

江淮汽车 (600418.SH)

公司快报

汽车 | 乘用车III

携手华为的百万级豪华车型“尊界”推出在即，公司新能源汽车业务有望乘风而上

投资评级

增持-A(首次)

股价(2024-11-01)

37.60 元

投资要点

◆ 事件内容：10月29日盘后，公司披露2024年三季报。2024前三季度，公司实现营业收入322.71亿元，同比减少5.02%；归母净利润6.25亿元，同比增加239.86%。

◆ 主要受乘用车销量波动影响，公司前三季度营收增速略有下行，商用车则依托出口走俏等因素影响、成为支撑公司收入稳定的贡献主力。2024前三季度，公司实现营业收入322.71亿元，同比减少5.02%；归母净利润6.25亿元，同比增加239.86%。

1) 2024前三季度公司乘用车销量有所波动，商用车成为收入稳定的贡献主力。据公司2024年9月产销快报披露，分车型来看，2024年1-9月公司乘用车车型合计销量13.14万辆、同比减少17.0%，商用车车型合计销量18.40万辆、同比增长6.54%；其中，客车、多功能商用车以及皮卡等商用车型表现尤为突出，分别实现销量增长38.27%、37.17%、15.14%。结合行业情况来看，公司商用车销量增长或主要受益于出口走俏；据中汽协会统计数据，2024年1-9月我国商用车出口67.9万辆、同比增长23.6%。2) 而对于净利润同比增速明显高于营收增速，根据公司三季报披露信息来看，主要有两个方面原因：一方面，公司持续优化产品结构和债务结构、积极开拓海内外市场，报告期间实现汇兑损益增加和利息费用减少，导致本期财务费用较去年同期减少4.09亿元；另一方面，公司为提高资源配置效率，报告期间优化资产结构，导致本期资产处置收益较去年同期增加5.77亿元。

◆ 公司第三季度营收降幅收窄、呈现边际改善态势；而单季净利润受益于毛利率提升及资产处置收益增加等因素影响，增速维持在较高水平。2024Q3公司实现单季度营收109.31亿元、同比减少5.52%、较第二季度营收增速提升7.94个百分点；实现单季度归母净利润3.24亿元、同比增加1028.38%、维持在较高增速水平。1) 公司第三季度营收同比减少5.52%、降幅较第二季度的13.46%明显收窄，呈现一定的边际改善态势。2) 对于单季度净利润同比增速明显高于营收增速，一方面主要系毛利率提升所致，2024Q3公司毛利率为11.36%、较2023Q3毛利率提升0.41个百分点；另一方面则系公司持续优化资产结构，第三季度资产处置收益较2023Q3同比增加5.53亿元。

◆ 携手华为合作推出的百万级豪华车型“尊界”、预计2025年春季上市，有望大力提振公司现有的乘用车业务。2023年12月江淮汽车发布公告，宣布与华为终端合作打造高端智能网联电动汽车；2024年，江淮汽车构建两个纯电平台，一是打造全新的新能源专属平台（DE平台）以满足国内经济型和改善型市场需求，二是通过华为智能技术赋能、开发全新豪华新能源平台（X6平台）以抢占高端车型市场，车型级别涵盖C级轿车、B级轿车、A+级SUV、B级SUV和MPV车型等；同时，为保障相应生产能力，江淮投资39.81亿元投建“年产20万辆中高端智能纯电乘用车项目”。2024年7月12日，江淮集团党委书记项兴初先生透露，项目工厂的建设已基本完成，未来将支持生产更多与华为合作的车型，并将共同推进鸿蒙生态的系统建设，以及华为数字能源合作超级快充等项目；同月15日，华为终端BG董事长余承东先生宣布双方合作品牌将在全新X6豪华新能源平台打造，并正式命

交易数据

总市值(百万元)	82,118.77
流通市值(百万元)	82,118.77
总股本(百万股)	2,184.01
流通股本(百万股)	2,184.01
12个月价格区间	37.28/11.49

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	53.1	80.59	103.66
绝对收益	49.92	95.53	113.11

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号：S0910519100001

lihui1@huajinsec.cn

报告联系人

戴等等

daizhengzheng@huajinsec.cn

相关报告



名为“尊界”。2024年10月17日，董事长余承东在2024智能网联汽车大会上表示，华为与江淮汽车合作的“MAEXTRO 尊界”旗下首款车型将在11月15日开幕的2024广州国际车展首发亮相。具体来看，1) 性能方面，尊界首款车型预计将搭载华为ADS 3.0智驾系统的最新版本，能够在复杂的道路环境中精准识别行人、车辆及其他障碍物，实现全速域、全场景下的自动驾驶辅助；2) 定价方面，尊界首款车型定位于业内相对稀缺、售价超过100万元的高性能新能源汽车，具有一定的差异化竞争优势；据易车平台的不完全统计，现阶段国内百万级豪车约80款、大多为燃油车车型，2023年销量排名前五的车型系列分别为奔驰S级、保时捷Cayenne、路虎卫士、保时捷Panamera、奔驰GLS，实现销量依次为2.26万辆、2.22万辆、2.02万辆、1.89万辆、1.80万辆，前五大百万级豪车的年度平均销量约2.04万辆、前十大百万级豪车的年度平均销量约为1.68万辆。3) 上市时间方面，首款合作车型现已进入整车试验验证阶段，计划于2024年年底下线、2025年春季正式上市，具体的可预定时间正待公布。截至目前，华为合作的问界、智界、享界和尊界4个智选车品牌均已落地，其中问界品牌的成功使得华为智选车模式备受青睐；据数据显示，在与华为合作之前，赛力斯月度销量基本在2万辆左右，2022年2月赛力斯与华为的首款车型问界M5上市后，汽车销量逐步走高，2024年9月赛力斯集团的汽车月度销量44574辆、成功实现月度销量翻番，其中问界系列销量35833辆、在赛力斯汽车销量中约占八成；展望未来，江淮汽车是华为合作车企中，首家将车型定位于业内相对稀缺的百万级豪华新能源车车型的企业，有望借助华为在汽车领域的影响力、重塑现有的乘用车业务。

◆ **投资建议：**公司2024年前三季度业绩基本符合预期；展望2024全年，在商用车出口持续景气的大背景下，公司业务发展有望获得有力支撑；长期来看，公司是华为合作车企中、首家将车型定位于业内相对稀缺的百万级豪华新能源车车型的企业，首款车型预计于2025年春季上市，或助力公司重塑现有的乘用车业务、利好业绩的稳健向好。我们预计2024-2026年营业总收入分别为460.79亿元、593.22亿元、731.13亿元，同比增速分别为2.4%、28.7%、23.2%；对应归母净利润分别为7.07亿元、9.50亿元、11.36亿元，同比增速分别为366.9%、34.3%、19.6%；对应EPS分别为0.32元、0.43元、0.52元，对应PE分别为116.1x、86.4x、72.3x（以11月1日收盘价计算）。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

◆ **风险提示：**汽车出口业务受影响、汽车质量风险、汽车智能化发展不及预期、公司与华为终端合作实施内容和进度存在不确定性，新车型销量不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	36,577	45,016	46,079	59,322	73,113
YoY(%)	-9.3	23.1	2.4	28.7	23.2
归母净利润(百万元)	-1,582	152	707	950	1,136
YoY(%)	-891.2	109.6	366.9	34.3	19.6
毛利率(%)	8.6	11.4	11.7	12.3	12.8
EPS(摊薄/元)	-0.72	0.07	0.32	0.43	0.52
ROE(%)	-12.3	-0.5	4.7	5.9	6.6
P/E(倍)	-51.9	542.0	116.1	86.4	72.3
P/B(倍)	6.0	6.2	5.9	5.5	5.1
净利率(%)	-4.7	-0.2	1.5	1.6	1.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

1、商用车：公司商用车涵盖重、中、轻、微型卡车、皮卡、多功能商用车等车型；2024年1-9月我国商用车出口67.9万辆、同比增长23.6%；或受益于商用车出口持续景气，公司商用车业务收入有望稳定向好。我们预计商用车业务2024-2026年对应收入分别为225.69亿元、269.35亿元、294.52亿元，同比增速分别为7.35%、19.35%、9.35%；对应毛利率分别为11.2%、11.7%、12.0%。

2、乘用车：公司乘用车涵盖MPV、SUV、轿车等车型；或受益于乘用车电动化发展趋势、公司乘用车业务有望转好。我们预计乘用车业务2024-2026年对应收入分别为148.02亿元、230.92亿元、335.98亿元，同比增速分别为-7.0%、56.0%、45.5%；对应毛利率分别为10.5%、11.8%、12.8%。

3、客车：根据中国汽车报，2024年上半年我国客车产销分别为24.1万辆、24.4万辆，同比分别增长6.4%和9.3%，呈现出一定的复苏迹象，利好公司客车业务发展稳定向好。我们预计客车业务2024-2026年对应收入分别为23.23亿元、25.56亿元、29.39亿元，同比增速分别为18.36%、10.0%、15.0%；对应毛利率分别为8.7%、8.8%、9.0%。

4、底盘：公司底盘业务预计受整体汽车行业影响较大；根据中汽数研统计，2024年1-9月我国累计汽车销量2157.1万台，同比增长2.4%，呈现出稳定增长的态势，利好公司底盘业务的发展。我们预计底盘业务2024-2026年对应收入分别为1.83亿元、2.42亿元、3.04亿元，同比增速分别为4.03%、32.47%、25.50%；对应毛利率分别为15.50%、15.60%、16.0%。

综上，我们预计2024-2026年营业总收入分别为460.79亿元、593.22亿元、731.13亿元，同比增速分别为2.36%、28.74%、23.25%，对应毛利率分别为11.68%、12.27%、12.79%。

表 1： 收入成本拆分

业务收入（百万 元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	40310.52	36577.36	45016.41	46079.38	59321.89	73113.34
yoy	-6.05%	-9.26%	23.07%	2.36%	28.74%	23.25%
毛利率（%）	8.39	8.63	11.44	11.68	12.27	12.79
1、商用车	23551.88	16114.33	21024.26	22568.60	26934.61	29451.78
yoy	-12.68%	-31.58%	30.47%	7.35%	19.35%	9.35%
毛利率（%）	9.59	8.85	11.90	11.20	11.70	12.00
2、乘用车	8722.61	10107.02	15916.44	14802.29	23091.57	33598.23
yoy	19.39%	15.87%	57.48%	-7.00%	56.00%	45.50%
毛利率（%）	-1.85	2.85	8.70	10.50	11.80	12.80
3、客车	1605.06	1359.80	1963.03	2323.48	2555.82	2939.20
yoy	-47.85%	-15.28%	44.36%	18.36%	10.00%	15.00%
毛利率（%）	5.71	4.47	7.61	8.70	8.80	9.00
4、底盘	97.95	102.85	175.67	182.75	242.09	303.81
yoy	-67.34%	5.00%	70.81%	4.03%	32.47%	25.50%
毛利率（%）	17.30	16.15	13.34	15.50	15.60	16.00

业务收入 (百万元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
5、其他主营业务	1977.52	2321.74	5860.96	6124.70	6418.69	6739.62
yoy	18.41%	17.41%	152.44%	4.50%	4.80%	5.00%
毛利率 (%)	17.61	17.34	17.31	17.30	17.60	17.65
6、其他业务	4355.50	6571.62	76.05	77.57	79.12	80.70
yoy	21.65%	50.88%	-98.84%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率 (%)	18.99	14.64	/	15.00	15.00	15.50

资料来源: Wind、华金证券研究所

二、可比公司估值

公司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的企业；根据主营业务的相似性，选取比亚迪、长城汽车、赛力斯、上汽集团、长安汽车、广汽集团为江淮汽车的可比上市公司。2024-2026年江淮汽车估值分别为 116.1x、86.4x、72.3x，受益于商业车出口业务景气度或将持续、同时公司与华为的合作车型上市在即，业绩有望迎来新一轮增长、支撑公司估值提升。

表 2：可比公司估值

股票代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			对应 PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002594.SZ	比亚迪	8047.25	13.02	16.80	20.51	22.3	17.3	14.2
601633.SH	长城汽车	1895.20	1.50	1.80	2.06	17.4	14.5	12.7
601127.SH	赛力斯	1720.09	3.52	5.66	7.61	32.4	20.1	15.0
600104.SH	上汽集团	1492.06	1.13	1.18	1.31	11.4	10.9	9.8
000625.SZ	长安汽车	1170.01	0.75	0.99	1.17	18.0	13.6	11.5
601238.SH	广汽集团	658.58	0.33	0.38	0.42	23.9	20.8	18.8
	行业平均	2497.20	3.38	4.47	5.51	20.9	16.2	13.7
600418.SH	江淮汽车	813.11	0.32	0.43	0.52	116.1	86.4	72.3

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期、江淮汽车盈利预测来自华金证券研究所; 表中数据截至日期: 2024 年 11 月 1 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	25103	28827	25688	37651	35841	营业收入	36577	45016	46079	59322	73113
现金	12714	15346	12670	19266	17735	营业成本	33420	39866	40696	52042	63763
应收票据及应收账款	3078	2972	3221	4752	5075	营业税金及附加	390	462	473	609	751
预付账款	715	625	747	1020	1157	营业费用	1458	1832	1887	2358	2830
存货	3388	4746	3558	7061	5949	管理费用	1595	1655	1738	1912	2294
其他流动资产	5207	5138	5492	5552	5923	研发费用	1537	1595	1722	1980	2377
非流动资产	21980	17937	16971	18865	20556	财务费用	16	352	-42	-84	-152
长期投资	5206	5417	5657	5885	6102	资产减值损失	-834	-1094	-622	-1305	-1755
固定资产	11768	8241	7791	10084	12138	公允价值变动收益	37	49	40	42	43
无形资产	2641	2320	1575	810	107	投资净收益	75	-152	67	29	11
其他非流动资产	2365	1957	1947	2086	2209	营业利润	-1391	35	821	1108	1326
资产总计	47083	46764	42658	56516	56397	营业外收入	20	25	27	25	26
流动负债	26129	26777	23289	36559	35839	营业外支出	18	14	16	16	15
短期借款	917	50	50	50	50	利润总额	-1390	46	832	1118	1337
应付票据及应付账款	15902	18347	16614	28093	26684	所得税	338	118	125	168	201
其他流动负债	9310	8380	6625	8416	9105	税后利润	-1727	-72	707	950	1136
非流动负债	6887	5494	4215	3852	3317	少数股东损益	-145	-223	0	0	0
长期借款	5559	4325	3046	2683	2148	归属母公司净利润	-1582	152	707	950	1136
其他非流动负债	1328	1169	1169	1169	1169	EBITDA	434	1777	1839	2267	2804
负债合计	33015	32271	27503	40411	39156						
少数股东权益	424	1259	1259	1259	1259	主要财务比率					
股本	2184	2184	2184	2184	2184	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	6923	6340	6340	6340	6340	成长能力					
留存收益	4339	4487	5194	6144	7280	营业收入(%)	-9.3	23.1	2.4	28.7	23.2
归属母公司股东权益	13643	13234	13895	14845	15982	营业利润(%)	-948.5	102.5	2261.6	34.9	19.7
负债和股东权益	47083	46764	42658	56516	56397	归属于母公司净利润(%)	-891.2	109.6	366.9	34.3	19.6
						获利能力					
						毛利率(%)	8.6	11.4	11.7	12.3	12.8
						净利率(%)	-4.7	-0.2	1.5	1.6	1.6
						ROE(%)	-12.3	-0.5	4.7	5.9	6.6
						ROIC(%)	-6.5	0.9	2.4	3.2	3.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	70.1	69.0	64.5	71.5	69.4
						流动比率	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0
						速动比率	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	1.0	1.0	1.2	1.3
						应收账款周转率	13.9	14.9	14.9	14.9	14.9
						应付账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
						估值比率					
						P/E	-51.9	542.0	116.1	86.4	72.3
						P/B	6.0	6.2	5.9	5.5	5.1
						EV/EBITDA	188.7	42.2	40.3	29.6	24.4

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn