

江淮汽车 (600418)

证券研究报告

2024年08月26日

自主业务向上，华为赋能豪华标杆

公司简介：业务全面的老牌国资车企，主业向上

江淮汽车前身是1964年成立的合肥江淮汽车制造厂，多年深耕汽车领域。目前已成为一家集商用车/乘用车/动力总成研产销服于一体、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，包括“钇为”、“思皓”、“瑞风”、“JAC”等品牌。

自主业务：聚焦核心主业，出口&商用车是业绩强支撑点。

1) 出口：先发优势明显，成为销量重要增长点。公司深耕出口30余年，海外布局超130个国家和地区，渠道布局优势明显。2023年出口近17万辆，同比增速48%，境外及港澳台地区收入占比达58%，首次超过国内，海外毛利率9.85%，连续2年同比增长。**2) 商用车：**轻卡伴随行业复苏，有望回归历史均值。公司为轻卡行业龙头之一，市占率稳居前列。受2020年销量透支及疫情影响，国内销量连续两年下滑。当前国四淘汰+超载治理+需求透支基本出清，国内轻卡行业景气度持续修复，江淮作为行业龙头或将充分受益，销量及毛利率有望回归历史区间。**3) 乘用车：**车型精简&产能利用率提升，毛利率有望持续改善。2018-2022年，受到行业竞争格局影响，乘用车业务毛利率始终在4%以下，甚至一度为负。伴随公司车型精简策略推进、重磅新车的上市，同时出口和资产处置提升产能利用率，单车折旧摊销等可变成本的收缩，公司毛利率有望持续改善。

尊界智选业务：华为品牌力+江淮高端制造能力，豪华车格局或将重塑

从华为智选车业务定位来看，江淮尊界聚焦豪华品牌，具备稀缺性。从市场格局来看，2023年60万元以上市场总量约为60万辆，其中进口占据绝对优势。作为目前华为定价最高的问界M9（均价55W），上市7个月累计大定突破11万台，7月份交付1.8万台。证明华为在高端车市场，依靠其渠道、产品和技术具备明显的品牌力。同时江淮在给蔚来代工过程中积累了深厚的高端智能制造经验。华为技术和品牌力的全面赋能，叠加江淮制造端能力，江淮智选车业务有望成为自主豪华标杆。

大众安徽：大众新能源转型的重要支点，有望持续贡献投资收益

大众对大众安徽持股75%，同时具备运营管理权，是大众集团在华布局的又一极点。根据协议约定，合资公司到2025/2029年目标产量分别为20-25万辆（总收入300亿元）、35万-40万辆（总收入500亿元）。作为大众在中国实现电动化转向、本土化研发和全球化制造的核心，具备长期空间。

投资建议：预计公司2024-2026年实现归母净利润分别为1.3、8.0、12.0亿元，对应当前股价，PE分别为342、56、38倍。按照我们预测的2024年营业收入495亿元，1.1 X PS，给予目标市值544.5亿元，对应目标价24.93元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：车型上市时间不及预期、出口销量不及预期、联营企业大众安徽盈利不及预期，测算具有主观性，近期有交易异动等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	36,577.36	45,016.41	49,533.76	63,160.79	79,096.98
增长率(%)	(9.26)	23.07	10.03	27.51	25.23
EBITDA(百万元)	2,234.16	4,068.04	1,977.96	3,001.76	3,297.77
归属母公司净利润(百万元)	(1,582.48)	151.51	131.41	803.70	1,198.51
增长率(%)	(891.24)	(109.57)	(13.27)	511.61	49.12
EPS(元/股)	(0.72)	0.07	0.06	0.37	0.55
市盈率(P/E)	(28.43)	296.95	342.37	55.98	37.54
市净率(P/B)	3.30	3.40	3.37	3.18	2.93
市销率(P/S)	1.23	1.00	0.91	0.71	0.57
EV/EBITDA	11.45	6.26	17.52	8.89	6.17

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/商用车
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	20.6元
目标价格	24.93元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,184.01
流通A股股本(百万股)	2,184.01
A股总市值(百万元)	44,990.60
流通A股市值(百万元)	44,990.60
每股净资产(元)	6.13
资产负债率(%)	69.56
一年内最高/最低(元)	21.82/10.28

作者

邵将 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523110005
shaojiang@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

- 《江淮汽车-公司点评:轻卡逐步实现全面国V升级 新能源乘用车现亮点》 2017-06-08
- 《江淮汽车-公司点评:江淮大众合作落地 展露新能源乘用车龙头面貌》 2017-05-22
- 《江淮汽车-季报点评:一季度喜忧参半 期待未来乘用车产品周期+新能源合作进展》 2017-04-28

内容目录

1. 江淮汽车：老牌国资车企，业绩拐点兑现.....	5
1.1. 多年深耕的国资车企，全面布局商用乘用车	5
1.2. 收入同比转正，业绩拐点逐步兑现	6
2. 自主业务：聚焦核心主业向上，出口&商用车为核心支撑.....	9
2.1. 商用车：轻卡行业龙头，受益行业需求复苏	9
2.1.1. 行业：国四淘汰+超载治理+出口高增，轻卡行业复苏向好	9
2.1.2. 乘板块复苏东风，销量增长下有望贡献业绩增量	10
2.2. 乘用车：聚焦 MPV 品类和出口市场，产能利用率提升带动毛利率改善	12
2.2.1. 瑞风 RF8 开启 MPV 强产品周期，华为赋能带动品牌&销量向上	13
2.2.2. 思皓+钇为：电动化转型稳步推进，新能源产品谱系逐步完善	14
2.2.3. 紧跟一带一路步伐，出口销量保持高增速	15
2.2.4. 产能利用率稳步提升，规模化效应带动毛利率提升	15
3. 尊界智选车：华为品牌力+江淮高端制造能力，豪华车格局或将重塑	17
3.1. 双方合作已久，智选车“尊界”将定位豪华品牌	17
3.2. 华为高端品牌力+江淮高端制造能力，尊界有望重塑豪华车市场格局	19
4. 大众安徽：大众新能源转型的重要支点，长期有望贡献投资收益.....	22
5. 盈利预测和估值.....	24
5.1. 盈利预测	24
5.2. 估值分析	25
5.3. 投资建议	25
6. 风险提示.....	26

图表目录

图 1：江淮汽车的发展可分为五个阶段	5
图 2：股权结构稳定，实控人为安徽省国资委（截至 2024 年一季报）	5
图 3：江淮汽车总销量（万辆，%）	6
图 4：2023、2024Q1 总营收同比分别+23%、+5%	6
图 5：商用车占总营收一半以上，近年乘用车的营收贡献逐年增加	6
图 6：2023 年境外及港澳台营收占比达到 58%	6
图 7：2021 年以来毛利率企稳回升	7
图 8：分地区毛利率	7
图 9：毛利分业务：近年毛利主要由商用车贡献（亿元）	7
图 10：分业务毛利率：乘用车毛利率呈回升态势（%）	7
图 11：公司费用率相对平稳（%）	7
图 12：2023 年归母净利润转正	7
图 13：2018 年以来公司业绩较依赖政府补助（亿元）	7
图 14：2023 年扣非归母净利润同比改善 39%（亿元，%）	7

图 15: 轻卡保有量增速与公路货运周转量增速强相关	9
图 16: 轻卡国内销量进入平稳期, 主要受替换周期驱动 (万辆, %)	9
图 17: 2021 年以来轻卡出口增速较快 (万辆, %)	9
图 18: 轻卡销量增量拆分: 2021 年以来出口稳定贡献增量 (万辆)	9
图 19: 轻型货车占江淮商用车销量的七成以上	10
图 20: 江淮轻卡市占率稳定	11
图 21: 2024Q1 江淮轻卡市占率为 10.4%	11
图 22: 2021 年以来江淮商用车出口量快速增长 (辆, %)	11
图 23: 2023 年江淮汽车是我国商用车出口前三的厂商	11
图 24: 江淮汽车乘用车产品主要布局 5-25 万价格带 (万元, 辆)	12
图 25: 2021 年新一轮产品周期中, 车型数量精简, 单车销量明显提升 (辆, 个)	12
图 26: 2021 年起乘用车销量重回增长态势 (万辆, %)	12
图 27: 近年轿车销量占比逐步提升	12
图 28: 瑞风 MPV 产品丰富、动力类型多样	13
图 29: 2023 年江淮 MPV 销量同比+18.5% (万辆, %)	13
图 30: 2020 年以来 8-25 万 MPV 市场销量下滑、车型数量增加 (万辆, 个)	13
图 31: 8-25 万 MPV 市场主要参与者的市占率 (%)	13
图 32: MUSE 架构是中国品牌首个 MPV 专属架构	13
图 33: 瑞风 RF8 外观	14
图 34: 瑞风 RF8 是国内首搭鸿蒙系统的 MPV	14
图 35: 江淮乘用车销量增量拆分: 出口贡献主要增量 (万辆)	15
图 36: 2021-2023 年江淮乘用车出口量快速增长 (辆, %)	15
图 37: 2023 年江淮汽车是我国乘用车出口前十的厂商	15
图 38: 江淮拟转让部分资产, 优化资产结构	15
图 39: 已上市的智选+HI 产品 (横轴为上市时间, 纵轴为平均售价, 气泡大小为 2024Q2 平均月销)	18
图 40: 江淮年产 20 万辆中高端智能纯电动乘用车建设项目	18
图 41: 问界 M9 产品力强	20
图 42: 问界 M9、奔驰 E 级、奥迪 AL6、宝马 X5、理想 L9 月销量 (辆)	20
图 43: 江淮与蔚来合作过程中积累了高端制造经验	20
图 44: 2023 年 60 万以上销售 53 万辆, 占我国汽车总销量的 2.4%	21
图 45: 国产 60 万以上乘用车市场新能源渗透率偏低 (2023 年)	21
图 46: 2023 年 60 万以上乘用车市场上国产车仅占 25% (辆)	21
图 47: 2023 年 60 万以上豪华市场销量前十的品牌没有自主品牌	21
图 48: 江淮与大众合作历程	22
图 49: 江淮汽车持有大众安徽 25% 股权 (截止 2024 年 8 月 8 日)	22
图 50: 大众安徽首款车型纯电 A 级轿跑 ID.UNYX 已于 7 月 17 日上市	23
表 1: 业务布局全面, 覆盖乘用车、商用车、底盘、发动机、变速箱等板块	5
表 2: 江淮商用车谱系完善	10
表 3: 江淮汽车产能利用率有望提升 (万辆, %)	16

表 4: 思皓品牌与华为在电动智能化方面深度合作	17
表 5: 华为智能汽车三种合作模式	17
表 6: 华为手机产品已经成功冲击高端市场	19
表 7: 盈利预测	24
表 8: 可比公司估值	25

1. 江淮汽车：老牌国资车企，业绩拐点兑现

1.1. 多年深耕的国资车企，全面布局商用乘用车

江淮汽车前身是 1964 年成立的合肥江淮汽车制造厂，目前公司已经成为一家集商用车/乘用车/动力总成研产销服于一体、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，包括“钇为”、“思皓”、“瑞风”、“JAC” 等品牌。

江淮汽车发展可以分为五个阶段：1) 1964-2006 年：公司成立并上市，以商用车为主。1964 年合肥安徽汽车制造厂成立，1997 年成立有限公司，1999 年、2001 年分别完成股份制改革和上市。2) 2007-2012 年：乘用车新品密集上市，销量高速增长。2007 年江淮发布首款轿车宾悦，至 2010 年，公司已经在乘用车领域形成 C、B、A、A0 级轿车、SUV、MPV 六大系列平台，同年乘用车销量突破 20 万辆。3) 2013-2016 年：顺应 SUV 热潮，销量和营收达到新高度。2015 年，中国车市迎来 SUV 热潮，江淮小型 SUV 瑞风 S3 热销。2013 到 2016 年，江淮 SUV 销量从年销 3.4 万辆到 27.6 万辆，复合增长率高达 101%。4) 2017-2020 年：困境中多方合作，布局电动智能汽车。公司先后与蔚来、大众、百度、华为等公司在新能源、智能网联汽车领域合作。5) 2021 年至今：出口+商用车支撑业绩，与大众/华为合作产品将陆续落地，拐点或已来临。2021-2023 年公司出口销量高增，2023 年商用车伴随行业回暖态势实现销量增长。2023 年公司营业收入重回正增长、归母净利润转正。

图 1：江淮汽车的发展可分为五个阶段



资料来源：江淮汽车官网，江淮汽车公告，国际金融报、汽车消费网、电动知家、中国汽车报公众号，天风证券研究所

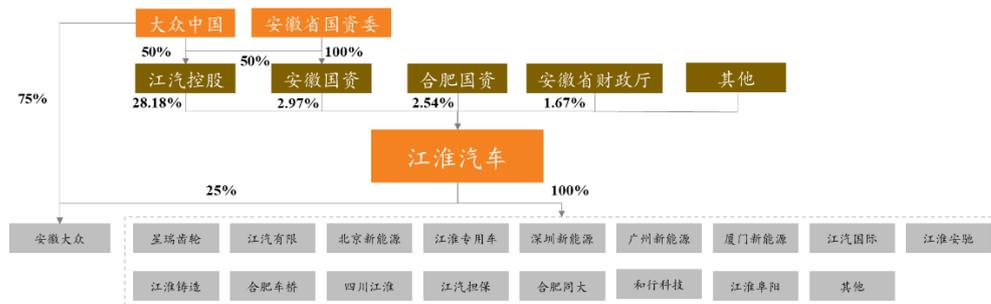
表 1：业务布局全面，覆盖乘用车、商用车、底盘、发动机、变速箱等板块

业务	具体产品	发展情况
乘用车	瑞风/思皓/思皓新能源/钇为等系列	2023 年销售 35.7 万辆，同比+18%；若剔除蔚来交付量，公司销售 19.7 万辆，同比+10%，其中 CAR/SUV/MPV 分别占比 39%/52%/10%。
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、德沃斯和江淮皮卡等系列	2023 年销售轻型/中型/重型货车分别 17/1.8/1.9 万辆，同比分别 +11%/14%/35%；销售客车 4323 辆，同比+41%；销售多功能商用车 2 万辆，同比+104%。
底盘	1990 年手工敲出全国第一台客车专用底盘，1998 年生产国内第一台独立悬架客车底盘，打破了国外产品垄断的局面。此外还包括后横置底盘、后单胎校车底盘、前置前驱底盘和后置公交底盘。	
发动机	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。	
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。	

资料来源：江汽集团官网，江淮汽车公告，江淮星锐宁波弘锐店公众号、安徽国资公众号、盖世汽车每日速递公众号、江汽集团公众号，天风证券研究所

股权结构稳定，实控人为安徽省国资委。公司第一大控股股东为江汽控股，持股比例为 28.2%。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%。安徽省国资委另外通过安徽省国资控股持有江淮汽车 2.97% 的股份。

图 2：股权结构稳定，实控人为安徽省国资委（截至 2024 年一季度）



资料来源：同花顺 iFinD，江淮汽车公告，天风证券研究所

1.2. 收入同比转正，业绩拐点逐步兑现

2023 年营业收入重回正增长，同比+23%。依靠商用车和 MPV 持续的销量贡献、07-11 年轿车销量增长、13-16 年 SUV 销量增长，公司 2016 年前营收总体保持增长态势，2004-2016 年营收 CAGR 达到 16.9%。2017-2020 年，市场总量缩减、竞争日趋激烈，公司销量下滑导致收入下降。2023 年，随着出口高增、商用车销量回暖，公司实现营业收入 450.16 亿元，同比+23.07%。2024 年一季度持续向好态势，营业收入 112.82 亿元，同比+4.6%。

图 3：江淮汽车总销量（万辆，%）



资料来源：江淮汽车公告、蔚来汽车公告，天风证券研究所

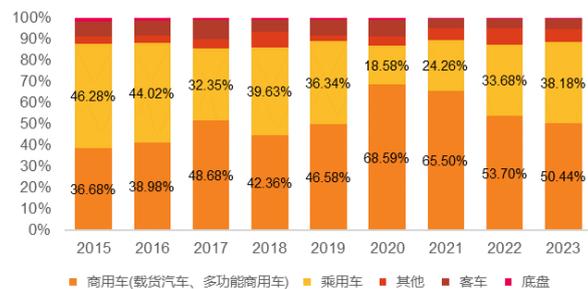
图 4：2023、2024Q1 总营收同比分别+23%、+5%



资料来源：wind，天风证券研究所

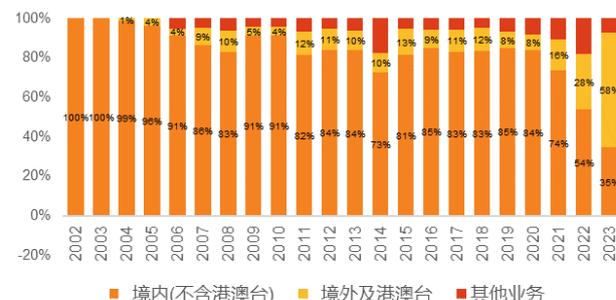
营收结构：1) 分业务来看，近年商用车营收占比稳定在一半以上，2021 年至今乘用车销量逐年增长，对营收的贡献随之增加。2023 年商用车/乘用车/客车/底盘分别占总营收的 50%/38%/4.7%/0.42%。2) 分地区来看，2021 年以来出口量快速增加，2023 年境内/境外及港澳台营收分别占总营收的 35%/58%。

图 5：商用车占总营收一半以上，近年乘用车的营收贡献逐年增加



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2023 年境外及港澳台营收占比达到 58%



资料来源：wind，天风证券研究所

商用车贡献主要毛利，2021 年以来毛利率企稳回升。受益于销量增长，2021 年以来公司综合毛利率企稳回升，2023 年毛利率 11.3%，同比+2.9pct。分业务来看，商用车每年稳定

贡献毛利，2023 年乘用车业务毛利大幅增长。

图 7：2021 年以来毛利率企稳回升



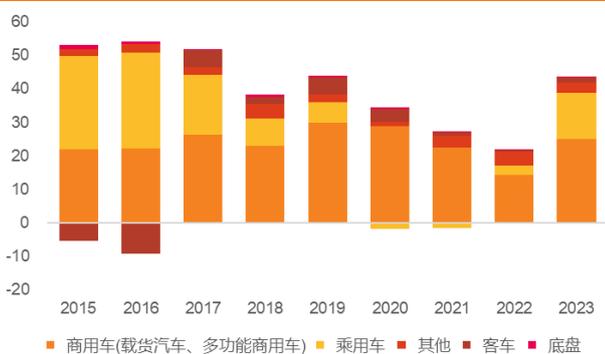
资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 8：分地区毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：毛利分业务：近年毛利主要由商用车贡献（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：分业务毛利率：乘用车毛利率呈回升态势（%）

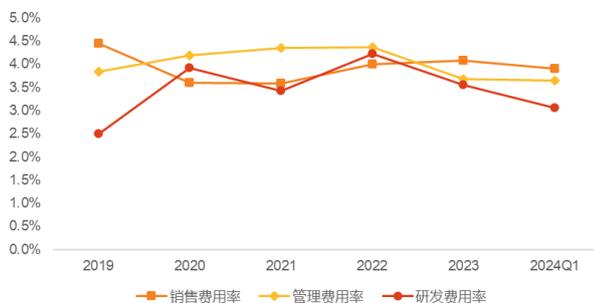


资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

近年费用率相对平稳。2018 年以来公司费用率维持在 11%-13% 的区间，2023 年销售/管理/研发费用率分别为 4.1%/3.7%/3.5%。

2023 年归母净利润转正、扣非归母净利润大幅收窄。2017 年以来由于销量下行，公司扣非归母净利润转负，业绩依赖以政府补助为主的非经常性损益。2023 年，商用/乘用车销量均实现增长，叠加出口拉动，公司实现营业利润 0.35 亿元，归母净利润 1.52 亿元，扣非归母净利润-17.18 亿。

图 11：公司费用率相对平稳（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：2023 年归母净利润转正



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：2018 年以来公司业绩较依赖政府补助（亿元）

图 14：2023 年扣非归母净利润同比改善 39%（亿元，%）



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 自主业务：聚焦核心主业向上，出口&商用车为核心支撑

2.1. 商用车：轻卡行业龙头，受益行业需求复苏

2.1.1. 行业：国四淘汰+超载治理+出口高增，轻卡行业复苏向好

国内销量：轻卡销量经历 2000-2010 年的快速增长后进入平稳期，销量主要由政策引导下的替换需求驱动。1) 2000-2010 年，伴随我国重工业的增长带动的高货运量需求，轻卡销量、保有量快速增长，2010 年国内销售轻卡 183 万辆。2) 此后由于 GDP 增速放缓、经济增长点转向货运需求不高的互联网等行业，轻卡销量进入平稳期、保有量增速下降，年度销量增长主要是治理法规带来的替换需求：2013 年实施国四、2017 年治理超限超载、2018 年实施国五、2020 年实施国六并强制淘汰国三。

图 15：轻卡保有量增速与公路货运周转量增速强相关



资料来源：中国汽车工业信息网，wind，天风证券研究所

图 16：轻卡国内销量进入平稳期，主要受替换周期驱动 (万辆，%)



资料来源：文登区汽车及汽车零部件协会、卡车之家、卡车频道、江淮 1 卡、卡车前沿、卡团公众号，天风证券研究所

出口：供应链稳定+性价比突出+一带一路国家基建需求高增，我国 2021 年以来轻卡出口增速较快，稳定贡献销量增量。2021-2023 年，我国轻卡出口同比增速分别达到 76%、52%、18%，高增速主要系三个原因：1) 俄乌战争、疫情等因素作用下，欧美商用车产业链受到影响，我国商用车凭借稳定可靠的供应链，对国外品牌形成产能替代。2) 各国购买力受到疫情等因素制约，我国商用车高性价比优势突出。3) 多个一带一路国家进入了基建需求旺盛、货运量高增的发展阶段，对商用车需求量较大。

图 17：2021 年以来轻卡出口增速较快 (万辆，%)

图 18：轻卡销量增量拆分：2021 年以来出口稳定贡献增量 (万辆)



资料来源：中汽协会数据公众号，天风证券研究所



资料来源：中国工业汽车信息网，天风证券研究所

多因素驱动，2024 年轻卡总销量有望实现增长：

- 1) 多地区通过给予补贴等方式鼓励淘汰国四。**据卡车之家公众号，2023 年我国各地的国三柴油货车淘汰工作都已基本完成；河南、浙江杭州、宁波、上海等地区已明确发文鼓励淘汰国四车辆。
- 2) 蓝牌轻卡“大吨小标”问题或将继续整顿。**2022 年蓝牌轻卡新规发布，开始治理大吨小标问题。据卡车前沿，从政策的执行力度和进程判断，一般有三到五年的过渡期，这意味着 2024 年年底或将彻底整顿蓝牌轻卡。
- 3) 出口持续增长。**西亚北非、东南亚等传统的基本盘市场仍然是发展中国家，经济增长仍然会持续，我国轻卡市场规模凭借产品的性价比优势在这些区域的市场占有率有望持续上升；欧美、日韩、澳新等发达市场，我国新能源轻卡产品不断发力，或将有所突破。

2.1.2. 乘板块复苏东风，销量增长下有望贡献业绩增量

江淮商用车包括帅铃、骏铃、康铃、运多多、威铃、恺达、格尔发、皮卡、德沃斯等系列，覆盖轻卡/重卡/皮卡市场，动力类型包含燃油/纯电/插混。

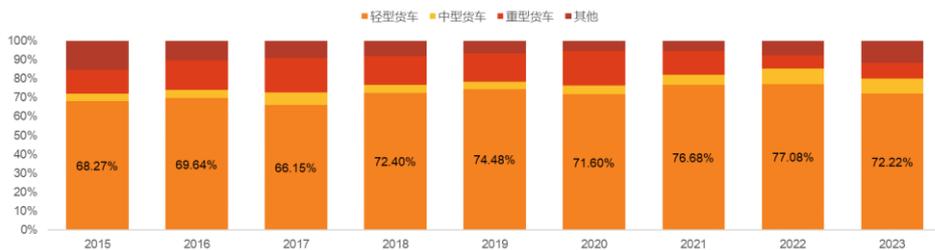
表 2：江淮商用车谱系完善

车系	车型	级别	动力
帅铃	帅铃 Q 系、帅铃 E 系、帅铃 S 系、帅铃 G 系	轻卡	燃油/纯电动
骏铃	骏铃 V 系、骏铃 E 系、骏铃 A 系、骏铃 G 系、骏铃聚宝盆	轻卡	燃油/纯电
康铃	康铃 H 系、康铃 J 系	轻卡	燃油
威铃	威铃 K3、威铃 K5、威铃 K6、威铃 K8、威铃 M6、威铃新能源	轻卡	燃油/纯电动
恺达	X5、X6、X7	轻卡	燃油
格尔发	牵引类、工程类、载货类、专用类	重卡	燃油
德沃斯	Q8、Q9、V8、V9	重卡	燃油
江淮皮卡	江淮皮卡 T6、江淮皮卡 T8Pro、全新悍途	轻卡	燃油/纯电

资料来源：江汽集团官网，天风证券研究所

轻卡贡献公司商用车七成以上销量。2023 年江淮销售商用车 23.5 万辆，同比+19%；其中轻型/中型/重型货车分别销售 17.0/1.8/1.9 万辆，分别占商用车总销量的 72%/8%/8%，销量同比分别+11%/+14%/+35%。

图 19：轻型货车占江淮商用车销量的七成以上



资料来源：江淮汽车公告，天风证券研究所

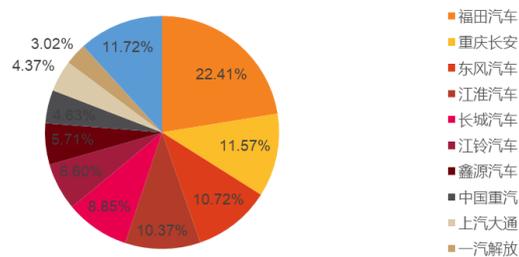
江淮轻卡市占率稳居前列。作为 to B 的生产工具，商用车产品的关键在于可靠的性能和耐用性，产品新颖性和创新性不是关键要素，竞争格局处于稳态。公司轻卡市占率稳定在 10% 左右，2023 年、2024Q1 市占率分别为 8.9%、10.4%。

图 20：江淮轻卡市占率稳定



资料来源：江淮汽车公告，中国汽车工业信息网，天风证券研究所

图 21：2024Q1 江淮轻卡市占率为 10.4%



资料来源：卡车信息网公众号，天风证券研究所

海外布局完善，公司商用车出口蓬勃发展。截至 2023 年底，江淮汽车累计出口至全球 132 个国家和地区，累计出口汽车近 140 万辆。在其累计出口的 132 个国家和地区中，包含“一带一路”共建国家 124 个，江淮汽车累计向这些国家出口超 80 万辆。其全球 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，江淮汽车出口商用车 7.9 万辆，同比+25%，占当年我国商用车总出口量的 10.3%，排名第三。

图 22：2021 年以来江淮商用车出口量快速增长 (辆, %)



资料来源：中国汽车工业信息网，天风证券研究所

图 23：2023 年江淮汽车是我国商用车出口前三的厂商

排名	整车厂	出口量 (万辆)	份额 (%)
1	北汽福田	13.0	17.0%
2	中国重汽	12.3	16.1%
3	江淮汽车	7.9	10.3%
4	上汽大通	7.6	9.9%
5	陕汽集团	5.7	7.4%
6	东风集团	5.5	7.2%
7	长城汽车	4.8	6.3%
8	中国一汽	4.5	5.9%
9	长安汽车	3.7	4.9%
10	江铃股份	2.4	3.2%

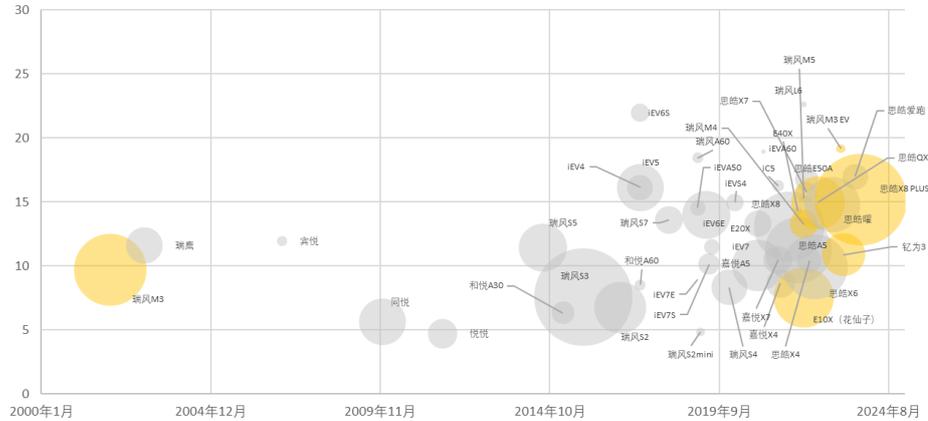
资料来源：中国汽车工业信息网，天风证券研究所

稳定的市占率+完善的海外布局下，公司轻卡销量有望充分受益于行业的增长。如前所述，2024 年轻卡行业因政策驱动+出口高增，或将实现增长。公司作为轻卡市场的重要参与者，有望充分受益。2024Q1，江淮汽车旗下江淮 1 卡帅铃、骏铃、恺达、德沃斯等均实现了销量的正增长；其中江淮 1 卡帅铃销量同比+26.98%，江淮康铃销量同比增长超 30%，江淮威铃一季度累计销量同比增长超 50%。

2.2. 乘用车：聚焦 MPV 品类和出口市场，产能利用率提升带动毛利率改善

公司乘用车产品包括瑞风、思皓、钇为三个系列，主要布局 5-25 万价格带。

图 24：江淮汽车乘用车产品主要布局 5-25 万价格带（万元，辆）

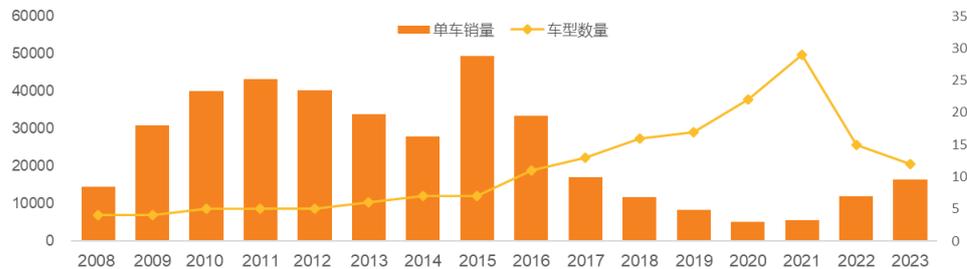


资料来源：中汽协，天风证券研究所

注：横轴为上市时间，纵轴为平均售价（万元），气泡大小为平均月销（辆）；橙色气泡为在车型

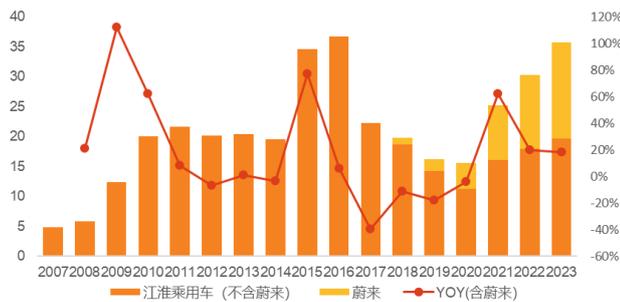
2020 年公司开启新一轮产品周期，车型数量下降、单车销量提升，2021 年起乘用车销量重回增长态势。2021-2023 年，公司在售车型分别 29/15/12 辆，平均年单车销量分别为 0.6/1.2/1.6 万辆。2021-2023 年，扣除蔚来年交付量，江淮乘用车销量分别同比 +44%/+12%/+10%。结构来看，2023 年 CAR/SUV/MPV 分别占比 39%/52%/10%。

图 25：2021 年新一轮产品周期中，车型数量精简，单车销量明显提升（辆，个）



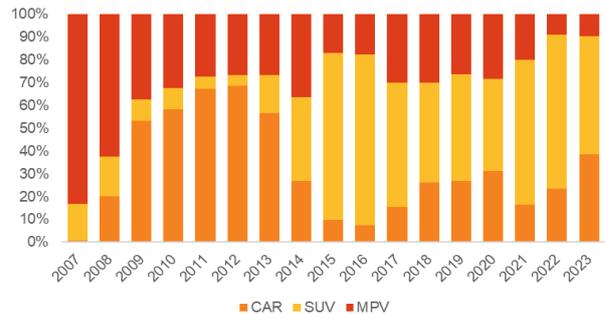
资料来源：中汽协，wind，天风证券研究所

图 26：2021 年起乘用车销量重回增长态势（万辆，%）



资料来源：wind、蔚来汽车年报，天风证券研究所

图 27：近年轿车销量占比逐步提升



资料来源：江淮汽车年报，天风证券研究所

2.2.1. 瑞风 RF8 开启 MPV 强产品周期，华为赋能带动品牌&销量向上

瑞风品牌目前在售产品均为 MPV，定位 8-25 万级市场。2023 年江淮 MPV 销售 1.9 万辆，同比+18.5%

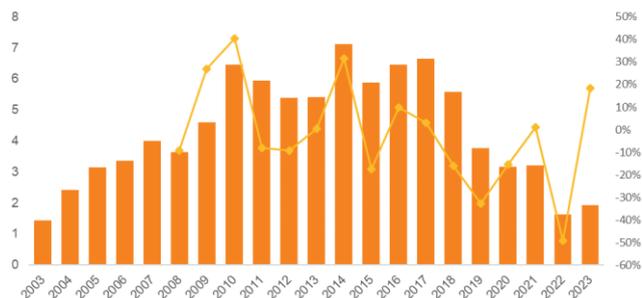
图 28：瑞风 MPV 产品丰富、动力类型多样



资料来源：太平洋汽车网，天风证券研究所

注：价格数据截止 8 月 23 日，仅供参考

图 29：2023 年江淮 MPV 销量同比+18.5% (万辆, %)

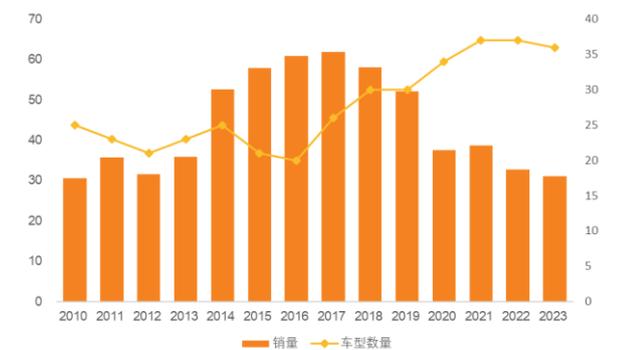


资料来源：wind，天风证券研究所

2018 年以来 8-25 万 MPV 市场总量下滑、竞争激烈，公司市占率有所下滑。2018 年以来 8-25 万市场 MPV 整体销量下滑，但在售车型数量不断增加，市场竞争激烈。公司 MPV 销量自 2018 年以来跟随市场环境承压，2023 年小幅回升，销售 1.9 万辆，同比+18%。

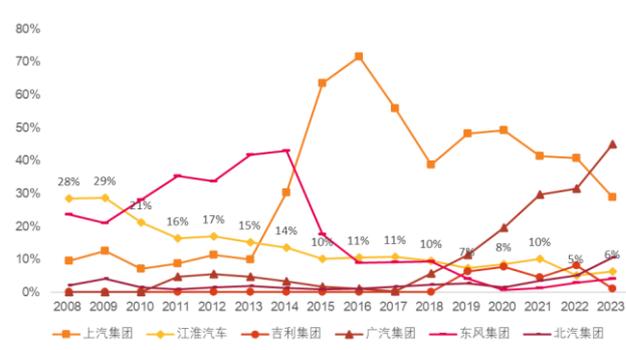
随着老龄化趋势的到来、生育政策放开，全家多人口出行等变化有望促使 MPV 市场转向正增长。

图 30：2020 年以来 8-25 万 MPV 市场销量下滑、车型数量增加 (万辆, 个)



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 31：8-25 万 MPV 市场主要参与者的市占率 (%)



资料来源：中汽协，天风证券研究所

为应对愈发激烈的市场竞争，江淮瑞风以用户价值为导向，聚焦智能化与新能源化两大发展趋势，打造 MUSE 共创智电架构。MUSE 共创智电架构专为 MPV 而生，是国内首个 MPV 专属架构。它不仅具备可混可电的双模动力，能满足多元化场景需求，还兼具云赋智能、原生电驱、柔性空间、全优守护、共创生态等 5 大核心价值。未来几年，瑞风将基于 MUSE 架构，陆续完成从家用到商务、从中型到大型、从电混到纯电的产品布局。

图 32：MUSE 架构是中国品牌首个 MPV 专属架构



资料来源：车讯汇公众号，天风证券研究所

2024 年 1 月基于 MUSE 架构打造+国内首搭鸿蒙系统的 MPV 瑞风 EF8 上市，目标月销 5000 辆，瑞风 MPV 销量有望迎来增长。基于 MUSE 架构打造的首款 MPV——瑞风 RF8，在去年广州车展上预售，于今年 1 月底上市，售价区间为 16.99 万~23.99 万元。车型亮点：

- 1) RF8 提供了双模动力系统：1.5TDHE+3DHT 电混动力系统、2.0TGDI+8AT 燃油动力。其中，插电混系统采用 1.5TDHE+3DHT+大容量电池方案，最大综合功率 310kw，最大综合扭矩 745N·m，零百公里加速 7.2s，纯电续航 252km，综合续航 1250km。1.5TDHE 发动机热效率 44.26%，在插电混 MPV 中首屈一指。2.0T 燃油动力车型最大功率 186kW，最大扭矩 400N·m，完美兼顾充沛动力与经济油耗的平衡。
- 2) 电池技术领先：瑞风 RF8 电池容量 44.5kWh，电池包能量密度 180Wh/kg，在量产插电混 MPV 中电量排名第一。搭配超级闪充技术，可实现“充电一刻钟，续航百公里”。
- 3) 智能座舱：作为国内首搭鸿蒙系统的 MPV 车型，江淮汽车瑞风 RF8 基于 HarmonyOS 开发的智能座舱配备了 15.6 寸超大高清屏幕。
- 4) 在智能辅助驾驶方面，瑞风 RF8 具备高速公路领航、疲劳提醒、辅助自动变道、全速自适应巡航等多达 19 项功能的 L2+ 级智能辅助系统。搭配越级 HUD 配置，辅助驾驶员轻松驾驭各种复杂路况。

图 33：瑞风 RF8 外观



资料来源：中国汽车报公众号，天风证券研究所

图 34：瑞风 RF8 是国内首搭鸿蒙系统的 MPV



资料来源：中国汽车报公众号，天风证券研究所

2.2.2. 思皓+钇为：电动化转型稳步推进，新能源产品谱系逐步完善

思皓品牌为 2018 年与大众合作推出，同时销售新能源车型和燃油车型。

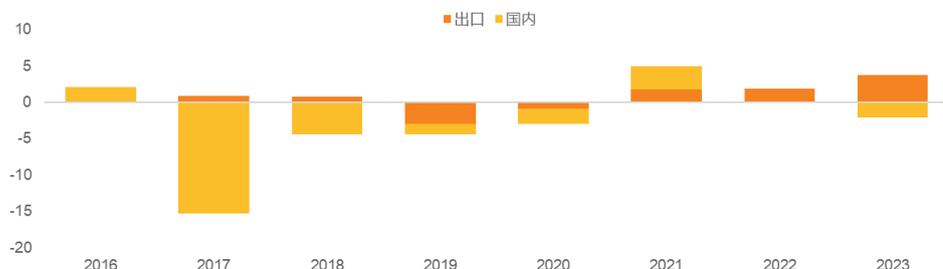
2023 年钇为品牌发布，多款車型將陸續上市。钇为品牌将主攻 7-15 万元价格区间，目标人群为 20-35 岁，新一线到三线城市年收入在 30-40 万元的单身、已婚或成家的企事业单位、私企或外企白领等。基于 DI 平台打造的首款车型钇为 3 已上市。未来 5 年，为将面向新能源最大规模的纯电动 A 级车市场，推出钇为 X3、钇为 5、钇为 X5 等车型，分别满

足增购和首购需求。

2.2.3. 紧跟一带一路步伐，出口销量保持高增速

出口量快速增长，贡献乘用车主要增量。2023 年公司出口乘用车 8.9 万辆，同比+74%，占当年我国乘用车总出口量的 2.2%，排名第十。

图 35：江淮乘用车销量增量拆分：出口贡献主要增量（万辆）



资料来源：公司公告，中国汽车工业信息网，天风证券研究所

图 36：2021-2023 年江淮乘用车出口量快速增长（辆，%）



资料来源：中国汽车工业信息网，天风证券研究所

图 37：2023 年江淮汽车是我国乘用车出口前十的厂商

整车厂	出口量 (万辆)	份额
1 奇瑞集团	92.4	22.6%
2 上汽集团	68.5	16.8%
3 特斯拉上海	34.4	8.4%
4 吉利汽车	27.4	6.7%
5 长城汽车	26.8	6.6%
6 比亚迪	24.3	5.9%
7 上汽通用五菱	21.1	5.2%
8 长安汽车	19.9	4.9%
9 上汽通用	10	2.4%
10 江淮汽车	8.9	2.2%

资料来源：中国汽车工业信息网，天风证券研究所

2.2.4. 产能利用率稳步提升，规模化效应带动毛利率提升

转让与蔚来合作的工厂，优化资产结构。2023Q4 江淮公告，拟通过公开挂牌方式转让部分资产，其中转让的资产就包括乘用车公司第三工厂存货、固定资产及在建工程等，同时还有乘用车公司新桥工厂构筑物和设备，拟转让资产评估价值约为 44.98 亿元。公告里面涉及到的资产是江淮和蔚来合作的两座工厂的相关设备和资产。在公告结尾，江淮汽车特别注明了本次转让带来的影响：本次通过资产转让可进一步优化资产结构，本次资产处置不会影响公司的正常生产经营，不涉及人员安排，若本次交易顺利实施，将对公司财务状况和经营业绩产生积极影响。

图 38：江淮拟转让部分资产，优化资产结构

单位：万元

	账面原值	累计折旧/摊销	账面净值
资产一包	229,233.86	73,085.45	156,148.41
资产二包	134,151.48	15,820.55	118,330.93
资产三包	151,642.01	4,919.41	146,722.60
合计	515,027.35	93,825.41	421,201.94

资料来源：江淮汽车公告，天风证券研究所

新产品陆续发布有望提振销量，叠加出口销量向上，公司产能利用率有望提升，进而摊薄单位成本、拉升利润率。

表 3：江淮汽车产能利用率有望提升（万辆，%）

		2018	2019	2020	2021	2022	2023
商用车工厂	设计产能	33	33	33	33	28	31
	实际产能	24.28	24.11	28.29	26.29	19.31	23.3
	产能利用率	73.58%	73.06%	85.73%	79.67%	68.97%	75.18%
乘用车工厂	设计产能	45	45	29	37	37	34
	实际产能	20.27	16.86	16.38	25.77	31.02	35.91
	产能利用率	45.03%	37.47%	56.48%	69.65%	83.85%	105.62%
客车工厂	设计产能	1.7	1.7	1.2	1.2	1.2	1.2
	实际产能	0.73	0.58	0.55	0.38	0.33	0.44
	产能利用率	42.94%	34.12%	45.83%	31.67%	27.18%	37.05%

资料来源：江淮汽车公告，天风证券研究所

3. 尊界智选车：华为品牌力+江淮高端制造能力，豪华车格局或将重塑

3.1. 双方合作已久，智选车“尊界”将定位豪华品牌

双方合作由来已久，可以乐观预期合作默契度。2019年12月，公司与华为签署了《全面合作框架协议暨MDC平台项目合作协议》，双方计划在智能驾驶、智能座舱、智能电动、智能网联和云服务等方面进行深入合作。江淮此前推出的思皓QX、思皓曜等车型，车机搭载的便是华为生态车机系统；思皓爱跑搭载的是华为智能驾驶系统以及华为全球首发的77G毫米波雷达。

表 4：思皓品牌与华为在电动智能化方面深入合作

项目	合作内容
思皓 QX	采用麒麟 990+鸿蒙 OS 等软硬件系统，CPU 算力≥75kDMIPS，每秒可以执行 75000*100 万条指令应用；搭载最新一代智聆 4.0 网联系统；搭载地平线中国首款车规级 AI 芯片，采用 DMS+IMS 方案；2021 年 6 月正式上市。
思皓 E50X	搭载了前、后双电机系统，供应商分别为合肥道一动力科技公司和华为公司，可输出最大功率均为 160kW
思皓 E50 Apro	搭载最新的 J-PilotPlusS 智能辅助驾驶系统，是首款采用国产传感器和 AI 芯片的 ADAS 系统；搭载同级领先的地平线征程 2 车规级 AI 芯片和全球首发华为 77G 前置毫米波雷达

资料来源：汽车观察 Autoobserver、极智动力、昆山天盛江淮 4S 店、一起去 SUV 公众号、车家号，天风证券研究所

2023 年末，公司公告将与华为共同打造豪华智能网联电动汽车。2023 年 12 月 1 日，江淮汽车发布公告称，其与华为终端有限公司签署《智能新能源汽车合作协议》，自签订之日起 10 年内有效。江淮汽车方面表示，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，通过合作车型的不断升级、迭代，满足用户对智能网联汽车的需求。

华为智能汽车业务有三种模式，与车企合作深度依次递增：

- 1) 零部件供应商模式 (Tier 1 模式)：**华为作为 tier1 供应商，为车企提供标准化部件，包括智能座舱、智能驾驶、智能电动、智能车云、AR HUD、T-Box 等产品与解决方案。
- 2) HI 模式 (Huawei Inside)：**整车开发制造由车企负责，华为则专注智能驾驶全栈解决方案，还负责云端的数据存储、软件迭代，成品车身附 HI 标识对外销售。合作伙伴包括北汽、长安，已推出车型北汽极狐阿尔法 S 华为 HI 版、长安阿维塔 11。
- 3) 智选车模式：**除了提供全栈式的智能汽车解决方案，华为还会深度参与产品设计、研发、生产，并直接下放到华为的渠道进行销售。合作车企包括赛力斯、奇瑞、江淮、北汽，分别打造问界 (AITO)、智界 (LUXEED)、尊界、享界 (STELATO) 四个品牌。

表 5：华为智能汽车三种合作模式

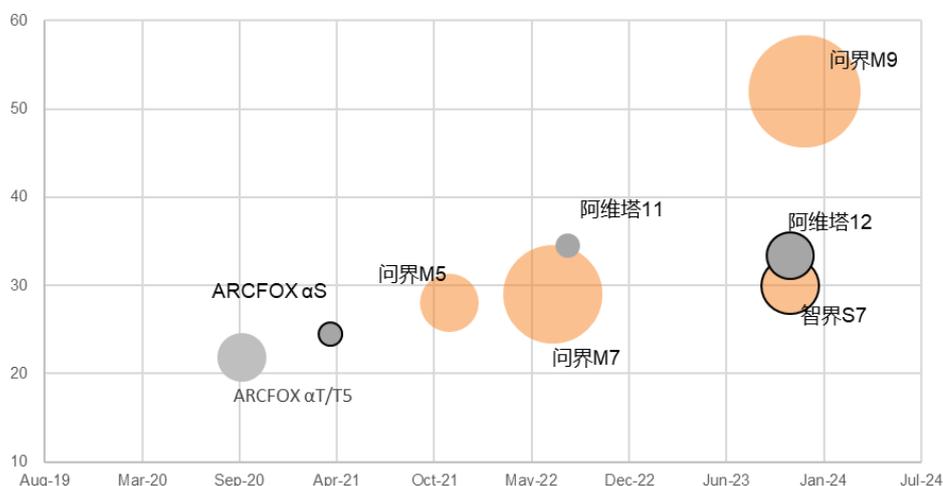
合作模式	合作方式	代表车企/车型
tier 1	提供智能座舱、智能驾驶、智能电动、智能车云、AR HUD、T-Box 等产品与解决方案	
HI	华为与车企联合开发，提供全栈智能汽车解决方案	北汽 (北汽极狐 αS)、长安 (阿维塔 11、阿维塔 12)
智选车	除了提供全栈式的智能汽车解决方案，华为还会深度参与产品设计、研发、生产，并直接下放到华为的渠道进行销售。	赛力斯 (问界 M5/M7/M9)、奇瑞 (智界 S7/R7)、江淮 (尊界)、北汽 (享界 S9)

资料来源：新财富公众号、电动知家公众号、顶级程序员公众号、晚点 Auto 公众号、盖世汽车公众号、界面新闻公众号、皆电公众号、企观国资公众号、汽车之家公众号，微博，天风证券研究所

目前华为智选车已有三个品牌的五款车型上市。目前已上市的智选车包括问界 M5/M7/M9，

智界 S7，享界 S9。问界 M7 于 2023 年 9 月改款后月销一度突破 2w；问界 M9 上市即爆款，成为 50 万以上豪华车销冠；4 月份问界 m5、智界 S7 两款车改款后销量迎来拐点。6 月问界 M5/M7/M9 批发销量分别为 7160/17513/16533 辆，环比分别+25%/+72%/+0.4%。豪华纯电轿车享界 S9 已于 8 月 6 日正式上市。

图 39：已上市的智选+HI 产品（横轴为上市时间，纵轴为平均售价，气泡大小为 2024Q2 平均月销）
（橙色为智选，灰色为 HI；带有黑色边框的为 CAR，不带边框为 SUV）



资料来源：车主之家，懂车帝，汽车消费网、EV 视界、皆电、每日经济新闻、车世界周刊、汽车行业关注、腾讯汽车、电动湃公众号，天风证券研究所

尊界：定位超高端，首款车型计划 2025Q1 上市。尊界超级工厂已在建设中。3 月，安徽省生态环境厅公示江淮年产 20 万辆中高端智能纯电动乘用车建设项目环境影响报告书，江淮方面将构建 DE、X6 两个纯电平台，产品覆盖轿车/SUV/MPV 车型，总计年产能 20 万辆。豪华新能源平台 X6 平台与华为合作，积极抢占国内高端市场，覆盖车型级别为 B 级→D+级，可适应 Sedan、SUV、MPV、Crossover、Sporty 等各类车型的共平台开发。DE 纯电平台为新能源专属平台，主要满足国内经济型和改善型市场需求，产品覆盖 B 级轿车、C 级轿车、A+级 SUV 和 B 级 SUV。

图 40：江淮年产 20 万辆中高端智能纯电动乘用车建设项目

表 2.3-4 项目生产纲领

序号	平台	车型	规划达产年产能（辆）
1	新能源专属平台（DE 平台）	B 级轿车	60000
2		C 级轿车	36000
3		A+级 SUV	48000
4		B 级 SUV	21000
5	豪华新能源平台（X6 平台）	MPV	35000
6	合计		200000

表 2.3-5 各车型主要参数

序号	平台	规划车型	车长	轴距
1	新能源专属平台（DE 平台）	B 级轿车	4860	2960
2		C 级轿车	5050	3050
3		A+级 SUV	4800	2850
4		B 级 SUV	4890	2960
5	豪华新能源平台（X6 平台）	MPV	5200	3200

资料来源：汽车之家公众号，天风证券研究所

3.2. 华为高端品牌力+江淮高端制造能力，尊界有望重塑豪华车市场格局

1) 华为已经成功打造高端形象，手机产品高端系列份额领先、售价超 50 万的问界 M9 月销过万：

2023Q4 国内万元以上手机市场份额达到 40%，华为高端品牌形象受到广泛认可。2010 年华为开始打造高端旗舰手机，凭借自研芯片、鸿蒙系统等领先技术，华为售价 7000 元以上的 pocket 系列、售价 5000 元以上的 mate 系列均有良好的市场表现。Counterpoint 报告显示，在中国 600 美元至 800 美元（约合人民币 4311.6 元至 5748.8 元）的高端手机市场，华为在 2018Q1 到 Q4 的份额分别是 10%、25%、18%、39%，在 2019Q1 达到 48%，超过了苹果 37%的份额。BCI 报告显示，2023 年第四季度，华为在国内万元以上智能手机销量占比达到了 40%。

表 6：华为手机产品已经成功冲击高端市场

	时间	标志性事件
推出自主品牌，“超薄”差异化定位	2003	成立手机事业部，主要为运营商做配套手机
	2009	砍掉低端机板块，启动手机产品自研
	2010	成立消费者 BG，向 To C 业务转型，开始打造高端旗舰手机
	2011	智能手机销售达 2000 万部，建设 20 个云计算数据中心
	2012	在 CES 展会推出 Ascend P1 S，做到了 7.69mm 的超薄机身，引发了全球广泛好评
冲击中高端市场，打造全球化手机品牌	2013	初代 Mate 问世，业内首款采用 6.1 英寸大屏的高端机型，电池容量 4100mAh
	2014	智能手机发货量超过 7500 万台
	2015	Mate8 上市首月销量即突破百万；以 3898 件专利申请量排名全球榜首；智能手机发货超 1 亿部
应对制裁挑战，成为有代表性的民族品牌	2016	华为 P9 获得欧洲影音协会 EISA 颁发的“2016-2017 年度欧洲最佳消费者智能手机大奖”；请梅西担任形象代言人
	2018	孟晚舟被捕
	2019	华为被列入美国实体清单；智能手机市场份额达 17.6%，全球前二，5G 手机市场份额全球第一
	2020	Mate40 系列被誉为“史上最强的 Mate”；全球终端连接数超过 10 亿，手机存量用户突破 7.3 亿；HMS 生态成为全球第三大移动应用生态
	2022	Mate50 系列手机发布
	2023	Mate60 系列搭载自研麒麟芯片回归，配合 HarmonyOS4.0 操作系统

资料来源：36 氪、深圳发布、中国普法、中国企业家杂志、第一财经资讯、招商银行、机智猫、华中服务公众号，天风证券研究所

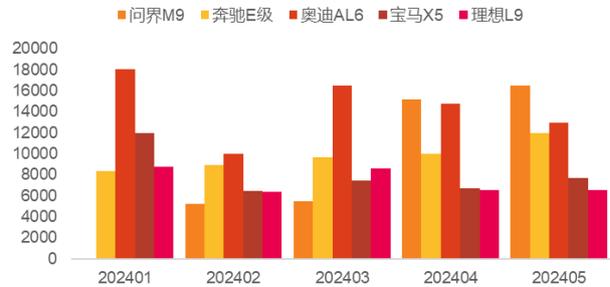
高端形象顺利迁移到汽车市场，问界 M9 热销已经初步验证华为与 BBA 争夺市场份额的能力。起售价 46.98 万元的问界 M9 畅销，上市 7 个月累计大定突破 11 万台，4-6 月 M9 销量均超过 1.5 万辆，充分体现了消费者对华为为高端品牌力的认可。

图 41：问界 M9 产品力强

功能	核心要点
高阶智驾	搭载 HUAWEI ADS 2.0 系统，搭载一颗 192 线激光雷达，可实现全国有图无图都能开的高阶智驾
第 4 代增程平台	热效率 41%，WLTC 油耗 6.9L，增程版电池分为 42/52 度电，续航分别为 225km/275km；纯电版 CLTC 综合续航 630km
途灵底盘	全系标配空气悬架和 CDC，搭配前 4 球头长双叉臂与后多连杆独立悬架
智能座舱	车机采用 Harmony OS 4.0 系统，配备 75 英寸 HUD 和 16 英寸副驾屏，还配备一个智能激光投影系统
智能灯光	华为百万像素大灯功能：3 米超近场智能迎宾、示宽光毯、100 英寸的户外巨幕投影、智慧交互矩阵大灯

资料来源：第一电动汽车网、有驾公众号，天风证券研究所

图 42：问界 M9、奔驰 E 级、奥迪 A6L、宝马 X5、理想 L9 月销量(辆)



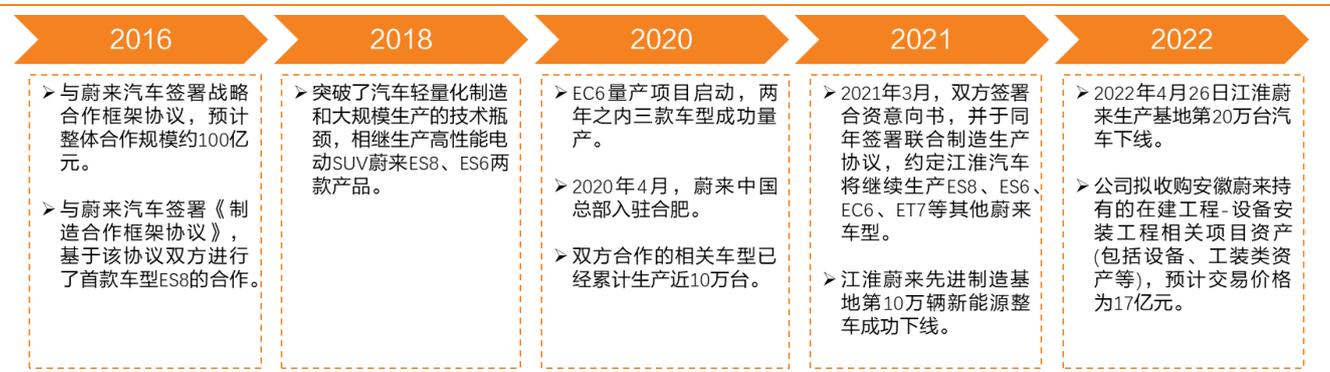
资料来源：车主之家，天风证券研究所

2) 通过代工蔚来，江淮积累了丰富的高端新能源乘用车制造经验。

2016 年起与蔚来合作，打造了国内自主品牌首条高端全铝车身生产线。公司 2016 年 4 月宣布与蔚来汽车签署《战略合作框架协议》，正式达成合作关系。同年 5 月，双方签署《制造合作框架协议》，以制造方面作为合作的切入点，推进新能源汽车领域的全面合作。之后的七年时间，江淮与蔚来合作建立了江淮蔚来先进制造基地，也就是蔚来 F1 工厂和 F2 工厂。江淮蔚来联合打造的江淮蔚来先进制造基地拥有国内自主品牌首条高端全铝车身生产线，实现了喷涂无人化、冲压生产无人化，焊装整体自动化率达到 97.5%，通过大数据、云计算等技术实现了自动排产、自动能源管理、自动质量检测，满足客户定制化生产等需要。

蔚来品牌定位高端豪华，江淮通过代工积累了高端制造经验。蔚来品牌定位 30-60 万价格带，产品包括 SUV、轿车、轿跑 SUV，截至 2023 年蔚来累计销售 45 万辆，2023 年在 30 万以上纯电市场蔚来市占率超 40%。从 2018 年至 2023 年，蔚来分别支付了 2.23 亿元、4.41 亿元、5.32 亿元、7.15 亿元、11.27 亿元、13.19 亿元的代工费，总计 43.6 亿元。

图 43：江淮与蔚来合作过程中积累了高端制造经验



资料来源：时代财经 APP、金色光、安徽国资、MF 材涂联动、智能车参考、汽车头条、长江商报、e 公司、新电动公众号，天风证券研究所

3) 当前自主品牌缺席 60 万以上豪华市场（按销量排名），江淮尊界入局有望重塑竞争格局。

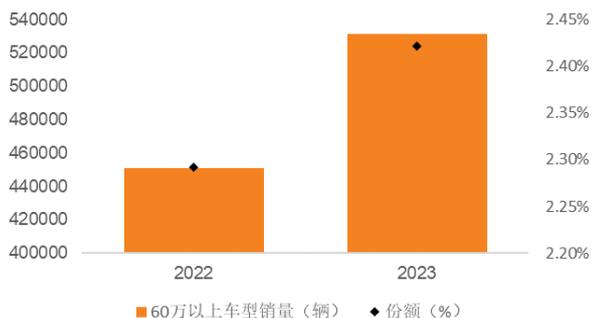
60 万以上豪华市场 2023 年总销量 53 万辆，同比+17.9%，占国内汽车总销量的 2.4%。其中

国产车销售 13.1 万辆，占比 25%；进口车销售 40.1 万辆，占比 75%。

细分市场新能源渗透率偏低，电动化智能化背景下成长空间广阔。2023 年 60 万以上市场中，新能源车型销量 4.95 万辆，新能源渗透率仅 9.3%，大幅低于行业均值，细分市场渗透率提升空间较大。

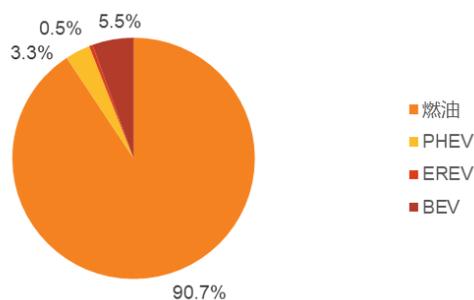
细分市场自主品牌缺位，江淮尊界有望重塑市场格局。60 万以上豪华市场，2023 年头部品牌宝马/奔驰/保时捷/路虎/奥迪市占率分别为 26%/25%/12%/10%/8%；销量前十的品牌中没有自主品牌。有代表性的自主豪华品牌目前仅有比亚迪仰望，2024H1 平均月销 917 辆。凭借华为高端品牌力+江淮高端汽车制造能力，尊界竞争力值得期待。

图 44: 2023 年 60 万以上销售 53 万辆，占我国汽车总销量的 2.4%



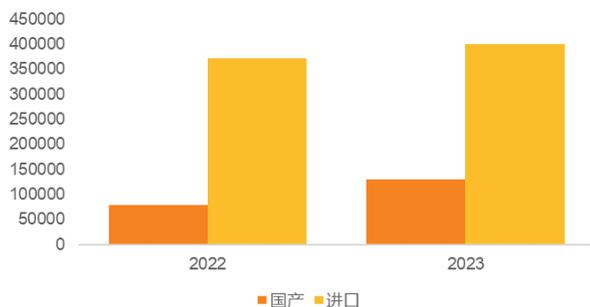
资料来源：交强险，天风证券研究所

图 45: 国产 60 万以上乘用车市场新能源渗透率偏低 (2023 年)



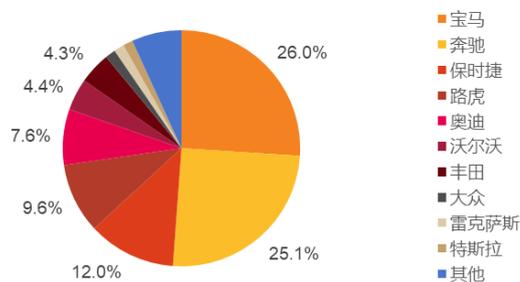
资料来源：交强险，天风证券研究所

图 46: 2023 年 60 万以上乘用车市场上国产车仅占 25% (辆)



资料来源：交强险，天风证券研究所

图 47: 2023 年 60 万以上豪华市场销量前十的品牌没有自主品牌



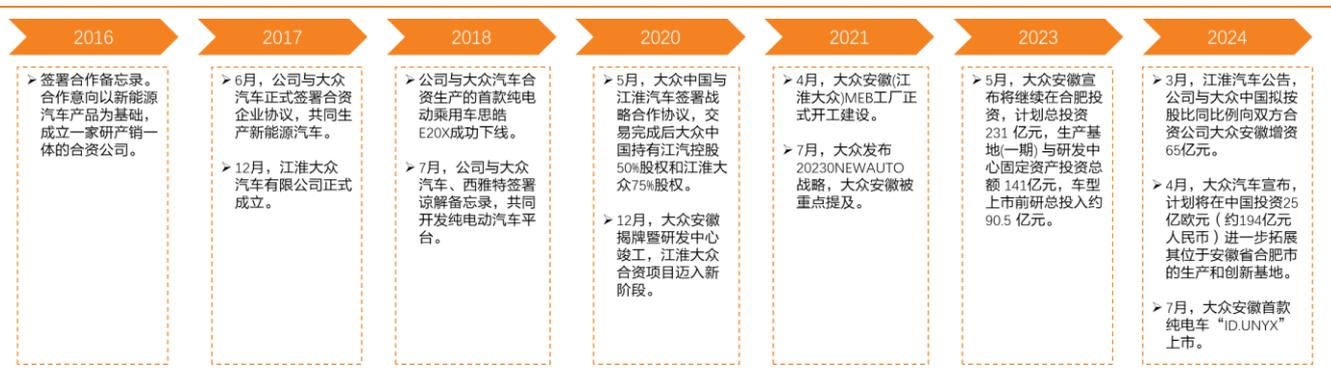
资料来源：交强险，天风证券研究所

4. 大众安徽：大众新能源转型的重要支点，长期有望贡献投资收益

2017年，江淮汽车和大众中国按50：50的股比合资成立江淮大众，合资公司致力于纯电动的研发、生产以及销售。2020年，大众获得江淮汽车的母公司江汽控股50%的股权；此外双方对合资公司增资，增资后江淮汽车和大众中国股比变为25：75，江淮大众更名为大众安徽。

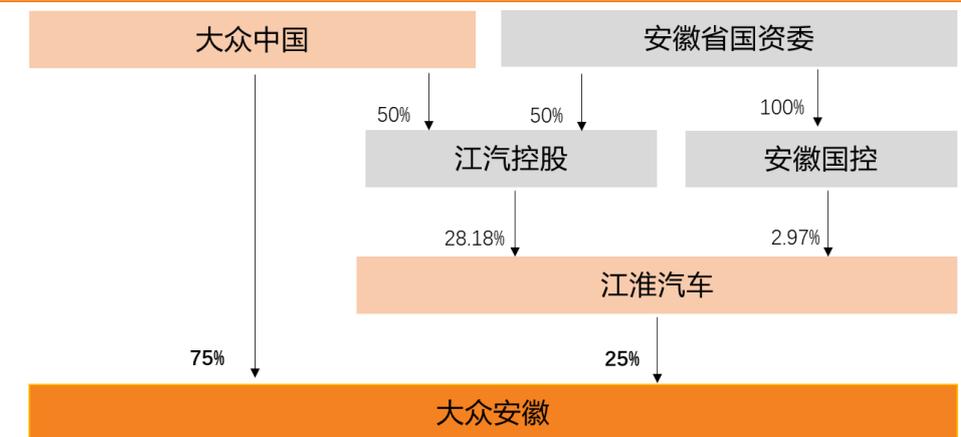
大众集团正在加速在华产品矩阵的电动智能化，大众安徽是其重要组成部分。大众表示，至2030年，集团旗下品牌将在中国市场提供超过30款纯电动车型。由集团全资控股、位于合肥的大众汽车（中国）科技有限公司是落实产品本土化的中枢，将与集团在华合资企业紧密合作，承担核心开发任务。过去几年大众汽车已在合肥组建了包括大众安徽（VWA）工厂、大众汽车（中国）科技有限公司（VCTC）、大众汽车（安徽）零部件有限公司（VWAC）、大众汽车（安徽）数字化销售服务有限公司（DSSO）在内的豪华阵容。大众安徽的MEB工厂是大众在华第三座MEB工厂，总占地面积50万平米，已在2023年底具备量产能力，规划年产能35万辆。同时，工厂周围构建了“保姆级”的供应商园区，聚集了一大批智能电动领域顶级零部件厂商。

图 48：江淮与大众合作历程



资料来源：Apsoto 汽车社区、合肥日报、拆车坊、安徽国资、电动之家、中国基金报、百家车坛、合肥市人民政府发布、AutoReport 汽车产经、投资者网、盖世汽车新能源、安徽国资公众号，天风证券研究所

图 49：江淮汽车持有大众安徽 25% 股权（截止 2024 年 8 月 8 日）



资料来源：中工汽车网、中国基金报公众号，同花顺 iFinD，天风证券研究所

大众安徽首款车型纯电 A 级轿跑 SUV “与众”于 7 月 17 日正式上市，造型运动感强，面向年轻消费者。1) 尺寸：长/宽/高分别为 4663/1860/1610mm，轴距达到 2766mm。2) 该车还搭载了包括多种手机互联、AI 大语言模型、3D 形象定制、智慧控车以及 L2+ 级驾

驶辅助功能。

大众正在开发新平台，有望提升产品竞争力。大众正在开发首个专为中国市场打造的电动汽车架构 CMP，拟于 2026 年起依托该平台开发至少 4 款电动车型，面向紧凑型入门市场。大众还将以 CMP 平台为基础开发入门 A 级车型，面向主流市场。原先的 MEB 平台也将升级至 MEB+，能够实现更快充电速度，在使用标准电芯的同时获得更长续航里程，同时智能驾驶也将会获得“大幅提升”。

图 50：大众安徽首款车型纯电 A 级轿跑 ID.UNYX 已于 7 月 17 日上市



资料来源：电动知家公众号，天风证券研究所

产品投放正式开启，大众安徽贡献的投资收益有望减亏或转正。2021-2023 年，合资公司不断增加投入，江淮汽车对大众安徽确认的投资收益分别为-1.33 亿/-2.36 亿/-4.45 亿元人民币，2024 年随着大众安徽首款车型量产交付，大众安徽贡献的投资收益有望减亏或转正。

5. 盈利预测和估值

5.1. 盈利预测

商用车：轻卡伴随行业复苏，有望回归历史均值。公司为轻卡行业龙头之一，市占率稳居前列。受 2020 年销量透支及疫情影响，国内商用车销量连续两年下滑。当前国四淘汰+超载治理+需求透支基本出清，国内轻卡行业景气度持续修复，江淮作为行业龙头或将充分受益。预计 2024-2026 年商用车业务分别实现营业收入 232.5/256.7/274.5 亿元，同比分别+10.6%/+10.4%/+6.9%。随着出口增加、销量规模增长，预计毛利率稳中有升，24-26 年分别为 12.5%/13.0%/13.0%。

乘用车：伴随公司车型精简策略推进、重磅新车的上市，同时出口和资产处置提升产能利用率，单车折旧摊销等可变成本的收缩，公司毛利率有望持续改善。参考 BBA 等豪华品牌的利润率，尊界车型陆续上市后有望对业绩形成强支撑。预计 2024-2026 年公司乘用车业务分别实现收入 189.6/296.5/433.4 亿元，同比分别+19.1%/+56.4%/+46.2%。预计毛利率随产能利用率的提升逐步好转，24-26 年分别为 10.3%/12.2%/12.2%。

预计公司 2024-2026 年总营业收入分别为 495.3、631.6、791.0 亿元，同比分别+10.0%、+27.5%、+25.2%；综合毛利率分别为 11.9%、12.8%、12.8%；预计公司 2024-2026 年实现归母净利润分别为 1.3、8.0、12.0 亿元。

表 7：盈利预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
商用车							
营收（百万元）	26972	23552	16114	21024	23249	25670	27451
同比	22.3%	-12.7%	-31.6%	30.5%	10.6%	10.4%	6.9%
毛利率	10.68%	9.59%	8.85%	11.90%	12.50%	13.00%	13.00%
乘用车							
营收（百万元）	7306	8723	10107	15916	18964	29650	43341
同比	-57.6%	19.4%	15.9%	57.5%	19.1%	56.4%	46.2%
毛利率	-2.48%	-1.85%	2.85%	8.70%	10.30%	12.20%	12.20%
客车							
营收（百万元）	3078	1605	1360	1963	2353	2691	2978
同比	-2.3%	-47.9%	-15.3%	44.4%	19.8%	14.4%	10.6%
毛利率	11.96%	5.71%	4.47%	7.61%	9.11%	10.61%	12.11%
底盘							
营收（百万元）	300	98	103	176	255	331	397
同比	-22.5%	-67.3%	5.0%	70.8%	45%	30%	20%
毛利率	15.29%	17.30%	16.15%	13.34%	15.60%	15.03%	14.66%
其他主营业务							
营收（百万元）	1670	1978	2322	2603	1381	1484	1596
同比	33.8%	18.4%	17.4%	12.1%	-47.0%	7.5%	7.5%
毛利率	8.37%	17.61%	17.34%	11.63%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务							
营收（百万元）	3580	4356	6572	3334	3334	3334	3334
同比	8.3%	21.6%	50.9%	-49.3%	8%	8%	8%
毛利率	22.47%	18.99%	14.64%	23.62%	17.00%	17.00%	17.00%
总营业收入							
营收（百万元）	42906	40311	36577	45016	49534	63161	79097
同比	-9.4%	-6.0%	-9.3%	23.1%	10.0%	27.5%	25.2%
毛利率	9.30%	8.17%	8.42%	11.29%	11.89%	12.79%	12.75%

资料来源：wind，天风证券研究所

5.2. 估值分析

我们选取同为华为智选车合作公司的赛力斯、北汽蓝谷作为可比公司，2024、2025 年可比公司 PS 均值分别为 1.1、0.7 倍，江淮汽车分别为 0.9、0.7 倍。

表 8：可比公司估值

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			PS (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601127.SH	赛力斯	1186.08	358.42	1289.57	1671.60	3.31	0.92	0.71
600733.SH	北汽蓝谷	392.93	143.19	321.69	651.98	2.74	1.22	0.60
	平均值					3.03	1.07	0.66
600418.SH	江淮汽车	449.91	450.16	495.34	631.61	1.00	0.91	0.71

资料来源：wind，天风证券研究所，市值为 8 月 26 日数据

5.3. 投资建议

投资建议：预计公司 2024-2026 年实现归母净利润分别为 1.3、8.0、12.0 亿元，对应当前股价，PE 分别为 342、56、38 倍。出口形成强利润支撑+国内商用车盈利回到历史均值+国内乘用车减负扭亏，公司自主业务以 2024Q2 扣非归母净利润转正为起点，全面向好。后续华为智选车是核心催化，大众安徽远期有望贡献投资收益。按照我们预测的 2024 年营业收入 495 亿元，1.1 X PS，给予目标市值 544.5 亿元，对应目标价 24.93 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) 车型上市时间不及预期：智选车尊界品牌车型上市时间可能因双方合作推进节奏、达成量产能力的时间等因素推迟。
- 2) 出口销量不及预期：出口收到地缘政治等因素影响，可能出现不利因素影响出口销量。
- 3) 联营企业大众安徽盈利不及预期：大众安徽首款车型 7 月上市，后续车型推出和销售可能不及预期，导致扭亏时间不及预期，影响公司投资收益。
- 4) 测算具有主观性：对公司销量、财务数据的预测具有主观性，实际情况存在不及预期的可能。
- 5) 近期有交易异动：近期股价涨幅较大。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,714.13	15,346.30	13,530.30	21,970.94	28,116.17	营业收入	36,577.36	45,016.41	49,533.76	63,160.79	79,096.98
应收票据及应收账款	3,078.45	2,972.24	3,561.17	5,073.52	5,552.32	营业成本	33,420.48	39,866.47	43,646.57	55,081.66	69,015.77
预付账款	715.13	625.41	1,042.83	1,075.15	1,462.30	营业税金及附加	390.47	462.40	495.34	631.61	790.97
存货	3,388.32	4,745.68	2,618.87	7,525.13	5,287.08	销售费用	1,458.13	1,831.61	1,882.28	2,084.31	2,610.20
其他	2,987.64	3,860.48	9,721.38	6,699.32	9,519.85	管理费用	1,595.29	1,655.35	1,733.68	2,179.05	2,689.30
流动资产合计	22,883.67	27,550.11	30,474.54	42,344.06	49,937.73	研发费用	1,536.97	1,594.60	1,684.15	2,147.47	2,689.30
长期股权投资	5,206.12	5,417.36	5,635.11	5,856.09	6,072.75	财务费用	16.32	351.71	(46.53)	(158.64)	(268.79)
固定资产	11,767.60	8,241.44	7,573.98	6,782.86	6,022.29	资产/信用减值损失	(833.76)	(1,094.21)	(273.46)	(301.91)	(266.96)
在建工程	856.99	598.51	439.41	375.76	350.30	公允价值变动收益	36.81	48.60	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,640.97	2,320.32	1,689.76	1,046.61	406.10	投资净收益	75.34	(151.93)	66.20	100.00	100.00
其他	1,508.49	1,358.89	1,325.56	1,005.18	765.84	其他	272.36	417.02	(250.00)	(150.00)	(250.00)
非流动资产合计	21,980.16	17,936.52	16,663.81	15,066.50	13,617.29	营业利润	(1,391.05)	34.78	181.02	1,143.43	1,653.28
资产总计	47,082.69	46,763.85	47,138.35	57,410.56	63,555.01	营业外收入	19.67	25.44	29.61	24.91	26.65
短期借款	916.89	50.05	50.00	50.00	50.00	营业外支出	18.30	13.96	15.95	16.07	15.33
应付票据及应付账款	15,901.74	18,346.51	18,025.63	27,875.76	29,637.39	利润总额	(1,389.68)	46.25	194.68	1,152.26	1,664.60
其他	7,819.90	7,005.30	11,134.09	10,728.19	13,878.66	所得税	337.55	117.98	48.67	288.07	416.15
流动负债合计	24,638.52	25,401.86	29,209.72	38,653.95	43,566.04	净利润	(1,727.23)	(71.73)	146.01	864.20	1,248.45
长期借款	5,559.09	4,325.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00	少数股东损益	(144.75)	(223.24)	14.60	60.49	49.94
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(1,582.48)	151.51	131.41	803.70	1,198.51
其他	1,327.80	1,168.84	1,322.36	1,273.00	1,254.73	每股收益(元)	(0.72)	0.07	0.06	0.37	0.55
非流动负债合计	6,886.89	5,493.84	3,322.36	3,273.00	3,254.73						
负债合计	33,015.48	32,270.79	32,532.08	41,926.95	46,820.78	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	423.84	1,259.20	1,273.80	1,334.30	1,384.23	成长能力					
股本	2,184.01	2,184.01	2,184.01	2,184.01	2,184.01	营业收入	-9.26%	23.07%	10.03%	27.51%	25.23%
资本公积	6,923.31	6,339.55	6,339.55	6,339.55	6,339.55	营业利润	-948.52%	-102.50%	420.48%	531.67%	44.59%
留存收益	4,338.59	4,486.66	4,618.07	5,421.77	6,620.29	归属于母公司净利润	-891.24%	-109.57%	-13.27%	511.61%	49.12%
其他	197.46	223.64	190.84	203.98	206.15	获利能力					
股东权益合计	14,067.21	14,493.06	14,606.27	15,483.61	16,734.23	毛利率	8.63%	11.44%	11.89%	12.79%	12.75%
负债和股东权益总计	47,082.69	46,763.85	47,138.35	57,410.56	63,555.01	净利率	-4.33%	0.34%	0.27%	1.27%	1.52%
						ROE	-11.60%	1.14%	0.99%	5.68%	7.81%
						ROIC	-12.85%	-5.68%	2.93%	24.65%	-24.92%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	70.12%	69.01%	69.01%	73.03%	73.67%
净利润	(1,727.23)	(71.73)	131.41	803.70	1,198.51	净负债率	-14.16%	-54.14%	-56.50%	-105.84%	-136.08%
折旧摊销	1,782.38	1,902.55	1,620.02	1,665.06	1,696.33	流动比率	0.96	1.08	1.04	1.10	1.15
财务费用	226.88	39.23	(46.53)	(158.64)	(268.79)	速动比率	0.83	0.90	0.95	0.90	1.02
投资损失	(75.34)	151.93	(66.20)	(100.00)	(100.00)	营运能力					
营运资金变动	2,119.73	2,066.78	(1,204.41)	5,749.03	3,699.63	应收账款周转率	13.91	14.88	15.16	14.63	14.89
其它	(795.66)	(692.38)	14.60	60.49	49.94	存货周转率	12.18	11.07	13.45	12.45	12.35
经营活动现金流	1,530.75	3,396.38	448.89	8,019.65	6,275.62	总资产周转率	0.78	0.96	1.06	1.21	1.31
资本支出	3,267.94	(1,832.97)	9.37	216.51	288.06	每股指标(元)					
长期投资	233.97	211.24	217.75	220.98	216.66	每股收益	-0.72	0.07	0.06	0.37	0.55
其他	(2,505.69)	3,153.10	(284.81)	(492.96)	(668.25)	每股经营现金流	0.70	1.56	0.21	3.67	2.87
投资活动现金流	996.22	1,531.36	(57.69)	(55.47)	(163.53)	每股净资产	6.25	6.06	6.10	6.48	7.03
债权融资	119.06	(3,574.91)	(2,174.40)	463.32	30.97	估值比率					
股权融资	47.28	(603.45)	(32.80)	13.14	2.17	市盈率	-28.43	296.95	342.37	55.98	37.54
其他	(829.39)	367.62	0.00	(0.00)	(0.00)	市净率	3.30	3.40	3.37	3.18	2.93
筹资活动现金流	(663.05)	(3,810.74)	(2,207.20)	476.46	33.14	EV/EBITDA	11.45	6.26	17.52	8.89	6.17
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	56.57	11.77	96.82	19.95	12.71
现金净增加额	1,863.92	1,117.00	(1,816.00)	8,440.64	6,145.23						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com