

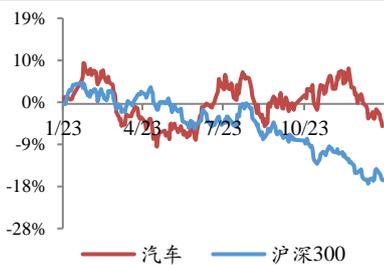
鸿蒙智行高端化落地，蓝海市场空间广阔

——明星主机厂产业链系列深度之三

行业评级：增持

报告日期：2024-01-08

行业指数与沪深300走势比较



分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002

电话：18681505180

邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

相关报告

1. 北交所汽车产业链标的梳理 2023-12-12
2. 十年磨剑，谋而后动：小米汽车业务解读与战略预测 ——明星主机厂产业链系列深度之二 2023-11-27
3. 高壁垒、广生态、强联合，华为汽

主要观点：

● 问界 M9 发布，鸿蒙智行首款 D 级产品落地

AITO 旗下旗舰款车型问界 M9 车型发布，系鸿蒙智行首款 D 级车。M9 展现了华为在高端产品上优秀的产品定义能力。

● 鸿蒙智行高端化进程中，江淮汽车承担重任

华为在旗舰机型上取得成绩，证明了 CBG 在高端产品定义上的能力，该能力在高端新能源车上也可以复用。鸿蒙智行合作四家车企各有侧重和禀赋，50 万以上车型产品线主要由江淮汽车覆盖。50 万以上产品线价值量不容小觑，自主品牌率低，近乎蓝海市场，江淮汽车承担重任。

● 江淮主营业务商用/自有乘用车内生发展，外联华为，参股大众安徽

江淮商用车具备全产品线，贡献稳定营收和毛利，其中轻卡业务占比最大；乘用车业务新能源转型中，关注思皓、钇为及后续车型；参股 25% 大众安徽；成为华为战略合作伙伴，共同打造高端旗舰智能车型。

● 江淮具备底盘技术沉淀以及高端车型制造经验，有望受益省内资源协同

江淮是安徽省国资委旗下老牌整车企业，有望和省内新能源、科创企业协同发展。公司具备深厚技术积淀，底盘技术优秀。曾经和蔚来合作多年，充分打磨了高端汽车制造工艺。

● 驱动力：华为合作车型空间大；轻卡新能源化及商用车出口贡献增量

商用车受益于公司轻卡产品的行业竞争力，以及出口带来的增量。江淮鸿蒙项目车型预计冲击当前的高端进口车市场，属于自主品牌蓝海，增量营收空间巨大。

● 投资建议

鸿蒙高端化逻辑下，首推江淮汽车，建议关注北汽蓝谷、赛力斯。

● 风险提示

江淮华为合作项目推迟；新车型销量不及预期；商用车市场持续低迷；低效率的资本开支过多等。

正文目录

鸿蒙智行高端化落地，蓝海市场空间广阔.....	1
——明星主机厂产业链系列深度之三.....	1
1 鸿蒙智行产品线逐渐完善，问界 M9 开启高端化进程.....	5
1.1 鸿蒙智行产品线清晰，高端产品将陆续发布.....	5
1.2 问界 M9 上市，豪华质感倍受瞩目.....	5
2 重申华为 CBG 产品定义能力，高端化征程中江淮汽车担当重任.....	7
2.1 华为高端手机的成功经验，可以在新能源车上复用.....	7
2.2 鸿蒙智行伙伴各有侧重，高端化层面江淮汽车任务重、空间广.....	8
3 江淮汽车系安徽国资主机厂，与华为终端战略合作.....	9
3.1 公司是老牌车企，携手华为进入新时期.....	9
3.2 公司业绩迎来反转.....	12
4 自有商/乘用车业务与外联合作业务双轮发展.....	13
4.1 商用车&客车筑成主营业务基石.....	13
4.2 自有乘用车处于新能源转型中.....	16
4.3 大众安徽股权梳理完毕，公司持有 25%.....	19
4.4 华为终端合作协议签订，华为合作项目将落地.....	21
5 优势：底盘积淀深厚，具备高端车制造经验.....	22
5.1 皖国资重要资产，受益于科创大省内部资源协同.....	22
5.2 公司技术积淀深厚，底盘能力出众.....	24
5.3 与蔚来合作中打磨高端车制造经验.....	25
6 驱动力：商用车受益新能源轻卡，乘用车华为项目空间大.....	26
6.1 轻卡业务新能源转型中，皮卡出口贡献增量.....	26
6.2 华为合作车型，冲击高端进口车市场.....	28
7 投资建议.....	32
风险提示：.....	32

图表目录

图表 1 鸿蒙智行产品线布局.....	5
图表 2 智慧大灯科技感与豪华感并重.....	6
图表 3 比传统电吸门更具质感的电动门配置.....	6
图表 4 HUAWEISOUND 听觉享受比肩顶级车载音响品牌.....	6
图表 5 华为手机产品线及迭代情况.....	7
图表 6 手机产品线的定位和车型产品定位.....	8
图表 7 华为车业务商业模式及鸿蒙智行合作伙伴.....	8
图表 8 2023 前 11 月 50 万以上国产车型分布.....	9
图表 9 23 前 11 月 50 万以上国产车自主品牌率.....	9
图表 10 公司的历史沿革.....	9
图表 11 公司前十大股东.....	10
图表 12 公司的业务模块及所属分/子公司.....	11
图表 13 鸿蒙智行.....	11
图表 14 公司营收.....	12
图表 15 公司利润.....	12
图表 16 2023 年上半年营收占比.....	13
图表 17 2022 年利润占比.....	13
图表 18 商用车产品线+客车产品线.....	13
图表 19 公司商用车销量.....	14
图表 20 公司 2023 年前十月商用车销量占比.....	14
图表 21 客车销量.....	14
图表 22 客车销量占比.....	14
图表 23 商用车出口量.....	14
图表 24 商用车厂商库存/月销量.....	15
图表 25 商用车产能表.....	15
图表 26 乘用车产品线.....	16
图表 27 乘用车批发销量（含思皓系列）.....	16
图表 28 公司乘用车分车型的销量结构.....	17
图表 29 公司乘用车价格带分布.....	17
图表 30 公司乘用车新能源渗透率.....	17
图表 31 钇为 3 配置及销量.....	18
图表 32 乘用车厂商库存/月销量.....	18
图表 33 自主乘用车产能.....	19
图表 34 大众安徽持股结构.....	19
图表 35 大众安徽财务信息.....	20
图表 36 思皓品牌的销量.....	20
图表 37 大众安徽的新产能及其规划.....	21
图表 38 公司与华为合作时间表.....	21
图表 39 公司华为项目相关工厂产能建设规划.....	22
图表 40 公司股权穿透图.....	22
图表 41 安徽整车相关产业.....	23
图表 42 安徽汽车零部件相关产业.....	24

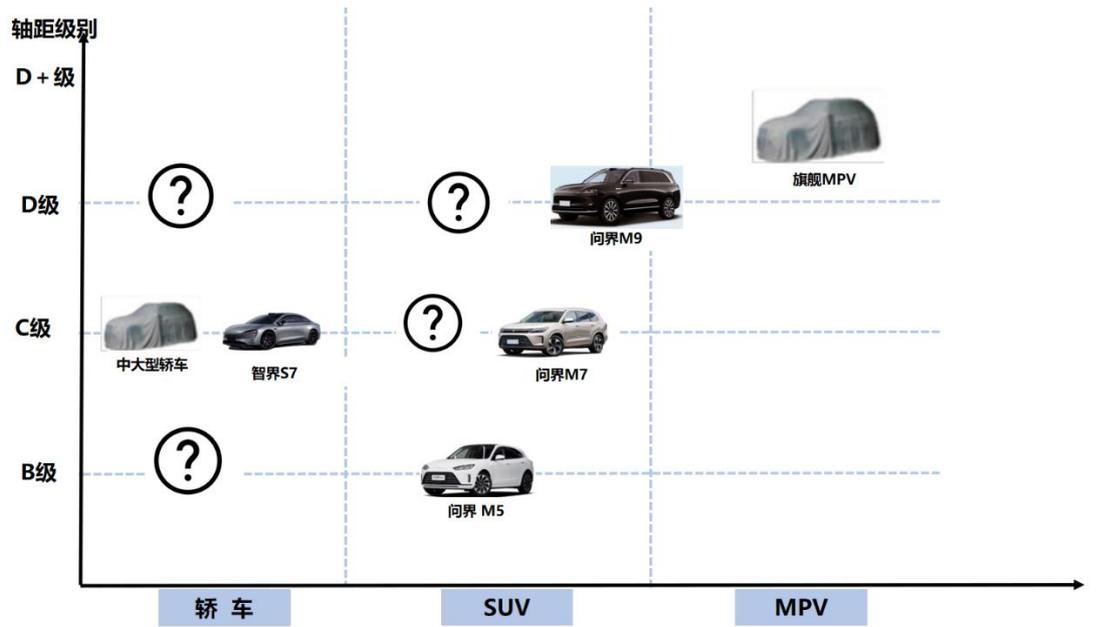
图表 43 公司底盘领域积淀.....	24
图表 44 新一代蜂窝电池技术.....	25
图表 45 公司电驱技术获得行业好评.....	25
图表 46 ES8 配置与销量.....	26
图表 47 2023H1 轻卡市场竞争格局.....	26
图表 48 2023H1 新能源轻卡销量.....	27
图表 49 新能源轻卡产品图.....	27
图表 50 公司海外渠道.....	28
图表 51 2022 进口车市场各价格带.....	29
图表 52 2022 进口车市场前十大销量品牌（单位：辆）.....	29
图表 53 2022 自主、合资、进口总零售销量价格带分布.....	29
图表 54 2022 总零售销量下四个价格带竞争格局.....	29
图表 55 华为江淮远期空间测算表.....	30
图表 56 保时捷的估值.....	31
图表 57 代表型车企销量与盈利能力.....	31

1 鸿蒙智行产品线逐渐完善，问界 M9 开启高端化进程

1.1 鸿蒙智行产品线清晰，高端产品将陆续发布

鸿蒙智行产品线清晰，四大合作车企依托各自禀赋分工明确，随着问界 M9 的正式发布，鸿蒙智行正式进入高端旗舰市场。12 月 26 日，AITO 旗下旗舰车型问界 M9 正式发布，鸿蒙智行进入高端旗舰市场。之前的新款问界 M7、智界 S7 立足 C 级车，分别对标了高端家用 SUV 与高端运动轿跑市场，鸿蒙智行在 25-35 万的高端市场已具备竞争力；此次 M9 发布，作为鸿蒙智行首款 D 级别车型，布局了 40-60 万市场；后续，鸿蒙智行与北汽蓝谷合作的 C 级高端轿车、与江淮合作的 D 级别轿车/SUV/MPV 将陆续发布。鸿蒙智行将在 C 级市场补充高端行政轿车这一重要品类，并完善在 D 级别旗舰市场的产品线，届时鸿蒙智行作为自主品牌高端化的代表，将向旗舰豪华合资/进口车市场发起强有力冲击。

图表 1 鸿蒙智行产品线布局



资料来源：太平洋汽车，华安证券研究所

1.2 问界 M9 上市，豪华质感倍受瞩目

问界 M9 目前发布了四款车型，增程版 Max/Ultra 与纯电版 Max/Ultra,起售价从 46.98 万到 56.98 万元。

M9 除了在智能驾驶、智能座舱、空间利用、动态表现上保持了华为智选系一如既往的品质之外，在豪华感的设计与配置上，也彰显了华为 CBG 对于旗舰产品的深度理解。Ultra 版搭载了全新的智能灯光系统，具备较强的实用性，同时彰显了旗舰车型的独特个性；Ultra 版车型配置了电动门系统，采用静音无刷电机，提升豪华的机械质感；Huawei Sound 音效系统，采用 25 单元声学设计，2080w 功放，具备柏林之声、宝华韦健等顶级车载音响水准，后者的选装价值在 10 万人民币左右。

图表 2 智慧大灯科技感与豪华感并重



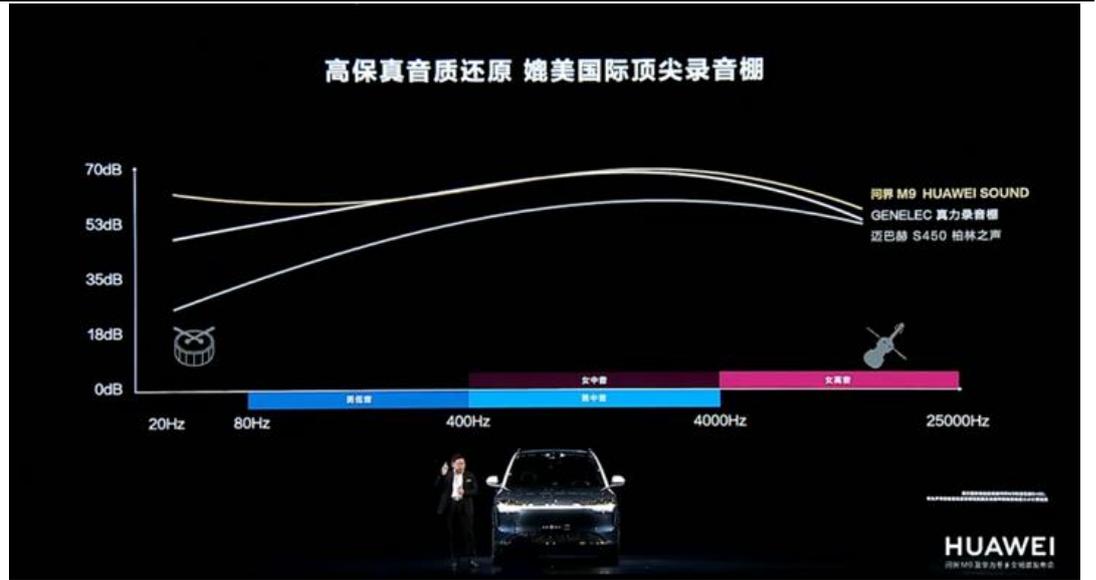
资料来源：华为终端发布会，华安证券研究所

图表 3 比传统电吸门更具质感的电动门配置



资料来源：华为终端发布会，华安证券研究所

图表 4 HuaweiSound 听觉享受比肩顶级车载音响品牌



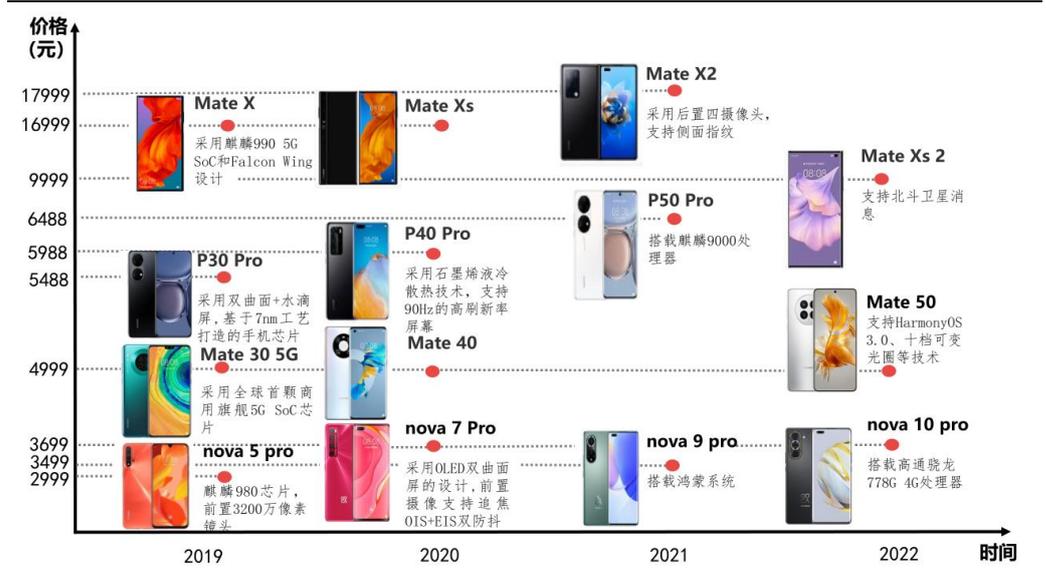
资料来源：华为终端发布会，华安证券研究所

2 重申华为 CBG 产品定义能力，高端化征程中江淮汽车担当重任

2.1 华为高端手机的成功经验，可以在新能源汽车上复用

过往报告中指出华为有着 20 年消费电子业务经验并取得成功，在此重申华为在消费电子业务中展现的高端产品定义能力。华为在经历外部严峻的限制之后，重回高端手机市场，Mate 60 pro 广受消费者认可，同时华为的旗舰机型 Mate X5 也一机难求。MateX5 售价 13999-16999，作为业内的头部机型，MateX5 在官网商城中长期处于断货预约状态，反映了市场头部消费者对于华为高端产品的认可。

图表 5 华为手机产品线及迭代情况



资料来源：gsmarena，华安证券研究所

华为在消费电子业务中证明了其高端产品设计能力，随着问界 M9 的发布，华为在高端车上的产品定义能力也应当受到重视。华为 CBG 在用户画像解读、用户需求匹配上有丰富经验和成功案例，针对旗舰产品的特定潜在客户亦然。汽车作为高价值消费品，产品线划分、用户画像等一定程度上与手机有相同之处，华为 CBG 在高端新能源车领域有望复刻其在高端手机领域的成功。

图表 6 手机产品线的定位和车型产品定位

手机产品	产品定位	汽车产品
Mate X系列	→适用商务精英和高预算的用户，旗舰机型	→旗舰商务车型 奔驰S级
P系列	→适用年轻消费者，产品风格时尚，侧重拍照	→中青年高品质消费群体，侧重运动与操控 宝马5系
Mate系列	→适用商务人士，高端机型	→高端商务车型，产品风格沉稳，曾适用于公务用车 奥迪A6
nova系列	→高性价比之选	→中端车型，品控优良、经济实用 丰田凯美瑞

资料来源：gsmarena，汽车之家，华安证券研究所

2.2 鸿蒙智行伙伴各有侧重，高端化层面江淮汽车任务重、空间广

鸿蒙智行四大合作车企赛力斯、奇瑞、北汽蓝谷、江淮汽车禀赋各有不同，产品线规划也各有侧重。根据目前的产品线规划，赛力斯在旗舰 SUV 上有问界 M9，同时在 20-35 万区间上，也有着优秀车型 M5/M7；奇瑞、北汽蓝谷着力在 C 级轿车领域，分别布局运动、行政轿车；江淮汽车则集中布局 50 万以上的 D 级全系车型，在鸿蒙智行乃至整个自主品牌高端化进程中，将扮演重要角色。

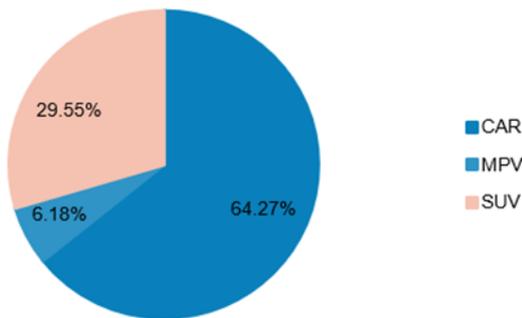
图表 7 华为车业务商业模式及鸿蒙智行合作伙伴

华为三种汽车业务合作模式		
模式	推出时间	合作车企
零部件供应商 提供标准化的零部件，类似于传统的零部件厂商	2013年	
Huawei Inside 与车企合作，提供全栈智能汽车解决方案	2020年10月	
华为智选 深度参与产品定义和产品设计、产品进入华为渠道销售	2021年4月	

资料来源：gsmarena, 汽车之家, 华安证券研究所

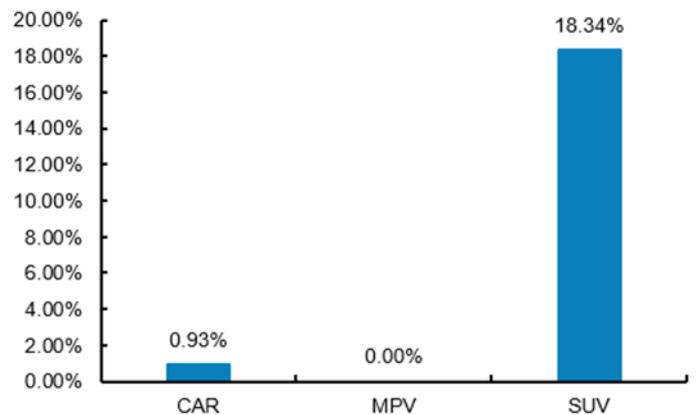
50万以上市场价值量不容小觑，自主品牌蓝海市场，江淮汽车空间巨大。23年前11月，国产50万以上车辆上险量超44万辆，而进口车50万以上车型上险量45.86万辆，二者年化近100万辆零售市场空间，在国产+进口总计车型中占比超4.7%。若考虑高端市场的高客单价，参考23年前11月零售数据，50万以上市场的价值量占比达17.73%（各价格带以中位数计算，100万以上以120万计算，乘以对应销售测算其价值量），不容小觑。在50万以上国产车型中，自主品牌占比低，轿车中占比更是低于1%。江淮汽车作为鸿蒙智行在50万以上市场重要合作伙伴，空间巨大。

图表 8 2023 前 11 月 50 万以上国产车型分布



资料来源：ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

图表 9 23 前 11 月 50 万以上国产车自主品牌率



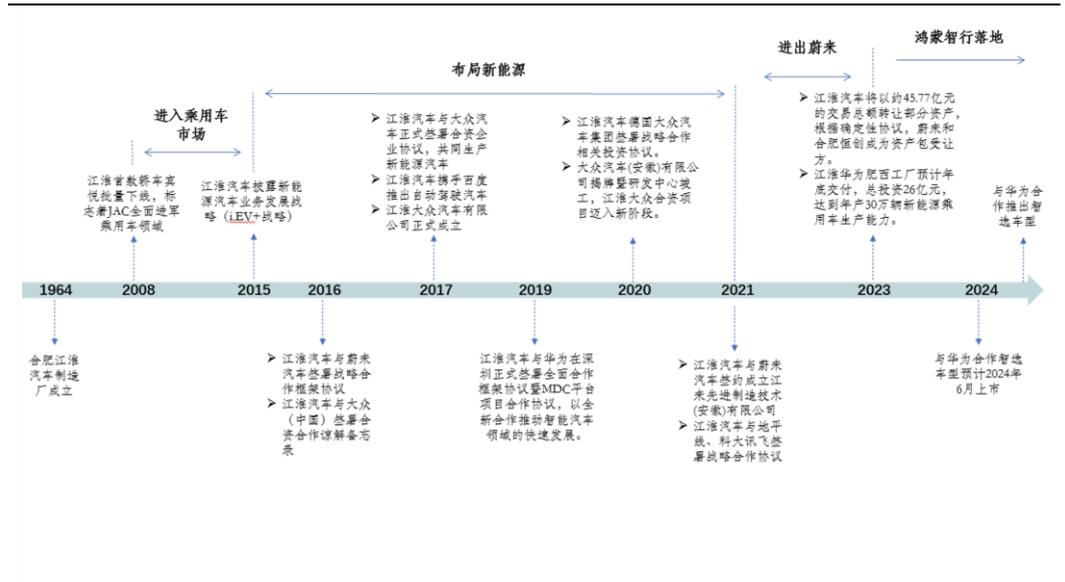
资料来源：ThinkerCar, 上险量数据, 华安证券研究所

3 江淮汽车系安徽国资主机厂，与华为终端战略合作

3.1 公司是老牌车企，携手华为进入新时期

安徽江淮汽车集团股份有限公司始建于 1964 年，是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。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、车桥等核心零部件，已形成燃油&新能源动力的整车业务（乘用车、商用车、客车）、核心零部件、汽车出行、汽车服务四大核心板块。

图表 10 公司的历史沿革



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司的第一大股东为安徽江淮汽车集团控股有限公司，股权占比为 28.18%。公司的第二大股东为安徽省国有资本运营控股集团有限公司，股权占比为 3.74%。其中，安徽江淮汽车集团控股有限公司的股东为安徽省国资委与大众汽车（中国）投资有限公司，两者股权占比皆为 50%；安徽省国有资本运营控股集团有限公司由安徽省国资委 100%控股。

图表 11 公司前十大股东

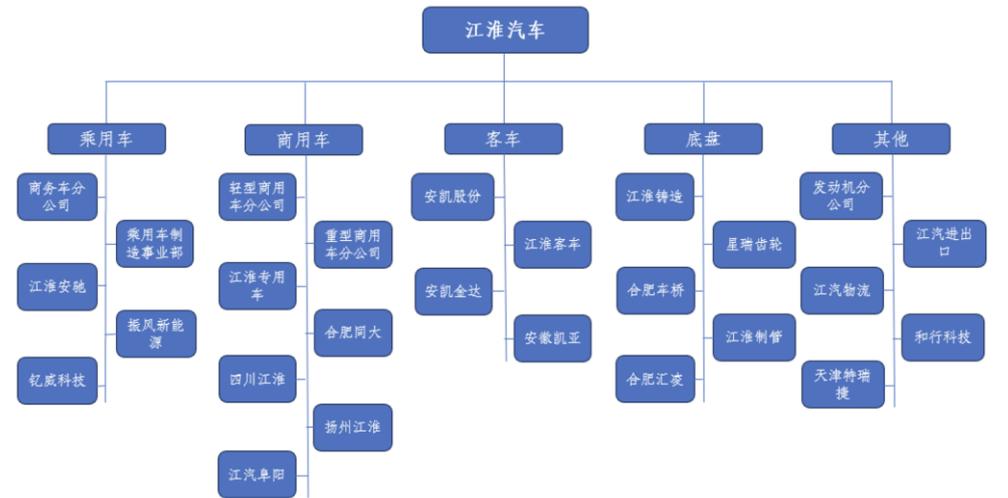
股东名称	持股比例
安徽江淮汽车集团控股有限公司	28.18%
安徽省国有资本运营控股集团有限公司	3.74%
合肥市国有资产控股有限公司	3.38%
香港中央结算有限公司	2.58%
中国建设银行股份有限公司-华夏能源革新股票型证券投资基金	1.77%
安徽省财政厅	1.67%
建投投资有限责任公司	1.09%
中国建设银行股份有限公司-鹏华沪深港新兴成长灵活配置混合型证券投资基金	0.87%
全国社保基金一零四组合	0.77%
中国工商银行股份有限公司-鹏华新能源汽车主题混合型证券投资基金	0.59%

资料来源：iFind，华安证券研究所

公司的主要业务可分为四大类：乘用车、商用车、客车以及底盘。公司的乘用车业务主要由旗下的乘用车制造事业部与商务车分公司负责，相关子公司还有将淮安驰、振风新能源、钇威科技等。商用车业务主要由旗下的轻型商务车分公司、重型商务车分公司与江淮专用车负责，相关子公司还有合肥同大、四川江淮、扬州江淮、

江汽阜阳等。客车业务主要由江淮客车与子公司安凯股份负责，相关子公司还有安凯金达、安徽凯亚等。底盘业务主要由江淮铸造负责，相关子公司还有星瑞齿轮、合肥车桥、江淮制管、合肥汇凌等。公司其他重要分、子公司还有发动机分公司、江汽进出口、江汽物流、和行科技、天津特瑞捷等。

图表 12 公司的业务模块及所属分/子公司



资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司处置蔚来相关资产，战略合作华为。2023年10月20日，公司发布公告称，拟通过公开挂牌方式转让部分资产，涉及乘用车三工厂存货、固定资产、在建工程、房屋建筑物以及土地使用权及乘用车公司新桥工厂构筑物和设备资产。同日，蔚来联合创始人、总裁秦力洪对外明确表示，江淮汽车资产转让公告涉及的资产确为江淮和蔚来合作的工厂相关设备和资产。12月5日，江淮蔚来资产处置完成，出售价格总计45.77亿人民币，最终蔚来汽车和合肥恒创接管了江淮蔚来的资产。2023年12月1日，公司发布公告，与华为终端有限公司签署《智能新能源汽车合作协议》。公司将与华为终端强强联合，优势互补，双方将基于华为智能汽车解决方案，在产品开发、生产制造、销售、服务等多个领域全面合作，着力打造豪华智能网联电动汽车，通过合作车型不断的升级、迭代，满足用户对智能网联汽车的更高需求和期望，最终赢得用户的青睐和厚爱。

图表 13 鸿蒙智行

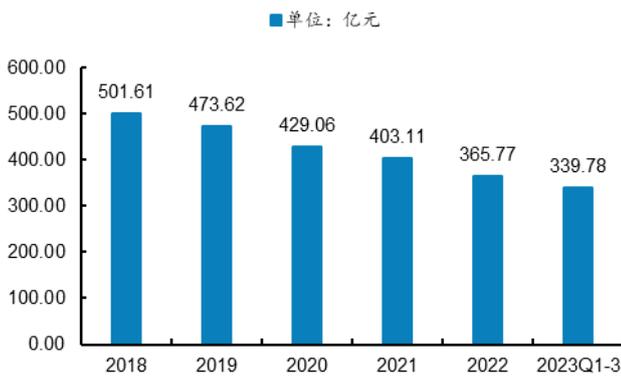


资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.2 公司业绩迎来反转

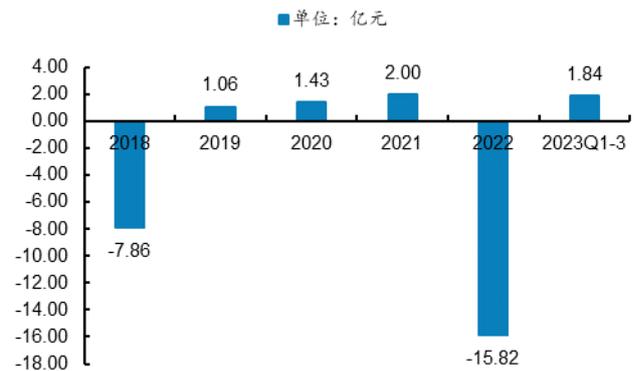
公司 2023 年前三季度营业收入为 339.78 亿元，同比增长 23.11%。归母净利润为 1.84 亿元，同比增长 123.47%，实现扭亏为盈。

图表 14 公司营收



资料来源：wind，华安证券研究所

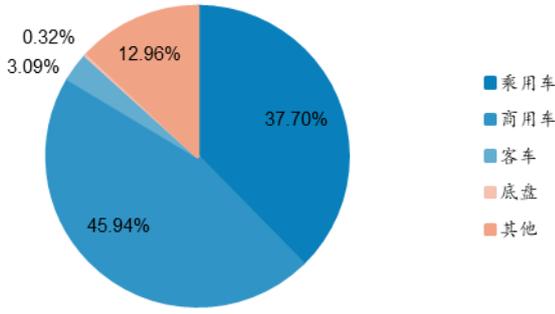
图表 15 公司利润



资料来源：wind，华安证券研究所

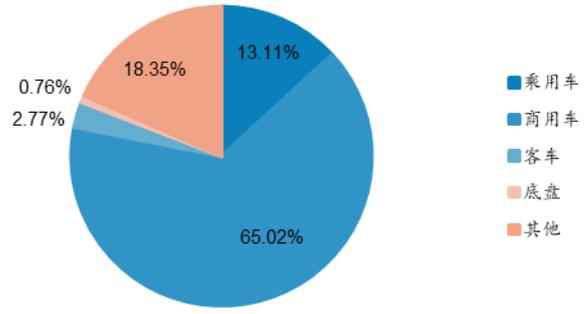
公司 2023 年上半年，乘用车、商用车、客车、底盘与其他的收入分别是 84.32 亿元、102.76 亿元、6.91 亿元、0.72 亿元和 28.98 亿元，分别占比 37.70%、45.94%、3.09%、0.32%和 12.96%。2022 年，乘用车、商用车、客车、底盘与其他的利润分别是 2.88 亿元、14.27 亿元、0.61 亿元、0.17 亿元与 4.03 亿元，分别占比 13.11%、65.02%、2.77%、0.76 和 18.35%。

图表 16 2023 年上半年营收占比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 2022 年利润占比



资料来源：wind，华安证券研究所

4 自有商/乘用车业务与外联合作业务双轮发展

4.1 商用车&客车筑成主营业务基石

公司在商用车领域深耕多年，已形成了完善的轻卡、中卡、重卡、皮卡产品线。轻卡作为公司的明星产品，已拥有包括帅铃、骏铃、康铃等子品牌，同时推出了多款新能源轻卡车型；公司的中卡子品牌为德沃斯，于 2021 年上市，填补了公司中卡方面的空白；公司的重卡子品牌为格尔发，吸收了德国戴·克重卡、现代重卡的核心技术；公司的皮卡子品牌为 T 系和悍途，定位为“全球硬派皮卡倡导者”。

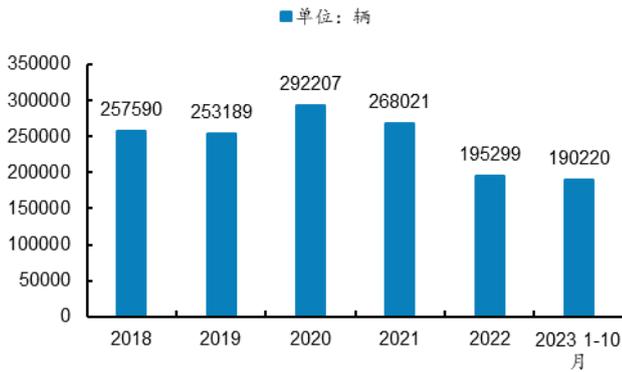
图表 18 商用车产品线+客车产品线



资料来源：公司官网，华安证券研究所

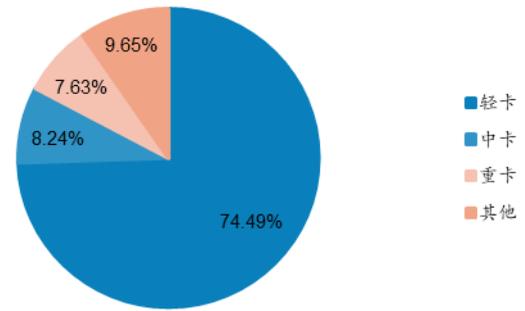
商用车是公司的拳头产品，其中轻卡销量占比最高。2023 年 1-10 月公司商用车销量达到 190220 辆，其中轻卡销量占商用车总销量的 74.49%。

图表 19 公司商用车销量



资料来源：中汽协，Marklines，华安证券研究所

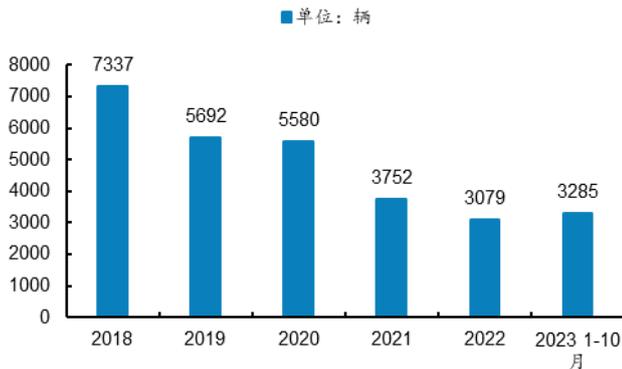
图表 20 公司 2023 年前十月商用车销量占比



资料来源：中汽协，Marklines，华安证券研究所

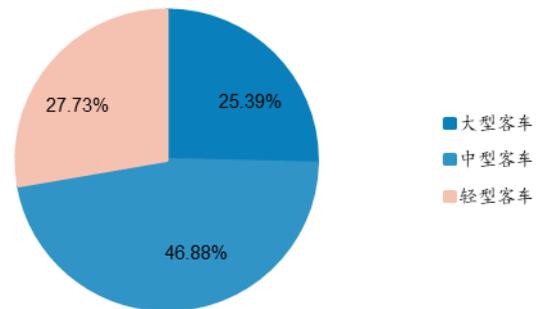
江淮客车有限公司和安凯汽车是公司核心子公司，是公司的客车生产基地。公司现有产品涵盖 5.6-12 米、10-55 座的各类车型，同时拥有 N8、E9 等新能源车型。截至 2023 年十月份，江淮汽车客车销量为 3285 辆，已超过去年全年销量。其中中型客车占比最高，达到 46.88%。

图表 21 客车销量



资料来源：中汽协，Marklines，华安证券研究所

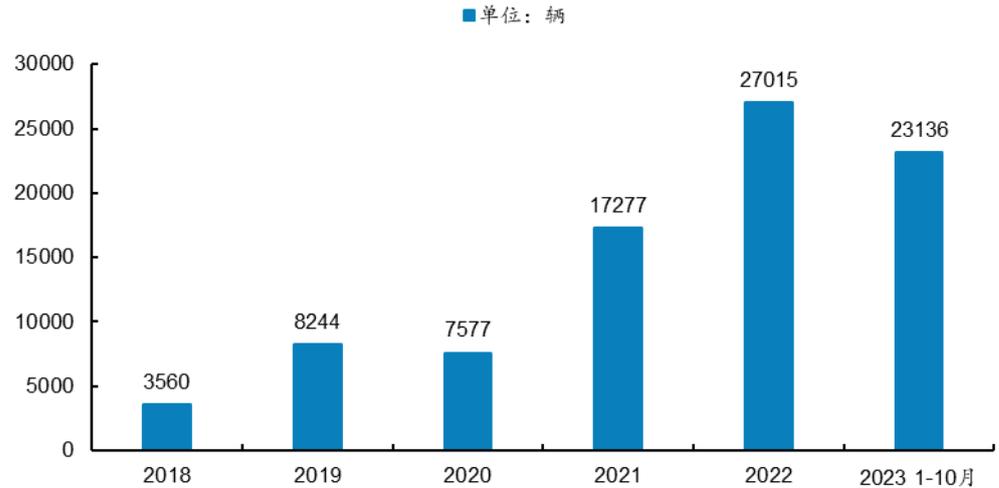
图表 22 客车销量占比



资料来源：中汽协，Marklines，华安证券研究所

公司商用车出口数据亮眼。2019 年至 2022 年商用车出口量 YOY 分别为 131.57%、-8.10%、128.02%、56.36%。截至目前，公司累计出口超 80 万辆，进入墨西哥、意大利、土耳其等高端市场，中高端轻卡连续多年行业出口第一。

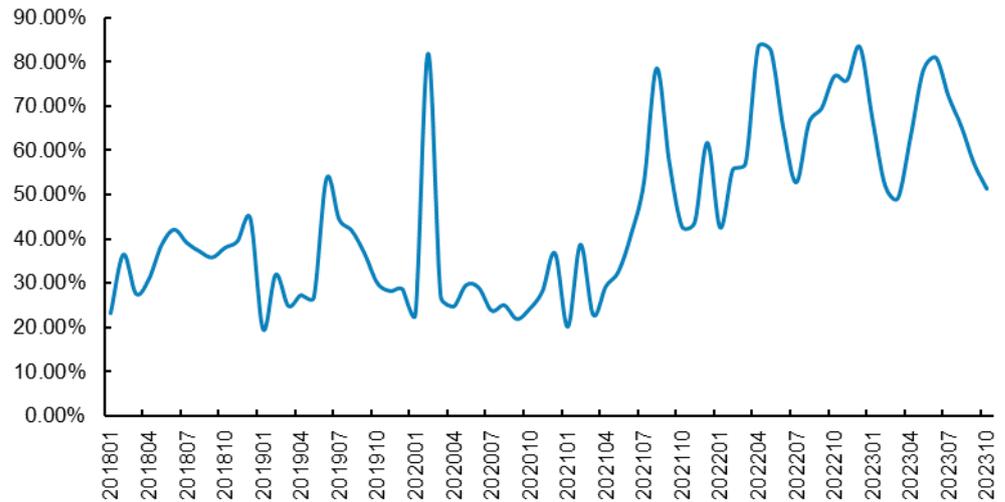
图表 23 商用车出口量



资料来源：中汽协，Marklines，华安证券研究所

商用车库存上，参考厂商库存与当月批发销量的比值，公司过去多年来库存控制稳定，当前处于短期库存底部。

图表 24 商用车厂商库存/月销量



资料来源：公司产销快报，华安证券研究所

公司拥有多个商用车工厂，2022 年产能达到 19.31 万台，年计划产能约为 50 万台。公司最新的商用车工厂为合肥新港轻卡工厂，于 2017 年 9 月建成投产，主要生产轻卡车型聚宝盆、帅铃及新能源商用车蓝猫。

图表 25 商用车产能表

工厂	产品类型	期	计划产能 (万台)	投资金额 (亿元)	项目启动	建成投产
合肥新港轻卡工厂	聚宝盆、帅铃、蓝猫	一期	20	25	2015-10	2017-09
江淮汽车扬州工厂	悍途、悍途EV、悍途PHV、T6、T8、T8 Pro	一期	10	20	2013-03	2014-12
山东青州工厂	轻卡	一期	10	-	-	2011-07
		二期	6	-	2013-12	-
江淮客车合肥工厂	客车	一期	1.2	-	2009-04	2011-03
安凯汽车新能源工厂	客车E9、客车N8	一期	0.6	15	2012-09	-
安凯汽车达州工厂	新能源客车	一期	0.3	10	-	2019-01

资料来源：Marklines，华安证券研究所

4.2 自有乘用车处于新能源转型中

公司乘用车产品线集中于MPV车型，并于今年推出新能源子品牌钇为。公司轿车方面，主要产品包括A5 PLUS及新能源车型iEVA50和iEV7L；SUV方面，主要包括X8和QX。

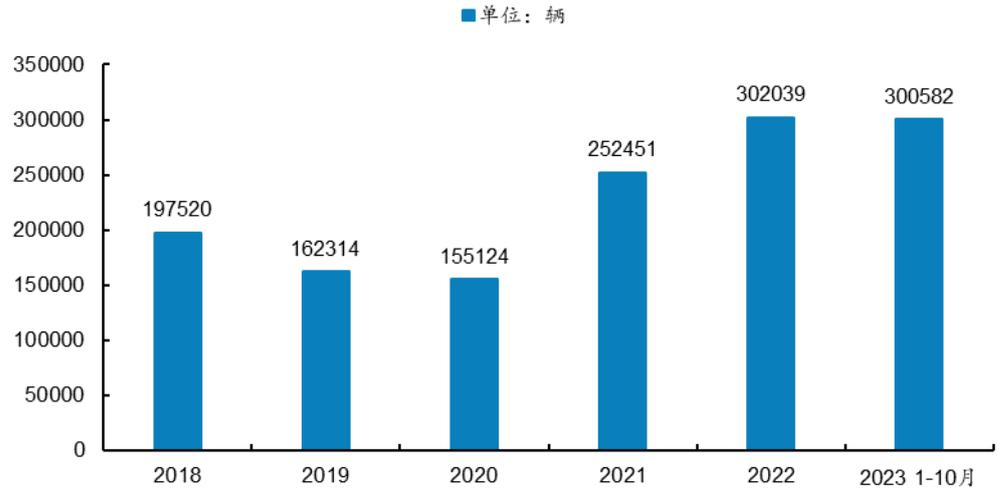
图表 26 乘用车产品线



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司乘用车产品销量迅速增长。2019-2022年乘用车销量YOY分别为-17.82%、-4.43%、62.74%、19.64%。

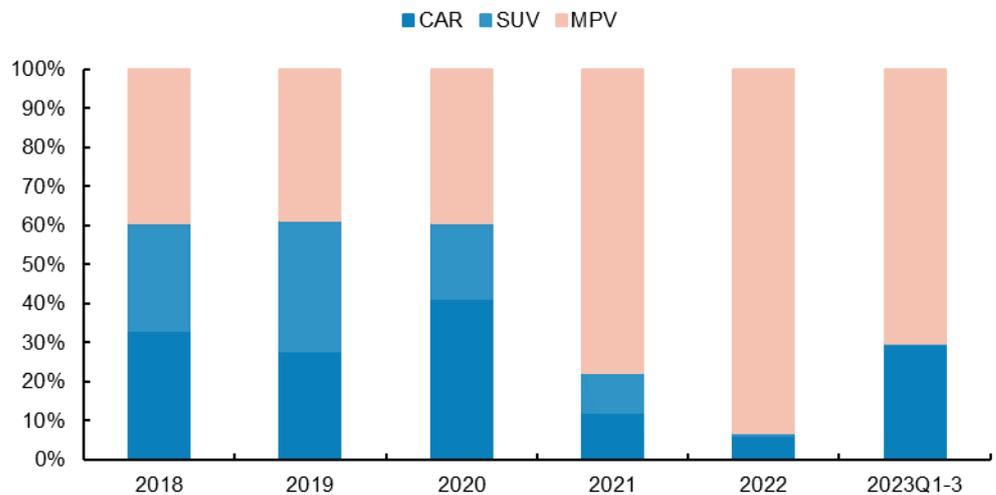
图表 27 乘用车批发销量 (含思皓系列)



资料来源：中汽协，Marklines，华安证券研究所

MPV 是公司的主攻车型。2023 年前三季度公司乘用车总销量为 1.69 万辆。其中 MPV 车型 1.12 万辆，占比 70.1%；轿车车型 0.5 万辆，占比 29.5%。公司 MPV 产品线名称为江淮瑞风，诞生于 21 世纪初，多年来深度聚焦 MPV 市场。基于国内首个 MPV 专属的“MUSE”架构，将实现从商务到家用、从电混到纯电的全面布局。其产品包括瑞风 RF8、瑞风 L6 Max、瑞风 M4 等。

图表 28 公司乘用车分车型的销量结构

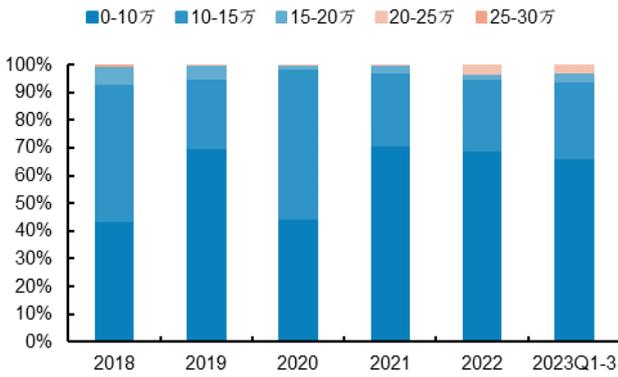


资料来源：中汽协，Marklines，华安证券研究所

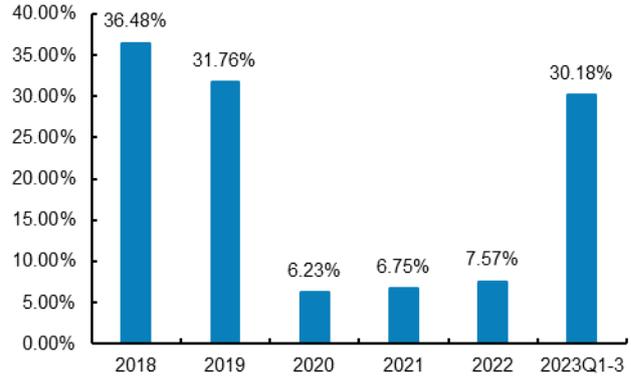
公司乘用车主要布局 10 万元以下价格带市场。2023 年前三季度公司乘用车总销量为 1.69 万辆。其中 10 万元以下价格带 1.12 万辆，占比 66.43%；10-15 万元价格带 0.46 万辆，占比 27.56%；15-25 万元价格带 1103 辆，占比 6.01%。

图表 29 公司乘用车价格带分布

图表 30 公司乘用车新能源渗透率



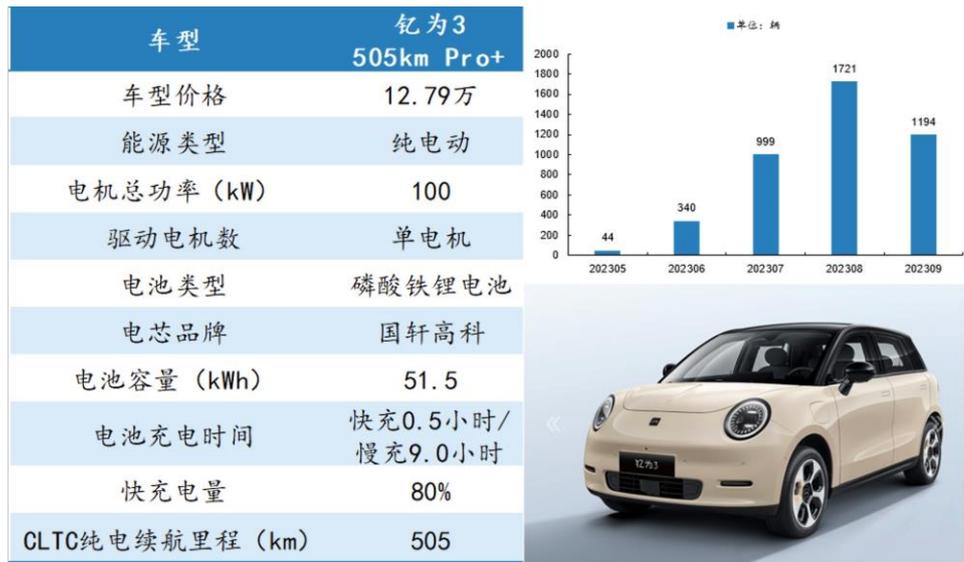
资料来源：上险量数据，ThinkerCar，华安证券研究所



资料来源：上险量数据，ThinkerCar，华安证券研究所

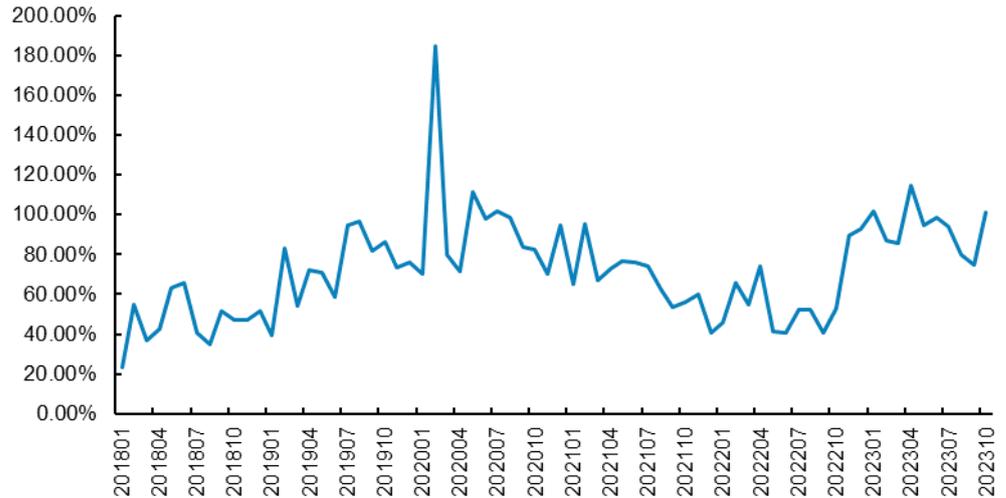
公司重新将重点转移到新能源乘用车。2023 年前三季度公司乘用车新能源渗透率为 30.18%，较 2022 年增长 22.61%。2023 年 4 月 18 日，钷为 3 在上海国际车展亮相，共推出 405km、505km 两种续航合计 7 款车型，售价从 8.99 万元至 12.79 万元不等。钷为 3 是全球第二代纯电平台—DI 平台的首款车型，搭载 0 热失控蜂窝电池、科大讯飞飞鱼 3.0 车机系统、华为车机应用生态等配置。

图表 31 钷为 3 配置及销量



资料来源：汽车之家，ThinkerCar，上险量数据，华安证券研究所

公司乘用车库存比较为稳定，在今年 2/3 季度库存比降低后，当前有所回升。
图表 32 乘用车厂商库存/月销量



资料来源：公司产销快报，华安证券研究所

公司当前自有乘用车主要产能来自于合肥的乘用车一厂，安庆新能源厂经过重整后承担公司未来自有品牌新能源乘用车的生产任务。公司目前新能源品牌主要是纯电的钇为系列。后续将扩充混动自主产品线。

图表 33 自主乘用车产能

工厂	产品类型	期	计划产能 (万台)	投资金额 (亿元)	项目启动	建成投产
合肥乘用车工厂一厂	所有乘用车	一期	24	-	-	-
安庆新能源工厂	江淮 iEVA50、iEVL、瑞风S2	一期	10	8.8	2021-08	2021-12

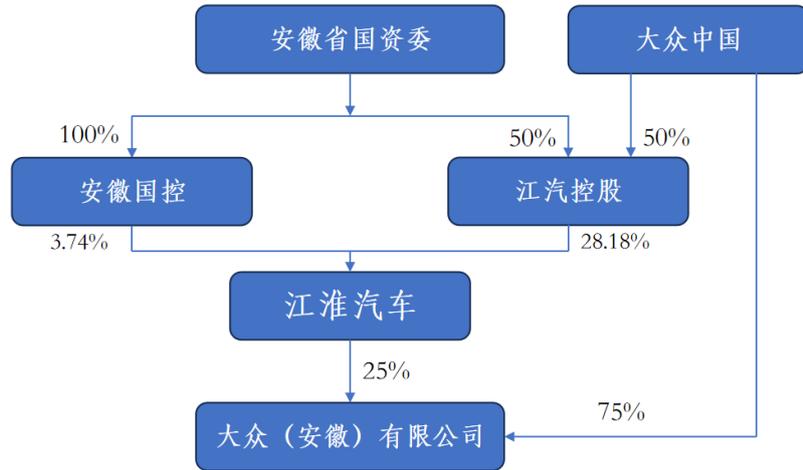
资料来源：Marklines，华安证券研究所

4.3 大众安徽股权梳理完毕，公司持有 25%

大众（安徽）由公司与大众中国合资成立。2016年9月，公司与大众中国签署合资合作谅解备忘录；2017年6月，公司与大众汽车正式签署合资企业协议，共同生产新能源汽车；2020年12月，大众汽车（安徽）有限公司揭牌暨研发中心竣工，江淮大众合资项目迈入新阶段；2022年2月，大众（安徽）MEB工厂完成全新车身车间建筑施工；2022年6月，大众（安徽）首台白车身于MEB工厂的全新车身车间下线；2023年4月，大众汽车宣布投资约10亿欧元建立新的电动汽车开发、创新和采购中心（VCTC），总部设在合肥。

2020年12月2日，大众中国投资对江汽控股的增资和大众中国投资、公司对江淮大众的增资事项已完成工商登记变更。上述两项交易交割完成后，大众中国投资持有江汽控股50%的股权，安徽国资委持有江汽控股50%的股权并仍控制江汽控股。大众中国投资持有大众汽车（安徽）有限公司75%股权，江淮汽车持有大众汽车（安徽）有限公司25%股权。

图表 34 大众安徽持股结构



资料来源：iFinD，华安证券研究所

截至 2023 年上半年，大众（安徽）的总资产为 124.39 亿元，总负债为 71.49 亿元，净资产为 52.90 亿元，总营收为 0.29 亿元，总净亏损为 6.92 亿元。

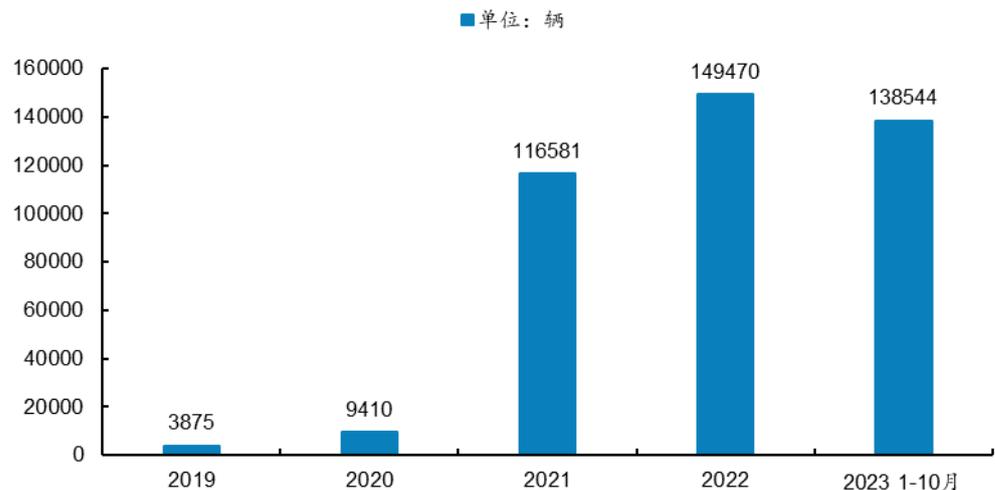
图表 35 大众安徽财务信息

单位：亿元	总资产	总负债	净资产	总营收	总净利
大众安徽	124.39	71.49	52.90	0.29	-6.92
归属于江淮汽车份额	31.10	17.87	13.22	0.07	-1.73

资料来源：iFind，华安证券研究所

思皓创建于 2018 年 4 月 24 日，是公司和大众汽车集团（中国）合作成立的子品牌。思皓目前的燃油车产品包括轿车系列思皓曜、思皓 A5；SUV 系列思皓 X4、X6、X7、X8、QX。新能源产品包括 A00 级车型花仙子；轿车产品思皓爱跑、E50A；SUV 产品 E40X。价格带覆盖 5 万-20 万元区间。

图表 36 思皓品牌的销量



资料来源：ThinkerCar，上险量数据，华安证券研究所

大众（安徽）首台预量产车型已于 2022 年 12 月下线，标志着大众安徽 MEB 工厂已建成并投产。大众安徽 MEB 工厂于 2021 年四月开工，是大众汽车在国内建立的第三座纯电动汽车工厂，也是全球的第 7 座 MEB 工厂。项目总投资金额为 200 亿元人民币，计划产能为 35 万台每年。大众（安徽）的首款新能源量产车型预计于 2023 年底投产，新车型主攻欧洲市场。

图表 37 大众安徽的新产能及其规划

项目名称	大众安徽 MEB 工厂
产品类型	新能源汽车
计划产能	35 万台/年
投资金额	200 亿元
项目启动	2021/4
项目竣工	2022/12

资料来源：公司公告，华安证券研究所

4.4 华为终端合作协议签订，华为合作项目将落地

公司和华为合作不断深化。2019 年 12 月 9 日，与华为在深圳正式签署全面合作框架协议暨 MDC 平台项目合作协议。江汽集团在多款车型上也和华为有所合作，2023 年 11 月 17 日，全球首款鸿蒙智能座舱 MPV，江淮瑞风 RF8 在广州车展开启预售。RF8 搭载了鸿蒙 4.0 系统及华为生态车机系统。2023 年 12 月 1 日，公司发布公告，与华为终端有限公司签署《智能新能源汽车合作协议》。公司将与华为终端强强联合，优势互补，双方将基于华为智能汽车解决方案，在产品开发、生产制造、销售、服务等多个领域全面合作，着力打造豪华智能网联电动汽车，通过合作车型不断的升级、迭代，满足用户对智能网联汽车的更高需求和期望，最终赢得用户的青睐和厚爱。

图表 38 公司与华为合作时间表

时间	合作进展
2019年12月9日	江淮汽车与华为在深圳正式签署全面合作框架协议暨MDC平台项目合作协议。双方将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，以全新合作推动智能汽车领域的快速发展。
2021年4月8日	江淮集团与宏景智驾联合成立的域驰智能举行品牌发布会，并公布与华为等达成深度合作。
2021年4月27日	江淮集团在第二届中国（合肥）智能汽车创新发展战略高峰论坛上，展示最新研发成果和新产品全面应用与华为联合开发的智能汽车生态系统。
2021年8月16日	江淮集团在互动平台上表示，公司正与华为在HMS（移动服务）、智能驾驶核心传感器、MDC（移动数据中心）、智能座舱等方面展开合作。
2023年2月16日	中建六局联合体中标安徽肥西新能源汽车智能产业园EPC项目，中建集团表示，该项目建成后将用于华为与江淮集团在合肥共同开发新一代高端智能电动汽车。
2023年12月1日	与华为终端有限公司签署《智能新能源汽车合作协议》，合作车型的产品开发由江淮汽车总体负责，江淮汽车负责打造生产基地实现合作车型的交付；江淮汽车同意华为终端或其指定的第三方在全球范围内独家提供合作车型的销售服务。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司在建工厂设计产能 30 万辆，可以用于鸿蒙智行“B 至 D+级”各类新能源车型的生产。公司目前在建产能为安徽肥西新能源汽车智能产业园 EPC 项目，于 2023 年 1 月 5 日开工，预计 2023 年底竣工。工厂完成后，将生产车型级别为“B 级→D+级”，可适应 Sedan(轿车)、SUV、MPV、Crossover、Sporty 等各类车型的共平台开发，达到年产 30 万辆新能源乘用车生产能力。

图表 39 公司华为项目相关工厂产能建设规划

项目名称	肥西新能源汽车智能产业园EPC
产品类型	B级-D+级共平台开发
计划产能	30万台/年
投资金额	26亿元
项目启动	2023/1/5
项目竣工	预计2023年底

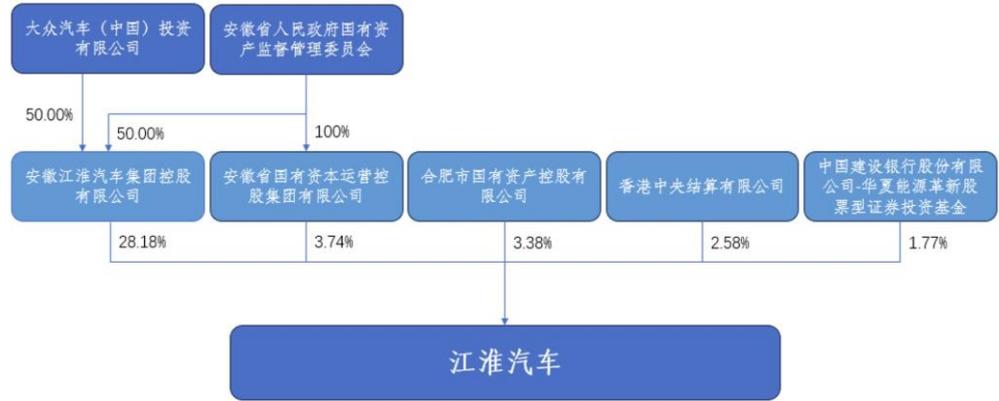
资料来源：招标公告，华安证券研究所

5 优势：底盘积淀深厚，具备高端车制造经验

5.1 皖国资重要资产，受益于科创大省内部资源协同

公司的实际控制人是安徽省国资委，公司是安徽国资旗下老牌整车企业。公司的控股股东江淮集团控股有限公司，由大众汽车（中国）和安徽省国资委共同 1:1 出资控股，合计持有 28.18% 份额，此外安徽省国资委还间接持有 3.74% 份额。

图表 40 公司股权穿透图



资料来源：iFinD，华安证券研究所

整车行业龙头纷纷入驻安徽，同省内主机厂共同形成规模化效应。公司和奇瑞汽车作为安徽省本土企业，目前已经发展成为国内商用车头部企业及中国乘用车品牌出口量第一的企业。2020年4月29日，蔚来汽车中国总部正式落户合肥。2022年，蔚来F2工厂建成并投产，规划整车产能100万辆/年。2020年，大众（安徽）正式揭牌，并于2022年建成大众（安徽）MEB工厂。2021年7月，合肥比亚迪汽车有限公司注册成立，并投资150亿元建造合肥下塘工厂。2010年10月，长安汽车集团合肥基地项目开工，2019年长安合肥工厂年产能扩充至40万辆。

图表 41 安徽整车相关产业

实际控股股东	地址	产业/工厂
江淮汽车 安徽省国资委	合肥市	江淮轿车分公司
		江淮轻型商务车分公司
		江淮客车有限公司
		江淮专用汽车有限公司
	安凯新能源客车工厂	
	安庆市	江淮安庆分公司
蔚来汽车 李斌	合肥市	江淮安驰汽车有限公司
		江来先进制造技术（安徽）有限公司
奇瑞汽车 芜湖市国资委	芜湖市	蔚来第二先进制造基地
		奇瑞汽车股份有限公司
		奇瑞商务车有限公司
		奇瑞新能源汽车股份有限公司
大众汽车 大众汽车股份公司	合肥市	奇瑞瑞弗特种车辆技术有限公司
		大众汽车（安徽）有限公司
比亚迪 王传福	合肥市	比亚迪合肥分公司
长安汽车 中国兵器装备集团有限公司	合肥市	合肥长安汽车有限公司

资料来源：Marklines，华安证券研究所

安徽省内建立了集三电、底盘、自动驾驶、芯片、智能座舱的新能源汽车全产业链体系。伯特利是首批进入海外主流市场的中国线控制动产品 Tier1 供应商；国轩高科的综合实力位居全球新能源锂电行业头部行列；还有国内毫米波雷达领军企业森思泰克等。

图表 42 安徽汽车零部件相关产业

公司	地址	主营业务板块	产品
芜湖伯特利汽车安全系统股份有限公司	芜湖市	线控底盘	线控制动、线控转向
芜湖森斯泰克智能科技有限公司	芜湖市	传感器	毫米波雷达、激光雷达
芜湖埃科泰克动力总成有限公司	芜湖市	动力系统	混动变速箱、混合动力系统
国轩高科股份有限公司	合肥市	电池	锂离子电池、电池包、电芯
安徽巨一科技股份有限公司	合肥市	电驱	集成式电驱动系统
科大讯飞股份有限公司	合肥市	软件算法	智能座舱语音系统
科大国创软件股份有限公司	合肥市	软件算法	智能汽车ADAS、电控系统
华霆（合肥）动力技术有限公司	合肥市	电池、电驱	锂电池、电驱动总成系统
合肥杰发科技有限公司	合肥市	汽车芯片	SoC应用处理器、MCU控制器
安徽锐能科技有限公司	合肥市	电池	动力电池管理系统（BMS）
安徽中鼎密封件股份有限公司	宣城市	精密锻造件	密封系统、减震系统

资料来源：企查查，华安证券研究所

作为安徽省国资旗下的老牌主机厂，公司有望在智能化大背景下，借力股东资源，实现乘用车领域的快速提升。

5.2 公司技术积淀深厚，底盘能力出众

公司是国内最大的客车专用底盘厂商，底盘技术积累深厚。公司于 1990 年创造性生产出国内第一台客车专用底盘，填补国内空白，结束中国长期以来依靠载货车底盘改装客车的历史。现主要产品有宝斯通独立悬架底盘、后横置底盘、后单胎校车底盘、前置前驱底盘、前置前驱底盘、后置公交底盘等。

图表 43 公司底盘领域积淀

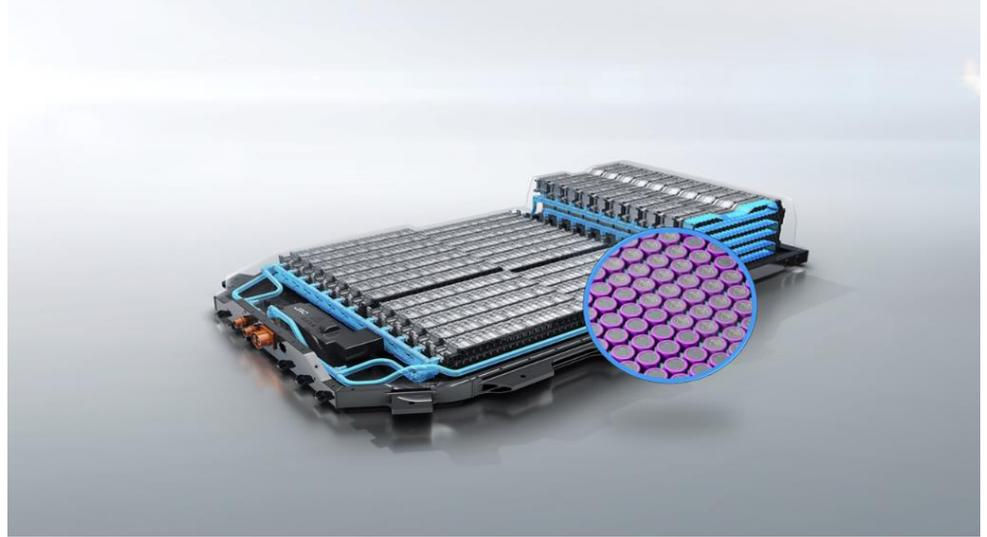


资料来源：公司官网，华安证券研究所

蜂窝电池技术创新。历经九代技术更新，公司成功孵化出蜂窝电池技术，形成了国际先进、国内领先的纯电技术平台，蜂窝电池技术通过外延包覆的 UE 技术，可

做到电芯单体之间电隔离和热隔离，已有超 15 万辆新能源车搭载蜂窝电池、装载电芯达 1.7 亿颗、累计行驶里程突破 80 亿公里。

图表 44 新一代蜂窝电池技术



资料来源：公司官网，华安证券研究所

三合一高效静音纯电驱动系统。公司的纯电驱动系统兼顾动力输出与安全性能，最高效率达到 93%，获得授权专利 5 项，代表了目前中国主流的新能源汽车最高技术水平。

图表 45 公司电驱技术获得行业好评



资料来源：公司官网，华安证券研究所

5.3 与蔚来合作中打磨高端车制造经验

公司与蔚来汽车的合作可追溯到 2016 年。当年 4 月 8 日，江淮汽车与蔚来汽车签署战略合作框架协议。双方合作的第一款产品为蔚来 ES8，于 2017 年 12 月在北京

举行了上市发布会并开启销售；第二款产品为 ES6，于 2018 年 12 月在上海发布上市；后续合作车型还包括 EC6、ET7 等。2021 年 3 月 27 日，江淮汽车与蔚来汽车继续达成深化合作，成立江来先进制造技术（安徽）有限公司。2022 年 4 月 26 日，江淮蔚来生产基地第 20 万台汽车下线。截至目前，自江淮蔚来项目合作以来，工厂已实现生产整车超 40 万台。

公司和蔚来合作期间，旗舰车型 ES8 车型取得了显著的成绩，公司在 50 万以上旗舰产品的制造工艺得到市场认可。公司和蔚来的首款合作成型 ES8 也是整个系列的扛鼎之作，23 款高配版的 ES8 售价近 60 万。ES8，在 50-100 万价格带中是国产自主品牌主力车型，蔚来也凭借 ES8 在 50 万以上的合资+国产车中市占率进入前三。

图表 46 ES8 配置与销量



资料来源：汽车之家，ThinkerCar，上险量数据，华安证券研究所

6 驱动力：商用车受益新能源轻卡，乘用车华为项目空间大

6.1 轻卡业务新能源转型中，皮卡出口贡献增量

公司的轻卡业务是商用车及客车的核心，公司轻卡销量处于业内前列。过去多年，公司的轻卡业务销量在公司载货商用车、多功能商用车中占比在 75% 左右，是公司商用车领域最大细分板块。轻卡行业中，公司也是前列厂商，2023 年上半年，公司轻卡业务出货超过 85000 辆，位列行业第五，占比 9.22%，头部厂商北汽福田占比超过 20%，公司和长城汽车、东风汽车、长安同属第二梯队。公司在 2023 年拓展了皮卡业务，未来也可能贡献增量。

图表 47 2023H1 轻卡市场竞争格局

排名	企业	1-6月累计销量	累计同比增长	1-6月份额
1	北汽福田	206933	22.42%	22.21%
2	长城汽车	102596	8.66%	11.01%
3	东风汽车	92613	-3.87%	9.94%
4	重庆长安	92598	-1.55%	9.94%
5	江淮汽车	85899	-1.27%	9.22%
6	江铃汽车	59208	-18.70%	6.35%
7	中国重汽	42763	7.70%	4.59%
8	上汽大通	41731	-3.86%	4.48%
9	上汽通用五菱	30914	1020.88%	3.32%
10	华晨鑫源	27375	47.11%	2.94%
TOP10 合计		782630	11.30%	84.00%
行业销量		93.18万	10.00%	100%

资料来源：中汽协，华安证券研究所

轻卡行业也面临能源转型，公司已有多款新能源轻卡产品，2023上半年销量市场第四。轻卡行业当前面临着排放标准加速淘汰、燃油运营成本提升、牌照使用场景受限等问题，轻卡行业有向新能源轻卡的结构化升级的趋势。公司已布局多款新能源轻卡产品，并在处于萌发期的新能源轻卡领域取得先机，销量位列第四。

图表 48 2023H1 新能源轻卡销量

排名	企业	1-6月累计销量	累计同比增长	1-6月份额
1	远程新能源商用车	3629	38%	28.56%
2	福田汽车	1669	-45%	13.14%
3	上汽大通	1393	73%	10.96%
4	江淮汽车	1063	46%	8.37%
5	东风汽车	933	188%	7.34%
6	潍柴新能源	879	206%	6.92%
7	一汽解放	843	118%	6.64%
8	郑州宇通	619	57%	4.87%
9	中国重汽	513	45%	4.04%
10	浙江飞碟	211	净增长	1.66%
行业合计		11612	31.20%	100%

资料来源：中汽协，华安证券研究所

图表 49 新能源轻卡产品图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

在海外市场方面，公司构建了以授权海外经销商经销公司产品、委托国内的外

贸企业代理出口和在海外建立子公司直接经营三种业务模式为主的主要销售网络结构。截至目前，公司累计出口超 100 万辆。产品远销 132 个国家和地区，拥有千余家销售网点及服务网点。

公司积极响应国家“走出去”战略及“一带一路”重大倡议。截至目前，公司覆盖“一带一路”共建国家 124 个，累计出口超 80 万辆。全球 19 家海外汽车组装 (KD) 工厂中，有 16 家分布在“一带一路”共建国家。2023 年前三季度，江汽集团出口交付 12.6 万辆，同比增长 58%。其中“一带一路”共建国家交付 10.1 万辆，同比增长 79%，出口比重占江汽集团出口总量的 80%。

图表 50 公司海外渠道



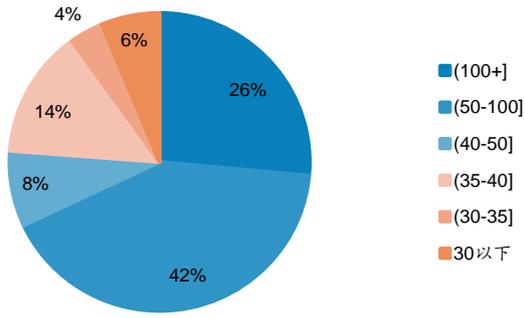
资料来源：公司官网，华安证券研究所

6.2 华为合作车型，冲击高端进口车市场

公司和华为战略合作预计发布多款旗舰级别车型，涵盖商务轿车、SUV、MPV 多种类别，预计主要覆盖 50 万-100 万高端价格带市场，将直接与豪华旗舰品牌进口车竞争。公司肥西工厂项目涵盖了 B 到 D+规格的产线，结合公司在高端车的制造经验与底盘禀赋，以及华为终端的产品规划，预计公司与华为终端的产品将覆盖 50 至 100 万市场，主要和豪华进口车型竞争，其中高级别的车型也会与 100 万以上的进口车进行竞争。肥西工厂也兼顾 B-C 级别的产能，不排除未来也会下沉至 35-50 万市场。

2022 年我国进口车零售销量总计 76.83 万辆，进口车销量集中在 50 万以上高端价格带。2022 年我国进口车市场销量中，42%为 50 万-100 万车型，100 万以上的车型占比达到 26%，二者是销量最大的两个板块。进口车品牌中，旗舰车型奔驰、宝马、保时捷都在前四，主打车型在 50-100 万和 100 万+市场，而且销量最高的品牌是雷克萨斯，主要集中 35-50 万市场。

图表 51 2022 进口车市场各价格带



资料来源: ThinkerCar,上险量数据, 华安证券研究所

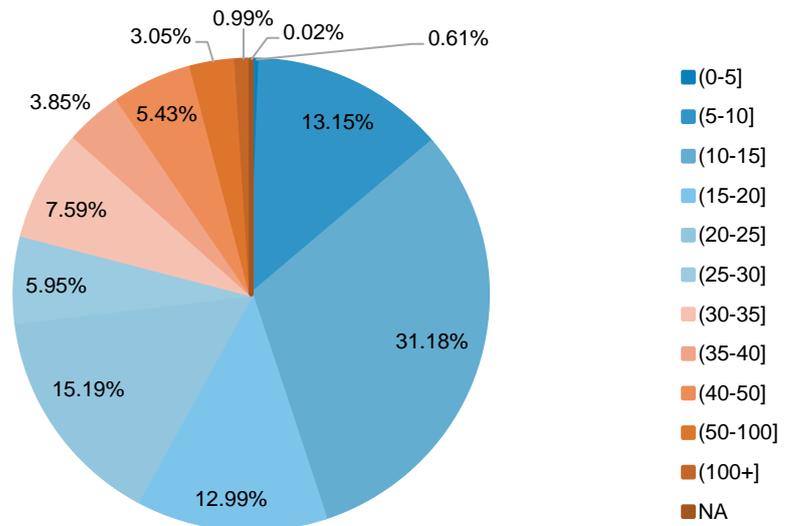
图表 52 2022 进口车市场前十大销量品牌 (单位: 辆)

品牌	零售销量
雷克萨斯	182666
梅赛德斯奔驰	163452
宝马	112326
保时捷	94366
奥迪	44544
路虎	37290
Mini	28812
丰田	26516
沃尔沃	21107
大众	11940
其他	45269

资料来源: ThinkerCar,上险量数据, 华安证券研究所

2022 年国产车 (合资、自主品牌) 和进口车零售端销量合计 2049.93 万辆, 50 万以上车型占比超过了 4%。根据 2022 年全年的总零售销量, 50 万+车型销量占比超 4%; 最大占比的价格带依然是 10-15 万, 占比超过 30%; 35-50 万价格带占比接近 10%。仅以 2022 年作参考, 公司华为项目产品所覆盖价格带市场占比超 4%, 价格下沉的情况下, 市场空间占比接近 14%。

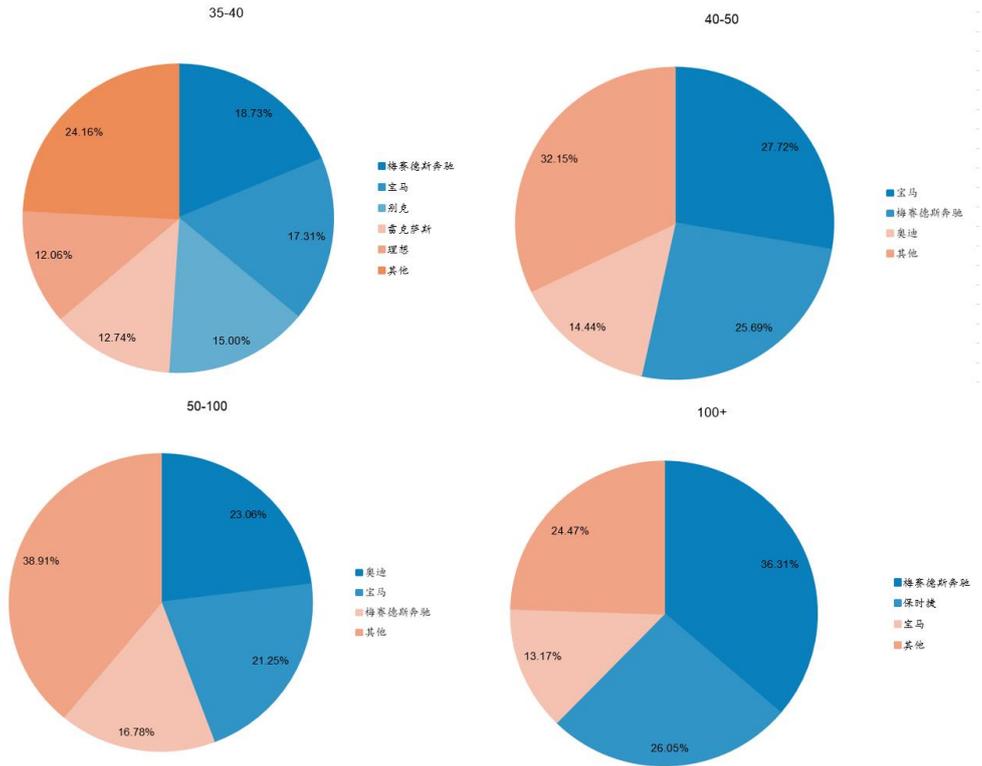
图表 53 2022 自主、合资、进口总零售销量价格带分布



资料来源: ThinkerCar,上险量数据, 华安证券研究所

公司华为项目所处的赛道车型头部集中明显, 知名豪华品牌占据了大部分市场, 新增品牌进入豪华车市场难度大。50-100 万价格带, 奥迪、宝马、奔驰依次占据了超 60% 的市场, 奥迪、宝马占比超 20%, 奔驰占比约 16%, 主要原因也是奔驰的 D 级车型裸车售价更多的在 100 万以上; 100 万以上价格带, 奔驰占比超 36%, 保时捷占比超 26%。35-50 万作为公司华为项目可能进入的下沉市场, 头部两大品牌依然是奔驰和宝马, 二者在 40-50 万市场占比超 50%, 35-40 万价格带竞争更激烈, 雷克萨斯、别克、理想销量紧随其后。

图表 54 2022 总零售销量下四个价格带竞争格局



资料来源：ThinkerCar,上险量数据，华安证券研究所

假设远期终局乘用车年销量 2500 万辆，公司华为终端系列合理稳健发展，豪华品牌力得到市场认可情况下，终局销量空间预测为 27.5 万辆，对应营收 1875 亿元人民币。核心假设：乘用车市场总年销量 2500 万辆；汽车价格下移与通胀抵消；汽车消费结构化升级，35-40/40-50/50-100/100+ 占比依次达到 6%/8%/4%/2%。参考公司华为终端系列各价格带达到不同市占率情况下的销量，可达到 25 万辆到 150 万辆不等。假设公司鸿蒙系列品牌力达到一线豪华品牌水准，公司价格策略以相对高性价比价格进行竞争，即以均价 60 万产品竞争 50-100 万价格带，达到当前第二大品牌占比水平，以均价 90 万产品竞争 100 万+市场，达到当前第三大品牌占比水平，暂不考虑价格带下沉，合理假设的远期终局情况下，公司华为合作车型销量达 27.5 万辆，对应营收 1875 亿元。

图表 55 华为江淮远期空间测算表

参与竞争价格带	产品均价	价格带占比预测	市占率假设(万辆)					
			5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%
35-40	37.50	6%	7.5	15	22.5	30	37.5	45
40-50	45.00	8%	10	20	30	40	50	60
50-100	60.00	4%	5	10	15	20	25	30
100+	90.00	2%	2.5	5	7.5	10	12.5	15
合计销量(万辆)			25	50	75	100	125	150
远期终局假设			销量(万辆)		27.5			
			营收(亿元)		1875			

资料来源：华安证券研究所测算

远期稳态的理想情况下，公司华为合作项目可比公司为保时捷，参考豪华品牌的毛利率和估值，市值想象空间巨大。若公司鸿蒙系列达到了上述远期稳态的情况，即以 50 万以上的车型为主导，同时拥有豪华品牌力和一定体量的市场规模，则可比公司为保时捷。豪华品牌车型拥有更高的利润空间，保时捷毛利率/净利率高达 28.03%/13.17%，当前的估值 PS1.35/PE14.68。公司鸿蒙系列因商业模式因素，盈利能力应低于自有豪华品牌车企，预计毛利率/净利率在 23%/10%左右。考虑上述远期终局假设中公司的鸿蒙系列达到 1800 亿以上营收，预计为公司贡献超 180 亿净利润，参考 A 股市场估值习惯，不论以 PS 还是 PE，公司鸿蒙板块的市值想象空间都巨大。

图表 56 保时捷的估值

可比公司	营收	净利润	净利率	毛利	毛利率	当前市值	PE	PB	PS
保时捷（亿欧元）	376.3	49.57	13.17%	105.46	28.03%	379.3	14.68	22.25	1.35

资料来源：iFind，华安证券研究所

注：市值为 2023 年 12 月 7 日收盘价

高客单价车企整体有更高毛利率，即使考虑公司鸿蒙产品价格适当下沉的情况，预计该板块依然具备国产车企领先的毛利水平。以保时捷和广汽为例，保时捷 2022 年平均单车价格约为 71.5 万元每辆，广汽自主 2022 年平均单车价格为 12.41 万元每辆。保时捷 2022 年毛利率为 28.03%，而广汽自主 2022 年毛利率为 3.0%。布局 30-50 万和 50 万+市场的戴姆勒整体毛利率也高于布局 30 万市场的理想汽车，后者毛利水平已处于国内厂商领先水平。在非理想状态下，若公司需要产品适当下沉而获得更高销量时，得益于高起点，预计公司鸿蒙板块的毛利率也仍处于行业头部。

图表 57 代表型车企销量与盈利能力

	2020	2021	2022
销量（辆）	354005	444356	633704
单车价格（万/辆）	10.72	11.07	12.41
单车毛利（万/辆）	0.27	0.45	0.38
单车盈利（万/辆）	1.59	1.61	1.18
毛利率%	2.6	4.1	3.0
销量（辆）	27,041	98,155	120,757
单车价格（万/辆）	20.5	20.4	20.6
单车毛利（万/辆）	0.7	2.4	1.9
单车盈利（万/辆）	-10.1	-4.9	-7.6
毛利率%	3.54	11.52	9.45

	销量 (辆)	32,624	90,491	133,246
理想	单车价格 (万/辆)	28.5	28.9	33.1
	单车毛利 (万/辆)	4.7	5.9	6.3
	单车盈利 (万/辆)	-0.6	-0.2	-1.6
	毛利率%	16.36	20.56	19.09
		销量 (辆)	5,580,000	5,530,000
大众	单车价格 (万/辆)	28.5	29.1	34.6
	单车毛利 (万/辆)	5.6	6.2	7.2
	单车盈利 (万/辆)	1.7	2.6	3.1
	毛利率%	17.47	18.88	18.7
		销量 (辆)	2,200,000	2,152,000
梅赛德斯奔驰	单车价格 (万/辆)	48.6	36.8	52.2
	单车毛利 (万/辆)	9.3	10.3	13.8
	单车盈利 (万/辆)	2.3	5.3	8.2
	毛利率%	16.58	22.91	22.68
		销量 (辆)	272,162	301,915
保时捷	单车价格 (万/辆)	63.6	60.8	71.5
	单车毛利 (万/辆)	20.9	21.2	25.3
	单车盈利 (万/辆)	13.0	13.7	16.9
	毛利率%	24.73	26.73	28.03

资料来源：华安证券研究所测算

7 投资建议

鸿蒙智行系列高端化逻辑下首推江淮汽车，建议关注北汽蓝谷、赛力斯。

风险提示：

江淮华为合作系列推迟量产；新车型销量不及预期；商用车市场持续低迷；江淮低效率的资本开支过多等。

分析师与研究助理简介

分析师：姜肖伟，北京大学光华管理学院硕士，应用物理学/经济学复合背景。八年电子行业从业经验，曾在深天马、瑞声科技任职，分管过战略、市场、产品及投研等核心业务部门，多年一级及二级市场投研经验，具备电子+汽车/产业+金融的多维度研究视角和深度洞察能力，汽车行业全覆盖。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 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。