



公司研究 | 深度报告 | 江淮汽车（600418.SH）

江淮汽车：夯实商乘基本盘，尊界切入智能豪华赛道

报告要点

老牌自主车企，依托国资布局多元发展。商乘双轨韧性筑牢增长根基，华为全栈赋能，尊界破局超豪华智能化赛道。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.97/38.07/74.79 亿元，当前市值对应估值 PE 分别为 288.07/30.01/15.28X，基于公司尊界系列车型加速放量，超豪华自主崛起助力公司业绩持续保持高增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

分析师及联系人



高伊楠

SAC: S0490517060001

SFC: BUW101



张永乾

SAC: S0490524030002



麦贻智

江淮汽车（600418.SH）

江淮汽车：夯实商乘基本盘，尊界切入智能豪华赛道

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

老牌自主车企，依托国资布局多元发展

江淮汽车成立于 1964 年，是一家集商用车、乘用车研产销服于一体的综合型汽车企业，产品覆盖卡车、皮卡、轿车、SUV、MPV、客车及专用底盘等多个细分市场。股权结构方面，安徽省国资委通过控股平台间接控制公司，大众汽车亦通过合资公司参股。2024 年，公司营业收入 421.16 亿元，同比下降 6.28%；其中商用车业务收入占比超过五成。受合资公司大众安徽亏损及资产减值影响，2024 年归母净利润为-27.41 亿元，同比下降 60%。海外市场成为关键增长点，2024 年海外营收 238.92 亿元，占比达 56.6%。公司全球累计销量已突破 1000 万辆，产品出口至超过 130 个国家和地区。

传统业务基本盘：商乘双轨韧性筑牢增长根基

江淮汽车商用车板块形成以江淮 1 卡为核心、重卡和皮卡产品协同发力的多元化布局。轻卡长期稳居出口第一梯队，2024 年出口量达 3.6 万辆，连续 14 年位居行业首位；皮卡 2024 年出口 5.37 万辆，同比增长 26.8%。在乘用车业务方面，公司通过品牌整合与车型精简，构建以江淮、瑞风、钇为三大品牌为主的产品体系，产品结构由分散向集中优化。近年出口业务增长著，2021-2024 年出口量从 3.2 万辆增至 13.3 万辆，成为销量结构中主要增量来源。商用车出海持续保持增长，乘用车板块触底，助力公司主业修复。

华为全栈赋能，尊界破局超豪华智能化赛道

当前 60 万元以上超豪华车市场整体稳定，2024 年销量 46.4 万辆。自主品牌渗透显著提升，2020-2024 年复合增长率约 187%；同期进口品牌份额下滑。新能源正重塑该市场格局，2024 年新能源车型销量 5.0 万辆，渗透率达 10.89%，自主品牌占比超 58.3%。问界 M9 验证华为智选在高端市场的放量能力，2024 年销量达 15.2 万辆，位列 40-60 万元 SUV 销量首位。华为智选与江淮合作推出尊界 S800，定位百万级智能豪华轿车，精准填补自主品牌在该细分市场的空白。尊界 S800 基于华为智能驾驶和鸿蒙座舱技术，结合高规格内饰用料与定制化舒适配置，构建智能化与豪华感兼备的用车体验。新车 2024 年 5 月上市，72 小时大定 2600 台，上市 67 天累计破万，展现出在智能豪华细分赛道的破局潜力。作为华为智选模式下首款百万级轿车，尊界正逐步建立自主品牌在超豪华轿车市场的产品代表性。后续尊界将持续规划更多车型，伴随着后续新车持续落地，尊界将开启公司超豪华市场新车周期。

投资建议：

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.97/38.07/74.79 亿元，当前市值对应估值 PE 分别为 288.07/30.01/15.28X，基于公司尊界系列车型加速放量，超豪华自主崛起助力公司业绩持续保持高增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、商用车内需复苏节奏放缓风险；
- 2、出口市场开拓不及预期；
- 3、尊界销量不及预期；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期。

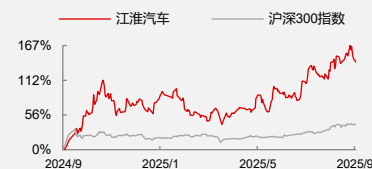
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	52.31
总股本(万股)	218,401
流通A股/B股(万股)	218,401/0
每股净资产(元)	4.85
近12月最高/最低价(元)	58.81/20.87

注：股价为 2025 年 9 月 22 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

老牌自主车企，依托国资布局多元发展	7
六十载造车沉淀，商乘双线协同发展	7
权结构集中，安徽省国资委实控	7
近年盈利承压，海外业务与传统主业构筑基本盘	8
传统业务基本盘：商乘双轨韧性筑牢增长根基	10
商用车多元化布局完善，新能源渗透与出口增长共振	10
乘用车精简提质，出海业务拓展新空间	16
华为全栈赋能，尊界破局超豪华智能化赛道	21
华为赋能体系落地，加速自主品牌高端化进程	21
超豪华智能市场初现蓝海，自主品牌迎结构性机会	23
锚定智能豪华赛道，尊界构建品牌向上路径	26
投资建议	32
风险提示	33

图表目录

图 1：江淮汽车发展历程	7
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 9 月 17 日）	7
图 3：公司营业总收入（亿元）	8
图 4：公司归母净利润（亿元）	8
图 5：公司分业务营收（亿元）	8
图 6：公司海内外业务营收（亿元）	8
图 7：2018-2024 年公司分业务及总毛利率	9
图 8：2018-2024 年公司期间费用率	9
图 9：公司商用车产品线	10
图 10：2024 年公司商用车各车型销量占比	10
图 11：2020-2024 年公司商用车销量（辆）	11
图 12：公司商用车 ASP（元）	11
图 13：公司商用车单车利润（元）	11
图 14：公司商用车销量境内外占比	12
图 15：公司境内商用车销量与增速	12
图 16：江淮轻卡国内销量（万辆）	12
图 17：2024 年度轻卡影响力分数排行榜（分）	12
图 18：江淮汽车联合宁德时代、时代电服推进“巧克力换电”模式	13
图 19：2025H1 新能源轻卡销量前十（辆）	13
图 20：2025H1 新能源重卡销量前十（辆）	13
图 21：江淮重卡新能源渗透率	13
图 22：公司商用车境内外销量与增速	14

图 23: 公司海外重点市场商用车销量 (辆)	14
图 24: 公司海外官网商用车产品	14
图 25: 2025H1 皮卡出口份额	15
图 26: 2023-2024 年皮卡出口量 (辆) 以及增长率	15
图 27: 悍途 PHEV 全球首发, 亮相 2025 墨尔本车展	16
图 28: 公司自主乘用车产品线	17
图 29: 公司乘用车总销量和新能源乘用车销量 (辆)	17
图 30: 公司乘用车各价格带销量 (辆)	18
图 31: 公司乘用车 ASP (元)	18
图 32: 公司乘用车单车利润 (元)	18
图 33: 公司海外乘用车产品	19
图 34: 公司海外市场乘用车销量 (辆)	19
图 35: 大众安徽首款车型 ID.UNYX	20
图 36: ID.UNYX 上市后销量 (辆)	20
图 37: 华为智选模式下各方合作示意图	21
图 38: 问界 M9 突围并领先 40-60 万元 SUV 价格带 (辆)	22
图 39: 问界 M9 选购理由 Top10	22
图 40: 公共视角的发展信心指数排名	22
图 41: 江淮与蔚来合作时间线	23
图 42: 江淮与华为合作时间线	23
图 43: 国内市场高端车、豪华车和超豪华车销量 (辆)	24
图 44: 60 万元以上进口汽车和自主品牌汽车销量 (辆)	24
图 45: 大于 60 万元价格带新能源汽车销量	24
图 46: 自主品牌大于 60 万元价格带新能源汽车销量	24
图 47: 自主品牌智能化因素成受青睐原因	25
图 48: 自主品牌创新能力领先传统品牌	25
图 49: 大于 40 万元轿车和 SUV 自主品牌销量占比	25
图 50: 2024 年 40 万元以上 SUV 市场销量前十车型 (辆)	26
图 51: 2024 年 40 万元以上轿车市场销量前十车型 (辆)	26
图 52: 鸿蒙智行联盟成员	26
图 53: 公共认知视角下的品牌档次指数	26
图 54: 尊界 S800 奢华外观	27
图 55: 双百万像素车语大灯	27
图 56: 尊界 S800 豪华内饰	27
图 57: ActiveSafe 零重力座椅	27
图 58: 途灵龙行底盘	27
图 59: 天使座主动安全防护系统	27
图 60: 尊界 S800 竞品销量 (辆)	30
图 61: 大众集团旗下不同定位品牌组合利润率	30
图 62: 尊界用户中心分布	30
图 63: 尊高累计大定量稳步攀升, 67 天实现万辆突破	31
图 64: 尊界 S800 首批用户画像	31

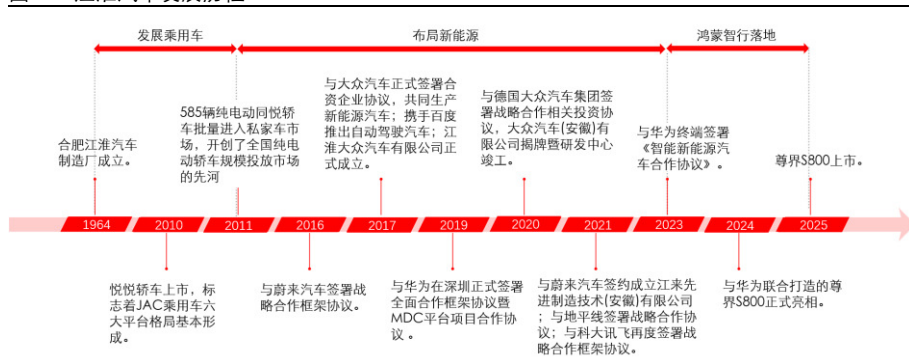
图 65：尊界 S800 开启批量投产	31
图 66：尊界新车规划	31
表 1：江淮商用车海外工厂	15
表 2：华为汽车业务合作模式	21
表 3：尊界 S800 配置与竞品对比	28
表 4：尊界 S800 各车型定价	29
表 5：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）	33

老牌自主车企，依托国资布局多元发展 六十载造车沉淀，商乘双线协同发展

安徽江淮汽车集团股份有限公司是一家集全系列商用车、乘用车研产销服于一体的全球化综合型汽车企业集团。公司以商用车为核心优势领域，产品覆盖重中轻微型卡车、皮卡、多功能商用车等全系列商用车型，同时布局轿车、SUV、MPV 等乘用车市场，并保持客车及专用底盘的传统竞争力。自 2001 年在上交所挂牌上市以来，全球拥有超 1000 万用户，产品远销全球 132 个国家和地区。

成立于 1964 年，老牌车企加快智能新能源转型升级。自江淮汽车制造厂成立至今，公司已有近 60 年的历史。始于商用车和底盘业务，公司于 2008 年正式进入乘用车领域。2010 年，江淮第一批新能源汽车投放市场。此后，公司与大众集团、蔚来汽车建立深度合作关系，进一步拓展新能源与智能化业务布局；并与华为联手打造鸿蒙智行子品牌“尊界”，首款轿车尊界 S800，于 2025 年正式发布。

图 1：江淮汽车发展历程

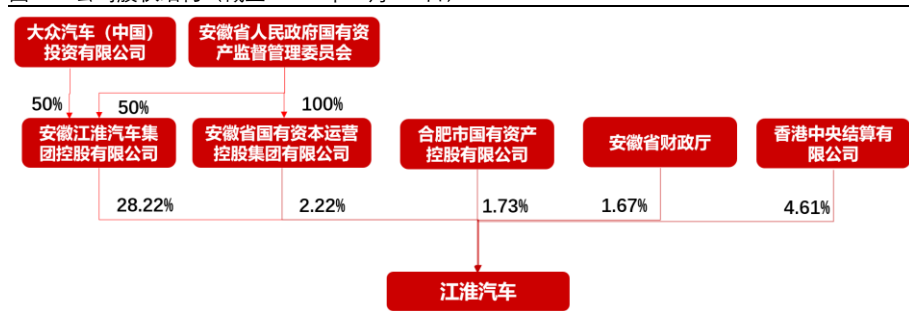


资料来源：公司官网，长江证券研究所

股权结构集中，安徽省国资委实控

根据截至 2025 年 9 月 17 日数据，公司最大股东安徽江淮汽车集团控股有限公司（持股 28.22%）由大众汽车（中国）投资有限公司与安徽省国资委各持股 50% 合资控制；前五大股东中，安徽省国资委全资子公司安徽国控集团持股 2.22%。安徽省国资委为江淮汽车的实际控制人。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 9 月 17 日）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

近年盈利承压，海外业务与传统主业构筑基本盘

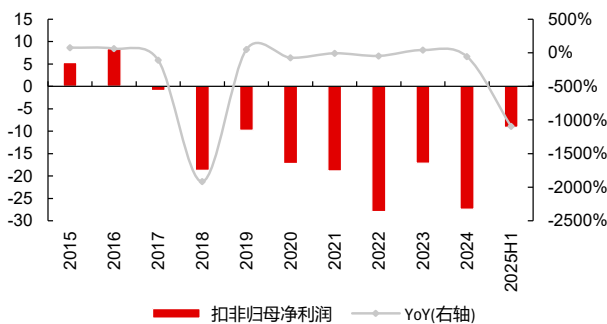
公司近期盈利能力承压，合资业务亏损。公司 2024 年全年营收 421.16 亿元，同比下滑 6.28%。公司仍保持营收韧性，总营收相对 2021，2022 年均有所增长。2024 年，公司扣非归母净利润亏损 27.41 亿元，同比亏损增加，主要系公司对大众安徽投资收益-13.5 亿元，以及公司部分资产发生减值，计提减值准备约 11 亿元所致。

图 3：公司营业总收入（亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

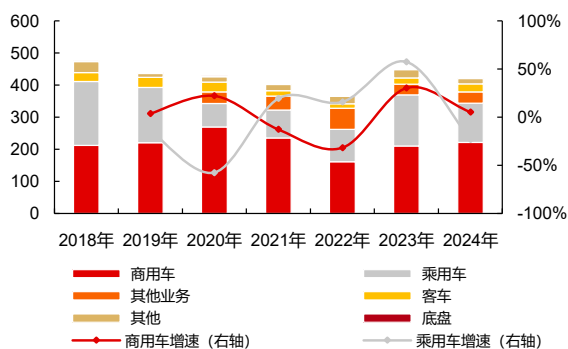
图 4：公司归母净利润（亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

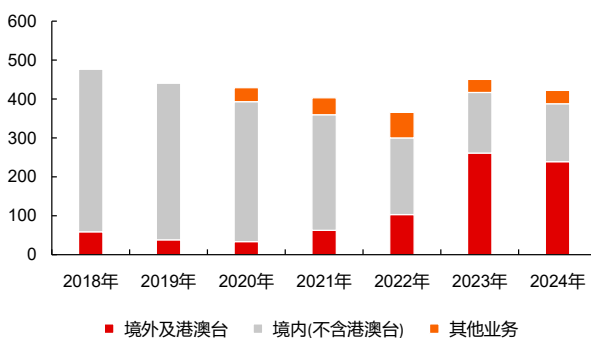
传统主主导营收份额，海外业务驱动增长。收入结构上，商用车业务始终占据主体地位，2024 年期间贡献一半以上营收，是公司最核心的收入来源，并在 2023 - 2024 年周期回暖中继续发挥支撑作用。乘用车业务波动较大，其他业务与客车规模相对有限，整体保持平稳，对总收入形成补充。2023 年起，公司海外营收超越境内（不含港澳台），2024 年达 238.92 亿元，占比提升至 56.61%，成为重要增长引擎。

图 5：公司分业务营收（亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

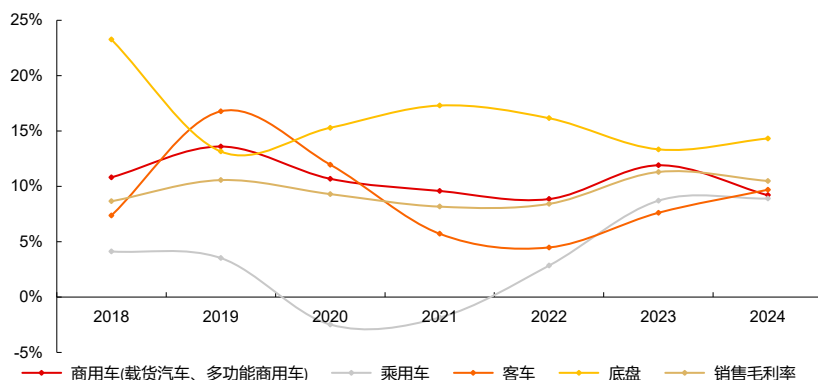
图 6：公司海内外业务营收（亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

毛利率波动回落，乘用车毛利率反弹。2024 年，公司毛利率为 10.7%，呈现小幅下滑态势。分业务来看，底盘业务维持传统高毛利特性；商用车毛利率维稳于 10% 上下，发挥压舱石作用；乘用车于 2020 - 2021 年连续为负，随着产品结构改善，2022 年开始上升至 2.85%，并在 2024 年进一步提升至 8.9%，成为整体毛利率改善的关键因素。

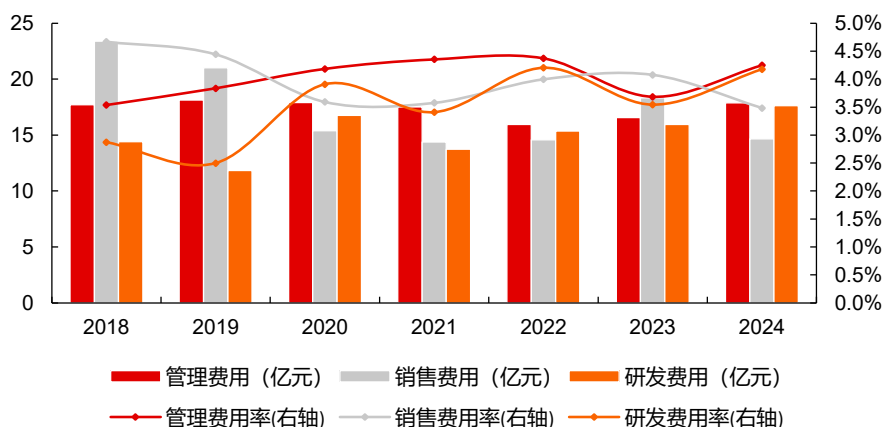
图 7：2018-2024 年公司分业务及总毛利率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

期间费用率稳定。2018-2024 年，期间费用率长期稳定于 11%左右，管理/销售费率维持在 4%。2024 年公司期间费用率为 11.89%，销售/管理/研发费用率分别为 3.48%、4.25%、4.18%。

图 8：2018-2024 年公司期间费用率



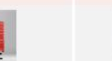
资料来源：公司公告，长江证券研究所

传统业务基本盘：商乘双轨韧性筑牢增长根基

商用车多元化布局完善，新能源渗透与出口增长共振

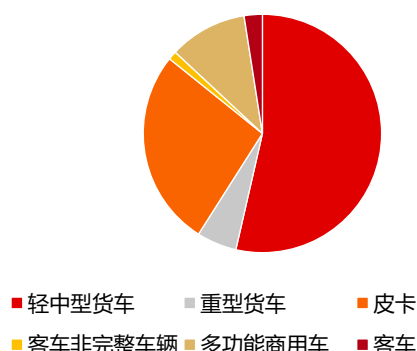
江淮汽车商用车板块形成以江淮 1 卡为核心，重卡与皮卡协同发展的多元产品体系。产品覆盖轻卡、中卡、重卡、皮卡及轻客等细分市场，动力形式涵盖燃油、纯电、混动及 CNG，产品应用场景延伸至城市配送、冷链运输、干线物流及海外市场。2024 年分结构来看，轻中型货车仍为销量主力，占比 53.6%；皮卡凭借海外市场的持续突破，销量占比提升至 26.8%，成为增长第二支柱；多功能商用车保持稳定贡献，重卡占比较小。

图 9：公司商用车产品线

江淮1卡	轻卡			小卡/微卡	微卡
	 帅铃	 骏铃	 康铃	 恺达	 江淮1van
江淮重卡	中卡	轻型工程/物流车	轻卡/专用车	冷藏专用轻卡/小卡	
	 德沃斯	 运多多	 威铃	 冷藏车	
江淮皮卡	牵引车	载货车	工程车	重卡冷藏车	
	 T8	 悍途	 T6工程版	 皮卡专用车	

资料来源：公司官网，长江证券研究所

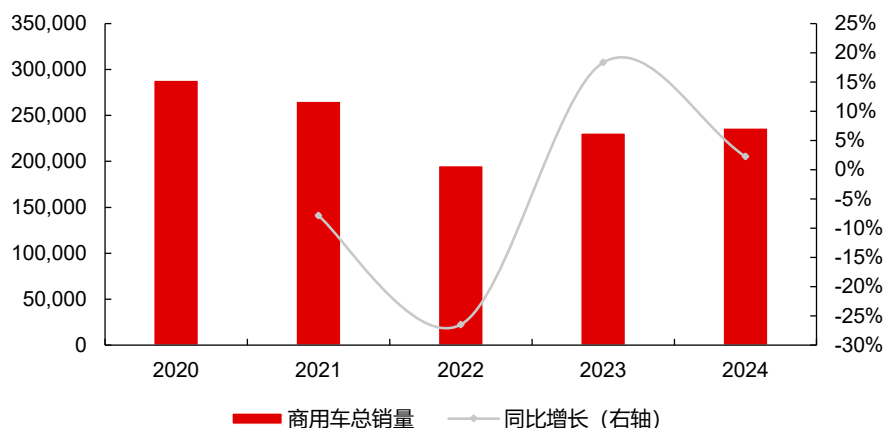
图 10：2024 年公司商用车各车型销量占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

商用车板块作为江淮整车业务的重要支撑，近年来整体表现持续稳中有进。在经历 2020–2022 年行业周期性下滑后，江淮商用车板块自 2023 年起呈现稳步恢复态势，2024 年实现销量 23.63 万辆，同比增长 2.25%，市场份额 5.95%，在行业中排名第 6 位，较 2023 年上升一位。

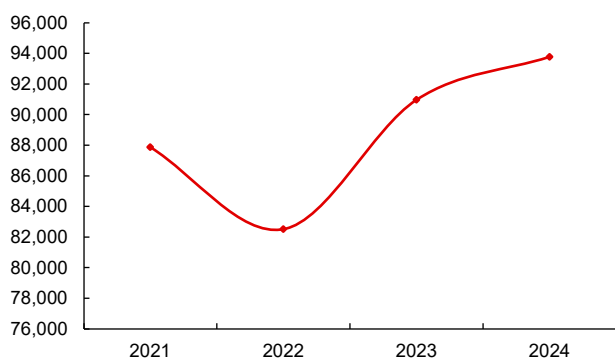
图 11: 2020-2024 年公司商用车销量 (辆)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

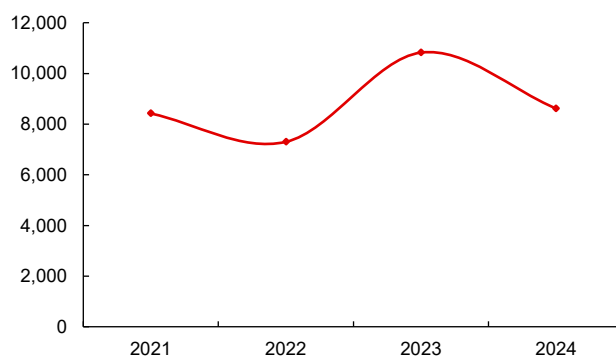
江淮汽车商用车业务 ASP 在 2021-2024 年期间整体呈现稳中有升趋势, 由 8.79 万元提升至 9.38 万元, 提升 6.7%。盈利端方面, 单车盈利近年来呈现阶段性波动, 2023 年曾达到近年高点, 2024 年回落至 8,623 元, 整体水平较 2021 年有所改善, 盈利能力修复具备一定韧性。

图 12: 公司商用车 ASP (元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 13: 公司商用车单车利润 (元)

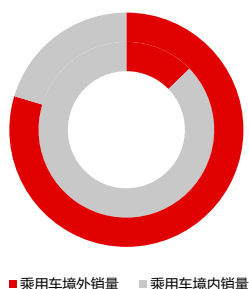


资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

境内板块: 销量承压但核心基本盘稳固, 新能源业务贡献增量

江淮汽车境内商用车销量在近几年呈现明显波动且整体下行趋势, 依托细分市场优势维持基本盘。境内销量占总销量比重自 2021 年的 84.71% 降至 2024 年的 50.90%, 连续三年下滑。同期境内销量由 22.70 万辆缩减至 12.03 万辆, 呈持续回落态势。

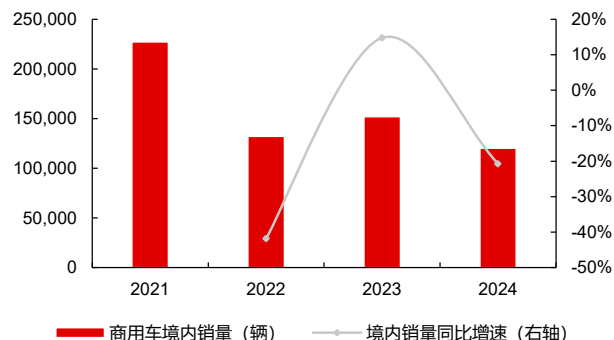
图 14：公司商用车销量境内外占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：由内往外分别为 2021 年、2024 年数据

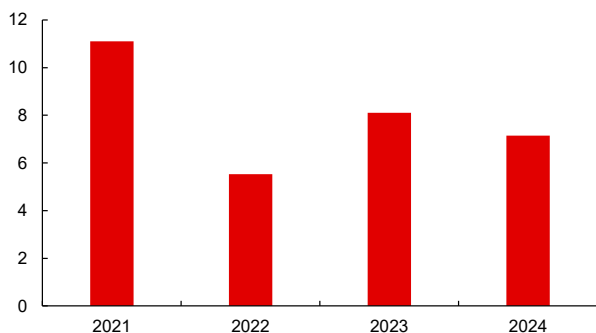
图 15：公司境内商用车销量与增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

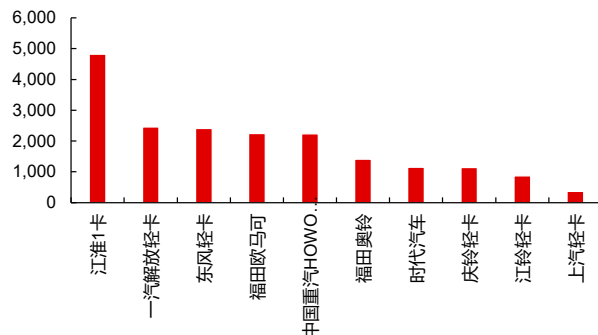
轻卡是江淮国内业务的核心支柱，占公司国内商用车销量的一半以上，2024 年市占率约 7%，行业排名第四。同时轻卡品牌影响力持续领先，2024 年全年“轻卡第一影响力指数”得分第一，2025 年 6 月继续排名第一，品牌热度对市场份额形成持续支撑。

图 16：江淮轻卡国内销量（万辆）



资料来源：交强险，长江证券研究所

图 17：2024 年度轻卡影响力分数排行榜（分）



资料来源：第一商用车网，长江证券研究所

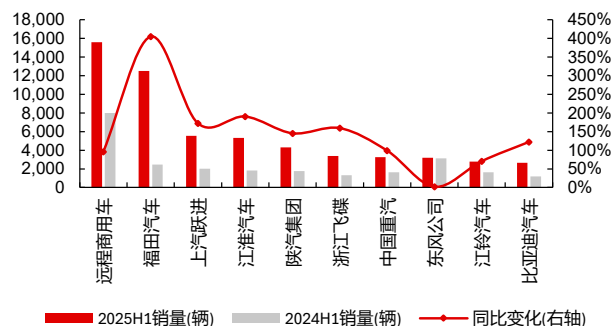
在轻卡业务中，新能源板块成为公司新的增长动能。公司持续推进轻卡平台化、场景化和智能化布局，已形成 ES、EV、EK 三大产品系列及 EX6、U7 等车型，覆盖城市物流、支线运输等多元化应用场景。公司联合宁德时代、时代电服率先落地“巧克力换电”模式，首台换电轻卡实现 150 秒快速换电，显著提升补能效率与运营便利性。新能源轻卡市场整体保持快速增长，江淮新能源轻卡销量位居行业前列，增速处于行业较高水平。2025 年上半年，国内新能源轻卡累计销量达到 72,956 辆，同比增长了近一倍。江淮新能源轻卡上半年销量为 5,333 辆，同比增长 190%，市场份额达到 7.31%，较上年同期提升 2.28 个百分点，位居行业第四，排名较同期提升一名。

图 18：江淮汽车联合宁德时代、时代电服推进“巧克力换电”模式



资料来源：第一商用车网，长江证券研究所

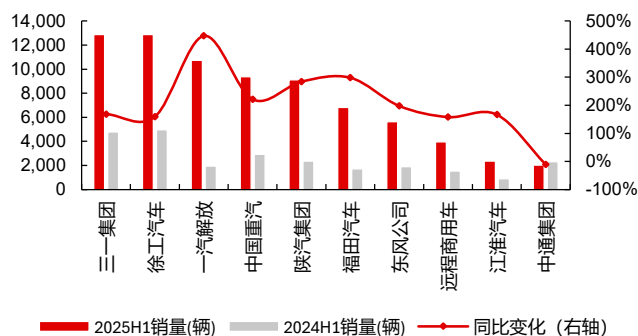
图 19：2025H1 新能源轻卡销量前十（辆）



资料来源：搜狐商用车，交强险，长江证券研究所

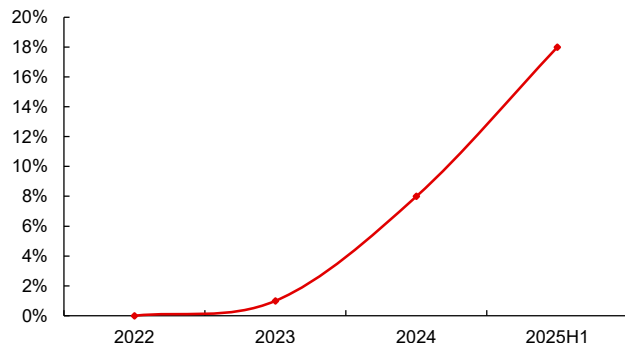
重卡业务虽在公司整体销量中占比较小，但在行业整体加速恢复、新能源渗透率提升的背景下，销量增速与行业主流水平保持同步。国内重卡新能源渗透率突破 20%，标志着重卡新能源化进入加速期。公司重卡新能源方面，2.0 平台已完成全面升级，涵盖牵引、载货、自卸等全系产品，在经济性、轻量化、充电效率、安全性和驾乘舒适性等维度持续优化。公司 2025 年上半年新能源重卡销量 2,358 辆，同比增长 166.44%，市场份额升至 2.98%，增速与行业高景气度保持一致，成为拉动重卡整销量增长的主要动力之一。

图 20：2025H1 新能源重卡销量前十（辆）



资料来源：搜狐商用车，长江证券研究所

图 21：江淮重卡新能源渗透率

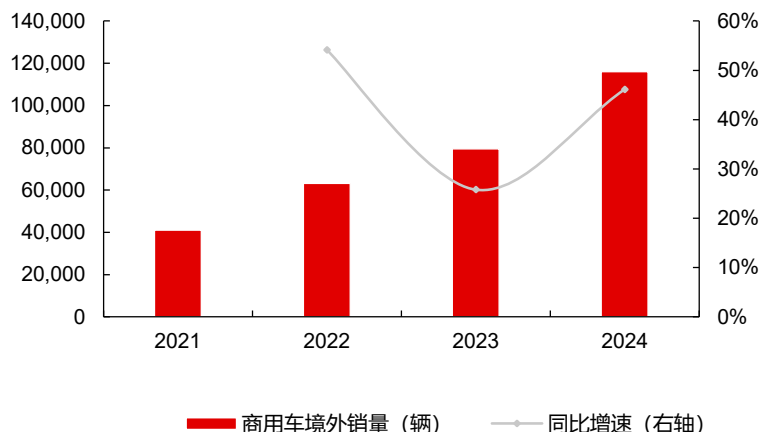


资料来源：交强险，长江证券研究所

境外板块：深耕重点市场，出口规模与品牌影响力双提升

商用车海外市场持续发挥增长引擎作用，成为拉动整体销量的重要支撑。2024 年江淮商用车境外销量达到 11.6 万辆，同比增长 46.1%，在总销量中占比近五成，远超 2021 年不足两成的水平，出口驱动特征日益显著。轻卡继续占据核心地位，江淮轻卡全年出口 3.6 万台，连续十四年位居行业出口第一；皮卡出口超 5.3 万辆，位居行业第二；轻客出口 2.1 万辆，星锐出口占有率跃居行业第一；中重卡出口接近 4800 辆。

图 22：公司商用车境内外销量与增速

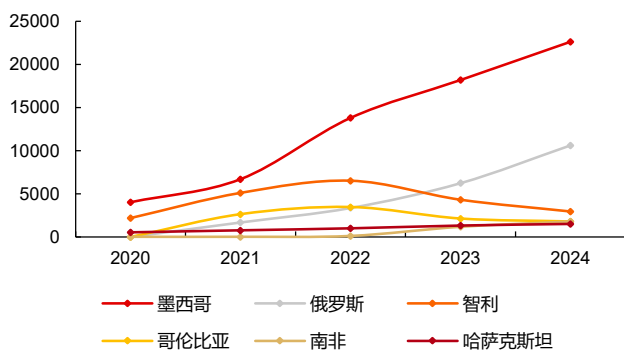


资料来源：公司年报，长江证券研究所

国际市场布局持续优化，2024 年公司已形成 5 个万台级海外市场 and 2 个 8 万台级区域市场，在智利、哥伦比亚等重点国家强化渠道，在波兰、沙特等新兴市场实现突破。同时公司推进属地化运营，哈萨克斯坦、越南合资公司销量创新高，马来西亚完成全国销售网络布局，巴西、意大利等子公司建设稳步推进。

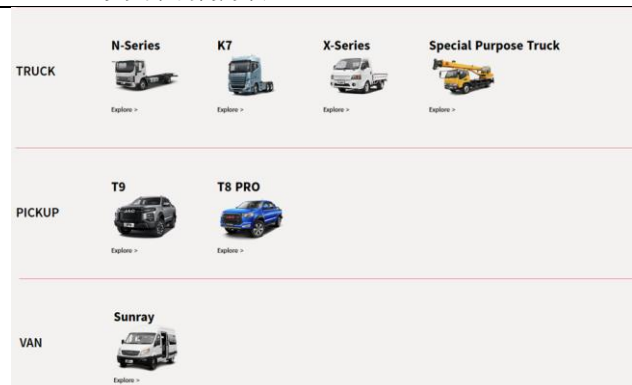
墨西哥作为公司商用车重要出口市场，实现连续五年增长，公司在当地与 Giant Motors 合作运营整车工厂并计划扩建产能。根据中墨商会披露，新厂区预计将使产能提升 30% 以上，目标年产能达 6 万辆，将支持皮卡、SUV、轻型商用车和重卡的燃油与电动产品同步投产，进一步强化江淮在拉美市场的属地化竞争优势。俄罗斯市场是江淮海外业务的重点拓展区域，近年来销量快速提升，增至 2024 年的 10,616 辆。公司逐步建立起良好的品牌声誉和经销网络，2025 年公司俄罗斯子公司计划与当地合作方成立合资企业，以自主品牌生产卡车，规避逐步提高的进口报废回收费。规划初期以大件组装方式生产升级版 JAC N90 和 N120，后续推出 N200、K7 等车型，计划 2025 年产量约 4,000 辆，远期目标提升至 6,500 辆。本地化生产有望降低成本、增强竞争力，进一步提升江淮在俄市场份额。

图 23：公司海外重点市场商用车销量（辆）



资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 24：公司海外官网商用车产品



资料来源：公司海外官网，长江证券研究所

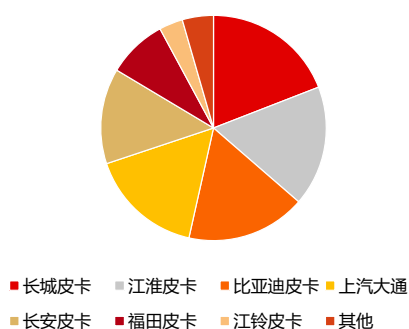
表 1：江淮商用车海外工厂

地区	国家	基地名	类别	涉及江淮商用车车型
美洲	墨西哥	Giant Motors Latinoamerica, S.A. de C.V., Ciudad Sahagun Plant	整车, 电动车工厂	皮卡、自主乘用车
亚洲	巴基斯坦	Ghandhara Automobiles Limited, Bin Qasim Plant	整车	江淮 X200 1-ton pickup、1020K Truck、1042K Truck;
亚洲	马来西亚	N. B. Heavy Industries Sdn. Bhd., Sibü Plant	整车	江淮 (JAC): 轻型卡车
亚洲	巴基斯坦	Afzal Motors Pvt Ltd, Karachi Plant	整车	江淮卡车、江淮客车
欧洲·CIS	俄罗斯	AMT N.V., Chelyabinsk Plant	整车	江淮 (JAC) 6x6 轮驱动卡车、江淮 (JAC) 6x4 轮驱动卡车
欧洲·CIS	俄罗斯	Automotive Industrial Technologies LLC (AIT), Vladivostok Plant	整车	皮卡车型 ST6 (基于 JAC T6)

资料来源：Marklines，长江证券研究所

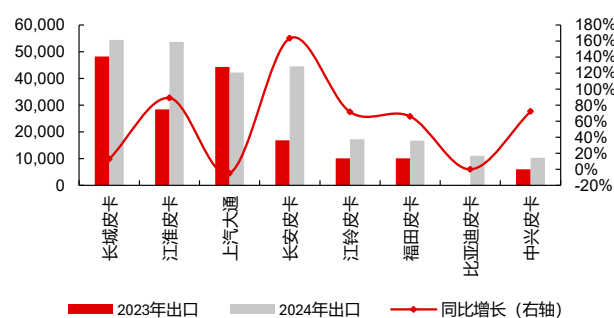
江淮皮卡在海外市场持续发力，是公司商用车出海的重要支撑。2024 年全年江淮皮卡全球累计销量达 6.33 万辆，同比增长 16%，其中出口销量 5.37 万辆，同比增长 89%，出口占比 85%。2025 年上半年，江淮皮卡实现销量 32,915 辆，同比增长 15%。其中，在俄罗斯市场表现尤为突出，2025 年上半年销量达到 2,424 辆，占当地皮卡市场份额的 24%，位居首位。

图 25：2025H1 皮卡出口份额



资料来源：皮卡网，长江证券研究所

图 26：2023-2024 年皮卡出口量（辆）以及增长率



资料来源：皮卡网，长江证券研究所

公司皮卡坚持“商乘并举、油电并重”发展战略，形成以 T 系与悍途为核心的两大产品平台，构建全场景、多能源的产品矩阵。代表车型 T8 PRO 和悍途已在多地实现本地化适配与规模化应用，在中东市场终端售价突破 5 万美元，打破“中国皮卡=工具车”的市场刻板印象。全新悍途车型获得澳洲 ANCAP 五星安全认证，显著提升海外市场的品牌认可度。新能源方面，江淮皮卡已实现 T8 EV 海外批量交付，悍途 EV（非承载式四驱纯电皮卡）和悍途 PHEV（插混车型）具备量产能力，加快布局全球新能源皮卡市场。

图 27：悍途 PHEV 全球首发，亮相 2025 墨尔本车展



资料来源：经济参考网，长江证券研究所

江淮汽车商用车板块有望在产品结构优化、新能源转型与海外市场拓展三重驱动下实现稳中有进的增长格局。国内方面，轻卡市场逐步修复，江淮 1 卡品牌影响力领先，有望巩固主力份额。新能源方面，轻卡、重卡等已实现产品布局并具备批量交付能力，叠加国家政策与终端需求双轮驱动，公司有望在新能源商用车领域打开新的增长空间。海外方面，公司国际化布局持续深化，多个重点市场销量突破万台，属地化生产和渠道网络建设同步推进，将进一步增强品牌粘性与市场渗透力。

乘用车精简提质，出海业务拓展新空间

在传统乘用车板块，公司通过品牌整合和车型精简，聚焦主销车型。2024 年，公司调整品牌结构：除与华为合作的新品牌外，其余新能源汽车统一纳入“钇为”品牌管理，将原思皓、iEV 等纯电车型并入钇为，思皓的燃油和插混车型归入江淮。调整后，形成江淮（燃油及插混轿车/SUV）、钇为（纯电）和瑞风（燃油及插混 MPV）三大品牌格局，产品线由分散转为集中，更加聚焦核心市场。

图 28：公司自主乘用车产品线

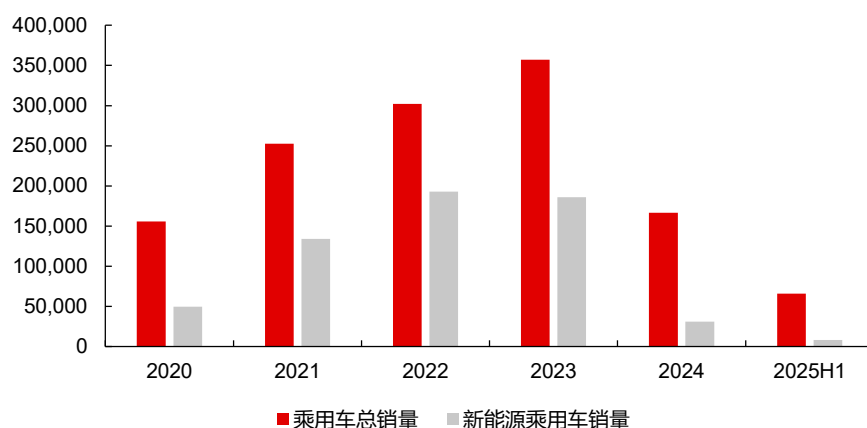
品牌	代表车型	车型	能源	厂商指导价	图示
江淮汽车	准 A5 PLUS	紧凑型车	燃油	5.98-8.58万	
	思皓X8 PLUS	中型SUV	燃油	10.98-13.98万	
江淮钇为	钇为3	小型车	BEV	6.99-12.79万	
	花仙子	微型车	BEV	5.99-6.59万	
江淮瑞风	瑞风 RF8	中大型MPV	PHEV	20.99-25.99万	
	瑞风 M3	紧凑型MPV	燃油	6.58-12.79万	

资料来源：公司官网，懂车帝，长江证券研究所

传统乘用车业务总销量承压，结构优化支撑盈利改善

2024 年以来，江淮自主乘用车板块整体承压，销量出现明显下滑。根据公司披露，自 2024 年起产销快报不再包含蔚来合作车型相关数据。按可比口径计算，2024 年全年乘用车销量为 16.7 万辆，同比下降 53%；2025 年上半年销量为 6.6 万辆，同比下降 16%，延续回落态势。新能源乘用车方面，2025 年上半年销量 8,297 辆，同比下滑 35%。当前公司在新能源产品体系、市场拓展及渠道建设方面，仍面临一定压力。

图 29：公司乘用车总销量和新能源乘用车销量（辆）

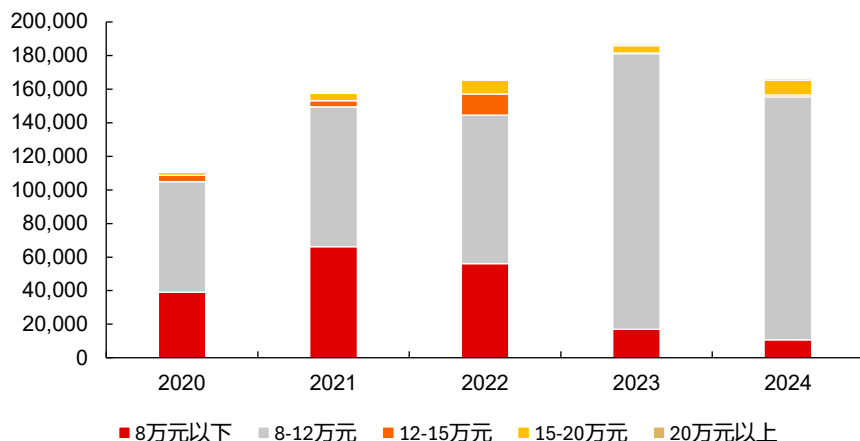


资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：自 2024 年起，乘用车产销数据不再包含蔚来合作车型，2023 年及以前数据仍含该部分。为保证可比性，相关同比增减按调整后数据口径计算。

尽管乘用车板块销量整体承压，公司乘用车产品结构呈现上移趋势。近年江淮自主乘用车产品结构持续向更高价位区间倾斜，2024 年 8 万元以下低价车型销量降至约 1 万辆，占比不足一成，较 2020 年大幅压缩；8–12 万元区间成为核心支撑，销量达 14.5 万辆，占比超八成；与此同时，15 万元以上车型销量逐步增长，合计占比接近 6%。

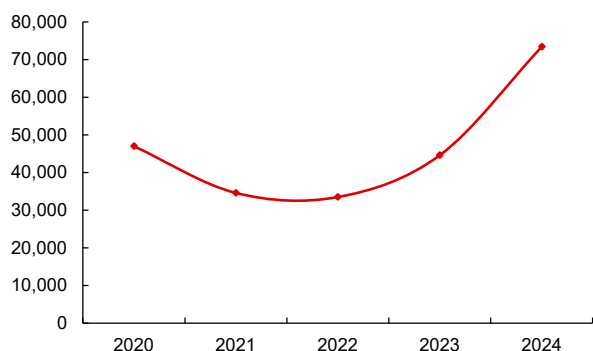
图 30：公司乘用车各价格带销量（辆）



资料来源：中汽协，长江证券研究所

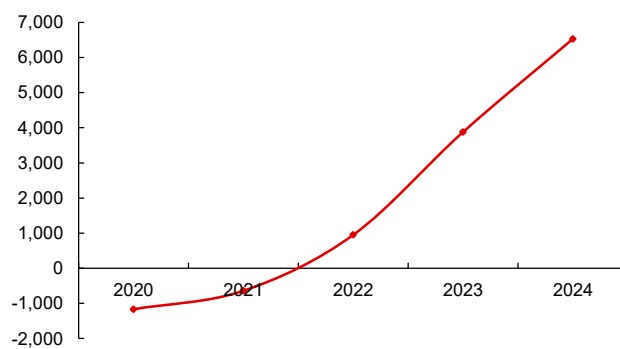
产品结构优化显著推升 ASP，乘用车盈利能力实现持续改善。ASP 自 2021 年低点（3.46 万元）大幅反弹，2024 年提升至 7.34 万元，涨幅超过一倍。在 ASP 明显上扬的带动下，公司单车净利润由 2020 年的亏损逐步回升，转为持续盈利，2024 年升至 6,532 元，连续四年改善，体现出品牌整合、产品线收缩及结构优化所带来的运营质效提升。

图 31：公司乘用车 ASP（元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

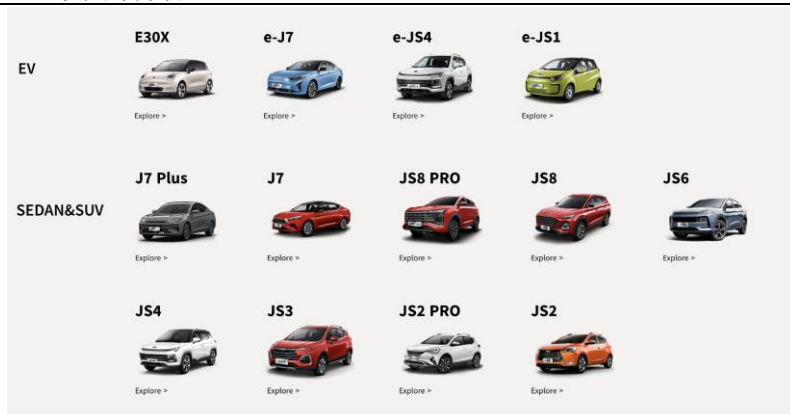
图 32：公司乘用车单车利润（元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司持续推进“全球化标准+本地化适配”战略，出口车型满足多区域法规要求。从车型构成来看，头部车型集中度较高，江淮 X8 PLUS 和江淮 A5 Plus 2025 年上半年出口量分别为 3.68 万辆和 1.48 万辆。钇为 3（E30X）作为全球标准车型，基于第二代纯电平台打造，已适配欧盟、中东、拉美等市场，并推出欧盟版、拉非版、海湾版等区域定制产品，支持公司在新能源乘用车领域的海外拓展。

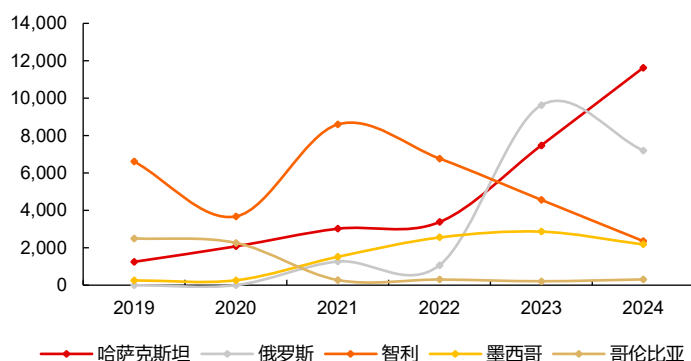
图 33：公司海外乘用车产品



资料来源：公司海外官网，长江证券研究所

哈萨克斯坦等市场为重要增量来源。公司在哈萨克斯坦乘用车销量 2024 年为 1.16 万辆，2019-2024 年 CAGR 为 56%，为重要增量来源。江淮汽车在当地的快速发展得益于 2019 年联合通用技术中国车辆进出口有限公司收购阿鲁尔汽车工业集团，成为中亚首个汽车工业合作项目，并列入中哈产能合作重点清单。如今的阿鲁尔汽车工业集团年产能已达 13 万辆，产量占哈萨克斯坦全年各类车辆产量的 60%以上，市场份额常年保持在 40%以上。凭借在产能规模与市场覆盖方面的显著优势，江淮汽车有望依托当地成熟的制造体系和销售网络，进一步提升产品结构，释放新的增长动能。

图 34：公司海外市场乘用车销量（辆）



资料来源：Marklines，长江证券研究所

整体来看，公司乘用车板块仍处在结构调整阶段。国内市场延续承压态势，销量依赖少数畅销车型维持，中低端产品为主的结构限制了盈利改善空间。为应对传统业务承压，公司正尝试通过高端化转型寻求突破，其中尊界项目被寄予厚望。短期来看，高端化转型伴随阵痛与高强度投入，但长期有助于优化产品结构、提升单车盈利水平，从而改善整体盈利质量。与此同时，海外市场比重持续上升，已成为公司传统乘用车板块的重要增量来源。随着拉美及欧亚布局的推进，未来有望在整体格局中发挥更大支撑作用。

依托大众合作，驱动江淮制造体系升级

江淮汽车与大众中国于 2017 年合资设立江淮大众，2020 年大众增资至 75%并取得管理权，江淮持股 25%，合资公司更名为大众安徽，成为大众在华三家整车合资企业中唯一控股的平台。2024 年 3 月，双方按股比同比例向大众安徽增资 65 亿元，江淮出资 16.25 亿元。大众安徽首款车型 ID.UNYX 与众已于 2024 年 7 月上市，定位纯电轿跑 SUV。产品上市初期仍处于市场导入阶段，渠道与品牌建设同步推进。2024 年下半年累计销量为 2,438 辆，2025 年上半年增至 4,468 辆，尚未形成规模放量。根据规划，大众将在大众安徽导入 4-5 款纯电车型，目标在 2025 年生产 20-25 万辆，在 2029 年生产 35-40 万辆，预计总收入分别达到人民币 300 亿元和 500 亿元。

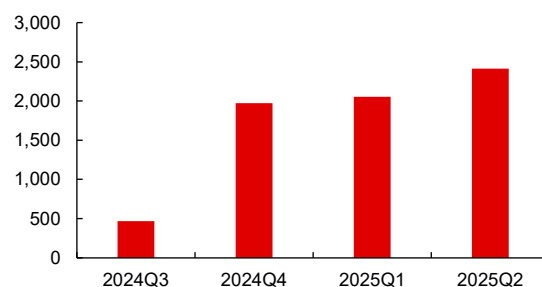
合资合作不仅带来资本与平台资源，更助力江淮在制造流程、质量管理和整车调校等方面实现能力提升。公司引入德国 VDA 管理体系，对生产线进行升级改造，提升工艺水平与产品一致性。瑞风 S4 作为代表车型，全面应用大众质量标准并共享供应链资源，产品性能和制造质量均实现优化。与此同时，大众工程团队深度参与底盘、NVH 和操控调校，推动江淮建立起更为系统化的产品开发流程。

图 35：大众安徽首款车型 ID.UNYX



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 36：ID.UNYX 上市后销量（辆）



资料来源：Makelines，长江证券研究所

华为全栈赋能，尊界破局超豪华智能化赛道

华为赋能体系落地，加速自主品牌高端化进程

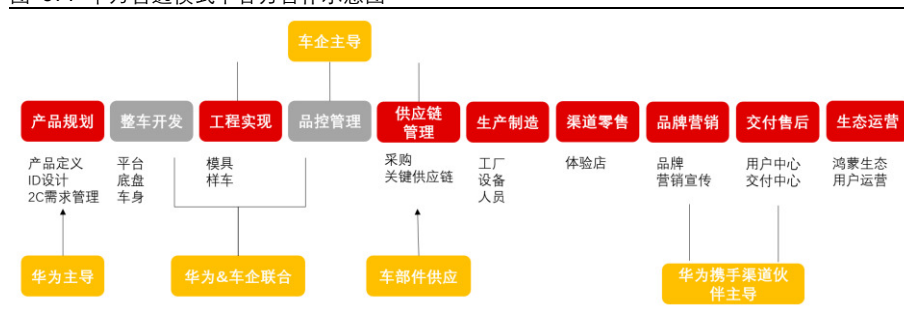
华为布局汽车行业，三种合作模式供车企选择。第一种是供应商模式：为车企客户提供高品质的智能网联汽车的智能化零部件。第二种则是 Huawei Inside (HI) 模式：整合华为与车企的资源，双方共同定义、联合开发，并使用华为的全栈智能汽车解决方案。第三种是华为鸿蒙智行（智选模式）：华为向车企输出全栈解决方案，深度参与产品定义和整车设计以及渠道销售。目前主要有赛力斯问界，奇瑞智界，北汽享界，江淮尊界四款合作车型。将车辆从研发到售后的整个生命周期分为十个部分，其中由车企主导的是整车开发、工程实现、品控管理、供应链管理、生产制造这五个方面，其中前三方面是车企与华为联合。华为主导产品规划以及携手渠道伙伴主导产品销售工作。

表 2：华为汽车业务合作模式

合作模式	合作车企	品牌	车型	合作板块
供应商模式	吉利	领克	领克 05	智能座舱
	长城	沙龙	机甲龙	智能驾驶
	上汽	飞凡	R7	智能座舱
	奔驰	奔驰	S 级	智能网联
	宝马	宝马	7 系	智能网联
	比亚迪	宋	宋 Plus EV	智能电动
HI 模式	长安	阿维塔	阿维塔 11	智能驾驶、智能座舱、智能电动
	北汽	极狐	阿尔法 S HI 版	
	广汽	埃安	AH8	
智选模式	赛力斯	问界	M5、M7、M9	智能驾驶、智能座舱、智能电动、内外设计、渠道营销
	奇瑞	智界	S7	
	北汽	享界	S9	
	江淮	尊界	S800	

资料来源：电动邦，汽车之家，懂车帝，观点，鸿蒙智行官网，公司官网，长江证券研究所

图 37：华为智选模式下各方合作示意图



资料来源：OFweek 新能源汽车网，长江证券研究所

华为赋能助力问界 M9 在高端 SUV 市场快速放量。问界 M9 于 2023 年 12 月上市，并于 2024 年 9 月推出五座版本，依托华为在智能化技术、渠道和品牌方面的全方位支持，在 M5、M7 系列成功基础上进一步向 40 - 60 万元价格带延伸，重塑高端纯电及增程式

SUV 市场格局。2024 年问界 M9 年销量达到 15.2 万辆,位列该价格带 SUV 销量首位,对奔驰 GLC、奥迪 Q5L 等传统主力车型形成显著竞争压力。

智能化是问界 M9 核心竞争力的关键来源。根据麦肯锡针对问界购车人群的调研,受访用户在购车决策中对智能驾驶辅助(67%)和智能座舱(65%)功能的关注度显著高于续航、动力等传统性能指标,显示智能化配置已成为目标用户的重要考量,这为 M9 依托华为智能驾驶、鸿蒙座舱和整车计算平台形成差异化优势提供了坚实基础。

图 38: 问界 M9 突围并领先 40-60 万元 SUV 价格带 (辆)

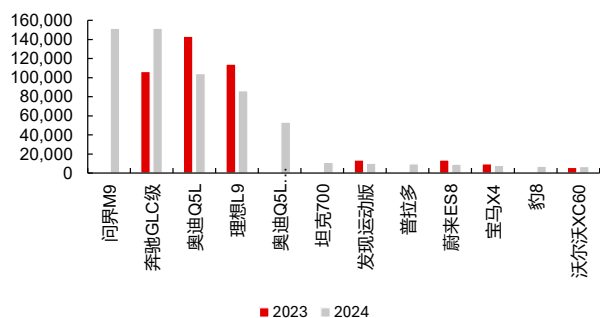
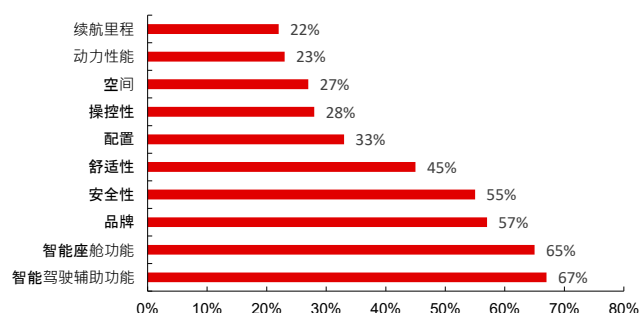


图 39: 问界 M9 选购理由 Top10



资料来源: Marklines, 长江证券研究所

资料来源: 杰兰路, 长江证券研究所

问界 M9 的持续热销带动品牌定位上探,进一步验证了华为智选车模式在高端化路径上的可行性。杰兰路研究显示,2025 年上半年公共认知视角下的问界品牌档次指数已由“中高档”跨入“高档”区间。同时,问界在同期发展信心指数排名中位居第一,体现其在品牌建设、用户认同与未来增长预期上的持续领先。

图 40: 公共视角的发展信心指数排名

超强信心



强信心

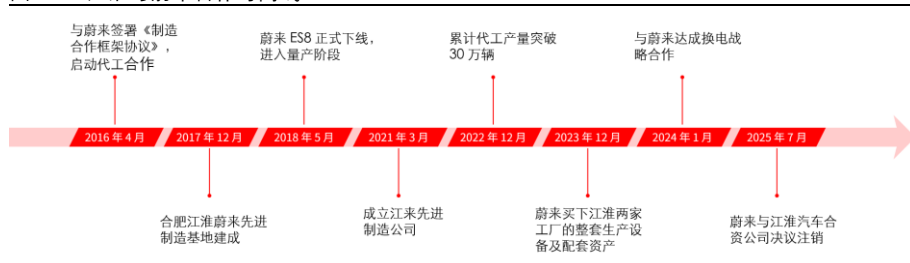


资料来源: 兰杰路, 长江证券研究所

依托与蔚来的深度合作,江淮在高端新能源车型代工过程中实现了智能制造与整车平台能力的系统积累。江淮与蔚来的合作始于 2016 年,双方签署《制造合作框架协议》,2017 年合肥先进制造基地建成投用,2018 年首款车型 ES8 正式下线。2021 年,双方

成立江来先进制造技术公司，生产体系打造国内首条高端全铝车身产线，焊装自动化率达 97.5%。2023 年底，蔚来以 31.58 亿元收购相关资产并取得独立生产资质，代工合作正式收官。2024 年初，双方签署换电战略合作框架协议，在电池标准、换电技术、换电服务网络建设及运营方面开展全方位、多层次的深度战略合作。

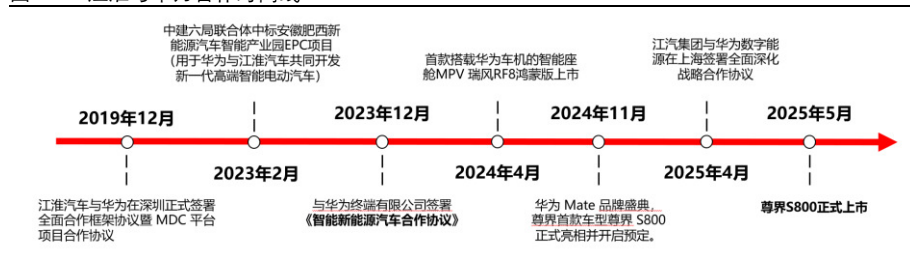
图 41：江淮与蔚来合作时间线



资料来源：公司公告，安徽省国资委，合肥市工业和信息化局，江汽集团官网，蔚来官网，人民网，新浪财经，中国经济网，长江证券研究所

江淮从 2019 年开始与华为开展合作，合作关系持续深化并逐步延伸至整车共创。自 2019 年底双方签署全面合作框架协议暨 MDC 平台项目合作协议以来，合作范围从早期在思皓、钇为 3 等车型搭载华为智能驾驶与智能座舱软硬件，逐步升级至 2023 年底签署《智能新能源汽车合作协议》，合作模式由传统 Tier1 供应关系上升为基于“鸿蒙智行”的联合造车。双方计划共同打造继问界、智界、享界之后的“第四界”——尊界，在分工上由江淮负责产品开发和生产制造，华为提供智能化技术、渠道和运营赋能，销售端依托华为品牌与渠道，售后服务体系由双方共同搭建。为此，公司在 2024 年 12 月建成尊界专属超级工厂，规划年产能 20 万辆，其中豪华新能源平台规划年产能 3.5 万辆。

图 42：江淮与华为合作时间线

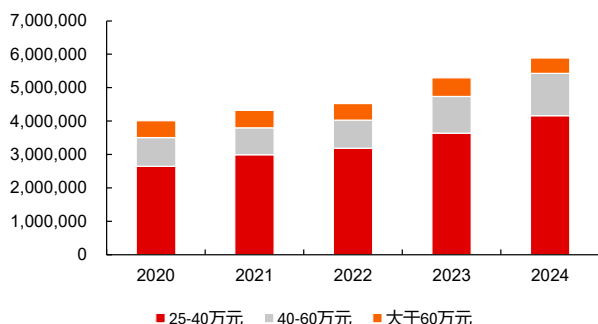


资料来源：江汽集团官网，证券时报，中国证券报，汽车之家，中国经济新闻网，长江证券研究所

超豪华智能市场初现蓝海，自主品牌迎结构性机会

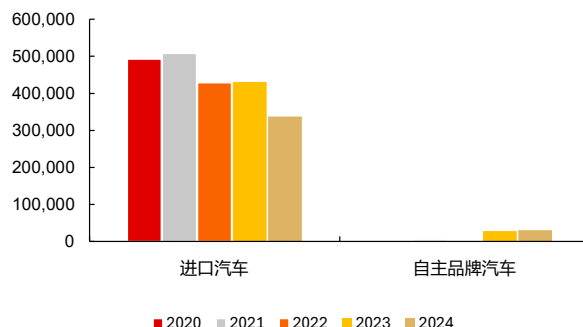
国内中高端价格带持续扩容，自主品牌实现多价位段渗透与突破。2024 年国内市场高端车（25–40 万元）和豪华车（40–60 万元）分别实现销量 416.4 万辆和 126.1 万辆，2020–2024 年复合增长率分别为 11.97% 和 10.07%，延续稳健增长态势。超豪华车（60 万元以上）市场总体保持稳定，2024 年销量为 46.4 万辆。值得注意的是，自主品牌在该细分市场的渗透持续提升，其中，自主品牌在该价位段销量已达 3.05 万辆，2020–2024 年复合增长率约 187%，占比持续提升；同期，进口品牌销量则从 49.3 万辆下降至 33.8 万辆。

图 43：国内市场高端车、豪华车和超豪华车销量（辆）



资料来源：Marklines，长江证券研究所

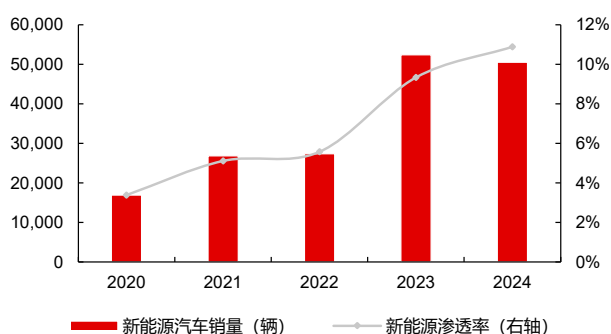
图 44：60 万元以上进口汽车和自主品牌汽车销量（辆）



资料来源：Marklines，长江证券研究所

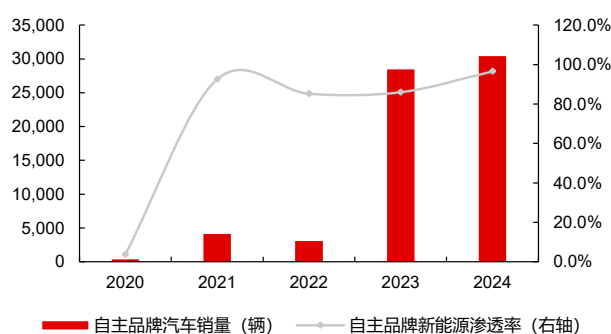
新能源渗透正逐步重塑超豪华细分市场格局。2024 年，超豪华车（60 万元以上）市场新能源渗透率达 10.89%，较 2020 年提升超过 7 个百分点，新能源车型销量为 5.0 万辆，占比持续提升。其中，自主品牌通过电动化路径实现突破，60 万元以上自主品牌新能源车型销量达 2.94 万辆，占该价格带整体销量的 58.3%，正加速切入超豪华新能源赛道并逐步建立结构性竞争优势。

图 45：大于 60 万元价格带新能源汽车销量



资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 46：自主品牌大于 60 万元价格带新能源汽车销量

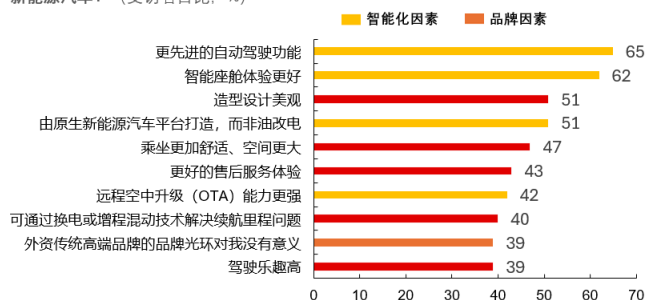


资料来源：Marklines，长江证券研究所

在新能源驱动的市场重构背景下，智能化正成为自主品牌扩大竞争优势的关键因素。依托自动驾驶、智能座舱以及基于电动化平台深度开发的整车架构，自主品牌在高端智能化领域形成先发优势，并有望推动超豪华市场的国产替代。本土品牌的技术、设计与服务能力不断强化，带动消费者认知快速转变。相比之下，海外传统豪华品牌在创新速度和能力上的相对迟缓，正在削弱其在高端豪华车市场的既有优势。

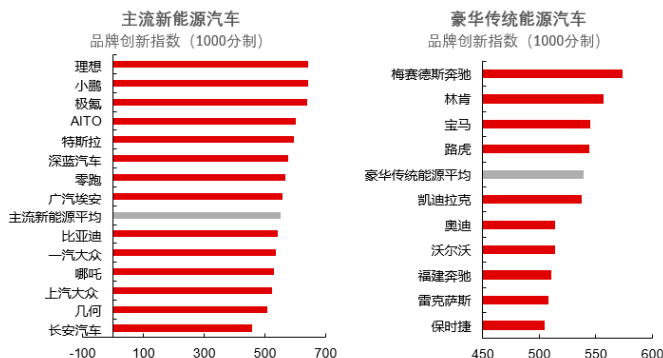
图 47：自主品牌智能化因素受青睐原因

问题：您为何选择中国高端新能源汽车品牌，而非外资传统高端品牌的新能源汽车？（受访者占比，%）



资料来源：麦肯锡，长江证券研究所

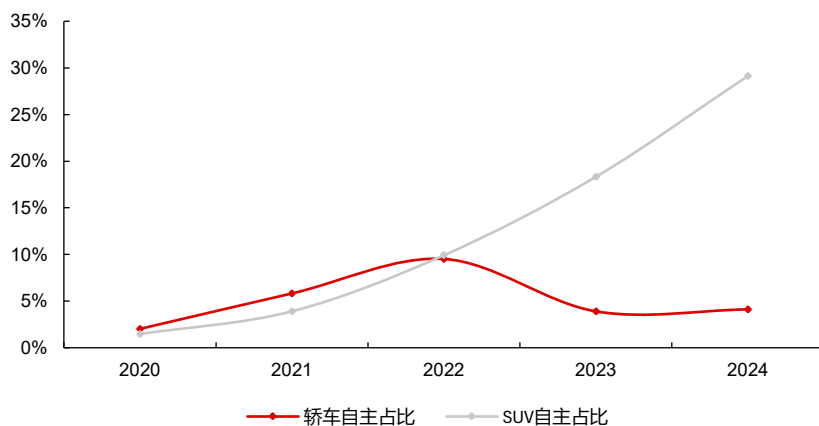
图 48：自主品牌创新能力领先传统品牌



资料来源：JD Power，长江证券研究所

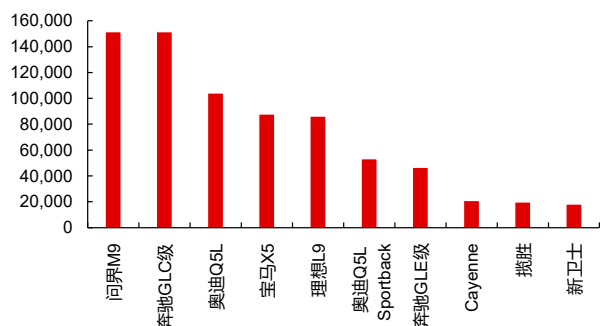
自主品牌在高端市场的突破当前以 SUV 为主，轿车市场增长空间仍待释放。2024 年，大于 40 万的高端 SUV 销量达到 96.4 万辆，在新能源和智能化驱动下，自主品牌渗透率由 2020 年的不足 2% 提升至 2024 年的 29.2%，销量增至 28.1 万辆，问界 M9、理想 L9 等新势力车型贡献主要增量，带动本土品牌加速崛起。高端轿车 2024 年销量为 54.6 万辆，自主品牌仅实现 2.2 万辆，占比 4.1%，较 2022 年的高点有所回落，市场格局仍由奥迪、奔驰、宝马等传统豪华品牌主导。整体来看，高端 SUV 已成为自主品牌实现向上的突破口，而高端轿车市场尚待进一步打开。

图 49：大于 40 万元轿车和 SUV 自主品牌销量占比



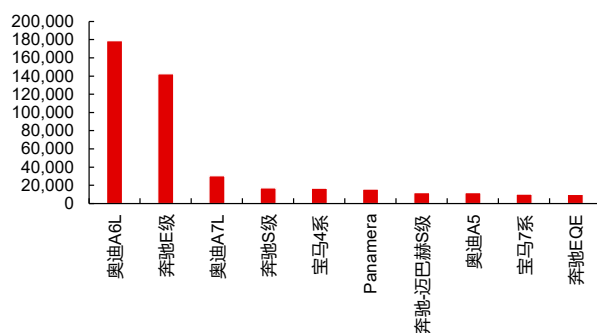
资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 50：2024 年 40 万元以上 SUV 市场销量前十车型（辆）



资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 51：2024 年 40 万元以上轿车市场销量前十车型（辆）



资料来源：Marklines，长江证券研究所

锚定智能豪华赛道，尊界构建品牌向上路径

尊界品牌的定位聚焦于超豪华细分市场，与华为“鸿蒙智行”旗下其他品牌形成差异化布局。问界主攻高端家用，智界定位中高端家用，享界面向高端商务，尊界则锚定智能超豪华赛道。相较于传统西方超豪华品牌长期依赖历史积淀与手工工艺形成的豪华叙事，尊界的产品理念更强调前沿技术、智能交互与全场景服务，尝试以科技创新塑造智能汽车时代的豪华新范式。杰兰路 2025 年上半年品牌健康度研究显示，得益于传播声量与背书效应，尊界的品牌知名度显著提升，同时品牌档次指数中也位于“豪华”品牌，表明其品牌定位已在消费者心智中形成初步认知，为后续高端化路径的推进奠定了认知基础。

图 52：鸿蒙智行联盟成员



资料来源：鸿蒙智行官网，长江证券研究所

图 53：公共认知视角下的品牌档次指数



资料来源：杰兰路，长江证券研究所

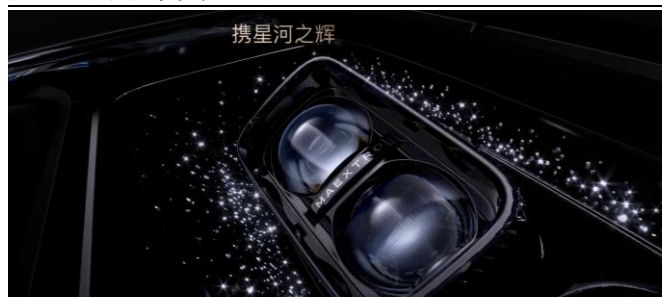
尊界首款车型 S800 定位于豪华商务轿车，在外观造型上延续了大尺寸、宽车体和科技感的设计取向。车身尺寸为 5480mm×2000mm×1536mm，轴距 3370mm。外观采用封闭式前脸与溜背造型，前脸中央嵌有 MAEXTRO 标识，搭配三叉星 LED 大灯。前灯组集成 C 型智能交互灯，支持动态光毯照明，车尾为贯穿式尾灯，内部采用多层立体成像工艺。整体造型强调大尺寸、宽车体带来的稳定感和科技感，双色车身与大尺寸轮辋设计延续豪华定位。

图 54：尊界 S800 奢华外观



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 55：双百万像素车语大灯



资料来源：公司官网，长江证券研究所

尊界 S800 在延续高端豪华车型对座舱质感与舒适性的基础上，强化智能化交互与功能集成体验。尊界 S800 车内大面积采用进口天然真皮、实木饰板与数控金属组件，搭配多处高折射真水晶装饰，兼具视觉观感与触觉体验。座舱采用环抱式空间布局，配备贯穿式三联屏，支持三指滑动实现多屏无缝切换，强化整体交互效率。尊界 S800 行政四座配备业界首款 ActiveSafe 零重力座椅，能够联动 ADS 自主调整座椅姿态，配合高集成中岛台，实现舒适性、隐私性与智能化配置的深度融合。

图 56：尊界 S800 豪华内饰



资料来源：新出行，长江证券研究所

图 57：ActiveSafe 零重力座椅



资料来源：公司官网，长江证券研究所

在底盘与安全技术方面，尊界 S800 搭载华为途灵龙行平台，采用全域融合架构，通过主动感知、中央控制与智能推理实现对车辆姿态的前馈控制。尽管为 D 级车尺寸，尊界 S800 的最小转弯半径仅 5.05 米，同时具备爆胎安全防护能力，底盘控制也可应对雪地、积水、沙土等复杂路面。作为行业首个自主智能的安全防护系统，其天使座主动安全防护系统整合激光雷达、毫米波雷达、视觉和超声波传感器等多源感知，在雨雾、沙尘等低能见度条件下也能识别潜在碰撞风险并自动采取制动或紧急转向规避。

图 58：途灵龙行底盘



资料来源：尊界汽车微博，长江证券研究所

图 59：天使座主动安全防护系统



资料来源：尊界汽车微博，长江证券研究所

与传统豪车相比，尊界 S800 在车身尺寸、智能化配置和座舱舒适性等方面形成差异化优势。尊界 S800 在主动与被动安全，以及座椅、空调等舒适性配置方面，已达到传统豪华车型的水准。同时，尊界 S800 车长与车宽在同级车型中处于领先，宽车体带来更好的后排空间感受。动力形式采用增程方案，零百加速时间 4.7 秒，在大尺寸车型中加速表现突出。智能化配置方面，尊界 S800 首发搭载华为乾崮 ADS 4.0，配备 12 个超声波雷达、4 颗激光雷达、9 颗毫米波雷达和 11 个车外摄像头，感知硬件和交互能力明显高于传统车型。在座舱配置上，行政四座、零重力后排座椅、15.6 英寸中控屏和 43 扬声器等配置提升了后排体验。

表 3：尊界 S800 配置与竞品对比

	尊界 S800	奔驰 S 级	迈巴赫 S 级	雷克萨斯 LS	宝马 i7
车型	尊界 S800 2025 款 增程 星耀行政版 4 座	奔驰 S 级 2025 款 S 400 L 豪华型	迈巴赫 S 级 2025 款 S 480 4MATIC	雷克萨斯 LS 2024 款 500h 豪华版	宝马 i7 2023 款 eDrive50L 尊享型 豪 华套装
官方指导价	101.8 万	114.74 万	146.8 万	104 万	116.9 万
长(mm)	5480	5290	5470	5235	5391
宽(mm)	2000	1921	1921	1900	1950
高(mm)	1542	1503	1510	1450	1548
轴距(mm)	3370	3216	3396	3125	3215
前轮距(mm)	1719	1655	1655	1631	-
后轮距(mm)	1727	1651	1683	1637	-
最小转弯半径	5.05m	-	6.7m	5.7m	-
能源类型	增程式	48V 轻混系统	48V 轻混系统	油电混合	纯电动
发动机	1.5T 170 马力 L4 增程 式	2.5T 313 马力 L6 48V 轻混系统	3.0T 380 马力 L6 48V 轻混	3.5L 299 马力 V6 油电 混动	-
最大扭矩(N·m)	718	450	500	350	650
最高车速(km/h)	200	250	250	250	205
官方百公里加速时间(s)	4.7	5.9	5.6	5.4	5.5
驱动电机数	三电机	-	-	单电机	单电机
电机布局	前置+后置	-	前置	后置	电机布局
驱动方式	三电机四驱	前置后驱	前置四驱	前置后驱	后置后驱
主动安全预警系统	车道偏离预警 前方碰撞预警 后方碰撞预警 倒车车侧预警 DOW 开门预警 前方交通穿行预警 前方交通穿行制动	车道偏离预警 前方碰撞预警 DOW 开门预警	车道偏离预警 前方碰撞预警 DOW 开门预警	车道偏离预警 前方碰撞预警 后方碰撞预警 倒车车侧预警 DOW 开门预警	车道偏离预警 前方碰撞预警 后方碰撞预警 倒车车侧预警 DOW 开门预警
侧安全气囊	前后排	前排	前排	前后排	前排
中央安全气囊	前排	前排	前排	-	-
辅助驾驶级别	L2 级	L2 级	L2 级	L2 级	L2 级
第二排座椅	加热、通风、按摩	加热、记忆、通风	加热、记忆、通风、按 摩	加热、记忆、通风	加热、通风
零重力座椅	标配	-	-	-	-

中控屏尺寸(英寸)	15.6	12.8	12.8	12.3	14.9
扬声器数量 (个)	43	15	15	23	18
车载智能系统	HarmonyOS	MBUX	MBUX	-	iDrive
车外摄像头数量 (个)	11	7	7	5	6
超声波雷达数量(个)	12	12	12	12	12
毫米波雷达数量(个)	9	5	5	3	5
激光雷达数量 (个)	4	-	-	-	-

资料来源：懂车帝，长江证券研究所

尊界 S800 官方指导价区间为 70.8 – 101.8 万元，相较于预售阶段 100 – 150 万元的预期区间明显收窄，预计有助于在品牌导入阶段吸引更多广泛的目标用户群。同时，2025 年 7 月发布的豪车税新政将征税门槛从之前的零售价格（不含增值税）从 130 万元下调到 90 万元，对应含增值税价格从 146.9 万元下调到 101.7 万元，在新政下，尊界 S800 仅顶配车型定价触及该门槛，其余车型均低于起征线，且考虑到终端优惠，整体仍可规避豪车税，使其在未来市场竞争中具备一定的价格与税费优势。相比之下，奔驰 S 级、宝马 7 系等多款核心竞品的主销车型定价已落入新税征收区间，按新规测算购置成本预计增加至少 9 万元以上，这将进一步拉大尊界 S800 与传统竞品在终端价格上的差距。

表 4：尊界 S800 各车型定价

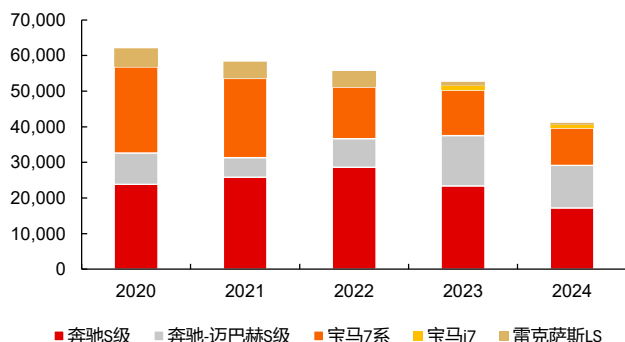
车型	星辉尊享版	星耀尊享版	星辉行政版	星耀行政版
官方指导价	70.8 万元	78.8 万元	81.8 万元	101.8 万元
座位布局	5 座	5 座	4 座	4 座
驱动平台	途灵龙行 Max (双电机)	途灵龙行 Ultra (三电机)	途灵龙行 Max (双电机)	途灵龙行 Ultra (三电机)
电池规格	纯电 97 kWh 或 增程 65 kWh	增程 65 kWh	纯电 97 kWh 或 增程 65 kWh	增程 65 kWh

资料来源：公司官网，长江证券研究所

从主要竞品市场表现来看，该细分市场仍然保持较大的体量。2024 年，奔驰 S 级及迈巴赫 S 级、宝马 7 系/i7、雷克萨斯 LS 的合计销量为 4.1 万辆，虽然较 2020 年的 6.2 万辆有所下滑，但超豪华轿车市场仍保持较高体量，且迈巴赫 S 级在 2023 年以来的销量回升也显示出高端个性化需求仍有支撑。现有传统豪华品牌的产品结构以燃油动力和豪华形象为主，电动化和智能化转型相对滞后，而高端消费市场对智能化与新能源配置的关注度正逐步提升，这使得该细分市场出现了结构性空白，为定位超豪华商务、具备智能化和技术差异化特征的尊界 S800 提供了切入机会。

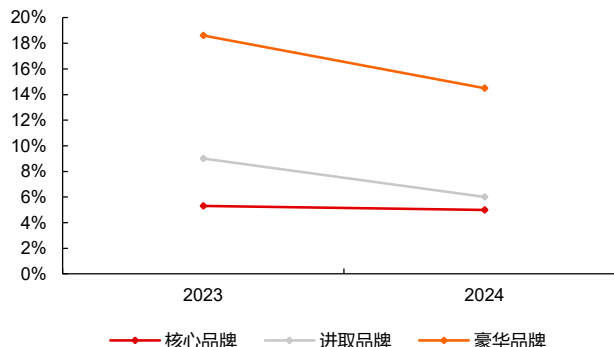
从盈利能力来看，豪华车市场整体显著高于行业平均水平。中国经营报数据，2024 年中国汽车行业整体利润率仅为 4.3%。麦肯锡研究显示，2016–2021 年间豪华车各价格带的息税前利润率持续上升：8–15 万美元的高端车息税前利润率稳定在 10%，15–30 万美元、30–50 万美元区间的豪华车利润率从不足 20%提升至 38%。以大众集团 2024 年财报为例，其核心品牌组合利润率为 5%，其中大众品牌仅 2.9%，以奥迪为主的进取品牌组合利润率为 6.0%，定位更高端的运动豪华品牌保时捷，2024 年营业利润率达 14.5%，即便有所回落，依旧维持高盈利水平。

图 60：尊界 S800 竞品销量（辆）



资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 61：大众集团旗下不同定位品牌组合利润率



资料来源：大众公司公告，长江证券研究所

在渠道布局上，尊界采用高准入、严格控制网点数量的授权模式，强化品牌调性。上市后，鸿蒙智行在网点内为尊界车型设置独立展位，并配备专属销售与交付团队，以保持品牌独立性。尊界品牌的授权门槛较高，门店不仅同时运营鸿蒙智行用户中心，面积要求超过 8000 平方米（S 级标准），通常每个城市仅有 1-2 家门店获得授权，形成稀缺性布局以强化品牌形象与渠道管控。

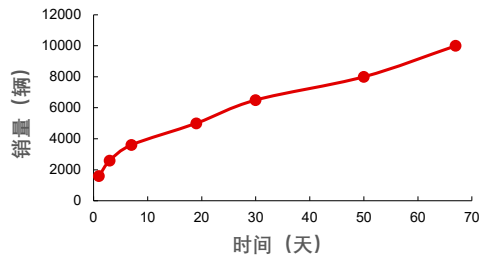
图 62：尊界用户中心分布



资料来源：鸿蒙智行官网，长江证券研究所

尊界 S800 上市后市场表现超出预期，单车销量在短期内达到传统豪华品牌同级车型数月的水平。上市 72 小时大定 2,600 台，首周订单突破 3,600 台，上市 67 天累计大定已超过 10,000 台。渠道数据显示，首批用户群体以高净值人群为主，主要为企业主和高阶职业经理人，其中增购用户占比过半，原有座驾以劳斯莱斯幻影、迈巴赫 S680、保时捷帕拉梅拉等传统超豪华车型为主。订单结构上，超过 60% 选择四座行政旗舰版，高端隐私配置（如光幕玻璃、智能投影系统）选装率超过 70%，显示目标客群对私密性、舒适性和高配置的显著偏好。

图 63：尊界累计大定量稳步攀升，67 天实现万辆突破



资料来源：鸿蒙公众号，长江证券研究所

图 64：尊界 S800 首批用户画像



资料来源：吐科技公众号，长江证券研究所；注：截至 2025 年 6 月 9 日

在快速放量的订单背景下，产能建设成为保障后续增长的重要基础。尊界 S800 由合肥尊界超级工厂生产，工厂整体规划年产能 20 万辆，其中豪华新能源平台规划年产能 3.5 万辆，产线配备约 1,500 台智能机器人，具备较高的自动化水平。6 月 26 日，尊界 S800 启动“先行者计划”并完成首批 599 辆交付，8 月中旬起进入批量交付阶段。目前处于投产初期的产能爬坡阶段，公司 9 月产能目标为 3,000 辆/月，年底进一步冲刺至 4,000 辆/月，以逐步匹配市场订单节奏。后续产品规划方面，尊界品牌还将于 2025 年起陆续推出中大型纯电 MPV 和支持 EV/PHV 的中大型 SUV，进一步完善智能豪华产品矩阵。

图 65：尊界 S800 开启批量投产



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 66：尊界新车规划

新车车型	车型	能源	上市时间	其他信息
MPV	大型	纯电	2025年	预计车身长度5200mm，轴距3200mm
SUV	中大型	纯电、增程	2026年	

资料来源：Marklines，长江证券研究所

投资建议

江淮汽车作为老牌自主整车企业，构建商乘双主业格局，在传统优势商用车基础上，持续拓展海外市场，出口表现稳健。乘用车方面，公司推动品牌整合与产品线精简，优化资源配置，出口持续增长，成为销量主要增量来源。高端化转型初见成效，与华为合作推出尊界 S800 切入百万级智能超豪华轿车市场，助力品牌向上与乘用车业务提质增效。尽管短期盈利承压，但在产品结构优化和高端车型推进等多重驱动下，公司中长期成长逻辑明确。

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.97/38.07/74.79 亿元，当前市值对应估值 PE 分别为 288.07/30.01/15.28X，基于公司尊界系列车型加速放量，超豪华自主崛起助力公司业绩持续保持高增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、商用车内需复苏节奏放缓风险：当前商用车行业整体处于政策驱动与结构调整期，若宏观经济复苏不及预期，基建、地产、物流等下游需求恢复节奏延后，可能抑制公司中重卡和轻卡的终端销量回升；
- 2、出口市场开拓不及预期：公司自主板块增长依赖海外市场开拓，若国际市场环境变化、区域竞争加剧或本地化配套能力不足，可能导致出口业务拓展不及预期，从而影响整体业务增速；
- 3、尊界销量不及预期：汽车行业的竞争愈发激烈，产品更加丰富，供给增加，获取用户心智认知将更具挑战，可能会对公司汽车销量造成冲击。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着公司新产品、国内外新项目逐步投产，原材料价格处于正常水平，下游市场应用顺利，公司利润将显著提升。预计公司 2025、2026 年营收分别为 583.03 亿元、822.03 亿元，增速分别为+38.15%、+40.99%，归母净利润分别为 3.97 亿元、38.07 亿元，其中 2025 年扭亏、2026 年同比+860.04%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若新项目投产不顺利、原料价格攀升、行业竞争加剧或新车交付不及预期，公司未来收入/业绩可能会受到影响。假设极端悲观情况下，2025、2026 年收入分别降至 553.88 亿元、780.92 亿元，增速分别为+31.24%、+40.99%，毛利率分别降低至 12.00%、18.00%，则对应测算归母净利润分别为 1.58 亿元、33.73 亿元。

表 5：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

	基准情形			悲观情形		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
营业收入	422.02	583.03	822.03	422.02	553.88	780.92
——YOY	-6.25%	38.15%	40.99%	-6.25%	31.24%	40.99%
毛利率	10.67%	12.51%	18.40%	10.67%	12.00%	18.00%
归母净利润	-17.84	3.97	38.07	-17.84	1.58	33.73
——YOY	-1277.59%	-	860.04%	-1277.59%	-	2038.35%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	42202	58303	82203	125768	货币资金	13256	11510	20822	39546
营业成本	37701	51008	67076	100564	交易性金融资产	4661	4661	4661	4661
毛利	4501	7294	15127	25204	应收账款	3105	4189	5947	9152
%营业收入	11%	13%	18%	20%	存货	3579	4743	6318	9497
营业税金及附加	335	583	822	1258	预付账款	406	550	723	1084
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	2685	2894	3484	4559
销售费用	1467	2915	4110	6288	流动资产合计	27692	28546	41955	68499
%营业收入	3%	5%	5%	5%	长期股权投资	5814	5814	5814	5814
管理费用	1789	2099	2959	4528	投资性房地产	97	97	97	97
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	9291	8394	7386	6271
研发费用	1763	2390	4110	6288	无形资产	1834	1842	1850	1858
%营业收入	4%	4%	5%	5%	商誉	0	0	0	0
财务费用	41	-161	-190	-320	递延所得税资产	1009	1009	1009	1009
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	3345	3445	3495	3495
加: 资产减值损失	-1157	-158	-60	-60	资产总计	49081	49148	61606	87044
信用减值损失	11	-100	-100	-100	短期贷款	112	0	0	0
公允价值变动收益	66	0	0	0	应付款项	9684	9782	12864	19286
投资收益	-994	-204	-288	-440	预收账款	0	0	0	0
营业利润	-1889	521	5005	9832	应付职工薪酬	605	819	1077	1615
%营业收入	-4%	1%	6%	8%	应交税费	126	174	245	376
营业外收支	14	0	0	0	其他流动负债	19809	19145	23938	33929
利润总额	-1874	521	5005	9832	流动负债合计	30337	29920	38124	55205
%营业收入	-4%	1%	6%	8%	长期借款	3677	3677	3677	3677
所得税费用	119	78	751	1475	应付债券	0	0	0	0
净利润	-1994	443	4254	8357	递延所得税负债	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	-1784	397	3807	7479	其他非流动负债	2637	2637	2637	2637
少数股东损益	-209	47	447	878	负债合计	36652	36235	44440	61520
EPS (元)	—	0.18	1.74	3.42	归属于母公司所有者权益	11360	11796	15604	23083
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	1070	1116	1563	2441
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	12429	12912	17167	25523
经营活动现金流净额	2711	-932	9913	19283	负债及股东权益	49081	49148	61606	87044
取得投资收益收回现金	212	-204	-288	-440	基本指标				
长期股权投资	-397	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1425	-450	-276	-82	每股收益	—	0.18	1.74	3.42
其他	-2985	0	0	0	每股经营现金流	1.24	(0.43)	4.54	8.83
投资活动现金流净额	-4596	-654	-564	-522	市盈率	—	288.07	30.01	15.28
债券融资	0	0	0	0	市净率	7.21	9.69	7.32	4.95
股权融资	100	0	0	0	EV/EBITDA	64.50	186.45	22.97	10.18
银行贷款增加 (减少)	-586	-112	0	0	总资产收益率	-3.6%	0.8%	6.2%	8.6%
筹资成本	-307	-48	-37	-37	净资产收益率	-15.7%	3.4%	24.4%	32.4%
其他	1184	0	0	0	净利率	-4.2%	0.7%	4.6%	5.9%
筹资活动现金流净额	392	-160	-37	-37	资产负债率	74.7%	73.7%	72.1%	70.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1492	-1746	9313	18724	总资产周转率	0.86	1.19	1.33	1.44

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。