

2026年04月27日

江淮汽车 (600418. SH)

投资评级: 买入 (首次)

——看好尊界品牌销量及盈利弹性释放

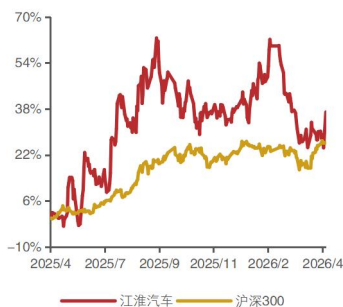
投资要点:

证券分析师

李泽
SAC: S1350525030001
lize@huayuanstock.com
秦梓月
SAC: S1350525070008
qinziyue@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2026年04月27日

收盘价 (元)	48.94
一年内最高/最低 (元)	58.81/34.10
总市值 (百万元)	110,319.48
流通市值 (百万元)	106,885.44
总股本 (百万股)	2,254.18
资产负债率 (%)	79.07
每股净资产 (元/股)	4.44

资料来源: 聚源数据

➤ **江淮汽车: 销量以轻卡及乘用车为主, 尊界品牌推出前由境外业务贡献主要毛利, 2024、2025年大众安徽拖累盈利。** 1) **销量方面:** 公司汽车销量以轻卡及乘用车为主 (2025年公司实现汽车销量38.4万辆, 其中轻卡占比47%, 乘用车占比39%), 且出口销量占比呈提升趋势 (由2016年的9%提升至2025年的58%)。2025年尊界逐步放量, 2025年批发销量为1.4万辆, 占整体销量的4%。2) **盈利方面:** ①尊界品牌上市前由境外业务贡献主要毛利, 2023~2025H1境外销售毛利率普遍位于15%+, 而境内销售毛利率仅约1.5%~4.5%。2024~2025H1境外主营业务收入占比均突破55%, 毛利润占比突破92%。伴随高端品牌尊界推出, 我们预计尊界品牌或将贡献较大收入及盈利。②投资损益: 2024、2025年大众安徽投资亏损均录得10亿元以上。2026年伴随多款新车陆续推出, 大众安徽投资亏损有望收窄。③综合看, 2025年公司归母净亏损17.0亿元, 扣除合联营企业投资亏损后, 2025年公司归母净亏损约8.7亿元。

➤ **尊界销量: 最高年销量或可往10~15万辆甚至更高水平展望。** 尊界定位高端豪华市场, 根据交强险, 2025年TP价格60+万元的车型销量超23万辆, 且由外资主导 (2025年奔驰、宝马、路虎、保时捷份额分别为24%、18%、17%、14%, CR4为73%, 市场集中度较高)。此外, 2022~2025年该市场份额第一的奔驰上险量分别为12.5/12.3/9.8/5.6万辆, 尊界品牌60万元+的车型若覆盖较为全面, 参考奔驰, 尊界年销量最高或可往10万辆以上展望, 并且考虑到尊界品牌部分车型价格或有可能下放至60万元以下, 因此销售空间或更大。尊界系列预计将覆盖轿车、SUV和MPV等车种: 1) **轿车:** 首款车型尊界S800定位超豪华偏行政级的大型新能源轿车, 凭借黑科技&强智能化等科技豪华属性+华为品牌力加持, 2025年12月上险量突破4千辆, 且2026年公司还预计将推出S800高定版, 我们预计**S800+S800高定版月销量有望达2~2.5千辆**; 2) **MPV:** 2026年公司预计推出MPV长轴版及标轴版。①2022~2025年60+万元MPV市场年度上险量规模在2~3万辆间, 且该市场上险量主要由埃尔法主导 (2022~2025年其月均上险量分别为1.7/1.6/1.4/1.2千辆), 我们预计**尊界MPV长轴版月销量有望向1.5~2千辆展望**; ②MPV标轴版价格有望下探至60万元以下, 考虑到2025年TP价格45万元以上的理想MEGA、极氪009月度销量最高均突破3千辆, 并且若价格下探较多, 或还能与2025年TP价格35万元左右的腾势D9、岚图梦想家等高销量车型抢夺份额 (2025年月均上险量分别为7.5/5.8千辆), 因此我们预计**标轴版MPV月销量或有望向3~5千辆展望**。3) **SUV:** 2025年60+万元SUV市场年度销售规模为13.4万辆, 并且城市/硬派SUV中销量表现较好的车型月上险量最高分别达1.8千辆 (宝马X5)、1.9千辆 (路虎揽胜), 我们预计尊界SUV凭借科技豪华等竞争力, **单款SUV车型月销量有望达1.5~2千辆**。并且, 考虑到60万元+SUV中强势品牌2022~2025年年销量位于2.8~10.2万辆之间, 我们预计尊界SUV系列销量或仍有提升空间。综上, 我们预计**尊界品牌最高年销量或可往10~15万辆甚至更高水平展望**。

- **尊界利润：或有机会实现 10%+ 的归母净利率，节奏上或需等待更多车型放量**（本段描述分别对应正文图表所列时间区间）。**从盈利水平看**，我们认为尽管尊界三费率可能会处于相对较高的水平（赛力斯销售费用率较高，因而合计三费率较高。考虑到尊界与华为亦为智选车合作模式，我们预计尊界销售费用率和整体三费率或会相对偏高），但由于其具备较高的毛利率潜质（尊界品牌售价较高，且中国供应链成本可能更低，并且无论从海内外对比还是国内对比看，尊界品牌或均能实现较高的毛利率水平。此外，随着规模效应释放尊界毛利率或仍有提升空间），并且所得税率也有望较海外豪华品牌更优，因此剔除投资收益后或仍能有机会实现超过 10% 的归母净利率水平（作为对比，法拉利剔除投资收益的归母净利率普遍位于 20% 上下；保时捷则多位于 10% 上下；宝马、奔驰、赛力斯则多为个位数水平）。**从节奏上看**，由于公司前期投入较高，公司尊界车型实现盈利所需达到的销售目标或为规划总产能的 35~40% 左右（规划总年产能 20 万辆，占比 35~40% 即 7~8 万辆），并将随后续固定资产折旧、无形资产摊销等成本费用的变化，或逐步下降至规划总产能的 25~30% 左右（即 5~6 万辆）。
- **盈利预测与评级**：我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 12.6/52.3/69.4 亿元，同比增速分别为 173.95%/315.66%/32.70%，当前股价对应的 PE 分别为 87.6/21.1/15.9 倍。鉴于高端品牌尊界销量表现亮眼，且有望贡献较大盈利弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：行业景气度不及预期风险、竞争格局恶化风险、新车销量不及预期风险、盈利能力改善不及预期风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	42,116	46,476	69,664	113,524	126,740
同比增长率（%）	-6.28%	10.35%	49.89%	62.96%	11.64%
归母净利润（百万元）	-1,784	-1,703	1,259	5,233	6,944
同比增长率（%）	-1,277.59%	4.57%	173.95%	315.66%	32.70%
每股收益（元/股）	-0.79	-0.76	0.56	2.32	3.08
ROE（%）	-15.71%	-17.57%	8.79%	27.50%	27.48%
市盈率（P/E）	-61.83	-64.80	87.63	21.08	15.89

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 12.6/52.3/69.4 亿元。鉴于高端品牌尊界销量表现亮眼，且有望贡献较大盈利弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预计公司 2026–2028 年乘用车业务收入增速分别为 122.2%/106.5%/14.4%；考虑到公司尊界逐步放量，我们预计公司 2026–2028 年销售毛利率分别为 18.2%/22.4%/23.4%。

投资逻辑要点

尊界销量：最高年销量或可往 10~15 万辆甚至更高水平展望。尊界系列预计将覆盖轿车、SUV 和 MPV 等车种：1) 轿车：我们预计 S800+S800 高定版月销量有望达 2~2.5 千辆；2) MPV：2026 年公司预计推出 MPV 长轴版及标轴版。①我们预计尊界 MPV 长轴版月销量有望向 1.5~2 千辆展望；②我们预计标轴版 MPV 月销量或有望向 3~5 千辆展望。3) SUV：我们预计尊界 SUV 凭借科技豪华等竞争力，单款 SUV 车型月销量有望达 1.5~2 千辆。综上，我们预计尊界品牌最高年销量或可往 10~15 万辆甚至更高水平展望。

尊界利润：或有机会实现 10%+ 的归母净利率，节奏上或需等待更多车型放量(本段描述分别对应正文图表所列时间区间)。从盈利水平看，我们认为尽管尊界三费率可能会处于相对较高的水平，但由于其具备较高的毛利率潜质，并且所得税率也有望较海外豪华品牌更优，因此剔除投资收益后或仍能有机会实现超过 10% 的归母净利率水平。从节奏上看，由于公司前期投入较高，公司尊界车型实现盈利所需达到的销售目标或为规划总产能的 35~40% 左右，并将随后续固定资产折旧、无形资产摊销等成本费用的变化，或逐步下降至规划总产能的 25~30% 左右。

核心风险提示

行业景气度不及预期风险、竞争格局恶化风险、新车销量不及预期风险、盈利能力改善不及预期风险。

内容目录

1. 销量以轻卡及乘用车为主，尊界品牌推出前由境外业务贡献主要毛利	7
2. 尊界：竞争格局好，销量及盈利空间可期	10
2.1. 销量：最高年销量或可往 10~15 万辆甚至更高水平展望	10
2.2. 利润：尊界或有机会实现 10%+ 的归母净利润率水平	14
3. 盈利预测与评级	18
4. 风险提示	18

图表目录

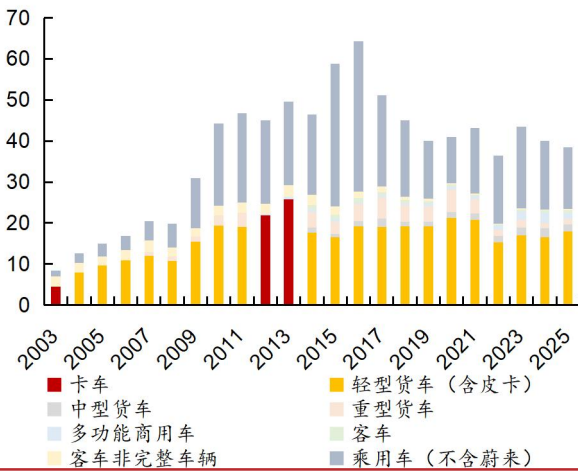
图表 1: 公司销量以轻卡及乘用车为主 (单位: 万辆)	7
图表 2: 公司出口销量呈提升趋势 (单位: 万辆)	7
图表 3: 公司商用车销量中, 出口销量呈提升趋势 (单位: 万辆)	8
图表 4: 轻卡业务为公司商用车板块核心销量基盘 (单位: 万辆)	8
图表 5: 公司轻卡整体市占率较稳定 (单位: 万辆)	8
图表 6: 公司底盘业务毛利率较稳定	8
图表 7: 公司商用车境外毛利率显著高于境内	8
图表 8: 公司客车境外毛利率与境内差距相对较小	8
图表 9: 2016 年后公司乘用车批发销量明显下滑, 目前乘用车批发以出口为主 (单位: 万辆)	9
图表 10: 目前公司乘用车批发销量以思皓、江淮等品牌为主 (单位: 万辆)	9
图表 11: 公司乘用车国内批发销量呈下滑趋势, 25 年尊界逐步放量 (单位: 万辆)	9
图表 12: 公司乘用车出口销量以思皓、江淮品牌为主 (单位: 万辆)	9
图表 13: 公司乘用车出口毛利率显著高于境内	10
图表 14: 2024、2025 年大众安徽投资亏损均录得 10 亿元以上 (单位: 亿元)	10
图表 15: 2025 年 TP 价格 60+ 万元的车型销量超 23 万辆 (单位: 万辆)	11
图表 16: 2025 年 TP 价格 60+ 万元的车型销量占整体市场份额的 1%	11
图表 17: TP 价格 60+ 万元的市场竞争格局以外资为主	11
图表 18: TP 价格 60+ 万元的中国品牌累计份额提升	11
图表 19: 2022-2025 年 60+ 万元行政级轿车市场规模普遍在 5 万辆及以上 (单位: 万辆)	12
图表 20: 2025 年 12 月 S800 上险量突破 4 千辆, 已超过宝马 7 系、奥迪 A8、奔驰 S 级、迈巴赫 S 级之和 (辆)	12
图表 21: 2025 年尊界 S800 终端实际成交价位于 80~90 万元区间, 仍低于奔驰 S 级及奔驰-迈巴赫 S 级 (万元)	12
图表 22: 2022-2025 年 60+ 万元 MPV 市场销量主要由埃尔法占据	13
图表 23: 2025 年 40-60 万元 MPV 上险量为 8.2 万辆	13
图表 24: 2025 年 60+ 万元 SUV 市场销量表现较好的车型为路虎揽胜及宝马 X5 (月均上险分别为 1.9/1.8 千辆)	13

图表 25: 我们预计尊界品牌最高年销量或可往 10~15 万辆甚至更高水平展望	14
图表 26: 从海内外对比及国内对比看, 尊界品牌或均能实现较高的毛利率水平	14
图表 27: 考虑到尊界与华为采用智选车合作模式, 参考赛力斯我们预计尊界销售费用率或较高, 整体三费率或相对偏高	15
图表 28: 尊界所得税率有望低于海外豪华品牌	16
图表 29: 法拉利剔除投资收益的归母净利率普遍位于 20% 上下; 保时捷则多位于 10% 上下; 宝马、奔驰、赛力斯则多为个位数水平	16
图表 30: 我们预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 696.6/1135.2/1267.4 亿元 ..	18
图表 31: 可比公司估值表	18

1. 销量以轻卡及乘用车为主，尊界品牌推出前由境外业务贡献主要毛利

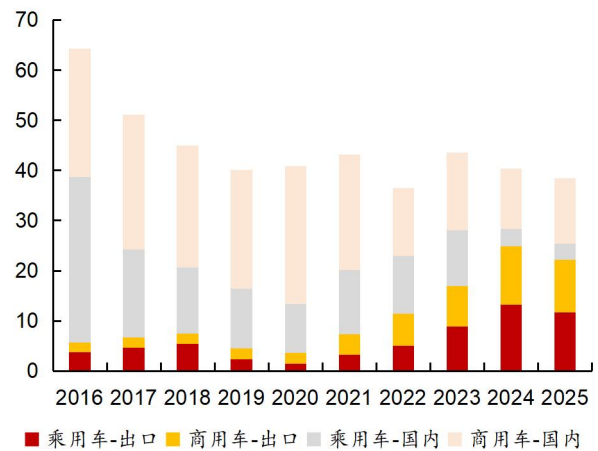
江淮汽车销量以轻卡及乘用车为主，且公司出口销量占比呈提升趋势（如无特殊说明，本文所提及的轻卡均为轻型货车（含皮卡）、乘用车销量均不包含蔚来）。江淮汽车始建于1964年，现有重、中、轻、微型卡车、多功能商用车、MPV、SUV、轿车、客车等主导产品，已形成传统&新能源动力的整车业务、核心零部件、汽车出行、汽车服务四大核心板块。其中整车业务方面，公司汽车销量以轻卡及乘用车为主（2025年轻卡占比47%，乘用车占比39%），且出口销量占比呈提升趋势（由2016年的9%提升至2025年的58%）。

图表 1：公司销量以轻卡及乘用车为主（单位：万辆）



资料来源：公司公告，中汽协，华源证券研究所

图表 2：公司出口销量呈提升趋势（单位：万辆）

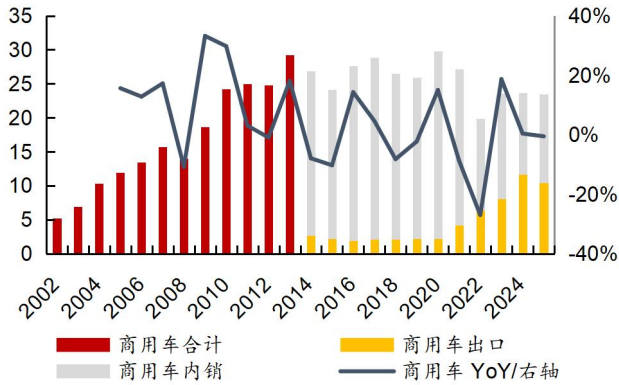


资料来源：公司公告，Marklines，中汽协，华源证券研究所（乘用车销量不含蔚来；商用车包括卡车（轻卡、中卡、重卡）、多功能商用车、客车、客车非完整车辆）

（1）商用车：回顾历史，江淮汽车以商用车业务起家，目前轻卡业务为商用车板块核心销量基盘，且2020~2025年轻卡市占率普遍稳定在8.5%~10%之间。江淮汽车始建于1964年，1968年第一辆江淮牌载货汽车试制成功，1990年中国第一台真正意义上的客车专用底盘在江淮汽车制造厂诞生，1996年代表当时中国最时尚、高品位的第一辆轻卡HFC1061下线，2003年格尔发重卡成功下线，标志着JAC已形成重、中、轻卡全系列商用车产品线。其中，轻卡业务为公司商用车板块核心基盘业务，2014~2025年轻卡销量占公司商用车销量的比例持续超过65%，且公司轻卡业务整体市占率较稳定，2020~2025年间市占率基本位于8.5%~10%之间。

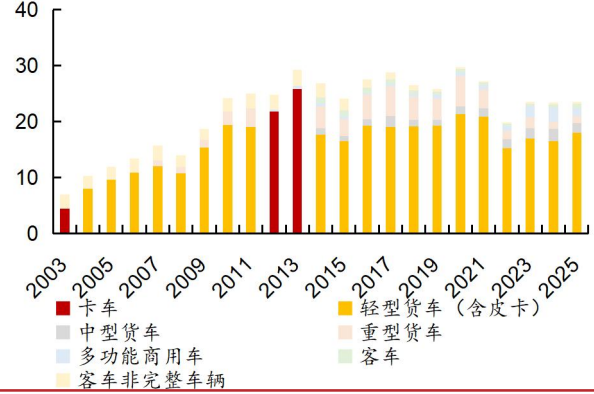
公司轻卡出口销量提升，且卡车+多功能商用车境外毛利率显著高于境内，其出口业务贡献商用车板块主要毛利。公司轻卡出口销量已由2023年的4.8万辆提升至2025年的7.2万辆，占轻卡整体销售的比例亦由28%提升至40%。此外，公司卡车+多功能商用车的境外毛利率显著高于境内（2023~2025H1毛利率高13pct以上），一方面由于境外主要市场需求快速增长，相关市场行业竞争相对宽松，公司在相关市场品牌影响力和竞争力相对较好，境外定价优于境内；另一方面境外商用车中帅铃轻卡、皮卡等高毛利车型的销售占比相对较高，产品结构优于境内。

图表 3：公司商用车销量中，出口销量呈提升趋势（单位：万辆）



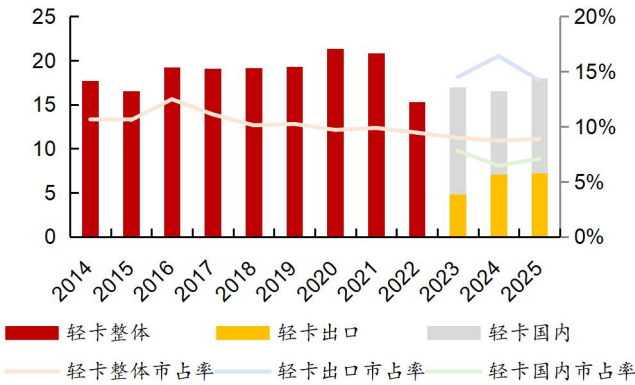
资料来源：公司公告，中汽协，华源证券研究所（商用车包括卡车（轻卡、中卡、重卡）、多功能商用车、客车、客车非完整车辆）

图表 4：轻卡业务为公司商用车板块核心销量基盘（单位：万辆）



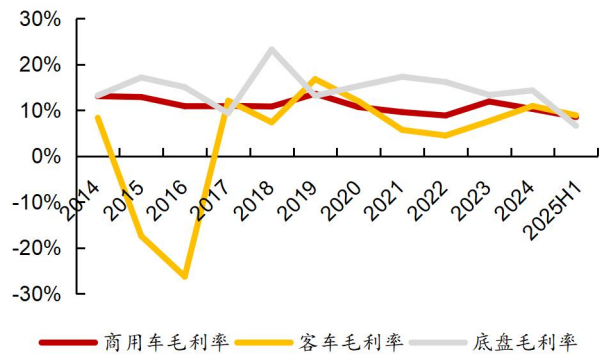
资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究所

图表 5：公司轻卡整体市占率较稳定（单位：万辆）



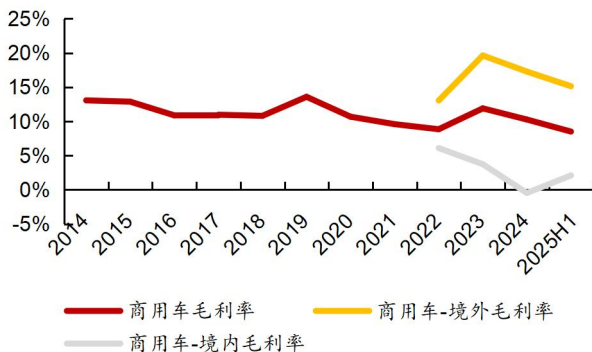
资料来源：公司公告，Wind，中汽协，华源证券研究所

图表 6：公司底盘业务毛利率较稳定



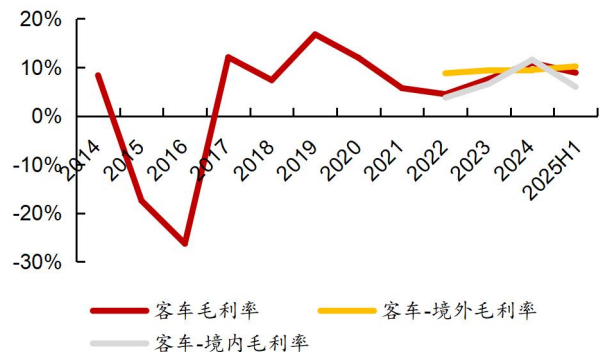
资料来源：公司公告，华源证券研究所（上述商用车仅包括卡车及多功能商用车）

图表 7：公司商用车境外毛利率显著高于境内



资料来源：公司公告，华源证券研究所（上述商用车仅包括卡车及多功能商用车）

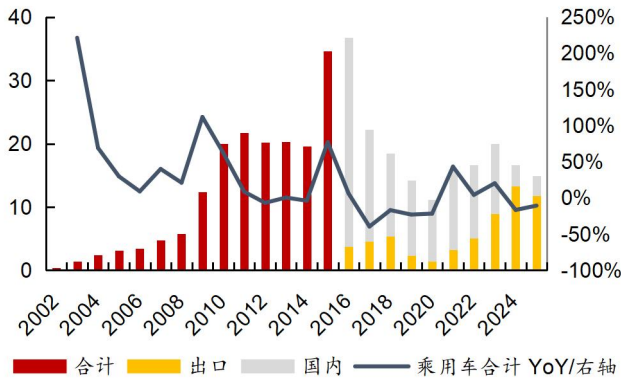
图表 8：公司客车境外毛利率与境内差距相对较小



资料来源：公司公告，华源证券研究所

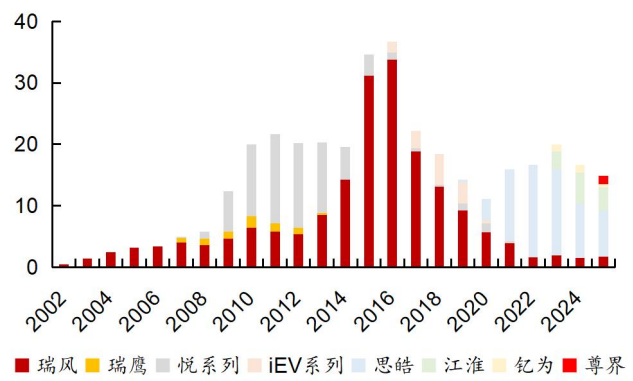
(2) 乘用车：公司率先通过瑞风商务车切入乘用车市场，但 2016 年后乘用车批发销量显著下滑，后续公司乘用车销量及毛利贡献主要依赖出口。2002 年瑞风商务车正式下线，为江淮汽车公司进入乘用车领域打下良好基础，2006 年 5 月 18 日第一款越野型 SUV 瑞鹰下线，2008 年江淮首款轿车宾悦批量下线，标志着 JAC 全面进军乘用车领域。在主力的瑞风品牌带动下，公司乘用车销量由 2002 年的 4 千辆提升至 2016 年的 37 万辆。但受产品竞争力较弱、竞争日趋激烈等因素影响，2016 年后公司乘用车批发销量显著下滑，国内批发销量更是由 2016 年的 33 万辆大幅下滑至 2025 年的 3 万辆，这也导致公司乘用车境内毛利率由 2022 年的 -0.8% 下滑至 2025H1 的 -10.8%。2025 年公司与华为合作推出的尊界销量占国内乘用车批发比重已达 45%，伴随尊界销量提升，国内乘用车毛利率有望提升。出口方面，2020 年以来公司乘用车出口销量有所提升，由 2020 年的 1.4 万辆提升至 2025 年的 11.7 万辆，并且乘用车境外毛利率高于境内 10~28pct，带动整体乘用车毛利率由 2020 年的 -2.5% 回升至 2025H1 的 11.4%。

图表 9：2016 年后公司乘用车批发销量明显下滑，目前乘用车批发以出口为主（单位：万辆）



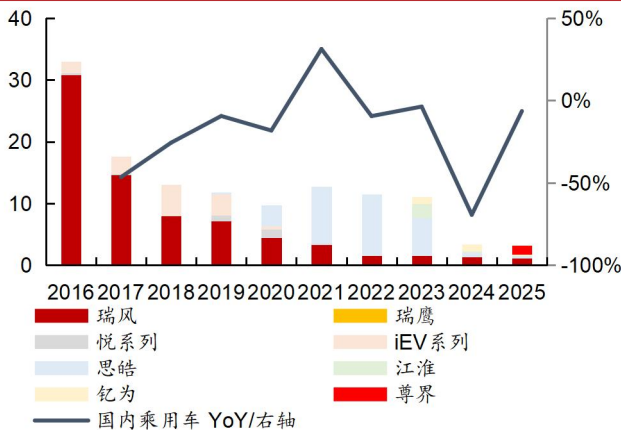
资料来源：Marklines，公司财报，华源证券研究所（乘用车销量不含蔚来）

图表 10：目前公司乘用车批发销量以思皓、江淮等品牌为主（单位：万辆）



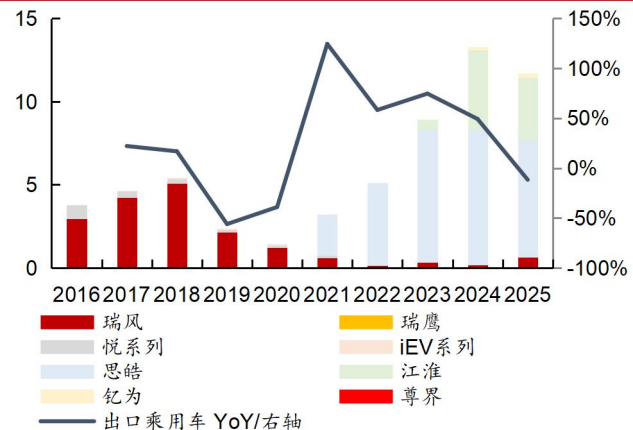
资料来源：Marklines，公司财报，华源证券研究所（乘用车销量不含蔚来）

图表 11：公司乘用车国内批发销量呈下滑趋势，25 年尊界逐步放量（单位：万辆）



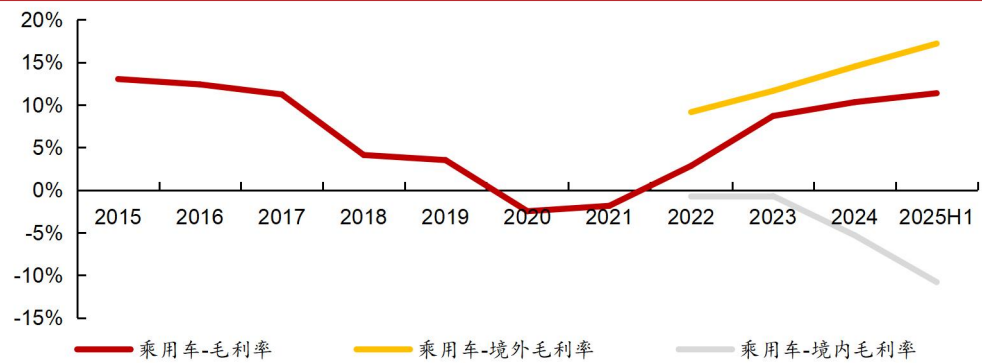
资料来源：Marklines，华源证券研究所

图表 12：公司乘用车出口销量以思皓、江淮品牌为主（单位：万辆）



资料来源：Marklines，华源证券研究所

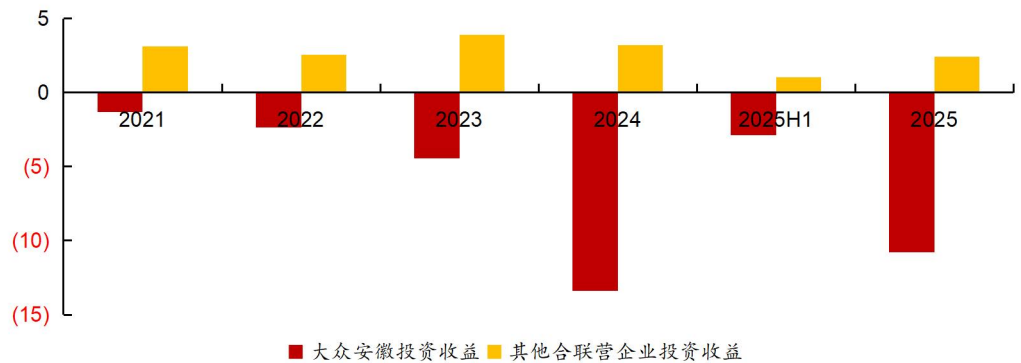
图表 13：公司乘用车出口毛利率显著高于境内



资料来源：公司公告，ifind，华源证券研究所

(3) 投资收益：大众安徽拖累报表，伴随新车陆续推出，整体盈利能力有望向好。2024、2025 年大众安徽投资亏损均录得 10 亿元以上，根据《每日经济新闻》，2026 年大众安徽或有四款车型计划上市，其中包括三款全新车型：除纯电轿车“与众 07”以及纯电 SUV“与众 08”外，大众安徽或还将在 2026 年四季度推出一款全新的 B 级纯电轿车。伴随新车陆续推出及放量，我们预计大众安徽投资亏损有望收窄。

图表 14：2024、2025 年大众安徽投资亏损均录得 10 亿元以上（单位：亿元）



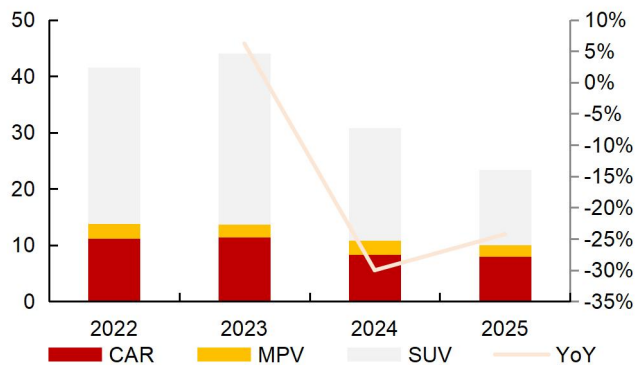
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 尊界：竞争格局好，销量及盈利空间可期

2.1. 销量：最高年销量或可往 10~15 万辆甚至更高水平展望

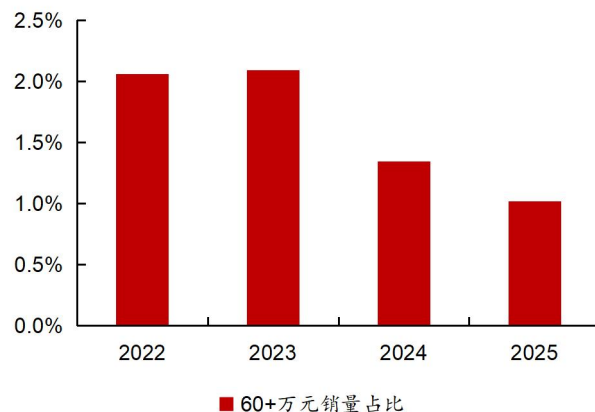
高端豪华市场由外资主导，中国品牌销量仍有较大提升空间，且该市场整体竞争烈度较低。尊界定位高端豪华市场，根据交强险，2025 年 TP 价格 60+万元的车型销量超 23 万辆，占乘用车整体市场的份额为 1%。该市场竞争格局以外资主导（2025 年奔驰、宝马、路虎、保时捷份额分别为 24%、18%、17%、14%，CR4 为 73%，市场集中度较高）。此外，2022~2025 年该市场份额第一的奔驰上险量分别为 12.5/12.3/9.8/5.6 万辆，尊界品牌 60 万元+的车型若覆盖较为全面，参考奔驰，尊界年销量最高或可往 10 万辆以上展望，并且考虑到尊界品牌部分车型价格或有可能下放至 60 万元以下，因此销售空间或更大。2022~2024 年中国品牌销量占该市场比例较低（份额在 1~3%），2025 年受益于尊界放量，该价格带中国品牌销量份额提升至 9%。

图表 15: 2025 年 TP 价格 60+万元的车型销量超 23 万辆 (单位: 万辆)



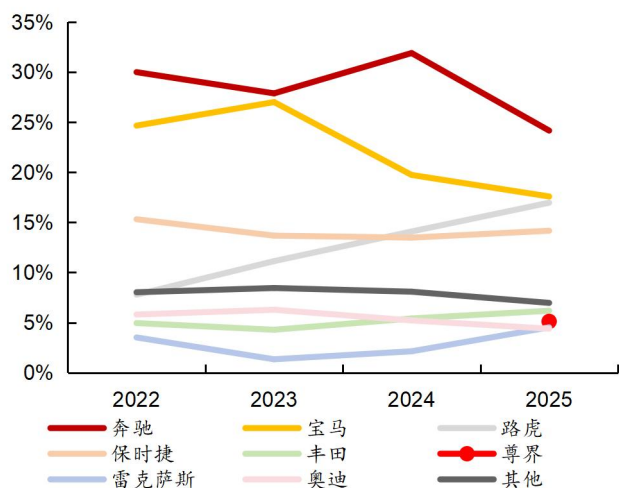
资料来源: 交强险, 华源证券研究所

图表 16: 2025 年 TP 价格 60+万元的车型销量占整体市场份额的 1%



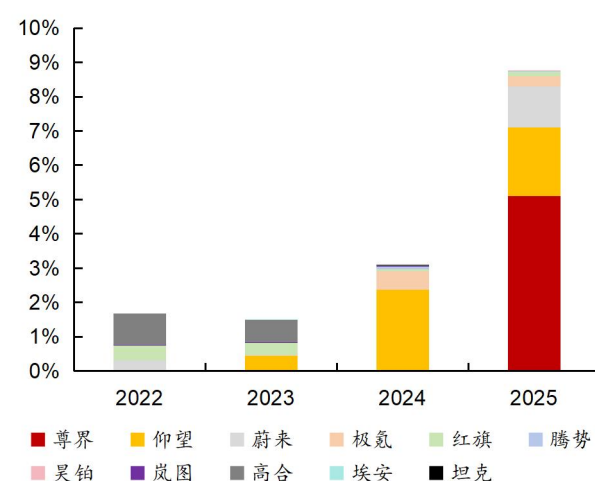
资料来源: 交强险, 华源证券研究所

图表 17: TP 价格 60+万元的市场竞争格局以外资为主



资料来源: 交强险, 华源证券研究所

图表 18: TP 价格 60+万元的中国品牌累计份额提升



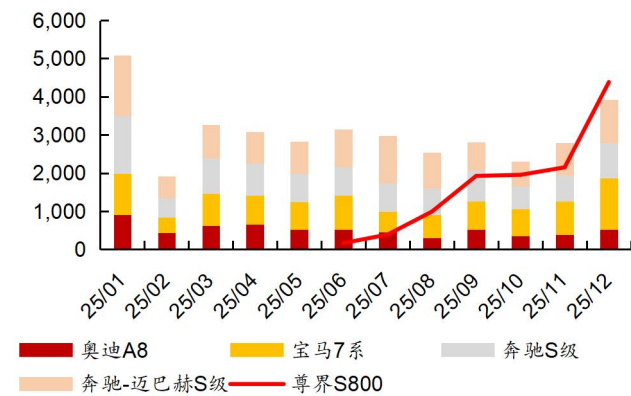
资料来源: 交强险, 华源证券研究所

(1) 轿车: 2022-2025 年 60+万元行政级轿车市场年度销量普遍在 5 万辆及以上, 尊界 S800+尊界 S800 高定版月销量有望达 2~2.5 千辆。尊界系列预计将覆盖轿车、SUV 和 MPV 等乘用车主要品种, 其中首款车型尊界 S800 定位超豪华偏行政级的大型新能源轿车, 此前行政级豪华轿车市场主要由宝马 7 系、奥迪 A8、奔驰 S 级、奔驰-迈巴赫 S 级等车型占据, 并且 2022 年以来 60+万元行政级轿车市场年度销量普遍在 5 万辆及以上。尊界 S800 凭借黑科技&强智能化等科技豪华属性+华为品牌力加持, 2025 年 12 月上险量突破 4 千辆, 已超过宝马 7 系、奥迪 A8、奔驰 S 级、奔驰-迈巴赫 S 级四个竞品上险量之和。考虑到 1) 2022~2025 年奔驰 S 级年度月均销量最高达 2.2 千辆; 以及 2) 2025 年尊界 S800 终端实际成交价位于 80~90 万元区间, 仍低于奔驰 S 级 (85~95 万元) 及奔驰-迈巴赫 S 级 (139~150 万元), 且根据 36 氪汽车微信公众号, 2026 年公司还将推出 S800 高定版, 综上所述我们预计 S800+S800 高定版月销量有望达 2~2.5 千辆。

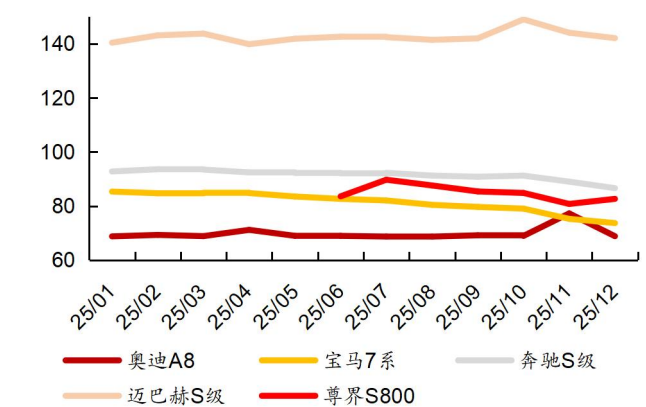
图表 19：2022-2025 年 60+万元行政级轿车市场规模普遍在 5 万辆及以上（单位：万辆）

类型	品牌	车型	2022	2023	2024	2025
行政	奥迪	奥迪 A8	1.0	1.1	0.9	0.6
	宝马	宝马 7 系	1.5	1.3	1.1	1.0
	奔驰	奔驰 S 级	2.7	2.3	1.6	1.0
	奔驰	奔驰-迈巴赫 S 级	0.8	1.4	1.3	1.1
	尊界	尊界 S800				1.2
	宾利	飞驰	0.1	0.1	0.1	0.1
		合计		6.1	6.2	5.0
运动	保时捷	718	0.1	0.1	0.0	0.0
	保时捷	911	0.3	0.5	0.3	0.2
	保时捷	Taycan	0.3	0.4	0.2	0.1
	奔驰	奔驰 AMG GT	0.2	0.1	0.1	0.1
	宝马	宝马 M4	0.1	0.1	0.1	0.1
		合计	1.0	1.3	0.7	0.5
城市	保时捷	Panamera	2.1	2.1	1.6	1.2
		合计	2.1	2.1	1.6	1.2
	合计		9.1	9.6	7.2	6.7
	上述车型占 60+万元轿车总销量比例		82%	84%	87%	83%

资料来源：交强险，华源证券研究所（注：仅为 TP 价格在 60 万元以上的车款销量）

图表 20：2025 年 12 月 S800 上险量突破 4 千辆，已超过宝马 7 系、奥迪 A8、奔驰 S 级、迈巴赫 S 级之和（辆）


资料来源：交强险，华源证券研究所

图表 21：2025 年尊界 S800 终端实际成交价位于 80~90 万元区间，仍低于奔驰 S 级及奔驰-迈巴赫 S 级（万元）


资料来源：交强险，华源证券研究所

（2）MPV：2022-2025 年 60+万元 MPV 市场年度上险量规模在 2~3 万辆，且该市场主要由埃尔法主导，我们预计尊界 MPV 长轴版月销量有望向 1.5~2 千辆展望。2022~2025 年 60+万元 MPV 市场年度上险量规模在 2~3 万辆间，且该市场上险量主要由埃尔法占据（2022~2025 年其月均上险量分别为 1.7/1.6/1.4/1.2 千辆）。根据 36 氪汽车微信公众号，2026 年尊界预计将推出高端豪华 MPV 车型，并且预计会推出长轴版和标轴版（目前价格未定，但我们预计标轴版价格有望下探至 60 万元以下）。目前长轴版竞品埃尔法及雷克萨斯 LM 等车型科技豪华属性相对较弱（例如不支持城市 NOA 等），并且尊界 MPV 有望将尊界的用户人群进一步向家庭用户拓展，因此我们预计尊界 MPV 长轴版月销量有望向 1.5~2 千辆展望。若标轴版 MPV 价格下探至 60 万元以下，考虑到 2025 年 TP 价格 45 万元以上的理想 MEGA、极氪 009 月度销量最高均突破 3 千辆，并且若标轴版价格下探较多，或还能与 2025 年 TP 价格 35 万元左右的腾势 D9、岚图梦想家等高销量车型抢夺份额（2025 年月均上险量分别为 7.5/5.8 千辆），因此我们预计标轴版 MPV 月销量或有望向 3~5 千辆展望。

图表 22：2022-2025 年 60+万元 MPV 市场销量主要由埃尔法占据

品牌	车型	2022 上险量/	2023 上险量/	2024 上险量/	2025 上险量/	2025 年全价格带车系实际成交价/
		万辆	万辆	万辆	万辆	
丰田	埃尔法	2.0	1.9	1.7	1.4	96.1
雷克萨斯	雷克萨斯 LM	0.4	0.2	0.4	0.4	159.6
沃尔沃	沃尔沃 EM90			0.2	0.1	/
极氪	极氪 009			0.1	0.1	/
别克	世纪	0.03	0.2	0.04	0.04	/
腾势	腾势 D9			0.03	0.004	/
奔驰	奔驰 V 级	0.3		0.1		/
岚图	梦想家	0.01	0.01	0.01		/
合计		2.7	2.3	2.5	2.0	

资料来源：交强险，华源证券研究所（注：仅为 TP 价格在 60 万元以上的车款销量）

图表 23：2025 年 40-60 万元 MPV 上险量为 8.2 万辆

	品牌	车型	40-60 万元上险量/万辆				全价格带上险量/万辆				全价格带 TP/万元			
			2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
奔驰	奔驰 V 级		1.1	1.2	0.6	0.6	1.4	1.3	0.9	0.7	54	51	50	51
别克	世纪		0.1	1.6	1.1	0.6	0.1	1.8	1.1	0.7	58	54	51	54
极氪	极氪 009			1.8	1.9	1.7		1.8	2.0	1.8		52	50	47
岚图	梦想家		0.3	0.9	0.4	1.3	0.7	2.1	4.7	6.9	40	38	35	36
理想	理想 MEGA				1.1	1.9			1.1	1.9			53	53
腾势	腾势 D9		0.2	7.8	3.5	1.3	0.6	10.7	8.7	9.0	40	41	38	34
	其他		3.0	1.9	1.8	0.8								
合计			4.7	15.2	10.3	8.2								

资料来源：交强险，华源证券研究所

(3) SUV：尊界单款 SUV 月销量有望达 1.5~2 千辆，考虑到 60 万元+SUV 中强势品牌 2022~2025 年年销量位于 2.8~10.2 万辆间，我们预计尊界 SUV 系列销量或仍有提升空间。 2025 年 60+万元 SUV 市场年度销售规模为 13.4 万辆，并且城市/硬派 SUV 中销量表现较好的车型月上险量最高分别达 1.8 千辆（宝马 X5）、1.9 千辆（路虎揽胜），我们预计尊界 SUV 凭借科技豪华等竞争力，单款 SUV 车型月销量有望达 1.5~2 千辆。此外，60 万元+SUV 中分品牌看，2022~2025 年路虎上险量分别为 3.2、4.9、4.3、4.0 万辆；奔驰上险量分别为 8.1、8.0、6.5、3.1 万辆；宝马上险量分别为 8.4、10.2、4.7、2.8 万辆，伴随尊界产品矩阵完善，我们预计其 SUV 系列销量或仍有提升空间。

图表 24：2025 年 60+万元 SUV 市场销量表现较好的车型为路虎揽胜及宝马 X5（月均上险分别为 1.9/1.8 千辆）

类型	品牌	车型	上险量/万辆				TP/万元				备注
			2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	
城市	奥迪	奥迪 Q7	0.7	1.2	0.4	0.3	72	66	62	61	
	宝马	宝马 X5	6.4	8.2	3.6	2.2	68	67	67	67	
	宝马	宝马 X6	0.5	0.5	0.3	0.1	78	73	68	68	
	宝马	宝马 X7	1.1	1.1	0.7	0.4	108	103	92	91	
	保时捷	Cayenne	3.3	2.8	2.1	1.7	91	86	86	78	
	奔驰	奔驰 GLE 级	4.3	4.3	3.8	1.4	73	74	69	69	
	奔驰	奔驰 GLS 级	2.0	1.8	1.5	0.9	129	125	117	102	
	奔驰	奔驰-迈巴赫 GLS 级	0.3	0.3	0.2	0.2	254	215	183	183	
	沃尔沃	沃尔沃 XC90	0.5	0.5	0.2	0.1	68	66	64	65	
	合计			19.1	20.6	12.8	7.3				

硬派	奔驰	奔驰 G 级	0.4	0.6	0.6	0.6	230	195	176	200	非承载式车身
	路虎	卫士	1.2	2.0	1.7	1.5	93	89	84	77	承载式车身
	仰望	仰望 U8		0.2	0.7	0.3		110	110	120	非承载式车身
	路虎	揽胜	1.0	1.7	2.1	2.3	166	169	170	160	承载式车身，偏硬派
	路虎	揽胜 SPORT	0.7	0.9	0.4	0.1	92	95	91	85	承载式车身，偏硬派
	雷克萨斯	雷克萨斯 LX				0.3				154	非承载式车身，偏硬派
	雷克萨斯	雷克萨斯 GX			0.2	0.3			87	81	非承载式车身，偏硬派
合计			3.3	5.4	5.7	5.4					
合计			22.5	26.0	18.5	12.7					
上述车型占 60+万元 SUV 上险量比重			81%	86%	92%	95%					

资料来源：交强险，汽车之家，华源证券研究所（注：仅统计 TP 价格在 60 万元以上的车款上险量及实际 TP 值）

综上所述，我们预计尊界品牌最高年销量或可往 10~15 万辆甚至更高水平展望。

图表 25：我们预计尊界品牌最高年销量或可往 10~15 万辆甚至更高水平展望

类别	车型	最高月销/万辆	最高年销量/万辆
轿车	S800 及 S800 高定版	0.2~0.25	2.4~3
	标轴版	0.3~0.5	3.6~6
MPV	长轴版	0.15~0.2	1.8~2.4
	单款 SUV	0.15~0.2	1.8~2.4
合计		0.8~1.15	9.6~13.8

注：若考虑后续可能推出的其他新车，实际销量或可能向 15 万辆以上展望

资料来源：华源证券研究所预测

2.2. 利润：尊界或有机会实现 10%+ 的归母净利润率水平

为更好地对尊界品牌的盈利能力进行展望，我们通过对比海外高端品牌以及国内与华为合作的赛力斯进行分析（以下描述分别对应图表所列时间区间）：

毛利率：尊界品牌售价较高，且中国供应链成本可能更低，并且无论从海内外对比还是国内对比看，尊界品牌或均能实现较高的毛利率水平。一方面从海内外对比看，与尊界 S800 目前销售价格（指导价 70.8~101.8 万元，但计入报表的单车收入需扣除 13% 增值税）较为类似的主要为保时捷（2021~2025Q1-3 单车收入位于 70~95 万元区间），而 2021~2024 年保时捷的毛利率均在 30% 以上，考虑到中国供应链成本可能更低，因此我们预计尊界 S800 有望实现相似或者更高的毛利率水平。另一方面从国内对比看，与华为合作推出问界品牌的赛力斯单车收入位于 30 万元上下，毛利率基本处于 25~30% 区间，尊界品牌整体定位更高（哪怕尊界品牌后续可能会推出价格带略低的产品，但我们预计其单车收入仍会高于赛力斯），尊界品牌或能实现更高的毛利率。此外，随着规模效应释放，尊界毛利率或仍有提升空间。

图表 26：从海内外对比及国内对比看，尊界品牌或均能实现较高的毛利率水平

单车 ASP/万元	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3	2025
法拉利	276.1	283.6	343.7	369.3	426.3	430.0
保时捷	72.4	82.1	91.8	89.2	93.8	
宝马	27.3	37.9	40.7	38.8	40.6	
奔驰	35.9	40.2	43.4	41.3	45.0	43.9
单车 ASP/万元	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
赛力斯	31.1	30.2	28.0	33.2	33.9	30.9
江淮汽车	10.0	11.3	9.8	10.5	12.7	15.3

毛利率	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3	2025
法拉利	51.3%	48.0%	49.8%	50.1%	51.6%	51.7%
保时捷	32.1%	32.0%	32.9%	30.8%	21.6%	
宝马	25.4%	21.9%	23.9%	21.4%	20.8%	
奔驰	22.9%	22.7%	22.4%	19.6%	17.3%	16.9%
毛利率	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
赛力斯	27.1%	28.7%	27.6%	29.5%	29.9%	28.7%
江淮汽车	11.5%	8.0%	10.2%	8.1%	14.1%	15.4%

资料来源：各公司财报，各公司公告，华源证券研究所

费用率：考虑到尊界与华为采取智选车合作模式，参考赛力斯我们预计尊界销售费用率或较高，整体三费率或会相对偏高。1) 海外豪华品牌，尤其超豪华品牌如法拉利，普遍呈现更高的研发费用率（法拉利研发费用率基本高于10%，保时捷、宝马、奔驰、赛力斯均为个位数水平）；2) 与华为合作的赛力斯则呈现较高的销售费用率（赛力斯销售费用率基本高于10%，而海外豪华品牌为个位数，我们预计这与公司和华为的合作模式有一定关联）；3) 管理费用率方面各主机厂有所差异但普遍位于1.5~6%区间。由于较高的销售费用率，赛力斯的合计三费率（研发+销售+管理）略低于法拉利，但普遍高于保时捷、宝马、奔驰（赛力斯和法拉利三费率基本位于20%以上，宝马、奔驰多位于10~15%）。考虑到尊界品牌亦与华为采取智选车合作模式，我们预计其销售费用率或会相对偏高，整体三费率或也可能处于相对偏高的水平。

图表 27：考虑到尊界与华为采用智选车合作模式，参考赛力斯我们预计尊界销售费用率或较高，整体三费率或相对偏高

销售费用率	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3	2025
法拉利	3.9%	4.5%	4.0%	4.3%	4.9%	4.9%
保时捷	6.4%	6.3%	7.1%	7.7%	7.6%	
宝马	4.8%	4.3%	3.9%	4.3%		
奔驰	6.9%	6.3%	6.3%	6.9%	7.4%	7.4%
销售费用率	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
赛力斯	12.7%	13.5%	13.9%	14.5%	14.6%	15.0%
江淮汽车	3.9%	1.6%	3.3%	4.2%	7.7%	8.2%
管理费用率	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3	2025
法拉利	4.2%	3.9%	3.8%	4.1%	3.8%	4.1%
保时捷	4.3%	4.4%	4.4%	4.6%	5.3%	
宝马	3.5%	3.1%	3.2%	3.6%		
奔驰	2.1%	1.7%	1.8%	1.7%	2.0%	1.9%
管理费用率	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
赛力斯	2.5%	3.5%	3.4%	2.0%	2.2%	4.0%
江淮汽车	4.1%	5.7%	5.7%	5.9%	5.8%	2.5%
研发费用率	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3	2025
法拉利	18.0%	15.2%	14.8%	13.4%	12.7%	12.9%
保时捷	5.4%	3.9%	4.2%	5.1%	9.4%	
宝马	5.7%	4.6%	4.8%	5.4%	5.2%	
奔驰	4.1%	3.7%	4.1%	3.8%	4.8%	4.6%

研发费用率	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
赛力斯	3.7%	3.2%	5.5%	4.3%	4.4%	5.3%
江淮汽车	4.1%	5.3%	3.4%	3.7%	4.5%	3.9%
三费率合计	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3	2025
法拉利	26.1%	23.6%	22.5%	21.8%	21.5%	21.9%
保时捷	16.1%	14.6%	15.7%	17.4%	22.3%	
宝马	14.0%	12.1%	11.9%	13.3%	12.8%	
奔驰	13.0%	11.8%	12.2%	12.4%	14.2%	13.8%
三费率合计	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
赛力斯	18.9%	20.2%	22.8%	20.9%	21.2%	24.4%
江淮汽车	12.0%	12.6%	12.4%	13.7%	17.9%	14.6%

资料来源：各公司财报，各公司公告，华源证券研究所

所得税率：尊界所得税率有望低于海外豪华品牌。海外豪华品牌所得税率普遍较高，大多时候位于 20% 以上，而中国品牌所得税率多位于 15% 上下，因此我们预计尊界所得税率方面有望低于海外豪华品牌。

图表 28：尊界所得税率有望低于海外豪华品牌

所得税率	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3	2025
法拉利	20.1%	20.2%	21.5%	19.2%	22.0%	22.5%
保时捷	29.5%	29.9%	30.1%	31.2%	-3.6%	
宝马	22.4%	21.0%	28.8%	30.0%	29.1%	
奔驰	30.1%	27.1%	27.6%	26.4%	17.1%	
所得税率	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
赛力斯	9.5%	-34.8%	16.9%	17.5%	13.9%	33.8%
江淮汽车	12.0%	-1.6%	-38.7%	3.7%	-3.5%	-7.8%

资料来源：各公司财报，各公司公告，华源证券研究所

归母净利润率（剔除投资收益）：依托较高的毛利率水平，尽管三费率较高，法拉利剔除投资收益的归母净利润率普遍位于 20% 上下；保时捷则多位于 10% 上下；宝马、奔驰、赛力斯则多为个位数水平。我们认为尽管尊界三费率可能会处于相对较高的水平，但由于其具备较高的毛利率潜质，并且所得税率也有望较海外豪华品牌更优，因此尊界或仍能有机会实现超过 10% 的归母净利润率水平（剔除投资收益）。

图表 29：法拉利剔除投资收益的归母净利润率普遍位于 20% 上下；保时捷则多位于 10% 上下；宝马、奔驰、赛力斯则多为个位数水平

毛利率减三费率	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3	2025
法拉利	25.2%	24.4%	27.3%	28.3%	30.1%	29.8%
保时捷	16.1%	17.4%	17.1%	13.4%	-0.7%	
宝马	11.5%	9.8%	12.0%	8.1%	8.0%	
奔驰	9.9%	10.9%	10.3%	7.2%	3.0%	3.1%

毛利率减三费率	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
赛力斯	8.2%	8.5%	4.8%	8.6%	8.7%	4.3%
江淮汽车	-0.5%	-4.7%	-2.2%	-5.7%	-3.8%	0.7%
其他费用率	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3	2025
法拉利	5.9%	6.2%	6.4%	5.7%	7.5%	7.7%
保时捷	3.8%	4.2%	4.4%	4.0%	-1.4%	
宝马	3.5%	-1.9%	5.8%	4.2%	4.3%	
奔驰	2.9%	2.4%	2.4%	1.0%	0.1%	-0.8%
其他费用率	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
赛力斯	2.4%	3.4%	0.9%	3.6%	4.1%	3.3%
江淮汽车	-3.9%	10.5%	-1.3%	-0.9%	1.7%	-1.6%
归母净利率（剔除投资收益）	2021	2022	2023	2024	2025Q1-3	2025
法拉利	19.3%	18.2%	20.9%	22.7%	22.6%	22.2%
保时捷	12.2%	13.2%	12.7%	9.3%	0.7%	
宝马	8.0%	11.7%	6.2%	3.9%	3.7%	
奔驰	7.0%	8.5%	7.9%	6.2%	2.9%	3.9%
归母净利率（剔除投资收益）	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
赛力斯	5.8%	5.2%	3.9%	5.1%	4.6%	0.9%
江淮汽车	3.4%	-15.2%	-0.9%	-4.8%	-5.5%	2.3%

资料来源：各公司财报，各公司公告，华源证券研究所

从节奏上看，由于公司前期投入较高（公司的高端智能电动平台开发项目预计投资总额为 58.7 亿元，并且年产 20 万辆中高端智能新能源乘用车建设项目及配套车型技改项目固定资产投资预计 35 亿元左右），公司尊界车型实现盈利所需达到的销售目标或为规划总产能的 35~40%左右（规划总年产能 20 万辆，占比 35~40%即 7~8 万辆），并将随后续固定资产折旧、无形资产摊销等成本费用的变化，或逐步下降至规划总产能的 25~30%左右（即 5~6 万辆）。

3. 盈利预测与评级

我们预计公司 2026–2028 年营业总收入分别为 696.6/1135.2/1267.4 亿元。考虑到公司尊界逐步放量，我们预计公司 2026–2028 年销售毛利率分别为 18.2%/22.4%/23.4%。

图表 30：我们预计公司 2026–2028 年营业总收入分别为 696.6/1135.2/1267.4 亿元

	2026E	2027E	2028E
营业总收入	696.6	1135.2	1267.4
YOY	49.9%	63.0%	11.6%
销售毛利率	18.2%	22.4%	23.4%
一、乘用车业务	400.0	826.1	945.1
YOY	122.2%	106.5%	14.4%
毛利率	23.3%	26.6%	27.5%
二、商用车+客车+底盘业务	249.7	262.2	275.3
YOY	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	9.7%	9.8%	9.9%
三、其他业务（不含金融类业务）	47.0	47.0	47.0
YOY	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	20.4%	20.4%	20.4%

资料来源：公司财报，华源证券研究所

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 12.6/52.3/69.4 亿元，同比增速分别为 173.95%/315.66%/32.70%，当前股价对应的 PE 分别为 87.6/21.1/15.9 倍，对应可比公司 PE 分别为 15.5/11.9/10.4 倍。鉴于高端品牌尊界销量表现亮眼，且有望贡献较大盈利弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 31：可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值/亿元				归母净利润/亿元				PE	
		2026/4/27	26E	27E	28E	26E	27E	28E	27E	28E	
601127.SH	赛力斯	1,579.6	101.7	132.6	152.3	15.5	11.9	10.4			

资料来源：Wind，华源证券研究所（赛力斯归母净利润来自 Wind 一致预期）

4. 风险提示

（1）行业景气度不及预期风险：在 2026 年新能源购置税补贴退坡及以旧换新补贴退坡的背景下，汽车行业销量亦可能不及预期。

（2）竞争格局恶化风险：尽管目前尊界车型的新能源车直接竞品较少，但后续若其他主机厂推出类似车型，尊界销量或也可能受到一定影响。

（3）新车销量不及预期风险：考虑到市场竞争、行业景气度等因素，后续尊界车型仍可能存在销量不及预期的风险。

（4）盈利能力改善不及预期风险：公司此前仍处于净亏损状态，若汽车销量不及预期，盈利能力改善幅度或相对有限。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	17,140	29,082	49,649	59,372
应收票据及账款	3,848	5,195	7,532	7,368
预付账款	282	423	689	769
其他应收款	211	317	517	577
存货	3,013	3,742	5,060	4,780
其他流动资产	3,924	3,924	3,924	3,924
流动资产总计	28,418	42,683	67,370	76,789
长期股权投资	4,963	4,463	4,163	4,063
固定资产	10,019	11,131	12,115	12,972
在建工程	531	478	425	371
无形资产	3,665	4,126	5,452	6,644
长期待摊费用	17	11	6	0
其他非流动资产	3,268	4,109	3,950	3,791
非流动资产合计	22,461	24,317	26,110	27,841
资产总计	50,880	67,000	93,481	104,630
短期借款	171	0	0	0
应付票据及账款	26,178	35,639	53,639	57,526
其他流动负债	9,060	10,706	13,771	14,008
流动负债合计	35,408	46,346	67,410	71,534
长期借款	3,333	3,833	4,333	4,833
其他非流动负债	1,490	1,490	1,490	1,490
非流动负债合计	4,823	5,323	5,823	6,323
负债合计	40,231	51,668	73,232	77,857
股本	2,184	2,254	2,254	2,254
资本公积	6,362	9,792	9,792	9,792
留存收益	1,144	2,276	6,981	13,225
归属母公司权益	9,690	14,322	19,027	25,271
少数股东权益	958	1,009	1,221	1,502
股东权益合计	10,648	15,331	20,248	26,773
负债和股东权益合计	50,880	67,000	93,481	104,630

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	-1,772	943	4,908	6,519
折旧与摊销	1,982	2,144	2,407	2,669
财务费用	-161	97	60	31
投资损失	874	538	338	138
营运资金变动	2,457	8,786	16,943	4,429
其他经营现金流	14	219	419	619
经营性现金净流量	3,395	12,727	25,075	14,405
投资性现金净流量	1,062	-4,390	-4,420	-4,450
筹资性现金净流量	-1,710	3,606	-88	-232
现金流量净额	2,818	11,942	20,566	9,723

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	46,476	69,664	113,524	126,740
营业成本	40,766	56,958	88,038	97,036
税金及附加	609	913	1,489	1,662
销售费用	2,897	4,272	8,170	9,294
管理费用	2,181	3,228	5,203	5,746
研发费用	1,809	2,706	4,410	4,923
财务费用	-161	97	60	31
资产减值损失	-475	-400	-400	-400
信用减值损失	237	-50	-50	-50
其他经营损益	92	70	70	70
投资收益	-874	-538	-338	-138
公允价值变动损益	59	60	60	60
资产处置收益	152	152	152	152
其他收益	749	749	749	749
营业利润	-1,685	1,533	6,398	8,493
营业外收入	30	30	30	30
营业外支出	32	23	23	23
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	-1,688	1,541	6,406	8,501
所得税	84	231	961	1,275
净利润	-1,772	1,310	5,445	7,226
少数股东损益	-69	51	212	281
归属母公司股东净利润	-1,703	1,259	5,233	6,944
EPS(元)	-0.76	0.56	2.32	3.08

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	10.35%	49.89%	62.96%	11.64%
营业利润增长率	10.77%	190.98%	317.27%	32.74%
归母净利润增长率	4.57%	173.95%	315.66%	32.70%
经营现金流增长率	25.20%	274.91%	97.02%	-42.55%
盈利能力				
毛利率	12.28%	18.24%	22.45%	23.44%
净利率	-3.81%	1.88%	4.80%	5.70%
ROE	-17.57%	8.79%	27.50%	27.48%
ROA	-3.35%	1.88%	5.60%	6.64%
估值倍数				
P/E	-64.80	87.63	21.08	15.89
P/S	2.37	1.58	0.97	0.87
P/B	11.38	7.70	5.80	4.37
股息率	0.00%	0.12%	0.48%	0.64%
EV/EBITDA	731	24	8	6

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。