

江淮汽车 (600418.SH) 尊界开启科技豪华新时代, S800 大定表现迎开门红

2025年08月28日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

赵旭杨 (分析师)

徐剑峰 (联系人)

zhaoxuyang@kysec.cn

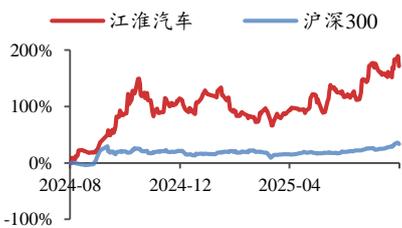
xujianfeng@kysec.cn

证书编号: S0790523090002

证书编号: S0790123070014

日期	2025/8/27
当前股价(元)	50.02
一年最高最低(元)	55.00/18.01
总市值(亿元)	1,092.44
流通市值(亿元)	1,092.44
总股本(亿股)	21.84
流通股本(亿股)	21.84
近3个月换手率(%)	227.51

股价走势图



数据来源: 聚源

● **安徽省国资委旗下老牌车企, 坚持跨界融合发展, 携手华为打造尊界迎腾飞**
公司始建于1964年, 实控人为安徽省国资委, 已累计向全球用户交付各类产品1200万辆。公司坚持“跨界融合共生 生态聚势共赢”的发展理念, 全面学习华为等伙伴的先进技术经验, 并深耕自身在生产、供应链等方面的能力, 与华为智选模式合作开启新篇章。我们预计公司2025-2027年营收分别为515.6/669.5/879.5亿元, 当前股价对应的PS分别为2.1/1.6/1.2倍, 鉴于公司尊界品牌有望持续放量, 盈利能力及稳定性高, 看好长期发展, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● **坚持“商乘并举”发展路线, 出口成公司近年来传统车业务的主要增量**

公司传统车业务近年来以商用车、境外板块为营收、毛利主要来源, 但预计后续保持相对稳定: (1) 商用车业务: 公司为国内轻卡行业头部企业, 同时加强皮卡等多元化产品布局, 此外境外业务持续贡献增量; (2) 乘用车业务: 2024年, 公司境外乘用车业务继续增长, 但国内市场受竞争激烈影响下滑, 且预计后续对传统车投入有限。同时, 公司为蔚来提供多年的代工服务, 高端车生产经验丰富, 为打造尊界打下坚实基础。此外, 大众安徽2026年起基于CMP和MEB平台的车都将搭载与小鹏联合开发的CEA架构, 销量有望突破, 减少对公司业绩拖累。

● **豪华车市场盈利能力强/国产替代空间广, 尊界以科技旗舰成国产新豪华代表**

据我们不完全统计, 2024年国内60万以上豪华轿车/SUV/MPV销量分别超7/25/2万辆, 但基本以产品迭代较慢的进口豪华燃油车为主。随着豪华车市场客群多元化, 自主品牌豪华车有望以电动智能化技术优势、更高性价比等吸引较多增换购需求, 打开新空间。并且, 豪华车有着较高的品牌溢价, 因此利润率及盈利稳定性相比一般车企更高, 有望享受较高的估值溢价。公司尊界凭借华为智选模式赋能, 定位百万级豪华品牌, 有望成国内高盈利性/稳定性/稀缺性豪车代表。首款车型S800定位豪华轿车, 上市87天大定突破1.2万辆, 且后续有望推出SUV、MPV等更多车型, 销量增长可期。能力建设方面, 公司与华为组建超5000人的专属团队, 目前投入超百亿元。公司全方位学习华为, 系统开展IPD、ISC、LTC组织架构流程变革, 高标准建设尊界超级工厂等, 为尊界后续的上量提供支撑。

● **风险提示:** 新能源车销量/新产品需求/大众安徽转型不及预期; 行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	45,016	42,202	51,555	66,954	87,948
YOY(%)	23.1	-6.3	22.2	29.9	31.4
归母净利润(百万元)	152	-1,784	459	1,583	3,774
YOY(%)	109.6	-1277.6	125.7	244.8	138.3
毛利率(%)	10.6	10.7	12.4	14.1	16.0
净利率(%)	0.3	-4.2	0.9	2.4	4.3
ROE(%)	-0.5	-16.0	1.0	12.8	23.6
EPS(摊薄/元)	0.07	-0.82	0.21	0.72	1.73
P/E(倍)	721.0	-61.2	237.9	69.0	28.9
P/B(倍)	8.3	9.6	9.2	8.2	6.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、安徽省国资委旗下老牌车企，携手华为打造尊界有望腾飞.....	5
1.1、 长期坚持“商乘并举”路线，积极探索外部合作助推新能源车业务	5
1.2、 实控人为安徽省国资委，坚持“跨界融合共生 生态聚势共赢”理念	8
1.3、 销量不佳等导致近年来业绩承压，商用车、境外业务贡献主要毛利	9
2、 受益境外市场放量，公司传统车业务近年来发展势头良好.....	12
2.1、 商用车：“轻卡回暖+品类拓展+发力海外”，近年来营收明显回升	12
2.2、 乘用车：车型精简，出口快速增长，蔚来代工积累高端车生产经验	14
2.2.1、 公司乘用车业务 2021-2023 年受益思皓/出口端放量，2024 年受竞争影响收缩	14
2.2.2、 公司为蔚来提供多年高端车型代工服务，积累了大量高端车型制造经验	15
2.2.3、 大众安徽持续亏损影响公司业绩，与小鹏合作开发车型将推出打开成长空间	17
3、 S800 战略引领，尊界有望以科技新豪华重塑超豪华车市场.....	18
3.1、 豪华车市场国产替代空间广阔，龙头车企享受高盈利及高估值.....	18
3.2、 华为领先智能技术、终端渠道、高端形象赋能尊界冲击豪华车市场	23
3.3、 践行“一切为了尊界”战略，S800 打响公司乘用车业务腾飞第一枪	24
4、 盈利预测与投资建议	30
4.1、 盈利预测	30
4.2、 估值与投资建议	31
5、 风险提示	32
附：财务预测摘要	33

图表目录

图 1： 自 1964 年起，公司先后经历商用车发展期、乘用车发展期、新能源初探期、新能源进化期 4 个重要发展期	6
图 2： 公司商用车产品涵盖轻卡、中卡、重卡、客车等全系列产品线.....	7
图 3： 公司江淮、钇为、瑞风品牌乘用车定位偏中低端，尊界助推公司进军高端市场	7
图 4： 2025 年上半年，商用车（客车除外）、乘用车、客车业务营收分别占公司总营收的 54.9%、25.1%、7.7%	8
图 5： 随着公司商用车及乘用车产品积极开拓境外市场，公司境外业务营收占比明显提升，2025H1 约达 52.3%	8
图 6： 公司实控人为安徽省国资委，旗下还有多家零部件公司，大众为集团重要股东	8
图 7： 公司董事长项兴初提出坚持“跨界融合共生 生态聚势共赢”理念，以应对汽车行业正发生的深刻变革.....	9
图 8： 公司与上游供应链开启新的合作模式，即“联合共创模式”.....	9
图 9： 2017-2022 年，公司营收整体呈下滑趋势，2023 年有所反弹，但 2024 年以来仍有所下滑	10
图 10： 2017-2019 年，公司汽车及底盘销量（除蔚来）呈明显下滑趋势，2020 年以来整体呈底部波动状态	10
图 11： 2021-2022 年，公司商用车销量下滑明显，2023 年以来行业好转，销量有所恢复	10
图 12： 2017-2020 年，公司乘用车销量受行业不景气影响下滑明显，2021-2023 年受境外放量等销量有所增长	10
图 13： 受境外业务放量推动，2022-2023 年公司毛利率持续回升，2024 年以来受国内市场竞争激烈影响有所下滑	11
图 14： 公司商用车业务 2024 年及以前毛利率较高，乘用车业务 2021-2024 年实现明显提升，但 2025H1 均下滑	11
图 15： 2022-2024 年，公司境外业务毛利率持续提升，对公司毛利率提升起明显推动作用	11
图 16： 2023 年以来，公司期间费用率整体呈下降趋势，2025H1 受益汇兑收益带来较高的财务收益	11
图 17： 公司扣非归母净利润持续为负，2017-2023 年政府补助支撑公司业绩，2024 年大众安徽减值等拖累公司业绩	12
图 18： 2023 年及以前，政府补助是公司非经常损益核心组成部分，2024 年以来明显下滑	12
图 19： 受大众安徽减值影响，公司 2024 年资产减值损失继续扩大	12
图 20： 2024 年，大众安徽亏损明显，公司投资净亏损程度明显扩大	12
图 21： 2021-2022 年，我国商用车行业销量下滑明显，2023 年有所反弹	13

图 22: 2021-2022 年, 公司商用车业务营收持续下滑, 行业回暖背景下 2023-2024 年营收明显回升.....	13
图 23: 公司商用车销量以轻卡销量为主, 近年来逐步开拓皮卡、多功能商用车等新品类.....	13
图 24: 2024 年, 公司轻卡销量位居全国第 5, 市占率达 8.81%	13
图 25: 公司商用车业务持续开拓海外市场, 2021 年以来境外销量占比持续提升.....	14
图 26: 公司已在越南、巴基斯坦、土耳其、哈萨克斯坦、俄罗斯、伊朗、墨西哥等国家实现本土化供应.....	14
图 27: 2018-2020 年, 我国乘用车行业销量规模持续萎缩, 2021 年以来持续快速反弹.....	15
图 28: 2021-2023 年, 公司乘用车业务营收受行业回暖推动持续增长, 2024 年以来受行业竞争激烈影响有所下滑.....	15
图 29: 2021 年以来, 公司境外乘用车销量持续快速增长, 2024 年销量占比达 79.6%.....	15
图 30: 2023 年, 公司哈萨克斯坦工厂第 10 万辆整车正式下线.....	15
图 31: 公司自 2017 年开始为蔚来车型提供代工服务, 积累了大量的高端车型制造经验.....	16
图 32: 公司与蔚来联合打江淮蔚来先进制造基地, 为蔚来高端车型提供代工服务.....	17
图 33: 江淮蔚来先进制造基地引入高端全铝车身生产线.....	17
图 34: 公司自 2017 年与大众进行新能源车业务合作并成立大众安徽合资公司, 大众安徽与小鹏合作将开启新篇章.....	17
图 35: 大众安徽自成立起受销量不佳影响, 不断出现亏损, 对公司贡献的投资收益持续为负.....	18
图 36: 2024 年, 大众安徽生产的首款大众品牌车型——大众 ID.与众纯电轿跑 SUV 正式发布.....	18
图 37: 大众与小鹏宣布合作开发 CEA 电子电气架构, 2026 年起基于 CMP 和 MEB 平台的国产大众车将搭载.....	18
图 38: 2024 年, 大众与小鹏首款合作开发的 SUV 轮廓正式公布.....	18
图 39: 国内豪华轿车市场主要由保时捷 Panamera 及 BBA“78S”占据, 代表性车型 2024 年总销量超 7 万辆.....	20
图 40: 国内豪华 SUV 市场代表性车型 2024 年总销量超 25 万辆, 宝马 X5 固定位偏低 2024 年销量超 8 万辆.....	20
图 41: 国内豪华 MPV 市场代表性车型 2024 年总销量超 2 万辆, 丰田埃尔法优势突出.....	20
图 42: 中国高净值人群规模较为庞大, 为豪华车提供充足的潜在客群.....	20
图 43: 虽仍与领先的欧美存在差距, 但预计亚太豪华车市场有着较大的发展空间.....	21
图 44: 新生代豪华车消费者对车型市场知名度高的重视度下降, 对先进的技术搭载的看重程度明显提升.....	21
图 45: 尊界 S800 能够全向立体融合感知路面信息, 带来强大的主动防护能力, 科技新豪华标签突出.....	21
图 46: 相比进口豪华车, 国产车因为不需要承担关税, 具有较高的性价比.....	22
图 47: 凭借奢侈品定位, 法拉利获得较高的品牌溢价, 毛利率明显高于其他车企.....	22
图 48: 2023 年以来海外主流车企多数受中国市场竞争激烈影响净利率下滑, 法拉利因其定位净利率持续提升.....	22
图 49: 凭借业绩稳定性, 法拉利有着非常强的短期偿债能力, 流动比率明显高于其他车企且 2024 年提升明显.....	23
图 50: 法拉利因为利润率及盈利稳定性高, 高端定位属性突出, 相比其他车企存在较高的估值溢价.....	23
图 51: 华为乾崮智能汽车解决方案为合作车型提供智能驾驶、智能座舱、智能车灯、智能车控等全栈智能化技术.....	24
图 52: 5 月 31 日, 首批尊界 S800 进入 100 家鸿蒙智行旗下终端门店.....	24
图 53: 华为荣膺 CNPP 2025 中国品牌排行榜 TOP1.....	24
图 54: 公司自 2018 年开始与华为就智能化等领域展开深度合作, 2024 年与华为合作推出尊界品牌打开新篇章.....	25
图 55: 尊界定位百万级豪华品牌, 为鸿蒙智行体系下目前最高端的品牌.....	26
图 56: 麦肯锡调研显示, 尽管传统超豪华车型有着较好的口碑, 但仅有 37% 的豪华车主会选择重复购买原品牌.....	26
图 57: 尊界 S800 定位大型行政旗舰轿车, 采用双拼色设计, 豪华性方面完全不输于 BBA 的“78S”.....	27
图 58: 尊界 S800 全系标配华为 ADS 4、鸿蒙 OS 座舱、AR-HUD、百万像素投影大灯、星河通信等智能化配置.....	27
图 59: 尊界 S800 定价 70.8-101.8 万, 不同版本配置主要区别在于动力形式、电机个数、隐私光幕玻璃等豪华配置.....	27
图 60: 尊界 S800 上市 87 天大定突破 1.2 万辆, 表现突出.....	29
图 61: 2024 年 12 月 16 日, 尊界超级工厂正式落成.....	30
图 62: 尊界超级工厂关键工序自动化率达 100%	30
表 1: 国内豪华车市场基本被进口燃油车占据, 仅有宝马 X5、仰望 U8 等少数几款国产车型进军该市场.....	19
表 2: 尊界 S800 相比竞品在尺寸、加速性能、智能化、座椅舒适性、性价比等方面更为突出.....	28
表 3: 根据公司未来规划, 江淮新工厂未来车型涵盖轿车、SUV 及 MPV, 设计产能 20 万辆.....	30

表 4: 江淮汽车业绩拆分与盈利预测	31
表 5: 公司作为国内豪华品牌的杰出代表, 相比其他传统车企可享受一定的估值溢价	32

1、安徽省国资委旗下老牌车企，携手华为打造尊界有望腾飞

1.1、长期坚持“商乘并举”路线，积极探索外部合作助推新能源车业务

公司始建于1964年，是一家集全系列商用车、乘用车研产销服于一体，涵盖汽车出行、金融服务等众多领域的全球化综合型车企，已累计向全球用户交付各类产品1200万辆。在60多年的发展过程中，公司持续推动产品技术升级、开辟全球化发展道路，同时积极探索与蔚来、大众、华为等的合作以推动自身新能源车业务的发展。具体来看，公司经历以下几个重要发展期：

(1) 1964-2003年商用车发展期：1964年5月，公司前身合肥江淮汽车制造厂成立，至1968年4月，第一辆江淮牌载货汽车试制成功。1997、1999年，母公司江淮汽车集团及公司本身正式成立，并于2001年正式在A股上市。2003年10月，公司格尔发重卡成功下线，形成重、中、轻卡全系列商用车产品线，取得重要突破。

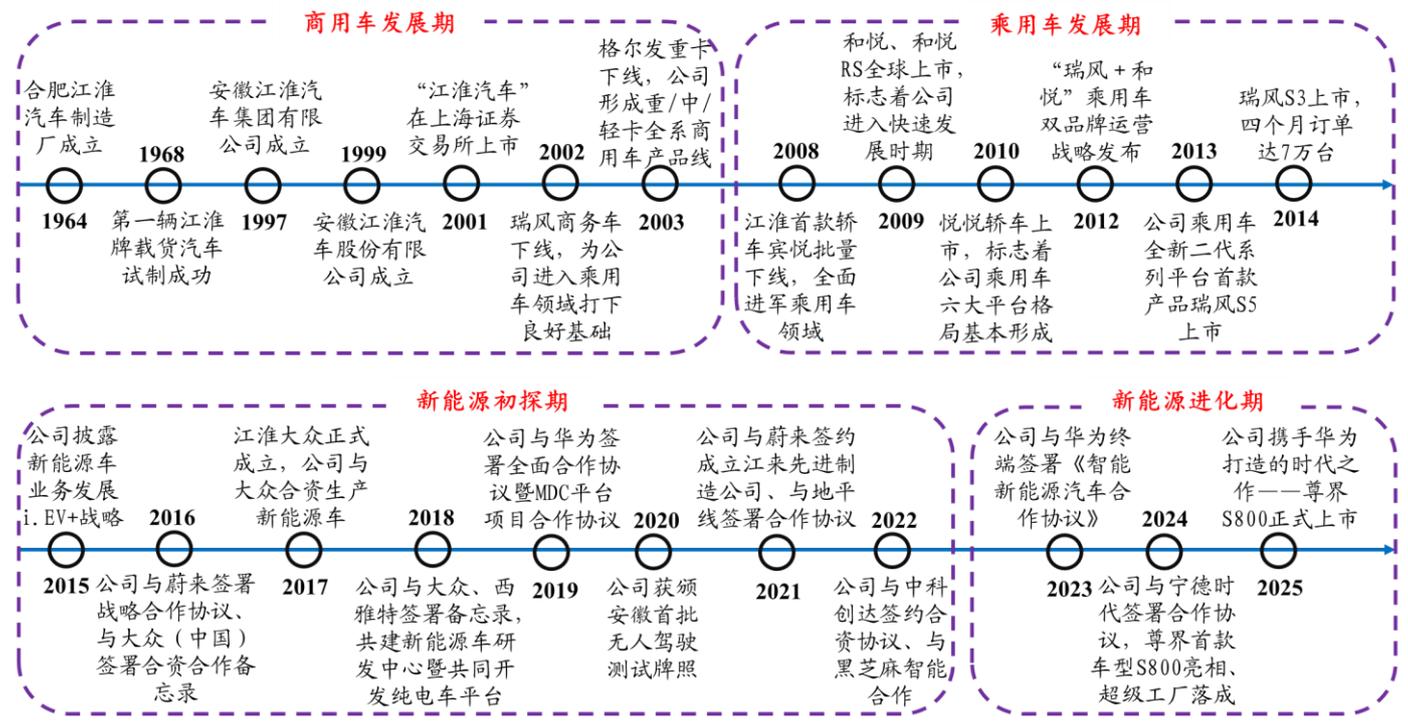
(2) 2004-2014年乘用车发展期：公司敏锐地观察到国内乘用车市场崛起的趋势，积极探索乘用车业务。2002年3月，瑞风商务车正式下线，为公司进入乘用车领域打下良好基础。2008年1月，公司首款轿车宾悦批量下线，全面进军乘用车领域。2010年12月，悦悦轿车上市，标志着公司MPV、SUV、C级、B级、A级和A0级轿车乘用车六大平台格局基本形成。2012年11月，公司“瑞风+和悦”乘用车双品牌运营战略发布，加速推动乘用车业务发展。

(3) 2015-2022年新能源初探期：在认识到国内新能源车崛起的情况下，2015年7月，公司发布新能源汽车业务发展i.EV+战略，并积极探索外部合作。2016年4月，公司与蔚来签署战略合作框架协议，将为蔚来高端智能电动汽车提供代工服务。2016年，公司与大众（中国）签署合资合作谅解备忘录，并于2017年6月正式签署合资企业协议、2017年12月成立合资公司，共同生产新能源汽车。2021年4月、2022年2月，公司还先后与地平线、中科创达签署合作协议。

(4) 2023年开始新能源进化期：在汽车智能化崛起的背景下，2023年4月，公司发布“以智能领导智能”的乘用车新标暨全新品牌战略。同时，公司深刻地认识到智能化时代技术合作的重要性，很早就开始探索与行业龙头华为的全面合作。2019年12月，公司与华为签署全面合作框架协议暨MDC平台项目合作协议。2023年12月，公司与华为终端签署《智能新能源汽车合作协议》。2024年11月，公司与华为智选模式合作尊界首款车型S800轿车亮相广州车展。2024年12月，尊界超级工厂正式落成。2025年5月，尊界S800正式上市，以智能科技重新定义超豪华轿车，有望引领自主品牌冲击百万级高端车市场，成为公司新的增长点。

整体来看，60多年的发展过程中，在面临汽车行业重要的发展转折点时，公司能够通过自主或合作发展的模式，寻找新的突破口，持续向前发展。

图1：自1964年起，公司先后经历商用车发展期、乘用车发展期、新能源初期、新能源进化期4个重要发展期



资料来源：公司官网、汽车之家、观察者网腾讯官方号等、开源证券研究所

商用车、境外业务近年来占公司总营收的比例大幅提升，尊界品牌有望带动公司乘用车业务重新崛起。公司在商用车、乘用车领域有着较为全面的产品线布局，其中

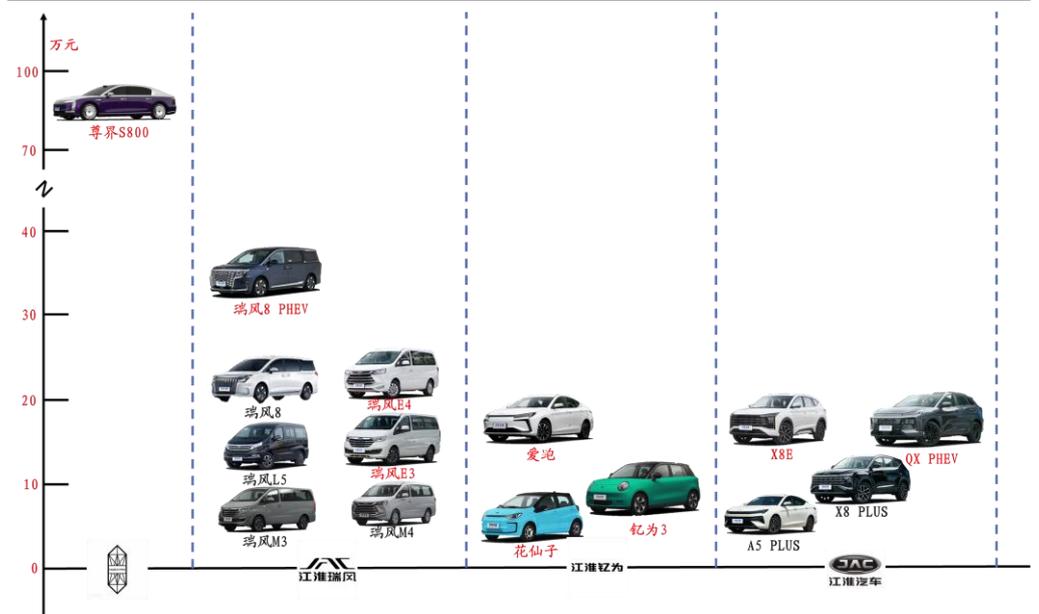
(1) **商用车领域**：公司现有重、中、轻、微型卡车、多功能商用车客车等主导产品。2022年以来，公司商用车业务相比乘用车业务有着更好的发展势头，营收占比持续提升，2025年上半年，商用车（客车除外）、乘用车、客车业务营收分别占公司总营收的54.9%、25.1%、7.7%；(2) **乘用车领域**：公司产品涵盖MPV、SUV、轿车等，在传统、新能源车业务方面均有布局。具体来看，公司乘用车业务包括定位中低端的江淮、钇为、瑞风品牌以及定位超豪华市场的尊界品牌。①江淮品牌旗下拥有轿车、SUV等产品，既包括A5 PLUS、X8 PLUS等燃油车型，也包括X8E、QX PHEV等新能源车型。②钇为品牌为公司2023年全新成立的纯电车品牌，目前在售车型包括爱跑、花仙子、钇为3等。③瑞风品牌为江淮品牌旗下专注于MPV市场的子品牌。2024年1月31日，瑞风品牌发布中大型MPV瑞风RF8，同时推出华为鸿蒙版，成为瑞风品牌旗下的重要产品。④但整体来看，公司近年来乘用车业务发展遭遇不少挑战，与华为就智选模式深度打造的尊界品牌将成为公司未来乘用车业务的核心看点；(3) 除整车外，公司旗下产品还包括核心动力总成、自动变速箱及软件系统等关键零部件以及汽车出行、汽车服务板块。分地区看，受公司境外商用车、乘用车业务发展势头更为强劲推动，公司近年来境外业务营收占比持续提升，2024年约达56.6%。

图2：公司商用车产品涵盖轻卡、中卡、重卡、客车等全系列产品线



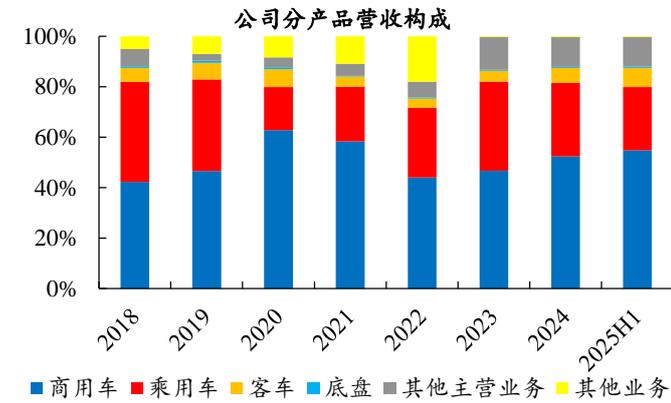
资料来源：公司官网、安凯客车官网、开源证券研究所

图3：公司江淮、钇为、瑞风品牌乘用车定位偏中低端，尊界助推公司进军高端市场



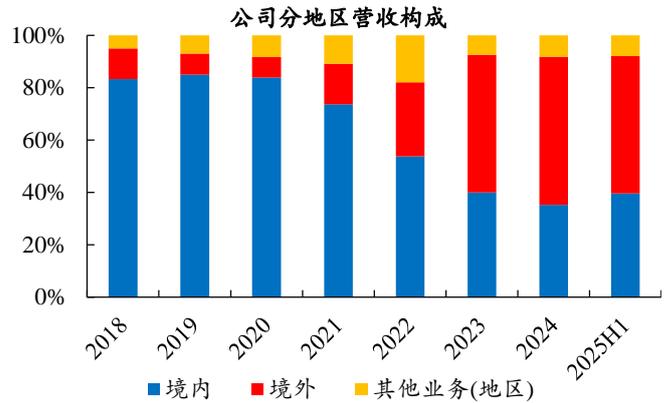
资料来源：公司官网、汽车之家、开源证券研究所（注：红色字体代表新能源车）

图4：2025年上半年，商用车（客车除外）、乘用车、客车业务营收分别占公司总营收的54.9%、25.1%、7.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：随着公司商用车及乘用车产品积极开拓境外市场，公司境外业务营收占比明显提升，2025H1约达52.3%

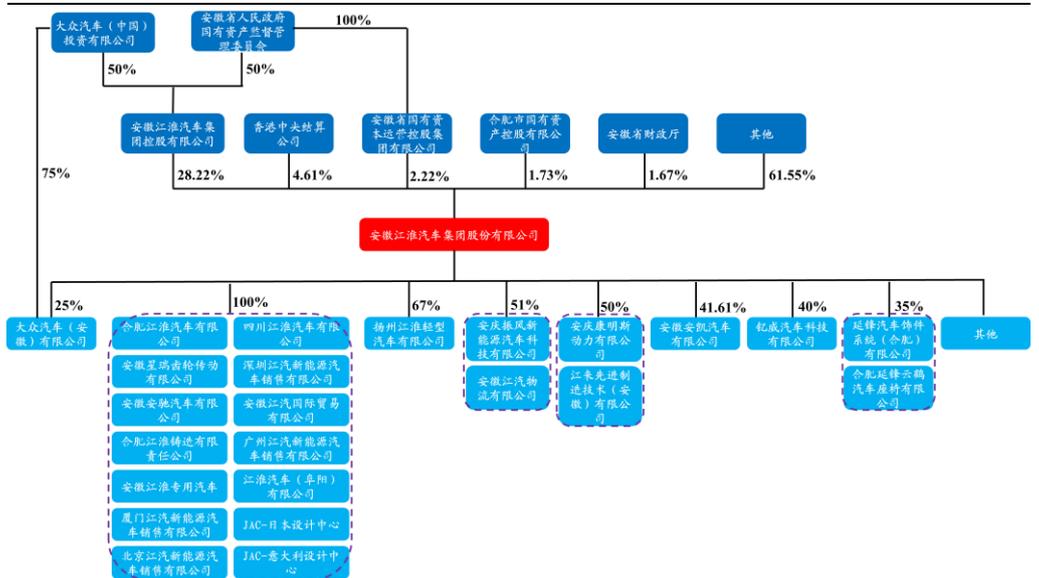


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、实控人为安徽省国资委，坚持“跨界融合共生 生态聚势共赢”理念

公司实控人为安徽省国资委，同时大众中国持有公司第一大股东江汽控股50%股权。截至2025年6月30日，公司第一大股东为江汽控股，持有公司28.22%的股权，最终实控人为安徽省国资委。同时，2020年5月，大众中国投资通过增资方式获取江汽控股50%的股权，而安徽省国资委仍持有江汽控股50%的股权并仍控制江汽控股，由此大众中国成为重要的间接持股股东。并且，公司还与大众中国合资成立江淮大众，作为大众集团在国内的新能源车专属平台，公司持股合资公司25%的股权。此外，公司还持有上市标的安凯客车41.61%的股权并对其实施控制权。

图6：公司实控人为安徽省国资委，旗下还有多家零部件公司，大众为集团重要股东



资料来源：Wind、开源证券研究所（注：公司股东比例截至2025年半年报、参控股合营等比例截至2024年报）

公司董事长项兴初提出要坚持“跨界融合共生 生态聚势共赢”的发展理念，并且在具体实施过程中要坚持“有所为，有所不为”。当前汽车行业正处于多技术创新变革、多产业融合发展阶段，电动化、智能化、网联化这些关键技术持续迭代。基于此背景，公司董事长项兴初提出要坚持“跨界融合共生 生态聚势共赢”的发展理念。具体来看，(1)有所为：项兴初认为传统汽车行业一定要去跨界融合发展，选择适合

自己企业发展的重要帮手，而不应该单打独斗；**(2) 有所不为**：项兴初认为，在部分领域，如汽车智能化领域，传统车企很难与华为等科技巨头同步竞争，更别提追赶，因此要聚焦自己的核心专长，才有可能有所作为；**(3) 与合作伙伴相互赋能**：项兴初认为，通过与华为 4 年多的合作，清楚地认识到相互赋能的重要性。譬如合作车企要有破釜沉舟的魄力，全面学习合作伙伴的先进技术能力与经验等，这样才能让合作伙伴看到合作的价值。同时，在合作过程中，车企要继续深耕自身在生产、供应链等方面的能力，共同推动合作成功可能性的提升。目前，公司与上游供应链开启新的合作模式，即“联合共创模式”。公司不强求独占知识产权，愿意支付合理费用，甚至投入资源（包括派遣人员）帮助合作伙伴成功。公司追求的是先进技术，核心是共同探索前沿领域，这就改变了以往整零企业的合作模式；**(4) 对标华为，需要组织级的合作**。项兴初认为，与华为的合作要想真正成功，最艰难的事情是对标华为，重塑公司。公司跟华为的合作不是简单的产品合作，是组织级的合作，核心是学习华为激发员工自动自发、持续追求卓越的底层机制。目前，公司已学习华为进行集成产品开发（IPD）流程咨询，二期将同步引入集成供应链（ISC）、营销体系变革三大咨询，进一步提升合作成功可能性。在公司董事长先进管理理念的引领下，公司正发生深刻的变革，未来发展可期。

图7：公司董事长项兴初提出坚持“跨界融合共生 生态聚势共赢”理念，以应对汽车行业正发生的深刻变革



资料来源：公司官网

图8：公司与上游供应链开启新的合作模式，即“联合共创模式”

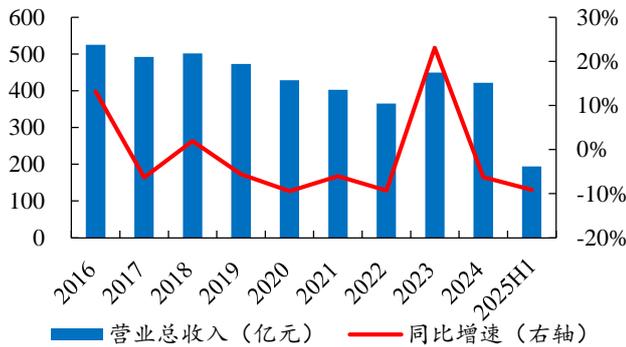


资料来源：公司官网

1.3、销量不佳等导致近年来业绩承压，商用车、境外业务贡献主要毛利

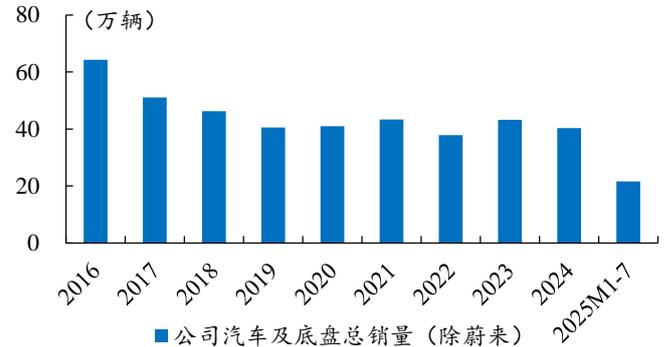
2017-2022 年公司营收整体呈下滑趋势，2023 年以来受销量回暖推动营收有所恢复。2017-2020 年，乘用车行业补贴退坡、竞争激烈、出口受阻等不利因素影响，公司乘用车销量也受到影响，同时公司商用车销量呈波动状态、未有明显增长，因此营收出现下滑。2021-2022 年，商用车行业受疫情、物流需求较弱等影响，公司商用车销量受此影响有所下滑。虽然公司乘用车业务同期持续推进车型精简、打造新品、布局海外，但整体来看，受商用车业务下滑影响，营收继续下滑。2023 年，受国内需求恢复、境外业务持续放量等推动，公司商用车及乘用车销量均有增长，进而带动公司营收增长。2024 年以来，公司销量小幅下滑，导致营收小幅下滑。但整体来看，受境外业务持续放量等支撑，公司原有业务有一定的企稳回升迹象。

图9：2017-2022年，公司营收整体呈下滑趋势，2023年有所反弹，但2024年以来仍有所下滑



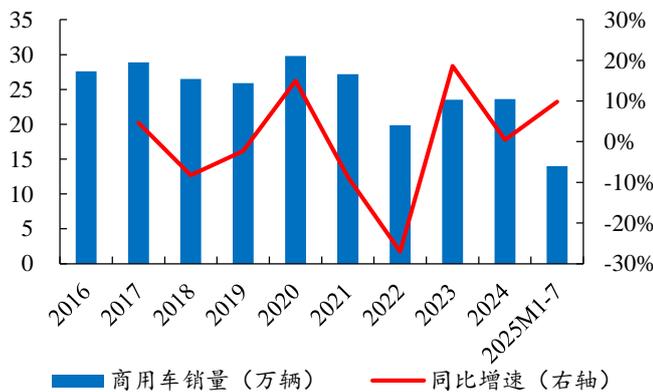
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2017-2019年，公司汽车及底盘销量（除蔚来）呈明显下滑趋势，2020年以来整体呈底部波动状态



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2021-2022年，公司商用车销量下滑明显，2023年以来行业好转，销量有所恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2017-2020年，公司乘用车销量受行业不景气影响下滑明显，2021-2023年受境外放量等销量有所增长

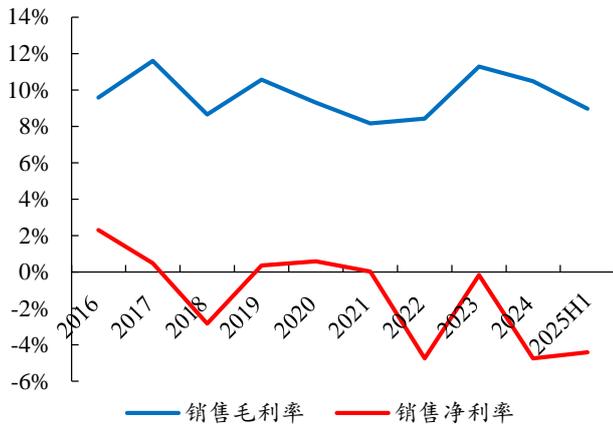


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司商用车及境外业务毛利率较高，期间费用率呈小幅下滑趋势，净利率尚未转正。

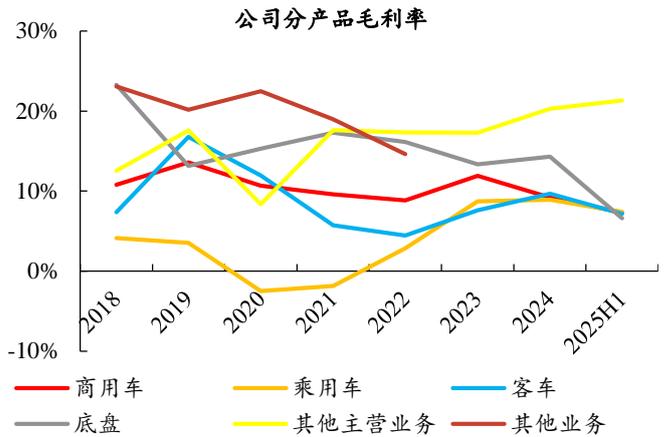
(1) 毛利率方面，分产品看，公司商用车业务毛利率较高、且2018-2023年维持相对稳定状态，但2024年以来受行业竞争激烈影响有所下滑。乘用车业务方面，公司持续推动车型精简及新产品投放，叠加境外业务放量，规模效应及产品结构优化推动公司2021-2024年乘用车业务毛利率持续提升，2025年上半年受行业竞争激烈影响同比有所下滑。分地区看，公司境外业务毛利率2022年以来持续提升至高位，且由于营收占比较高，贡献公司主要毛利，而国内业务毛利率受销量影响持续下探。整体来看，公司毛利率呈相对稳定状态，近两年处于相对高位；(2) 期间费用率方面，受规模效应、费用管控等推动，公司期间费用率整体呈下降趋势。2025年上半年，公司受益汇兑收益带来较高的财务收益，但尊界超级工厂前期运营费用、人才引进、数字化转型等导致公司管理费用率有所提升；(3) 净利率方面，主要受毛利率影响，呈波动状态，2025H1尚未转正，后续高端车型尊界及境外业务继续放量有望改善。

图13: 受境外业务放量推动, 2022-2023 年公司毛利率持续回升, 2024 年以来受国内市场竞争激烈影响有所下滑



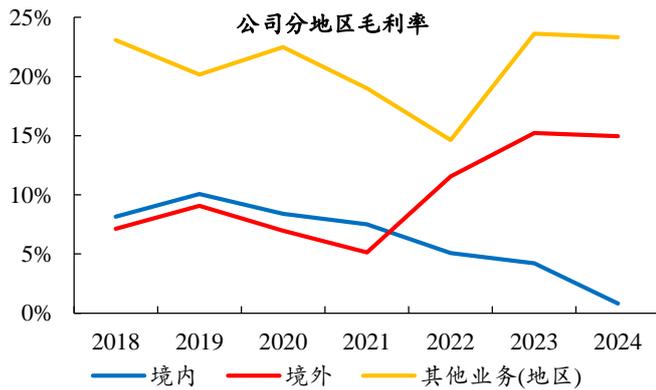
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 公司商用车业务 2024 年及以前毛利率较高, 乘用车业务 2021-2024 年实现明显提升, 但 2025H1 均下滑



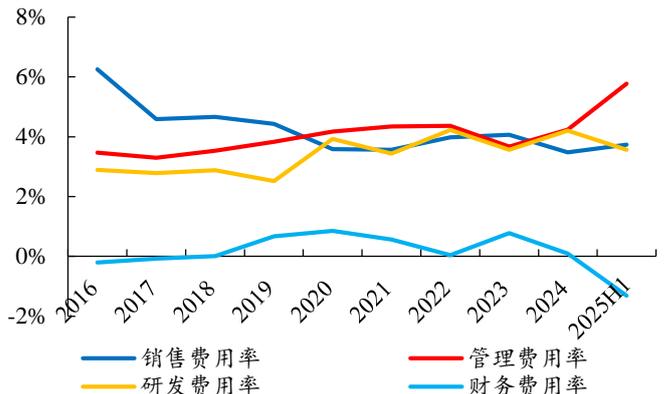
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2022-2024 年, 公司境外业务毛利率持续提升, 对公司毛利率提升起明显推动作用



数据来源: Wind、开源证券研究所

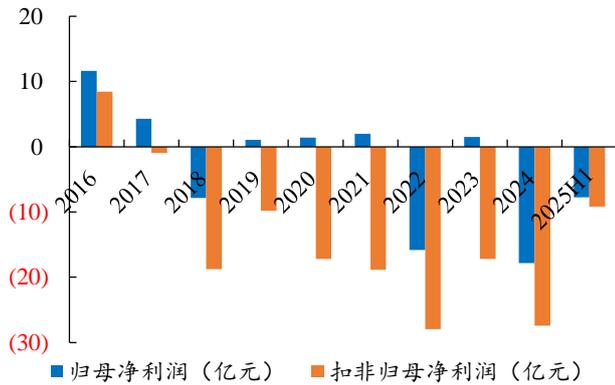
图16: 2023 年以来, 公司期间费用率整体呈下降趋势, 2025H1 受益汇兑收益带来较高的财务收益



数据来源: Wind、开源证券研究所

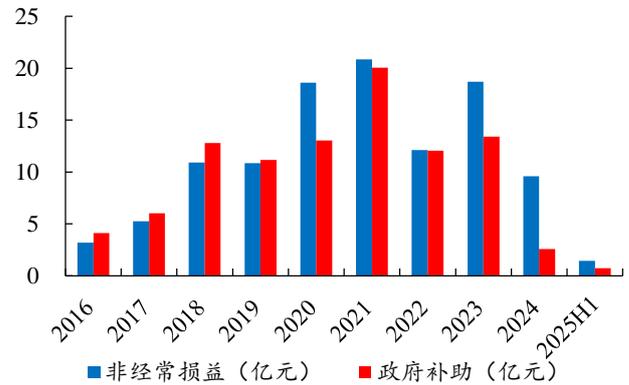
公司近年来扣非归母净利润承压明显, 2023 年及以前归母净利润主要受政府补贴维持, 2024 年受大众安徽减值影响承压明显。2020-2022 年, 受商用车销量呈下滑趋势、乘用车业务效率不高等影响, 公司扣除非经常损益后亏损持续扩大。2023 年, 受境外业务放量等推动, 公司扣非归母净利润有所好转, 但 2024 年大众安徽亏损严重、新项目尊界发展初期投入较大等拖累公司扣非归母净利润。净利润方面, 尽管前几年扣非后亏损严重, 但公司获得较多的政府补助, 因此 2017-2023 年中公司仅 2018、2022 年归母净利润为负。但 2024 年开始, 公司获得的政府补助大幅减少, 叠加 2024 年大众安徽亏损的背景下, 公司对部分资产一次性计提资产减值准备, 因此净利润大幅转负。展望未来, 公司传统业务包袱有望减轻, 高端车型及境外业务放量有望推升盈利。

图17：公司扣非归母净利润持续为负，2017-2023年政府补助支撑公司业绩，2024年大众安徽减值等拖累公司业绩



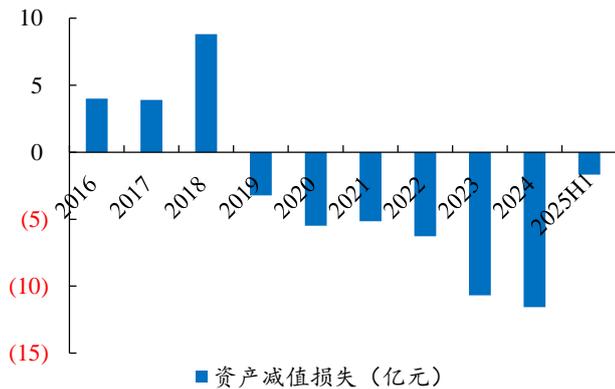
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2023年及以前，政府补助是公司非经常损益核心组成部分，2024年以来明显下滑



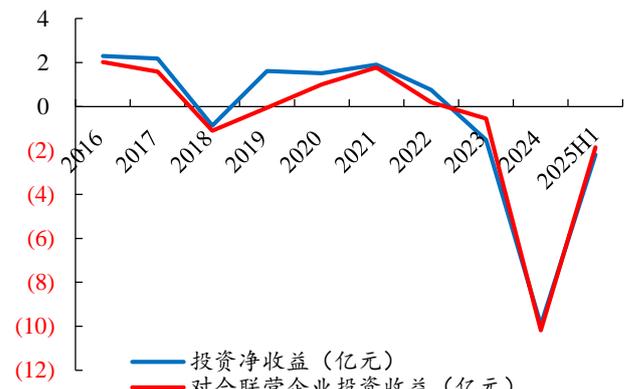
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：受大众安徽减值影响，公司2024年资产减值损失继续扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2024年，大众安徽亏损明显，公司投资净亏损程度明显扩大

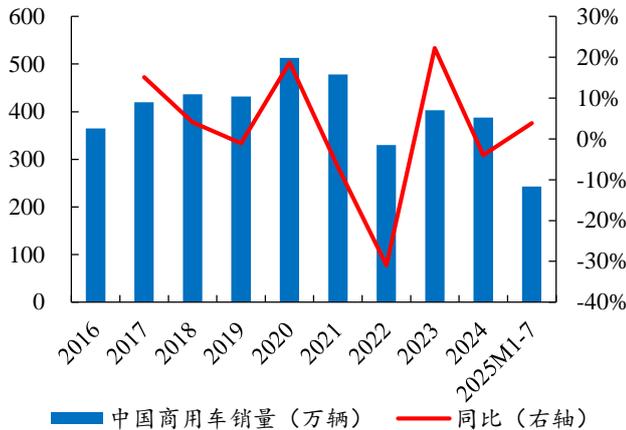


数据来源：Wind、开源证券研究所

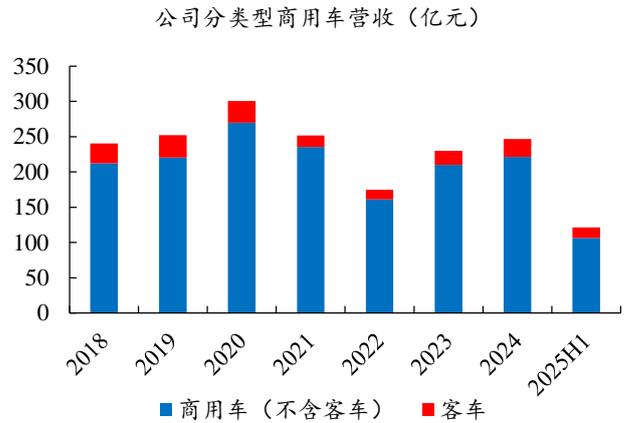
2、受益境外市场放量，公司传统车业务近年来发展势头良好

2.1、商用车：“轻卡回暖+品类拓展+发力海外”，近年来营收明显回升

受经济好转、以旧换新政策、出口销量高增等推动，公司近年来商用车业务营收持续明显提升。2018-2020年，在国三车型淘汰等的推动下，商用车行业表现相对亮眼，公司商用车业务营收也迎来持续增长。但2021-2022年，疫情、经济下行等背景下，商用车行业需求明显下降，公司商用车业务也有所承压。2023-2024年，疫情好转、经济回暖、国四换代、以旧换新政策等背景下，商用车行业需求回暖，同时公司境外业务持续放量，推动公司商用车业务营收持续明显回升。2025年上半年，公司商用车业务营收同比小幅下滑。

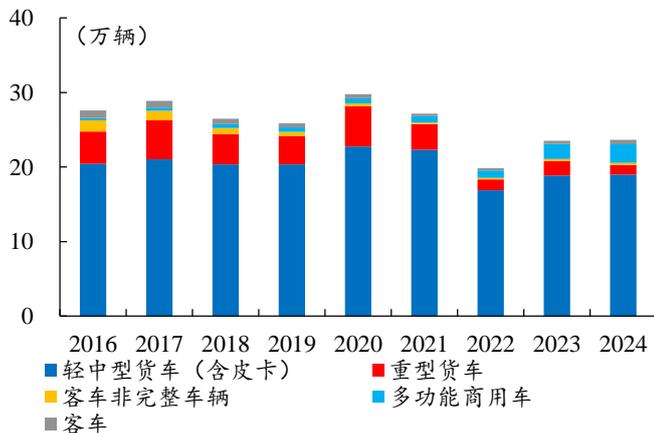
图21：2021-2022年，我国商用车行业销量下滑明显，2023年有所反弹


数据来源：Wind、开源证券研究所

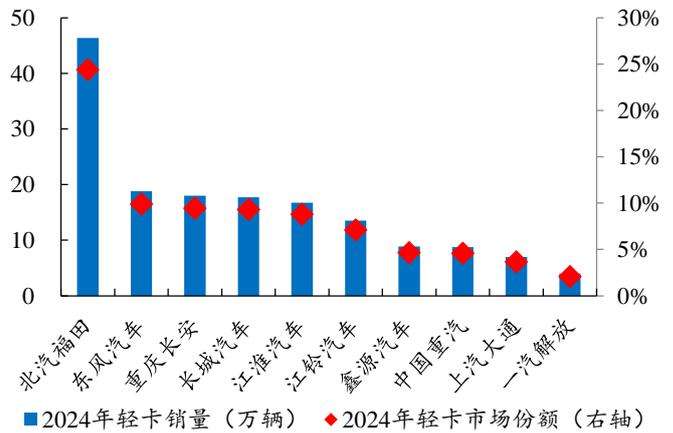
图22：2021-2022年，公司商用车业务营收持续下滑，行业回暖背景下2023-2024年营收明显回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司为国内轻卡行业头部企业，近年来轻卡需求小幅回暖，同时公司加强皮卡、多功能商用车等商用车领域多元化布局，贡献新增量。公司为国内轻卡行业头部企业。2023年，受疫情好转、经济回暖推动，公司轻卡需求有所提升。2024年，公司轻卡销量为16.73万辆，位居全国第5，市占率达8.81%，以旧换新政策等对销量有一定的支撑。同时，在轻卡业务的基础上，公司积极推动商用车业务多元化布局，现已形成轻卡、中卡、重卡、皮卡、多功能商用车等产品矩阵。其中多功能商用车方面，2022年销量仅为0.99万辆，2023年开始持续发力，2023、2024多功能商用车销量分别达2.01、2.50万辆。皮卡方面，公司快速发力，2024年销量已达6.33万辆。

图23：公司商用车销量以轻卡销量为主，近年来逐步开拓皮卡、多功能商用车等新品类


数据来源：Wind、开源证券研究所

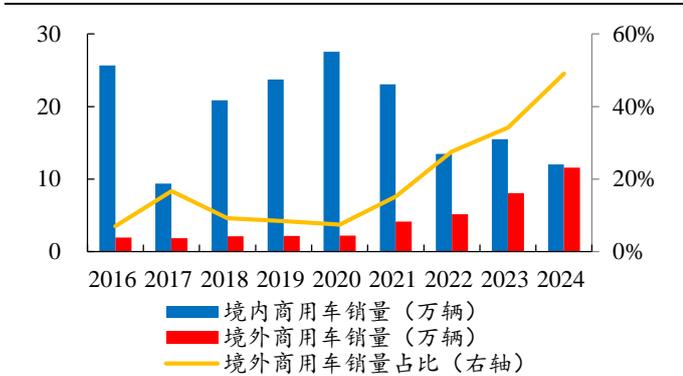
图24：2024年，公司轻卡销量位居全国第5，市占率达8.81%


数据来源：汽车总站网腾讯官方号、开源证券研究所

境外业务为公司近年来商用车业务的重要增长点，2024年商用车境外销量占比约为49.1%，并已实现海外多地本土化供应。不同于国内业务的跟随行业需求波动，公司海外商用车销量呈持续快速增长态势，2016-2024年CAGR高达25.1%，成为公司商用车业务重要增长点。目前，公司产品已出口至全球132个国家和地区，覆盖南美、非洲、中东、东南亚、西亚和东欧等地区，并成功进入土耳其、意大利、墨西哥等高端市场，2024年境外销量占比约达49.1%；分析其原因，疫情下国内商用车产业链完整性、性价比优势以及一带一路沿线国家的建设需求是推动国内商用车销量快速提升的关键，公司也因此受益。同时，公司积极推进海外本土化供应，目前已在

全球建立了 6 家海外子公司，在越南、巴基斯坦、土耳其、哈萨克斯坦、俄罗斯、伊朗、墨西哥等国家实现本土化生产，有利于快速响应需求、实现降本。而在 19 家海外 KD 工厂中，有 16 家分布在共建“一带一路”国家，有望充分受益相关国家的经济快速发展。

图25：公司商用车业务持续开拓海外市场，2021 年以来境外销量占比持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：公司已在越南、巴基斯坦、土耳其、哈萨克斯坦、俄罗斯、伊朗、墨西哥等国家实现本土化供应



资料来源：汽车信息网、找国旗官网、开源证券研究所

2.2、乘用车：车型精简，出口快速增长，蔚来代工积累高端车生产经验

2.2.1、公司乘用车业务 2021-2023 年受益思皓/出口端放量，2024 年受竞争影响收缩

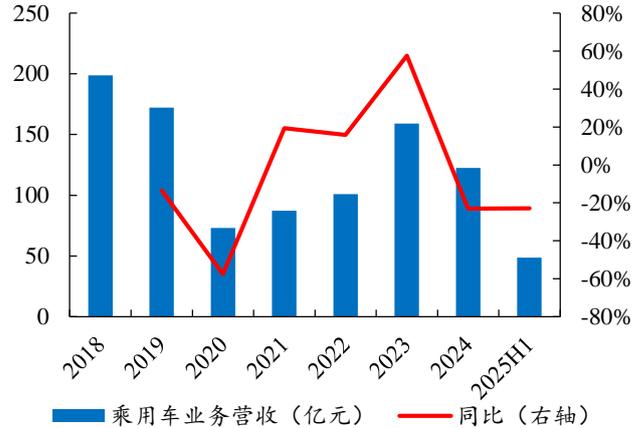
2018-2020 年，公司乘用车业务受行业需求萎缩影响持续下滑，2021-2023 年受“思皓品牌新车+海外业务”放量推动回暖明显，2024 年受行业竞争激烈影响有所下滑。2014-2016 年，受瑞风品牌持续放量等推动，公司乘用车业务迎来快速发展期。但 2018-2020 年，乘用车行业受补贴退坡、竞争激烈、出口受阻等不利因素影响，需求出现明显下滑，叠加瑞风系列产品势能走弱、销量相较 2017 年大幅下滑，公司乘用车业务承压明显。2021-2023 年，乘用车行业迎来持续快速反弹的重要发展期。在此阶段，公司与大众联合推出的思皓品牌销量表现突出，2021-2022 年思皓月销量占江淮乘用车总销量的比重经常过半，峰值达 62.4%。2023 年，公司对乘用车业务进行精简，原思皓品牌燃油及插混车型并入江淮品牌，同时发布新能源品牌钇为、加速新能源车业务布局，原 iEV 及思皓品牌的纯电车也并入钇为品牌。技术端，公司围绕 SUV、轿车、MPV 分别打造 MIS 智能架构、DI 平台和 MUSE 共创智电架构。基于智能化平台，江淮 QX PHEV、钇为 3 等多款智能化新品陆续上市。同时，公司还持续布局海外业务。从最终表现来看，在行业需求回暖的背景下，公司乘用车业务营收持续提升。不过，进入 2024 年，乘用车行业面临燃油车市场萎缩及新能源车市场竞争激烈的问题，同时公司战略布局尊界业务，对传统乘用车业务资源投入减少，导致乘用车业务出现下滑，2025 年上半年延续同比下滑趋势。

图27：2018-2020年，我国乘用车行业销量规模持续萎缩，2021年以来持续快速反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2021-2023年，公司乘用车业务营收受行业回暖推动持续增长，2024年以来受行业竞争激烈影响有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

2021-2024年，公司海外业务持续快速增长，成为公司乘用车业务的又一重要驱动力。紧随中国乘用车出海的良好发展势头，2021-2024年，公司深度布局海外业务，尤其是在一带一路沿线地区实现快速发展。从销量来看，2020年公司境外乘用车销量仅为1.44万辆，但2024年已增长至13.28万辆，CAGR高达74.4%；占比层面，2020年公司境外乘用车销量占比仅为9.2%，但2024年已提升至79.6%，成为公司乘用车业务增长的核心驱动力。同时，在整车直接出口的同时，公司通过投资建厂、合资设企等方式，深度融入海外重要市场。

图29：2021年以来，公司境外乘用车销量持续快速增长，2024年销量占比达79.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：2023年，公司哈萨克斯坦工厂第10万辆整车正式下线



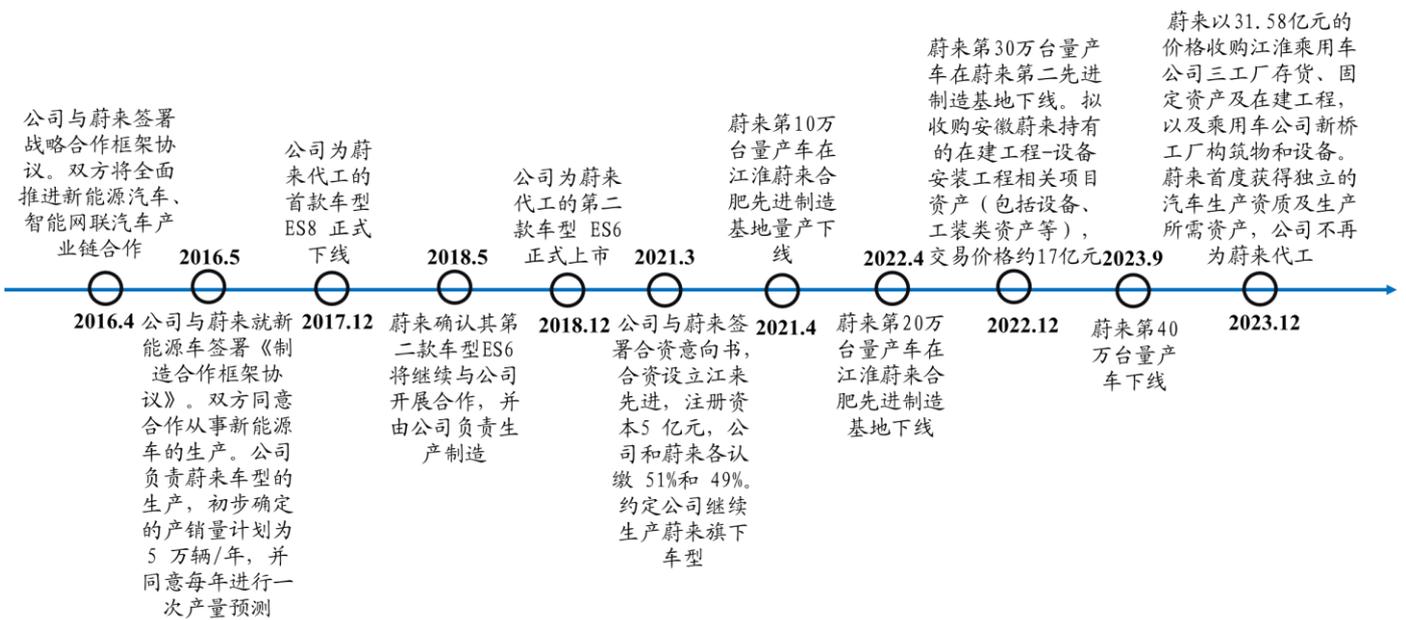
资料来源：安徽国资公众号

2.2.2、公司为蔚来提供多年高端车型代工服务，积累了大量高端车型制造经验

公司自2017年开始为蔚来车型提供代工服务，2023年转让江来制造后有利于改善财务状况。2016年4月，公司与蔚来签署战略合作框架协议。双方将全面推进新能源汽车、智能网联汽车产业链合作。2016年5月，公司与蔚来就新能源车签署《制造合作框架协议》，双方同意由公司负责蔚来车型的生产。2017年12月，公司为蔚来代工的首款车型ES8正式下线。2018年12月，公司为蔚来代工的第二款车型ES6正式上市。2021年3月，公司与蔚来签署合资意向书，合资设立江来先进，约定公司继续生产蔚来旗下ES8、ES6、EC6、ET7等车型。至2023年9月，公司为蔚来代

工的第40万台量产车正式下线。但2023年12月，蔚来宣布以31.58亿元的价格收购江淮乘用车公司三工厂存货、固定资产及在建工程，以及乘用车公司新桥工厂构筑物和设备。蔚来首度获得独立的汽车生产资质及生产所需资产，而公司不再为蔚来代工。此举有利于公司回笼资金，改善财务状况。其实早在2022年12月，在自身业绩不佳的情况下，公司仍花费约17亿元收购蔚来持有的在建工程-设备安装工程相关项目资产（包括设备、工装类资产等），并且随着蔚来车型的丰富，也需要继续投入资金用于代工厂的改造工作，因此转让江来工厂某种程度上有利于减轻公司的财务负担。

图31：公司自2017年开始为蔚来车型提供代工服务，积累了大量的高端车型制造经验



资料来源：公司公告、合肥市工信局官网、央视网、人民网、界面新闻网、新浪汽车网、第一财经官网、蔚来官网、汽车之家官网、观察家网、开源证券研究所

公司为蔚来代工的**最大意义**在于积累了大量的高端车型制造经验，为尊界超豪华车型的生产打下坚实的基础。蔚来的车型普遍偏高端，尽管最终代工合作终止，但在多年的代工经历中，公司掌握了大量的高端车型的制造经验，为尊界超豪华车型的生产打下坚实的基础。2021年2月，公司与蔚来联合打造的“江淮蔚来高端纯电动乘用车智能工厂”成功入选“2020年安徽省智能工厂”。江淮蔚来先进制造基地以“数据、技术、业务流程、组织结构”四要素的持续优化为落脚点，从云平台、物联网、应用系统、工艺设计、智能化装备以及智能传感全方位规划，实现对工厂多维数据的采集分析存储，有效建立生产制造物联网体系，成为具有“高度自动化、网络化、智能化以及先进制造工艺水平特点”的“中国制造2025安徽样板工厂”。

图32：公司与蔚来联合打江淮蔚来先进制造基地，为蔚来高端车型提供代工服务



资料来源：第一财经官网

图33：江淮蔚来先进制造基地引入高端全铝车身生产线

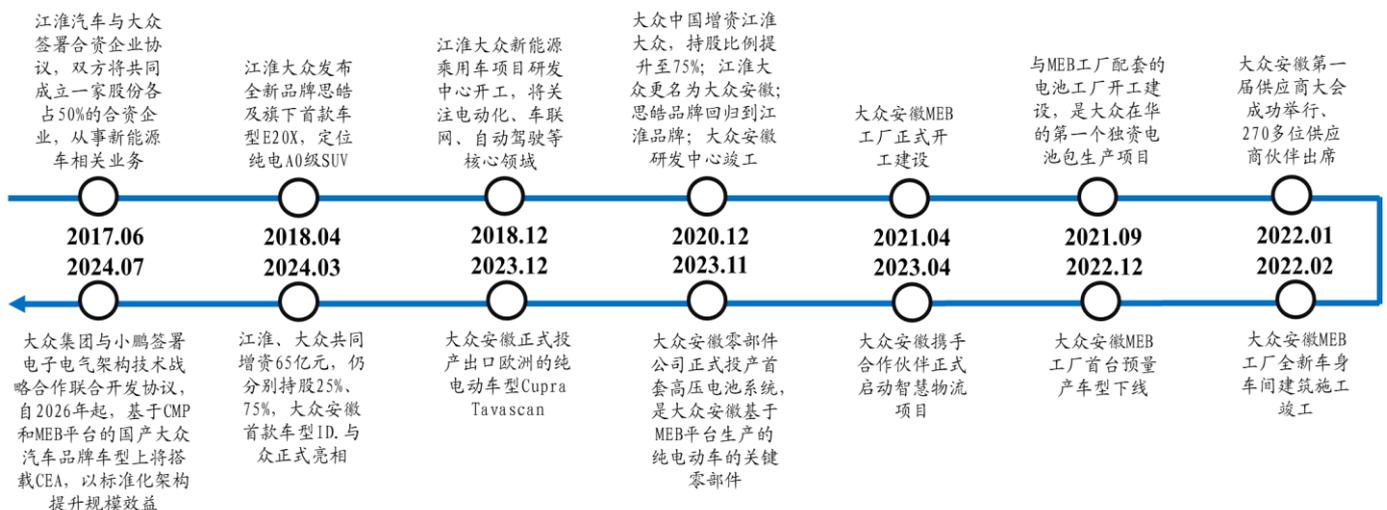


资料来源：中国工业新闻网

2.2.3、大众安徽持续亏损影响公司业绩，与小鹏合作开发车型将推出打开成长空间

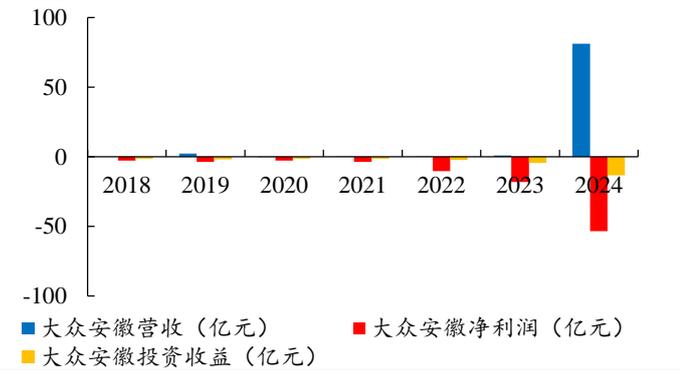
公司自 2017 年起开始与大众合作，大众安徽近年来持续亏损对公司业绩造成较大影响。2017 年 6 月，公司与大众签署合资企业协议，双方将共同成立一家股份各占 50% 的合资企业，从事新能源车相关业务。2018 年 4 月，江淮大众发布全新品牌思皓及旗下首款车型 E20X，定位纯电 A0 级 SUV。2020 年 12 月，大众中国增资江淮大众，持股比例提升至 75%，江淮大众更名为大众安徽。大众承诺授予大众安徽 4-5 个纯电动车品牌产品，并且在允许的前提下，大众将优先考虑在大众安徽生产大众 B 级车、C 级车等插电混动汽车和燃油车。2022 年 12 月，大众安徽 MEB 工厂首台预量产车型下线。2024 年 3 月，江淮、大众共同增资大众安徽 65 亿元，仍分别持股 25%、75%，同时大众安徽首款车型 ID.与众正式亮相。截至 2024 年，大众已相继在合肥投资了整车制造基地、配套核心零部件、销售及数字化服务总部、软件研发分公司以及智慧物流等项目。不过，回顾公司与大众多年的新能源车合作历程，大众安徽因销量不及预期影响，常年处亏损状态，对公司贡献的投资收益常年为负。2024 年，公司还对大众安徽相关资产计提减值，对公司业绩也造成明显影响。

图34：公司自 2017 年与大众进行新能源车业务合作并成立大众安徽合资公司，大众安徽与小鹏合作将开启新篇章



资料来源：人民网、第一电动网、合肥工信局官网、界面新闻新浪科技官方号、运营商财经网新浪财经官方号、财联社、观察者网、大众中国官网、央广网、IT之家官网、开源证券研究所

图35：大众安徽自成立起受销量不佳影响，不断出现亏损，对公司贡献的投资收益持续为负



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36：2024年，大众安徽生产的首款大众品牌车型——大众 ID.与众纯电轿跑 SUV 正式发布



资料来源：观察者网

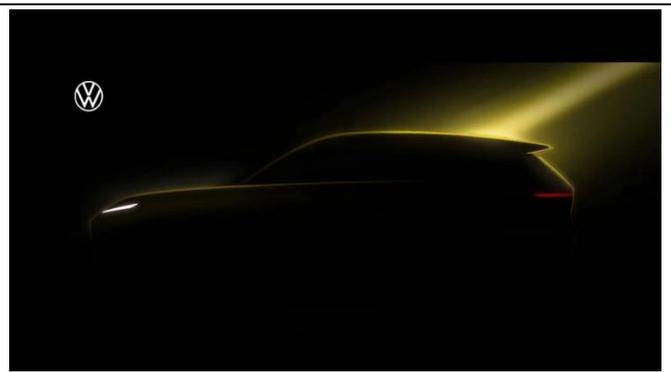
大众与小鹏合作开发 CEA 电子电气架构，2026 年起基于 CMP 和 MEB 平台的国产大众车都将搭载 CEA 架构，大众安徽新能源车业务将迎来崭新篇章。2024 年 7 月，大众中国公告称，大众与小鹏签署电子电气架构技术战略合作联合开发协议，进一步拓展平台和软件领域合作。自 2026 年起，大众品牌在华生产的纯电动车型，将搭载基于区域控制及准中央计算的电子电气架构——CEA，这包括基于全新 CMP 平台开发的车型以及未来计划在中国推出的 MEB 平台车型。此举将降低系统复杂程度、提高成本效率、加速在华车型阵容的数字化，从而推动集团向智能网联汽车时代转型。其实早在 2023 年 7 月，小鹏便公告称，与大众签订战略技术合作框架协议，双方将基于各自核心竞争力（大众在质量、规模化、电池技术等方面，小鹏在软件及 ADAS 等方面提供专业能力）和小鹏 G9 车型平台、智能座舱以及高阶辅助驾驶系统软件，共同开发两款 B 级电动车型，计划于 2026 年推向市场。凭借小鹏领先的智能化技术，展望未来，大众安徽销量增长及扭亏为盈可期，有望逐步为公司贡献投资收益。

图37：大众与小鹏宣布合作开发 CEA 电子电气架构，2026 年起基于 CMP 和 MEB 平台的国产大众车将搭载



资料来源：大众中国官网

图38：2024 年，大众与小鹏首款合作开发的 SUV 轮廓正式公布



资料来源：时代财经腾讯官方号

3、S800 战略引领，尊界有望以科技新豪华重塑超豪华车市场

3.1、豪华车市场国产替代空间广阔，龙头车企享受高盈利及高估值

豪华车市场空间较大且需求较为多元，基本以进口燃油车为主，中国高净值人群规模庞大为国内豪华车市场提供足够的潜在客群。国内 60 万以上豪华车市场规模较为庞大，且除宝马 X5、仰望 U8 等少数几款车外，基本全为豪华品牌进口燃油车，国

产替代空间广阔。具体来看，**(1) 轿车市场**：2024 年，在销量普遍同比下滑的背景下，代表性车型总销量超 7 万辆，其中保时捷 Panamera、奔驰 S 级、迈巴赫 S 级、宝马 7 系年销量均过万，奥迪 A8 年销量也达到 0.92 万辆。从风格来看，保时捷 Panamera 定位轿跑，奔驰 S 级、迈巴赫 S 级、宝马 7 系则定位豪华商务轿车；**(2) SUV 市场**：2024 年代表性车型年销量超 25 万辆。其中宝马 X5 国产化后性价比大幅提升，2024 年国内销量达 8.78 万辆。奔驰 GLE 在外观气场强、内饰豪华、终端优惠力度大等的背景下，2024 年销量也达到 4.44 万辆。此外，路虎揽胜、路虎卫士、保时捷卡宴、奔驰 GLS、丰田兰德酷路泽 2024 年销量均超 1 万辆。从风格来看，宝马 X5、奔驰 GLE、保时捷卡宴、奔驰 GLS 等定位城市场景 SUV，路虎揽胜、路虎卫士、丰田兰德酷路泽、揽胜运动、奔驰 G 级等定位越野 SUV；**(3) MPV 市场**：丰田阿尔法凭借内饰豪华、乘坐舒适性等，在超豪华 MPV 市场持续领先，2024 年销量尽管小幅下滑，但仍达 1.65 万辆。同时，雷克萨斯 LM、沃尔沃 EM90 也逐步崛起，2024 年销量分别达 0.38、0.15 万辆。而从豪华车型的潜在受众来看，根据《胡润财富报告》，2024 年我国家庭净资产在千万人民币、亿元人民币、3000 万美元以上的高净值家庭数分别达 206.6、13.05、8.6 万户，有着较为庞大的潜在受众群体。根据 Wise Guy Reports 预测，虽仍与领先的北美与欧洲存在差距，但预计中国在内的整个亚太市场的豪华车市场规模仍有较大的提升空间。

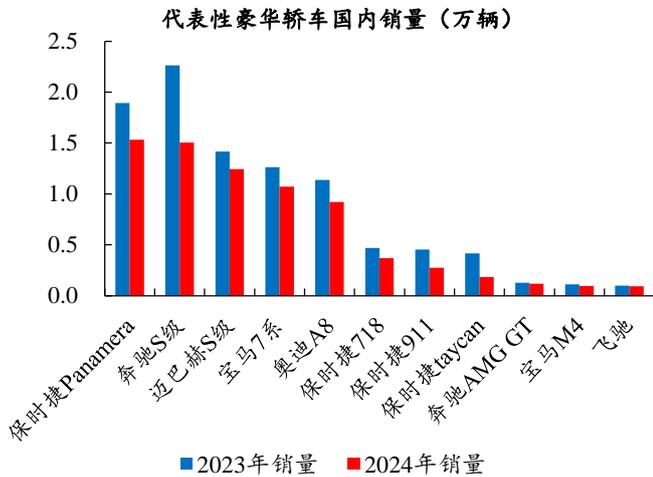
表1：国内豪华车市场基本被进口燃油车占据，仅有宝马 X5、仰望 U8 等少数几款国产车型进军该市场

类别	代表性豪华车型	生产厂商	进口/国产	能源类型	厂商指导价（万元）
轿车	保时捷 Panamera	保时捷	进口	汽油	112.7-247.6
	奔驰 S 级	奔驰	进口	汽油+48V 轻混系统	96.26-204.26
	迈巴赫 S 级	梅赛德斯—迈巴赫	进口	汽油+48V 轻混系统	146.8-375.8
	宝马 7 系	宝马	进口	汽油+48V 轻混系统	91.9-126.2
	奥迪 A8	奥迪	进口	汽油+48V 轻混系统	78.98-207.68
	保时捷 718	保时捷	进口	汽油	56.5-157.8
	保时捷 911	保时捷	进口	汽油+油电混合	146.8-266.8
	保时捷 taycan	保时捷	进口	纯电	91.8-129.8
	奔驰 AMG GT	梅赛德斯—AMG	进口	汽油+48V 轻混系统	99.28-105.5
	宝马 M4	宝马 M	进口	汽油	89.39-108.8
SUV	飞驰	宾利	进口	汽油	279.3-336.5
	宝马 X5	华晨宝马	国产	汽油+48V 轻混系统	61.5-83
	奔驰 GLE	奔驰	进口	汽油+48V 轻混系统	69.98-88.28
	揽胜	路虎	进口	汽油+48V 轻混系统	141.2-379.5
	卫士	路虎	进口	汽油+48V 轻混系统	68.8-146.6
	卡宴	保时捷	进口	汽油	91.8-250.8
	奔驰 GLS	奔驰	进口	汽油+48V 轻混系统	106-139.82
	兰德酷路泽	丰田	进口	汽油	77.1-119.4
	宝马 X7	宝马	进口	汽油+48V 轻混系统	103.9-172.9
	仰望 U8	仰望汽车	国产	增程式电动	109.8
	揽胜运动	路虎	进口	汽油+48V 轻混系统	89.8-243.8
	奔驰 G 级	奔驰	进口	汽油+48V 轻混系统	186.8
	宝马 X6	宝马	进口	汽油+48V 轻混系统	79.99-97.59
Macan	保时捷	进口	汽油	57.8-69.8	
MPV	丰田阿尔法	丰田	进口	油电混合	89.9-92.9

雷克萨斯 LM	雷克萨斯	进口	油电混合	119.9-155
沃尔沃 EM90	沃尔沃亚太·新能源	进口	纯电	81.8

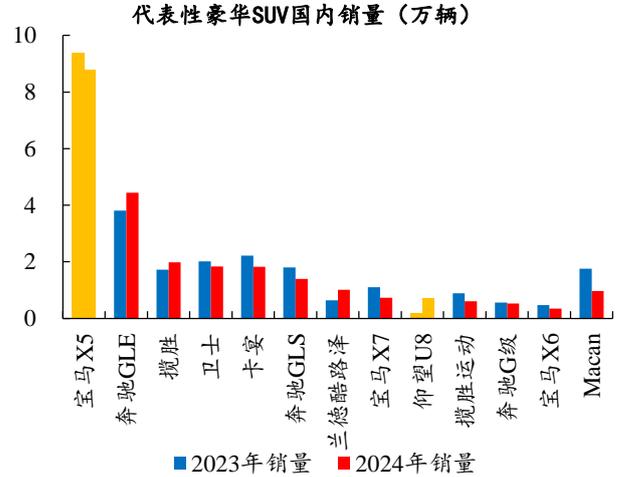
资料来源：易车网、开源证券研究所（注：表中为基于我们的不完全统计）

图39：国内豪华轿车市场主要由保时捷 Panamera 及 BBA “78S” 占据，代表性车型 2024 年总销量超 7 万辆



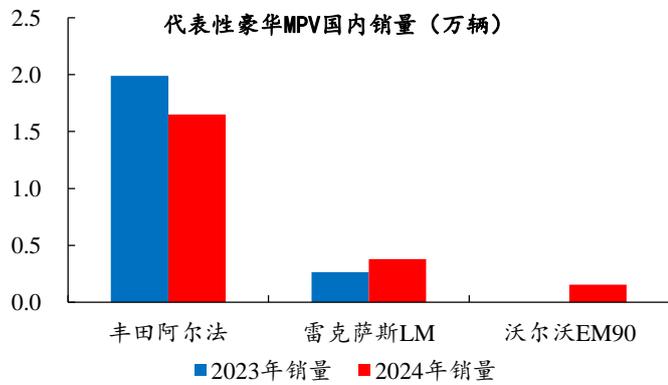
数据来源：易车网、开源证券研究所

图40：国内豪华SUV市场代表性车型 2024 年总销量超 25 万辆，宝马 X5 因定位偏低 2024 年销量超 8 万辆



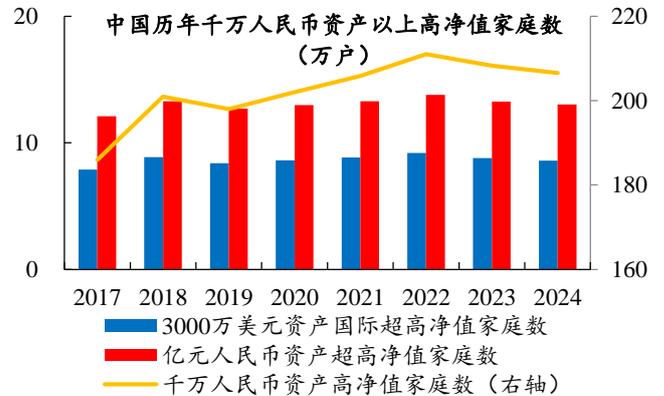
数据来源：易车网、开源证券研究所（注：标黄为国产车型）

图41：国内豪华MPV市场代表性车型 2024 年总销量超 2 万辆，丰田埃尔法优势突出



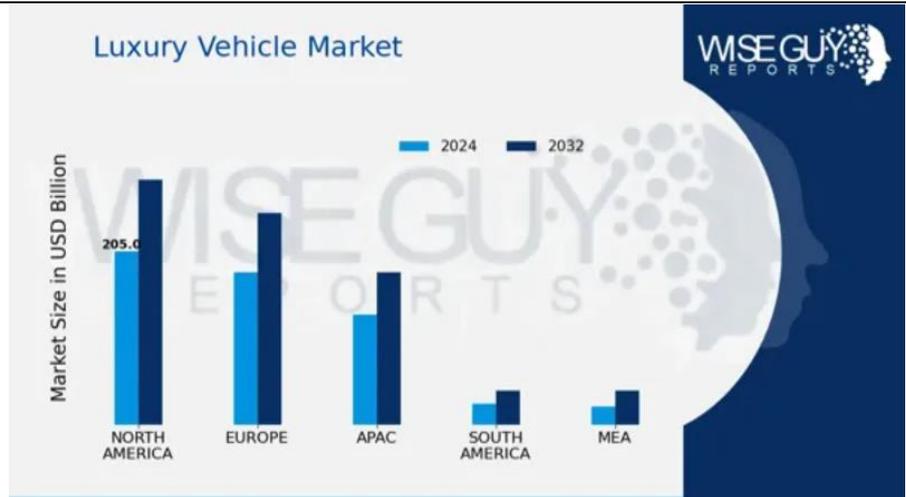
数据来源：易车网、开源证券研究所

图42：中国高净值人群规模较为庞大，为豪华车提供充足的潜在客群



数据来源：金融界腾讯官方号、胡润研究院《高净值人群消费心态及行为研究报告 2025》、开源证券研究所

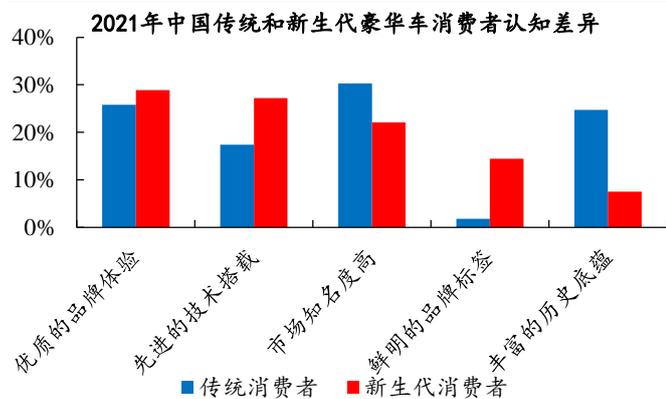
图43: 虽仍与领先的欧美存在差距, 但预计亚太豪华车市场有着较大的发展空间



资料来源: Wise Guy Reports 官网

随着豪华车市场客群呈多元化发展趋势, 自主品牌豪华车型有望凭借电动智能化技术优势及更高的性价比等吸引较多增换购需求。过去, 进口品牌豪华燃油车型凭借内外饰豪华、乘坐舒适性、强动力性以及多年积淀形成的品牌效应等, 在豪华车市场占据主要份额。但随着新生代豪华车消费者的出现, 其更为年轻化、职业多元化的特征, 使得其对于原先市场知名度高的豪华品牌重视程度下降, 反而逐步转向先进的技术搭载、优质的品牌体验、鲜明的品牌标签等, 越来越多的豪华车消费者愿意尝试购买产品力、性价比突出的产品。在此背景下, 自主品牌豪华新能源车迎来宝贵的发展机会。电动智能化时代, 国产品牌新能源车借助国内强大的供应链, 在动力性、舒适性方面已经不输甚至超越进口豪华燃油车型。而在智能化方面, 国内豪华车的智能座舱及智能驾驶体验更是明显领先。并且, 相比产品迭代较为缓慢的进口豪华车, 国产豪华车更新迭代较为迅速。因此, 仰望 U8、尊界 S800 等有望通过差异化吸引豪华燃油车主的增换购需求、中高端车型车主的升级需求等, 创造新的市场空间。此外, 国产品牌豪华车由于国内供应链成本低、不需要承担关税等, 相比进口豪华燃油车有着明显的性价比优势, 也能吸引不少新生代消费者。以关税完税价格 50 万、排量 2.5-3L 的对美进口豪华车为例, 在征收 25% 关税的背景下, 国产车型的最终成本仅为进口车型最终成本的 80%, 性价比突出。

图44: 新生代豪华车消费者对车型市场知名度高的重视度下降, 对先进的技术搭载的看重程度明显提升



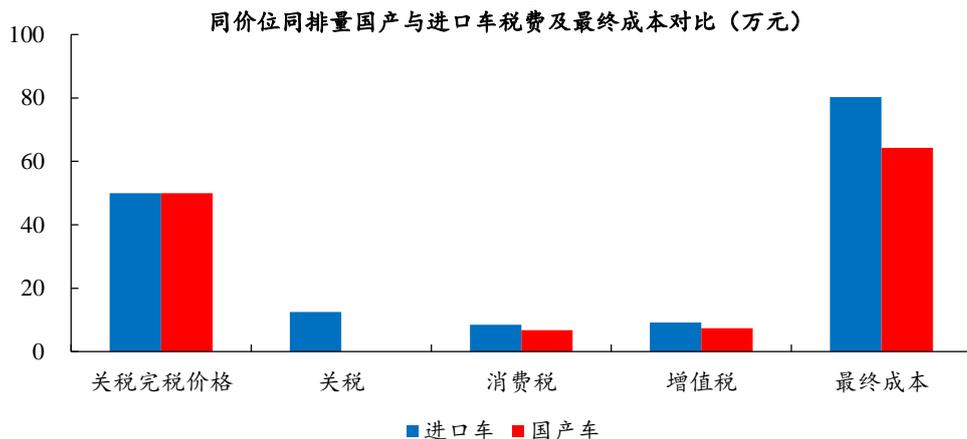
数据来源: 巨量引擎营销观察公众号、开源证券研究所

图45: 尊界 S800 能够全向立体融合感知路面信息, 带来强大的主动防护能力, 科技新豪华标签突出



资料来源: 鸿蒙智行官网

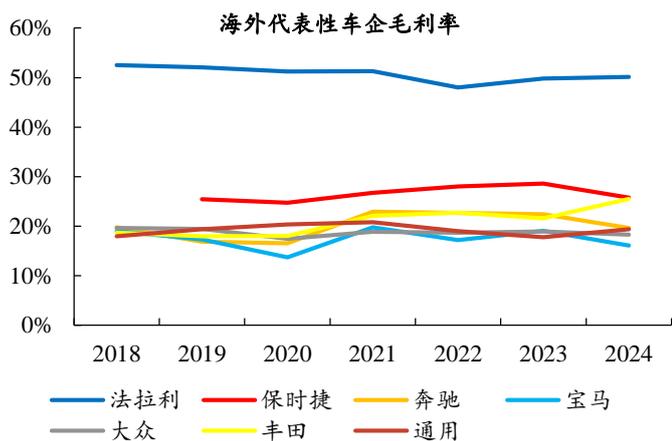
图46：相比进口豪华车，国产车因为不需要承担关税，具有较高的性价比



数据来源：汽车之家公众号、开源证券研究所（注：选择关税完税价格50万、排量2.5-3L、对美进口车关税税率25%）

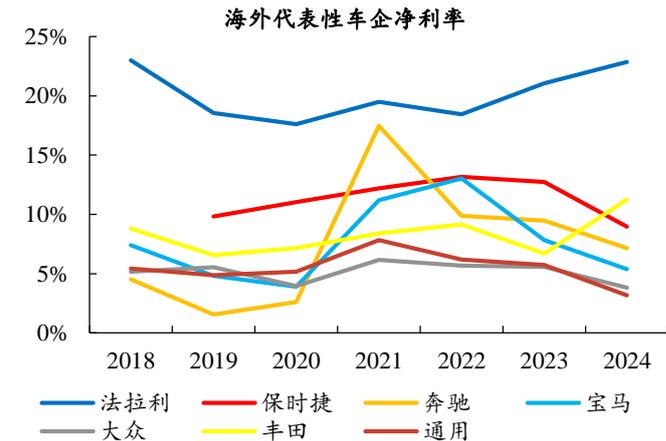
豪华车型有着较高的品牌溢价，因此利润率及盈利稳定性更高，且相关车企相比一般车企有着较高的估值溢价。豪华车型由于其高端定位，尤其是部分具备奢侈品属性的品牌，往往有着较高的品牌溢价。以法拉利为例，通过参加F1赛事，限量化、个性化定制等，逐步形成具备奢侈品属性的跑车品牌。而从其盈利性来看，毛利率约达50%，明显领先保时捷、奔驰、宝马等其他车企；随着销量的增长，净利率持续提升，且相比其他车企优势有扩大趋势；归母净利润持续增长，基本不受外部环境的影响。也正因为其超强的盈利能力及稳定性，其市盈率大幅领先其他车企，存在较高的估值溢价。有鉴于此，尊界等国内豪华品牌如果能够借鉴国内的供应链成本及无关税优势，相比同价位的进口豪华车或有着更高的利润率。且如果能够打造奢侈品属性，盈利稳定性将更高，也有望相比传统车企享受更高的估值溢价。

图47：凭借奢侈品定位，法拉利获得较高的品牌溢价，毛利率明显高于其他车企

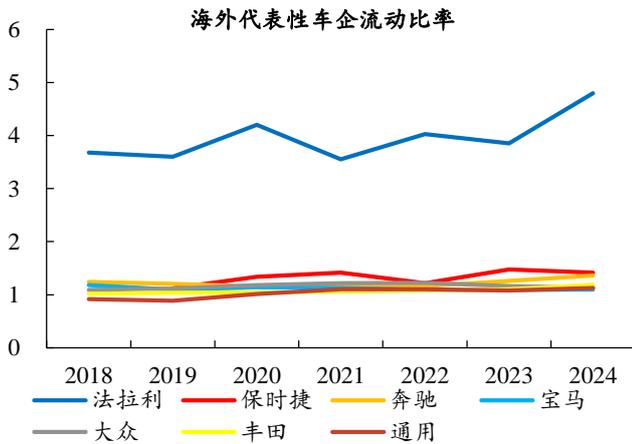


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：图中统一采用截至各自自然年年末的导出数据）

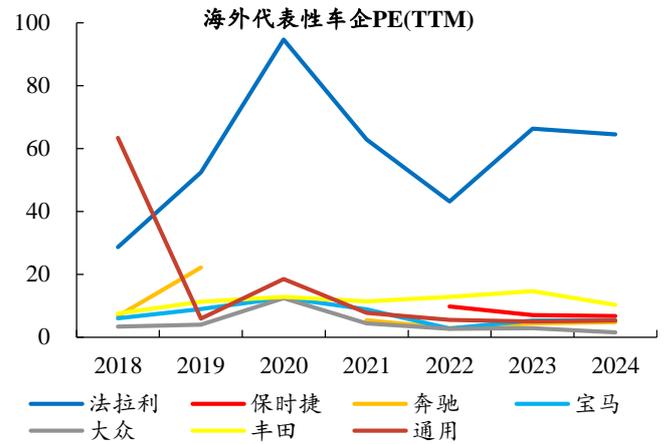
图48：2023年以来海外主流车企多数受中国市场竞争激烈影响净利率下滑，法拉利因其定位净利率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：图中统一采用截至各自自然年年末的导出数据）

图49：凭借业绩稳定性，法拉利有着非常强的短期偿债能力，流动比率明显高于其他车企且2024年提升明显


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：图中统一采用截至各自历年年末的导出数据）

图50：法拉利因为利润率及盈利稳定性高，高端定位属性突出，相比其他车企存在较高的估值溢价


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：因各个车企标的处于不同国家和地区的资本市场环境，故此图仅作示意性展示）

3.2、华为领先智能技术、终端渠道、高端形象赋能尊界冲击豪华车市场

公司与华为就智选模式展开深度合作，华为领先智能化技术、终端渠道、高端品牌形象助力尊界以科技新豪华形象冲击豪华车市场。公司与华为就智选模式展开深度合作，打造豪华品牌享界，华为领先的智能化技术、终端渠道、营销、高端品牌形象等充分助力尊界旗下高端车型的研产销全体系：（1）智能化技术：华为车业务每年投入约100亿元，直接研发人员超7000人，拥有车载光、大灯、HUD、芯片、算法（包括智能驾驶、智能座舱等）、云、电机、电控、电源管理等一系列产品。尊界作为华为智选模式下的最高端品牌，在华为前沿智能化技术赋能方面享有先发优势。尤其是对于豪华商务车型消费者而言，安全性是其非常看重的因素，华为智能化体系下的主动安全能力将对其有较强的吸引力；（2）渠道营销：渠道方面，鸿蒙智行旗下品牌车型已进入相当比例的华为门店进行销售，受益华为消费电子业务庞大的渠道规模。根据华为年报，截至2023年底，华为已在全球建立超过60000家门店和专柜，包含超5500家体验店、超2100家华为授权服务中心，其中包括15家旗舰店、超过300家500平方米以上的智能生活馆。尊界作为鸿蒙智行体系下的最高端车型，承担着推动鸿蒙智行体系高端化的重任，因此将进入不少鸿蒙智行体系下高端店型。例如，5月31日，首批尊界S800进入100家鸿蒙智行旗下终端门店。此外，华为还成立鸿蒙智行官方销售渠道，鸿蒙智行旗下的车型也可以进入华为商城进行销售。营销方面，华为在华为终端公众号、视频号、微博等平台积极宣传尊界系列等车型，有着很高的曝光度；（3）品牌效应：华为从技术深耕到生态重构，从逆境突围到高端破局，始终是中国科技企业的杰出代表，其品牌价值的持续提升反映着中国科技产业从“规模扩张”向“价值创造”的质变。因此，华为在国内众多领域都是高端化的代名词。借助华为的品牌效应，豪华车经验积累不足的尊界等车企有望逐步追赶相较BBA、保时捷等豪华品牌的品牌影响力差距，实现差异化竞争。

图51：华为乾崮智能汽车解决方案为合作车型提供智能驾驶、智能座舱、智能车灯、智能车控等全栈智能化技术



资料来源：华为乾崮智能汽车解决方案公众号

图52：5月31日，首批尊界 S800 进入 100 家鸿蒙智行旗下终端门店



资料来源：IT之家官网

图53：华为荣膺 CNPP 2025 中国品牌排行榜 TOP1

排名	CNPP 2025 中国品牌 TOP10	主营业务
1	华为	通讯及终端产品
2	腾讯	互联网
3	贵州茅台	白酒
4	抖音	互联网
5	阿里巴巴	互联网
6	京东	互联网
7	中国平安	金融生活服务
8	比亚迪	新能源汽车
9	美团	互联网
10	小米	消费电子

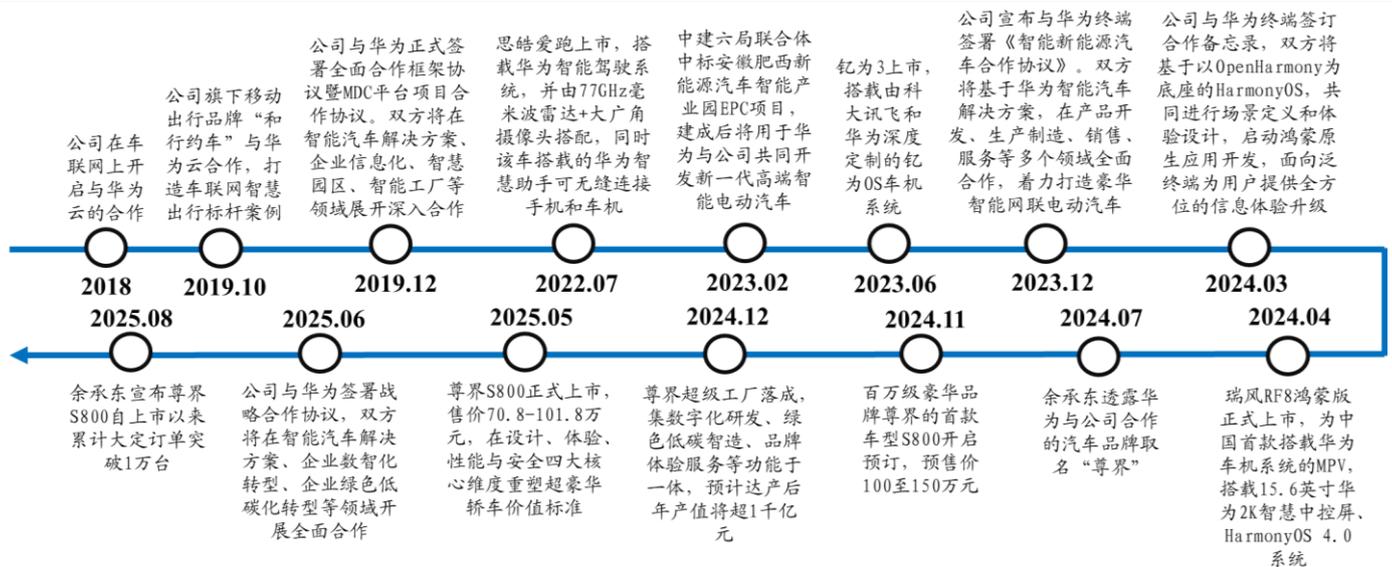
资料来源：CNPP 十大品牌网、开源证券研究所

3.3、践行“一切为了尊界”战略，S800 打响公司乘用车业务腾飞第一枪

公司自 2018 年开始与华为就智能化等领域展开深度合作，2024 年与华为就智选模式合作推出尊界品牌打开新篇章。公司与华为合作已久，从最初的智能化技术合作逐步拓展为高度紧密的智选模式合作。(1) 2018 年，公司在车联网方面开启与华为云的合作；(2) 2019 年 12 月，公司与华为正式签署全面合作框架协议暨 MDC 平台项目合作协议。双方将在智能汽车解决方案、企业信息化、智慧园区、智能工厂等领域展开深入合作；(3) 2022 年 7 月，思皓爱跑上市，搭载华为智能驾驶系统，并由 77GHz 毫米波雷达+大广角摄像头搭配，同时该车搭载的华为智慧助手可无缝连接手机和车机；(4) 2023 年 12 月，公司宣布与华为终端签署《智能新能源汽车合作协议》。双方将基于华为智能汽车解决方案，在产品开发、生产制造、销售、服务等多个领域全面合作，着力打造豪华智能网联电动汽车；(5) 2024 年 4 月，瑞风 RF8 鸿蒙版正式上市，为中国首款搭载华为车机系统的 MPV，搭载 15.6 英寸华为 2K 智慧中控屏、HarmonyOS 4.0 系统；(6) 2024 年 7 月，余承东透露华为与公司智选模式合作的汽车品牌取名“尊界”；(7) 2024 年 11 月，百万级豪华品牌尊界的首款车

型 S800 开启预订，预售价 100-150 万元；(8) 2024 年 12 月，尊界超级工厂落成，集数字化研发、绿色低碳智造、品牌体验服务等功能于一体，预计达产后年产值将超 1 千亿元；(9) 2025 年 5 月，尊界 S800 正式上市，售价 70.8-101.8 万元，在设计、体验、性能与安全四大核心维度重塑超豪华轿车价值标准；(10) 2025 年 6 月，公司与华为签署战略合作协议，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。根据协议，双方将在现有良好的合作背景下，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，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。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。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，助力公司高质量发展，实现绿色低碳化转型。可见，公司与华为的合作持续深化，并将最终落实到尊界品牌的发展壮大上。

图54：公司自 2018 年开始与华为就智能化等领域展开深度合作，2024 年与华为合作推出尊界品牌打开新篇章

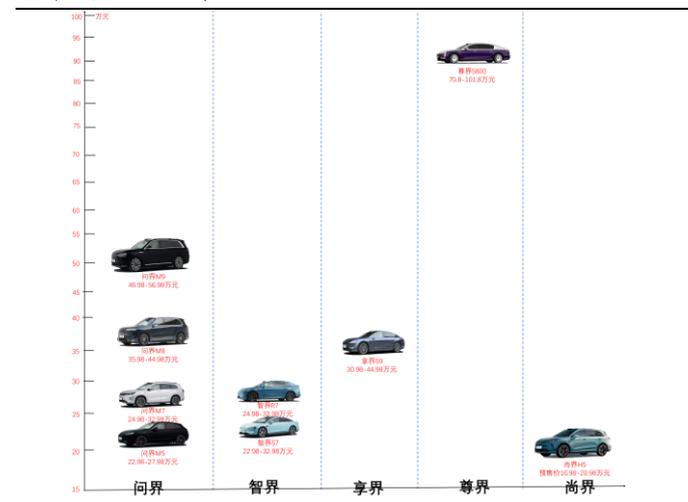


资料来源：华为云官网、第一财经官网、新浪汽车官网、中国质量新闻网、新华网、IT之家官网、易车官网、江淮瑞风官网、南方都市报腾讯官方号、公司官网、经济观察网、中网资讯、开源证券研究所

尊界定位百万级豪华品牌，有望以科技新豪华属性与传统进口豪华燃油车型进行竞争，成为国内高盈利性、高稳定性、高稀缺性品牌的代表。尊界定位百万级豪华品牌，为鸿蒙智行体系下目前最高端的品牌。在这个市场上，传统进口豪华燃油车型通过多年的积淀，形成近乎垄断的品牌影响力。尊界依托华为最为顶尖的电动智能化技术以及高端品牌形象冲击该市场，定位科技新豪华。随着新生代豪华车消费者对已购品牌的忠诚度不高以及对于先进技术、品牌体验等的重视度提升，科技属性将吸引不少进口豪华车主甚至中低端车主的升级需求。同时，相比迈巴赫等进口豪华车，尊界的定价区间有着较高的性价比，有望成为相关车型的平替。其实，麦肯锡对全球 150 位高净值超豪华车主的调研显示，尽管传统超豪华车型有着较好的口碑，但仅有 37% 的豪华车主会选择重复购买原品牌，而 35% 的受访者会主动考虑更换品牌，28% 的受访者表示非常有可能更换品牌，尊界有着较大的发展机遇。此外，尊界有着区别于传统中低端品牌的多维度价值：(1) 高盈利性：受益国内供应链成

本低及零关税，相同定价下尊界利润率预计更高；(2) 高稳定性：豪华车主消费能力强，更看重个性化体验等，价格敏感度低，尊界受经济周期影响预计较小；(3) 高稀缺性：尊界成功填补国内品牌在豪华车市场的空白，竞争对手少，有望成为国内代表性豪华品牌。

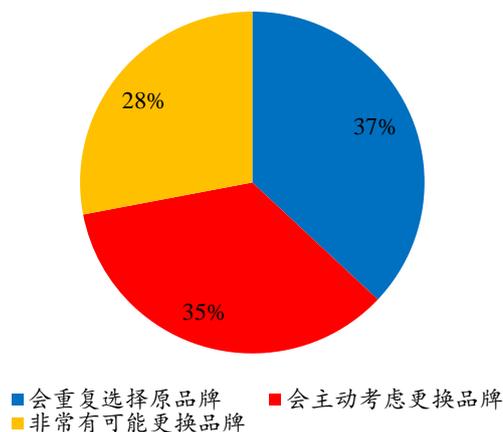
图55：尊界定位百万级豪华品牌，为鸿蒙智行体系下目前最高端的品牌



资料来源：汽车之家官网、网易科技、开源证券研究所

图56：麦肯锡调研显示，尽管传统超豪华车型有着较好的口碑，但仅有37%的豪华车主会选择重复购买原品牌

麦肯锡对150位高净值超豪华车主购车意向调研



数据来源：凯睿赛驰官网、开源证券研究所

尊界 S800 定位大型行政旗舰轿车，相比竞品在尺寸、加速性能、智能化、座椅舒适性、性价比等方面更为突出，上市 67 天大定突破 1 万辆。尊界 S800 是公司联合打造的首款车型，定位大型行政旗舰轿车。新车定价 70.8-101.8 万，明显低于主流竞品，不同版本配置主要区别在于动力形式、电机个数、隐私光幕玻璃等豪华配置。具体来看，(1) **外观方面**，尊界 S800 长宽高分别为 5480/2000/1542mm，轴距 3370mm，尺寸与迈巴赫 S 级相近，比奔驰 S 级、宝马 7 系、奥迪 A8 更大，双拼色设计媲美进口行政级轿车的豪华感。配置方面，新车前脸配备双百万像素星河大灯，同时引入首创多层映射水晶尾灯，拥有智能迎宾光毯。新车侧面匹配首创多层映射门把手，拥有独创立体星光技术，同时匹配大视野纯平侧窗；(2) **内饰方面**，豪华感与科技感兼备。尊界 S800 采用环抱式布局，配备超大三联屏，贯穿整个座舱，并支持三指滑动实现多屏间无缝流转。同时，新车两侧车门上分别镶嵌电子后视镜显示屏，后方还内嵌座椅调节按钮，提升车内的科技氛围，并提供煦日浅棕、霞光白紫、云雾雅白、晨夕白棕与夜阑墨棕共 5 种内饰配色。后排方面，尊界 S800 4 座版搭载双零重力座椅，支持座椅按摩/通风/加热等配置，并在座舱中部配有隔断设计，给后排带来更私密的空间，同时 4 座版本还会采用星空顶设计，而 5 座版则为全景天幕设计。配置方面，尊界 S800 配备 43 扬声器 HUAWEI SOUND 音响系统（座椅全配有独立头枕音响、前排支持隐私声盾隔离前后排干扰）、HUAWEI XHUD 抬头显示、流媒体后视镜、后排小桌板、香槟杯、车载冰箱、电变阻光隐私玻璃、13 安全气囊、后排投影幕布等豪华配置。相比迈巴赫，尊界 S800 在舒适性、科技性、隐私性等方面更胜一筹；(3) **动力续航方面**，尊界 S800 双电机四驱版前、后驱动电机的最大功率分别为 160 千瓦和 230 千瓦；三电机四驱版前电机最大功率为 160 千瓦，两台后电机的最大功率均为 237.5 千瓦，系统综合功率 635 千瓦，其中纯电双电机/增程三电机/增程双电机版零百加速时间分别为 4.3 秒/4.7 秒/4.9 秒，动力性方面优于多数竞品。续航方面，尊界 S800 首发 800V 雪鸮智能增程平台，增程双电机/三电机版 CLTC 纯电续航分别为 400/365km，CLTC 综合续航分别为 1333/1200km，支持 6C

超充电芯体系，10%-80%最快充电仅 10.5 分钟。纯电版采用超高密度 800V 高压纯电平台，搭载容量 97 千瓦时电池，CLTC 综合续航 702km，支持 5C 超充电芯体系，10%-80%最快充电 12 分钟，续航及快充方面同样表现突出；**(4)底盘方面**，尊界 S800 搭载途灵龙行底盘，采用前双叉臂式后五连杆式独立悬架的形式，并配备双腔空气悬架和 CDC 电磁减振器。同时，基于多电机、悬架、前后转向等全维协同控制，可实现 120km/h 前轮爆胎依然轻松直行，并且还可以做到稳定 80km/h 绕圆。此外，基于车辆运动协同控制模型，精准协同三电机、前后轮转向，实现最大 16° 蟹行，拥有 5.05 米同级最小转弯半径；**(5)智能化方面**，尊界 S800 将首发搭载华为 ADS 4，主动安全、辅助驾驶方面突出，同时搭载鸿蒙座舱，科技感遥遥领先于进口豪华燃油车。凭借在尺寸、加速性能、智能化、座椅舒适性、性价比等方面相比竞品更为突出，尊界 S800 取得亮眼的订单表现，上市 67 天大定突破 1 万辆，已逐步接近传统豪华轿车市场第一梯队的年销量。

图57：尊界 S800 定位大型行政旗舰轿车，采用双拼色设计，豪华性方面完全不输于 BBA 的“78S”



资料来源：尊界汽车公众号

图58：尊界 S800 全系标配华为 ADS 4、鸿蒙 OS 座舱、AR-HUD、百万像素投影大灯、星河通信等智能化配置

全系标配	
尊享驾乘	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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、全粒面羊革真皮座椅 后排可拆合扶手屏、双温控车载冰箱、香氛系统
尊享科技	<ul style="list-style-type: none"> 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：尊界汽车公众号

图59：尊界 S800 定价 70.8-101.8 万，不同版本配置主要区别在于动力形式、电机个数、隐私光幕玻璃等豪华配置

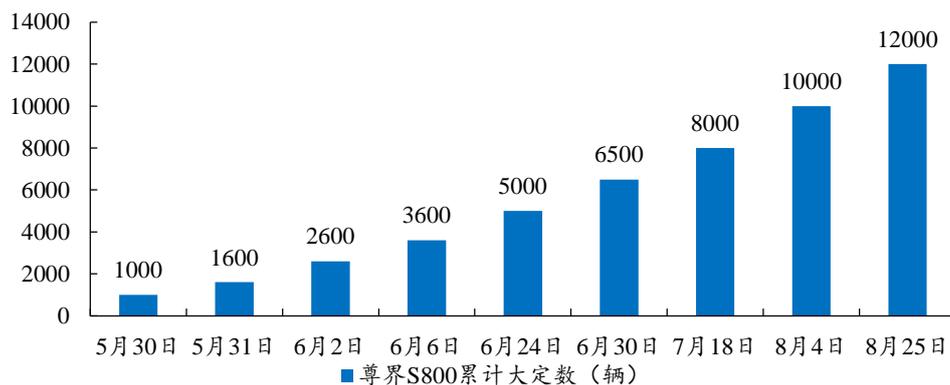
尊界 S800 星辉尊享版	尊界 S800 星耀尊享版	尊界 S800 星辉行政版	尊界 S800 星耀行政版
70.8万	78.8万	81.8万	101.8万
五座布局 双零重力座椅 途灵龙行平台Max (双电机) 华为悦影 非凡系列 35 扬 纯电 97kWh 增程 65kWh	五座布局 双零重力座椅 途灵龙行平台 Ultra (三电机) 华为悦影 非凡系列 35 扬 增程 65kWh	四座布局 双 ActiveSafe 零重力座椅 途灵龙行平台 Max (双电机) 华为悦影 非凡系列 43 扬 纯电 97kWh 增程 65kWh	四座布局 双 ActiveSafe 零重力座椅 途灵龙行平台 Ultra (三电机) 华为悦影 非凡系列 43 扬 增程 65kWh 标配 21 英寸 25 孔日耀轮毂 标配隐私光幕玻璃 标配可变空间隔断
全系可选： 智能星空顶、可变空间隔断（40英寸隐私巨幕 后排智能交互系统）、隐私光幕玻璃、 电子后视镜、21 英寸 25 孔日耀轮毂、20 英寸 12 孔峰月轮毂			

资料来源：新华社公众号

表2: 尊界 S800 相比竞品在尺寸、加速性能、智能化、座椅舒适性、性价比等方面更为突出

	尊界 S800	保时捷 Panamera	奔驰 S 级	迈巴赫 S 级	宝马 7 系	奥迪 A8
厂商指导价 (万元)	70.8-101.8	113.8-188.8	96.26-204.26	146.8-364.3	91.9-126.9	78.98-207.68
能源类型	增程+纯电	汽油	汽油+48V 轻混系统	汽油+48V 轻混系统	汽油+48V 轻混系统	低配:汽油 高配:汽油+48V 轻混系统
长 (mm)	5480	5052	5290	5470	5391	5320
宽 (mm)	2000	1937	1921	1921	1950	1945
高 (mm)	1532	1423	1503	1510	1548	1488
轴距 (mm)	3370	2950	3216	3396	3215	3128
最大功率 (kW)	390	260	230-330	280-450	200-280	195-338
最大扭矩 (N.m)	673/535	500	450	500-900	400-520	370-600
官方 0-100km/h 加速时间 (s)	4.3-4.9	5.3	5.9	4.6-5.6	5.4-6.7	4.8-6.7
DOW 开门预警	●	○	●		●	低配○高配●
前方碰撞预警	●	●	●	●	●	●
后方碰撞预警	●	-	-	-	-	低配○高配●
哨兵模式/千里眼	●	-	-	-	-	-
低速行车警告	●	-	-	-	-	-
魔毯智能悬架	●	-	-	○	-	-
整体主动转向系统	●	○	-	-	-	-
摄像头数量	●11	●5 个	●3 个	●6 个	●6 个	低配: ●2 个○5 个 高配: ●5 个
毫米波雷达数量	●5	-	-	●5 个	-	-
激光雷达数量	●4	-	-	-	-	低配○1 个高配●1 个
倒车车侧预警系统	●	○	-	-	●	低配○高配●
车载卫星通信	●	●	-	-	-	-
遥控泊车	●	●	●	●	-	-
记忆泊车	●	●	-	-	-	-
循迹倒车	●	●	-	-	低配○高配●	低配○高配●
高速 NOA	●	-	●	●	-	-
城市 NOA	●	-	-	-	-	-
中控屏幕尺寸	15.6 英寸	●10.9 英寸	●12.8 英寸		●14.9 英寸	●14.9 英寸
副驾娱乐屏尺寸	16 英寸	○10.9 英寸	-	-	-	-
车载智能系统	HUAWEI ADS		●MBUX	●MBUX	●iDrive	●iDrive
后排多媒体屏幕数量	●2 个	●1 个 ○2 个	后排○高配●		●	●
零重力座椅	●第二排	-	-	-	-	-

资料来源: 汽车之家、开源证券研究所 (注: 黑点代表标配, 白点代表选配)

图60：尊界 S800 上市 87 天大定突破 1.2 万辆，表现突出


数据来源：IT之家官网、手机中国网易官方号、开源证券研究所

能力建设方面，在尊界打造的过程中，公司与华为双方组建了超 5000 人的专属团队，目前投入超百亿元。公司全方位对标学习华为，全力推进流程化组织变革，系统开展了 IPD、ISC、LTC 组织架构流程变革，牵引人力资源、运营、财经、IT 等多领域变革，建立了端到端能力资源中心，包括采购中心、质量中心、人力资源中心、数字化中心等，并同步改革项目管理中的预算、激励和考核机制，赋能一线作战单元更好地拼搏奋斗。

产能端，公司高标准建设尊界超级工厂，关键工序自动化率达 100%。为支撑尊界的高端制造标准，公司投资 39.8 亿元建成专属超级工厂，于 2024 年 12 月 16 日正式投产。工厂集成近 1500 台智能机器人，关键工序自动化率达 100%，并设置 86 个质量评审门及 2.5 万个控制点实现全流程追溯，设计年产能 20 万辆。同步推进的流程变革包括引入 IPD 集成产品开发与 ISC 集成供应链管理体系，重构研发制造流程以匹配科技型企业的敏捷创新需求。在先进产能的支撑下，尊界 S800 于 6 月底开启先行者计划配置交付，并在 7 月点亮了 50+ 城市的交付；目前尊界超级工厂的交付在快速爬坡，8 月第一周交付量将突破 200+，成为 70 万+ 轿车销量榜单前列。公司将持续推动供应链准备及工厂产能提升，预计 8 月中下旬将开启规模交付，8 月整体交付量将突破 1000 辆。

研发端，公司全球化研发布局亦加速落地。2025 年 3 月 7 日，尊界上海设计中心在金桥揭牌成立，定位为“智能网联核心引擎”与“全球资源桥头堡”。该中心依托长三角人才及产业链优势，聚焦智能驾驶与车联网技术攻关，并联合清华大学、中科大等高校开展产学研合作。此前，公司已在意大利都灵、日本东京设立海外研发中心，形成覆盖欧亚的协同创新网络。

图61: 2024年12月16日, 尊界超级工厂正式落成



资料来源: 公司官网

图62: 尊界超级工厂关键工序自动化率达100%



资料来源: IT之家官网

展望未来, 公司有望推出 SUV、MPV 等更多车型, 第二、三款车已在研发推进。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》, 公司新工厂将投资 39.805 亿元, 开发全新的新能源专属 DE 平台, 和华为智能技术赋能的豪华新能源 X6 平台, DE 和 X6 平台产品将实现 20 万辆的产销规模。其中作为新能源专属平台, DE 平台产品覆盖轿车、SUV 及 MPV 车型, 包括车长 4860mm、轴距 2960mm 的 B 级轿车, 车长 5050mm、轴距 3050mm 的 C 级轿车, 车长 4800mm、轴距 2850mm 的 A+级 SUV 和车长 4890mm、轴距 2960mm 的 B 级 SUV。作为华为赋能的豪华新能源平台, X6 平台将抢占国内高端市场, 覆盖车型级别为 B 级至 D+ 级, 可适应 Sedan、SUV、MPV、Crossover、Sporty 等各类车型的共平台开发。公司董事长项兴初表示, 尊界第一款车是 S800, 第二款和第三款车已在研发推进。因此, 随着未来尊界新车型的陆续发布, 尤其是市场空间更为广阔的豪华 SUV 车型等, 尊界有望获得较为可观的销量规模。

表3: 根据公司未来规划, 江淮新工厂未来车型涵盖轿车、SUV 及 MPV, 设计产能 20 万辆

平台	规划车型	规划达产年产能 (辆)	车长 (mm)	轴距 (mm)
新能源专属平台 (DE 平台)	B 级轿车	60000	4860	2960
	C 级轿车	36000	5050	3050
	A+级 SUV	48000	4800	2850
	B 级 SUV	21000	4890	2960
豪华新能源平台 (X6 平台)	MPV	35000	5200	3200
合计		200000	-	-

资料来源: IT之家官网、《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》、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

(1) 营收端, ①传统车业务方面, 公司商用车业务预计整体保持相对稳定, 增量主要来自出口业务。同时, 公司乘用车业务战略聚焦尊界品牌, 对原有车型的投入预计大幅缩小, 因此国内乘用车业务规模预计将有所收窄, 潜在增量预计也主要来自出口业务。整体来看, 公司传统车业务营收预计保持相对稳定; ②尊界品牌方面, 在其百万元级定价的背景下, 将成为公司未来营收增长的核心驱动力。我们预计 S800

开启批量交付后，2025-2027 年的销量分别为 1、1.8、1.8 万辆。同时，2026 年尊界 MPV 新车型预计将推出，我们假设其 2026-2027 年的销量分别为 1、1 万辆。此外 SUV 新车型 2027 年预计将贡献销量，我们假设其 2027 年的销量为 3 万辆。

(2) 毛利率端，①传统车业务方面，公司商用车业务在出口端的推动下毛利率明显回升，预计后续仍将处于相对高位。同时，公司乘用车业务通过进行产品精简、发展出海业务等，毛利率也有明显提升，预计后续也将继续有着较好的表现；②尊界品牌方面，凭借其百万元级的产品定位，随着后续规模效应的发挥，高盈利能力将持续显现，并且由于其营收占比将明显提升，有望大幅推升公司整体毛利率。参考保时捷等海外豪华品牌的毛利率及基于对尊界品牌的销量预测，我们假设尊界品牌 2025-2027 年毛利率分别为 15%、18%、20%。

(3) 期间费用端，我们预计期间费用虽然随着销量规模的增长绝对数额方面会有所增长，但受益规模效应，公司后续期间费用率有望下降。

(4) 投资收益端，我们预计大众安徽未来三年转型过程中新产品有待逐步放量，因此预计仍将面临一定的亏损，但亏损预计同比将持续收窄。

表4：江淮汽车业绩拆分与盈利预测

项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	365.77	450.16	422.02	515.55	669.54	879.48
YOY		23.1%	-6.3%	22.2%	29.9%	31.4%
毛利率	8.6%	11.4%	10.7%	12.4%	14.1%	16.0%
乘用车	101.07	159.16	122.43	183.43	341.33	546.66
YOY		57.5%	-23.1%	49.8%	86.1%	60.2%
毛利率	2.9%	8.7%	8.9%	14.2%	16.6%	18.7%
商用车	161.14	210.24	221.62	241.37	235.40	235.40
YOY		30.5%	5.4%	8.9%	-2.5%	0.0%
毛利率	8.9%	11.9%	9.2%	10.0%	10.0%	10.0%
客车	13.60	19.63	25.39	37.16	39.15	43.50
YOY		44.3%	29.3%	46.3%	5.4%	11.1%
毛利率	4.5%	7.6%	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
底盘及其他业务	89.97	61.13	52.58	52.80	52.86	53.12
YOY		-32.1%	-14.0%	0.4%	0.1%	0.5%
毛利率	15.4%	17.0%	19.8%	19.4%	19.4%	19.4%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所（注：其他业务因占比较低，故不予列示。）

4.2、估值与投资建议

公司坚持商乘并举的发展路线，其中传统商用车与乘用车业务潜在增量来自于出口业务的持续放量。同时，公司未来核心看点在于与华为就智选模式深度合作打造高端品牌尊界。作为鸿蒙智行旗下目前最高端的品牌，尊界以科技属性冲击豪华车市场，S800 订单表现亮眼，且后续将推出 MPV、SUV 等更多车型，有望在盈利能力及稳定性方面明显领先于其他传统车企，成为公司未来业绩增长的核心驱动力以及国产豪华品牌的杰出代表。此外，公司深入推进大众安徽品牌的转型，携手小鹏打造高端智能新能源汽车，有望逐步放量，减少对公司业绩的拖累甚至逐步贡献盈利。

我们选取华为智选模式其余重要车企赛力斯、上汽集团、北汽蓝谷作为可比公司，

主要理由如下：(1) 赛力斯作为华为智选模式目前合作最成功的车企，问界 M9 在 50 万级高端 SUV 市场表现亮眼，成为国内中高端品牌的代表。公司豪华品牌定位，后续有望推出 SUV 车型，与赛力斯具备一定的相似性；(2) 与公司一样，上汽集团也是地方国企，目前正与华为等优秀供应商积极推进电动智能化转型，有望逐步迎来基本面反转；(3) 北汽蓝谷也为国企，原有乘用车业务发展也面临不少困难，目前与华为智选模式打造中高端品牌享界，已推出高端轿车 S9 及将推出的 S9T 等，冲击 BBA 中高端市场，与公司具有较高的相似性。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 515.6/669.5/879.5 亿元，当前股价对应的 PS 分别为 2.1/1.6/1.2 倍，高于可比公司均值的 1.0/0.7/0.6 倍。鉴于公司尊界品牌有望持续放量，盈利能力及稳定性预计将明显领先于其他传统车企，我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：公司作为国内豪华品牌的杰出代表，相比其他传统车企可享受一定的估值溢价

股票代码	公司简称	最新收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营收 (亿元)			P/S			评级
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
601127.SH	赛力斯	131.82	2153.10	1767.0	2251.4	2473.7	1.2	1.0	0.9	买入
600104.SH	上汽集团	18.91	2188.89	7037.1	7411.5	7929.7	0.3	0.3	0.3	买入
600733.SH	北汽蓝谷	8.67	483.22	315.5	628.6	949.0	1.5	0.8	0.5	买入
平均							1.0	0.7	0.6	
600418.SH	江淮汽车	50.02	1092.44	515.6	669.5	879.5	2.1	1.6	1.2	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（赛力斯、上汽集团、北汽蓝谷盈利预测来自开源证券研究所；截至 2025 年 8 月 27 日）

5、风险提示

- (1) **新能源车销量不及预期**：若行业整体需求不及预期，公司销量前景将会受到明显影响。
- (2) **行业竞争加剧**：若行业降价潮激烈，将会对公司传统车业务毛利率造成影响。
- (3) **新产品需求不及预期**：公司尊界后续将推出多款高端车型，承担公司品牌向上及盈利能力提升的重任，若后续新产品订单不及预期，公司成长空间将会受到影响。
- (4) **大众安徽转型不及预期**：大众安徽正处于重要转型阶段，若后续与小鹏等合作的新车型销量表现不及预期，可能会继续拖累公司业绩。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28827	27692	22377	37559	42519
现金	15346	13256	2060	16952	13669
应收票据及应收账款	2972	3105	4144	5200	7232
其他应收款	544	635	805	1065	1392
预付账款	625	406	854	783	1367
存货	4746	3579	6389	6314	10005
其他流动资产	4594	6711	8124	7245	8853
非流动资产	17937	21390	22162	24451	27850
长期投资	5417	5814	5861	6108	6556
固定资产	8246	9291	10477	12805	15976
无形资产	2320	3453	2847	2364	1943
其他非流动资产	1953	2831	2976	3173	3376
资产总计	46764	49081	44539	62010	70369
流动负债	26777	30337	26195	42039	46089
短期借款	50	112	360	174	215
应付票据及应付账款	18347	21549	19474	34023	36903
其他流动负债	8380	8675	6361	7842	8971
非流动负债	5494	6315	5793	5615	5511
长期借款	4325	3677	3154	2977	2872
其他非流动负债	1169	2638	2638	2638	2638
负债合计	32271	36652	31987	47654	51599
少数股东权益	1259	1070	733	981	1639
股本	2184	2184	2184	2184	2184
资本公积	6340	6362	6362	6362	6362
留存收益	4487	2653	2756	4380	8181
归属母公司股东权益	13234	11360	11819	13375	17131
负债和股东权益	46764	49081	44539	62010	70369

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3396	2711	-5740	19315	2116
净利润	-72	-1994	122	1832	4432
折旧摊销	1903	1645	1719	2093	2648
财务费用	352	41	116	117	81
投资损失	152	994	351	154	-31
营运资金变动	914	1444	-7667	15489	-4603
其他经营现金流	148	583	-381	-369	-411
投资活动现金流	1531	-4596	-2377	-4070	-5445
资本支出	2060	2074	2444	4136	5599
长期投资	-2120	-3589	-47	-247	-447
其他投资现金流	5711	1067	114	313	601
筹资活动现金流	-3811	392	-3078	-354	47
短期借款	-867	62	247	-186	41
长期借款	-1234	-648	-523	-177	-104
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-584	23	0	0	0
其他筹资现金流	-1126	954	-2803	9	110
现金净增加额	1118	-1444	-11196	14891	-3282

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	45016	42202	51555	66954	87948
营业成本	40231	37701	45144	57527	73904
营业税金及附加	462	335	529	655	841
营业费用	1467	1467	1753	2243	2902
管理费用	1655	1789	2062	2009	2463
研发费用	1595	1763	2062	2544	3166
财务费用	352	41	116	117	81
资产减值损失	-1069	-1157	-1031	-1004	-879
其他收益	1363	503	1251	1075	1048
公允价值变动收益	49	66	43	49	52
投资净收益	-152	-994	-351	-154	31
资产处置收益	640	593	421	418	518
营业利润	35	-1889	139	2145	5201
营业外收入	25	36	31	28	30
营业外支出	14	22	17	18	18
利润总额	46	-1874	153	2155	5214
所得税	118	119	31	323	782
净利润	-72	-1994	122	1832	4432
少数股东损益	-223	-209	-337	248	658
归属母公司净利润	152	-1784	459	1583	3774
EBITDA	1777	-378	1798	4109	7539
EPS(元)	0.07	-0.82	0.21	0.72	1.73

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	23.1	-6.3	22.2	29.9	31.4
营业利润(%)	102.5	-5530.6	107.4	1444.4	142.5
归属于母公司净利润(%)	109.6	-1277.6	125.7	244.8	138.3
获利能力					
毛利率(%)	10.6	10.7	12.4	14.1	16.0
净利率(%)	0.3	-4.2	0.9	2.4	4.3
ROE(%)	-0.5	-16.0	1.0	12.8	23.6
ROIC(%)	0.9	-10.6	0.4	9.0	18.1
偿债能力					
资产负债率(%)	69.0	74.7	71.8	76.8	73.3
净负债比率(%)	-46.1	-35.5	30.5	-78.6	-41.8
流动比率	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.7	0.5	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.1	1.3	1.3
应收账款周转率	14.9	13.9	14.2	14.3	14.1
应付账款周转率	4.7	4.1	4.3	4.4	4.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	-0.82	0.21	0.72	1.73
每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	1.24	-2.63	8.84	0.97
每股净资产(最新摊薄)	6.06	5.20	5.41	6.12	7.84
估值比率					
P/E	721.0	-61.2	237.9	69.0	28.9
P/B	8.3	9.6	9.2	8.2	6.4
EV/EBITDA	57.4	-267.9	60.7	22.9	13.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn