

汽车

2025年09月14日

江淮汽车 (600418)

——商用车和乘用车双轮驱动，华为赋能开启新腾飞

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点:

市场数据: 2025年09月12日

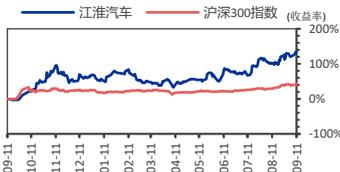
| | |
|-------------|--------------------|
| 收盘价(元) | 54.50 |
| 一年内最高/最低(元) | 56.92/20.87 |
| 市净率 | 11.4 |
| 股息率%(分红/股价) | - |
| 流通A股市值(百万元) | 119,029 |
| 上证指数/深证成指 | 3,870.60/12,924.13 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025年06月30日

| | |
|--------------|-------------|
| 每股净资产(元) | 4.85 |
| 资产负债率% | 75.26 |
| 总股本/流通A股(百万) | 2,184/2,184 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

戴文杰 A0230522100006

daiwj@swsresearch.com

樊夏沛 A0230523080004

fanxp@swsresearch.com

研究支持

邵翼 A0230524120001

shaoyi@swsresearch.com

联系人

邵翼

(8621)23297818x

shaoyi@swsresearch.com

- **国资车企转型高端化和智能化新能源汽车制造。**公司自1964年成立以来，逐步实现由传统整车制造商向高端智能出行科技企业的转型升级。公司早期商用车为主，2008年后为乘用车导入期。2015年后公司先后与蔚来、百度、大众等合作，推动新能源化建设。2024年与华为合作推出超高端车型尊界S800，探索智能化和高端化路线。公司**商用车构筑基本盘，新能源智能化加速转型**，2024年实现总收入422亿元，归母净利润-17.84亿元，2025H1实现总收入194亿元，归母净利润-7.7亿元，预计随尊界品牌推出后利润有望显著改善。
- **自主产品维持稳定，外部合作多点开花。**自主产品方面，公司乘用车经历数年梳理，形成江淮汽车、江淮钇为及江淮瑞风三大品牌，产品布局涵盖30万元以下轿车、SUV、MPV。商用车为公司主力产品，轻卡为其中核心支柱。**2015年起陆续与蔚来、大众、华为开启合作**，与蔚来的合作盘活自身闲置产能，大众与公司共创的思皓品牌奠定公司乘用车销量基础，**与华为的合作中成立尊界品牌，开启下一阶段的腾飞。**
- **与华为合作逐步深化，围绕智能汽车产业链形成战略协同，共同推出尊界品牌。**尊界聚焦超豪华，为鸿蒙智行五界中最高定位品牌，**首款产品尊界S800对标迈巴赫S480和宝马740Li等豪华车型。**尊界S800在豪华配置与智能体验上形成显著差异化，搭载华为全栈智能汽车解决方案，整车座舱围绕沉浸式隐私体验设计。我们认为尊界S800有望复制问界M9的成功。我们预计尊界S800销量有望在2025年实现12099辆，后续稳定于2万辆年销。**公司盈利能力有望随尊界S800放量修复。**
- **盈利与估值。**尊界品牌为与华为合作的五界之中的高端系列，定位高端市场，对标品牌近乎于无，故选取同样为与华为采用鸿蒙智行模式，定位中高端市场的赛力斯、北汽蓝谷为其可比公司。由于江淮尚未实现盈利，采取PS进行可比公司估值，两家可比公司2025-2027年平均PS为1.40/0.99/0.83倍。公司尊界系列首款车型推出不久，明年更多车型蓄势待发，也是公司未来的利润核心，成长性较高，同时公司定位70万元以上市场，为华为鸿蒙智行“五界”中最高端系列，应给予一定估值溢价，故给予其2025年3x PS，对应其整体估值1472亿元人民币，相较于当前(2025.09.12)市值仍有24%上涨空间，**给予“买入”评级。**
- **风险提示：尊界S800销量不及预期、大众新车表现不佳、原材料价格波动。**公司于2025年1月收到上交所出具的问询函，根据上交所进一步审核意见，公司会同相关中介机构对问询函回复、募集说明书等申请文件的部分内容进行了相应的补充、更新和修订，7月回复《安徽江淮汽车集团股份有限公司关于向特定对象发行股票申请文件的审核问询函回复及募集说明书等申请文件更新的提示性公告》，本次更新不会影响公司的正常生产经营活动，涉及问题属于常规范畴，对公司主业发展不会产生重大影响，特此提示。

财务数据及盈利预测

| | 2024 | 2025H | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元) | 42,202 | 19,397 | 49,055 | 70,100 | 101,428 |
| 同比增长率(%) | -6.3 | -9.1 | 16.2 | 42.9 | 44.7 |
| 归母净利润(百万元) | -1,784 | -773 | -989 | -11 | 5,047 |
| 同比增长率(%) | -1,277.6 | -356.9 | - | - | - |
| 每股收益(元/股) | -0.82 | -0.35 | -0.45 | -0.01 | 2.31 |
| 毛利率(%) | 10.5 | 9.0 | 14.2 | 17.8 | 24.5 |
| ROE(%) | -15.7 | -7.0 | -9.7 | -0.1 | 33.1 |
| 市盈率 | -67 | - | -120 | -10,844 | 24 |

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

尊界品牌为与华为合作的五界之中的高端系列，定位高端市场，对标品牌近乎于无，故选取同样为与华为采用鸿蒙智行模式，定位中高端市场的赛力斯、北汽蓝谷为其可比公司。由于江淮尚未实现盈利，采取 PS 进行可比公司估值，两家可比公司 2025-2027 年平均 PS 为 1.40/0.99/0.83 倍。公司尊界系列首款车型推出不久，明年更多车型蓄势待发，也是公司未来的利润核心，成长性较高，同时公司定位 70 万元以上市场，为华为鸿蒙智行“五界”中最高端系列，应给予一定估值溢价，故给予其 2025 年 3x PS，对应其整体估值 1472 亿元人民币，相较于当前（2025.09.12）市值仍有 24% 上涨空间，给予“买入”评级。

关键假设点

销量：江淮现有车型销量预计维持稳健，尊界聚焦高端新能源，预计销量可观。尊界 S800 上市 50 天大定突破 8000 台，同时已于 2025 年 6 月开启交付，我们预计尊界 S800 全年有望实现 1.2 万辆销量，后续 2026 年至 2027 年销 2 万辆。后续新车持续跟进，尊界品牌整体销量有望强势增长，预计公司 2025-2027 年有望实现 17.0/22.2/27.1 万辆乘用车总销量，同时随国内商用车复苏，公司 2025-2027 年有望实现 23.1/25.0/27.0 万辆商用车总销量，对应总收入 491/701/1014 亿元。

毛利率及净利率：尊界有望显著提升公司毛利率。2022 年以来，商用车毛利率修复、新自主纯电车型推出驱动乘用车业务毛利率上升，叠加出口增长下，整体毛利率呈上升趋势，2024 年毛利率达到 10.5%。预计尊界品牌由于其高定价，毛利率有望突破 30%，随尊界销量增长，预计公司 2025-2027 年乘用车毛利率有望实现 17.9/22.7/30.6%。

随着尊界系列推出，预计销售费用将快速增长，同时带动公司期间费用率上升。我们预计 25-27 年公司销售费用率分别为 6.1/8.2/9.5%，管理费用率分别为 4.9/4.5/3.5%，研发费用率分别为 5.0/4.5/4.2%。我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 -9.9/-0.1/50.5 亿元。

有别于大众的认识

市场认为高端品牌销量及持续性有待验证，我们认为，问界等车型的成功已验证鸿蒙智行模式的可行性，同时尊界品牌后续仍有更多新车蓄势待发，江淮有望复制问界品牌的成功。

股价表现的催化剂

尊界 S800 销量超预期、大众安徽新车型销量超预期、商用车复苏

核心假设风险

尊界 S800 销量不及预期、大众新车表现不佳、原材料价格波动

目录

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 1. 国资车企转型高端化和智能化新能源汽车制造 | 6 |
| 1.1 商用车构筑基本盘，新能源智能化加速转型 | 6 |
| 1.2 营收企稳回升，盈利能力修复 | 8 |
| 2. 自主产品维持稳定，外部合作多点开花..... | 10 |
| 2.1 自主乘用车战略持续迭代 | 10 |
| 2.2 商用进入复苏周期 | 12 |
| 2.3 外部协作持续深化，合作赋能推动价值释放..... | 15 |
| 3. 深化合作落地尊界，开启高端价值新曲线 | 17 |
| 3.1 战略协同逐步升级，构筑智能高端合作..... | 17 |
| 3.2 定位超豪华赛道，重塑高端产品格局 | 19 |
| 3.3 尊界有望带动江淮整体盈利能力大幅提升 | 22 |
| 4. 盈利预测及估值..... | 23 |
| 4.1 盈利预测 | 23 |
| 4.2 估值..... | 25 |
| 风险提示 | 26 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司历史沿革..... | 6 |
| 图 2: 江淮汽车股份股权结构..... | 7 |
| 图 3: 公司营业收入 (亿元) 及增速..... | 8 |
| 图 4: 公司归母净利润 (亿元) 及增速..... | 8 |
| 图 5: 公司分业务收入 (亿元) | 9 |
| 图 6: 公司毛利 (亿元) 和毛利率..... | 9 |
| 图 7: 公司分业务毛利率..... | 9 |
| 图 8: 公司扣非归母净利润和非经常性损益 (亿元) | 10 |
| 图 9: 公司费用率..... | 10 |
| 图 10: 公司分品牌主要乘用车型..... | 11 |
| 图 11: 乘用车分品牌销量 (万辆) | 11 |
| 图 12: 主要车型销量 (万辆) | 11 |
| 图 13: 公司商用车主要品牌..... | 12 |
| 图 14: 公司商用车分车型销量 (万辆) | 13 |
| 图 15: 全国轻卡销量 (万辆) 及增速..... | 14 |
| 图 16: 公司蔚来车型代工量 (万辆) 和代工费 (亿元) | 15 |
| 图 17: 大众安徽车型销量 (万辆) | 16 |
| 图 18: 大众安徽净利润预计 (亿元) | 16 |
| 图 19: 主要合营企业收入 (亿元) | 16 |
| 图 20: 主要合营企净利润 (亿元) | 16 |
| 图 21: 公司与华为合作历史..... | 17 |
| 图 22: 华为鸿蒙智行品牌分布..... | 18 |
| 图 23: 尊界 S800 上市天数 (横轴) 及订单情况..... | 20 |
| 图 24: 尊界 S800 用户画像 (根据上市 72 小时大定数据) | 20 |
| 图 25: 50 万元以上市场各车型年销量 (万辆) | 20 |
| 图 26: 沃尔沃透明流程..... | 21 |
| 图 27: 魔毯悬挂示意图..... | 21 |
| 图 28: 问界 M9 在 40 万元以上市场销售 (万辆) 和市占率..... | 22 |

| | |
|---------------------------|----|
| 表 1: 高管资料..... | 7 |
| 表 2: 思皓 E20 销量 (辆) | 15 |
| 表 3: 华为与各车企合作模式..... | 17 |
| 表 4: 尊界 S800 及竞品对比..... | 19 |
| 表 5: 尊界 S800 盈利能力预测 | 22 |
| 表 6: 尊界超级工厂产能爬坡规划 | 23 |
| 表 7: 分车型公司盈利预测拆分..... | 24 |
| 表 8: 江淮汽车可比公司估值 | 25 |

1. 国资车企转型高端化和智能化新能源汽车制造

1.1 商用车构筑基本盘，新能源智能化加速转型

公司自 1964 年成立以来，发展历程横跨商用车起步、乘用车拓展、新能源探索与智能化转型四个阶段，逐步实现由传统整车制造商向高端智能出行科技企业的转型升级。公司前身合肥江淮汽车制造厂于 1964 年正式成立，1997 年完成公司制改制，2001 年在上交所挂牌上市，建立现代企业治理架构。

具体来看，公司发展路径可划分为四个阶段。

1) 1964–2007 年为公司商用车业务的发展期：公司完成从生产起步到产品矩阵初步建立的历程，期间实现国内首台客车专用底盘量产并成功推出轻卡产品。

2) 2008–2015 年为乘用车业务导入期：首款轿车宾悦下线，并陆续推出“瑞风+和悦”双品牌战略及畅销车型瑞风 S3，乘用车业务实现从 0 到 1 的突破。

3) 2016–2020 年为公司新能源探索期：公司先后与蔚来、百度、大众等合作，推动自动驾驶和新能源体系建设，发布思皓品牌。

4) 2021 年至今进入高端化与智能化转型期：公司与蔚来、科大讯飞、大疆、华为等在智能座舱、自动驾驶、芯片等领域建立深度合作。2024 年与华为合作推出首款超高端车型尊界 S800，标志公司在整车智能化集成、品牌向上路径中取得阶段性成果。

图 1：公司历史沿革

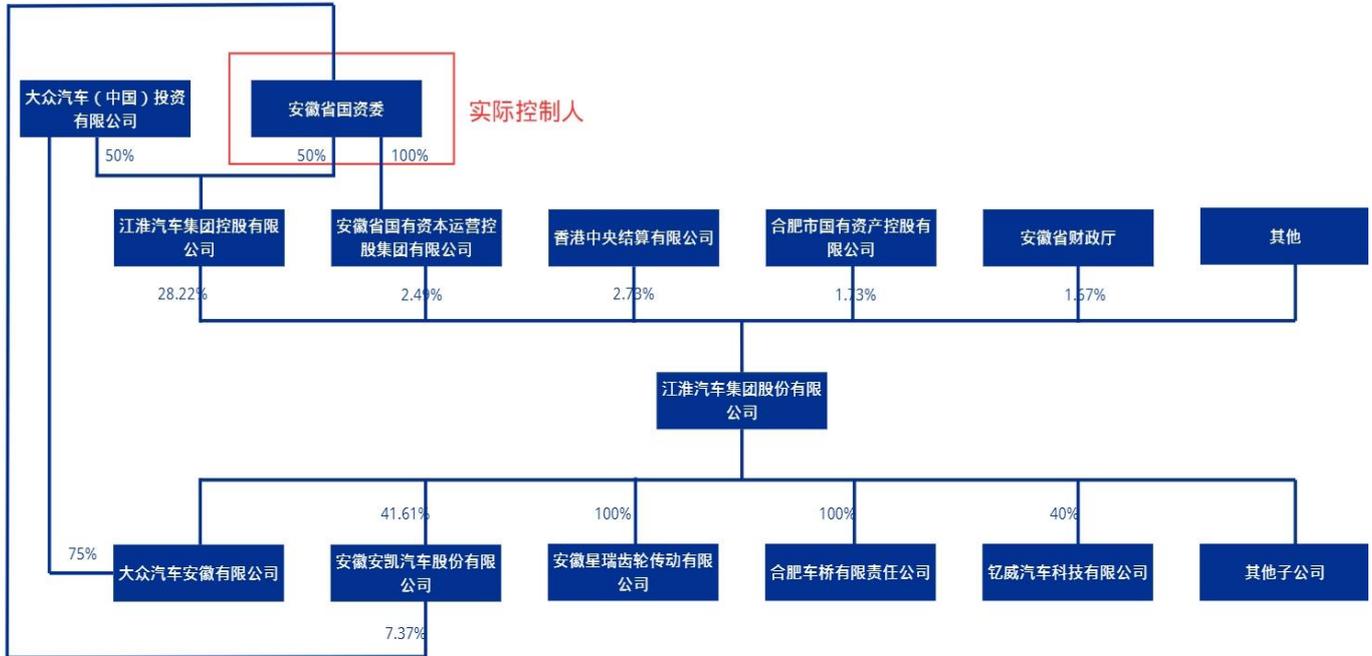


资料来源：公司官网，申万宏源研究

国资控股，与大股东大众集团旗下大众（中国）合资成立大众安徽。江淮汽车第一大股东为安徽江淮汽车集团控股有限公司，持股比例达 28.22%，该控股股东由安徽省国资委与大众汽车（中国）投资有限公司各持股 50%，形成均衡的合资架构。同时安徽省国资委通过其全资子公司安徽省国有资本运营控股集团有限公司间接持有公司 2.49% 股份，合计持有公司 30.71% 股份，为公司的实际控制人。子公司方面，公司与大众集团旗下大众（中国）合资成立公司大众安徽，其中公司持股 25%，是江淮重要的联营企业；此外公司持有

上市公司安凯客车 41.61%的股份，由于公司对其的生产经营具有控制权，纳入合并报表范围。

图 2：江淮汽车股份股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司管理层稳定，董事长项兴初引领战略转型与新能源布局。江淮汽车董事长项兴初作为从内部成长起来的管理层核心，拥有完整的技术和管理履历，曾担任总质量师、重型商用车公司总经理等关键职务。自 2021 年出任董事长以来，项兴初持续推进“聚焦主业、精简品牌”战略转型，逐步整合多个子品牌，重点发展 JAC 商用车品牌和思皓新能源乘用车品牌。在其主导下，公司 2023 年与华为达成战略合作，共同开发高端智能电动汽车。

表 1：高管资料

| 姓名 | 职务 | 简介 |
|-----|------|--|
| 项兴初 | 董事长 | 高级工程师。历任公司总质量师、重型商用车公司总经理、公司董事总经理等核心职务。现任公司董事长及集团控股公司党委书记，全面负责公司战略与运营。 |
| 国怀伟 | 董事 | 高级会计师。长期在金融投资领域工作，曾任职于中国建设银行及中建投资本，现任建投华文投资有限责任公司副总经理，具备丰富的资本运作经验。 |
| 江鑫 | 董事 | 经济师。深耕国有资产管理与投资领域，历任合肥市国资公司、市产业投资控股集团等核心管理岗位，现任合肥市产投集团党委书记、董事长。 |
| 李晓玲 | 独立董事 | 商学院教授。长期从事会计学教学与研究，曾任安徽财经大学会计学院教授、系主任，并在多家公司担任独立董事，具备深厚财务专业背景。 |
| 许敏 | 独立董事 | 博士生导师。曾任福特公司发动机研发高级工程师，现为上海交通大学汽车工程研究院院长。 |
| 汤书昆 | 独立董事 | 教授。长期在中国科学技术大学任教，曾任信息与决策科学系副主任、人文与社会科学学院执行院长，在科技传播与发展战略研究领域成果卓著。 |

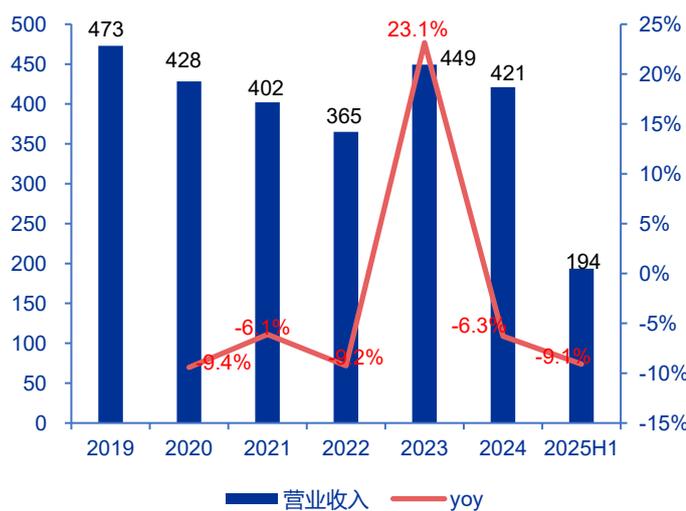
| | | |
|-----|--------|--|
| 尤佳 | 独立董事 | 法学博士，硕士生导师。具备深厚的法律与金融背景，现任安徽大学法学院副教授，同时担任多家公司的独立董事，提供专业的法律与公司治理建议。 |
| 许远怀 | 董事 | 工程师。长期在能源及投资领域工作，曾任安徽省能源集团投资公司计划处处长、副总工程师，现任安徽省能源集团有限公司副总工程师。 |
| 李明 | 董事总经理 | 正高级工程师。历任公司发动机分公司副总经理、乘用车制造公司总经理、公司副总经理等职，现任公司董事、总经理，全面负责公司日常经营管理。 |
| 马翠兵 | 董事副总经理 | 高级会计师。公司内部培养的复合型管理人才，历任财务部部长、企业管理部部长等职，现任公司董事、副总经理，分管财务与企业管理工作。 |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 营收企稳回升，盈利能力修复

出口与商用车带动营收回升，业务结构调整短期承压。公司营业收入（不含其他类金融业务收入，下同）自2019年至2022年持续下滑，主要受到价格战和竞争格局加剧影响。2023年，出口大幅增加，同时商用车收入回暖，营业收入回升至449亿元。2024年和2025H1营业收入分别为421.16亿元和193.6亿元，同比分别下降6.3%和9.1%，主要系自2024年起公司不再为蔚来汽车代工，同时自主车型销量有所下滑。归母净利润方面受非经常性损益影响较大，2019年至2024年间非经常性收益波动剧烈，其中2022年主要系非流动资产处置收益下降所致；2024年主要系联营合营企业亏损扩大和政府补贴减少影响，归母净利润出现高额亏损；2025年上半年实现营收194亿元，同比-9.1%，主要系上半年行业竞争加剧，各种一口价政策频出，公司乘用车销量同比下滑所致，费用端由于尊界超级工厂前期运营费用、人才引进、数字化转型等综合影响下，营收下滑前提下公司销售&管理费用同比不降反增，上半年归母净利润-7.7亿元。

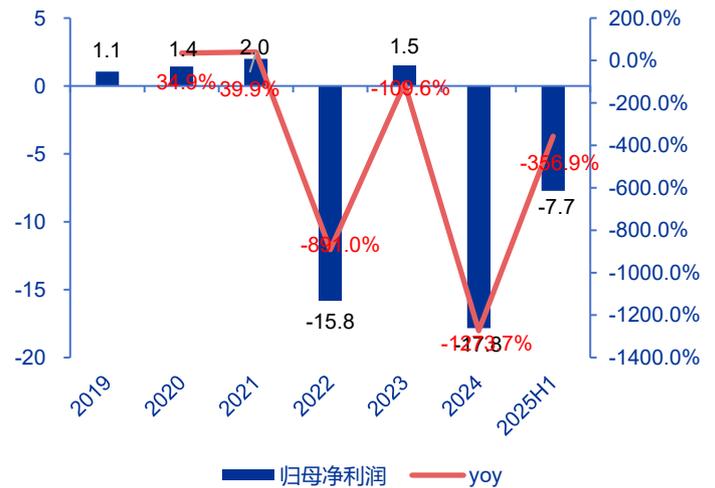
图 3：公司营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：营业收入不含其他类金融业务收入

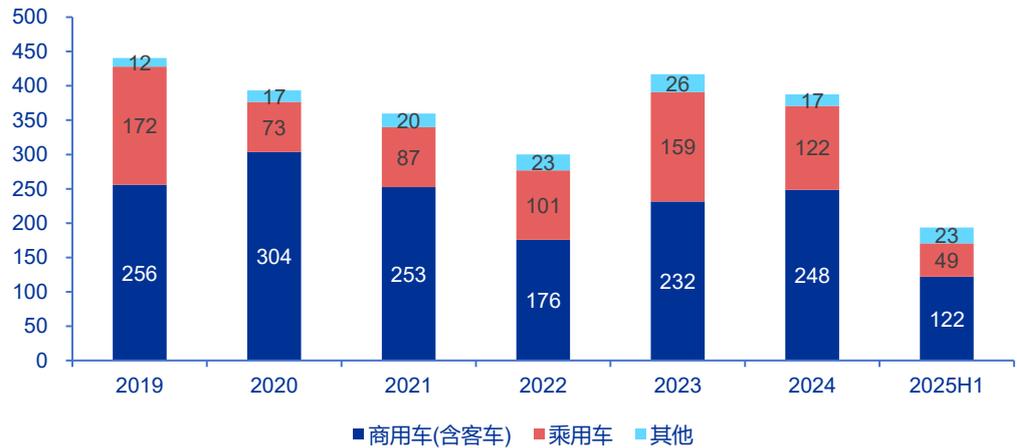
图 4：公司归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

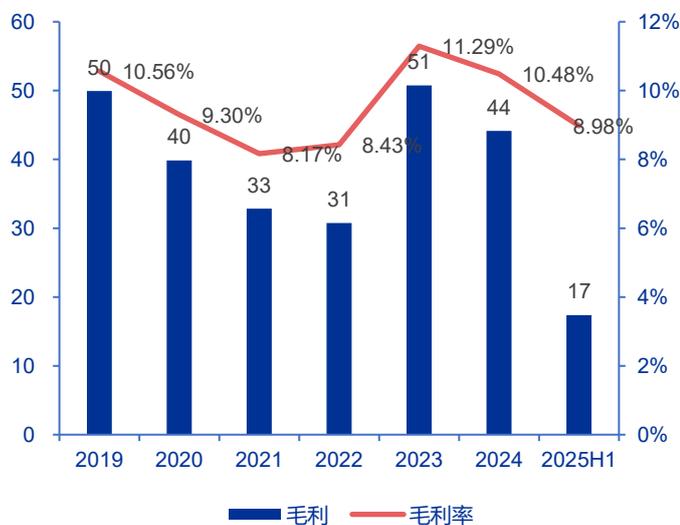
公司主营业务为商用车和乘用车，产品结构多元化。1) 公司商用车涵盖轻卡、中卡、重卡、皮卡，多功能商用车、客车、底盘，长期在公司收入结构中占据主导，2024和2025H1年商用车收入分别为248亿元和122亿元，占主营业务收入64.13%和63.07%。2) 公司乘用车包括主打MPV和SUV的瑞风品牌，新能源方向的钇为品牌和与华为合作的高端线

的尊界品牌等, 2019 年至今销量逐步集中至少数车型如公司与大众共同打造的思皓 X8 (江淮 X8)、思皓 A5 (江淮 A5), 2024 乘用车收入 122 亿元, 占主营业务收入 31.6%。2025H1 乘用车收入 49 亿元, 占主营业务收入 25.1%。**3) 其他主营业务**主要包括汽车零部件和汽车出行等。2024 年其他收入 17 亿元, 占主营业务收入 4.28%。2025H1 其他收入 23 亿元, 占主营业务收入 11.82%。

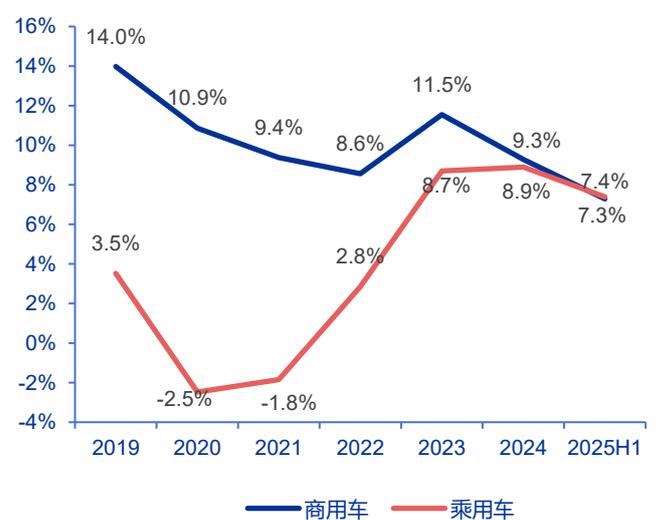
图 5: 公司分业务收入 (亿元)


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

自主乘用车盈利能力提升和海外扩张带动公司毛利率回升。公司毛利率自 2019 年至 2021 年整体呈下行趋势, 主要系商用车处于下行周期, 毛利率下降, 同时伴随商用车收入下降, 低毛利率的乘用车业务收入占比上升, 整体毛利率下滑; 自 2022 年以来, 新自主纯电车型推出驱动乘用车业务毛利率上升, 叠加出口增长 (公司高毛利率的境外收入自 2019 年的 38 亿元提升至 2023 年的 239 亿元, 收入占比自 8.6%提升至 61.7%, 整体毛利率回升; 2024 年受全国商用车需求较弱影响, 整体毛利率有所回落。2025H1 毛利率为 8.98%, 主要系汽车市场竞争加剧, 同时公司境外收入占比有所回落。

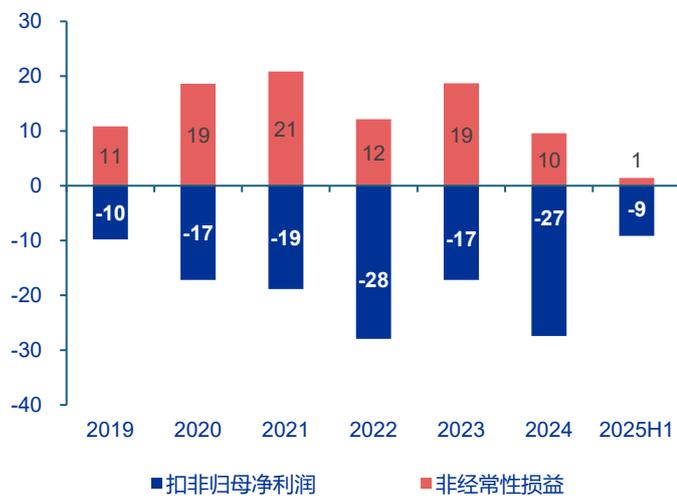
图 6: 公司毛利 (亿元) 和毛利率


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

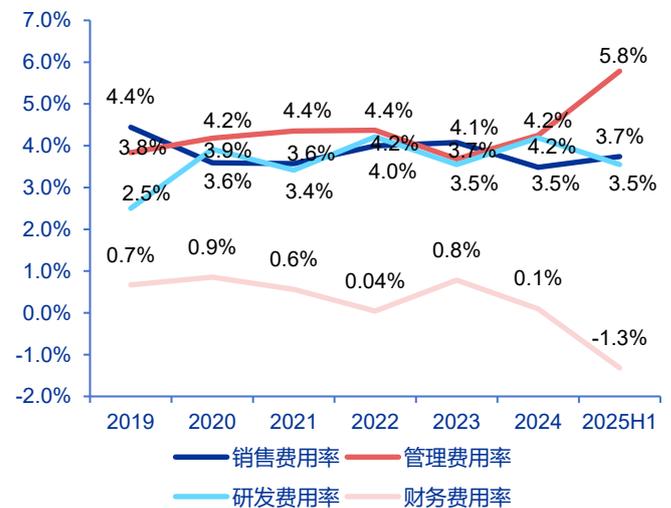
图 7: 公司分业务毛利率


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

费用率保持稳定，非经常性损益波动影响归母净利润。公司费用率整体平稳，2019年至2024年，公司费用率维持在11%-13%之间。2025H1公司费用率为11.8%，销售/管理/研发/财务费用率分别为3.7%/5.8%/3.5%/-1.3%。归母净利润方面受非经常性损益影响较大，2019年至2024年间非经常性收益波动剧烈，其中2022年主要系非流动资产处置收益下降所致；2024年主要系联营合营企业亏损扩大（2024年联营合营企业投资收益为-10.18亿元，其中主要为大众安徽与小鹏签订G9平台合作及EEA电子电气架构合作，2024年向小鹏支付技术服务费，亏损陡增所致，同时政府补贴减少（2024年政府补贴为2.6亿元，相比2019年至2023年每年10亿元以上政府补贴下降明显，主要为新能源补贴下降）；2025年受尊界上市前期，公司尊界超级工厂前期投入及各项宣发费用前期铺垫所致，销售&管理费用显著增长，带动公司上半年实现-7.7亿元归母净利润。

图 8：公司扣非归母净利润和非经常性损益（亿元）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9：公司费用率


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 自主产品维持稳定，外部合作多点开花

公司主营业务为商用车和乘用车，产品结构多元化。2024年商用车收入248亿元，实现销量24万辆。2024年公司乘用车收入122亿元，实现总销量17万辆。其他主营业务收入17亿元。公司自主品牌经历众多扩展与收缩，2015年后陆续与蔚来、大众、华为展开外部合作，贡献业绩增量。

2.1 自主乘用车战略持续迭代

漫长造车历史中公司品牌经历多次更迭。公司自2001年与韩国现代签署MPV技术转让协议以来已有二十余年造车历史，期间自主品牌经历众多拓展与收缩，2007年首款轿车宾悦上市，此后陆续推出和悦、同悦、悦悦等车型，并将众多车型整合进于2012年正式发布的“瑞风+和悦”双品牌中，公司又陆续与大众合资设立江淮大众并推出思皓品牌（后被拆分并入江淮汽车品牌及钇为品牌），并自主推出了全新电动车品牌钇为。

公司旗下主打三大乘用车品牌，江淮汽车、江淮钇为及江淮瑞风，产品布局涵盖 30 万元以下轿车、SUV、MPV：

1. **江淮汽车**：大众赋能，覆盖 20 万元以下轿车及 SUV 市场，主要车型包括江淮 X8 E 家、江淮 X8 PLUS、江淮 QX PHEV、江淮 A5 PLUS 等，售价 5-20 万元。大众为该品牌实现重要赋能，其中江淮 X8 PLUS 基于大众和江淮合作推出的思皓 X8 而打造，江淮 A5 同样为大众和江淮合作推出，两款车 2024 年实现销量 7.6 万辆、4.8 万辆，占公司 2024 年乘用车总销量分别为 45.8%、28.8%，为公司两款最重要的主流市场车型。
2. **江淮钇为**：公司 2023 年发布的自主新能源车品牌，由子公司钇威汽车科技有限公司承接，覆盖 20 万元以下纯电动市场，主要车型包括钇为 3、爱跑、花仙子等。其中钇为 3 受益于以旧换新政策，2024 年实现销量 1.3 万辆，占公司 2024 年乘用车总销量 7.7%。
3. **江淮瑞风**：公司 MPV 品牌，覆盖 30 万元以下 MPV 市场，主要车型包括瑞风 RF8、瑞风 L、瑞风 M、星锐等。其中瑞风 RF8 搭载华为鸿蒙座舱，定价 16.99-27.99 万元，为瑞风品牌中的中高端系列 MPV。

图 10：公司分品牌主要乘用车型



资料来源：公司官网，申万宏源研究

自主品牌依托核心车型赋能，研发投入推动新车周期开启。公司自主品牌主要依靠大众赋能的江淮 X8 和江淮 A5 两款核心产品支撑，其产品力强，持续表现优势。公司计划投入 200 亿元用于研发，未来五年将推出 30 款新车型。随着新产品逐步落地，公司自主品牌销量有望实现持续增长，推动品牌力与市场份额进一步提升。

图 11：乘用车分品牌销量（万辆）

图 12：主要车型销量（万辆）



资料来源：中汽协，申万宏源研究



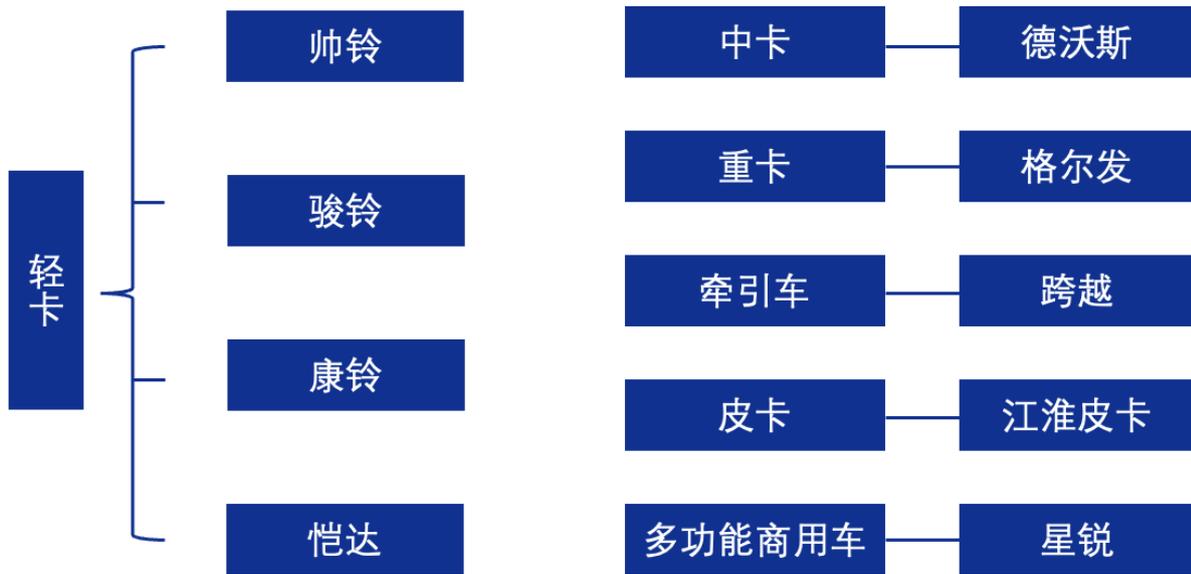
资料来源：中汽协，申万宏源研究

品牌战略持续迭代，迎合当下市场前景。过去二十年内公司持续梳理产品谱系，最终形成目前江淮+钇为+瑞风三大主要品牌，展望未来，随公司品牌战略的持续更新迭代有望将旗下车型销量再度提升。公司2023年发布全新品牌战略，确立“以智能领导智能”的品牌价值观，构建“核心自研”+“关键、共性技术”开放合作的智能汽车生态体系发展路径，并陆续推出了DI平台和MUSE共创智电架构，还与华为签署全面深化战略合作协议赋能旗下乘用车、商用车并推出尊界品牌，把握当下智能化、高端化市场趋势。

2.2 商用进入复苏周期

商用车为公司主力产品。2024年，商用车营收248亿元，同比上升7.3%，占比59%，为公司最大营收来源。经过二十年发展，公司在轻卡、中卡、重卡、皮卡及多功能商用车均有布局，车系众多。公司商用车2024年整体销量23.63万辆，较2023年同比增加0.38%。

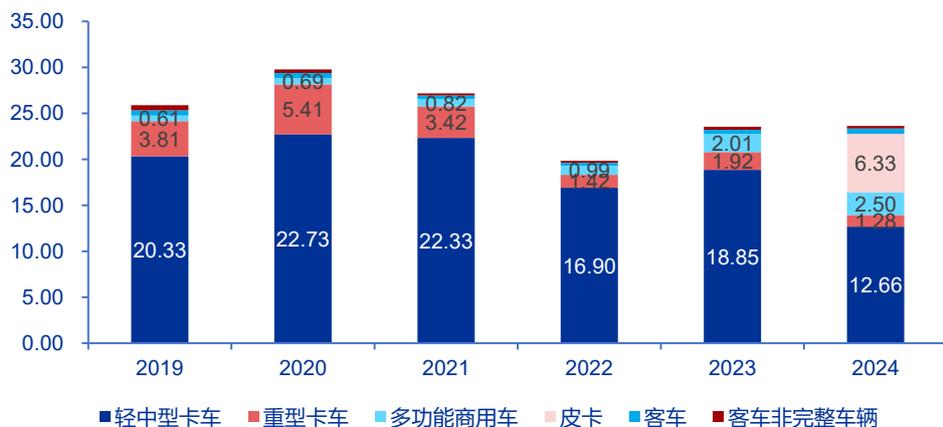
图 13：公司商用车主要品牌



资料来源：公司公告，申万宏源研究

商用车产品结构由轻卡主导逐步转向多元协同新格局。1) 传统基石轻中卡销量在 2019–2023 均维持在 15 万辆及以上，占比 70%以上，2024 轻中卡合计销量 12.66 万辆，占比 53.6%。2) 中型卡车销量占比整体呈持续上升趋势，2019 年至 2023 年，由 4.1%增加至 7.8%。3) 重型卡车业务持续承压，2019 年至 2024 年，销量占比由年 14.7%降至 5.4%。4) 多功能商用车与皮卡业务成为新增量来源，多功能商用车销量由 2019 年的 0.61 万辆增长至 2024 年的 2.50 万辆，占比提升至 10.6%；5) 皮卡业务表现突出，2024 年销量达到 6.33 万辆，占比达 26.8%，成为新的支柱业务。6) 客车业务规模较小，2024 年销量占比仅为 2.5%。

图 14：公司商用车分车型销量（万辆）



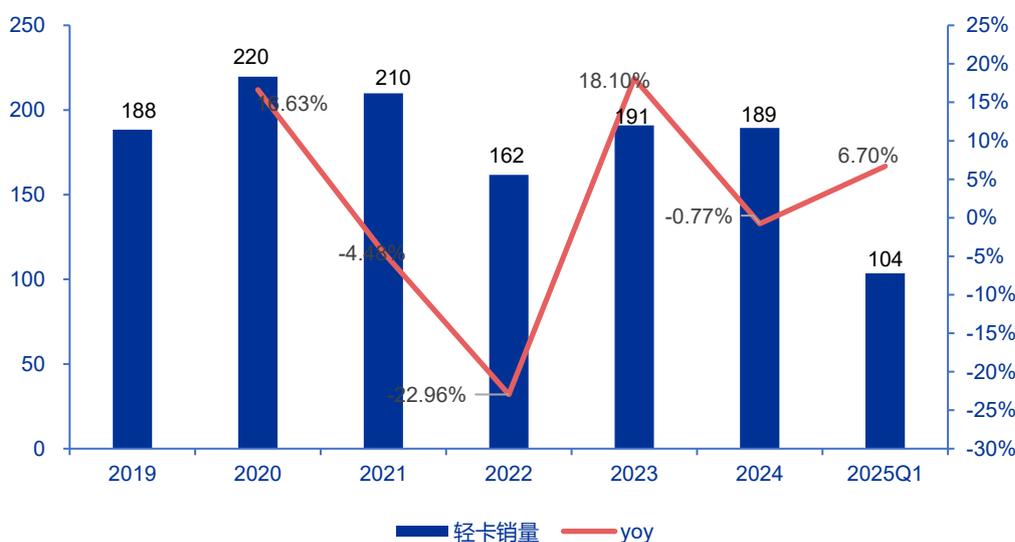
资料来源：公司公告，申万宏源研究

轻卡仍为商用车核心支撑，市场份额 2024 年略有下降。公司主力轻卡涵盖帅铃、骏铃、恺达等系列，广泛应用于城市物流、中短途运输等领域。公司商用车结构中，轻卡占据主导地位，2019 至 2023 年销量占比均在 70%以上，2024 年轻中卡合计销量占比 53.6%，

尽管有所回落，轻卡依然为公司核心业务板块。国内轻卡市场整体集中度相对较低，福田汽车长期保持行业销量领先，公司与东风汽车、长城汽车等处于相对均衡竞争态势。公司轻卡产品竞争力表现稳定，2019至2022年全国市场份额均在9%以上，2023年为8.9%，2024年轻中卡合计销量占全国市场的6.3%。

近年来，国内轻卡市场呈周期性波动。2020至2021年，受益于国三车辆淘汰政策及按轴收费带来的通行费下降刺激，市场需求集中释放，轻卡销量突破200万辆。2022年受到疫情冲击、宏观经济承压、油价高企与运价低迷等多重不利因素叠加，货运行业低端产能过剩，轻卡销量大幅下滑至162万辆，同比下降23%。2024年，在老旧营运货车淘汰补贴政策的推动下，轻卡市场销量累计189万辆，同比降低0.77%，整体与2023年持平。

图 15: 全国轻卡销量 (万辆) 及增速



资料来源：中汽协。申万宏源研究

公司客车产品营收占比6%，销量近年保持平稳增长。公司客车产品主要由并表子公司安凯客车生产销售，覆盖公路客车、公交客车、校车及旅居车、救护车、伤残运送车等特种车。客车产品营收占比仅6%，但销量近年来平稳增长，2024年销量0.58万辆，同比增长35.02%，贡献收入25.39亿元，同比增长29.34%。

2025年初全国以旧换新政策持续加码，商用车有望开启复苏周期。1月8日，国家发展改革委、财政部联合印发了《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》。考虑到政策发布到实际购车行为之间的传导时间，2025年政策较2024年更早推出，有利于更快触达终端；且2025年优惠力度加大，将老旧营运货车报废更新补贴范围扩大至国四及以下排放标准营运货车，更新车龄8年及以上的城市公交车和超出质保期的动力电池，平均每辆车补贴额由6万元提高至8万元。展望2025年，政策加码有望进一步释放存量更新需求，为新车销售注入新增量。同时，随着新能源化与智能化持续推进，燃油轻卡市场有望迎来结构性增长，尤其在油电置换驱动下，增量空间值得期待。

中汽协预测，2025年整体商用车市场预计达到400万辆，同比增加3.3%，2030年预计增长至471万辆。

2.3 外部协作持续深化，合作赋能推动价值释放

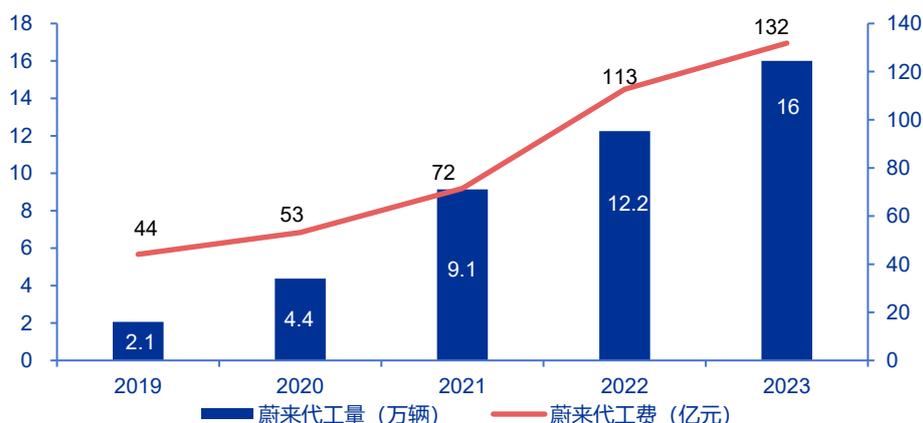
公司完成自身品牌及车型梳理后，2015年起陆续与蔚来、大众、华为开启合作，与蔚来的合作盘活自身闲置产能，大众与公司共创的思皓品牌奠定公司乘用车销量基盘，与华为的合作中成立尊界品牌，开启下一阶段的腾飞：

1.与蔚来的合作盘活闲置产能

公司与蔚来合作逐渐深化，2023年制造层面合作结束。2016年4月，公司与蔚来签署战略合作框架协议，开启代工合作。2021年3月共同设立江来先进制造技术（安徽）有限公司，进一步强化在整车生产与制造管理方面的协同。2023年12月，蔚来以31.6亿元收购公司代工相关资产，制造层面合作结束。2024年1月，双方在合肥签署换电战略合作框架协议，继续深化合作。

代工业务稳步增长，收入与产量同步提升。2019年至2023年，公司代工量与代工收入持续增长，年代工量由2.1万辆增长至16万辆，四年间复合增速约67%，对应代工费从44亿元增至132亿元，五年累计413亿元。

图 16：公司蔚来车型代工量（万辆）和代工费（亿元）



资料来源：蔚来公告，申万宏源研究

2.与大众的合作奠定目前乘用车销量基础

公司与大众合作持续深化，构建本地化与全球化双轮驱动格局。2017年双方合资设立江淮大众并推出思皓品牌，早期E20销量未及预期，后续推出的思皓X8和思皓A5（江淮X8和江淮A5）成为公司目前重点车型。2020年大众收购江汽控股50%股权，并增持江淮大众至75%，江淮大众更名为大众汽车（安徽）。2023年，大众安徽投产面向欧洲的Cupra Tavascan，2024年首款面向国内车型ID.UNYX上市。

江淮和大众的合资公司分为两个阶段：

- 1) 2017年成立江淮大众，推出思皓品牌，首款车型思皓E20销量未及预期。

表 2：思皓 E20 销量（辆）

| 月份 | 销量 |
|----|----|
|----|----|

| | |
|---------|------|
| 2019-09 | 2236 |
| 2019-10 | 1200 |
| 2019-11 | 439 |
| 2020-09 | 1 |
| 2020-11 | 30 |
| 2020-12 | 60 |
| 2021-01 | 156 |
| 2021-02 | 27 |

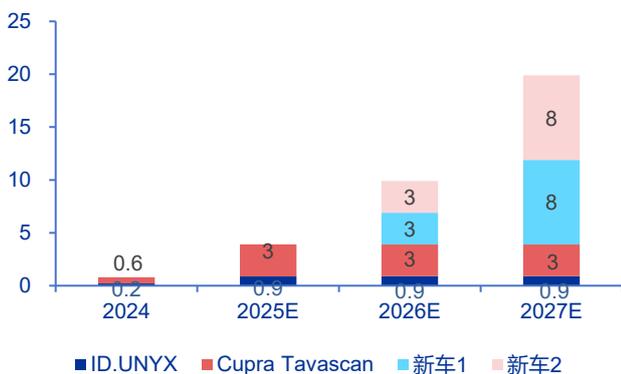
资料来源：中汽协，申万宏源研究

2) 2020 年大众增资后江淮大众改名大众安徽

思皓系列逐步成长为核心支柱。2020 年，公司和大众联合推出思皓 X8 和思皓 A5（后更名为江淮 X8 和江淮 A5），2024 年，江淮 X8 和江淮 A5 分别销售 7.6 万辆和 4.8 万辆，分别占公司总销量 46%和 29%。2025H1，江淮 X8 和江淮 A5 分别销售 3.7 万辆和 1.5 万辆，分别占公司总销量 56%和 22%。两款车型凭借大众赋能，展现出较强竞争力。我们认为后续大众安徽新车型有望延续这一优势，驱动公司投资收益进入新一轮增长周期。

大众安徽新车型有望实现亏损缩减。当前大众安徽在售车型为 ID.UNYX 及代工车型 Cupra Tavascan，均基于大众 MEB 平台打造。2026 年预计推出两款基于小鹏 G9 平台与 EEA 电子电气架构的新车型。假设新车型为 25 万元级别，参考同级别车型，有望达到 20% 毛利率，随后续销量持续爬坡，预计稳态净利率有望达 10%。假设 2025 年至 2027 年，现有车型销量水平持平，同时参考 2024 年小鹏 G6 全年销量 4.3 万辆，我们预计大众基于与小鹏合作开发的两款新车有望凭借大众成本控制能力及渠道数量在 2026、2027 年分别实现 3、8 万辆年销量，则 2026 年和 2027 年，大众安徽总销量将分别达到 9.9 万辆和 19.9 万辆，同时假设大众小鹏技术合作费中 50%由大众安徽承担，则对应 2026 和 2027 年大众安徽净利润分别有望达-3.60 亿元与 11.96 亿元。

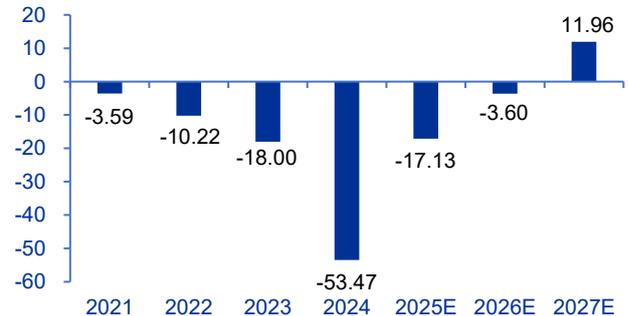
图 17: 大众安徽车型销量 (万辆)



资料来源：搜狐汽车，Marklines，申万宏源研究

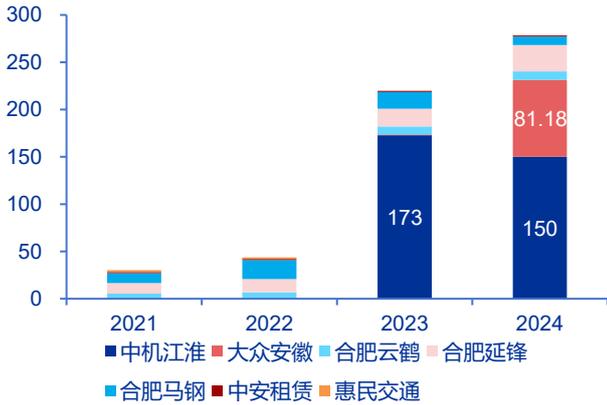
图 19: 主要合营企业收入 (亿元)

图 18: 大众安徽净利润预计 (亿元)

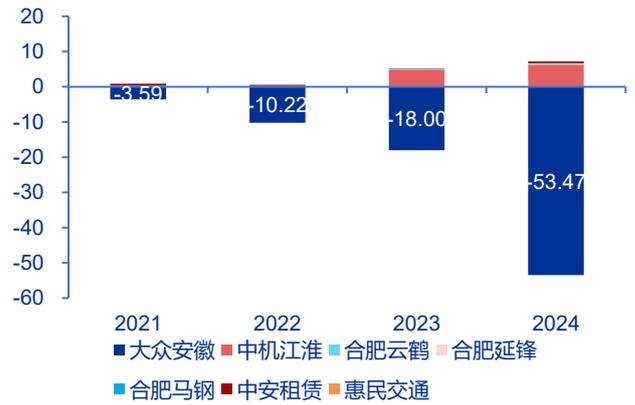


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20: 主要合营企净利润 (亿元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 深化合作落地尊界，开启高端价值新曲线

3.1 战略协同逐步升级，构筑智能高端合作

与华为合作逐步深化，围绕智能汽车产业链形成战略协同。2019年，公司与华为双方签署全面合作框架协议，奠定初步合作基础；2023年11月，合作关系升级，签署智能新能源汽车合作协议，主要涉及整车开发、智能驾驶、智能座舱等关键技术研发；**2024年11月，双方联合发布超高端新能源品牌尊界**。2024年12月，尊界超级工厂建成，全面引入华为 iDME 工业数据模型驱动引擎。2025年4月，双方进一步签署深化战略合作协议，拓展合作范围至智能汽车全栈解决方案、企业数智化转型以及绿色低碳发展等方向。

图 21：公司与华为合作历史



资料来源：公司官网，申万宏源研究

与华为采用鸿蒙智行合作模式加深产业协同，助力公司高端智能化转型提速。鸿蒙智行是华为深度参与整车研发与商业运营的合作模式，在该模式中，华为不仅提供智能座舱、自动驾驶等关键软硬件解决方案，还全面主导整车产品的定义、用户体验、质量体系、零售渠道以及品牌营销，相较于供应商模式、Hi 模式等合作模式，鸿蒙智行模式响应速度更快，同时对于华为优势资源能进行更充分地利用，为尊界推出奠定基础。

表 3：华为与各车企合作模式

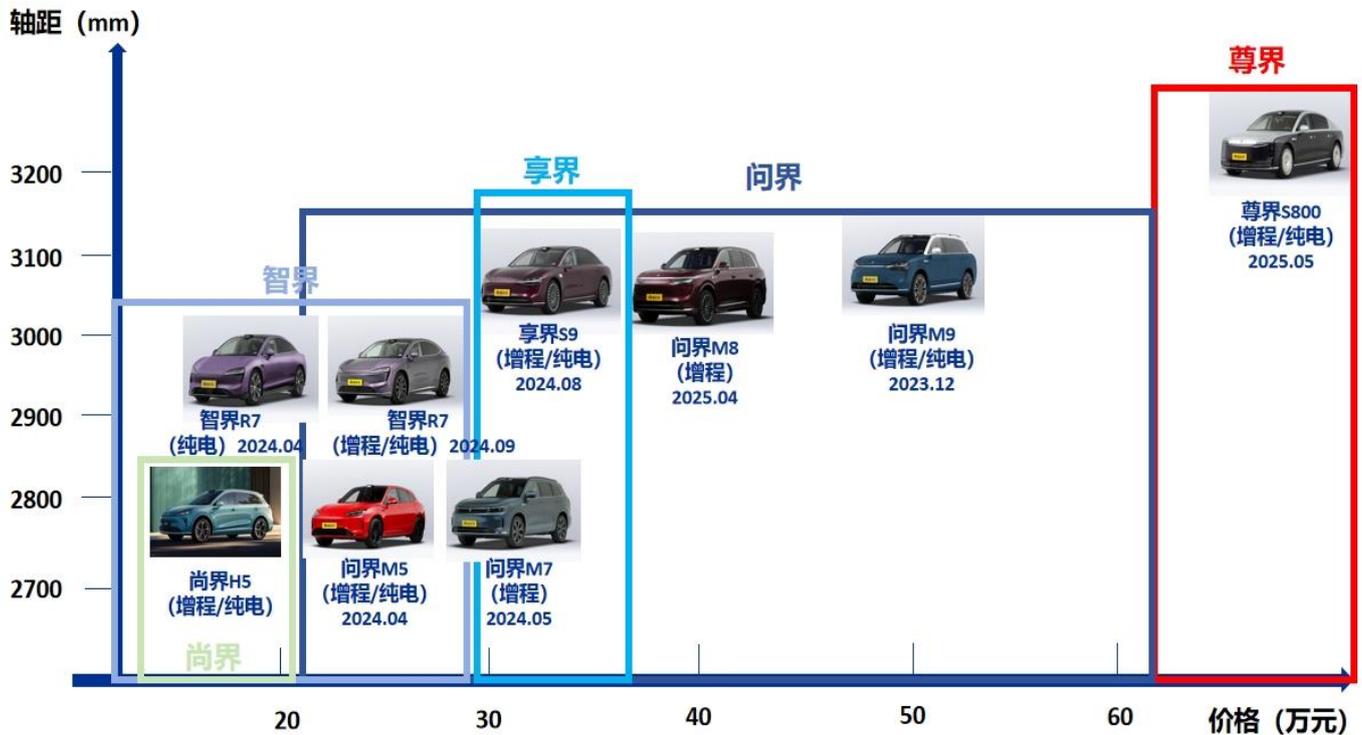
| 合作模式 | 合作方式 | 主要车企和车型 |
|--------|-----------------------------------|-------------|
| Tier 1 | 华为作为传统零部件供应商，向车企提供标准化软硬件模块，参与度最低。 | 广汽（传祺向往 M8） |

| | | |
|---------|-------------------------------------|--|
| HI | 华为提供智能汽车全栈解决方案，与车企联合开发产品，但不涉足营销与销售。 | 极狐（阿尔法 S HI 版） |
| HI PLUS | 在 HI 基础上深化合作，华为参与产品定义、生态运营与营销协同。 | 东风（岚图梦想家）、长安（阿维塔 11/12） |
| 鸿蒙智行 | 华为深度主导整车设计、销售与服务，构建自有生态汽车体系，参与最深。 | 江淮（尊界 S800）、赛力斯（问界 M9/M8/M7）、北汽（享界 S9）、上汽（尚界 H5） |

资料来源：各公司官网，申万宏源研究

尊界聚焦超豪华，为鸿蒙智行五界中最高定位品牌。 盘点目前鸿蒙智行模式下的五界可发现，尚界、智界、问界、享界、尊界产品线覆盖 20 万元-100 万元市场，场景方面覆盖全面，五界覆盖年轻用户、家庭用户、高端家用及商务场景。同时随着以问界率先分网取得成功，其余四界也逐步效仿，分网后各车企将打破目前相对清晰的各自产品定位划分，相似定位产品将逐步涌现（如智界 R7 与问界 M7）。我们认为，超高端市场竞争相较于其余价格段，竞争烈度更低，而尊界定位 70 万元以上市场，是目前少数聚焦豪华商务品牌，对标迈巴赫等百万级豪华轿车的产品，其余各界的产品拓宽难造成较大影响。尊界品牌作为目前少有的超高端定位产品，在产品形态、配置级别、品牌调性上均高于前四界，且大定数据的成功预示其有望持续成为鸿蒙智行体系中的最高定位。

图 22：华为鸿蒙智行品牌分布



资料来源：懂车帝，申万宏源研究

尊界规划明确，聚焦高端新能源并加快产能建设与产品节奏。 2025 年 6 月，公司与华为为进一步签署深化战略合作协议，为尊界品牌未来发展提供长期支持。市场方面，尊界品牌已于 2025 年 6 月开启交付，并计划于同年 8 月中旬启动大规模交付。产能方面，公司预

计于 2025 年 9 月冲刺月产能 3000 台，年底提升至 4000 台。研发方面，MPV 与 SUV 车型已同步加速推进，覆盖多样化高端用车场景。

3.2 定位超豪华赛道，重塑高端产品格局

尊界 S800 是华为与公司在鸿蒙智行生态体系下联合打造的首款豪华商务车型。新车自 5 月 30 日发布 24 小时内迅速收获大定订单超 1600 辆，首月大定 6500 辆，在百万豪车这一价格的属于罕见的高热度。

产品在豪华配置与智能体验上形成显著差异化，强化豪华商务的定位。尊界 S800 搭载了华为全栈智能汽车解决方案，配备 ADS 高阶智驾系统及鸿蒙座舱等配置。同时，整车座舱围绕沉浸式隐私体验设计，后排配备电动隐私帘、隔音双层玻璃隔断前后舱，确保用户在出行中拥有安静和私密的空间。

尊界 S800 对标传统与新势力，打造高端旗舰新选择。尊界 S800 的核心竞品包括迈巴赫 S480、宝马 740Li 与蔚来 ET9，分别代表传统豪华品牌与新势力高端旗舰。相较而言，尊界在智能座舱与高阶智驾方面表现更优，定价显著低于迈巴赫与宝马，具备性价比优势。相比蔚来 ET9 更偏科技感，尊界驾乘空间更宽敞，更具豪华商务感。

表 4：尊界 S800 及竞品对比

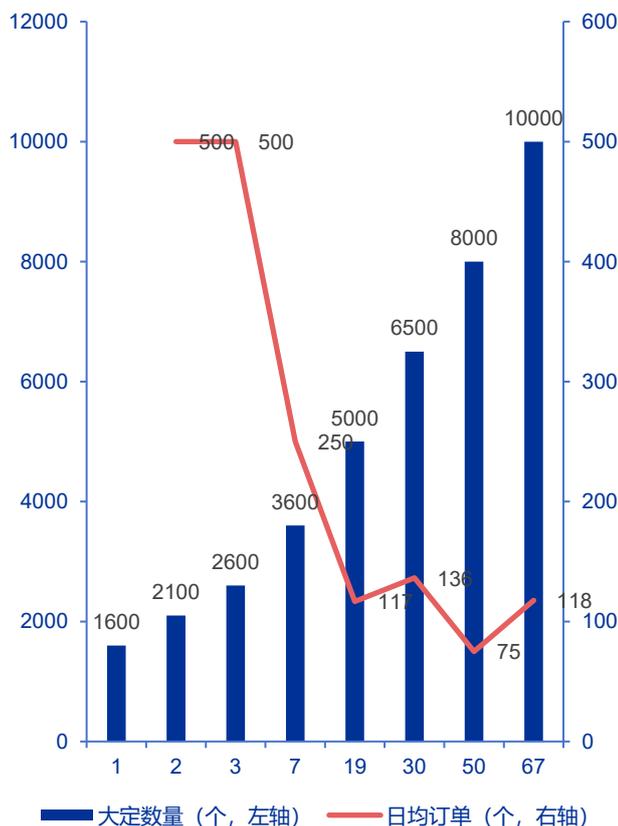
| 车型 | 尊界 S800 | 迈巴赫 S 480 | 宝马 740Li | 蔚来 ET9 |
|-------------|--------------|------------------|------------------|-------------|
| 品牌 | 江淮汽车 | 梅赛德斯-迈巴赫 | 宝马 | 蔚来 |
| 官方指导价 (万元) | 70.8 - 101.8 | 146.8 | 106.9-126.9 | 78.8-80.8 |
| 级别 | 大型车 | 大型车 | 大型车 | 大型车 |
| 动力系统 | 纯电动/增程式 | 3.0T L6 + 48V 轻混 | 3.0T L6 + 48V 轻混 | 纯电动 |
| 轴距(mm) | 3370 | 3396 | 3215 | 3250 |
| 长(mm) | 5480 | 5470 | 5391 | 5325 |
| 宽(mm) | 2000 | 1921 | 1950 | 2017 |
| 高 (mm) | 1542 | 1510 | 1548 | 1621 |
| 最大功率(kW) | 390 | 280 | 280 | 520 |
| 驱动方式 | 双电机四驱/三电机四驱 | 前置四驱 | 前置后驱 | 双电机四驱 |
| 百公里加速(s) | 4.3-4.9 | 5.6 | 5.4 | 4.3 |
| 悬架 | 双叉臂+多连杆 | 双叉臂+多连杆 | 双叉臂+多连杆 | 多连杆+多连杆 |
| 车载智能系统 | HarmonyOS | MBUX | iDrive | SkyOS-天枢 |
| 辅助驾驶芯片 | HUAWEI ADS | - | - | 神玑 NX9031*2 |
| 辅助驾驶等级 | L2 | L2 | L2 | L2 |
| 摄像头数量 (个) | 11+2 | 7+1 | 5/6/7+1 | 11+2 |
| 超声波雷达数量 (个) | 12 | 12 | 12/24 | 12 |
| 毫米波雷达数量 (个) | 9 | 5 | 5 | 1 |
| 激光雷达数量 (个) | 4 | - | - | 3 |

资料来源：懂车帝，申万宏源研究

豪华车市场持续扩容，自主品牌加速进军高端领域。2019至2024年，50万元以上豪华车市场销量（不含进口车）由约73万辆增长至112万辆，5年间年均复合增速为8.8%，豪华车市场呈持续扩容趋势。2019年至2023年，奔驰GLC、宝马5系、奥迪A6L等传统豪华车型仍占主导地位，但自主品牌加速渗透，进入2024年，随自主品牌高端车型问界M9推出及成功，正式打响了自主品牌50万元以上豪华车市场的第一枪。

尊界 S800 订单表现强劲，有望延续自主品牌高端突围势头。尊界 S800 首日 24 小时即实现 1600 台大定；首月累计订单达 6500 台，7 月 18 日累计订单突破 8000 台。其上市首月大定数据已显著超过蔚来 ET9 上市以来累计销量 1888 辆，同时高于迈巴赫 S 级 2024 年中国月均 1042 台的销量水平。用户画像方面，S800 车主以高净值人群为主，曾拥有劳斯莱斯、迈巴赫、保时捷等车型。综合豪华车市场扩容趋势、尊界 S800 的订单表现及用户结构，我们认为尊界品牌有望复刻问界 M9 在 50 万元以上市场的成功，在 70 万元以上市场持续占据可观市场份额。

图 23：尊界 S800 上市天数（横轴）及订单情况



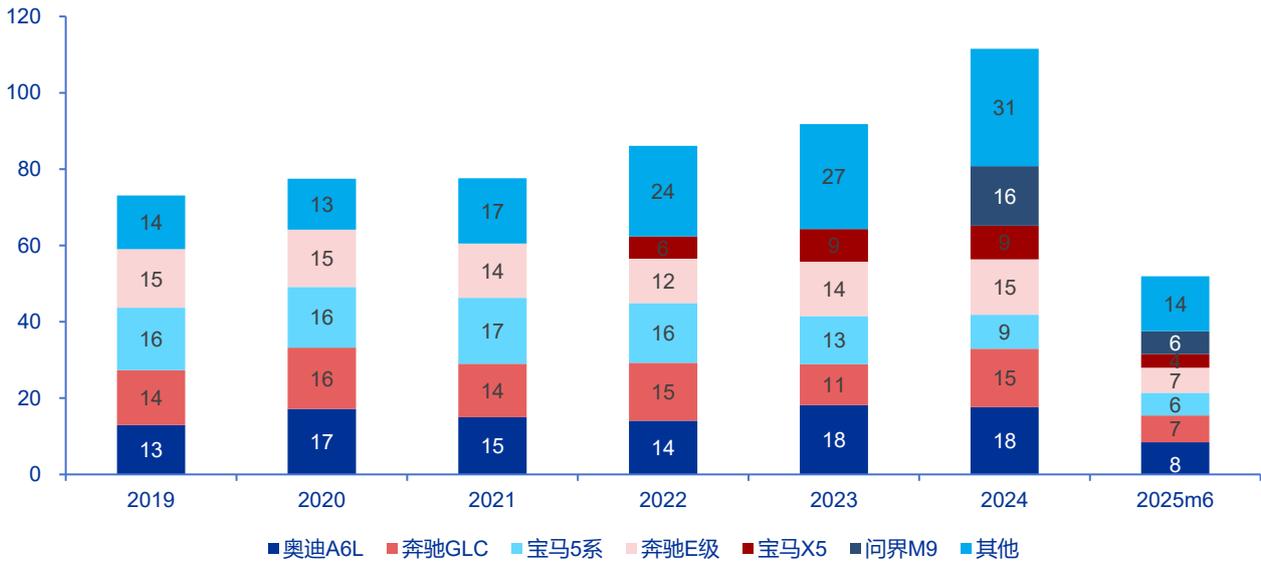
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24：尊界 S800 用户画像（根据上市 72 小时大定数据）



资料来源：车 fans，申万宏源研究

图 25：50 万元以上市场各车型年销量（万辆）



资料来源：车主之家，申万宏源研究

豪华车成功的核心在于强势品牌塑造与卓越产品体验。品牌不仅是溢价的基础，更是消费者认同与身份象征的核心，需具备清晰和延续的价值主张和文化内涵。而产品则必须在设计、材质、驾乘、私密性等维度全面兑现豪华的感知，形成对高端用户的情绪价值满足与功能体验领先。

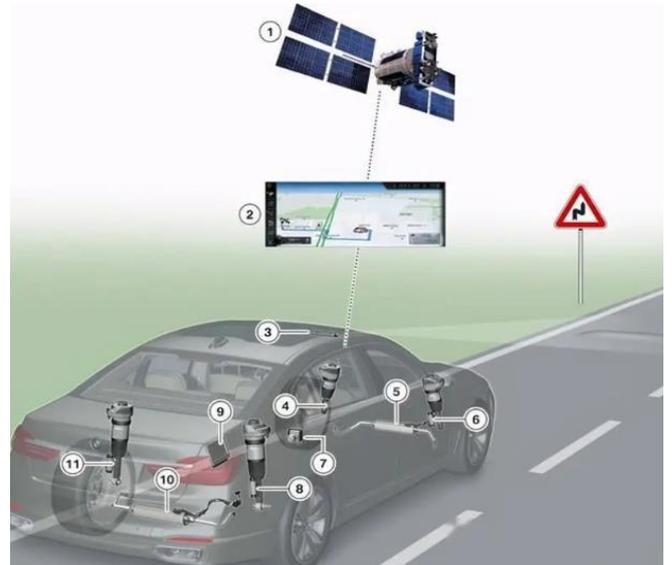
技术领先与用户运营构成豪华车竞争的关键支撑。豪华车需要拥有智能化、驾乘体验、安全性等方面的核心技术形成差异化优势，例如宝马 7 系通过魔毯悬挂大幅提升乘坐舒适性。高净值人群对服务体验的敏感，也要求建立高品质交付、售后与数字化用户触达体系，例如沃尔沃的透明体系，实现消费全流程透明，增强用户信任感。

图 26：沃尔沃透明流程



资料来源：沃尔沃媒体沟通会，申万宏源研究

图 27：魔毯悬挂示意图

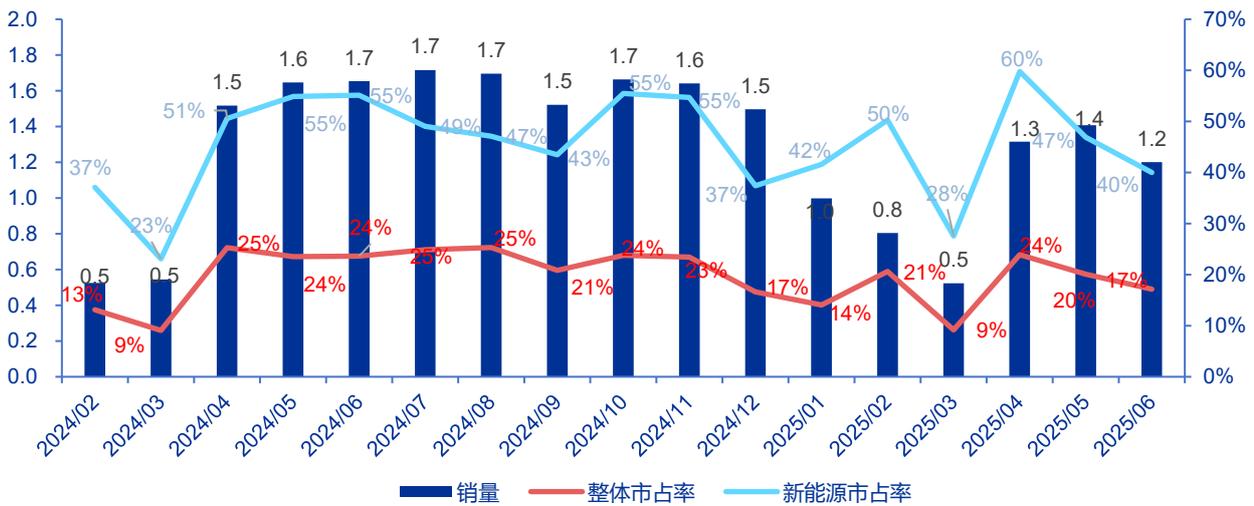


资料来源：易车，申万宏源研究

华为赋能加持，尊界有望复刻问界 M9 成功路径。在华为赋能下，尊界具备品牌、技术、渠道与用户理解等多重优势，有望在超高端市场实现快速突破。一方面，尊界作为鸿

蒙智行模式下的旗舰品牌,拥有智能驾驶、智能座舱等领域的领先能力,例如搭载鸿蒙 ALPS 座舱 2.0 与巨鲸电池 2.0。另一方面,华为强大的渠道与品牌影响力,使尊界在销售端拥有先天优势,构建“看-试-买-用-换”全链路用户运营体系。回顾问界 M9 的表现,自 2024 年 2 月至 2025 年 6 月,期间在 40 万元以上市场平均整体市占率为 20%,在同价位市场平均新能源市占率达 46%,验证了华为赋能模式下的产品竞争力。我们认为尊界在更高价格带市场有望复刻问界 M9 的成功路径。

图 28: 问界 M9 在 40 万元以上市场销售 (万辆) 和市占率



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

3.3 尊界有望带动江淮整体盈利能力大幅提升

尊界 S800 销量有望稳步增长, 逐步完成从种子用户向主流高端市场的过渡。根据公司交付计划, 估算公司 2025Q2 销量为 599 辆, Q3 开始规模化交付, 提升至 3500 辆, Q4 产能持续提升, 消化积压订单, 销量达到 8000 辆, 后续 2026 年至 2028 年销 2 万辆。

公司盈利能力有望随尊界 S800 放量修复。我们预测尊界 S800 毛利率可参考保时捷等传统豪华品牌, 假设为 2025 年为 29.5%, 之后稳定在 37.6%。公司费用率整体保持稳定, 假设尊界 S800 车型对应管理、财务费用率为 2019-2024 年期间的平均管理、财务费用率。研发费用前期投入较多, 假设尊界 S800 车型对应 2025 年研发费用率为 12%, 后续稳定在 4%。假设销售方面参考赛力斯合作模式, 主要由华为承担, 假设尊界 S800 车型销售费用率 2025-2028 年分别为 20%/17.5%/15%/15%。在销量持续爬坡与规模效应释放下, 预计 2025-2028 年该车型总净利润分别有望实现 -5/+15/+18/+18 亿元, 对应净利率为 -6.1%/+9.8%/+11.9%/+11.9%。

表 5: 尊界 S800 盈利能力预测

| | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 销量 (辆) | 12099 | 20000 | 20000 | 20000 |
| 收入 (亿元) | 90 | 149 | 149 | 149 |
| 毛利率 | 29.5% | 37.6% | 37.6% | 37.6% |

| | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 20% | 17.5% | 15% | 15% |
| 管理费用率 | 4.1% | 4.1% | 4.1% | 4.1% |
| 研发费用率 | 12.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |
| 财务费用率 | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 所得税率 | 15% | 15% | 15% | 15% |
| 净利润 (亿元) | -5 | 15 | 18 | 18 |
| 净利率 | -6.1% | 9.8% | 11.9% | 11.9% |

资料来源：公司公告，赛力斯公告，申万宏源研究

尊界超级工厂投产推进，智能制造能力加速释放。尊界超级工厂于2024年12月正式落成，2025年6月底实现投产，初期产能预计达到1000辆，并计划于9月与12月分别冲刺至3000辆与4000辆的月产能。根据规划，工厂年产能可达20万辆。项目总投资额达39.81亿元，占地约1500亩。生产体系方面，工厂搭载1800台智能机器人，全面覆盖冲压、焊接、涂装及总装四大核心工艺，实现高度自动化与数字化。

表 6：尊界超级工厂产能爬坡规划

| 地点 | 时间 | 月产能 | 占地面积 | 投资额 | 投产时间 |
|-----|---------|---------|--------|----------|--------|
| 合肥市 | 2025-6 | 1000 辆 | 1500 亩 | 39.81 亿元 | 2025-6 |
| | 2025-9 | 3000 辆 | | | |
| | 2025-12 | 4000 辆 | | | |
| | 远期 | 16500 辆 | | | |

资料来源：公司官网，申万宏源研究

尊界产品矩阵持续扩容，L900 与超高端 SUV 有望强化高端矩阵。尊界品牌后续将推出两款全新车型。其中，百万级 MPV 尊界 L900 将在智能化与舒适性方面延续 S800 的核心配置，包括鸿蒙 ALPS 智能座舱与巨鲸电池，并在私密性上配备高端投影幕布、变色玻璃、电动遮阳帘及隐私声盾等。对标雷克萨斯 LM 等高端 MPV。同时，尊界还规划推出一款全新超高端 SUV，以覆盖更多细分场景。参考当前尊界 S800 销量，我们预计 2026 年 L900 和新款 SUV 销量有望分别达到 16000 辆和 1500 辆，2027 年尊界三款车型总销量合计有望达 8 万辆。

4. 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 销量及收入

江淮现有车型销量预计维持稳健，尊界聚焦高端新能源，预计销量可观。尊界 S800 上市 50 天大定突破 8000 台，同时已于 2025 年 6 月开启交付，产能方面，预计于 2025 年 9 月冲刺月产能 3000 台，年底提升至 4000 台。尊界 S800 销量有望稳步增长，逐步完成从种子用户向主流高端市场的过渡，我们预计尊界 S800 全年有望实现 1.2 万辆销量，后续 2026 年至 2027 年销 2 万辆。**后续新车持续跟进，尊界品牌整体销量有望强势增长，预计尊界品牌 2025-2027 年有望实现 1.2/3.8/8.0 万辆销量。公司 2025-2027 年有望实现**

17.0/22.2/27.1 万辆乘用车总销量，同时随国内商用车复苏，公司 2025-2027 年有望实现 23.1/25.0/27.0 万辆商用车总销量，对应总收入 491/701/1014 亿元。

2) 毛利率及费用率

尊界有望显著提升公司毛利率。公司毛利率自 2019 年至 2021 年整体呈下行趋势，主要系商用车处于下行周期，收入及毛利率下降，同时低毛利率的乘用车业务收入占比上升；2022 年以来，商用车毛利率修复、新自主纯电车型推出驱动乘用车业务毛利率上升，叠加出口增长下，整体毛利率呈上升趋势，2024 年毛利率达到 10.5%。预计尊界品牌由于其高定价，毛利率有望突破 30%，随尊界销量增长，预计公司 2025-2027 年乘用车毛利率有望实现 17.9/22.7/30.6%。

表 7：分车型公司盈利预测拆分

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 商用车收入 (亿元) | 247.01 | 230.66 | 250.00 | 270.00 |
| yoy | 7.45% | -6.62% | 8.39% | 8.00% |
| 商用车销量 (万辆) | 23.63 | 23.07 | 25.00 | 27.00 |
| 商用车单价 (万元) | 10.45 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 商用车毛利率 | 9.25% | 9.25% | 9.25% | 9.25% |
| 乘用车收入 (亿元) | 122.43 | 207.31 | 398.42 | 691.69 |
| yoy | -23.08% | 69.33% | 92.18% | 73.61% |
| 尊界 S800 (亿元) | | 90.15 | 149.03 | 149.03 |
| 尊界 L900 (亿元) | | | 103.11 | 225.56 |
| 尊界第三款新车 (亿元) | | | 10.57 | 176.22 |
| 其他乘用车 (亿元) | 122.43 | 117.16 | 135.71 | 140.90 |
| 乘用车销量 (万辆) | 16.68 | 16.97 | 22.19 | 27.14 |
| 尊界 S800 (万辆) | | 1.21 | 2.00 | 2.00 |
| 尊界 L900 (万辆) | | | 1.60 | 3.50 |
| 尊界第三款新车 (万辆) | | | 0.15 | 2.50 |
| 其他乘用车 (万辆) | 16.68 | 15.76 | 18.44 | 19.14 |
| 乘用车单价 (万元) | 7.34 | 12.22 | 17.95 | 25.49 |
| 尊界 S800 (万元) | | 74.51 | 74.51 | 74.51 |
| 尊界 L900 (万元) | | | 64.44 | 64.44 |
| 尊界第三款新车 (万元) | | | 70.49 | 70.49 |
| 其他乘用车 (万元) | 7.34 | 7.43 | 7.36 | 7.36 |
| 乘用车毛利率 | 8.90% | 17.92% | 22.66% | 30.63% |
| 尊界 S800 | | 29.46% | 37.60% | 37.60% |
| 尊界 L900 | | | 22.41% | 34.83% |
| 尊界第三款新车 | | | -13.50% | 36.16% |
| 其他乘用车 | 8.90% | 9.04% | 9.26% | 9.63% |

资料来源：iFind，公司公告，申万宏源研究

考虑到江淮与华为采取鸿蒙智行合作模式，江淮承担车型研发费用及相关管理人员负担较轻，更多则是以向华为支付的高单车销售费用体现，故随着尊界系列推出，预计销售费用将快速增长，同时带动公司期间费用率上升，而研发费用和管理费用绝对增量较低，随公司收入快速上升，研发费用率和管理费用率将明显下降。**我们预计 25-27 年公司销售**

费用率分别为 6.1/8.2/9.5%，管理费用率分别为 4.9/4.5/3.5%，研发费用率分别为 5.0/4.5/4.2%。

我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为-9.9/-0.1/50.5 亿元。

4.2 估值

公司尊界品牌为与华为合作的五界之中的高端系列，定价 70 万元以上高端市场，为自主车企少有的高端系列，对标品牌近乎于无，故选取同样为与华为采用鸿蒙智行模式，定位中高端市场的赛力斯、北汽蓝谷为其可比公司。由于江淮尚未实现盈利，采取 PS 进行可比公司估值，两家可比公司 2025-2027 年平均 PS 为 1.40/0.99/0.83 倍。公司尊界系列首款车型推出不久，明年更多车型蓄势待发，也是公司未来的利润核心，成长性较高，同时公司定位 70 万元以上市场，为华为鸿蒙智行“五界”中最高端系列，车型潜在盈利性显著高于两家可比公司（尊界品牌以 S800 为例，预计单车收入 74.5 万元，毛利率 37.6%，单车毛利润高达 28.0 万元；而与之相对问界 2025 年上半年单车毛利润约 12 万元，享界定价高于问界 M7，但低于 M8/M9，预计单车毛利润低于问界），应给予一定估值溢价，**故给予其 2025 年 3x PS，对应其整体估值 1472 亿元人民币，相较于当前（2025.09.12）市值仍有 24% 上涨空间，给予“买入”评级。**

表 8：江淮汽车可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | 总市值 (亿元) | 营业收入 (亿元) | | | | PS | | | |
|-----------|------|----------|-----------|-------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 601127.SH | 赛力斯 | 2259 | 1452 | 1686 | 1981 | 2176 | 1.56 | 1.34 | 1.14 | 1.04 |
| 600733.SH | 北汽蓝谷 | 486 | 145 | 335 | 580 | 776 | 3.35 | 1.45 | 0.84 | 0.63 |
| 平均 | | | | | | | 2.45 | 1.40 | 0.99 | 0.83 |
| 600418.SH | 江淮汽车 | 1190 | 422 | 491 | 701 | 1014 | 2.82 | 2.43 | 1.70 | 1.17 |

资料来源：ifind，申万宏源研究

注：数据截止 2025.9.12；赛力斯数据来自申万预测，北汽蓝谷数据来自 iFind 一致预期

风险提示

尊界 S800 销量不及预期：若尊界 S800 在 70 万元以上市场销量表现不佳，则将对公司盈利能力造成较大影响。

大众新车表现不佳：大众 2026 年两款新车若销量不佳，则将对公司联营合营企业投资收益造成较大拖累。

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

公司于 2025 年 1 月收到上交所出具的问询函，根据上交所进一步审核意见，公司会同相关中介机构对问询函回复、募集说明书等申请文件的部分内容进行了相应的补充、更新和修订，7 月回复《安徽江淮汽车集团股份有限公司关于向特定对象发行股票申请文件的审核问询函回复及募集说明书等申请文件更新的提示性公告》，本次更新不会影响公司的正常生产经营管理活动，涉及问题属于常规范畴，对公司主业发展不会产生重大影响，特此提示。

合并损益表

| 百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业总收入 | 45,016 | 42,202 | 49,055 | 70,100 | 101,428 |
| 营业收入 | 44,940 | 42,116 | 48,969 | 70,014 | 101,342 |
| 营业总成本 | 45,788 | 43,113 | 50,563 | 70,309 | 95,259 |
| 营业成本 | 39,866 | 37,701 | 42,006 | 57,563 | 76,553 |
| 税金及附加 | 462 | 335 | 428 | 611 | 884 |
| 销售费用 | 1,832 | 1,467 | 2,995 | 5,781 | 9,652 |
| 管理费用 | 1,655 | 1,789 | 2,396 | 2,804 | 3,550 |
| 研发费用 | 1,595 | 1,763 | 2,433 | 3,155 | 4,260 |
| 财务费用 | 352 | 41 | 285 | 365 | 317 |
| 其他收益 | 1,363 | 503 | 300 | 100 | 100 |
| 投资收益 | -152 | -994 | -400 | -100 | 100 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 49 | 66 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -26 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -1,069 | -1,157 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 640 | 593 | 500 | 200 | 200 |
| 营业利润 | 35 | -1,889 | -1,108 | -8 | 6,568 |
| 营业外收支 | 11 | 14 | 9 | 12 | 12 |
| 利润总额 | 46 | -1,874 | -1,099 | 3 | 6,580 |
| 所得税 | 118 | 119 | 0 | 15 | 972 |
| 净利润 | -72 | -1,994 | -1,099 | -12 | 5,608 |
| 少数股东损益 | -223 | -209 | -110 | -1 | 561 |
| 归母净利润 | 152 | -1,784 | -989 | -11 | 5,047 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

| 百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | -72 | -1,994 | -1,099 | -12 | 5,608 |
| 加：折旧摊销减值 | 2,997 | 2,791 | 969 | 994 | 1,064 |
| 财务费用 | 39 | 35 | 285 | 365 | 317 |
| 非经营损失 | -497 | 376 | -100 | -100 | -300 |
| 营运资本变动 | 914 | 1,444 | -1,595 | 6,854 | 9,466 |
| 其它 | 40 | 49 | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流 | 3,396 | 2,711 | -1,540 | 8,101 | 16,155 |
| 资本开支 | -3,364 | 1,425 | -100 | 350 | 200 |
| 其它投资现金流 | -1,833 | -3,171 | -3,259 | -2,959 | -2,759 |
| 投资活动现金流 | 1,531 | -4,596 | -3,159 | -3,309 | -2,959 |
| 吸收投资 | 500 | 100 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | -3,211 | -342 | 4,172 | 1,104 | -4,270 |
| 支付股利、利息 | 333 | 307 | 285 | 365 | 317 |
| 其它融资现金流 | -767 | 940 | -164 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | -3,811 | 392 | 3,724 | 739 | -4,587 |
| 净现金流 | 1,118 | -1,444 | -975 | 5,531 | 8,609 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

| 百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 28,827 | 27,692 | 30,706 | 40,827 | 54,101 |
| 现金及等价物 | 17,148 | 17,916 | 19,800 | 28,190 | 39,659 |
| 应收款项 | 4,654 | 4,553 | 4,553 | 4,553 | 4,553 |
| 存货净额 | 4,746 | 3,579 | 4,364 | 6,031 | 7,732 |
| 合同资产 | 1,277 | 188 | 533 | 599 | 703 |
| 其他流动资产 | 1,002 | 1,455 | 1,455 | 1,455 | 1,455 |
| 长期投资 | 5,516 | 5,905 | 5,905 | 5,905 | 5,905 |
| 固定资产 | 8,840 | 9,585 | 9,016 | 8,572 | 7,908 |
| 无形资产及其他资产 | 3,581 | 5,900 | 5,900 | 5,900 | 5,900 |
| 资产总计 | 46,764 | 49,081 | 51,527 | 61,204 | 73,814 |
| 流动负债 | 26,777 | 30,337 | 34,693 | 45,031 | 52,680 |
| 短期借款 | 3,174 | 3,588 | 8,408 | 10,160 | 6,538 |
| 应付款项 | 19,504 | 22,280 | 21,816 | 30,401 | 41,672 |
| 其它流动负债 | 4,099 | 4,469 | 4,469 | 4,469 | 4,469 |
| 非流动负债 | 5,494 | 6,315 | 5,667 | 5,019 | 4,371 |
| 负债合计 | 32,271 | 36,652 | 40,360 | 50,050 | 57,051 |
| 股本 | 2,184 | 2,184 | 2,184 | 2,184 | 2,184 |
| 其他权益工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积 | 6,340 | 6,362 | 6,362 | 6,362 | 6,362 |
| 其他综合收益 | 63 | -3 | -3 | -3 | -3 |
| 盈余公积 | 1,673 | 1,673 | 1,673 | 1,673 | 1,673 |
| 未分配利润 | 2,814 | 980 | -9 | -20 | 5,027 |
| 少数股东权益 | 1,259 | 1,070 | 960 | 958 | 1,519 |
| 股东权益 | 14,493 | 12,429 | 11,166 | 11,154 | 16,762 |
| 负债和股东权益合计 | 46,764 | 49,081 | 51,527 | 61,204 | 73,814 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

| 报告期 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|------|----------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.07 | -0.82 | -0.45 | -0.01 | 2.31 |
| 每股经营现金流 | 1.56 | 1.24 | -0.70 | 3.71 | 7.40 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股净资产 | 6.06 | 5.20 | 4.67 | 4.67 | 6.98 |
| 关键运营指标(%) | | | | | |
| ROIC | 2.7 | -48.1 | -12.9 | -16.1 | -48.5 |
| ROE | 1.1 | -15.7 | -9.7 | -0.1 | 33.1 |
| 毛利率 | 10.5 | 10.5 | 14.2 | 17.8 | 24.5 |
| EBITDA Margin | 5.1 | -0.4 | 0.3 | 1.9 | 7.8 |
| EBIT Margin | 0.9 | -4.3 | -1.7 | 0.5 | 6.8 |
| 营业总收入同比增长 | 23.1 | -6.3 | 16.2 | 42.9 | 44.7 |
| 归母净利润同比增长 | - | -1,277.6 | - | - | - |
| 资产负债率 | 69.0 | 74.7 | 78.3 | 81.8 | 77.3 |
| 净资产周转率 | 3.40 | 3.71 | 4.80 | 6.87 | 6.65 |

| | | | | | |
|-----------|-------|--------|--------|-----------|-------|
| 总资产周转率 | 0.96 | 0.86 | 0.95 | 1.14 | 1.37 |
| 有效税率 | 59.5 | -13.5 | 15.0 | 15.0 | 15.0 |
| 股息率 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 估值指标(倍) | | | | | |
| P/E | 785.6 | -66.7 | -120.3 | -10,843.8 | 23.6 |
| P/B | 9.0 | 10.5 | 11.7 | 11.7 | 7.8 |
| EV/Sale | 2.9 | 3.1 | 2.7 | 1.9 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 56.1 | -688.2 | 864.9 | 99.2 | 16.5 |
| 股本 | 2,184 | 2,184 | 2,184 | 2,184 | 2,184 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

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

机构销售团队联系人

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

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

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

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

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

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

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

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。