

江淮汽车 (600418.SH)

发力超豪华车蓝海市场，尊界上市取得开门红

优于大市

核心观点

安徽江淮汽车集团股份有限公司历史积淀深厚，是安徽省属重要汽车行业资产。公司是安徽省国资旗下综合型汽车企业集团。公司成立于1964年；2008年公司进入乘用车领域；2015年公司进军新能源领域，先后与大众集团、蔚来汽车合作；公司华为深度合作，推出尊界系列，首款车型于2025年正式发布。公司2024年全年营收421.16亿元；2025年第一季度营收98.01亿元。公司当前传统业务，主要分为商用车、乘用车、客车、底盘及其他业务，商用车、乘用车占了绝大数营收份额。公司近年海外业务表现亮眼，2023/2024年海外业务营收均超过了国内，2024年海外业务营收达到了238.92亿元，占比56.61%。

公司传统业务近年成功把握出海趋势，未来有望全面合作华为。公司商用车业务营收和产品销量在2023/2024年回升，核心产品线包含轻中重卡，其中以轻卡产品为主；公司通过开拓海外市场，以及发力皮卡、多功能商用车，逆势实现了商用车业务的增长。公司自主乘用车业务营收在2024年下滑，但单车营收显著提升；自主乘用车积极出海，开辟新的市场，显著提升单车价值；自主乘用车在国内优化产品结构、出清低效资产，提升运营效率。2025年6月17日，公司与华为在合肥签署战略合作协议，深化战略合作伙伴关系，公司传统业务未来有望全面得到赋能。

超豪华赛道是自主品牌蓝海市场。50万元以上的乘用车市场，国产车（自主品牌+合资品牌）和进口车都占据着重要的份额；但其中国产车除了宝马X5以外，几乎集中均价在60万元以下的豪车市场；价格中枢在70万元以上的进口车有一定销量规模。超豪华赛道目前以进口车为核心，属于自主品牌蓝海市场。鸿蒙智行凭借问界M9在高端豪车市场取得成功，进入超豪华赛道具备一定优势。公司与华为合作的尊界系列首款车型S800于2025年5月30日正式上市，尊界S800产品力强，配置和细节有诸多亮点，上市首月大定突破6500台。

盈利预测与估值：预计公司2025-2027年营业收入分别为490.57/691.72/802.98亿元，归母净利润分别为2.35/17.51/36.22亿元；预计2025-2027年公司EPS分别为0.11/0.80/1.66元，对应PE分别为371.4/49.8/24.1倍。采用分部估值法，预计公司2026年合理市值区间为1061-1213亿元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：传统业务经营的风险、转型不足的风险；尊界销售、相关服务不足的风险；海内外竞争加剧、豪车市场规模萎缩的风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	45,016	42,202	49,057	69,172	80,298
(+/-%)	23.1%	-6.3%	16.2%	41.0%	16.1%
净利润(百万元)	152	-1784	235	1751	3622
(+/-%)	-109.6%	-1277.6%	-113.2%	645.2%	106.9%
每股收益(元)	0.07	-0.82	0.11	0.80	1.66
EBIT Margin	-0.9%	-2.0%	-0.3%	2.2%	4.6%
净资产收益率 (ROE)	1.1%	-15.7%	2.0%	13.1%	21.3%
市盈率 (PE)	575.9	-48.9	371.4	49.8	24.1
EV/EBITDA	79.3	157.4	126.5	49.9	29.3
市净率 (PB)	6.59	7.68	7.53	6.54	5.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

汽车·商用车

证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：贾济恺
021-61761026
jiajikai@guosen.com.cn
S0980524090004

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	48.58 - 55.56元
收盘价	40.09元
总市值/流通市值	87557/87557百万元
52周最高价/最低价	47.28/15.60元
近3个月日均成交额	2646.46百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司是安徽国资重要资产	5
江淮汽车是安徽国资旗下重要资产	5
公司近年盈利能力承压	7
传统业务：成功把握出海趋势，未来有望全面合作华为	10
商用车：把握出海趋势，扩品类应对行业压力	10
自主乘用车：国内“瘦身”增效，海外寻求机遇	13
全面合作华为，传统业务未来注入新活力	15
尊界业务：上市取得开门红，有望成为自主超豪华标杆	16
超豪华旗舰赛道：自主品牌蓝海，鸿蒙系具备优势	16
尊界 S800 上市首月大定突破 6500 台，取得开门红	22
盈利预测	26
假设前提	26
未来 3 年业绩预测	28
盈利预测情景分析	29
估值与投资建议	30
投资建议	32
风险提示	33
附表：财务预测与估值	35

图表目录

图 1: 江淮汽车历史沿革	5
图 2: 江淮汽车股东结构	6
图 3: 公司传统业务模块与组织架构	6
图 4: 公司营业收入 (亿元)	7
图 5: 公司单季度营业收入 (亿元)	7
图 6: 公司归母净利润 (亿元)	8
图 7: 公司单季度归母净利润 (亿元)	8
图 8: 公司毛利率	8
图 9: 公司单季度毛利率	8
图 10: 公司营收拆分 (亿元)	9
图 11: 公司海外和国内业务 (亿元)	9
图 12: 公司期间费用 (亿元)	9
图 13: 公司期间费用率	9
图 14: 公司非经常性损益与政府补助 (亿元)	10
图 15: 公司商用车销量走势 (万辆)	10
图 16: 公司近年商用车营收 (亿元)	10
图 17: 公司商用车-卡车类产品	11
图 18: 公司海外业务增速与占比	11
图 19: 公司皮卡月度销量 (辆)	12
图 20: 公司多功能商用车月度销量 (辆)	12
图 21: 公司当前的皮卡、多功能商用车产品	12
图 22: 公司自主乘用车销量 (万辆)	13
图 23: 公司乘用车业务营收 (亿元)	13
图 24: 公司自主乘用车 ASP 及同比变化 (万元)	13
图 25: 公司自主乘用车产品线	14
图 26: 公司海外的乘用车产品线 (含新能源商用车)	14
图 27: 大众安徽车型——与众 06	15
图 28: 大众汽车 (中国) 科技有限公司未来在华车型规划	15
图 29: 公司与华为签署战略合作协议	15
图 30: 50 万元以上自主+合资车型销量 (辆)	17
图 31: 自主+合资车型中 50 万以上销量占比	17
图 32: 50 万元以上自主+合资车型中自主品牌占比	17
图 33: 2024 年 50-100 万自主/合资前 5 品牌销量 (万辆)	18
图 34: 2024 年 50-100 万自主/合资前 15 车型销量 (万辆)	18
图 35: 2024 年 100 万元以上自主/合资车型销量 (辆)	18
图 36: 2022 年进口车终端销量各价格段占比	19
图 37: 2024 年超豪华赛道轿车代表车型销量 (辆)	20

图 38: 2024 年超豪华赛道 SUV 代表车型销量 (辆)	21
图 39: 自主/合资 40 万元以上 MPV 销量 (万辆)	21
图 40: 尊界 S800 各版本售价及差异化配置	22
图 41: 尊界 S800 外观、内饰的选择	23
图 42: 尊界 S800 外形设计及工艺	23
图 43: 尊界 S800 动态操控与续航	24
图 44: 尊界 S800 行政版注重后排隐私保护	24
图 45: 尊界 S800 兼顾被动安全、主动安全、信息安全	25
图 46: 尊界 S800 订单累计情况	25
图 47: 保时捷与大众的长期估值对比	31
图 48: 法拉利与丰田的长期估值对比	31
图 49: 宝马集团与大众的长期估值对比	31
图 50: 梅奔集团与大众的长期估值对比	31
表 1: 公司与华为合作时间线	7
表 2: 江淮汽车海外产能布局 (部分)	12
表 3: 2024 年我国进口车销量 TOP40	19
表 4: 公司传统业务营收毛利拆分与测算 (亿元)	26
表 5: 公司尊界相关业务与整体营收毛利预测 (亿元)	27
表 6: 公司期间费用率预测	28
表 7: 资产减值与公允价值变动预测 (亿元)	28
表 8: 对外投资收益预测 (亿元)	28
表 9: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)	28
表 10: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	29
表 11: 公司传统业务部分可比公司	30
表 12: 尊界业务盈利测算 (亿元)	30
表 13: 不同市场下豪车车企相对综合型车企的估值倍率	31
表 14: A 股市场综合型乘用车企估值	32

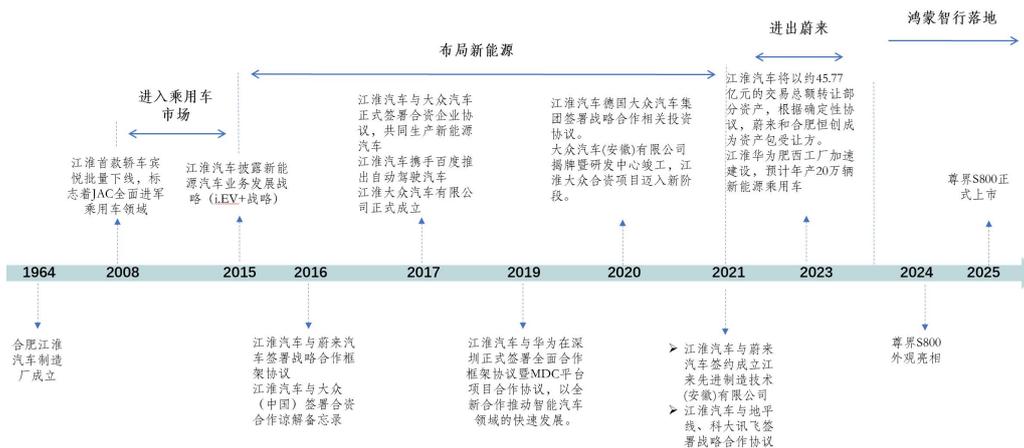
公司是安徽国资重要资产

江淮汽车是安徽国资旗下重要资产

安徽江淮汽车集团股份有限公司始建于1964年，是一家集全系列商用车、乘用车及动力总成研产销和服务于一体，涵盖汽车出行、金融服务等众多领域的综合型汽车企业集团。公司经营产品涵盖：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，形成燃油&新能源动力的整车业务（乘用车、商用车、客车）、核心零部件、汽车出行、汽车服务四大核心板块。公司与华为深度合作打造“尊界”品牌，主打旗舰超豪华价格带，系自主品牌冲击超豪华市场的中坚力量。

公司成立于1964年，当前处于历史新篇章。公司成立于1964年，有60年的历史；公司始于商用车和底盘业务，于2008年正式进入乘用车领域，但没有抓住国内乘用车千人保有量提升的历史机遇；公司在2015年起布局新能源汽车，先后与大众集团、蔚来汽车合作；公司与华为深度合作，成立鸿蒙智行系列子品牌“尊界”，首款轿车S800于2024年底亮相，于2025年正式发布。

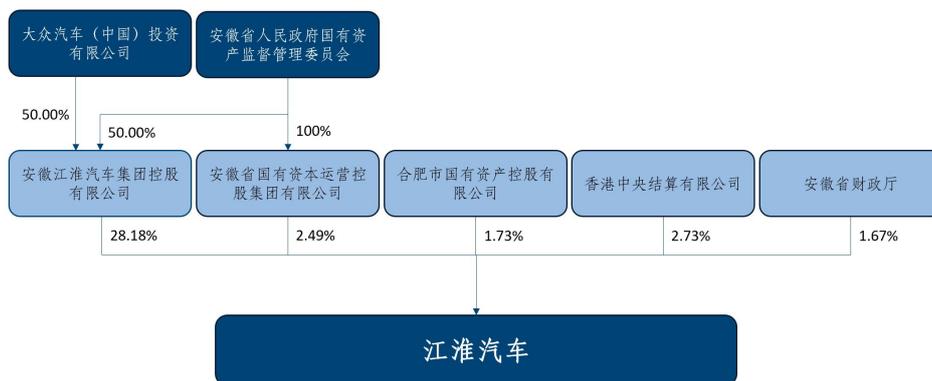
图1：江淮汽车历史沿革



资料来源：江淮汽车官网，国信证券经济研究所

公司是安徽省属重要汽车行业资产。公司大股东为江汽控股，占比28.18%，江汽控股则有大众汽车和安徽省国资委分别持股50%，此外安徽省国资委还间接持有额外2.49%。安徽国资委之外，合肥市国资委、安徽省财政厅分别持有1.73%、1.67%。

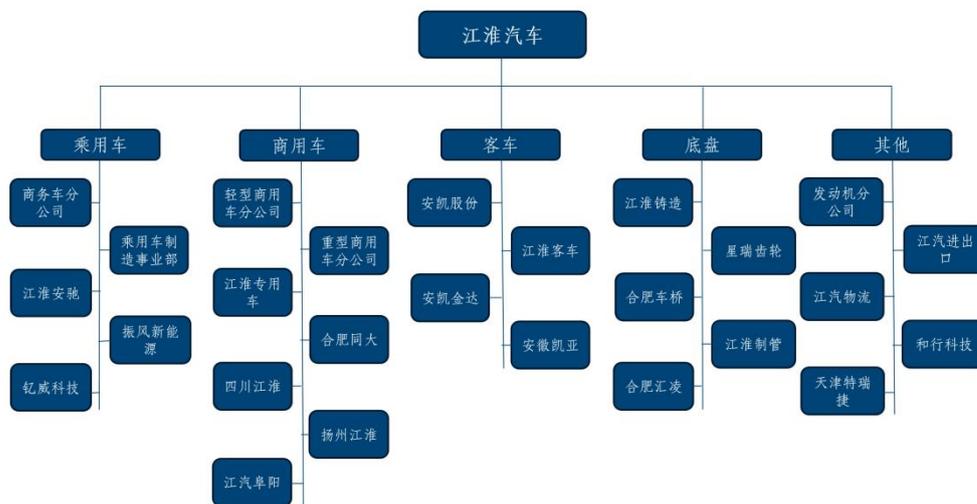
图2：江淮汽车股东结构



资料来源：公司 2025 一季报，国信证券经济研究所

公司的传统业务可分为：乘用车、商用车、客车以及底盘，其中以商用车、乘用车为主。商用车业务主要由旗下的轻型商务车分公司、重型商务车分公司与江淮专用车负责，核心产品包括轻中卡、皮卡、多功能商用车（Van）。乘用车业务主要由旗下的乘用车制造事业部与商务车分公司负责，产品有瑞风系列 MPV、自有品牌 SUV、江淮钇为等。客车业务主要由江淮客车与子公司安凯股份负责。底盘业务主要由江淮铸造负责。公司其他重要分部还有发动机分公司、江汽进出口、江汽物流等。

图3：公司传统业务模块与组织架构



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所

公司和华为深度合作，推出鸿蒙智行第四界——尊界系列，首款车型尊界 S800 于 2025 年 5 月 30 日正式上市。公司与华为的合作可以追溯到 2019 年，公司与华为签订全面合作框架协议以及 MDC 平台项目合作协议；随后，公司与华为的合作逐渐加深，尊界项目从车型规划到产能逐渐落地；尊界首款车型 S800 在 2024 年底首次亮相，并于 2025 年 5 月正式上市。

表1: 公司与华为合作时间线

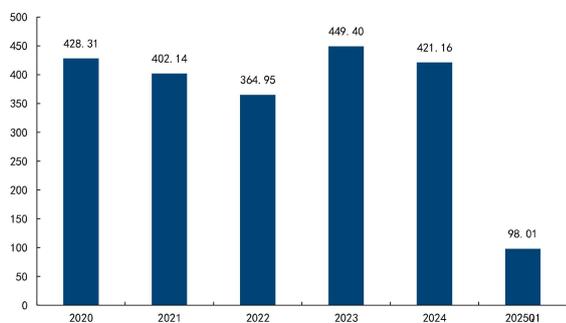
时间	合作进展
2019年12月	江淮汽车与华为在深圳正式签署全面合作框架协议暨MDC平台项目合作协议
2021年4月	上汽集团与宏景智驾联合成立的域智能举行品牌发布会, 并公布与华为等达成深度合作
2021年4月	上汽集团在第二届中国(合肥)智能汽车创新发展战略高峰论坛上, 展示最新研发成果和新产品全面应用与华为联合开发的智能汽车生态系统
2021年8月	上汽集团在互动平台上表示, 公司正与华为在HMS(移动服务)、智能驾驶核心传感器、MDC(移动数据中心)、智能座舱等方面展开合作
2023年2月	中建六局联合体中标安徽肥西新能源汽车智能产业园EPC项目, 该项目建成后将用于华为与上汽集团在合肥共同开发新一代高端智能电动汽车。
2023年12月	与华为终端有限公司签署《智能新能源汽车合作协议》, 江淮汽车负责打造生产基地实现合作车型的交付; 江淮汽车同意华为终端或其指定的第三方在全球范围内独家提供合作车型的销售服务
2024年11月	尊界S800首次亮相, 公布外观
2025年2月	尊界S800黑科技发布会
2025年5月	尊界S800正式发布会

资料来源: 公司公告、鸿蒙智行公众号, 国信证券经济研究所

公司近年盈利能力承压

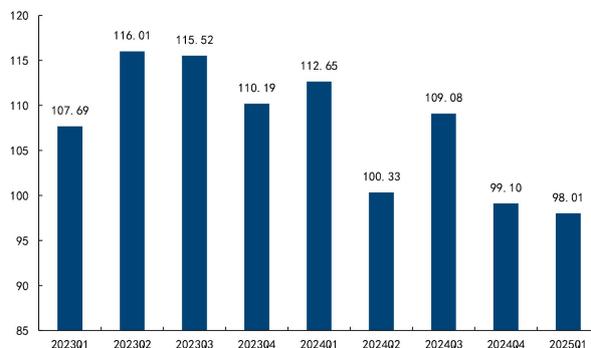
公司2024年营收421亿元, 在尊界蓄力的关键阶段, 传统主业收入维持住了一定体量。公司2024年全年营收421.16亿元, 相比2023年有所下滑; 2025年第一季度营收98.01亿元。公司董事长在尊界发布会上提出“一切为了尊界, 为了尊界的一切”口号, 公司传统主营业务在资源有限情况下依然保持了一定规模, 尽管弱于2023年, 但相比2021和2022年仍然有增长。

图4: 公司营业收入(亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

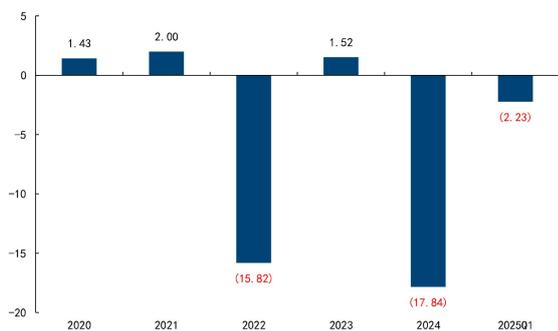
图5: 公司单季度营业收入(亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

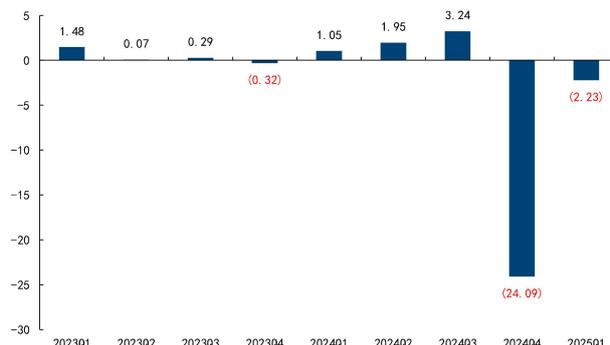
公司2024年归母净利润-17.84亿元, 扣非归母净利润-27.41亿元, 2025年Q1归母净利润-2.23亿元。2024年, 公司实现归母净利润亏损17.84亿元, 一方面是尊界业务处于大力投入阶段且车型尚未发布无产出, 另一方面, 公司计提了资产减值, 以及大众安徽有较大亏损。2024年, 公司计提11.46亿元减值, 其中来自合同资产和无形资产的减值较大; 公司持有大众安徽25%股权, 2024年公司对大众安徽的投资收益产生亏损达13.5亿元; 剔除减值和大众安徽影响, 公司保持了小幅正收益, 以及小幅扣非后亏损。

图6: 公司归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

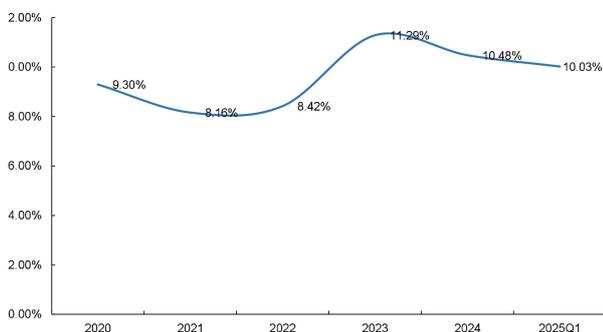
图7: 公司单季度归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

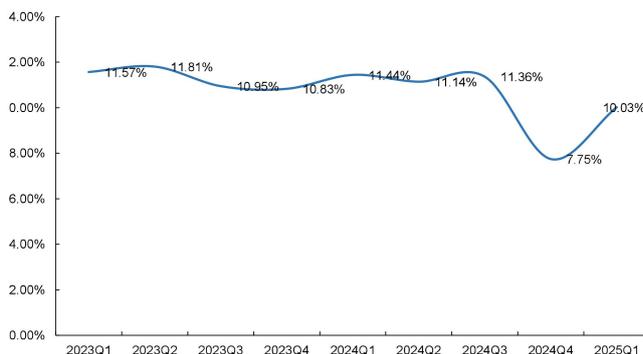
公司 2024 年毛利率为 10.48%, 2025 年第一季度毛利率为 10.03%。公司在商用车尤其是轻中卡行业低迷情况下, 兼顾乘用车业务转型的同时, 积极探索海外业务机会, 在 2023/2024 年转型期实现了毛利率的整体提升。公司在 2021 年毛利率达到近年的地点 8.16%, 随着海外业务的提升, 2023 年达到 11.29%, 2024 年和 2025 年第一季度有所下滑, 但仍在 10% 以上。

图8: 公司毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

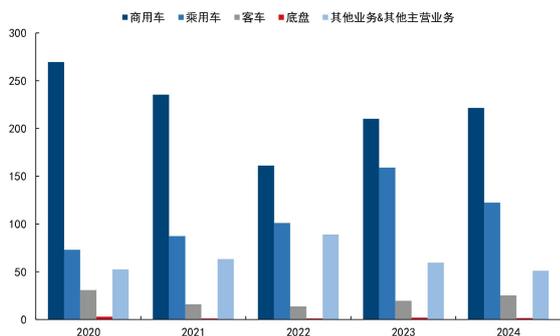
图9: 公司单季度毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

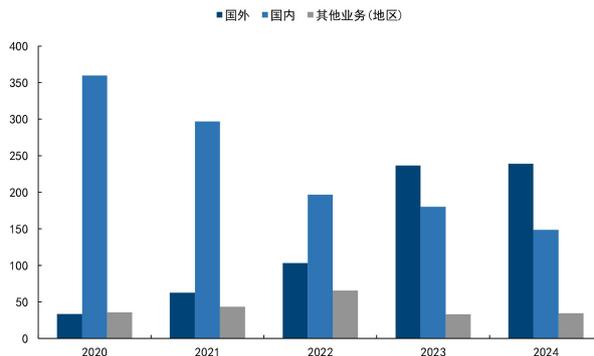
公司当前传统业务, 按项目主要分为商用车、乘用车、客车、底盘及其他业务, 商用车、乘用车占了绝大多数营收份额。商用车业务是公司目前最大的营收来源, 2024 年营收占比达 52.51%; 公司商用车传统强项在于轻卡, 但近年来轻卡市场持续低迷, 公司及时通过出海、拓展皮卡、拓展厢货车等方式调整商用车板块, 商用车营收在 2022 年触底反弹。公司自主乘用车起步较早, 但错过了过去的发展机遇, 公司拓展海外业务, 推动乘用车营收在 2023 年以前持续增长; 2024 年, 公司加大了尊界项目投入, 精简了传统自主车型的产品线, 自主乘用车业务完成“瘦身”。此外公司还有客车、非完整车辆等产品线。公司近年海外业务表现亮眼, 2023/2024 年海外业务营收均超过了国内, 2024 年海外业务营收达到了 238.92 亿元, 占比 56.61%。

图10: 公司营收拆分 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

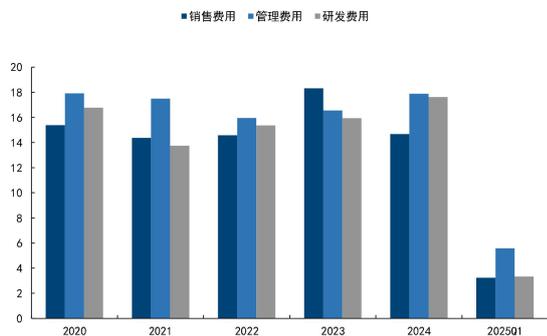
图11: 公司海外和国内业务 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

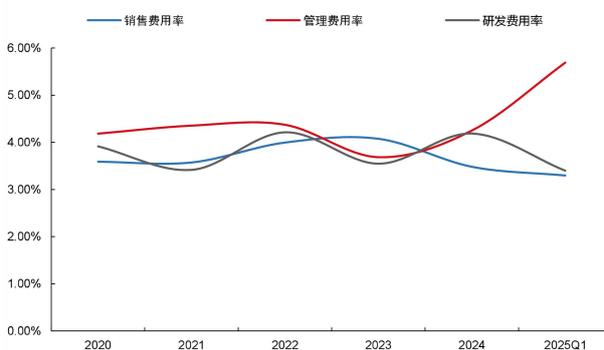
公司研发、管理、销售三大费用相对平衡, 其中管理费用率在 2025 年有明显上升。2024 年, 公司销售、管理、研发费用分别为 14.67/17.89/17.63 亿元, 对应费用率分别为 3.48%/4.25%/4.19%。纵向来看, 管理费用率相对稳定, 2024 年数据与近年平均水平相似; 销售费用有所下滑, 反应了公司资源向尊界倾斜的现状; 研发费用在 2024 年有所提升, 公司处于相对高投入阶段。2025 年第一季度, 销售、研发费用率有所下滑, 管理费用率有明显的提升, 达到了 5.69%。

图12: 公司期间费用 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

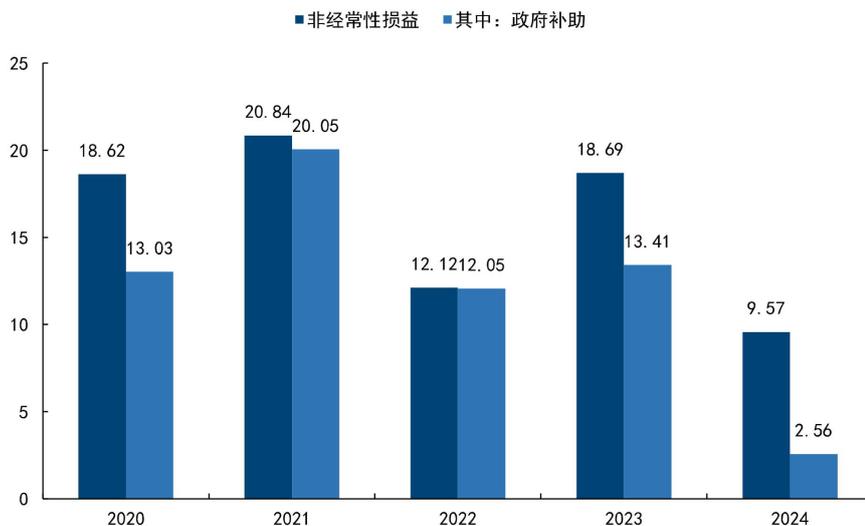
图13: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司过往业绩中, 非经常性损益有一定体量, 其中大多来自政府补助, 但在 2024 年政府补助大幅减少, 对公司业绩影响已经有限。公司的过往业绩中, 非经常性损益影响较大, 导致公司的扣非后归母净利润与归母净利润相差巨大, 其中在 2021 年, 非经常性损益高达 20.84 亿元。过往的非经常损益, 大多来自于政府补助, 2020-2023 年, 公司获得政府补助均在 10 亿元以上, 其中在 2021 年更是超过了 20 亿元。但是在 2024 年, 公司获得政府补助大幅降低, 为 2.56 亿元, 对公司整体业绩影响有限。

图14: 公司非经常性损益与政府补助 (亿元)



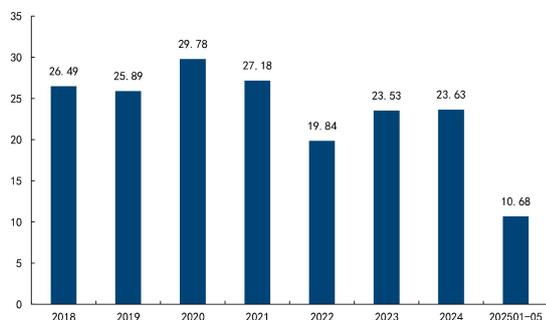
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

传统业务: 成功把握出海趋势, 未来有望全面合作华为

商用车: 把握出海趋势, 扩品类应对行业压力

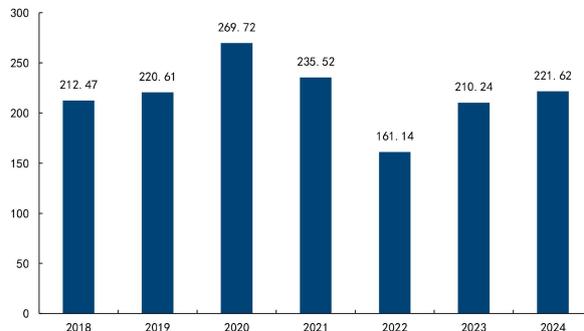
公司商用车业务营收和产品销量在 2023/2024 年回升。公司商用车业务在 2020 年达到近年来高点 269.72 亿元; 2021 年、2022 年连续下滑, 2022 年仅为 161.14 亿元; 后续公司成功把握出海趋势, 以及通过扩品类, 在 2023/2024 年逐渐恢复商用车业务体量。

图15: 公司商用车销量走势 (万辆)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司近年商用车营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

商用车核心产品线包含轻中重卡, 其中以轻卡产品为主。公司的优势产品以帅铃、俊铃系列轻卡为主, 也布局有重卡、中卡产品。此外, 底盘等非完整车辆、客车

也有产品布局。

图17: 公司商用车-卡车类产品



资料来源: 江淮汽车官网, 国信证券经济研究所整理

轻卡行业近年受到政策以及新能源微卡影响, 市场规模萎缩, 公司通过开拓海外市场, 以及发力皮卡、多功能商用车, 逆势实现了商用车业务的增长。

出海方面, 海外营收高速增长, 近两年占比过半。公司出海业务高速增长, 海外营收增速在 2021-2023 年分别达到了 88%/64%/129%, 海外营收在 2023/2024 年占比过半。商用车、乘用车在海外业务中都扮演了重要角色。

图18: 公司海外业务增速与占比



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所

公司广泛布局海外产能, 为近年海外业务高速增长筑基。公司通过自建、合作等模式布局多个海外工厂或KD工厂, 产能覆盖拉美、欧洲、南亚、东南亚, 车型覆盖卡车、皮卡、客车、燃油乘用车、新能源乘用车多种车型。

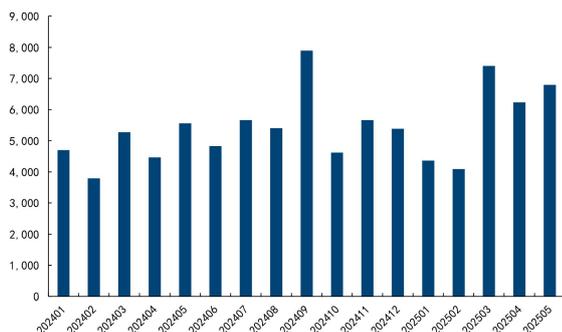
表2: 江淮汽车海外产能布局 (部分)

国家	基地名	类别	涉及的江淮车型
墨西哥	Giant Motors Latinoamerica, S.A. de C.V., Ciudad Sahagun Plant	整车, 电动车工厂	江淮自主乘用车、皮卡、新能源车多款 车型
巴基斯坦	Gandhara Automobiles Limited, Bin Qasim Plant	整车	江淮 X200 1-ton pickup (2018年-), 1020K Truck, 1042K Truck;
马来西亚	N. B. Heavy Industries Sdn. Bhd., Sibul Plant	整车	江淮 (JAC): 轻型卡车
巴基斯坦	Afzal Motors Pvt Ltd, Karachi Plant	整车	江淮卡车, 江淮客车
厄瓜多尔	Aymesa S.A., Quito Plant	整车	江淮 瑞风 S3 SUV
俄罗斯	JSC Moscow Automobile Plant Moskvich, Moscow Plant	整车, 电动车工厂	江淮思皓海外版等
俄罗斯	AMT N.V., Chelyabinsk Plant	整车	江淮 (JAC) 6x6 轮驱动卡车, 6x4 轮驱动 卡车, 4x4 轮驱动

资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所

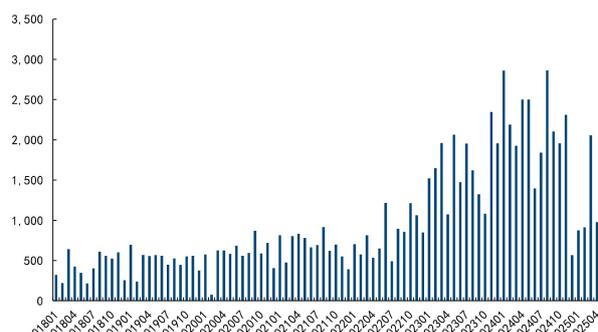
公司在商用车领域发力皮卡业务, 实现扩品类, 多功能商用车也在 2023/2024 年明显增长。公司在 2023 年开始发力皮卡业务, 2024 年起开始实现一定规模销量, 皮卡业务全年实现 6.3 万辆销量; 2025 年 3 月后, 皮卡月销显著提升。公司布局多功能商用车 (VAN) 业务较早, 但在 2022 年以前销量规模较低; 为应对复杂变化的轻卡市场, 公司 VAN 业务在 2022 年下半年发力, 销量显著提升。

图19: 公司皮卡月度销量 (辆)



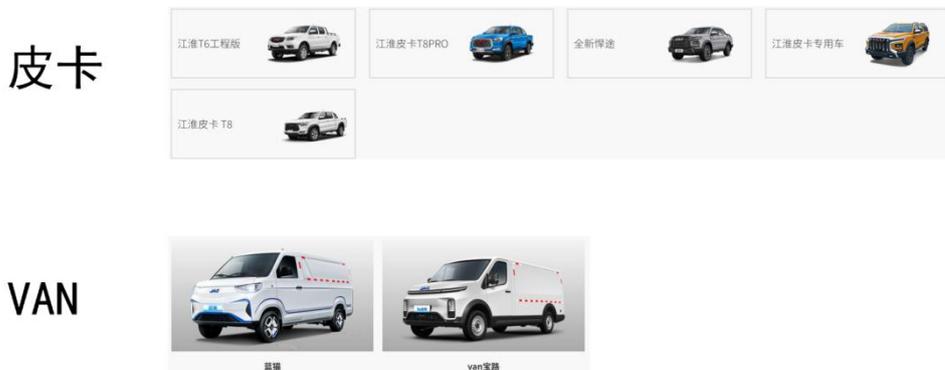
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 公司多功能商用车月度销量 (辆)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司当前的皮卡、多功能商用车产品

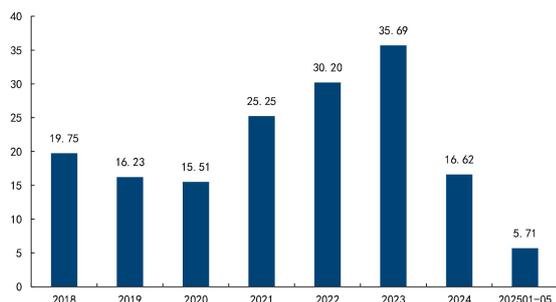


资料来源: 江淮汽车官网, 国信证券经济研究所

自主乘用车：国内“瘦身”增效，海外寻求机遇

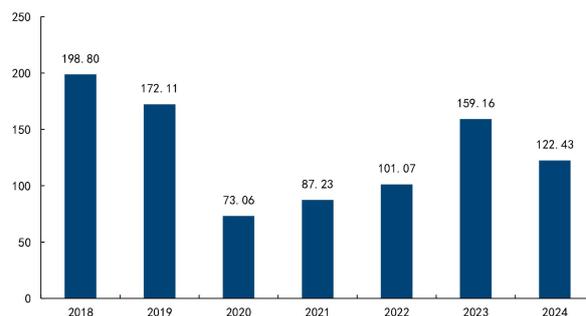
公司自主乘用车业务营收在 2024 年下滑，但单车营收显著提升。2020-2023 年，公司自主乘用车销量和营收持续增长，但单车营收却处于近年来底部区间，甚至在 2020-2022 年，单车营收连续负增长，效率低下。2024 年，尊界业务进入关键阶段，自主乘用车资源有限，销量大幅下滑，但由于产品结构改善和出海，单车营收同比提升 65%，效率大幅提升。

图22：公司自主乘用车销量（万辆）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图23：公司乘用车业务营收（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图24：公司自主乘用车 ASP 及同比变化（万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司乘用车产品结构调整，划分为自主燃油、思皓系列、瑞风系列、江淮钇为四个板块。公司原有的乘用车产品线丰富，随着产品结构优化，产品线分类逐渐清晰。瑞风系列主要是 MPV 车型以及瑞风旗下星锐等 VAN 车型，目前在国内仍有一定市场；自主燃油车型目前向海外市场倾斜；钇为系列是公司自主研发的新能源品牌，专注小型车市场，处于开拓阶段。

图25: 公司自主乘用车产品线



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司自主乘用车业务全面进入国际市场, 得益于海外业务, 公司的乘用车单车收入提升。公司完成了由国内向海外的高质量产品导入, 燃油轿车、燃油 SUV、新能源款车型、钇为海外版均已在海外上线; 上文海外产能布局中, 也可以看到公司海外产能已经覆盖了主要的自主乘用车车型。在公司“一切为了尊界, 为了尊界的一切”大方针下, 自主乘用车积极出海, 开辟新的市场, 显著提升了单车价值和运营效率。

图26: 公司海外的乘用车产品线 (含新能源商用车)



资料来源: 公司海外官网, 国信证券经济研究所整理

公司处置低效资产, 对自主乘用车业务主动“瘦身”, 提升经营效率的同时, 方便未来更加专注于尊界业务。根据公司公告, 公司在 2023 年底开始, 着手处理低效乘用车产能, 处置了包含乘用车三工厂相关固定资产、存货、在建工程、厂房、设备以及新桥工厂等资产, 涉及资金价值近 45 亿元, 这也标志着公司推出了蔚来的代工业务。资产处置完成后, 公司目前国内的乘用车产能集中在乘用车一工厂、安庆新能源工厂、尊界肥西超级工厂三大工厂。

公司持有大众安徽 25% 股权, 大众安徽在 2024 年承受了较大亏损, 对公司投资收益有较大影响。大众安徽在 2024 年发布了首款车型, 即采用大众金标的“与众”系列子品牌, 首款车型与众 06。根据大众集团的规划, 预计在 2026 年起, 大众将在国内推出本土平台, 以及包含与小鹏汽车合作车型在内的多款车型。新车型的研发、生产有望落地大众安徽。

图27: 大众安徽车型——与众 06



资料来源: 懂车帝, 国信证券经济研究所整理

图28: 大众汽车(中国)科技有限公司未来在华车型规划



资料来源: 腾讯新闻, 国信证券经济研究所整理

全面合作华为, 传统业务未来注入新活力

2025年6月17日, 公司与华为在合肥签署战略合作协议, 深化战略合作伙伴关系。双方将在智能汽车解决方案、企业数智化转型、企业绿色低碳化转型等领域开展全面合作, 共同推动汽车产业的电动化、智能化和网联化发展。

此次合作规格高, 双方高层出席了协议签约仪式。控股集团及公司董事长项兴初, 华为轮值董事长徐直军共同见证签约; 公司副总经理宋华与华为安徽代表处总经理丁肇一代表双方签约; 公司总经理李明, 深圳引望智能技术有限公司 CEO 靳玉志, 以及其他相关领导出席活动。公司端负责签约的宋华总兼任公司旗下轻型商用车子公司总经理, 此次签约有望推动华为对公司的赋能拓展至商用车领域。

图29: 公司与华为签署战略合作协议



资料来源: 江汽集团公众号, 国信证券经济研究所

根据协议，双方将进一步推动华为智能汽车解决方案在公司车型平台上搭载应用。双方全面合作包含：

产品端：包括但不限于辅助智能驾驶、智能座舱、智能车控、智能车云、智能车载光、车载通讯等产品领域。

运营管理方面：依托华为在 AI 领域及通信技术上的先进能力与实践，数据治理和数据要素流通的全流程经验，通过数智化转型合作，助力公司在研发、制造、供应链、销售、服务等多场景的 AI 智能化应用，促进公司业务数据流通全流程跟踪追溯和数据驱动的智能经营决策。

ESG 方面：通过加强双方在清洁能源和能源数字化、充电基础设施、绿色数据中心等领域的合作，助力江汽集团高质量发展，实现绿色低碳化转型。

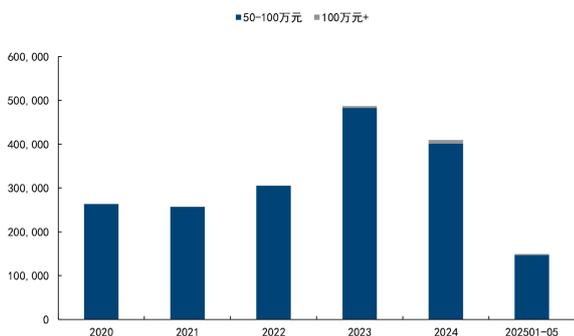
尊界业务：上市取得开门红，有望成为自主超豪华标杆

超豪华旗舰赛道：自主品牌蓝海，鸿蒙系具备优势

50 万元以上的乘用车市场，国产车（自主品牌+合资品牌）和进口车都占据着重要的份额。我们将 50 万元以上的豪车市场整体划分为两部分：1、均价在 60 万元级别及以下的高端豪车赛道，例如 BBA 的合资 C 级轿车“56E”、问界 M9、理想 MEGA 等；2、均价在 70 万级别及以上的超豪华市场，下限为奔驰、宝马的 C 级 SUV 车型，中坚力量为 BBA 的 D 级全系车型和保时捷、路虎（进口）等豪华品牌车型，以及宾利、劳斯莱斯等顶奢品牌车型，加上部分品牌的百万级车型。后者为尊界系列主攻的赛道。

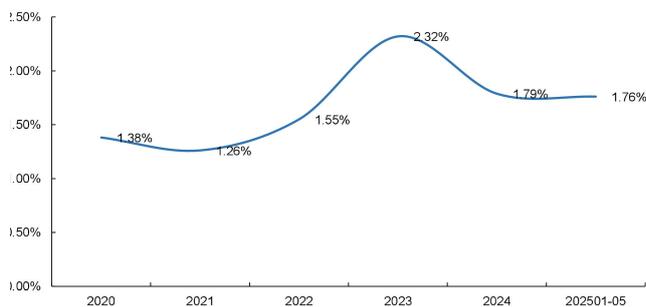
50 万元以上的国产豪车市场，随着消费升级、自主替代和进口车型国产化，市场规模扩容，但随着价格战和部分豪车定价下沉，近两年占比在下滑。2023 年及以前，国产豪车销量显著增长，50 万元以上车型销量从 2020 年的 26.33 万辆，增长到 2023 年的 48.68 万辆；当时，50 万元以上自主豪车尚未发力，消费升级趋势带动了 50 万元以上销量的增长，此外宝马 X5 等原进口豪车在 2022 年之后国产化，助力了国产豪车销量的增长。2024 年，随着价格战的推进，以及自主品牌豪车的竞争，部分豪车车型或 SKU 如奥迪 A6 等指导价下沉至 50 万以下，导致 50 万元以上销量降低。此外，由于 56E 等车型终端折扣巨大，部分售价 50 万元以上的车型或 SKU 实际成交价在 50 万以下。占比方面，国产车型中，50 万元以上车型销量占比在 2023 年达到高点 2.32%，2025 年 1-5 月，占比为 1.76%。其中 100 万元以上的自主/合资车型在 2024 年销量 2.7 万辆，但 2025 年 1-5 月仅为 2402 辆。

图30: 50 万元以上自主+合资车型销量 (辆)



资料来源: 交强险数据, 国信证券经济研究所整理

图31: 自主+合资车型中 50 万以上销量占比

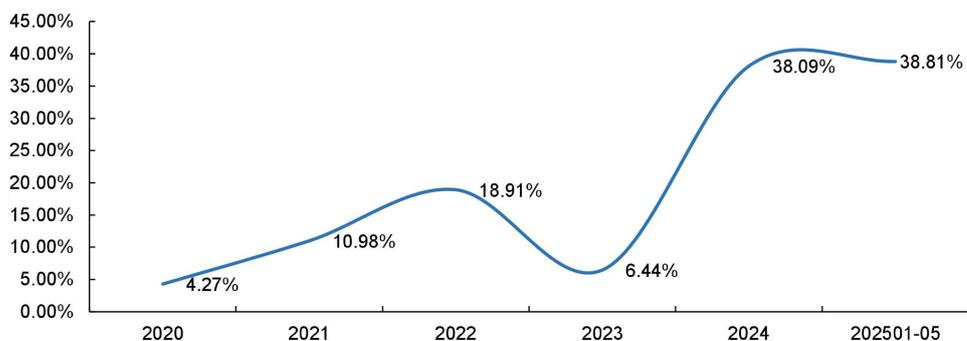


资料来源: 交强险数据, 国信证券经济研究所整理

注: 国产车 (自主+合资) 和进口车的上险量数据分开统计

自主品牌高端化趋势显著, 50 万元以上的合资+自主品牌车型中, 自主品牌占比高速增长。50 万元以上的国产车中, 自主品牌占比从 2020 年的 4.27% 增长至 2024 年的 38%。自主品牌高端化趋势迅猛, 以鸿蒙智行系旗下的问界 M9 为代表的 50 万元以上自主品牌车型, 对豪华合资车型产生了巨大影响。一方面, 自主品牌豪车不断攻取合资品牌份额; 另一方面, 为了应对自主品牌竞争, 合资豪车通过折扣、下调指导价等方式降价, 导致自主品牌在 50 万元以上占比快速提升。若以终端成交价为口径, 预计 50 万元以上自主品牌占比将更高。

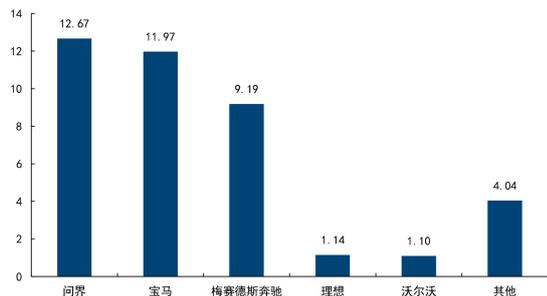
图32: 50 万元以上自主+合资车型中自主品牌占比



资料来源: 交强险数据, 国信证券经济研究所整理

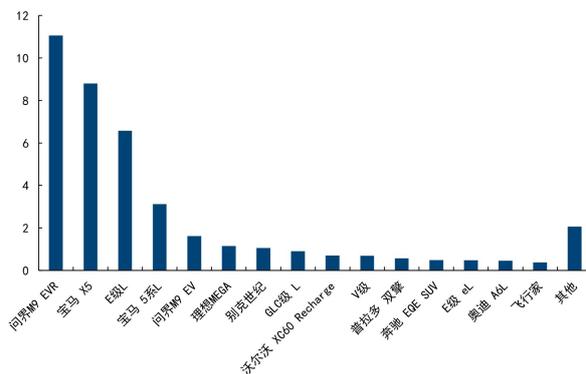
参考 2024 年全年销量, 50-100 万自主/合资车中, 鸿蒙问界、宝马、奔驰三大品牌占了主要份额, 整体以高端豪华车型为主。品牌上, 50-100 万自主/合资车中, 2024 年销量前三大品牌为问界、宝马、梅赛德斯奔驰, 销量分别为 12.67 万辆、11.97 万辆、9.19 万辆, 合计占了 84.33%。车型上问界 M9、宝马 X5、奔驰 E 系列、宝马 5 系列列头部。值得注意的是, 50-100 万自主/合资主要车型中, 宝马 X5 实际成交价较高, 处于超豪华赛道边缘, 其他车型几乎都处在高端豪华赛道, 而宝马 5 系、奔驰 E 系列中多款 SKU 实际成交价早已跌破 50 万元。

图33: 2024年50-100万自主/合资前5品牌销量(万辆)



资料来源: 交强险数据, 国信证券经济研究所整理

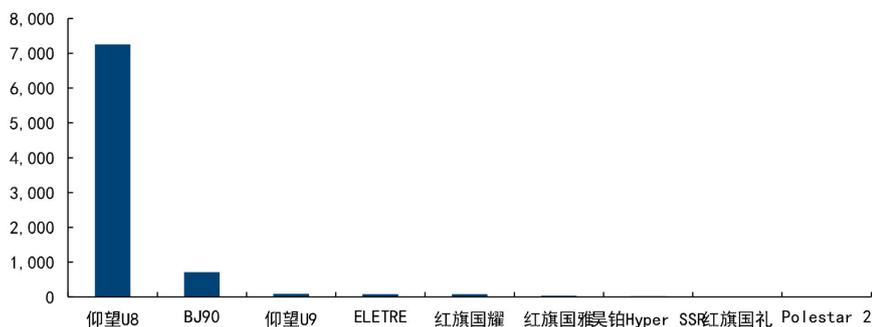
图34: 2024年50-100万自主/合资前15车型销量(万辆)



资料来源: 交强险数据, 国信证券经济研究所整理

100万元以上的自主/合资车型, 主要是仰望系列, 仰望U8在2024年销量为7254辆, 合资车型基本绝迹。2024年, 自主品牌的100万元以上超豪华车型, 主要是BYD的仰望系列和红旗金葵花系列, 其中仰望系列产生了一定销量规模, 2024年全年销量7254辆。

图35: 2024年100万元以上自主/合资车型销量(辆)

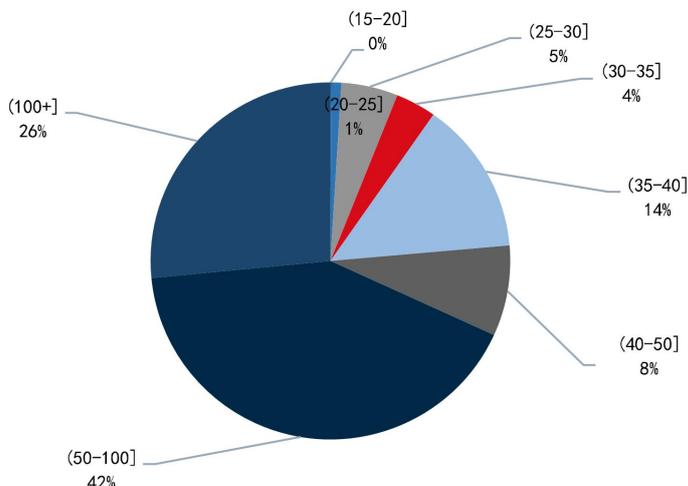


资料来源: 交强险数据, 国信证券经济研究所整理

分析50万元以上的自主/合资车市场, 得到以下观点: 1、自主品牌高端化趋势明显, 以鸿蒙智行系问界为代表的自主品牌发力, 自主品牌在自主/合资中占比快速提升, 已经接近40%; 2、50万-100万的自主/合资车型, 仍以均价60万级及以下的高端豪车为主, 除刚国产化不久的宝马X5之外, 鲜有接近超豪华赛道的车型; 3、100万以上超豪华自主或合资车型, 当前销售规模非常小, 几乎都来自于BYD的仰望U8。因此, 当前的超豪华赛道, 仍然以进口车型为主, 处于自主品牌蓝海市场。

进口车市场近年正在收缩, 但是目前仍有一定规模, 且以50万元以上车型为主。根据乘联会数据, 中国进口车进口量从2017年的124万台持续以年均8%左右下行, 到2023年为80万台, 2024年全年汽车进口70万台。参考2022年进口车交强险数据, 2022年我国进口车上险量为76.83万辆, 其中50-100万元车型上险量为31.92万辆, 占比41.55%, 100万元以上车型上险量高达20.34万辆, 占比为26.47%, 二者合计52.26万辆, 占比超过68%。

图36: 2022 年进口车终端销量各价格段占比



资料来源: 交强险数据, 国信证券经济研究所整理

根据易车网数据, 以及车媒指导价信息, 2024 年销量前 40 的进口车型, 大多数价格中位在 50 万元以上; 而价格中位数处于 50-100 万元的热销车型中, 大多数销量来自于中位数 70 万以上车型。根据易车网整理的 2024 年进口车型前 40 排名, 前 40 进口车型共计有 54.24 万辆销量; 价格中枢在 50 万元以上车型占了其中的 30 个, 合计销量超 32 万辆; 价格中枢在 50-100 万元的车型有 15 个, 合计销量 15.09 万辆, 其中价格中枢在 70-100 万元的车型 5 个, 合计销量 8.87 万辆; 价格中枢在 100 万元以上车型 15 个, 合计销量 16.94 万辆。

表3: 2024 年我国进口车销量 TOP40

排名	品牌	车型	车类型	指导价 (万元)	2024 销量 (辆)
1	雷克萨斯	雷克萨斯 ES	中大型轿车	29.69-48.89	108015
2	奔驰	奔驰 GLE	中大型 SUV	69.98-88.28	44371
3	雷克萨斯	雷克萨斯 RX	中大型 SUV	38.00-61.90	32118
4	雷克萨斯	雷克萨斯 NX	中型 SUV	31.88-42.08	20175
5	路虎	揽胜	中大型 SUV	141.20-379.50	19825
6	路虎	卫士	中大型 SUV	68.80-146.60	18379
7	保时捷	卡宴	中大型 SUV	91.80-250.80	18258
8	宝马	宝马 4 系	中型车	38.69-52.59	17732
9	丰田	埃尔法	MPV	89.90-92.90	16507
10	沃尔沃	沃尔沃 XC90	中大型 SUV	44.90-62.90	15547
11	保时捷	帕拉梅拉	大型车	112.70-247.60	15333
12	奔驰	奔驰 S 级	大型车	96.26-204.26	15036
13	奥迪	奥迪 Q7	中大型 SUV	60.98-80.48	14772
14	奔驰	奔驰 GLS	大型 SUV	106.00-139.82	13985
15	奥迪	奥迪 A5	中型车	37.98-49.88	12523
16	奔驰	迈巴赫 S 级	大型车	146.80-364.30	12449
17	宝马	宝马 7 系	大型车	91.90-126.20	10709
18	丰田	兰德酷路泽	中大型 SUV	预计 80-130 (平行进口)	10173
19	保时捷	Macan	中型 SUV	57.80-85.80	9627
20	奥迪	奥迪 A8	大型车	78.98-207.68	9225
21	宝马	宝马 2 系 (进口)	紧凑型车	27.29-30.29	8388
22	宝马	宝马 X4	中型 SUV	46.69-66.69	8333
23	MINI	MINI	小型车	23.38-28.28	7905

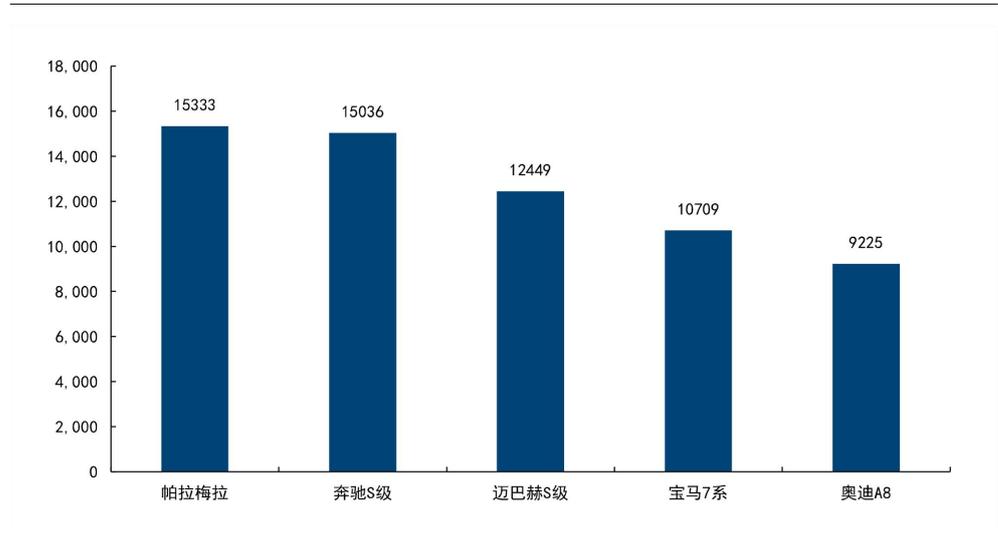
24	宝马	宝马 6 系 GT	中大型车	59.09-69.99	7469
25	宝马	宝马 X7	大型 SUV	103.90-172.90	7331
26	大众	途锐	中大型 SUV	45.98-79.38	6581
27	宝马	宝马 X2 (进口)	紧凑型 SUV	31.69-41.99	6065
28	路虎	揽胜运动	中大型 SUV	95.00-218.00	6020
29	奔驰	奔驰 CLA	紧凑型车	30.92-39.40	5660
30	奔驰	奔驰 G 级	中大型 SUV	186.8	5258
31	奔驰	奔驰 GLE	中大型车	45.76-59.63	4576
32	奔驰	奔驰 E 级 (进口)	中大型车	45.92-57.00	4495
33	丰田	普拉多 (进口)	中大型 SUV	预计 50+ (平行进口)	4487
34	雷克萨斯	雷克萨斯 LM	MPV	119.90-155.00	3783
35	奥迪	奥迪 A7 (进口)	中大型车	58.98-78.88	3733
36	保时捷	保时捷 718	跑车	56.50-157.80	3690
37	奥迪	奥迪 A6 (进口)	中大型车	50.58-61.39	3542
38	路虎	揽胜星脉	中型 SUV	56.80-78.80	3463
39	宝马	宝马 X6	中大型 SUV	79.99-97.59	3433
40	宝马	宝马 5 系 (进口)	中大型车	43.99-52.59	3407
合计					542378

资料来源：易车网、太平洋汽车，国信证券经济研究所整理

综上，结合自主、合资、进口的情况，我们估算，我国超豪华车型赛道市场规模约在 40-60 万辆量级。其中，除宝马 X5、仰望之外，超豪华赛道销量几乎都来自于进口车，属于自主品牌的蓝海市场。

超豪华赛道的轿车车型代表为 BBA 的 D 级轿车和帕拉梅拉，奔驰 S 级及其迈巴赫版堪称行业标杆。2024 年，奔驰 S 及迈巴赫版 S 合计销量 2.75 万辆；保时捷帕拉梅拉风格更为运动，销量 1.53 万辆；奔驰 S、宝马 7 系、奥迪 A8、帕拉梅拉合计销量 6.28 万辆。此外，如宾利、劳斯莱斯等顶奢品牌，以及 AMG、M power 等 BBA 官方改装车型未进入销量榜，代表车型之外仍有少量超豪华轿车市场空间。

图37: 2024 年超豪华赛道轿车代表车型销量 (辆)

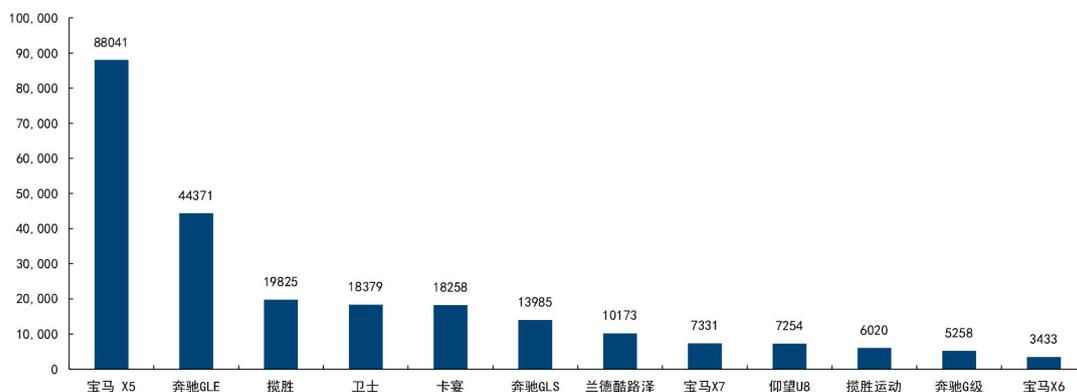


资料来源：易车网，国信证券经济研究所整理

超豪华赛道的 SUV 市场规模比轿车更大，代表车型区别大，宝马 X5 曾是百万级 SUV 标杆，国产化后价格降低但销量可观。超豪华赛道的 SUV 车型风格更多，有宝马 X5、奔驰 GLE、卡宴等偏家用、运动的车型，也有路虎卫士、奔驰 G 级、丰田兰德酷路泽、仰望 U8 等硬派越野车型，以及路虎揽胜等具备一定行政功能的车型。宝马 X5 国产化之前是百万级 SUV 的标杆车型之一，国产化之后售价降低，但

销量可观，2024 年在问界 M9 的冲击下，仍有 8.8 万辆销量。选取的 12 款代表车型涵盖自主、合资、进口车型，2024 年合计销量 24.23 万辆，超豪华 SUV 市场规模远大于轿车。

图38: 2024 年超豪华赛道 SUV 代表车型销量 (辆)

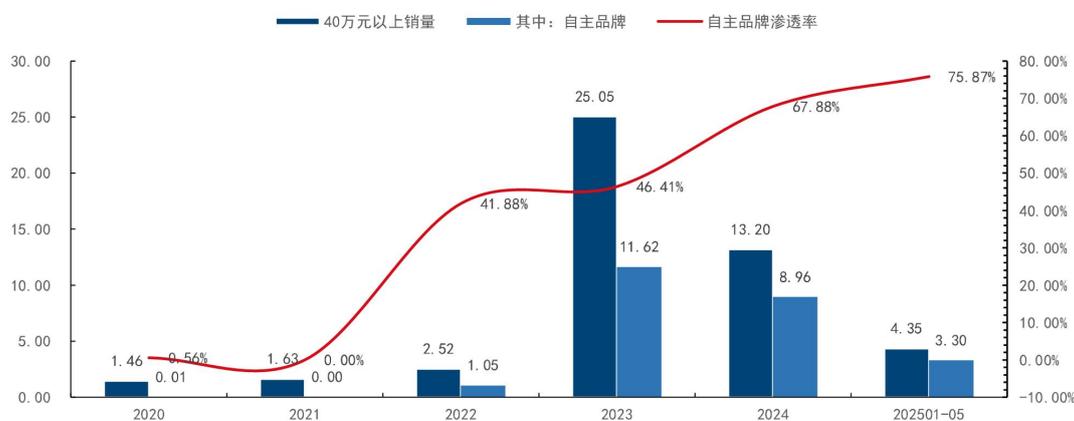


资料来源：易车网、交强险数据，国信证券经济研究所整理

超豪华 MPV 市场规模有限，标杆为丰田埃尔法。百万级 MPV 标杆为丰田埃尔法，2024 年销量为 1.65 万辆，此外售价在百万以上的雷克萨斯 LM 在 2024 年销量 0.38 万辆，二者合计 2 万辆以上销量。

鸿蒙智行目前暂无在售 MPV 车型，若考虑尊界 MPV 下沉至豪华 MPV 赛道，面临的规模将达到 10 万辆量级。40 万元以上的 MPV 销量快速增长，在 2023 年销量达到了 25 万辆。增长原因主要是自主品牌豪华 MPV 蓬勃发展；另一方面，2023 年别克 GL8 主销 SKU 指导价在 40 万元以上，导致 40 万元以上 MPV 销量大幅增长。2024 年，GL8 价格下沉，导致 40 万元以上 MPV 销量下降，但仍然在 10 万辆以上。豪华 MPV 市场，自主品牌蓬勃发展，代表车型较多，如腾势 D9、岚图梦想家、极氪 009、理想 MEGA、WEY 高山等。2025 年 1-5 月，40 万以上自主/合资 MPV 市场，自主品牌市占率达到了 75.87%。

图39: 自主/合资 40 万元以上 MPV 销量 (万辆)



资料来源：交强险数据，国信证券经济研究所整理

综上，超豪华赛道仍处于自主品牌蓝海，而豪华 MPV 赛道也具备一定市场规模。

鸿蒙智行凭借问界 M9，已经在高端豪华领域取得了不俗的成绩，展现了强大的产品力和产品定义能力，同时树立了高端豪华的品牌形象、积累了豪车的设计、销售、服务经验。鸿蒙智行系列在进军超豪华赛道和豪华 MPV 市场时，具备一定优势。

尊界 S800 上市首月大定突破 6500 台，取得开门红

2025 年 5 月 30 日，尊界 S800 正式上市，售价区间为 70.8 万元-101.8 万元。尊界品牌由公司和华为共同打造，定位超豪华旗舰车型赛道，是鸿蒙智行家族的重要成员。历经 2024 年底的外观亮相和 2025 年 2 月的尊界黑科技发布会，本次发布会上，尊界品牌首发车型尊界 S800 正式上市，并开启预定。前 599 席预订用户可以参与先行者计划，在 6 月底开始实现交付，而正式的批量交付预计在今年 8 月底开始。各版本主要区别来自于电机个数、动力形式和豪华舒适相关的配置，而高阶智驾、智能底盘、智能座舱、AR-HUD、智慧大灯、网联通信等智能化配置做到了全系标配。

图40: 尊界 S800 各版本售价及差异化配置

四座		五座			
				<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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
星耀行政版 途灵龙行平台 Ultra 三电机 增程 65度电池 / 1155km ^{cltc}	101.8万元起	星耀尊享版 途灵龙行平台 Ultra 三电机 增程 65度电池 / 1200km ^{cltc}	78.8万元起		
星辉行政版 途灵龙行平台 Max 双电机 增程 65度电池 / 1333km ^{cltc}	81.8万元起	星辉尊享版 途灵龙行平台 Max 双电机 增程 65度电池 / 1333km ^{cltc}	70.8万元起		
星辉行政版 途灵龙行平台 Max 双电机 纯电 97度电池 / 650km ^{cltc}	81.8万元起	星辉尊享版 途灵龙行平台 Max 双电机 纯电 97度电池 / 670km ^{cltc}	70.8万元起		

资料来源：尊界汽车官方公众号，国信证券经济研究所

外观内饰选配上，尊界 S800 提供了六种车身颜色、五种内饰配色、三种轮毂以及三种实木内饰的选择。同时，提供了电子后视镜选装，以及在相对低配车型上选配星空顶、隐私巨幕、隐私玻璃等行政车型配置。

图41: 尊界 S800 外观、内饰的选择



资料来源: 尊界汽车官方公众号, 国信证券经济研究所

尊界 S800 整体设计理念融合了东方美学与科技感, 保持端庄稳重的同时, 兼顾优雅和空气动力。尊界 S800 采用自然流线车身以及大视野纯平侧窗, 选配电子后视镜和低风阻轮毂的条件下, 风阻系数达到了 0.206Cd。车身颜色上, 采用了复杂的 6C4B 车漆工艺, 有 170 多道工序, 油漆末厚度达到 230 微米。

图42: 尊界 S800 外形设计及工艺



资料来源: 尊界汽车官方公众号, 国信证券经济研究所

尊界 S800 有着接近 5.5 米的超大车身和接近 3.4 米的长轴距, 但同时具备出色的动态表现和续航表现。今年 2 月的黑科技发布会上, 尊界发布了途灵龙行智能底盘。黑科技加持下, 尊界 S800 动态性能优秀, 纯电双电机零百加速 4.3s, 增程三电机零百加速 4.7s, 增程双电机零百加速 4.9s; 百零制动距离 34.5m。配备双制动控制器与双芯片轮速传感器, 自适应扭矩调节与动力分配, 实现全维舒适协同控制。路况附着力感知, 实现自适应滑移率控制, 兼顾 500 毫米涉水深度 500。后轮转向可以做到 $\pm 12^\circ$, 最大蟹行角度 16° , 转弯半径仅 5.05 米。

电池及续航方面，尊界 S800 首发 800V 雪鸮智能增程平台，支持 5C 超充电芯体系，最大发电功率 80kW，10%–80%，最快充电仅 10.5 分钟。增程双电机 CLTC 综合续航 1333km，其中纯电续航 400km；增程三电机 CLTC 综合续航 1200km，其中纯电续航 365km。

图43: 尊界 S800 动态操控与续航



资料来源：尊界汽车官方公众号，国信证券经济研究所

舒适性配置是尊界 S800 的重要看点，其中在隐私保护上，S800 行政版做了特别的设计。尊界 S800 行政四座采用行业首个轿车后排双零重力座椅布局，配备业界首款 ActiveSafe 双零重力座椅，有主动安全设计，可以联动智驾系统自主调整座椅姿态。尊界 S800 在 NVH 配置充足，采用 40kg+吸音材料及 RNC 主动降噪技术，在 60km/h 粗糙路面噪音低至 56.7dB。行政版后排搭载了 40 英寸车规级激光投影巨幕，配合中央旋翼挡板与侧翼屏风，升降式空间屏风与后排一键隐私功能，保证前后排视觉隔离；采用创新独立音区技术实现 99%声音隔离率，声学隧道降噪头枕配合自适应声场算法，确保前后排互不干扰。

图44: 尊界 S800 行政版注重后排隐私保护



资料来源：尊界汽车官方公众号，国信证券经济研究所

安全配置上，凭借车身用料、智能驾驶、智能网联等方面的优势，尊界 S800 兼

兼顾被动安全、主动安全和信息安全。尊界 S800 采用全新玄武车身架构设计，1500MPa+热成型钢占比超 24%、超高强钢与铝含量占比超 92%，采用中汽中心 C-NCAP 五星标准与中保研 C-IASI 3G+标准设计。10 横 9 纵车身架构，2000MPa 加强一体门环，侧车顶最大承压达 16 吨，整车扭转刚度达 53300N·m/deg。尊界 S800 搭载华为巨鲸电池平台 2.0，底部五层硬核防护，高安全热电分离架构，双大面液冷板、热电分离防高压短路，降温速率提升 2 倍。尊界 S800 全车网络安全加固防止恶意攻击，芯片级安全保护软件安装，加载过程不被篡改，全部采用安全协议通信。核心部件防伪检测，部件专属身份与车辆 1 对 1 绑定。

图45: 尊界 S800 兼顾被动安全、主动安全、信息安全



资料来源：尊界汽车官方公众号，国信证券经济研究所

尊界 S800 上市首月大定突破 6500 台，取得开门红。尊界 S800 上市取得较高市场关注，终端热度持续。上市首日获得 1600 台大定，后续订单持续累计，至 2025 年 6 月 17 日，鸿蒙智行官方宣布尊界 S800 上市 19 日大定突破 5000 台，日均达到了 263 台；其中第 7 日到第 19 日，日均新增订单保持在 117 台左右，成绩不俗；至 6 月 30 日，鸿蒙智行官宣 S800 首月订单突破 6000 台，第 19 至首月，日均订单保持稳定。截止 6500 台订单公告日，尊界 S800 尚未批量交付，在先行版交付以及批量交付之后，需考察车主口碑发酵情况，判断未来稳态订单。

图46: 尊界 S800 订单累计情况



资料来源：鸿蒙智行 APP 官方咨询，国信证券经济研究所

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司未来3年年归母净利润2.35/17.51/36.22亿元，同比增速分别为一/645.2%/106.9%。每股收益分别为0.11/0.80/1.66元。

传统业务方面，预计公司未来三年传统业务营收分别为419.86亿、417.87亿、417.56亿元，毛利率分别为10.81%、10.02%、9.48%。

商用车业务：预计2025-2027年营收分别达到235.80/247.59/259.97亿元，整体保持稳步小幅增长。目前公司商用车业务趋势尚可，随着与华为的全面签约，有望带来商用车业务的发展，但考虑未来三年处于尊界发展的关键期，商用车业务增速保持较低水平。

自主乘用车：考虑公司未来三年，乘用车重心向尊界业务倾斜，预计自主乘用车业务收缩，2025-2027年营收分别为102.75/92.48/83.23亿元，规模效应减弱可能造成毛利率小幅下滑。

底盘、客车业务：预计保持稳定。客车业务2025-2027年，预计营收分别为29.82/31.31/32.87亿元，底盘业务体量较小，假设维持在1.5亿水平。

其他业务以及其他主营业务：包含固定资产出租、原材料销售等，随着公司业务转型，业务条线更加清晰，预计有所下滑。

表4：公司传统业务营收毛利拆分与测算（亿元）

业务板块	科目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
商用车	营业收入	210.24	221.62	235.80	247.59	259.97
	YOY		5.41%	6.40%	5.00%	5.00%
	营业成本	185.23	201.24	212.69	224.07	236.57
	YOY		8.64%	5.69%	5.35%	5.58%
	毛利率	11.90%	9.20%	9.80%	9.50%	9.00%
自主乘用车	营业收入	159.16	122.43	102.75	92.48	83.23
	YOY		-23.08%	-16.07%	-10.00%	-10.00%
	营业成本	145.31	111.54	93.61	85.08	76.57
	YOY		-23.24%	-16.08%	-9.11%	-10.00%
	毛利率	8.70%	8.89%	8.90%	8.00%	8.00%
客车	营业收入	19.63	25.39	29.82	31.31	32.87
	YOY		29.34%	17.43%	5.00%	5.00%
	营业成本	18.14	22.93	26.92	28.24	29.58
	YOY		26.42%	17.41%	4.88%	4.77%
	毛利率	7.61%	9.69%	9.70%	9.80%	10.00%
其他业务/其他主营业务	营业收入	59.37	51.11	50.00	45.00	40.00
	YOY		-13.91%	-2.17%	-10.00%	-11.11%
	营业成本	48.47	40.05	40.00	37.35	34.00
	YOY		-17.37%	-0.12%	-6.62%	-8.97%
	毛利率	17.30%	20.30%	20%	17%	15%
底盘	营业收入	1.76	1.47	1.50	1.50	1.50
	YOY		-16.32%	2.04%	0.00%	0.00%
	营业成本	1.52	1.26	1.28	1.28	1.28
	YOY		-17.24%	1.19%	0.00%	0.00%
	毛利率	13.34%	14.29%	15%	15%	15%

传统业务合计	营业收入	450.16	422.02	419.86	417.87	417.56
	YOY		-6.25%	-0.51%	-0.48%	-0.07%
	营业成本	398.67	377.02	374.49	376.00	378.00
	YOY		-5.43%	-0.67%	0.40%	0.53%
	毛利	51.50	45.01	45.37	41.86	39.57
	毛利率	11.44%	10.66%	10.81%	10.02%	9.48%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

尊界车型的产能位于公司的肥西超级工厂，根据公司公告，工厂可以兼顾 B 级到 D+级轿车、SUV、MPV 等多种车型的生产。预计尊界系列后续将覆盖超豪华旗舰级轿车、SUV、MPV 车型，以及部分短轴距车型。潜在的车型规划中，短轴距车型和 SUV 的市场规模均高于尊界 S800 的市场规模，预计随着尊界系列后续车型的上市，尊界进入更大市场，释放销量，从而带动收入的增长。根据潜在产品规划和对应市场空间，2025-2027 年，尊界全系销量有望分别达到 1/7/11.1 万辆。随着产能利用率的提升，豪车的盈利能力也将释放，尊界业务毛利率有望逐渐提升。

尊界的商业模式目前尚有不不确定性，有两种假设。假设一：尊界终端的绝大多数收入并入公司报表，然后通过费用端协调各合作方的分成；该假设下，尊界 ASP 接近终端成交均价，未来产能利用率提升之后，凭借价格带和行业壁垒，有望达到行业领先的毛利率水平，但是费用端压力大，期间费用率将显著提升。假设二：尊界相关业务，在收入并表前，各合作方对潜在毛利进行切分，公司口径的营收包含成本与切分后毛利；该假设下，尊界业务并表后的营收和毛利率相比假设一降低，但在费用端影响较小，随着收入增长，期间费用率逐渐降低。本文盈利预测基于上述假设二。

综上，预计 2025-2027 年尊界业务营收达到 70.71/273.85/385.42 亿元，对应毛利率分别为 12.39%/17.60%/21.54%。预计 2025-2027 年，公司整体营收分别达到 490.57/691.72/802.98 亿元，对应毛利率分别为 11.03%/13.02%/15.27%。

表5：公司尊界相关业务与整体营收毛利预测（亿元）

业务板块	科目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
传统业务合计	营业收入	450.16	422.02	419.86	417.87	417.56
	YOY		-6.25%	-0.51%	-0.48%	-0.07%
	营业成本	398.67	377.02	374.49	376.00	378.00
	YOY		-5.43%	-0.67%	0.40%	0.53%
	毛利	51.50	45.01	45.37	41.86	39.57
	毛利率	11.44%	10.66%	10.81%	10.02%	9.48%
尊界业务	营业收入			70.71	273.85	385.42
	YOY				287.30%	40.74%
	营业成本			61.95	225.66	302.39
	YOY				264.29%	34.00%
	毛利			8.76	48.19	83.03
	毛利率			12.39%	17.60%	21.54%
公司合计	营业收入	450.16	422.02	490.57	691.72	802.98
	YOY		-6.25%	16.24%	41.00%	16.09%
	营业成本	398.67	377.02	374.49	376.00	378.00
	YOY		-5.43%	-0.67%	0.40%	0.53%
	毛利	51.50	45.01	54.13	90.05	122.59
	毛利率	11.44%	10.66%	11.03%	13.02%	15.27%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

注：假设尊界相关业务，在收入并表前，各合作方对潜在毛利进行切分，公司口径营收包含成本与切分后毛利；该假设下，尊界业务并表营收和毛利率略低，但在费用端的边际影响较小。

未来 3 年业绩预测

期间费用率上，在上述假设下，预计公司期间费用率整体下行。管理费用率：由于尊界高质量生产、运营的需求，预计管理费用率下滑相对较少，费用率整体稳定，2025-2027 年分别为 4.2%/4.1%/4.1%。研发费用和销售费用，预计绝对额上行，但上述假设下，尊界业务对公司费用端压力较小，预计二者的费用率会有一定下滑。

表6: 公司期间费用率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
管理费用率	3.68%	4.24%	4.20%	4.10%	4.10%
研发费用率	3.54%	4.18%	3.80%	3.60%	3.50%
销售费用率	4.07%	3.48%	3.30%	3.10%	3.10%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

资产减值与公允价值变动方面，预计未来三年仍有一定资产减持。公司的资产减值与公允价值变动在 2023 年起有明显的上升，2024 年进一步小幅提升。我们预计未来三年该科目仍会在较高水平，采用三年平均法进行预测。

表7: 资产减值与公允价值变动预测（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产减值及公允价值变动	6.64	11.17	12.23	10.01	11.14	11.13

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

投资收益方面，受大众安徽影响较大，预计未来三年有所减亏，但距离扭亏仍有一定距离。2024 年，公司对大众安徽的净亏损高达 13.5 亿元，导致 2024 年公司整体对外投资收益净亏损 9.94 亿元。大众安徽首款车型“与众 06”于 2024 年 11 月上市，在 2024 年对业绩贡献有限；预计 2025 年，与众系列全年销售情况下，能够有效改善大众安徽的亏损情况。大众安徽未来车型有望和小鹏汽车进行合作，提升整体产品力。预计公司对大众安徽的投资亏损在未来三年有所收窄，但基于大众安徽处于高投入期，且在售车型较少，未来三年仍有一定亏损。

表8: 对外投资收益预测（亿元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
对外投资收益	0.75	-1.52	-9.94	-4.97	-4.47	-4.02

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

综上，在当前假设条件下，考虑公司未来三年精力向尊界业务集中的情况下，预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 490.57/691.72/802.98 亿元，同比增速分别为 16.2%/41.0%/16.1%；2025/2026/2027 年归母净利润分别为 2.35/17.51/36.22 亿元，同比增速分别为- /645.2%/106.9%；预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.11/0.80/1.66 元，对应 PE 分别为 394.6/53.0/25.6 倍。

表9: 未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	42202	49057	69172	80298
营业成本	37701	43644	60167	68039
销售费用	1467	1619	2144	2489

管理费用	1789	1711	2305	2661
研发费用	1763	1864	2490	2810
财务费用	41	42	-55	-270
营业利润	-1889	293	2238	4642
利润总额	-1874	302	2249	4654
归属于母公司净利润	-1784	235	1751	3622
EPS (元)	-0.82	0.11	0.80	1.66
ROE	-16%	2%	13%	21%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测情景分析

表10：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	45,016	42,202	49,263	70,068	81,677
(+/-%)	23.07%	-6.25%	16.73%	42.23%	16.57%
净利润(百万元)	152	-1784	1405	3416	5586
(+/-%)	-109.57%	-1277.59%	-178.73%	143.22%	63.51%
摊薄 EPS	0.07	-0.82	0.64	1.56	2.56
中性预测					
营业收入(百万元)	45,016	42,202	49,057	69,172	80,298
(+/-%)	23.1%	-6.3%	16.2%	41.0%	16.1%
净利润(百万元)	152	-1784	235	1751	3622
(+/-%)	-109.6%	-1277.6%	-113.2%	645.2%	106.9%
摊薄 EPS(元)	0.07	-0.82	0.11	0.80	1.66
悲观的预测					
营业收入(百万元)	45,016	42,202	48,852	68,281	78,935
(+/-%)	23.07%	-6.25%	15.76%	39.77%	15.60%
净利润(百万元)	152	-1784	-918	136	1735
(+/-%)	-109.57%	-1277.59%	--	-114.82%	1175.41%
摊薄 EPS	0.07	-0.82	-0.42	0.06	0.79
总股本(百万股)	2184	2184	2184	2184	2184

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司合理市值区间在1061-1213亿元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

估值方面，公司传统业务和尊界业务在商业模式、产业趋势、竞争格局等维度下差别较大，因此采用分部估值法，对传统业务和尊界相关业务进行分部估值。

传统业务估值：200-210 亿元

公司传统业务相对综合，包括商用车、乘用车、客车等，其中商用车以轻中卡、皮卡、多功能商用车为主，乘用车以燃油车出海为主。可比公司方面，轻中卡企业参考福田汽车、东风股份，客车企业参考宇通客车、安凯客车，皮卡及燃油乘用车企业参考长城汽车，另外选取商用车代表公司中国重汽、一汽解放、潍柴动力。

公司在尊界业务高投入的情况下，传统业务盈利能力难以释放，传统业务采用 PS 估值法。可比公司中，动态 PS 的平均值为 0.99，中位数为 0.92。公司未来在传统业务上投入有限，传统业务估值参考可比公司中的较低分位，给予 0.5 倍 PS 估值，参考市值 200-210 亿。

表11: 公司传统业务部分可比公司

代码	公司	市值 (亿元)	2024 营收 (亿元)	2024 归母净利润 (亿元)	PS-ttm	PE-ttm
600166.SH	福田汽车	214.56	473.87	0.81	0.43	82.50
600006.SH	东风股份	144.60	108.82	0.29	1.41	359.17
000868.SZ	安凯客车	55.43	27.15	0.08	1.97	700.83
600066.SH	宇通客车	550.39	367.68	41.16	1.49	13.06
000951.SZ	中国重汽	206.54	447.53	14.80	0.45	13.62
000800.SZ	一汽解放	337.60	583.61	6.22	0.63	70.01
000338.SZ	潍柴动力	1340.47	2156.91	114.03	0.62	11.64
601633.SH	长城汽车	1838.46	2021.95	126.92	0.92	16.39
平均值					0.99	158.41
中位数					0.92	70.01

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 估值日期 2025 年 6 月 30 日

尊界业务估值：2026 年 861-1003 亿元

尊界业务部分，根据上述假设和预测，2025-2027 年，尊界业务拆分出的核心利润分别达到 0.77/18.61/41.79 亿元。

表12: 尊界业务盈利测算 (亿元)

	2025E	2026E	2027E
营业收入	70.71	273.85	385.42
YOY		287.30%	40.74%
营业成本	61.95	225.66	302.39
YOY		264.29%	34.00%
毛利	8.76	48.19	83.03
毛利率	12.39%	17.60%	21.54%
销售费用率	3.30%	3.10%	3.10%
管理费用率	4.20%	4.10%	4.10%
研发费用率	3.80%	3.60%	3.50%
尊界核心利润	0.77	18.61	41.79

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

尊界品牌定位超豪华旗舰赛道，目前在 A/H 市场没有直接可对标的公司，具有稀

缺性。尊界品牌的估值，可参考海外市场超豪华车企对于综合型车企的相对估值。

参考海外市场，以超豪旗舰车型为主的车企对大型综合型乘用车企有3倍以上的稳态估值溢价。参考德国法兰克福市场各大车企的最新估值，以大众汽车作为基准；宝马、奔驰、保时捷的估值是大众汽车的2倍左右；保时捷目前处于历史估值低位，参考2023年起保时捷相对大众汽车的月度估值倍率，中位数和平均数均在3倍以上，最高可达4.31倍。更加豪华且具备奢侈品属性的法拉利，目前在美股估值是丰田汽车的7.98倍；参考2023年至今的月度动态PE，法拉利相对丰田的长期估值倍率平均数和中位数在6倍左右，最高可达8.47。此外，宝马集团和梅赛德斯奔驰集团对比大众汽车长期估值倍率的平均值和中位数，都在2倍左右。

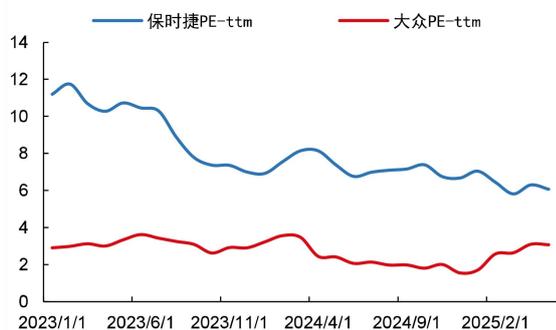
表13: 不同市场下豪车车企相对综合型车企的估值倍率

市场	代码	公司	市值(亿元)	2024 营收(亿元)	2024 归母净利润(亿元)	PS-ttm	PE-ttm	PS 倍率	PE 倍率
法兰克福市场	VOW.DF	大众汽车	2314.94	24432.64	806.83	0.08	2.97	1.00	1.00
	BMW.DF	宝马集团	3645.97	10715.09	548.62	0.31	6.60	3.69	2.22
	MBG.DF	梅赛德斯奔驰集团	4072.55	10956.97	768.15	0.34	5.46	4.02	1.84
	P911.DF	保时捷	1628.89	3016.53	270.32	0.49	6.11	5.76	2.06
美股	TM.N	丰田汽车	19882.30	21266.05	2331.93	0.86	8.65	1.00	1.00
	RACE.N	法拉利	8496.27	502.47	114.53	15.87	69.03	18.50	7.98

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

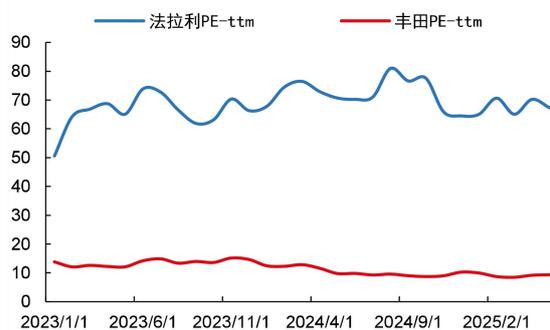
注: 估值日期为2025年6月30日

图47: 保时捷与大众的长期估值对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图48: 法拉利与丰田的长期估值对比



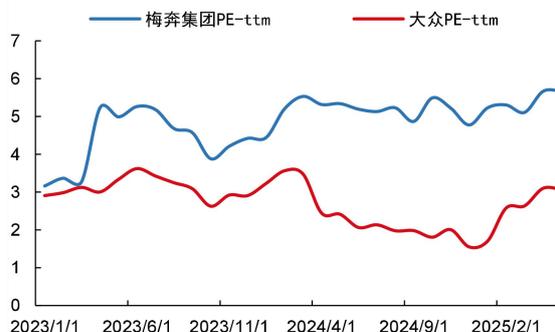
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图49: 宝马集团与大众的长期估值对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图50: 梅奔集团与大众的长期估值对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

A股市场，综合型乘用车企代表为BYD、长城汽车、长安汽车、上汽集团、广汽集团。根据万得一致预期，五家综合型乘用车企对应2025-2027年PE的平均值分别为20.81/16.34/13.21倍，中位数分别为17.20/14.02/12.13倍。

表14: A股市场综合型乘用车企估值

	市值 (亿元)	营收 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE			
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
601633.SH	长城汽车	1838.46	2423.90	2781.30	3094.95	144.49	168.27	191.03	12.72	10.93	9.62
000625.SZ	长安汽车	1265.04	1864.47	2106.72	2341.37	79.88	99.01	118.07	15.84	12.78	10.71
600104.SH	上汽集团	1857.84	6773.85	7257.89	7754.25	107.99	132.56	153.15	17.20	14.02	12.13
601238.SH	广汽集团	763.76	1253.86	1400.39	1551.49	19.19	26.34	36.00	39.80	28.99	21.22
002594.SZ	BYD	10126.64	9768.91	11566.85	13365.39	548.46	675.13	819.45	18.46	15.00	12.36
	平均值								20.81	16.34	13.21
	中位数								17.20	14.02	12.13

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 采用万得一致预期, 估值日期 2025 年 6 月 30 日

参考 A 股综合型乘用车企估值, 和海外市场超豪华车企相对估值倍率, 对尊界业务估值, 给予 2026 年尊界核心利润 46-54 倍 PE。海外车企已处于成熟阶段, 尊界业务在 2025/2026 年处于产品导入期, 营收高速增长, 产能利用率仍在爬升, 盈利能力难以有效释放, 预计在 2027 年或 2028 年起进入相对稳定阶段。因此 2027 年及以后的尊界相关业绩可参考海外超豪华车企的估值倍率, 2026 年尊界尚处于高成长阶段, 估值倍率应略高于海外市场稳态水平。参考 2026 年 A 股综合型乘用车企 14.02-16.34 的估值水平, 以及海外超豪华车企相对同市场综合型车企 3 倍及以上的稳态估值倍率, 给予 2026 年尊界业务估值倍率 10%溢价, 即 3.3 倍市场基准, 对应 PE 估值 46-54 倍, 2026 年尊界业务核心利润对应市值 861-1003 亿元。

叠加传统业务后, 预计 2026 年公司合理市值区间为 1061-1213 亿元, 较当前市值, 空间为 21.18%-38.59%。

此外, 公司目前正在进行定增, 拟募集资金不超过 35 亿元, 发行股票数量不超过发行前总股本的 30%。若定增落地, 可能会对当前股票价值有所稀释, 具体情况以落地后实际情况为准。本文的盈利预测与估值暂不考虑定增的影响。

投资建议

综上, 预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 490.57/691.72/802.98 亿元, 同比增速分别为 16.2%/41.0%/16.1%; 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 2.35/17.51/36.22 亿元, 同比增速分别为 -/645.2%/106.9%; 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.11/0.80/1.66 元, 对应 PE 分别为 371.4/49.8/24.1 倍。**考虑传统业务与尊界业务, 预计 2026 年公司合理市值区间为 1061-1213 亿元, 对应股价 48.58-55.56 元, 较当前股价, 空间为 21.18%-38.59%。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。**

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了分部估值法,得出公司的合理市值在 1036-1199 亿元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年销量、营收、毛利率、期间费用的判断和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

分部估值方面:我们选取了海外市场的豪车车企和同一交易市场的综合型车企的长期估值倍率,结合目前 A 股综合型车企的估值,对公司尊界相关业务进行估值。但是,由于超豪车企的稀缺性,选取的海外公司较单一,可能造成估值不准。选取的海外豪车车企,当前处于历史估值低位,我们参考了长期平均估值赔率,可能放大了豪车车企在估值上的价值。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 16.2%/41.0%/16.1%,可能存在对公司产品销量及价格预计乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 11.03%/13.02%/15.27%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司尊界业务后续陆续上市放量,可能对产品上市的时间点预期过早,导致高估未来三年内的尊界产品销量。
- ◆ 公司盈利受尊产品销量影响较大,我们预计未来 3 年公司尊界车型的销量为 1/7/11.1 万辆,若由于形势变化,尊界的实际销量大大低于我们的预期,则存在高估未来 3 年业绩的风险。

经营风险

传统业务经营的风险:公司传统业务可能会由于资源有限导致增速有限或未能企稳,从而导致我们对公司传统业务高估。

传统业务转型不足的风险:公司和华为深度合作,全面赋能公司业务条线,但可能由于业务协同、产品研发、团队磨合等因素,导致赋能不足,甚至增加运营成本。

尊界业务拓展受阻的风险:超豪华赛道的目前主要品牌具备百年历史,品牌形象根深蒂固,尊界系列可能在展业过程中遇到瓶颈,进而导致销量增长不足的风险。

渠道、售后的风险:豪车配套的服务非常重要,当前尊界的交付、售后以经销商模式为主,存在交付、售后体验不及海外豪车品牌,从而导致尊界持营销量不足的风险。

汽车行业总量风险

国内乘用车需求降低的风险:当前国内“以旧换新补贴”和“转让置换补贴”等多重政策刺激,车市整体需求稳定。若未来汽车消费需求存在被透支的情

况，可能产生国内乘用车整体需求降低的风险。

海外乘用车需求降低的风险：公司传统业务海外营收较多，目前海外几个主要区域乘用车销量规模呈现企稳回升的状态。但面对错综复杂的国际形势或不可抗力因素，以及可能存在的海外经济衰退，海外乘用车需求有降低的风险。

国内轻卡市场持续萎缩：公司轻卡产品较多，如果国内轻卡市场持续低迷或进一步萎缩，可能会导致商用车业务整体不及预期的风险。

豪车市场规模萎缩的风险：汽车行业价格战以及全球不确定性导致的消费意愿降低，可能会引起豪车市场规模萎缩的风险。

竞争加剧的风险

国内市场竞争加剧的风险：公司的超豪华车赛道，目前国内友商竞争环境宽松，但仍有引望、金葵花等品牌，不排除竞争加剧的风险。

海外市场竞争加剧的风险：当前海外市场竞争较为宽松，中系车型占比整体较低。但随着自主品牌出海进程的加速，可能加剧海外市场的竞争烈度，从而导致海外售价下降或销量降低。自主品牌在海外也可能产生竞争，进而影响出海业务毛利率。

政策风险

国内政策收缩的风险：当前国内汽车消费政策刺激力度仍大，但不排除有政策收缩的风险。

海外关税政策的风险：目前海外多数地区关税政策落地，但不排除未来关税政策进一步收紧的可能。

技术风险

技术被赶超或替代的风险：尊界品牌形象的确立，比较依赖于华为和引望公司的技术赋能，如果智能化技术被赶超，则有品牌影响力减弱的风险。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

其它风险

运价上行风险：汽车出口增加，可能导致运价提升，导致出海利润下降或被动提升海外售价。

不可抗力的风险：公司出海区域涉及地区广，容易受全球不可抗力影响，导致当地需求降低、运输受阻、政策受限等风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15346	13256	13772	20984	29367	营业收入	45016	42202	49057	69172	80298
应收款项	3502	3732	4481	5939	7110	营业成本	39866	37701	43644	60167	68039
存货净额	4746	3579	4642	6509	7077	营业税金及附加	462	335	389	549	637
其他流动资产	3392	2428	4425	5144	5945	销售费用	1832	1467	1619	2144	2489
流动资产合计	28827	27692	29506	41484	52762	管理费用	1655	1789	1711	2305	2661
固定资产	8840	9585	10902	11518	11731	研发费用	1595	1763	1864	2490	2810
无形资产及其他	1663	1834	1742	1651	1559	财务费用	352	41	42	(55)	(270)
投资性房地产	2016	4156	4156	4156	4156	投资收益	(152)	(994)	(497)	(447)	(402)
长期股权投资	5417	5814	6095	6391	6716	资产减值及公允价值变动	1117	1223	1001	1114	1113
资产总计	46764	49081	52401	65200	76925	其他收入	(1779)	(2988)	(1864)	(2490)	(2810)
短期借款及交易性金融负债	3174	3588	4637	3579	3714	营业利润	35	(1889)	293	2238	4642
应付款项	18347	21549	22184	31287	36605	营业外净收支	11	14	9	12	12
其他流动负债	5256	5200	6172	8314	9546	利润总额	46	(1874)	302	2249	4654
流动负债合计	26777	30337	32993	43180	49865	所得税费用	118	119	33	247	512
长期借款及应付债券	4325	3677	3677	3677	3677	少数股东损益	(223)	(209)	34	251	520
其他长期负债	1169	2638	3027	3594	4402	归属于母公司净利润	152	(1784)	235	1751	3622
长期负债合计	5494	6315	6704	7271	8079	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	32271	36652	39698	50451	57944	净利润	152	(1784)	235	1751	3622
少数股东权益	1259	1070	1109	1404	2013	资产减值准备	442	88	113	104	71
股东权益	13234	11360	11594	13345	16967	折旧摊销	1902	1640	1173	1242	1299
负债和股东权益总计	46764	49081	52401	65200	76925	公允价值变动损失	(1117)	(1223)	(1001)	(1114)	(1113)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	352	41	42	(55)	(270)
每股收益	0.07	(0.82)	0.11	0.80	1.66	营运资本变动	3637	4469	(1696)	7871	4889
每股红利	0.15	0.14	0.00	0.00	0.00	其它	(174)	(334)	(73)	191	539
每股净资产	6.06	5.20	5.31	6.11	7.77	经营活动现金流	4841	2857	(1250)	10044	9307
ROIC	4%	-5%	-1%	15%	68%	资本开支	659	(3318)	(1513)	(756)	(378)
ROE	1%	-16%	2%	13%	21%	其它投资现金流	(1821)	(2856)	2511	(722)	(356)
毛利率	11%	11%	11%	13%	15%	投资活动现金流	(1373)	(6571)	718	(1775)	(1059)
EBIT Margin	-1%	-2%	-0%	2%	5%	权益性融资	1	100	0	0	0
EBITDA Margin	3%	2%	2%	4%	6%	负债净变化	(1234)	(648)	0	0	0
收入增长	23%	-6%	16%	41%	16%	支付股利、利息	(333)	(307)	0	0	0
净利润增长率	-110%	-1278%	-113%	645%	107%	其它融资现金流	2297	3434	1049	(1058)	135
资产负债率	72%	77%	78%	80%	78%	融资活动现金流	(836)	1624	1049	(1058)	135
股息率	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	2632	(2091)	516	7212	8383
P/E	576	(49)	371	50	24	货币资金的期初余额	12714	15346	13256	13772	20984
P/B	6.6	7.7	7.5	6.5	5.1	货币资金的期末余额	15346	13256	13772	20984	29367
EV/EBITDA	79.3	157.4	126.5	49.9	29.3	企业自由现金流	6809	1884	(2187)	9706	9068
						权益自由现金流	7873	4670	(1175)	8697	9444

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032