

极狐场景化造车初获成功，智选品牌“享界”上攻豪华市场

核心观点

北汽蓝谷拥有 BEIJING 和极狐双品牌，整车销量连续 3 年恢复性增长，财务数据边际改善。未来极狐阿尔法将持续推出 N5 和 N6 系列新车型，并通过考拉等场景化车型拓增量。公司已与 合作 6 年，2023 年 8 月改建密云工厂开展智选车合作，品牌名“享界”。首款车型享界 S9 定位“行政级旗舰豪华行政轿车”已于 4 月北京车展亮相，作为自主豪华品牌具备稀缺性。北汽具备豪华车经验， 具备超强技术和品牌力，强强联手有望再创成功。

公司曾为纯电车销量冠军，转型 C 端再起航。

公司拥有 BEIJING（B 端）和极狐（C 端）双品牌，是 2013-2019 年的纯电乘用车销量冠军。2020 年起公司 B 端销量明显恢复，C 端品牌重点发展，整车销量连续 3 年增长，财务数据边际改善。

阿尔法 N5 系和 N6 系并举，场景化造车推出极狐考拉。

阿尔法 S 和 T 稳定贡献销量，N5 系价格带下探走量，N6 系定位中高端市场。极狐考拉是面向亲子细分市场的新尝试，场景化造车获市场认可。2023 年极狐品牌销量 3.0 万辆，同比+137.8%。

和 合作 6 年积累深厚，联手打造享界 S9 豪华品牌轿车。

公司 2017 年起和 开展合作，曾通过 HI 模式推出极狐阿尔法 S 先行版。2023 年 8 月公司宣布通过改建密云工厂，合作升级为智选车模式，首款车型享界 S9 在 4 月北京车展亮相，定位行政级豪华旗舰轿车。北汽具有豪华品牌奔驰的销售运营经验，智能驾驶、智能座舱和品牌力均强，强强联手有望复刻问界品牌成功，为公司增长注入新动能。

盈利预测：我们预测公司 24-26 年盈利-35.1/-12.1/3.4 亿元，对应 PE 估值-11.6/-33.6/119.1 倍，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；市场竞争加剧；新车型开发进度不及预期；公司资产负债率较高。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,514.27	14,318.61	31,032.91	43,235.97	49,287.24
YOY(%)	9.40	50.50	116.73	39.32	14.00
净利润(百万元)	-5,464.88	-5,399.78	-3,513.54	-1,209.48	341.65
YOY(%)	-4.22	1.19	34.93	65.58	128.25
ROE(%)	-96.36	-85.84	-126.51	-77.14	17.89
EPS(摊薄/元)	-0.98	-0.97	-0.63	-0.22	0.06
P/E(倍)	-7.45	-7.53	-11.58	-33.64	119.09

资料：iFinD，中信建投证券

北汽蓝谷 (600733. SH)

首次评级

买入

发布日期：2024 年 06 月 18 日

当前股价：7.30 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	21.46/25.13	-5.56/-5.19	32.49/38.70
12 月最高/最低价 (元)			8.40/3.71
总股本 (万股)			557,350.32
流通 A 股 (万股)			484,791.81
总市值 (亿元)			406.87
流通市值 (亿元)			353.90
近 3 月日均成交量 (万)			27219.96

主要股东

北京汽车集团有限公司	22.90%
------------	--------

股价表现



目录

一、公司概况：纯电新能源车探索者，极狐和享界品牌是亮点.....	1
1.1 多年新能源车销冠，转型 C 端再起航.....	1
1.1.1 专注纯电车型的“新势力”，三大平台支持开发.....	1
1.1.2 BEIJING、极狐双轮驱动，智选赋能向上.....	2
1.2 股权结构稳定，实际控制人为北京国资委.....	3
二、财务分析：整车销量连续 3 年增长，财务指标边际向好.....	4
2.1 营收：转型 C 端顺利，连续 3 年营收增长.....	4
2.2 利润端：销量增长下，毛利率亏损有所收窄.....	4
2.3 费用端：销售、管理、研发费用率均回落.....	5
三、场景化造车成效初显，享界品牌剑指豪华车市场.....	8
3.1 极狐品牌转型 C 端，N5 和 N6 系新品再起航.....	8
3.1.1 销量主力：阿尔法 T 和阿尔法 S“森林版”改款稳定贡献销量.....	8
3.1.2 未来新车型：阿尔法 N5 系列拓展受众，N6 系列立品牌标杆.....	9
3.2 场景化造车，聚焦亲子细分市场初获成功.....	10
3.3 享界：智能驾驶&品牌深度赋能，智选车的关键拼图.....	12
四、盈利预测和估值.....	16
风险分析.....	17
报表预测.....	19

一、公司概况：纯电新能源车探索者，极狐和享界品牌是亮点

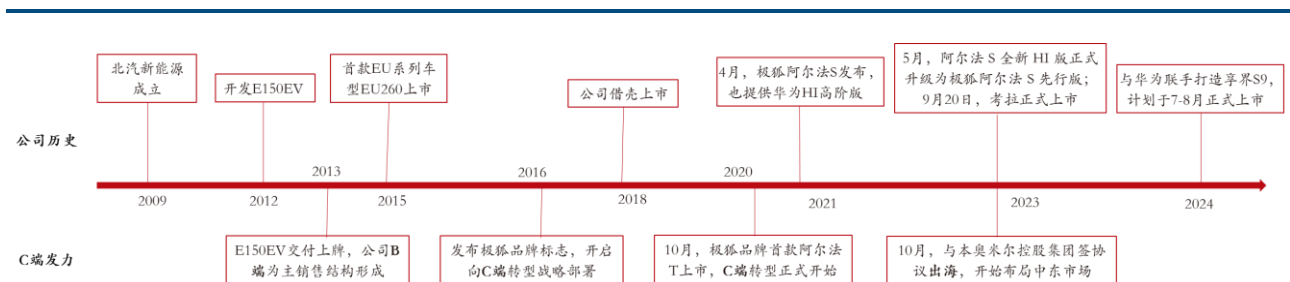
1.1 多年新能源车销冠，转型 C 端再起航

1.1.1 专注纯电车型的“新势力”，三大平台支持开发

公司是国内纯电乘用车探索者，连续 7 年纯电车销量第一名。公司是北汽集团旗下的新能源汽车品牌，成立于 2009 年。公司从 2012 年开始探索纯电动乘用车，研发了 E150EV 并于次年交付上牌。2013-2019 年公司连续蝉联中国纯电汽车销量第一名，以 BEIJING 品牌对 B 端销售为主。2016 年公司发布极狐（ARCFOX）品牌开启 C 端转型。2018 年 9 月公司上市成为国内新能源汽车第一股。2020 年起极狐阿尔法 T 和极狐阿尔法 S 相继上市，2022 年 5 月极狐阿尔法 S 全新 HI 版上市，智能化水平领先引发市场关注。

北汽蓝谷正通过“场景化造车”、汽车出海和智选车拓宽市场。2023 年 9 月首款“场景化造车”的极狐考拉上市，受到用户欢迎。2023 年 10 月极狐和本奥米尔控股集团签协议出海，计划联合开拓阿联酋和沙特两大中东市场。2023 年 8 月公司宣布和开展智选车合作，首款纯电豪华轿车享界 S9 已经在 2024 年 4 月在北京车展首度亮相，并预计最早在 7 月正式上市。

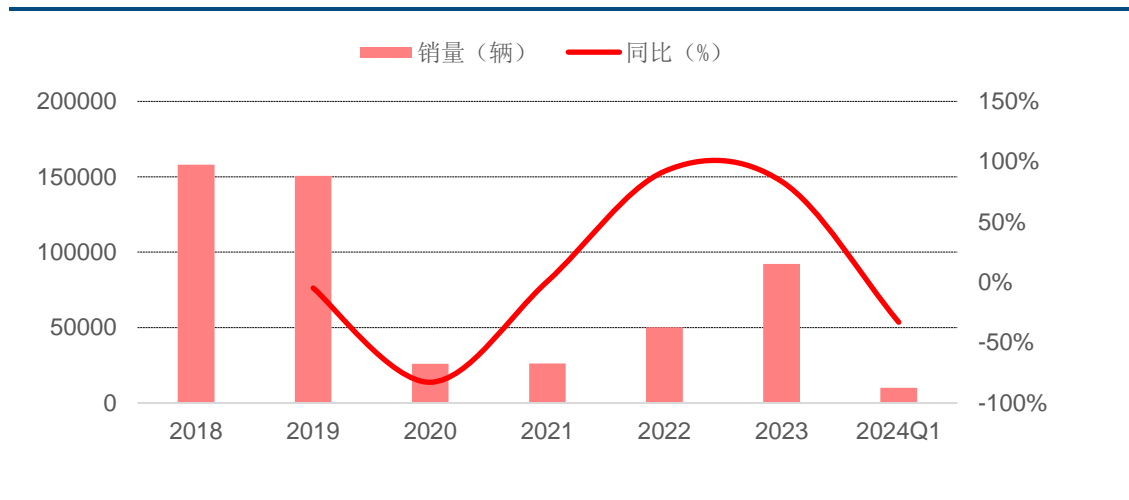
图 1：公司发展历程图



资料：公司官网，公司公众号，中信建投

2020 年进入 C 端转型期，已经连续 3 年销量增长。公司从 2016 年开始面向 C 端进行高端品牌战略转型。2019 年公司正式发布智能模块标准架构 IMC，并联合麦格纳打造了全冗余架构的 BE21 纯电智能平台，支持极狐在 C 端品牌进行探索。目前公司已完成对三大整车平台的搭建，涵盖从 A00 级到 B 级，轿车、SUV、Crossover、MPV 的全面产品布局。2023 年公司汽车销量为 92172 辆，同比+83.7%，连续 3 年实现销量增长。2024 年 Q1 公司汽车销量为 10122 辆，同比-33.0%。

图表2： 公司新能源汽车销量及同比



资料：公司公告，中信建投

1.1.2 BEIJING、极狐双轮驱动，智选赋能向上

公司品牌矩阵清晰，以 BEIJING 品牌为基石，极狐品牌发力 C 端向上，享界品牌进击豪华车市场：

(1) **BEIJING 品牌定位经济智能新能源汽车品牌**，是公司基于北汽集团六十年造车经验打造。2019 年 10 月该品牌推出，2020 年 5 月定名 BEIJING 汽车。目前 BEIJING 汽车的产品包括 EU7、EU5 两款车型，主要面向 B 端网约车、公务车等场景。

(2) **极狐品牌定位高端智能新能源汽车品牌**。北汽蓝谷与全球知名豪华车制造商麦格纳在华合资公司蓝谷麦格纳生产，目前在售车型包括全地形性能纯电 SUV 极狐阿尔法 T 系列、智能豪华纯电轿车极狐阿尔法 S 系列、考拉和阿尔法 T5。极狐通过 HI 模式与 合作，2022 年 5 月推出的阿尔法 S HI 版是首款搭载了 HI 全栈智能汽车解决方案的量产车，也是首款搭载 智能座舱-鸿蒙车机 OS 的高端纯电量产轿车。极狐考拉定位智能亲子车，是极狐品牌第一款以场景驱动的产品，首创亲子出行场景的系统性解决方案。

(3) **享界品牌定位豪华行政汽车品牌**。北汽蓝谷与 联合打造的全新智选车品牌，命名为享界 (STELATO)，构成公司未来的关键看点。享界首款车型为豪华旗舰轿车享界 S9。该车型预计将于 24 年 4 月北京车展首次亮相，7-8 月正式上市，预计竞品车型将对标豪华品牌车型，如宝马 5 系、奥迪 A6L 和奔驰 E 级等，但实际驾乘体验有望越级达到 78S 级别。

图表3：公司主销产品上市时间线

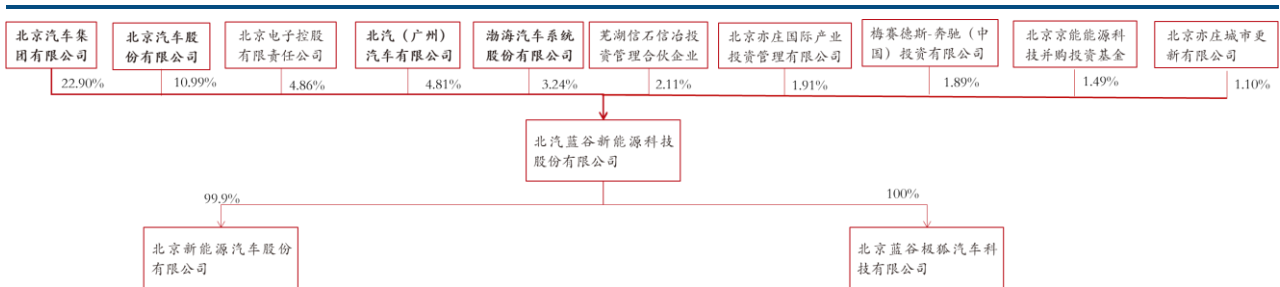


资料：公司官网，中信建投

1.2 股权结构稳定，实际控制人为北京国资委

公司第一大股东是北京汽车集团有限公司，国资背景，股权结构稳定。北京市人民政府国有资产监督管理委员会通过北京国有资本运营管理有限公司 100%控股北京汽车集团有限公司，北汽集团直接持有北汽蓝谷 22.90% 股权，并持有第二大股东北京汽车股份有限公司 46.37% 股权，实现稳定控制。北汽蓝谷旗下两家重要子公司分别为“北京新能源汽车股份有限公司”（对应 BEIJING 品牌），持有 99.9% 股权；“北京蓝谷极狐汽车科技有限公司”（对应极狐品牌），持有 100% 股权。

图表4：北汽蓝谷股权结构图



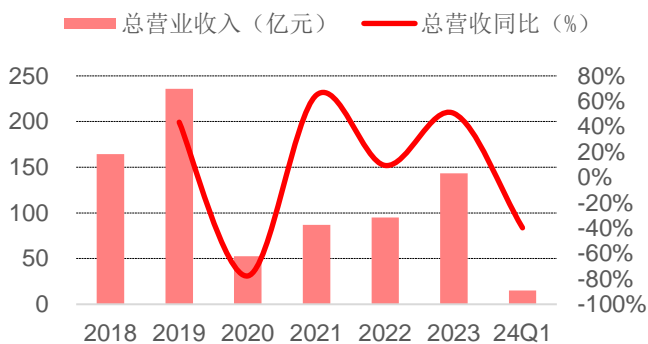
资料：Wind，中信建投

二、财务分析：整车销量连续 3 年增长，财务指标边际向好

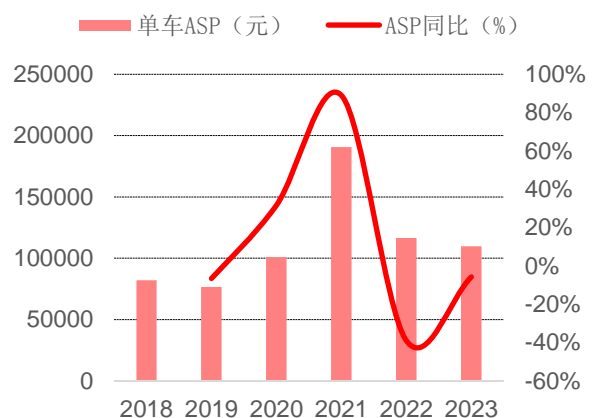
2.1 营收：向 C 端转型，连续 3 年营收增长

公司整车销售向 C 端转型，营收连续 3 年增长，24 年一季度下滑。2020 年起公司销售结构开始向 C 端转变，当年整车销量 2.59 万辆，实现营收 52.72 亿元，23 年全年实现营收 143.2 亿元，同比+50.52%，如今 2024 年第一季度实现营收 15.05 亿元，同比-39.73%。一季度主要是销量下降带动营收减少：1) 销量层面，2021/2022/2023/2024 Q1 销量分别为 2.61/5.02/9.22/1.01 万辆，同比+0.82%/+92.06%/+83.69%/-33.03%，近三年持续增长，一季度下跌；2) 单车 ASP 层面波动性主要源于销售结构变化，其中较高 ASP 的极狐阿尔法 S 和阿尔法 T 通过改款实现平稳销售，带动单车 ASP 增长，后续销售结构调整和价格战导致单车 ASP 下跌：2020/2021/2022/2023 的单车 ASP 分别为 10.09/19.07/11.65/10.98 万元，同比+31.6%/+89.0%/-38.9%/-5.7%，其中 2021 年极狐销量超 6000 辆，整体销售结构占比较高，带动了 ASP 明显增长。整体来看公司通过向 C 端转型实现整车销量和单车 ASP 提升，24H2 开始量产的智选车系列有望进一步带动营收和 ASP 增长。

图表5：公司总营业收入及同比



图表6：单车营收及同比



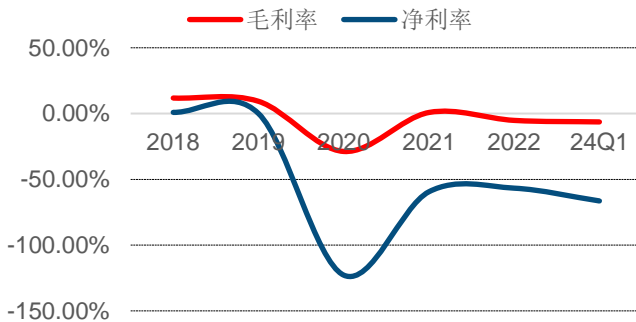
资料：Wind，中信建投

资料：Wind，中信建投

2.2 利润端：销量增长下，毛利率亏损有所收窄

规模效应明显，销量增长驱动整车毛利率持续改善，23 年整车毛利率恢复到-10.4%。2018-2019 年公司整车销售情况良好，销量分别为 11.0/15.1 万辆，整车毛利率分别为 14.5%、13.1%，毛利率表现优秀。2020 年受到疫情影响，叠加公司进入转型期，公司整车销量下降到 2.6 万辆，同比-83%。汽车行业规模效应较强，公司整车毛利率为-60.1%出现承压。2021-2023 年公司整车销量明显回升，整车毛利率同步企稳回升至-32.7%/-19.2%/-10.4%，同比+27.4%/+13.5%/+8.8pcts。未来销量如能持续增长有望驱动毛利率转正。

图表7： 2018-2024Q1 公司毛利率和净利率



资料 : Wind, 中信建投

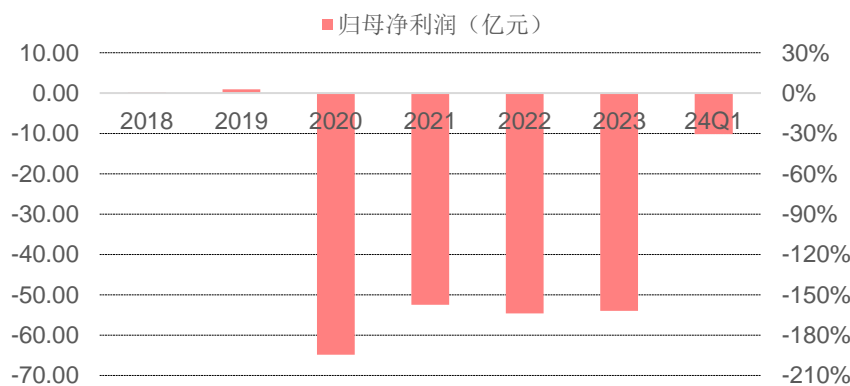
图表8： 2018-2024Q1 单车毛利润及同比



资料 : Wind, 中信建投

2023 年实现归母净利润减亏，后续极狐和享界品牌放量有望改善利润表现。受益于销量和营收增长，2021-2023 年公司净利率分别为-59.4%/-56.7%/-34.5%，出现明显改善。2023 年全年公司归母净利润为-54.00 亿元，去年同期为-54.65 亿元，同比有所减亏。随着极狐考拉、S5、T5 等车型进一步放量，利润表现有望进一步改善。

图表9： 2018-2024Q1 公司归母净利润

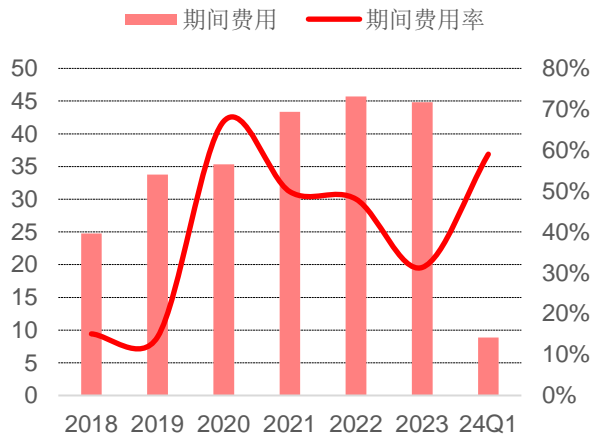


资料 : Wind, 中信建投

2.3 费用端：销售、管理、研发费用率均回落

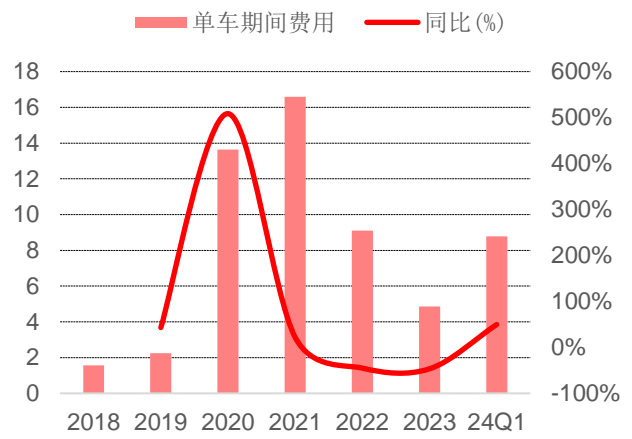
23 年期间费用率明显下降，单车费用回落。2020-2024 年一季度，公司期间费用分别为 35.4/43.3/45.7/44.8/8.9 亿元，但随着公司营收增长，期间费用率从 20 年的 67.1% 回落到 23 年的 31.3%，单车期间费用也从 13.6 万元回落到 4.9 万元。销售/管理/研发费用率全面下降，从 2020 年的 19.1%/14.2%/18.5% 下降到 2023 年的 14.0%/6.2%/8.3%，分别下降 5.1/8.0/10.2pcts。营收增长下期间费用呈现相对刚性，未来极狐考拉、享界 S9 等车型有望驱动营收增长并摊薄期间费用，财务表现有望继续改善。

图表10： 公司期间费用及期间费用率（单位：亿元，%）



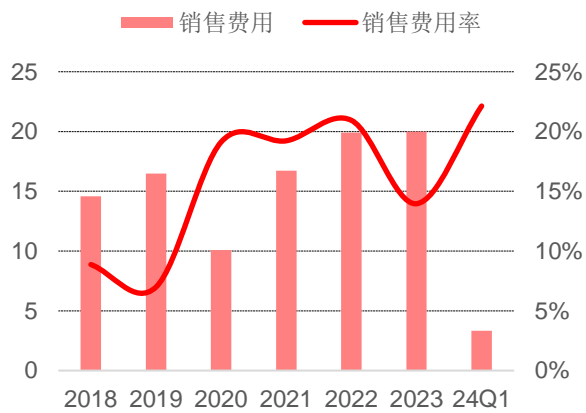
资料 : Wind, 中信建投

图表11： 2018-2024年 Q1 单车期间费用（单位：亿元，%）



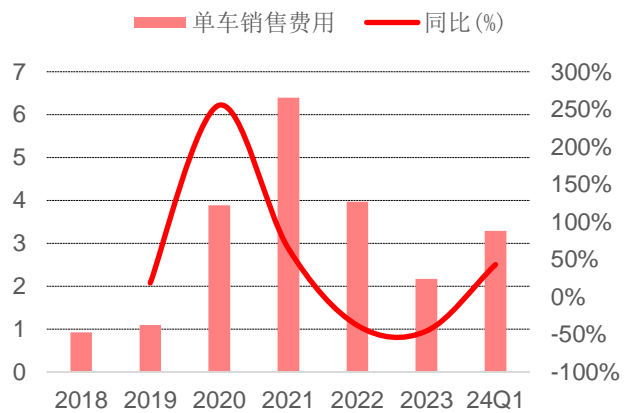
资料 : Wind, 中信建投

图表12： 公司销售费用及销售费用率（单位：亿元，%）



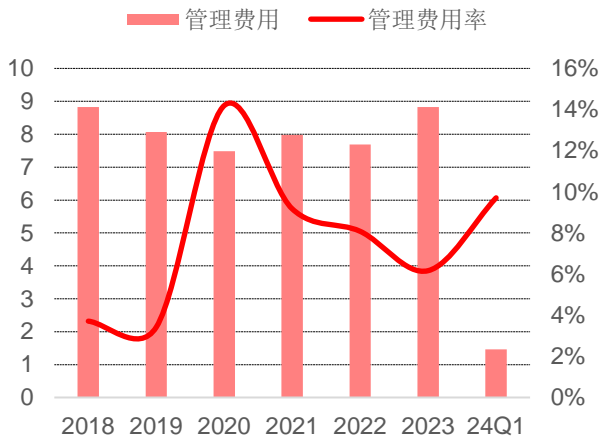
资料 : Wind, 中信建投

图表13： 2018-2024Q1 单车销售费用（单位：亿元，%）



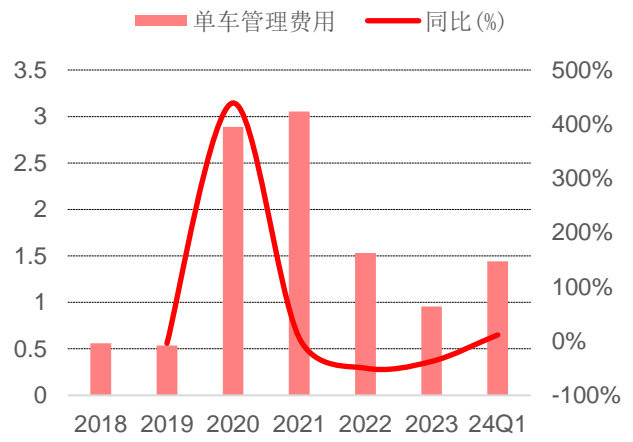
资料 : Wind, 中信建投

图表14： 公司管理费用及管理费用率（单位：亿元，%）



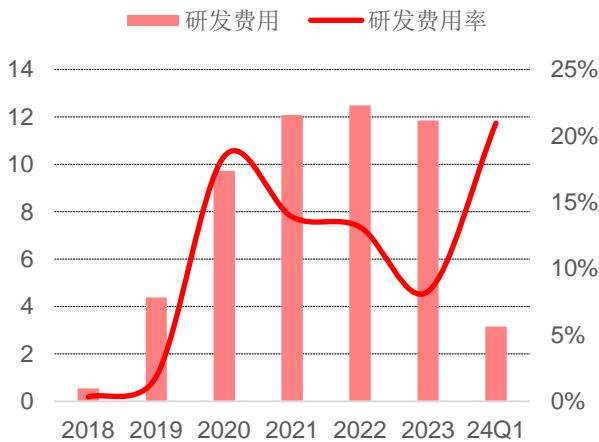
资料 : Wind, 中信建投

图表15： 2018-2024Q1 单车管理费用（单位：亿元，%）



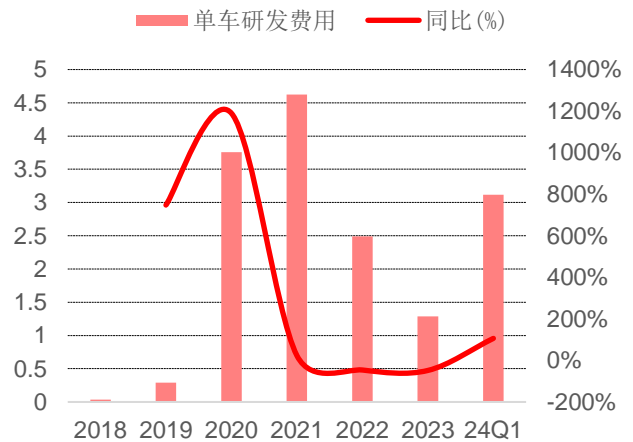
资料 : Wind, 中信建投

图表16： 公司研发费用及研发费用率（单位：亿元，%）



资料 : Wind, 中信建投

图表17： 2018-2024Q1 单车研发费用（单位：亿元，%）



资料 : Wind, 中信建投

三、场景化造车成效初显，享界品牌剑指豪华车市场

3.1 极狐品牌转型 C 端，N5 和 N6 系新品再起航

3.1.1 销量主力：阿尔法 T 和阿尔法 S “森林版” 改款稳定贡献销量

极狐品牌是北汽蓝谷面向 C 端销售主力，当前车型已经形成了梯次销售格局：阿尔法 T 和阿尔法 S 构成当前销量基盘，T5 和 S5 通过价格带下探创造增量，极狐考拉“场景化造车”挖掘亲子家庭市场。阿尔法 T 和阿尔法 S 是 2020-2021 年产品，和同期竞品相比竞争力较强。2020 年 10 月阿尔法 T 率先上市，定价在 24.19-31.99 万元，车身体级别为中型 SUV。当时的极狐阿尔法 T 具备六大核心卖点：653KM 超长真续航、4.6s 百公里加速、20.3 英寸超宽 4K 大屏、麦格纳全球豪华制造、5G 科技互联、 α -Pilot 智慧驾驶，而且和 2020 年同期竞品相比，2915mm 较长的轴距空间和 653 千米的长续航相当具有竞争力。2021 年 4 月，极狐 α S 随后上市，新车搭载 α -pilot 高级辅助驾驶系统和 α -OS 车载智能系统，售价 25.19-34.49 万元，实现 SUV 和轿车车型的覆盖。

如今阿尔法 T 和阿尔法 S 通过改款维持市场竞争力，成为销量常青树。2023 年 6 月，最新改款“森林版”上市，内饰设计贴近自然，并车内搭载 PM2.5+CN95 抗菌滤芯、负离子发生器。同时阿尔法 T 和阿尔法 S 价格分别下探到 18.58 万元和 18.98 万元。

图表18：阿尔法 T 森林版竞品分析

车型	极狐 阿尔法T 2023款 480 森林版	小鹏G6 2023款 580 长续航 Pro	深蓝S7 2023款 520Max 纯电版
图片			
品牌	北汽新能源	小鹏汽车	深蓝汽车
上市时间	2023.06	2023.06	2023.06
基础信息			
价格 (万元)	18.58	20.99	18.99
级别	中型SUV	中型SUV	中型SUV
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动
CLTC纯电续航里程 (km)	480	580	520
电池能量 (kWh)	65.6	66	66.8
整车空间			
长度 (mm)	4788	4753	4750
宽度 (mm)	1940	1920	1930
高度 (mm)	1683	1650	1625
轴距 (mm)	2915	2890	2900
其他关键配置			
中控尺寸 (英寸)	20.3	14.96	15.6
液晶仪表尺寸 (英寸)	12.3	10.2	-
车载智能系统	α -OS	Xmart OS	Deepal OS
车外摄像头 (个)	1	11	5
超声波雷达 (个)	8	12	6
语音分区唤醒识别	四区域	四区域	四区域
语音免唤醒功能	●	●	●
车内氛围灯	-	多色	64色
轮毂	R19	R18	R19
动力操控			
电动机总功率 (kW)	175	218	190
驱动方式	前置前驱	后置后驱	后置后驱
前悬架形式	麦弗逊式独立悬架	双叉臂式独立悬架	双叉臂式独立悬架
后悬架形式	多连杆式独立悬架	五连杆独立悬架	五连杆独立悬架
1) 极狐阿尔法T价格18.58-28.08万元，起售价更具性价比；长宽高4788*1940*1683mm，整车空间较大；搭载 PM2.5+CN95 抗菌滤芯以及负离子发生器，可以达成 CN95 级空气净化能力			
2) 可选支持L2级辅助驾驶车款，拥有8个超声波雷达并搭载 α -OS智能操作系统，智驾体验优秀；			
3) 极狐阿尔法T中控、液晶仪表尺寸较大，车内体验优于竞品；			

图表19：阿尔法 S 森林版竞品分析

车型	极狐 阿尔法S 2023款 525 森林版	飞凡F7 2023款 进阶版	海豹 2023款 冠军版 精英型
图片			
品牌	北汽新能源	飞凡汽车	比亚迪
上市时间	2023.06	2023.03	2023.05
基础信息			
价格 (万元)	18.98	21.49	18.98
级别	中大型车	中大型车	中型车
能源类型	纯电动	纯电动	纯电动
CLTC纯电续航里程 (km)	525	576	550
电池能量 (kWh)	65.6	77	61.4
整车空间			
长度 (mm)	4930	5000	4800
宽度 (mm)	1940	1953	1875
高度 (mm)	1599	1494	1460
轴距 (mm)	2915	3000	2920
其他关键配置			
中控尺寸 (英寸)	20.3	15.05	15.6
液晶仪表尺寸 (英寸)	12.3	10.25	10.25
车载智能系统	α -OS	RISING OS	DiLink
车外摄像头 (个)	1	5	6
超声波雷达 (个)	8	4	6
语音分区唤醒识别	四区域	四区域	单区域
语音免唤醒功能	●	●	●
车内氛围灯	-	256色	-
轮毂	R19	R18	R18
动力操控			
电动机总功率 (kW)	175	250	150
驱动方式	前置前驱	后置后驱	后置后驱
前悬架形式	麦弗逊式独立悬架	麦弗逊式独立悬架	麦弗逊式独立悬架
后悬架形式	多连杆式独立悬架	扭力梁式非独立悬架	扭力梁式非独立悬架
1) 极狐阿尔法S价格18.98-28.98万元，起步价格性价比更高；长宽高4930*1940*1599mm，整车空间较大；搭载 PM2.5+CN95 抗菌滤芯以及负离子发生器，可以达成 CN95 级空气净化能力			
2) 可选支持L2级辅助驾驶车款，拥有8个超声波雷达并搭载 α -OS智能操作系统，智驾体验优秀；			
3) 极狐阿尔法S中控、液晶仪表尺寸较大，车内体验优于竞品；			

资料：汽车之家，中信建投

资料：汽车之家，中信建投

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/687104115161006122>