

公司深度报告

2022年08月03日



東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

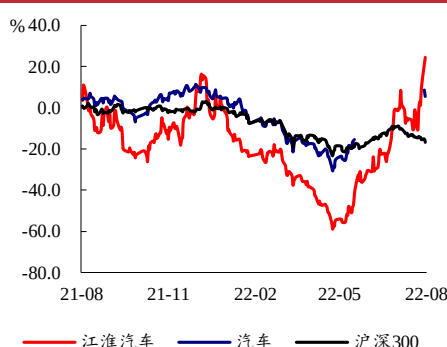
江淮汽车（600418.SH）：携手大众、蔚来探索新模式，公司发展渐入佳境

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 倪华
资格证书 S1710522020001
电子邮箱 nih835@easec.com.cn
联系人 赵启政
电子邮箱 zhaoqz739@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1893.31
流通A股/B股(百万股)	1893.31/0.00
资产负债率(%)	67.16
每股净资产(元)	7.14
市净率(倍)	3.05
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	21.74/7.18

相关研究

核心观点

国内整车头部企业，业绩已现向好势头。公司创建于1964年，已发展为涵盖汽车出行、金融服务等众多领域的综合型汽车企业集团。公司销量在2016年-2019年期间有所下降，使得业绩有所承压。当前公司销量已出现回升趋势，2021年公司整车销量同比增长15.63%至52.42万辆，随着整车销量的持续提高，我们认为公司业绩有望迎来拐点。

深耕商用以及乘用车领域，公司竞争优势逐步体现。在商用车领域，由于受到政策以及市场需求影响，行业整体销量有所下滑，公司2021年商用车业务营业收入也同比下降12.68%。当前随着商用车领域“蓝牌轻卡”新规落地，行业发展更加规范，而公司的商用车布局以轻型货车为主且发展较为规范，未来市场份额有望进一步加大。在乘用车领域，公司早在2002年就开始布局新能源汽车行业，厚积薄发之下乘用车销量快速恢复，2022年上半年，公司乘用车销量较去年同期增长5.41%，其中轿车以60.79%的同比增速快速放量，乘用车领域发展势头较为良好。

携手新能源合作伙伴，公司积极探索发展新模式。公司与大众共同成立的公司大众汽车（安徽）成为大众集团在中国的第三家合资企业，通过布局MEB平台以及SSP平台，已成为大众转型路上重要战略伙伴，合资公司预计在2025年产量可达25万辆，2029年达到35-40万辆。在与蔚来汽车合作方面，根据公司与蔚来汽车的协议，2021年5月-2024年5月间公司将继续生产ES8、ES6、EC6、ET7和其他可能的蔚来车型，并将把年生产能力扩大到24万辆，通过与蔚来的合作，公司的产能利用率以及技术水准均获得较大提升，竞争能力显著增强。

投资建议

当前公司在乘用车以及商用车领域均有较强布局，且公司积极探索发展新模式，与大众以及蔚来的合作显著增强了公司竞争力。我们预计2022/2023/2024年公司的营业收入分别为524.67/624.94/716.04亿元，归母净利润分别为2.13/5.07/6.83亿元，EPS分别为0.10/0.23/0.31元，基于2022年8月3日收盘价21.49元计算，对应的PE分别为220.20/92.58/68.76X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

宏观环境超预期波动；原材料成本大幅上行以及供应链受阻；转型效果不及预期。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	40310.52	52466.99	62494.00	71604.29
增长率(%)	-6.05	30.16	19.11	14.58
归母净利润	200.00	213.14	506.99	682.61
增长率(%)	40.24	6.57	137.87	34.64
EPS(元/股)	0.10	0.10	0.23	0.31
市盈率(P/E)	174.00	220.20	92.58	68.76
市净率(P/B)	2.49	3.06	2.96	2.84

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，以上数据基于2022年8月3日收盘价21.49元计算

正文目录

1. 国产汽车龙头企业，走在复苏的路上.....	4
1.1. 国内整车行业老兵，产品全面管理稳健.....	4
1.2. 曾受销量下滑拖累，销量回升下业绩有望迎来拐点.....	7
2. 行业潜力正在释放，公司多年沉淀优势逐步显现.....	10
2.1. 商用车短期销量下降，新规实施后公司迎来新机遇.....	10
2.1.1. 多方面因素下商用车需求短期下降，规范化发展成行业主旋律.....	10
2.1.2. 全面布局商用车，公司发展优势逐步扩大.....	11
2.2. 技术积累厚积薄发，乘用车优势逐步体现.....	13
3. 携手合作伙伴，积极探索发展新模式.....	16
3.1. 成为大众新能源重要伙伴，发展潜力大幅提升.....	16
3.1.1. 押注电动化，大众转型之路不断推进.....	16
3.1.2. 大众（安徽）成为大众电动化转型关键一步.....	18
3.2. 携手蔚来打通代工模式，盈利能力与技术能力再上一台阶.....	21
3.3. 与华为多领域合作，智能化技术不断升级.....	26
4. 盈利预测	28
5. 风险提示	29

图表目录

图表 1. 江淮汽车集团股份有限公司发展历程.....	4
图表 2. 公司主要业务发展状况.....	5
图表 3. 公司股权结构（截至 2022 年 3 月）	6
图表 4. 公司管理层均有较为丰富的管理经验.....	7
图表 5. 公司营业收入自 2016 年整体呈下降趋势.....	8
图表 6. 公司销售毛利率自 2016 年整体呈下降趋势.....	8
图表 7. 公司扣非后归母净利润有所承压.....	8
图表 8. 公司费用率 2017 年后有所上升.....	9
图表 9. 2016 年前后公司资产负债率有所上升.....	9
图表 10. 公司整车销量已开始回升.....	9
图表 11. “国六”排放标准更加严格.....	10
图表 12. “国六”汽车的发动机后处理系统更复杂.....	10
图表 13. 2020 年 7 月以来商用车整体销量下降.....	11
图表 14. 轻型货车具有明确的技术要求，行业规范化程度提高.....	11
图表 15. 公司形成了以轻型货车为主，多车型协同发展的商用车布局.....	12
图表 16. 公司市场份额比较稳定.....	12
图表 17. 2021 年轻卡领域市场份额状况（%）	12
图表 18. 2021 年公司商用车销售以轻型货车为主（%）	13
图表 19. 公司多款轻型货车满足新规要求.....	13
图表 20. 公司新能源汽车车系初步完善.....	13
图表 21. 2021 年 SUV 带动公司销量大幅增长（千辆）	14
图表 22. 轿车销量快速增长带动公司乘用车销量复苏.....	14
图表 23. 思皓系列销量（辆）保持增长.....	15
图表 24. 思皓系列性价比较高.....	15
图表 25. 思皓 QX 搭载 MIS 皓学架构具有较高的性能	16
图表 26. 新汽车战略的 12 项举措.....	17
图表 27. 新能源汽车销量与市场份额提升.....	17
图表 28. 大众汽车集团 MEB 平台示意图.....	17

图表 29.	大众 MEB 平台的模组电池包.....	17
图表 30.	MEB 平台不同电池容量的充电时间.....	18
图表 31.	大众 MEB 平台适配车型广泛.....	18
图表 32.	MEB 平台车型.....	18
图表 33.	SSP 平台为大众未来主要战略布局.....	18
图表 34.	江淮汽车与大众汽车的合作逐渐加深.....	19
图表 35.	大众汽车集团对大众汽车（安徽）的持股高达 75%.....	19
图表 36.	大众（安徽）MEB 工厂参数.....	20
图表 37.	公司未来获利潜力较大.....	21
图表 38.	蔚来汽车发展历程重要事件时间轴.....	22
图表 39.	蔚来汽车整体及分车型销量增长迅速.....	23
图表 40.	江淮汽车与蔚来合作重要事件时间轴.....	24
图表 41.	近年乘用车产能利用率改善明显.....	25
图表 42.	蔚来方支付费用持续提升.....	25
图表 43.	江淮蔚来先进制造基地航拍.....	25
图表 44.	江淮蔚来高端全铝车身生产线实景.....	25
图表 45.	华为利用 ICT 技术优势赋能智能汽车业务.....	26
图表 46.	2021 年华为五大创新汽车技术.....	27
图表 47.	公司采用华为云车联网平台.....	28

1. 国产汽车龙头企业，走在复苏的路上

1.1. 国内整车行业老兵，产品全面管理稳健

创建于1964年，已发展为覆盖多领域的综合型汽车企业集团。公司历史悠久，技术积累深厚，1998年开始底盘设计研发业务，2009年开始汽油机生产业务。在新能源汽车方面，2002年开始涉足该领域，已经取得多项成就，截至2021年已累计示范推广超20万辆新能源汽车。为响应一带一路号召，2019年，公司成功参与收购哈萨克斯坦最大汽车工业集团——Allur集团。公司已经成长为一家集全系列商用车、乘用车及动力总成研产销和服务于一体，涵盖汽车出行、金融服务等众多领域的综合型汽车企业集团。在产品方面，公司现有主导产品：重、中、轻、微型卡车、多功能商用车、MPV、SUV、轿车、客车，专用底盘及变速箱、发动机等核心零部件，拥有“思皓”、“瑞风”、“星锐”、“格尔发”等品牌。在设计研发方面，公司的独立悬架客车底盘、后横置底盘、后单胎校车底盘、前置前驱底盘和后置公交底盘都是国内首创。在金融服务方面，公司的瑞福德汽车金融可以为客户提供首付最低20%、贷款期限12-60个月的购车贷款产品。

图表1. 江淮汽车集团股份有限公司发展历程



资料来源：公司官网，同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

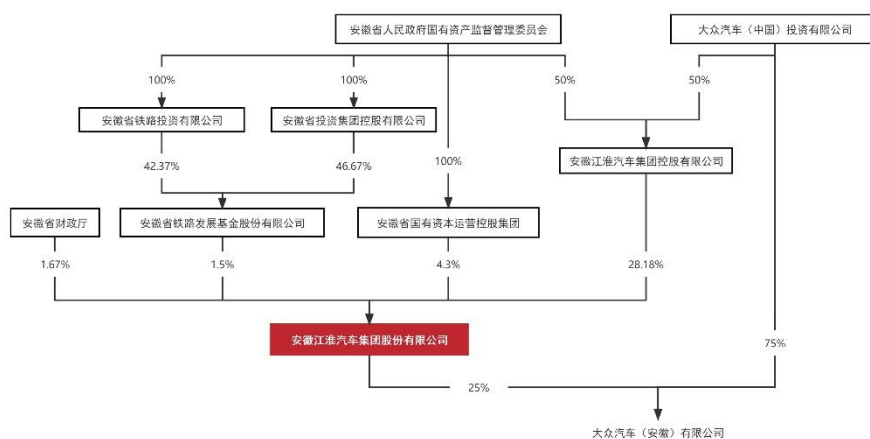
图表2. 公司主要业务发展状况

业务名称	发展情况	产品展示
乘用车	拥有思皓系列、思皓新能源系列、瑞风系列、江淮 IVE 系列和星锐系列。	
商用车（包括载货汽车，多功能汽车）	拥有帅铃、康铃、骏铃、威铃、恺达、格尔发、德沃斯和江淮皮卡八大系列。	
底盘	1998 年，生产出国内第一台独立悬架客车底盘 HFC6705KALY，被认定为“国家重点新产品”，打破了国外产品垄断的局面。此外公司还设计了后横置底盘、后单胎校车底盘、前置前驱底盘和后置公交底盘。	
发动机	公司已掌握了汽、柴油发动机关键核心技术，逐步建立并完善了包括 GA、GB、GC、DB、DE 等汽、柴油五大发动机平台。自 2009 年起共十款发动机荣膺“中国心”十佳发动机。	
变速箱	国家 863 计划重点项目 6DCT 自动变速箱，实现 TCU 上层软件开发完全自主，打破国际垄断。它是中国自主品牌首款批量市场化双离合自动变速器产品，具有结构紧凑、重量轻、安全可靠等优点，整体技术处于国际先进水平。	

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

国资控股，逐步加深与大众合作力度。江淮汽车的实控人为安徽省国资委。公司的第一大股东为江汽控股，股权占比为 28.18%，江汽控股的股东是安徽省国资委和大众汽车，股权占比均为 50%。公司第三大股东是安徽国控，股权占比 4.3%，由安徽省国资委 100%控股。当前公司与大众合作力度不断加大，2020 年 12 月公司和大众汽车共同成立大众汽车（安徽）有限公司，江淮汽车股权占比为 25%，大众汽车股权占比为 75%。

图表3. 公司股权结构（截至 2022 年 3 月）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

管理层经验丰富，公司发展战略稳健。公司现任董事长、总经理均在公司有超过 20 年的任职经历，其余高管也普遍有较长的公司内任职时间，管理层熟悉公司经营情况，公司发展较为稳定。

图表4. 公司管理层均有较为丰富的管理经验

姓名	职位	履历
项兴初	董事长	中共党员，研究生学历。1994年7月参加工作，历任安徽江淮汽车股份有限公司总装车间主任，安徽江淮汽车集团有限公司人事部科长，副部长，安徽江淮汽车股份有限公司企管部部长等职，任安徽江淮汽车股份有限公司总经理助理，总质量师，安徽江淮汽车股份有限公司重型商用车公司总经理，党委书记。
戴茂方	董事	中共党员，正高级工程师。2000年1月至2008年6月任安徽江淮汽车底盘股份有限公司副总经理兼技术中心常务副主任，2008年6月至2013年1月任安徽江淮汽车股份有限公司副总经理兼乘用车公司总经理，2012年12月起任安徽江淮汽车集团有限公司党委委员，副总裁。任安徽安凯汽车股份有限公司董事长。
李明	总经理	中共党员，工程师，博士研究生学历，1999年7月参加工作。历任安徽江淮汽车股份有限公司商务车分公司冲压车间经理，发动机分公司副总经理，发动机公司总经理。现任安徽江淮汽车股份有限公司总经理助理，安徽江淮汽车股份有限公司乘用车制造公司总经理，党委书记，安徽江淮汽车股份有限公司发动机公司党委书记。
王德龙	副总经理	毕业于大连理工大学管理学院，在读合肥工业大学管理科学与工程专业研究生。1994年参加工作，曾任合汽公司综合计划员、总经理办公室秘书等职，安徽江淮汽车股份有限公司职工监事。2013年1月起任安徽江淮汽车集团有限公司总裁助理，2013年9月起任安徽安凯汽车股份有限公司审计委员会委员。
尹兴科	副总经理	中共党员，安徽工商管理学院工商管理硕士同等学力教育，助理政工师。近五年历任安徽江淮汽车集团股份有限公司总经理办公室主任，外事办公室主任，总经理助理，现任安徽江淮汽车集团股份有限公司总经理助理，乘用车制造公司党委书记，总经理。
罗浩	副总经理	中共党员，历任扬州江淮轻型汽车有限公司党委书记，副总经理，本公司企业管理部，组织部，统战部，人力资源部部长，培训中心副主任，总经理助理。现任本公司党委副书记，纪委书记，工会主席，组织部部长，统战部部长，培训中心副主任，安徽星瑞齿轮传动有限公司党委书记，董事长。
宋华	副总经理	中共党员，本科学历，工程师。历任安徽江淮汽车集团股份有限公司轻型商用车制造公司副总经理，党委副书记，总经理，党委书记，安徽江淮汽车集团股份有限公司副总经济师，安徽江淮专用汽车有限公司党委书记，董事长。现任安徽江淮汽车集团股份有限公司党委委员，副总经济师，兼任轻型商用车制造公司党委书记，总经理，安徽江淮专用汽车有限公司董事长。
张鹏	副总经理	中共党员，硕士研究生学历，国际商务师。历任安徽江淮汽车集团股份有限公司副总经济师，总经理助理，期间兼任安徽江淮汽车集团股份有限公司国际公司副总经理，党委副书记，总经理，党委书记。现任安徽江淮汽车集团股份有限公司党委委员，总经理助理，兼任国际公司党委书记，总经理，皮卡公司党委书记。
张立春	财务负责人	中共党员，本科学历，会计中级。历任安徽江淮汽车集团股份有限公司财务部副部长，部长，现任安徽江淮汽车集团股份有限公司财务部部长。
冯梁森	董事会秘书	2002年毕业于中南财经政法大学证券管理专业。2002年起任职于安徽江淮汽车股份有限公司董事会办公室，2006年起就任安徽江淮汽车股份有限公司证券事务代表。

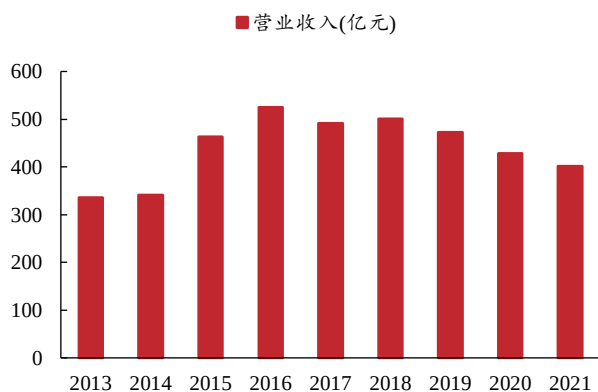
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.2. 曾受销量下滑拖累，销量回升下业绩有望迎来拐点

受销量下降拖累，公司经营承压。公司销量在2016年-2019年期间有

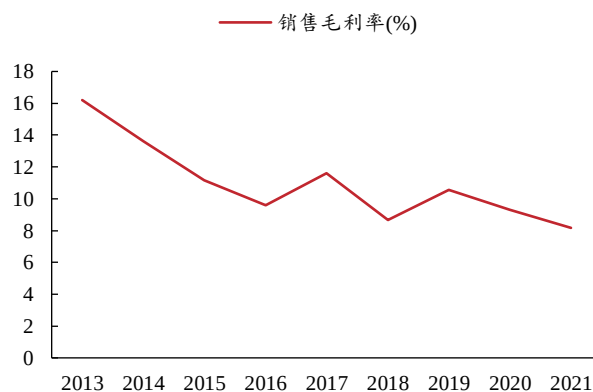
所下降，由 64.32 万辆降至 42.12 万辆，受销量下降的影响，公司营业收入自 2016 年来整体呈下降趋势，由 2016 年的 524.91 亿元下降至 2021 年的 402.14 亿元。此外，销量的下滑同时使公司毛利率也有所下滑，由 2016 年的 9.59% 下降至 2021 年的 8.17%。

图表5. 公司营业收入自 2016 年整体呈下降趋势



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

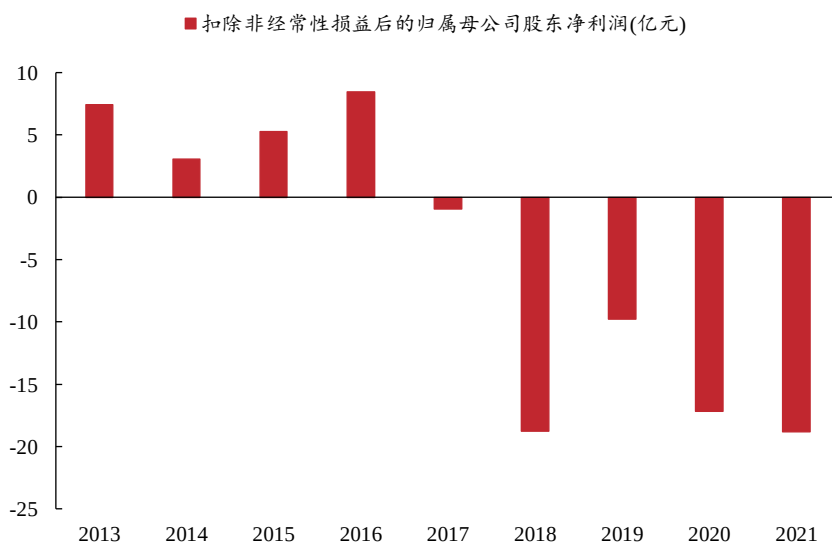
图表6. 公司销售毛利率自 2016 年整体呈下降趋势



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

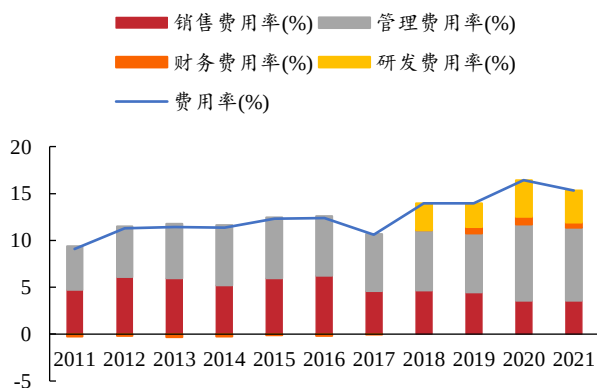
受负债增加影响，公司费用率亦有所增加。2017 年以来，公司费用率出现了一定程度的上升，由 2017 年的 10.6% 上升至 2020 年的 12.54%。一方面是由于公司在研发上持续投入，另一方面公司在负债方面有所增加，使得财务费用率整体呈上升趋势。费用率的上升使得公司的扣非后归母净利润短期承压，但随着公司业绩的逐步恢复，费用率已开始下降。

图表7. 公司扣非后归母净利润有所承压



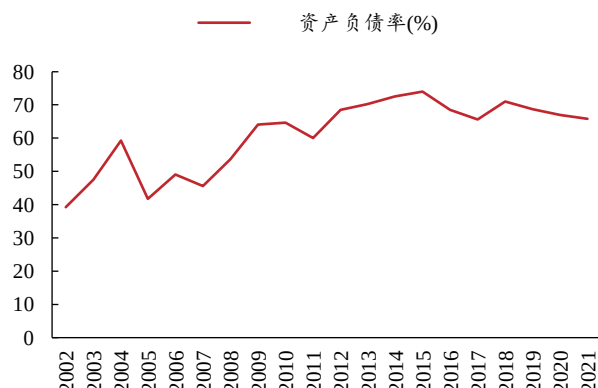
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表8. 公司费用率 2017 年后有所上升



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

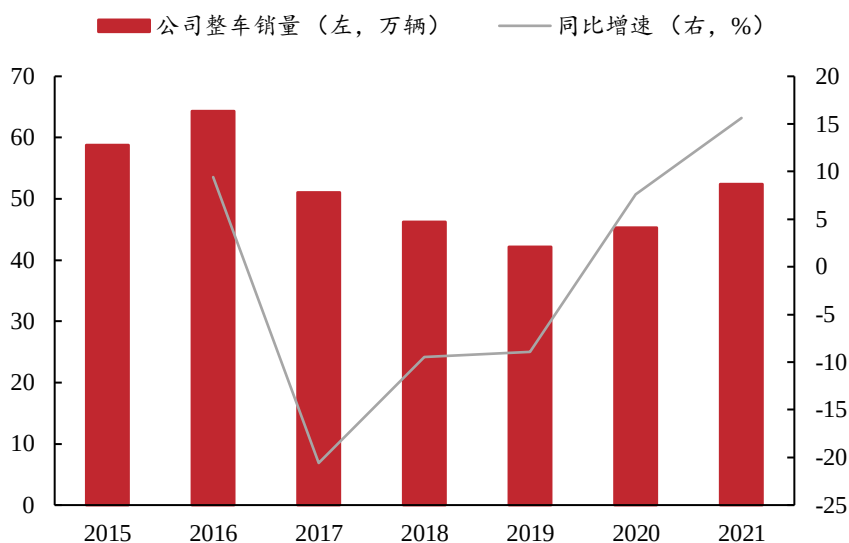
图表9. 2016 年前后公司资产负债率有所上升



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

销量出现回暖，业绩或正迎来拐点。公司销量已出现改善势头，2021 年公司整车销量同比增长 15.75%至 52.42 万辆，其中乘用车销量同比大幅上升 62.74%至 25.25 万辆。当前乘用车电动化以及智能化趋势显著，公司在新能源汽车布局不断加大，竞争优势不断扩大，随着公司整车销量的不断回升，公司业绩或正迎来拐点。

图表10. 公司整车销量已开始回升



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

2. 行业潜力正在释放，公司多年沉淀优势逐步显现

2.1. 商用车短期销量下降，新规实施后公司迎来新机遇

2.1.1. 多方面因素下商用车需求短期下降，规范化发展成行业主旋律

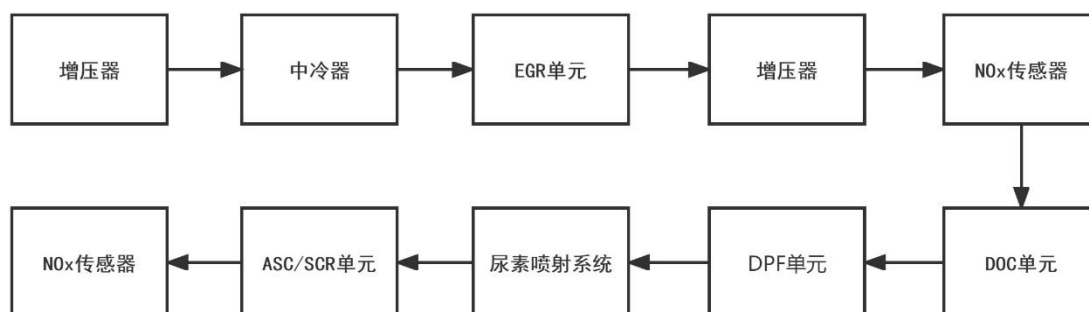
国六法规切换叠加需求下行，商用车行业整体销量有所下滑。2020年7月1日起“国六”开始实施，对机动车尾气排放作出了有史以来最严格的要求。为了使国六汽车尾气达标，其发动机后处理系统相比于国五汽车新增了DPF+DOC+ASC三个模块，发动机新增了DOM系统，使得购车成本及后续的养护成本均有所提高。在国六标准正式实施前，出现了国五汽车“抢购潮”，提前释放了部分商用车需求。同时叠加疫情以来物流、房地产开发等行业遇冷，物流运输行业需求下降，商用车销量自2020年7月开始波动下行。受到行业影响，公司2021年商用车业务营业收入同比下降12.68%。

图表11. “国六”排放标准更加严格

	国五排放要求	国六 a 排放要求	国六 b 排放要求
发布时间	2013/9/17	2016/12/23	
全面实施时间	2018/1/1	2020/7/1	2023/1/1
一氧化碳	1000 (mg/km)	700 (mg/km)	500 (mg/km)
碳氢化合物	100 (mg/km)	100 (mg/km)	50 (mg/km)
非甲烷总烃	68 (mg/km)	68 (mg/km)	35 (mg/km)
氮氧化物	60 (mg/km)	60 (mg/km)	35 (mg/km)
PM 颗粒	4.5 (mg/km)	4.5 (mg/km)	3 (mg/km)

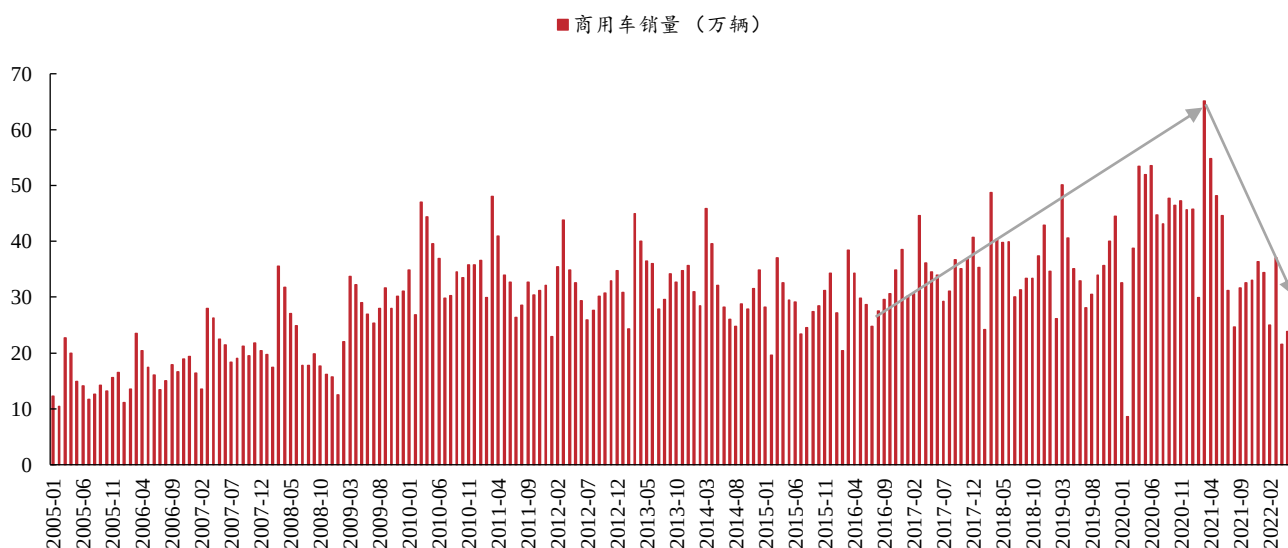
资料来源：汽车之家，东亚前海证券研究所

图表12. “国六”汽车的发动机后处理系统更复杂



资料来源：卡车网，东亚前海证券研究所

图表13. 2020年7月以来商用车整体销量下降



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

“蓝牌轻卡”新规落地，行业发展更加规范。在“蓝牌轻卡”新规出现以前，轻卡行业的整车厂通过“大吨小标”套取优惠政策的现象层出不穷，极大的危害了道路安全。2020年11月30日，公安部下达《关于开展轻型货车“大吨小标”嫌疑车辆集中排查整治工作的通知》，着手整治“大吨小标”现象，行业规范化程度不断提高。今年1月27日，公安部联合工业和信息化部下达了《关于进一步加强轻型货车、小微型载客汽车生产和登记管理工作的通知》，对“蓝牌轻卡”轻型货车提出了明确的要求。轻型货车的标准明确以后，行业将迎来一次“优胜劣汰”，改装车以及“大吨小标”等非标市场会不断被压缩，标准化的轻型货车市场有望迎来加速发展。

图表14. 轻型货车具有明确的技术要求，行业规范化程度提高

轻型货车技术要求	
轮胎负荷	不大于总质量1.4倍
轮胎名义断面宽度	不超过7.00in（英制）或195mm（公制）
排量	不大于2.5L（冷藏车：3.0L）
内部宽度	不大于2100mm

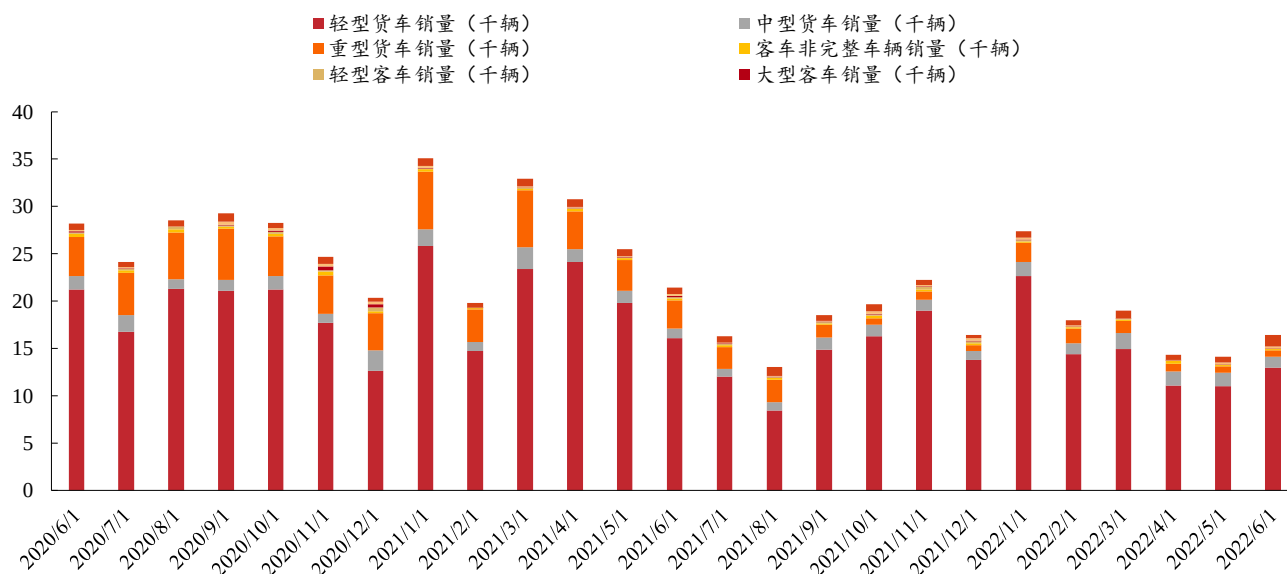
资料来源：公安部，东亚前海证券研究所

2.1.2. 全面布局商用车，公司发展优势逐步扩大

商用车布局齐全，公司已成为国内商用车头部企业。公司多年来深耕商用车领域，已经形成了以轻型货车为主，多种车型协同发展的布局。公司商用车的产品矩阵丰富，涵盖了包括轻卡、中卡、重卡、客车在内的所有商用车种类。多元化的产品矩阵赋予了公司经营层面的稳健性，多年来

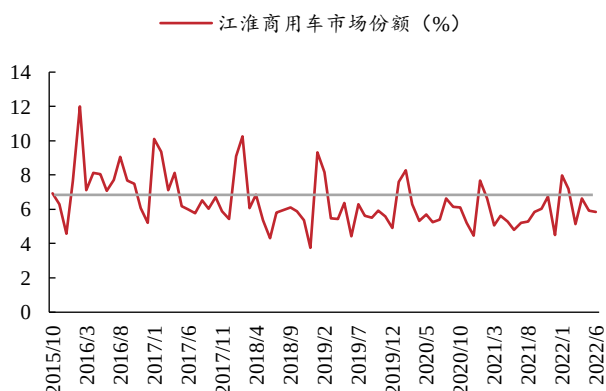
市场占有率愈发稳定。目前，公司已经跻身国内轻型货车市场前列。

图表15. 公司形成了以轻型货车为主，多车型协同发展的商用车布局



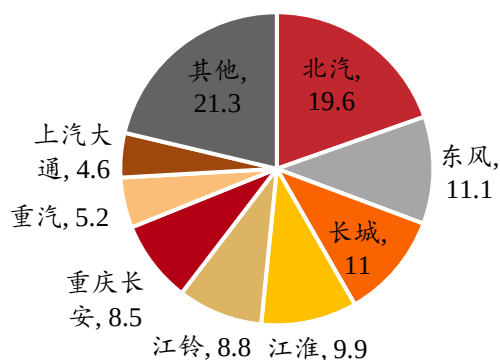
资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表16. 公司市场份额比较稳定



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

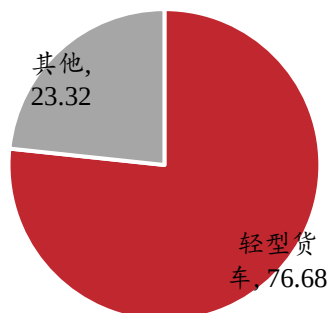
图表17. 2021 年轻卡领域市场份额状况 (%)



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

轻卡行业规范发展，行业新规后公司的优势进一步加大。公司多年来始终坚持规范生产，旗下多款車型均满足“蓝牌轻卡”新规的要求，随着政策规定不断落实，非标车型逐步淘汰，行业有望迎来新的增长机会。公司的商用车布局以轻型货车为主，2021 年其销量占据了公司商用车销量的 76.68%，轻型货车市场放量对公司的业绩影响较大，随着行业规范化程度的提高，公司轻型货车销售有望迎来加速增长。

图表18. 2021 年公司商用车销售以轻型货车为主 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表19. 公司多款轻型货车满足新规要求

车系	型号
帅铃	帅铃 Q 系、帅铃 E 系、帅铃 i 系、帅铃 G 系
骏铃	骏铃 E 系、骏铃 V 系、骏铃 A 系、骏铃 G 系、骏铃冰博士、骏铃擎天柱
康铃	康铃 H 系、康铃 G 系、康铃 33

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

2.2. 技术积累厚积薄发，乘用车优势逐步体现

坚持投入，公司深耕智能汽车与新能源汽车。公司早在 2002 年就开始布局新能源汽车行业，20 年以来公司坚持研发，参与安徽省技术创新中心建设，围绕“智能化、电动化、低能耗”三大方向攻克技术难题，致力于打造高性价比的新能源汽车。历经九代技术更新，现在公司已经成功孵化出蜂窝电池技术、三合一高效静音电驱动技术，并推出了思皓 E20X、思皓 E40X、思皓 E50A、思皓 E10X、思皓爱跑等五款产品，成为第一家欧盟认证的车企。在未来三年，公司将持续推出 A0 级-B 级，涵盖 SUV 和轿车的新能源汽车，不断完善公司新能源汽车产品体系，打造公司乘用车新的增长点。

图表20. 公司新能源汽车车系初步完善

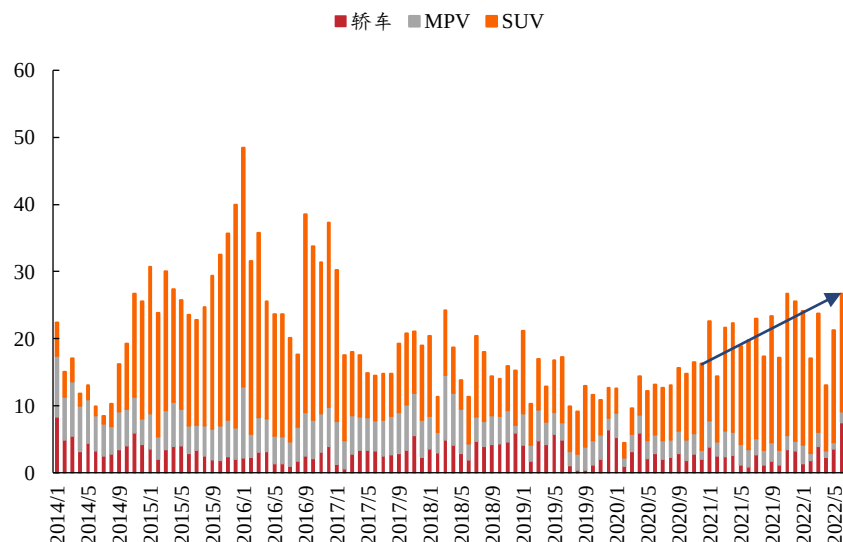


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

厚积薄发，乘用车销量快速复苏。2021 年以来，公司与大众、蔚来等车企深入合作，产品交付规模持续提高，公司乘用车销量快速回升。2021 年累计销售 25.25 万辆，较 2020 年增长 62.27%，其中 SUV 销售 19.38 万辆，同比增加 117.55%，是去年拉动公司乘用车销量的主要力量。2022 年

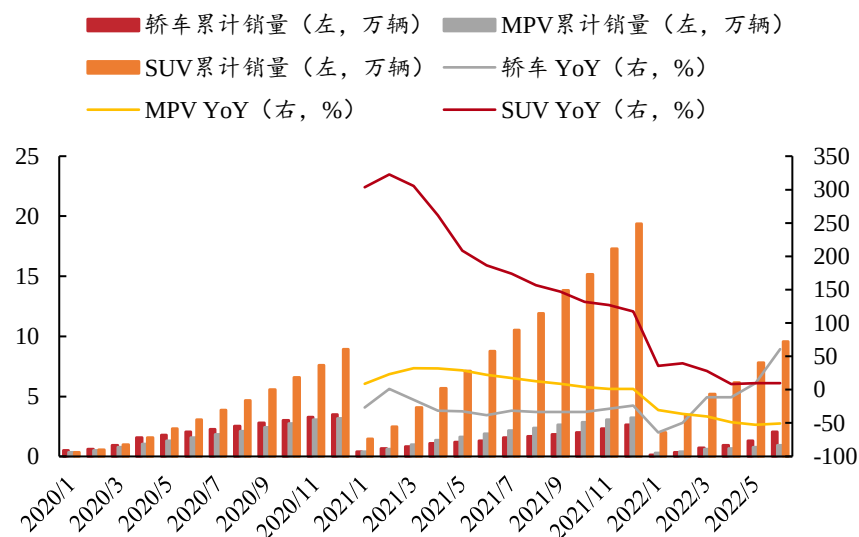
上半年，得益于购置税减免政策以及较强的产品表现，公司乘用车销量较去年同期增长 5.42%。轿车是此次减免政策的主要获益车型，以 60.79% 的同比增速带动公司乘用车销量快速恢复。

图表21. 2021 年 SUV 带动公司销量大幅增长（千辆）



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表22. 轿车销量快速增长带动公司乘用车销量复苏

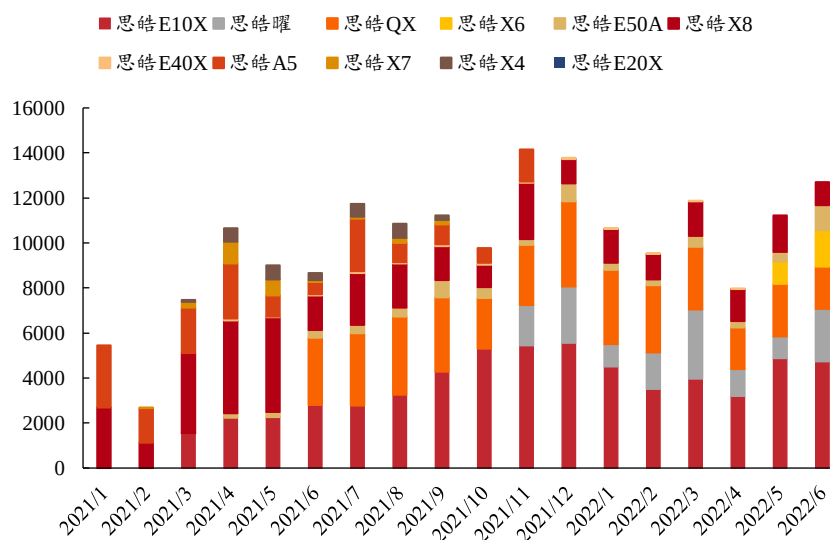


资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

思皓车型凭借较强产品力，成为公司乘用车复苏主力。思皓是江淮集团和大众集团的合资公司思皓汽车推出的全新品牌，首款车型思皓 E20X 在 2018 年推出，品牌全面对标大众汽车的技术应用和质量标准，由大众的工程团队负责品控，具有超高性价比。其价位在 10 万元左右，却搭载了先进

的智慧座舱技术，可以实现远程 CTA 升级、手机互联、卫星导航、实时路况更新等功能。目前思皓系列已经推出了思皓 E20X、思皓耀、思皓 QX、思皓 X8 等多款产品，凭借较强的产品力，其销量快速增长，带动公司乘用车销量复苏。

图表23. 思皓系列销量（辆）保持增长



资料来源：汽车之家，东亚前海证券研究所

图表24. 思皓系列性价比较高

	思皓爱跑 2022 款 闲庭漫步 460	秦新能源 2021 款 EV 标准版
官方指导价	13.99 万元	15.58 万元
发动机	纯电动 193 马力	纯电动 136 马力
快充	0.8h	1.3h
续航(km)	460	405
电池容量 (kwh)	50.10	47.53
安全气囊	前排主副气囊、前排侧气囊、前后排头部气囊。	前排主副气囊
辅助驾驶配置	定速巡航、后雷达、倒车影像、三种驾驶模式（标准、经济、运动）、上坡辅助、自动驻车、外后视镜加热。	后雷达、两种驾驶模式（经济、运动）、上坡辅助、自动驻车、雪地模式切换。
内饰	10.25 英寸液晶屏	5 英寸液晶屏（选装 10.1 英寸）
座舱	自动空调调节、LED+矩阵式大灯、全车电动车窗及一键升降和防夹手功能、主副驾驶化妆镜、感应雨刷、行车自动落锁、遥控车窗升降。	手动空调调节、卤素光源、全车电动车窗、副驾驶化妆镜。
多媒体	彩色大屏、卫星导航系统、实时路况信息、手机原厂互应互联、车联网、CTA 远程升级、语音识别系统、车载电话、6 个扬声器、USB 及 12V 接口。	USB 接口、2 个扬声器、触控式中控屏。

资料来源：太平洋汽车，东亚前海证券研究所

推出 MIS 皓学架构，竞争优势进一步加强。MIS 全称 Modular Intelligence Structure（智能模块化结构），简称 MIS 皓学架构，由模块化组件、先进的预控化电气架构、软件生态组成。由公司投入近百亿元，历经五年时间研发而成，MIS 皓学架构具备卓越的性能，模块化的设计理念在实现个性化需求的同时又能实现功能快速迭代，具备 SUV、轿车、MPV 等全车型开发能力。MIS 架构的推出，能适应当前汽车制造软硬件分离、上下解耦开发的大趋势，满足新型合作的模式需求，具备广阔的市场前景。在 MIS 架构加持下，公司的乘用车业务竞争优势进一步加强。

图表25. 思皓 QX 搭载 MIS 皓学架构具有较高的性能

思皓 QX	
发动机	1.5T L4
最大马力	184PS
扭矩	300 N·m
智能驾驶	智聆 4.0 车联网系统：AEB 主动式紧急刹车系统、APA 全 自动泊车系统、能智能跟车的 TJA 交通拥堵辅助系统、人 脸识别、超清全景影像等 15 项 ADAS 功能。
车辆安全	CSS 儿童监测系统、数字钥匙、ABS 防抱死。
智能座舱	覆盖腾讯及华为生态，实现微信互动及 HiCar 一键互联。
变速箱	6 挡湿式双离合变速箱，6 挡手动。

资料来源：太平洋汽车，东亚前海证券研究所

3. 携手合作伙伴，积极探索发展新模式

3.1. 成为大众新能源重要伙伴，发展潜力大幅提升

3.1.1. 押注电动化，大众转型之路不断推进

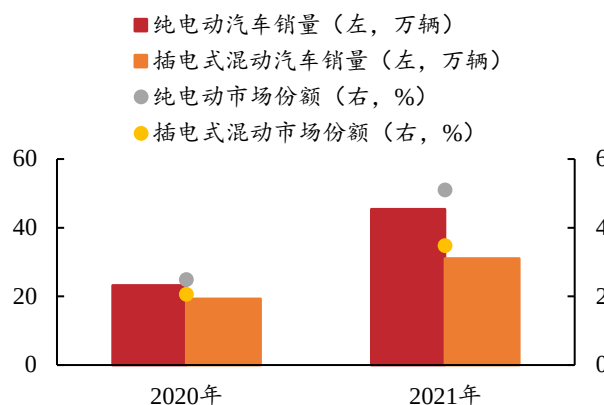
发力新能源，大众汽车成为传统汽车转型“优秀生”。2021 年 7 月 13 日，大众汽车集团发布了 2030 NEW AUTO 战略，提出未来的战略目标是成为全球纯电动汽车市场的领导者。按照《巴黎协定》的承诺，到 2030 年大众汽车集团的纯电动车型份额预计上升到 50%。为达成战略目标，大众汽车集团为 2021-2025 年的技术研发拨款高达 730 亿元，主要应用于电动化和数字化领域技术研发。在电池领域，大众汽车集团未来将引入标准电芯，预计在 2030 年降低 50% 的制造成本并广泛应用于集团 80% 的纯电动汽车。在充电领域，大众汽车集团计划打造完成的充电和能源生态系统，未来在欧洲、中国、美国和加拿大建设 4.5 万个大功率充电桩。2021 年大众纯电动汽车、插电式混动汽车销量分别为 45.29 万辆、30.95 万辆，同比增长 95.5%、61.2%，总体市场份额由 2020 年的 4.56% 提升至 8.58%，成为大众汽车转型路上的一大亮点。

图表26. 新汽车战略的 12 项举措



资料来源：大众汽车集团官网，东亚前海证券研究所

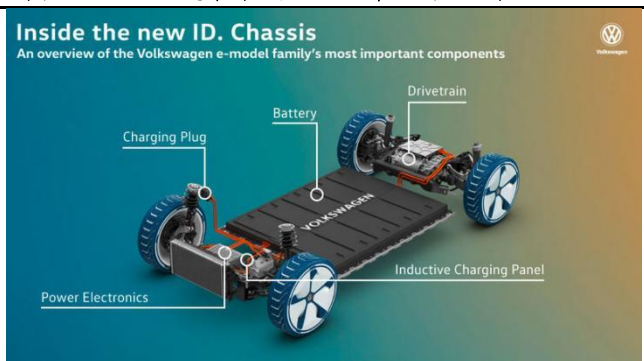
图表27. 新能源汽车销量与市场份额提升



资料来源：大众汽车集团年报，东亚前海证券研究所

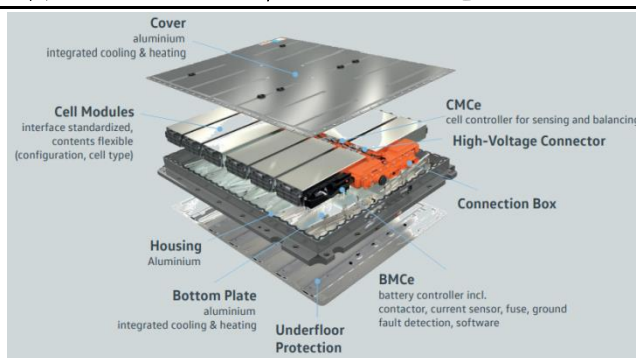
MEB 平台为大众登陆新能源市场王牌，SSP 平台为未来战略中心。模块化电驱动矩阵（简称 MEB）首次为大众汽车集团提供了电动汽车的共同平台，从而可以实现电动汽车的批量生产。MEB 结构布局是将电池放在前后轴之间，避免过多侵占乘用空间的同时提高操作稳定性。MEB 平台具有极强的扩展性，可打造不同车身轴距，提供更多可用空间，并且能够配置各种不同的电池容量，续航里程最高超过 550km。其中，配置 125kW 的电池容量的汽车 MEB 平台充电时间可缩短至 1 小时左右，可扩展电池将更好满足不同消费者的需求。MEB 自身具备的灵活性使其可以适配的车型广泛，目前大众 ID 系列、斯柯达 VISIONiV、西雅特 elborm、上汽奥迪 Q4 e-tron 等汽车均是 MEB 平台覆盖车型。SSP 平台是在 MQB、MSB、MLB 三个燃油车平台，MEB、PPE 两个纯电动汽车平台基础上整合的机电一体化平台，适用于大众旗下所有品牌和级别车型的汽车，将成为大众未来主要的战略布局中心。

图表28. 大众汽车集团 MEB 平台示意图



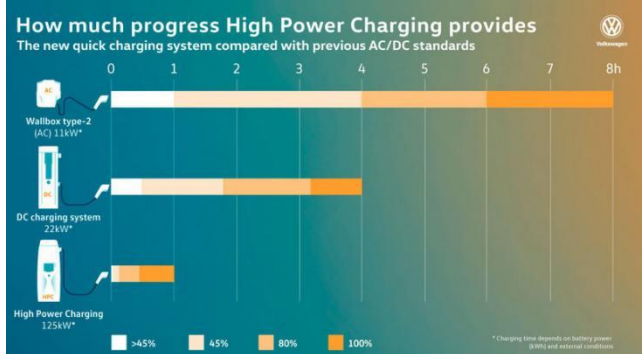
资料来源：大众汽车集团官网，东亚前海证券研究所

图表29. 大众 MEB 平台的模组电池包



资料来源：大众汽车集团官网，东亚前海证券研究所

图表30. MEB 平台不同电池容量的充电时间



资料来源：大众汽车集团官网，东亚前海证券研究所

图表31. 大众 MEB 平台适配车型广泛



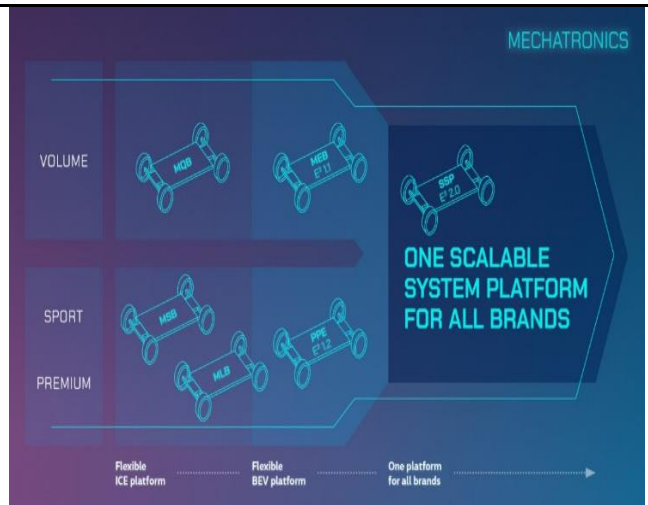
资料来源：大众汽车集团官网，东亚前海证券研究所

图表32. MEB 平台车型

车型	发布时间	上市时间	续航里程 (km)
ID.3	2019	2020	430/450
ID.4X	2021	2021	425-607
ID.4CROZZ	2021	2021	425-600
ID.6X	2021	2021	460-617
ID.6CROZZ	2021	2021	460-601
斯柯达 VISIONiV	2019	暂未上市	550
西雅特 elborm	2019	暂未上市	420
上汽奥迪 Q4 e-tron	2021	暂未上市	543-605
上汽奥迪 Q5 e-tron	2021	2022	520-560

资料来源：维科网，东亚前海证券研究所

图表33. SSP 平台为大众未来主要战略布局

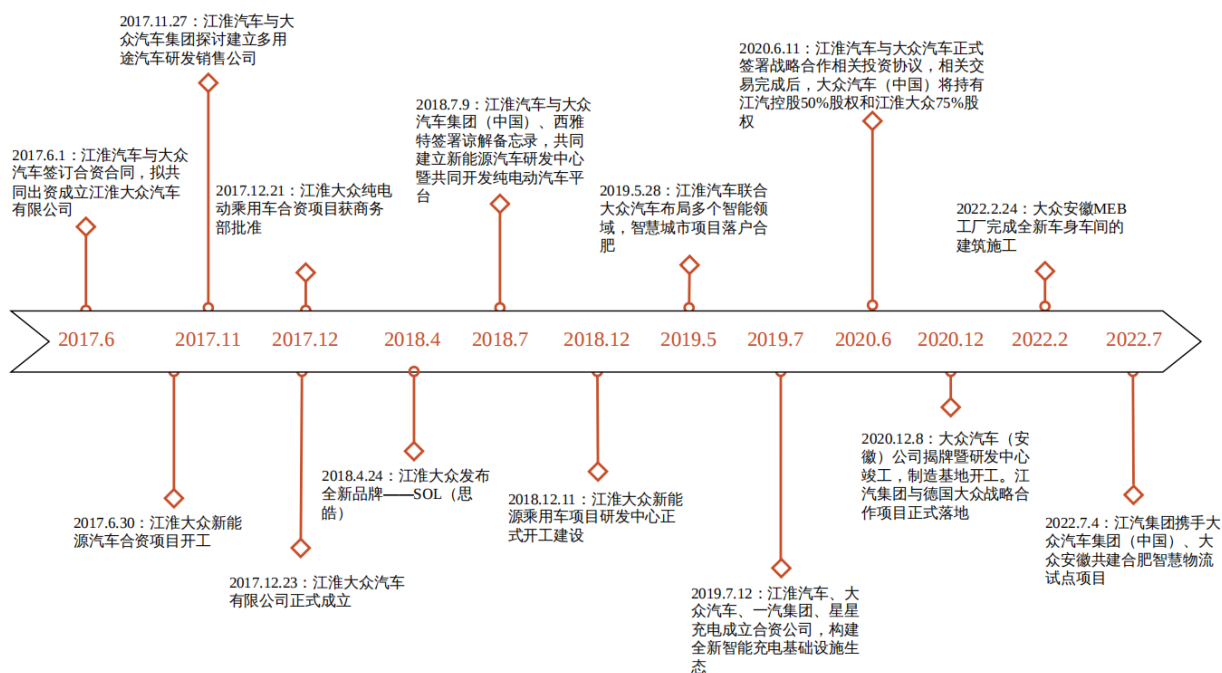


资料来源：大众汽车集团官网，东亚前海证券研究所

3.1.2. 大众（安徽）成为大众电动化转型关键一步

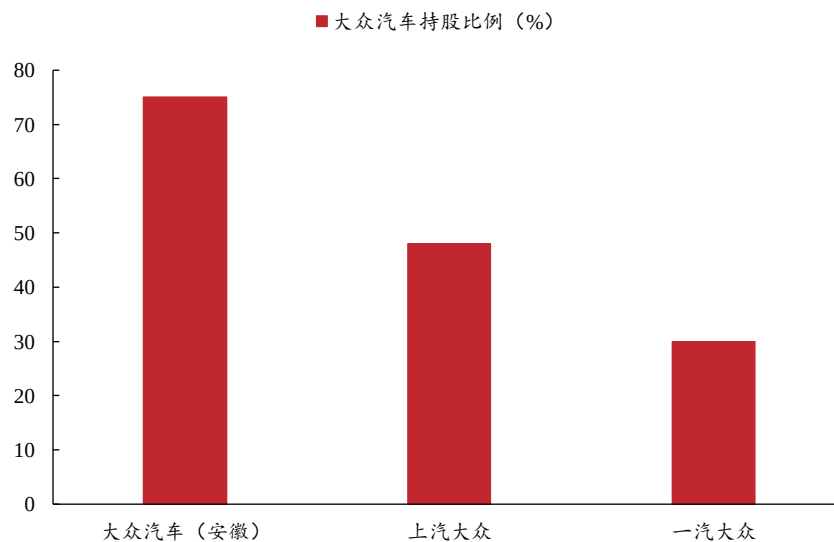
加深合作，合资企业成为大众在新能源领域的重要布局。自 2017 年以来，江淮汽车与大众汽车的合作逐步深入，不仅共同出资成立了合资公司，推出全新的“思皓”新能源汽车品牌，而且在新能源汽车研发、智能充电基础设施生态构建与智慧物流试点等方面多有合作。根据 Wind 统计数据显示，大众汽车集团对上汽大众和一汽大众的持股比例只有 10%，而对大众汽车（安徽）的持股比例高达 75%，其成为大众集团在中国新能源市场的重要战略布局。

图表34. 江淮汽车与大众汽车的合作逐渐加深



资料来源: 公司官网, 东亚前海证券研究所

图表35. 大众汽车集团对大众汽车(安徽)的持股高达75%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

合作全面, MEB 平台以及 SSP 平台均有布局。大众(安徽)MEB 工厂车身车间于 2021 年 7 月正式开工, 2022 年 2 月已完成全新车身车间的建筑施工, 历时半年多的时间实现正式交付。MEB 工厂厂区占地面积约 50 万平方米, 其中车身车间占地面积 14 万平方米, 加上正在建设的电池与零

部件供应商园区，项目总面积达 93 万平方米。整座 MEB 工厂将于 2022 年中全面竣工，计划在 2023 年下半年实现量产投产，最大年产能预计将达 35 万辆新能源汽车。按照计划，大众集团将从 2026 年开始在 SSP 平台上生产纯电动汽车。大众集团表示，更先进的 SSP 平台可以生产集团旗下所有品牌的所有级别车型。根据大众汽车集团发布的 2030 NEW AUTO 战略，大众（安徽）将导入 SSP 可拓展系统，这意味着除了 VW 品牌，大众（安徽）未来还具备了生产保时捷、奥迪、宾利等高端豪华品牌电动车的能力。

图表36. 大众（安徽）MEB 工厂参数

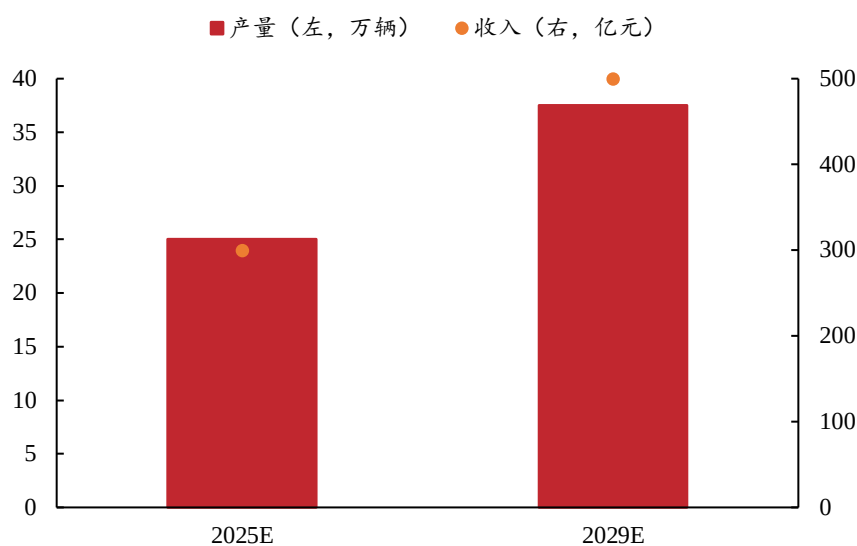
类别	参数
厂区占地面积	50 万平方米
车身车间占地面积	14 万平方米
项目总面积	93 万平方米
最大年产能	35 万辆新能源汽车

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

大众（安徽）完整价值链布局，更强自主权助力研发效率。大众汽车（安徽）数字化销售服务有限公司于 5 月 10 日在合肥正式成立，意味着大众（安徽）正在形成包括生产、研发、测试、市场营销与客户服务在内的完整价值链。与上汽大众和一汽大众相比，大众（安徽）在研发方面更加具备灵活性，可以根据市场反馈做出更快的市场响应，满足中国市场下一阶段的技术需求。其次，大众（安徽）专注于新能源汽车领域的生产与技术研发，车型设计将更加现代、年轻且富有朝气，在技术层面更加关注车联网技术。此外，大众（安徽）与供应链和研发体系的整合与协同，更加一体化。大众（安徽）作为大众汽车集团全球研发网络的重要组成部分，未来将围绕生产和研发，打造供应链体系，发挥协同效应。

合资公司优先度最高，公司未来受益潜力较大。2020 年 6 月 11 日，安徽江淮汽车集团与德国大众汽车集团正式签署战略合作相关投资协议。相关交易完成后，大众汽车（中国）投资有限公司将持有江汽控股 50% 股权。大众集团做出承诺，在获得许可前提下将优先考虑在合资企业生产大众 B 级车、C 级车等插电混动汽车和燃油车。大众汽车集团承诺授予合资公司 4-5 个纯电动汽车品牌产品，预计在 2025 年产量为 25 万辆，2029 年间达到 35-40 万辆，预计届时总收入分别达到 300 亿元、500 亿元人民币。加上与大众（安徽）的相关合作，公司未来受益潜力较大。

图表37. 公司未来获利潜力较大



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

3.2. 携手蔚来打通代工模式，盈利能力与技术能力再上一台阶

国内新势力之一，蔚来成为新能源领域主要玩家之一。蔚来成立于2014年11月，公司定位于高端智能电动汽车市场。蔚来于2016年推出EP9超级跑车，于2017年5月12日创造纽博格林北环最快圈速纪录，之后先后推出ES8、ES6、EC6、ET7、ET5等多种车型，成为国内新能源汽车领域新势力之一。蔚来的软硬技术创新能力和能源服务体系在行业内极具竞争优势，是换电以及自动驾驶技术的行业领军者之一。在换电体系建设上，截至2021年12月31日，蔚来在中国183个城市的市区以及高速路部署777座换电站，累计完成超550万次换电。在自动驾驶技术创新上，2021年1月，蔚来发布新一代自研全系列自动驾驶技术NAD，预计将逐步实现高速、城区、泊车等多场景覆盖。此外，蔚来致力于构建线上线下一体化的用户社区，通过NIO app、蔚来空间（NIO Space）等多种渠道构建用户和企业以及用户之间良好的交流互动模式，提升蔚来车主的整体用户体验感。

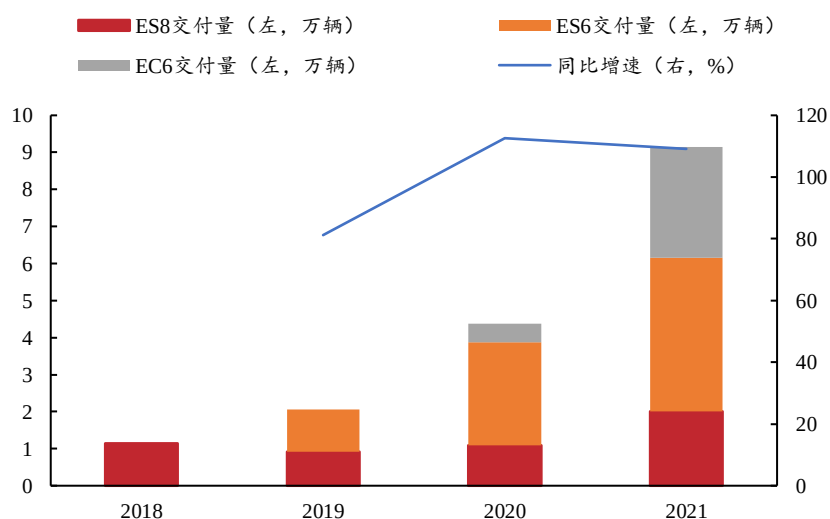
图表38. 蔚来汽车发展历程重要事件时间轴



资料来源：公司官网等公开资料，东亚前海证券研究所

产品大受认可，蔚来汽车交付量快速提升。蔚来汽车自成立以来长期处于新能源新势力厂商中“第一梯队”，旗下多款车型广受市场认可和好评。据弗若斯特沙利文报告，2021年1-9月蔚来ES6、EC6以及ES8为中国销量最高的三款纯电SUV。据J.D.Power发布的《中国新能源汽车新车质量研究（NEV-IQS）》中显示，在质量方面，蔚来ES6于豪华纯电汽车细分市场位居首位；《中国新能源汽车产品魅力指数研究（NEV-APEAL）》显示，ES8产品魅力指数于豪华纯电汽车细分市场位居首位。近期蔚来汽车整体以及分车型销量数据均亮眼。据公司公告，蔚来于2022年7月整车交付量为10052辆，同比增长26.7%；2022年1月至7月整车交付总量为60879辆，同比增长22.0%；截至2022年7月，蔚来汽车累计交付量超22万辆。

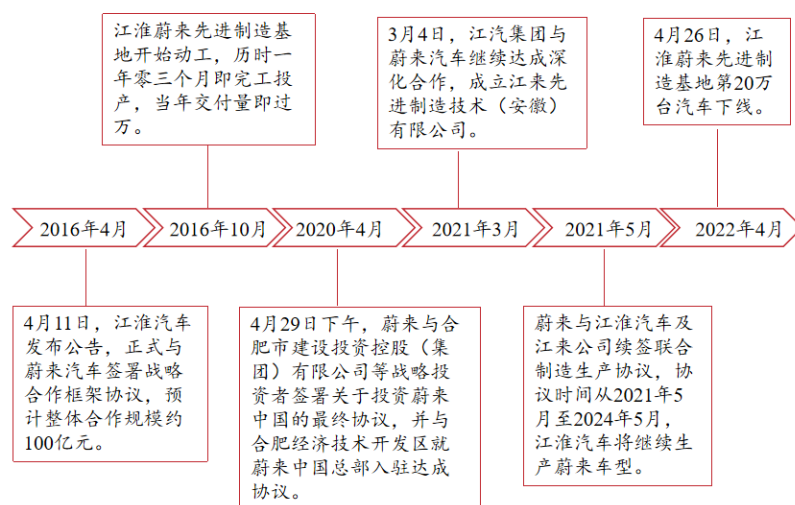
图表39. 蔚来汽车整体及分车型销量增长迅速



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

2016 年开始合作，合作不断深化。2016 年 4 月 11 日，公司正式与蔚来汽车签署战略合作框架协议，开启传统车企与新势力跨界合作的探索，成为汽车厂商“互联网+制造”合作的成功案例。在合作中，蔚来支付公司的费用主要包含制造加工费和共建的合肥制造工厂（江淮蔚来先进基地）产生的亏损补偿两部分。江淮蔚来先进制造基地于 2016 年 10 月开始动工，历时一年零三个月即完工投产，投产当年交付量即过万。2021 年 3 月，公司与蔚来进一步深化合作，合资成立江来先进制造技术（安徽）有限公司（江来公司），主营汽车生产管理和运营。2021 年 5 月，蔚来与公司、江来公司签订联合制造生产协议，协议时间从 2021 年 5 月至 2024 年 5 月，公司将继续生产 ES8、ES6、EC6、ET7 和其他可能的蔚来车型，并将把年生产能力扩大到 24 万辆。在续订的合作协议中同样约定蔚来将对公司与江淮蔚来工厂的投资进行若干补偿安排。截至 2022 年 6 月，江淮蔚来先进制造基地累计生产量已超 21 万辆，其中 2021 年全年交付约 9.3 万辆，同比增长约 111.36%。且公司新桥智能汽车产业园产能合作项目也在按计划快速推进，未来公司与蔚来汽车合作将进一步深化。

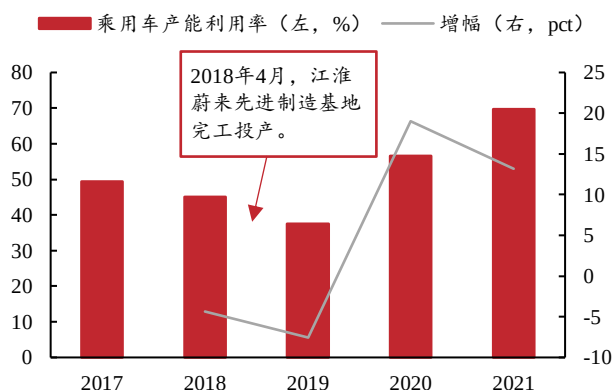
图表40. 江淮汽车与蔚来合作重要事件时间轴



资料来源：公司官网等公开资料，东亚前海证券研究所

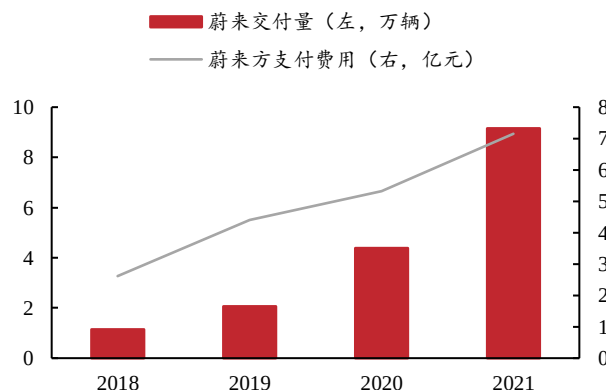
代工模式顺畅，公司效益稳步提升。根据公司2021年5月与蔚来续订的新代工协议中的各方职责，蔚来汽车负责车辆设计研发、供应链管理、制造技术以及质量管理和保证，江来公司则负责零部件组装和运营管理。公司年报数据显示，2017-2019年公司乘用车工厂整体产能利用率分别为49.3%、45.0%、37.5%，整体产能利用程度较低。自2018年4月江淮蔚来制造基地投产后，代工模式开展顺畅，乘用车板块产能利用率从2020年开始逐年提升，其中2020年、2021年产能利用率分别为56.5%、69.65%，同比上升19.0pct、13.2pct。根据公司与上海蔚来汽车有限公司签订的合作协议，前期江淮蔚来制造基地建造投入带来的成本压力很大程度受蔚来方的补偿冲抵，并未使公司整体成本指标受较大影响。蔚来汽车消费需求持续释放预期带来的营收规模提高，以及公司自身产能规模扩大带来成本层面的规模效益共同促使公司的盈利能力上升。2018-2021年，公司收到蔚来方支付的费用分别为2.62亿元、4.41亿元、5.32亿元、7.15亿元，增长态势良好，公司自身盈利能力显著增强。

图表41. 近年乘用车产能利用率改善明显



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表42. 蔚来方支付费用持续提升



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

合作模式下生产能力再上一台阶，公司在新能源领域技术不断精进。

蔚来汽车轻盈、安全的特性很大程度上来源于整车对铝材的大量使用。以蔚来 ES8 为例，ES8 车身铝材含量（96.4%）为全球量产车中最高，底盘、悬挂、轮毂、刹车系统以及电池组外壳也均为全铝材质。其中，蔚来 ES8 白车身重量为 335kg，轻量化指数为 2.02，铝材的选择使用军工级 7 系铝合金，整车扭转刚度 44140N·m/deg。作为蔚来汽车的制造商，公司在新能源领域生产技术不断精进。江淮蔚来先进制造基地拥有国内自主品牌首条全铝车身生产线，焊装整体自动化率高达 98%，能够通过工业互联网、大数据、云计算等技术实现自动排产、自动质量监测，实现喷涂无人化、冲压生产无人化，满足客户定制化需求。在研发方面，公司推进江淮蔚来年产 6 万辆 Gemini 车型生产线柔性化技改项目，保持自身高自动化、网络化、智能化以及制造工艺水平先进的产线优势。江淮蔚来先进制造基地从云平台、物联网、应用系统、工艺设计、智能化装备以及智能传感全方位进行规划，成功入选“2020 安徽省智能工厂”。

图表43. 江淮蔚来先进制造基地航拍



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表44. 江淮蔚来高端全铝车身生产线实景

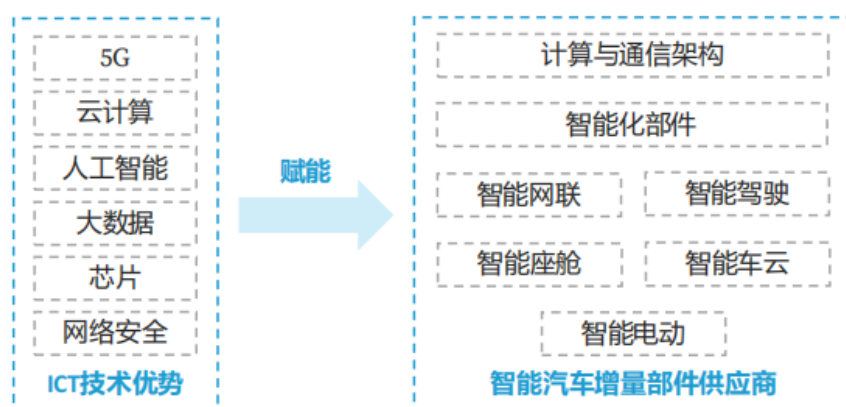


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

3.3. 与华为多领域合作，智能化技术不断升级

华为依托技术优势，不断赋能造车企业。自2019年亮相上海车展以来，华为智能汽车业务布局加速，2020年，华为正式发布智能汽车解决方案品牌HI，包括1个全新的计算与通信架构和5大智能系统，智能驾驶、智能座舱、智能电动、智能网联和智能车云，以及激光雷达、AR-HUD等全套的智能化部件。根据华为2021年年报，2021年华为发布五大汽车领域新产品：HarmonyOS智能座舱、4D成像雷达、MDC 810、“八爪鱼”自动驾驶开放平台和智能热管理系统。目前华为已上市超过30款智能汽车零部件，与江淮、奇瑞、长城、长安等车企开展多元合作，充分利用ICT技术优势，以平台+生态的发展战略，提供创新架构和数字平台基础要素，赋能车企高效开发智能汽车。

图表45. 华为利用 ICT 技术优势赋能智能汽车业务



资料来源：亿欧智库，东亚前海证券研究所

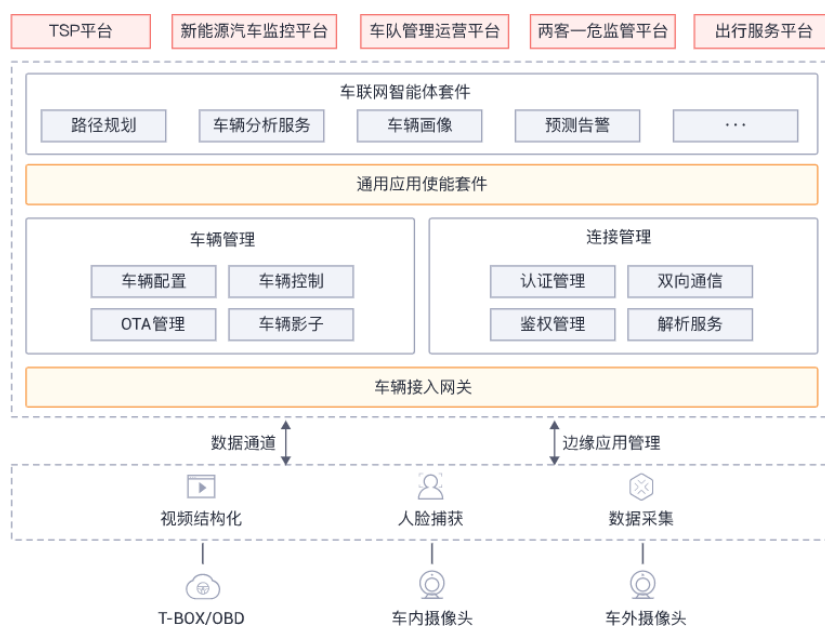
图表46. 2021 年华为五大创新汽车技术

产品	产品介绍
Harmony OS 智能座舱	面向“车”的 OS，通过一芯多屏、多并发、运行时确定保障等能力，满足出行场景需要。HarmonyOS 联系车机与其他智能终端，用一套系统满足各种硬件设备，将人、车、家打通，实现真正意义上的万物互联。
4D 成像雷达	采用 12T24R 大天线阵列，比常规毫米波雷达 3T4R 的天线配置，提升了 24 倍，比业界典型成像雷达多 50%接收通道。
智能驾驶计算平台 MDC	集成了华为自研的 Host CPU 芯片、AI 芯片、ISP 芯片与 SSD 控制芯片，并通过底层的软硬件一体化调优，在时间同步、多节点实时通信、最小化底噪、低功耗管理、快速安全启动等方面领先业界。
“八爪鱼”自动驾驶平台	一套以数据为核心，驱动自动驾驶闭环迭代的开放平台，旨在通过车云协同的能力封装、业内领先的标注能力、升级的虚拟仿真，以及安全合规的一站式云服务，协助车企“0”基础构建自动驾驶开发能力，降低开发门槛，提升开发效率。
集成式智能热管理系统（TMS）	一体化极简架构设计，打通电驱、电池、乘员舱等领域，并降低热泵低压侧不可逆损失，优化整体能耗和驾驶体验。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

多项领域均有技术合作，公司智能化技术优势不断积累。2019 年 12 月，公司与华为正式签署全面合作框架协议暨 MDC 平台项目合作协议，在智能汽车解决方案、企业信息化、智慧园区、智能工厂等领域展开深度合作。其中，包括重点合作研发智能驾驶的核心部件——车载计算平台，以及在智能座舱、智能电动、智能网联和云服务等方面进行合作，以全面提升江淮汽车的智能化水平。通过与华为云的合作，江淮汽车打造了第三代统一车联网平台，实现多种车型统一接入，弹性扩容。基于华为云提供的大数据和 AI 智能分析服务，江淮汽车将旗下移动出行品牌“和行约车”迁移上华为云，打造高可用、高安全的网约车业务，为用户提供安全、便捷的智联出行体验。此外，公司在思皓等系列产品的智能座舱也采用了麒麟芯片和鸿蒙操作系统，合作开发汽车生态系统。通过与华为在技术上合作，公司汽车智能化技术优势不断积累。

图表47. 公司采用华为云车联网平台



资料来源：华为云官网，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

核心假设：

1. 当前公司在乘用车业务上有产品力较强的品牌思皓，同时考虑到当前处于新能源汽车的快速渗透期，我们预计 2022-2024 公司的乘用车业务营收增速为 23.73%、24.25%、19.71%；

2. 当前商用车受政策、疫情、房地产下行等因素影响景气度有所下滑，但公司作为商用车领域规范化发展的优质企业，未来市场份额或将有所上升，我们预计 2022-2024 公司的商用车业务营收增速为 36.44%、17.20%、11.10%；

3. 随着上游原材料成本不断下降，以及公司产品力、品牌力不断加强，公司的毛利率或将不断上升，我们预计 2022-2024 公司的毛利率分别为 10.39%、10.94%、11.48%。

投资建议：

基于以上假设，我们预计 2022/2023/2024 年公司的营业收入分别为 524.67/624.94/716.04 亿元，归母净利润分别为 2.13/5.07/6.83 亿元，EPS 分别为 0.10/0.23/0.31 元，基于 2022 年 8 月 3 日收盘价 21.49 元计算，对应的 PE 分别为 220.20/92.58/68.76X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

宏观环境超预期波动：国际政治环境动荡与新冠疫情导致经济不确定性增加，可能会导致公司经营承压；

原材料成本大幅上行以及供应链受阻：原材料涨价、芯片短缺、劳动力成本上升、价格下探等风险可能会导致公司经营压力增加；

转型效果不及预期：当前智能化、电动化、网联化、节能化成为趋势，传统汽车行业面临转型升级的巨大挑战，如果公司以及合作伙伴转型效果不及预期，竞争力或将大幅下降。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	40310.52	52466.99	62494.00	71604.29
%同比增速	-6.05%	30.16%	19.11%	14.58%
营业成本	36930.09	46951.98	55593.78	63308.35
毛利	3283.43	5441.74	6820.69	8205.31
%营业收入	8.16%	10.39%	10.94%	11.48%
税金及附加	489.45	603.94	735.54	845.59
%营业收入	1.22%	1.15%	1.18%	1.18%
销售费用	1437.27	1730.34	2051.05	2366.92
%营业收入	3.57%	3.30%	3.29%	3.31%
管理费用	1750.14	1864.04	2028.16	2197.47
%营业收入	4.35%	3.56%	3.25%	3.08%
研发费用	1374.11	1688.60	2082.38	2429.42
%营业收入	3.42%	3.23%	3.34%	3.40%
财务费用	225.75	226.55	202.89	220.55
%营业收入	0.56%	0.43%	0.33%	0.31%
资产减值损失	-514.57	-245.76	-238.26	-236.78
信用减值损失	11.91	-58.40	-50.38	-32.29
其他收益	1953.10	1722.81	1995.70	2143.70
投资收益	190.13	203.52	252.52	301.66
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	21.62	13.58	16.94	17.38
资产处置收益	433.25	100.00	100.00	100.00
营业利润	163.94	1137.29	1876.72	2529.65
%营业收入	0.41%	2.17%	3.01%	3.54%
营业外收支	28.14	18.32	23.23	20.77
利润总额	192.08	1155.61	1899.95	2550.43
%营业收入	0.48%	2.21%	3.05%	3.57%
所得税费用	179.04	800.37	1054.97	1412.73
净利润	13.04	355.23	844.98	1137.69
%营业收入	0.03%	0.68%	1.35%	1.59%
归属于母公司的净利润	200.00	213.14	506.99	682.61
%同比增速	40.24%	6.57%	137.87%	34.64%
少数股东损益	-186.96	142.09	337.99	455.08
EPS (元/股)	0.10	0.10	0.23	0.31

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.10	0.10	0.23	0.31
BVPS	6.98	7.03	7.27	7.58
PE	174.00	220.20	92.58	68.76
PEG	4.32	33.51	0.67	1.98
PB	2.49	3.06	2.96	2.84
EV/EBITDA	18.52	18.70	15.25	10.68
ROE	1%	1%	3%	4%
ROIC	0%	1%	3%	3%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10398	17518	20341	26891
交易性金融资产	922	1044	1190	1464
应收账款及应收票据	2182	2195	2346	2478
存货	2618	2975	3723	3914
预付账款	739	698	955	1098
其他流动资产	8545	10547	10756	13933
流动资产合计	25403	34978	39311	49779
长期股权投资	4972	5682	6453	7016
投资性房地产	89	101	93	100
固定资产合计	10201	9275	8232	7348
无形资产	2466	2166	1904	1677
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	1386	1403	1424	1281
其他非流动资产	1853	2467	2691	2900
资产总计	46370	56072	60108	70101
短期借款	1581	2181	2781	3381
应付票据及应付账款	12881	18299	17384	23597
预收账款	0	206	82	125
应付职工薪酬	519	593	747	846
应交税费	259	263	343	404
其他流动负债	7100	8245	9825	10019
流动负债合计	22340	29786	31161	38373
长期借款	6692	8545	10389	12237
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	65	41	49	46
其他非流动负债	1406	1570	1529	1339
负债合计	30503	39943	43129	51995
归属于母公司的所有者权益	15242	15362	15874	16546
少数股东权益	625	767	1105	1561
股东权益	15867	16130	16979	18106
负债及股东权益	46370	56072	60108	70101

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1725	5573	1356	5846
投资	-1931	-907	-966	-894
资本性支出	700	-331	291	-85
其他	200	211	271	323
投资活动现金流净额	-1032	-1027	-403	-657
债权融资	-6574	399	-103	-367
股权融资	1979	0	0	0
银行贷款增加(减少)	7544	2453	2444	2448
筹资成本	-498	-409	-434	-521
其他	201	132	-36	-201
筹资活动现金流净额	2652	2575	1870	1360
现金净流量	3336	7120	2823	6550

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

倪华，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014 年-2016 年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017 年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017 年金翼奖，商业贸易行业第三；2019 年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>