包括北京奔驰、北京现代、福建奔驰）、北汽福田（主要为轻卡、重卡等商用车业务）及北汽蓝谷（主要为极狐、享界等新能源乘用车业务）等。北京汽车集团利润贡献主力北京奔驰的销量&盈利承压+以北汽蓝谷为代表的自主品牌亏损幅度较大的背景下，北京汽车集团改革重要性或凸显。2024年3月，此前担任北京市国资委党委委员、副主任的张建勇接替姜德义担任北京汽车集团董事长。担任董事长后，张建勇从多方面推动了北京汽车集团、尤其是北汽蓝谷的发展，在他的带领下，1）进行了一系列重要的人事及组织调整，整体方向为管理层更贴近业务、更年轻化，并且积极支持自主新能源的发展（“全面发力打造享界”）；2）全面部署“三年跃升行动”，并制定多项颗粒度细且可执行性强的业务举措；3）张建勇还通过参加发布会、出席车展及央视直播等提升了北汽集团的曝光度，并亲自带货享界产品。综合看，无论是北京奔驰等合资盈利下滑对北京汽车集团自主新能源转型需求的提升，还是行业新能源发展大趋势，北京汽车集团的转型都非常重要，而北汽蓝谷或将是北京汽车集团战略转型的重要抓手。张建勇充足的汽车行业工作经验，北汽蓝谷改革后年轻、专业、贴近业务的管理团队，叠加公司更为灵活的体系以及较此前更具竞争力的营销激励机制，或都将是促进北汽蓝谷新能源转型成功的底层逻辑。

**享界为本轮转型核心，“全面发力打造享界”的部署及管理层重视程度的提升或为享界产品力增强&销售放量的重要支撑。**北汽与华为合作时间较早（2017年），Hi模式合作后，双方合作升级为智选模式。智选合作品牌享界的首款车型享界S9 EV上市后整体销量表现较平淡（2024年月均销量1千辆+），公司后续通过推出售价下探的S9增程版或缓解续航焦虑（S9增程版上市后月销峰值达到3千+辆），并且还推出具备大空间的S9T旅行车满足消费者多样化的产品需求（2025年12月批发销量亦突破7.5千辆）。2025年11月新款享界S9上市，除外观、座舱等升级外，EV版本售价亦降低至32.98万元起（此前为39.98万元起），2025年12月享界S9销量回升至2千辆+。回归到智选车合作，我们认为后续更重要的或在于公司与华为联合推出何种车型，而这与公司管理层的重视程度（张建勇曾明确表示，享界是北汽集团三年跃升行动的核心。为了更好地“全面发力打造享界”，公司在组织架构、资源投入、研发、渠道、品牌建设等方面均做了较多部署）、管理层的能力、公司与华为的关系（北汽集团与华为合作的历史相对较久且目前公司管理层对华为合作的重视程度较高）以及公司智选车的销量水平（享界S9改款及推新后销量不断回升）都息息相关。考虑到享界在上述方面的优势，我们预计公司后续有望推出更多有竞争力的车型从而推动销量提升。

**产品&营销渠道改革+降本下，极狐销量&盈利均好转，或有望逐步迎来扭亏。**极狐品牌主要定位5~30万元区间的主流新能源市场，2023年及此前年销量较差（年销量普遍在3万辆或以下）的原因一方面为前期车型S/T定价相对较高且配置竞争力较弱，另一方面公司产品矩阵尚不完善（2023年9月开始才陆续推出考拉、T5等新车型）。极狐较低的销量以及较低的产能利用率也是导致北汽蓝谷此前亏损的重要原因。通过产品革新（推出更

具备性价比的产品)+产品矩阵完善+营销改革(全面拥抱自媒体+快速反应能力提升)+渠道改革(渠道数量增长+结构优化),2024、2025年极狐销量表现大幅提升(其中2025Q1-3销量8.8万辆,同比+88%),规模效应+降本下北汽蓝谷盈利能力亦有所回升,2025Q3公司毛利率已经实现转正。伴随后续新车的陆续推出,我们预计极狐或有望逐步扭亏。

**出口及 Robotaxi 或为后续增长曲线。**1)出口:加大海外市场拓展力度,力争极狐后续实现10万量级销量贡献。目前公司出海品牌主要是极狐品牌,出海区域主要在欧洲、中东、拉美、中亚、亚太、非洲,公司将全面推进极狐产品的国际化认证,并将加速海外经销商布局,力争下一步实现10万量级销量贡献。此外,公司后续还将与华为共同推进享界品牌的出海销售。2)Robotaxi:与小马、百度推进合作,后续合作对象及模式具备发展空间。公司与百度联合打造的第五代共享无人车(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)已经完成交付近千台;与小马智行联合打造的Robotaxi(基于极狐阿尔法T5车型平台和小马智行第七代自动驾驶软硬件系统技术)已实现量产,截至2026年1月,已完成600辆极狐阿尔法T5 Robotaxi的量产下线,后续双方将共同推动极狐阿尔法T5 Robotaxi“中国方案”走向全球,重点布局中东、欧洲等市场。

**盈利预测与评级:**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为-44.0/-17.8/12.9亿元。北汽集团自上而下的变革或为推动本轮北汽蓝谷转型成功的底层逻辑,且享界新品周期较强&极狐或逐步迎来扭亏,首次覆盖,给予“买入”评级。

**风险提示:**行业景气度不及预期风险、竞争格局恶化风险、新车销量不及预期风险、盈利能力改善不及预期风险。

#### 盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,319	14,512	28,408	57,886	82,667
同比增长率(%)	50.50%	1.35%	95.76%	103.76%	42.81%
归母净利润(百万元)	-5,400	-6,948	-4,398	-1,785	1,290
同比增长率(%)	1.19%	-28.67%	36.70%	59.42%	172.28%
每股收益(元/股)	-0.85	-1.09	-0.69	-0.28	0.20
ROE(%)	-85.84%	-126.09%	-395.45%	-28.82%	17.24%
市盈率(P/E)	-9.42	-7.32	-11.57	-28.51	39.44

资料来源:公司公告,华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为-44.0/-17.8/12.9 亿元。北汽集团自上而下的变革或为推动本轮北汽蓝谷转型成功的底层逻辑,且享界新品周期较强&极狐或逐步迎来扭亏,首次覆盖,给予“买入”评级。

### 关键假设

考虑到公司极狐及享界品牌逐步放量,我们假设公司 2025-2027 年整车业务收入增速分别为 107.4%/110.3%/44.1%,总体毛利率分别为 1.5%/9.2%/13.0%。

### 投资逻辑要点

1、北汽集团自上而下的变革或为推动本轮北汽蓝谷转型成功的底层逻辑。无论是北京奔驰等合资盈利下滑对北京汽车集团自主新能源转型需求的提升,还是行业新能源发展大趋势,北京汽车集团的转型都非常重要,而北汽蓝谷或将是北京汽车集团战略转型的重要抓手。张建勇充足的汽车行业工作经验,北汽蓝谷改革后年轻、专业、贴近业务的管理团队,叠加公司更为灵活的体系以及较此前更具竞争力的营销激励机制,或都将是促进北汽蓝谷新能源转型成功的底层逻辑。

2、享界为本轮转型核心,“全面发力打造享界”的部署及管理层重视程度的提升或为享界产品力增强&销售放量的重要支撑。享界首款车型 S9 通过改款及推出旅行版促使销量回升。展望后续,考虑到公司管理层重视程度高(张建勇曾明确表示,享界是北汽集团三年跃升行动的核心。为更好地“全面发力打造享界”,公司在组织架构、资源投入、研发、渠道、品牌建设等方面均做了较多部署)、管理层能力较强、公司与华为的关系较好(北汽集团与华为合作的历史相对较久且目前公司管理层对华为合作的重视程度较高)以及享界 S9 改款及推新后销量不断回升,我们预计后续享界有望推出更多有竞争力的车型从而推动销量提升。

3、前期亏损的极狐通过产品革新&矩阵完善+营销&渠道改革,2024、2025 年销量表现大幅提升(其中 2025Q1-3 销量 8.8 万辆,同比+88%)。规模效应+降本下北汽蓝谷盈利能力亦有所回升,2025Q3 公司毛利率已经实现转正。伴随后续新车的陆续推出,我们预计极狐或有望逐步扭亏。

### 核心风险提示

行业景气度不及预期风险、竞争格局恶化风险、新车销量不及预期风险、盈利能力改善不及预期风险。

## 内容目录

1. 北汽集团自上而下的变革或为推动本轮北汽蓝谷转型成功的底层逻辑 .....	6
2. 享界新品周期较强，极狐或逐步迎来扭亏 .....	9
2.1. 极狐：产品&营销渠道改革+降本下，销量&盈利均好转 .....	9
2.2. 享界：“全面发力打造享界”的部署及管理层重视程度的提升或为享界放量的重要支撑 .....	10
3. 出口及 Robotaxi 或为后续增长曲线 .....	13
3.1. 出口：加大海外市场拓展力度，力争极狐后续实现 10 万量级销量贡献 .....	13
3.2. Robotaxi：与小马、百度推进合作，后续合作对象及模式具备发展空间 .....	14
4. 盈利预测与评级 .....	14
5. 风险提示 .....	15

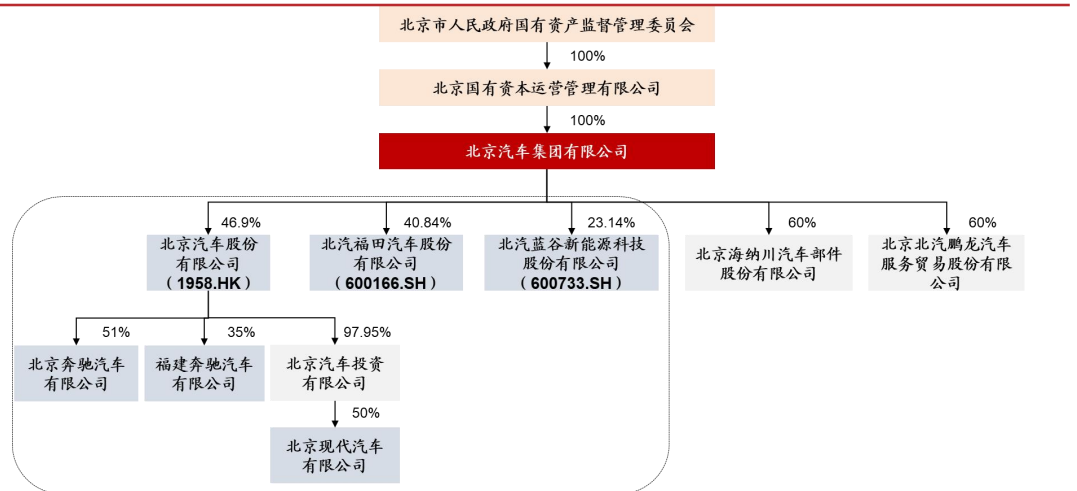
## 图表目录

图表 1: 北京汽车集团业务以整车销售为主.....	6
图表 2: 2025Q1-3 北京奔驰销量承压, 自主品牌销量表现较好 (单位: 万辆) .....	6
图表 3: 2025Q1-3 北京汽车集团归母净利润下滑 31.9%.....	7
图表 4: 2025Q1-3 北京汽车 (含北京奔驰) 归母净利下滑, 同期北汽蓝谷亏损较大但有所减亏 (单位: 亿元) .....	7
图表 5: 2025 年 3 月 18 日, 张国富升任北汽蓝谷董事长, 刘观桥升任北汽蓝谷经理 ...	8
图表 6: 2025Q1-3 极狐销量同比提升 .....	10
图表 7: 2025Q3 北汽蓝谷毛利率转正 .....	10
图表 8: 北汽集团与华为合作时间较早, Hi 模式合作后, 双方合作升级为智选模式 ....	10
图表 9: 中高端轿车市场规模一年约 60 万辆.....	11
图表 10: 56E 月度批发销量合计 3 万辆左右 (单位: 万辆) .....	11
图表 11: 享界 S9 增程上市后月销有所回升 (单位: 万辆) .....	11
图表 12: S9T 2025 年 12 月批发销量突破 7.5 千辆 (单位: 万辆) .....	11
图表 13: 蔚来 ET5T 上市后销量表现较好 (单位: 万辆) .....	12
图表 14: 极氪 007GT 2025 年 4 月上市后带动极氪 007 系列销量回升 (单位: 万辆) .....	12
图表 15: 硬派越野车市场相对小众 (单位: 万辆) .....	13
图表 16: 2025 年北京越野 BJ 系列销量有所提升 (单位: 万辆) .....	13
图表 17: 北汽蓝谷 2025 年出口销量量级较小 (单位: 辆) .....	14
图表 18: 公司分业务营业收入预测 (单位: 亿元) .....	15

## 1. 北汽集团自上而下的变革或为推动本轮北汽蓝谷转型成功的底层逻辑

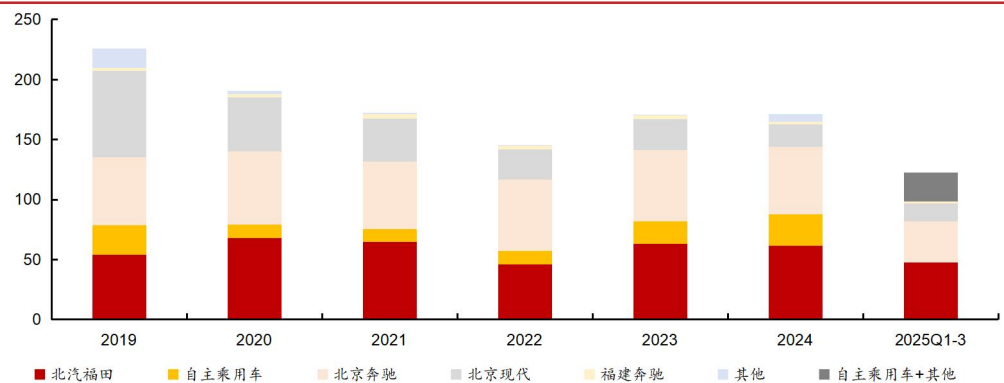
以北京奔驰为代表的合资品牌销量&盈利承压+以北汽蓝谷为代表的自主品牌亏损幅度较大的大背景下，北京汽车集团改革重要性或凸显。北京汽车集团实控人为北京市国资委，业务以整车制造为主（2024年收入占比超80%），主要整车公司为北京汽车（其中包括北京奔驰、北京现代、福建奔驰）、北汽福田（主要为轻卡、重卡等商用车业务）及北汽蓝谷（主要为极狐、享界等新能源乘用车业务）等。北京汽车集团利润贡献主要为北京汽车，尤其为北京奔驰（2024年北京汽车集团归母净利润6.3亿元，我们测算北京奔驰乘以股比后的净利润贡献或超40亿元），但伴随自主品牌高端新能源车型的上量，BBA等传统豪华品牌有所承压，例如北京奔驰2024年销量同比下滑5%，净利润则同比下滑17%。2025Q1-3北京汽车集团归母净利润同比下降31.9%，下滑的部分原因或为北京奔驰利润贡献下滑（同期北京奔驰销量同比下滑19%，利润贡献同比下滑37%）。此外，北汽蓝谷2020~2024年每年归母净利润净亏损均超50亿元（未乘以股比），自主新能源亦亟待变革。

图表 1：北京汽车集团业务以整车销售为主



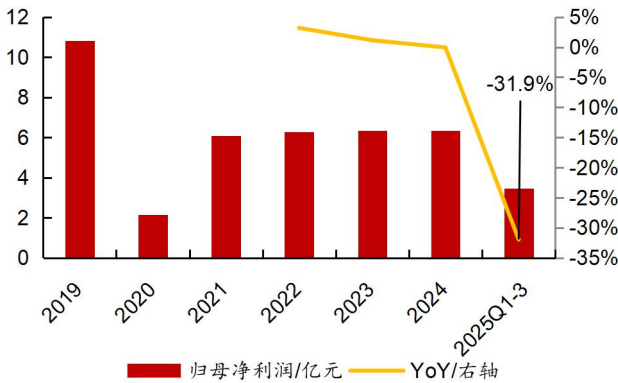
资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究所（截至2025年三季度报）

图表 2：2025Q1-3 北京奔驰销量承压，自主品牌销量表现较好（单位：万辆）



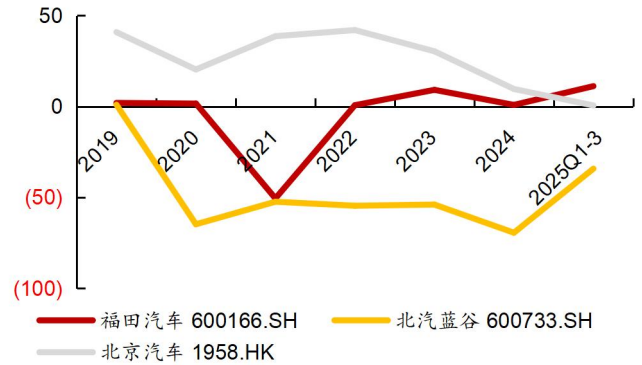
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：2025Q1-3 北京汽车集团归母净利润下滑 31.9%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：2025Q1-3 北京汽车(含北京奔驰)归母净利下滑，同期北汽蓝谷亏损较大但有所减亏(单位：亿元)



资料来源：Wind，华源证券研究所

2024 年 3 月，此前担任北京市国资委党委委员、副主任的张建勇接替姜德义担任北京汽车集团董事长。张建勇在北汽已深耕近 20 年，其曾担任北汽控股资产财务部经理助理、财务部副经理及财务部经理，2010 年 12 月起历任北京汽车集团财务部部长、财务副总监，2015 年 6 月升任北京汽车集团副总经理，并于 2022 年 11 月担任北京市国资委党委委员、副主任。

担任董事长后，张建勇从多方面推动了北京汽车集团、尤其是北汽蓝谷的发展，在他的带领下，1)进行了一系列重要的人事及组织调整，整体方向为管理层更贴近业务、更年轻化，并且积极支持自主新能源的发展(“全面发力打造享界”)；2)全面部署“三年跃升行动”，并制定了多项颗粒度细且可执行性强的业务举措；3)张建勇还通过参加小米 SU7 发布会、出席车展及央视直播等提升了北汽集团的曝光度，并亲自带货享界产品。展开来看，以北汽蓝谷为例：

(1) 人事及组织调整方面，北汽蓝谷的管理层主要经历了两次较大的变革：第一次为 2024 年 7 月 18 日，代康伟升任北汽蓝谷董事长，张国富升任经理；第二次为 2025 年 3 月 18 日，张国富升任董事长，刘观桥升任经理。变革主要有以下几点特征：

1) 领导层更贴近业务，且更为专业。以第二次变革为例，张国富毕业于北京理工大学项目管理专业，先后在北汽福田、北京海纳川汽车部件、北京汽车汽车研究院、北汽集团越野车、北京汽车蓝谷营销服务等公司任职，具备丰富的汽车行业管理经验。刘观桥则毕业于清华大学工商管理专业，自 2002 年起先后在东南汽车、上海大众、北京现代等公司从事销售管理相关工作，并曾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。

2) 干部更为年轻化。公司目前管理层绝大多数是 70 后和 80 后，整体具备较强活力。此外，根据公司 2025 年 5 月业绩说明会，大量优秀的 90 后也进入公司中层管理岗位，甚至很多 00 后也开始承担核心职能。综合看，年轻化的管理风格或为公司带来更多活力和创造力。

3) 狠抓降本。一方面，北汽股份财务总监宋军升任常务副总经理，主要负责降本增效；另一方面，从北汽零部件板块引入马磊担任公司副总经理，分管采购业务并狠抓降本。

**图表 5：2025 年 3 月 18 日，张国富升任北汽蓝谷董事长，刘观桥升任北汽蓝谷经理**

	刘宇	代康伟	张国富	刘观桥
担任北汽蓝谷副经理时间			2022.11.15-2024.7.18	2024.7.18-2025.3.18
担任北汽蓝谷经理时间	2020.7.24-2021.6.8	2021.6.8-2024.7.15	2024.7.18-2025.3.18	2025.3.18至今
担任北汽蓝谷董事长时间	2021.1.25-2024.7.15	2024.7.18-2025.3.18	2025.3.18至今	
性别	男	女	男	男
出生年份	1976年	1983年	1977年	1979年
学历背景	北京理工大学工商管理硕士	北京理工大学机械工程博士	毕业于北京理工大学项目管理专业，工程硕士，高级工程师	毕业于清华大学工商管理专业
出任前，在北京汽车集团相关的任职经历	2012年11月至2015年10月，历任北京汽车销售有限公司副总经理、总经理。2015年10月至2016年6月，任北京汽车采购中心主任。2016年6月至2020年6月，任北京汽车副总裁，其中2016年10月至2018年6月兼任北京汽车汽车研究院院长；2018年6月至2020年6月，兼任北京现代汽车有限公司常务副总经理	2008年4月至2021年5月，历任北汽福田研究院新能源技术中心软件开发工程师、新能源系统开发所开发管理部副部长；北京新能源汽车股份有限公司工程研究院系统集成与标定科科长、技术中心主任助理、策略开发部副部长、策略开发部部长、院长助理、副院长。2021年3月至2021年9月，兼任北汽新能源蓝谷动力系统分公司总经理	先后在北京福田汽车股份有限公司，北京海纳川汽车部件股份有限公司，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职务	曾担任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)副部长等职务；2023年11月至2024年7月，任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
出任前，其余主要任职经历				自2002年起先后担任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

资料来源：公司公告等，华源证券研究所

具体分品牌看，1) 为支持享界发展，公司单独成立了享界事业部，并由马磊出任总裁。2025年6月，根据汽势(道哥说车)，北汽新能源为享界组建了“享界事业部”，由北汽新能源党委委员、副总经理马磊出任总裁，党委委员孙贵洋任副总裁兼营销中心主任。2) 北汽蓝谷持续推进极狐营销运营，乔心昱加盟助力极狐营销破局。原路特斯市场负责人、长城魏牌前 CMO 及副总经理乔心昱正式出任北汽新能源用户运营中心(销售公司)副总经理，全面执掌极狐品牌营销。其履历涵盖哈弗、魏牌、路特斯等多品牌，擅长高端市场开拓与用户圈层运营，有助于极狐冲击高端市场。

(2) 行动规划方面，根据公司 2025 年 5 月业绩说明会，北汽蓝谷还制定了 2025~2027 的三年跃升计划，并有以下三个战略目标：1) 以量为基：构建规模化的市场基盘，极狐 2027 年挑战 50 万辆销量，享界目标为销售大幅上量，同时站稳豪华新能源车第一梯队；2) 以利为本：A 聚焦降本增效，实现盈利突破，保障研发投入，但要提高研发的效率；提升零部件自制的比例。B 构建全方位盈利生态：除了销售汽车赚取收入，技术输出、产品后市场等都可能盈利贡献。目前公司跟合作伙伴基于极狐 T5 平台开发 Robotaxi 产品，也都可能实现技术创收。后市场方面，随着销量的增长预计贡献也会加大。3) 以名立势：大幅提升品牌知名度和信任度，2027 年目标跻身新能源汽车头部阵营。

综合看，无论是北京奔驰等合资盈利下滑对北京汽车集团自主新能源转型需求的提升，还是行业新能源发展大趋势，北京汽车集团的转型都非常重要，而北汽蓝谷或将是北京汽车集团战略转型的重要抓手。张建勇充足的汽车行业工作经验，北汽蓝谷改革后年轻、专业、贴近业务的管理团队，叠加公司更为灵活的体系以及较此前更具竞争力的营销激励机制，或都将是促进北汽蓝谷新能源转型成功的底层支撑。

## 2. 享界新品周期较强，极狐或逐步迎来扭亏

具体落实到品牌上，转型过程中，北汽蓝谷升级了双品牌（从“极狐+BEIJING”到“极狐+享界”）战略及确立了“全面发力打造享界”的决心。接下来本文将依次对极狐及享界的变化进行分析。

### 2.1. 极狐：产品&营销渠道改革+降本下，销量&盈利均好转

极狐品牌主要定位 5~30 万元区间的主流新能源市场，2023 年及此前年销量较差（年销量普遍在 3 万辆或以下）的原因一方面为前期车型 S/T 定价相对较高且配置竞争力较弱，另一方面公司产品矩阵尚不完善（2023 年 9 月开始才陆续推出考拉、T5 等新车）。极狐较低的销量以及较低的产能利用率也是导致北汽蓝谷此前亏损的重要原因。

通过产品革新&矩阵完善+营销渠道改革，2024、2025 年极狐销量表现大幅提升（其中 2025Q1-3 销量 8.8 万辆，同比+88%），规模效应+降本下北汽蓝谷盈利能力亦有所回升。

（1）产品方面，公司产品思路有所转变，一方面推出具备较强性价比的产品（例如我们认为全新产品极狐 T1 和星愿等强势竞品相比也具备一定竞争优势），另一方面在产品定义上也有所改进（例如考拉定位智能亲子车，是亲子出行等场景驱动的车型）。此外，公司产品矩阵亦逐步完善（截至 2026 年 2 月，有 6 款主力车型在售）。

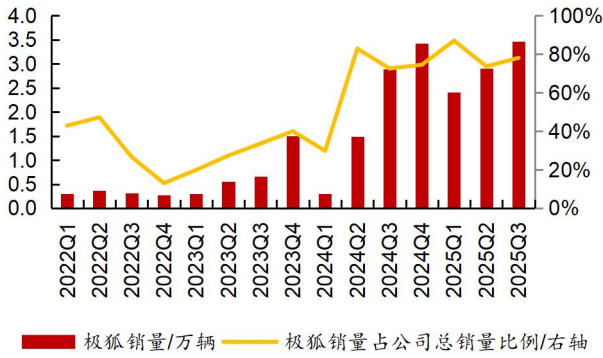
（2）营销&渠道方面，根据公司 2025 年 5 月业绩说明会，

1) 营销：主要有两大变化，第一为营销端全面拥抱新媒体，截至 2025 年 5 月，从主机厂到经销商已经开通了超过 1000 个账号，2025Q1 新媒体销量占比已经接近 30%，2025 年 4 月更是接近 40%。新媒体渠道获客成本低，并且有望成为新的营销增长点。第二则为营销端的快速反应能力提升，例如 2024 年极狐 T5 根据市场竞争等情况调整了终端政策，降价后销量表现提升。

2) 渠道：一方面，渠道数量有所增长，极狐的经销商伙伴从 2024 年年初的 89 个增长至 2025Q1 的 180 个，2025 年 5 月已有接近 200 个经销商伙伴，且门店数量达到 400 多个。公司目标 2025 年实现 1~3 线城市 100%覆盖，1~5 线城市覆盖率超过 85%。另一方面，渠道结构也有所优化，2024 年初，门店数量 244 个，Center 店只有 86 个；2024 年年末，门店数量提升至 320 个，Center 店达到 226 个；2025Q1 实现 356 个门店，Center 店达到 291 个，Center 店的占比由 2024 年初的 35%跃升到 2025Q1 的 82%。

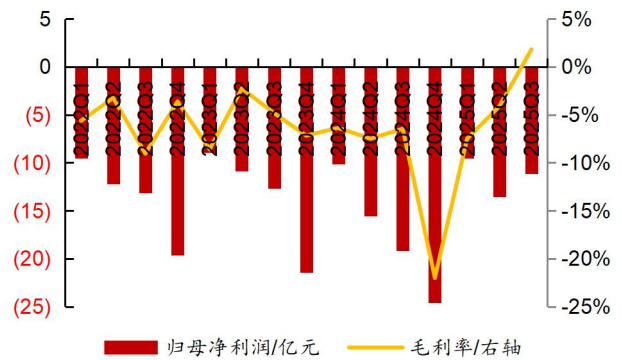
（3）降本：工作机制方面，降本是公司的三个“一把手工程”之一，公司成立了极致成本办公室，专项统筹降本工作。此外，公司对于单车销售费用、单台制造费用、管理费用，都制定了明确的降本目标和措施，并且以业务一把手为第一责任人来推进落实。伴随极狐销量提升，我们预计 2025 年公司或将在商务降本方面有较大进展，从而将促进盈利能力的提升。事实上，在销量增长及降本的共同作用下，2025Q3 公司毛利率已经实现转正。

图表 6：2025Q1-3 极狐销量同比提升



资料来源：Marklines，华源证券研究所

图表 7：2025Q3 北汽蓝谷毛利率转正



资料来源：Wind，华源证券研究所

## 2.2. 享界：“全面发力打造享界”的部署及管理层重视程度的提升或为享界放量的重要支撑

北汽与华为合作时间较早，Hi 模式合作后，双方合作升级为智选模式。北汽与华为的合作最早可追溯到 2017 年 9 月 27 日，当时北汽集团与华为就已经签署了《战略合作协议》，双方将在技术研发、产品创新、智能化转型等方面开展全面合作。2021 年 4 月，极狐阿尔法 S HI 版亮相上海车展，该车由极狐与华为联合开发，并成为首个量产搭载华为全栈智能汽车解决方案的车型。但由于供应链瓶颈及新技术还需要时间完善，该车型最终于 2022 年 5 月才正式上市，7 月正式交付首批车主，并于 12 月在上海率先推送城区 NCA。由于价格较高（Hi 版本较普通版本贵约 5~20 万元）、交付延迟等原因，阿尔法 S HI 版整体销量表现较差（2022/2023/2024 年 Hi 上险量分别为 485/902/233 辆，阿尔法 S 全系上险量则分别为 7/9/8 千辆）。2023 年 4 月，余承东指出双方合作模式由 HI 升级为智选，同年 8 月，公司正式公告北汽新能源将与华为终端有限公司开展智选合作，成为第三个华为智选合作车企。

图表 8：北汽集团与华为合作时间较早，Hi 模式合作后，双方合作升级为智选模式

时间	协议/公告	合作内容
2017.9	《战略合作协议》	北汽新能源与华为将基于彼此在汽车、ICT 领域的既有优势，充分利用各自现有的云计算、大数据、物联网技术平台和数据分析优势，展开积极的合作，合作范围包括云计算、车联网、能源互联网等领域。
2018.11	《深化战略合作框架协议》	双方将在 2017 年签署的战略合作协议基础上，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。
2019.1	《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
2021.9	《全面业务深化合作协议》	1、完善合作管理机制；2、加强产品研发合作；3、落实联合品牌营销
2023.8	《关于北京高端智能生态工厂建设项目变更暨关联交易的公告》	为进一步深化合作，北汽新能源在与华为技术有限公司现有战略合作基础上，将与华为终端有限公司开展智选合作，首款车型定位为高端智能纯电动轿车。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，打造北汽新能源新一代高端纯电动智能网联汽车平台，升级后的 BE22 平台产品将由北京高端智能生态工厂负责生产。

资料来源：公司公告、公司官网等，华源证券研究所

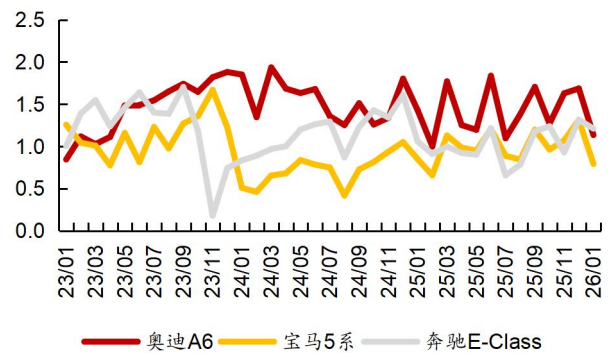
智选合作品牌享界的首款车型享界 S9 EV 上市表现略低于市场预期，S9 增程版及 S9T 上市后 S9 系列产品销量回升。智选合作品牌享界的首款车型为享界 S9，定位 30~45 万元中大型新能源轿车。根据交强险数据，2024 年 TP 价格 30~50 万元的轿车市场上险量约 60 万辆，并且其中超 50% 份额被奥迪 A6L、奔驰 E 级、宝马 5 系占据（月均上险量合计 3 万辆左右，但成交价格呈下滑趋势），仍有较大国产替代空间。2024 年 8 月享界 S9 EV 上市后整体销量表现较平淡（2024 年月均销量 1 千辆+），我们认为主要系 1）价格相对较高（指导价 39.98~44.98 万元）；2）消费者对享界品牌认知度较弱；3）消费者或对 EV 仍有续航焦虑等。2025 年 4 月，公司推出享界 S9 增程版本，售价大幅降低至 30.98~36.98 万元，并且增程或较好地缓解了续航焦虑，S9 增程版上市后月销峰值达到 3 千+辆。2025 年 9 月，公司推出享界 S9T 旅行车，其中增程 Max 版起售价格与 S9 增程 Max 版相同，但具备更大车内空间，2025 年 12 月批发销量亦突破 7.5 千辆。旅行车市场虽然规模较小，但参考蔚来 ET5T 及极氪 007 GT 等旅行车上市后凭借空间及个性化特征销量表现较好，我们预计 S9T 有望带动 S9 系列销量的提升。2025 年 11 月 20 日，新款享界 S9 上市，除外观、座舱等升级外，EV 版本售价更是降低至 32.98 万元起（此前为 39.98 万元起），2025 年 12 月享界 S9 销量回升至 2 千辆+。

图表 9：中高端轿车市场规模一年约 60 万辆

2024 年车款 TP 价格 30-50 万元的轿车上险量				
序号	厂商	车型	燃料种类	上险量/万辆 市占率
1	一汽-大众	A6L	汽油	17.9 29%
2	北京奔驰	E 级	汽油	12.9 21%
3	华晨宝马	5 系	汽油	8.9 14%
4	雷克萨斯(进口)	ES HEV	非插电式混合动力	3.2 5%
5	上汽大众	A7L	汽油	3.1 5%
6	沃尔沃亚太	S90	汽油	2.8 5%
7	宝马(进口)	4 系	汽油	1.7 3%
8	奥迪(进口)	A5	汽油	1.2 2%
9	阿维塔	阿维塔 12	纯电动	1.1 2%
10	腾势汽车	腾势 Z9GT PHEV	插电式混合动力	0.8 1%
11	华晨宝马	i5	纯电动	0.8 1%
12	北汽新能源	享界 S9	纯电动	0.7 1%
13	蔚来汽车	蔚来 ET7	纯电动	0.7 1%
14	其他			6.4 10%
合计				62.2 100%

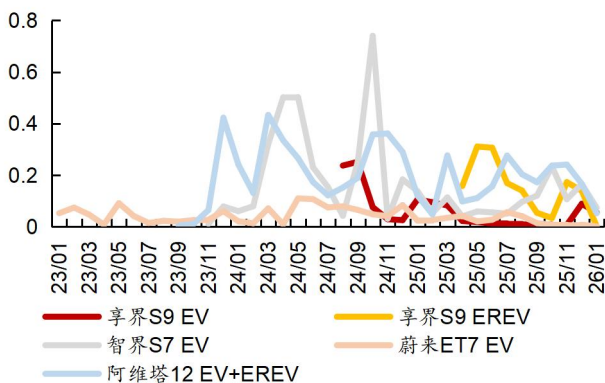
资料来源：交强险，华源证券研究所

图表 10：56E 月度批发销量合计 3 万辆左右(单位:万辆)



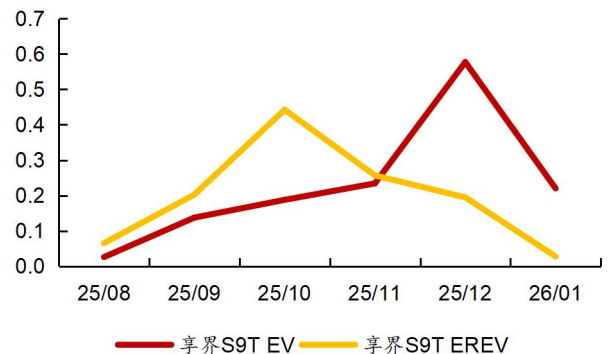
资料来源：Marklines，华源证券研究所

图表 11：享界 S9 增程上市后月销有所回升(单位:万辆)



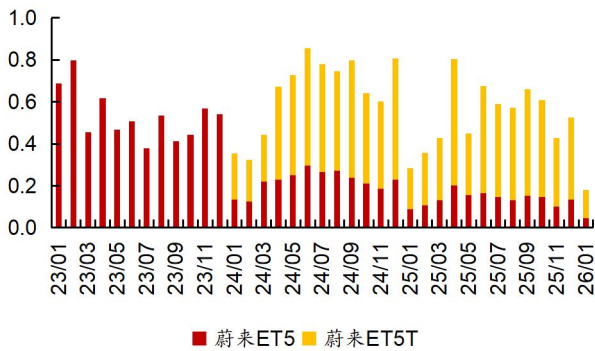
资料来源：Marklines，华源证券研究所

图表 12：S9T 2025 年 12 月批发销量突破 7.5 千辆(单位:万辆)



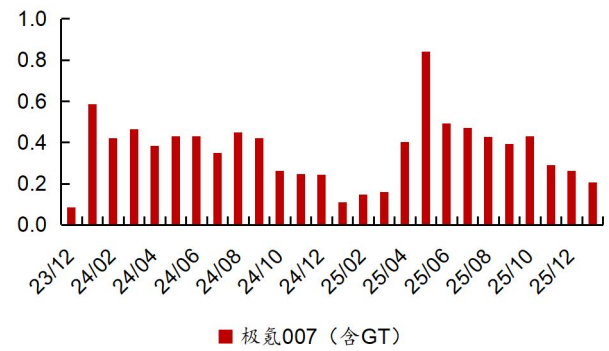
资料来源：Marklines，华源证券研究所

图表 13: 蔚来 ET5T 上市后销量表现较好 (单位: 万辆)



资料来源: Marklines, 华源证券研究所

图表 14: 极氪 007GT 2025 年 4 月上市后带动极氪 007 系列销量回升 (单位: 万辆)



资料来源: Marklines, 华源证券研究所

回归到智选车合作, 我们认为后续更重要的或在于公司与华为会联合推出何种车型, 而这与公司管理层的重视程度、管理层的能力、公司与华为的关系以及公司智选车本身的销量水平都息息相关。

(1) 从管理层的重视程度看, 张建勇曾明确表示, 享界是北汽集团三年跃升行动的核心。为了更好地“全面发力打造享界”, 公司在组织架构、资源投入、研发、渠道、品牌建设等方面均做了较多部署:

1) **组织架构升级, 战略优先级提升。**2025 年 6 月, 成立享界事业部 (把享界品牌提高到最高优先级)。对于享界品牌打造, 北汽集团和北汽蓝谷主要领导亲力亲为 (比如集团董事长张建勇多次和余承东一起出席新品发布、试驾试乘、亲自带货享界 S9)。

2) **资源倾斜, 建立专属制造与供应链体系&专属双质检体系, 保障品质与交付。**公司引入麦格纳、奔驰制造标准, 享界超级工厂已储备充足产能, 确保订单高效交付 (沈腾等明星推荐助力热度持续)。

3) **研发聚焦, 技术协同发力。**享界品牌研发资金为第一优先级, 每月超 1200 名工程师与华为驻场团队深度协作, 支撑产品快速迭代。

4) **加密渠道网络, 专网与集团资源联动。**2025 年年内计划建成数十家享界专网用户中心, 重点覆盖 1-3 线城市; 同步调动北汽集团渠道资源, 积极加盟鸿蒙智行, 助力享界渠道的拓展。

5) **品牌共创, 强化市场声量。**联合华为打造“享界品牌之夜”等 IP 活动, 近百人金牌销售团队专项赋能, 多维提升品牌认知。

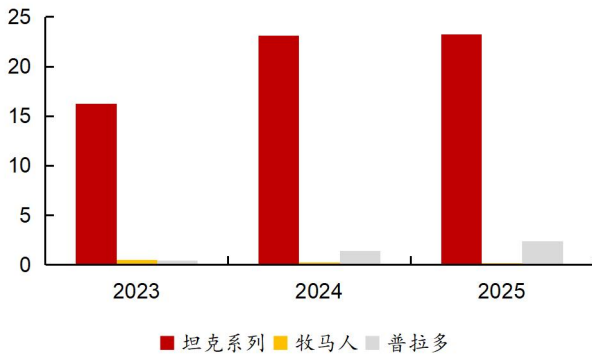
此外, 华为也将同样强化资源倾斜: 研发端深度参与产品定义与技术落地; 营销端调整核心团队, 组建专属营销团队; 渠道端在现有鸿蒙智行网络基础上, 加速推进享界专网建设。

(2) 从公司与华为的关系上看：一方面正如前文所述，北汽集团与华为合作的历史相对较久；另一方面目前公司管理层对华为合作的重视程度较高，例如北汽集团董事长张建勇非常看好华为的产品能力，并且也多次参与享界车型发布会。

(3) 考虑到张建勇在北汽及汽车行业多年的工作经验，以及享界 S9 改款及推新后销量的不断回升，我们预计享界后续有望推出更多有竞争力的车型从而推动销量的提升。

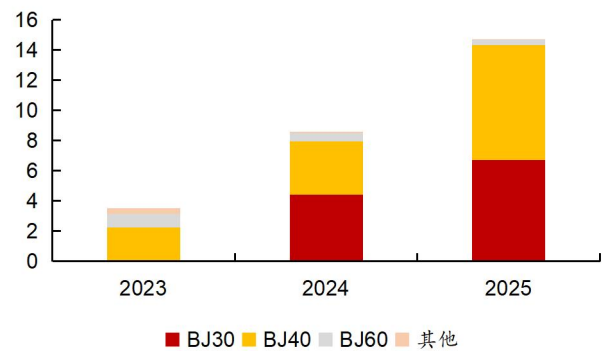
根据 36 氪汽车公众号，2026 年享界或将推出一款硬派 SUV，BJ 系列硬派越野车开发 & 销售经验或有望赋能享界。整体看硬派越野车市场相对小众，但竞争也相对不激烈，目前硬派越野车市场主要包括牧马人、普拉多、长城汽车坦克等车型。北汽集团具备硬派车基因，2025 年北汽集团 BJ 系列车型销量已超 14 万辆，或有望在技术等层面赋能享界硬派车研发。

图表 15：硬派越野车市场相对小众（单位：万辆）



资料来源：Marklines，华源证券研究所

图表 16：2025 年北汽越野 BJ 系列销量有所提升（单位：万辆）



资料来源：Marklines，华源证券研究所

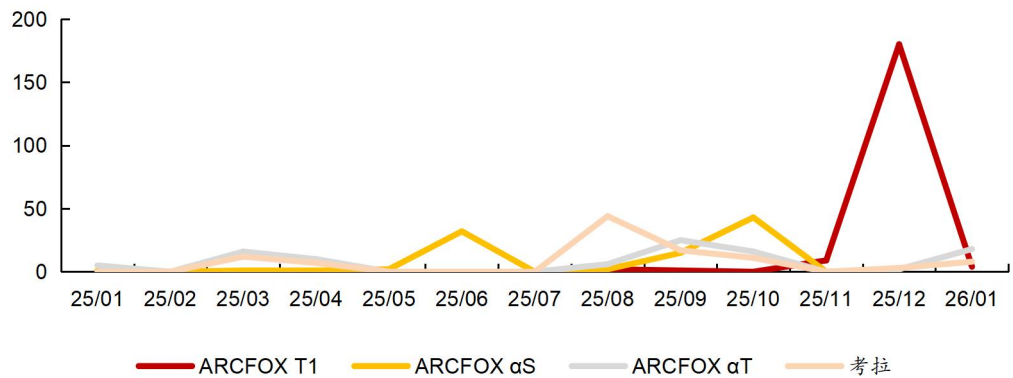
### 3. 出口及 Robotaxi 或为后续增长曲线

展望后续，公司还将在出口及 Robotaxi 上持续布局，或为公司创造新的增长曲线。

#### 3.1. 出口：加大海外市场拓展力度，力争极狐后续实现 10 万量级销量贡献

加大海外市场拓展力度，力争极狐下一步实现 10 万量级销量贡献。1) 极狐：目前公司出海品牌主要是极狐品牌，极狐品牌出海主要在欧洲、中东、拉美、中亚、亚太、非洲六大核心市场，深度布局 40+ 国家和地区。公司将全面推进极狐产品的国际化认证，未来新车型也将同步开发国际款（含右舵），此外，公司将加速海外经销商布局，并构建全面售后服务体系，力争下一步实现 10 万量级销量贡献；2) 享界：公司还将与华为共同推进享界品牌的出海销售。

图表 17: 北汽蓝谷 2025 年出口销量量级较小 (单位: 辆)



资料来源: Marklines, 华源证券研究所

### 3.2. Robotaxi: 与小马、百度推进合作, 后续合作对象及模式具备发展空间

公司与百度、小马智行等推进 Robotaxi 合作, 后续合作对象及模式或具备较大发展空间。

1) **百度**: 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, 双方会合力保障这些车辆的自动驾驶测试及运营。2) **小马智行**: 2024 年 11 月 2 日, 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, 双方基于极狐阿尔法 T5 车型平台和小马智行第七代自动驾驶软硬件系统技术, 合作研发全无人 Robotaxi 车型, 包括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的合作创新。根据北汽新能源公众号和公司公告, 2025 年 7 月, 北汽极狐阿尔法 T5 Robotaxi 实现量产并启动北京、深圳的公开道路测试, 8 月第 100 台车辆完成交付, 10 月交付数量已突破 300 台, 截至 2026 年 1 月, 已完成 600 辆极狐阿尔法 T5 Robotaxi 的量产下线。后续北汽新能源与小马智行将共同推动极狐阿尔法 T5 Robotaxi “中国方案” 走向全球, 重点布局中东、欧洲等市场。

## 4. 盈利预测与评级

我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 284.1/578.9/826.7 亿元。考虑到公司极狐及享界品牌逐步放量, 我们预计公司 2025-2027 年总体毛利率分别为 1.5%/9.2%/13.0%。

**图表 18：公司分业务营业收入预测（单位：亿元）**

	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	145.1	284.1	578.9	826.7
YoY	1.3%	95.8%	103.8%	42.8%
总毛利率	-11.6%	1.5%	9.2%	13.0%
其中：整车业务				
整车业务收入	128.5	266.4	560.3	807.2
YoY	26.9%	107.4%	110.3%	44.1%
整车业务毛利率	-14.9%	0.7%	9.0%	13.0%

资料来源：Wind，华源证券研究所

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为-44.0/-17.8/12.9 亿元。北汽集团自上而下的变革或为推动本轮北汽蓝谷转型成功的底层逻辑，且享界新品周期较强&极狐或逐步迎来扭亏，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

（1）行业景气度不及预期风险：2026 年新能源购置税补贴退坡及以旧换新补贴退坡下，汽车行业销量亦可能不及预期。

（2）竞争格局恶化风险：极狐所处的经济型细分市场竞争较激烈，若竞争格局恶化其销量或受到一定负面影响；尽管目前享界车型的新能源直接竞品较少，但后续若其他主机厂推出类似车型，享界销量或也可能受到一定影响。

（3）新车销量不及预期风险：考虑到市场竞争、行业景气度等因素，后续享界以及极狐的新车仍可能存在销量不及预期的风险。

（4）盈利能力改善不及预期风险：公司此前净亏损幅度较大，若汽车销量或降本效果不及预期，盈利能力改善幅度或相对有限。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,852	8,404	10,322	13,260
应收票据及账款	9,610	9,807	10,308	10,645
预付账款	327	389	476	566
其他应收款	233	233	243	249
存货	1,690	1,839	2,089	2,364
其他流动资产	710	710	710	710
<b>流动资产总计</b>	<b>24,423</b>	<b>21,383</b>	<b>24,148</b>	<b>27,794</b>
长期股权投资	304	255	207	158
固定资产	8,090	8,385	8,778	9,252
在建工程	134	120	107	94
无形资产	6,584	5,963	5,271	4,479
长期待摊费用	27	42	59	68
其他非流动资产	1,859	1,758	1,657	1,555
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,998</b>	<b>16,524</b>	<b>16,078</b>	<b>15,606</b>
<b>资产总计</b>	<b>41,421</b>	<b>37,906</b>	<b>40,226</b>	<b>43,400</b>
短期借款	2,288	3,788	0	0
应付票据及账款	15,677	15,478	15,989	16,250
其他流动负债	5,736	7,010	8,212	9,339
<b>流动负债合计</b>	<b>23,702</b>	<b>26,276</b>	<b>24,201</b>	<b>25,589</b>
长期借款	6,199	6,199	6,199	6,199
其他非流动负债	1,300	1,300	1,300	1,300
<b>非流动负债合计</b>	<b>7,499</b>	<b>7,499</b>	<b>7,499</b>	<b>7,499</b>
<b>负债合计</b>	<b>31,201</b>	<b>33,775</b>	<b>31,700</b>	<b>33,089</b>
股本	5,574	5,574	6,367	6,367
资本公积	29,676	29,676	35,748	35,748
留存收益	-29,739	-34,138	-35,922	-34,632
归属母公司权益	5,510	1,112	6,192	7,482
少数股东权益	4,710	3,019	2,333	2,829
<b>股东权益合计</b>	<b>10,220</b>	<b>4,131</b>	<b>8,525</b>	<b>10,311</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>41,421</b>	<b>37,906</b>	<b>40,226</b>	<b>43,400</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	-6,873	-6,208	-2,590	1,679
折旧与摊销	2,588	3,251	3,632	4,057
财务费用	384	397	350	259
投资损失	41	26	26	26
营运资金变动	1,870	666	866	680
其他经营现金流	418	112	112	112
<b>经营性现金净流量</b>	<b>-1,572</b>	<b>-1,755</b>	<b>2,397</b>	<b>6,813</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-2,451</b>	<b>-2,796</b>	<b>-2,341</b>	<b>-3,615</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>7,429</b>	<b>1,103</b>	<b>1,862</b>	<b>-259</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>3,406</b>	<b>-3,448</b>	<b>1,918</b>	<b>2,938</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>14,512</b>	<b>28,408</b>	<b>57,886</b>	<b>82,667</b>
<b>营业成本</b>	<b>16,201</b>	<b>27,968</b>	<b>52,576</b>	<b>71,894</b>
税金及附加	65	316	644	920
销售费用	1,821	2,415	2,894	3,307
管理费用	943	852	1,158	1,323
研发费用	1,760	2,131	2,315	2,563
财务费用	384	397	350	259
资产减值损失	-404	-555	-555	-555
信用减值损失	17	18	18	18
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-41	-26	-26	-26
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	96	7	7	7
其他收益	216	132	132	132
<b>营业利润</b>	<b>-6,779</b>	<b>-6,094</b>	<b>-2,476</b>	<b>1,978</b>
营业外收入	2	6	6	6
营业外支出	22	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-6,799</b>	<b>-6,088</b>	<b>-2,470</b>	<b>1,984</b>
所得税	74	0	0	198
<b>净利润</b>	<b>-6,873</b>	<b>-6,089</b>	<b>-2,471</b>	<b>1,786</b>
少数股东损益	75	-1,691	-686	496
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>-6,948</b>	<b>-4,398</b>	<b>-1,785</b>	<b>1,290</b>
EPS(元)	-1.09	-0.69	-0.28	0.20

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	1.35%	95.76%	103.76%	42.81%
营业利润增长率	-26.73%	10.10%	59.37%	179.89%
归母净利润增长率	-28.67%	36.70%	59.42%	172.28%
经营现金流增长率	-238.05%	-11.67%	236.60%	184.19%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	-11.64%	1.55%	9.17%	13.03%
净利率	-47.36%	-21.43%	-4.27%	2.16%
ROE	-126.09%	-395.45%	-28.82%	17.24%
ROA	-16.77%	-11.60%	-4.44%	2.97%
<b>估值倍数</b>				
P/E	-7.32	-11.57	-28.51	39.44
P/S	3.51	1.79	0.88	0.62
P/B	9.23	45.74	8.22	6.80
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	-12	-24	36	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。