

发新品业务周期重启，调结构业绩触底反弹

——江铃汽车（000550.SZ）首次覆盖报告

报告要点：

● **公司是国内轻型商用车领先企业，中外合资基础扎实，股息率高**
江铃汽车是南昌江铃投资与福特汽车的合资公司，产品覆盖轻客、轻卡、皮卡、越野 SUV 均在细分市场具备一定程度的领先性。长期以来注重股东回报，股息率较高。

● **重磅新品发布带动销量提升，高价值量产品支撑公司开启新周期**
2023-2024 年，福特旗下具有全球号召力的传奇皮卡 RANGER 和传奇越野 BRONCO 在江铃汽车开启国产化。作为细分市场消费升级产品，上述重磅新品有利于带动公司产品量价齐升，带动业绩反弹。同时，公司电动智能化轻型商用车开启发力，福特纵横经销商加快建设，海外渠道持续开拓，并与福特方面达成更加深入的海外合作协议，支撑公司开启全新发展周期。

● **降本增效成果初现，业绩提升未来可期**
近年来，公司积极推动重卡不良资产最小化运营，计提减值瘦身缩表，轻装上阵。同时积极推进各项举措降本增效，管理、销售费用稳步下行，利润率触底反弹。同时面对新增产品，计划以提升效率和增加作业时间的方式精益生产，最小化费用，有望借助新品提升业绩。

● **投资建议与盈利预测**
综合考虑公司新品发布销量扩张带来的规模化效益，以及公司体系优化，持续降本增效，聚焦主业的成效，预计 2023-2025 年，公司归母净利润分别为 14.75\17.82\20.58 亿元，同比增长 61.24%\20.78%\15.48%，对应 A 股总体 PE 13.49\11.17\9.67x，首次覆盖，给与“增持”评级。

● **风险提示**
福特品牌国内市场号召力不及预期风险、电动智能化发展不及预期风险、皮卡\越野等细分市场车型市场普及节奏慢于预期风险、生产及经销体系费用超预期风险、海外市场扩展不及预期风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	35221.31	30100.28	33462.23	37804.56	43854.91
收入同比 (%)	6.42	-14.54	11.17	12.98	16.00
归母净利润(百万元)	574.17	915.05	1475.45	1782.05	2057.87
归母净利润同比 (%)	4.26	59.37	61.24	20.78	15.48
ROE (%)	6.71	9.90	14.25	15.44	15.96
每股收益 (元)	0.67	1.06	1.71	2.06	2.38
市盈率(P/E)	34.67	21.75	13.49	11.17	9.67

资料来源：Wind, 国元证券研究所

增持|首次推荐

当前价/目标价：23.06 元/26.82 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：23.97 / 12.6

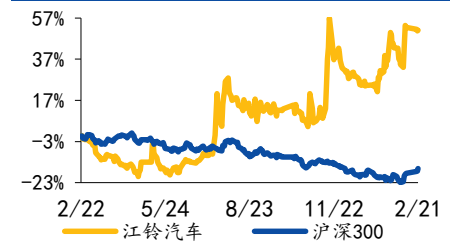
A 股流通股 (百万股)：862.46

A 股总股本 (百万股)：863.21

流通市值 (百万元)：19888.40

总市值 (百万元)：19905.71

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 杨为敦

执业证书编号 S0020521060001

电话 021-5109-7188

邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn

联系人 刘乐

电话 021-51097188

邮箱 liule@gyzq.com.cn

目 录

1. 国内轻型商用车领先企业，中外合资基础扎实.....	4
1.1 轻型商用车领先品牌，持续开拓新市场.....	4
1.2 国有企业合资福特，基础扎实，股息率高.....	8
2. 重磅新品发布带动销量提升，公司开启上行新周期.....	10
2.1 福特经典车型国产化，皮卡与越野迎接新周期.....	10
2.2 福特纵横渠道持续扩张，海外出口渠道稳步推进.....	13
2.3 电动智能化持续发力，受益商用车电动智能化趋势.....	15
3. 降本增效成果初现，业绩提升未来可期.....	16
3.1 降本增效持续推进，盈利水平稳步提升.....	16
3.2 重卡业务完成减值，集中主业轻装上阵.....	17
4. 投资建议.....	18
5. 风险提示.....	20

图表目录

图 1：江铃汽车代表性车型展示.....	4
图 2：2023 年江铃按收入业务分布（万元）.....	5
图 3：2023 年江铃各车型销量占比.....	5
图 4：江铃汽车主要轻客产品及价位.....	5
图 5：2023 年轻客市场销售及市占率排名（辆，%）.....	6
图 6：江铃汽车主要轻卡品牌及价位.....	7
图 7：福田汽车主要轻卡品牌及价位.....	7
图 8：江铃汽车主要 SUV 产品及价位.....	8
图 9：江铃汽车与实际控制人之间产权及控制关系.....	9
图 10：江铃乐行新能源品牌正式对外官宣.....	9
图 11：江铃汽车与其他主要商用车企业股息率情况对比.....	10
图 12：福特 Ranger 1stEdition 首发版.....	10
图 13：Baja 1000 越野赛事.....	11
图 14：福特 Built Ford Tough 品牌精神.....	11
图 15：RANGER 高算力智能座舱.....	12
图 16：搭载涉水探测越野科技的 RANGER 皮卡.....	12
图 17：福特 Bronco 外观.....	12
图 18：福特 BRONCO 内饰.....	12
图 19：BRONCO 量产车参加 BAJA 拉力赛.....	13
图 20：福特纵横发布会场景.....	13
图 21：福特纵横不眠夜线下活动场景.....	14
图 22：江铃-福特出口合作框架协议签署.....	15
图 23：轻客市场销量及增速.....	15
图 24：轻卡市场销量及增速.....	15

图 25: 江铃乐行新能源品牌发布.....	16
图 26: 江铃乐行 SIC 多合一控制器	16
图 27: 江铃汽车历史营业收入 (亿元)	17
图 28: 江铃汽车历史毛利率和净利率	17
图 29: 江铃汽车历史各项费用率 (%)	17
图 30: 江铃重汽旗下重卡.....	18
表 1: 2022 年轻客市场 TOP10 销量及市占率	6
表 2: 2023 年皮卡市场销量 TOP10 销量及市占率	7
表 3: 公司主要整车产品收入及销量预测	19
表 4: 公司盈利预测.....	19
表 5: A 股可比公司估值 (百万元)	20

1. 国内轻型商用车领先企业，中外合资基础扎实

1.1 轻型商用车领先品牌，持续开拓新市场

江铃汽车主要从事商用车、SUV业务，逐步形成广域生态圈。江铃汽车是一家是集汽车研发、制造和销售的现代化中外合资股份制企业，依托轻型商用车市场领导地位及领先技术，定位于为智慧物流领域提供优秀产品及解决方案。主要产品涵盖轻型卡车、皮卡、轻型客车、SUV、MPV以及发动机、铸件和其他零部件。整车领域公司以JMC品牌和福特品牌比翼齐飞的双品牌战略为核心；零部件产品和服务涵盖发动机、无动力车身、KD件、车桥、铸件、冲压件、车架等。公司在核心零部件领域有自主研发和自主生产能力，发动机、车身结构件、车架等重要零件均实行自主研发和生产。公司与博世、大陆、盖瑞特、采埃孚等行业领先的零部件供应商保持战略合作；在新能源汽车领域，与宁德时代、苏州汇川等龙头企业建立战略合作；在智能网联方面，与腾讯、恒润、科大讯飞等企业建立多元化的合作模式和开发生态。依托内生与合作，公司正从规模扩张型发展模式向精益式价值增长型转变，逐步形成广域的生态圈建设，为用户提供个性化解决方案。

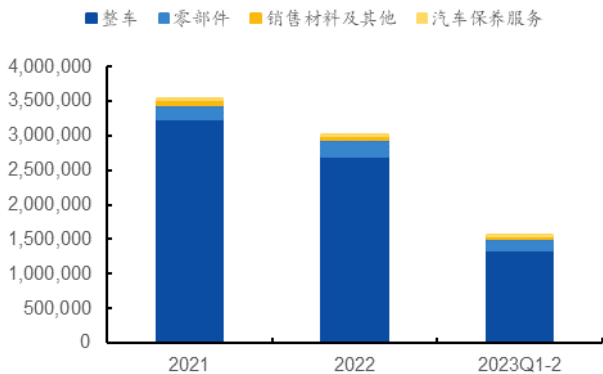
图 1：江铃汽车代表性车型展示



资料来源：公司官网，国元证券研究所

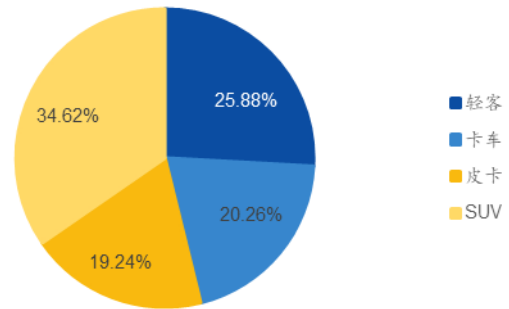
公司营业收入主要来自整车业务，关键细分市场地位领先。公司整车业务主要涵盖轻客、皮卡、轻卡、SUV、新能源五大业务版块，为公司持续发展奠定良好基础。从公司车型销量占比看，SUV销量占比为34.62%，居于首位，其次是占比25.88%的轻客。

图 2：2023 年江铃按收入业务分布（万元）



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 3：2023 年江铃各车型销量占比



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

在行业细分领域中，江铃商用车和越野乘用车各有所长。在轻型商用车方面，公司以自主与合资相结合，主打中高端产品。在轻客、轻卡、皮卡市场均位居前列。

轻客产品领域，公司以全顺为引领，同时拥有福顺和特顺两大轻客品牌，产品价格布局10万元左右和15万元以上两个价格带，与上汽大通（新途、大拿）产品价格带类似，形成中高端轻客领先品牌，与重庆长安（睿行、长安之星）4-8万元以及北汽福田（风景、图雅诺）8—14万的价格区间形成明显的差异化特征。2022年，公司轻客产品销量7.6万台，市占率23.84%，领先全国主要品牌。2023年受疫情后市场弱复苏以及“蓝牌新规”政策驱动影响，轻客中低价位市场发力，长安汽车跃居第一位，公司仍然保持市场前三的位置。

图 4：江铃汽车主要轻客产品及价位



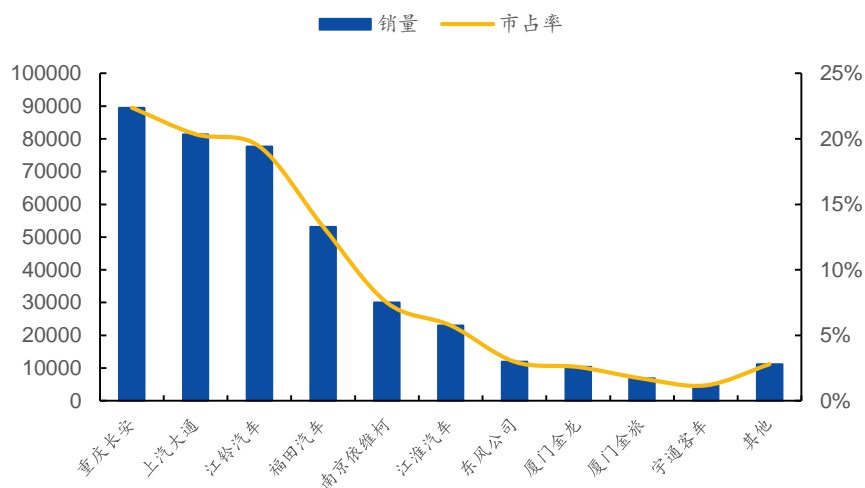
资料来源：江铃汽车官网，国元证券研究所

表 1：2022 年轻客市场 TOP10 销量及市占率

品牌	销量 (辆)	市占率 (%)
江铃汽车	76190	23.84
上汽大通	60872	19.05
长安汽车	53445	16.72
福田汽车	37400	11.7
南京依维柯	27123	8.49
厦门金龙	14416	4.51
江淮汽车	11534	3.61
厦门金旅	10626	3.32
东风汽车	9143	2.86
宇通客车	6465	2.02

资料来源：商用汽车新闻，国元证券研究所

图 5：2023 年轻客市场销售及市占率排名 (辆, %)



资料来源：第一商用车网，运输人网，国元证券研究所

轻卡产品领域，公司凯运、凯威、顺达、顺威等品牌，除部分小卡外，定价均在10万元左右区间，与轻卡领导者福田汽车轻卡产品（奥铃、时代领航、祥菱）主要布局5-10万区间市场形成明显差异。与轻客类似，轻卡产品2023年疫情后销量恢复叠加蓝牌新规影响，增量主要集中在小卡和微卡领域，公司产品销量同比略有下降。但轻卡与轻客两个品类在商用车市场均属于单价低，盈利性相对较差的品种。较低价格的产品对于盈利性的压力更加明显，公司相对高端稳健的产品定位和价格定位，有利于盈利水平提升。

图 6：江铃汽车主要轻卡品牌及价位



资料来源：江铃汽车官网，国元证券研究所

图 7：福田汽车主要轻卡品牌及价位



资料来源：福田汽车官网，国元证券研究所

皮卡产品领域，长城汽车为国内皮卡领跑者，约占市场一半份额。2023年，公司大道、域虎、宝典等老产品持续发力，叠加新品RANGER上市，皮卡产销量5.01万台，位居市场第二。

表 2：2023 年皮卡市场销量 TOP10 销量及市占率

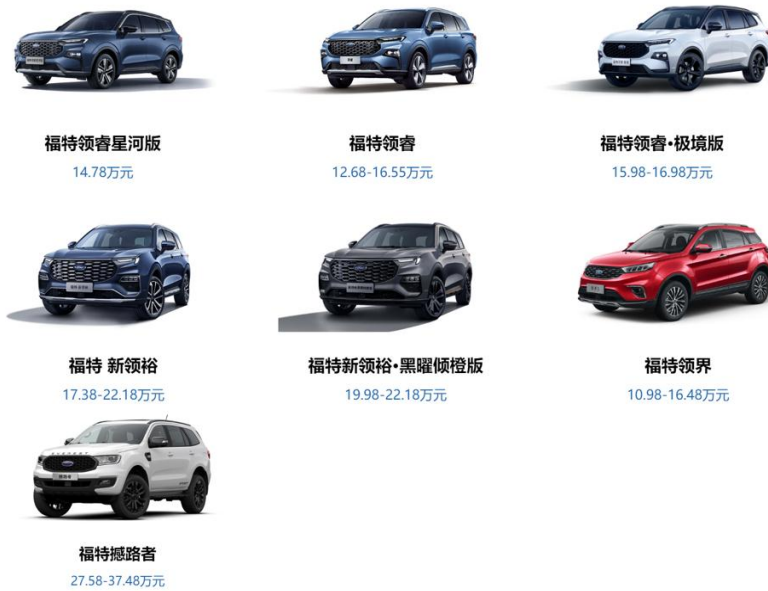
品牌	销量 (辆)	市占率 (%)
长城皮卡	159859	49.33%
江铃皮卡	50136	15.47%
江西五十铃	29705	9.17%
郑州日产	29698	9.16%
江淮皮卡	12466	3.85%
福田皮卡	11701	3.61%
上汽大通	9655	2.98%
庆铃皮卡	5080	1.57%
雷达皮卡	4816	1.49%
长安皮卡	4714	1.45%

资料来源：中国皮卡网官方公众号，国元证券研究所

乘用车领域，公司聚焦SUV市场，并向高端化和越野SUV方向拓展边界，领睿、领域、领界、撼路者持续发力，2023年江铃汽车实现SUV销售10.7万辆，同比增长39%。尤其越野SUV方面，作为乘用车行业的利基市场，随着用户需求逐渐多元

化，越野、露营、自驾等休闲方式成为典型用车场景，越野SUV车型在乘用车销售中占比逐年增加，并成为市场的全新增长点。公司作为越野车市场重要参与者，2024年将携福特传奇越野BRONCON上市，预期将对公司SUV继续贡献业绩。

图 8：江铃汽车主要 SUV 产品及价位

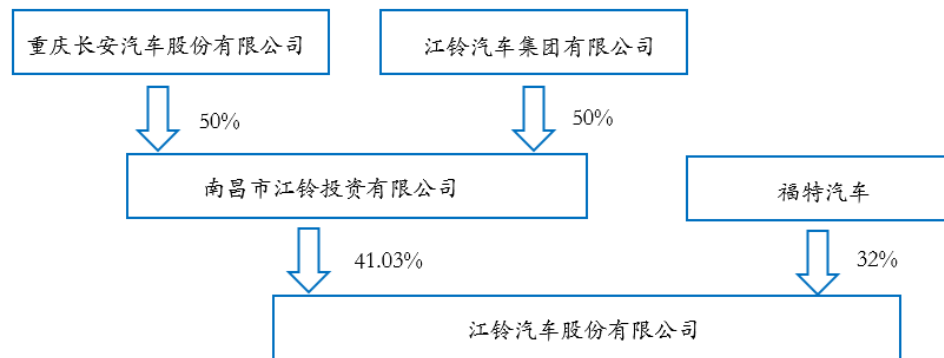


资料来源：江铃福特官网，国元证券研究所

1.2 国有企业合资福特，基础扎实，股息率高

与福特合作深耕商用车近三十年，持续改革寻求新发展。1968年，江铃汽车的前身江西汽车制造厂生产出首批井冈山牌汽车 12 辆。1985年，由江西汽车制造厂与日本五十铃汽车株式会社双方签署合同，随后采用CKD半散件组装方式生产出第一辆江西五十铃轻卡正式下线，江西汽车制造业开始迅速发展。1993年，江铃汽车股份有限公司正式挂牌上市。1995年江铃与福特达成合作，成为中国首个以ADRs发行 B 股的方式引入美国福特汽车公司结为战略合作伙伴的公司。1997年，江铃成功推出中国第一辆中外联合开发的汽车-全顺，由此奠定了江铃福特以轻型商用车为主的发展方向。2010年江铃首台乘用车江铃驭胜S350打响了江铃汽车进军乘用车市场的第一枪，标志着江铃汽车由商用车企业逐渐转变为“商乘并举”的企业。2015年，随着福特品牌产品的引入，SUV撼路者、MPV途睿欧陆续上市，江铃汽车与福特的合作拓展到乘用车领域。2022年，江铃汽车全面推出全新纯电平台轻卡E路达、E路顺，在电动化领域开拓进步。

图 9：江铃汽车与实际控制人之间产权及控制关系



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所；更新日期，2024 年 1 月 30 日

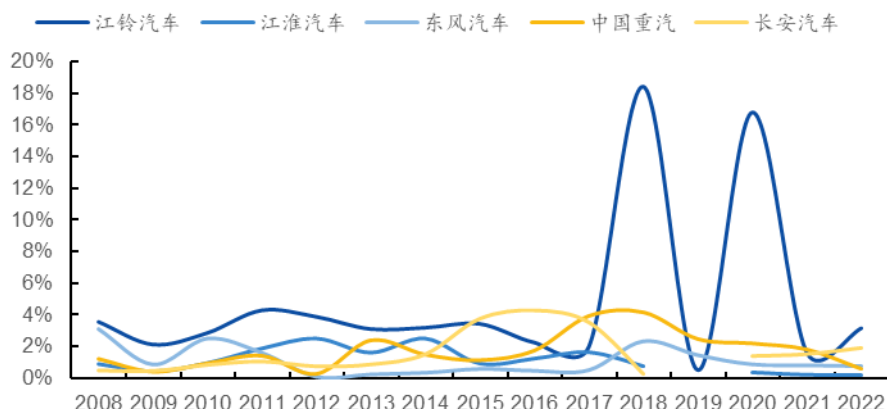
图 10：江铃乐行新能源品牌正式对外官宣



资料来源：江铃汽车公众号，国元证券研究所

国企与外资合资企业，注重股东回报，股息率高。作为国资平台与外资的合资公司，江铃汽车长期以来注重股东回报，股息率水平较高。从行业对比看，2008 年至 2016 年江铃汽车股息率相对其他商用车车企维持在较高水平，2018 年、2020 年公司股息率大幅领先。2022 年，公司公告向全体股东每 10 股派发现金红利 4.24 元（含税），股息率领先东风汽车、江淮汽车、中国重汽等其他商用车车企。

图 11：江铃汽车与其他主要商用车企业股息率情况对比



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

2. 重磅新品发布带动销量提升，公司开启上行新周期

2.1 福特经典车型国产化，皮卡与越野迎接新周期

Ranger 皮卡产品上市，四季度销量验证产品实力。皮卡作为汽车产品的重要品类之一，在全球范围内广受消费者青睐。2022 年全年全球皮卡销量 528 万台，但国内皮卡销量仅为 57 万台，占比仅 9.3%，远小于我国汽车市场整体 33% 的全球占比，未来发展空间明显。受市场空间潜力影响，叠加海外市场复苏、国内政策放松以及消费升级越野潮玩趋势带动，皮卡市场呈现加速布局态势。江铃汽车作为国内皮卡市场前排企业以及全球领先皮卡生产商福特的合资公司，在皮卡领域具备领先优势。以自身资源禀赋为基础，江铃汽车积极把握市场机会，于 2023 年 8 月第二十六届成都车展正式发布国产化全新一代福特游骑侠 Ranger，并于 2023 年四季度上市。

图 12：福特 Ranger 1stEdition 首发版



资料来源：福特官网，国元证券研究所

游骑侠 RANGER 皮卡为福特旗下传奇品牌，诞生于 1982 年，本次江铃汽车国产化车型已经是该品牌的第五代车型。40 多年来，RANGER 品牌远销全球 180 多个国家，累计销量 800 万辆以上，在北美、澳大利亚、泰国等多地持续畅销。RANGER 品牌秉持皮卡鼻祖福特“Built Ford Tough”的安全坚韧、性能卓越、耐用强悍皮卡产品理念，多次荣获巅峰级别越野赛事巴哈 1000 (Baja 1000) 冠军身份，在产品和全球品牌号召力方面具备明显优势。

图 13: Baja 1000 越野赛事



资料来源：太平洋汽车，国元证券研究所

图 14: 福特 Built Ford Tough 品牌精神



资料来源：腾讯网，国元证券研究所

此次 RANGER 品牌国产化，除延续海外设计理念和产品配置外，还针对国内市场用户习惯加以改进，对智能化水平进行了适应性提升。座舱方面，12.3 英寸和 12.1 英寸全液晶仪表和竖置中控屏提升座舱科技感。高通骁龙 8155 芯片和更本土化的 SYNC+ 智行互联系统，拥有微信车载版等海量应用，并全系标配智能双区语音识别、FOTA 远程升级、无人机互联、GPS/北斗卫星导航系统等配置。探迹版、野地版车型还支持 CarPlay、蓝牙钥匙等功能，智能交互体验更佳。智能驾驶方面，全车配备 12 个超声波雷达、4 个高清环视摄像头、4 个高清侧视摄像头、1 个毫米波雷达、4 个角雷达、2 个前视单目摄像头、2 个视觉/传感器高效能芯片，支持 NGA 智能领航辅助、ACC 全速自适应巡航、LKA 车道保持、DCLC 打灯变道辅助等高阶驾驶辅助功能，智驾能力也丝毫不亚于大部分主流家用车，同时搭载涉水探测、透明底盘、越野信息显示、越野蠕行模式等超越乘用车的多项越野科技。而在舒适性方面，前排手机无线充电、座椅加热/通风、后排出风口等配置外，国内专属大尺寸全景天窗等，提升产品的国内适用性。

图 15: RANGER 高算力智能座舱



资料来源：福特官网，国元证券研究所

图 16: 搭载涉水探测越野科技的 RANGER 皮卡



资料来源：福特官网，国元证券研究所

2023 年四季度，RANGER 皮卡正式上市销售并逐步爬坡，2023 年 12 月产品销量达到 2800 台，初步验证产品实力。预计 2024 年 RANGER 皮卡将继续贡献销量，并在国内皮卡市场长期空间竞争中为江铃汽车贡献力量。

传奇越野 BRONCO 蓄势待发，提振 24 年销量预期。随着消费升级以及露营、潮玩等新需求出现，越野市场呈现繁荣趋势。2019 年以来由于国 VI 排放法规实施，双积分压力以及疫情影响等，外资越野退出中国，国产品牌迅速补位。随着产品性能完善以及疫情结束，全球领先越野品牌逐步回归中国市场。而在江铃汽车方面，2024 年传奇硬核 SUV 福特 Bronco 将在上半年国产上市，为江铃 SUV 阵营带来重磅新品。

图 17: 福特 Bronco 外观



资料来源：福特官网，国元证券研究所

图 18: 福特 BRONCO 内饰



资料来源：福特官网，国元证券研究所

与 RANGER 皮卡类似，BRONCO 同样是福特旗下的传奇品牌。BRONCO 品牌诞生于 1966 年，在 SUV (Sport Utility Vehicle) 名称还未出现时，率先提出了 Sport Utility 概念。其诞生填补了市场的空白，直接推动 SUV 发展壮大。在近 60 年的发展历史中，BRONCO 一直引领硬派越野车的发展趋势，系列车型在 BAJA 越野赛事中收获了超过 30 个冠军头衔。目前该品牌已经衍生至第六代产品。2022 年，第六代福特 BRONCO 在美国销售 11.7 万，同比增长 234.2%，成为在北美地区加价热卖的爆款车型。此次江铃汽车引入国产化的产品即是第六代福特 BRONCO。以较强的全

球细分市场号召力为基础，预计 24 年 BRONCO 将继续提振江铃汽车销量水平。

图 19: BRONCO 量产车参加 BAJA 拉力赛



资料来源：福特官网，国元证券研究所

2.2 福特纵横渠道持续扩张，海外出口渠道稳步推进

福特纵横持续投建，新品渠道准备充足。在销售渠道方面，为了更好的建立新产品销售渠道，福特特别在成都车展上推出了全新渠道品牌“FordBeyond 福特纵横”。除了销售福特 F-150 猛禽、FordBronco、福特 Ranger 等传奇皮卡、越野车型之外，福特纵横还将为车主带来官方改装组合方案及配件以及专为用户搭建的全球社群平台，为用户提供更好的个性化改装和全球社群体验。仅为福特 Ranger 一个车型，福特纵横就提供超过 16,800 种经过工信部登记在册的改装组合方案。这意味着消费者可以任意组合，而不用担心合法上路的问题。此外，“福特纵横”每年还将在全国开展超过 2,400 场线下活动，为兴趣爱好相投的全球车友们创造从线上延伸至线下的交流机会，让用户面对面进行使用交流和顶级户外越野产品体验。

图 20: 福特纵横发布会场景



资料来源：中国经营网，国元证券研究所

对具有消费升级以及具有潮玩、个性化标签的高端皮卡、越野车而言，改装、社群等是其产品使用过程中重要配套体验工程。福特专属越野渠道的建立，以及海量改装方案和社群活动，有助于打造个性化身份标签，提升产品可玩性和用户粘性。2023年江铃福特已经完成71家福特纵横店的建设，2024年规划新增福特纵横店180家，对于新品销售和持续服务具有显著的促进意义。

图 21：福特纵横不眠夜线下活动场景



资料来源：福特纵横官方微博，国元证券研究所

海外渠道快速推动，福特渠道合作提升赋能全球化发展。除国内渠道持续发力推动产品销售提升外，江铃汽车公司不断加强国内和海外渠道推动内外双循环发展。2023年江铃汽车海外销售9.57万辆，约占全年销量的1/3。以现有资源为基础，面对中国汽车加速出海的历史机遇，2023年上半年江铃集团制定汽车出口“三年倍增计划”，持续做强做优海外市场，计划到2025年海外销售达到15万辆以上，产品销售覆盖海外80多个国家和地区，形成沙特、墨西哥、菲律宾、越南4个超万台市场，及智利、阿根廷等12个超千台市场。

海外渠道方面，江铃以福特渠道+自有渠道双轮驱动，且在持续加强与福特方面的合作力度，充分发挥江铃强大的工业化能力和福特全球化网络的合力效用。2023年5月，福特汽车与江铃汽车签署框架协议，在现有合作基础上，进一步扩大江铃汽车的产品出口业务。根据框架协议，双方将推动江铃汽车生产的包括福特品牌和江铃自主品牌经济型电动汽车和传统燃油商用车出口到海外市场。与此同时，福特方面也表示有意将中国业务作为“出口中心”，向南美、澳大利亚和墨西哥等市场出口价格较低的电动车和商用车。福特渠道对江铃汽车的开放性进一步增加，有利于公司未来海外业务持续拓展。

图 22：江铃-福特出口合作框架协议签署

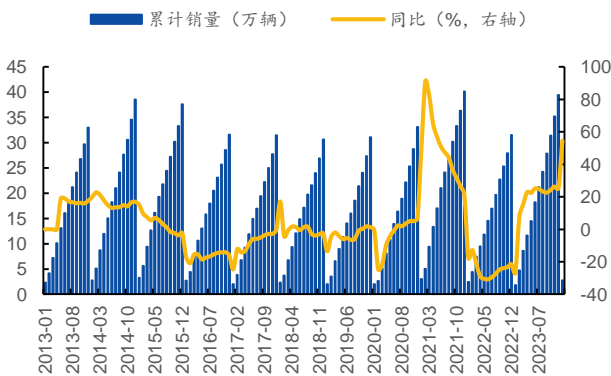


资料来源：福特汽车官网，国元证券研究所

2.3 电动智能化持续发力，受益商用车电动智能化趋势

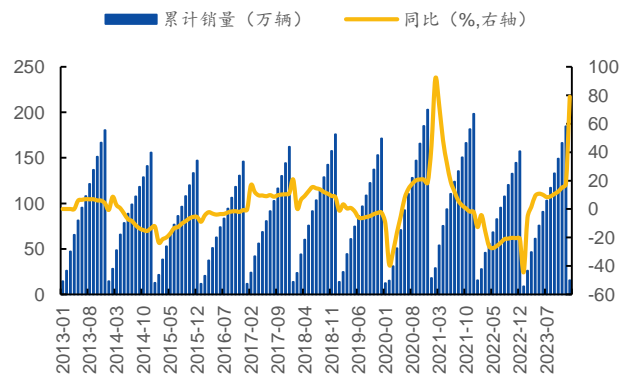
轻型商用车内销进入稳定期，海外和新能源转型为主要方向。随着经济和社会生活逐步由高速增长阶段进入中低增速阶段，作为生产工具的轻型商用车也逐步进入稳定增长区间。从历史销量看，过去十年间轻客销量基本维持在 30-40 万辆之间水平，2023 年受疫情后旅游、物流等恢复带动叠加蓝牌新规政策推动替换，全国轻客销售 39.4 万辆，同比增长 25.24%，基本逼近疫情前 40.1 万辆高点水平。预计未来增速将保持中低水平。轻卡市场与轻客产品类似，2023 年疫情后恢复与政策推动，全国轻卡销量 184.8 万辆，同比增长 17.53%，接近过去十年 200 万辆峰值水平，总量增长进入稳定区间。

图 23：轻客市场销量及增速



资料来源：wind，国元证券研究所

图 24：轻卡市场销量及增速



资料来源：wind，国元证券研究所

与内销总量进入稳定期不同，轻型商用车在出口和新能源方面表现出较快增长趋势。2023 年新能源轻卡和轻客销量分别为 7.7 万台和 13.7 万台，同比增长 60.42%和 47.31%。轻卡和轻客新能源渗透率分别达到 4.16%和 35%，仍然处于相对较低水平，尤其轻卡产品新能源化仍然处于起步阶段，未来增长空间仍然较大。海外方面，2022-2023 年轻客出口增速分别为 28.57%和 21.74%，明显快于国内水平。轻卡出口波动相对较大，2022 年同比增长 38.33%，23 年与 22 年基本持平，总体看仍然快于国内增长。未来轻型商用车发展向海外和新能源要增量成为重要发展方向。

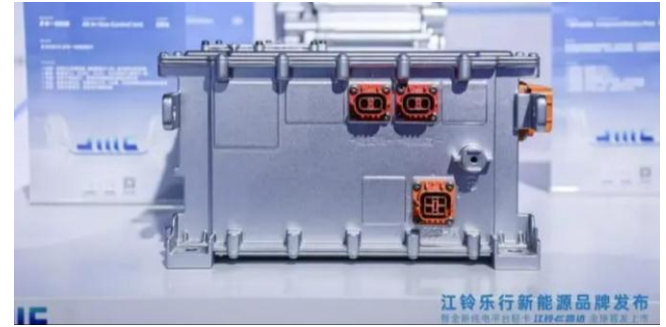
公司海外渠道持续扩展，智能电动化蓄势待发。为应对行业趋势的变化，江铃汽车加快海外业务推进与智能电动化转型。在海外业务方面，不仅推出了“三年倍增计划”还进一步加强与福特的渠道合作，推进海外业务拓展。在智能电动化方面，公司自 2019 年即以商用化场景为基础大力推进纯电动整车研发与销售，并与优势合作伙伴研发氢燃料、甲醇燃料整车技术。气候持续加大在新产品、智能网联、新能源、轻量化等方面的技术储备与投入。以车辆为基础，开发自动驾驶、智能网联功能，以车辆为载体形成第三大空间，实现更多的功能拓展。2023 年公司旗下全新品牌“江铃乐行新能源”与首款车型“江铃乐行 E 路达”正式发布，其后 E 路顺、E 全顺、顺达 EV、域虎 EV、大道 EV、凯锐 EV 等陆续上市，新能源产品矩阵初步形成。公司新能源产品搭载江铃新一代新能源技术架构，涵盖 J-Blue 江铃新能源超级动力技术、SiC 碳化硅多合一控制器技术以及 J-space 智能座舱、J-link 智慧星云、J-pilot 智能驾驶系列技术体系，推动商用车实现节能减排、降本增效、良性运营三大目标，为公司主力产品参与智能电动时代竞争做好充分储备。

图 25：江铃乐行新能源品牌发布



资料来源：中国商用车网，国元证券研究所

图 26：江铃乐行 SiC 多合一控制器



资料来源：卓众商用车，国元证券研究所

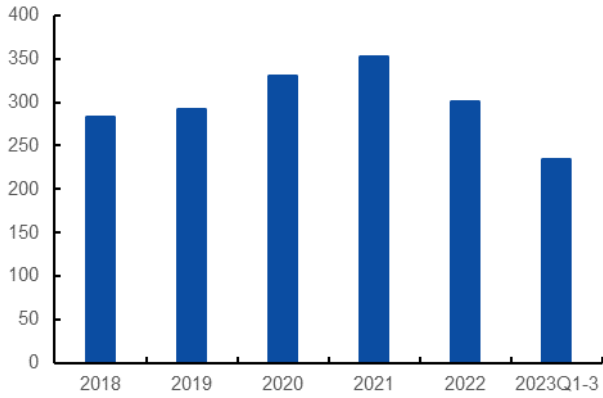
3. 降本增效成果初现，业绩提升未来可期

3.1 降本增效持续推进，盈利水平稳步提升

降本增效持续推进，盈利能力持续反弹。2020 年以来，公司持续实施“三大工程”，通过“战狼计划”强化渠道赋能、“211 工程”寻求成本优化、“1/2”工程大幅提升效率，从多个方向入手开展内部优化，提高公司盈利能力。从历史进程看，公司毛利率、净利率在 2018 年行业底部触底，其后逐步反弹。2018 年后，公司管理与销售费用

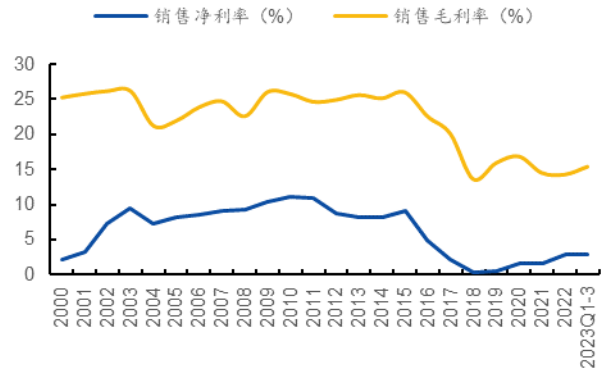
率持续降低，净利率整体呈上升趋势。2020年后公司净利率保持在1.5%以上水平。

图 27：江铃汽车历史营业收入（亿元）



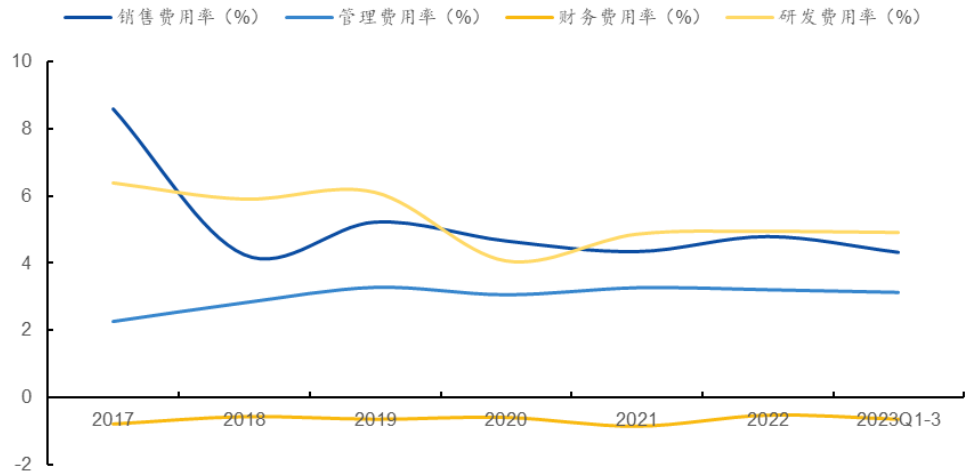
资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 28：江铃汽车历史毛利率和净利率



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

图 29：江铃汽车历史各项费用率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

3.2 重卡业务完成减值，集中主业轻装上阵

重卡业务最小化运营，2023 完成减值，后续无忧减值扰动。公司 2012 年从长安手中接手太原重汽的全部股权，并于 2013 年将其更名为江铃重汽，进军重卡市场，但发展不及预期。2020 年公司将重卡相关业务按照整车和发动机拆分为“江铃重型汽车有限公司”和“江铃动力”两家独立企业。同年江铃汽车以不低于约 3.6 亿元的价格公开挂牌出售“江铃动力”60%的股权。此后江铃汽车向“新”江铃重汽增资 11.42

亿元，便于新江铃重汽进行业务重组。2021 年江铃汽车拟以不低于 7.64 亿元的价格，通过山西省产权交易市场公开挂牌方式，出售新江铃重汽 100%的股权。2021 年江铃重汽已暂停生产和销售，当前主要开支为员工薪酬和设备维护等费用。基于谨慎性原则，江铃重汽 2023 年计提减值准备 2.58 亿元，并表示后续不会出现大的减值，为后续业绩积累提供基础。

图 30：江铃重汽旗下重卡



资料来源：懂车帝，国元证券研究所

聚焦轻型商用车与越野乘用车核心优势，轻装上阵持续发力。江铃汽车放弃重卡业务后，其主要业务落点在于公司具备领先优势的轻型商用车（轻客、轻卡）与越野乘用车领域。随着 2023-2024 年公司重磅产品 RANGER 及 BRONCO 等逐步落地，以及轻卡和轻客产品在新能源和出口业务上持续发力，公司迎来业务上升期。

4.投资建议

考虑到公司皮卡、越野新品发布，以及商用车年度改款和新能源产品的推出，结合公司新品价值量上升的趋势，预计公司 2023-2025 年收入分别为 334.62\378.05\438.55 亿元，同比增长 11.17%\12.98%\16.00%，其中

- (1) **整车业务**，预计受到 SUV、皮卡高价值量新产品带动，叠加轻卡、轻客跟随新能源化及出口增长，公司 2023-2025 年整车收入分别为 303.52\346.13\405.79 亿元，同比增长 11%\14.04%\17.24%。

表 3：公司主要整车产品收入及销量预测

主要项目	2022	2023E	2024E	2025E
整车（百万元）	27069.21	30351.99	34612.64	40578.71
Yoy	-16.24%	11.00%	14.04%	17.24%
销量（台）	282008	310008	346126	386464
Yoy	-17.30%	9.93%	11.65%	11.65%
单车均价（万元/台）	9.60	9.79	10.00	10.50
轻客销量（台）	77237	80223	82630	86761
Yoy	-23.92%	3.87%	3.00%	5.00%
卡车销量（台）	64727	62815	65956	69254
Yoy	-45.20%	-2.95%	5.00%	5.00%
皮卡销量（台）	62872.00	59660.00	66000	72600
Yoy	-7.41%	-5.11%	10.63%	10.00%
SUV 销量（台）	5594	7832	10181	11708
Yoy	44.30%	39.05%	22.58%	20.00%

资料来源：wind, 国元证券研究所

- (2) **零部件及其他业务**，公司收入 90%左右由整车贡献，零部件和其他业务收入占比 10%左右。考虑到该部分业务历史特征以及公司整车增长对零部件、保养和其他业务的带动性，给与该部分业务微幅增长的预期。预计 2023-2025 年公司汽车零部件业务收入分别为 24.61\25.10\25.61 亿元，汽车保养业务收入分别为 1.16\1.22\1.28 亿元。

综合考虑公司销量扩张带来的规模化效益，以及公司持续降本增效，聚焦主业的成效，预计 2023-2025 年，公司归母净利润分别为 14.75\17.82\20.58 亿元，同比增长 61.24%\20.78%\15.48%，对应当前股价，2023-2025 年综合 PE 分别为 13.49\11.17\9.67x。

表 4：公司盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	35221.31	30100.28	33462.23	37804.56	43854.91
收入同比(%)	6.42	-14.54	11.17	12.98	16.00
归母净利润(百万元)	574.17	915.05	1475.45	1782.05	2057.87
归母净利润同比(%)	4.26	59.37	61.24	20.78	15.48
ROE(%)	6.71	9.90	14.25	15.44	15.96
每股收益(元)	0.67	1.06	1.71	2.06	2.38
市盈率(P/E)	34.67	21.75	13.49	11.17	9.67

资料来源：wind，国元证券研究所；注：估值指标使用 2024 年 2 月 21 日收盘价

公司作为 A、B 股同时上市的公司，A 股股本 5.19 亿股，B 股股本 3.44 亿股，总股本 8.63 亿，按照 2024 年 2 月 21 日收盘价 23.06 元计算，A 股总市值 199.01 亿。本报告后续内容只考虑 A 股市场情况。

在 A 股市场，考虑到公司作为轻型车及皮卡和越野 SUV 的领先公司之一，我们选取与公司产品结构具备相似性的轻型商用车领先企业福田汽车、皮卡和越野 SUV 领先企业长城汽车以及轻型商用车领先企业长安汽车作为可比公司。取三家公司平均 PE 水平 13.02x 作为公司 A 股目标 PE，对应 2024 年目标市值 232.02 亿元，较当前 A 股 199.01 亿市值增幅空间 16.59%，给与“增持”评级。

表 5：A 股可比公司估值（百万元）

代码	名称	市值	归母净利润				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600166.SH	福田汽车	21209.97	65.11	1066.90	1858.89	2465.05	325.76	19.88	11.41	8.60
601633.SH	长城汽车	154832.22	8266.04	7008.00	10097.67	12910.48	22.72	22.09	15.33	11.99
000625.SZ	长安汽车	120151.94	7798.45	10911.83	9494.84	11892.74	17.52	10.99	12.62	10.08
加权平均值							121.87	17.55	13.02	10.15

资料来源：wind，国元证券研究所；股价为 2024 年 2 月 21 日收盘价，净利润预测为 wind 一致性预期

5. 风险提示

福特品牌国内市场号召力不及预期风险

虽然福特作为皮卡和越野车鼻祖，其产品在全球范围内享有广泛声誉，并取得良好销量。但国内市场当前竞争激烈，个性化程度较高。福特旗下全球领先品牌在中国仍有市场号召力不及预期，销量不及预期的风险，从而影响公司的盈利水平。

电动智能化发展不及预期风险

近年来公司积极推进电动智能化建设，并与 2023 年落地江铃乐行新能源全新品牌发力电动智能化产品。但电动智能化发展存在量与利的平衡问题。若发展节奏落后，有可能存在销量不及预期以及长期产品落后市场的风险，但若发展节奏过快，由于相应产品盈利性较差，则存在冲击公司盈利性风险。因此电动智能化的储备与发展对于商用车而言，仍然需要综合考虑，平衡发展。若公司过于保守或激进，都将存在业绩不及预期风险。

皮卡\越野等细分市场车型市场普及节奏慢于预期风险

对皮卡和越野车的引进与布局，基本假设是对国内相应市场长期空间的看好以及海外市场的持续复苏。但若两个市场的发展节奏慢于预期，则公司相应产品的销量和业绩表现都将不及预期，从而影响公司的整体估值。

生产及经销体系费用超预期风险

公司为推进新品生产和上市，虽然无需准备新产能，但仍需对原有工厂采取提升效率

和增加作业时间等方式提升产量，而福特纵横等新店建设均需相应投入。存在一定的相应费用超预期风险。

海外市场扩展不及预期风险

公司海外销量占据销量整体 1/3 左右，较为稳定的福特渠道贡献较大力量，同时公司自主渠道也在积极发力。但仍然存在海外政策、需求等风险的可能性，导致海外销量不及预期。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	16854.81	17867.11	19601.09	21606.06	23667.47
现金	9569.05	8604.98	11000.36	11295.93	12462.79
应收账款	2994.80	4245.54	3782.48	4802.76	5264.33
其他应收款	399.98	111.06	252.23	212.23	288.38
预付账款	497.30	277.74	386.04	388.16	474.30
存货	1974.73	2129.04	2095.07	2489.62	2795.03
其他流动资产	1418.95	2498.74	2084.91	2417.36	2382.64
非流动资产	9504.27	9601.21	9566.37	9294.39	9004.16
长期投资	257.25	248.48	248.48	248.48	248.48
固定资产	6029.30	5446.38	5377.26	5229.32	5051.97
无形资产	1073.88	1195.01	1164.16	1097.10	1037.80
其他非流动资产	2143.84	2711.34	2776.47	2719.49	2665.91
资产总计	26359.08	27468.32	29167.46	30900.45	32671.63
流动负债	17092.02	17509.28	18321.69	19174.42	19841.02
短期借款	300.00	1100.00	1100.00	1100.00	1100.00
应付账款	9702.58	9015.98	9536.74	10585.28	12060.10
其他流动负债	7089.43	7393.30	7684.96	7489.14	6680.92
非流动负债	711.62	718.40	876.43	849.88	801.67
长期借款	2.09	20.86	26.74	34.81	45.71
其他非流动负债	709.53	697.54	849.69	815.07	755.95
负债合计	17803.64	18227.68	19198.13	20024.29	20642.68
少数股东权益	0.00	-3.17	-383.93	-669.06	-861.38
股本	863.21	863.21	863.21	863.21	863.21
资本公积	839.44	839.44	839.44	839.44	839.44
留存收益	6869.21	7554.65	8664.09	9856.04	11201.16
归属母公司股东权益	8555.44	9243.82	10353.26	11545.22	12890.33
负债和股东权益	26359.08	27468.32	29167.46	30900.45	32671.63

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1760.19	-1518.57	2660.57	990.16	1984.52
净利润	574.17	862.88	1094.69	1496.92	1865.55
折旧摊销	1048.28	1105.60	549.34	569.04	589.67
财务费用	-295.76	-163.91	-157.19	-181.27	-194.24
投资损失	0.57	36.08	18.77	14.00	10.00
营运资金变动	474.57	-3062.54	1439.70	-847.28	-250.70
其他经营现金流	-41.63	-296.69	-284.74	-61.26	-35.75
投资活动现金流	-78.64	-89.14	-64.94	-292.48	-310.73
资本支出	1169.41	1380.54	-100.00	180.00	180.00
长期投资	-700.00	-100.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	390.77	1191.39	-164.94	-112.48	-130.73
筹资活动现金流	-3234.46	581.86	-200.24	-402.11	-506.94
短期借款	-200.00	800.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-0.48	18.77	5.89	8.06	10.91
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-3033.98	-236.91	-206.13	-410.17	-517.84
现金净增加额	-1552.90	-1025.86	2395.38	295.57	1166.86

资料来源: wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	35221.31	30100.28	33462.23	37804.56	43854.91
营业成本	30117.45	25812.26	28310.20	31821.15	36718.90
营业税金及附加	968.15	951.39	1020.60	1096.33	1249.86
营业费用	1531.81	1444.89	1455.61	1606.69	1819.98
管理费用	1152.22	964.79	1037.33	1134.14	1271.79
研发费用	1709.01	1483.33	1534.72	1733.88	2011.37
财务费用	-295.76	-163.91	-157.19	-181.27	-194.24
资产减值损失	-43.27	-7.24	-35.10	0.00	0.00
公允价值变动收益	-10.64	13.43	2.00	2.00	2.00
投资净收益	-0.57	-36.08	-18.77	-14.00	-10.00
营业利润	566.31	900.26	948.90	1421.64	1918.74
营业外收入	4.61	3.79	8.00	10.00	12.00
营业外支出	14.45	4.48	5.00	6.00	7.50
利润总额	556.47	899.57	951.90	1425.64	1923.24
所得税	-17.69	36.69	-142.79	-71.28	57.70
净利润	574.17	862.88	1094.69	1496.92	1865.55
少数股东损益	0.00	-52.17	-380.76	-285.13	-192.32
归属母公司净利润	574.17	915.05	1475.45	1782.05	2057.87
EBITDA	1318.84	1841.95	1341.05	1809.41	2314.17
EPS (元)	0.67	1.06	1.71	2.06	2.38

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	6.42	-14.54	11.17	12.98	16.00
营业利润(%)	-7.58	58.97	5.40	49.82	34.97
归属母公司净利润(%)	4.26	59.37	61.24	20.78	15.48
获利能力					
毛利率(%)	14.49	14.25	15.40	15.83	16.27
净利率(%)	1.63	3.04	4.41	4.71	4.69
ROE(%)	6.71	9.90	14.25	15.44	15.96
ROIC(%)	172.91	29.09	90.26	84.09	110.86
偿债能力					
资产负债率(%)	67.54	66.36	65.82	64.80	63.18
净负债比率(%)	2.14	6.55	6.26	6.04	5.91
流动比率	0.99	1.02	1.07	1.13	1.19
速动比率	0.87	0.89	0.95	0.99	1.05
营运能力					
总资产周转率	1.29	1.12	1.18	1.26	1.38
应收账款周转率	8.59	8.31	8.34	8.81	8.71
应付账款周转率	3.05	2.76	3.05	3.16	3.24
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	1.06	1.71	2.06	2.38
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	-1.06	3.08	1.15	2.30
每股净资产(最新摊薄)	9.91	10.71	11.99	13.37	14.93
估值比率					
P/E	34.67	21.75	13.49	11.17	9.67
P/B	2.33	2.15	1.92	1.72	1.54
EV/EBITDA	9.28	6.64	9.13	6.76	5.29

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测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投资建议或要约邀请。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188