

## 公司研究

## 亏损持续收窄，极狐+享界双品牌协同放量

——北汽蓝谷（600733.SH）2025 年报及 2026 年一季度业绩点评

## 要点

**公司亏损持续收窄：**2025 年实现营业收入同比+92.5%至 279.4 亿元，归母净亏损收窄 34.3%至 45.6 亿元；其中，4Q25 营业收入同比+167.5%/环比+114.0%至 125.6 亿元，归母净亏损同比收窄 53.7%/环比扩大 1.8%至 11.4 亿元。1Q26 营业收入同比+8.7%/环比-67.4%至 41.0 亿元，归母净亏损同环比收窄 8.7%/23.5%至 8.7 亿元。我们判断，公司亏损持续收窄主要受益于极狐和享界品牌销量快速增长带动收入和业绩改善。

**极狐/享界双品牌协同放量，盈利能力持续改善：**2025 年公司汽车销量同比+84.1%至 21.0 万辆（其中极狐销量同比+100.9%至 16.3 万辆、享界销量同比+398.0%至 4.3 万辆），1Q26 公司汽车销量同比+4.9%至 2.9 万辆（其中极狐销量同比-15.6%至 2.0 万辆、享界销量同比+211.3%至 0.9 万辆）。2025 年公司毛利率同比+12.1pcts 至 0.4%，1Q26 毛利率同比+10.5pcts/环比-1.2pcts 至 3.0%。我们判断，1) 公司坚持“享界领航、极狐冲锋”的双品牌战略，享界聚焦 30 万元以上高端市场打造品牌标杆、极狐聚焦 8-30 万元主流市场扩大规模优势，极狐/享界双品牌协同放量有望持续带动公司盈利能力改善；2) 2026E 将推出享界 SUV/MPV、极狐“问道 V9”MPV、S3 轿车等多款新品，形成覆盖全品类、全价位的产品矩阵，有望持续提升市场渗透率与用户覆盖度。

**定增落地赋能技术升级，积极布局前沿技术培育新增长引擎：**2026 年 1 月公司公告拟投资 19.91 亿元对享界超级工厂进行产线数智化升级、以适配新一代高端平台车型；2026 年 2 月公司完成向特定对象发行股票，募集资金约 60 亿元，主要用于享界/极狐品牌新能源车型研发、以及 AI 智能化平台及全阶智驾电动化系统平台开发。我们判断，公司在巩固整车业务的同时，积极布局前沿技术领域，实现智能化加速突破，极狐阿尔法 S 获全国首批 L3 级自动驾驶准入资质，并稳步拓展“Robo+N”多场景商业化应用，已与小马智行等头部科技企业深度协同，联合研发的极狐阿尔法 T5 Robotaxi 车型已累计量产超 600 辆，并已在北上广深四大核心城市启动常态化运营。

**维持“买入”评级：**鉴于市场竞争加剧，我们下调公司盈利预测，预计 2026E-2027E 归母净利润为-26.7/-13.3 亿元（vs. 之前预计归母净利润约-20.5/8.7 亿元），新增 2028E 归母净利润预测为 4.4 亿元；看好公司通过享界+极狐双品牌驱动基本面改善前景，维持“买入”评级。

**风险提示：**自主车型销量不及预期、与华为合作推进不及预期、市场竞争加剧。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	14,512	27,940	51,597	62,843	64,606
营业收入增长率	1.35%	92.53%	84.67%	21.80%	2.81%
归母净利润（百万元）	-6,948	-4,563	-2,668	-1,330	438
EPS（元）	-1.25	-0.82	-0.42	-0.21	0.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	-126.09%	-480.55%	155.26%	43.63%	-16.77%
P/S	3.1	1.6	0.9	0.7	0.7
P/B	7.2	42.0	NA	NA	NA

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-24；2024-2025 年总股本为 55.73 亿，按 2026E-2028E 总股本 63.67 亿计算

## 买入（维持）

当前价：7.15 元

## 作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

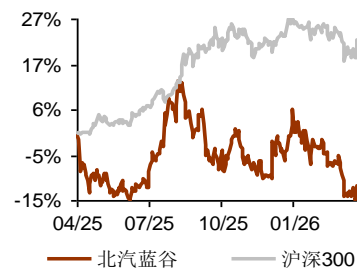
021-52523838

xingping@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	63.67
总市值(亿元):	455.25
一年最低/最高(元):	6.95/9.68
近 3 月换手率:	96.10%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.00	-12.62	-31.83
绝对	-0.42	-11.29	-5.80

资料来源：Wind

## 相关研报

7 月销量同环比下滑，静待享界高端旅行新车型上市——北汽蓝谷（600733.SH）跟踪报告（2025-08-01）

享界 S9 定价超预期，有望打破传统豪华轿车垄断格局——北汽蓝谷（600733.SH）新车型享界 S9 上市点评（2024-08-07）

先例可循，“新域”可否再塑标杆——华为产业链相关整车行业深度报告系列之二（2024-07-17）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,512	27,940	51,597	62,843	64,606
营业成本	16,201	27,821	47,160	56,308	57,002
折旧和摊销	2,362	2,741	2,530	2,645	2,776
税金及附加	65	339	516	628	646
销售费用	1,821	2,680	3,870	3,771	3,230
管理费用	943	761	1,290	1,383	1,292
研发费用	1,760	2,246	3,612	3,771	3,230
财务费用	384	114	320	542	652
投资收益	-41	-148	100	100	100
营业利润	-6,779	-6,385	-4,176	-2,362	-72
利润总额	-6,799	-6,380	-4,168	-2,354	-64
所得税	74	2	0	-24	-1
净利润	-6,873	-6,382	-4,168	-2,330	-62
少数股东损益	75	-1,819	-1,500	-1,000	-500
归属母公司净利润	-6,948	-4,563	-2,668	-1,330	438
EPS(元)	-1.25	-0.82	-0.42	-0.21	0.07

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-1,572	1,934	-1,869	1,191	3,484
净利润	-6,948	-4,563	-2,668	-1,330	438
折旧摊销	2,362	2,741	2,530	2,645	2,776
净营运资金增加	-6,788	-1,185	5,045	1,815	135
其他	9,802	4,942	-6,776	-1,938	134
投资活动产生现金流	-2,451	-2,970	-4,467	-3,730	-4,082
净资本支出	-2,436	-3,033	-3,635	-3,620	-3,972
长期投资变化	304	257	-200	-200	-200
其他资产变化	-319	-195	-632	90	90
融资活动现金流	7,429	-2,613	10,565	4,788	951
股本变化	0	0	794	0	0
债务净变化	-1,869	-3,433	10,885	5,330	1,603
无息负债变化	9,227	1,927	5,896	3,077	694
净现金流	3,406	-3,649	4,230	2,249	353

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	-11.6%	0.4%	8.6%	10.4%	11.8%
EBITDA 率	-22.6%	-7.1%	-2.5%	1.4%	5.1%
EBIT 率	-39.0%	-17.0%	-7.4%	-2.8%	0.8%
税前净利润率	-46.8%	-22.8%	-8.1%	-3.7%	-0.1%
归母净利润率	-47.9%	-16.3%	-5.2%	-2.1%	0.7%
ROA	-16.6%	-19.0%	-9.0%	-4.5%	-0.1%
ROE (摊薄)	-126.1%	-480.6%	155.3%	43.6%	-16.8%
经营性 ROIC	-53.0%	-49.9%	-23.2%	-9.0%	2.4%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	75%	88%	101%	105%	105%
流动比率	1.03	0.65	0.66	0.66	0.66
速动比率	0.96	0.59	0.60	0.61	0.61
归母权益/有息债务	0.56	0.15	-0.10	-0.13	-0.11
有形资产/有息债务	3.34	3.84	2.15	1.93	1.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	41,421	33,564	46,178	52,255	54,490
货币资金	11,852	6,090	10,319	12,569	12,921
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	4,643	3,810	6,966	8,484	8,722
应收票据	4,663	2,935	5,160	6,284	6,461
其他应收款 (合计)	233	317	516	628	646
存货	1,690	1,677	2,630	2,615	2,650
其他流动资产	1,015	1,200	1,200	1,200	1,200
流动资产合计	24,423	16,621	27,734	32,625	33,455
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	304	257	457	657	857
固定资产	7,079	6,366	7,029	7,882	8,932
在建工程	134	358	670	959	1,232
无形资产	6,584	6,272	5,951	5,650	5,370
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	99	359	359	359	359
非流动资产合计	16,998	16,943	18,444	19,629	21,035
总负债	31,201	29,695	46,477	54,884	57,181
短期借款	2,288	3,410	11,303	15,633	16,236
应付账款	7,368	8,080	9,432	8,446	8,550
应付票据	8,309	1,001	2,358	2,815	2,850
预收账款	46	0	0	0	0
其他流动负债	830	5,747	12,844	16,218	16,747
流动负债合计	23,702	25,411	41,866	49,274	50,571
长期借款	5,389	2,078	3,078	4,078	5,078
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	734	1,306	1,306	1,306	1,306
非流动负债合计	7,499	4,284	4,610	5,610	6,610
股东权益	10,220	3,869	-299	-2,629	-2,691
股本	5,574	5,574	6,367	6,367	6,367
公积金	29,680	29,680	28,886	28,886	28,930
未分配利润	-29,730	-34,293	-36,961	-38,291	-37,897
归属母公司权益	5,510	950	-1,718	-3,049	-2,611
少数股东权益	4,710	2,919	1,419	419	-81

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	12.55%	9.59%	7.50%	6.00%	5.00%
管理费用率	6.50%	2.72%	2.50%	2.20%	2.00%
财务费用率	2.65%	0.41%	0.62%	0.86%	1.01%
研发费用率	12.13%	8.04%	7.00%	6.00%	5.00%
所得税率	-1%	0%	0%	1%	2%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.28	0.35	-0.29	0.19	0.55
每股净资产	0.99	0.17	-0.27	-0.48	-0.41
每股销售收入	2.60	5.01	8.10	9.87	10.15

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	NA	NA	NA	NA	104
PB	7.2	42.0	NA	NA	NA
EV/EBITDA	NA	NA	NA	77.3	21.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼