



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年02月10日

基础数据

02月10日收盘价(元)	54.61
总市值(亿元)	1,192.69
总股本(亿股)	21.84

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证汽车】江淮汽车: 高端化转型加速, 销量环比提升-2025.12.02

分析师: 董晓彬

S0190520080001  
dongxiaobin@xyzq.com.cn

分析师: 唐嘉俊

S0190525080001  
tangjiajun@xyzq.com.cn

江淮汽车(600418.SH)

## 豪华市场亟待优质供给, 尊界 MPV 有望突围

投资要点:

- **优质供给创造新增量, S800 带动豪华轿车市场扩容。**汽车作为消费品, 通过动力类型的技术创新和辅助驾驶、智能座舱以及其他相关配置的迭代优化, 逐步创造市场新需求。比亚迪、理想、问界都曾在抢占燃油车份额的同时带动各自所在价格带空间实现扩容。2025年5月尊界 S800 上市, 定价 70.80-101.80 万元, 尊界 S800 上市后销量逐步提升, 2025年9-11月终端交付均在 2000 辆左右, 12月提升至 4000 辆以上。尊界 S800 持续抢占 78S 的潜在客户, 但同时也带动 70-100 万豪华轿车市场平均月销从 2025Q2 的 3000-4000 辆提升至 2025 年 12 月的 8000 辆以上, 尊界 S800 是优质供给创造新增量的典例。
- **优质供给较少, 尊界 MPV 有望重塑豪华 MPV 市场。**MPV 在 60 万元以上豪华车市场的渗透率仅为 21.9%, 同时增程 MPV 在全价格带渗透率都较低, 市场亟待增程 MPV 优质供给的推出。国产豪华 MPV 市场的主要车型为奔驰 V 级、极氪 009 光辉版、别克世纪和沃尔沃 EM90, 其中 2025 年奔驰 V 级份额为 67.1%, 显著高于其他车型。进口豪华 MPV 主要车型为丰田埃尔法和雷克萨斯 LM, 其中丰田埃尔法月销约为 1500 辆, 雷克萨斯 LM 月销约为 400 辆。目前 60 万元以上主要 MPV 多为传统燃油车, 智能化功能配置较少, 消费者可选产品有限, 我们认为尊界 MPV 有望复刻 S800 的成功, 从智驾、配置、动力等多维度重塑豪华 MPV 市场。
- **尊界放量有望带动公司 2026 年实现扭亏为盈。**尊界定位豪华车市场, 而江淮此前的瑞风、思皓等品牌主要位于 20 万元以下经济型市场, 因此尊界产品的放量有望助力公司实现量利齐升。经我们测算, 在 2026-2027 年轿车与 MPV 相继达到稳态销量情况下, 预计尊界轿车的利润贡献约为 8.6-15.8 亿元, 尊界 MPV 的利润贡献约为 19.2-43.2 亿元, 合计利润约为 23.0-51.8 亿元。受尊界销量提升的带动, 尊界将在 2026 年贡献显著业绩增量, 同时安徽大众投资亏损的减少将进一步带动公司业绩改善, 公司有望在 2026 年实现扭亏为盈。
- **出海或打开尊界销量天花板。**全球豪华品牌销量主要分布于北美、东亚和西欧, 目前国内高端品牌开启出海进程, 问界、仰望等品牌的出口以中东为切入口, 逐步开拓欧洲、拉美等更多市场。中东地区如阿联酋已出台新能源汽车支持政策, 当地潜在消费者对于高端品牌产品的价格敏感性较低, 有利于国内高端品牌打开当地市场。尊界 S800 已通过平行出口方式进入中东市场, 后续海外市场或打开尊界销量的天花板。
- **投资建议: 竞争格局好, 盈利能力优, 尊界放量有望带动公司加速扭亏。**我们预计公司 2025/2026/2027 年营业总收入分别为 468.7/679.3/1323.3 亿元, 同比分别 +11.1%/+44.9%/+94.8%, 归母净利润分别为-16.8/18.6/75.1 亿元, 公司在 2025 年有望实现减亏, 受 MPV 新品的上市影响, 2026 年公司有望实现扭亏。考虑到尊界所在市场竞争格局好, 销量放量可期, 我们给予公司“增持”评级。
- **风险提示: 宏观经济增速不及预期, 豪华车市场竞争加剧, 原材料价格大幅涨价。**

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	42202	46873	67930	132333
同比增长	-6.3%	11.1%	44.9%	94.8%
归母净利润(百万元)	-1784	-1680	1861	7511
同比增长	-1,277.6%	5.8%	210.8%	303.5%
毛利率	10.5%	14.1%	23.6%	32.4%
ROE	-15.7%	-16.4%	16.1%	44.7%
每股收益(元)	-0.82	-0.77	0.85	3.44
市盈率	—	—	64.1	15.9

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 目录

一、 优质供给创造新增量，S800 带动豪华轿车市场扩容 .....	4
(一) 优质产品能够带动行业整体销量增长 .....	4
(二) 尊界 S800 带动豪华轿车市场扩容 .....	5
二、 优质供给较少，尊界 MPV 有望重塑豪华 MPV 市场 .....	8
(一) 豪华 MPV 市场目前优质供给较少 .....	8
(二) MPV 主要竞品销量约为 1000-1500 辆/月 .....	10
三、 尊界放量有望带动公司 2026 年实现扭亏为盈 .....	12
四、 出海或打开尊界销量天花板 .....	14
五、 盈利预测与估值 .....	17
六、 风险提示 .....	20

## 图目录

图 1、 20 万元以下比亚迪及其他品牌销量走势 (万辆) .....	4
图 2、 20 万元以下各动力类型销量走势 (万辆) .....	4
图 3、 20-60 万元理想+问界及其他品牌销量走势 (万辆) .....	5
图 4、 20-60 万元各动力类型销量走势 (万辆) .....	5
图 5、 尊界 S800 首发 ADS 4 辅助驾驶系统 .....	5
图 6、 尊界 S800 搭载鸿蒙 ALPS 座舱 2.0 .....	5
图 7、 70-100 万元轿车市场车型销量 (辆) .....	6
图 8、 70-100 万元轿车市场销量走势 (辆) .....	6
图 9、 70-100 万元 78S 及其他车型销量走势 (辆) .....	6
图 10、 70-100 万元尊界 S800 及其他车型销量走势 (辆) .....	7
图 11、 2025 年 9 月尊界 S800 车主城市分布 .....	7
图 12、 2025 年 9 月尊界 S800 车主画像 .....	7
图 13、 各价格带 MPV 销量走势 (万辆) .....	9
图 14、 2025 年 60 万元以上 MPV 市场格局 .....	9
图 15、 丰田埃尔法销量走势 (辆) .....	9
图 16、 雷克萨斯 LM 销量走势 (辆) .....	9
图 17、 尊界 MPV 主要竞品销量走势 (辆) .....	11
图 18、 2025 年国内主要 MPV 价格及销量情况 .....	11
图 19、 全球主要车企毛利率走势 .....	12
图 20、 全球主要车企净利率走势 .....	12
图 21、 尊界销量预测 (万辆) .....	14
图 22、 公司业绩预测 (亿元) .....	14
图 23、 问界 M7 以 SERES7 为名在阿联酋上市 .....	15
图 24、 问界 M7 海外售价高于国内售价 (万元) .....	15
图 25、 1990 年江淮汽车首次出海 .....	15
图 26、 2006 年江淮重卡批量出海 .....	15
图 27、 江淮已覆盖超 132 个国家及地区的市场 .....	16
图 28、 江淮汽车出口量走势 .....	16
图 29、 江淮汽车海外终端销量占比分布 .....	16
图 30、 江淮汽车海外版图 .....	17

## 表目录

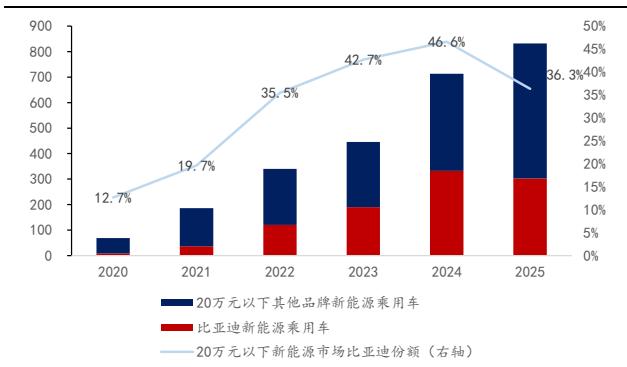
表 1、 轿车、SUV、MPV 各价格带新能源渗透率.....	8
表 2、 60 万元以上主要 MPV 产品参数对比 .....	9
表 3、 MPV 主要客群划分 .....	12
表 4、 尊界轿车利润贡献测算 .....	13
表 5、 尊界 MPV 利润贡献测算.....	13
表 6、 尊界轿车+MPV 利润贡献测算.....	13
表 7、 2025H1 全球豪华品牌销量分布 .....	14
表 8、 公司销量及收入预测.....	18
表 9、 公司盈利预测.....	18
表 10、 可比公司估值情况（截至 2026 年 2 月 10 日） .....	19

## 一、优质供给创造新增量，S800 带动豪华轿车市场扩容

### （一）优质产品能够带动行业整体销量增长

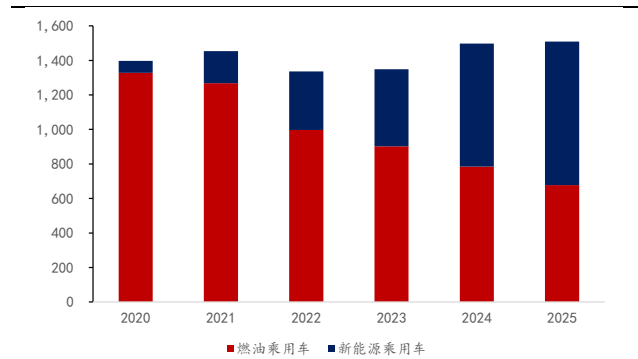
比亚迪发力经济型市场，新能源产品创造市场新增量。汽车作为消费品，通过动力类型的技术创新和辅助驾驶、智能座舱以及其他相关配置的迭代优化，逐步创造市场新需求。以比亚迪为例，比亚迪在行业新能源转型过程中推出王朝、海洋系列，在自身销量实现快速增长的同时，也带动 20 万元以下市场整体销量的增长。在燃油车销量下滑的背景下，新能源销量的增长带动了 20 万元以下市场整体销量实现了连续三年增长，2023/2024/2025 年 20 万元以下市场上险量分别为 1348/1497/1510 万辆，同比分别+0.9%/+11.0%/+0.8%。

图1、20 万元以下比亚迪及其他品牌销量走势（万辆）



数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

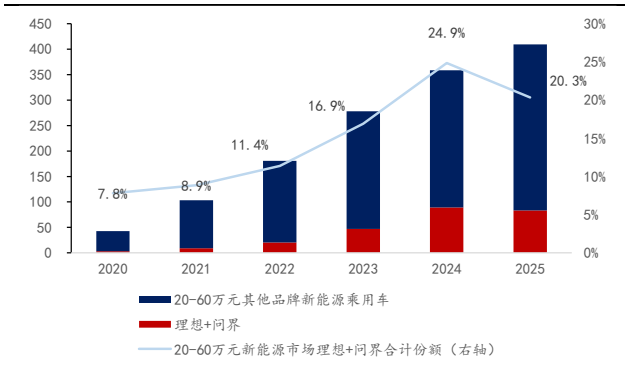
图2、20 万元以下各动力类型销量走势（万辆）



数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

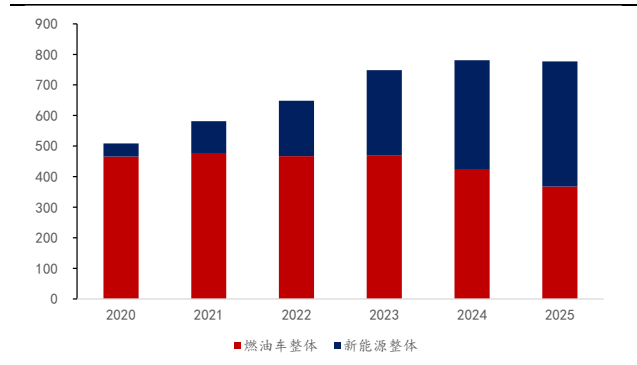
理想与问界冲击中高端市场，持续抢占燃油车市场份额。理想与问界作为自主品牌高端化的代表，带动中高端市场新能源持续转型。理想汽车聚焦家庭客户的需求，推出大空间、高舒适性的产品，问界凭借行业领先的高阶辅助驾驶系统以及智能座舱系统为中高端市场用户带来“科技豪华”的差异化驾乘体验。从 20-60 万元市场的销量走势来看，理想、问界及其他品牌的新能源车型销量在持续抢占燃油车市场份额的同时，也带动了 20-60 万元市场整体销量的增长。20-60 万元市场燃油车销量自 2021 年起开始下滑，而 2021-2025 年 20-60 万元整体市场上险量分别为 581/648/748/781/777 万辆，同比分别为 +14.3%/+11.5%/+15.5%/+4.4%/-0.5%，2021-2024 年上险量持续增长，2025 年接近持平。

图3、20-60万元理想+问界及其他品牌销量走势（万辆）



数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、20-60万元各动力类型销量走势（万辆）



数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

## （二）尊界 S800 带动豪华轿车市场扩容

尊界 S800 进军豪华车市场，定价 70.80-101.80 万元。尊界 S800 于 2025 年 5 月正式上市，新车搭载乾崮智驾 ADS 4 辅助驾驶系统、鸿蒙 ALPS 座舱 2.0、800V 雪鸮智能增程平台、800V 高压 5C 纯电平台，同时拥有双百万像素星河大灯、首个轿车后排双零重力座椅、隐私声盾等高端化配置，定价 70.80-101.80 万元。

图5、尊界 S800 首发 ADS 4 辅助驾驶系统



数据来源：尊界汽车公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、尊界 S800 搭载鸿蒙 ALPS 座舱 2.0



数据来源：尊界汽车公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

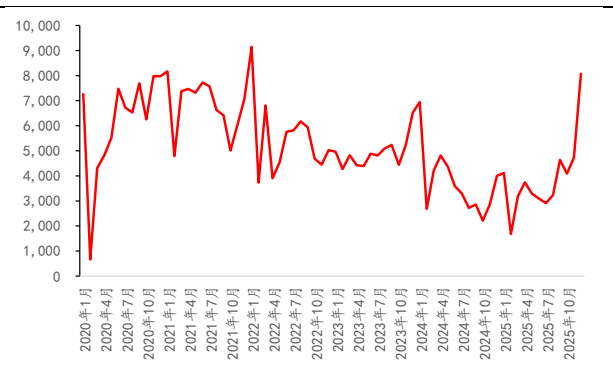
尊界 S800 是优质供给创造增量的逻辑再演绎。我们梳理国内 70-100 万元主要轿车产品，2025 年该市场主要销量由尊界 S800、奔驰 S 级、宝马 7 系和奥迪 A8 所贡献，其余车型年销量均不到 3000 辆。受国内消费者对于新能源产品以及智能化技术接受度的提升，78S 销量在 2022-2023 年出现不同程度的下滑。尊界 S800 上市后，销量逐步提升，2025 年 9-11 月终端交付均在 2000 辆左右，12 月提升至 4000 辆以上。尊界 S800 持续抢占 78S 的潜在客户，但同时也带动 70-100 万豪华轿车市场平均月销从 2025Q2 的 3000-4000 辆提升至 2025 年 12 月的 8000 辆以上，尊界 S800 优质车型的上市推动了该市场整体空间的扩容。

图7、70-100万元轿车市场车型销量（辆）

车型	经销商价格（万元）	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
奔驰S级	75.98-113.83	23860	25837	28656	23376	17230	9679
宝马7系	62.90-99.99	24160	22298	14537	12705	10432	9580
奥迪A8	60.81-176.53	15514	15646	10303	11461	8947	6202
蔚来ET9	76.80-81.80					4	2953
宝马M4	76.39-108.80	357	628	1337	1144	967	1338
路特斯EMEYA	52.80-100.80					1263	1092
保时捷Taycan	90.30-198.30	879	7091	3291	4224	1845	982
宝马i7	62.99-119.99				1332	984	900
宝马M3	73.39-94.39	10	475	745	704	666	744
雷克萨斯LS	78.50-110.00	5250	4734	4480	988	507	314
奥迪RS5	76.75-78.69	418	554	318	383	290	209
奥迪RS4	74.59	248	413	292	322	253	197
宝马8系	71.35-88.10	1034	1175	863	718	503	192
MODEL S	84.29		78		676	319	145
奔驰EQE AMG	86.20				137	86	92
奔驰EQS	44.90-90.90			45	64	57	109
玛莎拉蒂Ghibli	79.58-94.88	1483	2540	1030	694	122	56
奥迪S6	77.29	14	131	59	38	21	35
捷尼赛思G90	73.40-119.40				36	53	15
丰田Mirai	73.80			28	108	9	
78S合计销量（辆）		63534	63781	53496	47542	36609	25461
其他车型销量（辆）		9693	17819	12488	11568	7949	9373
竞品合计销量（辆）		73227	81600	65984	59110	44558	34834
尊界S800（辆）	70.80-101.80						11980
尊界S800+竞品合计销量（辆）		73227	81600	65984	59110	44558	46814

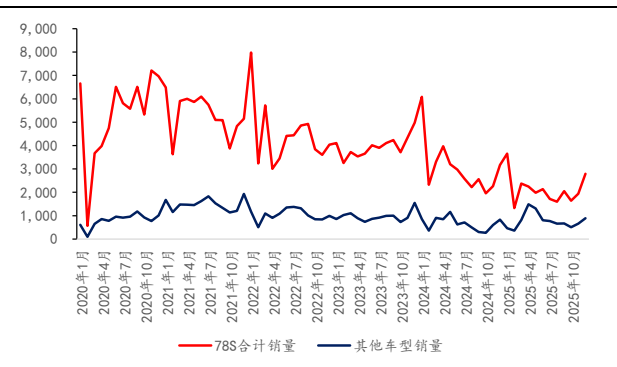
数据来源：汽车之家，交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、70-100万元轿车市场销量走势（辆）



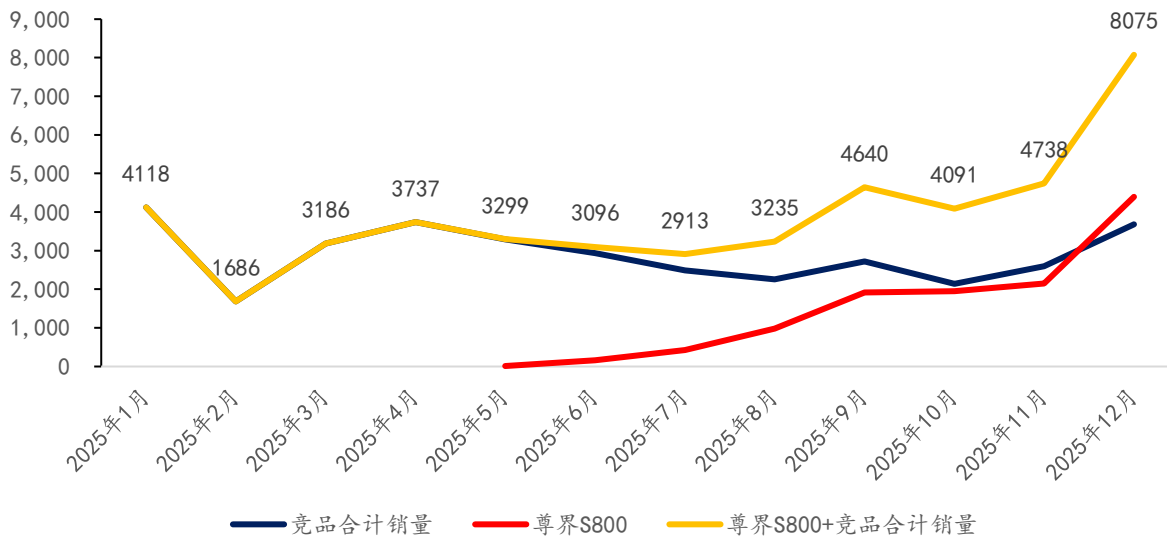
数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、70-100万元78S及其他车型销量走势（辆）



数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

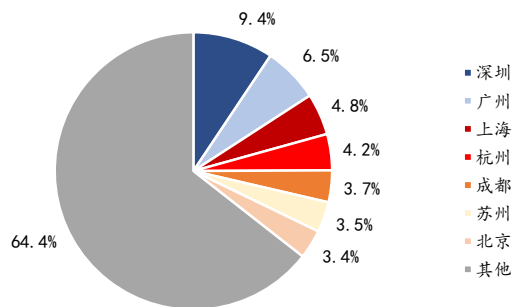
图10、70-100 万元尊界 S800 及其他车型销量走势 ( 辆 )



数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

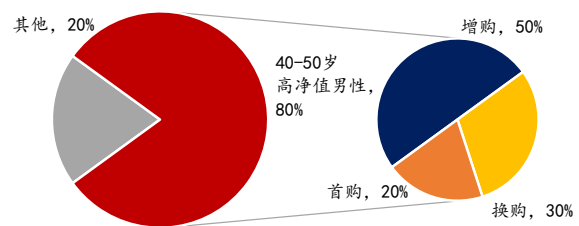
尊界 S800 用户主要为中年高净值男性，增换购用户较多。从 2025 年 9 月尊界 S800 的客户画像来看，尊界 S800 的车主主要分布于深圳、广州、上海等一线城市，80%的车主是 40-50 岁的高净值男性，其中 50%为增购，30%为换购，仅 20%为首购。S800 的主要客群对价格敏感度较低，对于高端产品有较强的消费能力，同时有 80%的客户为增换购，在购买 S800 之前已有较为丰富的驾乘体验，因为在品牌效应之外，会更看重车辆本身的综合驾乘体验。

图11、2025 年 9 月尊界 S800 车主城市分布



数据来源：第一电动汽车网公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、2025 年 9 月尊界 S800 车主画像



数据来源：第一电动汽车网公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、优质供给较少，尊界 MPV 有望重塑豪华 MPV 市场

### (一) 豪华 MPV 市场目前优质供给较少

MPV 豪华车市场仍以燃油车为主，增程 MPV 供给较少。轿车在 40 万元以下市场的新能源渗透率较高，但在 40-60 万元高端市场份额较少，在 60 万元以上占据主导地位主要系尊界 S800 上量所带动，尊界 S800 已首先开启豪华车市场的新能源转型进程。SUV 在 60 万元以下新能源渗透率较高，但在 60 万元以上的豪华车市场的渗透率仅为 10.1%。MPV 在 20-60 万元的新能源渗透率较高，但在 60 万元以上豪华车市场的渗透率仅为 21.9%，同时增程 MPV 在全价格带渗透率都较低，市场亟待增程 MPV 优质供给的推出。

表1、轿车、SUV、MPV 各价格带新能源渗透率

轿车	纯电渗透率	插混渗透率	增程渗透率	新能源渗透率合计	燃油渗透率
20万以下	45.6%	16.0%	0.8%	62.4%	37.6%
20-40万	39.2%	2.7%	2.6%	44.5%	55.5%
40-60万	7.6%	3.2%	0.0%	10.8%	89.2%
60万以上	29.8%	10.5%	52.0%	92.4%	7.6%

SUV	纯电渗透率	插混渗透率	增程渗透率	新能源渗透率合计	燃油渗透率
20万以下	27.5%	18.5%	2.6%	48.6%	51.4%
20-40万	32.0%	12.2%	17.7%	62.0%	38.0%
40-60万	11.7%	11.9%	28.2%	51.8%	48.2%
60万以上	2.6%	2.6%	4.9%	10.1%	89.9%

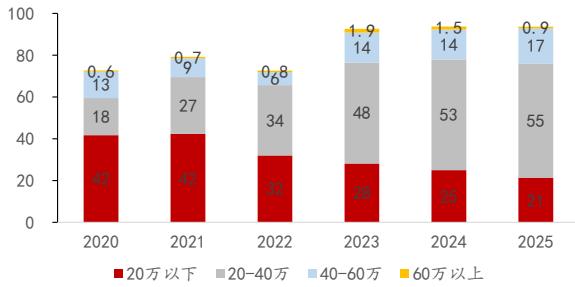
  

MPV	纯电渗透率	插混渗透率	增程渗透率	新能源渗透率合计	燃油渗透率
20万以下	20.8%	6.4%	0.1%	27.2%	72.8%
20-40万	5.5%	42.7%	1.1%	49.2%	50.8%
40-60万	26.1%	54.4%	0.0%	80.5%	19.5%
60万以上	21.9%	0.0%	0.0%	21.9%	78.1%

数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院测算 注：仅含国产车

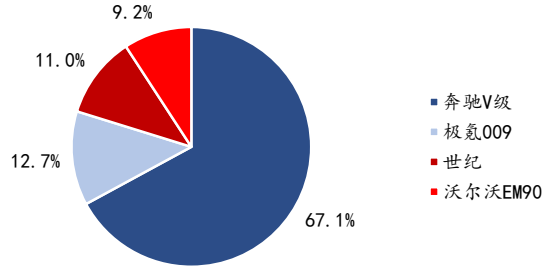
国产豪华 MPV 主要为奔驰 V 级。从各价格带的 MPV 销量来看，60 万元以上的国产 MPV 年销量仅为 1 万辆左右，且历年来没有明显扩容。2025 年 60 万元以上的国产豪华 MPV 主要为奔驰 V 级、极氪 009 光辉版、别克世纪以及沃尔沃 EM90，其中奔驰 V 级份额为 67.1%，显著高于其他车型。

图13、各价格带 MPV 销量走势 (万辆)



数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理 注：仅含国产车

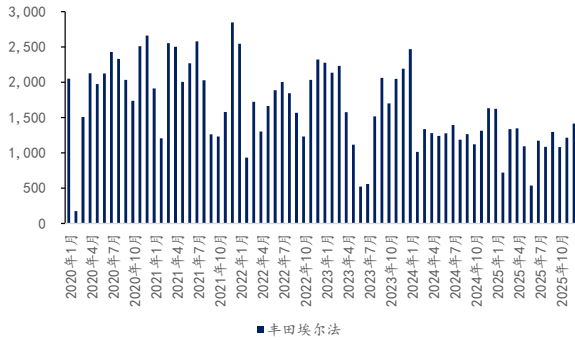
图14、2025年60万元以上MPV市场格局



数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理 注：仅含国产车

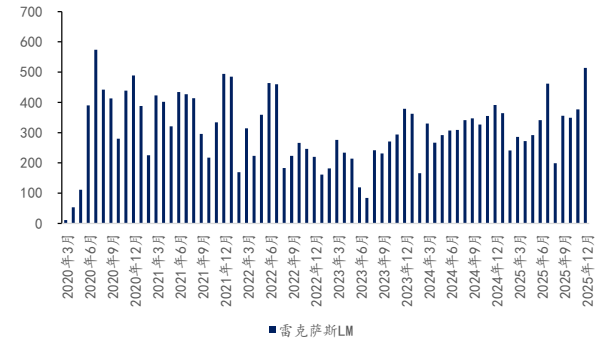
进口豪华MPV主要为丰田埃尔法和雷克萨斯LM。进口市场中,60万元以上MPV中销量居前的主要是丰田埃尔法和雷克萨斯LM,其中丰田埃尔法月销约为1500辆,雷克萨斯LM月销约为400辆。

图15、丰田埃尔法销量走势 (辆)



数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、雷克萨斯LM销量走势 (辆)



数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

60万元以上主要MPV多为传统燃油车,智能化功能配置较少。上述主要MPV产品中,丰田埃尔法、雷克萨斯LM、奔驰V级均为燃油车,沃尔沃EM90和极氪009光辉版为纯电车,三款燃油车和沃尔沃EM90均无城市、高速辅助驾驶功能,且其他方面如中控屏幕尺寸、AR-HUD等配置也较为逊色,而极氪009的高阶辅助驾驶功能为选配,该市场缺乏具有高阶辅助驾驶功能以及丰富智能化配置的优质车型。

表2、60万元以上主要MPV产品参数对比

	丰田埃尔法	雷克萨斯LM	奔驰V级	沃尔沃EM90	极氪009 光辉版
厂商指导价(万元)	89.90-92.90	119.90-155.00	49.68-66.98	81.8	78.90-89.90
级别	中大型MPV	中大型MPV	中大型MPV	中大型MPV	中大型MPV

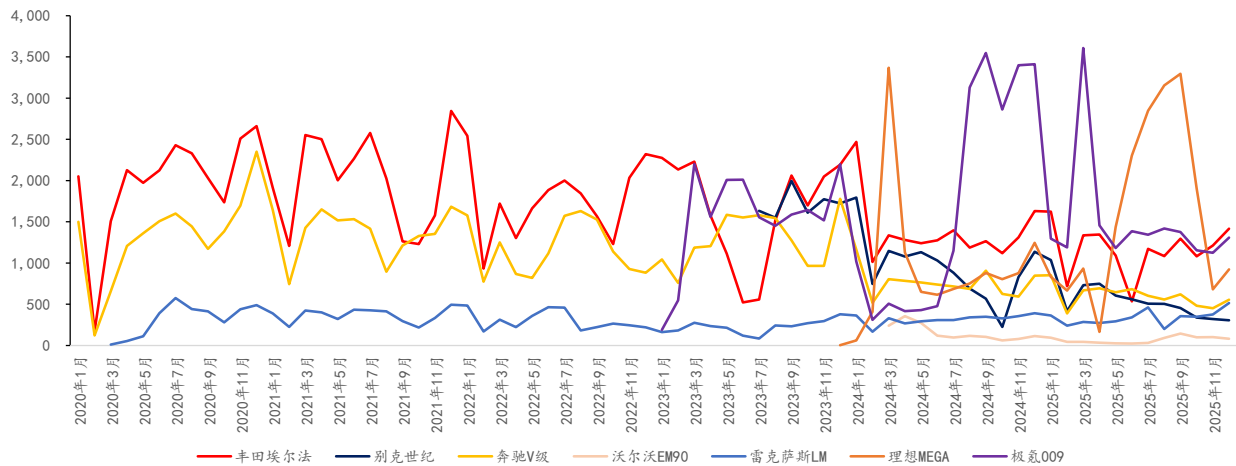
能源类型	油电混合	油电混合	汽油+48V 轻混系统	纯电动	纯电动
车身结构	5 门 7 座	5 门 7 座	5 门 7 座	5 门 6 座	5 门 4 座
长 (mm)	5005	5125	5140/5370	5206	5217
宽 (mm)	1850	1890	1928	2024	2024
高 (mm)	1950	1940/1955	1880/1920	1859	1812
轴距 (mm)	3000	3000	3200/3430	3205	3205
最高车速 (km/h)	180	180/185	185	180	230
最大功率 (kW)	184	184/270	170	200	580
最大扭矩 (N·m)	/	/	370	343	810
WLTC 综合油耗 (L/100km)	6.3	6.16/7.86	8.66/8.82/8.88	/	/
CLTC 纯电续航里程 (km)	/	/	/	738	702
摄像头数量 (个)	/	●6	●2/5/6	●14	●11
超声波雷达数量 (个)	●12	●12	●12	●12	●12
毫米波雷达数量 (个)	/	●5	/	●1	●1
激光雷达数量 (个)	/	/	/	/	●1
辅助驾驶路段	/	/	/	/	○城市路段 ○高速路段
中控屏幕尺寸	●14 英寸	●14 英寸	●12.3 英寸	●15.4 英寸	●15.05 英寸
HUD	●	●	/	/	/
AR-HUD	/	/	/	/	●
扬声器数量	●15 喇叭	●21 喇叭	●8-9 喇叭/ ●15 喇叭	●21 喇叭	●31 喇叭

数据来源：汽车之家，兴业证券经济与金融研究院测算

## (二) MPV 主要竞品销量约为 1000-1500 辆/月

丰田埃尔法、理想 MEGA、极氪 009 稳态月销约为 1000-1500 辆/月。由于部分车型如理想 MEGA、极氪 009 的顶配版售价也贴近 60 万元，或与后续尊界 MPV 产品入门款产生竞品关系，因此我们将理想 MEGA 与极氪 009 也加入销量分析。理想 MEGA 与极氪 009 月销高峰曾达到约 3500 辆，后续稳态月销约为 1000-1500 辆，丰田埃尔法稳态月销约为 1200 辆，其他车型的稳态月销约为 500-1000 辆。

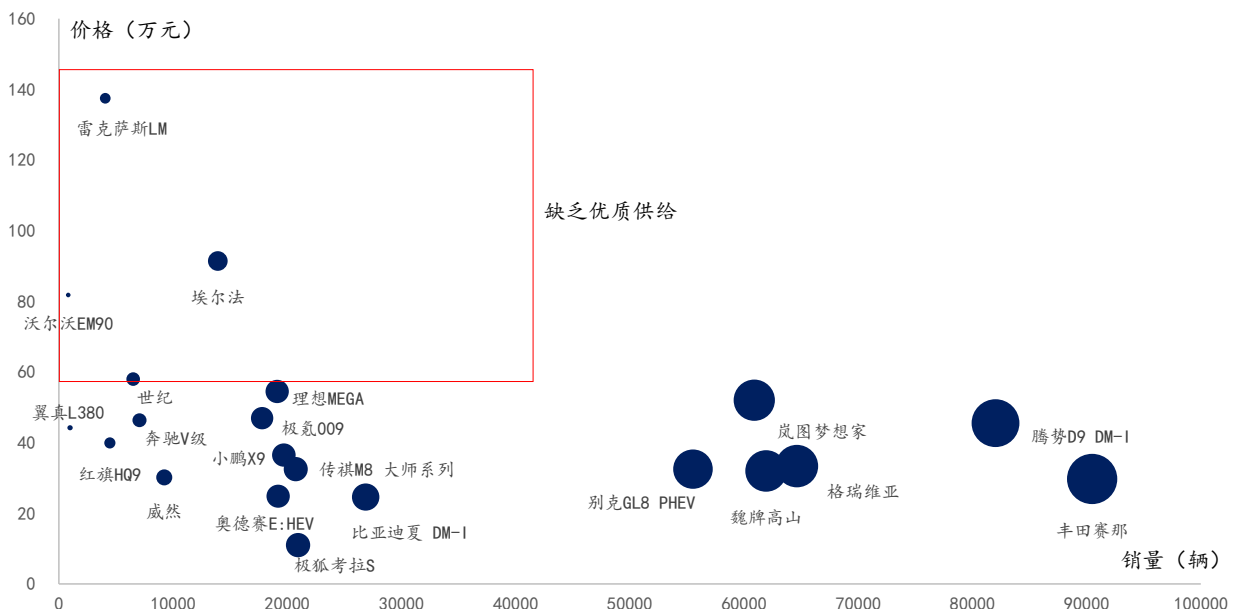
图17、尊界 MPV 主要竞品销量走势 (辆)



数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

**尊界 MPV 重塑豪华 MPV 市场。**国内主要 MPV 车型位于 60 万元以下市场，优质产品如丰田赛那、腾势 D9、岚图梦想家等车型的销量较为领先，以腾势 D9 为例，产品通过宜家宜商的全场景适配、领先的动力技术、较强的智能化水平以及丰富的舱内配置获得消费者的认可。但从智能化技术水平以及配置角度出发、60 万元以上缺乏优质 MPV 供给，消费者可选产品有限，我们认为尊界 MPV 有望复刻 S800 的成功，从智驾、配置、动力等多维度重塑豪华 MPV 市场。

图18、2025 年国内主要 MPV 价格及销量情况



数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理 注：气泡大小代表销量

**MPV 需求群体多样化，2C 与 2B 端市场有望共同助推销量增长。**由于 MPV 是兼具轿车舒适性、SUV 通过性和货车空间实用性的产品，因此不同的 MPV 产品凭借自身的价格、座椅、空间、内饰等差异化配置形成了不同的终端消费群体。除

传统的 2C 端传统家庭用户外，企业商务接待、商业运营需求也会成为尊界 MPV 销量增长的动力。

表3、MPV 主要客群划分

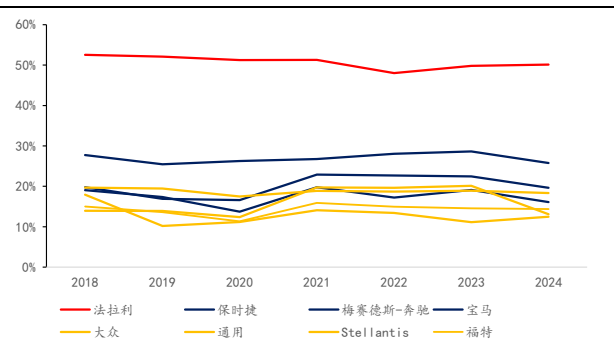
	家庭用户	商务接待	商业运营	新兴群体
年龄范围	30-45 岁	35-55 岁	25-40 岁	28-40 岁
基本特征	已婚，育有 2 个以上子女，或与父母同住的中产家庭群体	企业主、企业高管等	网约车司机、个体经营者等	高收入家庭和户外爱好者群体
核心需求	满足 6-7 人全家舒适出行	用于商务接待、客户接送	兼顾载人与载货功能	家庭出游、露营等休闲场景
关注要素	车辆安全性、座椅灵活性及儿童友好型设计	品牌档次、后排座椅舒适性等	产品性价比、可靠性和低使用成本	智能化水平、乘坐舒适性等
购车偏好	大空间、静谧性、辅助驾驶功能及母婴专属配置	豪华内饰、隐私保护配置及行政级座椅体验	大空间、高保值率和长续航能力	高价智能驾驶、优质娱乐系统和露营拓展功能等

数据来源：车险观察小米说公众号，兴业证券经济与金融研究院测算

### 三、尊界放量有望带动公司 2026 年实现扭亏为盈

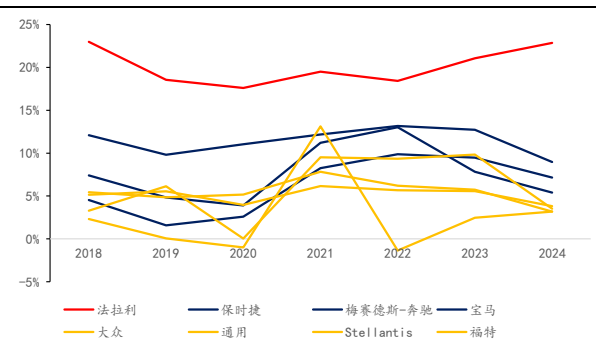
高端品牌盈利能力较强，尊界有望助力公司实现量利齐升。法拉利、保时捷、奔驰、宝马等品牌由于定位高端市场，客户对产品价格敏感性较低，同时品牌溢价能力强，因此较大众、通用、Stellantis、福特等品牌的盈利能力更强。尊界定位于豪华车市场，而江淮此前的瑞风、思皓等品牌主要位于 20 万元以下经济型市场，因此尊界产品的放量有望助力公司实现量利齐升。

图19、全球主要车企毛利率走势



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、全球主要车企净利率走势



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

在稳态销量下，预计尊界轿车与 MPV 合计利润贡献约为 23.0-51.8 亿元。由于尊界轿车产品尚处于早期交付阶段，盈利能力尚未稳定，因此采取敏感性分析对

尊界产品的利润贡献进行测算。我们预计在 2026-2027 年轿车与 MPV 相继达到稳态销量情况下，尊界轿车的利润贡献约为 8.6-15.8 亿元，尊界 MPV 的利润贡献约为 14.4-36.0 亿元，合计利润约为 23.0-51.8 亿元。

表4、尊界轿车利润贡献测算

单车净利 (万元/辆) / 稳态月销 (辆)	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6	6.5	7	7.5	8
1400	3.4	4.2	5.0	5.9	6.7	7.6	8.4	9.2	10.1	10.9	11.8	12.6	13.4
1500	3.6	4.5	5.4	6.3	7.2	8.1	9.0	9.9	10.8	11.7	12.6	13.5	14.4
1600	3.8	4.8	5.8	6.7	7.7	8.6	9.6	10.6	11.5	12.5	13.4	14.4	15.4
1700	4.1	5.1	6.1	7.1	8.2	9.2	10.2	11.2	12.2	13.3	14.3	15.3	16.3
1800	4.3	5.4	6.5	7.6	8.6	9.7	10.8	11.9	13.0	14.0	15.1	16.2	17.3
1900	4.6	5.7	6.8	8.0	9.1	10.3	11.4	12.5	13.7	14.8	16.0	17.1	18.2
2000	4.8	6.0	7.2	8.4	9.6	10.8	12.0	13.2	14.4	15.6	16.8	18.0	19.2
2100	5.0	6.3	7.6	8.8	10.1	11.3	12.6	13.9	15.1	16.4	17.6	18.9	20.2
2200	5.3	6.6	7.9	9.2	10.6	11.9	13.2	14.5	15.8	17.2	18.5	19.8	21.1
2300	5.5	6.9	8.3	9.7	11.0	12.4	13.8	15.2	16.6	17.9	19.3	20.7	22.1
2400	5.8	7.2	8.6	10.1	11.5	13.0	14.4	15.8	17.3	18.7	20.2	21.6	23.0
2500	6.0	7.5	9.0	10.5	12.0	13.5	15.0	16.5	18.0	19.5	21.0	22.5	24.0
2600	6.2	7.8	9.4	10.9	12.5	14.0	15.6	17.2	18.7	20.3	21.8	23.4	25.0

数据来源：兴业证券经济与金融研究院测算

表5、尊界 MPV 利润贡献测算

单车净利 (万元/辆) / 稳态月销 (辆)	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6	6.5	7	7.5	8
1000	2.4	3.0	3.6	4.2	4.8	5.4	6.0	6.6	7.2	7.8	8.4	9.0	9.6
1500	3.6	4.5	5.4	6.3	7.2	8.1	9.0	9.9	10.8	11.7	12.6	13.5	14.4
2000	4.8	6.0	7.2	8.4	9.6	10.8	12.0	13.2	14.4	15.6	16.8	18.0	19.2
2500	6.0	7.5	9.0	10.5	12.0	13.5	15.0	16.5	18.0	19.5	21.0	22.5	24.0
3000	7.2	9.0	10.8	12.6	14.4	16.2	18.0	19.8	21.6	23.4	25.2	27.0	28.8
3500	8.4	10.5	12.6	14.7	16.8	18.9	21.0	23.1	25.2	27.3	29.4	31.5	33.6
4000	9.6	12.0	14.4	16.8	19.2	21.6	24.0	26.4	28.8	31.2	33.6	36.0	38.4
4500	10.8	13.5	16.2	18.9	21.6	24.3	27.0	29.7	32.4	35.1	37.8	40.5	43.2
5000	12.0	15.0	18.0	21.0	24.0	27.0	30.0	33.0	36.0	39.0	42.0	45.0	48.0
5500	13.2	16.5	19.8	23.1	26.4	29.7	33.0	36.3	39.6	42.9	46.2	49.5	52.8
6000	14.4	18.0	21.6	25.2	28.8	32.4	36.0	39.6	43.2	46.8	50.4	54.0	57.6
6500	15.6	19.5	23.4	27.3	31.2	35.1	39.0	42.9	46.8	50.7	54.6	58.5	62.4
7000	16.8	21.0	25.2	29.4	33.6	37.8	42.0	46.2	50.4	54.6	58.8	63.0	67.2

数据来源：兴业证券经济与金融研究院测算

表6、尊界轿车+MPV 利润贡献测算

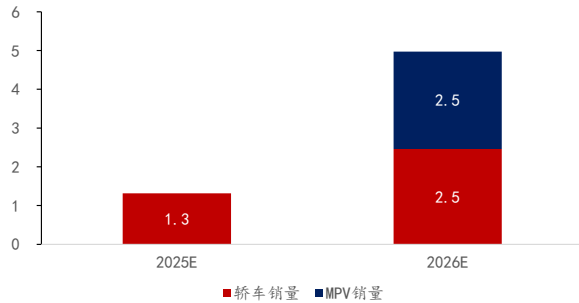
单车净利 (万元/辆) / 稳态月销 (辆)	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6	6.5	7	7.5	8
2400	5.8	7.2	8.6	10.1	11.5	13.0	14.4	15.8	17.3	18.7	20.2	21.6	23.0
3000	7.2	9.0	10.8	12.6	14.4	16.2	18.0	19.8	21.6	23.4	25.2	27.0	28.8
3600	8.6	10.8	13.0	15.1	17.3	19.4	21.6	23.8	25.9	28.1	30.2	32.4	34.6
4200	10.1	12.6	15.1	17.6	20.2	22.7	25.2	27.7	30.2	32.8	35.3	37.8	40.3
4800	11.5	14.4	17.3	20.2	23.0	25.9	28.8	31.7	34.6	37.4	40.3	43.2	46.1
5400	13.0	16.2	19.4	22.7	25.9	29.2	32.4	35.6	38.9	42.1	45.4	48.6	51.8
6000	14.4	18.0	21.6	25.2	28.8	32.4	36.0	39.6	43.2	46.8	50.4	54.0	57.6
6600	15.8	19.8	23.8	27.7	31.7	35.6	39.6	43.6	47.5	51.5	55.4	59.4	63.4
7200	17.3	21.6	25.9	30.2	34.6	38.9	43.2	47.5	51.8	56.2	60.5	64.8	69.1
7800	18.7	23.4	28.1	32.8	37.4	42.1	46.8	51.5	56.2	60.8	65.5	70.2	74.9
8400	20.2	25.2	30.2	35.3	40.3	45.4	50.4	55.4	60.5	65.5	70.6	75.6	80.6
9000	21.6	27.0	32.4	37.8	43.2	48.6	54.0	59.4	64.8	70.2	75.6	81.0	86.4
9600	23.0	28.8	34.6	40.3	46.1	51.8	57.6	63.4	69.1	74.9	80.6	86.4	92.2

数据来源：兴业证券经济与金融研究院测算

**2026 年尊界放量有望助力公司整体实现扭亏为盈。**销量方面，考虑到产品的上市节奏，假设尊界 MPV 与此前 S800 上市节奏相同，即 2026 年 5-6 月上市，8-9 月进行交付，同时 MPV 上市初期将出现交付高峰期，我们预计 2026 年尊界销量有望达到约 5 万辆。业绩方面，受尊界销量提升所带动，尊界将在 2026 年贡献

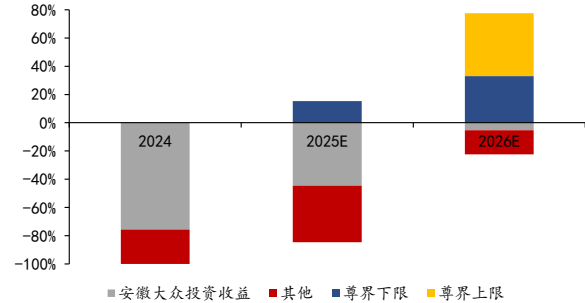
显著业绩增量，同时安徽大众投资亏损的减少将进一步带动公司业绩改善，公司有望在 2026 年实现扭亏为盈。

图21、尊界销量预测（万辆）



数据来源：兴业证券经济与金融研究院测算

图22、公司业绩预测（亿元）



数据来源：兴业证券经济与金融研究院测算

## 四、出海或打开尊界销量天花板

全球豪华品牌销量主要分布于北美、东亚和西欧地区。法拉利、兰博基尼、劳斯莱斯等全球豪华品牌的主要销量分布在北美、东亚和西欧地区，北美/东亚/西欧三个地区销量占比分别为 37.9%/30.3%/23.0%，合计占比 91.2%，主要系上述三个地区人口较多且经济发展水平较高。全球豪华品牌在东欧、大洋洲、西亚、拉美等地区也有较少销量，目前国内高端品牌开启出海进程，问界、仰望等品牌的出口以中东为切入口，逐步开拓欧洲、拉美等更多市场。

表7、2025H1 全球豪华品牌销量分布

地区/品牌	阿斯顿马丁	宾利	法拉利	捷尼赛思	兰博基尼	玛莎拉蒂	迈凯伦	保时捷	劳斯莱斯	路特斯	合计
北美	39.6%	46.4%	30.5%	37.6%	38.3%	41.2%	65.8%	37.8%	53.2%	32.0%	37.9%
东亚	9.5%	9.0%	15.3%	57.0%	14.3%	10.4%	14.1%	9.8%	17.0%	4.9%	30.3%
广义西欧	40.4%	33.7%	47.2%	1.5%	39.1%	37.8%	14.0%	39.1%	17.6%	56.1%	23.0%
广义东欧	3.2%	5.9%	3.2%	0.1%	4.0%	0.9%	1.5%	3.9%	7.8%	1.1%	2.2%
大洋洲	5.9%	1.8%	2.0%	0.7%	3.6%	3.3%	4.4%	2.8%	2.3%	1.7%	1.9%
西亚	1.0%	1.4%	0.6%	2.9%	0.2%	4.6%	0.0%	0.7%	0.0%	2.9%	1.7%
拉美	0.2%	0.3%	0.4%	0.1%	0.3%	0.3%	0.1%	3.3%	0.0%	0.0%	1.6%
东南亚	0.3%	1.4%	0.2%	0.0%	0.2%	1.1%	0.1%	1.8%	1.4%	1.1%	0.9%
非洲	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.3%
中亚	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.4%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%
南亚	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.1%	0.0%

数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院测算

赛力斯已进入阿联酋市场，海外售价显著高于国内售价。国内高端品牌已逐步开启出海进程，以问界为例，赛力斯港股 IPO 的部分资金将用于加强海外车型的适配研发，计划持续探索和深化在“灯塔市场”（如英国、澳新、新西兰、欧盟、墨西哥及阿联酋）的布局，以问界 M7 为例，国内售价为 24.98-37.98 万元，而阿联酋售价则为 21-26 万阿联酋迪拉姆，对应人民币价格约为 39.95-49.34 万元，显著高于国内价格水平。问界 M9 国内售价 46.98-58.98 万元，而通过平行出口方式销往中亚地区的问界 M9 在当地售价突破百万元。出海有望为公司带来可观的利润贡献。

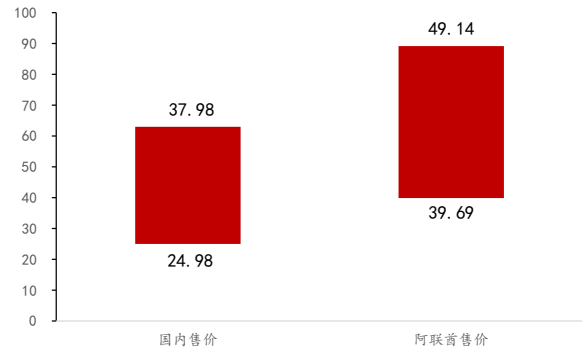
仰望出海以中东为切入口，随后进入欧洲及拉美市场。根据财联社报道，比亚迪计划开始在全球范围内推广超豪华品牌“仰望”，从2026年初由中东地区开始推广，在中东首次亮相之后，“仰望”将拓展到欧洲，随后进军美洲。

图23、问界 M7 以 SERES7 为名在阿联酋上市



数据来源：搜狐汽车，快科技，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、问界 M7 海外售价高于国内售价（万元）



数据来源：搜狐汽车，快科技，兴业证券经济与金融研究院整理 注：汇率截至 2026/2/6

中东市场成为国内高端品牌出海第一站。中东市场成为国内高端品牌第一站主要系当地国家政策友好且当地消费者价格敏感性相对较低。以阿联酋为例，阿联酋已出台一系列新能源汽车支持政策，如降低车辆注册费、豁免部分使用费用等。阿联酋经济在中东地区较为发达，当地潜在消费者对于高端品牌产品的价格敏感性较低，有利于国内高端品牌打开当地市场。

深耕海外市场三十年，江淮打造中国品牌出海典范。江淮的整车业务出口始于1990年，首批轻卡与客车底盘产品出口玻利维亚，公司产品价格实惠、售后有保障，为后续公司车型出海奠定了良好基础。2000年公司380辆轻卡首次进入欧洲市场，2006年公司正式成立国际事业部，出口逐步加速，同年与卡塔尔签订350辆重卡合约并批发发往海外。2024年公司1万辆电动车发往海外地区和中南美地区，新能源产品出口加速。

图25、1990年江淮汽车首次出海



数据来源：中国物流与采购杂志公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

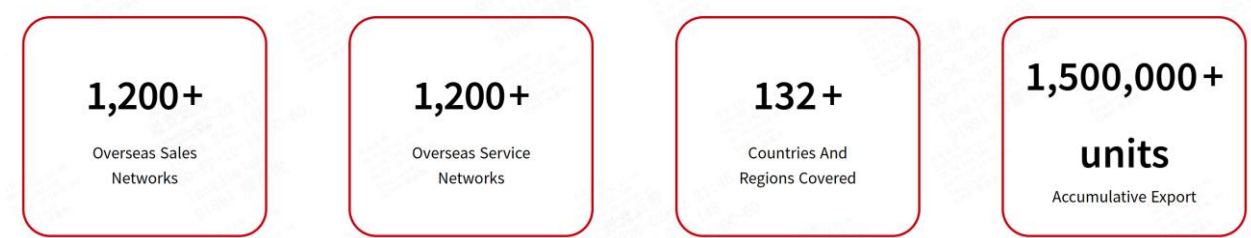
图26、2006年江淮重卡批量出海



数据来源：中国物流与采购杂志公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

江淮已布局海外超 132 个国家及地区市场。江淮汽车的整车出口始于 1990 年，目前已深耕海外市场三十余年，在 132 个国家和地区建立了合作关系，在全球拥有超 1200 家销售网络和服务网点，累计出口超 150 万辆。江淮汽车在俄罗斯、伊朗、哈萨克斯坦等多国拥有工厂，进一步支撑海外产品的供应能力。

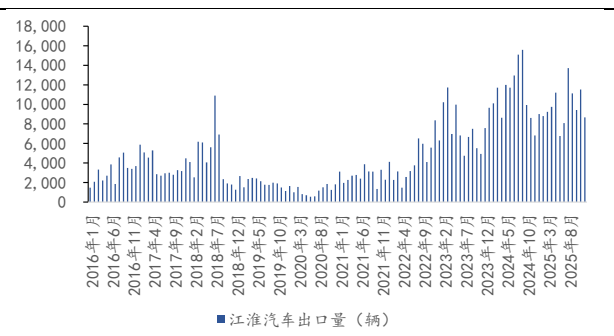
图27、江淮已覆盖超 132 个国家及地区的市场



数据来源：江淮汽车官网，兴业证券经济与金融研究院整理

江淮产品广销海外多地区，后续尊界出海或可借助既有成熟渠道。公司出口量自 2022 年起逐步提速，根据 Marklines 数据，2025H1 江淮海外销量主要分布于拉美、东欧、中亚等地区，在非洲、大洋洲、南亚、西亚、西欧、东南亚也有布局。尊界产品出海或可借助公司成熟的海外营销渠道，快速布局国际市场。当前尊界 S800 已通过平行出口方式进入中东市场，后续海外市场或打开尊界销量的天花板。

图28、江淮汽车出口量走势



数据来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、江淮汽车海外终端销量占比分布

	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
拉美	77.7%	75.2%	77.5%	48.4%	45.9%	59.1%
广义东欧	2.0%	10.2%	9.8%	23.0%	24.8%	15.7%
中亚	15.6%	10.9%	9.5%	12.5%	17.9%	14.6%
非洲	0.0%	0.0%	0.2%	1.7%	2.4%	3.7%
大洋洲	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%
南亚	3.7%	3.3%	2.3%	0.9%	1.6%	2.5%
西亚	0.1%	0.0%	0.4%	12.8%	6.9%	0.8%
广义西欧	0.7%	0.3%	0.3%	0.7%	0.5%	0.6%
东南亚	0.3%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%

数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、江淮汽车海外版图



数据来源：安徽国资公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

## 五、盈利预测与估值

**核心假设 1：**尊界轿车产品处于交付高峰期，前期累计订单仍能在 2026 年初支撑较高交付量；

**核心假设 2：**尊界 MPV 与此前 S800 上市节奏相同，即 2026 年 5-6 月上市，8-9 月进行交付，同时 MPV 上市初期将出现交付高峰期；

**核心假设 3：**尊界 SUV 将于 2027 年上市并逐步放量。

我们预计尊界轿车在 2025/2026/2027 年分别实现销量 1.3/2.5/2.3 万辆，对应收入分别为 85.5/162.3/153.4 亿元；MPV 在 2026/2027 年分别实现销量 2.5/5.1 万辆，对应收入分别为 169.5/350.0 亿元；SUV 在 2027 年实现销量 6.8 万辆，对应收入为 505.0 亿元；公司其他整车在 2025/2026/2027 年分别实现销量 37.1/33.1/30.0 万辆，对应收入分别为 383.2/347.6/315.0 亿元。

我们预计 2025-2027 年公司整体收入分别为 469.5/680.1/1324.1 亿元。

**表8、公司销量及收入预测**

		2025E	2026E	2027E
尊界轿车	销量 (万辆)	1.3	2.5	2.3
	收入 (亿元)	85.5	162.3	153.4
尊界 MPV	销量 (万辆)		2.5	5.1
	收入 (亿元)		169.5	350.0
尊界 SUV	销量 (万辆)			6.8
	收入 (亿元)			505.0
其他整车	销量 (万辆)	37.1	33.1	30.0
	收入 (亿元)	383.2	347.6	315.0
其他业务	收入 (亿元)	0.8	0.8	0.8
公司整体	收入 (亿元)	469.5	680.1	1324.1

数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院测算

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业总收入分别为 468.7/679.3/1323.3 亿元，同比分别+11.1%/+44.9%/+94.8%，归母净利润分别为-16.8/18.6/75.1 亿元，公司在 2025 年有望实现减亏，受 MPV 新品的上市影响，2026 年公司有望实现扭亏。

**表9、公司盈利预测**

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	42202	46873	67930	132333
同比增长	-6.3%	11.1%	44.9%	94.8%
归母净利润 (百万元)	-1784	-1680	1861	7511
同比增长	-1,277.6%	5.8%	210.8%	303.5%
毛利率	10.5%	14.1%	23.6%	32.4%
ROE	-15.7%	-16.4%	16.1%	44.7%
每股收益 (元)	-0.82	-0.77	0.85	3.44
市盈率	—	—	64.1	15.9

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院测算；注：按照 2026/2/10 收盘价结算

选取国内高端市场整车企业赛力斯、长城汽车、理想汽车作为可比公司，2025/2026/2027 年可比公司平均 PE 分别为 24.5x/15.1x/11.6x，考虑到尊界所在市场竞争格局好，销量放量可期，我们给予公司“增持”评级。

**表10、可比公司估值情况（截至 2026 年 2 月 10 日）**

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601127.SH	赛力斯	1922.5	91.1	126.5	157.0	21.1	15.2	12.2
601633.SH	长城汽车	1790.3	126.2	161.0	190.9	14.2	11.1	9.4
2015.HK	理想汽车-W	1385.3	36.1	72.7	106.2	38.3	19.1	13.0
	平均					24.5	15.1	11.6
600418.SH	江淮汽车	1192.7	-16.8	18.6	75.1	-71.0	64.1	15.9

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理；注：总市值按照 2026/2/10 收盘价结算，可比公司 2025-2027 年归母净利润参考 iFinD 一致预期

## 六、风险提示

**宏观经济增速不及预期。**汽车产销与宏观经济增速高度相关，若宏观经济增速出现明显波动，对公司的销量将造成影响。

**豪华车市场竞争加剧。**豪华车市场目前优质供给较少，若其他品牌进军豪华车市场，公司产品销量将受到影响。

**原材料价格大幅涨价。**原材料价格波动对于车企成本端造成比较大的扰动，若原材料成本明显上涨，则生产制造成本抬升，公司的盈利能力或不及预期。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>27692</b>	<b>24301</b>	<b>71861</b>	<b>154747</b>
货币资金	13256	5925	38884	93019
交易性金融资产	4661	5907	7313	7497
应收票据及应收账款	3105	3496	12531	30924
预付款项	406	639	1292	2404
存货	3579	3907	5757	9935
其他	2685	4426	6083	10967
<b>非流动资产</b>	<b>21390</b>	<b>22105</b>	<b>23745</b>	<b>26331</b>
长期股权投资	5814	6214	6614	7014
固定资产	9291	9446	10302	12241
在建工程	294	197	149	124
无形资产	1834	2014	2153	2252
商誉	0	0	0	0
其他	4156	4233	4527	4699
<b>资产总计</b>	<b>49081</b>	<b>46405</b>	<b>95606</b>	<b>181078</b>
<b>流动负债</b>	<b>30337</b>	<b>29926</b>	<b>78209</b>	<b>158461</b>
短期借款	112	132	152	172
应付票据及应付账款	21549	20137	59458	124758
其他	8675	9656	18598	33530
<b>非流动负债</b>	<b>6315</b>	<b>5252</b>	<b>4752</b>	<b>4252</b>
长期借款	3677	2177	1177	177
其他	2638	3075	3575	4075
<b>负债合计</b>	<b>36652</b>	<b>35178</b>	<b>82961</b>	<b>162713</b>
股本	2184	2184	2184	2184
未分配利润	1013	-88	936	5067
少数股东权益	1070	966	1081	1543
<b>股东权益合计</b>	<b>12429</b>	<b>11227</b>	<b>12645</b>	<b>18365</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>49081</b>	<b>46405</b>	<b>95606</b>	<b>181078</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	-1784	-1680	1861	7511
折旧和摊销	1703	2585	3118	3678
营运资金的变动	1444	-3612	35068	51665
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2711</b>	<b>-2069</b>	<b>40654</b>	<b>63449</b>
资本支出	-1425	-2705	-4391	-5893
长期投资	-3589	-1640	-1794	-579
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-4596</b>	<b>-4992</b>	<b>-6399</b>	<b>-6348</b>
债权融资	-342	-492	-480	-480
股权融资	100	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>392</b>	<b>-345</b>	<b>-1297</b>	<b>-2965</b>
现金净变动	-1444	-7331	32959	54136

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>42202</b>	<b>46873</b>	<b>67930</b>	<b>132333</b>
营业成本	37701	40183	51811	89419
税金及附加	335	468	678	1322
销售费用	1467	3549	7462	20048
管理费用	1789	2480	3417	6612
研发费用	1763	2012	2985	7935
财务费用	41	-169	-60	-746
投资收益	-994	-632	-204	132
公允价值变动收益	66	0	0	0
信用减值损失	11	0	0	0
资产减值损失	-1157	-240	-240	-240
<b>营业利润</b>	<b>-1889</b>	<b>-1641</b>	<b>2075</b>	<b>9156</b>
营业外收支	14	5	5	9
<b>利润总额</b>	<b>-1874</b>	<b>-1636</b>	<b>2080</b>	<b>9165</b>
所得税	119	147	104	1191
净利润	-1994	-1783	1976	7974
少数股东损益	-209	-103	115	462
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-1784</b>	<b>-1680</b>	<b>1861</b>	<b>7511</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>-0.82</b>	<b>-0.77</b>	<b>0.85</b>	<b>3.44</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	-6.3%	11.1%	44.9%	94.8%
营业利润增长率	5,530.6%	13.1%	226.5%	341.2%
归母净利润增长率	1,277.6%	5.8%	210.8%	303.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	10.5%	14.1%	23.6%	32.4%
归母净利率	-4.2%	-3.6%	2.7%	5.7%
ROE	-15.7%	-16.4%	16.1%	44.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	74.7%	75.8%	86.8%	89.9%
流动比率	0.91	0.81	0.92	0.98
速动比率	0.73	0.57	0.80	0.88
<b>营运能力</b>				
资产周转率	88.1%	98.2%	95.7%	95.7%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	-0.82	-0.77	0.85	3.44
每股经营现金	1.24	-0.95	18.61	29.05
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	—	—	64.1	15.9
PB	10.5	11.6	10.3	7.1

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn