

江淮汽车(600418)

报告日期: 2024 年 12 月 31 日

造车底蕴深厚，携手华为进军超高端

——江淮汽车深度报告

投资要点

- **与华为签署《智能新能源车合作协议》，开启智选模式，共创高端品牌尊界。**
 2019 年 12 月，双方签署初步合作协议，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。
 2023 年 12 月，江淮汽车与华为终端有限公司签署《智能新能源车合作协议》，成为华为第四家智选模式的车企。
 2024 年 3 月，环评资料显示江淮将打造年产 20 万辆的超级工厂，开发华为智能技术赋能的 X6 平台，覆盖车型级别为 B 级至 D+ 级，可适配大型轿车、SUV、MPV 等各类车型平台开发。同年 11 月，华为和江淮汽车合作的高端超豪华品牌“尊界”首次亮相。
- **华为第四界尊界定位豪华车型，或有望为江淮汽车打开高端智能化产品周期。**
 尊界 S800 定位豪华 D 级轿车。车长 5.48 米、车宽 2 米、车高 1.54 米、轴距 3.37 米，L3 级自动驾驶硬件设计架构，将搭载华为乾崮 ADS 3.0。预售价为 100 万至 150 万元。48 小时内预订量达 2108 台。
 尊界 S800 基于 X6 平台打造，X6 平台可适配大型轿车、SUV、MPV 等多种车型，未来有望为江淮汽车打开高端智能化产品周期，实现销量快速增长。
- **代工蔚来积累高端造车实力，为华为合作高端车型打下坚实基础。**
 公司 2017 年与蔚来合作，联合打造世界级智造工厂，成立“江来”，采用“互联网+智造”模式，拥有国内自主品牌首条高端全铝车身生产线，焊装整体自动化率高达 97.5%，已达到世界一流水平。
- **乘用车+商用车双轮驱动，江淮汽车产品矩阵丰富。**
乘用车：瑞风 RF8 为全球首款搭载华为鸿蒙智能座舱的 MPV，公司 MPV 造车实力雄厚。
商用车：江淮商用车包括货车、客车、专用车等不同类型的车辆，满足各类用户的多样化需求。其轻卡产品销量长期位居全国前列，2024 年 1-9 月江淮汽车轻卡排名全国前五。
- **盈利预测与估值**
 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 444.03/626.28/680.45 亿元，YOY 为 -1.2%/41.0%/8.7%；预计 2024-2026 年归母净利润分别为 7.1/13.4/17.2 亿元，YOY 为 371.3%/87.7%/28.6%，EPS 为 0.33/0.61/0.79 元/股，对应 PE 为 119.11/63.46/49.34 倍。给予“买入”评级。
- **风险提示**
 新能源汽车渗透不及预期；智能驾驶发展不及预期；尊界销量不及预期

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	45016.41	44403.40	62628.28	68045.16
(+/-) (%)	23.07%	-1.19%	41.04%	8.65%
归母净利润	151.51	714.03	1340.09	1723.81
(+/-) (%)	-	371.28%	87.68%	28.63%
每股收益(元)	0.07	0.33	0.61	0.79
P/E	561.32	119.11	63.46	49.34
ROE	1.06%	4.82%	10.24%	12.99%

资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁
 执业证书号: S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 刘巍
 执业证书号: S1230524040001
 liuwei03@stocke.com.cn

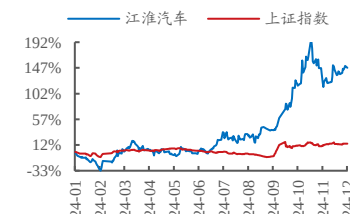
分析师: 张盈
 执业证书号: S1230524080013
 zhangying03@stocke.com.cn

研究助理: 白浪
 bailang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 38.94
总市值(百万元)	85,045.34
总股本(百万股)	2,184.01

股票走势图



相关报告

- 《被低估的智能电车制造平台——江淮汽车点评报告》 2023.01.17
- 《江淮汽车: 探索汽车工业新模式》 2023.01.11
- 《江淮汽车: 电动车有望重构估值体系》 2016.06.07

正文目录

1 历经六十年造车积淀，携手华为进军超高端	4
1.1 江淮汽车：集商用车/乘用车/动力总成研产销服于一体	4
1.2 安徽省国资委为实控人，国资+外资双重背景	5
1.3 2024 年前三季度净利率由负转正，盈利能力稳中向好	6
1.4 公司整体销量稳中向好，具备高端车制造能力	8
2 代工蔚来积累高端车实力，华为智选开启豪华车产品周期	8
2.1 与华为长期合作，携手推出“尊界”高端轿车	8
2.1.1 华为三种造车模式分别对应 Tier 1、Tier 0.5、智选车	8
2.1.2 围绕智能驾驶、智能座舱、整车电气设计形成核心技术优势	9
2.1.3 携手华为，打造“尊界”高端车型	10
2.1.4 尊界：潜心打磨高端品质，华为携手破局	10
2.2 代工蔚来，新能源车产能实力雄厚	12
2.3 大众安徽：强强联手，合作车型顺利上市	13
3 乘用车+商用车双轮驱动，江淮汽车产品矩阵丰富	14
3.1 乘用车：MPV 技术领先，尊界进军 D 级豪华轿车市场	14
3.1.1 思皓品牌：乘用车销量主力军	15
3.1.2 瑞风：瑞风 RF8 集合华为智能，开辟新能源 MPV 新周期	16
3.2 商用车：多年深耕领域，出口助推销量提升	17
4 盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测	18
4.2 估值与投资建议	20
5 风险提示	21

图表目录

图 1: 乘用+商用双轮驱动, 华为智能化赋能再出发.....	5
图 2: 江淮汽车的实际控制人为安徽省国资委(截至 2024H1)	5
图 3: 营业收入周期波动.....	6
图 4: 归母净利转亏为盈.....	6
图 5: 公司盈利能力稳中向好, 净利率由负转正.....	7
图 6: 研发支出提升显著, 公司持续提升自研能力	7
图 7: 期间费用率保持相对稳定.....	7
图 8: 整体销量稳中向好.....	8
图 9: 与华为 2019 年开启合作, 共创高端品牌尊界	10
图 10: 尊界 S800 外观.....	11
图 11: BBA 豪华车型销量情况.....	12
图 12: 江淮与蔚来自 2017 年开始合作.....	13
图 13: 蔚来分车型产量.....	13
图 14: 江淮汽车产品矩阵汇总.....	14
图 15: 江淮乘用车销量情况(辆)	15
图 16: 思皓分车型销量.....	16
图 17: 瑞风产品销量情况.....	17
图 18: 江淮商用车产品布局.....	17
图 19: 江淮商用车分车型销售数据.....	18
表 1: 公司核心管理团队人数精简, 团队人员多为公司自主培养	6
表 2: 华为三种造车模式.....	8
表 3: 尊界产品情况.....	11
表 4: 2024 年 1-9 月轻卡销量排名	18
表 5: 江淮汽车销量预测(辆)	19
表 6: 公司收入预测(万元)	19
表 7: 可比公司估值情况.....	20
表附录: 三大报表预测值.....	22

1 历经六十年造车积淀，携手华为进军超高端

1.1 江淮汽车：集商用车/乘用车/动力总成研产销服于一体

江淮汽车前身为 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。2007 年以来，江淮汽车坚持迭代研发，积累了领先的三电核心科技。

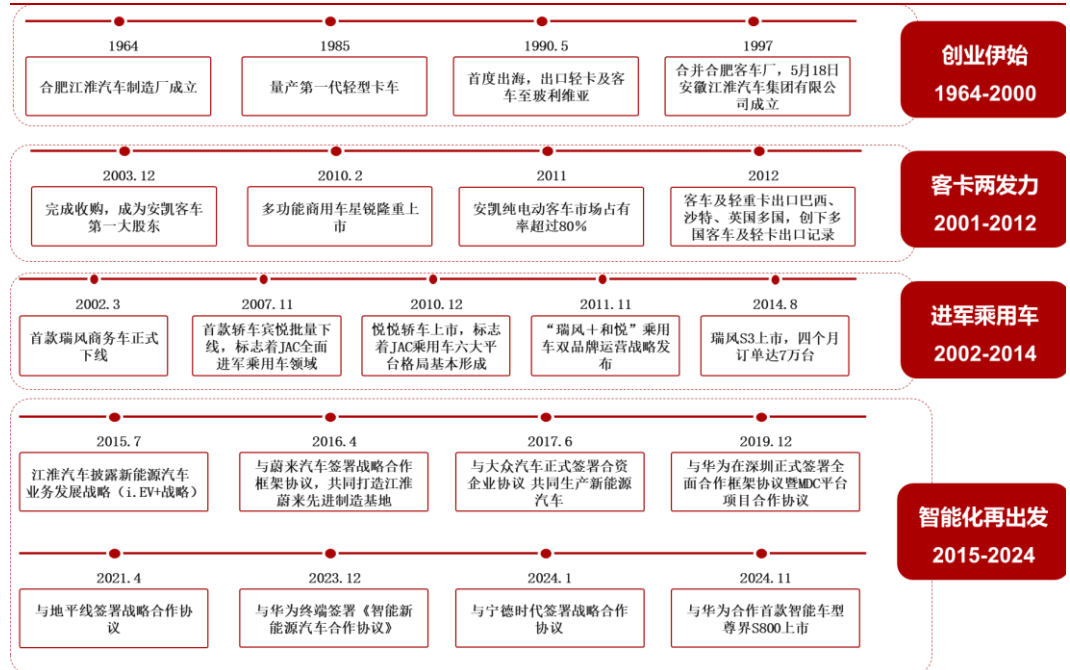
创业阶段（1964-2000 年）：1964 年公司前身合肥江淮汽车制造厂设立；1985 年，公司量产第一代轻型卡车：江淮 HF144A 型 2.5 吨双排座客货两用车。1990 年起首度出海，出口轻卡及客车至玻利维亚；1997 年合并合肥客车厂，安徽江淮汽车集团有限公司正式成立。

商用车发展阶段（2001 年-2012 年）：2003 年 12 月，江淮汽车收购安凯集团持有的安凯客车 28.12% 的股权，成为安凯客车第一大股东；2010 年，多功能商用车星锐隆重上市；2011 年，安凯纯电动客车市场占有率超过 80%；2012 年，客车及轻卡出口比利时、巴西、英国、沙特多国，创下客车出口沙特最大单及轻卡出口巴西最大单记录。

进军乘用车阶段（2002 年-2014 年）：2002 年，瑞风商务车正式下线；2008 年，首款轿车宾悦批量下线，标志着 JAC 全面进军乘用车领域；2011 年，悦悦轿车上市，标志着 JAC 乘用车六大平台格局基本形成；2012 年，江淮汽车“瑞风 + 和悦”乘用车双品牌运营战略发布；2014 年，瑞风 S3 上市，四个月订单达 7 万台。

智能化创新阶段（2015 年-至今）：2015 年 7 月，江淮汽车披露新能源汽车业务发展战略（i.EV+战略）；2016 年 4 月，正式与蔚来汽车签署战略合作框架协议，共同打造江淮蔚来先进制造基地；2017 年 6 月，江淮汽车与大众汽车正式签署合资企业协议，共同生产新能源汽车。2019 年 12 月，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，以全新合作推动智能汽车领域的快速发展。2022 年，与中科创达、中科星驰、京东方等多家企业签署战略合作协议，探索高端驾驶新生态。**2023 年 4 月，江淮汽车与华为终端签署《智能新能源汽车合作协议》。**2024 年 1 月，江汽集团与宁德时代签署战略合作协议。2024 年 11 月，与华为合作首款智能汽车尊界 S800 正式发布并开启预售。

图1: 乘用车+商用双轮驱动, 华为智能化赋能再出发

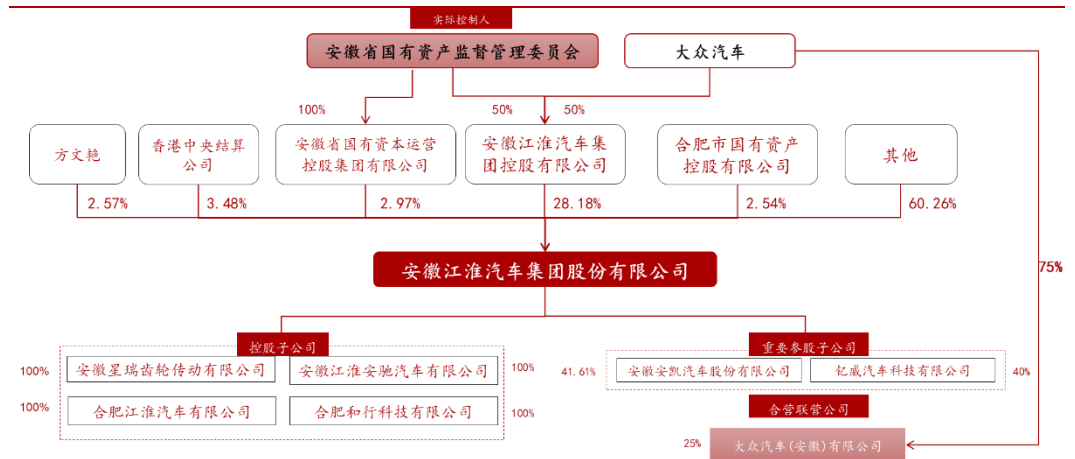


资料来源: 公司官网、公司年报、安徽冶金工业协会、浙商证券研究所整理

1.2 安徽省国资委为实控人, 国资+外资双重背景

1) 股权结构: 江淮汽车的第一大控股股东为江汽控股, 持股比例达 28.2%。江汽控股由安徽省国资委与大众汽车共同持股, 二者在江汽控股中的股权占比均为 50%。江淮汽车的实际控制人为安徽省国资委。

图2: 江淮汽车的实际控制人为安徽省国资委 (截至 2024H1)



资料来源: Wind、公司公告、企查查、浙商证券研究所

2) 管理团队: 公司核心管理团队人数精简, 团队人员多为公司自主培养, 管理经验丰富。董事长项兴初 1994 年 7 月参加工作并加入江淮汽车, 至今已有多年的行业积累。从基层岗位逐步晋升, 对汽车生产、管理、销售等各环节有着深入了解和丰富实践经验, 能够准确把握行业发展趋势和企业战略方向。总经理李明毕业于合肥工业大学, 博士研究生学历, 正高级工程师, 具备深厚的专业技术知识。在其任职期间, 江淮汽车不断强化自主研发, 积极推进智能化、电动化转型。公司管理团队人员多为公司自主培养, 具有多年汽车行业和管理背景。

表1: 公司核心管理团队人数精简, 团队人员多为公司自主培养

姓名	职务	介绍
项兴初	董事长	项兴初,男,1970年8月生,安徽工商管理学院工商管理硕士。现任安徽江淮汽车集团控股有限公司党委书记、董事长、总经理,安徽江淮汽车集团股份有限公司党委书记、董事长、技术中心主任。
李明	总经理	李明,男,1977年7月生,博士研究生学历,正高级工程师。现任安徽江淮汽车集团股份有限公司党委副书记、董事、总经理
马翠兵	副总经理	马翠兵:男,1971年10月生,中共党员,工商管理硕士。现任安徽江淮汽车集团控股有限公司党委委员、董事,安徽江淮汽车集团股份有限公司副总经理。
王德龙	副总经理	王德龙,男,1971年12月生,中共党员,本科学历,经济师。现任安徽江淮汽车集团股份有限公司党委委员、副总经理、首席合规官
尹兴科	副总经理	尹兴科,男,1974年11月生,中共党员,安徽工商管理学院工商管理硕士同等学力教育,工程师。现任安徽江淮汽车集团股份有限公司党委委员、副总经理。
罗浩	副总经理	罗浩,男,1973年1月生,中共党员,安徽工商管理学院工商管理硕士同等学力教育,高级工程师。现任安徽江淮汽车集团股份有限公司党委委员、副总经理、培训中心副主任。
张鹏	副总经理	张鹏,男,1970年11月生,中共党员,硕士研究生学历,国际商务师。现任安徽江淮汽车集团股份有限公司党委委员、副总经理
宋华	副总经理	宋华,男,1977年10月生,中共党员,本科学历,工程师。现任安徽江淮汽车集团股份有限公司党委委员、副总经理、质量安全总监。
冯梁森	董事会秘书	冯梁森,男,1980年11月生,本科学历,2002年毕业于中南财经政法大学金融专业。2006年任安徽江淮汽车集团股份有限公司证券事务代表,2012年任安徽江淮汽车集团股份有限公司董事会秘书。现任安徽江淮汽车集团股份有限公司董事会秘书、证券部部长、皮卡公司总经理。
张立春	财务负责人	张立春,男,1975年10月生,中共党员,本科学历,高级会计师。现任安徽江淮汽车集团股份有限公司财务负责人、财务部部长。

资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

1.3 2024 年前三季度净利率由负转正, 盈利能力稳中向好

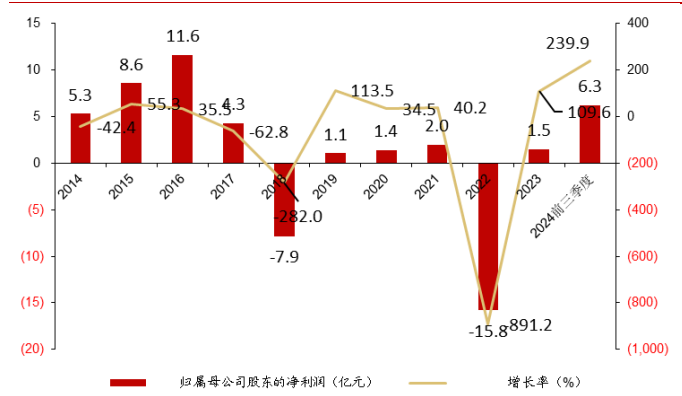
营业收入周期波动, 净利转亏为盈。2023 年公司营业总收入 450.2 亿元, 同比增长 23.1%; 归母净利润 1.5 亿元, 2022 年为 -15.8 亿元, 同比大幅提升; 2024 年 Q1-Q3 公司合计营业收入 322.7 亿元, 同比下降 5.0%; 归母净利润 6.3 亿元, 同比增长 239.9%。2024 年 Q3 营业收入 109.3 亿元, 同比下降 5.5%; 环比 Q2 增长 8.7%, 呈现出一定复苏态势; Q3 归属上市公司股东的净利润为 3.24 亿元, 同比增长 1028.4%, 主要得益于资产处置收益的大幅增加, Q3 资产处置收益为 5.6 亿元, 同比增加 5.5 亿元。

图3: 营业收入周期波动



资料来源: Wind、浙商证券研究所

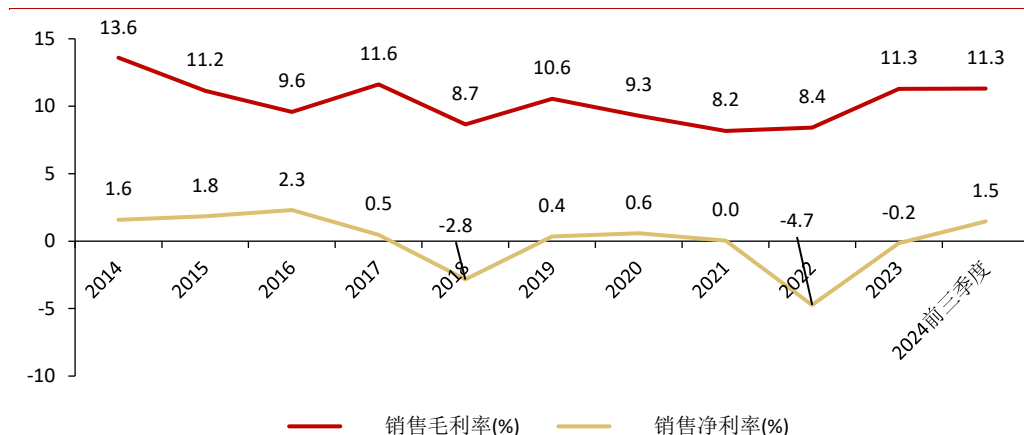
图4: 归母净利转亏为盈



资料来源: Wind、浙商证券研究所

公司盈利能力稳中向好, 净利率由负转正。2023 年公司毛利率为 11.3%, 同比增加 2.9%; 公司净利率为 -0.2%, 同比增加 4.5%。2024 年前三季度公司毛利率 11.3%, 净利率为 1.5%, 由亏转盈。

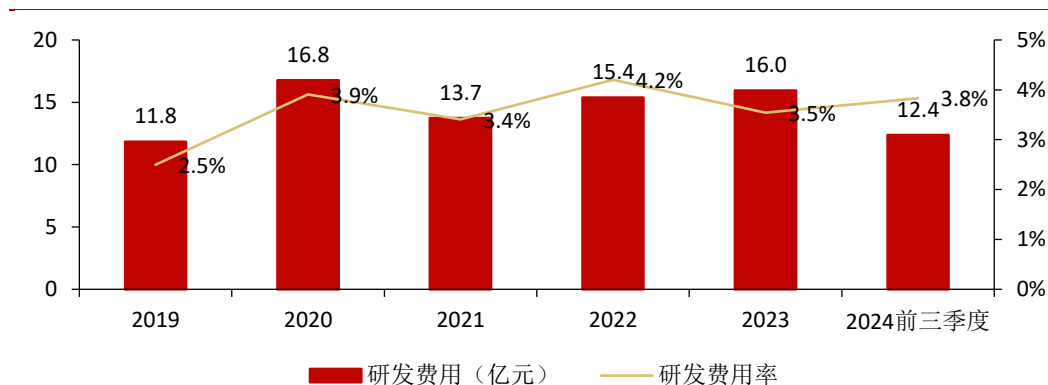
图5: 公司盈利能力稳中向好, 净利率由负转正



资料来源: Wind、浙商证券研究所

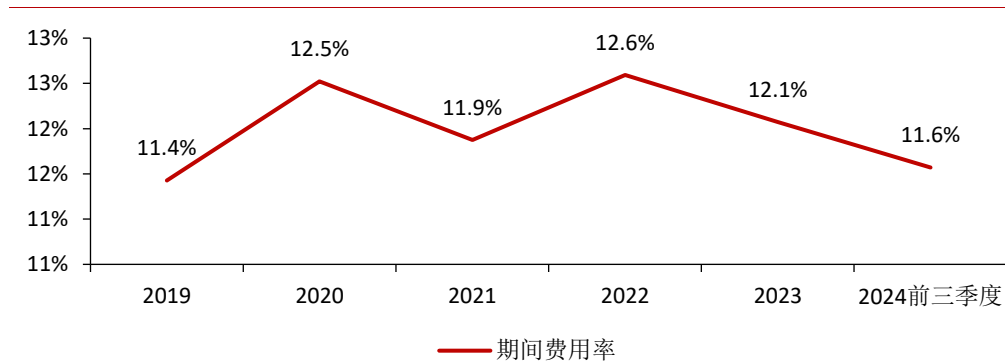
研发支出提升显著, 公司持续提升自研能力。研发费用 2021 至 2023 年逐年提升, 21/22/23 年研发费用 13.7 亿元/15.4 亿元/16.0 亿元。公司持续投入研发, 提升自主研发能力。公司 2023 年期间费用 54.3 亿元, 期间费用率 12.1%, 同比下降 0.5 个百分点。整体来看, 期间费用率保持相对稳定。

图6: 研发支出提升显著, 公司持续提升自研能力



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图7: 期间费用率保持相对稳定

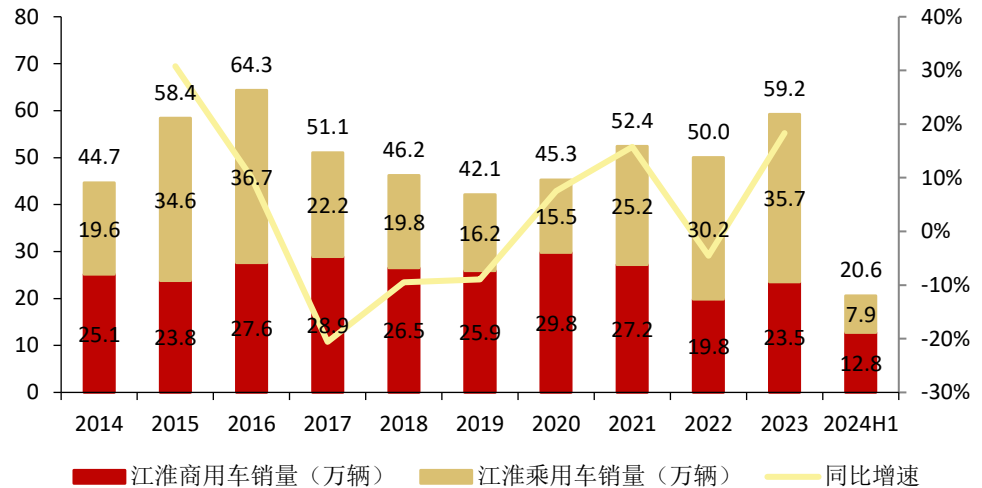


资料来源: Wind、浙商证券研究所

1.4 公司整体销量稳中向好，具备高端车制造能力

2014-16 年，公司依托 MPV 市场的出色表现实现了乘用车销量的逆势上涨，展现出其在细分市场的产品竞争力；16-20 年，受市场竞争激烈、新能源补贴退坡、原材料价格上涨等因素叠加，公司乘用车销量逐渐下滑，尤其燃油车 SUV 销量不断下降；此阶段受国四换代等政策影响，商用车销量提升，尤其轻卡的销量提升支持公司业绩底盘；20-23 年，虽受物流行业需求不振的影响，公司商用车销量下滑较多；但此阶段公司乘用车销量增长迅速，我们认为或系蔚来代产车辆增长迅速所致。

图8：整体销量稳中向好



资料来源：Wind、浙商证券研究所

2 代工蔚来积累高端车实力，华为智选开启豪华车产品周期

2.1 与华为长期合作，携手推出“尊界”高端轿车

2.1.1 华为三种造车模式分别对应 Tier 1、Tier 0.5、智选车

1) 零部件供应模式——Tier1。华为向厂商提供标准化的零部件，如电机、模组、激光雷达等，参与度较低。

2) 解决方案集成 HI 模式——Tier0.5。聚焦帮助车企造好车，合作方式为华为提供 HI 智能汽车全栈解决方案（SoC+OS），包括计算与通讯架构。该模式下，华为与车企联合开发，合作关系大大加深，从研发再到软硬件上车需要华为深度参与。

3) 智选车模式。华为不仅参与产品造型设计、内饰设计，提供智能化解决方案，同时还负责车型营销和终端销售。该模式下华为在渠道和品牌上深度加持，参与程度最深，开始占据主导地位。

表2：华为三种造车模式

模式	推出时间	合作模式	合作车企	开始合作时间	首款车型发布时间
智选模式	2021 年 4 月		江淮	2022 年	2025E

		深度参与产品定义和整车设计，产品进入到华为渠道销售	赛力斯	2019 年 1 月	SF5, 2021 年 4 月
			奇瑞	2022 年	2023
			北汽蓝谷	2023 年	2024 年 6 月
Huawei Inside 模式	2020 年 10 月	和车企联合开发，提供自动驾驶软硬件、智能汽车全栈解决方案	北汽蓝谷	2019 年 1 月	极狐 HI 版，2021 年 5 月
			长安	2020 年 11 月	阿维塔，2022 年 8 月
			广汽传祺	2024 年 4 月	2025E
零部件 Tier 1 模式	2013 年	类似于传统零部件供应商，提供标准化产品	比亚迪、吉利、长城、一汽、奔驰、宝马等		

资料来源：IT 之家，乘联会，广汽集团官网，浙商证券研究所

其中，智选车模式包括四“界”，分别为问界、智界、享界和尊界，又称为鸿蒙智行生态。四“界”合作车企分别为赛力斯、奇瑞、北汽蓝谷和江淮。

2.1.2 围绕智能驾驶、智能座舱、整车电气设计形成核心技术优势

目前，华为汽车板块已围绕智能驾驶、智能座舱、整车电气设计形成核心技术优势。

ADS 智能驾驶系统：由华为为中国道路和交通环境设计、以用户驾乘体验为目标的全栈自动驾驶系统，目前升级至 3.0 版本。3.0 版本全新架构的识别感知能力在 ADS 2.0 的 BEV 网络 + GOD 网络的架构基础上，升级为 GOD 大网，通过云端和实车训练，智驾系统具备场景理解能力，做出的驾驶决策更接近人类司机，实现有路就能开的体验；其算力方面达到 5E FLOPS，训练数据量已达日行 3500 万公里，模型更新速度达到 5 天一迭代。乾崮 ADS3.0 的全新架构采用 PDP 网络，实现了预决策和规划一张网。这使得决策和规划更加类人化，行驶轨迹更接近人类驾驶，通行效率更高。复杂路口通过率超过 96%。

鸿蒙 OS 智能座舱：基于鸿蒙 OS 系统开发，利用分布式技术实现车机与手机、平板、手表等智能设备互联互通，用户的数据和应用可以在不同设备之间自由流转，如导航、音乐、视频等应用能够在手机和车机之间无缝切换。

整车电气系统：华为推出“计算 + 通信”CCA 架构，该架构倾向于博世提出的电子电气架构演进路径中的区域控制阶段，其通过以太环网 + 区域控制器构建车内通信架构。智能座舱域控制器 CDC 主要负责信息娱乐功能，如车机系统的显示、音频视频播放、导航等应用的运行和交互。智能驾驶域控制器 MDC 承担自动驾驶相关功能，像环境感知数据的处理、驾驶决策的制定以及对车辆行驶状态的控制等，以实现自动泊车、自适应巡航、车道保持等智能驾驶功能。整车控制 VDC 负责整车及底盘域的控制，包括车辆的动力系统控制、底盘调校、车身稳定控制等，确保车辆的基本行驶性能和安全性。多个 VIU（Vehicle Integration Unit，整车集成单元）之间通过高速以太网的环形网络连接，这种网络架构可确保整车网络的高效率和高可靠性，实现数据的快速传输、I/O 口隔离等功能，满足车内大量数据交互的需求。华为 DriveONE 将电力电子技术与数字化技术融合，打造“融合极简、安全可靠、卓越体验、AI 云智”的纯电动力域解决方案；SOC15 分钟 30%-

80%，SOH 检测误差小于 $\pm 3\%$ ，能耗更少，续航能力更强，零百公里加速 3.5s，整车续航里程提升 8.5%；整体协同设计，为用户提供低噪音（NVH78dB）优质体验。

2.1.3 携手华为，打造“尊界”高端车型

2019 年 12 月 9 日，安徽江淮汽车集团股份有限公司与华为技术有限公司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入合作，以全新合作推动智能汽车领域的快速发展。此次合作利用江淮汽车在汽车行业的优势，华为在 5G、AI、云等核心技术和产品方面的优势，双方将在智能驾驶、智能座舱、智能电动、智能网联和云服务等方面进行深度合作，携手加快相关产品与方案的研发和商业化进程，全面提升江淮汽车的智能化水平，共同推动智慧交通的落地与发展。

公司在 HMS、智能驾驶传感器、MDC、智能座舱等方面与华为持续展开合作，并有一部分量产车型已采用了华为的技术，例如思皓 QX、思皓曜搭载华为生态车机系统；思皓 E50X 采用华为电机系统；思皓 E50A Pro 搭载华为智能驾驶系统。

2023 年 12 月 1 日，江淮汽车发布“关于与华为终端有限公司签署《智能新能源汽车合作协议》的公告”称，将与华为终端强强联合，着力打造豪华智能网联电动汽车，江淮总体负责开发、制造，华为负责销售渠道。本次合作归属华为合作智选模式，双方从产品设计、内饰设计，智能化解决方案、动力设计等多角度深入合作，华为还将参与该合作车型的后续销售工作。

2024 年 11 月 26 日，双方共同打造的尊界 S800 首次公开亮相。该车型定位 D 级轿车，预售价 100-150 万元，车长 5480mm，宽 2000mm，高 1536mm，轴距 3370mm，底盘搭载途灵 II 龙行平台，智驾采用 L3 智能驾驶架构设计。自 11 月 26 日开启预售以来，48 小时内预订量达 2108 台。

图9：与华为 2019 年开启合作，共创高端品牌尊界



资料来源：央广网，易车，36 氪，汽车之家，公司公告，浙商证券研究所

2.1.4 尊界：潜心打磨高端品质，华为携手破局

华为第四界尊界定位超高端，首款车型尊界 S800 11 月首次亮相。2024 年 11 月 26 日，江淮汽车与华为合作研发的高端新能源 D 级轿车尊界 S800 首度公开，预售价 100-150 万。该车型车长 5480mm，宽 2000mm，高 1536mm，轴距 3370mm；内饰采用星空顶+三联屏显示屏，配备全感知系统，顶配服务功能；底盘采用首发第二代途灵平台——途灵龙行平台，历经五年打磨，做到智能驾驶、智能座舱和智能域控的“三智”融合，智能驾驶按照 L3 智能驾驶架构设计。

表3: 尊界产品情况

	产品情况	说明
产品名称	尊界	2024 年 11 月 26 日晚, 尊界 S800 在华为发布会上首次公开。尊界 S800 车长 5.48 米、车宽 2 米、车高 1.54 米、轴距 3.37 米, L3 级自动驾驶硬件设计架构。预售价为 100 万至 150 万元, 意向客户需支付 2 万元意向金。
产品节奏	明年上半年上市	据鸿蒙智行官方宣布, 自 11 月 26 日开启预售以来, 48 小时内预订量达 2108 台。S800 预计 25 年上半年上市。
产量规划	年产能 3.5 万辆	2024 年 3 月, 安徽省生态环境厅公示了《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》, 信息显示将开发江淮汽车全新的新能源专属 DE 平台、华为智能技术赋能的 X6 平台。其中 X6 年产能 3.5 万辆。

资料来源: 晚点 Auto, 江淮汽车公告, 乘联会, 浙商证券研究所

图10: 尊界 S800 外观



资料来源: 华为发布会、太平洋汽车、浙商证券研究所

尊界 S800 对标目前 BBA 高端轿车市场, 主要瞄准豪华车市。2007 年中国豪华车市的大专及以上学历占比突破 40%, 2014 年突破 50%, 2023 年突破 90%, 研究生近 25%。期间高学历用户集中的互联网、IT 行业, 快速超越制造业、房地产等传统行业, 成为中国豪华车市用户来源最多的行业, 2023 年占比超过 18%。我们认为在品牌识别方面, 该类用户相对于传统品牌, 对造车新势力的认可度也在提升, 2023 年奥迪 A8L+宝马 7 系+奔驰 S 级国内总销量为 4.76 万辆, 我们预计若尊界 S800 市场反馈良好, 或有望替代 BBA 百万级高端车型。

图11: BBA豪华车型销量情况



资料来源: MarkLines, 懂车帝, 浙商证券研究所

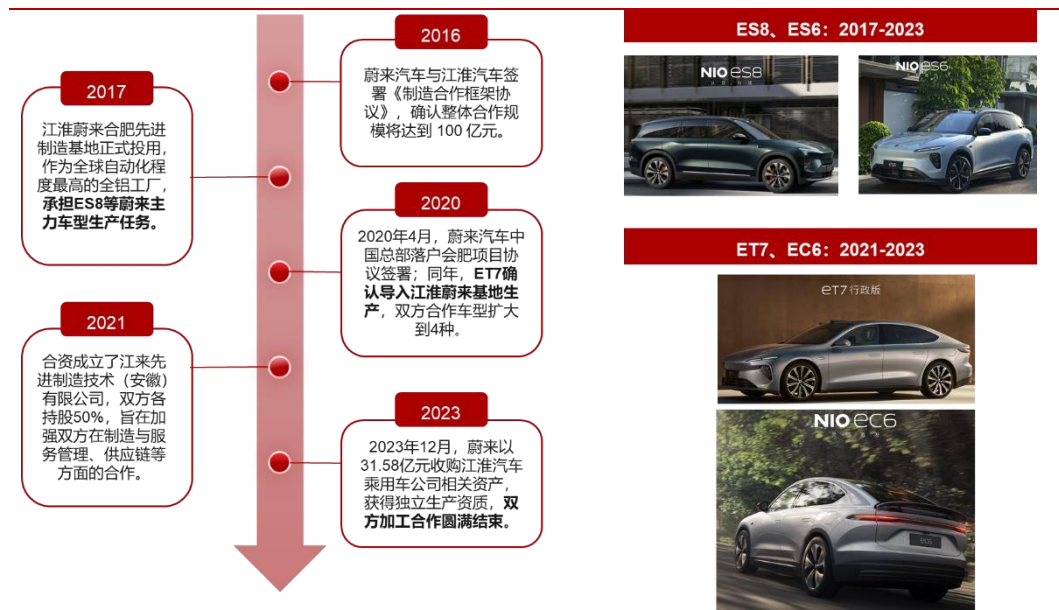
2.2 代工蔚来, 新能源车产能实力雄厚

江淮与蔚来自 2016 年 4 月签署《制造合作框架协议》开启合作, 确认一期产能 5 万台的代工计划; 2017 年下半年江淮蔚来合肥先进制造基地正式投用, 2018 年 5 月, 蔚来第一款量产车 ES8 正式下线。2021 年 3 月双方签署合资意向书成立江来先进制造技术(安徽)有限公司, 注册资本 5 亿元, 江淮汽车认缴 51%, 蔚来汽车认缴 49%, 用以深化双方在先进制造技术服务领域的深度合作。2022 年 12 月, 江淮蔚来先进制造基地第 30 万台汽车下线。

ES8 生产于公司与蔚来汽车全新打造的、全球自动化程度最高的全铝工厂, 搭载前后双电机, 最大输出功率 480 千瓦(650 马力), 其搭载的 70 千瓦时液冷恒温电池组, 采用全球领先、能量密度最高的 VDA 车规级方形电芯。该工厂采用“互联网+智造”模式, 拥有国内自主品牌首条高端全铝车身生产线, 配备大量智能化设备, 焊装整体自动化率更是高达 97.5%, 达到世界一流水平。

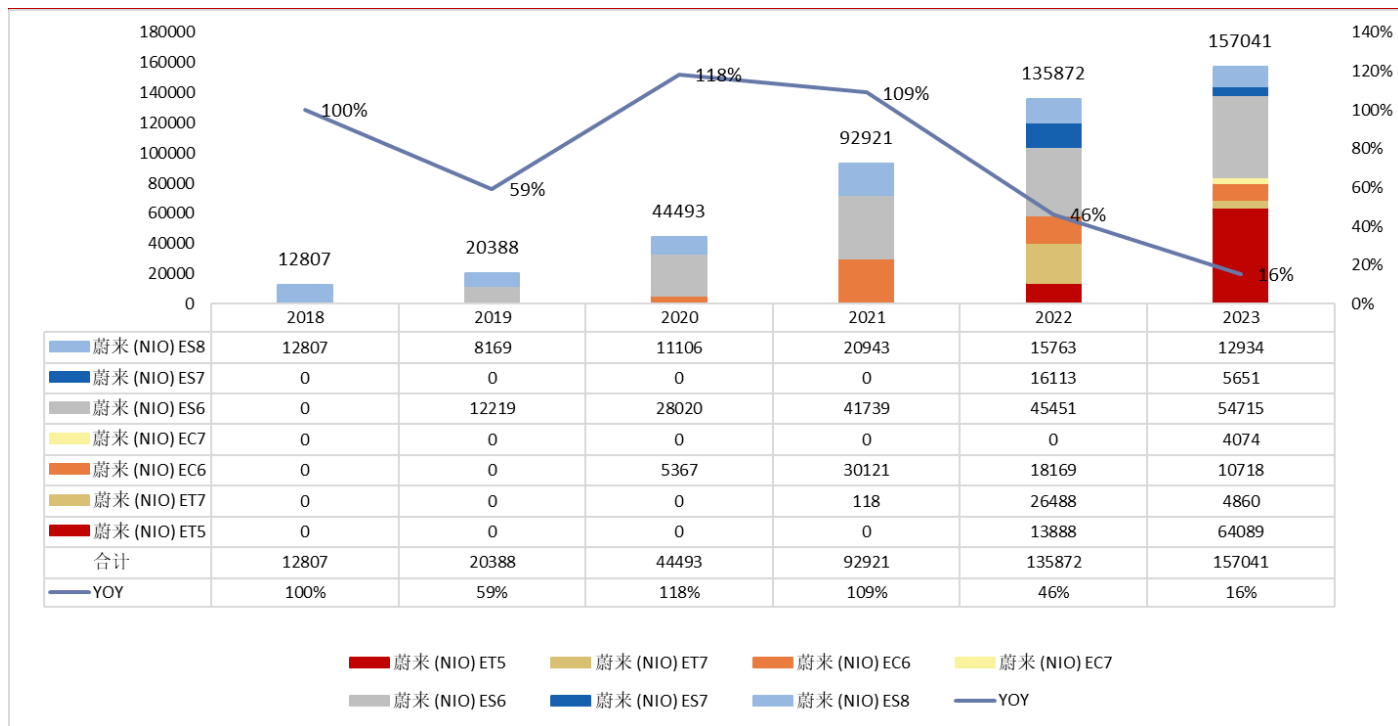
2023 年 12 月, 蔚来以 31.58 亿元收购江淮汽车乘用车公司相关资产, 获得独立生产资质, 双方加工合作圆满结束。

图12: 江淮与蔚来自 2017 年开始合作



资料来源: Wind, 蔚来官网, 公司公告, 中国网, 江淮汽车官网, 浙商证券研究所

图13: 蔚来分车型产量



资料来源: Marklines、浙商证券研究所

2.3 大众安徽：强强联手，合作车型顺利上市

大众（安徽）由大众汽车集团与江淮汽车合资组建，是大众汽车集团在中国第一家专注于新能源汽车的合资企业。大众安徽研发中心涵盖研发、质保、预生产和测试等多个部门，基于 MEB 平台研发、制造纯电动汽车及电动汽车电池等新能源汽车相关核心部件，并应用 MEB 平台缩短新电动车型的研发和上市周期。其生产是大众汽车集团在中国第三家 MEB 工厂，主要基于集团 MEB 模块化电驱动平台打造纯电动汽车，除 MEB 工厂外，还新建了电池系统工厂和零部件供应园区。大众集团承诺授予大众安徽 4-5 个纯电动汽车

品牌产品，目标是在 2025 年生产 20-25 万辆，在 2029 年生产 35-40 万辆，预计届时总收入分别达到 300 亿元、500 亿元人民币。

2024 年 7 月 17 日晚，大众首款智能电动轿跑 SUV——ID. 与众在安徽合肥正式宣布上市，定位为轿跑 SUV，售价区间为 20.99-24.99 万元。车身尺寸 4663×1860×1610mm，轴距 2766mm。

3 乘用车+商用车双轮驱动，江淮汽车产品矩阵丰富

3.1 乘用车：MPV 技术领先，尊界进军 D 级豪华轿车市场

公司乘用车产品包括江淮汽车、瑞风、思皓、钇为四个系列，主要布局 5-20 万价格带。

图14：江淮汽车产品矩阵汇总



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

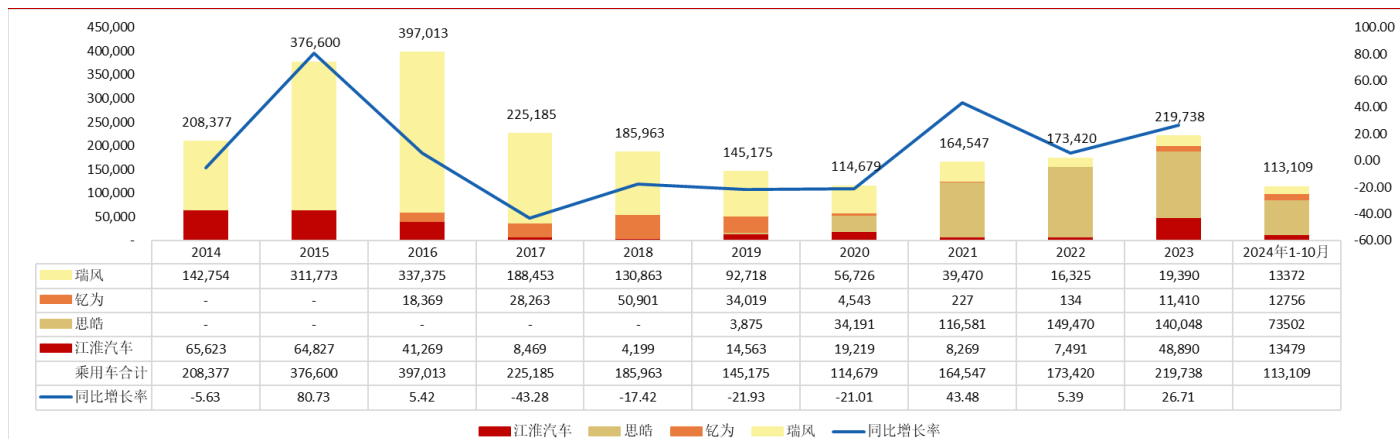
公司乘用车销量发展历经三个阶段：

2014-2016 年：江淮汽车 14-16 年乘用车处于起步阶段。此阶段由瑞风 MPV 领衔发展，三年间销量增长 90%；瑞风旗下产品包含轿车、SUV 以及 MPV，SUV 车型在 2015-2016 年间贡献主要销量，瑞风 S3 在 2015/2016 年销量为 19.68/17.04 万辆，处于当期 SUV 车型销量前列。自 2017 年起随着行业竞争加剧，瑞风 SUV 系列销量迅速下滑。

2017-2020 年：受购置税优惠政策的退出导致国内乘用车销量出现下降，江淮汽车自主品牌瑞风系列销量大幅下降。公司加速转型及调整，一方面整合销售车型，另一方面探索新能源发展道路。公司于 2018 起与大众合作推出自主品牌思皓，精简原燃油轿车及 SUV 车型并推出新车型，思皓首款产品思皓 E20X 于 2018 年 5 月下线。

2020-2023 年：自主品牌思皓领衔发力，乘用车销量逐渐复苏。2020 年起，公司推动新能源技术发展及与外部合作，旗下思皓、iEV 车型销量逐渐提升；2023 年公司全新推出新能源品牌“钇为”合并原 iEV 电动板块，9 月 22 日，钇为 3 冠军版在江淮钇为智慧工厂正式上市。

图15: 江淮乘用车销量情况(辆)

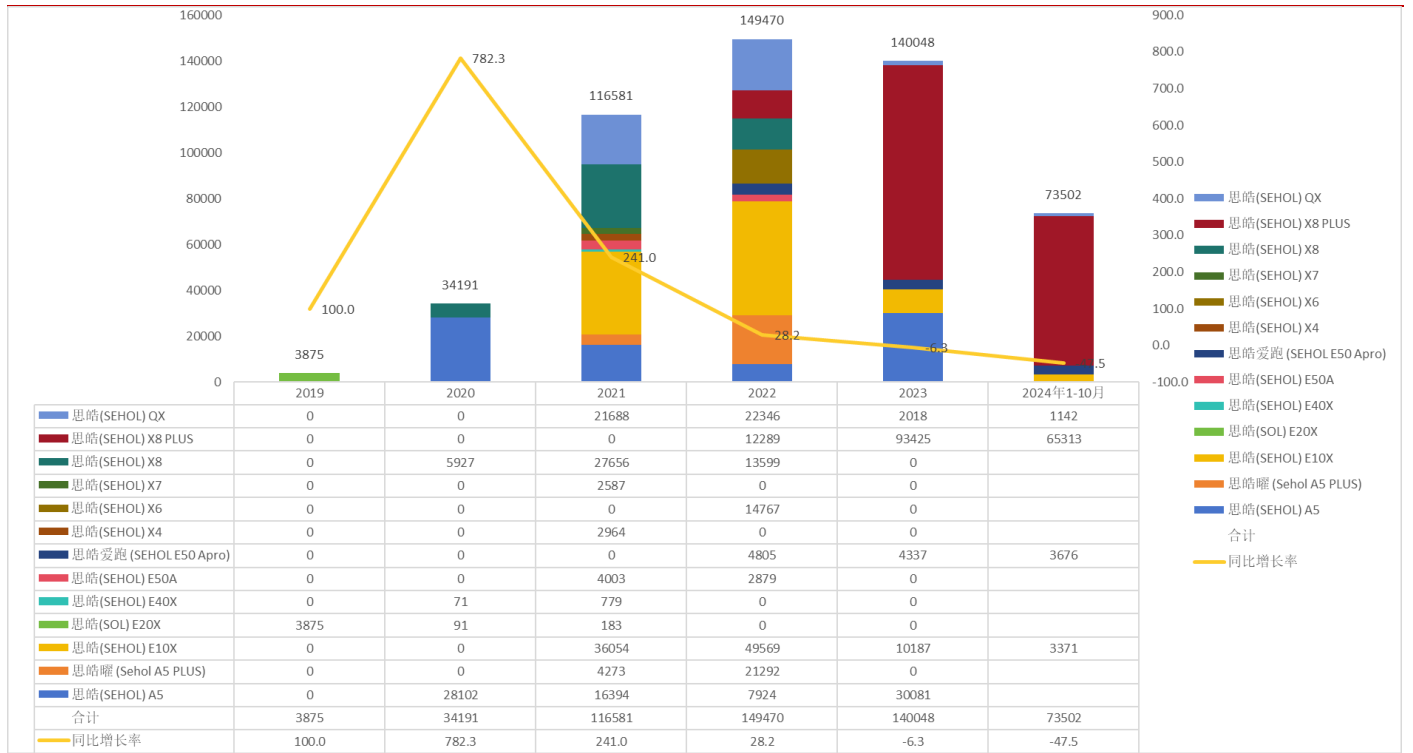


资料来源: Marklines, 浙商证券研究所

3.1.1 思皓品牌: 乘用车销量主力军

思皓 X8 PLUS 为目前思皓品牌销量最佳车型, 售价在 9.68 万元-13.68 万元; 上市三年累计销量超 17 万台。2018 年公司与大众汽车合作推出思皓品牌, 该品牌截止目前共推出 11 款车型。

图16: 思皓分车型销量



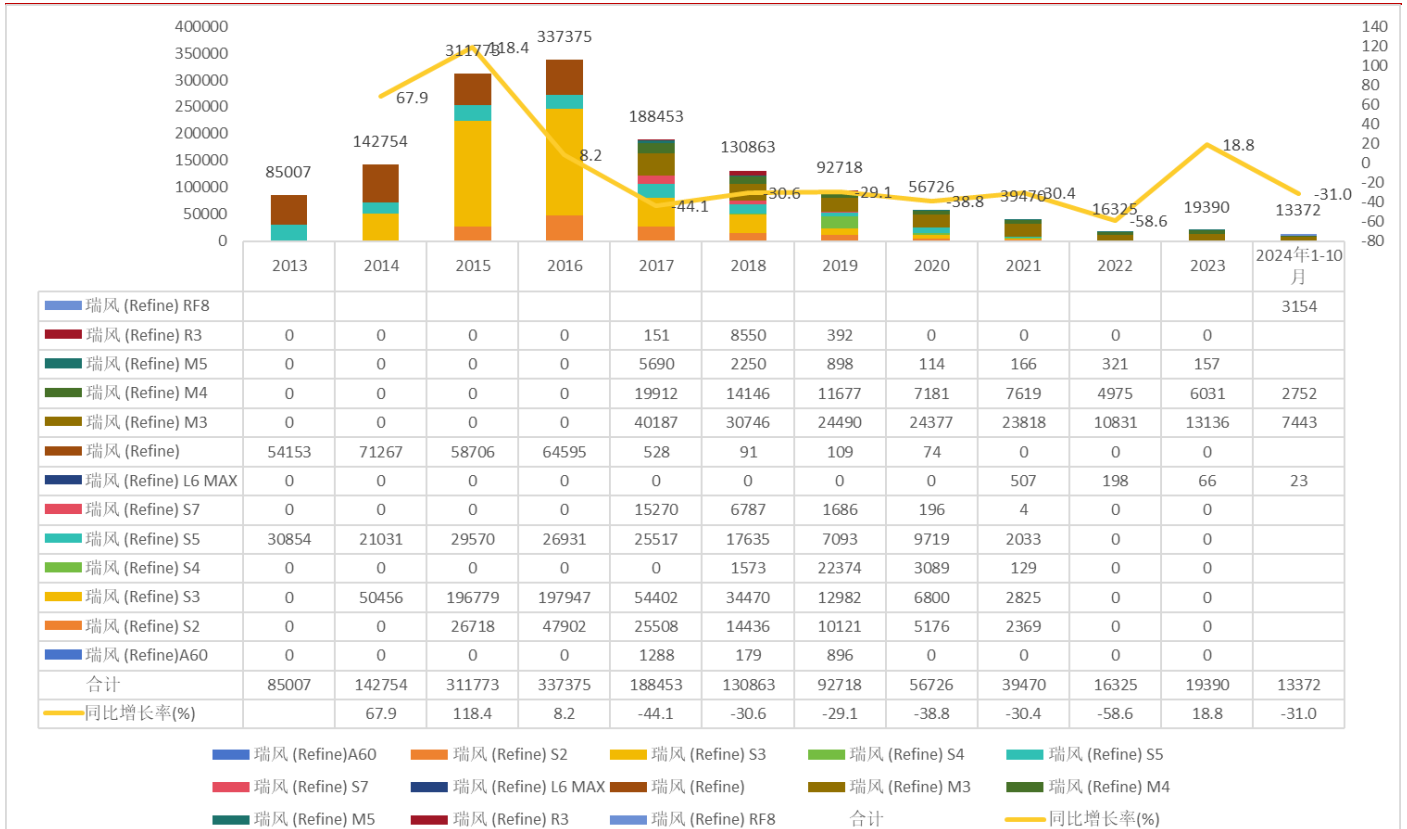
资料来源: Marklines、浙商证券研究所

3.1.2 瑞风: 瑞风 RF8 集合华为智能, 开辟新能源 MPV 新周期

瑞风品牌目前在售 9 款车型, 在售产品均为 MPV, 定位 7-20 万级市场。

瑞风系列拥有 L、M、E 系列以及 RF 系列等多款产品, 形成了完整的产品矩阵, 包括小型、中型、中大型和大型 MPV。

图17: 瑞风产品销量情况



资料来源: Marklines、浙商证券研究所

瑞风 RF8 集合华为智能, 开辟新能源 MPV 新周期。2023 年, 江淮瑞风品牌推出了“智能电混 MPV”瑞风 RF8, 售价为 16.99-20.99 万元。瑞风 RF8 作为全球首款搭载华为鸿蒙智能座舱的 MPV, 配备问界同款 15.6 英寸华为智慧屏及鸿蒙 HarmonyOS 4.0 系统, 可实现多终端无缝流转、人机交互体验流畅等特性, 适配鸿蒙系统生态应用。

3.2 商用车: 多年深耕领域, 出口助推销量提升

多年深耕自研技术, 全面布局商业车矩阵。江淮汽车自主研发生产商用车可追溯至上世纪 80 年代, 历经 40 余年的发展, 已形成涵盖轻型商用车、中型商用车、重型商用车等多个细分市场, 包括货车、客车、专用车等不同类型的车辆, 能够满足各类用户的多样化需求。

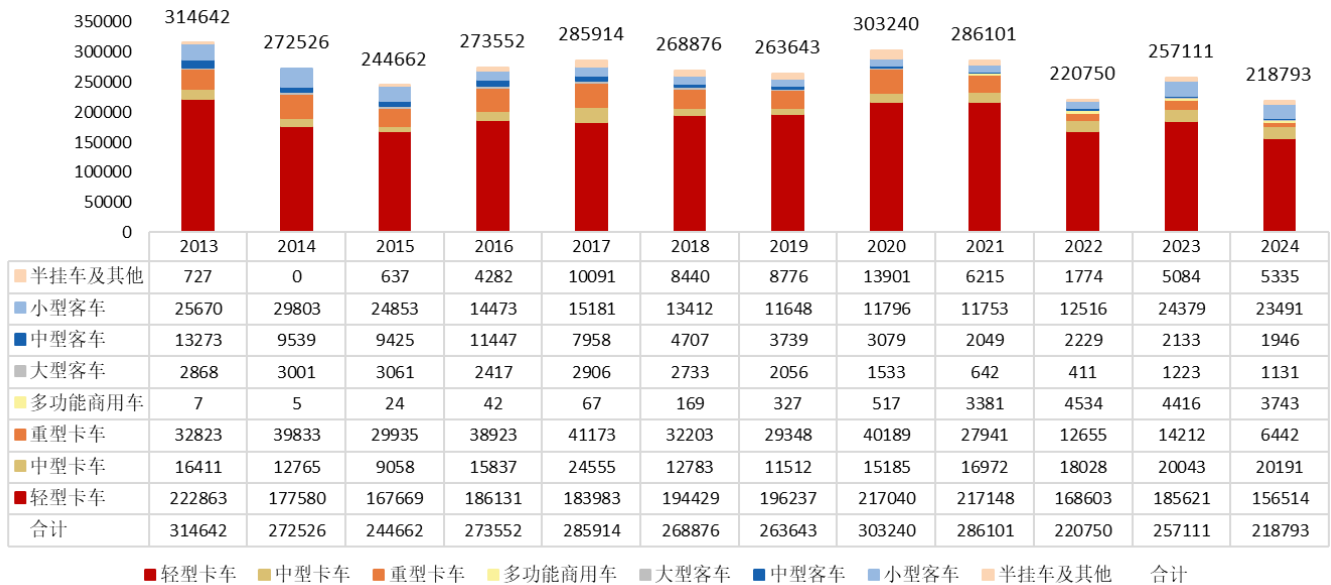
图18: 江淮商用车产品布局



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

从产品结构看，轻卡为其商用车板块核心产品。2024 年占商用车销售份额 71.53%；其轻卡产品销量长期位居全国前列，依据中汽协数据，1-9 月江淮汽车轻卡销量 130345 辆，市场份额 9.35%，排名全国前五。

图19：江淮商用车分车型销售数据



资料来源：Marklines、浙商证券研究所

表4：2024 年 1-9 月轻卡销量排名

1-9 月轻卡销量前十厂商	销量(辆)
福田汽车	315641
重庆长安	146591
东风汽车	136913
长城汽车	132118
江淮汽车	130435
江铃汽车	96908
鑫源汽车	66329
中国重汽	65049
上汽大通	55292
一汽解放	36625

资料来源：第一商用车、浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

销量预测

- 1) 乘用车: 2024 年 1-11 月共计销售 15.7 万辆, 因此预计 2024 年全年销量约为 17.1 万辆。公司未来重心或将放在华为智选模式上, 预计 2025 年和 2026 年自有品牌销量与 2024 年持平。
- 2) 尊界系列: 携手华为打造的高端系列, 2023 年奥迪 A8L+宝马 7 系+奔驰 S 级国内总销量为 4.76 万辆, 单车型月均稳态约 1300 辆。若尊界 S800 市场反馈良好, 达到 BBA 高端车型月均稳态水平, 我们预计 2025 年全年销量约 1.5 万辆。
- 3) 商用车: 2024 年 1-11 月共计销售 22 万辆, 因此预计 2024 年全年销量约为 23.4 万辆。公司未来重心或将放在华为智选模式上, 预计 2025 年和 2026 年自有品牌销量与 2024 年持平。

表5: 江淮汽车销量预测 (辆)

	2021	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
商用车		265660	193080	227821	234603	234603
乘用车(不含智选)		252451	302039	357051	171288	171288
尊界					15000	20000
客车		3752	3063	4323	4800	4800
底盘		2361	2219	3304	3403	3403

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

营收预测

- 1) **整车:** 基于以上对各个车型的销量预测, 预计 2024~2026 年整车营业收入为 393.9/576.1/630.3 亿元。

单价: 尊界售价为 100-150 万元, 随着其销量占比的提升, 将提升整体单车价值, 因此营业收入增速高于销量增速。

毛利率: 因尊界系列定位超高端, 假设毛利率约为 25%, 预计后续将带动整体毛利率水平有所提升。
- 2) **其他主营业务:** 预计 2024~2026 年营业收入为 47.6/47.6/47.6 亿元, 同比 -18.8%/0%/0%, 原因或系公司不再给蔚来提供代工服务, 不再收取蔚来代工费用。

表6: 公司收入预测 (万元)

		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
整车	收入	3,387,954.5	2,758,115.5	3,890,373.4	3,938,603.2	5,761,091.2	6,302,779.2
	成本	3,169,142.7	2,580,585.3	3,486,763.4	3,506,665.2	4,900,961.2	5,317,703.4
	毛利	218,811.7	177,530.1	403,610.0	431,938.0	860,130.0	985,075.8
	毛利率(%)	6.5	6.4	10.4	11.0	14.9	15.6
商用车(载货汽车、多功能商用车)	收入	2,355,187.8	1,611,433.3	2,102,426.3	2,165,388.2	2,165,388.2	2,165,388.2
	成本	2,129,423.2	1,468,751.7	1,852,277.0	1,905,541.6	1,903,376.2	1,901,210.8
	毛利	225,764.6	142,681.6	250,149.3	259,846.6	262,012.0	264,177.4
	毛利率(%)	9.6	8.9	11.9	12.0	12.1	12.2
乘用车	收入	872,260.8	1,010,701.9	1,591,643.6	1,555,295.0	1,928,183.0	2,230,271.0
	成本	888,380.4	981,937.3	1,453,113.4	1,399,765.5	1,716,082.9	1,962,638.5

尊界	毛利	(16,119.6)	28,764.5	138,530.2	155,529.5	212,100.1	267,632.5
	毛利率(%)	(1.9)	2.9	8.7	10.0	11.0	12.0
	收入					1,500,000.0	1,800,000.0
	成本					1,125,000.0	1,350,000.0
	毛利					375,000.0	450,000.0
客车	毛利率(%)					25.0	25.0
	收入	160,505.9	135,980.3	196,303.5	217,920.0	217,920.0	217,920.0
	成本	151,339.1	129,896.3	181,372.9	201,358.1	201,358.1	201,358.1
	毛利	9,166.8	6,084.0	14,930.5	16,561.9	16,561.9	16,561.9
	毛利率(%)	5.7	4.5	7.6	7.6	7.6	7.6
底盘	收入	9,795.3	10,284.7	17,566.8	18,036.5	18,036.5	18,036.5
	成本	8,101.0	8,623.5	15,223.9	15,630.5	15,630.5	15,630.5
	毛利	1,694.3	1,661.1	2,342.9	2,406.1	2,406.1	2,406.1
	毛利率(%)	17.3	16.2	13.3	13.3	13.3	13.3
	收入	197,752.0	232,174.0	586,095.8	476,095.8	476,095.8	476,095.8
其他主营业务	成本	162,929.4	191,907.9	484,659.7	393,683.6	393,683.6	393,683.6
	毛利	34,822.6	40,266.1	101,436.1	82,412.2	82,412.2	82,412.2
	毛利率(%)	17.6	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3
	收入	435,550.4	657,162.4	7,604.8	7,604.8	7,604.8	7,604.8
	成本	352,835.7	560,931.3	6,491.5	6,491.5	6,491.5	6,491.5
其他业务	毛利	82,714.8	96,231.1	1,113.3	1,113.3	1,113.3	1,113.3
	毛利率(%)	19.0	14.6	14.6	14.6	14.6	14.6

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议

江淮汽车逐渐发力电动智能化产品, 其与华为携手打造的尊界系列, 定位超高端, 未来前景向好。因此我们选取和华为展开深度合作的赛力斯、北汽蓝谷和长安汽车作为可比公司, 2024~2026 年平均 PS 分别为 1.38/0.87/0.72 倍。预计江淮汽车 2024-2026 年 PS 分别为 1.75/1.36/1.11 倍, 与上述三家可比公司平均 PS 较为接近。后续随着与华为合作的加深, 华为乾崮智驾以及鸿蒙座舱对公司高端新能源汽车的充分赋能, 有望形成差异化竞争优势。基于以上发展趋势, 给予公司“买入”评级。

表7: 可比公司估值情况

代码	简称	最新价总市值(亿)		P/E		P/S				
				TTM	2024-12-31	2025-12-31	2026-12-31	2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31
均值				48.85	26.54	39.05	2.98	1.46	0.97	0.80
601127	赛力斯	134.80	2,035.19	34.29	21.24	16.40	5.68	1.43	1.13	0.97
600733	北汽蓝谷	8.17	455.36	-9.64	-23.18	61.00	3.18	1.94	0.81	0.60
625	长安汽车	13.68	1,356.25	20.08	14.90	12.36	0.90	0.78	0.66	0.59
可比公司平均				14.91	4.32	29.92	3.25	1.38	0.87	0.72
600418	江淮汽车	38.94	850.45	184.64	115.40	75.54	1.89	1.75	1.36	1.11

资料来源: Wind、浙商证券研究所

5 风险提示

新能源行业增速不及预期：新能源汽车渗透率目前已达到较高水平，可能会受到新能源汽车行业增速的影响；

智能驾驶发展不及预期：华为乾崮智驾 ADS SE 实际效果可能不及预期，带来的技术赋能可能有限；

尊界销量不及预期：尊界车型定位超高端，用户需求可能不及预期；X6 平台产能可能存在不及预期的情况，进而影响尊界交付周期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	28,827	31,838	42,919	48,161
现金	15,346	18,149	24,785	28,082
交易性金融资产	1,802	1,208	1,406	1,340
应收账款	2,972	3,759	5,886	7,301
其它应收款	530	524	739	802
预付账款	625	746	995	1,021
存货	4,746	4,669	6,329	6,825
其他	2,806	2,783	2,781	2,790
非流动资产	17,937	17,963	16,910	15,868
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	5,417	5,312	5,365	5,338
固定资产	8,237	8,836	8,361	7,853
无形资产	1,663	1,237	793	355
在建工程	599	449	337	252
其他	2,020	2,130	2,055	2,069
资产总计	46,764	49,801	59,830	64,029
流动负债	26,777	29,012	36,928	38,364
短期借款	50	1,820	1,294	1,132
应付款项	18,347	18,354	25,269	26,821
预收账款	0	0	0	0
其他	8,380	8,838	10,365	10,411
非流动负债	5,494	5,647	5,598	5,580
长期借款	4,325	4,325	4,325	4,325
其他	1,169	1,322	1,273	1,255
负债合计	32,271	34,659	42,526	43,944
少数股东权益	1,259	1,194	2,016	3,073
归属母公司股东权	13,234	13,948	15,288	17,012
负债和股东权益	46,764	49,801	59,830	64,029

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,396	688	6,638	3,072
净利润	(46)	649	2,162	2,781
折旧摊销	1,903	551	587	593
财务费用	352	(40)	(128)	(194)
投资损失	152	38	95	67
营运资金变动	4,663	371	6,481	1,301
其它	(3,626)	(882)	(2,559)	(1,475)
投资活动现金流	1,531	198	92	430
资本支出	3,785	(998)	0	(1)
长期投资	(204)	92	(46)	26
其他	(2,049)	1,105	138	404
筹资活动现金流	(3,811)	1,917	(95)	(205)
短期借款	(867)	1,770	(526)	(162)
长期借款	(1,234)	0	0	0
其他	(1,710)	147	431	(44)
现金净增加额	1,117	2,803	6,635	3,297

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	45016	44,403	62,628	68,045
营业成本	39,866	39,225	53,168	57,335
营业税金及附加	462	463	650	707
营业费用	1,832	1,761	2,510	2,725
管理费用	1,655	1,787	2,485	2,681
研发费用	1,595	1,664	2,354	2,531
财务费用	352	(40)	(128)	(194)
资产减值损失	(1,094)	(810)	(913)	(939)
公允价值变动损益	49	36	40	42
投资净收益	(152)	(38)	(95)	(67)
其他经营收益	2,004	1,981	1,770	1,785
营业利润	35	713	2,392	3,081
营业外收支	11	9	10	9
利润总额	46	721	2,402	3,090
所得税	118	72	240	309
净利润	(72)	649	2,162	2,781
少数股东损益	(223)	(65)	822	1,057
归属母公司净利润	152	714	1,340	1,724
EBITDA	1,766	1,184	2,805	3,362
EPS（最新摊薄）	0.07	0.33	0.61	0.79

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	23.07%	-1.19%	41.04%	8.65%
营业利润	104.45%	1,077.88%	235.68%	28.78%
归属母公司净利润	-	371.28%	87.68%	28.63%
获利能力				
毛利率	11.29%	11.66%	15.11%	15.74%
净利率	-0.10%	1.46%	3.45%	4.09%
ROE	1.06%	4.82%	8.26%	9.22%
ROIC	0.42%	2.44%	8.17%	9.67%
偿债能力				
资产负债率	69.01%	69.59%	71.08%	68.63%
净负债比率	23.24%	27.04%	21.52%	19.92%
流动比率	1.08	1.10	1.16	1.26
速动比率	0.90	0.94	0.99	1.08
营运能力				
总资产周转率	0.96	0.92	1.14	1.10
应收账款周转率	14.85	15.09	17.89	15.81
应付账款周转率	4.62	4.47	5.00	4.52
每股指标(元)				
每股收益	0.07	0.33	0.61	0.79
每股经营现金	1.56	0.31	3.04	1.41
每股净资产	6.06	6.39	7.00	7.79
估值比率				
P/E	561.32	119.11	63.46	49.34
P/B	6.43	6.10	5.56	5.00
EV/EBITDA	15.23	64.39	24.97	20.06

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>