

## 行业研究

## 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

## 要点

**传统车企智能需求扩容，积极拥抱华为生态合作：**华为自 2019 年起独立汽车业务并保持高额研发投入，期间确定了与车企由浅入深的三种合作模式包括零部件模式（零跑/广汽传祺）、Hi（阿维塔/长安深蓝/东风岚图/东风猛士）、智选（赛力斯/奇瑞/北汽新能源/江淮）。Hi 与智选通常采购整套华为智能化方案，2024E 至少上市约 9 款车型（包含迭代车型）。我们认为，1）从市场表现角度，智选车型销量好于 Hi，或与华为对于智选模式曝光度更高有关。智选模式下消费者可快速提升品牌认知并实现流量变现，并通过口碑积累+消费者培养更容易破圈。2）Hi 模式更依托于母公司的产品定位+渠道营销能力、以及华为的智能化反哺，预计 Hi 品牌有望通过中长期的品牌认知度建立、以及制造+管理经验积累实现转型效果逐步兑现。

**绑定深度+车型定位决定双方共赢格局：**我们复盘华为与车企之间的合作，目前已经实现基本面良性发展的是华为与赛力斯合作的首个智选品牌问界。问界定位全尺寸+全场景 SUV，前期由于门店营销、竞品增加、市场口碑等因素影响到销量。2H23 华为与赛力斯及时进行渠道调整，2023/9 新款 M7 上市后市场关注度+订单快速增长。问界 M7 爆款打造的原因一方面与手机持续引流有关，另一方面与定价策略、合作战略、协作沟通方面的边际好转有关。综上，我们认为走量的关键因素取决于双方合作配合度、以及车型市场定位/空间。

**享界 S9 挑战高端轿车市场，再铸造智能化新标杆：**我们判断有望复制问界品牌成功的智选车企或为华为与北汽新能源合作的享界。1）**从合作配合角度：**北汽新能源与华为早期即开始合作并由集团高层牵头，前期合作的 Hi 模式表现不佳，因此公司及时将合作深化为智选模式。目前公司自上而下全面协同，产能/供应链基本完善以配合新车型上市节奏。2）**从车型周期角度：**首款车型享界 S9 主要对标包括 BBA 旗下的“56E”（包括宝马 5 系、奥迪 A6、奔驰 E，下同）。考虑到高端轿车市场新能源渗透率较低、自主品牌布局壁垒高，叠加华为通过终端营销已塑造的高端化形象，我们判断享界 S9 或将为自主突破 BBA 垄断的关键，稳态交付有望创高端自主品牌在轿车领域销量新高。

**投资建议：**我们看好可以充分借助华为宣传流量、与华为合作配合度高、以及车型周期占优的车企。依次推荐，1）早期已有合作基础、并且车型周期对标广阔新能源蓝海市场的北汽蓝谷（600733.SH），首次覆盖给予“买入”评级。2）基于智选模式与华为绑定最深、通过与华为的合作实现业绩扭亏为盈的赛力斯（601127.SH），维持“买入”评级。建议关注，1）以代工+合作稳定增长，长期看华为车型上市节奏提振估值的江淮汽车（600418.SH）。2）当前公司自主新能源布局领先，与华为合作的 Hi 模式车型稳步推进的长安汽车（000625.SZ），维持“买入”评级。

**风险分析：**汽车行业竞争加剧、华为对汽车相关战略转变、华为在汽车领域转型效果有限、华为系车型相互蚕食市场份额。

汽车和汽车零部件  
买入（维持）

## 作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebsecn.com

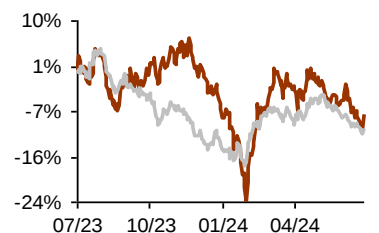
分析师：孟祥庭

执业证书编号：S0930524070001

021-52523685

mengxiangting@ebsecn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：

## 相关研报

内外兼修，合作破局——华为产业链相关整车行业深度报告（2023-07-02）

## 重点公司盈利预测与估值表

| 证券代码      | 公司名称 | 股价（元） | EPS（元） |       |       | PE（X） |     |     | 投资评级 |
|-----------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-----|-----|------|
|           |      |       | 23A    | 24E   | 25E   | 23A   | 24E | 25E |      |
| 600733.SH | 北汽蓝谷 | 10.18 | -0.97  | -0.77 | -0.23 | NA    | NA  | NA  | 买入   |
| 601127.SH | 赛力斯  | 82.02 | -1.62  | 4.22  | 5.05  | NA    | 19  | 16  | 买入   |
| 600418.SH | 江淮汽车 | 19.09 | 0.07   | 0.17  | 0.26  | 275   | 113 | 75  | 无评级  |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 15.15 | 1.14   | 0.82  | 0.93  | 13    | 19  | 16  | 买入   |

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-07-12

# 并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

## 投资聚焦

当前行业已步入新能源转型中期，智能化（智能座舱/智能驾驶）需求提升。华为保持汽车领域高研发投入并进行多轮架构调整，吸引更多车企与公司合作，并打造出多款行业标杆的智能化车型。我们认为，华为有望持续通过其研发技术、渠道资源赋能助力传统车企智能化转型。

## 我们的创新之处

- 1) 讨论 Hi 和智选哪种是最优解。Hi 和智选的差异性主要体现在华为的引流宣传情况，而华为系车型爆款打造的因素取决于智能化+流量宣传。随着合作伙伴增加，技术的差异性会削弱，而通过华为宣传获得的高流量会成为 2C 汽车行业的核心优势。我们持续看好智选模式的走量能力、以及 Hi 品牌中长期建立起关注度后，依托于自身造车积累，转型效果逐步兑现的前景。
- 2) 测算车 BU 的盈利性。我们根据华为对于车 BU 的营收公布、以及配套产品的销售情况，测算其智能化产品对应的收入及成本情况。并且根据 2024E 全新智能化产品的搭载情况、以及计划上市的车型情况对其全年的盈利进行测算，预计年内有望实现扭亏为盈。
- 3) 分析目前与华为通过智选模式合作的车企的市场前景。我们综合了智选模式车企与华为的合作深度、以及车型定位两个因素，相对看好华为与北汽蓝谷（享界）的合作，一方面与双方的合作基础有关；另一方面与双方合作车型对应的市场空间有关。

## 股价上涨的催化因素

行业：新能源汽车需求修复；智能化事件性因素催化行情。

公司：智选车企与华为的合作深化；合作车型产能顺利爬坡；新车型订单表现超预期；车企基本面边际改善。

## 投资观点

充分看好华为智能化兑现前景，我们分析当前的市场关注重点：1) 华为+车企的哪类合作模式更适合短期内上量；2) 智选模式的哪个品牌可以再现“问界”的成功。投资建议角度，当前推荐可以充分借助华为宣传流量、与华为合作配合度高、以及车型周期占优的车企。推荐北汽蓝谷、赛力斯，建议关注江淮汽车、长安汽车。

- 1) 北汽蓝谷：自上而下配合华为节奏、并且车型周期对标广阔新能源蓝海市场的车企。首次覆盖给予“买入”评级。
- 2) 赛力斯：当前基于智选模式与华为最为深度绑定的自主车企，通过与华为的合作实现业绩扭亏为盈。维持“买入”评级。
- 3) 江淮汽车：以代工策略逐步完善新能源制造能力。综合考虑当前行业竞争格局、公司合作车型量产上市节奏，看好公司长期成长性。
- 4) 长安汽车：采用合作+自研模式积极开启智能电动化转型。当前公司自主新能源布局领先，与华为合作的 Hi 模式车型稳步推进，维持“买入”评级。

# 目录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1、合作日益成熟，看好华为深度赋能优势.....</b>       | <b>6</b>  |
| 1.1 车圈伙伴扩容，携手华为迈向智能化发展 .....          | 6         |
| 1.2 鸿蒙智行：打造智能汽车合作新范本.....             | 6         |
| 1.2.1 从质疑到收获，绑定华为明确带动基本面向好 .....      | 6         |
| 1.2.2 稳态订单良好，产能规划明确 .....             | 7         |
| 1.3 Hi 模式：车企权重更高，品牌定位是关键.....         | 9         |
| 1.4 车 BU：分拆计划推进中，年内部门有望扭亏 .....       | 11        |
| <b>2、珠玉在前，“问界”能否被复制？ .....</b>        | <b>13</b> |
| 2.1 公司背景：战略一致性决定合作节奏.....             | 13        |
| 2.2 车型周期：技术为支撑，华为系加速豪车供给 .....        | 14        |
| 2.2.1 兼具舒适、科技、豪华，享界挑战 BBA 轿车寡头市场..... | 16        |
| 2.2.2 高端新能源轿车空间广阔，新车型销量可期 .....       | 18        |
| <b>3、投资建议.....</b>                    | <b>20</b> |
| 3.1 投资逻辑 .....                        | 20        |
| 3.2 北汽蓝谷（600733.SH） .....             | 21        |
| 3.2.1 新能源发展主力军，国资控股结构稳定 .....         | 21        |
| 3.2.2 BEIJING：专注网约车市场，销量相对稳健 .....    | 22        |
| 3.2.3 极狐：定位高端智能科技品牌，24 年产品线再丰富 .....  | 23        |
| 3.2.4 再度拥抱华为，合作升级冲击豪华市场 .....         | 27        |
| 3.2.5 财务分析 .....                      | 28        |
| 3.2.6 关键假设与盈利预测.....                  | 29        |
| 3.2.7 估值评级 .....                      | 31        |
| 3.3 赛力斯（601127.SH） .....              | 32        |
| 3.4 江淮汽车（600418.SH） .....             | 33        |
| 3.5 长安汽车（000625.SZ） .....             | 34        |
| <b>4、风险分析.....</b>                    | <b>35</b> |

## 图目录

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图 1：华为多种合作模式对应车型 .....                           | 6  |
| 图 2：2020-1Q24 赛力斯营业收入 .....                      | 7  |
| 图 3：2020-1Q24 赛力斯归母净利润（单位：亿元） .....              | 7  |
| 图 4：2021-2024/7/5 智选模式指数走势以及对应月度销量表现（单位：辆） ..... | 7  |
| 图 5：鸿蒙智行车型区间内日均大定订单（单位：辆/日） .....                | 8  |
| 图 6：鸿蒙智行车型年产能规划（单位：万辆/年） .....                   | 8  |
| 图 7：2022-2024 年前 5 月阿维塔与东风岚图各车型销量（单位：辆） .....    | 9  |
| 图 8：阿维塔渠道数量统计（单位：个） .....                        | 10 |
| 图 9：东风岚图渠道数量统计（单位：个） .....                       | 10 |
| 图 10：阿维塔的外观设计情况 .....                            | 10 |
| 图 11：车 BU 与消费者 BG 业务在华为的内部结构调整 .....             | 11 |
| 图 12：智选品牌的股权结构 .....                             | 13 |
| 图 13：2023-2024 年前 5 月高端新能源轿车销量占比 .....           | 16 |
| 图 14：2023-2024 年前 5 月高端新能源 SUV 销量占比 .....        | 16 |
| 图 15：消费者舍弃豪华品牌选择高端新势力的因素 .....                   | 16 |
| 图 16：享界 S9 技术搭载情况预测 .....                        | 18 |
| 图 17：北汽蓝谷发展历程 .....                              | 21 |
| 图 18：北汽蓝谷股权结构 .....                              | 21 |
| 图 19：北汽蓝谷车型统计 .....                              | 22 |
| 图 20：2017-2023 年网约车市场销量及增速 .....                 | 22 |
| 图 21：2023 年主要网约车品牌销量（单位：辆） .....                 | 22 |
| 图 22：2023 年 BEIJING 品牌主要销售区域 .....               | 23 |
| 图 23：2017-2023 年一线城市网约车销量增速 .....                | 23 |
| 图 24：2023/1-2024/5 北汽极狐各车型销量（单位：辆） .....         | 23 |
| 图 25：北汽极狐战略推进情况 .....                            | 24 |
| 图 26：2018-1Q24 北汽蓝谷销售费用率 .....                   | 25 |
| 图 27：北汽极狐冠名内容 .....                              | 25 |
| 图 28：北汽蓝谷与华为的合作历程以及人事任命情况 .....                  | 27 |
| 图 29：享界 S9 工厂情况 .....                            | 28 |
| 图 30：2020-1Q24 北汽蓝谷营业收入及同比增速 .....               | 28 |
| 图 31：2020-1Q24 北汽蓝谷归母净利润（单位：亿元） .....            | 28 |
| 图 32：2020-1Q24 北汽蓝谷毛利率 .....                     | 29 |
| 图 33：2020-1Q24 北汽蓝谷期间费用率 .....                   | 29 |
| 图 34：2020-1Q24 北汽蓝谷现金流（单位：亿元） .....              | 29 |
| 图 35：2022A-2026E 北汽蓝谷销量预测 .....                  | 30 |

## 表目录

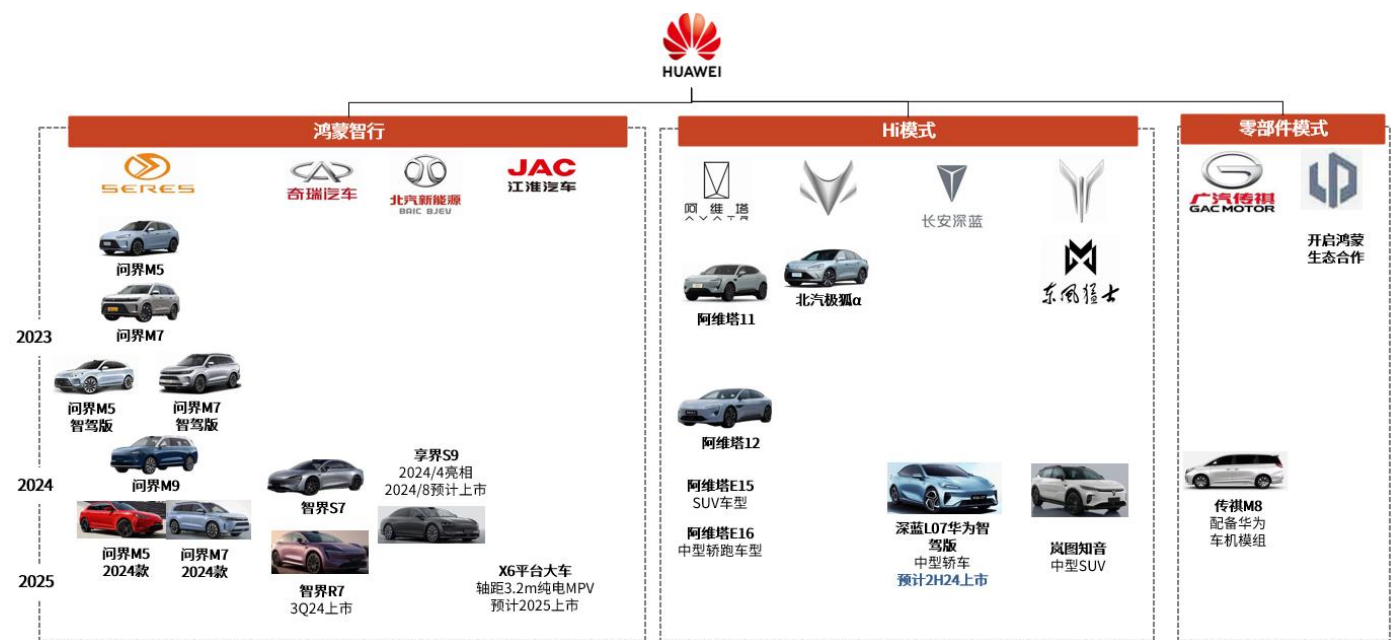
|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 表 1：2022-2023 年车 BU 的盈利能力测算.....          | 11 |
| 表 2：智选车企与华为合作的基本情况梳理 .....                | 14 |
| 表 3：已上市智选车型参数对比.....                      | 14 |
| 表 4：智选车型的品牌定位.....                        | 15 |
| 表 5：享界与 BBA 车型参数对比.....                   | 17 |
| 表 6：华为智能汽车解决方案更新内容.....                   | 18 |
| 表 7：2021-2024 年前 5 月高端轿车市场份额及对应销量 .....   | 18 |
| 表 8：2021-2024 年前 5 月高端 SUV 市场份额及对应销量..... | 19 |
| 表 9：享界 S9 稳态销量预测.....                     | 19 |
| 表 10：北汽极狐高层变动情况 .....                     | 24 |
| 表 11：北汽极狐阿尔法 S 的竞品车型.....                 | 24 |
| 表 12：极狐阿尔法 T5 竞品车型参数对比.....               | 26 |
| 表 13：2022A-2026E 北汽蓝谷盈利预测（单位：亿元） .....    | 30 |
| 表 14：可比公司估值表（单位：亿元） .....                 | 31 |
| 表 15：北汽蓝谷盈利预测与估值简表.....                   | 31 |
| 表 16：赛力斯盈利预测与估值简表 .....                   | 32 |
| 表 17：江淮汽车盈利预测与估值简表.....                   | 33 |
| 表 18：长安汽车盈利预测与估值简表.....                   | 34 |

# 1、合作日益成熟，看好华为深度赋能优势

## 1.1 车圈伙伴扩容，携手华为迈向智能化发展

华为与车企的合作模式分为三类，由浅入深分别为零部件模式、Hi 模式、智选模式。在 2023 年前已与华为有明确车型规划的主机厂包括赛力斯、长安汽车、北汽新能源，随着新问界 M7 爆款车型上市，以智能化带动销量的逻辑兑现，更多车企加快与华为的合作进程并开始有明确的车型规划落地。1) 零部件模式：广汽传祺旗下 M8 宗师先锋版搭载华为车机系统，零跑也与华为开启鸿蒙生态的合作。2) Hi 模式：合作品牌包括阿维塔、北汽极狐、长安深蓝、东风岚图、东风猛士，已经多款车型上市或明确的产品规划。3) 智选模式：在赛力斯（问界）基础上扩充奇瑞（智界）、北汽新能源（享界）、江淮（未明确命名），各个品牌对应家用+商务 SUV、家用轿车、商务轿车、商务豪华车型的产品矩阵，2023/11 智选模式升级为鸿蒙智行，“x 界”旗下车型均划分至鸿蒙智行渠道统一销售交付。

图 1：华为多种合作模式对应车型



资料来源：华为官网、汽车焦点、易车、第一财经、中国汽车报、光大证券研究所整理

## 1.2 鸿蒙智行：打造智能汽车合作新范本

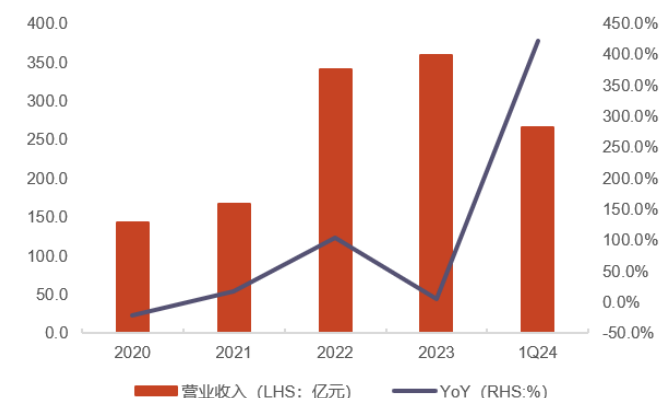
### 1.2.1 从质疑到收获，绑定华为明确带动基本面向好

我们梳理了 2021 年至今鸿蒙智行的指数及销量表现，主要分为三个阶段，1) **阶段一**：即华为与车企合作的初级阶段，股价与车型销量表现均有提振。2021 年华为与赛力斯首次确定以智选模式合作，先上市赛力斯 SF5 智选版，后发布问界品牌并上市首款车型问界 M5，2022/5 问界 M5 开启规模交付并短期内实现交付过万，但市场存在关于与华为合作采购成本过高/盈利困难、缺乏话语权的质疑。2) **阶段二**：问界销量下滑带动智选指数下行。由于华为对于汽车业务的战略频繁调整+问界竞品车型增加、渠道经营效率下滑、以及碰撞测试等影响车型销量及市场口碑。3) **阶段三**：爆款车型带动华为合作伙伴扩容，智选车企

基本面保持向上趋势。2H23 华为与赛力斯及时进行渠道调整，并采取更激进的定价策略上市问界新 M7，叠加华为手机带动的门店热度，最终打造出新 M7 爆款。在问界成功的基础上，华为系车型逐渐丰富、合作伙伴增加，4Q23 两大智选车型——智界 S7、问界 M9 上市，2024/3 享界 S9 于工信部新车申报目录中披露。近期鸿蒙智行全系车型月销已稳定突破 3 万辆，1Q24 赛力斯也通过问界系列的规模交付实现超预期扭亏为盈。

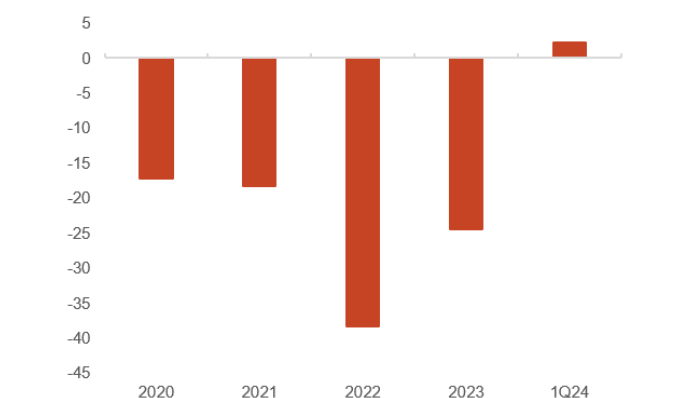
我们预计，随着储备新车型上市、以及已有车型规模交付，鸿蒙智行合作模式有望带动更多车型周期强势、与华为深度绑定车企实现估值+基本面向好。

图 2：2020-1Q24 赛力斯营业收入



资料来源：、光大证券研究所整理

图 3：2020-1Q24 赛力斯归母净利润（单位：亿元）



资料来源：、光大证券研究所整理

图 4：2021-2024/7/5 智选模式指数走势以及对应月度销量表现（单位：辆）



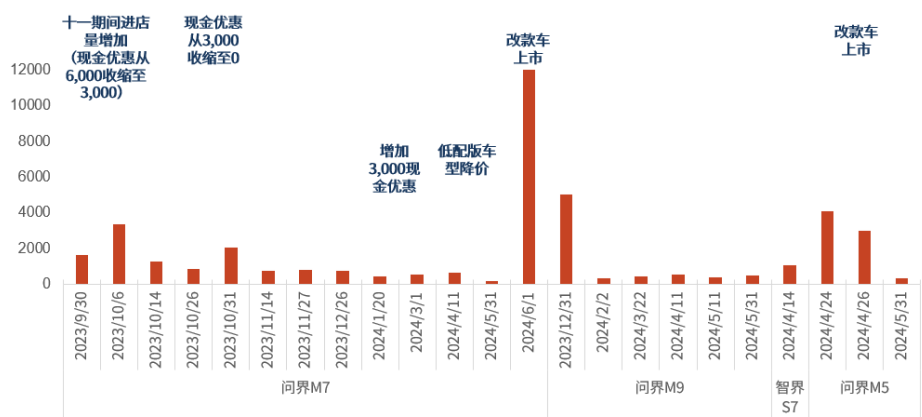
资料来源：、车主之家、光大证券研究所整理（注：1）股价时间截至 2024/7/5；2）智选指数包含赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷，根据市值权重测算；3）指数走势以 2021/1/1 为基数）

### 1.2.2 稳态订单良好，产能规划明确

根据华为官方披露的大定订单情况，1）截至 5/31 问界 M7（2023 款）、M9 大定订单分别超过 14、8 万辆，其中，M9 对应日均订单达到 450+、问界 M7（2023 款）日均订单近期回落主要受到改款車型上市影响。2）近期上市的车

型包括智界 S7（因前期交付问题在 2024/4 重新上市）、问界 M5（2024 版）、问界 M7（2024 版）。为增强市场竞争力，智界 S7 除低配版车型定价不变，其余配置指导价下调 2 万元；问界 M5 全系指导价下调 2-3 万元；问界 M7 定价不变但增加部分 M9 同款配置，后两款车型上市 24 小时内订单分别超过 4000 辆、12000 辆。

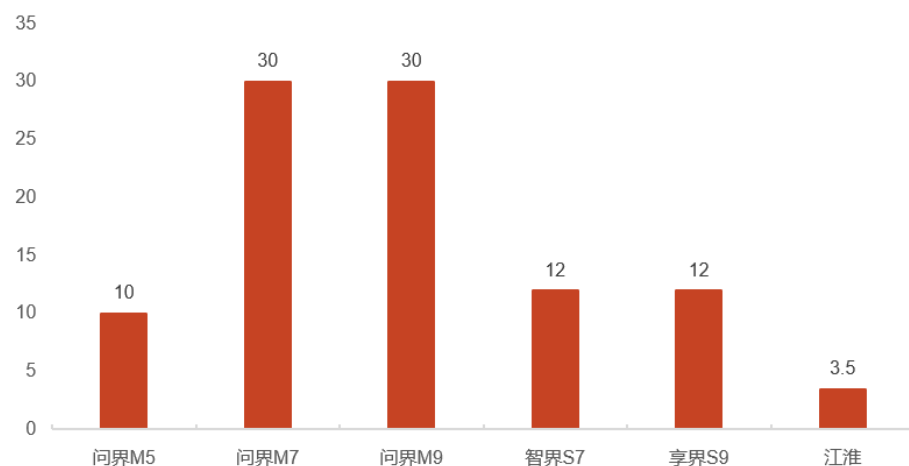
图 5：鸿蒙智车型区间内日均大定订单（单位：辆/日）



资料来源：华为官网、观点网、每日经济新闻等、光大证券研究所整理

鸿蒙智车型也各有明确的产能规划。1) 问界系分别在三个工厂生产，其中问界 M5 两江工厂年产能 10 万辆，问界 M7 凤凰工厂月产能爬坡至 2-3 万辆，M9 超级工厂月产能达 2.5 万辆，预计年产能合计 70 万辆。2) 智界 S7 可实现每分钟一台车的下线速度，预计年产能约 12 万辆。3) 享界系列将于北京密云汽车工厂生产并规划年产能 12 万辆，后续随时可以进行产能扩充。4) 江淮在建设和华为合作车型的新平台，用于智选合作的江淮肥西“超级工厂”已经开启招聘，规划年产能 3.5 万辆。

图 6：鸿蒙智车型年产能规划（单位：万辆/年）



资料来源：第一电动汽车网、深圳商报、车东西、车圈圈公众号、光大证券研究所整理（注：统计截至 2024/7/12）

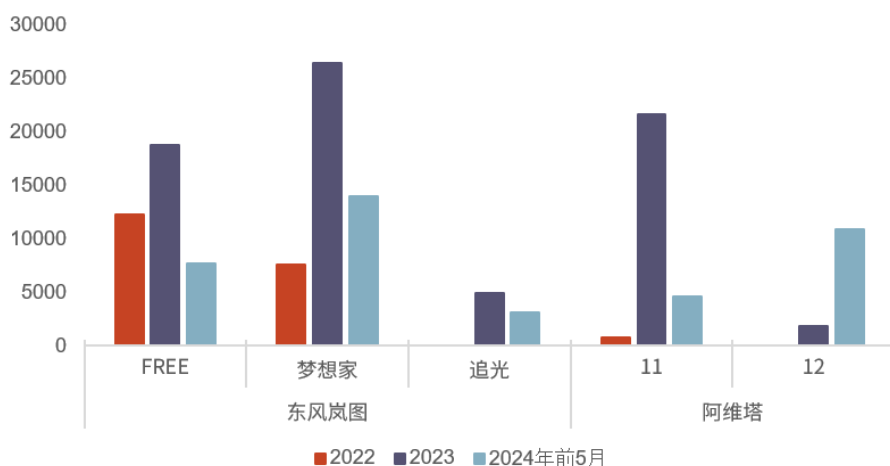
我们认为，华为与智选车企的合作已形成正反馈。1) 从订单角度智选热销车型已有充裕的订单积累。2) 从产能角度，华为与智选车企同时加强生产协调管理，产能爬坡节奏显著提升。已上市热销车型的产能可有效保证市场需求，未上市车型也有明晰的产能规划以确保新车型上市后快速到店及交付。

### 1.3 Hi 模式：车企权重更高，品牌定位是关键

目前宣布与华为通过 Hi 模式合作的车企包括长安（阿维塔/深蓝）、东风（岚图/猛士），已有具体车型规划的品牌包括阿维塔、长安深蓝、东风岚图。其中，阿维塔旗下已有两款车型 11、12 上市，2024 年前 5 月交付量同比+72.2%至 1.6 万辆，2H24 将上市阿维塔 07、E16（内部代号，具体命名未披露）并提供纯电+增程两种动力形式。东风岚图旗下已有三款车型，2024 年前 5 月交付量同比+83.6%至 2.5 万辆，与华为将合作全新 SUV “知音” 计划搭载智驾 ADS3.0、鸿蒙智能座舱方案。

1) 目前选择与华为通过 Hi 模式合作的主机厂属于央企背景传统车企，借助华为快速补足智能化短板的基础上，保证渠道与产品规划的灵活性。2) 短期内 Hi 模式销量略低于智选模式，或与 Hi 模式下全新品牌依托于自建渠道+品牌力获客有关，消费者需中长期构建起品牌认知再形成销量转换。

图 7：2022-2024 年前 5 月阿维塔与东风岚图各车型销量（单位：辆）



资料来源：车主之家、光大证券研究所整理

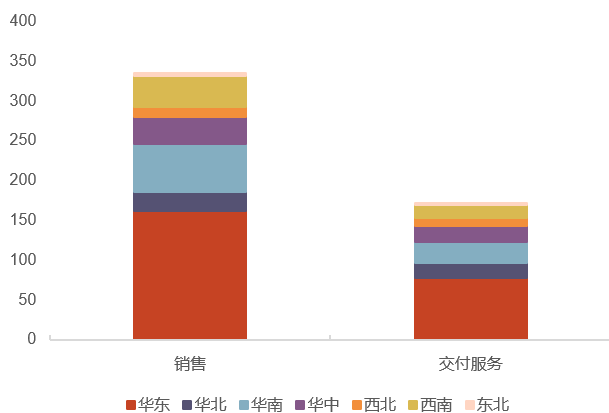
因此我们从渠道进展与产品定位角度，分析目前各车企 Hi 模式合作前景。

#### ● 渠道

截至 7/12 阿维塔销售、交付服务渠道分别为 335、172 家，2024/4 品牌大规模将直营渠道转为经销商合作模式，仅在重点销售区域保留直营体验中心；岚图销售、交付服务渠道分别为 402、173 家，当前以直营模式为主。

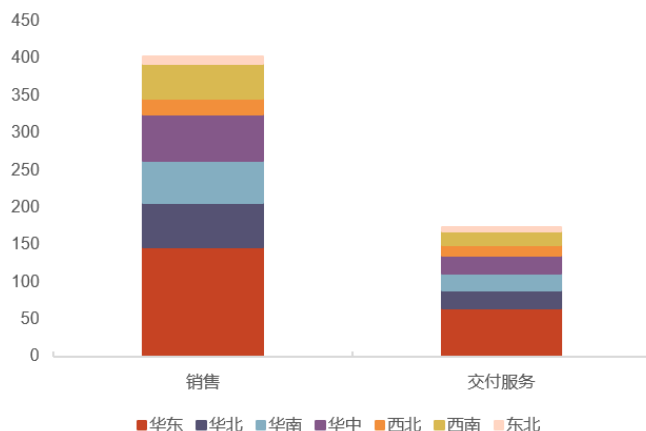
根据各家渠道情况，我们分析，1) 阿维塔进行渠道改革或为减少运营成本、以及提高渠道的覆盖率。目前 80% 销售员工仍在阿维塔合作门店工作，因此门店营销模式调整或对销售效率影响有限。2) 阿维塔与岚图的渠道覆盖面基本完善，侧重的覆盖区域略有差异。阿维塔主要覆盖华东、华南区域；东风岚图增加华中、华北的覆盖。

图 8：阿维塔渠道数量统计（单位：个）



资料来源：阿维塔官网、光大证券研究所整理（注：统计时间截止 2024/7/12）

图 9：东风岚图渠道数量统计（单位：个）



资料来源：岚图官网、光大证券研究所整理（注：统计时间截止 2024/7/12）

### ● 产品定位

阿维塔主要定位于年轻消费群体。2022 年首款车型阿维塔 11 通过搭载华为城区智驾+创新外观内饰设计获得较高市场关注度，但后续智选车型陆续搭载智驾方案，Hi 模式的智能化差异度降低。2023 年阿维塔 12 延续前期设计理念，突破性采用无后舷窗掀背车尾、电子后视镜，截至 2024/3/24 阿维塔 12 大定已累计 4 万辆。岚图定位以家用场景为主，并未采用激进的造型设计。其中，岚图梦想家由于更贴合家庭需求，目前为旗下销量车型最高的车型。

图 10：阿维塔的外观设计情况



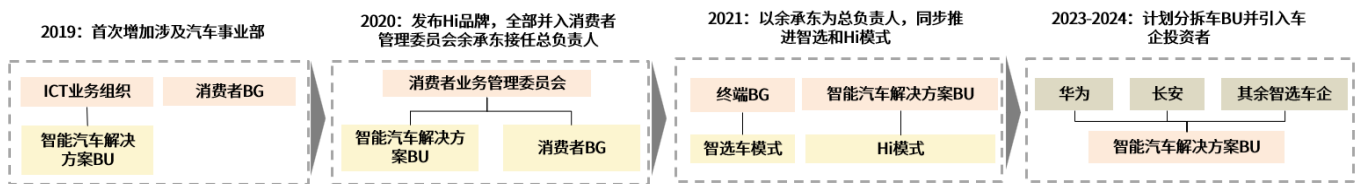
资料来源：GeekCar 极客汽车、汽车之家、光大证券研究所整理

我们认为，1) 阿维塔与岚图在渠道准备方面相对充足，并分别通过创新设计、家用定位获得初期市场关注度，计划通过华为智能化配置搭载增强市场竞争力。2) 但考虑到一方面华为系车型增加，智能化吸引的流量与市场关注度边际递减；另一方面 Hi 品牌缺乏华为的发布会+门店引流，因此短期销量表现弱于智选模式。我们预计 Hi 品牌有望通过中长期的品牌认知度建立、以及制造+管理经验积累实现转型效果逐步兑现。

## 1.4 车 BU：分拆计划推进中，年内部门有望扭亏

华为汽车业务自 2019 年成立以来经历多轮内部调整，当前已调整为与终端 BG（智选模式包含在内）并列的部门。车 BU 与终端董事长均为余承东，车 BU CEO 调整为靳玉志，终端 CEO 调整为何刚。2023/11 华为与长安汽车签署《投资合作备忘录》，内容是计划将车 BU 分拆并独立成新公司，业务范围包括智能网联汽车的智能驾驶系统及增量部件的研发、生产、销售和服务。以长安汽车为代表的主机厂计划入股分拆公司，并且华为也向智选模式合作的车企开启股权邀请。

图 11：车 BU 与消费者 BG 业务在华为的内部结构调整



资料来源：华为年报、网易科技、光大证券研究所整理

我们根据车 BU 披露的信息对其智驾方案盈利能力进行测算，1) **采购车 BU 方案的车型总量**：随着市场对于华为智驾能力认知的提升、以及合作车型的增加，我们估计 2022-2023 年采购华为智驾方案的车型销量分别为 8.9/9.8 万辆。2) **单套方案价格**：2022-2023 年车 BU 披露其营业收入为 20.8/47.7 亿元，则单套智驾方案价格约为 2.3/4.9 万元，单套价格增长主要原因为 2023 年智驾方案增加城区辅助驾驶功能。3) **单套方案总成本**：2022-2023 年车 BU 披露其亏损为 82/60 亿元，对应单套智驾方案总成本约为 11.5/11.0 万元。

我们认为，考虑到华为为更多领先技术搭载后采购方案的 ASP 提升、以及新车销量爬坡规模效应显现，我们预计车 BU 将通过华为系车型销量抬升而有望最快于今年实现扭亏为盈的良性发展。

表 1：2022-2023 年车 BU 的盈利能力测算

| 智驾配套情况        | 2022 年                   |        |      | 2023 年 |       |      |
|---------------|--------------------------|--------|------|--------|-------|------|
|               | 车型销量                     | 智驾占比   | 智驾销量 | 车型销量   | 智驾占比  | 智驾销量 |
| 鸿蒙智行（万辆）      | 7.5                      | 100%   | 7.5  | 10.2   | 60%   | 6.1  |
| 极狐（万辆）        | 1.3                      | 100%   | 1.3  | 1.5    | 100%  | 1.5  |
| 阿维塔（万辆）       | 0.1                      | 100%   | 0.1  | 2.2    | 100%  | 2.2  |
| sum（万辆）       | 8.9                      | 100.0% | 8.9  | 13.8   | 70.6% | 9.8  |
| 车 BU 营业收入（亿元） | 20.8                     |        |      | 47.7   |       |      |
| 智驾方案价格（万元）    | 2.3<br>(问界只配套车机系统，无智驾版本) |        |      | 4.9    |       |      |
| 车 BU 总成本（亿元）  | 102.8                    |        |      | 107.7  |       |      |
| 智驾方案单套成本（万元）  | 11.5                     |        |      | 11.0   |       |      |

资料来源：时代周报、C114 通讯网、财新、电动汽车观察家、光大证券研究所预测（注：1）鸿蒙智行车型包括问界 M5/M7/M9、智界 S7/R7、享界 S9 系列车型；2）阿维塔包括阿维塔 11/12/07/E16。）

根据以上对车 BU 分拆前景的分析，我们的观点是车 BU 分拆更贴合于华为汽车业务智能化汽车零部件厂商的定位，分拆后将不完全依托于母公司投入，有效参与到市场化竞争中，一方面车 BU 对于与车企的合作及盈利诉求更强；另一方面主机厂或将消除与车 BU 合作成本、以及话语权过高的顾虑。

通过对比智选与 Hi 模式的市场表现、以及车 BU 近况，我们认为，1) 华为系走量的关键在于华为渠道引流+全新技术搭载。智选车型多环节由华为主导及宣传，华为或也参与销售渠道分成，存在一定资源/技术倾斜的可能，智选品牌的市场关注度及品牌认知度提升更快。2) Hi 模式本质为零部件采购，产品设计及宣传方面华为均不负责，并且考虑到车 BU 分拆计划落地或将吸引更多主机厂采购华为软硬件，仅通过华为智能化带动销量的边际效应减弱。我们持续看好智选模式的走量能力、以及 Hi 品牌中长期建立起关注度后，依托于自身造车积累，转型效果逐步兑现的前景。

## 2、珠玉在前，“问界”能否被复制？

随着问界新车型上市后充分获得市场认可，2024 年前 5 月问界全系车型销量同比+670.6%至 14.0 万辆，在中国乘用车新势力品牌中位居前列。同时，华为也加快与其他智选车企的产品节奏，2024 年重新上市智界 S7，计划 2H24E 上市享界 S9、智界 R7，2025E 上市与江淮合作的豪华 MPV。我们认为问界的成功在于车型定位、流量效应、以及赛力斯配合度高等多重因素聚集带动的品牌势能，因此我们依据以上关键因素去判断“问界”模式被复刻的可行性。

### 2.1 公司背景：战略一致性决定合作节奏

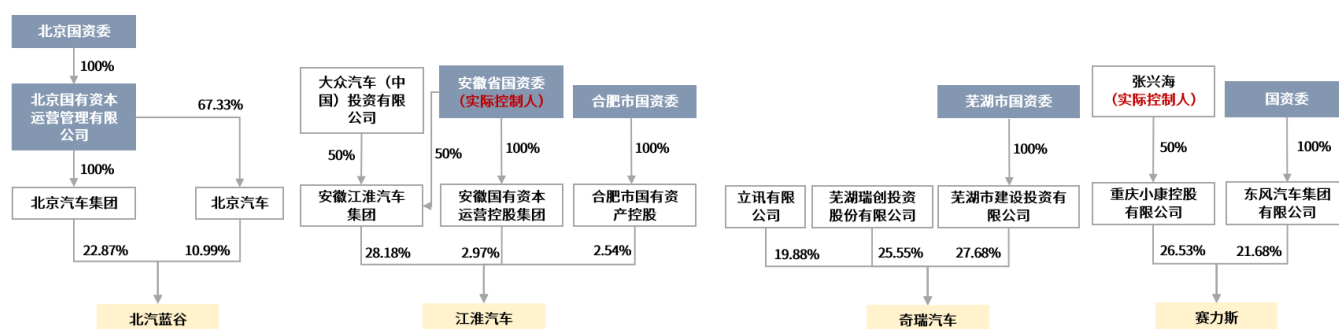
我们主要从公司实际控制人、双方沟通密切程度判断智选企业与华为绑定的意愿度。

#### ● 实际控制人

除赛力斯以外，智选车企均存在国企背景。1) 赛力斯的实际控制人为张兴海，早前因与东风合作而成为公司第二大股东，国资委通过 100%持股东风汽车集团间接持股赛力斯。2) 北汽蓝谷属于国有企业子公司，是我国首家独立运营并获得新能源汽车生产资质的企业。公司实际控制人是北汽集团，而北汽集团是北京国资委的全资子公司。3) 江淮汽车的实际控制人为安徽省国资委，通过间接持有江淮汽车约 17.8%的股权。4) 奇瑞汽车已基本完成增资扩股从地方控股国企变更为地方参股的混合所有制企业，主要股东包括芜湖建投、立讯精密、创投企业等，其中芜湖建投实控人为芜湖市国资委。

我们从股权结构角度分析，民营企业相对国有企业在盈利性方面诉求更强，且具有更灵活的经营机制，能够更快调整组织结构以适应市场需求，因此更适合与华为进行合作绑定。

图 12：智选品牌的股权结构



资料来源：天眼查、汽车行业关注、光大证券研究所整理（注：北汽蓝谷、江淮汽车、赛力斯的股权结构统计时间截至 2024/7/9；奇瑞股权结构统计时间截至 2023/12）

#### ● 沟通协调

我们根据公开信息梳理了智选车企与华为高层的合作交流情况，整体反馈积极。各公司与华为之间高层均保持密切交流，建立了定期互访机制跟进合作情况。管理层也在公开讲话中表示要与华为充分学习彼此长处，其中，赛力斯更倾向于借鉴华为的高效管理经验，包括员工持股、工资标准、以及供应链控制等，以充分调动员工积极性。

表 2：智选车企与华为合作的基本情况梳理

| 判断指标               | 赛力斯                                              | 奇瑞                               | 北汽蓝谷                     | 江淮汽车                           |
|--------------------|--------------------------------------------------|----------------------------------|--------------------------|--------------------------------|
| 企业性质               | 民营企业                                             | 混合所有制企业                          | 国有企业                     | 国有企业                           |
| 实际控制人              | 张兴海                                              | NA                               | 北汽集团                     | 安徽省国资委                         |
| 与华为合作周期            | 3 年（余承东负责）                                       | 3.5 年（王军负责）                      | 2.5 年（徐直军负责）             | 4.5 年（徐直军负责）                   |
| 合作车型               | 赛力斯 SF5、问界 M5、问界 M7、问界 M9                        | 智界 S7                            | 北汽极狐αS、享界 S9             | X6 平台的纯电 MPV                   |
| 合作车型产能是否独立         | √                                                | √（2024/1 投产）                     | √                        | √（即将投产）                        |
| 产能规模（万辆/年）         | 两江智慧工厂：10 万辆/年<br>凤凰智慧工厂：30 万辆/年<br>第三工厂：30 万辆/年 | 智能网联超级二工厂：50 万辆/年                | 北京高端智能生态工厂：30 万辆/年       | 3.5 万辆/年                       |
| 管理层对华为的定位          | 在员工持股、工资标准、供应链控制方面向华为学习                          | 高层每天都会微信沟通<br>每月一次线下交流           | 双方高层有密切往来                | 高层制定定期互访机制                     |
| 2023 年智选占各车企品牌销量比例 | 40.1%                                            | 0.05%                            | 0%                       | 0%                             |
| 2023 年品牌销量（万辆）     | 25.3                                             | 188.1                            | 9.2                      | 48.6                           |
| 2023 年市场份额         | 1.0%                                             | 7.4%                             | 0.4%                     | 1.9%                           |
| 2022 年智选占各车企品牌销量比例 | 29.6%                                            | 0.0%                             | 0.0%                     | 0.0%                           |
| 2022 年品牌销量（万辆）     | 25.7                                             | 123.3                            | 5.0                      | 37.8                           |
| 2022 年市场份额         | 1.1%                                             | 5.3%                             | 0.2%                     | 1.6%                           |
| 合作效果预期             | 已经成为智选模式标杆。                                      | 奇瑞自主与华为合作车型存在重合，战略重心或倾向于自主新能源品牌。 | 与华为已经有较为丰富的合作经验，有利于配合进度。 | 江淮面对新能源市场机遇积极求变，先后配合与蔚来、华为的合作。 |

资料来源：环球老虎财经、出行局、北汽蓝谷官网、江淮汽车官网、车壹条、乘联会、太平洋汽车等、光大证券研究所整理

综合以上因素，我们认为，1）赛力斯属于民营企业，前期主品牌转型存在困难，因此积极与华为保持合作沟通快速吸收行业创新经验以寻求变革。2）除赛力斯以外，我们判断存在与华为有更强合作意愿的车企为北汽蓝谷、江淮汽车。主要考虑为，a）北汽蓝谷属于早期布局新能源的车企之一，但目前爆款打造能力有限；b）江淮汽车乘用车销量依赖于出口，具备充足代工经验，两者或具备较强意愿通过与华为绑定实现销量转换。

2.2 车型周期：技术为支撑，华为系加速豪车供给

前期考虑到智驾成本因素，华为系整体定价偏高。但随着行业竞争加剧，华为系采取更激进的定价策略，在价格与配置趋同的基础上，保持更高的智能化水平。2Q24 华为系车型再次跟进价格调整，智界 S7 重新上市后低配版价格不变但增加续航里程及纯视觉智驾方案，其余配置价格下调 2 万元；问界 M5 2024 款全系标配激光雷达并降价 2-3 万元；问界 M7 定价不变但调整了激光雷达线束、外观等配置。

表 3：已上市智选车型参数对比

| 参数   |                 | 问界 M5 竞品对比 |            |           |           | 问界 M7 竞品对比 |        | 问界 M9 竞品对比 |        |           |          | 智界 S7 竞品对比 |            |
|------|-----------------|------------|------------|-----------|-----------|------------|--------|------------|--------|-----------|----------|------------|------------|
| 基本参数 | 车型              | M5 纯电 MAX  | 智己 LS6 MAX | M5 增程 MAX | 理想 L6 MAX | M7 Ultra   | L7 MAX | M9 纯电 MAX  | 蔚来 ES8 | M9 增程 MAX | L9 Ultra | S7 MAX     | 小米 SU7 MAX |
|      | 定价（万元）          | 26.98      | 27.39      | 24.98     | 27.98     | 28.98      | 32.98  | 50.98      | 51.8   | 48.98     | 43.98    | 29.98      | 29.99      |
|      | 终端价（万元）         | 26.98      | 26.39      | 24.98     | 27.98     | 28.98      | 32.98  | 50.98      | 51.8   | 48.98     | 43.98    | 29.98      | 29.99      |
|      | 2024 年至今月均销量（辆） | 255        | 2911       | 722       | NA        | 23229      | 10857  | 835        | 610    | 2731      | 7898     | 1532       | NA         |
|      | 续航里程（km）        | 602        | 760        | 255       | 212       | 240        | 225    | 630        | 465    | 275       | 280      | 855        | 800        |
|      | 综合油耗（L/100km）   | NA         | NA         | 0.53      | 0.72      | 0.85       | NA     | NA         | NA     | NA        | NA       | NA         | NA         |

|      |                |                                   |                      |                                   |                              |                              |                              |                         |                                              |                         |                              |                                                |                        |
|------|----------------|-----------------------------------|----------------------|-----------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|-------------------------|----------------------------------------------|-------------------------|------------------------------|------------------------------------------------|------------------------|
|      | 百公里加速          | 7.1                               | 5.5                  | 7.1                               | 5.4                          | 7.8                          | 5.3                          | 4.3                     | 4.1                                          | 4.9                     | 5.3                          | 5.4                                            | 2.78                   |
| 动力参数 | 发动机总功率 (kW)    | NA                                | NA                   | 112                               | 113                          | 112                          | 113                          | NA                      | NA                                           | 112                     | 113                          | NA                                             | NA                     |
|      | 电动机总功率 (kW)    | 200                               | 379                  | 200                               | 300                          | 200                          | 300                          | 390                     | 480                                          | 365                     | 330                          | 215                                            | 495                    |
|      | 电池能量 (kWh)     | 80                                | 100                  | 40                                | 36.8                         | 42                           | 42.8                         | 100                     | 75                                           | 52                      | 52.3                         | 100                                            | 101                    |
|      | 800V 高压平台      | NA                                | √                    | NA                                | NA                           | NA                           | NA                           | √                       | NA                                           | NA                      | NA                           | √                                              | √                      |
| 底盘   | CDC            | NA                                | NA                   | NA                                | √                            | NA                           | √                            | √                       | √                                            | √                       | √                            | NA                                             | √                      |
|      | 空气悬架           | NA                                | NA                   | NA                                | NA                           | NA                           | √                            | √                       | √                                            | √                       | √                            | NA                                             | √                      |
| 座椅   | 前排座椅           | 加热<br>通风<br>按摩 (选装)<br>头枕扬声器 (选装) | 加热<br>通风             | 加热<br>通风<br>按摩 (选装)<br>头枕扬声器 (选装) | 加热<br>通风<br>按摩               | 加热<br>通风<br>按摩<br>头枕扬声器      | 加热<br>通风<br>按摩               | 加热<br>通风<br>按摩<br>头枕扬声器 | 加热<br>通风<br>按摩                               | 加热<br>通风<br>按摩<br>头枕扬声器 | 加热<br>通风<br>按摩               | 加热<br>通风                                       | 加热<br>通风               |
|      | 副驾座椅           | 前后调节<br>靠背调节<br>高低调节<br>腰部支撑      | 前后调节<br>靠背调节<br>高低调节 | 前后调节<br>靠背调节<br>高低调节<br>腰部支撑      | 前后调节<br>靠背调节<br>高低调节<br>腰部支撑 | 前后调节<br>靠背调节<br>高低调节<br>腰部支撑 | 前后调节<br>靠背调节<br>高低调节<br>腰部支撑 | 前后调节<br>腿托调节<br>腰部支撑    | 前后调节<br>靠背调节<br>高低调节<br>腰部支撑<br>肩部调节<br>腿托调节 | 前后调节<br>腿托调节<br>腰部支撑    | 前后调节<br>靠背调节<br>高低调节<br>腰部支撑 | 前后调节<br>靠背调节<br>高低调节<br>腿托调节 (选装)<br>腰部调节 (选装) | 前后调节<br>靠背调节<br>高低调节   |
|      | 第二排座椅功能        | 加热 (选装)                           | NA                   | 加热 (选装)                           | 加热<br>通风                     | 加热<br>通风<br>按摩               | 加热<br>通风<br>按摩               | 加热<br>通风<br>按摩          | 加热<br>通风<br>按摩                               | 加热<br>通风<br>按摩          | 加热<br>通风<br>按摩               | 加热<br>通风 (选装)                                  | 加热                     |
| 智能化  | 激光雷达           | 1                                 | 1                    | 1                                 | 1                            | 1                            | 1                            | 1                       | 1                                            | 1                       | 1                            | 1                                              | 1                      |
|      | 超声波雷达          | 12                                | 12                   | 12                                | 12                           | 12                           | 12                           | 12                      | 12                                           | 12                      | 12                           | 12                                             | 12                     |
|      | 毫米波雷达          | 3                                 | 3                    | 3                                 | 1                            | 3                            | 1                            | 3                       | 5                                            | 3                       | 1                            | 3                                              | 3                      |
|      | 摄像头            | 11                                | 11                   | 11                                | 11                           | 11                           | 11                           | 11                      | 11                                           | 11                      | 11                           | 11                                             | 11                     |
|      | 激光雷达品牌         | 华为                                | 速腾聚创                 | 华为                                | 禾赛科技                         | 华为                           | 禾赛科技                         | 华为                      | 图达通                                          | 华为                      | 禾赛科技                         | 华为                                             | 禾赛                     |
|      | 激光雷达线数         | 126 线                             | 126 线                | 126 线                             | 126 线                        | 192 线                        | 128 线                        | 192                     | 150                                          | 192                     | 128                          | 192 线                                          | 128 线                  |
|      | 激光雷达点云数量 (万/秒) | NA                                | 78                   | NA                                | 153                          | 120                          | 153                          | NA                      | 80-100                                       | NA                      | 153                          | NA                                             | 153                    |
|      | 自动驾驶辅助路段       | 高速路段<br>城市路段 (选装)                 | 高速路段<br>城市路段         | 高速路段<br>城市路段 (选装)                 | 高速路段<br>城市路段                 | 高速路段<br>城市路段 (选装)            | 高速路段<br>城市路段                 | 高速路段<br>城市路段 (选装)       | 高速路段<br>城市路段 (均选装)                           | 高速路段<br>城市路段 (选装)       | 高速路段<br>城市路段                 | 高速路段<br>城市路段 (选装)                              | 高度路段 (选装)<br>城市路段 (选装) |
|      | 智能座舱芯片         | 麒麟 990A                           | 高通 8195              | 麒麟 990A                           | 高通 8295                      | 麒麟 990A                      | 高通 8295                      | 麒麟 990A                 | 高通 8295                                      | 麒麟 990A                 | 高通 8295                      | 麒麟 990A                                        | 高通 8295                |

资料来源：汽车之家、光大证券研究所整理（注：价格统计时间截至 2024/7/12）

随着更多华为系车型信息披露，智选各品牌的定位逐渐清晰。包括，a) 问界定位家用+商务全尺寸 SUV，对标自主、一/二线合资品牌、BBA；b) 智界定位中高端商务+家用轿车，对标自主、一/二线合资品牌；c) 享界定位高端商务轿车，对标 BBA 市场；d) 江淮对应的智选品牌定位细分市场豪华市场。各品牌对标的市场存在空间、以及竞争激烈度的差距。1) 问界销量表现与产品覆盖面及对应市场空间有关。2) 根据目前产品规划情况，我们判断享界 S9 对应市场空间相对广阔且竞争激烈度有限，具备走量基础。

表 4：智选车型的品牌定位

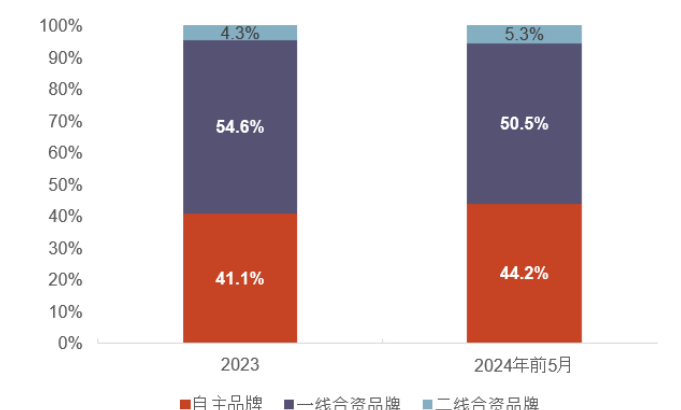
| 品牌       | 车型 | 定位               | 价格区间 (万元) | 目标竞品                      |
|----------|----|------------------|-----------|---------------------------|
| 问界       | M5 | 增程/纯电：运动 SUV     | 25-33     | 一/二线合资品牌、新势力、奔驰 GLB、奥迪 Q3 |
|          | M7 | 增程：家庭大空间 SUV     | 25-35     | 一/二线合资品牌、新势力、奔驰 GLC、奥迪 Q5 |
|          | M9 | 增程/纯电：全尺寸超豪华 SUV | 45-55     | 理想 L9、宝马 X5、奔驰 GLE        |
| 智界       | S7 | 纯电轿跑             | 25-35     | 一/二线合资、Model3、SU7、宝马 3 系  |
|          | R7 | 纯电 SUV           | 30-40     | 一/二线合资、Model Y            |
| 享界       | S9 | 纯电轿跑             | 40 万以上    | 宝马 5 系、奥迪 A6、奔驰 E         |
| 江淮 (X 界) | X6 | 纯电 MPV           | 50 万以上    | 理想 MEGA、埃尔法               |

资料来源：汽车之家、36 氪、光大证券研究所整理

## 2.2.1 兼具舒适、科技、豪华，享界挑战 BBA 轿车寡头市场

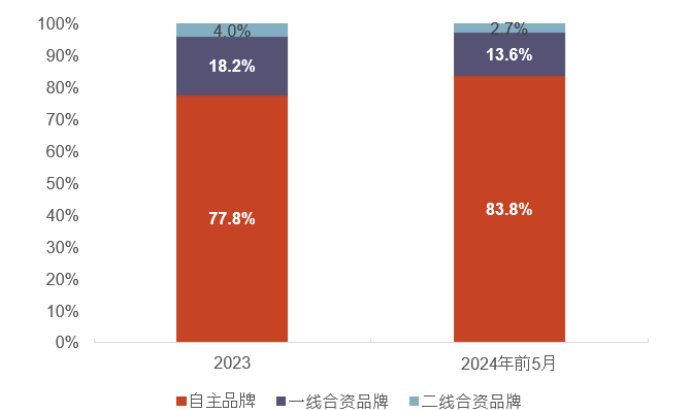
我们对享界 S9 所处的高端新能源市场进行分析，2023-2024 年前 5 月 30 万以上 SUV 销量约为 156.7、62.0 万辆，新能源渗透率分别为 43.6%、44.0%。我们认为，SUV 新能源渗透率较高的核心原因为，继理想的大空间 SUV 销量快速抬升，自主品牌跟进 SUV 市场布局，合资品牌的市场占比进一步压缩。与之形成对比的是高端新能源轿车市场，2023-2024 年前 5 月 30 万以上轿车销量约为 99.3、36.3 万辆，新能源渗透率分别为 14.3%、10.3%，合资品牌在新能源市场占比超过 50%并以油改电车型为主，自主品牌布局有限且相对蓝海。我们认为，高端轿车市场仍处于相对寡头阶段，自主新能源渗透率较低但进入壁垒高，存在对车型的差异化技术需求，享界 S9 通过华为技术赋能属于少数在该市场具备竞争力的车型。

图 13：2023-2024 年前 5 月高端新能源轿车销量占比



资料来源：乘联会、光大证券研究所整理

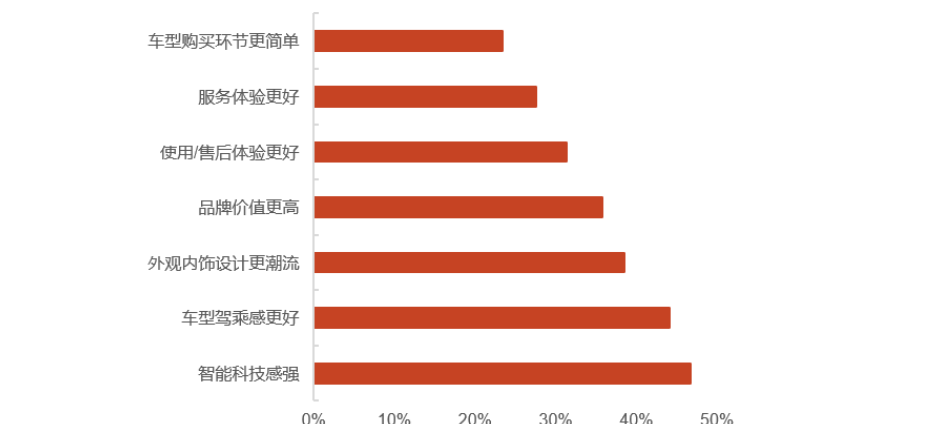
图 14：2023-2024 年前 5 月高端新能源 SUV 销量占比



资料来源：乘联会、光大证券研究所整理

享界 S9 长宽高分别为 5160\*1987\*1486mm，轴距 3050mm，对标车型包括宝马 5 系（商务+运动型）、奥迪 A6L（商务+家用，逐渐年轻化）、奔驰 E 级（商务+家用）。根据第三方机构调研显示，消费者舍弃豪华品牌而选择高端自主品牌的因素中，前三名分别与科技感、驾乘体验、外观内饰有关。我们主要从以上三方面综合判断享界 S9 相较于 BBA 的产品力，由于享界 S9 仍未开启试驾测评，部分对比内容我们采用问界 M9 的市场反馈替代。

图 15：消费者舍弃豪华品牌选择高端新势力的因素



资料来源：巨量算数、光大证券研究所整理（注：数据统计来自于 2021 年 5 月《2021 年豪华车人群调研》）

● 驾乘体验&外观内饰

1) 操控性：BBA 的方向盘操控性及底盘滤震性属于长期累积的核心优势。华为系车型通过搭载途灵底盘，用户普遍反馈驾驶具有质感，机械操控素质过硬。同时享界 S9 预计将吸收北汽奔驰的制造经验，底盘将华为的智能化与奔驰的舒适性充分结合。2) 静谧性：以奥迪 A6L 为例在挡风玻璃及前侧窗玻璃采用双层夹胶玻璃，门板及发动机区域增加隔音棉保证车舱静谧性。华为高端车型采取相似的双层隔音玻璃设计，叠加电机天然的低噪音优势，问界 M9 的 120km/h 匀速行驶噪音为 60.8dBA，效果更好于奥迪 A6L。3) 舒适性：BBA 重视后排座椅的细节处理，标配后排座椅电动调节，奔驰 E 同时增加后排后背支撑设计，降低后排乘坐时的疲惫感。华为已在智界 S7 后排增加“丝云座椅”并配备座椅调节功能、更长更宽的坐垫，预计相关配置会复刻至享界 S9。

我们认为，针对豪华品牌领先的驾乘操控及内外饰设计，华为系高端车型实际表现或不逊于豪华品牌，存在通过以上两方面实现消费者品牌切换的潜力。

表 5：享界与 BBA 车型参数对比

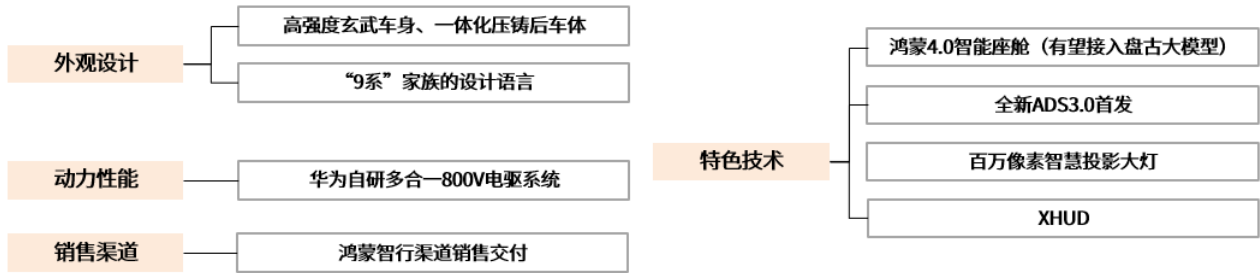
|      |             | 享界 S9                                   | 宝马 5 系                              | 宝马 i5                           | 奥迪 A6L                                    | 奔驰 E 级                                              | 奔驰 E 级新能源                     |
|------|-------------|-----------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------|-------------------------------|
| 基本参数 | 定位          | 预计与奥迪 A6L 接近                            | 兼顾行政需求+操控性                          |                                 | 偏商务的家用轿车                                  | 商务行政轿车                                              |                               |
|      | 定价（万元）      | 40 左右                                   | 43.99-52.59                         | 50.95-54.65                     | 42.79-65.68                               | 44.9-59.98                                          | 52.23                         |
|      | 终端定价（万元）    | 40 左右                                   | 33.99-42.59                         | 39.75-42.65                     | 30.79-50.68                               | 37.4-52.48                                          | 42.23                         |
|      | 长*宽*高（mm）   | 5160*1987*1486                          | 5175*1900*1520                      |                                 | 5038*1886*1475                            | 5092*1880*1493                                      |                               |
|      | 轴距（mm）      | 3050                                    | 3105                                | 3106                            | 3024                                      | 3094                                                | 3095                          |
|      | 车内空间（mm）    | 3460                                    | NA                                  | NA                              | 腿部空间：前排 1040/后排 1000                      | NA                                                  | NA                            |
| 动力参数 | 功率（kW）      | 单电机：227<br>双电机：158+227                  | 发动机 140/190                         | 单电机：210                         | 发动机 140/180/250                           | 发动机 150/190                                         | 电动机：90<br>发动机：155             |
|      | 电池容量 & 续航里程 | 100kWh 三元锂电池<br>CLTC 续航里程 650km+        | NA                                  | 79kWh 电池<br>CLTC 续航里程 536/567km | NA                                        | NA                                                  | 25.4kWh 电池<br>WLTC 续航里程 101km |
| 细节处理 | 噪音控制        | 双层玻璃<br>(参考问界 M9)                       | 100km/h 速度座舱噪音 65.6 分贝              | 同燃油版                            | 120km/h 速度座舱噪音 64 分贝；<br>隔音棉（重点在门板、发动机区域） | 加强版声学包+全包围声学玻璃；<br>100km/h 速度座舱噪音 66 分贝             | 同燃油版                          |
|      | 操控          | 前悬架：双叉臂独立悬架<br>后悬架：多连杆独立悬架<br>(参考问界 M9) | 前悬架：双叉臂独立悬架<br>后悬架：多连杆独立悬架<br>自适应悬架 | 同燃油版                            | 前悬架：五连杆独立悬架<br>后悬架：五连杆独立悬架<br>滤震性能高       | 前悬架：多连杆独立悬架<br>后悬架：多连杆独立悬架<br>搭载后轮主动转向系统；<br>空气悬架系统 | 同燃油版                          |
|      | 座椅设计        | NA                                      | 后排座椅加长加厚；<br>长轴版搭配悬浮屏幕              | 同燃油版                            | 后排坐垫加长 30mm，<br>加宽 60mm                   | 电动可调腿托<br>可加热后排头枕<br>后排坐垫加长                         | 同燃油版                          |

资料来源：汽车之家、太平洋汽车、懂车参谋、汽车扒扒等、光大证券研究所整理（注：价格统计时间截至 2024/7/12）

● 智能化

根据工信部已披露的信息，享界 S9 或采用“9 系”通用设计语言，前大灯的外观与问界 M9 相近，预计会搭载同款百万像素智慧投影大灯。除根据外观推测的大灯搭载以外，华为于 4/24、5/31、7/9 先后召开了智能汽车解决方案发布会、问界新 M7 发布会、以及享界 S9 进店直播，更新后续技术及车型规划，我们也可以通过发布会内容预测享界 S9 会搭载的汽车相关技术。已确定的包括智能驾驶技术 ADS3.0（首搭）：该方案会剔除 BEV 网络，保留 GOD 通用障碍物识别网络，并在决策和控制侧使用了端到端的人工智能。新车型的 4D 毫米波雷达也会进行升级，提升探测距离与探测精度。

图 16：享界 S9 技术搭载情况预测



资料来源：华为官网、汽车之家、爱范儿、光大证券研究所整理（注：配置搭载情况主要根据问界 M9 及官方披露图片进行预测）

表 6：华为智能汽车解决方案更新内容

| 主要升级内容 |            |                                                        |
|--------|------------|--------------------------------------------------------|
| 乾崮智驾   | ADS3.0     | ADS1.0：BEV 网络——>ADS2.0：BEV 网络+GOD 网络——>ADS3.0：GOD 大网   |
|        | 4D 毫米波雷达   | 探测距离提升 35%；探测精度提升 4 倍；时延降低 65%                         |
|        | XHUD2.0    | 15000nit 业界最高亮度；2500:1 业界最高对比度                         |
|        | 智能车灯模组     | 1) 支持灯语表达智能交互；2) 远光灯不影响他人                              |
| 乾崮车控   | iDVP2.0    | 五合一车控模组                                                |
| 乾崮车云   | 乾崮车云服务 3.0 | 1) 高效差分；2) 支持整车级 OTA                                   |
|        | 云鹤大模型      | VHR1.0：电池故障警告+热失控预警——>VHR2.0：整车跨域远程诊断——>VHR3.0：全流程自动诊断 |
| 鸿蒙座舱   | 千悟引擎       | 智慧车机融合车载传感器、鸿蒙视觉感知能力、小艺语音能力                            |
|        | 乾崮音响       | 1) 43 个扬声器；2) 3000w 的功放                                |

资料来源：IT 之家、光大证券研究所整理

我们认为，享界 S9 的优势之一是华为的车载技术赋能，预计在有全新技术支持的基础上，华为系车型的驾乘与内外饰细节处理已能做到和 BBA 接近，甚至部分参数可超越竞品车型，具备替代 BBA 的技术条件。

## 2.2.2 高端新能源轿车空间广阔，新车型销量可期

我们对高端轿车与 SUV 的主要车型进行梳理，SUV 市场中一线合资豪华品牌奥迪 Q5、奔驰 GLC、宝马 X3 在 2022 年以前市场份额均高于 10%，随着自主车型快速上量，以上车型市场份额波动下降约 3pcts，二线合资豪华品牌市场份额下滑同样明显且恢复能力有限。当前高端轿车的市场份额集中度高，2024 年前 5 月奥迪 A6L、宝马 5 系、奔驰 E 级市场份额合计 45%以上，参考自主替代 SUV 市场的进程，若享界 S9 发布后销量快速爬坡，预计全系合资豪华品牌市场份额受到影响，且品牌力+产品力偏弱的车型受影响更明显。

表 7：2021-2024 年前 5 月高端轿车市场份额及对应销量

| 车型       | 累计销量（单位：辆）  |        |        |        | 市场份额        |        |        |        |
|----------|-------------|--------|--------|--------|-------------|--------|--------|--------|
|          | 2024 年前 5 月 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 | 2024 年前 5 月 | 2023 年 | 2022 年 | 2021 年 |
| 奥迪 A6L   | 84456       | 174123 | 129582 | 154388 | 23.3%       | 17.5%  | 14.6%  | 18.0%  |
| 奥迪 A7L   | 10566       | 20239  | 3801   | 0      | 2.9%        | 2.0%   | 0.4%   | 0.0%   |
| 宝马 5 系   | 35076       | 142322 | 173990 | 172813 | 9.7%        | 14.3%  | 19.5%  | 20.1%  |
| 奔驰 C 级   | 69811       | 165109 | 143918 | 126021 | 19.2%       | 16.6%  | 16.2%  | 14.7%  |
| 奔驰 E 级   | 48943       | 154031 | 147871 | 142216 | 13.5%       | 15.5%  | 16.6%  | 16.6%  |
| 沃尔沃 S60  | 7030        | 21961  | 24983  | 26978  | 1.9%        | 2.2%   | 2.8%   | 3.1%   |
| 沃尔沃 S90  | 17969       | 39294  | 35060  | 36125  | 5.0%        | 4.0%   | 3.9%   | 4.2%   |
| 凯迪拉克 CT6 | 1062        | 10362  | 11763  | 17715  | 0.3%        | 1.0%   | 1.3%   | 2.1%   |
| 蔚来 ET7   | 2249        | 4860   | 26488  | 118    | 0.6%        | 0.5%   | 3.0%   | 0.0%   |

资料来源：中汽协、乘联会、光大证券研究所整理

表 8：2021-2024 年前 5 月高端 SUV 市场份额及对应销量

| 车型            | 月均销量 (单位: 辆) |               |               |               | 市场份额        |              |              |              |
|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|               | 2024 年前 5 月  | 2023 年        | 2022 年        | 2021 年        | 2024 年前 5 月 | 2023 年       | 2022 年       | 2021 年       |
| Q6            | 2149         | 3542          | 758           | 0             | 0.3%        | 0.2%         | 0.1%         | 0.0%         |
| Q4 e-tron     | 6266         | 23715         | 6626          | 0             | 1.0%        | 1.5%         | 0.4%         | 0.0%         |
| <b>Q5</b>     | <b>55134</b> | <b>156999</b> | <b>141582</b> | <b>149384</b> | <b>8.9%</b> | <b>10.0%</b> | <b>9.0%</b>  | <b>12.3%</b> |
| Q5 e-tron     | 1850         | 5207          | 1721          | 0             | 0.3%        | 0.3%         | 0.1%         | 0.0%         |
| <b>奔驰 GLC</b> | <b>58289</b> | <b>100675</b> | <b>149999</b> | <b>140049</b> | <b>9.4%</b> | <b>6.4%</b>  | <b>10.1%</b> | <b>11.5%</b> |
| 奔驰 EQE        | 4451         | 6435          | 0             | 0             | 0.7%        | 0.4%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>宝马 X3</b>  | <b>57989</b> | <b>155343</b> | <b>146407</b> | <b>151363</b> | <b>9.4%</b> | <b>9.9%</b>  | <b>9.8%</b>  | <b>12.4%</b> |
| 宝马 X5         | 39360        | 93723         | 58243         | 0             | 6.3%        | 6.0%         | 3.9%         | 0.0%         |
| XT6           | 97           | 12000         | 22170         | 37998         | 0.0%        | 0.8%         | 1.5%         | 3.1%         |
| 理想 L7         | 52776        | 134089        | 0             | 0             | 8.5%        | 8.6%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 理想 L8         | 31267        | 117990        | 93984         | 90491         | 5.0%        | 7.5%         | 6.3%         | 7.4%         |
| 理想 L9         | 36832        | 114377        | 39262         | 0             | 5.9%        | 7.3%         | 2.6%         | 0.0%         |
| 问界 M9         | 42333        | 0             | 0             | 0             | 6.8%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |

资料来源：中汽协、乘联会、光大证券研究所整理

我们对享界 S9 的稳态年销量进行预测，首先假设 30 万元以上轿车市场空间 100 万辆，并从 30 万元以上轿车的新能源渗透率、以及享界 S9 在 30 万元以上自主新能源轿车的市占率两个维度预测享界 S9 销量。考虑到 30 万元以上轿车市场的技术壁垒、自主品牌布局节奏、以及合资品牌缺乏全新新能源车型承接，我们预计 30 万元以上轿车市场的新能源渗透率抬升将主要通过享界 S9 快速上量实现，预计享界 S9 的稳态销量区间为 11.0-18.2 万辆。

表 9：享界 S9 稳态销量预测

| 稳态销量预测                     |             |             |             |             |             |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 30 万元以上轿车市场空间 (万辆)         | 100         | 100         | 100         | 100         | 100         |
| 30 万元以上轿车市场的新能源渗透率         | 30.0%       | 32.0%       | 35.0%       | 38.0%       | 40.0%       |
| 30 万元以上轿车新能源销量 (万辆)        | 30          | 32          | 35          | 38          | 40          |
| 30 万元以上新能源轿车市场中合资品牌销量 (万辆) | 8.0         | 8.4         | 8.8         | 9.6         | 9.7         |
| 30 万元以上新能源轿车市场中自主品牌销量 (万辆) | 22.0        | 23.6        | 26.2        | 28.4        | 30.3        |
| 30 万元以上新能源轿车市场中合资品牌市占率     | 26.7%       | 26.3%       | 25.1%       | 25.3%       | 24.2%       |
| 30 万元以上新能源轿车市场中自主品牌市占率     | 73.3%       | 73.8%       | 74.9%       | 74.7%       | 75.9%       |
| 享界 S9 在 30 万元以上自主新能源轿车的市占率 | 50%         | 52%         | 55%         | 58%         | 60%         |
| <b>享界 S9 销量 (万辆)</b>       | <b>11.0</b> | <b>12.3</b> | <b>14.4</b> | <b>16.5</b> | <b>18.2</b> |

资料来源：中汽协、乘联会、光大证券研究所预测

通过多方面对比目前智选车企的合作情况，1) 北汽蓝谷背靠国资的同时，具备较强销量增长诉求、以及与华为汽车领域合作的经验，或更有助于双方合作推进。2) 北汽蓝谷与华为合作的享界 S9 切入 C 级以上轿车蓝海市场，该市场呈现出新能源渗透率低/合资车型垄断、新能源车型以 BBA 油改电为主的市场特征。我们判断，在双方合作参与度较高的基础上，享界 S9 有望依托于华为逐步建立起的高端品牌认知、以及领先的智能化技术实现稳态销量爬坡过万，充分看好自主品牌以享界 S9 打入合资高端轿车市场的前景。

## 3、投资建议

### 3.1 投资逻辑

- 1) **华为与车企不同合作模式的适配性**：华为的核心优势在于智能化、渠道、以及 IP 营销/引流能力。随着旗下智选车型借助以上优势快速上量，车企开始重视与华为的合作并且加快车型上市节奏。Hi 与智选模式通常采购整套华为智能化方案，2024E 上市约 10 款车型（包含迭代车型）。从车型表现来看，智选车型销量表现好于 Hi 模式，主要原因或与 Hi 模式本质为零部件采购，不依赖于华为的渠道+发布会引流，较难形成与智选模式的差异化竞争有关。综上，我们持续看好智选模式的走量能力、以及 Hi 品牌中长期建立起关注度后，依托于自身造车积累，转型效果逐步兑现的前景。
- 2) **智选车型走量基础**：我们判断智选车型走量因素取决于车企与华为的合作深度、以及车型周期。从车企绑定深度的角度，民营车企、车型竞品力偏弱车企具备更强的与华为合作诉求；从车型周期的角度，享界首款车型 S9 市场空间充裕、自主品牌进入壁垒高，叠加华为技术赋能、以及北汽自上而下的高配合度，我们预计享界 S9 稳态交付有望创高端自主品牌在轿车领域销量新高。

从推荐标的角度，我们看好可以充分借助华为宣传流量、与华为合作配合度高、以及车型周期占优的车企，推荐与华为有合作基础、并且合作车型市场空间广阔的北汽蓝谷、赛力斯，建议关注与华为有智选车型规划的江淮汽车、以及存在入股车 BU 预期的长安汽车。

## 3.2 北汽蓝谷（600733.SH）

### 3.2.1 新能源发展主力军，国资控股结构稳定

北汽蓝谷新能源科技股份有限公司（简称“北汽蓝谷”）是绿色智慧出行一体化解决方案提供商。2018/9 月北汽蓝谷通过重大资产重组成为国内新能源汽车第一股。主营业务包括纯电动乘用车研发设计、生产制造与销售服务，目前全力打造极狐、北京汽车两大品牌。公司主要经历三阶段发展。**第一阶段（2009—2013 年）**：蓄力成长期，实现自主新能源产业破冰，其中 2009/11 月北汽新能源“一园两企”揭牌。**第二阶段（2014-2019 年）**：北汽新能源进入高速发展期，以创新领跑行业快速增长。2019/3 月高端品牌 ARCFOX 极狐全球首发。**第三阶段（2020 年至今）**：北汽新能源进入调整转型期，蓄力高质量发展再出发。2020/10 ARCFOX 首款量产车型极狐 αT 正式上市。2021/4 月 ARCFOX 极狐品牌阿尔法 S 上市，与华为携手打造的阿尔法 S 华为 HI 版也如期亮相。2024 年公司与华为合作的高端纯电大型轿车享界 S9 亮相工信部目录。

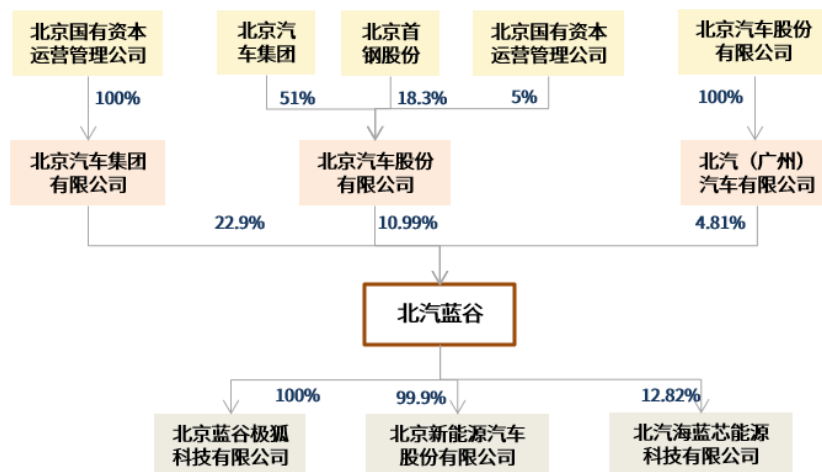
图 17：北汽蓝谷发展历程



资料来源：北汽蓝谷官网、光大证券研究所整理

公司股权结构稳定，子公司分工明确。截至 2024/6 北汽蓝谷实际控制人为北京市国资委，股东实力雄厚。子公司方面，极狐主要负责智能新能源汽车业务，北汽新能源主要负责 BEIJING 品牌新能源汽车业务，并与麦格纳合资设立北汽蓝谷麦格纳汽车有限公司，打造高端新能源汽车制造基地。

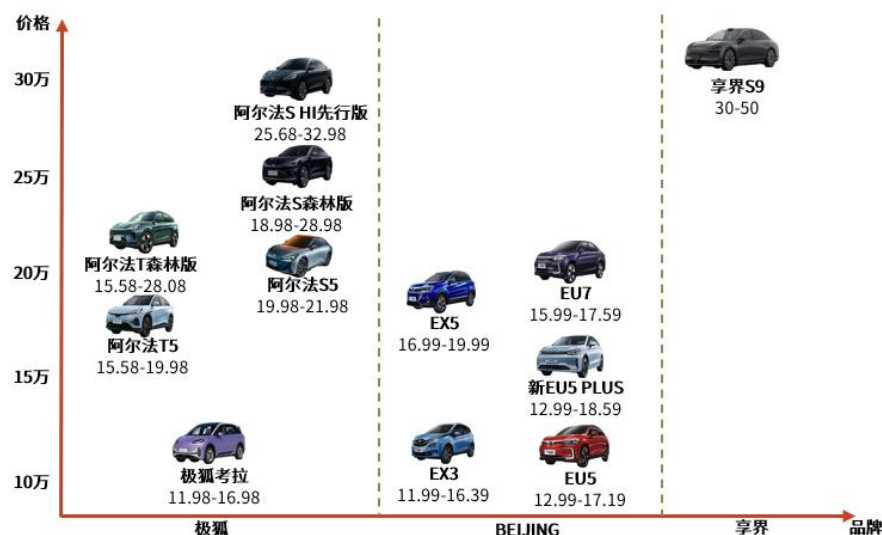
图 18：北汽蓝谷股权结构



资料来源：天眼查、光大证券研究所整理（注：股权结构统计时间截至 2024/7/12）

北汽蓝谷目前有极狐、BEIJING 两大子品牌，并与华为合作打造全新品牌享界。1) 极狐定位高端智能新能源汽车品牌，曾与华为展开智能化战略合作，与麦格纳合资设立整车制造工厂，产品阵容主要包括阿尔法 S HI 先行版、阿尔法 S 森林版、阿尔法 S5、阿尔法 T 森林版、阿尔法 T5 以及考拉等车型。2) BEIJING 定位经济智能新能源汽车品牌，致力于打造高性价比车型，产品售价均在 20 万元以下，产品阵容主要包括 EU7、EU5、EX5 和 EX3 等车型。3) 享界 S9 作为北汽蓝谷与华为合作的首款智选车型，定位行政级豪华旗舰轿车，助力北汽蓝谷进入 30 万元以上高端新能源汽车市场。

图 19：北汽蓝谷车型统计

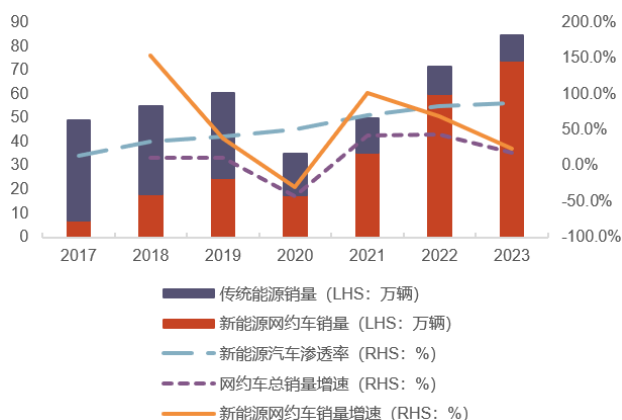


资料来源：汽车之家、光大证券研究所整理（注：价格统计时间截至 2024/7/12）

### 3.2.2 BEIJING：专注网约车市场，销量相对稳健

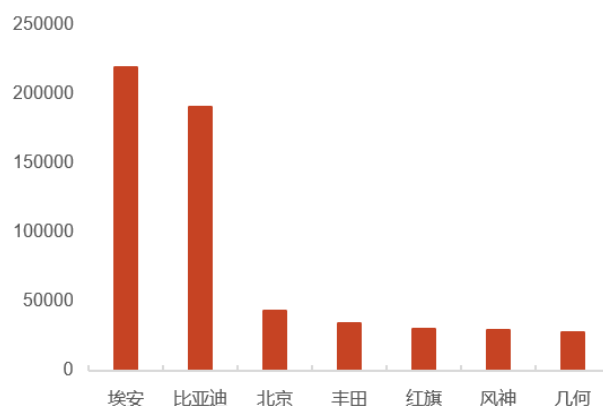
2020 年前我国网约车市场保持增长并伴随新能源汽车的初步渗透。2020 年及以后新能源汽车的经济性/低使用成本优势显现，网约车总量通过新能源汽车拉动，新能源车渗透率突破 50%。公司旗下 BEIJING 品牌较早进入新能源赛道，面向网约车市场推出包括 EU5、EU7 等网约车车型，2023 年公司网约车市场表现仅次于埃安、比亚迪，对应年销量 4.4 万辆。

图 20：2017-2023 年网约车市场销量及增速



资料来源：乘联会、光大证券研究所整理

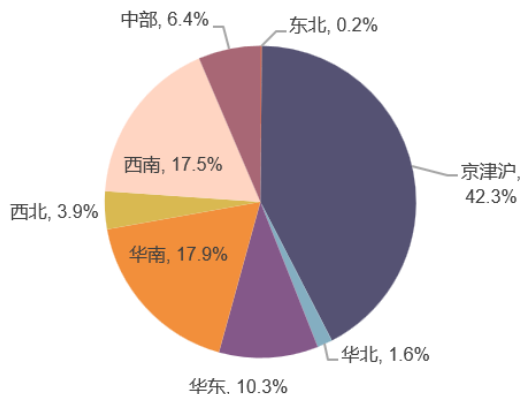
图 21：2023 年主要网约车品牌销量（单位：辆）



资料来源：乘联会、光大证券研究所整理

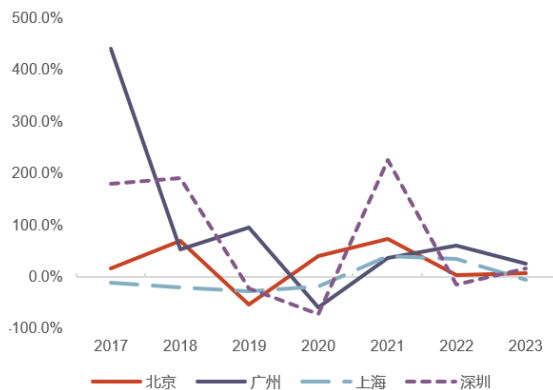
BEIJING 品牌销售区域集中在京津沪（预计以北京为主），2023 年京津沪区域的销售占比 42.3%，其余地区的销量占比相对均衡，华南、西南、华东地区销量占比分别为 17.9%、17.5%、10.3%。根据乘联会数据统计，北京网约车整体增速放缓、广深地区仍保持较高增速，因此综合来看 BEIJING 品牌销量趋于稳定并保证子品牌销量基盘。

图 22：2023 年 BEIJING 品牌主要销售区域



资料来源：乘联会、光大证券研究所整理

图 23：2017-2023 年一线城市网约车销量增速

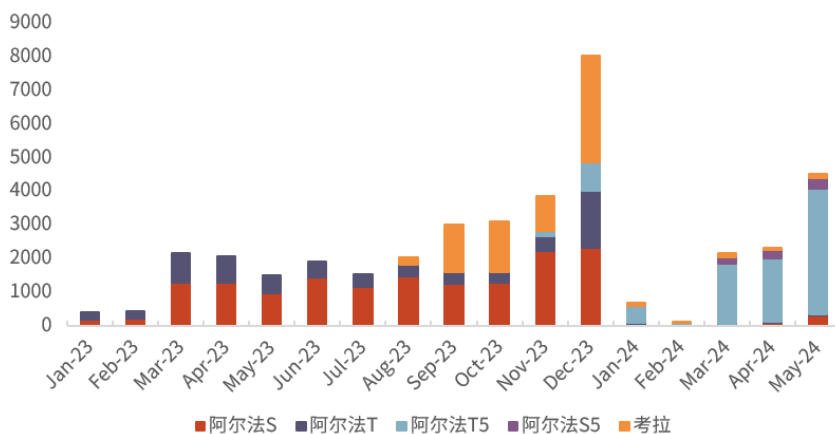


资料来源：乘联会、光大证券研究所整理

### 3.2.3 极狐：定位高端智能科技品牌，24 年产品线再丰富

北汽极狐品牌成立于 2016 年，承载了北汽高端新能源转型的使命。品牌成立初期即保持合作开源态度，2020/10 上市与麦格纳进行底盘合作的车型首款车型阿尔法 T，2021/4 发布首款 Hi 车型阿尔法 S。该品牌目前有 5 款车型在售，覆盖 10-25 万元价格带包括轿车、SUV、MPV 全品车型，2024 年前 5 月极狐销量同比+49.7%至 1.0 万辆。我们认为，极狐品牌上市至今月销未过万，存在销量较难实现突破的问题，我们主要从品牌战略调整、车型产品力、品牌营销策略三个方面进行分析。

图 24：2023/1-2024/5 北汽极狐各车型销量（单位：辆）



资料来源：车主之家、光大证券研究所整理

#### ● 战略调整

极狐在车型定位、管理层方面多次变动，影响了公司战略持续性与统一性、以及市场对于极狐的定位。1) 极狐在上市初期战略定位与执行情况存在矛盾。2016 年极狐品牌发布初期定位自主中高端新能源市场，亮相了 ARCFOX-1 和 ARCFOX-7 两款概念车。前者 2017 年上市实际为紧凑型小车，与品牌战略不

符。ARCFOX-07 超跑车型曾于 2018 年亮相北京时装周和上海国际赛车场，2019 年首发亮相于日内瓦车展，但该车型实际并未上市。2020 年以后品牌实际上市车型回归中高端定位，但近期又上市紧凑型 MPV 考拉将品牌价格下探至 15 万元内。2) 公司管理层频繁变动，影响长期战略执行。2020-2023 年公司董事及法人共变更三次，期间主打流量营销策略的王秋凤离职，目前公司法人代表为张国富，并兼任公司常务副总经理。

表 10：北汽极狐高层变动情况

| 变更日期       | 变更项目     | 变更前                             | 变更后                                     |
|------------|----------|---------------------------------|-----------------------------------------|
| 2020/11/19 | 董事、经理、监事 | 胡革伟（退出）<br>王允慧（退出）              | 连庆锋（新增）<br>刘宇（新增）<br>于立国（新增）            |
| 2020/11/19 | 法定代表人    | 胡革伟                             | 刘宇                                      |
| 2022/3/23  | 董事、经理、监事 | 连庆锋（退出）<br>刘宇（退出）<br>于立国（退出）    | 樊京涛（新增）<br>宋军（新增）<br>王庆华（新增）<br>王秋凤（新增） |
| 2022/3/23  | 法定代表人    | 刘宇                              | 樊京涛                                     |
| 2023/2/10  | 董事、经理、监事 | 樊京涛<br>宋军<br>王庆华（退出）<br>王秋凤（退出） | 樊京涛<br>宋军<br>王莎（新增）<br>张国富（新增）          |
| 2023/2/10  | 法定代表人    | 樊京涛                             | 张国富                                     |

资料来源：天眼查、光大证券研究所整理

图 25：北汽极狐战略推进情况



资料来源：汽车之家、搜狐汽车、光大证券研究所整理

### ● 车型定位

极狐早期上市的阿尔法 T、阿尔法 S 分别对标 Model Y、Model 3 等 20-30 万元纯电车型，所处价格带竞争激烈并不断有新进入者。我们认为，20 万元 B 级车消费者核心关注性价比+品牌力，其次为智能化。以 2022、2023 版的阿尔法 S 为例，该车型的智驾功能领先或接近同级别车型，但在定价、基础配置、以及品牌知名度方面并不具备显著优势，因此两款车型销量表现平淡。

表 11：北汽极狐阿尔法 S 的竞品车型

|      |            | 2022 款       |              |            | 2023 款       |              |              |
|------|------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 车型   |            | 极狐阿尔法 S 708S | Model3 后轮驱动版 | 海豹后驱版      | 极狐阿尔法 S 650E | Model3 后轮驱动版 | 极狐 007 后驱智驾版 |
| 基础配置 | 定价 (万元)    | 25.38        | 23.19        | 22.58      | 22.78        | 23.19        | 22.99        |
|      | 续航里程 (km)  | 525 (NEDC)   | 556 (NEDC)   | 550 (CLTC) | 650 (CLTC)   | 606 (CLTC)   | 688 (CLTC)   |
|      | 电池容量 (kWh) | 65.6         | 60           | 61.4       | 81           | 60           | 75           |
|      | 是否快充       | 支持           | 支持           | 支持         | 支持           | 支持           | 支持           |

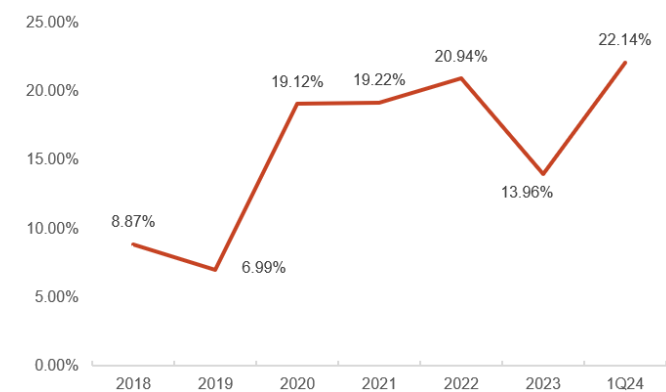
|      |                |                               |                               |                               |                               |                               |                               |
|------|----------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|
|      | 电机功率 (kW)      | 160                           | 194                           | 150                           | 175                           | 194                           | 310                           |
|      | 电机布局           | 前置                            | 后置                            | 后置                            | 前置                            | 后置                            | 后置                            |
|      | 电耗 (kWh/100km) | 14.8                          | 12.5                          | 12.6                          | 14.6                          | 11.3                          | NA                            |
| 操控性  | 底盘             | 前悬架: 麦弗逊式独立悬架<br>后悬架: 多连杆独立悬架 | 前悬架: 双叉臂式独立悬架<br>后悬架: 多连杆独立悬架 | 前悬架: 双叉臂式独立悬架<br>后悬架: 五连杆独立悬架 | 前悬架: 麦弗逊式独立悬架<br>后悬架: 多连杆独立悬架 | 前悬架: 双叉臂式独立悬架<br>后悬架: 多连杆独立悬架 | 前悬架: 双叉臂式独立悬架<br>后悬架: 多连杆独立悬架 |
|      |                |                               |                               |                               |                               |                               |                               |
| 驾驶功能 | 倒车车侧预警         | √                             | √                             | √                             | √                             | √                             | √                             |
|      | 并线辅助           | √                             | √                             | √                             | NA                            | √                             | √                             |
|      | 车道保持辅助系统       | √                             | √                             | √                             | √                             | √                             | √                             |
|      | 车道居中保持         | √                             | √                             | √                             | √                             | √                             | √                             |
|      | 道路交通识别         | √                             | 选装                            | √                             | √                             | 选装                            | √                             |
|      | 自动泊车入位         | √                             | 选装                            | NA                            | √                             | 选装                            | √                             |
|      | 自动变道辅助         | √                             | 选装                            | NA                            | NA                            | 选装                            | √                             |

资料来源: 汽车之家、光大证券研究所整理 (注: 价格统计时间截至 2024/7/12)

### ● 市场营销

2022 年北汽蓝谷的销售费用率达到 20.9%，主要原因为极狐通过赞助崔健及罗大佑线上演唱会、与北京国安足球俱乐部开启品牌合作实现破圈，通过媒体渠道宣传短期内获得过千万级的线上关注，但实际高流量并未形成销量转换。我们认为，极狐短期内未形成流量变现与汽车的耐用消费属性有关，高曝光仅影响到店客流，实际购买决策还受到包括线下多轮到店体验、销售服务、竞品对比等多因素影响。

图 26: 2018-1Q24 北汽蓝谷销售费用率



资料来源: 北汽蓝谷财报、光大证券研究所整理

图 27: 北汽极狐冠名内容



资料来源: 中国汽车报、光大证券研究所整理

北汽极狐前期的不景气市场表现主要受到公司战略多次调整、车型缺乏核心竞争力、营销方式开销大但变现效果不佳的影响。2024 年公司将极狐上量作为重要目标，围绕现有产品上市系列车型或进行优化迭代。其中，阿尔法 S、阿尔法 T 分别推出 24 款全新新款，持续夯实中高端品牌定位；在场景化细分市场考拉针对年轻小家庭用车推出 5 座版车型；2023/12 阿尔法 T5 上市、2024/4 S5 开启预售，两款车型定位比 S/T 更年轻动感。同时，公司也借鉴市场经验整合核心供应链、扩大需求加强海外布局，推动公司实现可持续发展。

### ● 积极应对市场竞争

我们以阿尔法 T5 为例，上市价格 15.58-19.98 万元，2024/3 全系车型再降价 2.5 万元，终端价格远低于竞品车型。在保证价格优势的基础上，阿尔法 T5 的产品优势同时体现在大空间、快充、智能化方面。1) 大空间: T5 的四轮贴近于车身四角，车内使用长度至 1793mm，拥有 69%空间使用率。后备厢进行大开口的设计，配备 400L 空间、1260mm 的内部车高，叠加外放电功能，可

以应对露营、郊游等户外场景。2) 快充：T5 搭载 800V 高压超充平台，充电 10min 达到 260km 续航里程。3) 智能化：T5 车机可与所有智能手机互联互通；智能驾驶为 L2.5 级，泊车时间缩短至 25 秒（领先同级 30%），更可以实现极窄车位、墙角车位等高难度车位泊入。

表 12：极狐阿尔法 T5 竞品车型参数对比

|      |                  | 极狐阿尔法 T5<br>520 MAX      | 宋 PLUS EV<br>520km 领航荣耀版 | 零跑 C10<br>2024 款 530 智驾版 | 深蓝 S7<br>2023 款 520 Pro 纯电版 |
|------|------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 基本参数 | 指导价（万元）          | 17.58                    | 18.28                    | 16.88                    | 17.99                       |
|      | 经销商参考价（万元）       | 15.08                    | 18.28                    | 16.88                    | 16.99                       |
| 动力性能 | 电动机总功率（kW）       | 185                      | 150                      | 170                      | 190                         |
|      | 电机布局             | 前置                       | 前置                       | 后置                       | 后置                          |
| 电池参数 | 电池能量（kWh）        | 65                       | 71.8                     | 69.9                     | 66.8                        |
|      | 百公里电耗（kWh/100km） | 14.7                     | NA                       | NA                       | 14.2                        |
|      | CLTC 续航里程（km）    | 520                      | 520                      | 530                      | 520                         |
|      | 快充功能             | 快充                       | 快充                       | 快充                       | 快充                          |
|      | 快充功率（kW）         | 160                      | 90                       | 80                       | NA                          |
| 操控性  | 底盘               | 前悬架：麦弗逊式独立悬架 后悬架：多连杆独立悬架 |                          |                          |                             |
| 智驾配置 | 摄像头              | 6                        | NA                       | 11                       | 5                           |
|      | 超声波雷达            | 8                        | 6                        | 12                       | 6                           |
|      | 毫米波雷达            | 5                        | NA                       | 5                        | 3                           |
|      | 激光雷达             | NA                       | NA                       | 1                        | NA                          |
|      | 辅助驾驶芯片           | NA                       | NA                       | ORIN-X                   | NA                          |
|      | 倒车车侧预警           | √                        | NA                       | √                        | √                           |
|      | 并线辅助             | √                        | NA                       | √                        | √                           |
|      | 车道保持辅助系统         | √                        | NA                       | √                        | √                           |
|      | 车道居中保持           | √                        | NA                       | √                        | √                           |
|      | 道路交通识别           | √                        | NA                       | NA                       | √                           |
|      | 自动泊车入位           | √                        | NA                       | √                        | NA                          |
|      | 自动变道辅助           | √                        | NA                       | √                        | NA                          |
|      | AR 实景导航          | NA                       | NA                       | √                        | NA                          |
|      | 高精地图             | NA                       | NA                       | √                        | NA                          |
|      | 匝道自动驶出（入）        | NA                       | NA                       | √                        | NA                          |
|      | 自动驾驶辅助路段         | NA                       | NA                       | √                        | NA                          |

资料来源：汽车之家、光大证券研究所整理（注：价格统计时间截至 2024/7/12）

● 出海提速

2023 年极狐海外业务实现了“从 0 到 1”的突破，公司稳步推进与欧洲、中东和南亚等海外市场的合作，进行与当地企业的协商、车型认证，2023/10、2024/3 公司与阿联酋、西班牙本土企业先后签署了 600、200 辆极狐订单，并在全球寻找有运营实力的企业作为公司海外合作伙伴。2024 年公司将搭建海外分销和服务网络，重点在欧洲挪威/丹麦/希腊/西班牙/德国、亚洲越南/缅甸/黎巴嫩/阿联酋等市场布局，预计年内会有更多订单逐步落地。

● 供应链整合

2024/3 北汽蓝谷发布公告拟与北京汽车集团产业投资有限公司共同出资设立平台公司北汽海蓝芯能源科技有限公司，该平台公司将作为管理与投资主体，与宁德时代、小米汽车等共同出资设立合资公司北京时代新能源科技有限公司，

该合资公司的经营范围包括各类型电池的开发、生产、销售等。我们认为，通过与行业龙头共同设立电芯工厂的合作，公司在新能源核心零部件领域的自主研发能力与供应能力将有明显提升。

### 3.2.4 再度拥抱华为，合作升级冲击豪华市场

北汽与华为首次合作可追溯至 2017 年北汽集团与华为签订《战略合作框架协议》，是与华为合作最早的车企之一。后续双方的合作日益紧密，2021/4 首款 Hi 车型极狐阿尔法 S Hi 版发布，2022/5 该车型正式上市，但上市期间车型市场表现不景气。同时期华为也与赛力斯合作智选品牌问界，销量显著好于 Hi 模式车型，因此 2023/4 公司与华为的合作模式从 Hi 升级为智选，双方合作的首款智选车型已于 2024/3 亮相工信部目录，并计划于 2024/8 月上旬上市。

图 28：北汽蓝谷与华为的合作历程以及人事任命情况

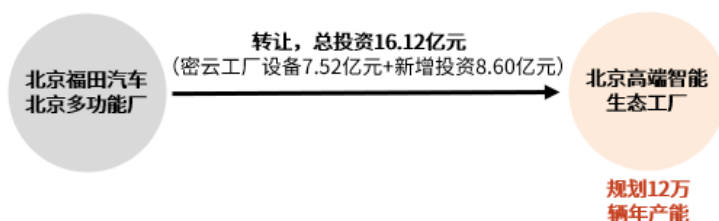


资料来源：环球老虎财经 app、芯智讯、IT 之家、皆电、21 世纪经济报道、汽车圈等、光大证券研究所整理

我们总结了极狐阿尔法 S Hi 版销量不景气的原因，主要考虑为消费者认知不足的情况下定价过高、智选车型宣发力度更大市场关注度下降、以及首发与上市时间过长意向订单流失。1) 高定价：Hi 版车型 2022 年上市售价 39.79-42.99 万元。考虑到早期智能驾驶并非购车刚需、搭载华为 Hi 版车型高于同级别车型约 20 万元，市场对于智能驾驶的支付意愿与实际产品溢价不匹配。2) 低市场关注度：Hi 车型在上市初期以自建渠道为主，仅有少量车型摆放至华为门店，引流能力有限。同期问界多款车型上市并展示在华为门店，曝光度增加、华为参与度更高，导致市场对于 Hi 车型的关注度下降。3) 订单流失：受到华为智能硬件供应链问题影响，Hi 车型从首发至正式上市时隔 1 年，前期意向订单由于等待时间过长而退订。

相较于 Hi 模式下双方合作多方面准备不足，本轮智选模式合作或将有效避免前期的问题。1) 车型定位定价：享界 S9 预计搭载更多华为全新“黑科技”，充分看好享界 S9 通过领先技术赋能，有望突破 BBA 对于高端轿车市场垄断。2) 管理层：管理层战略与行动一致。其中，董事长刘宇上任后明确了与华为的多次合作，副总经理高建军 2022/11 上任并负责北汽新能源生产工作或与华为合作有关。3) 产能储备：预计享界 S9 由北汽新能源旗下的密云工厂生产，该工厂原为宝沃密云工厂，设备较新、生产线先进，北汽蓝谷投资 16 亿元进行生产线改造即可用于享界 S9 生产，规划年产能 12 万辆。

图 29：享界 S9 工厂情况



资料来源：36 氪、北汽蓝谷公告、每日经济新闻、光大证券研究所整理

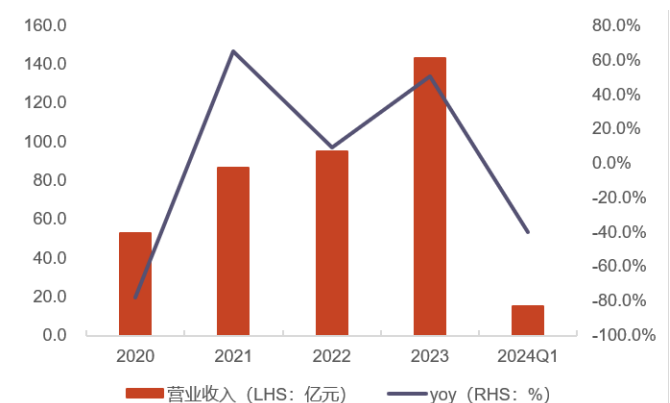
我们认为，北汽蓝谷与华为双方有合作基础，前期由于产品定位+产能问题影响初次合作表现，双方仍保持积极态度并深化合作为智选模式，定位精准并有明确的产能规划，充分看好本轮合作车型的走量能力。

### 3.2.5 财务分析

2020-1Q24 北汽蓝谷营业收入分别为 57.52/86.97/95.14/143.19/15.05 亿元（同比增速分别为-77.6%/+64.9%/+9.4%/+50.5%/-39.8%），归母净亏损分别为 64.82/52.44/54.65/54.00/10.16 亿元。其中，2020 年营业收入同比显著下滑，归母净利润由盈转亏主要原因为，1）封控初期社会运行停滞导致北汽蓝谷的网约车对公业务销量下降，2020 年公司销量同比-82.8%至 2.6 万辆。2）新能源汽车补贴退坡主机厂承担价格压力。随着 2021 年至今公司产销情况逐步修复，对应营业收入同比改善，但考虑到期间受到营销费用+原材料成本增长、规模效应有限的影响，单车仍处于亏损。

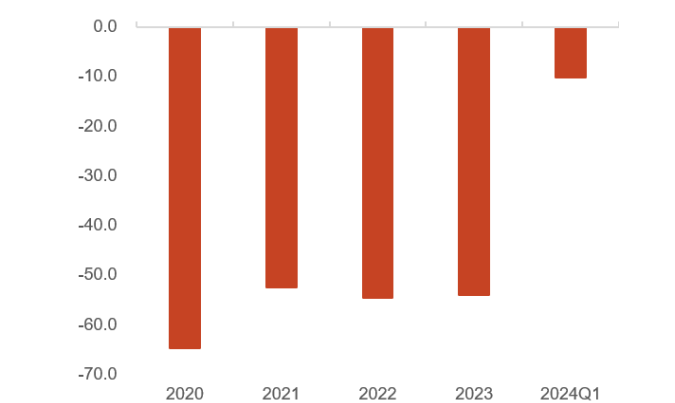
2020-1Q24 公司毛利率为-28.8%/0.8%/-5.2%/-5.7%/-6.4%，公司毛利率经常为负原因为当前产能利用率较低，核心零部件未实现规模降本。2020-1Q24 期间费用率为 67.1%/49.8%/48.0%/31.3%/59.0%，其中营销费用率占比最高，主要原因为公司为增加曝光度多次进行线上广告投放。

图 30：2020-1Q24 北汽蓝谷营业收入及同比增速



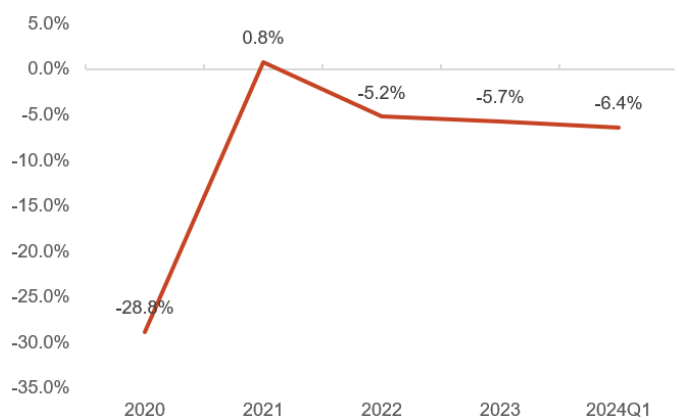
资料来源：、光大证券研究所整理

图 31：2020-1Q24 北汽蓝谷归母净利润（单位：亿元）



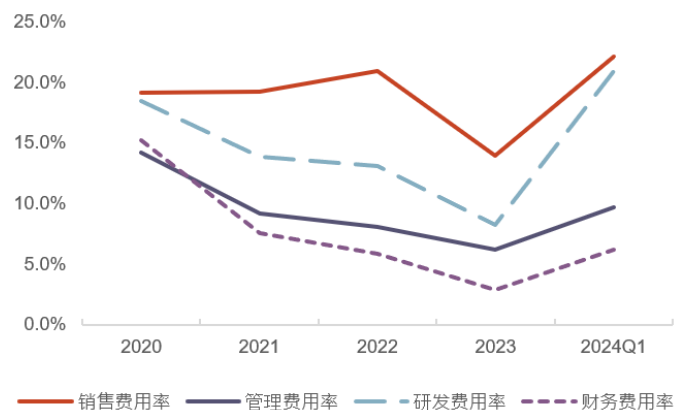
资料来源：、光大证券研究所整理

图 32：2020-1Q24 北汽蓝谷毛利率



资料来源：、光大证券研究所整理

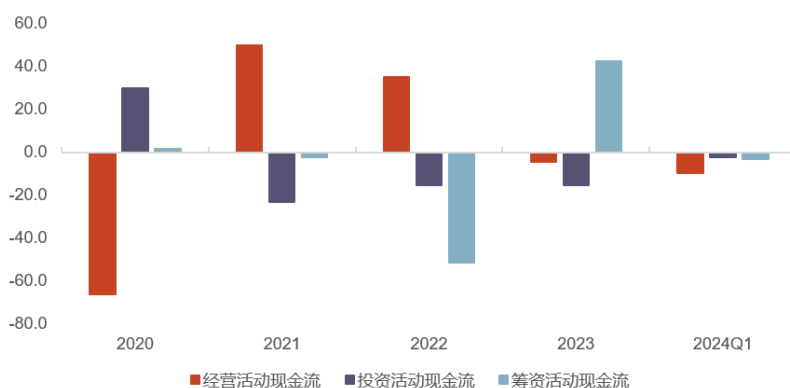
图 33：2020-1Q24 北汽蓝谷期间费用率



资料来源：、光大证券研究所整理

公司自上市以来进行四次定向增发，各轮募资净额分别为 286.6 亿元、10.3 亿元、54.5 亿元、60.3 亿元，累计募资 411.8 亿元，定增资金主要用于新车型及平台的开发。

图 34：2020-1Q24 北汽蓝谷现金流（单位：亿元）



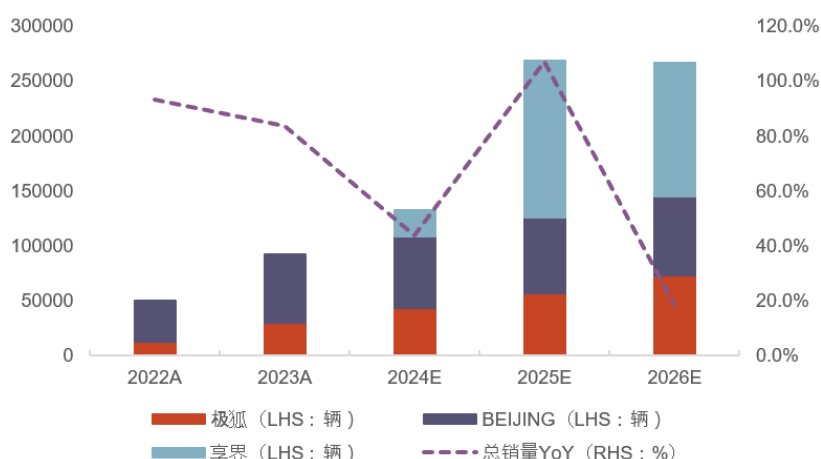
资料来源：、光大证券研究所整理

### 3.2.6 关键假设与盈利预测

- 1) **新能源汽车业务**：新能源汽车业务为公司收入核心增量。我们预计公司 2024E-2026E 新能源汽车收入分别为 221.2/774.4/925.1 亿元。分拆新能源汽车业务，a) BEIJING 销售收入占比分别为 28.2%/8.3%/7.3%；b) 极狐销售收入占比分别为 23.8%/8.5%/8.7%。c) 享界销售收入占比分别为 48.0%/83.2%/83.9%。考虑到享界 S9 的高盈利能力、以及产能爬坡带动规模效应，预计 2024-2026E 毛利率分别抬升至-1.9%/10.0%/12.2%。

新能源汽车销量：a) **BEIJING**：定位新能源网约车品牌，主要销售地区为京津沪。2023 年京津沪地区网约车销量同比增长 22.9%，且增速波动性较大，我们预计 2024E-2026E BEIJING 销量增速为 5%/5%/5%，对应 6.5/6.9/7.2 万辆。b) **极狐**：公司产品布局节奏加快，全新推出的 T5、S5 采取更激进的定价策略以保证上量节奏，预计 2024E-2026E 极狐销量分别为 4.3/5.7/7.3 万辆（对应增速 44.4%/31.8%/28.4%）。c) **享界**：在市场空间广阔的基础上，产能/公司与华为的合作深度将成为决定销量的关键，预计 2024E-2026E 享界系列销量分别为 2.4/14.9/18.0 万辆（对应增速 NA/520.8%/21.1%）

图 35：2022A-2026E 北汽蓝谷销量预测



资料来源：太平洋汽车、光大证券研究所预测

2) **其他业务**：包括对外汽车租赁、以及对外销售三电等业务。预计 2024E-2026E 其他业务收入 48.3/54.1/59.5 亿元（同比增速 15%/12%/10%）。考虑前期毛利率水平较高、以及后续盈利能力修复，预计毛利率分别为 22.9%/22.9%/22.9%。

#### ● 毛利率

公司 1Q24 毛利率-6.4%，其中极狐、北京品牌对应毛利率仍为负值；享界系列毛利率可参考同价格带车型，稳态毛利率有望达到 20%以上。我们预计享界系列车型将助推公司毛利率抬升，预计 2024-2026E 公司综合毛利率为 2.5%/10.8%/12.9%。

#### ● 三项费用率预测

2023 年公司销售、管理、研发费用率分别为 14.0%、6.2%、及 8.3%。我们预计公司将通过高 ASP 车型带动下的收入大幅度增长、管理能力增强等措施摊销费用率，我们预测 2024-2026E 公司三费费用率整体下降。其中，考虑到与华为合作的智选车型渠道营销费或将以销售费用计提，公司销售费用率仍相对保持高位。我们预测 2024-2026E 公司销售费用率为 12.0%/10.0%/9.5%，管理费用率为 3.4%/1.2%/1.2%，研发费用率为 4.6%/1.8%/1.6%。

#### ● 盈利预测

我们预测 2024E-2026E 营业收入分别约为 269.4/828.5/984.6 亿元（同比增速 88.2%/207.5%/18.8%），归母净利润分别约为-43.0/-12.7/9.4 亿元，对应 EPS 分别约为-0.77/-0.23/0.17 元。

表 13：2022A-2026E 北汽蓝谷盈利预测（单位：亿元）

|               | 2022A        | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>1、营业收入</b> | <b>95.1</b>  | <b>143.2</b> | <b>269.4</b> | <b>828.5</b> | <b>984.6</b> |
| yoy           | 9.4%         | 50.5%        | 88.2%        | 207.5%       | 18.8%        |
| 整车收入          | 58.4         | 101.2        | 221.2        | 774.4        | 925.1        |
| yoy           | 17.3%        | 73.2%        | 118.5%       | 250.1%       | 19.5%        |
| 其他收入          | 36.7         | 42.0         | 48.3         | 54.1         | 59.5         |
| yoy           | -1.2%        | 14.4%        | 15.0%        | 12.0%        | 10.0%        |
| <b>2、营业成本</b> | <b>100.1</b> | <b>151.4</b> | <b>262.7</b> | <b>738.6</b> | <b>858.0</b> |
| yoy           | 16.0%        | 51.3%        | 73.5%        | 181.2%       | 16.2%        |

|              |              |              |             |              |              |
|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 整车成本         | 69.7         | 111.8        | 225.4       | 696.9        | 812.1        |
| yoy          | 5.3%         | 60.4%        | 101.7%      | 209.2%       | 16.5%        |
| 其他成本         | 30.4         | 39.6         | 37.2        | 41.7         | 45.9         |
| yoy          | 51.2%        | 30.3%        | -6.0%       | 12.0%        | 10.0%        |
| <b>3、毛利率</b> | <b>-5.2%</b> | <b>-5.7%</b> | <b>2.5%</b> | <b>10.8%</b> | <b>12.9%</b> |
| 整车           | -19.2%       | -10.4%       | -1.9%       | 10.0%        | 12.2%        |
| 其他           | 17.1%        | 5.6%         | 22.9%       | 22.9%        | 22.9%        |

资料来源：、光大证券研究所预测

### 3.2.7 估值评级

#### 相对估值

北汽蓝谷布局新能源乘用车业务，由于公司目前未实现盈利且产品定位中高端，我们选取 PS 估值方法并以理想汽车、蔚来、小鹏汽车、赛力斯、江淮汽车作为可比公司，当前北汽蓝谷 2024 年 PS 为 2.1x。我们认为，北汽蓝谷当前估值高于可比公司考虑为公司全新高端智能化车型、以及无人驾驶等主题性事件催化。鉴于享界 S9 即将上市并存在较高订单兑现的可能性、以及 Robotaxi 主题的持续演绎，我们充分看好北汽蓝谷对应的市场空间。

表 14：可比公司估值表（单位：亿元）

| 公司     | 证券代码      | 市值<br>(市场货币) | 营业收入 (亿元) |          |          | PS         |            |            |
|--------|-----------|--------------|-----------|----------|----------|------------|------------|------------|
|        |           |              | 2023A     | 2024E    | 2025E    | 2023A      | 2024E      | 2025E      |
| 理想汽车-W | 2015.HK   | 1,770.8      | 1,238.51  | 1,653.67 | 2,341.20 | 1.3        | 1.0        | 0.7        |
| 蔚来-SW  | 9866.HK   | 766.2        | 556.18    | 695.22   | 1,039.31 | 1.3        | 1.0        | 0.7        |
| 小鹏汽车-W | 9868.HK   | 652.0        | 306.76    | 492.34   | 785.76   | 1.9        | 1.2        | 0.8        |
| 赛力斯    | 601127.SH | 1,238.3      | 358.42    | 1,276.80 | 1,654.55 | 3.5        | 1.0        | 0.7        |
| 江淮汽车   | 600418.SH | 416.9        | 450.16    | 504.61   | 626.64   | 0.9        | 0.8        | 0.7        |
| 平均     |           |              |           |          |          | <b>1.8</b> | <b>1.0</b> | <b>0.7</b> |
| 北汽蓝谷   | 600733.SH | 567.4        | 143.19    | 269.44   | 828.46   | 4.0        | 2.1        | 0.7        |

资料来源：、光大证券研究所整理（注：可比公司为一致预期，北汽蓝谷为光大证券研究所预测，股价时间为 2024/7/12, 1HKD=0.9102CNY）

#### 盈利预测与投资评级

我们预计 2024E-2026E 北汽蓝谷归母净利润分别约为-43.0/-12.7/9.4 亿元，对应 EPS 分别约为 -0.77/-0.23/0.17 元，当前股价对应 PS 分别为 2.1x/0.7x/0.6x。我们看好公司通过与华为合作实现的基本面改善前景，首次覆盖给予“买入”评级。

#### 风险提示

自主车型销量不及预期、智选车型销量不及预期、与华为合作推进不及预期、市场竞争加剧、后续车型开发进度不及预期、公司资产负债率较高。

表 15：北汽蓝谷盈利预测与估值简表

| 指标             | 2022    | 2023    | 2024E    | 2025E    | 2026E  |
|----------------|---------|---------|----------|----------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 9,514   | 14,319  | 26,944   | 82,846   | 98,457 |
| 营业收入增长率        | 9.40%   | 50.50%  | 88.17%   | 207.48%  | 18.84% |
| 净利润（百万元）       | -5,465  | -5,400  | -4,300   | -1,272   | 938    |
| 净利润增长率         | NA      | NA      | NA       | NA       | NA     |
| EPS（元）         | -1.27   | -0.97   | -0.77    | -0.23    | 0.17   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | -96.36% | -85.84% | -216.01% | -177.16% | 56.63% |
| P/S            | 6.0     | 4.0     | 2.1      | 0.7      | 0.6    |

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-07-12（注：2022 年总股本分别为 42.87 亿股，2023 年及以后总股本为 55.74 亿股）

### 3.3 赛力斯 (601127.SH)

**M9 规模交付持续改善盈利能力：**1H24 营业收入预计为 639.0-660.0 亿元，归母净利润预计为 13.9-17.0 亿元（2023 年同期亏损 13.4 亿元，下同），扣非后归母净利润预计为 11.9-15.0 亿元（同期亏损 18.8 亿元）。其中，2Q24 营业收入 373.4-394.4 亿元，归母净利润预计为 11.7-14.8 亿元（同期亏损 7.1 亿元），扣非后归母净利润预计为 10.8-13.9 亿元（同期亏损 9.6 亿元）。我们测算，2Q24 公司单车盈利环比+400.8%至 1.3 万元（按照中枢测算），本季度业绩扭亏高增主要受益于问界高 ASP 车型规模交付带动的盈利能力改善。

**2Q24 问界 M9 交付占比提升，改款车型已实现规模上量：**2Q24 公司汽车销量同比+142.2%/环比+6.6%至 12.2 万辆，问界销量同比+763.6%/环比+20.6%至 10.0 万辆（M9 销量占比约 47.8%）。公司将持续聚焦 20-60 万元全场景 SUV 市场，1) 2Q24 问界 M5、M7 均完成年度改款。其中，a) 问界 M5 通过改款再强化年轻运动属性，上市 1 个月内大定超过 2 万台，交付表现也显著高于前期。b) 问界 M7 于 5/31 上市，在增配的基础上维持定价 28.98-32.98 万元。M7 上市 20 天内累计大定超过 3 万台，并实现前期制定的上市首月交付 2 万台的目标。2) 问界 M9 交付占比提升，2Q24 月均销量至 1.5 万台以上，位于 50 万以上车型销量第一。截至 6/26 问界 M9 累计大定 10 万台，对应日均订单 400 台，M9 既保持充沛的订单积累，同时保持订单稳健增长。

**引领华为+车企组合潮流，收回问界商标权不改合作进程：**7/2 公司公告拟收购华为及其关联方持有的已注册或申请中的问界商标、以及相关外观设计专利，收购款合计 25 亿元。我们认为，1) 收购问界商标考虑为在公司现金流相对充裕的情况下，通过收回 12 类运输工具的专利，既降低市场对于华为造车的争议，又增强公司对于品牌所属的控制权。2) 商标收购主要影响 2H24 资产负债表，收购的资产以无形资产入账并以现金形式交易。3) 公司与华为的合作具备先发优势，在协调沟通方面已趋于成熟，收购并不影响后续的合作开展。2023/11/28 华为方表示已向公司等智选车企发出入股车 BU 的邀请。若存在以股权绑定形式的合作，我们预计公司将更充分享受到华为方的技术资源，以智能化为核心竞争优势将有望持续带动公司与华为合作车型开启强势车型周期。

**维持“买入”评级：**我们维持公司 2024E-2026E 归母净利润预测至 63.7/76.2/84.0 亿元。预计公司业绩有望实现逐季改善，维持“买入”评级。

**风险提示：**汽车行业竞争加剧、华为对汽车相关战略转变、华为对汽车领域转型效果有限、华为系车型相互蚕食市场份额。

表 16：赛力斯盈利预测与估值简表

| 指标             | 2022   | 2023   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）      | 34,105 | 35,842 | 148,046 | 167,309 | 172,700 |
| 营业收入增长率        | 104.0% | 5.1%   | 313.1%  | 13.0%   | 3.2%    |
| 净利润（百万元）       | -3,832 | -2,450 | 6,371   | 7,622   | 8,401   |
| 净利润增长率         | NA     | NA     | NA      | 19.6%   | 10.2%   |
| EPS（元）         | -2.56  | -1.62  | 4.22    | 5.05    | 5.56    |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | -33.6% | -21.5% | 35.8%   | 30.0%   | 24.9%   |
| P/E            | NA     | NA     | 19      | 16      | 15      |
| P/B            | 11     | 11     | 7       | 5       | 4       |

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-07-12（注：2022 年总股本分别为 14.97 亿股，2023 年及以后总股本为 15.10 亿股）

### 3.4 江淮汽车 (600418.SH)

**2023 年及 2024 年一季度业绩披露：**2023 年公司营业收入同比+23.1%至 449.4 亿元，归母净利润扭亏为盈为 1.5 亿元（上年同期亏损 15.8 亿元），扣非后归母净亏损 17.2 亿元（上年同期亏损至 27.9 亿元）。其中，4Q23 公司营业收入同比+23.1%/环比-4.6%至 110.2 亿元，归母净亏损 0.3 亿元（上年同期亏损 8.0 亿元），扣非后归母净亏损至 11.9 亿元（上年同期亏损 13.0 亿元）。1Q24 公司营业收入同比+4.6%/环比+2.2%至 112.7 亿元，归母净利润为 1.1 亿元（上年同期盈利至 1.5 亿元），扣非后归母净亏损 0.1 亿元（上年同期亏损 1.0 亿元）。

**1Q24 毛利率、费用率端环比改善显著：**1) 4Q23 公司毛利率同比-0.3pcts/环比-0.1pcts 至 10.8%，1Q24 公司毛利率同比-0.1pcts/环比+0.6pcts 至 11.4%。2) 4Q23 年公司销售/管理/研发费用率分别为 5.9%/4.7%/3.8%（同比+0.4pcts/-0.3pcts/-1.5pcts），1Q24 公司销售/管理/研发费用率分别为 3.9%/3.6%/3.1%（+0.8pcts/+0.3pcts/-0.4pcts）。3) 资产减值损失：4Q23、1Q24 资产减值损失分别至 9.7、0.2 亿元，4Q23 存在较大规模计提减值。我们认为，扣非后归母净利润减亏的主要原因为，a) 经营管理费用控制良好；b) 出口+商用车业务景气度改善，带动毛利率提升。

**早期与华为即确定合作关系，积极捕捉新能源转型机遇：**1Q24 公司乘用车销量同比-27.3%/环比-56.1%至 3.9 万辆，商用车销量同比+13.9%/环比+8.2%至 6.8 万辆，海外销量同比+24.7%/环比+34.6%至 5.8 万辆。公司在聚焦乘商业业务的同时，积极对外拓展与华为的合作，双方奠定良好的合作基础。1) 自主方面：公司保持轻型商用车业务发展稳健，其中客车通过出海业务保持良好表现，旗下安凯客车已成为沙特保有量最大的客车品牌。2) 合作方面：公司作为早期即与华为确立合作关系的车企之一，已有与华为合作的充足经验并做了相关准备。2024/3 公司与华为合作细节披露，新车型定位中大型 MPV 将通过江淮 X6 平台生产，预计年产能至 3.5 万辆。公司背靠地方国资具备区域资源优势，预计其将充分享受地方政府资源倾斜，通过华为智能化赋能实现高端电动化的品牌转型。

**应关注公司与华为的合作新进展：**我们认为应关注公司商用车+出口业务的市场表现、以及智选新车型上市催化下的华为主题性行情；中长期关注与华为合作的新车型推进情况。我们维持公司 2024-2026E 归母净利润预测为 3.7/5.6/10.1 亿元，建议关注。

**风险提示：**汽车行业竞争加剧、商用车行业修复情况低于预期、合作推进情况不及预期、出口销量不及预期。

表 17：江淮汽车盈利预测与估值简表

| 指标             | 2022     | 2023   | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
|----------------|----------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 36,495   | 44,940 | 48,209  | 57,223 | 65,984 |
| 营业收入增长率        | -9.25%   | 23.14% | 7.27%   | 18.70% | 15.31% |
| 净利润（百万元）       | -1,582   | 152    | 370     | 558    | 1,012  |
| 净利润增长率         | -891.24% | NA     | 143.95% | 51.10% | 81.13% |
| EPS（元）         | -0.72    | 0.07   | 0.17    | 0.26   | 0.46   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | -11.60%  | 1.14%  | 2.73%   | 3.98%  | 6.79%  |
| P/E            | NA       | 275    | 113     | 75     | 41     |
| P/B            | 3.1      | 3.2    | 3.1     | 3.0    | 2.8    |

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-07-12

### 3.5 长安汽车（000625.SZ）

**1Q24 业绩发布：**2023 年营业收入同比+24.8%至 1513.0 亿元，归母净利润同比+45.3%至 113.3 亿元，扣非后归母净利润同比+16.2%至 37.8 亿元。其中，4Q23 营业收入同比+20.0%/环比+0.9%至 430.9 亿元，归母净利润同比+60.8%/环比-35.2%至 14.5 亿元，扣非归母净利润同比扭亏/环比-91.9%至 1.7 亿元，毛利率同比-1.3pcts/环比+1.2pcts 至 19.6%。1Q24 营业收入同比+7.1%/环比-14.1%至 370.2 亿元，归母净利润同比-83.4%/环比-19.9%至 11.6 亿元，扣非归母净利润同比-91.8%/环比-34.1%至 1.1 亿元，毛利率同比-4.1pcts/环比-5.1pcts 至 14.4%。1Q24 业绩承压原因为，1) 公司旗下新能源汽车位于竞争激烈的价格带，因此释放较多商务政策；2) 降本未落地。

**母公司与合资品牌相互赋能，阿维塔新车型开启平稳交付：**2023 年公司应占合营联营投资亏损 22.0 亿元（上年同期亏损 30.6 亿元），4Q23 应占合营联营投资亏损 24.0 亿元（4Q22 亏损 32.6 亿元）。1Q24 应占合营联营投资收益 1.5 亿元（1Q23 亏损 0.6 亿元）。其中，4Q23 应占合营联营企业投资大幅亏损主要受到长安福特计提减值、以及阿维塔持续亏损的影响。我们认为，1) 长安福特+马自达：1Q24 合资品牌销量同比+27.6%/环比-24.8%至 7.5 万辆。当前双方合作模式已取代合资单方面技术输出，基于长安 EPA 平台打造的马自达 EZ-6 提供增程+纯电两种动力形式并已亮相北京车展。2) 阿维塔：1Q24 销量同比+157.5%/环比+66.3%至 1.5 万辆，产能交付压力已有缓解。北京车展期间阿维塔 11 焕新上市，2024 款全系标配前排双零重力座椅、以及后排座椅通风加热功能。2H24E 品牌计划上市 E15、E16 两款车型进一步丰富产品矩阵。

**自主品牌布局完整，华为赋能有望开启智能化周期：**公司 2024E 共规划包括深蓝（G318、C857）、启源（C798、E07）至少 4 款车型。1) 深蓝：车展已亮相 G318 硬派 SUV，车型的外观设计偏向于硬派越野，但实际通过超级增程+底盘调教更适合大众化城市工况。2) 启源：新车型 E07 的设计亮点在于类似皮卡造型实现 SUV 与皮卡间的双形态切换，通过尾箱与驾舱的空间组合形变增加与户外场景的适配性。3) 此外，公司加强与华为的智能化合作，确定深蓝也将以 Hi 模式与华为合作，并有望通过入股形式参与华为车 BU 分拆。公司坚持新能源转型且转型节奏已位于行业前列，形成价格从低到高的完整新能源车型序列，叠加领先的华为智能化技术赋能，看好旗下强周期车型的走量前景。

**维持“买入”评级：**我们维持 2024E-2026E 归母净利润为 80.9 亿元/92.0 亿元/100.5 亿元。我们看好公司长期发展趋势，维持公司“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、自主品牌转型不及预期、合资品牌销量低于预期。

表 18：长安汽车盈利预测与估值简表

| 指标             | 2022     | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）      | 121,253  | 151,298 | 175,165 | 193,502 | 209,747 |
| 营业收入增长率        | 15.32%   | 24.78%  | 15.78%  | 10.47%  | 8.40%   |
| 净利润（百万元）       | 7,798    | 11,327  | 8,092   | 9,203   | 10,049  |
| 净利润增长率         | -119.52% | 45.25%  | -28.57% | 13.74%  | 9.19%   |
| EPS（元）         | 0.79     | 1.14    | 0.82    | 0.93    | 1.01    |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 12.41%   | 15.76%  | 10.57%  | 10.98%  | 11.00%  |
| P/E            | 19.3     | 13.3    | 18.6    | 16.3    | 15.0    |
| P/B            | 2.4      | 2.1     | 2.0     | 1.8     | 1.6     |

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-07-12（注：2022 年股本为 99.22 亿股，2023 年及以后股本为 99.17 亿股）

## 4、风险分析

**汽车行业竞争加剧：**我们预计近期行业竞争态势延续，各价格带已经趋于红海竞争市场，不排除产品力升级的竞品车型上市影响公司车型市场表现。

**华为对汽车相关战略转变：**当前华为定位汽车领域的增量零部件供应商，若华为转变对汽车领域的战略，改变与主机厂的合作态度+资金投入而导致现有的合作品牌享有资源减少。

**华为在汽车领域转型效果有限：**华为系车型已在渠道/产品方面升级，若执行策略执行效果持续性有限，对华为系车型销量、以及车企合作信心均有负面影响。

**华为系车型相互蚕食市场份额：**考虑门店空间有限，不排除随着智选车型数量增加，门店内部出现挤压，华为系车型相互蚕食的可能。

## 行业及公司评级体系

| 评级                                                              | 说明                                                     |
|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 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和 Everbright Securities(UK) Company Limited 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

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 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  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP