

证券研究报告·个股深度

江淮汽车： 尊界品牌蓄势待发，打破自主 品牌天花板

分析师：程似骐
chengsiqizgs@csc.com.cn
021-68821600
SAC 编号：S1440520070001
SFC 编号：BQR089

分析师：陶亦然
taoyiran@csc.com.cn
010-85156397
SAC 编号：S1440518060002

发布日期：2025年6月2日

核心观点：

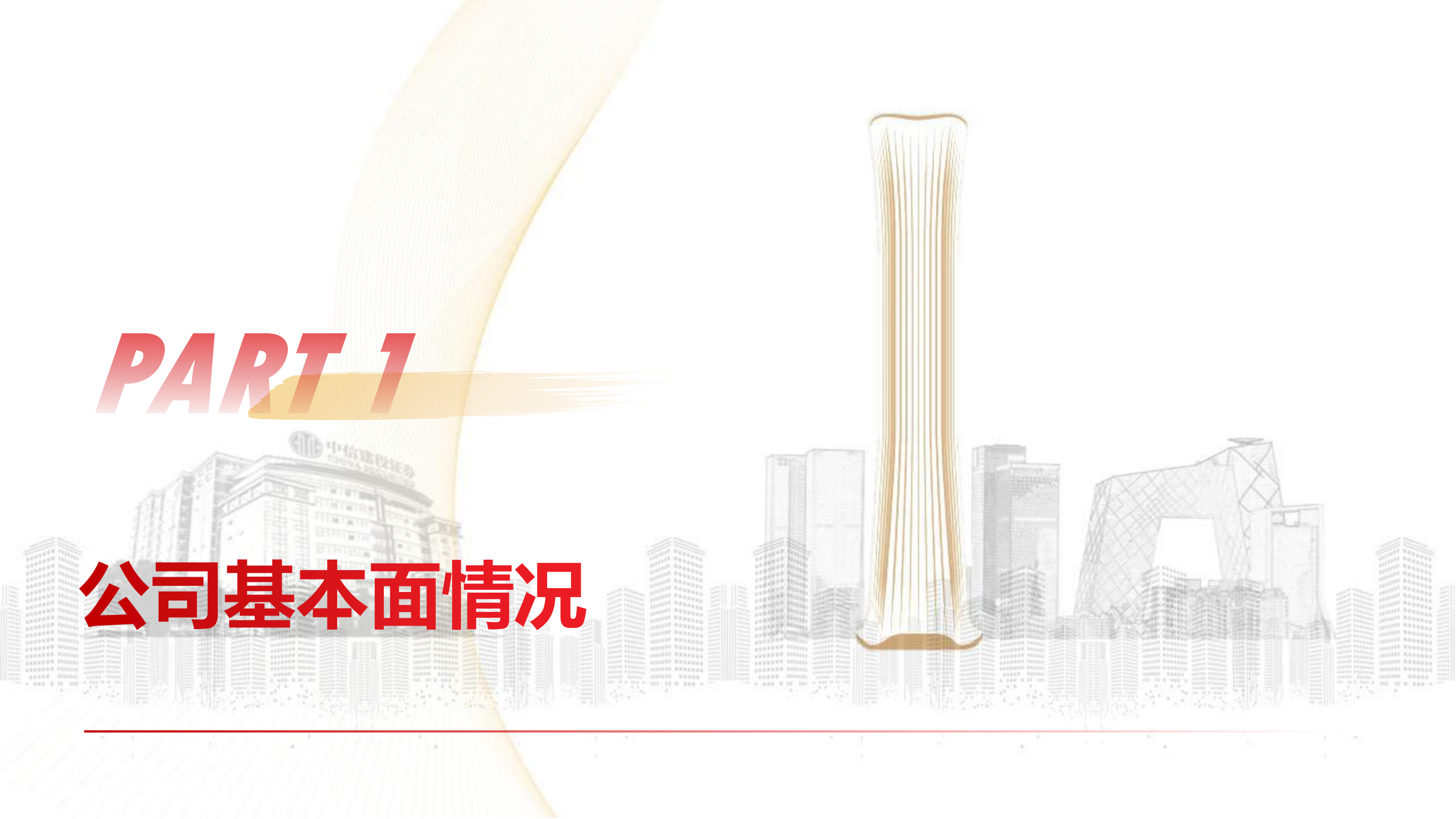
23年起公司主业显著减亏，公司海外销量高速增长，为当前毛利主要来源，资产减值、投资收益等影响表观业绩。公司乘用车业务包括江淮汽车、思皓、钇为、大众安徽，以及与华为合作的尊界品牌，是华为系定位最高端品牌，首款产品S800于5月底正式上市，售价70.8-101.8万元。从格局看，百万级行政轿车市场空间约8万辆，竞争格局较稳固，存量市场约64万辆。从小米SU7 Ultra订单看，能够出圈的高端车型销量不受限于以往竞品车型销量定义下的市场容量，而能够充分撬动存量车主换车需求。从盈利能力看，豪华车高毛利，且对比进口车，自主新能源车免缴消费税和关税，税收优势显著，带来了盈利能力的进一步提升。看好尊界品牌带动公司营收、盈利规模再上台阶。

内容摘要

- **主业情况：海外销量高速增长，为当前毛利主要来源，资产减值、投资收益等影响表观业绩，23年起主业显著减亏。**公司近年表观业绩受资产减值等因素影响。2024年，公司实现营收421.2亿元，同比-6.28%，归母净利润-17.84亿元，扣非归母净利润-27.41亿元，主要影响因素为1) 对大众安徽的投资收益约-13.37 亿元；2) 计提资产减值准备 11.57 亿元。从主业盈利能力（毛利-费用）看，23年起减亏明显，2023年，公司毛利-费用为-2.84亿，同比减亏11.65亿，2024年为-5.59亿，亏损同比扩大2.75亿。
- **当前海外业务为主要毛利来源：**2024年，公司海外营收达238.9亿元，占比达56.6%，海外业务毛利达35.7亿元，毛利占比达79.34%，为当前主要毛利来源，2024年，国内业务毛利率0.83%，海外业务毛利率达14.95%，海外业务盈利能力远好于国内。
- **乘用车业务：**
 - 1) 江淮汽车：江淮汽车品牌包括SUV、轿车等车型。核心产品以传统燃油车为主，同时也推出PHEV产品。
 - 2) 思皓：思皓是在2018年由江汽集团和大众集团合资建立的全新汽车品牌，目前逐步收缩。
 - 3) 钇为：钇为是江淮汽车发布的全新纯电动品牌，实现混改独立运营。
 - 4) 大众安徽：江汽目前对大众安徽持股25%，旗下首款车型ID.与众于24年7月上市，售价区间为20.99万~24.99万元，是大众汽车旗下首款智能纯电动轿跑SUV。
 - 5) 江淮2016年与蔚来签署合作协议，2018年首台代工车型ES8量产上市，2023年12月，蔚来正式江淮汽车受让部分资产，代工正式结束。双方合作期间，江淮积累了豪华车生产经验，为后续尊界量产打下坚实基础。
- **尊界品牌：**
 - 1) 尊界品牌是华为系定位最高端品牌，首款产品S800将于5月30日正式上市交付，搭载包含ADS4.0在内的三大首发+三大升级科技，同时华为系已进入25年产品周期，品牌势能整体向上。
 - 2) 从格局看，百万级行政轿车市场空间约8万辆，竞争格局较稳固，存量市场约64万辆。传统燃油豪华车过去十年变化较慢，尊界S800带来智能化、安全性等方面的全新卖点，在使用体验上与传统燃油车产生明显差异，自主品牌在当前阶段借助新功能部分弥补了品牌力层面的差距，全新的产品体验可能带来消费者换车潮。从小米su7 Ultra订单看，能够出圈的高端车型销量不受限于以往竞品车型销量定义下的市场容量，而能够充分撬动存量车主换车需求。
 - 3) 从盈利能力看，豪华车高毛利，法拉利毛利率可达50%，且对比进口车，自主新能源车免缴消费税和关税，税收优势显著，带来了盈利能力的进一步提升。
- **投资建议：**我们预计公司2025-2027年营业收入分别约519.1/656.8/854.3亿元。预计公司2024-2026年归母净利润分别约3.53、16.43、33.36亿元，对应PE分别约237.1、50.9、25.1倍，给予“买入”评级。

PART 1

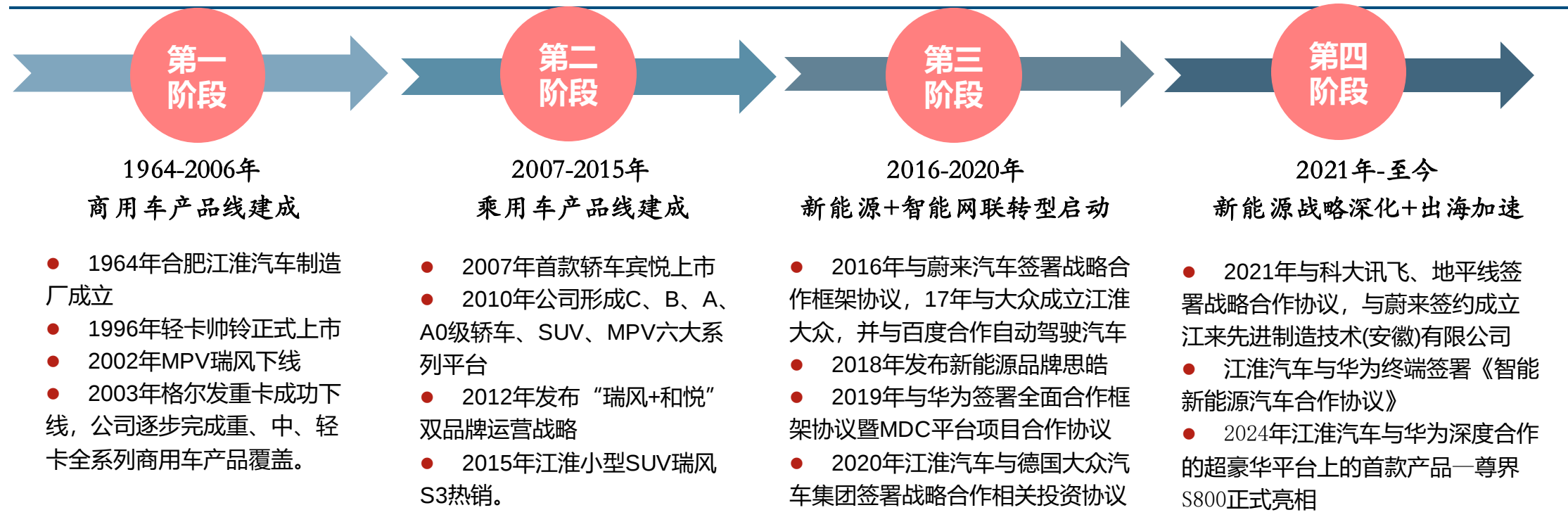
公司基本面情况



历史沿革：1964年始建，当前聚焦尊界成功

- 安徽江淮汽车集团股份有限公司始建于1964年，主营商用车、乘用车及动力总成研发制造和销售服务，主要产品有重、中、轻、微型卡车、多功能商用车、MPV、SUV、轿车、客车，专用底盘及变速箱、发动机、车桥等核心零部件。
- 奋斗目标：江汽集团将聚焦尊界项目成功，力争在“十五五”期间，发展成为“百万销量、千亿营收”的主流汽车集团。

图表：公司发展历程

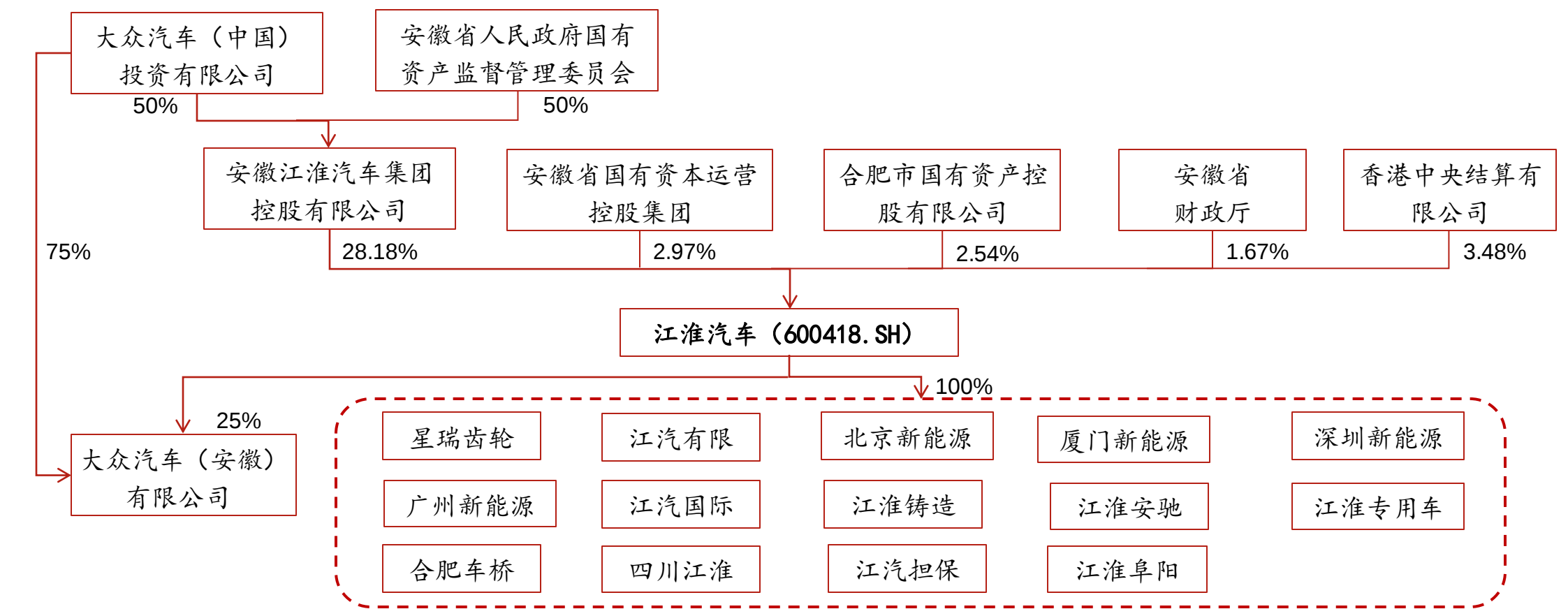


资料来源：中信建投，公司官网

股权结构：实控人为安徽国资委

- 公司实控人为安徽省人民政府国有资产监督管理委员会，直接+间接持股比例为14.09%；公司第一大股东为安徽江淮汽车集团控股有限公司，持股比例28.18%，该公司股份由大众汽车（中国）和安徽国资委各持有50%。

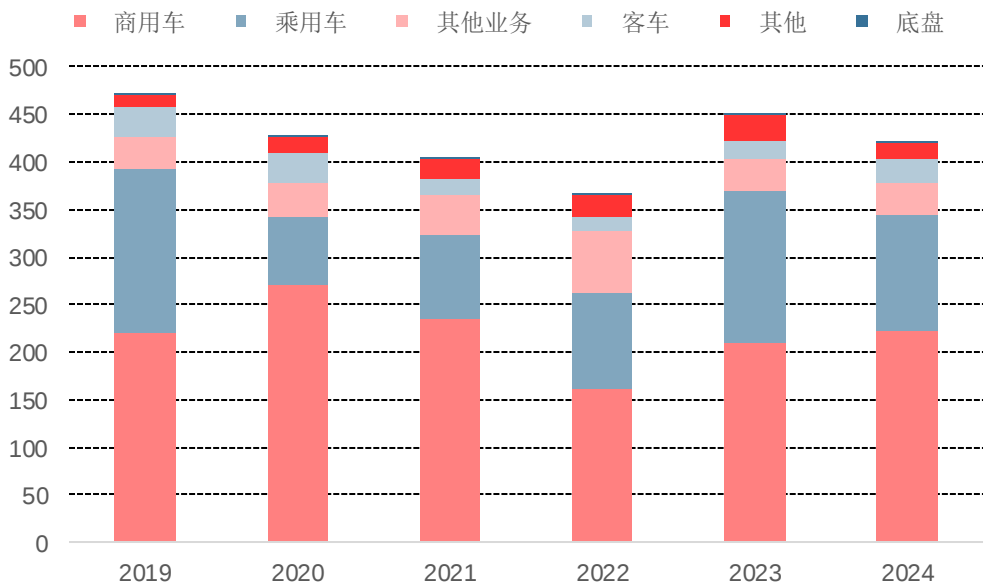
图表：公司股权结构



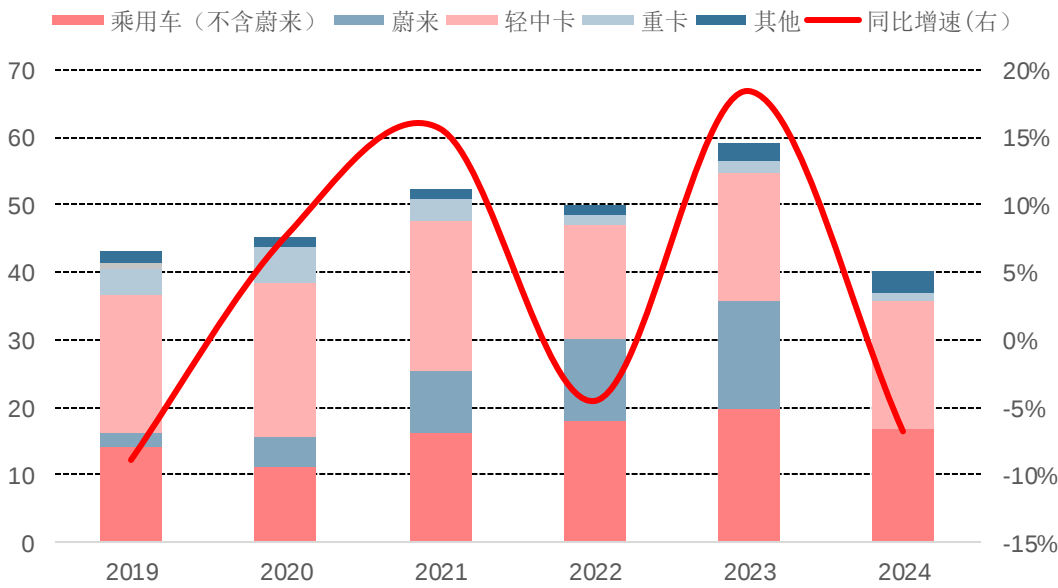
营收规模稳定，商用车为第一大业务

- 2024年，公司实现营收421.2亿元，同比-6.28%，其中商用车/乘用车/其他业务/客车/其他/底盘营收分别为221.6/122.43/33.67/25.39/16.58/1.47亿元，同比分别+5.4/-23.1/+1.0/+29.3/-36.3/-16.1%。
- 轻重卡销量增速回正，24年蔚来代工销量正式出表，乘用车表观销量下降，同时自有乘用车业务进入品牌重整期，2024年乘用车/轻中卡/重卡/其他销量分别同比-15.35%/+0.75%/-33.41%/+21.27%。

图表：江淮汽车2019-2024营收（亿元）



图表：江淮汽车2019-2024销量（万辆）

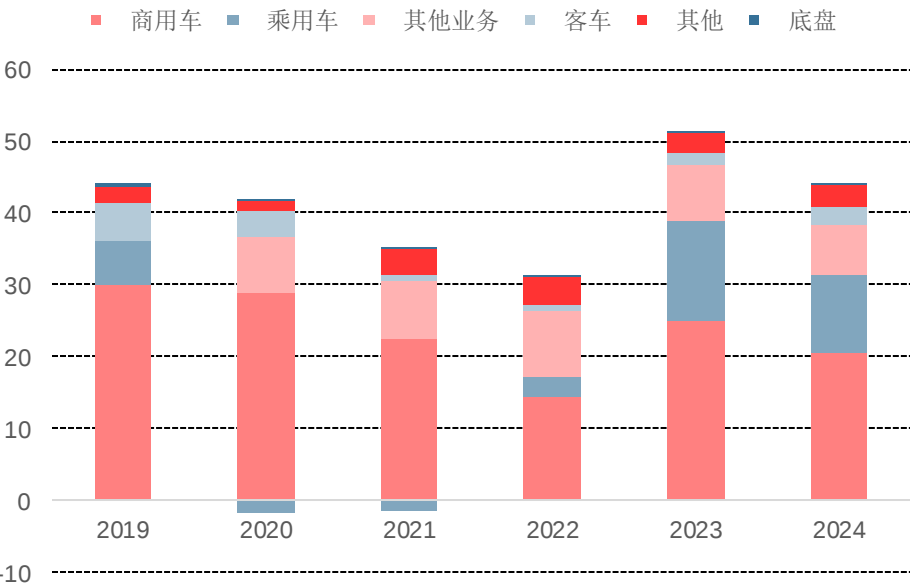


资料来源：中信建投，公司公告

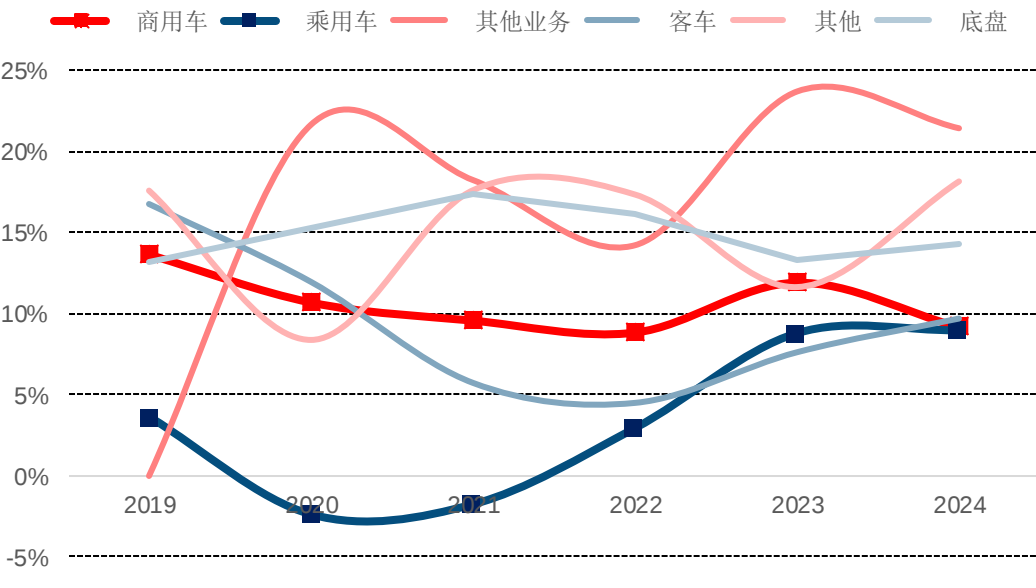
商用车毛利率稳定，乘用车毛利率显著改善

- 2024年，公司实现毛利45.01亿元，同比-12.6%，其中商用车/乘用车/其他业务/客车/其他/底盘毛利分别为20.38/10.89/7.19/2.46/3.01/0.21亿元，同比分别-18.5/-21.4/-8.7/+64.8/-0.6/-9.9%。
- 商用车是毛利的主要支柱，乘用车毛利率逐年增加。24年公司商用车毛利为20.38亿元，占比45.3%，贡献了主要毛利；2019-2024乘用车毛利率由3.52%一路上升至8.9%，盈利能力不断提高，24年乘用车在毛利中占比已升至24.2%。

图表：江淮汽车2019-2024毛利（亿元）



图表：江淮汽车2019-2024分业务毛利率

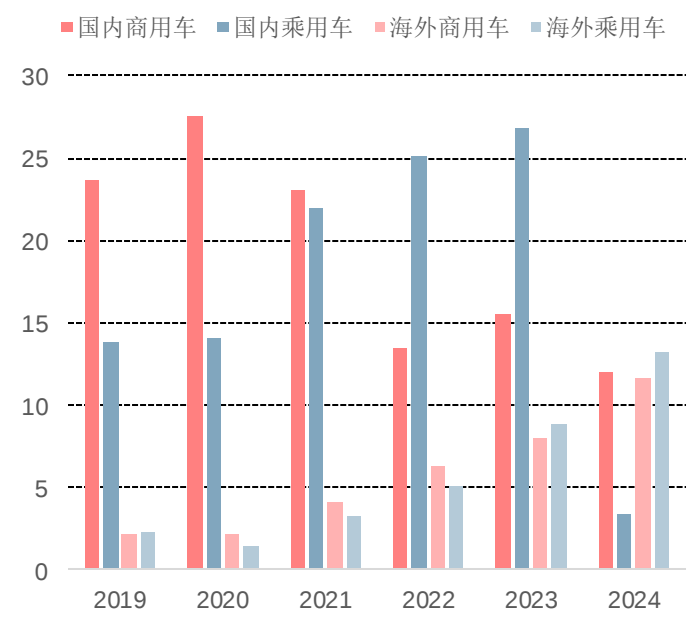


资料来源：中信建投，公司公告

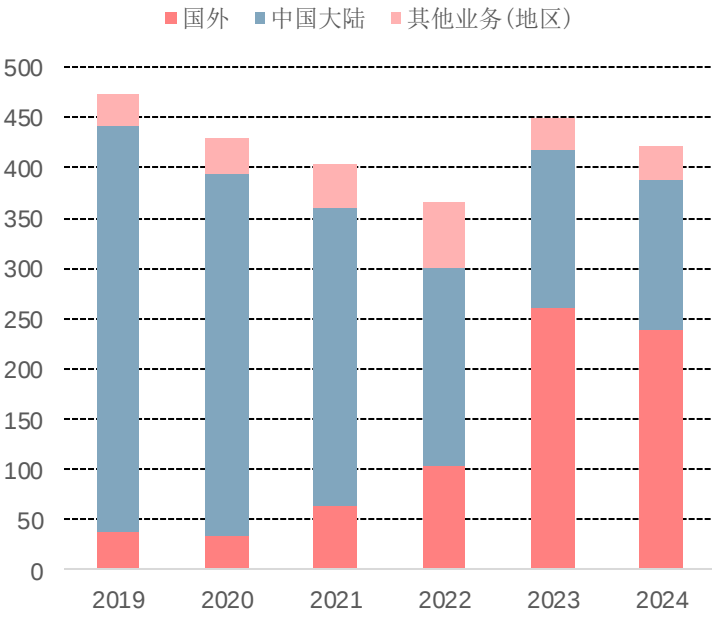
海外销量高速增长，为当前毛利主要来源

- **海外销量高速增长。** 2024年境内销售商用车/乘用车分别为12.03/3.40万辆，境外销售商用车/乘用车分别为11.60/13.28万辆，按照同比可比口径，同比分别+17.15%/-10.79%，24年海外销量占比达到61.7%。
- **当前海外业务为主要毛利来源。** 2024年，海外营收达238.9亿元，占比达56.6%，海外业务毛利达35.7亿元，毛利占比达79.34%，为当前主要毛利来源，2024年，国内业务毛利率0.83%，海外业务毛利率达14.95%，海外业务盈利能力远好于国内。

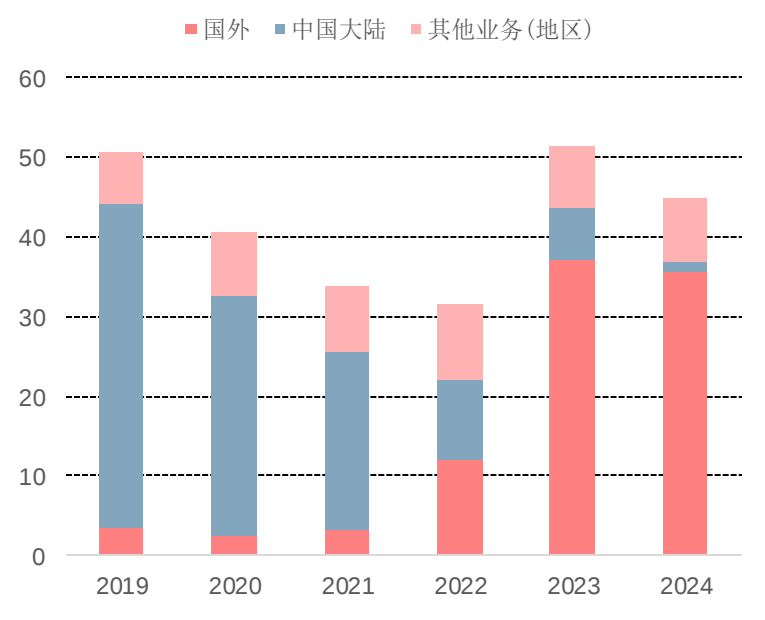
图表：江淮汽车2019-2024境内外销量（万辆）



图表：江淮汽车2019-2024营收拆分（亿元）



图表：江淮汽车2019-2024毛利拆分（亿元）



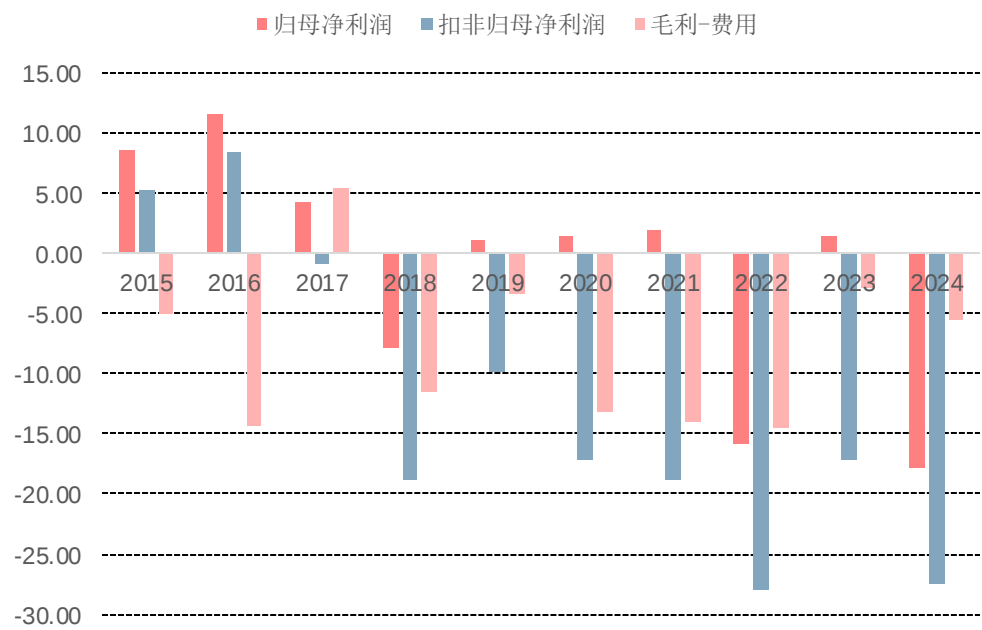
资料来源：中信建投，公司公告



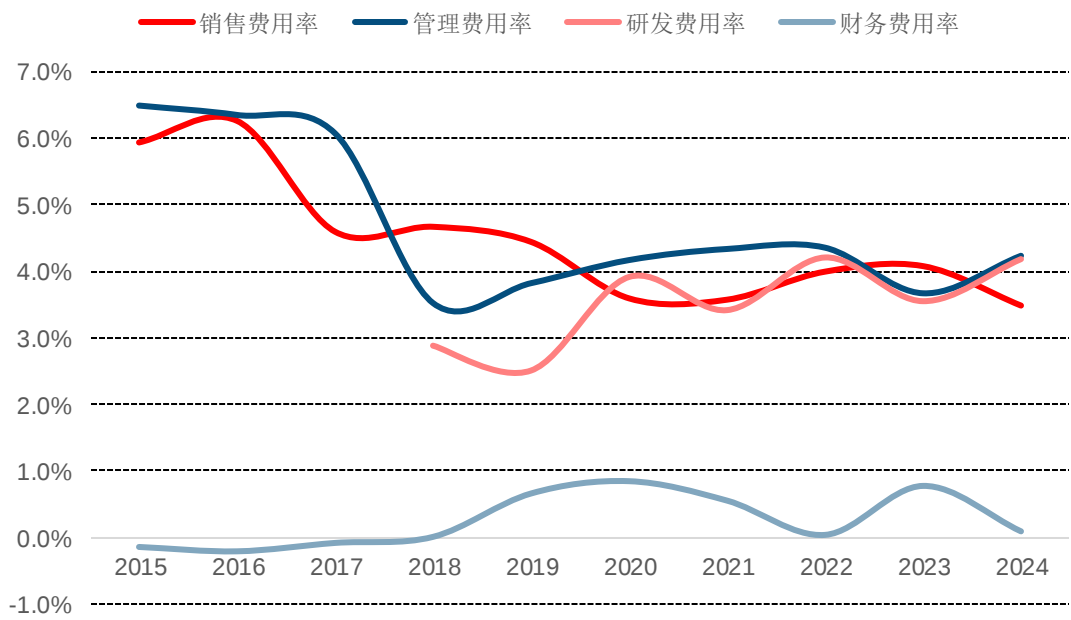
资产减值、投资收益等影响表观业绩，23年起主业显著减亏

- 公司近年表观业绩受资产减值等因素影响。2024年，公司实现营收421.2亿元，同比-6.28%，归母净利润-17.84亿元，扣非归母净利润-27.41亿元，主要影响因素为1) 对大众安徽的投资收益约-13.37 亿元；2) 计提资产减值准备 11.57 亿元。
- 从主业盈利能力（毛利-费用）看，23年起减亏明显，2023年，公司毛利-费用为-2.84亿，同比减亏11.65亿，2024年为-5.59亿，亏损同比扩大2.75亿。
- 公司费用控制情况良好。2024年销售/管理/研发/财务费用率分别为3.5%/4.2%/4.2%/0.1%，同比分别-0.6/+0.6/+0.6/-0.7pct。

图表：江淮汽车2019-2024净利润（亿元）

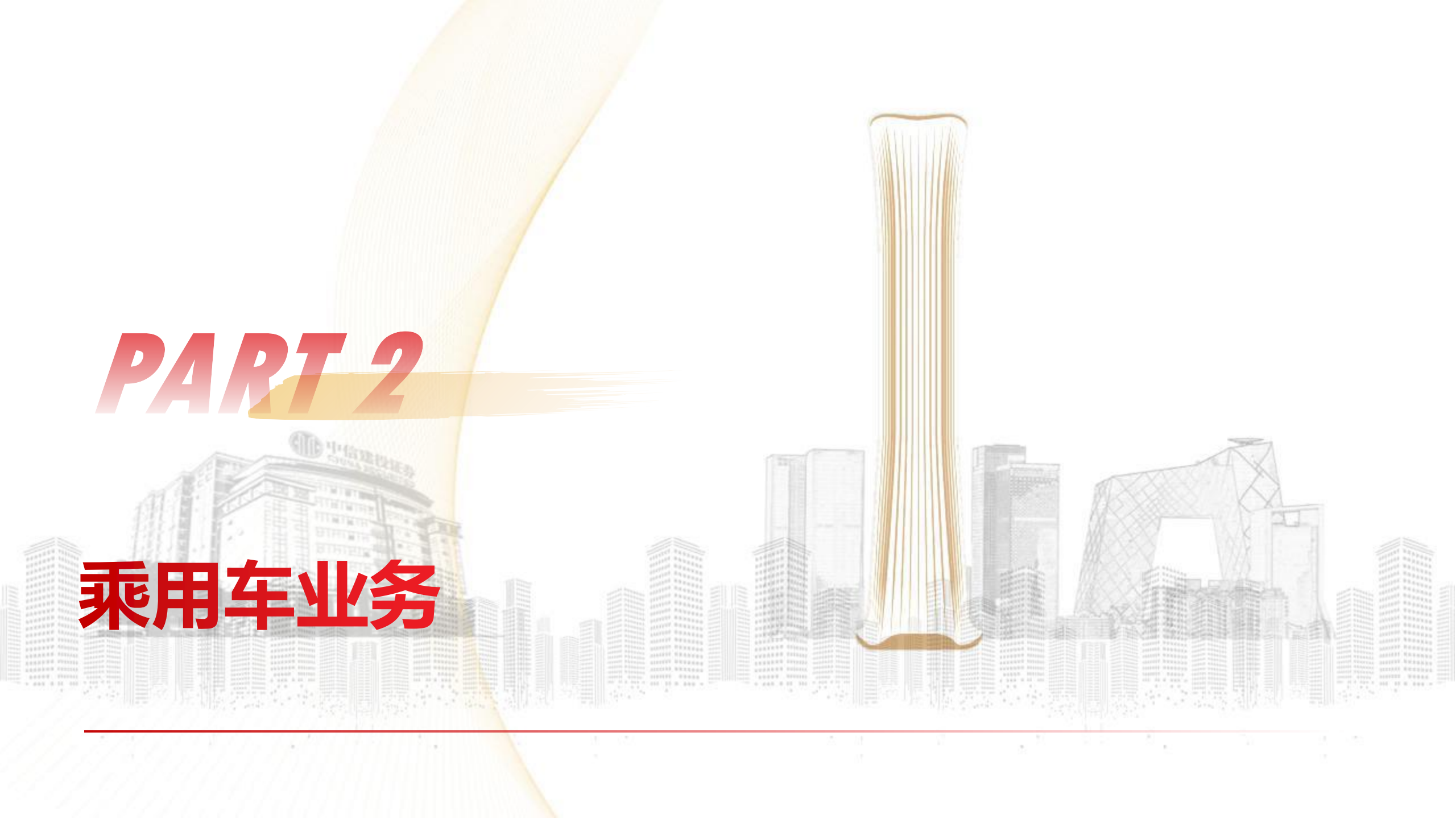


图表：江淮汽车2019-2024期间费用率



PART 2

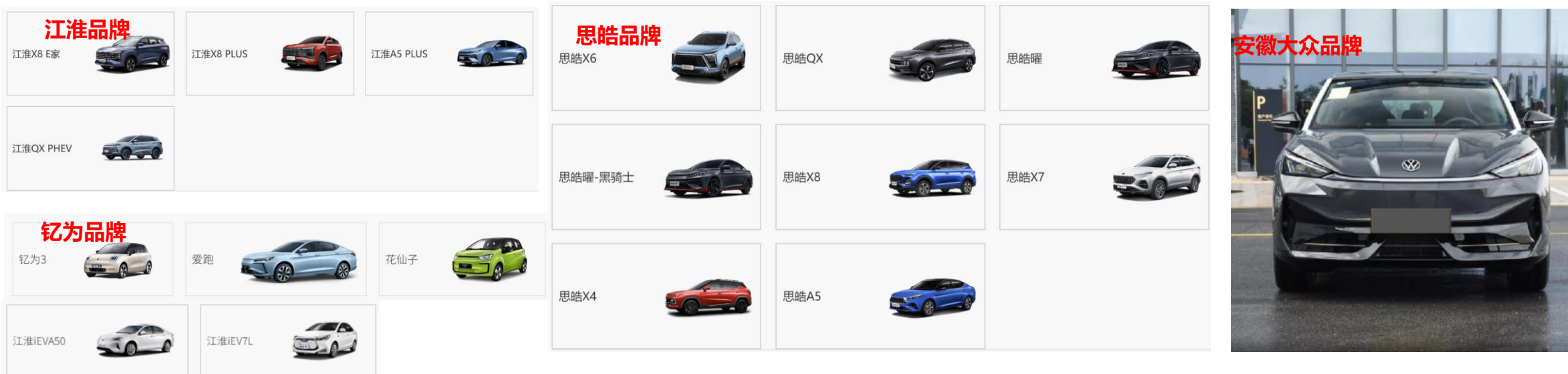
乘用车业务



当前产品：江淮品牌覆盖燃油+插混，钇为品牌瞄准A级纯电

- **江淮汽车**：江淮汽车品牌包括SUV、轿车等车型。核心产品以传统燃油车为主，同时也推出PHEV产品，如基于MIS智能架构打造的江淮QX PHEV。
- **思皓**：思皓是在2018年由江汽集团和大众集团合资建立的全新汽车品牌，2020年，大众集团增资合资企业江淮大众股份至75%，并获得江汽集团控股有限公司50%的股份。大众品牌后续纯电车型主要导入大众安徽。随着大众安徽将思皓品牌授权给江淮汽车使用，思皓在近两年逐渐成为容纳江淮汽车油改电的产品的品牌。
- **钇为**：钇为是江淮汽车发布的全新纯电动品牌，实现混改独立运营。核心产品是基于全新纯电动平台—DI平台打造的首款车型钇为3，瞄准纯电动A级车市场。
- **大众安徽**：江汽目前对大众安徽持股25%，旗下首款车型ID.与众于24年7月上市，售价区间为20.99万~24.99万元，是大众汽车旗下首款智能纯电动轿跑SUV。

图：公司乘用车主要产品

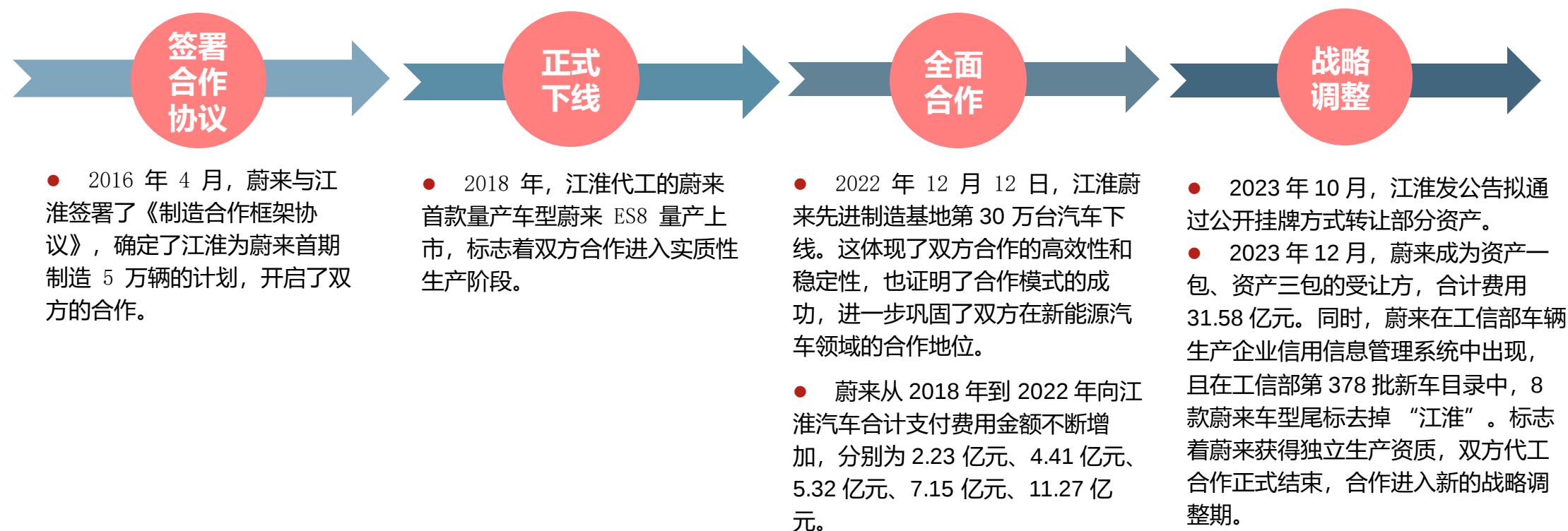


资料来源：中信建投，公司官网

代工蔚来：打下豪车生产经验基础

- 江淮2016年与蔚来签署合作协议，2018年首台代工车型ES8量产上市，2023年12月，蔚来正式江淮汽车受让部分资产，代工正式结束。双方合作期间，江淮积累了豪华车生产经验，为后续尊界量产打下坚实基础。

图表：蔚来江淮合作历程



资料来源：中信建投，公司公告

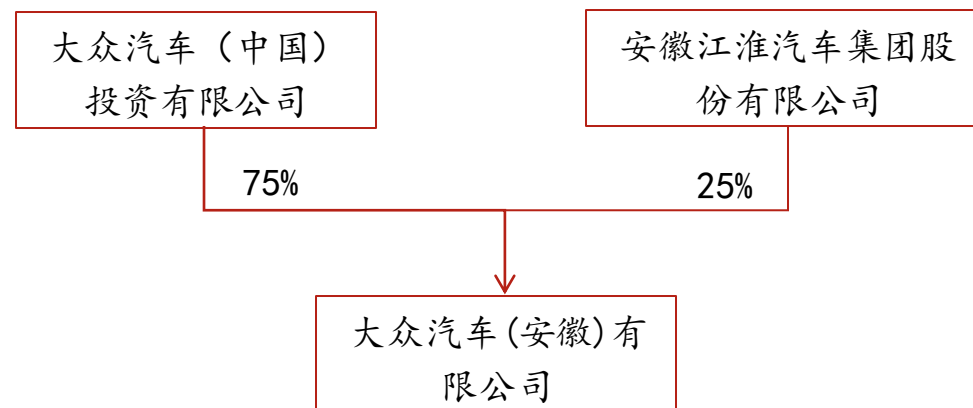
大众合作：当前处于投入期，首款产品已上市

- **江淮和大众的合作历程：**2016年，双方签署合作谅解备忘录，宣布成立合资公司；2017年，江淮大众汽车有限公司注册成立，投资总额60亿元，各占股比50%；2018年，发布思皓品牌，同年研发中心破土动工；2020年，大众增持江淮大众股份至75%，更名为大众汽车（安徽）有限公司；2024年，双方宣布向大众安徽增资65亿元，并发布首款产品“ID.与众”。

图表：ID. 与众



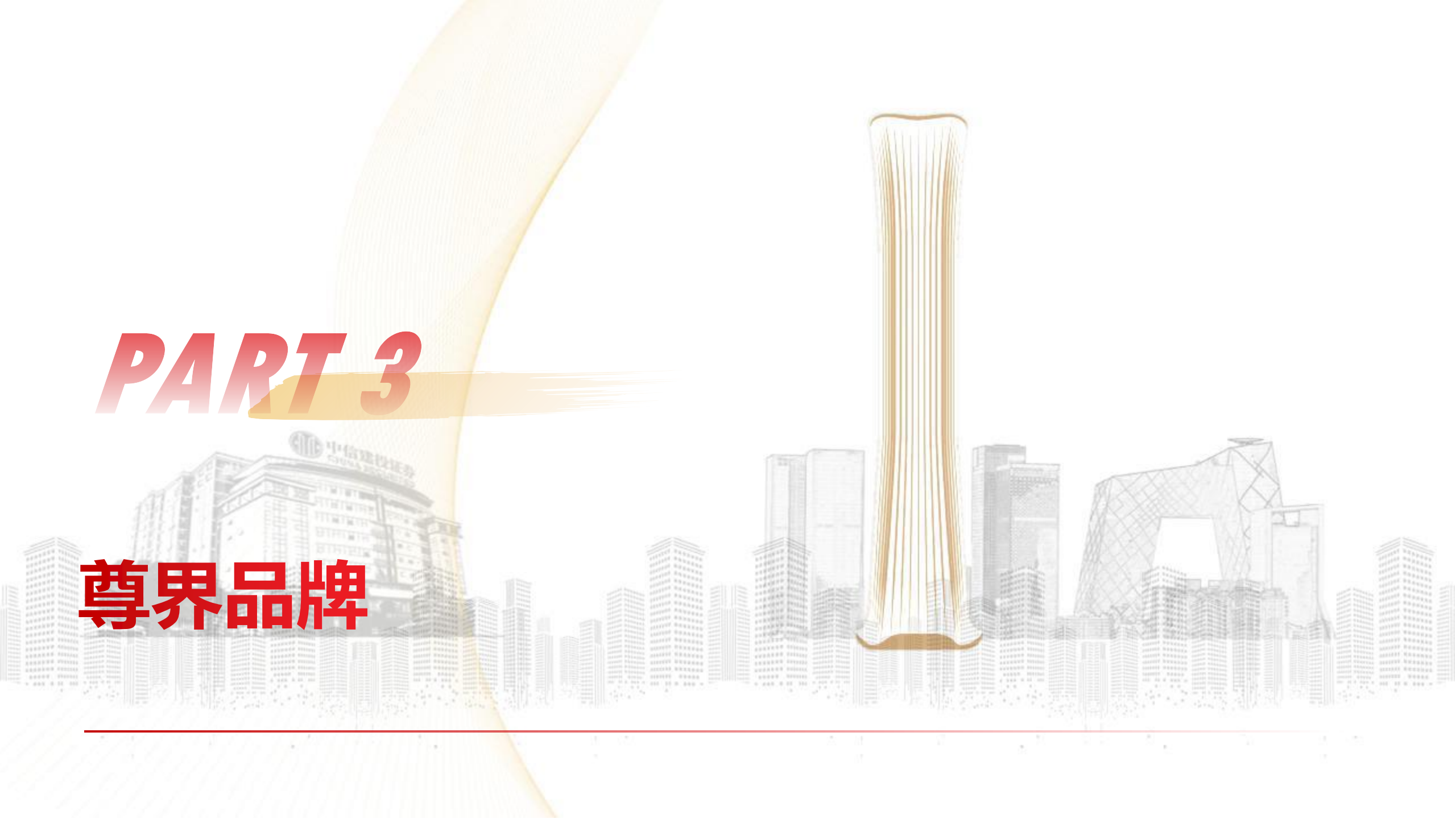
图表：安徽大众股权结构



资料来源：中信建投，公司公告

PART 3

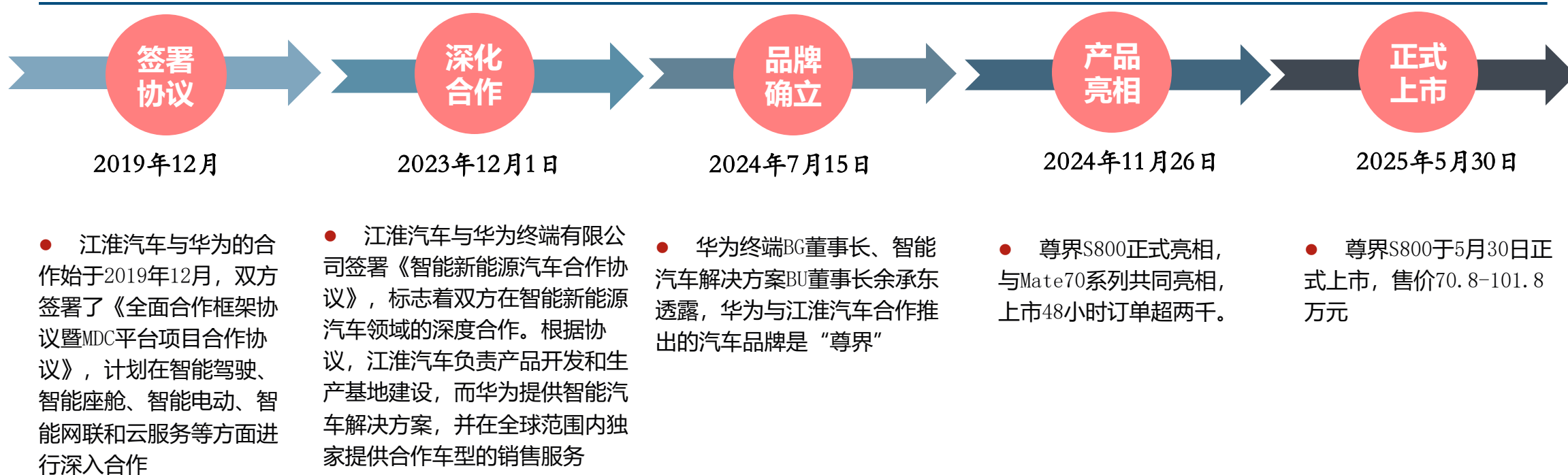
尊界品牌



合作历程：始于2019年，合作不断深化，S800 5月底上市

- 江淮汽车与华为的合作始于2019年12月，双方签署了《全面合作框架协议暨MDC平台项目合作协议》，24年7月15日余承东透露华为将与江淮汽车合作推出的汽车品牌是“尊界”，24年11月26日，首款产品S800正式亮相，与Mate70系列共同亮相，25年5月30日，尊界S800正式上市。

图表：公司和华为合作历程



资料来源：中信建投，公司官网

产能：新建年产20万辆基地，代工蔚来打下基础

- 根据《江淮年产20万辆中高端智能纯电动乘用车建设项目环境影响报告书》，江淮新建的20万辆产能将包括纯电动以及增程式乘用车，产品主要为中大型纯电DE、X6平台产品，包括中大型车、中型车、紧凑型SUV、中型SUV及MPV车型。
- 具体来看，DE平台主要满足国内经济型和改善型市场需求，产品覆盖中型车、中大型车、紧凑型SUV和中型SUV。
- 而江淮与华为合作的X6平台为豪华新能源平台，规划年产能为3.5万辆，预计主要为尊界产品的预备产能。

图表：江淮新能源产能项目概况

2.3.4 项目总投资

项目总投资 398050 万元，其中新增固定资产投资 229750 万元，铺底流动资金 168300 万元。全部由企业自筹解决。

2.3.5 产品及生产纲领

项目规划年产 20 万辆纯电动（含增程式）乘用车。产品主要为中大型纯电 DE、X6 平台产品，包括 C 级轿车、B 级轿车、A+级 SUV、B 级 SUV 及 MPV 车型。

DE 纯电平台为新能源专属平台，主要满足国内经济型和改善型市场需求，产品覆盖 B 级轿车、C 级轿车、A+级 SUV 和 B 级车型，其中 B 级轿车、A+级 SUV 瞄准基盘用户，首购为主；C 级轿车、B 级 SUV 瞄准升级用户，主要为产品进阶。

X6 纯电平台为豪华新能源平台，覆盖车型级别为中大型 MPV 车型，通过华为智能技术赋能，积极抢占国内高端市场。

项目规划达产年生产纲领及各车型主要参数见下表。

表 2.3-4 项目生产纲领

序号	平台	车型	规划达产年产能（辆）
1	新能源专属平台（DE 平台）	B 级轿车	60000
2		C 级轿车	36000
3		A+级 SUV	48000
4		B 级 SUV	21000
5	豪华新能源平台（X6 平台）	MPV	35000
6	合计		200000

表 2.3-5 各车型主要参数

序号	平台	规划车型	车长	轴距
1	新能源专属平台（DE 平台）	B 级轿车	4860	2960
2		C 级轿车	5050	3050
3		A+级 SUV	4800	2850
4		B 级 SUV	4890	2960
5	豪华新能源平台（X6 平台）	MPV	5200	3200

资料来源：中信建投，公司官网



中信建投证券
CHINA SECURITIES

产能：已于24年底正式落成

- 2024年12月16日，尊界超级工厂落成仪式在安徽合肥顺利举行。工厂装备近1500台的智能机器人，实现连接、喷漆、涂胶等关键工序百分百全自动化；依托“一云、一网、一平台”的数字化底座，以C2M模式，打通研产供销服一体化应用场景，实现产品配置的个性化定制、敏捷化制造；建立碳足迹管理系统，应用绿色发展技术、节能技术，成为安徽省首批筹建的零碳产业园区；广泛运用人工智能技术，设置了86个质量评审门、超过2.5万个质量控制点，实现了全过程、可追溯、适时化的质量控制，打造超豪华品质。

图表：尊界超级工厂

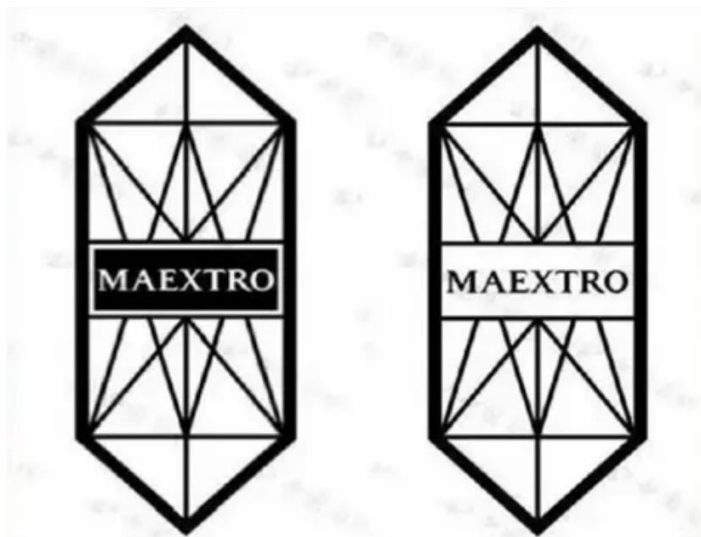


资料来源：中信建投，公司官网

尊界品牌：华为系中定位最高端，5月正式上市

- 尊界将对标迈巴赫、劳斯莱斯等超豪华品牌车型，定位超高端，定价百万元级别，产品覆盖轿车、SUV、MPV。
- 尊界S800设计理念完全不同于另外“三界”，定位百万级的超豪华车。修长大气的身长度远超5米，车头大灯下方、侧面门把手、贯穿式尾灯三个区域均采用了全新设计的星状灯带。

图表：尊界LOGO

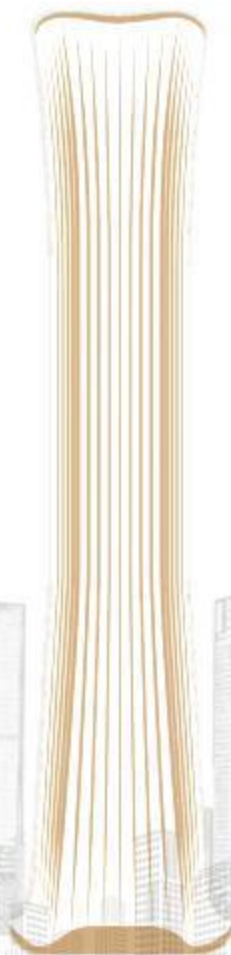


图表：尊界S800外观



PART 4

尊界S800



尊界S800：定价70.9-101.8万，纯电+增程同步上市

■ 尊界S800推出六大款型，覆盖四座+五座，纯电+增程。五座双电机/五座三电机/四座双电机/四座三电机版本起售价分别为70.8/78.8/81.8/101.8万元，据余承东访谈中提到，首批订单中70%为顶配版本。

图表：尊界S800推出六大款型

四座	五座
星耀行政版101.8万元起 途灵龙行平台 Ultra 三电机 增程 65度电池 / 1155km ^{cltc} 星辉行政版81.8万元起 途灵龙行平台 Max 双电机 增程 65度电池 / 1333km ^{cltc} 星辉行政版81.8万元起 途灵龙行平台 Max 双电机 纯电 97度电池 / 650km ^{cltc}	星耀尊享版78.8万元起 途灵龙行平台 Ultra 三电机 增程 65度电池 / 1200km ^{cltc} 星辉尊享版70.8万元起 途灵龙行平台 Max 双电机 增程 65度电池 / 1333km ^{cltc} 星辉尊享版70.8万元起 途灵龙行平台 Max 双电机 纯电 97度电池 / 670km ^{cltc}

图表：尊界S800核心配置

• 后排双零重力座椅 20 向电动调节 支持ActiveSafe主动安全功能 • HUAWEI SOUND® ULTIMATE 华为悦影音响 非凡系列 43扬 • 抽屉式中央扶手隐私保密箱 电动开关，密码保护，指纹保护 • 主驾，副驾，后排双零重力座椅 通风、加热、按摩 及后排零重力座椅腿托加热、按摩 • 主动侧翼支撑 主驾，后排双零重力座椅 • 全车安全气囊 13个	• 后排双零重力座椅 16 向电动调节 • HUAWEI SOUND® ULTIMATE 华为悦影音响 非凡系列 35扬 • 抽屉式中央扶手隐私保密箱 电动开关，密码保护 • 主驾，副驾，后排双零重力座椅 通风、加热、按摩 • 主动侧翼支撑 主驾 • 全车安全气囊 9个	尊享驾乘 • HUAWEI ADS 4 智能辅助驾驶系统 高阶版 • 途灵龙行平台-全域融合智能数字底盘 • 连续可变阻尼减振器&空气悬架 • 华为“巨鲸”电池平台2.0 • Brembo卡钳 尊享座舱 • HarmonyOS 鸿蒙座舱 • 自主智能净化座舱-鸿蒙ALPS座舱2.0 • 主驾座椅（18向电动调节）、女王副驾 • 后排双零重力座椅、全粒面半苯胺真皮座椅 • 后排可折合扶手屏、双温控车载冰箱、香氛系统 尊享科技 • 华为临境抬头显示系统AR-HUD • 百万像素智慧投影大灯 • 流媒体内后视镜 • 华为星河通信、数字车钥匙(支持星闪，UWB，蓝牙) • 智慧电动门（支持毫米波防撞、电吸、电开）、电动尾门
---	---	---

资料来源：中信建投，鸿蒙智行公众号

尊界外观：兼具豪华和科技感，辨识度高

- 尊界S800车身尺寸5480mm×2000mm×1536mm，轴距达到3370mm，整体造型相比迈巴赫等传统豪车，在豪华之外兼具科技感，辨识度极高；
- 全车采用星河璀璨的设计语言，前大灯采用的水晶切割效果，门把手处的装饰灯，尾灯中的星河画卷式的水晶点缀，均赋予车身精致的珠宝感；
- 车门开关均为电动，能够实现智能感应障碍物自动调节开启角度，最大开门角度 77 度，上下车空间大，前大灯和侧翼配备迎宾光毯，豪华感十足。



资料来源：中信建投，鸿蒙智行官网

尊界内饰：百万级内部空间+顶级用料

- 得益于 3370mm 的超大后排空间，后排配备双零重力座椅，展开时候可以实现零压悬浮姿态。
- 用料方面，座椅和软包区域使用了大量的真皮，内饰板和杯托周围是胡桃木结合柳丁的设计，座椅调节旋钮、中控旋钮以及中央扶手箱的后端大量使用了水晶材质。

图表：尊界S800内饰细节



资料来源：中信建投，鸿蒙智行官网

尊界技术：三大首发+三大升级

■ 华为发布尊界S800六大技术，三大首发+三大升级：

■ **首发：**途灵龙行平台、天使座主动安全防护、华为星河通信；

■ **升级：**鸿蒙ALPS座舱2.0、华为车语系统2.0、华为巨鲸电池2.0。

■ 尊界S800上体现的核心能力是华为基于根技术，结合需求把控，功能定义的能力，实现真正意义上的整车智能、自主智能。尊界与以往产品的核心区别是从智能化功能向智能化体验的升级，通过对已有功能自主化、无感化，有望真正重塑豪华车用车体验，与迈巴赫等竞品对比，尊界已经不局限于交通工具+奢侈品的基本属性，为消费者提供的更多的是顶级智能化的驾乘体验。

图表：六大技术



中信建投证券
CHINA SECURITIES

资料来源：中信建投，华为

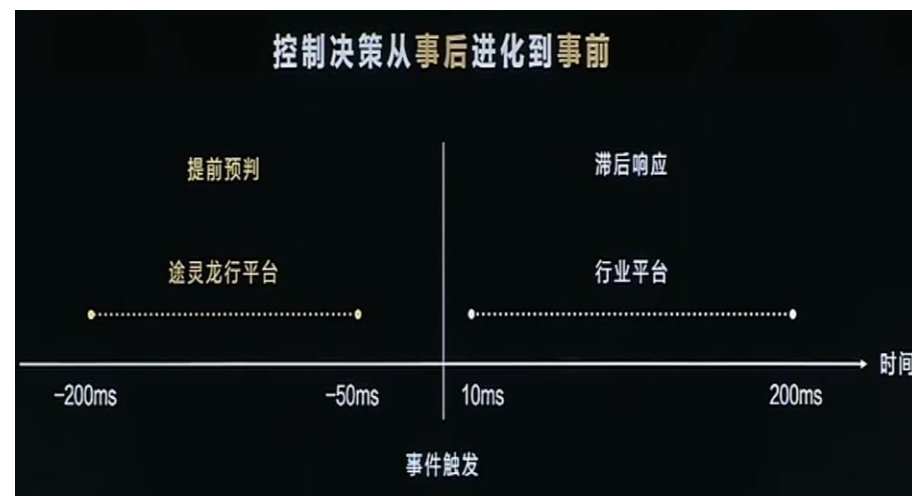
途灵龙行平台：主动感知、中央控制、智能推理、自主学习

- 途灵龙行平台，行业首次实现车身六域合一、五倍的协同控制器数量带来革命性的域控性能提升。
- 首创时空推理，控制决策从事后进化到事前。ADS提前扫描前方路况，五大技术协同实现。
- 连续空间模型构建，路况空间分辨率提升一百倍。全路况、全天候、全场景的融合感知，解决日常痛点场景，打破各种原有物理极限。

图：华为途灵龙行平台



图：五大技术协同



资料来源：中信建投，华为

天使座主动安全防护：自主智能，全维全链路防护技术

- 32颗传感器，4颗激光雷达，11颗摄像头，实现全向立体融合感知系统。
- 中央控制平台、低压电源、制动执行器等重要部件采取双冗余安全设计，双倍冗余双倍安全。
- 全向防碰撞、毫米波雷达应对雨雾天、前后夹击时自动紧急避险、低速行驶自主规避负向四项全维全链路防护技术，使安全性提升到一个新台阶。
- 实现碰撞前后的自主防护，如碰撞前升窗、解锁、自主调整姿态，碰撞后自主切换备用电源网络、自主拨打卫星电话救援、上报救援信息等。

图：天使座主动安全防护



华为星河通信：自主智能车载通信，实现天地网联

- 借助华为通信优势，实现行业首个自主智能车载通信系统。
- 地面通信能力强，信号强度和通信有效覆盖范围比业界水平高2.8倍以上，网络连接恢复速度是业界十倍，网络流畅度好25%以上。
- 华为星河通信可双网双待智能选网，保障时刻在线；提前预判信号，提前加载地图，导航不中断；搭载创新分布式车载卫星通信应对极端情况，其有信号共享能力，可使用其他端进行通信。

图：华为星河通信



资料来源：中信建投，华为

车语系统2.0：自主智能交互，全方位安全感知升级

- 通过与ADS信号联动，实现更多对象识别，实现正常车辆全屏蔽、非机动车行人半屏蔽、故障车辆不遮蔽；
- 智能识别自动开启动态光毯，精准跟随，增强照明50%；
- 新增智驾意图主动沟通功能，如行车礼让主动示意；当驾驶员自主意识失能时，DMS摄像头识别后自动靠边停车、主动沟通并投出SOS救援信息。

图：华为车语2.0



资料来源：中信建投，华为

鸿蒙ALPS座舱2.0：自主感知、自主净化

- 行业首个自主智能净化座舱，采取双层流空气循环系统和创新吸附降解材料；
- 自主感知异味（食品、尼古丁），自主净化，20分钟恢复如初；感知细菌病毒，主动消毒，抑菌率、冠状病毒甲流抑制率高于99%；感知有害气体，主动防护；
- 负氧离子座舱，每立方厘米二十万个负氧离子，为西双版纳雨林5倍。

图：鸿蒙ALPS座舱2.0

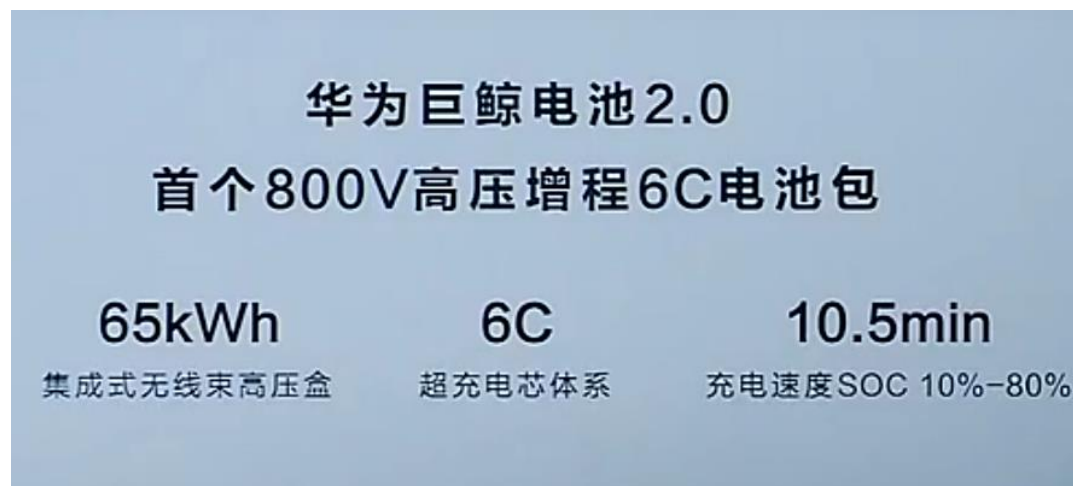


资料来源：中信建投，华为

华为巨鲸电池2.0：高压快充，安全升级

- S800增程版将搭载首个65kw的800v高压增程6c电池包，充电速度可达到10.5min从10-80%。纯电版将搭载97度电能量密度最高的5c纯电电池包，充电速度12min从10-80%。
- 华为巨鲸电池2.0将采用底部五层超安全硬核防护包括超耐磨防腐涂层、高强度高韧性防护钢板、耐高温云母片、绝缘云母纸、双层加厚航空级板材；电池包防撞梁和底部防护，并采用更加稳定的三角梁设计，边梁加厚75%，使安全性进一步提高。

图：华为巨鲸电池

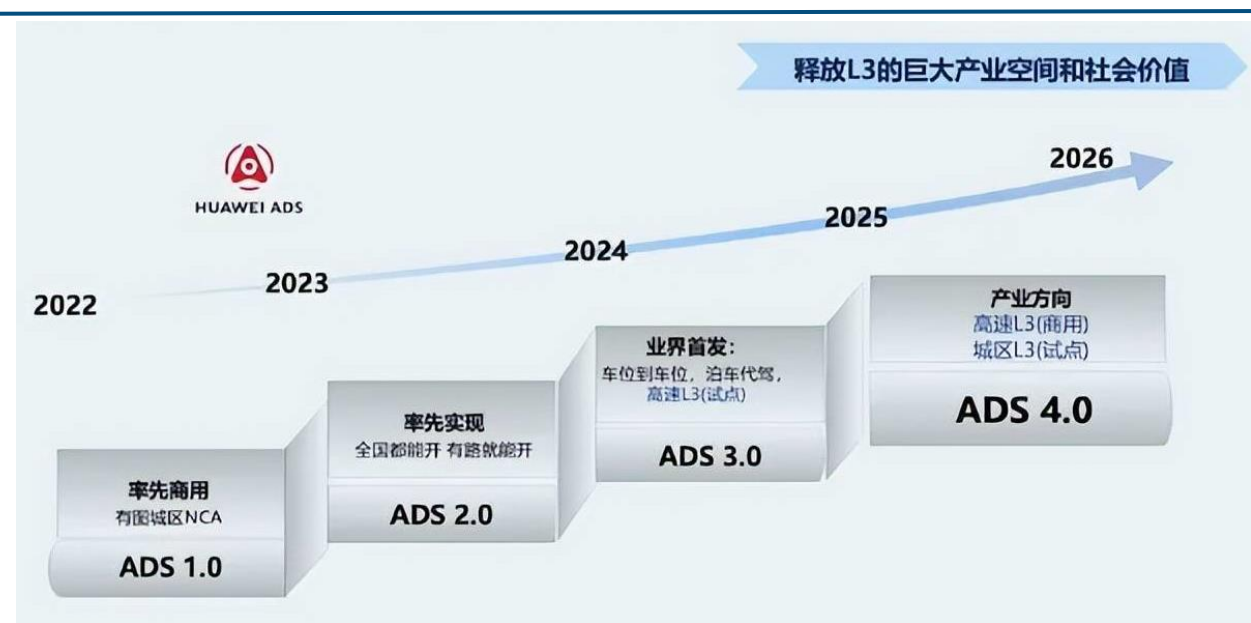


资料来源：中信建投，华为

智能辅助驾驶：首搭ADS4.0，全球首台量产L3

- 尊界S800是全球首台量产L3级自动驾驶的车型，将会搭载ADS4.0，全新的架构不仅整合了激光雷达、摄像头、毫米波雷达等多种传感器，更在AI算法上有更好表现，在面对复杂交通状况时能够做出更快更准确的判断。
- 其中，ADS4.0采用了独特的端到端仿生大脑设计，模仿人类的决策机制，提高了系统在未知或复杂场景下的适应能力，这种设计有助于实现更自然、更接近人类驾驶员的驾驶行为。此外ADS4.0采用了GOD（通用障碍物检测）和PCR（道路拓扑推理）网络，这些技术使得ADS4.0能够不仅识别传统的障碍物列表中的对象，还能检测非标准障碍物，并且深入理解道路结构和场景语义。这极大地增强了系统对物理世界的认知能力，提高了自动驾驶的安全性和可靠性。

图表：华为ADS演进



智能辅助驾驶：首搭ADS4.0，全球首台量产L3

- 智驾硬件层面，S800搭载4颗激光雷达，其中包含1颗192线激光雷达，3颗固态激光雷达，5颗4D毫米波雷达，12颗超声波雷达，11颗摄像头
- 智驾功能方面，S800可实现高速智驾领航辅助，城区车道续航辅助等功能，选配ADS高阶功能包可实现城区智驾辅助、代客泊车辅助、车位到车位领航辅助等功能。

图表：尊界S800智驾硬件配置



资料来源：中信建投，华为

图表：尊界S800可实现车位到车位等高阶功能

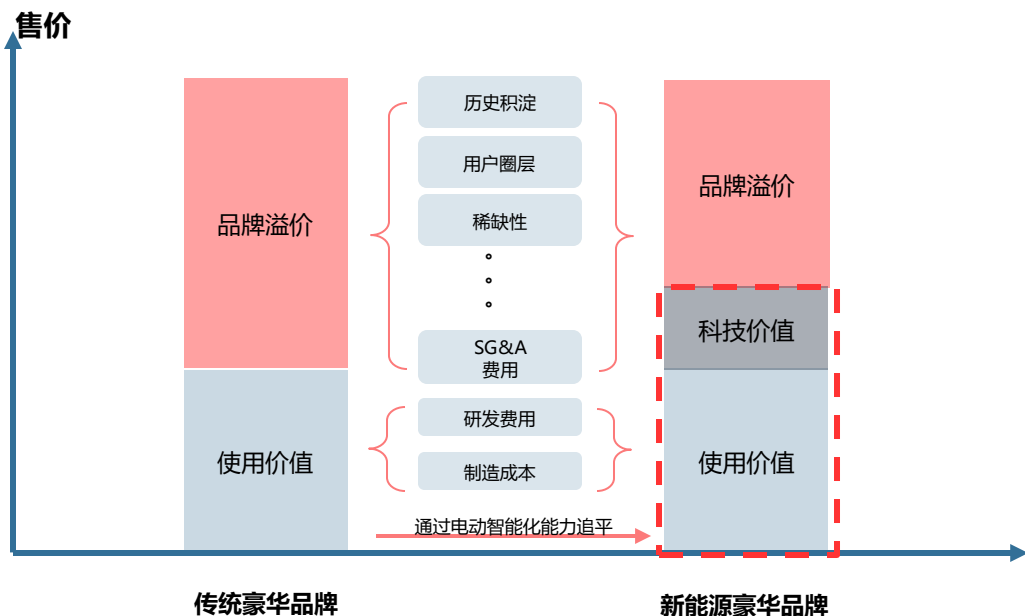


资料来源：中信建投，华为

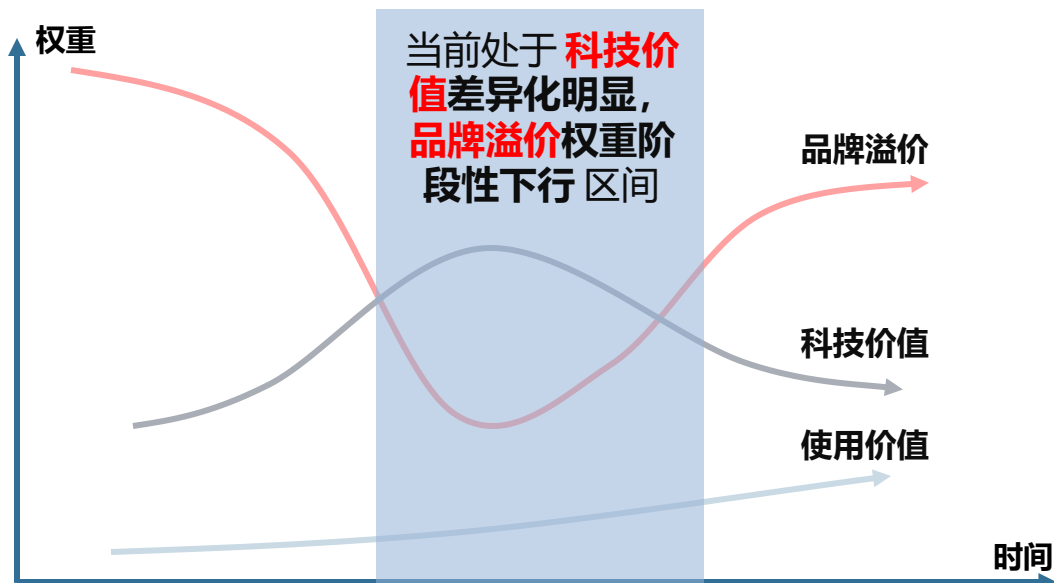
尊界核心卖的是什么？

- 相比于传统豪华车，尊界的核心对标的产品是迈巴赫。
- 从品牌上来看，尊界品牌<迈巴赫，但类比于功能机到智能机，当前时间点品牌溢价随着电动化、智能化大幅削弱。
- 技术上，尊界会是中国第一款L3车型、高端主动悬架底盘，围绕更安全、更私密、更舒适三点进行打造。

图：豪华车售价构成分析



图：豪华车竞争要素权重变化分析

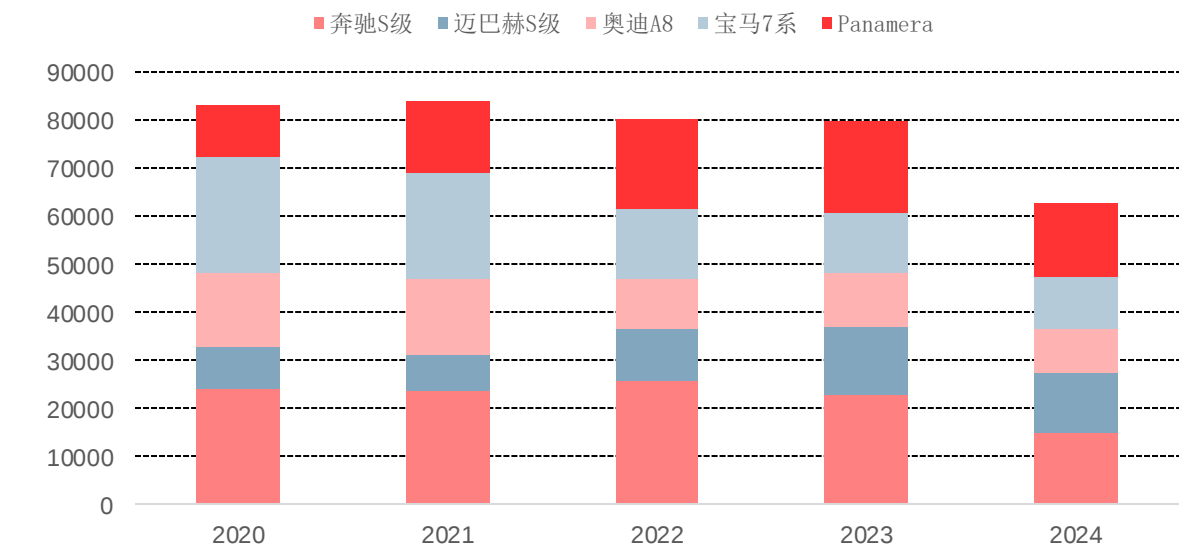


资料来源：中信建投

S800市场空间：百万级行政轿车市场空间约8万辆，存量约64万

- **百万级行政轿车市场空间约8万辆，竞争格局较稳固。** 此前百万级轿车市场主要被BBA及保时捷Panamera占据，奔驰S级/迈巴赫S级/奥迪A8/宝马7系/Panamera合计**年销量中枢约8万辆**，其他品牌销量可忽略不计，按照换车周期8年计算，存量市场约64万辆。
- **我们认为尊界销量存在超预期可能性：** 1) 尊界S800与BBA及保时捷产品有本质性区别，份额可能大超预期； 2) 百万级轿车消费群体较为稳固，产品迭代也相对较慢，因此年销量较稳定，尊界S800在产品力上全面革新，有可能形成集中增换购潮，打破年销量天花板，当前存量市场约64万辆，**若按3年周期替换掉1/4存量市场计算，对应年销量约5万。**

图表：豪华行政轿车市场空间



资料来源：中信建投，易车网

图表：尊界S800 48小时订单达2108台



资料来源：中信建投，鸿蒙智行

S800市场空间：二手豪车市场需求旺盛

- **二手市场需求量预期差较大：**豪华车保值率较高，转手率高于主流产品，所以从目标用户角度看，国内豪华车市场空间远大于单看新车销量的8w台。乘联会数据显示，2023年二手车成交量中D级轿车占比2.15%，约40万辆。
- **目前商务行政轿车供给稀缺：**1) 目前从品牌力、保值率看，百万级豪车只有迈巴赫S认可度较高，宝马7系，奥迪a8认可度滑落较快。2) 豪华行政轿车的产品梯队：50-80万宝马7系，奥迪A8，80-200万奔驰S，迈巴赫S，200万以上宾利、劳斯莱斯。

图表：二手豪车市场巨大



资料来源：中信建投，实地调研

SU7 Ultra的成功证明新物种成功的核心是瞄准存量客户

- 根据雷军直播及小米官方数据，首批SU7 Ultra车主80%-90%为传统豪华品牌（BBA/保时捷/法拉利）增换购用户，尤其宝马5系、奥迪A6、奔驰E级车主占比超过50%。
- SU7 Ultra上市2小时大定破万，3天内大定破两万，火爆程度远超预期，SU7 Ultra的成功证明了，对于供给高度固化的市场，新品类的出现，能够充分激发存量客户的增换购热潮，销量不会局限于对标车型以往的稳态销量发范围。

图表：Su7 Ultra两小时大定破万



雷军

8小时前 来自 Xiaomi 15 Ultra

开售2小时，大定突破10000台，达成一个关键目标，感谢大家！晚安！

#小米SU7Ultra#



图表：Su7 Ultra外观



资料来源：小米汽车，雷军微博，中信建投

S800竞品对比：尺寸、内部空间、马力均占优

- 尊界S800在尺寸、内部空间、动力上相对竞品更强
- 尊界长度5480mm，轴距达3370mm，对比78S和帕拉梅拉，尺寸和内部空间更大；
- 高配版本（三电机）电机总功率达到864Ps，远高于燃油车竞品。
- 内饰：和迈巴赫对比，后排座椅可调节范围大；拥有隐私声盾、幕布隔断、调光玻璃等功能，隐私性更好；后排小屏可操控全车空调、车窗、音乐等，后排掌控性更强；后排地板无中央隆起，在作为五座车使用时舒适性更好。
- 外观：相比迈巴赫在豪华之外兼具科技感，辨识度极高；门把手处的装饰灯，尾灯中的水晶点缀赋予车身精致的珠宝感；车门开关均为电动，且可开合角度大，上下车空间大，豪华感十足。

尊界S800 竞品分析					
车型	尊界S800	奔驰&迈巴赫S	Panamera	宝马7系	奥迪A8
图片					
品牌	尊界	奔驰 迈巴赫	保时捷	宝马	奥迪
基础信息					
价格（万元）	70.8-101.8	69.26-580.0	91.04-247.6	66.17-91.37	58.45-197.30
能源类型	纯电+增程式	燃油	燃油	燃油	燃油
整车空间					
长度（mm）	5480	5320	5052	5391	5320
宽度（mm）	2000	1921	1937	1950	1945
高度（mm）	1536	1503	1423	1548	1488
轴距（mm）	3370	3216	2950	3215	3128
动力操控					
最大马力（Ps）	864	448	353	381	265
发动机最大功率（kW）	156	448	353	381	265
电动机总功率（kW）	864				
驱动方式	增程+三电机	448马力 L6 48V轻混系	2.9T 353马力 V6	3.0T 381马力 L6 48V轻混	2.0T 265马力 L4
用户画像					
		南方成熟老板 ✓ 女性比例相对其他车型最高 ✓ 江浙地区 ✓ 45岁以上，老板 ✓ 已婚人士	时尚商圈新贵 ✓ 上海人居多 ✓ 多集中年轻人群体 ✓ 专科居多，学历相对不高 ✓ 多企业白领、服务业人士	活力新晋土豪 ✓ 浙江人士居多，尤其杭州、宁波 ✓ 偏爱买房、健身、旅游 ✓ 较有活力，土豪	北方政商精英 ✓ 男性 ✓ 北方地区 ✓ 政商界人士 ✓ 有房多金

资料来源：懂车帝，中信建投

S800竞品对比：竞品过去十年变化不大

- 传统燃油豪华车过去十年变化较慢，外观设计上重视设计语言传承，功能上革新速度相对较慢，同时消费者对新功能需求相对低。
- 尊界S800带来智能化、安全性等方面的全新卖点，在使用体验上与传统燃油车产生明显差异，部分消费者对豪华车的诉求逐步从品牌、外形、空间等逐步向智能化、安全性能等转向，自主品牌在当前阶段借助新功能部分弥补了品牌力层面的差距，全新的产品体验可能带来消费者换车潮。

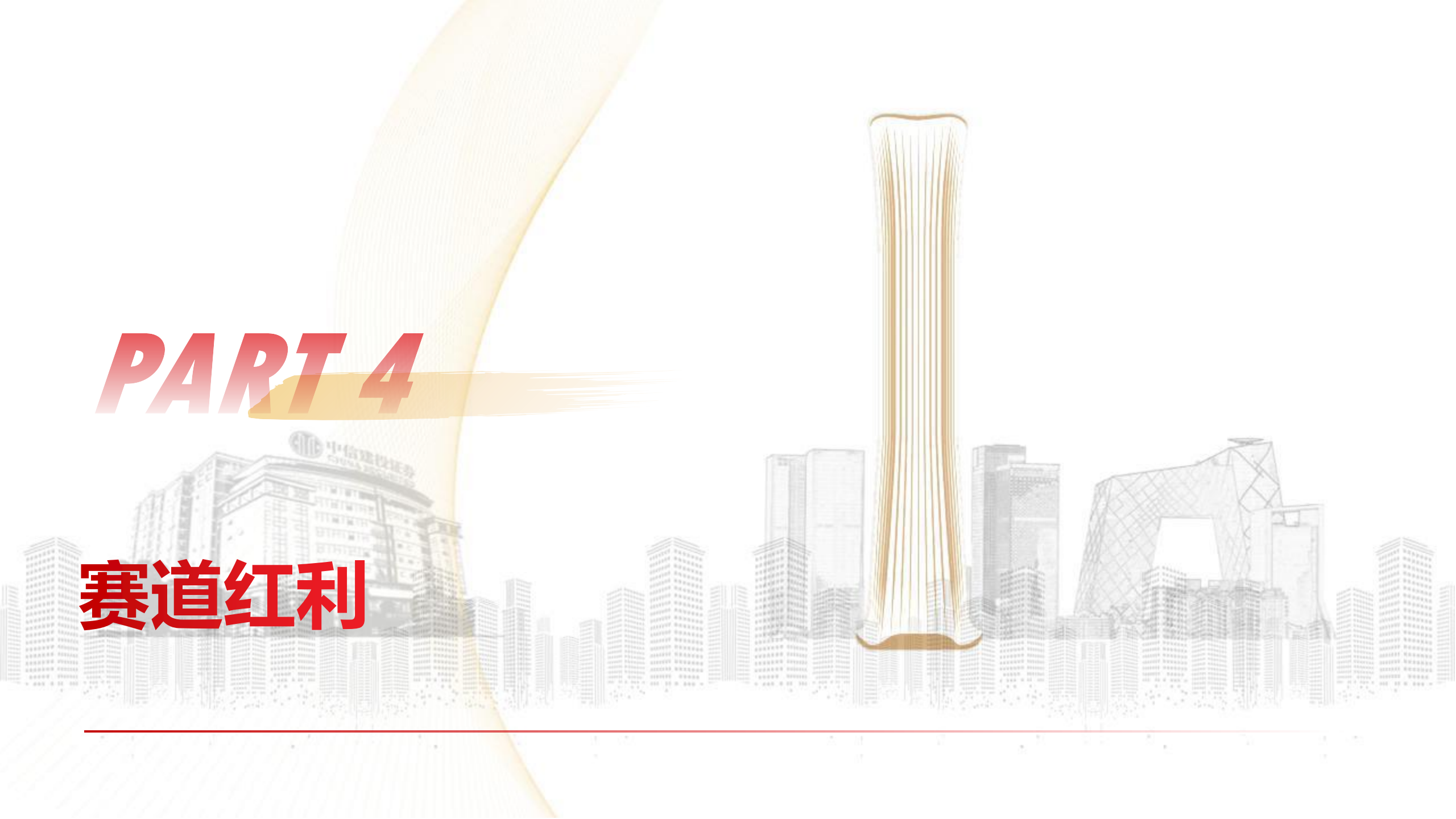
图表：15款和25款迈巴赫S对比



资料来源：中信建投，懂车帝

PART 4

赛道红利



赛道红利1：高端品牌毛利率远高于普通品牌

➤ **豪华品牌毛利率远高于主流市场品牌：**2024年，法拉利的毛利率达到50.13%，阿斯顿马丁的毛利率也达到36.86%，赛力斯毛利率达26.15%，毛利率水平远高于其他立足主流市场的车企，高毛利为豪华车企创造了巨大的盈利空间，加以一定的规模效应和适当的费用管控，有望实现高额的单车净利润。

图：豪华品牌毛利率远高于主流品牌

车企	总营业收入 (亿元)	营业毛利 (亿元)	销售毛利率 (%)	记账本位币
法拉利	66.77	33.47	50.13	EUR
阿斯顿马丁	15.84	5.84	36.86	GBP
赛力斯	1,451.14	379.66	26.15	CNY
丰田汽车	450,953.25	114,947.13	25.49	JPY
本田汽车	204,288.02	44,121.43	21.6	JPY
理想汽车	1,444.60	296.56	20.53	CNY
长城汽车	2,021.95	394.49	19.51	CNY
通用汽车	1,874.42	363.82	19.41	USD
特斯拉	976.9	174.5	17.86	USD
吉利汽车	2,401.94	382.01	15.9	CNY
长安汽车	1,553.83	238.64	14.94	CNY
福特汽车	1,849.92	265.65	14.36	USD
小鹏汽车	408.66	58.46	14.3	CNY
Stellantis	1,568.78	205.18	13.08	EUR
蔚来	657.32	64.93	9.88	CNY

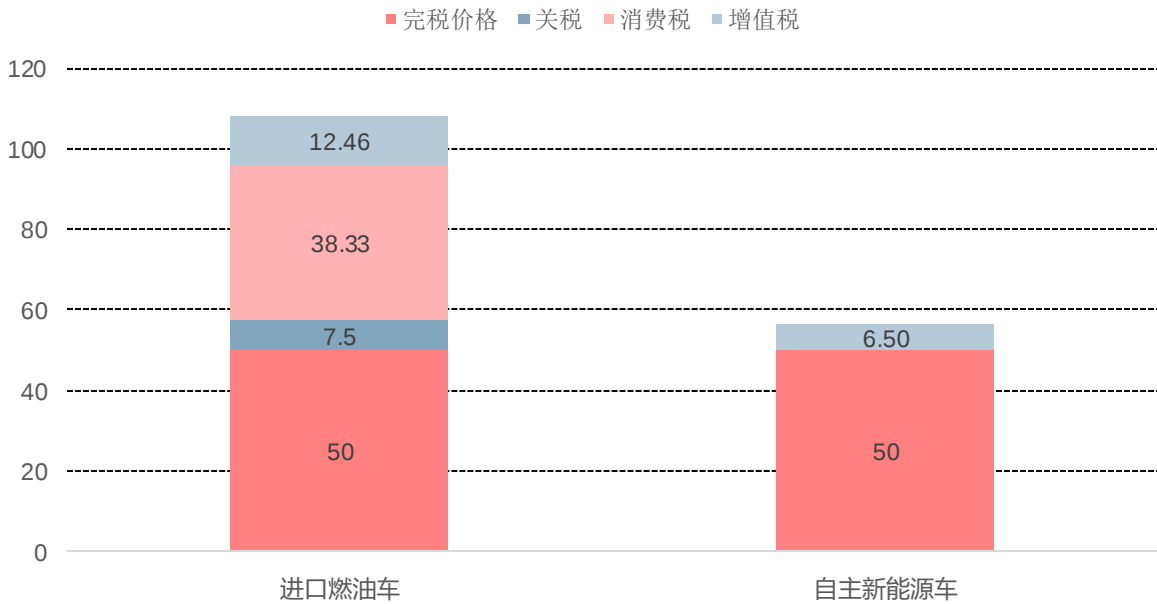
赛道红利2：自主品牌新能源车税费优势巨大

- 与进口燃油车相比，自主品牌高端新能源车的盈利能力天然优于前者，形成这一差异的主要原因是税费带来的成本结构差异。
- 进口燃油车需要缴纳的费用包括：关税=完税价格*关税税率（15%）、消费税=（完税价格+关税）*消费税税率（最高40%）/（1-消费税税率）、增值税=（完税价格+关税+消费税）*增值税税率（13%），而自主品牌新能源车只需缴纳增值税，若以完税价格均为50万的情况计算（假设排量4.0L以上），二者所需缴纳的税费差距为65.3万元。
- 进口燃油车综合税率最高可达100%以上，税费远高于主机厂获得的毛利，若以相同售价对标，这部分均可转化自主新能源车毛利，潜在盈利空间巨大。

图：汽车税费计算规则



图：自主品牌新能源车税费优势巨大



赛道红利3：智能辅助驾驶进入爆发期，华为打开技术上限

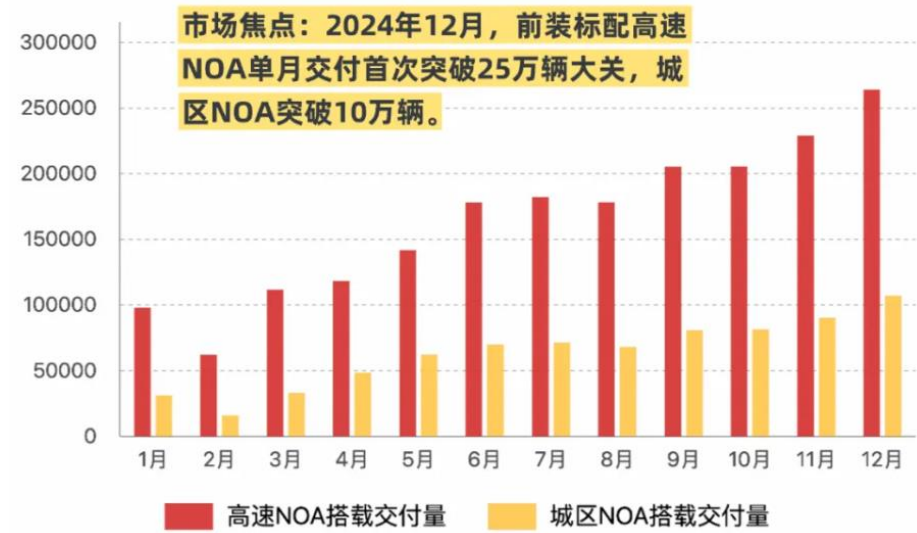
- S800是首款量产L3级车型，科技属性带来充足的溢价支撑，且当前没有直接竞品。
- 2025年智驾进入爆发期，智驾平权推动L2+级快速渗透，从数据端看，2024年乘用车NOA渗透率仅8.62%，但渗透率实现逐月攀升，预计2025年在比亚迪推动下有望向40%突破，同时尊界和华为系代表着智驾技术的上限，推动L3级真正落地。
- 政策端看，4月1号开始，《北京自动驾驶条例》正式实施，其中新增应用对象包括私家车，意味着L3真正开始由点到面开始普及。同时赛力斯和平安产险联手推出行业首个智驾责任险，意味着智驾商业模式已经闭环，真正商业化可落地、安全性足够高。

图表：自动驾驶分级



图表：24年NOA交付量逐月攀升

2024年中国市场乘用车前装标配NOA交付量（单位：辆）



赛道红利3：智能辅助驾驶进入爆发期，华为打开技术上限

- 政策端看，4月1号开始，《北京自动驾驶条例》正式实施，其中新增应用对象包括私家车，意味着L3真正开始由点到面开始普及。
- 同时赛力斯和平安产险联手推出行业首个智驾责任险，意味着智驾商业模式已经闭环，真正商业化可落地、安全性足够高。

图表：《北京自动驾驶条例》将于 4月1号开始实施

图表：赛力斯和平安产险推出的智驾无忧服务

第二十条【创新活动场景】

支持自动驾驶汽车用于以下场景：

- (一) 城市公共电汽车客运、出租汽车客运（网约车）、汽车租赁等城市出行服务；
- (二) 除危险货物运输外的道路货物运输；
- (三) 摆渡接驳、环卫清扫、治安巡逻等城市运行保障；
- (四) 国家和本市支持开展的其他应用场景。

市交通运输部门会同经济和信息化、公安交管等相关行业管理部门，根据本市道路承载能力等实际情况，有序制定相关场景落地计划并组织实施。

下定享至高价值 4000元智驾无忧服务权益

鸿蒙智行旗下问界、智界和享界率先推出智驾无忧服务权益计划（试行）

活动规则

活动时间：2024年11月16日-2024年12月1日
活动内容：下定鸿蒙智行旗下问界、智界和享界车型，可享受智驾无忧服务权益，权益时长为自权益激活后12个月。

权益内容

智驾保障权益：
五大智驾场景：智能泊车辅助（APA）、代客泊车辅助（AVP）、遥控泊车辅助（RPA）、车道巡航辅助（LCC）、智驾领航辅助（NCA）
高额保障守护：
问界新M5、问界新M7、智界S7、智界R7保障权益上限300万元
问界M9、享界S9保障权益上限500万元

资料来源：中信建投，北京市政府

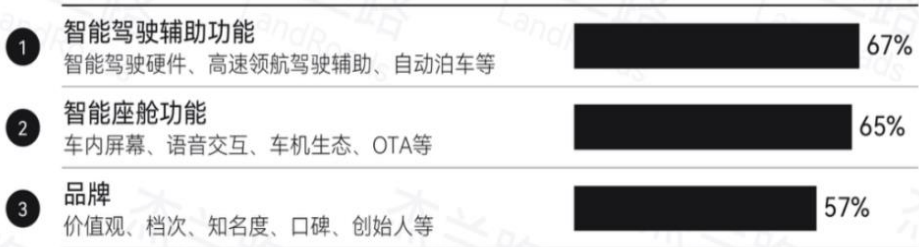
资料来源：中信建投，鸿蒙智行

赛道红利4：“安全是最大的豪华”成为共识

- 智能化是打造高端车型产品力的重要因素：从问界M9的首批车主选购原因看，67%的车主首选原因为智能驾驶，65%的车主首选原因为智能座舱。
- 我们认为当前对于较为保守的豪华车消费者而言，智能化带来的强大的主动安全将成为核心卖点。当前“安全是最大的豪华”已逐步成为行业共识，对于这部分消费者，比起新鲜的科技功能，更好的安全性能对其打动程度可能更强。

图表：智驾功能为67%首批车主选择问界M9的原因 图表：“安全是最大的豪华”已成为行业共识 图：华为智驾宣传突出安全性

首批车主选择问界M9的原因TOP10
样本量N=90



问界M9上市大火，余承东：安全才是最大的豪华
2023-12-27 14:44:29 来源：汽车通讯社 上海

比亚迪百万级品牌仰望“亮剑” 王传福：
安全是电动车最大的豪华

5月24日，“卖掉迈巴赫，拥抱新能源”的红衣大叔周鸿祎，作为首批车主代表，受邀参加了下定的第一辆国产新能源新车——极氪009光辉的交付仪式。对于选车理由，周鸿祎表示，“安全是最大的豪华”。

张经纬：安全是汽车最大的豪华

鸿蒙智行全系¹进入
华为智驾时代

数据统计截止至2024年8月31日

智驾总里程超6.2亿公里
出行新常态，越开越聪明！

城区智驾总里程超1亿公里
全国都能开，越开越领先！

主动避免可能碰撞超53万次
安全是最大的豪华！

资料来源：中信建投，杰兰路，华为，百度，中信建投

投资建议

➤ **投资建议：**我们预计公司2025-2027年营业收入分别约519.1/656.8/854.3亿元。预计公司2024-2026年归母净利润分别约3.53、16.43、33.36亿元，对应PE分别约237.1、50.9、25.1倍，给予“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	44,940.36	42,115.89	51,910.42	65,680.98	85,426.96
YoY (%)	23.14	-6.28	23.26	26.53	30.06
净利润(百万元)	151.51	-1,784.16	352.75	1,643.28	3,336.41
YoY (%)	109.57	-1,277.59	119.77	365.85	103.03
毛利率(%)	11.29	10.48	12.41	15.72	17.85
净利率(%)	0.34	-4.24	0.68	2.50	3.91
ROE (%)	1.14	-15.71	3.02	12.49	20.65
EPS (摊薄/元)	0.07	-0.82	0.16	0.75	1.53
P/E (倍)	552.10	-46.88	237.13	50.90	25.07
P/B (倍)	6.32	7.36	7.16	6.36	5.18

资料来源：中信建投，iFind

财务报表预测

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,827.33	27,691.66	31,999.40	41,868.07	57,271.60
现金	15,346.30	13,255.67	13,085.96	19,402.46	29,644.06
应收票据及应收账款合计	4,762.20	3,699.25	6,400.45	8,098.33	10,532.97
其他应收款	544.02	635.06	880.46	1,114.02	1,448.94
预付账款	625.41	406.41	746.85	944.96	1,229.05
存货	4,745.68	3,579.27	4,779.54	5,818.74	7,377.25
其他流动资产	2,803.71	6,116.00	6,106.15	6,489.55	7,039.33
非流动资产	17,936.52	21,389.65	19,247.95	17,049.83	14,806.96
长期投资	5,417.36	5,814.40	5,684.02	5,553.65	5,423.28
固定资产	8,254.46	10,441.84	8,847.34	7,245.16	5,635.28
无形资产	1,663.37	1,834.16	1,753.36	1,627.59	1,456.83
其他非流动资产	2,601.34	3,299.25	2,963.22	2,623.43	2,291.57
资产总计	46,763.85	49,081.31	51,247.35	58,917.90	72,078.56
流动负债	26,776.95	30,336.93	33,760.64	41,260.79	52,407.57
短期借款	50.05	112.47	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	18,346.51	21,548.98	22,848.49	27,816.35	35,266.79
其他流动负债	8,380.40	8,675.48	10,912.15	13,444.44	17,140.78
非流动负债	5,493.84	6,315.23	4,699.01	3,199.13	1,821.76
长期借款	4,332.19	4,732.19	3,115.97	1,616.09	238.72
其他非流动负债	1,161.65	1,583.04	1,583.04	1,583.04	1,583.04
负债合计	32,270.79	36,652.17	38,459.65	44,459.92	54,229.33
少数股东权益	1,259.20	1,069.62	1,111.01	1,303.83	1,695.34
股本	2,184.01	2,184.01	2,184.01	2,184.01	2,184.01
资本公积	6,339.55	6,362.45	6,362.45	6,362.45	6,362.45
留存收益	4,710.30	2,813.07	3,130.22	4,607.68	7,607.43
归属母公司股东权益	13,233.86	11,359.53	11,676.68	13,154.14	16,153.90
负债和股东权益	46,763.85	49,081.31	51,247.35	58,917.90	72,078.56

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	44,940.36	42,115.89	51,910.42	65,680.98	85,426.96
营业成本	39,866.47	37,701.35	45,467.28	55,353.07	70,179.05
营业税金及附加	462.40	334.87	500.76	633.60	824.08
销售费用	1,831.61	1,466.94	1,557.31	2,167.47	2,819.09
管理费用	1,655.35	1,788.86	2,128.71	2,693.40	3,503.13
研发费用	1,594.60	1,762.93	2,076.42	2,955.64	3,844.21
财务费用	351.71	40.76	146.67	57.90	-40.85
资产减值损失	-1,068.69	-1,156.98	-1,046.36	-1,386.76	-1,854.37
信用减值损失	-25.52	10.50	-73.53	-88.74	-109.55
其他收益	1,363.28	503.00	1,207.63	1,240.28	1,241.73
公允价值变动收益	48.60	66.09	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-151.93	-993.53	-135.48	-135.48	-135.48
资产处置收益	640.50	593.27	417.39	417.39	417.39
营业利润	34.78	-1,888.72	459.97	1,923.64	3,915.02
营业外收入	25.44	36.30	27.14	27.14	27.14
营业外支出	13.96	21.85	18.04	18.04	18.04
利润总额	46.25	-1,874.27	469.07	1,932.74	3,924.12
所得税	117.98	119.25	74.93	96.64	196.21
净利润	-71.73	-1,993.52	394.14	1,836.10	3,727.91
少数股东损益	-223.24	-209.36	41.39	192.83	391.50
归属母公司净利润	151.51	-1,784.16	352.75	1,643.28	3,336.41
EBITDA	2,315.88	-130.23	2,630.82	4,058.39	5,995.76
EPS (元)	0.07	-0.82	0.16	0.75	1.53

资料来源：中信建投，iFind

财务报表预测

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,396.38	2,711.47	1,403.88	7,704.38	11,579.12
净利润	-71.73	-1,993.52	394.14	1,836.10	3,727.91
折旧摊销	1,917.91	1,703.27	2,015.08	2,067.75	2,112.49
财务费用	351.71	40.76	146.67	57.90	-40.85
投资损失	151.93	993.53	135.48	135.48	135.48
营运资金变动	914.27	1,443.56	-941.27	3,947.98	5,984.85
其他经营现金流	132.29	523.86	-346.21	-340.83	-340.75
投资活动现金流	1,531.36	-4,595.56	337.36	335.72	335.65
资本支出	2,225.58	1,653.02	0.00	0.00	0.00
长期投资	-2,119.62	-3,588.50	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	1,425.40	-2,660.07	337.36	335.72	335.65
筹资活动现金流	-3,810.74	391.70	-1,910.95	-1,723.60	-1,673.18
短期借款	-866.84	62.42	-112.47	0.00	0.00
长期借款	-1,227.91	400.00	-1,616.22	-1,499.88	-1,377.37
其他筹资现金流	-1,715.99	-70.72	-182.26	-223.71	-295.81
现金净增加额	1,118.06	-1,444.39	-169.72	6,316.51	10,241.59

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	23.14	-6.28	23.26	26.53	30.06
营业利润(%)	102.50	-5530.58	124.35	318.21	103.52
归属于母公司净利润(%)	109.57	-1277.59	119.77	365.85	103.03
获利能力					
毛利率(%)	11.29	10.48	12.41	15.72	17.85
净利率(%)	0.34	-4.24	0.68	2.50	3.91
ROE(%)	1.14	-15.71	3.02	12.49	20.65
ROIC(%)	4.13	-43.56	3.69	45.61	-217.27
偿债能力					
资产负债率(%)	69.01	74.68	75.05	75.46	75.24
净负债比率(%)	-75.65	-67.67	-77.97	-123.02	-164.74
流动比率	1.08	0.91	0.95	1.01	1.09
速动比率	0.84	0.73	0.74	0.81	0.88
营运能力					
总资产周转率	0.96	0.86	1.01	1.11	1.19
应收账款周转率	9.44	11.38	8.11	8.11	8.11
应付账款周转率	4.58	3.89	4.10	4.10	4.10
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	-0.82	0.16	0.75	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	1.24	0.64	3.53	5.30
每股净资产(最新摊薄)	6.06	5.20	5.35	6.02	7.40
估值比率					
P/E	552.10	-46.88	237.13	50.90	25.07
P/B	6.32	7.36	7.16	6.36	5.18
EV/EBITDA	12.16	-568.37	28.60	17.00	9.96

资料来源：中信建投，iFind

风险提示

- **1) 原材料价格波动的风险。**公司新能源乘用车电池成本中碳酸锂成本占比较高，如果碳酸锂价格未来降幅较低或再度上涨，公司材料成本回落速度将不及预期，若原材料价格大幅上行，乘用车业务毛利率下降。
- **2) 行业竞争加剧的风险。**目前各个主机厂新能源乘用车产品投放明显加速，竞争对手降低产品价格，如果市场竞争显著加剧，公司销量增长将受影响，公司营业收入将不及预期。
- **3) 需求不达预期的风险。**公司主要业务增量来自新能源乘用车，如果新能源车渗透率增长不及预期，或乘用车整体需求下降，公司营业收入将不及预期。

分析师介绍

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士。2022年新财富第四、水晶球奖第四，2021年新财富第四，水晶球奖第四，新浪汽车新锐第二，2020年新浪财经新锐分析师第一名，金牛最佳汽车行业分析师第五名，2017年新财富第二团队核心成员。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮。

陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车行业研究员，2018年加入中信建投证券，获得2018-2022年万得金牌分析师，2019-2021年新浪财经新锐分析师，2020/2022年金牛最佳行业分析师，2021-2022年卖方分析师水晶球奖第四名，2021-2022年新财富最佳分析师第四名等荣誉。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层

电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室

电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心
35楼

电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charlene.liu@csci.hk