

汽车

2025 年 06 月 29 日

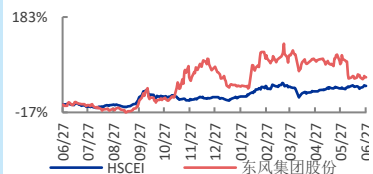
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 06 月 27 日

收盘价（港币）	3.50
恒生中国企业指数	8762.47
52 周最高/最低（港币）	6.00/1.84
H 股市值（亿港元）	288.84
流通 H 股（百万股）	2,492.20
汇率（人民币/港币）	1.0959

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

樊夏沛 A0230523080004
fanxp@swsresearch.com
戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com

研究支持

邵翼 A0230524120001
shaoyi@swsresearch.com

联系人

邵翼
(8621)23297818×
shaoyi@swsresearch.com



申万宏源研究微营销服务号

东风集团股份 (00489)

——自主乘用车放量与商用车复苏共振驱动新拐点

持续布局自主乘用车，逐步降低合资依赖度。公司前身成立于 1969 年，早年拥抱外资车企快速提升利润，2000 年前后陆续与雪铁龙、日产、本田等外资车企成立合资品牌，实现深度绑定。逐步由依赖合资转向聚焦自主乘用车转型，2007 年起开始布局自主乘用车，2020 年起陆续推出岚图梦想家，FREE 等高端车型，同时在主流车市场布局纳米品牌，叠加 2020 年以来合资销量快速下滑影响，利润来源逐步由合资切向自主乘用车，自主崛起下 2024 年乘用车毛利率提升至 12.9%。

合资品牌经历动荡，自主品牌柳暗花明。公司合资品牌下车型布局全面，产品覆盖从紧凑型轿车到中型 SUV 的主流细分市场，2020 年前合资体系一度成为公司收入和利润的主要来源。自 2020 年起，合资品牌因电动化滞后与产品更新缓慢，销量与盈利持续承压。东风集团自 2007 年布局自主乘用车，自 2021 年逐步形成“奕派”“纳米”“岚图”“猛士”四大品牌协同格局，覆盖 A00 至中大型新能源 SUV 全价格带。其中高端品牌岚图与猛士定位中大型新能源 MPV 与硬派越野纯电细分市场，在智能化、平台化与技术力驱动下展现出更强的盈利能力与品牌溢价潜力，成为自主体系中价值贡献的重要组成。

商用车布局全面，有望进入温和复苏阶段。东风集团商用车板块涵盖重卡、轻卡与轻客三大品类，产品覆盖东风天龙、凯普特、多利卡等核心品牌。商用车受益于 2025 年以旧换新启动更快及基建回暖，2025 年整体市场有望扩容至 400 万辆，东风凭产品与产能优势持续稳固份额，有望随销量的增长实现扭亏。

盈利与估值。公司商用车即将进入复苏周期，岚图为首的自主品牌也不断推出新车，销量及盈利增长可观，选取 PB 作为可比公司估值指标，选取同样在港股上市的传统车企比亚迪股份、长城汽车、吉利汽车作为可比公司，三家可比公司 2025-2027 年平均 PB 为 2.66/2.19/1.80x。考虑到 2024 年起，公司以岚图为代表的自主品牌展现销量及毛利率的快速改善，后续盈利将快速回升，我们给予其 2025 年 0.25xPB，较目前仍有 45%涨幅空间，给予买入评级。

风险提示：原材料价格波动、合资品牌净利润贡献大幅下降、自主品牌拓展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	99,315	106,197	134,416	160,365	178,223
同比增长率（%）	7	7	27	19	11
归母净利润（百万元）	-3,996	58	1,329	2,355	3,190
同比增长率（%）	-139	-101	2,191	77	35
每股收益（元/股）	-0.47	0.01	0.17	0.32	0.46
净资产收益率（%）	-2.62	0.04	0.88	1.54	2.04
市盈率	-6.6	454.4	19.8	11.2	8.3
市净率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。公司商用车即将进入复苏周期，岚图为首的自主品牌也不断推出新车，销量及盈利增长可观，但利润释放节奏较慢，同时由于国内乘用车格局变化剧烈，旗下合资品牌盈利下滑显著，净利润波动大，故选取 PB 作为可比公司估值指标，选取同样在港股上市的传统车企比亚迪股份、长城汽车、吉利汽车作为可比公司，三家可比公司 2025-2027 年平均 PB 为 2.66/2.19/1.80x。公司此前主要依靠合资品牌贡献盈利，而自主品牌始终未呈现可观收入及盈利，故 PB 显著低于可比公司，考虑到 2024 年起，公司以岚图为代表的自主品牌展现销量及毛利率的快速改善，后续盈利将快速回升，**我们给予其 2025 年 0.25xPB，较目前仍有 45%涨幅空间，给予买入评级。**

关键假设点

销量及收入：我们预计东风集团 2025 年至 2027 年乘用车销量分别为 59.50/77.08/84.58 万辆，商用车销量分别为 36.46/42.00/46.00 万辆。在销量带动下，公司 2025 年至 2027 年乘用车收入将分别实现 786/971/1096 亿元，商用车收入分别实现 488/563/616 亿元。

毛利率：2024 年随着新一代自主乘用车型集中放量，后续伴随岚图追光和猛士 917 推向市场，公司毛利率有望进一步企稳回升。我们预计 2025 至 2027 年公司整体毛利率分别为 14.50/14.16/14.37%。

费用率：自主品牌销量扩张带动规模效应释放，公司期间费用率将持续下降。我们预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 8.08/7.20/7.00%，管理费用率分别为 5.21/4.74/4.49%。

有别于大众的认识

市场认为东风自主乘用车产品力较差，我们认为岚图 2024 年实现 8 万销量已验证其产品力值得期待，后续更多新车推出将进一步提高自主乘用车盈利性

股价表现的催化剂

股价表现催化剂：自主乘用车销量超预期、商用车复苏超预期、车型毛利率超预期。

核心假设风险

原材料价格波动、合资品牌净利润贡献大幅下降、自主品牌拓展不及预期。

目录

1. 持续布局自主乘用车，逐步降低合资依赖度	6
1.1 早年拥抱合资，近年体系改革聚焦自主乘用车	6
1.2 自主乘用车崛起，平滑商用车周期	8
2. 合资品牌经历动荡，自主品牌柳暗花明	10
2.1 早期依靠合资实现可观收入&利润	10
2.2 加速布局自主乘用车，岚图为首快速贡献盈利	15
2.3 高端化路线盈利性值得重视	20
3. 商用车布局全面，有望进入温和复苏阶段	22
3.1 重卡、轻卡、轻客均有布局，产品众多	22
3.2 以旧换新驱动下，商用车开启温和复苏	27
4. 盈利预测及估值	31
4.1 盈利预测	31
4.2 估值	32
5. 风险提示	32
6. 附表	33

图表目录

图 1：东风集团早期历史沿革	6
图 2：东风集团股份股权结构	6
图 3：公司营收及增速（亿元）	9
图 4：公司归母净利润及增速（亿元）	9
图 5：公司毛利率与归母净利率	9
图 6：公司费用支出及费用率	9
图 7：东风集团股份合资车历史沿革	10
图 8：主要合资车轴距与价格	11
图 9：东风集团股份合资及自主品牌销量（万辆）及合资品牌销量占比	12
图 10：公司合营企业销量及利润	12
图 11：我国分车型乘用车销量及合资/自主占比（万辆）	13
图 12：东风分车型市占率	13
图 13：主要合营企业销量（万辆）	13
图 14：主要合营企业投资收益（亿元）	13
图 15：联营企业享有利润（亿元）	14
图 16：东风集团股份自主车型历史沿革	15
图 17：主要自主品牌销量（万辆）	16
图 18：东风核心自主乘用车品牌布局	16
图 19：奕派系列销量（辆）	18
图 20：纳米系列销量（辆）	18
图 21：岚图系列销量（辆）	18
图 22：猛士系列销量（辆）	18
图 23：自主乘用车营业收入及增速（亿元）	19
图 24：岚图销量构成（辆）	20
图 25：岚图空气悬架、CDC 示意图	21
图 26：岚图系列核心技术	21
图 27：公司重卡、轻卡、轻客主要品牌	22
图 28：公司商用车销量构成	23
图：公司重卡主要产品	

图 30：重卡近五年销量走势图.....	24
图 31：2024 年国内重卡厂商销量（万辆）及市占率分布.....	24
图 32：公司轻卡主要产品.....	25
图 33：2019 年~2025 年前五个月内轻卡销量.....	25
图 34：东风御风、东风睿力达.....	26
图 35：2024 年轻客市场主要企业销量（辆）及市占率	27
图 36：东风商用车收入及增速（亿元）	27
图 37：东风商用车利润及增速（亿元）	27
图 38：中国商用车历年销量及增速.....	28
图 39：2019 年~2025 年 5 月我国商用车销量构成（万辆）	28
图 40：中国商用车历年销量及预测（万辆）	30
表 1：高管资料.....	7
表 2：分版块收入（亿元）	8
表 3：公司主要联营企业.....	14
表 4：公司自主乘用车利润估算（亿元）	19
表 5：猛士 917 竞品对比.....	21
表 6：2024 年国内轻卡市场销量及份额排行.....	错误!未定义书签。
表 7：全国各地 2025 年以旧换新政策汇总	29
表 8：国四老旧营运货车报废补贴标准	30
表 9：国四老旧营运货车购车补贴标准	30
表 10：东风集团股份分品牌销量预测（万辆）	31
表 11：东风集团股份可比公司估值.....	32

1. 持续布局自主乘用车，逐步降低合资依赖度

1.1 早年拥抱合资，近年体系改革聚焦自主乘用车

公司前身成立于 1969 年，历经重组与合资，引领市场化转型并实现国际化发展。东风集团股份的历史可追溯至 1969 年第二汽车制造厂的设立，作为国家“三线建设”重点项目，奠定了中国汽车工业自主发展的基础。1992 年，公司与雪铁龙合资设立神龙汽车有限公司，开启合资化改革进程。2000 年，公司通过债务重组方式将汽车相关资产及负债注入新设的东风汽车有限公司，并引入华融等五家资产管理机构作为股东，为其后续市场化改革奠定制度与资本基础。2003 年，公司与日本日产合资设立东风汽车有限公司，实现整车合资业务的分拆与独立运作，进一步推动乘用车板块的专业化发展。同年，公司与本田技研工业株式会社成立东风本田，实现与两大日系车企深度绑定。2005 年，公司在香港联交所主板成功上市，标志着东风正式迈入国际资本市场，开启资本运作与全球化战略并进的新阶段。

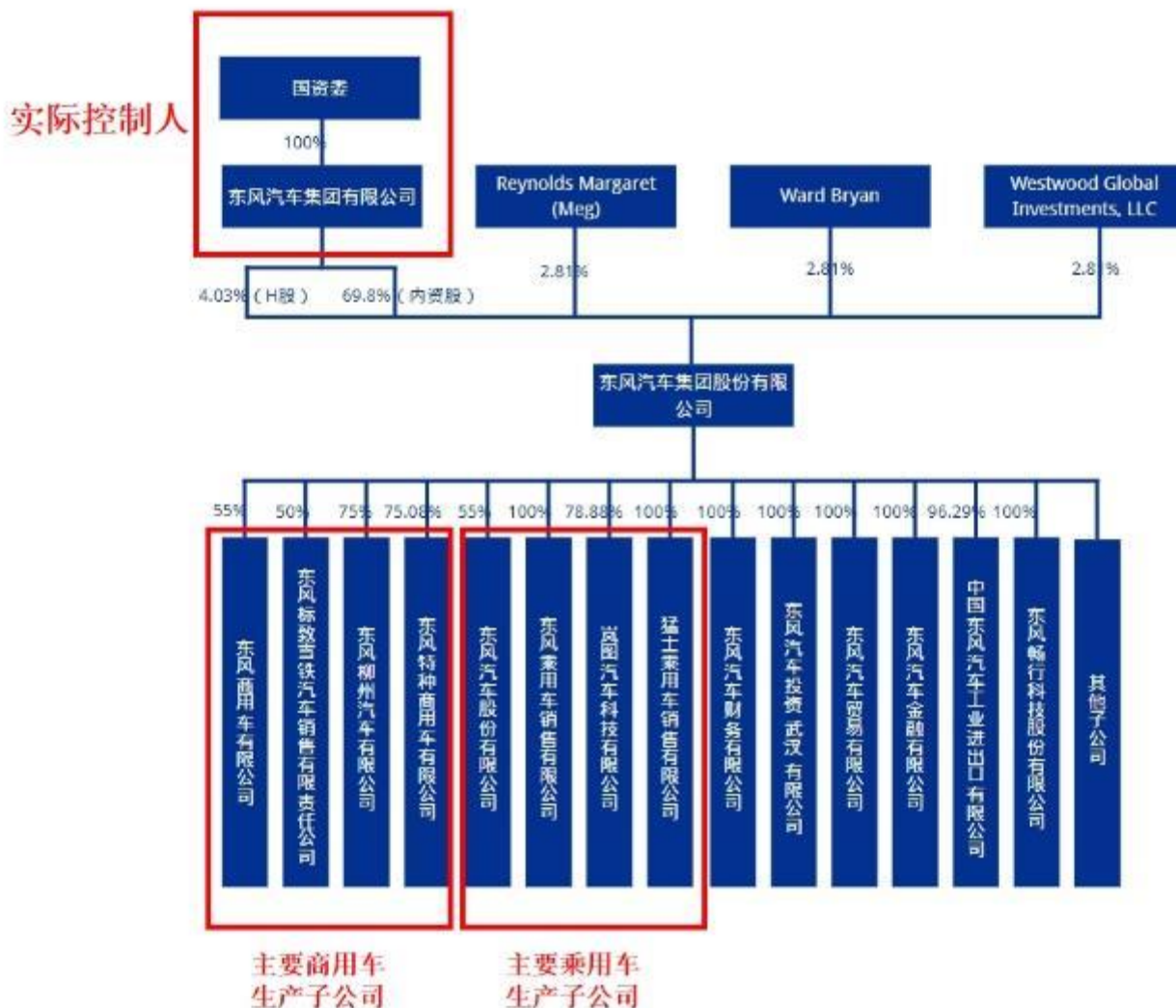
图 1：东风集团早期历史沿革



资料来源：公司官网，申万宏源研究

东风集团股份为国资委控股企业，控股权清晰、治理结构完善，旗下子公司体系实现对乘用车、商用车等全业务链条的覆盖。公司实控人为国务院国资委，通过东风汽车集团有限公司间接持有东风汽车集团股份有限公司 73.83% 股份。在乘用车领域，东风集团通过控股岚图汽车、东风乘用车、东风汽车有限、神龙汽车等主要整车平台。其中岚图品牌聚焦高端新能源细分市场，东风乘用车开展风神、纳米、奕派等自主品牌生产，东风汽车有限运营日产、启辰、英菲尼迪等品牌，神龙汽车则覆盖标致、雪铁龙双品牌，构成集团乘用车业务的合资与自主双轮驱动格局。商用车方面，公司控股的东风商用车有限公司为国内主流重卡制造商，同时东风汽车有限在轻卡与微卡市场亦具备显著市场地位，形成从重型至中型商用车的全覆盖体系。

图 2：东风集团股份股权结构



资料来源：公司官网，申万宏源研究

领导班子重组，深化改革，重新启程。2023年，公司完成高层换帅，由长期扎根东风体系、具备制造业实操经验的杨青接任董事长，标志着管理层向更具产业执行力的技术型班子过渡。杨青自1988年参加工作起历任紧固件、车桥、商用车等关键板块负责人，**曾于2016至2017年主导东风商用车市场化改革，推动经营机制转型并实现销量逆势增长**；2021年进一步提出“东风风神直管运营”，强化集团总部在自主乘用车业务上的统筹权和资源配置能力，为后续“跃迁行动”奠定了组织基础。2023年上任后，杨青全面重构新能源战略，整合风神、eπ、纳米三大产品系列，统一商品企划、制造与营销体系，显著提升组织效率与品牌聚焦度。

表 1：高管资料

姓名	职务	简介
杨青	执行董事、董事长、党委书记	高级工程师，具有丰富的商用车与零部件企业管理经验，曾任多家东风体系公司高管，2023年10月31日获委任为东风汽车集团股份有限公司董事长及提名委员会委员。
周治平	执行董事、总裁	研究员级高工，管理学博士，曾任中国兵器装备与一汽集团等单位高管，长期从事战略及资本运营工作，2025年3月前任东风汽车集团股份有限公司总裁。
尤峥	执行董事、副总裁	研究员级高工，工商管理硕士，曾任一汽-大众及一汽集团核心岗位，现任东风汽车集团股份有限公司执行董事，分管新能源及智能化业务，兼任多家子公司董事长。

刘艳红	非执行董事	拥有历史学及工商管理硕士学位，长期服务于湖北省党政系统，历任多项重要组织与人事岗位，2024 年 12 月 20 日获委任为东风汽车集团股份有限公司非执行董事。
宗庆生	独立非执行董事	研究生学历，历任外经贸部与中国五矿多个重要管理岗位，现任中国五矿集团总经理助理，2020 年起担任东风汽车集团股份有限公司独立非执行董事及多个专门委员会召集人。
梁伟立	独立非执行董事	香港会计师公会会员，曾任安永大中华及华东区管理合伙人，具丰富审计与企业重组经验，现为多家境内外上市公司独立董事，2020 年起担任东风汽车集团股份有限公司独立非执行董事。
胡裔光	独立非执行董事	硕士研究生，北京市立方律师事务所高级合伙人，拥有丰富的法律及企业治理经验，曾任多家央企独立董事，现为东风汽车集团股份有限公司等多家企业担任独立董事或外部董事。
冯长军	副总裁、董事会秘书	拥有丰富的财务与汽车金融管理经验，曾任中国兵装集团及长安汽车金融高管，2020 年起任东风日产汽车金融董事长，现任东风汽车集团股份有限公司副总裁、董事会秘书。
李军	董事会秘书	高级经济师，长期服务于东风体系，历任东风日产、东风南方及神龙汽车等企业高管，2022 年 4 月起担任东风汽车集团股份有限公司董事会秘书，负责公司治理与信息披露工作。
廖显志	联席公司秘书	财务管理经验丰富，自 1997 年加入东风体系，曾在东风本田、集团总部等多个关键财务岗位任职，2023 年 5 月起任东风汽车集团股份有限公司首席财务官，8 月获委任为联席公司秘书。
袁颖欣	联席公司秘书	资深特许秘书，拥有逾 18 年企业服务及上市公司秘书经验，曾任多家港交所上市公司联席公司秘书，自 2019 年 12 月 31 日起担任东风汽车集团股份有限公司联席公司秘书。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 自主乘用车崛起，平滑商用车周期

三大业务板块协同发展，乘用车板块快速崛起驱动结构优化。2024 年公司主营业务收入达到 1,062 亿元，收入结构呈现出乘用车、商用车、汽车金融三大板块协同发展格局。2020 年起公司加速布局自主乘用车，陆续推出 eπ007、岚图梦想家等自主品牌车型，多自主新车的连续推出带动乘用车收入从 2019 年的 264 亿元提升至 2024 年的 521 亿元，五年间 CAGR 为 14.6%，乘用车占总收入比例也从 26.09%提升到 49.08%。

表 2：分版块收入（亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
主营业务收入	1011	1080	1130	927	994	1062
商用车	689	835	712	386	494	471
乘用车	264	161	323	464	424	521
汽车金融	53	76	86	64	61	54
公司往来及其他	6	8	10	12	15	15

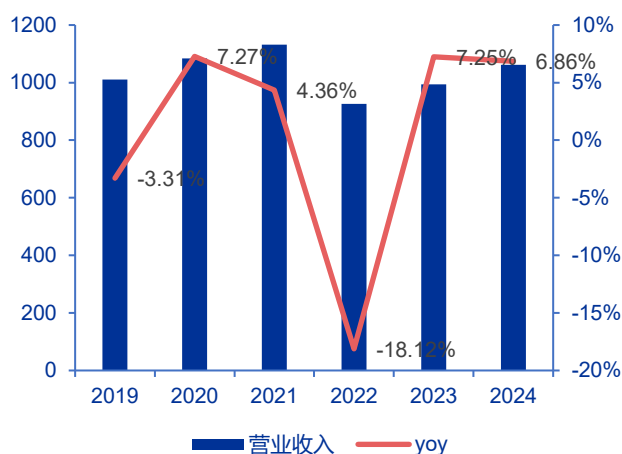
资料来源：公司公告，申万宏源研究

自主乘用车持续增收，盈利来源逐步由合资转向自主乘用车。商用车行业自 2020 年以来进入周期下行阶段，但自主崛起导致整体收入稳步上升；2022 年由于疫情影响公司营业总收入降至 927 亿元，同比下降 18.12%；2023、24 年收入逐步修复至 994、1062 亿元，同比增长 7.25%、6.86%。

公司归母净利润由联营/合营企业投资收益、乘用车业务及商用车业务共同构成。2019-2022 年归母净利润主要由东风日产、东风本田等合资乘用车品牌贡献，四年间权益性投资损益分别为 // / 亿元，尽管合资品牌销量自 年起逐年下滑，但受

旗下合资车型产品力强且尚未大幅释放终端优惠提升销量影响，公司合营与联营企业的投资收益稳定，带动归母净利润维持 100 亿元以上；2023 年价格战影响下雪铁龙、本田等合资车给予高终端优惠，带动公司权益性投资损益由 2022 年的 127 亿元下降至 2023 年的 13 亿元，同比下降 89.64%，同时商用车处于下行周期，毛利率进一步下滑，带动 2023 年公司归母净利润下降至-38.87 亿元，出现大幅亏损；2024 年随着以岚图为代表的自主车型快速崛起，公司乘用车业务毛利率提升至 12.9%，同比+8.4pct，带动整体归母净利润回升至 0.58 亿元。

图 3：公司营收及增速（亿元）



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 4：公司归母净利润及增速（亿元）



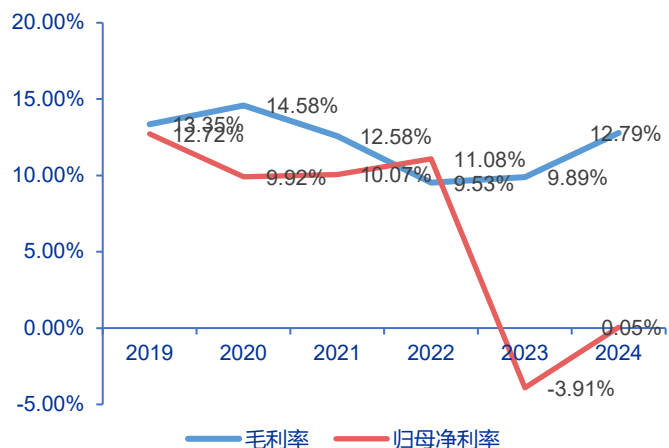
资料来源：iFind，申万宏源研究

毛利率于 2024 年显著改善，反映产品结构优化与新车型盈利能力释放。2020 年至 2023 年，公司毛利率持下行趋势，从 14.58%降至 9.89%，主要受到商用车处于行业下行周期，毛利率下降明显，同时低毛利率的自主乘用车收入占比提升影响。2024 年毛利率回升至 12.79%，环比上升 2.9pct，主要系新一代自主乘用车的集中放量（2024 年岚图梦想家销量为 4.8 万辆、奕派 eπ007 销量为 3.2 万辆），后续伴随岚图追光和猛士 917 等车型持续推向市场，公司整体毛利水平有望继续稳步抬升。

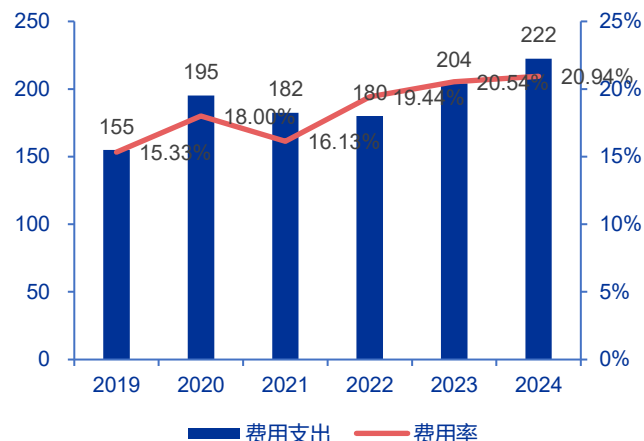
费用率方面，公司期间费用问题较为突出，整体呈现持续上升趋势，对利润空间形成显著压制。2019 年至 2024 年费用率累计上升 5.6pct。主要反映出渠道体系、品牌推广与研发投入的持续扩张，尤其是新能源投入在短期内具备较强固定属性，对费用端形成持续拖累。同时，由于新能源车型尚处导入期，销售尚未形成规模摊销效应，短期内费用压降难度仍大。

图 5：公司毛利率与归母净利润

图 6：公司费用支出（亿元）及费用率



资料来源：iFind，申万宏源研究



资料来源：iFind，申万宏源研究

2. 合资品牌经历动荡，自主品牌柳暗花明

2.1 早期依靠合资实现可观收入&利润

90年代起与多个外资车企合作，探索达成外资协同模式。1992年，公司率先与雪铁龙合资设立神龙汽车有限公司，迈出合资化改革的第一步，借助外资品牌技术与管理经验，推进自身体系能力建设。1994年起，东风与本田技研开展零部件合作，并于1996年拓展至日产柴油领域，初步构建起以零部件和商用车为核心的外资协同模式。

2003年深度绑定日产与本田，奠定后续二十年销量基础。2003年公司分别与日产自动车株式会社及本田技研工业株式会社成立东风有限与东风本田，实现与两大日系车企在整车层面的深度绑定。其中，东风汽车有限公司成为日产品牌在华最核心的平台，承载其在中国绝大部分业务；东风本田则成功打造出CR-V、思域等畅销车型，成为东风最稳健的利润来源之一。这一阶段，东风通过“引进-合资-本地化”的路径快速建立市场份额，并显著提升盈利能力。

随着合资时代的深化，东风亦逐步向新能源与高端化迈进。2013年与雷诺合资设立东风雷诺，2015年引入瑞典富豪集团设立东风商用车公司，2017年则与雷诺-日产联盟共同组建易捷特，发力新能源整车开发与供应链体系。

图 7：东风集团股份合资车历史沿革



资料来源：公司官网，申万宏源研究

在东风体系的合资乘用车矩阵中,产品覆盖从紧凑型轿车到中型 SUV 的主流细分市场,呈现出明确的价格梯度与差异化定位。10-13 万元价格带由轩逸和标致 408 承担,主打入门家轿市场,具备较强的性价比;13-18 万元区间则由思域和凡尔赛 C5X 布局,前者延续运动化标签,后者强调空间与舒适,满足家庭用户多元需求;18-24 万元区间由本田 CR-V 和天籁主导,分别代表紧凑型 SUV 与中型轿车的主流产品,面向改善型与城市中产家庭人群。整体产品组合实现了在 A 级和 B 级市场的错位覆盖,助力东风合资品牌形成规模支撑与产品均衡的双重竞争力。

图 8：主要合资车轴距与价格

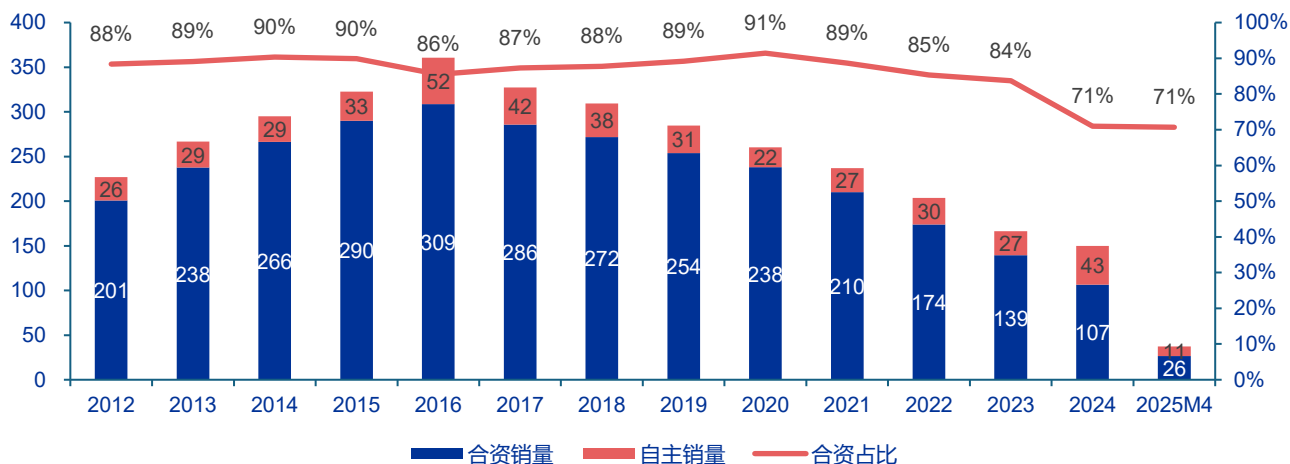


资料来源：懂车帝，申万宏源研究

合资品牌长期为东风贡献主要销量。东风与多合资车企深入绑定,日产、悦达、神龙、本田等合资品牌长期占东风销量 80%以上。东风旗下合资品牌销量在 2016 年达到 309 万

辆高点，后续随法系品牌神龙及韩系品牌悦达衰弱而持续下滑，并随后续国内自主车企的崛起而进一步下降至 2024 年的 107 万辆。

图 9：东风集团股份合资及自主品牌销量（万辆）及合资品牌销量占比



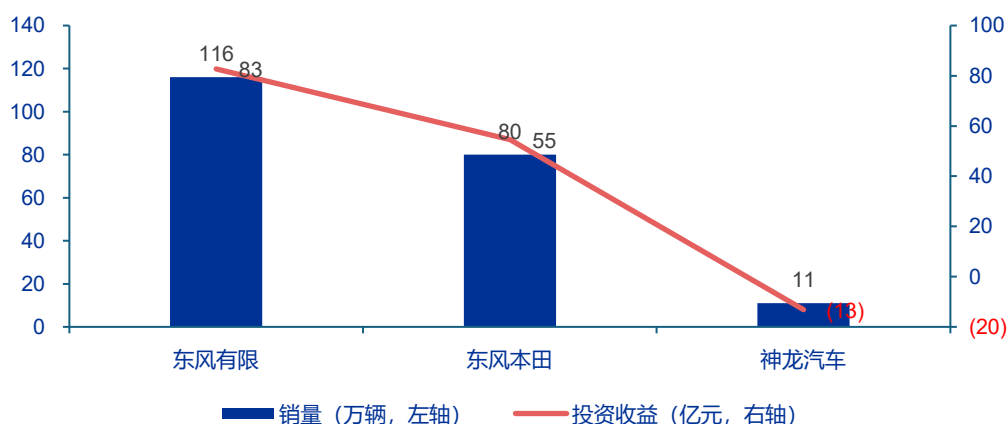
资料来源：公司官网，申万宏源研究

旗下合营企业构筑起东风集团股份盈利能力的重要支撑。

1) **销量端**，2019 年，三大合营企业东风有限、东风本田、东风神龙合计销量超过 207 万辆，构成集团乘用车销量的主体，其中东风有限以 116 万辆稳居集团第一大合营品牌，占据合资体系半壁江山。

2) **利润端**，2019，东风有限与东风本田作为核心合资平台，持续提供稳定且可观的投资收益支撑，三大合营企业共计贡献投资收益 124.2 亿元，其中东风有限与东风本田分别贡献 82.7 亿元与 54.6 亿元投资收益。

图 10：公司合营企业销量及利润

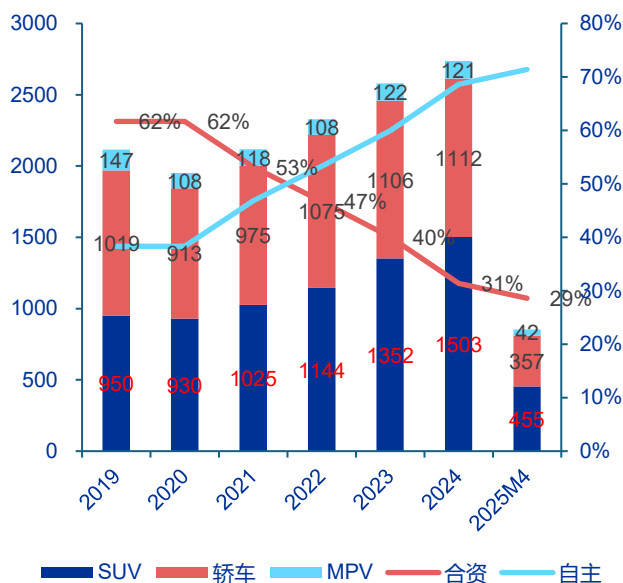


资料来源：公司公告，中汽协，申万宏源研究

2019 年以来整体乘用车市场稳健增长，但结构变化剧烈，带动公司市占率下滑。伴随比亚迪、吉利等传统自主车企成功转型以及理想、小米等新势力强势崛起，合资销量占比从 2019 年的 62% 快速下降至 2024 年的 31%，SUV 销量由 2019 年的 950 万辆提升至 2024 年的 1503 万辆。东风合资乘用车板块在 2019-2020 年间仍维持着较高的市场体量和份额，

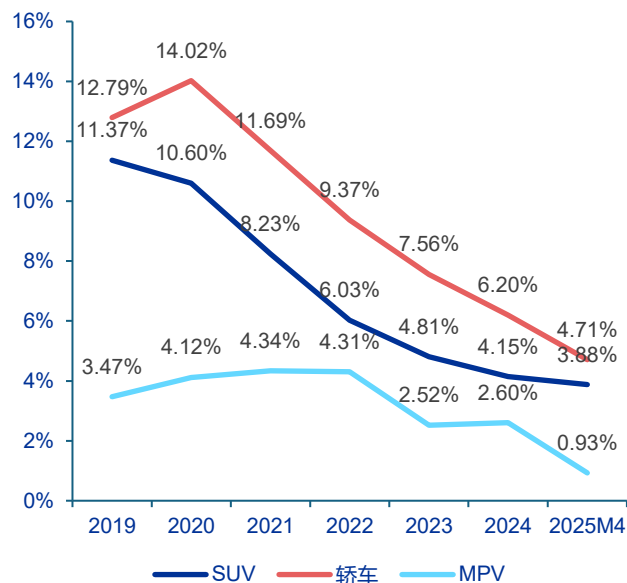
2020 年公司轿车市占率 14.02%，SUV 市占率 10.60%，其中东风日产轩逸、逍客及本田 CR-V、思域等车型为经久不衰的爆款车型，支撑公司合资销量。

图 11：我国分车型乘用车销量及合资/自主占比（万辆）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

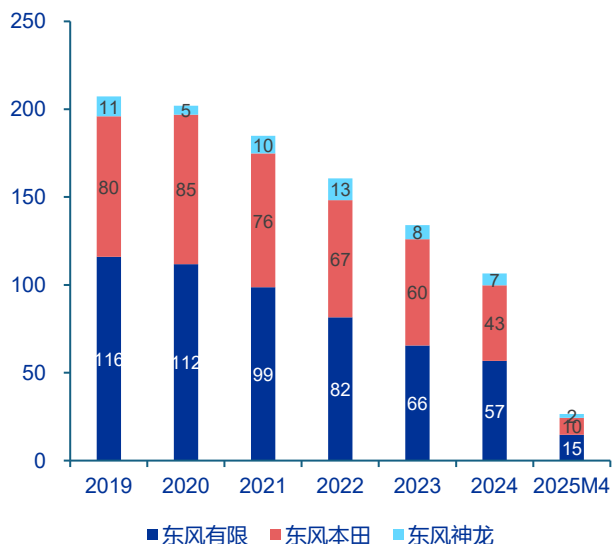
图 12：东风分车型市占率



资料来源：中汽协，申万宏源研究

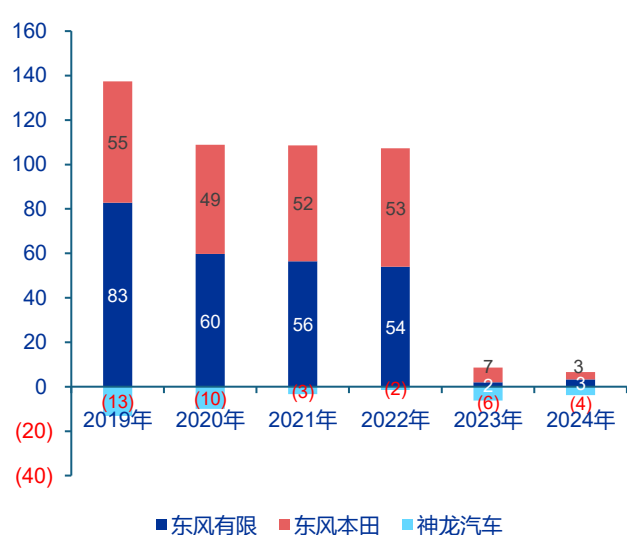
受汇率影响，公司合营联营企业收益下滑滞后于销量下滑。2020 年受疫情影响公司合营企业盈利能力收到冲击，此后 2021-2022 年虽销量有所下滑，但日系车并未通过给予大量终端优惠以稳份额，同时疫情对供应链的负面影响消退，盈利能力较 2020 年有所增强，销量下滑下公司投资收益维持稳定，法系神龙汽车逐步收缩并退出中国市场也进一步缩减投资亏损。2023 年，受行业价格战影响，合资品牌均大幅降价，东风雪铁龙最高降 9 万元，东风本田 2022 款 CR-V 插混版厂商补贴 3 万+区域补贴 3 万，高优惠力度下三家主要合营企业投资收益合计仅为 2.34 亿元，同比 2022 年大幅下滑 97.8%，其中东风有限与本田分别下降至 2.0 亿元和 6.6 亿元，2024 年公司联营合营企业仍处于低销量低盈利。

图 13：主要合营企业销量（万辆）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

图 14：主要合营企业投资收益（亿元）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

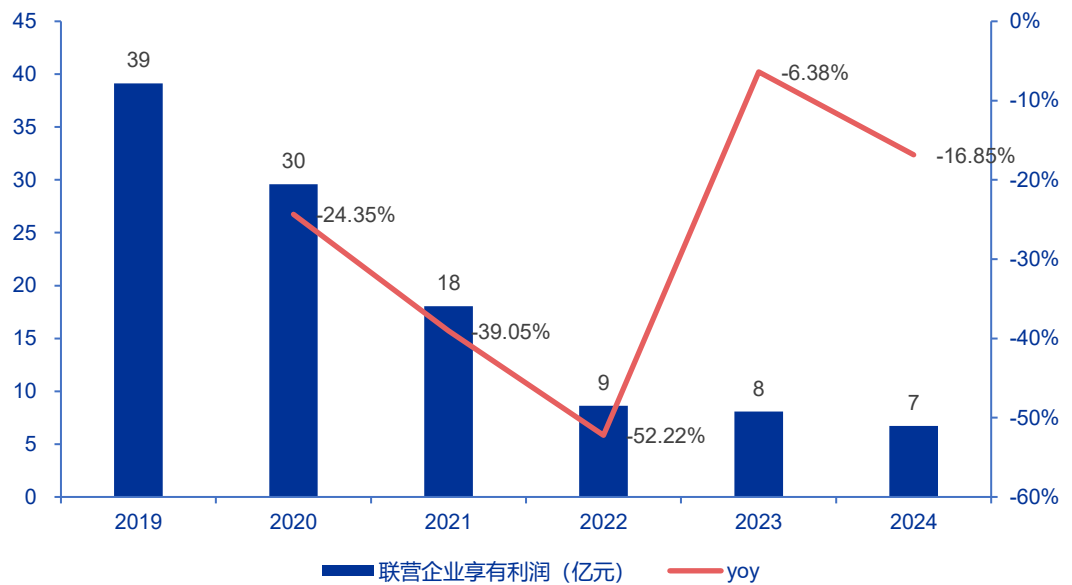
日韩车企销量下滑也带动公司联营企业收益逐年下滑。受 2019 年处置 PSA 股权、2022 年 T3 基金（受国务院国资委委托，一汽、东风联合大型产业集团、大型金融机构、地方政府共同组建的中国汽车产业创新发展基金）投资收益减少、东风日产金融投资收益减少影响，公司联营企业投资收益从 2019 年的 39.13 亿元下降至 2024 年的 6.71 亿元。

表 3：公司主要联营企业

2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
东风日产汽车金融有限公司 (公司持股 49.5%)	东风日产汽车金融有限公司 (公司持股 49.5%)	东风日产汽车金融有限公司 (公司持股 49.5%)	东风日产汽车金融有限公司 (公司持股 49.5%)	东风日产汽车金融有限公司 (公司持股 49.5%)	东风日产汽车金融有限公司 (公司持股 49.5%)
武汉友德汽车电器有限公司 (公司持股 25%)	武汉友德汽车电器有限公司 (公司持股 25%)	南京领行股权投资合伙企业 (公司持股 16.39%)	南京领行股权投资合伙企业 (公司持股 16.39%)	南京领行股权投资合伙企业 (公司持股 16.84%)	东风本田汽车零部件有限公司 (公司持股 44%)
标致雪铁龙集团 (公司持股 12.23%)	标致雪铁龙集团 (公司持股 11.24%)	-	南京领行股权投资管理有限公司 (公司持股 15%)	南京领行股权投资管理有限公司 (公司持股 15%)	南京领行股权投资合伙企业 (公司持股 16.39%)

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15：联营企业享有利润（亿元）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

2.2 加速布局自主乘用车，岚图为首快速贡献盈利

乘用车经历三阶段发展，逐步走向成熟。公司自 2007 年正式启动乘用车业务，至今已历经“架构搭建—技术及产品储备—新能源与智能化转型”三大阶段，逐步构建起完整的自主品牌体系与产品力基础。

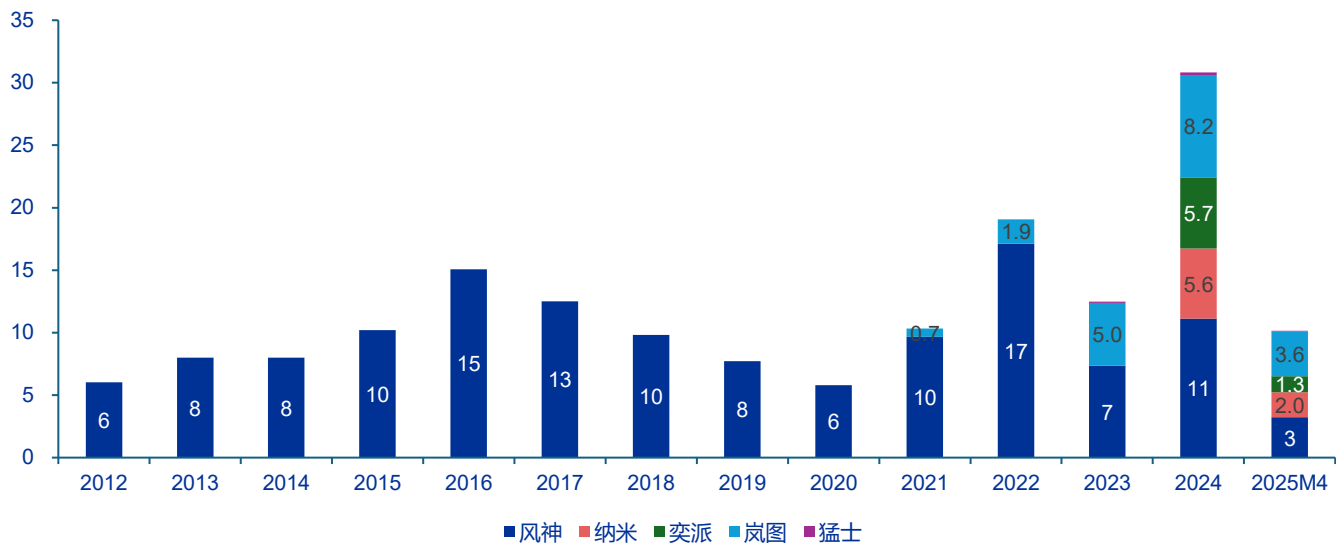
1. **2007–2009 年为东风自主乘用车的起步期。**公司以成立乘用车事业部为起点，于 2008 年正式组建东风乘用车公司，标志着东风由传统商用车制造商迈入自主乘用车赛道。此阶段，公司依托武汉基地，初步建立集研发、制造与销售为一体的完整运营架构，并于 2009 年实现首款自主产品东风风神 S30 的量产上市。
2. **2010–2019 年进入产品线拓展与技术能力构建期，公司加速多产品布局与平台能力建设。**期间，东风乘用车先后推出 H30、AX7、E70 等多款产品，覆盖轿车、SUV 及新能源细分市场，产品谱系显著扩展。其中，AX7 成为公司 SUV 板块的代表性车型，支撑起阶段性销量表现，后续完成了从单一产品向多车型、从传统动力向新能源技术的转型过渡，为第三阶段自主品牌贡献可观盈利打下基础。
3. **2019 年至今，公司全面迈入新能源与智能化转型阶段，战略重心显著上移。**2020 年起，东风明确将岚图打造为集团高端新能源品牌，系统构建电动化+智能化双轮驱动的产品战略，先后推出 FREE、梦想家、追光等高端智能电动车型。与此同时，公司亦同步布局入门级与越野型新能源市场，推出纳米 01 与猛士 917，覆盖更广泛用户群体。2024 年推出的岚图知音进一步填补纯电紧凑型 SUV 空白，形成较为完整的电动产品矩阵。

图 16：东风集团股份自主车型历史沿革



资料来源：公司官网，申万宏源研究

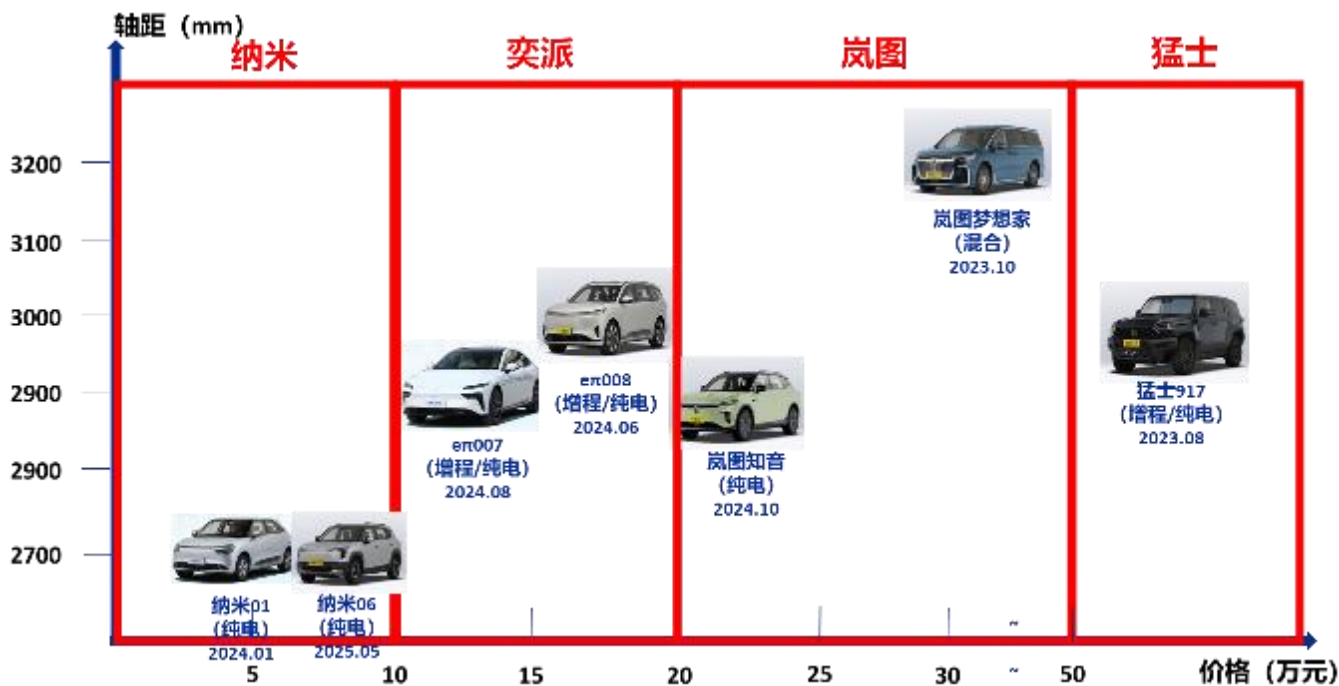
图 17：主要自主品牌销量（万辆）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

东风集团旗下自主乘用车产品矩阵目前形成了以“奕派”“纳米”“岚图”“猛士”四大品牌为核心的产品矩阵，覆盖从 10 万元级紧凑型到百万级硬派豪华越野的全价格带，全品类布局初具规模，基本完成对主流细分市场的战略卡位，为公司推进自主品牌高端化、电动化和智能化转型提供了产品基础与品牌支撑。

图 18：东风核心自主乘用车品牌布局



资料来源：懂车帝，申万宏源研究

1. **奕派作为东风自主品牌新能源序列，主攻中端新能源乘用车市场**，瞄准 15-25 万元区间的家庭用车及个人首购群体。表中展示的 eπ008 为奕派旗舰中大型 SUV 产品，采用纯电/增程双动力布局，CLTC 纯电续航达 226km，具备 L2 级辅助驾驶与双电机四驱能力，零百加速达 6.8s，综合性能均衡，兼顾实用性与智能化配置，是集团在 20 万级新能源 SUV 市场的重要抓手。奕派品牌强调“智能、品质、价值”三位一体，未来将在轿车与 SUV 双线上快速扩容，加速抢占主流新能源消费份额。
2. **纳米品牌则承接原东风风神 A00-A0 级入门纯电平台**，定位于 10 万元以下的城市代步市场。当前主销车型纳米 BOX（图中纳米 06 为后续主力产品）以小型 SUV 为切口，售价下探至 8.99 万元起，主打轻资产通勤、二三线城市用户及年轻消费人群。该车型采用磷酸铁锂电池与低功率电机组合，续航与成本控制表现突出，配合实用的车身尺寸及基础智能配置，是东风集团新能源入门市场的关键支点。
3. **岚图作为集团承载自主高端战略的核心品牌**，定位 20-50 万元中高端新能源市场，直接对标理想、蔚来等新势力头部厂商。以岚图追光及追光 PHEV 为代表的中大型轿车/轿跑型 SUV，采用 800V 平台、高性能三电系统与自研智能座舱，整车加速性能、智能化水平及舒适配置处于国内一线水准。尤其在增程技术路线上，岚图通过配套东风马赫双电机+大容量电池，综合续航超 1200km，满足长途多场景需求。同时，岚图 OS 与高通 8155/8295 芯片深度集成，形成智能座舱差异化竞争力。岚图已实现基本的产品矩阵覆盖，品牌调性逐步清晰，有望在新势力洗牌过程中稳步破圈。
4. **猛士则是东风冲击超豪华电动越野市场的战略平台**，定位百万级新能源硬派越野，强调“军工品质+优越性能+东方豪华”的品牌基因。首款车型猛士 917 定位大型越野 SUV，采用双电机/三电机电驱系统，最大功率达 1000 匹马力，零百加速 4.2 秒，具备智能四驱、差速锁、空气悬挂等全地形能力，产品力强。同时其采用 L2+ 智能辅助驾驶、8295 芯片+多屏交互的智能座舱系统，结合专属定制化服务，构建高净值人群差异化体验。

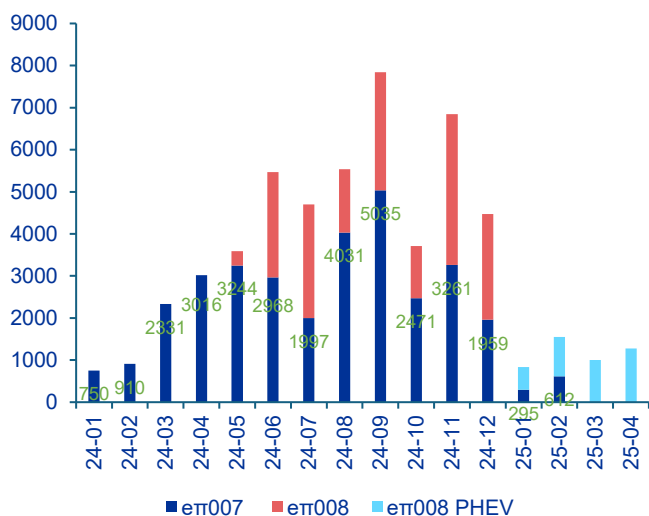
东风自主乘用车通过“纳米—奕派—岚图—猛士”的金字塔式品牌体系，有效覆盖从大众到高端的消费群体，构建起从 A00 级到 D+级、从纯电到增程再到混动的全谱系新能源产品线。自 2023 年起东风自主乘用车逐步摆脱销量低谷，进入稳步修复通道。2023 年东风自主乘用车销量为 36.8 万辆，2024 年增长至 48.0 万辆，同比上升 30.5%。2025 年前 4 个月实现销量 13.9 万辆，从结构来看，SUV 为销售主力，2024 年贡献 24.1 万辆，占比过半；基本乘用车板块则在 eπ、纳米等新能源车型带动下快速增长，2024 年销量达 15.7 万；MPV 也实现稳健增长，全年销量达 8.2 万辆。三大品类结构日趋均衡。

主流及下沉市场方面：

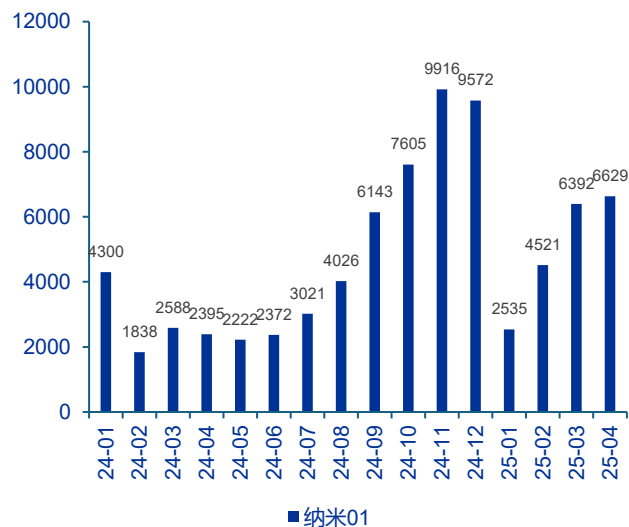
1. **纳米品牌作为东风新能源 A0 级平台的战略产品线，自 2023 年推出以来迅速放量**。2024 年 1 月纳米 01 上市，定位 A0 级纯电两厢车，售价区间为 7.98-10.98 万元。2024 年全年销量达 5.6 万辆，2025 年前四个月销量达 2.0 万辆，延续了稳定的月均交付节奏。其背靠东风成熟的渠道体系与 A00/A0 级电动车生产经验，主要

面向二三线及下沉市场，产品性价比优势突出。在当前消费结构趋于分化、用户预算更加理性背景下，纳米凭借精准切入低门槛新能源细分领域，呈现出稳定销量。

2. **eπ系列是东风自主品牌中承担中高端新能源轿车市场开拓任务的重要产品线。**2024 年实现销量 5.7 万辆，带动东风在 C 级新能源轿车市场实现突破。其中，eπ007 为主力车型，于 2024 年 3 月 14 日上市，定位中大型智能纯电轿车，售价区间为 15.46–19.96 万元，2024 年销售约 3.2 万辆，eπ008 贡献 2.5 万辆左右。进入 2025 年，eπ系列前 4 个月合计销量为 1.3 万辆。

图 19：奕派系列销量（辆）

资料来源：中汽协，申万宏源研究

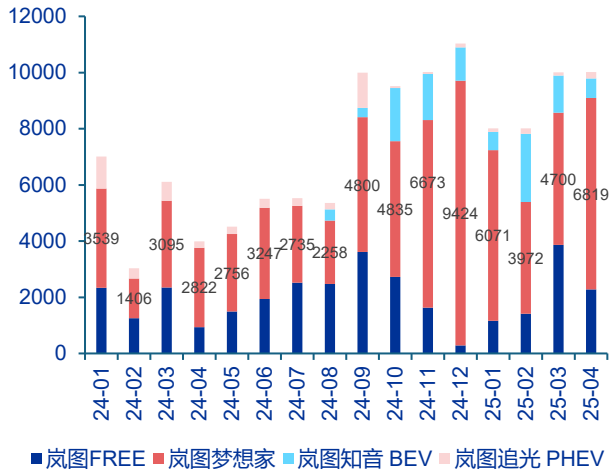
图 20：纳米系列销量（辆）

资料来源：中汽协，申万宏源研究

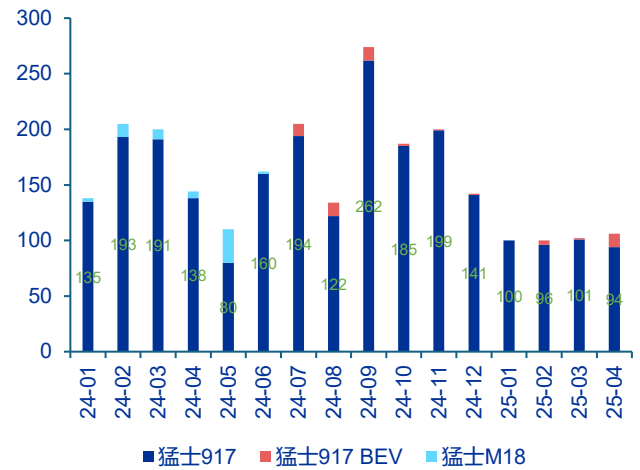
中高端市场方面：

1. **岚图自 2021 年起逐步构建起高端新能源品牌雏形。**2024 年销量提升至 8.2 万辆，2025 年前四个月为 3.6 万辆。梦想家为核心车型，于 2022 年上市，定位中大型高端新能源 MPV，售价区间为 33.99–68.99 万元。2024 年销售近 4.8 万辆，占比六成，稳居中大型新能源 MPV 细分市场前列；追光与知音处于导入期。整体来看，岚图已在东风体系中确立高端新能源主力地位，智能化协同优势正持续释放。
2. **猛士品牌定位为新能源越野与军工基因延伸的高端系列。**2023 年实现初步交付，全年销量不足千辆，2024 年提升至约 2100 辆。2025 年前四个月实现销量 408 辆，展现出初步稳定的销售节奏。猛士 917 为品牌主销车型，于 2023 年上市，定位高端新能源硬派越野 SUV，售价区间为 63.77–109.80 万元。2024 年销量约 2000 辆，显示出其在硬派新能源越野这一极细分领域具备初步用户基础。猛士 M18 于 2023 年上市，目前尚处市场验证阶段，销量仍处于小规模试探期。总体来看，猛士虽受限于小众定位与高定价策略，但作为东风差异化布局的重要组成，未来有望实现特定人群渗透与品牌价值兑现，形成品牌向上突破样本。

图 21：岚图系列销量（辆）**图 22：猛士系列销量（辆）**

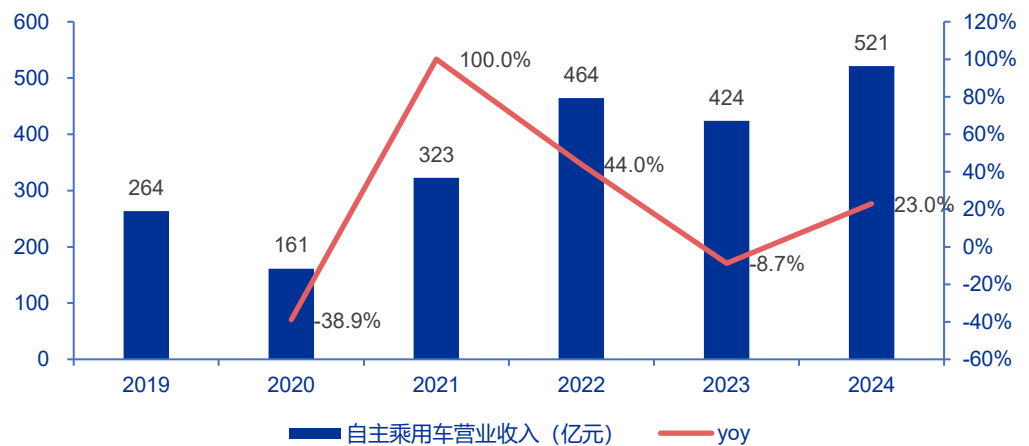


资料来源：中汽协，申万宏源研究



资料来源：中汽协，申万宏源研究

多品牌布局下自主乘用车业务收入持续增长。2020 年起，东风加大自主乘用车布局，明确将岚图打造为集团高端新能源品牌，先后推出 FREE、梦想家、追光等高端智能电动车型，与此同时入门级市场推出纳米 01，多款新车推动下东风自主乘用车销量收入持续增长。

图 23：自主乘用车营业收入及增速（亿元）

资料来源：公司公告，申万宏源研究

销量增长及高端化品牌岚图推动自主乘用车业务毛利率提升。销量增长及高端品牌岚图崛起下，公司自主乘用车毛利率持续改善，由 2022 年的 1.4% 提升至 2024 年的 12.9%。我们根据公司营业利润及东风商用车、东风柳汽、标致雪铁龙销售、A 股东风汽车四家主要的子公司的利润进行倒推测算（注：这里 A 股东风汽车是税后利润，并表后和税前利润计算略有差异，我们以此计算主要是倒推一下公司自主乘用车亏损和盈利的区间）。公司自主乘用车利润在 2023 年亏损缩减，2024 年毛利率提升到 12.9%，但投入加大，我们估算公司自主乘用车业务亏损小幅增加，我们认为随后续岚图更多高价新车的推出拉动毛利率提升，叠加纳米更多走量车型推出摊薄各项费用，自主乘用车利润提升空间大，有望替代合资品牌成为公司新的利润支柱。

表 4：公司自主乘用车利润估算（亿元）

公司营业利润	-8.38	5.21	-19.52	-72.52	-87.82	-78.27
东风商用车	22.39	28.64	6.29	-11.75	-32.87	-12.93
东风柳汽	6.51	6.53	3.48	-6.22	-10.40	-5.95
标志雪铁龙销售	-24.78	-20.00	-6.86	-3.05	-12.56	-7.54
东风汽车（A股）	4.42	5.54	3.72	2.85	2.00	0.33
自主乘用车利润（估算）	-16.92	-15.50	-26.15	-54.35	-33.99	-52.18

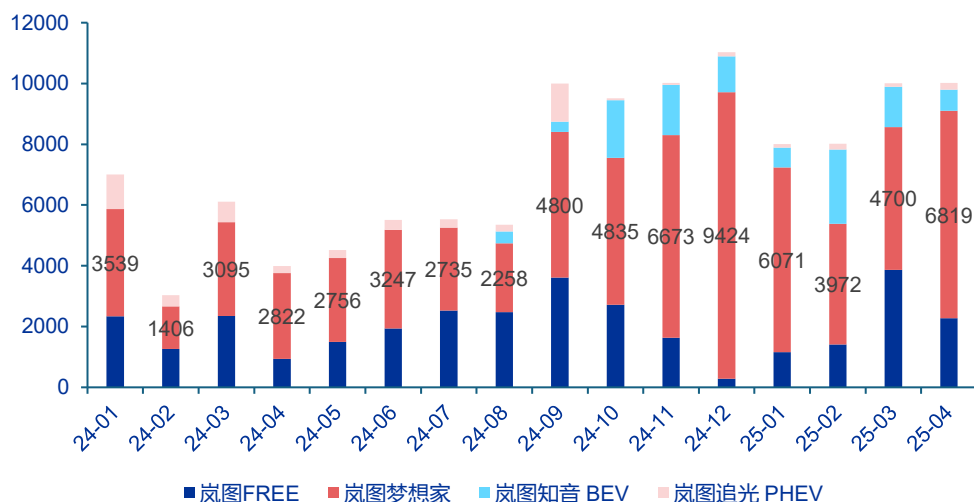
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 高端化路线盈利性值得重视

东风自主乘用车四大核心品牌中，奕派及纳米由于定价较低，需要高销量实现规模效应，充分摊销各项费用后盈利性才有望提升。而相对之下，岚图及猛士定位中高端盈利性更佳，其中岚图更是在2024年8万辆年销量下达成高毛利率，带动公司整体盈利大幅提升，为合资品牌造血能力下降后的重要接力。

进入2024年岚图销量快速崛起。岚图作为东风旗下主打高端智能新能源市场的核心子品牌，自2021年品牌正式推出以来，已形成涵盖轿车、SUV与MPV在内的完整新能源产品矩阵，其中，岚图梦想家在品牌整体销量中占比超过六成，是岚图当前最具规模效应的战略车型。2024年梦想家销量达到47,590辆，展现出在新能源中大型MPV市场的强势表现。2025年前4个月，梦想家依然维持良好表现，延续此前的交付节奏，在30万元以上MPV市场中稳居主流。岚图在MPV领域的成功，实质上构建了高端新能源子品牌的用户基础与价格带定锚，为岚图实现高毛利区间稳态运行提供支撑。

图 24：岚图销量构成（辆）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

在智能化方面，岚图形成“自主+合作”的双线路径：一方面依托自身“逍遥”智能座舱与“鲲鹏”智驾系统完成中控与辅助驾驶全栈自研，搭载自研 8295P 车规级芯片，覆盖 266 项驾驶与泊车场景，实现 L2.5 级智驾能力；另一方面通过与华为深度合作，引入乾崑智驾 ADS 3.0 及最新鸿蒙座舱系统，推出行业首款搭载 ADS 3.0 的 MPV 车型——梦想家乾崑版，支持“车位到车位”的全场景智驾，进一步提升驾驶安全性与感知冗余水平。27 项智能感知硬

件、端到端大模型架构、CAS 3.0 主动防碰撞系统等配置，系统性提升整车的主被动安全防护能力。

从驾乘体验维度来看，岚图梦想家在空气悬架、CDC 智能减振系统与扭矩矢量控制四驱系统的配合下，显著优化了 MPV 的驾驶质感和乘坐舒适度，在典型场景如极窄泊车、雨雪刹停、道路施工避障等方面具备智能算法优势。其作为首个搭载华为 ADS 3.0 与鸿蒙座舱的 MPV 产品，不仅在智驾能力上实现跨越式提升，也强化了用户对岚图“智能豪华”定位的认知与接受。

图 25：岚图空气悬架、CDC 示意图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 26：岚图系列核心技术



资料来源：公司公告，申万宏源研究

从竞品维度来看，岚图梦想家当前主要竞争对手包括腾势 D9 和小鹏 X9 等。腾势 D9 自上市以来凭借 DM-i 平台的能耗与舒适性优势，迅速在高端新能源 MPV 市场占据份额，2023 年销量达 10 万辆，是岚图梦想家在该细分市场的直接对手；小鹏 X9 则定位于高智能化中大型纯电 MPV，基于 800V 高压平台打造，智能驾驶能力为其核心卖点。我们预计后续岚图系列更多新车推出及老车改款，岚图系列在中高端市场份额有望持续增长。

猛士聚焦硬派越野细分市场，产品力强劲。在当前新能源汽车市场中，猛士系列凭借硬派越野定位与领先的智能化配置，在高端新能源 SUV 领域中形成差异化优势。作为东风旗下高端新能源越野品牌首款车型，猛士 917 基于猛士智能越野架构 M TECH 打造，拥有非承载式车身结构、三把锁、全地形控制系统等典型越野配置，明确对标传统越野车体系，是目前竞品矩阵中具备纯粹机械越野能力的新能源车型。其轴距达到 3150mm，车长超 5.2 米，尺寸远超奔驰 G580 及坦克 700 Hi4-T，具备更为宽敞的车内空间和更强的整车通过性。动力系统方面，猛士 917 配备最大功率高达 600kW 的三电机驱动系统，系统总扭矩达 1050N·m，动力输出位居同级领先，同时支持前后差速锁配置，显著优于其他城市 SUV 的双电机布置，赋予其在极端越野场景下的稳定脱困能力。

表 5：猛士 917 竞品对比

车型	猛士 917	奔驰 G580	坦克 700 Hi4-T	仰望 U8
品牌	猛士科技	梅赛德斯-EQ	长城汽车	仰望
官方指导价 (万元)	63.77-109.80	217	42.80-70.00	109.80
级别	中大型 SUV	中大型 SUV	中大型 SUV	大型 SUV

动力类型	增程式	纯电动	插电式混合动力	增程式
轴距(mm)	3150	2890	3000	3050
长(mm)	5252	4728	5090	5319
宽(mm)	2150	1984	2061	2050
高 (mm)	1999	1992	1952	1930
最大功率(kW)	600	432	385	880
驱动方式	前置+后置	前置+后置	前置	前置+后置
电池容量 (kWh)	65.8/142.7	122	37.1	49.05
电芯品牌	宁德时代	-	蜂巢能源	比亚迪
快充速度 (小时)	0.5/0.62/0.78	0.62	0.4	0.3
百公里加速(s)	4.2/6/6.72	4.9	5.6	3.6
悬架	双叉臂+双叉臂	双叉臂+整体桥式	双叉臂+双叉臂	
辅助驾驶芯片	-	-	-	NVIDIA DRIVE Orin*2
车载智能芯片	-	-	-	DiLink
辅助驾驶等级	L2	L2	L2	L2
摄像头数量 (个)	9+2	6	7+1/11+1	13+4
超声波雷达数量 (个)	12	12	12	5
毫米波雷达数量 (个)	3	3	2	3

资料来源：公司公告，申万宏源研究

在智能化方面，猛士系列正加快推进大模型在越野场景的应用开发，已与华为建立合作，探索智能座舱在复杂地形下的感知与决策能力。系统可实时分析地面特征与车身姿态，输出适配的越野驾驶建议，构建引导式智能驾驶体验，拓展智能技术在全地形场景中的落地边界。

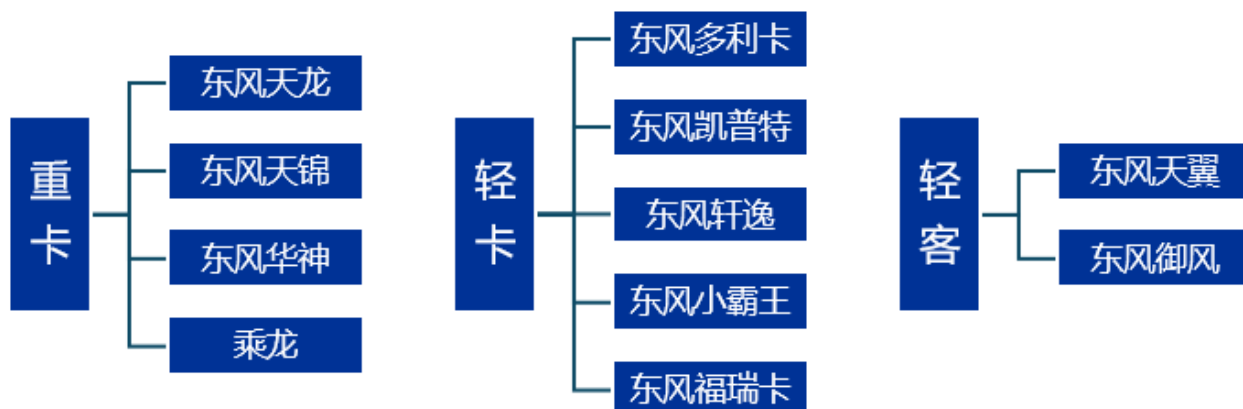
尽管越来越多车企涌入越野市场，但均以轻越野为定位，我们预计将不会撼动猛士硬派越野地位，同时后续新车型推出也将进一步带来销量的增长。

3. 商用车布局全面，有望进入温和复苏阶段

3.1 重卡、轻卡、轻客均有布局，产品众多

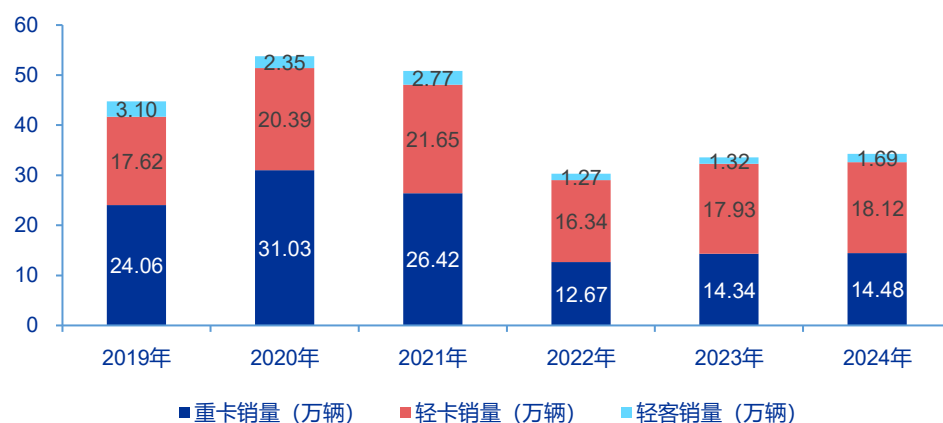
公司商用车业务在重卡、轻卡以及轻客均有布局。公司商用车业务主要集中于东风商用车、东风汽车股份、东风柳汽、东风特商和郑州日产等公司开展。集团商用车 2024 年整体销量跑赢大势，销售约 35.18 万辆，同比增幅约 2.4%，其中重卡销售 14.48 万辆，轻卡销售 18.12 万辆、轻客销售 1.69 万辆。集团商用车业务具有全产品链核心自主研发能力，技术能力行业领先。

1 公司重卡、轻卡、轻客主要品牌



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 28：公司商用车销量构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司重卡布局深厚，产品众多、产能充足。公司重型卡车主要由东风商用车有限公司提供，东风商用车由东风汽车集团股份有限公司与沃尔沃集团在2015年1月共同投资组建，总部位于湖北十堰，主要业务为中重型卡车、客车整车与底盘以及发动机、驾驶室、车架、车桥、变速箱等产品的生产与销售。公司中重卡主要产品有东风天龙、东风天锦、东风华神、乘龙系列产品，销量排名中国中重卡市场第一位。

图 29：公司重卡主要产品

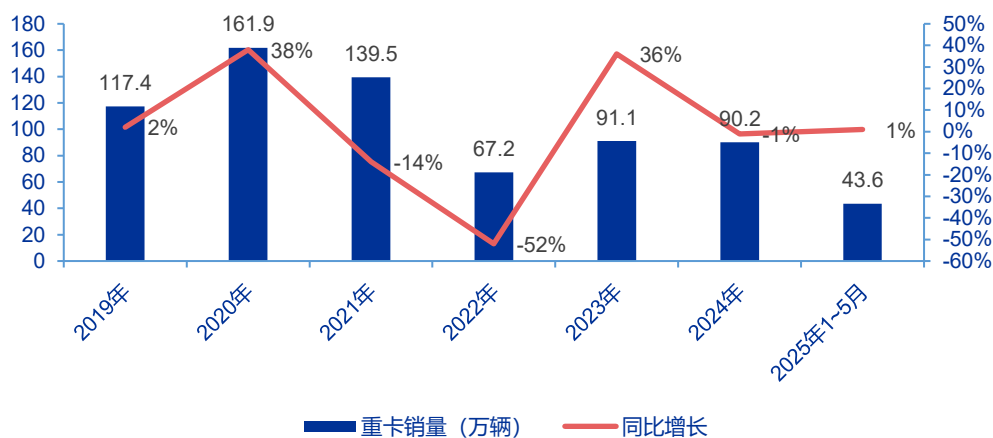




资料来源：公司公告，申万宏源研究

国内重卡市场逐步企稳，头部集中化趋势明显。2019 年 2021 年间国内重卡市场正处于行业上升期叠加复工复产背景下，销量增速和总额处于周期高位。但 2022 受疫情管控影响下销量急速下降至 67.2 万辆，2023 年疫情影响消退，市场总量有所恢复。2024 年 1~12 月，我国重卡市场处于复苏期，全年累计销量 90.2 万辆，降幅收窄至 1%。从厂商竞争格局视角看，2024 年重卡市场呈现显著的头部集中化趋势。2024 年中国重汽以 24.5 万辆终端销量规模，市占率 27.2% 位居第一，一汽解放、陕汽集团、东风公司分别实现市占率 20.3%、16.7%、16.1%，前四厂商集中度突破 80.3%。

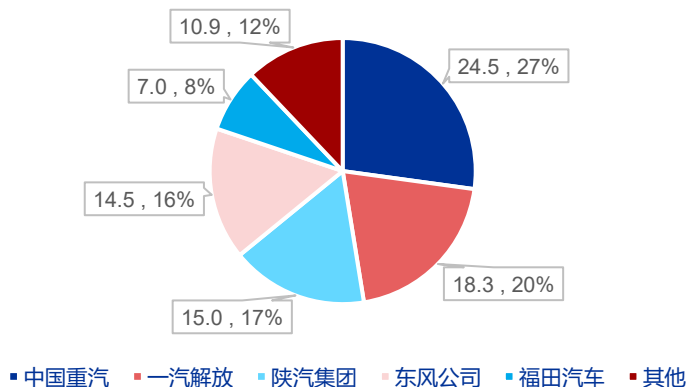
图 30：重卡近五年销量走势图



资料来源：第一商用车网，申万宏源研究

图 31：2024 年国内重卡厂商销量 (万辆) 及市占率分布

销量（万辆），市占率（%）



资料来源：方得网，申万宏源研究

公司轻卡产品矩阵丰富，品牌众多可供选择。东风公司有七大商用车公司，其中生产轻卡的主要为生产轻型商用的东风汽车股份有限公司、生产皮卡的郑州日产汽车有限公司以及公司参股的山东凯马。产品方面，公司轻卡主要有东风多利卡、东风凯普特、东风途逸、东风小霸王、东风福瑞卡系列产品，品牌众多，应用场景丰富。

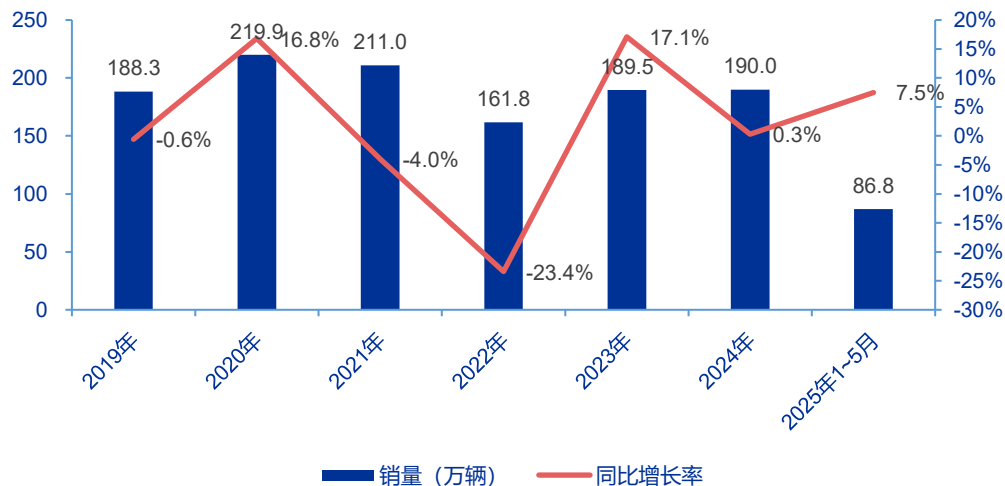
图 32：公司轻卡主要产品



资料来源：公司公告，申万宏源研究

近 6 年间国内轻卡市场总体保持稳定，趋势呈现区间浮动状态。受行业周期影响，国内轻卡市场销量存在一定的浮动。2020 年~2021 年，国三淘汰政策叠加按轴收费（轻卡通行费率总体降低）下，国内轻卡销量突破 200 万辆；2022 年受疫情影响，叠加 2022 年整体经济不景气，油价高，运价低，货源减少，使货运行业内部低端过剩，销量下滑严重，同比下降 23.4%；2024 年受国四淘汰政策+补贴激励双环驱动下，柴油小轻卡和皮卡等高承载强越野性能车型广受农民群体青睐，叠加国内轻卡车型出口爆火，轻卡市场全年终端实销 189.98 万辆，同比微增 0.28%。展望 2025 年，以旧换新较 2024 年启动更快，带动前五个月销量同比增长 7.5%，全年轻卡销量预计有望实现稳健增长。

图 33：2019 年~2025 年前五个月内轻卡销量



资料来源：方得网，商用车专业委员会，申万宏源研究

东风公司生产轻型客车的主要为东风股份有限公司。作为东风集团旗下的两家上市公司之一，东风股份于 1999 年成立并在上交所上市，主营轻型商用车及相关底盘、发动机的研发生产与销售，产品涵盖轻卡、工程车、特种车、皮卡、客车、轻型客车等商用车及轿车、SUV、MPV 等乘用车。公司客车系列主要有东风天翼、东风御风系列产品，轻客车型主要有东风御风和东风睿力达。2024 年 12 月发布的睿力达系列使用场景丰富，强驱动，续航久，将重新定义中小 VAN 产品。

图 34：东风御风、东风睿力达



东风御风 >



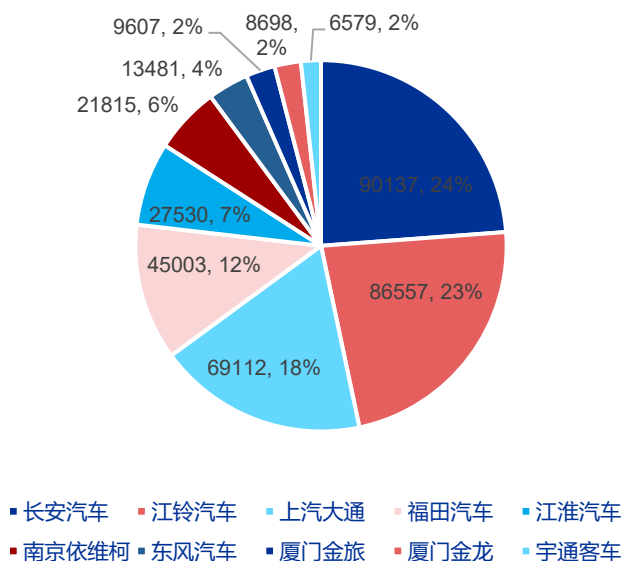
东风睿力达 >

资料来源：公司公告，申万宏源研究

文旅市场对轻客拉动力不足叠加政策“偏心”，轻客销量拖累整体客车市场。2024 年全年轻客市场共销售 392126 辆，累计同比下降 1.95%，主要系 2024 年文旅市场虽然迎来火热潮，但是并没有给轻客市场带来太多增量，加上国家出台的老旧新能源公交客车补贴主要面向 6 米以上的大中型客车，轻型客车相比之下就缺乏吸引力。此外，轻卡和微卡继续对轻客市场进行挤压，轻客物流车份额被逐步蚕食导致轻客销量下降较为明显。

市场头部化格局稳固，第二梯队部分车企增速明显。总体竞争格局看，轻客累销 Top10 企业的市占率达到了 .% ，市占率超过 % 的企业有 家，市场格局已经基本稳固。

图 35：2024 年轻客市场主要企业销量（辆）及市占率



资料来源：商用车新网，申万宏源研究

3.2 以旧换新驱动下，商用车开启温和复苏

以旧换新政策助推需求修复，带动东风商用车回暖。2023 年国家推动以旧换新政策落地，催化高排放老旧重卡加速淘汰，带动东风商用车销量回升，全年实现收入 273 亿元。作为强周期属性显著的行业，商用车销量高度依赖政策节奏与经济周期波动。

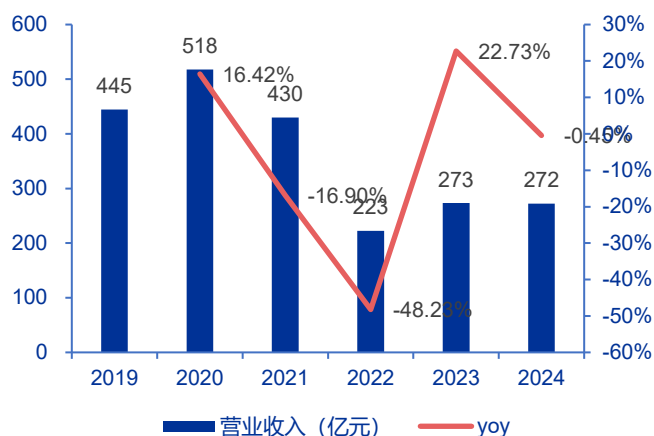
2019-2020 年行业景气上行，排放政策共同驱动公司高增长。该阶段受益于国三车淘汰政策集中释放更新需求。东风商用车销量随之攀升，带动收入由 2019 年的 445 亿元增长至 2020 年的 518 亿元，同比增长 16.42%；盈利同步改善，利润达 29 亿元，同比上升 27.91。

2021-2022 年需求透支+政策退坡，行业深度调整导致公司大幅亏损。前期政策刺激带来的集中换购需求逐步释放完成，国六标准切换后整车成本上升。东风商用车收入自 2020 年高点回落至 2022 年的 223 亿元，两年累计降幅超 50%；利润自 2020 年的 29 亿元转负为 2022 年的-12 亿元，呈现由盈转亏的典型下行周期特征。

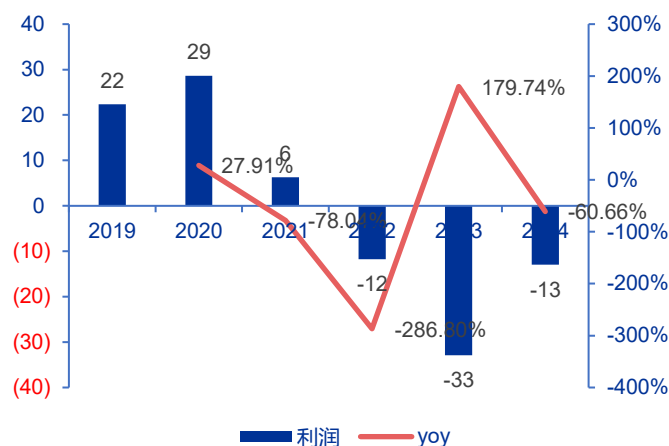
2023-2024 年行业逐步企稳回暖，公司收入恢复增长，亏损明显收窄。2023 年随着前期调整充分，行业进入补库周期，叠加以旧换新政策启动催化，重卡销量回暖推动公司收入回升至 273 亿元，同比增长 22.73%。公司 2023 年亏损扩大至-33 亿元后，2024 年亏损显著收窄至-13 亿元，同比减亏 60.66%。整体来看，商用车板块已逐步走出低谷，收入恢复基础初步夯实，伴随 2025 年以旧换新政策启动更快，盈利修复正向趋势逐渐显现

图 36：东风商用车收入及增速（亿元）

图 37：东风商用车利润及增速（亿元）



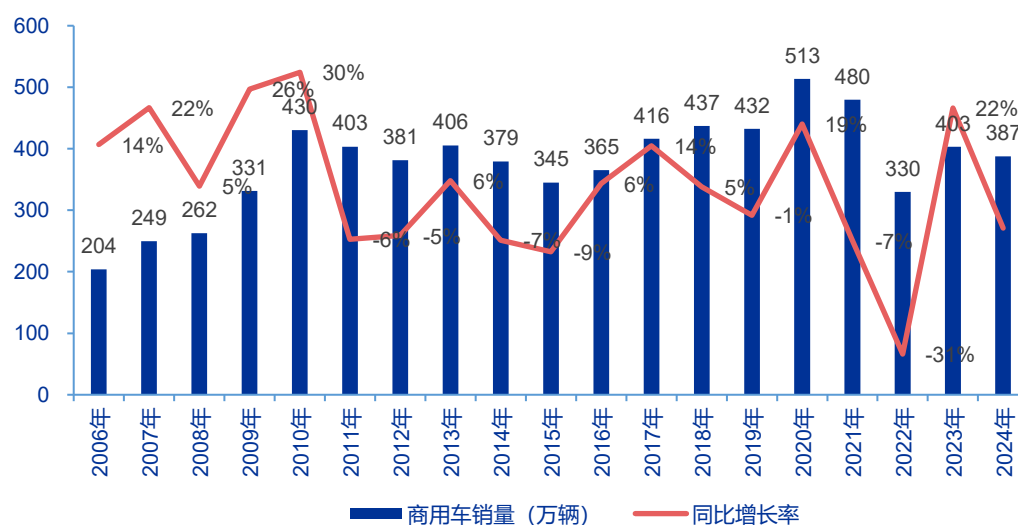
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

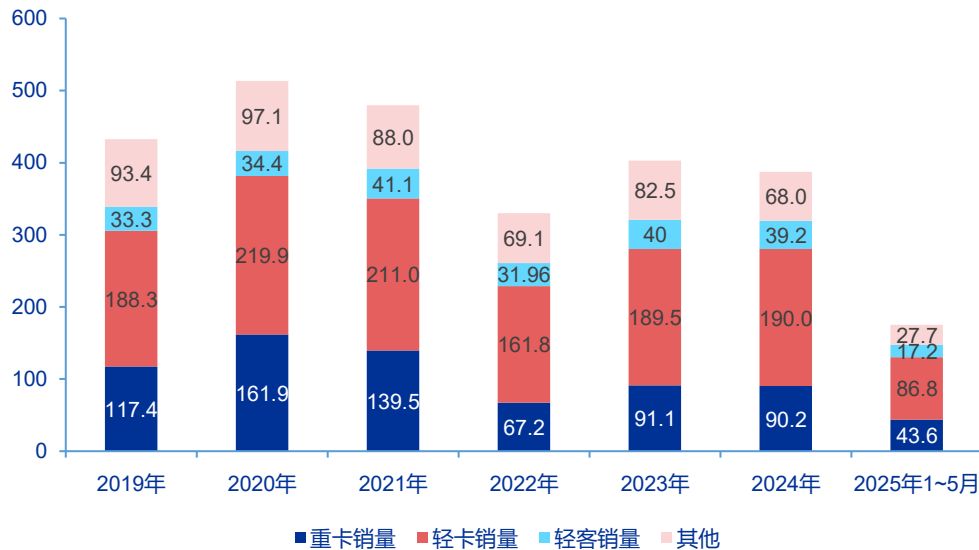
商用车下行周期行至末端，以旧换新开启复苏周期。2020 年汽车行业处于转型升级中且疫情下依然积极复工复产，全年销量 513.33 万辆，销量达到顶峰；2022 年由于宏观经济下行、“蓝牌轻卡”政策、疫情影响导致商用车行业进入调整期，全年销量仅 330.05 万辆；进入 2023 年，疫情影响消退后商用车销量有所恢复，2024 年以旧换新政策开启较晚，全年刺激有限，但 2025 年 1 月商用车以旧换新政策便已出台，预计全年有望实现温和复苏。

图 38：中国商用车历年销量及增速



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 39：2019 年~2025 年 5 月我国商用车销量构成 (万辆)



资料来源：商用车新网，汽车总站网，申万宏源研究

2024 年全国以旧换新政策推行，对报废并更新购置符合条件的货车，平均每辆车补贴 8 万元；无报废只更新购置符合条件的货车，平均每辆车补贴 3.5 万元；只提前报废老旧营运类柴油货车，平均每辆车补贴 3 万元。

2025 年初，全国汽车以旧换新政策持续加码。2025 年 1 月 8 日，国家发展改革委、财政部联合印发了《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》。全国各地纷纷响应国家政策，提供车辆报废以及置换更新补贴。**双重驱动下，预计 2025 年商用车销量增长将会逐步落地**：1) 政策从发布到地方配套细则出台、再到用户认知和实际购车行为的转化，通常需要一定的传导时间，相较于 2024 年，**2025 年的政策更早推出，有利于更快触达终端**；2) **2025 年优惠力度加大**，将老旧营运货车报废更新补贴范围扩大至国四及以下排放标准营运货车，更新车龄 8 年及以上的城市公交车和超出质保期的动力电池，平均每辆车补贴额由 6 万元提高至 8 万元。

表 6：全国各地 2025 年以旧换新政策汇总

地区	日期	补贴内容
西藏	2025 年 1 月 28 日	个人消费者自本通知印发之日起至 12 月 31 日，转让登记在本人名下乘用车并购买燃油乘用车新车的，以裸车价为基准价，5 万元（不含）以下补贴 5000 元，5 万元（含）以上 10 万元（不含）以下补贴 7000 元，10 万元（含）以上 15 万元（不含）以下补贴 9000 元，15 万元（含）以上 20 万元（不含）以下补贴 11000 元，20 万元（含）以上补贴 13000 元；购买新能源乘用车新车的，在上述各档补贴标准基础上增加 2000 元补贴。
江苏	2025 年 1 月 27 日	新车含税价格为 5 万元（含）至 10 万元（不含）的，燃油车每辆补贴 8000 元，新能源车每辆补贴 10000 元；10 万元（含）至 20 万元（不含）的，燃油车每辆补贴 10000 元，新能源车每辆补贴 12000 元；20 万元（含）以上的，燃油车每辆补贴 13000 元，新能源车每辆补贴 15000 元。
青海	2025 年 1 月 10 日	购买新能源乘用车单台补贴 1.5 万元，购买燃油乘用车单台补贴 1.3 万元。
河南	2025 年 1 月 20 日	购车价格 6 万元（含，购车发票价，下同）至 10 万元（不含，下同）的新能源乘用车补贴 1 万元、燃油乘用车补贴 7000 元；购车价格 10 万元至 20 万元的新能源乘用车补贴 1.4 万元、燃油乘用车补贴 1 万元；购车价格 20 万元及以上的新能源乘用车补贴 1.5 万元、燃油乘用车补贴 1.3 万元。
贵州	2025 年 2 月 12 日	购买新能源汽车统一按交易发票（价税合计）金额 16% 给予补贴，最高补贴 1.5 万元；燃油车及二手乘用车按交易发票（价税合计）金额 15% 给予补贴，最高补贴 1.3 万元。
湖北	2025 年 2 月 15 日	对报废符合条件旧车并购买新能源乘用车的，补贴 2 万元；对报废符合条件燃油乘用车并购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车的，补贴 1.5 万元。若购车发票金额落在 6 万元（含）至 10 万元（不含）的区间内，新能源乘用车可获得 0.9 万元的补贴，而燃油乘用车则可获得 0.7 万元的补贴。10 万元（含）至 20 万元（不含）价格区间的车辆，新能源乘用车可获得 . 万元补贴，燃油乘用车可获得 万元补贴。万元（含）以上价格区间的车辆，新能源乘用车补贴为 . 万元，燃油乘用车补贴为 1.3 万元。

资料来源：各省商务厅官网，申万宏源研究

据中汽政研测算，符合政策要求的国四及以下排放标准营运类柴油货车保有量约 200 万辆。我国车龄 8 年及以上的新能源公交车保有量约 20 万辆，整体商用车预计可撬动 10 万辆~20 万辆增量。天然气等清洁能源车型首次被纳入补贴范畴，老旧营运货车报废更新将进一步驱动商用车销量。2025 年 3 月 18 日，交通运输部、国家发改委、财政部联合发布《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》，明确将国四排放标准的营运货车纳入报废更新补贴范围，并且首次将保有量不小的天然气车、甲醇车等也纳入了补贴范畴。在国三柴油车以旧换新激励力度边际效应递减前提下，该政策旨在进一步促进商用车领域的以旧换新力度，有望释放超过 10 万辆国四及以下老旧货车的更新需求。

表 7：国四老旧营运货车报废补贴标准

车辆类型	提前报废时间	补贴标准 (万元/辆)
中型	满 1 年(含)不足 2 年	1.00
	满 2 年(含)不足 4 年	1.80
	满 4 年(含)以上	2.50
重型	满 1 年(含)不足 2 年	1.20
	满 2 年(含)不足 4 年	3.50
	满 4 年(含)以上	4.50

资料来源：中国政府网，申万宏源研究

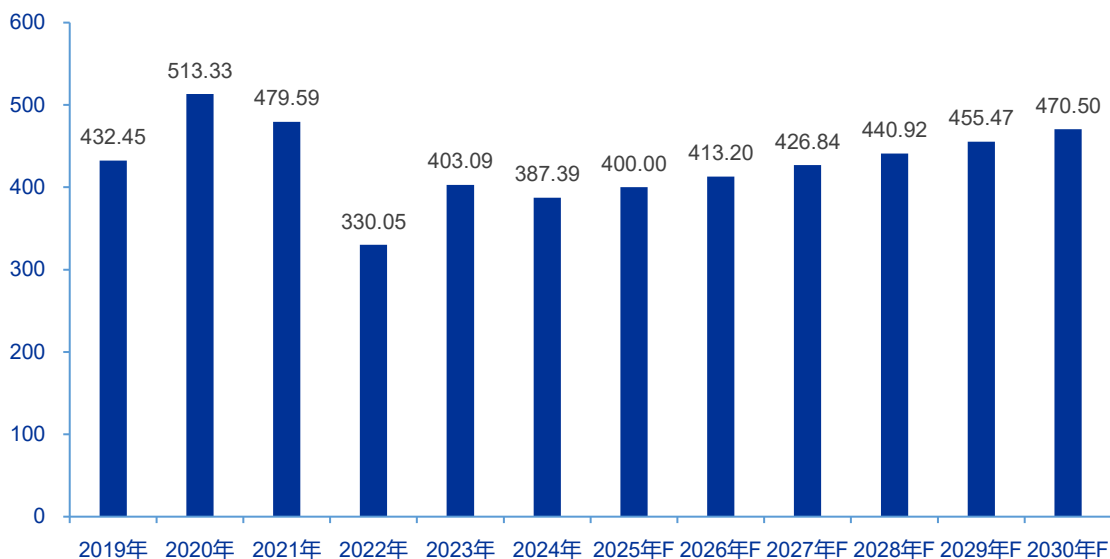
表 8：国四老旧营运货车购车补贴标准

车辆类型	新购国六排放标准营运柴油货车补贴标准(万元/辆)	新购新能源营运货车补贴标准(万元/辆)
中型	2.50	3.50
重型	2 轴	4.00
	3 轴	5.50
	4 轴及以上	6.50

资料来源：中国政府网，申万宏源研究

随着商用车以旧换新的持续推进、新能源化与智能化技术的加速演进以及出口市场的景气度保持，中汽协预测，2025 年整体商用车市场有望达到 400 万辆，同比增加 3.3%。我们预计商用车将进入温和复苏周期，总销量有望于 2030 年增长至 471 万辆，为其中主要参与者如东风集团股份提供可观市场空间。

图 40：中国商用车历年销量及预测（万辆）



资料来源：iFind，申万宏源研究

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 销量及收入

自主乘用车崛起，商用车温和复苏。2020年起公司加速布局自主乘用车，陆续推出 eπ007、岚图梦想家等自主品牌车型，多自主新车的连续推出带动乘用车收入从 2019 年的 264 亿元提升至 2024 年的 521 亿元，五年间 CAGR 为 14.6%，乘用车占总收入比例也从 26.09% 提升到 49.08%，2025 年多款新车及改款推出，销量增长潜力高。同时以旧换新将推动商用车行业温和复苏，**预计 2025 年公司自主乘用车/商用车分别有望实现销量 59.5/36.5 万辆，对应收入分别为 786/488 亿元。**

表 9：东风集团股份分品牌销量预测（万辆）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
商用车合计	34.34	35.18	36.46	42.00	46.00
乘用车合计	27.69	42.43	59.50	77.08	84.58
东风乘用车	11.70	21.34	33.01	49.00	54.00
岚图汽车	5.03	8.01	14.65	17.00	20.00
猛士科技	0.08	0.21	0.17	0.18	0.18
东风柳汽（乘用）	8.57	8.33	6.67	5.50	4.70
东风小康	2.31	4.54	5.00	5.40	5.70

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2) 毛利率及费用率

2020年至2023年，公司毛利率持续下行，从14.58%降至9.89%，主要受到新能源品牌挤压合资品牌市场，合资品牌大量释放终端优惠影响。2024年毛利率回升至12.79%，同比上升2.90pct，主要系新一代自主乘用车的集中放量（2024年岚图梦想家销量为4.8万辆、奕派eπ007销量为3.2万辆），后续伴随岚图追光和猛士917等车型持续推向市场，公司整体毛利水平有望继续稳步抬升。**预计2025-2027年毛利率分别有望提升至14.50/14.16/14.37%。**

随自主乘用车销售规模扩张，整体期间费用率将稳步下降，**我们预计25-27年公司销售费用率分别为8.08/7.20/7.00%，管理费用率分别为5.21/4.74/4.49%。**

我们预计25-27年公司归母净利润分别为13/24/32亿元。

4.2 估值

公司商用车即将进入复苏周期，岚图为首的自主品牌也不断推出新车，销量及盈利增长可观，但利润释放节奏较慢，同时由于国内乘用车格局变化剧烈，旗下合资品牌盈利下滑显著，净利润波动大，故选取PB作为可比公司估值指标，选取同样在港股上市的传统车企比亚迪股份、长城汽车、吉利汽车作为可比公司，三家可比公司2025-2027年平均PB为2.66/2.19/1.80x。公司此前主要依靠合资品牌贡献盈利，而自主品牌始终未呈现可观收入及盈利，故PB显著低于可比公司，考虑到2024年起，公司以岚图为代表的自主品牌展现销量及毛利率的快速改善，后续盈利将快速回升，我们给予其2025年0.25xPB，**较目前仍有45%涨幅空间，给予买入评级。**

表 10：东风集团股份可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元人民币)	归母净利润 (亿元人民币)				净资产 (亿元人民币)				PB			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
1211.HK	比亚迪股份	10228	402	543	636	755	1853	2166	2694	3321	5.52	4.72	3.80	3.08
2333.HK	长城汽车	1591	127	128	151	210	790	887	1036	1244	2.01	1.79	1.54	1.28
0175.HK	吉利汽车	1470	165	146	181	222	867	1013	1187	1399	1.70	1.45	1.24	1.05
平均											3.08	2.66	2.19	1.80
0489.HK	东风集团股份	264	1	11	21	29	1493	1506	1530	1562	0.18	0.17	0.17	0.17

资料来源：iFind，申万宏源研究

注：数据截止 2025.6.27；比亚迪股份、长城汽车数据来自申万预测；吉利汽车数据来自 iFind 一致预期

5.风险提示

原材料价格波动：上游汽车零部件及钢铁、橡胶等原材料价格波动，将对公司盈利能力造成影响。

合资品牌净利润贡献大幅下降：2023年前旗下合资品牌贡献可观盈利，但进入2023年自主车企崛起挤压合资车生存空间，若日系份额进一步下降，将对公司盈利能力造成影响。

自主品牌拓展不及预期：若岚图为代表的自主品牌销量下滑，则盈利能力将迅速下降

6.附表

合并损益表（百万元人民币）

报告日期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	99,315	106,197	134,416	160,365	178,223
主营收入	99,315	106,197	134,416	160,365	178,223
营业成本	-89,849	-92,612	-114,928	-137,655	-152,610
销售及管理费用	-13,530	-15,571	-17,867	-19,146	-20,476
研发费用	-4,571	-4,852	-5,914	-6,415	-6,772
其他经营损益	3,113	6,036	6,036	6,036	6,036
财务费用	-1,108	-837	-1,027	-1,126	-1,251
投资收益	1,320	1,107	1,020	1,020	1,020
资产减值损失	-1,075	-631	0	0	0
其他非经常性损益	0	0	0	0	0
除税前利润	-6,385	-1,163	1,737	3,079	4,170
所得税	-428	-59	-261	-462	-625
净利润	-6,813	-1,222	1,476	2,617	3,544
少数股东损益及其他	-2,817	-1,280	148	262	354
归属普通股股东净利润	-3,996	58	1,329	2,355	3,190

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表（百万元人民币）

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	178,608	175,153	190,629	219,813	236,785
现金及等价物	79,297	75,853	83,711	104,877	116,380
应收款项	55,102	58,801	63,374	67,579	70,473
存货	14,234	15,371	18,416	22,229	24,804
其他流动资产	29,975	25,128	25,128	25,128	25,128
非流动资产	152,070	149,899	150,826	153,476	153,959
长期投资	64,423	57,468	57,468	57,468	57,468
固定资产	24,477	28,588	29,515	32,165	32,648
投资物业	4,344	4,228	4,228	4,228	4,228
无形资产及商誉	18,381	22,137	22,137	22,137	22,137
其他非流动资产	40,445	37,478	37,478	37,478	37,478
资产总计	330,678	325,052	341,456	373,289	390,745
流动负债	132,962	143,007	157,934	187,151	201,062
短期借款	30,977	36,056	37,345	52,671	57,443
应付款项	101,670	106,630	120,268	134,158	143,298
其他流动负债	315	321	321	321	321
非流动负债	38,107	27,248	27,248	27,248	27,248
负债合计	171,069	170,255	185,182	214,399	228,310
股本	8,302	8,253	8,253	8,253	8,253
总储备	144,563	141,037	142,366	144,721	147,911
其他股东权益	0	0	0	0	0
非控股权益及其他	6,822	5,507	5,655	5,916	6,271
权益总额	159,609	154,797	156,273	158,890	162,435
负债和股东权益合计	330,678	325,052	341,456	373,289	390,745

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表（百万元人民币）

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-	-	-	-	-
加：折旧摊销减值	-	-	2,073	2,350	2,517

利息净支出			1,027	1,126	1,251
投资损失			-1,020	-1,020	-1,020
营运资本变动			6,020	5,872	3,671
其它经营现金流			0	0	0
经营活动现金流	8,553	17,399	9,575	10,946	9,964
资本开支			-3,000	-5,000	-3,000
其它投资现金流			1,020	1,020	1,020
投资活动现金流	129	-33,838	-1,980	-3,980	-1,980
支付股利和利息			-1,027	-1,126	-1,251
其它融资现金流			1,289	15,326	4,771
融资活动现金流	-1,627	-8,902	262	14,201	3,520
净现金流	7,055	-25,341	7,858	21,166	11,504

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入（Buy）：相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持（Outperform）：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
- 减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
- 中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。