

享界向上&极狐破局，三年跃升开启新成长

——北汽蓝谷深度报告

2026年04月10日

核心观点

- 双品牌战略深化，三年跃升计划首年成效显著，经营基本面显著改善：**公司是国内首个拿到新能源汽车生产资质的企业，是国内新能源行业的先行者，自2017年以来与华为持续加深合作，2023年确立了“HI”+“智选”的双模式合作，形成“极狐”+“享界”双品牌覆盖6-40万元价格带产品，产品竞争力受益于华为尖端的智能化技术不断提升。2026年1月14日-2月28日，公司及控股股东北汽集团合计22名董事、高级管理人员及骨干团队增持公司股份186.36万股，增持金额1532.78万元，打破传统国企高管薪酬结构，创新尝试“风险共担、利益共享”的创业型治理模式，高管以自有现金押注公司在智能化、高端化等方面的技术储备变现带来的盈利能力拐点，彰显公司管理层对公司发展的信心。2024年公司制定2025-2027年三年跃升计划，目标至2027年进入中国新能源汽车品牌前列，2025年受益于产品矩阵丰富、定价及营销策略调整等，销量显著增长，2025年全年销量同比增长84.1%至20.96万辆，带动公司经营基本面显著改善，2025年Q3单季度毛利率转正至1.80%，前三季度经营现金流净额转正至7.54亿元，三年跃升首年成果卓著，2026年公司新车强周期延续，有望继续驱动公司成长。
- 享界：产品竞争力行业领先助力品牌站稳高端市场，“All In”享界战略有望继续引领品牌向上：**2025年4月以来享界S9增程版、S9T纯电/增程版的相继上市丰富产品矩阵，带动品牌销量快速增长，2025年12月销量首破1万辆。相较同价位燃油车型，享界S9/S9T在30-40万元价格带具备明显的智能化与舒适度优势，产品力行业领先，受到市场高度认可，享界S9T在2025年10月-2026年1月连续4个月位列30-40万元价格带新能源轿车市场销量榜首，助力享界品牌在高端市场成功树立品牌形象。享界S9/S9T卡位鸿蒙智行体系内30-40万元价格带轿车，与其他品牌形成明显区隔，当前鸿蒙体系内仍有高端MPV、城市越野SUV等细分市场缺乏产品供给，通过在上述细分市场推出新品丰富产品矩阵，公司不仅有望将品牌向40万元以上价格带延伸，也能为品牌销量增长带来新动能。当前我国30-40万元价格带新能源渗透率较高，享界品牌已树立品牌形象，龙头地位有望稳固，40-50万元价格带新能源渗透率提升空间广阔，公司新品销量增长潜力十足。
- 极狐：通过价格、产品、营销等策略调整实现破局，销量节节攀升，新品强周期有望延续推动销量继续增长：**2022-2023年极狐由于产品矩阵不完善、定价过高、市场对高端纯电产品接受度较低等原因销量表现低迷，2024年以来，公司补充产品矩阵，通过改款换代降低产品售价、缩小产品高低配价差，线下门店扩张与线上营销渠道打造并举，实现销量节节攀升，2025年月均销量提升至1.3万辆。当前经济型（8-15万元）&中高端（25-30万元）新能源市场具备容量大、消费者对新能源接受度快速提升的特点，新能源渗透率有望继续增长，2026年公司预计将有极狐S3（紧凑型轿车）、问道V9（中高端MPV）等新品上市，有望受益于细分市场新能源渗透率提升带来的市场扩容，为极狐品牌销量增长带来新动能。另外，公司稳步推进极狐品牌在欧洲、东南亚、拉美、中东等主力市场的布局，智能化方面获得首批L3准入许可，与小马智行合作的Robotaxi产品进入量产，出海与智能化布局的稳步推进也有望为公司带来销量增长的额外助力。
- 投资建议：**预计2025年~2027年公司将分别实现营收295.10亿元、670.75亿元、838.02亿元，归母净利润为-45.54亿元、-19.09亿元、22.58亿元，EPS为-0.72元、-0.30元、0.35元，PE为-10.01倍、-23.88倍、20.19倍。

北汽蓝谷（股票代码：600733）

推荐 首次评级

分析师

石金漫

✉: shijinman_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522030002

秦智坤

✉: qinzhikun_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130525070003

市场数据

2026年04月09日

股票代码	600733
A股收盘价(元)	7.16
上证指数	3,966.17
总股本(万股)	636,715
实际流通A股(万股)	489,171
流通A股市值(亿元)	350

相对沪深300表现图

2026年04月09日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

综合考虑绝对估值与相对估值，公司合理每股价值区间为 8.10 元-12.46 元，对应市值区间为 515.62 亿元-793.04 亿元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**汽车销量增长不及预期的风险；新车上市进展不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；智能化技术研发不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,512	29,510	67,075	83,802
收入增长率%	1.35	103.35	127.30	24.94
归母净利润(百万元)	-6,948	-4,554	-1,909	2,258
利润增长率%	-28.67	34.46	58.07	218.28
摊薄 EPS(元)	-1.09	-0.72	-0.30	0.35
PE	-6.56	-10.01	-23.88	20.19
PB	8.27	47.65	9.14	6.29
PS	3.14	1.54	0.68	0.54

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

Catalog

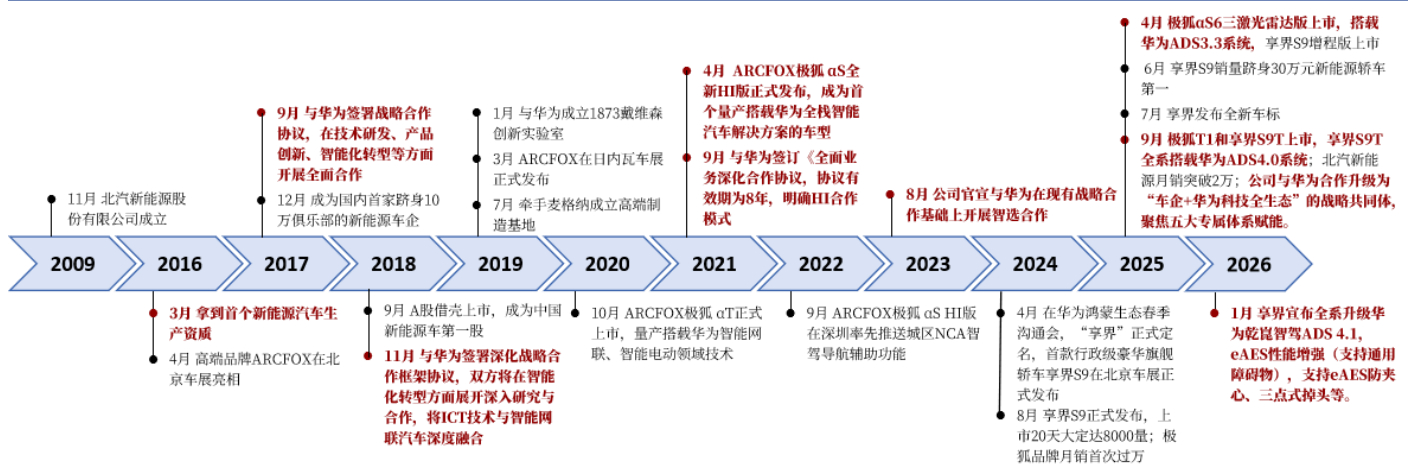
- 一、 深化双品牌战略，三年跃升计划首年成效卓著 4
 - (一) 新能源布局具有先发优势，高管增持创新治理模式4
 - (二) 双品牌战略覆盖 6-70 万元价格带，与华为“HI+智选”双模式深度合作7
 - (三) 2025-2027 三年跃升计划首年成果卓著，实现经营性现金流与单季度毛利率转正9
- 二、 享界：站稳高端市场，“All In”享界引领品牌向上 13
 - (一) 产品竞争力行业领先，S9T 已连续多月拿下细分市场销量冠军 13
 - (二) 享界品牌定位高端市场，有望通过 MPV、城市越野 SUV 等新品丰富产品矩阵 15
 - (三) 高端市场新能源渗透率提升空间十足，公司“All In”享界战略有望引领品牌销量持续提升 16
- 三、 极狐：经营策略调整实现破局，新品强周期有望延续 17
 - (一) 及时调整定价、营销等策略，多举并措推动销量节节攀升 17
 - (二) 经济型&中高端新能源市场容量大，新品上市有望贡献极狐销量增长新动能 20
 - (三) 全球布局稳步推进，海外销量增长空间广阔 21
 - (四) 获得首批 L3 准入许可&Robotaxi 量产，智能化布局持续推进 22
- 四、 盈利预测与估值 22
- 五、 风险提示 27

一、深化双品牌战略，三年跃升计划首年成效显著

(一) 新能源布局具有先发优势，高管增持创新治理模式

公司是国内首个拿到新能源汽车生产资质的车企，与华为合作持续深化。公司是国内首个拿到新能源汽车生产资质的车企，新能源布局时间早，2017年公司成为国内首家纯电车销量破10万辆的车企，并在2017-2020年连续三年位列国内纯电车销量榜首。公司与华为合作时间较早，2017年签署战略合作协议，2018年深化战略合作框架协议，2021年正式与华为明确HI合作模式，成为首家与华为进行HI模式合作的车企，极狐αS HI版成为首个量产搭载华为全栈智能汽车解决方案的车型，2023年公司在HI模式基础上与华为升级为智选合作，并于2024年发布鸿蒙智行第三个品牌“享界”，2025年公司与华为合作升级为“车企+华为科技全生态”的战略共同体，公司计划三年投入200亿专项资金聚焦寰宇美学设计、智能辅助驾驶、鸿蒙智能座舱、全场景品质安全四大核心领域研发。长期且不断深化的合作关系助力公司产品率先应用华为尖端技术，如2024年4月上市的极狐αS6三激光雷达版搭载华为ADS3.3系统，9月上市的享界S9T搭载华为ADS4.0系统，2026年1月享界全系升级华为乾崮智驾ADS4.1系统，持续提升产品技术竞争力。

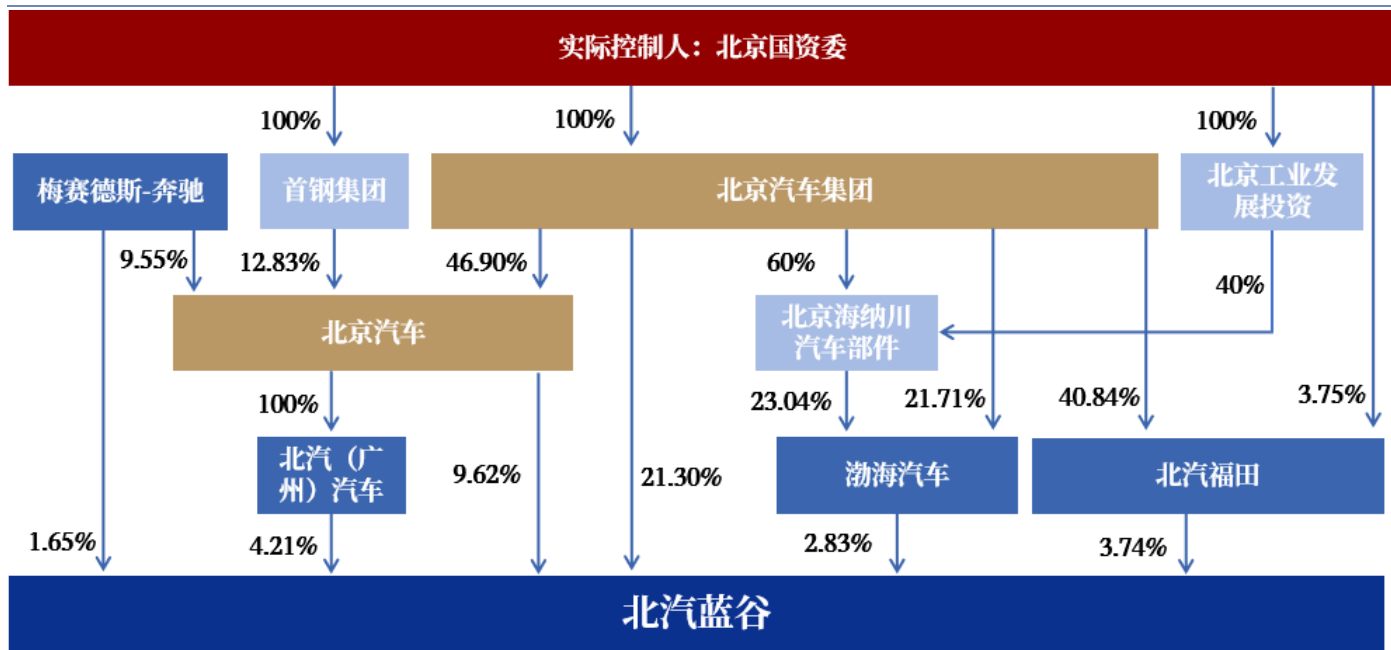
图1：公司是国内首个拿到新能源汽车生产资质的车企，与华为合作持续深化



资料来源：公司官网，中国日报，懂车帝，中国证券报，中国银河证券研究院

公司实际控制人为北京市国资委，股权集中且稳定。公司直接股东北汽集团、北京汽车、渤海汽车、北汽福田、北汽（广州）汽车的直接控制人均均为北京市国资委，截止2026年3月31日，合计持有公司股份41.7%，股权集中且较为稳定，2023年、2026年公司两次定增后，北京市国资委仍保持对公司的控制权。

图2：公司实际控制人为北京市国资委，股权集中且稳定



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

公司管理层年富力强，调整后进一步激发公司成长新活力。公司核心管理层年龄大多在 50 岁以下，并在公司拥有多年的一线工作经验，2025 年 3 月公司公告管理层调整，张国富接替代康伟担任公司董事长，刘观桥升任公司经理、董事，乔元华接替赵冀担任公司董事会秘书，公司管理层调整后公司进一步焕发成长活力，2025 年以来上市享界 S9 增程版、享界 S9T、极狐 αS6、极狐 T1 等多款新车，销量表现亮眼；与华为合作进一步加深，依托华为领先的智能化技术提升产品竞争力；完成 60 亿元定增，支撑公司新车开发与智能化研发。2026 年 3 月公司公告管理层再调整，刘观桥升任公司董事长，有望为公司成长进一步激发新活力。

表1: 公司管理层年富力强, 调整后进一步激发公司成长新活力

姓名	职务	年龄	简介
张国富	董事长、董事 (2026年3月离任)	47	毕业于北京理工大学项目管理专业, 工程硕士, 高级工程师。先后在北汽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。2022年11月至2024年7月, 任公司副经理, 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月至今, 任公司经理, 2024年8月至2025年3月, 任公司董事。2025年3月起, 任公司董事长。
刘观桥	董事长(自2026年3月起任职)、董事	45	毕业于清华大学工商管理专业。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。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, 任公司副经理, 2025年3月起, 任公司经理, 2025年4月起, 任公司董事。
顾鑫	董事	48	毕业于西安交通大学工商管理硕士专业, 研究生学历、硕士学位。2015年4月至2017年8月, 历任北京汽车集团有限公司资本运营部副部长、证券与金融管理部副部长。2017年8月至2018年12月, 任北京汽车股份有限公司董事会秘书。2019年1月至2020年12月, 任北京北汽鹏龙汽车服务贸易股份有限公司董事会秘书。2021年1月至今, 任北京汽车集团有限公司资本运营部部长。2021年4月起至今任北汽福田汽车股份有限公司董事。2021年5月至今, 任北汽蓝谷新能源科技股份有限公司董事、渤海汽车系统股份有限公司董事。2024年7月起兼任北京汽车集团产业投资有限公司党委书记、执行董事。2024年10月起兼任北京汽车集团有限公司董事会秘书。
宋军	董事	48	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, 任北京北辰实业集团公司经营管理部主管。2012年至2021年3月, 先后任北京汽车集团有限公司财务部主管、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月至今任公司副经理、财务总监、职工董事。
高建军	副经理	53	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。2012年至2021年3月, 先后任北京汽车集团有限公司财务部主管、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月至今任公司副经理、财务总监、职工董事。
马磊	副经理	45	毕业于西安工业大学, 法学硕士。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, 公司副经理。
魏志刚	副经理	56	毕业于清华大学, 汽车工程专业。2011年至2015年, 历任北京奔驰汽车有限公司制造工程部高级经理、NGCC项目总经理。2015年7月至今, 任北京新能源汽车股份有限公司副总经理。2022年3月至2022年11月, 兼任北汽蓝谷麦格纳汽车有限公司总经理。2021年11月至今, 任公司副经理。
庞新福	副经理	43	毕业于昆明理工大学机械制造及其自动化专业, 工学硕士。2016年2月至2022年11月, 历任北京新能源汽车股份有限公司试制试验部六级工程师、工程研究院试制试验部副部长、工程研究院试制部部长、工程研究院试制部部长兼ARCFOX事业部N61项目副总PM、质量副总监; 2022年11月至2024年1月, 任北京新能源汽车股份有限公司总经理助理。2024年2月至今, 任北京新能源汽车股份有限公司副总经理, 公司副经理。
孙佳	副经理	41	毕业于吉林大学汽车工程学院车辆工程专业, 工学学士。2020年9月至2023年10月, 历任北京新能源汽车股份有限公司工程研究院车型部对标分析专业副总师、商品创造中心C46DB项目总监; 2023年10月至2024年1月, 任北京新能源汽车股份有限公司商品创造中心主任兼C46DB项目总监。2024年2月至今, 任北京新能源汽车股份有限公司副总经理, 公司副经理。
乔元华	董事会秘书	41	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有限责任公司、HSBC Markets (Asia) Limited、中国国际金融有限公司, 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, 中国银河证券研究院

公司与控股股东高管共同增持，创新治理模式押注技术储备变现。2026年1月公司公告公司及公司控股股东北汽集团的部分董事、高级管理人员及骨干团队（合计22人）计划通过集中竞价方式在6个月内（自1月14日起）增持公司股票，2月28日增持计划结束，合计增持公司股份186.36万股，增持金额1532.78万元，增持均价为8.23元/股，高于公司定增价格7.56元/股。此次增持计划覆盖公司及公司控股股东的核心管理团队与业务骨干，打破传统国企高管薪酬结构，创新尝试“风险共担、利益共享”的创业型治理模式，强化了公司管理层自身利益与公司发展的联系紧密度，高管以自有现金押注公司在智能化、高端化等方面的技术储备变现带来的盈利能力拐点，彰显公司管理层对公司发展的信心，有望提高公司管理层执行力，助力公司蓬勃发展。

表2：公司与控股股东高管共同增持，创新治理模式押注技术储备变现

公司	姓名	职务
北汽集团	张建勇	党委书记、董事长
	胡汉军	党委副书记、董事
	史志山	副总经理
	谢伟	党委常委、副总经理
	常瑞	党委常委、董事、副总经理
	陈巍	副总经理
	刘宇	副总经理
	王建平	职工董事、工会主席
	李建	纪委常务副书记
	黄文炳	总质量师
	陈青波	总部事务部副部长
北汽蓝谷	张国富	北汽集团党委常委、副总经理；北汽蓝谷党委书记、董事长（任职截止2026年3月）
	刘观桥	董事长、董事会战略委员会委员、董事会提名委员会委员、董事会战略委员会主任委员（自2026年3月起任职）
	宋军	董事
	张子平	党委常委、纪委书记
	高建军	党委常委、副经理
	马磊	党委常委、副经理、享界事业部总裁
	庞新福	副经理、享界事业部副总裁
	孙佳	副经理
	乔元华	董事会秘书
	孙贵洋	总经理助理、享界事业部副总裁
	刘昌健	总经理助理

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）双品牌战略覆盖6-70万元价格带，与华为“HI+智选”双模式深度合作

“极狐+享界”双品牌战略覆盖6-70万元价格带，产品矩阵仍有较大的丰富空间。公司当前通过“极狐+享界”的双品牌战略覆盖6-40万元价格带，其中极狐品牌主要覆盖30万元以下价格带，当前产品涵盖小型车、MPV、紧凑型轿车/SUV、中大型轿车/SUV，以纯电车型为主，享界品牌主要覆盖30万元以上的高端市场，当前有享界S9、享界S9T两款中大型轿车产品，采用双能战略，推出纯电与增程版本。从产品矩阵来看，当前公司在30万元以下的混动市场、30万元以上的SUV、

表3: 公司与华为采用 HI 与智选两种合作模式, 兼顾自有品牌影响力建设与产品技术实力提升

维度	HI 模式	HI Plus 模式	智选车模式
合作深度	技术采购 (华为提供智驾/座舱模块)	全链条共生 (研发、营销、生态深度协同)	华为主导 (产品定义/渠道销售/用户运营)
品牌主导权	车企完全主导 (如阿维塔 11、极狐阿尔法 S)	车企主导品牌, 华为深度参与 (如阿维塔 07、东风猛士)	华为主导 (如问界、智界、享界、尊界)
技术整合度	松散耦合 (华为模块独立运行)	深度融合 (智驾/座舱/三电跨域协同)	深度定制 (华为全栈技术+车企硬件)
研发协同	华为提供标准化方案, 车企适配开发	联合实验室+联合开发 (华为工程师入驻车企)	华为主导开发, 车企配合验证
销售渠道	车企自有渠道	车企自有渠道	早期鸿蒙智行统一渠道, 2025 开始车企可以自建渠道
数据归属	车企独占	数据共享 (脱敏后联合建模)	华为独占 (用户数据用于生态反哺)
典型案例	阿维塔 11、极狐阿尔法 S、奥迪 Q6L e-tron	阿维塔 07、东风猛士 M817、广汽华望 SUV	享界 S9、问界 M9、智界 R7、尊界 S800
成本结构	华为按模块收费	技术授权费+数据分成	华为收取品牌授权费+渠道分成
用户体验	华为技术单点突出 (如智驾) 生态割裂	华为生态无缝接入 (如手机-车机-家居联动)	华为生态全场景覆盖 (如鸿蒙多端协同\华为服务一键触达)
行业影响	推动车企智能化转型, 但存在技术孤岛风险	打破“车企-科技公司”二元对立, 探索共生范式	重塑行业竞争格局, 挤压传统车企生存空间

资料来源: 佐思汽研, 中国银河证券研究院

定增完成募资用于新车型开发, 2026 年进入产品周期大年。2026 年 2 月, 公司完成定增, 募资 59.43 亿元 (净额), 计划用于投入新能源车型开发项目与 AI 智能化平台及智驾电动化系统开发项目, 其中拟投入 50 亿元用于新能源车型开发, 包括极狐品牌、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, 我们预计 2026 年公司将有包括紧凑级轿车、城市越野 SUV、高端 MPV 等在内的多款新车上市, 进入产品周期大年, 公司产品矩阵有望快速丰富, 为销量增长带来新动能。

表4: 公司计划投入 50 亿元定增募集资金用于新能源车型开发项目

项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)	项目概况
新能源车型开发项目	742,545.00	500,000.00	包括极狐品牌、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。
AI 智能化平台及智驾电动化系统开发项目	137,182.00	100,000.00	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; 以算力、算法和大数据为驱动, 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, 打造涵盖低、中、高各种级别的全阶智驾平台; 以实现全阶智驾为目标的纯电动电驱系统和增程式电驱系统开发, 搭载公司全系车型, 满足全域多场景产品需求。

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

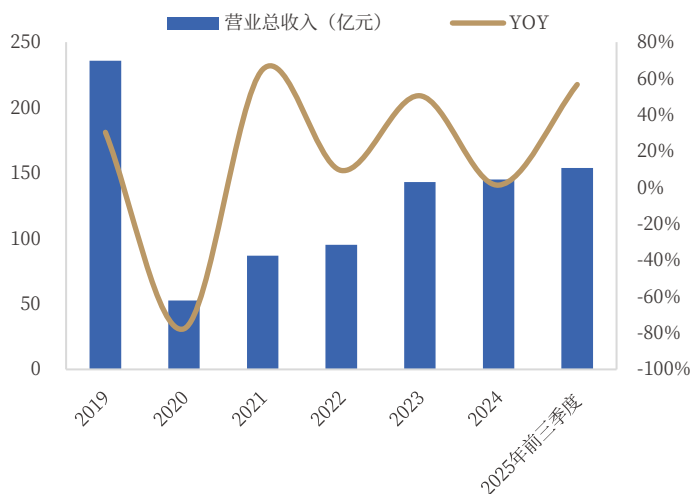
(三) 2025-2027 三年跃升计划首年成果卓著, 实现经营性现金流与单季度毛利率转正

2024 年公司制定 2025-2027 年三年跃升计划, 目标至 2027 年进入中国新能源汽车品牌前

列，为公司销量增长、经营改善等打下根基，首年成果卓著。

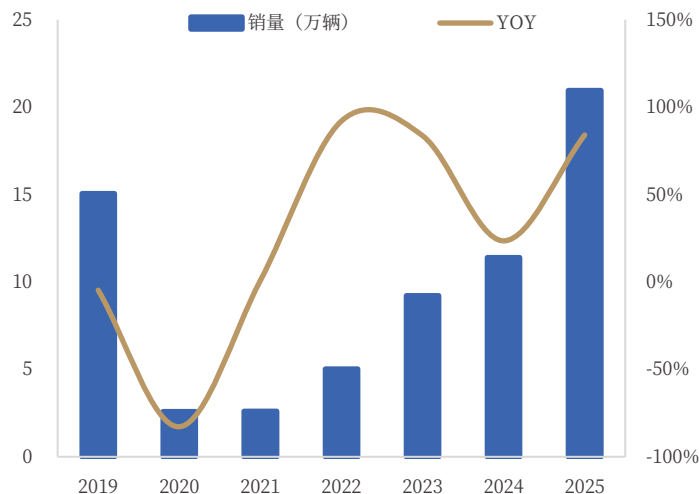
产品热销驱动营收高增，公司 2025 年前三季度营收超 2024 年全年。2025 年前三季度，公司实现销量 11.15 万辆，同比+64.3%，带动公司营收同比增长 56.7%至 153.84 亿元，已超过 2024 年全年，得益于极狐与享界的产品热销，公司营收实现高增长。2025 年全年，公司实现销量 20.96 万辆，同比+84.1%，增速进一步扩大，延续产品热销趋势。

图4: 2025 年前三季度公司营收同比+56.7%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

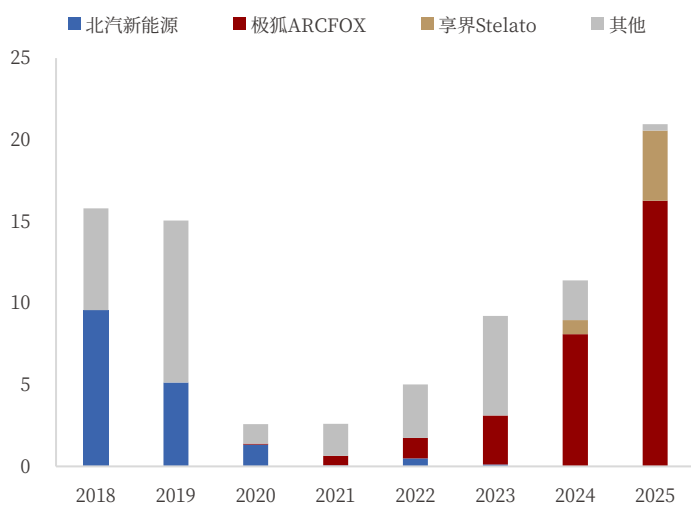
图5: 2025 年公司销量同比+84.1%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

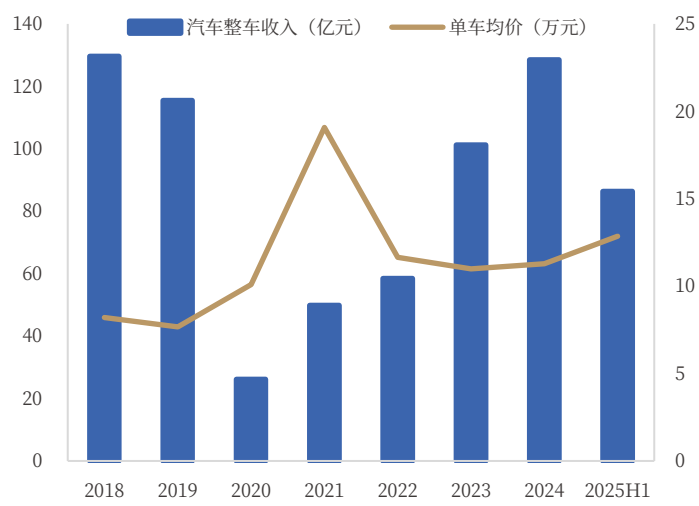
享界品牌销量占比提升推动公司高端化进程，产品销售均价持续提升。2020 年以前，公司销售产品主要为北汽新能源品牌下的经济车型，2021 年公司极狐品牌产品逐渐上量，2024 年以来公司高端品牌享界开始上量，2025 年享界品牌销量同比提升近四倍至 4.27 万辆，占公司总销量比重同比提升 12.9pct 至 20.4%，推动公司高端化进程，2025 年上半年公司整车销售均价同比提升 27.9% 至 12.86 万元。

图6: 2025 年公司享界销量占比同比提升 12.9pct 至 20.4% (万辆)



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

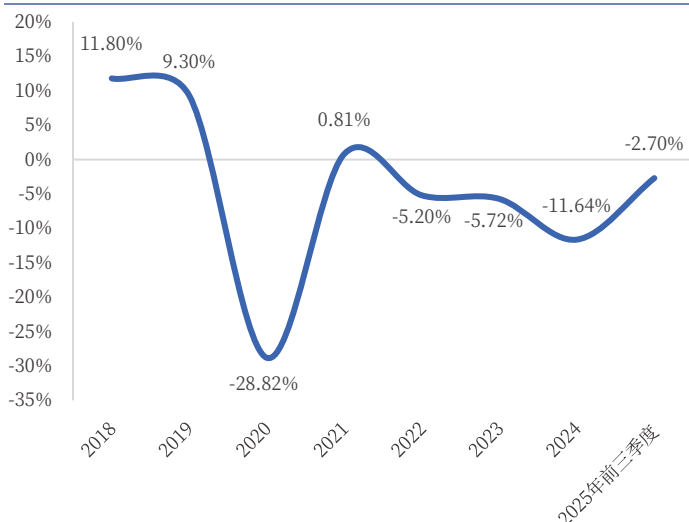
图7: 2025 年 H1 公司整车销售均价同比+27.9%至 12.86 万元



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

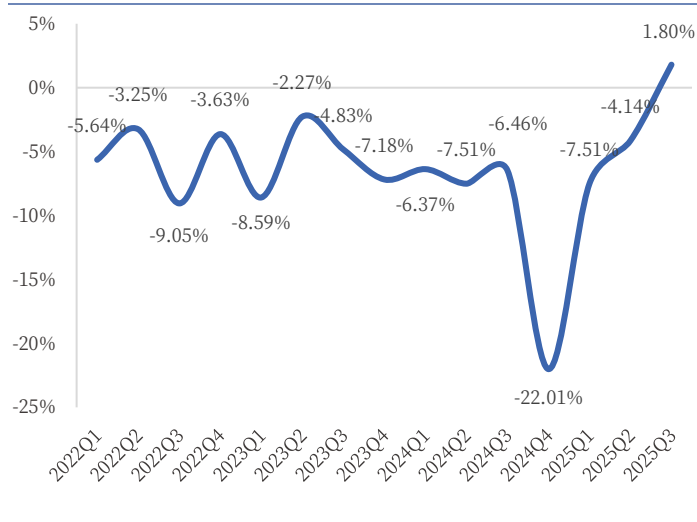
受益于产品量价齐升带来的规模效应，2025 年 Q3 公司单季毛利率实现转正。2025 年前三季度，公司毛利率同比提升 3.98pct 至 -2.70%，其中 2025 年 Q3 单季公司毛利率同环比转正，达到 1.80%，受益于销量增长与单车均价提升带来的规模效应，公司毛利率自 2022 年来首次实现转正。

图8：2025年前三季度公司毛利率同比+3.98pct



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

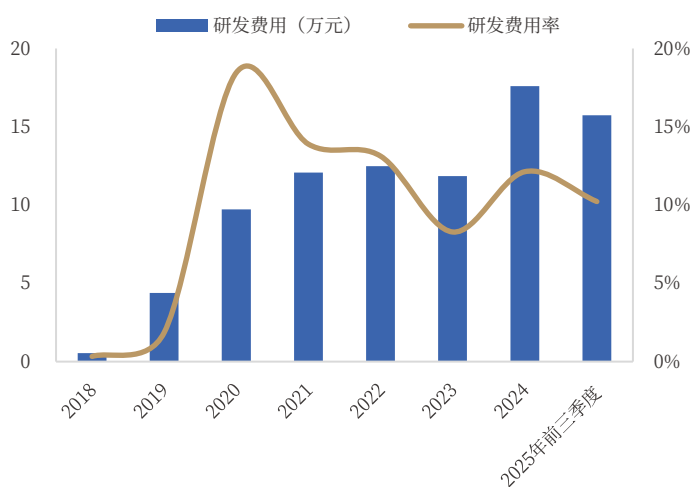
图9：2025年Q3公司毛利率实现自2022年以来的首次转正



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

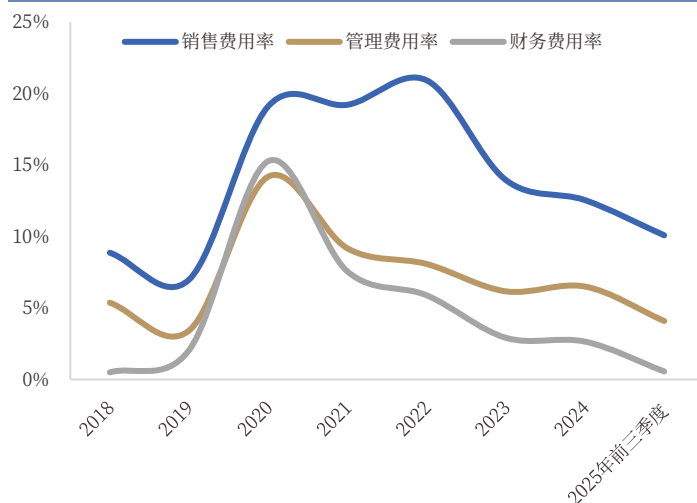
研发费用保持高增长，期间费用率受益于规模效应下降。2025年前三季度，公司研发费用同比+43.3%至15.72亿元，保持高增长，驱动公司产品强周期延续与产品技术实力提升，研发费用率同比-0.96pct至10.22%，2025年前三季度，公司销售/管理/财务费用率分别为10.09%/4.09%/0.56%，同比分别-5.44pct/-2.92pct/-2.35pct，受益于规模效应，公司期间费用率下降明显，推动公司经营情况改善。

图10：2025年前三季度公司研发费用同比+43.3%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

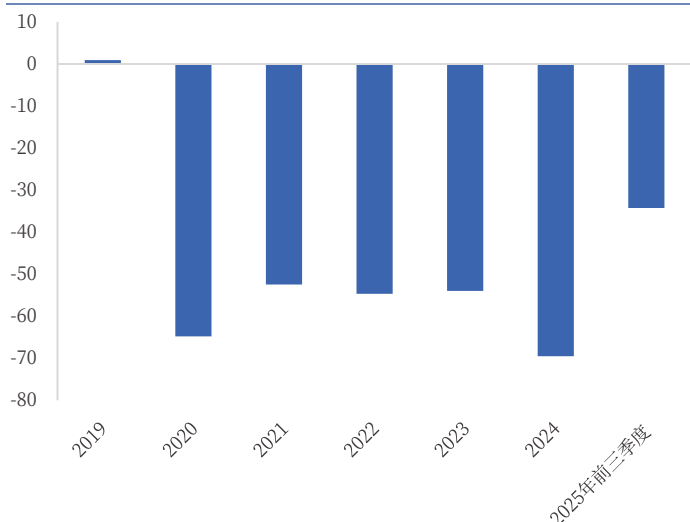
图11：2025年前三季度公司期间费用率下降明显



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

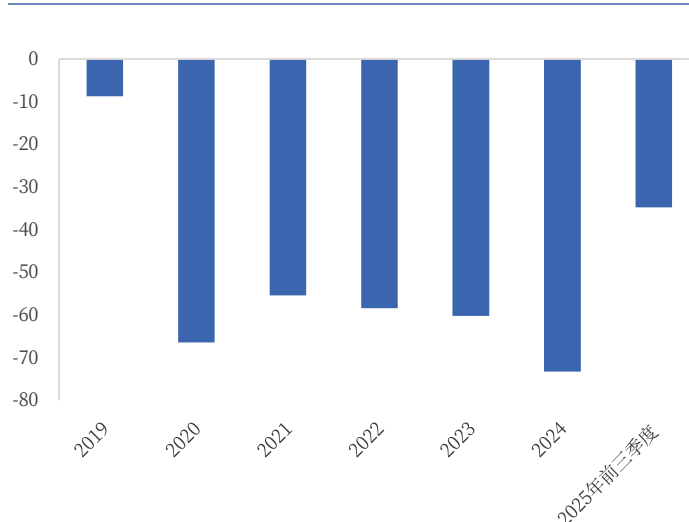
2025年前三季度公司净亏损收窄，经营情况有所改善。2025年前三季度，公司归母净利润为-34.26亿元，亏损同比缩窄23.7%，扣非归母净利润为-34.74亿元，亏损同比缩窄23.0%，得益于公司产品量价齐升带来的毛利率提升与费用率下降，公司经营情况有所改善。

图12: 2025年前三季度公司归母净利润同比缩窄 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

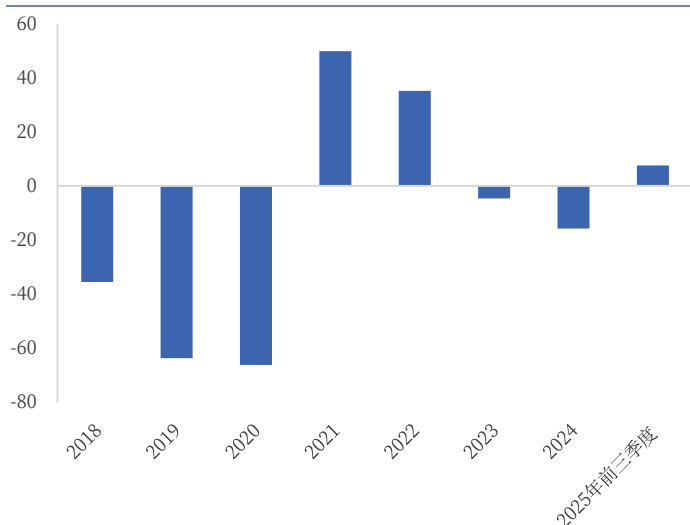
图13: 2025年前三季度公司扣非归母净利润同比缩窄 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

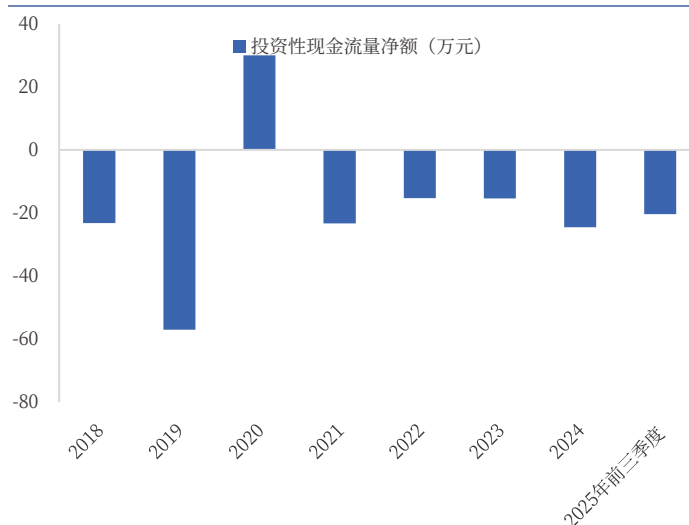
2025年前三季度公司经营性现金流转正，投资性现金支出保持扩张。2025年前三季度，公司经营性现金流量净额为7.54亿元，同比转正，主要受益于营收增长带来的经营性现金流入增加，公司经营情况好转，投资性现金流量净额为-20.42亿元，现金流出同比扩大110.7%，主要为产能扩建、新车开发、技术研发等带来的资金需求增长。

图14: 2025年前三季度公司经营性现金流转正 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 2025年前三季度公司投资性现金流出同比扩大110.7%(亿元)



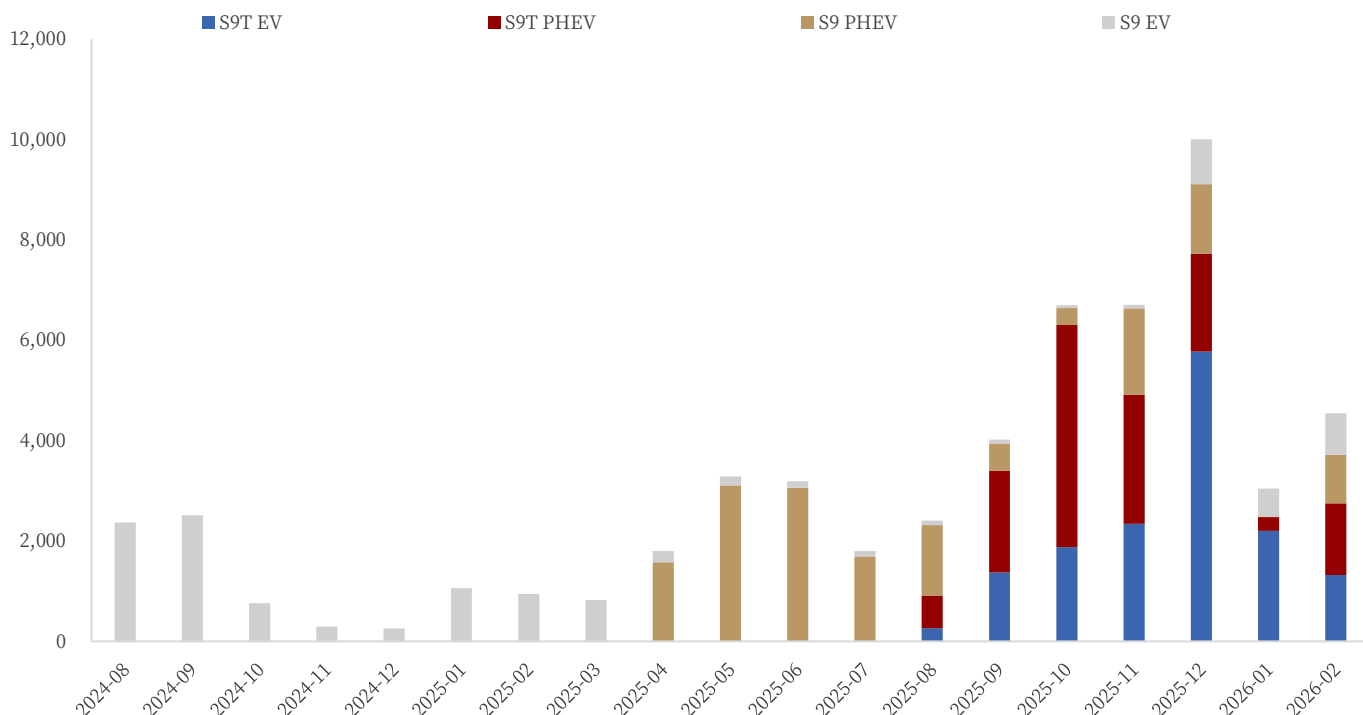
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、享界：站稳高端市场，“All In”享界引领品牌向上

（一）产品竞争力行业领先，S9T 已连续多月拿下细分市场销量冠军

产品矩阵丰富后享界品牌销量持续增长，2025 年 12 月销售首破万辆。享界品牌首款产品 S9 上市后销量短期表现可观，但由于高端轿车市场消费者向纯电产品转化率较低，S9 销量陷入低迷，2025 年 4 月以来，享界品牌陆续推出 S9 增程版、S9T 纯电/增程版，产品矩阵丰富、产品竞争力提升（如 S9T 相较 S9 增加了车内空间，更加适配家庭需求），叠加市场新能源转型持续推进，享界品牌销量明显提升，2025 年 12 月销量首次突破 1 万辆。

图16：产品矩阵丰富后享界品牌销量持续增长，2025 年 12 月销售首破万辆（辆）



资料来源：Marklines, 中国银河证券研究院

享界 S9/S9T 相较同价位燃油车在智能化与舒适度上具有明显优势，产品竞争力领先。相较于在 30-40 万元价格带销量位居前列的 BBA 旗舰燃油车型，享界 S9/S9T 除新能源产品特有的动力与能耗优势外，在智能化与驾乘舒适度上具有明显优势，智能化方面，享界 S9/S9T 搭载 4 个激光雷达与华为最先进的智能驾驶系统，能够实现城区 NOA、遥控泊车、记忆泊车等高级别智能辅助驾驶功能；驾乘舒适度上，享界 S9/S9T 标配空气悬架、无重力座椅、座椅按摩等，产品竞争力在同价位车型中处于领先地位。

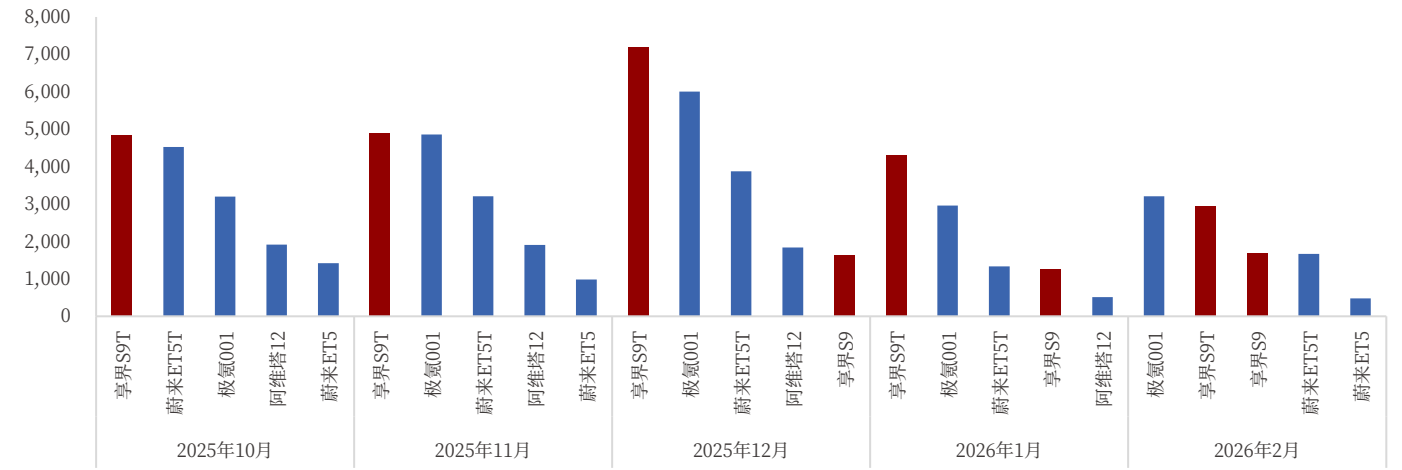
表5: 享界 S9/S9T 相较同价位燃油车在智能化与舒适度上具有明显优势, 产品竞争力领先

	享界 S9 2026 款 增程 Ultra 后 驱 53kWh	享界 S9T 2025 款 纯电 四驱 MAX	奔驰 E 级 2026 款 E300L 豪华型	宝马 5 系 2026 款 530Li 领先型 M 运动套装	奥迪 A6L 2026 款 45 TFSI quattro 臻选动感型	
厂商指导价	34.98 万元	34.98 万元	46.68 万元	48.59 万元	47.99 万元	
经销商参考价	34.98 万元	34.98 万元	36.28 万元起	34.90 万元起	32.15 万元起	
动力形式	增程	纯电	燃油	燃油	燃油	
长*宽*高 (mm)	5160*2005*1492	5160*2005*1492	5092*1880*1493	5175*1900*1520	5050*1886*1475	
轴距 (mm)	3050	3050	3094	3105	3024	
零百加速 (s)	7.35	3.95	6.6	6.5	7.2	
空气悬架	●	●	-	-	-	
智驾配置	摄像头数量	●11 ○13	11	6	5	
	毫米波雷达数量	5	5	-	●3 ○5	
	激光雷达数量	4	4	-	-	
	辅助驾驶路段	○城市路段 ●高速路段	○城市路段 ●高速路段	●高速路段	-	-
	遥控泊车	●	●	-	●	-
	记忆泊车	○	○	-	-	-
座舱配置	中控屏幕尺寸	16.1 英寸	16.1 英寸	14.4 英寸	14.9 英寸	
	副驾娱乐屏尺寸	12.3 英寸	12.3 英寸	12.3 英寸	-	
	面部识别/声纹识别	●	●	-	○/-	
	隐私声盾	●	●	-	-	
	后排液晶屏幕/尺寸	●9 英寸	●9 英寸	-	-	
	零重力座椅	●副驾驶/○第二排右侧	●副驾驶	-	-	
	座椅按摩	前排、第二排	前排、第二排	-	-	
头枕扬声器	仅驾驶位	●	-	-		

资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院 (注: ●表示标配, ○表示选配)

享界 S9T 销量连续多月位居 30-40 万元价格带新能源轿车市场榜首, 成功树立高端品牌形象。
 据懂车帝数据, 2025 年 10 月-2026 年 1 月连续 4 个月享界 S9T 位列 30-40 万元价格带新能源轿车市场销量榜首, 2026 年 2 月略落后于极氪 001 位居第二, 享界 S9 在 2025 年 12 月-2026 年 2 月也连续三个月进入 30-40 万元价格带新能源轿车市场销量前五, 享界品牌在 30-40 万元高端新能源轿车市场稳居行业龙头, 成功树立高端品牌形象。

图17: 享界 S9T 销量连续多月位居 30-40 万元价格带新能源轿车市场榜首, 成功树立高端品牌形象 (辆)



资料来源: 懂车帝, 中国银河证券研究院

(二) 享界品牌定位高端市场, 有望通过 MPV、城市越野 SUV 等新品丰富产品矩阵

S9/S9T 卡位鸿蒙智行体系内 30-40 万元价格带轿车产品, 品牌定位高端市场, 有望通过 MPV、城市越野 SUV 等新品丰富产品矩阵, 提升价格带覆盖区间。华为智选车合作模式下的鸿蒙智行“五界”具备差异化品牌定位, 享界品牌通过 S9/S9T 两款产品卡位 30-40 万元价格带轿车产品, 与其他品牌形成较为明显的品牌定位区隔, 从当前鸿蒙智行产品体系来看, 问界定位中高端 SUV 市场, 已形成较为完备的 20-50 万元价格带 SUV 产品; 智界定位中高端市场, 重点布局 20-30 万元产品, 涵盖轿车、SUV; 尚界产品体系涵盖经济型 SUV、轿跑等; 尊界定位豪华车市场; 享界定位高端市场, 当前华为鸿蒙智行产品矩阵在 MPV、城市越野 SUV 等细分市场尚无产品供给, 享界品牌在 MPV、城市越野 SUV 等细分市场具备产品拓展空间, 有望通过推出新品丰富产品矩阵, 并将产品矩阵价格带覆盖区间拓展至 40 万元之上。

图18: S9/S9T 卡位鸿蒙智行体系内 30-40 万元价格带轿车产品, 品牌定位高端市场

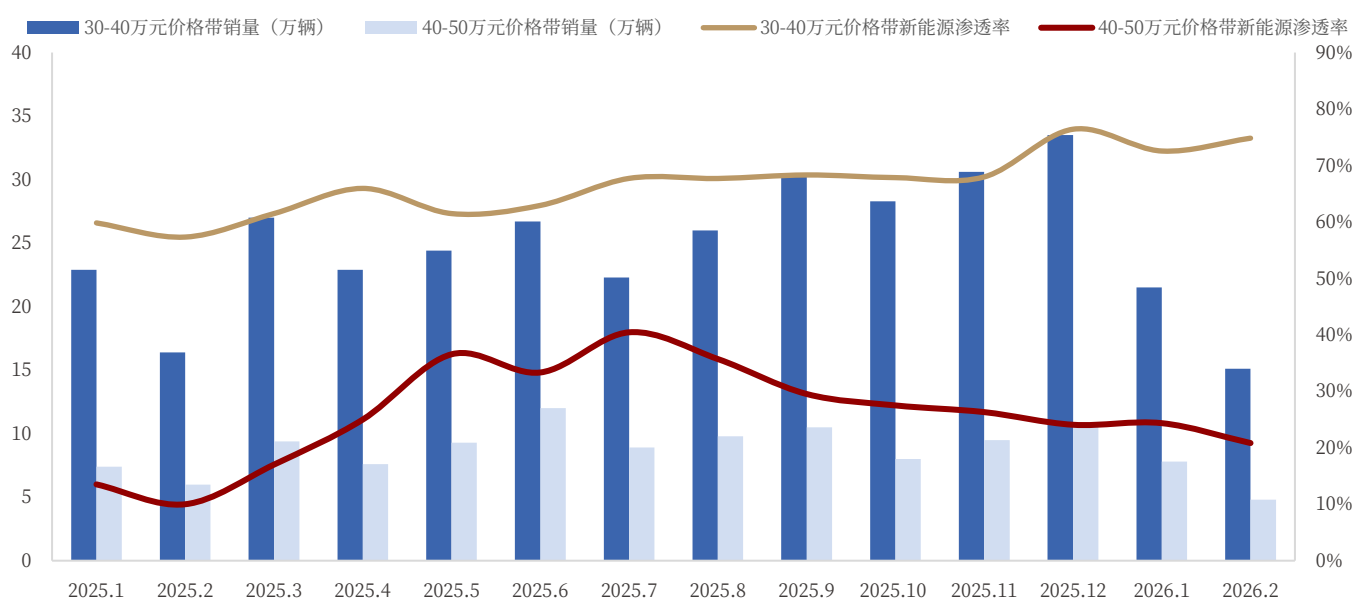


资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院

（三）高端市场新能源渗透率提升空间十足，公司“All In”享界战略有望引领品牌销量持续提升

30-40 万元价格带新能源渗透率较高，公司已成功树立品牌地位，40-50 万元价格带新能源渗透率仍处低位，具备十足的市场拓展空间。据中汽协数据，2025 年 30-40 万元价格带乘用车销量为 311.3 万辆，新能源渗透率为 66.0%，高于市场整体水平，公司已通过 S9/S9T 两款产品在轿车市场树立头部品牌地位，30-40 万元价格带新能源渗透率提升空间相对较小，市场进入难度提升，有助于公司持续夯实龙头地位。2025 年 40-50 万元价格带乘用车销量为 109.2 万辆，新能源渗透率为 27.5%，明显低于市场整体平均水平，40-50 万元价格带具备较为可观的市场容量，且新能源渗透率处于低位，头部玩家较少，具备良好的市场进入环境，公司有望通过细分市场新品，如 MPV、城市越野 SUV 等打开市场，提升销量增长潜力。

图19: 30-40 万元价格带新能源渗透率较高，40-50 万元价格带新能源渗透率仍处低位



资料来源：中汽协，中国银河证券研究院

“All In”享界战略确立品牌核心地位，多举措赋能有望持续提升品牌销量。享界定位高端品牌，是公司进军高端市场的核心依仗，2024 年 8 月北汽集团党委书记、董事长张建勇在 S9 发布会上提出“All In”享界战略，从五大维度全面推进享界品牌建设，包括：

①**组织架构升级，战略优先级提升。**成立享界事业部，明确“双品牌（享界+极狐）、双模式（HI+智选）”战略，与华为深度共建智能汽车生态。2025 年 9 月公司与华为联合打造享界品牌战略共同体，计划未来 3 年投入 200 亿资金、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；

②**资源倾斜，保障品质与交付。**引入麦格纳、奔驰制造标准，享界超级工厂一期已建成 12 万辆/年产能，并可扩展至 25 万辆/年，2025 年 9 月正式投产，2026 年 3 月，公司计划投资 19.91 亿元对工厂进行产线数智化提升，旨在导入 BE22 3.0 平台及三款新车型，其中两款预计 2026 年内上市；

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。**计划建立重点覆盖 1-3 线城市的享界专网用户中心；同步调动北汽集团渠道资源，加速鸿蒙智行生态扩容；

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。

战略优先级提升体现公司对享界品牌的高度重视，通过研发资源倾斜、制造体系升级、新平台车型开发、渠道建设与品牌共创等多举措，有望持续提升享界品牌销量，增强公司在高端市场的品牌影响力。

图20：享界超级工厂一期建成 12 万辆年产能



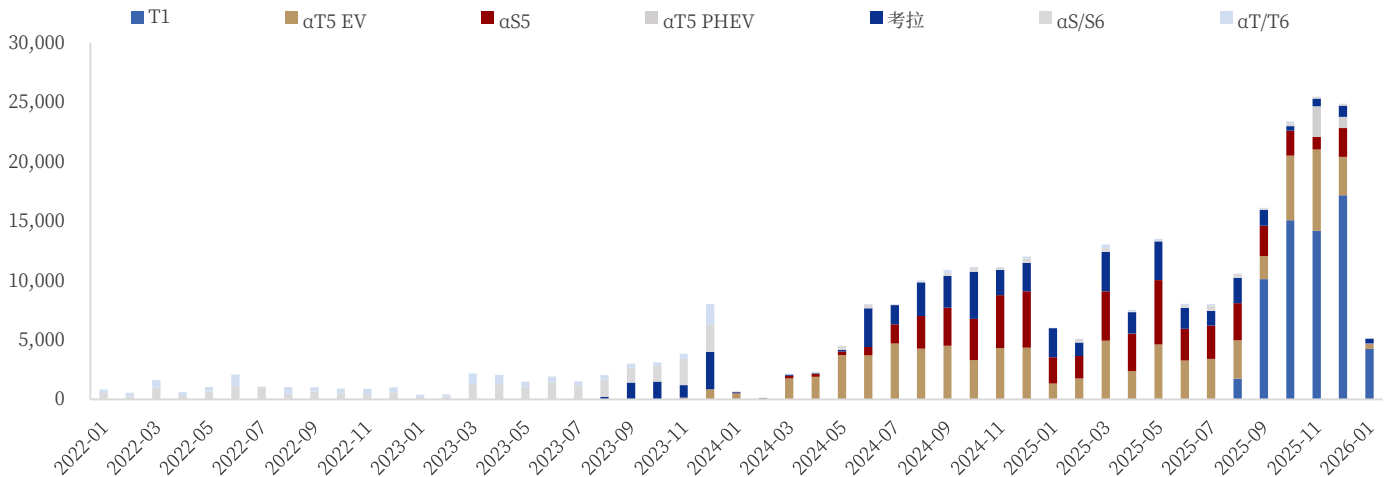
资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

三、极狐：经营策略调整实现破局，新品强周期有望延续

（一）及时调整定价、营销等策略，多举并措推动销量节节攀升

极狐品牌初期经历销量低迷，通过价格策略调整、产品矩阵丰富、线上营销与线下渠道并举建设等措施推动销量节节攀升。2022-2023 年，极狐品牌销量表现较为低迷，月均销量在 2000 辆以下，主要是由于公司产品矩阵尚不完备（仅有 aS、aT 两款产品）、产品定价过高、市场对高端纯电产品接受度较低等，2024 年以来，公司开始补充产品矩阵，相继推出 MPV 产品考拉、中型车 aS5、aT5、小型车 T1 等经济型产品，打造越级体验，并通过改款换代调整原产品价格策略，配合线上营销与线下渠道的并举建设，实现销量的节节攀升，2024 年月均销量上升至近 7000 辆，2025 年月均销量上升至 1.3 万辆以上，并于 2025 年 11 月达到单月销售 2.5 万辆的新峰值。

图21: 极狐品牌初期经历销量低迷, 通过多措并举实现销量节节攀升 (辆)

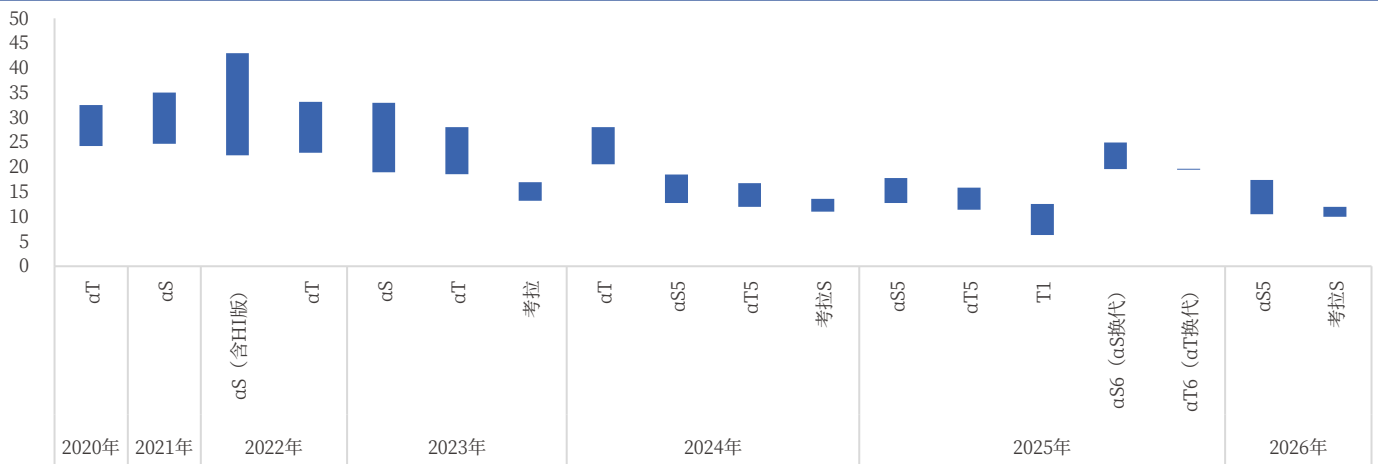


资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

价格策略调整与产品矩阵丰富: 缩小产品价差强化消费者品牌认知, 经济型产品打造越级体验。

早期华为技术加持产品与基础款价差过大, 缩小价差叠加产品矩阵丰富后消费者对品牌认知更加清晰。极狐品牌初期两款产品aS、aT定价在25-35万元, aS HI版定价最高达42.99万元, 一方面, 早期消费者对高端纯电产品接受度较低, 且高低配价差过大, 横跨30万元价格带, 消费者对品牌定位认知不够清晰, 另一方面, 华为技术加持产品与基础款产品价差过大, 消费者对智能化技术的付费意愿不足, 2024年以来, 公司在推出价位位于10-20万元的多款经济型车型的同时通过换代将aS6 (aS换代)、aT6 (aT换代) 价格区间降至20-25万元, 华为技术加持产品与基础款价差缩小至3万元, 不仅确立了中高端品牌形象, 还形成对30万元以下价格带产品的较完备覆盖, 消费者对品牌认知逐渐清晰, 公司通过清晰的品牌定位与大众车型成功实现销量增长。

图22: 早期华为技术加持产品与基础款价差过大, 缩小价差叠加产品矩阵丰富后消费者对品牌认知更加清晰 (万元)



资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院

打造经济型产品越级体验, 产品竞争力在细分市场实现领先。与竞品对比来看, 极狐 T1、aS5、aT5 核心优势在于领先的车内空间带来的越级体验, 同时在动力性能、快充、车辆安全、座舱等方面技术能力也位居行业前列, 如aT5 在中汽中心 C-NCAP 最新碰撞测试中取得了综合得分率 92.7% 的成绩, 超过了历史上所有参评的中型纯电 SUV, 是 50 万以内唯一获得五星+成绩的车型; aT5 是 16 万级唯一搭载宁德时代 5C 神行超充电池的车型, 同价位段内的越级体验、综合性能出色成为公司经济型产品市场竞争力领先的关键, 助力公司产品销量的快速增长。

表6: 极狐 T1 较竞品车型在车内空间、座舱配置上具有明显优势

	极狐 T1 2025 款 320Pro	海鸥 2025 款 智驾版 305km 活力版	星愿 2026 款 310km 青春版	缤果 S 2025 款 325km 尊享款
厂商指导价 (万元)	6.28	6.98	6.88	6.68
长*宽*高 (mm)	4337*1860*1572	3780*1715*1540	4135*1805*1570	4265*1785*1600
轴距 (mm)	2770	2500	2650	2610
CLTC 续航里程 (km)	320	305	310	325
最大功率 (kW)	95	55	58	75
最大扭矩 (N·m)	176	135	130	180
中控屏幕尺寸	15.6 英寸	10.1 英寸	10.1 英寸	12.8 英寸
语音连续识别	●	-	-	●
全液晶仪表盘	●	-	-	●

资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院 (注: ●表示标配, ○表示选配)

表7: 极狐aS5 较竞品车型在车内空间、快充性能上具有明显优势

	极狐aS5 2026 款 630 元境睿行版	海豹 06 2025 款 EV 545km 尊享型	AION RT 2026 款 650 智豪版	小鹏 MONA M03 2025 款 515 长续航 Plus
厂商指导价 (万元)	11.68	11.98	11.98	11.98
长*宽*高 (mm)	4886*1930*1480	4720*1880*1495	4865*1875*1520	4780*1896*1445
轴距 (mm)	2900	2820	2775	2815
CLTC 续航里程 (km)	630	545	650	515
最大功率 (kW)	185	160	165	140
最大扭矩 (N·m)	320	330	240	225
高压平台	400V	-	400V	-
电池快充时间 (30%-80%)	0.25h	0.4h	0.4h	0.43h
AR-HUD	●	-	-	-

资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院 (注: ●表示标配, ○表示选配)

表8: 极狐aT5 较竞品车型在车内空间、快充性能上具有明显优势

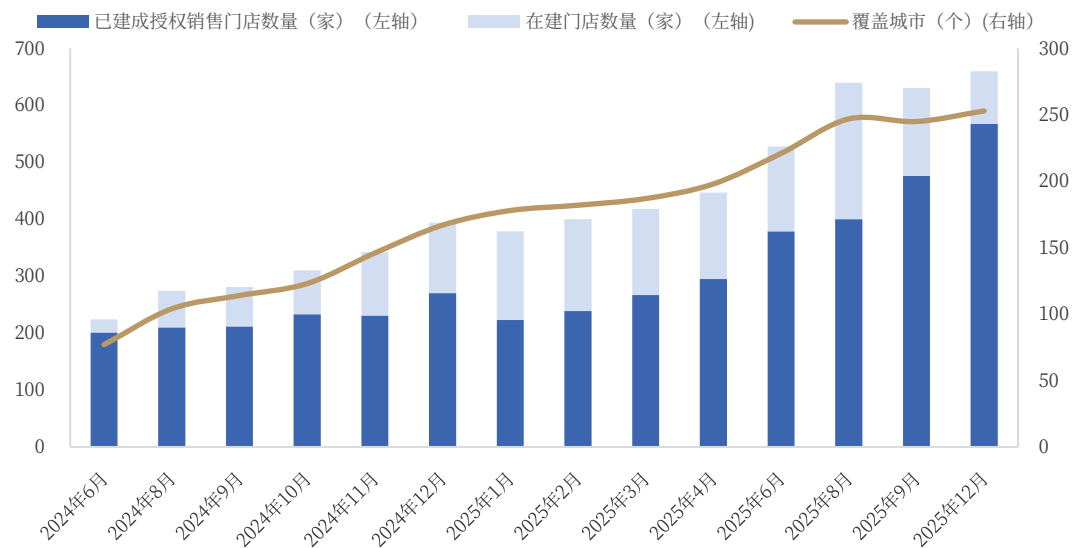
	极狐aT5 2026 款 560 睿享版	元 PLUS 2025 款 智驾版 510km 领先型	银河 E5 2026 款 530km 启航版	AION V 2026 款 埃安霸王龙 家庭版 520 智尊版
厂商指导价 (万元)	12.38	12.58	10.98	12.28
长*宽*高 (mm)	4760*1936*1650	4455*1875*1616	4615*1901*1670	4580*1854*1686
轴距 (mm)	2845	2720	2750	2775
CLTC 续航里程 (km)	560	510	530	520
最大功率 (kW)	185	150	160	150
最大扭矩 (N·m)	320	310	320	205
零百加速 (s)	7.5	7.3	6.9	7.9
电池快充时间 (30%-80%)	0.25h	0.5h	0.33h	0.37h
HUD	●	-	-	-

资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院 (注: ●表示标配, ○表示选配)

线上营销与线下渠道并举建设: 新媒体矩阵建设实现数字营销突破, 线下渠道覆盖面快速提升。

线上营销方面，公司 2024 年 8 月成立新媒体部门，终端搭建包括主播、运营、销售的铁三角架构，完成 1+N+X 的矩阵搭建，设立账号 1068 个，在四个月内将新媒体销量占比提升至 25%，2025 年一季度新媒体销量占比继续提升至 30%，实现数字营销的新突破，为销量增长贡献新动能；线下渠道方面，2024 年公司开始加速推进线下渠道建设，2025 年渠道建设进一步提速，截止 2025 年底，公司授权销售门店数量达到 660 家，较 2024 年 6 月底提升近两倍，覆盖 253 个城市，较 2024 年 6 月底提升 2.3 倍，渠道覆盖面的提升扩大了公司经济型产品对消费者的触达面，为公司新品销量增长带来重要助力。

图23：2024 年以来公司线下渠道覆盖面快速提升

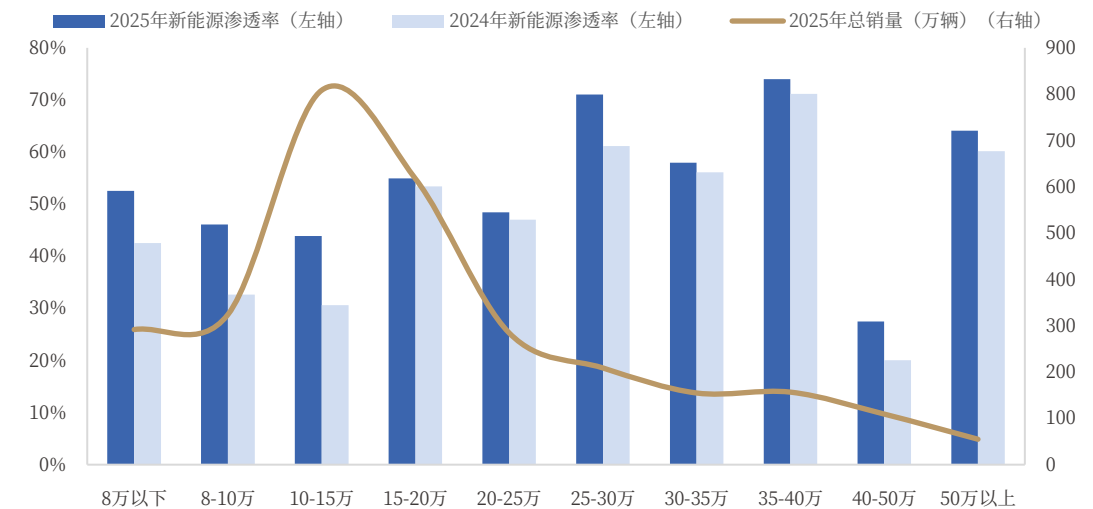


资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

（二）经济型&中高端新能源市场容量大，新品上市有望贡献极狐销量增长新动能

经济型&中高端价格带市场容量大，消费者对新能源产品接受度明显提升，新能源渗透率有望持续提升带动市场扩容。据中汽协数据，2025 年 8-10 万元/10-15 万元/25-30 万元价格带新能源渗透率分别为 46.1%/43.9%/71.1%，同比分别提升 13.4pct/13.3pct/9.9pct，高于其他细分市场，2025 年 8-10 万元/10-15 万元/25-30 万元价格带乘用车销量分别为 324.1 万辆/808.4 万辆/208.8 万辆，经济型与中高端市场具备市场容量大、消费者对新能源产品接受度明显提升、新能源渗透率仍有较可观提升空间的特征，新能源渗透率的继续增长有望带动市场继续扩容。

图24: 经济型&中高端价格带市场容量大, 消费者对新能源产品接受度明显提升



资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究院

极狐 S3、问道 V9 等新车有望年内上市, 补充品牌经济型与中高端产品矩阵, 有望为销量增长贡献新动能。 3月18日极狐全新α5正式上市, 增加增程版车型, 售价9.98万元起, 另外公司两款新车极狐 S3、问道 V9 均已登陆工信部新车目录, 有望于2026年内上市, 其中极狐 S3 定位为纯电轿车, 长宽高分别为 4916/1900/1480mm, 轴距为 2876mm, 问道 V9 定位为中大型高端 MPV, 车身长度达到 5300mm, 轴距长度达到 3200mm, 两款新车有望分别补充公司在经济型和中高端市场的产品矩阵, 依托公司品牌形象建设、线上营销与线下渠道布局所形成的市场影响力, 全新α5、S3、问道 V9 有望为销量增长贡献新动能。

图25: 极狐 S3 定位纯电轿车



资料来源: IT 之家, 中国银河证券研究院

图26: 问道 V9 定位中大型高端 MPV

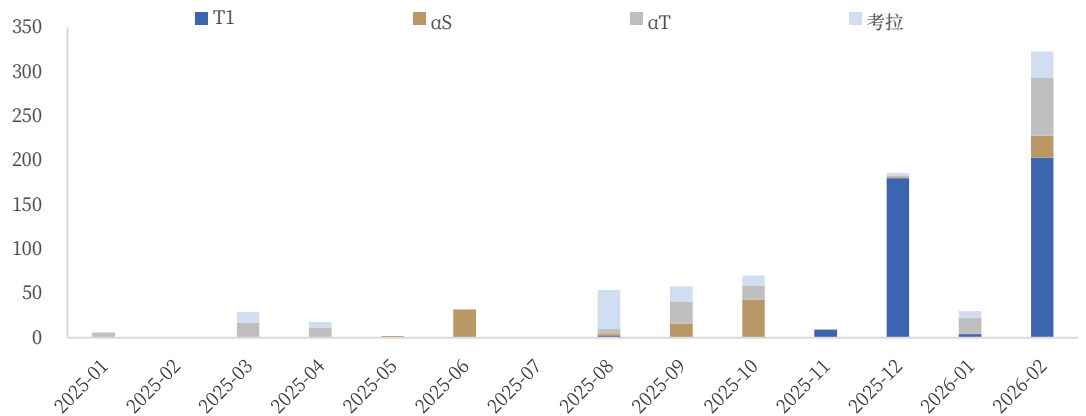


资料来源: 凤凰网汽车, 中国银河证券研究院

(三) 全球布局稳步推进, 海外销量增长空间广阔

公司以极狐作为主要出海品牌, 稳步推进在欧洲、东南亚、拉美、中东等主力市场的布局, 当前月出口量不足 500 辆, 增长空间广阔。公司以极狐品牌作为主要出海品牌, 2024 年 3 月公司与西班牙 3B95,S.L 公司签署了首批 200 辆极狐订单, 正式进军欧洲; 2024 年 2 月, 公司在老挝举行 αT 和 αT5 新品发布会及新店开业仪式, 布局东南亚; 2023 年 10 月, 公司与阿联酋的本奥米尔集团签署合作协议, 联手开拓阿联酋、沙特两大中东市场; 2024 年 2 月, 公司与多米尼加 SERTELSA SOLAR 和青岛唐百公司签署合作协议, 正式进军拉美市场。目前极狐品牌已经布局欧洲、中东、拉美、中亚、亚太、非洲六大区域、40 多个国家, 后续将加速海外经销商布局, 并构建全面售后服务体系。2026 年 2 月, 公司极狐品牌出口 323 辆, 主要以 T1、αT 为主, 当前极狐品牌出口量较少, 伴随海外布局持续推进, 未来出口增长空间广阔。

图27: 极狐月出口量不足 500 辆, 增长空间广阔 (辆)



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

(四) 获得首批 L3 准入许可&Robotaxi 量产, 智能化布局持续推进

极狐aS获得首批L3产品准入许可, 与小马智行合作的Robotaxi量产下线, 公司智能化布局持续推进。2025年12月工信部正式批准两款搭载L3级有条件自动驾驶功能的车型获得产品准入许可, 公司极狐aS车型入围, 成为国内首批试点L3商业化车型, 智能化能力得到认可, 2025年12月23日, 公司aS(L3版)完成京AA0001Z、京AA0733Z、京AA0880Z号牌登记, 正式获得“合法上路资格”。2025年7月14日, 公司宣布搭载小马智行第七代自动驾驶系统的极狐aT5 Robotaxi正式量产下线, 且已在深圳公开道路测试。此前公司曾于2021年量产搭载百度无人车软硬件技术的aT Robotaxi车型, 公司Robotaxi制造能力领先。一方面, 智能化的持续布局能够进一步提升公司的品牌影响力与辨识度, 另一方面, Robotaxi业务的持续推进也为公司业务带来了额外的增长动能。

图28: 极狐aS完成全国首批L3专用号牌登记



资料来源: IT之家, 中国银河证券研究院

图29: 公司与小马智行合作的极狐aT5 Robotaxi 量产下线



资料来源: 南方新闻, 中国银河证券研究院

四、盈利预测与估值

2026年公司新车强周期延续, 预计2026年销量增长至46万辆。2026年公司享界品牌预计将有高端MPV、城市越野SUV等新品上市, 极狐品牌预计将有极狐S3、问道V9等新品上市, 公司新车强周期有望延续, 叠加公司2025年销量高增逐渐建立起的品牌影响力, 2026年公司销量有望继续保持增长, 预计2026年极狐品牌国内销量为32万辆, 出口2万辆, 享界品牌国内销量为12万辆, 公司总销量同比增长119.5%至46万辆。

表9: 2026 年公司新车强周期延续, 预计 2026 年销量增长至 46 万辆

		2024	2025	2026E	2027E
国内	极狐品牌销量 (万辆)	8.10	16.28	32.00	34.00
	享界品牌销量 (万辆)	0.86	4.27	12.00	15.00
	其他车型销量 (万辆)	2.43	0.40	-	-
出口	极狐品牌销量 (万辆)	-	-	2.00	6.00
合计	合计销量 (万辆)	11.39	20.96	46.00	55.00
	YOY	23.5%	84.1%	119.5%	19.6%

资料来源: 公司公告, Marklines, 中国银河证券研究院

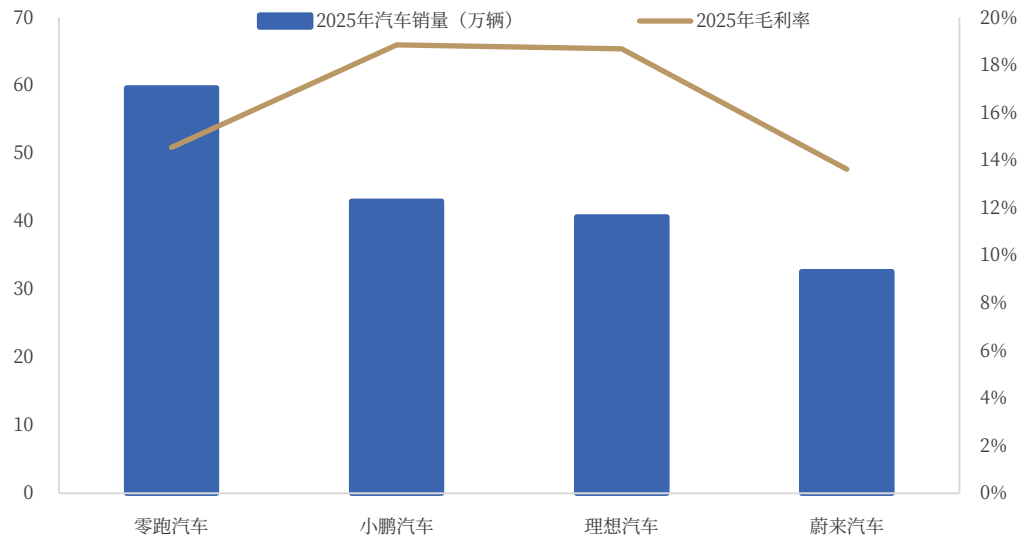
销量高增有望推动公司营收规模扩张与盈利能力提升, 预计 2026 年公司营收同比增长 127.3% 至 670.75 亿元, 毛利率增长至 8.19%。公司销量保持高增叠加高端品牌享界销量占比提升, 公司整车收入有望保持高速增长, 驱动公司营收规模扩张, 预计在整车销量增长的带动下, 2025-2027 年公司营收分别为 295.10 亿元/650.99 亿元/816.75 亿元。毛利率方面, 当前公司毛利率水平低于行业平均水平, 主要是由于产能扩建、产品销量规模较低等因素, 伴随公司产能扩建完成, 产品矩阵丰富推动销量持续上升, 公司汽车整车毛利率有望逐渐提升, 参考年销量规模在 30-60 万辆的新势力车企小鹏、零跑、理想、蔚来等 (2025 年毛利率在 13%-19%), 预计 2025-2027 年公司汽车整车业务毛利率分别为 2%/8%/12%, 带动公司整体毛利率分别提升至 2.74%/8.19%/12.07%。

表10: 销量高增有望推动公司营收规模扩张与盈利能力提升, 预计 2026 年公司营收同比增长 127.3%至 670.75 亿元, 毛利率增长至 8.21%

		2024	2025E	2026E	2027E
汽车整车	收入 (亿元)	128.48	276.87	650.99	816.75
	YOY	26.94%	115.50%	135.12%	25.46%
	销量 (万辆)	11.39	20.96	46.00	55.00
	YOY	23.53%	84.06%	119.49%	19.57%
	单车均价 (万元)	11.28	13.21	14.15	14.85
	YOY	2.76%	17.08%	7.12%	4.93%
材料销售	收入 (亿元)	11.40	11.97	12.57	13.20
	YOY	-69.71%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	8.09%	8.00%	8.00%	8.00%
营运车辆出租	收入 (亿元)	2.15	2.21	2.28	2.35
	YOY	2.38%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	36.98%	37.00%	37.00%	37.00%
租赁	收入 (亿元)	0.27	0.38	0.51	0.67
	YOY	54.10%	40.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	80.64%	80.50%	80.50%	80.50%
其他	收入 (亿元)	2.82	3.67	4.40	5.06
	YOY	38.24%	30.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	13.09%	13.00%	13.00%	13.00%
合计	收入 (亿元)	145.12	295.10	670.75	838.02
	YOY	1.35%	103.35%	127.30%	24.94%
	毛利率	-11.64%	2.74%	8.19%	12.07%

资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

图30: 销量规模在 30-60 万辆的新势力车企毛利率在 13%-19%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

公司通过完善产品矩阵、调整价格策略与营销策略等方式在 2025 年实现销量高增, 市场影响力明显提升, 2026 年公司新车周期延续, 有望继续推动公司业绩增长, 向国内新能源车第一梯队成长。预计 2025 年~2027 年公司将分别实现营收 295.10 亿元、670.75 亿元、838.02 亿元, 公司已度过产能建设、新车密集开发的投入期, 营收高速增长有望带动公司毛利率提升与区间费用率的下降, 预计 2025-2026 年公司亏损将持续收窄, 2027 年有望实现扭亏为盈, 预计 2025 年~2027 年公司归母净利润分别为-45.54 亿元, -19.09 亿元, 22.58 亿元, 对应 EPS 为-0.72 元、-0.30 元、0.35 元, 对应 PE 为-10.01 倍、-23.88 倍、20.19 倍。

表11: 预计 2026 年公司实现营收 670.75 亿元, 实现归母净利润-19.09 亿元

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	14,512	29,510	67,075	83,802
收入增长率%	1.35	103.35	127.30	24.94
归母净利润 (百万元)	-6,948	-4,554	-1,909	2,258
利润增速%	-28.67	34.46	58.07	218.28
EPS (元)	-1.09	-0.72	-0.30	0.35
PE	-6.56	-10.01	-23.88	20.19

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

绝对估值法: 采用 FCFF 绝对估值法进行估值, 在加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 0.5%、永续增长率 (g) 正负波动 0.5% 的情况下, 公司合理每股价值区间为 7.77 元-12.27 元, 对应市值区间为 494.64 亿元-781.17 亿元。

表12: 基本假设及关键参数

估值假设	
预测期年数	3
过渡期年数	3
过渡期增长率	55.00%
永续增长率 g	2.00%
贝塔值 (β)	1.05
无风险利率 Rf	1.84%
市场的预期收益率 Rm	8.00%
有效税率 T	15.00%
债务资本成本 Kd	3.72%
债务资本比重 Wd	14.35%
股权资本成本 Ke	8.31%
加权平均资本成本 WACC	7.52%

资料来源: 中国银河证券研究院

表13: 现金流折现估值表

估值假设	
FCFF 预测期现值 (百万元)	-5,659.01
FCFF 过渡期现值 (百万元)	7,582.58
FCFF 永续价值现值 (百万元)	64,471.01
企业价值 (百万元)	66,394.58
加: 非核心资产价值 (百万元)	7,136.69
减: 付息债务 (百万元)	7,638.55
减: 少数股东权益 (百万元)	4,709.34
股权价值 (百万元)	61,183.37
总股本 (百万股)	6,367.15
每股价值 (元)	9.61

资料来源: 中国银河证券研究院

表14: 敏感性分析

永续增长率	WACC						
	6.02%	6.52%	7.02%	7.52%	8.02%	8.52%	9.02%
0.50%	10.36	9.18	8.18	7.33	6.59	5.95	5.39
1.00%	11.50	10.10	8.95	7.97	7.14	6.42	5.79
1.50%	12.89	11.22	9.85	8.72	7.77	6.95	6.25
2.00%	14.62	12.57	10.94	9.61	8.50	7.57	6.78
2.50%	16.84	14.27	12.27	10.67	9.37	8.29	7.38
3.00%	19.81	16.45	13.93	11.97	10.41	9.14	8.08
3.50%	23.95	19.35	16.06	13.60	11.68	10.16	8.91

资料来源: 中国银河证券研究院

相对估值法: 采用 PS 估值法对公司进行相对估值, 选取 H 股新势力企业小鹏汽车、零跑汽车、蔚来、理想以及与华为智选车模式合作龙头赛力斯作为可比公司, 公司当前 PS 高于可比公司均值, 主要是由于公司当前处于销量快速增长的成长早期, 销量规模较可比公司低, 我们认为相比可比公司, 公司的销量增长空间更大, 一方面公司产品矩阵仍有进一步完备的空间, 另一方面, 公司出海仍处起步阶段, 未来增长空间广阔, 因此给予公司 2026 年 0.8-1.2 倍 PS, 合理每股价值区间为 8.43 元-12.64 元, 对应市值区间为 478.46 亿元-777.50 亿元, 综合考虑绝对估值与相对估值, 公司合理每股价值区间为 8.10 元-12.46 元, 对应市值区间为 515.62 亿元-793.04 亿元, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表15: 可比公司 PS 估值表 (截止 2026.4.9)

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PS (TTM)	营业收入 (亿元)			PS		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
9868.HK	小鹏集团-W*	58.68	1,123.45	1.51	408.66	767.2	1117.51	2.75	1.46	1.01
9863.HK	零跑汽车*	47.51	675.46	1.08	321.64	647.32	1067.87	2.10	1.04	0.63
601127.SH	赛力斯*	88.58	1,522.62	0.93	1451.14	1725.41	2264.95	1.05	0.88	0.67
9866.HK	蔚来-SW*	45.45	1,109.30	1.31	657.32	874.88	1280.93	1.69	1.27	0.87
2015.HK	理想汽车-W*	63.02	1,363.48	1.25	1444.60	1123.13	1396.07	0.94	1.21	0.98
	平均		1,158.86	1.22				1.71	1.17	0.83
600733.SH	北汽蓝谷	7.16	455.89	2.27	145.12	295.1	670.75	3.14	1.54	0.68

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (*采用 Wind 一致预期)

五、风险提示

1、汽车销量增长不及预期的风险。2026 年国内汽车市场面临新能源购置税免征、以旧换新等政策的退坡，行业销量增长承压，公司销量可能因行业景气度下降出现销量增长不及预期的风险，影响公司的业务规模扩张；

2、新车上市进展不及预期的风险。公司新车上市是推动销量持续增长的核心动能之一，新车上市进展的不及预期可能影响公司销量增速；

3、市场竞争加剧的风险。2026 年汽车行业景气度下降可能导致市场参与者采用更激进的价格策略来提升产品竞争力，带来“价格战”加剧的风险，影响公司的盈利能力；

4、智能化技术研发不及预期的风险。公司高端产品的智能化水平是产品的核心竞争力之一，但智能化技术的研发投入大、研发难度高，研发进展的不及预期可能影响公司产品的市场竞争力提升。

图表目录

图 1: 公司是国内首个拿到新能源汽车生产资质的车企, 与华为合作持续深化.....	4
图 2: 公司实际控制人为北京市国资委, 股权集中且稳定	5
图 3: “极狐+享界”双品牌战略覆盖 6-70 万元价格带, 产品矩阵仍有较大的丰富空间	8
图 4: 2025 年前三季度公司营收同比+56.7%	10
图 5: 2025 年公司销量同比+84.1%.....	10
图 6: 2025 年公司享界销量占比同比提升 12.9pct 至 20.4% (万辆)	10
图 7: 2025 年 H1 公司整车销售均价同比+27.9%至 12.86 万元.....	10
图 8: 2025 年前三季度公司毛利率同比+3.98pct	11
图 9: 2025 年 Q3 公司毛利率实现自 2022 年以来的首次转正.....	11
图 10: 2025 年前三季度公司研发费用同比+43.3%	11
图 11: 2025 年前三季度公司期间费用率下降明显.....	11
图 12: 2025 年前三季度公司归母净亏损同比缩窄 (亿元)	12
图 13: 2025 年前三季度公司扣非归母净亏损同比缩窄 (亿元)	12
图 14: 2025 年前三季度公司经营性现金流转正 (亿元)	12
图 15: 2025 年前三季度公司投资性现金流出同比扩大 110.7%(亿元)	12
图 16: 产品矩阵丰富后享界品牌销量持续增长, 2025 年 12 月销售首破万辆 (辆)	13
图 17: 享界 S9T 销量连续多月位居 30-40 万元价格带新能源轿车市场榜首, 成功树立高端品牌形象 (辆)	15
图 18: S9/S9T 卡位鸿蒙智行体系内 30-40 万元价格带轿车产品, 品牌定位高端市场	15
图 19: 30-40 万元价格带新能源渗透率较高, 40-50 万元价格带新能源渗透率仍处低位	16
图 20: 享界超级工厂一期建成 12 万辆年产能	17
图 21: 极狐品牌初期经历销量低迷, 通过多措施并举实现销量节节攀升 (辆)	18
图 22: 早期华为技术加持产品与基础款价差过大, 缩小价差叠加产品矩阵丰富后消费者对品牌认知更加清晰 (万元)	18
图 23: 2024 年以来公司线下渠道覆盖面快速提升.....	20
图 24: 经济型&中高端价格带市场容量大, 消费者对新能源产品接受度明显提升	21
图 25: 极狐 S3 定位纯电轿车	21
图 26: 问道 V9 定位中大型高端 MPV	21
图 27: 极狐月出口量不足 500 辆, 增长空间广阔 (辆)	22
图 28: 极狐 aS 完成全国首批 L3 专用号牌登记	22
图 29: 公司与小马智行合作的极狐 aT5 Robotaxi 量产下线.....	22
图 30: 销量规模在 30-60 万辆的新势力车企毛利率在 13%-19%.....	24

表 1: 公司管理层年富力强, 调整后进一步激发公司成长新活力	6
表 2: 公司与控股股东高管共同增持, 创新治理模式押注技术储备变现	7
表 3: 公司与华为采用 HI 与智选两种合作模式, 兼顾自有品牌影响力建设与产品技术实力提升	9
表 4: 公司计划投入 50 亿元定增募集资金用于新能源车型开发项目	9
表 5: 享界 S9/S9T 相较同价位燃油车在智能化与舒适度上具有明显优势, 产品竞争力领先	14
表 6: 极狐 T1 较竞品车型在车内空间、座舱配置上具有明显优势	19
表 7: 极狐 αS5 较竞品车型在车内空间、快充性能上具有明显优势	19
表 8: 极狐 αT5 较竞品车型在车内空间、快充性能上具有明显优势	19
表 9: 2026 年公司新车强周期延续, 预计 2026 年销量增长至 46 万辆	23
表 10: 销量高增有望推动公司营收规模扩张与盈利能力提升, 预计 2026 年公司营收同比增长 127.3%至 670.75 亿元, 毛利率增长至 8.21%	23
表 11: 预计 2026 年公司实现营收 670.75 亿元, 实现归母净利润-19.09 亿元	24
表 12: 基本假设及关键参数	25
表 13: 现金流折现估值表	25
表 14: 敏感性分析	25
表 15: 可比公司 PS 估值表 (截止 2026.4.9)	26

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	24,423	18,031	30,553	31,580
现金	11,852	6,097	8,183	4,299
应收账款	4,643	3,279	7,080	9,079
其它应收款	233	246	559	698
预付账款	327	615	1,312	1,546
存货	1,690	1,988	3,929	4,496
其他	5,678	5,806	9,490	11,462
非流动资产	16,998	18,212	18,958	21,754
长期投资	334	198	137	77
固定资产	7,079	7,277	7,486	7,699
无形资产	6,584	6,939	7,610	10,686
其他	3,002	3,799	3,725	3,292
资产总计	41,421	36,244	49,510	53,334
流动负债	23,702	26,179	36,011	38,176
短期借款	2,288	2,288	2,288	2,288
应付账款	7,368	3,189	6,501	7,369
其他	14,046	20,702	27,223	28,519
非流动负债	7,499	4,399	3,799	3,199
长期借款	5,389	2,389	1,889	1,389
其他	2,111	2,011	1,911	1,811
负债总计	31,201	30,578	39,810	41,376
少数股东权益	4,710	4,709	4,709	4,709
归属母公司股东权益	5,510	957	4,991	7,249
负债和股东权益	41,421	36,244	49,510	53,334

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1,572	2,784	1,934	2,146
净利润	-6,873	-4,554	-1,909	2,258
折旧摊销	2,588	3,889	4,183	2,373
财务费用	429	258	194	174
投资损失	39	15	34	42
营运资金变动	1,870	-2,445	1,761	-2,310
其他	375	5,620	-2,330	-392
投资活动现金流	-2,451	-5,180	-4,997	-5,256
资本支出	-2,436	-5,299	-5,027	-5,274
长期投资	-18	136	61	60
其他	3	-17	-30	-41
筹资活动现金流	7,429	-3,358	5,149	-774
短期借款	-3,146	0	0	0
长期借款	3,611	-3,000	-500	-500
其他	6,964	-358	5,649	-274
现金净增加额	3,406	-5,755	2,086	-3,884

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,512	29,510	67,075	83,802
营业成本	16,201	28,700	61,584	73,689
税金及附加	65	207	436	503
销售费用	1,821	2,066	2,750	2,933
管理费用	943	1,003	1,342	1,341
研发费用	1,760	2,095	3,018	3,352
财务费用	384	59	116	52
资产减值损失	-404	-61	-32	-40
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	288	133	302	377
营业利润	-6,779	-4,548	-1,901	2,270
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	22	9	11	14
利润总额	-6,799	-4,554	-1,909	2,258
所得税	74	0	0	0
净利润	-6,873	-4,554	-1,909	2,258
少数股东损益	75	0	0	0
归属母公司净利润	-6,948	-4,554	-1,909	2,258
EBITDA	-3,826	-606	2,390	4,683
EPS (元)	-1.09	-0.72	-0.30	0.35

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	1.3%	103.4%	127.3%	24.9%
营业利润增长率	-26.7%	32.9%	58.2%	219.4%
归母净利润增长率	-28.7%	34.5%	58.1%	218.3%
毛利率	-11.6%	2.7%	8.2%	12.1%
净利率	-47.4%	-15.4%	-2.8%	2.7%
ROE	-126.1%	-476.0%	-38.3%	31.2%
ROIC	-30.9%	-33.8%	-10.7%	12.6%
资产负债率	75.3%	84.4%	80.4%	77.6%
净资产负债率	305.3%	539.7%	410.4%	346.0%
流动比率	1.03	0.69	0.85	0.83
速动比率	0.92	0.56	0.68	0.65
总资产周转率	0.40	0.76	1.56	1.63
应收账款周转率	3.00	7.45	12.95	10.37
应付账款周转率	2.81	5.44	12.71	10.63
每股收益(元)	-1.09	-0.72	-0.30	0.35
每股经营现金流(元)	-0.25	0.44	0.30	0.34
每股净资产(元)	0.87	0.15	0.78	1.14
P/E	-6.56	-10.01	-23.88	20.19
P/B	8.27	47.65	9.14	6.29
EV/EBITDA	-11.62	-77.82	18.59	10.19
PS	3.14	1.54	0.68	0.54

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

石金漫 汽车行业首席分析师。香港理工大学理学硕士、工学学士。8年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、II上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院。

秦智坤 汽车行业分析师。北京邮电大学应用经济学硕士、经济学学士，2023年7月加入中国银河证券研究院，主要从事汽车行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn