

# 北汽蓝谷 (600733)

## 华为智选品牌享界放量可期,内生+合作全面发展

买入 (首次)

2024年05月23日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001  
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 孟璐

执业证书: S0600122080033

mengl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	9514	14319	30776	69088	85397
同比 (%)	9.40	50.50	114.94	124.49	23.61
归母净利润 (百万元)	(5465)	(5400)	(4287)	(2316)	795
同比 (%)	(4.22)	1.19	20.61	45.98	134.32
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.98)	(0.97)	(0.77)	(0.42)	0.14
P/E (现价&最新摊薄)	(7.00)	(7.08)	(8.92)	(16.51)	48.10

### 投资要点

■ **历史回顾: 极狐+BEIJING 双品牌协同发展。**北汽蓝谷为国内首个股份制新能源汽车公司。2009年北京新能源汽车股份有限公司成立,2018年公司更名“北汽蓝谷”并正式上市。1) 极狐: ARCFox 于2019年在日内瓦车展进行全球首次品牌发布,定位追求极致性能与创新设计的智能新能源汽车品牌。目前极狐在售车型5款,涵盖MPV/SUV/轿车三种能源类型,主要覆盖价格带10-25万元的纯电车型。2) BEIJING 品牌以TOB需求为主,目前在售车型包括EU5/EU7/北京EU5 PLUS,销量历经疫情初期断崖下降现已逐步恢复正常。

■ **未来看点: 内生+合作并进实现全面发展。**1) 携手华为智选打造高端品牌享界。中国30万元以上豪华车市场自2018年起保持正增长,2023年市场销量规模298万辆(零售口径,含进口),同时新能源渗透率低于市场整体,豪华新能源轿车市场供给待丰富。北汽是与华为合作最早的车企之一,HI+智选多方位开展战略合作。2024年北汽蓝谷+华为智选合作的首款车型享界S9正式亮相。与竞品相比,我们认为S9的优势体现在:①电动智能化优势。S9作为智选模型下第二款轿车车型,智驾方面将搭载华为自主研发的智能驾驶辅助系统,座舱方面预计将根据鸿蒙4.0多人多设备协同思路打通硬件,结合多屏组合实现体验升级。②品牌认同较高。高净值人群对车型品牌力/品牌认同感要求极高,享界作为华为智选模式下合作品牌,可充分受益于华为在C端市场积累的口碑和影响力。考虑S9电动智能化优势&华为智选品牌加成&豪华新能源轿车市场供给相对不足,我们认为S9爆款可期。2) 海外业务实现从无到有的突破。2023年,极狐与西班牙知名汽车经销商3B95,S.L公司成功签署了首批200辆极狐汽车的订单,稳步推进与欧洲、中东、南亚和拉美等海外市场的合作。产品准备方面,极狐汽车的主销车型阿尔法T和阿尔法S均已完成了欧洲标准认证,新款产品的海外认证工作也在稳步推进中。

■ **盈利预测与投资评级:**我们预测公司2024~2026年营收为30,776/69,088/85,397百万元,归母净利润预测为-4287/-2316/795百万元,对应PS为1.2/0.6/0.4倍(2024年5月22日)。选取港股上市的国内头部新势力车企理想汽车/蔚来/小鹏汽车及华为智选公司赛力斯/江淮作为公司的可比公司,对应2024~2026年PS均值为0.9/0.7/0.6倍。考虑公司新品牌享界首款车型发布在即,同时极狐出海战略明确。我们认为公司应该享受更高估值,首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示:**乘用车价格战超预期;终端需求恢复低于预期;智能化技术创新低于预期;全球经济复苏力度低于预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.90
一年最低/最高价	3.56/8.56
市净率(倍)	7.30
流通A股市值(百万元)	33,450.64
总市值(百万元)	38,457.17

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	0.95
资产负债率(% ,LF)	79.87
总股本(百万股)	5,573.50
流通A股(百万股)	4,847.92

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 历史回顾：极狐+BEIJING 双品牌协同发展</b> .....	<b>4</b>
1.1. 发展历程：国资委控股新能源汽车公司，股权结构稳定.....	4
1.2. 主要车型：极狐+北京汽车并行，车型结构逐步完善 .....	6
1.2.1. 极狐：追求极致性能与创新设计的智能新能源品牌.....	6
1.2.2. BEIJING：TO B 需求为主.....	9
<b>2. 未来看点：内生+合作并进实现全面发展</b> .....	<b>9</b>
2.1. 携手华为智选打造高端品牌享界.....	9
2.1.1. 豪华车市场稳定扩容，新能源轿车品类车型待完善.....	9
2.1.2. 携手华为智选打造高端品牌享界，首款车型 S9 爆款可期 .....	12
2.2. 海外业务实现从无到有的突破，持续推进.....	14
<b>3. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>14</b>
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图表目录

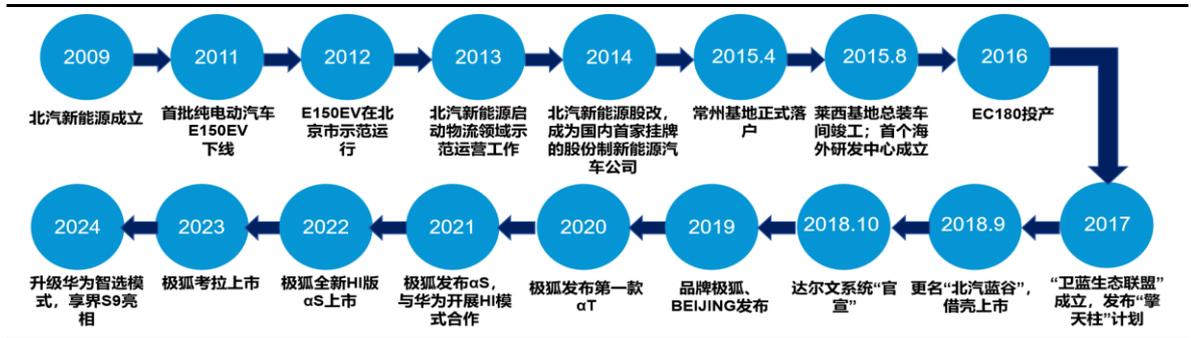
图 1: 北汽蓝谷发展历程.....	4
图 2: 北汽蓝谷股权结构 (截至 2024/3) .....	4
图 3: 公司总营收 (亿元/左轴) 及同比变化 (%/右轴) .....	5
图 4: 公司销量 (万辆/左轴) 及同比变化情况 (%/右轴) .....	5
图 5: 公司毛利率/净利率变化情况 (%) .....	5
图 6: 公司产能利用率变化情况 (%) .....	5
图 7: 北汽蓝谷费用率变化情况 (%) .....	6
图 8: 极狐全国门店分布 (截至 2024.4.13, 单位: 家) .....	6
图 9: 极狐在售车型汇总.....	6
图 10: 极狐销量变化/辆 .....	6
图 11: 极狐阿尔法 T 与主要竞品参数 .....	7
图 12: 极狐阿尔法 T 销量变化情况 (左轴/辆) .....	7
图 13: 极狐阿尔法 S 与主要竞品参数 .....	7
图 14: 极狐阿尔法 S 销量变化情况 (辆) .....	7
图 15: 极狐阿尔法 T5 与主要竞品参数 .....	8
图 16: 极狐阿尔法 T5 销量变化情况 (左轴/辆) .....	8
图 17: 极狐考拉与主要竞品参数.....	8
图 18: 极狐考拉内饰工艺.....	8
图 19: 北汽 EU 系列销量变化情况 (单位: 辆) .....	9
图 20: 中国 30 万元以上车型销量变化情况 (万辆/%) .....	9
图 21: 全市场/豪华市场 BEV 渗透率 (%) .....	9
图 22: 中国 30 万元以上车型 (成交价格) 销量及全市场汽车销量同比增速对比 (零售口径, 含进口, %)	10
图 23: 中国高净值人群数量/万人 .....	10
图 24: 2016-2023 年豪华车市场新能源销量 (左轴/万辆) 及渗透率 (右轴/%) .....	11
图 25: 全市场/豪华市场 BEV 渗透率 (%) .....	11
图 26: 全市场/豪华市场 PHEV 渗透率 (%) .....	11
图 27: 全市场/豪华市场 EREV 渗透率 (%) .....	11
图 28: 2024 部分 30 万元以上车型梳理.....	12
图 29: 北汽蓝谷与华为合作历程.....	12
图 30: 享界 S9 .....	13
图 31: 享界 S9 .....	13
图 32: 竞品车型销量情况 (交强险口径, 万辆) .....	13
图 33: M9 订单表现.....	13
图 34: 极狐汽车出口西班牙签约仪式.....	14
图 35: 极狐与阿联酋本奥米尔控股集团签约进军中东市场.....	14
表 1: 盈利预测关键假设.....	14
表 2: 可比公司估值表 (2024 年 5 月 22 日) .....	15

## 1. 历史回顾：极狐+BEIJING 双品牌协同发展

### 1.1. 发展历程：国资委控股新能源汽车公司，股权结构稳定

北汽蓝谷为国内首个股份制新能源汽车公司。2009年北京新能源汽车股份有限公司成立，2009-2013年实现自主新能源产业破冰；2014年北京新能源进入高速发展期，2018年公司更名“北汽蓝谷”并正式上市，先后推出EH、EU、EX、EV、EC、LITE等六大系列十余款纯电动乘用车，全面覆盖A00级到B级产品市场；2019年发布品牌BEIJING和极狐，拓展中高端新能源汽车市场。

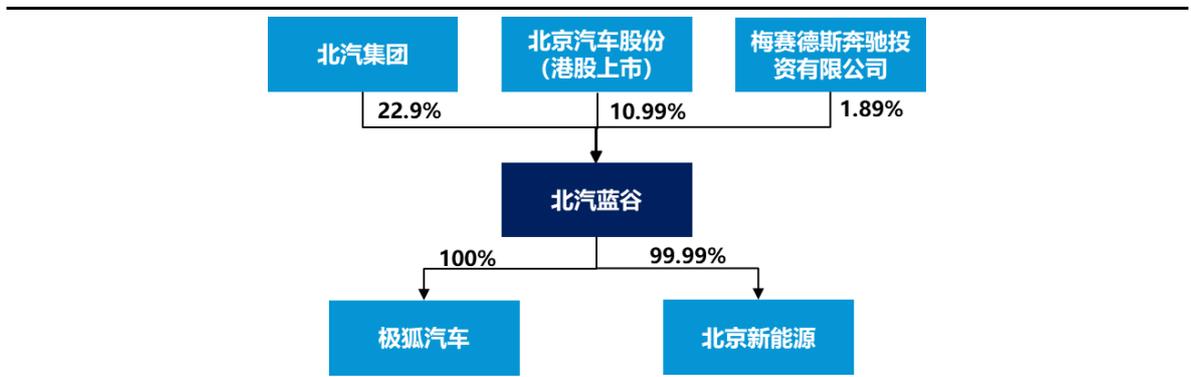
图1：北汽蓝谷发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

北汽蓝谷实控人为北京市国资委，截至2024年3月底，北汽集团持股22.9%，北京汽车持股10.99%。2024年3月15日北汽集团将其直接持有的北汽蓝谷全部股份对应的表决权、提名和提案权、召集权、参会权、监督建议权以及除收益权和处分权等财产性权利之外的其他权利（以下合称“表决权”）在托管期限内不可撤销、排他及唯一地全权托管给北京汽车行使。收购完成后，北汽蓝谷的直接控股股东将变更为北京汽车，有利于发挥北汽集团内部新能源乘用车战略资源的协同优势，形成整体合力，打造行业竞争优势。

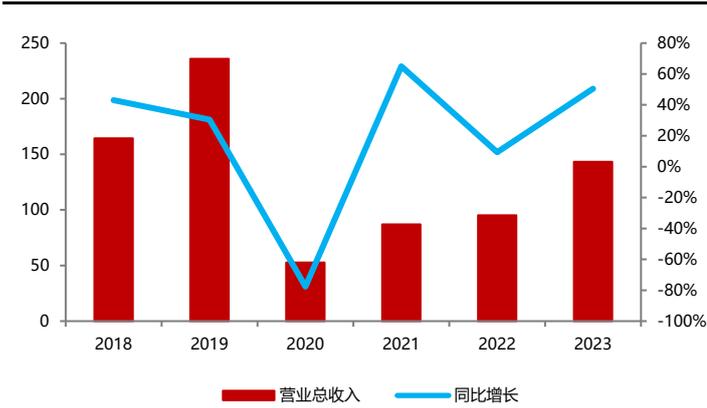
图2：北汽蓝谷股权结构（截至2024/3）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

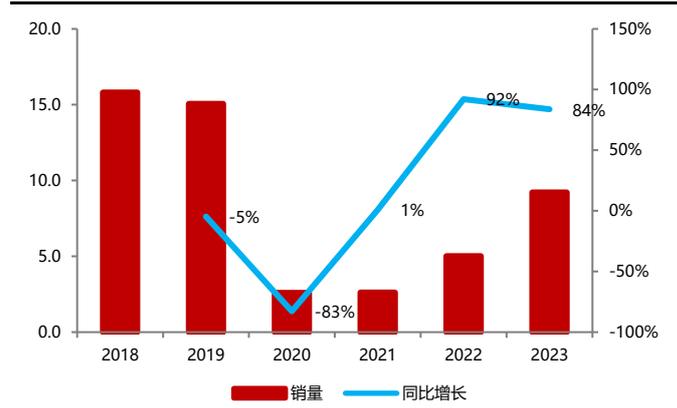
2020 年以来公司产销/营收处于持续改善中。2020 年由于疫情因素影响公司具有优势的网约车、出租车等对公销售业务陷于停滞，销量同比-83%。2021 年随着公司极狐品牌逐步放量/BEIJING 品牌销量逐步修复，公司产销进入逐步改善周期。2023 年共实现销量 9.2 万辆，同比+84%，实现营收 143.2 亿元，同比+51%。

图3：公司总营收（亿元/左轴）及同比变化（%/右轴）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

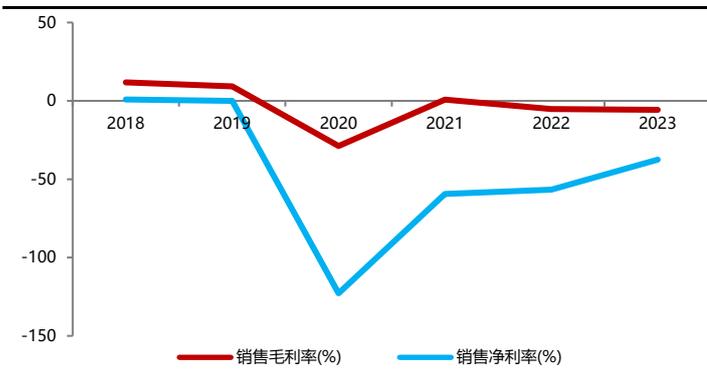
图4：公司销量（万辆/左轴）及同比变化情况（%/右轴）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

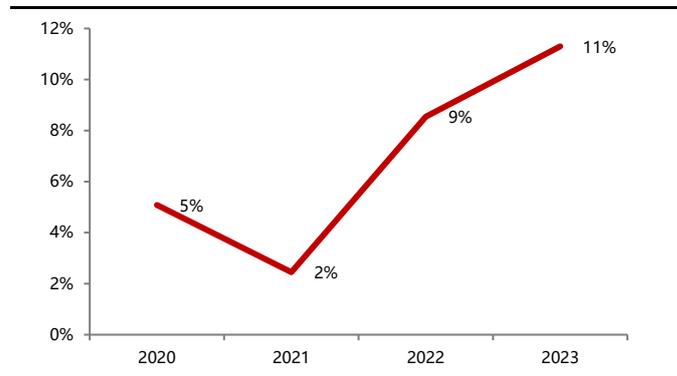
公司产能利用率整体较低，2022 年以来毛利率为负。2020 年以来极狐&BEIJING 品牌销量处于改善期，产能利用率仍较低，同时公司不断提升技术自研水平，持续巩固在整车集成、三电系统、智能化等关键领域的核心竞争力，因此公司 2022/2023 年毛利率/净利率均为负值。

图5：公司毛利率/净利率变化情况（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图6：公司产能利用率变化情况（%）

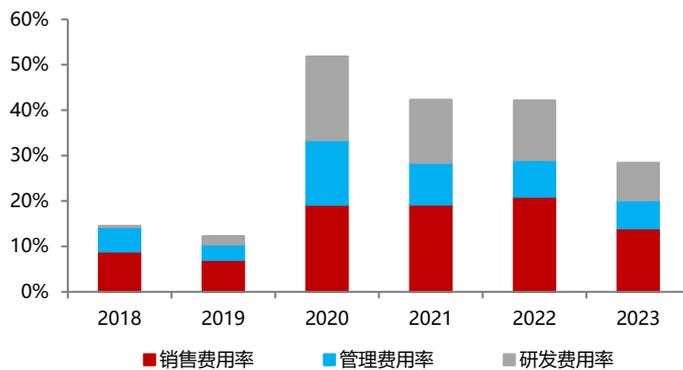


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2020 年以来公司费用率处于持续改善中。公司 2020 年以来期间费用率处于持续改

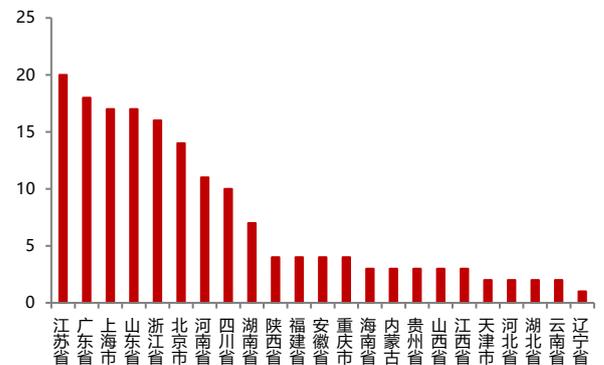
善中。极狐品牌采取直营+借势体系内优质经销商+体系外经销商+汽车服务贸易类公司等形式，在核心重点城市基本实现销量、份额双增长，截至 2024 年 4 月，在营极狐门店共 220 家。

图7：北汽蓝谷费用率变化情况（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图8：极狐全国门店分布（截至 2024.4.13，单位：家）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 主要车型：极狐+北京汽车并行，车型结构逐步完善

### 1.2.1. 极狐：追求极致性能与创新设计的智能新能源品牌

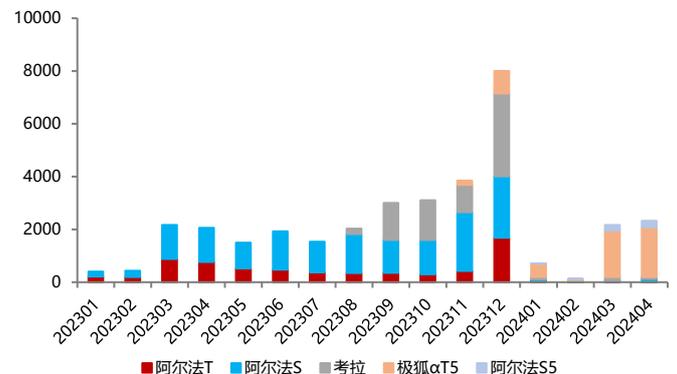
ARCFOX 于 2019 年在日内瓦车展进行全球首次品牌发布，定位追求极致性能与创新设计的智能新能源汽车品牌。目前极狐在售车型 5 款，涵盖 MPV/SUV/轿车三种能源类型，主要覆盖价格带 10-25 万元的纯电车型。

图9：极狐在售车型汇总



数据来源：汽车之家，公司官网，东吴证券研究所

图10：极狐销量变化/辆



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

极狐首款车型阿尔法 T 于 2020 年 10 月上市，定位 20-25 万价格带的全地形性能纯

电 SUV。性能方面，阿尔法 T 拥有 4.6s 零百加速度，搭载西门子、法雷奥、博格华纳联合打造的三合一动力总成解决方案，搭载 α-Pilot L2 级辅助驾驶系统。2023 年 6 月，极狐推出阿尔法 T 森林版，以“森林氧吧”模式为卖点，最长续航升级至 688km。

图11：极狐阿尔法 T 与主要竞品参数

车型	极狐alphaT	宋L	零跑C11 EV
级别	中型SUV	中型SUV	中型SUV
官方售价(元)	185800-280800	189800-249800	136800-209800
续航里程(km)	480/600/618/688 (CLTC)	550/602/662 (CLTC)	502/515/580/650 (CLTC)
长*宽*高(mm)	4788*1940*1683	4840*1950*1560	4750*1905*1675
轴距(mm)	2915	2930	2930
百公里加速(s)	4.6/8/8.4	4.3/6.9/8.5	3.94/4.5/7.9
摄像头数量	2/3/5/7	6	1
超声波雷达数量	8/12	6/8/12	4/12
毫米波雷达数量	1/3/5	3/5	1/5

数据来源：汽车之家，公司官网，东吴证券研究所

图12：极狐阿尔法 T 销量变化情况（左轴/辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

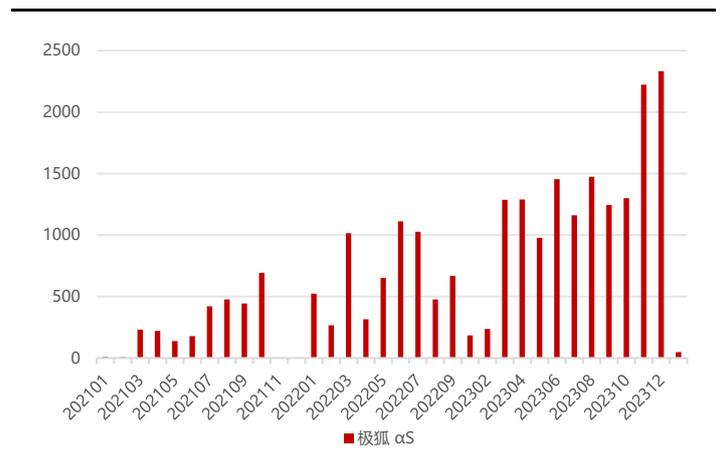
极狐阿尔法 S 于 2021 年 4 月上市，定位 20-25 万价格带的纯电动中大型轿车。阿尔法 S 外观上延续阿尔法 T 的设计元素，全系标配三元锂电池。2023 年 6 月极狐推出阿尔法 S 森林版，以“森林氧吧”模式为卖点，最长续航升级至 735km。

图13：极狐阿尔法 S 与主要竞品参数

车型	极狐alphaS	比亚迪汉 EV	昊铂GT
级别	中大型车	中大型车	中大型车
官方售价(元)	184800-329800	179800-269800	219900-339900
续航里程(km)	525/603/650/735 (CLTC)	506/605/610/715 (CLTC)	560/600/710 (CLTC)
长*宽*高(mm)	4930*1940*1599	4995*1910*1495	4886*1885*1449
轴距(mm)	2915	2920	2920
百公里加速(s)	3.5/4.2/7.7/8.3	3.7/7.9	4.9/6.5
摄像头数量	1	5/6/11	5/11/13
超声波雷达数量	8/12	8/12	3/12
毫米波雷达数量	1/5/6	1/3/5	3/5/6

数据来源：汽车之家，公司官网，东吴证券研究所

图14：极狐阿尔法 S 销量变化情况（辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

极狐阿尔法 T5 于 2023 年 11 月亮相，定位 15-20 万元纯电动中型 SUV。续航方面，阿尔法 T5 最大续航达 660km，搭载宁德时代神行超充电池，匹配极狐自主研发的效率高达 95%的极锋动力系统和极光电池系统性解决方案，使得阿尔法 T5 百公里能耗 13.9

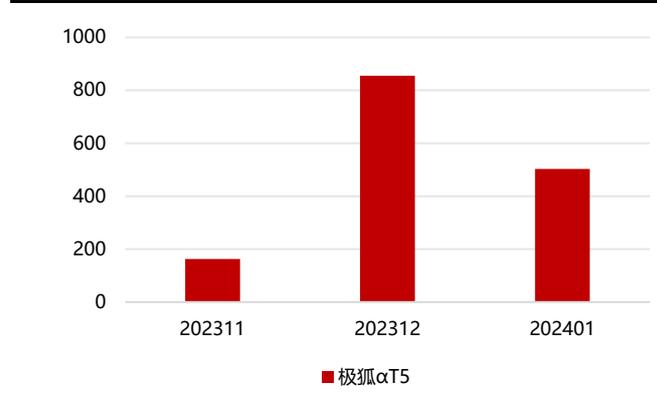
度，冬季续航能力较好。

图15：极狐阿尔法 T5 与主要竞品参数

车型	极狐alphaT5	奇瑞舒享家	深蓝S7 EV	零跑C11 EV
级别	中型SUV	中型SUV	中型SUV	中型SUV
官方售价(元)	155800-199800	129900-172900	169900-207900	136800-209800
续航里程(km)	520/660(CLTC)	412/512 (CLTC)	520/620 (CLTC)	502/515/580/650 (CLTC)
长*宽*高(mm)	4690*1936*1650	4675*1910*1660	4750*1930*1625	4750*1905*1675
轴距(mm)	2845	2830	2900	2930
百公里加速(s)	7.5	8	3.1/3.26	3.94/4.5/7.9
摄像头数量	4/6	1/5	5/10	1
超声波雷达数量	8/12 (选配)	4/8	6/12	4/12
毫米波雷达数量	5/6 (选配)	1	3/5	1/5

数据来源：汽车之家，公司官网，东吴证券研究所

图16：极狐阿尔法 T5 销量变化情况 (左轴/辆)



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

极狐考拉于 2023 年 9 月上市，定位 10-15 万元纯电动紧凑型 MPV。考拉瞄准新手父母群体，在外观上配色柔和，在设计上考拉支持脚踏车门激光投影来感应开门，具备 340mm 的超低地台方便儿童，在安全性上考拉左后座原厂自带一把儿童安全座椅，支持 80km/h 的高速安全防护，全车拥有 62%超高强度钢，热成型钢 11.6%，车门采用 1500mpa 高强度钢材，侧气帘体积达 37L，气囊数量 6 个。作为紧凑型 MPV，考拉精准定位目标客户群体，是“场景化造车”理念付诸实践的成果。

图17：极狐考拉与主要竞品参数

车型	极狐考拉	奔腾NAT	枫叶80V
级别	紧凑型MPV	紧凑型MPV	紧凑型MPV
官方售价(元)	119800-169800	147800-164800	89800-159800
续航里程(km)	500(CLTC)	401/419/425 (CLTC)	407/410/415 (NEDC)
长*宽*高(mm)	4500*1870*1655	4450*1840*1680	4706*1909*1699
轴距(mm)	2820	2850	2807
百公里加速(s)	—	—	—
摄像头数量	1	—	1
超声波雷达数量	4/12	3	3
毫米波雷达数量	1/3	—	—

数据来源：汽车之家，公司官网，东吴证券研究所

图18：极狐考拉内饰工艺

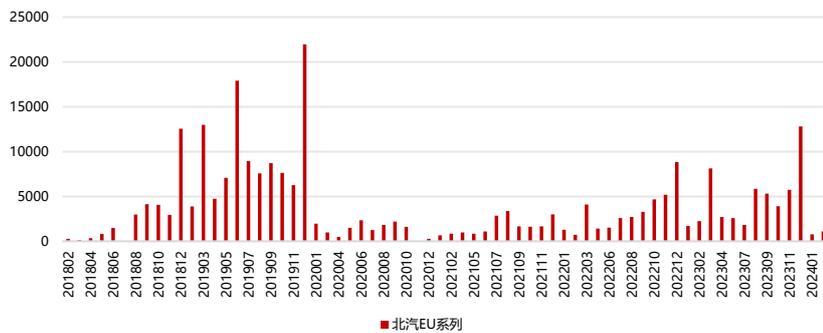


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.2.2. BEIJING: TO B 需求为主

BEIJING 品牌以 TOB 需求为主，销量历经疫情初期断崖下降现已逐步恢复正常。BEIJING 品牌于 2019 年 10 月 15 日在中华世纪坛的北汽集团新品牌战略发布会上发布。主要面向网约车/出租车等 B 端市场。目前在售车型包括 EU5/EU7/北京 EU5 PLUS, 2023 年共销售 6.2 万辆。

图19: 北汽 EU 系列销量变化情况 (单位: 辆)



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

## 2. 未来看点: 内生+合作并进实现全面发展

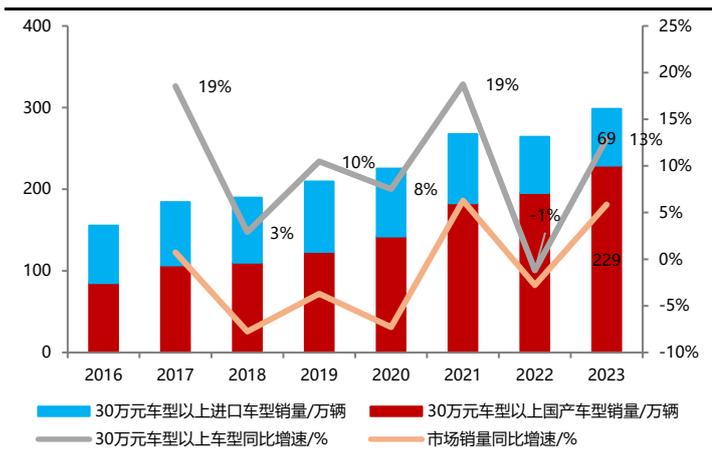
### 2.1. 携手华为智选打造高端品牌享界

#### 2.1.1. 豪华车市场稳定扩容, 新能源轿车品类车型待完善

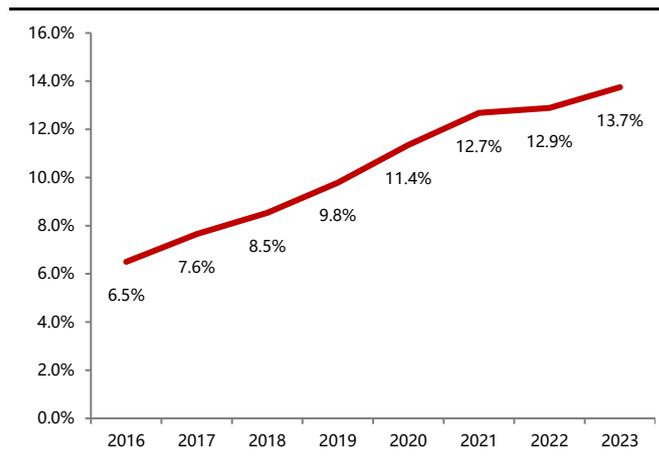
中国 30 万元以上豪华车市场自 2018 年起保持正增长, 2023 年市场销量规模 298 万辆 (零售口径, 含进口)。我们定义成交价格在 30 万元以上的车型为豪华车, 豪华车市场自 2016 年起持续扩容中, 2018-2023 年销量 CAGR 为 8.5%。2023 年豪华车市场零售销量为 298 万辆, 占全市场乘用车零售量的比重为 13.7%。国产豪华车型为增长主力。细分结构来看, 进口车型销量规模持续下滑, 国产豪华车型为市场扩容主力, 2023 年国产豪华车型销量为 229 万辆, 同比+17.3%。

图20: 中国 30 万元以上车型销量变化情况 (万辆/%)

图21: 全市场/豪华市场 BEV 渗透率 (%)



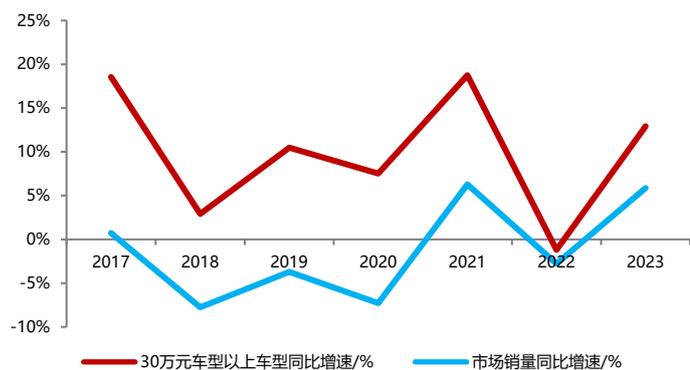
数据来源：交强险，东吴证券研究所



数据来源：交强险，东吴证券研究所

中国30万元以上豪华车市场自2017年起同比增速始终高于市场整体增速。中国乘用车市场2017-2020年零售销量连年下降，同期豪华车市场始终保持正增长。30万元以上车型销量占比持续提升，由2017年7.6%提升至2023年13.7%。主要原因为：**1）中国高净值人群稳定增长**，豪华车消费群体扩容：根据《2023年中国私人财富分析报告》，中国个人可投资资产超过1千万的人数持续提升，2022年达到316万人，同比+21%。**2）国外豪华品牌加速国产化，提升“性价比”**：豪华车品牌国产化进程不断加快，满足中国消费者需求同时售价大幅减低（2020年以来国产化的车型包括：宝马X5；丰田赛那等）。**3）电动化优势加成下2020年之后国产豪华品牌理想/蔚来崛起**，供给端逐步丰富。

图22：中国30万元以上车型（成交价格）销量及全市场汽车销量同比增速对比（零售口径，含进口，%）



数据来源：交强险，东吴证券研究所

图23：中国高净值人群数量/万人

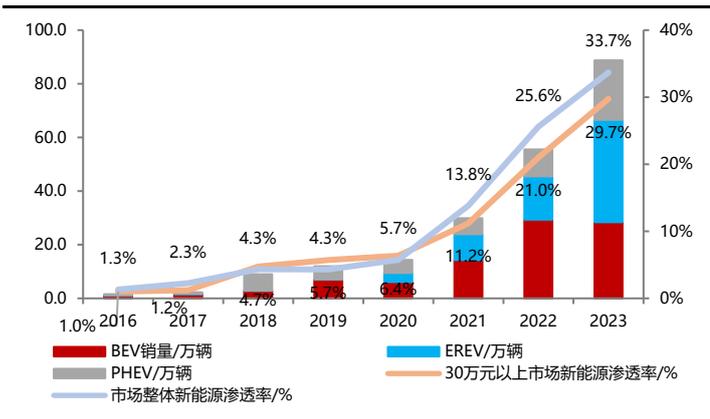


数据来源：交强险，东吴证券研究所

中国豪华车市场新能源渗透率低于市场整体。2023年豪华车市场新能源车渗透率

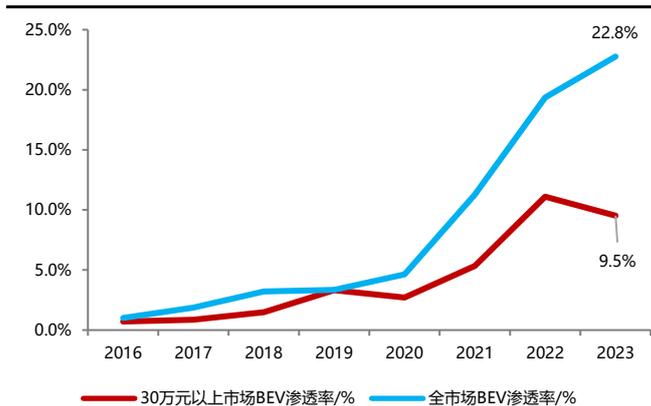
为 29.7%，低于全市场新能源渗透率 33.7%（含进口，零售口径）。从能源类型角度来看，豪华车市场 EREV 渗透率在理想的贡献下显著高于市场整体（2023 年高 10pct）；豪华车市场 PHEV 渗透率与市场整体接近（2023 年高 0.6pct），腾势为核心品牌；EV 渗透率显著低于市场整体（2023 年低 13pct），2023 年豪华车市场 EV 渗透率环比下滑 1.6pct，蔚来为核心品牌。

图24：2016-2023 年豪华车市场新能源销量（左轴/万辆）及渗透率（右轴/%）



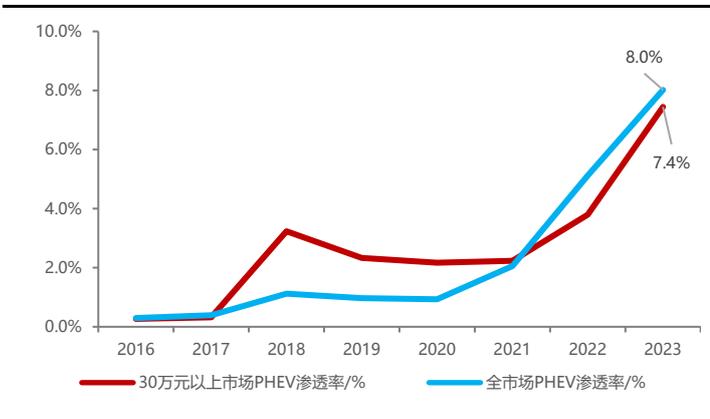
数据来源：交强险，东吴证券研究所

图25：全市场/豪华市场 BEV 渗透率 (%)



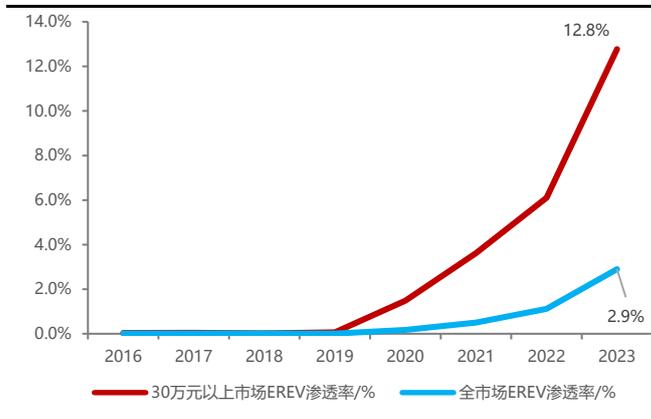
数据来源：交强险，东吴证券研究所

图26：全市场/豪华市场 PHEV 渗透率 (%)



数据来源：交强险，东吴证券研究所

图27：全市场/豪华市场 EREV 渗透率 (%)



数据来源：交强险，汽车之家，东吴证券研究所

豪华新能源轿车市场供给待丰富。从 2024 年规划而言，自主品牌在豪华车市场的规划仍较积极，新能源多品类全面开花。豪华 MPV 市场新增小鹏+理想，豪华 SUV 市场新车较多，而豪华轿车市场自主品牌市占率较低，2024 年核心开拓该市场的品牌是华为系（江淮/北汽）。华为与北汽合作推出的全新轿车有望提升豪华轿车市场自主品牌渗透率。

图28：2024 部分 30 万元以上车型梳理

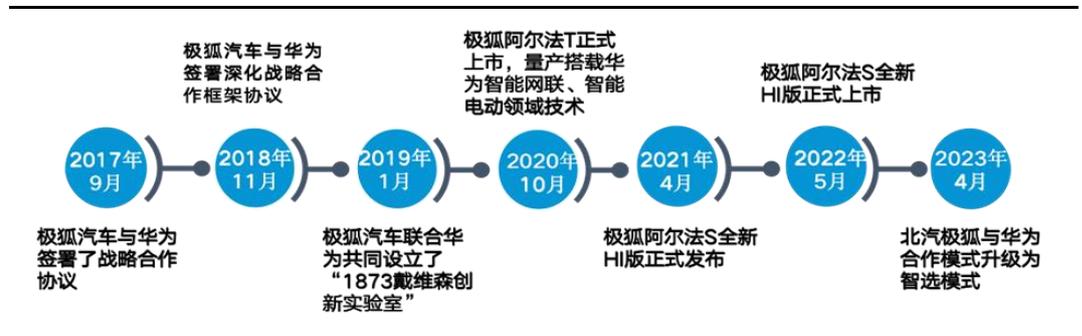
2023年市场规模 48万辆	2023年市场规模 152万辆	2023年市场规模 98万辆
2023年自主品牌 渗透率 33.7%	2023年自主品牌渗透率 35.6%	2023年自主品牌渗透率 7.9%
 MEGA/纯电   小鹏X9/纯电	 理想M9  理想M8  理想M7  智界EHY  问界M8  腾势N9  豹8  腾势N8Max  坦克700/插混	 华为+江淮全新轿车  仰望U9/纯电  华为+北汽蓝谷全新轿车  仰望U7/纯电
MPV	SUV	CAR

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

2.1.2. 携手华为智选打造高端品牌享界，首款车型 S9 爆款可期

北汽是与华为合作最早的车企之一，HI+智选多方位开展战略合作。2018 年 11 月，极狐汽车与华为签署深化战略合作框架协议，双方将在智能化转型方面展开深入研究与合作，将 ICT 技术与智能网联汽车深度融合。2020 年 10 月，极狐阿尔法 T 正式上市，量产搭载华为智能网联、智能电动领域技术。2021 年 4 月，极狐阿尔法 S 全新 HI 版正式发布，为首个量产搭载华为全栈智能汽车解决方案，2022 年 5 月正式上市，并于 6 月开启交付。2023 年 4 月 16 日公司与华为的合作从 HI 模式升级为智选模式。2024 年北汽蓝谷+华为智选合作的首款车型享界 S9 正式亮相。

图29：北汽蓝谷与华为合作历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

享界 S9 定位 35-50 万元中大型新能源轿车，市场空间广阔，新能源竞品较少。享界 S9 车身尺寸 5160x1987x1486mm，轴距 3050mm。核心竞品主要为奥迪 A8/宝马 7 系/奔驰 S 等燃油车型，与竞品相比，我们认为 S9 的优势体现在：1) 电动智能化优势。S9 作为智选模式下第二款轿车车型，智驾方面将搭载华为自主研发的智能驾驶辅助系统，座舱方面预计将根据鸿蒙 4.0 多人多设备协同思路打通硬件，结合多屏组合实现体验升级。2) 品牌认同较高。高净值人群对车型品牌力/品牌认同感要求极高，享界作为华为智选模式下合作品牌，可充分受益于华为在 C 端市场积累的口碑和影响力。问界 M9 上市后良好的订单表现也证明了华为智选在高净值人群中具有较高的品牌影响力。享界 S9 预计于 2024Q3 上市交付，考虑 S9 电动智能化优势&华为智选品牌加成&豪华新能源汽车市场供给不足，我们认为 S9 爆款可期。

图30：享界 S9



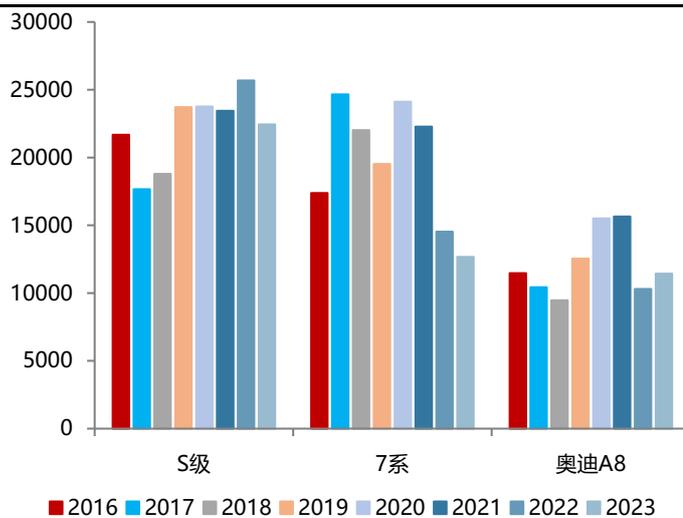
数据来源：工信部，东吴证券研究所

图31：享界 S9



数据来源：工信部，东吴证券研究所

图32：竞品车型销量情况（交强险口径，万辆）



数据来源：交强险，东吴证券研究所

图33：M9 订单表现



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

产能层面预计于 2024 年中完成改建升级。为满足享界 S9 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。北京高端智能生态工厂项目总体规划 5 万辆/年，预计 2024 年 6 月完成。

## 2.2. 海外业务实现从无到有的突破，持续推进

公司积极推进海外业务发展。2023 年，极狐与西班牙知名汽车经销商 3B95,S.L 公司成功签署了首批 200 辆极狐汽车的订单，海外业务实现了从 0 到 1 的突破，稳步推进与欧洲、中东、南亚和拉美等海外市场的合作。产品准备方面，极狐汽车的主销车型阿尔法 T 和阿尔法 S 均已完成了欧洲标准认证，新款产品的海外认证工作也在稳步推进中。

图34：极狐汽车出口西班牙签约仪式



数据来源：人民网，东吴证券研究所

图35：极狐与阿联酋本奥米尔控股集团签约进军中东市场



数据来源：新华社，东吴证券研究所

## 3. 盈利预测与投资建议

基于以下核心假设，我们对北汽蓝谷 2024~2026 年盈利进行预测。

1) 北汽蓝谷 2023 年实现批发销量 9.22 万辆，我们预期在极狐新车型放量+享界车型销量贡献下公司 2024~2026 年可分别实现批发销量 17.75/32.30/40.60 万辆，分别同比 +93%/+82%/+26%。2) 规模效应以及中高端享界车型贡献下我们预期公司 2024~2026 年综合毛利率分别为 6.4%/15.1%/18.0%。

表1：盈利预测关键假设

	2023	2024E	2025E	2026E
销量/万辆	9.22	17.75	32.30	40.60
YOY	84%	93%	82%	26%

单价/万辆	10.98	17.3	21.4	21.0
毛利率	-5.7%	6.4%	15.1%	18.0%
研发费用率	8.28%	5.00%	4.00%	4.00%
管理费用率	6.17%	5.00%	4.50%	4.00%
销售费用率	13.96%	11.00%	10.00%	9.00%

数据来源：wind，东吴证券研究所

我们预测公司 2024-2026 年营收为 30,776/69,088/85,397 百万元，归母净利润预测为 -4287/-2316/795 百万元，对应 PS 为 1.2/0.6/0.4 倍(2024 年 5 月 22 日)。选取港股上市的国内头部新势力车企理想汽车/蔚来/小鹏汽车及华为智选公司赛力斯/江淮作为公司的可比公司，对应 2024-2026 年 PS 均值为 0.9/0.7/0.6 倍。考虑公司新品牌享界首款车型发布在即，同时极狐出海战略明确。我们认为公司应该享受更高估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表2：可比公司估值表（2024 年 5 月 22 日）

证券代码	公司简称	市值/亿元	营业收入/亿元			PS/倍		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
2015.HK	理想汽车-W	1,560	1513	2169	2732	1.0	0.7	0.6
9866.HK	蔚来-SW	749	886	1175	1369	0.8	0.6	0.5
9868.HK	小鹏汽车-W	528	445	827	1146.4	1.2	0.6	0.5
601127	赛力斯	1,328	1386	1580	1898	1.0	0.8	0.7
600418	江淮汽车	355	496	582	674	0.7	0.6	0.5
可比公司算术平均 PS						0.9	0.7	0.6
600733	北汽蓝谷	354	308	691	854	1.2	0.6	0.4

注：业绩预测值均来源于东吴证券研究所；表中货币单位均为人民币，换算汇率为 1 港元≈0.9254 人民币 (2024/5/22)

#### 4. 风险提示

**乘用车价格战超预期。**若车企价格战幅度较大以及节奏较快，会对整车企业以及供应链盈利情况产生较大影响。

**终端需求恢复低于预期。**若消费者需求恢复不及预期，则影响车企销量爬坡。

**智能化技术创新低于预期。**如果智能化技术创新不及预期，将会影响智能化技术的应用和相关产业链。

**全球经济复苏力度低于预期。**如果全球经济复苏不及预期，将影响汽车出口表现。

北汽蓝谷三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>15,533</b>	<b>40,867</b>	<b>63,102</b>	<b>75,680</b>	<b>营业总收入</b>	<b>14,319</b>	<b>30,776</b>	<b>69,088</b>	<b>85,397</b>
货币资金及交易性金融资产	5,845	21,141	20,144	23,088	营业成本(含金融类)	15,138	28,793	58,685	69,990
经营性应收款项	7,414	15,830	35,364	43,622	税金及附加	59	126	283	350
存货	1,657	3,152	6,424	7,662	销售费用	1,999	3,385	6,909	7,686
合同资产	0	0	0	0	管理费用	883	1,539	3,109	3,416
其他流动资产	618	744	1,169	1,308	研发费用	1,186	1,539	2,764	3,416
<b>非流动资产</b>	<b>15,268</b>	<b>22,040</b>	<b>20,851</b>	<b>19,575</b>	财务费用	417	244	124	223
长期股权投资	468	268	218	138	加:其他收益	98	100	100	100
固定资产及使用权资产	6,108	5,990	5,805	5,645	投资净收益	(55)	(55)	(55)	(55)
在建工程	1,475	1,630	1,720	1,720	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	3,264	10,249	9,235	8,220	减值损失	(605)	(42)	(175)	(195)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	576	600	620	620
长期待摊费用	37	27	19	10	<b>营业利润</b>	<b>(5,349)</b>	<b>(4,247)</b>	<b>(2,295)</b>	<b>787</b>
其他非流动资产	3,916	3,875	3,854	3,841	营业外净收支	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>30,801</b>	<b>62,907</b>	<b>83,952</b>	<b>95,255</b>	<b>利润总额</b>	<b>(5,349)</b>	<b>(4,246)</b>	<b>(2,294)</b>	<b>787</b>
<b>流动负债</b>	<b>19,472</b>	<b>28,385</b>	<b>46,871</b>	<b>55,124</b>	减:所得税	17	13	7	(2)
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,019	10,019	10,019	10,019	<b>净利润</b>	<b>(5,365)</b>	<b>(4,260)</b>	<b>(2,301)</b>	<b>790</b>
经营性应付款项	6,656	12,698	25,898	30,894	减:少数股东损益	34	27	15	(5)
合同负债	252	461	939	1,120	<b>归属母公司净利润</b>	<b>(5,400)</b>	<b>(4,287)</b>	<b>(2,316)</b>	<b>795</b>
其他流动负债	2,545	5,206	10,015	13,090	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.97)	(0.77)	(0.42)	0.14
非流动负债	4,370	6,786	11,586	13,786	EBIT	(5,314)	(4,606)	(2,661)	539
长期借款	1,778	2,878	5,378	6,378	EBITDA	(3,607)	(1,541)	(587)	2,613
应付债券	0	1,000	2,300	2,500	毛利率(%)	(5.72)	6.44	15.06	18.04
租赁负债	1,002	1,318	2,318	3,318	归母净利率(%)	(37.71)	(13.93)	(3.35)	0.93
其他非流动负债	1,591	1,591	1,591	1,591	收入增长率(%)	50.50	114.94	124.49	23.61
<b>负债合计</b>	<b>23,843</b>	<b>35,171</b>	<b>58,457</b>	<b>68,910</b>	归母净利润增长率(%)	1.19	20.61	45.98	134.32
归属母公司股东权益	6,291	27,041	24,785	25,640					
少数股东权益	668	695	710	705					
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,959</b>	<b>27,736</b>	<b>25,495</b>	<b>26,345</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>30,801</b>	<b>62,907</b>	<b>83,952</b>	<b>95,255</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(465)	(2,476)	(4,867)	1,688	每股净资产(元)	1.13	2.56	2.34	2.42
投资活动现金流	(1,540)	(9,296)	(434)	(367)	最新发行在外股份(百万股)	5,574	5,574	5,574	5,574
筹资活动现金流	4,244	27,068	4,305	1,623	ROIC(%)	(26.79)	(14.74)	(6.04)	1.15
现金净增加额	2,239	15,296	(996)	2,944	ROE-摊薄(%)	(85.84)	(15.85)	(9.34)	3.10
折旧和摊销	1,707	3,065	2,074	2,074	资产负债率(%)	77.41	55.91	69.63	72.34
资本开支	(1,570)	(9,454)	(419)	(379)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(7.08)	(8.92)	(16.51)	48.10
营运资本变动	2,577	(1,125)	(4,744)	(1,382)	P/B(现价)	6.08	2.68	2.93	2.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15% 与-5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>