

公司研究

高端化转型提速，尊界放量与定增落地共筑增长新动能

——江淮汽车（600418.SH）跟踪报告

要点

合资公司持续亏损拖累业绩：2025年公司营业收入同比+10.4%至464.8亿元，归母净亏损同比收窄4.6%至17.0亿元，扣非归母净亏损同比收窄8.8%至25.0亿元；其中，4Q25营业收入同比+57.4%/环比+35.5%至156.0亿元，归母净亏损同环比收窄88.9%/59.4%至2.7亿元，扣非归母净亏损同环比收窄70.6%/13.0%至7.4亿元。1Q26营业收入同比+16.9%至114.6亿元，归母净亏损同环比扩大171.7%/125.8%至6.1亿元，扣非归母净亏损同比扩大153.2%/环比收窄1.4%至7.3亿元。我们判断，公司4Q25及1Q26业绩不及预期主要受累于大众安徽持续亏损。

新能源车销量高增提振毛利率：2025年公司汽车总销量同比-4.7%至38.4万辆（其中乘用车销量同比-10.6%至14.9万辆/商用车销量同比-0.5%至23.5万辆、新能源汽车销量同比-7.2%至2.9万辆），4Q25公司汽车总销量同比+16.6%/环比+12.4%至10.2万辆（其中乘用车销量同比+20.0%/环比+4.4%至4.2万辆/商用车销量同比+14.4%/环比+18.7%至6.0万辆、新能源汽车销量同比+34.1%/环比+66.4%至1.3万辆）；1Q26公司汽车总销量同比-15.5%至8.4万辆（其中乘用车销量同比-34.8%/环比-49.4%至2.1万辆/商用车销量同比-4.6%/环比+4.8%至6.3万辆、新能源汽车销量同比+66.0%/环比-52.2%至0.6万辆）。2025年公司毛利率同比+1.8pcts至12.3%，4Q25毛利率同比+7.4pcts/环比+1.2pcts至15.2%；1Q26毛利率同比+1.3pcts/环比-3.8pcts至11.4%。我们判断，4Q25公司毛利率同环比提升及1Q26毛利率同比提升主要受益于尊界S800爬坡上量，看好尊界放量带动公司盈利提升前景。

高端化转型提速，尊界放量与定增落地共筑增长新动能：1) **尊界S800累计交付破万，产品矩阵有序拓展：**江淮与华为合作首款车型尊界S800自2025年5月30日正式上市后，截至2025年末累计交付已突破1万辆，成功树立国产科技豪华新标杆；同平台大型SUV、MPV等后续车型正按计划推进，将依托华为智驾与鸿蒙座舱技术加持、超豪华定位及差异化服务，持续抢占高端市场份额。2) **定增顺利完成，赋能高端平台与产能升级：**公司于2026年2月顺利完成向特定对象发行股票，募集资金总额35亿元，专项用于高端智能电动平台开发项目（即尊界合作项目），为尊界系列车型持续迭代、产能稳步爬坡及项目高效落地提供充足资金保障，助力公司加速向高端智能新能源赛道转型，驱动盈利水平逐步改善。

投资建议：鉴于合资公司持续亏损，下调2026E/2027E归母净利润预测47%/2%至9.2亿元/25.0亿元，新增2028E归母净利润预测为64.4亿元；看好尊界爬坡上量带动公司业绩改善前景。

风险提示：行业竞争加剧、与华为合作推进情况不及预期、出口销量不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	42,116	46,476	62,710	93,325	119,682
营业收入增长率	-6.28%	10.35%	34.93%	48.82%	28.24%
归母净利润（百万元）	-1,784	-1,703	915	2,496	6,436
EPS（元）	-0.82	-0.78	0.41	1.11	2.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	-15.71%	-17.57%	8.64%	19.08%	32.97%
P/E	NA	NA	119	43	17
P/B	9.3	10.8	10.2	8.3	5.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2026-04-29

无评级

当前价：48.14元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebsecn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

021-52523838

xingping@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	22.54
总市值(亿元)	1085.16
一年最低/最高(元)	34.10/58.81
近3月换手率	100.11%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.80	-13.68	7.16
绝对	5.29	-12.49	34.58

资料来源：Wind

相关研报

2Q25业绩承压，看好尊界上市后边际变化——江淮汽车（600418.SH）2025年半年报业绩点评（2025-09-04）

1Q25业绩表现承压，关注尊界上市后边际变化——江淮汽车（600418.SH）跟踪报告（2025-05-15）

3Q24业绩符合预期，尊界将于广州车展首秀——江淮汽车（600418.SH）2024年三季度业绩点评（2024-10-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	42,116	46,476	62,710	93,325	119,682
营业成本	37,701	40,766	53,948	77,043	95,145
折旧和摊销	1,640	1,819	2,323	2,355	2,389
税金及附加	335	609	627	933	1,197
销售费用	1,467	2,897	3,763	6,066	7,779
管理费用	1,789	2,181	2,822	4,200	5,386
研发费用	1,763	1,809	2,383	3,546	4,548
财务费用	41	-161	-47	-75	-62
投资收益	-994	-874	-326	-375	-219
营业利润	-1,889	-1,685	816	2,793	7,430
利润总额	-1,874	-1,688	841	2,818	7,455
所得税	119	84	126	423	1,118
净利润	-1,994	-1,772	715	2,396	6,336
少数股东损益	-209	-69	-200	-100	-100
归属母公司净利润	-1,784	-1,703	915	2,496	6,436
EPS(元)	-0.82	-0.78	0.41	1.11	2.86

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,711	3,395	5,326	15,236	16,664
净利润	-1,784	-1,703	915	2,496	6,436
折旧摊销	1,640	1,819	2,323	2,355	2,389
净营运资金增加	-4,531	-5,154	1,127	-4,136	-2,590
其他	7,386	8,432	962	14,522	10,429
投资活动产生现金流	-4,596	1,062	-1,902	-1,210	-749
净资本支出	-1,425	-1,057	-553	-900	-900
长期投资变化	5,814	4,963	-200	-200	-200
其他资产变化	-8,985	-2,844	-1,149	-110	351
融资活动现金流	392	-1,710	2,065	2,187	2,089
股本变化	0	0	70	0	0
债务净变化	-235	-1,102	1,711	1,500	1,500
无息负债变化	4,616	4,681	2,626	14,340	11,161
净现金流	-1,444	2,818	5,489	16,213	18,004

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	10.5%	12.3%	14.0%	17.4%	20.5%
EBITDA 率	5.6%	2.7%	4.4%	5.8%	8.4%
EBIT 率	1.7%	-1.2%	0.7%	3.3%	6.4%
税前净利润率	-4.5%	-3.6%	1.3%	3.0%	6.2%
归母净利润率	-4.2%	-3.7%	1.5%	2.7%	5.4%
ROA	-4.1%	-3.5%	1.3%	3.2%	6.8%
ROE (摊薄)	-15.7%	-17.6%	8.6%	19.1%	33.0%
经营性 ROIC	19.1%	-62.2%	40.5%	-50.2%	-66.0%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	75%	79%	80%	81%	78%
流动比率	0.91	0.80	0.90	1.04	1.18
速动比率	0.79	0.72	0.81	0.94	1.09
归母权益/有息债务	1.56	1.57	1.34	1.40	1.80
有形资产/有息债务	6.14	7.24	6.40	7.36	8.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	49,081	50,880	55,914	74,149	93,147
货币资金	13,256	17,140	22,629	38,842	56,845
交易性金融资产	4,661	2,805	2,700	2,500	2,000
应收账款	3,105	3,061	3,010	4,480	5,745
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	635	211	637	943	1,207
存货	3,579	3,013	3,526	4,993	6,060
其他流动资产	1,822	1,841	1,841	1,841	1,841
流动资产合计	27,692	28,418	34,998	54,479	74,754
其他权益工具	90	110	100	100	100
长期股权投资	5,814	4,963	5,163	5,363	5,563
固定资产	9,290	8,960	7,871	6,741	5,570
在建工程	294	531	548	561	571
无形资产	1,834	3,665	3,517	3,380	3,251
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	16	298	330	330	330
非流动资产合计	21,390	22,461	20,916	19,671	18,392
总负债	36,652	40,231	44,568	60,408	73,069
短期借款	112	171	0	0	0
应付账款	9,684	11,919	13,487	19,261	23,786
应付票据	11,865	14,259	16,185	23,113	28,543
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	452	398	41	653	917
流动负债合计	30,337	35,408	38,881	52,608	63,242
长期借款	3,677	2,373	3,873	5,373	6,873
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,582	1,489	1,813	2,426	2,953
非流动负债合计	6,315	4,823	5,687	7,800	9,827
股东权益	12,429	10,648	11,346	13,741	20,078
股本	2,184	2,184	2,254	2,254	2,254
公积金	8,035	8,035	7,965	7,965	7,965
未分配利润	980	-727	188	2,683	9,120
归属母公司权益	11,360	9,690	10,588	13,083	19,520
少数股东权益	1,070	958	758	658	558

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.48%	6.23%	6.00%	6.50%	6.50%
管理费用率	4.25%	4.69%	4.50%	4.50%	4.50%
财务费用率	0.10%	-0.35%	-0.07%	-0.08%	-0.05%
研发费用率	4.19%	3.89%	3.80%	3.80%	3.80%
所得税率	-6%	-5%	15%	15%	15%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.24	1.55	2.36	6.76	7.39
每股净资产	5.20	4.44	4.70	5.80	8.66
每股销售收入	19.28	21.28	27.82	41.40	53.09

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	NA	NA	119	43	17
PB	9.3	10.8	10.2	8.3	5.6
EV/EBITDA	42.0	77.6	35.9	16.7	8.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼