

Q2 业绩受出口和尊界爬坡拖累，看好尊界放量后业绩改善

核心观点

25H1 公司营收为 193.6 亿元，同比-9.10%，归母净利润-7.7 亿元，同比转负，相较业绩预告的-6.8 亿亏损额度略增。Q2 亏损属于预期之内，阶段性利空落地。在强势产品周期初期主业业绩并非核心矛盾点、核心还是看新品的表现。我们认为尊界销量存在超预期可能性：对于供给高度固化的市场，新品类的出现，能够充分激发存量客户的增换购热潮，销量不会局限于对标车型以往的稳态销量范围。

事件

公司发布 25H1 半年报，25H1 公司营收为 193.6 亿元，同比-9.10%，归母净利润-7.7 亿元，同比转负，相较业绩预告的-6.8 亿亏损额度略增。

简评

公司 Q2 亏损主因：

- 1) 出口下滑影响 Q2 毛利率，受国际形势日趋复杂、境外汽车市场竞争日益加剧等影响，公司出口业务有所下滑。25H1 公司销量 19.06 万辆，同比-7.54%，其中乘用车 6.6 万辆，同比-16.1%，商用车 12.5 万辆，同比-2.3%；25Q2 公司销量 9.1 万辆，同比-8.5%。
- 2) 公司尊界项目尚处于产能爬坡期，尚未呈现规模效益。S800 首批先行者于 6 月底陆续开启交付，尊界销售收入对报表影响较小。

Q2 亏损属于预期之内，阶段性利空落地。

在强势产品周期初期主业业绩并非核心矛盾点、核心还是看新品的表现，类比赛力斯去年 1 月发布预亏公告后，股价短暂调整后，随着后续 M9 持续收单和开启交付，股价一度接近翻倍。新品牌从建立到势能积累再到兑现到业绩是长周期的过程，例如比亚迪汉 2020 年 7 月上市并热销，品牌进入全新发展阶段，但到 22Q2 业绩才开始体现质的变化。

尊界 S800 持续热销，订单延续性超预期

上市 87 天，尊界 S800 大定突破 1.2 万份，订单持续性超预期，证明了我们此前深度报告中的观点：我们认为尊界销量存在超预期可能性：

江淮汽车 (600418.SH)

维持

买入

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-56135200

SAC 编号:S1440518060002

赵晗智

zhaohan zhi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070015

发布日期：2025 年 09 月 17 日

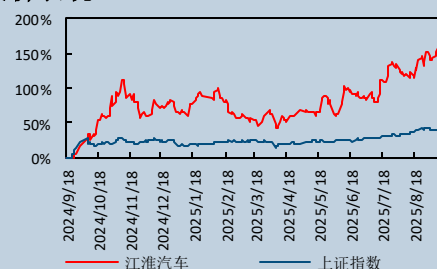
当前股价：58.14 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
25.19/19.90	35.46/21.14	161.42/118.66
12 月最高/最低价 (元)		58.14/21.64
总股本 (万股)		218,400.98
流通 A 股 (万股)		218,400.98
总市值 (亿元)		1,269.78
流通市值 (亿元)		1,269.78
近 3 月日均成交量 (万)		7274.40
主要股东		
安徽江淮汽车集团控股有限公司		28.22%

股价表现



1) 尊界 S800 与 BBA 及保时捷产品有本质性区别, 份额可能大超预期;
2) 百万级轿车消费群体较为稳固, 产品迭代也相对较慢, 因此年销量较稳定, 尊界 S800 在产品力上全面革新, 有可能形成集中增换购潮, 打破年销量天花板, 当前存量市场约 64 万辆。
对于供给高度固化的市场, 新品类的出现, 能够充分激发存量客户的增换购热潮, 销量不会局限于对标车型以往的稳态销量范围。

投资建议: 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别约 476.3/637.6/834.8 亿元。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别约-5.81/16.65/31.62 亿元, 对应 PE 分别约-204.97、71.50、37.65 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动的风险、行业竞争加剧的风险、需求不达预期的风险。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	44,940.36	42,115.89	47,631.89	63,761.91	83,476.63
YoY(%)	23.14	-6.28	13.10	33.86	30.92
净利润(百万元)	151.51	-1,784.16	-580.70	1,664.74	3,161.51
YoY(%)	109.57	-1,277.59	67.45	386.68	89.91
毛利率(%)	11.29	10.48	12.57	17.00	18.87
净利率(%)	0.34	-4.24	-1.22	2.61	3.79
ROE(%)	1.14	-15.71	-5.39	13.56	20.91
EPS(摊薄/元)	0.07	-0.82	-0.27	0.76	1.45
P/E(倍)	785.62	-66.71	-204.97	71.50	37.65
P/B(倍)	8.99	10.48	11.04	9.70	7.87

资料来源: iFinD, 中信建投证券

风险分析

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

分析师介绍

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017年新财富第二团队核心成员，2020年新浪财经新锐分析师第一名，2020年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。2021年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018年加入中信建投汽车团队，2018/19年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

赵晗智

汽车行业分析师。两年汽车行业研究经验，复旦大学经济学院硕士，吉林大学汽车工程学院学士。主要覆盖乘用车整车、检测板块。

评级说明

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

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

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

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

一般性声明

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

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

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

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

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

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk