



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

商乘并举齐发力，携手华为共创第二成长曲线

—江淮汽车(600418)公司首次覆盖报告

2025 年 04 月 22 日

邓健全 汽车行业首席分析师
执业编号：S1500525010002
联系电话：13613012393

赵悦媛 汽车行业联席首席分析师
执业编号：S1500525030001
联系电话：13120151000

证券研究报告

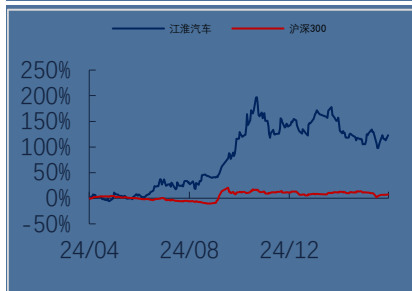
公司研究

公司首次覆盖报告

江淮汽车 (600418)

投资评级

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	34.32
52 周内股价波动区间 (元)	46.00-14.60
最近一月涨跌幅 (%)	8.65
总股本 (亿股)	21.84
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	754.58

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编：100031

江淮汽车 (600418. SH)：商乘并举齐发力，携手华为共创第二成长曲线

2025 年 04 月 22 日

报告内容摘要：

- **聚焦汽车制造行业，盈利预期向好。**江淮汽车作为一家集全系列商用车、乘用车研产销服于一体的综合型汽车制造商，产品线涵盖乘用车、商用车及新能源汽车。公司业务主要分为四大板块：燃油和新能源动力整车业务、核心零部件制造、汽车出行与服务。公司 2024 年实现营业收入 421.16 亿元，较上年同期略下降 6.44%，扣非后归母净利润大幅收窄至-27.4 亿元。
- **海外市场持续拓展，乘商用车出口快速增长。**商用车方面，2024 年销量达 23.63 万辆，轻卡销量逐渐回暖，出口销量持续攀升，2024 年商用车出口规模达到 11.62 万辆，同比增加 44.65%。乘用车方面，通过精简车型以及大力扩展出口业务提升盈利能力，2024 年乘用车出口销量达 13.28 万辆，同比增长 49.16%。
- **与华为合作，携手打造科技豪华品牌。**江淮汽车与华为在 2019 年签署合作协议，2023 年进一步加深合作，致力于豪华智能网联电动汽车的研发。2024 年 11 月，双方联合打造的百万级豪车尊界 S800 正式亮相，预售价 100 至 150 万元。尊界 S800 定位于超豪华行政级轿车市场，集成了多项先进技术，包括智能驾驶、智能座舱和智能域控系统。这款车首发搭载了途灵龙行平台、天使座主动安全防护系统以及华为星河通信技术，将于 2025 年 5 月底正式上市。相比海外豪华品牌，尊界以科技豪华实现独特领先。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 568/703/802 亿元，归母净利润分别为 7/18/30 亿元，对应 EPS 分别为 0.31/0.81/1.39 元，截止 2025 年 4 月 22 日收盘，对应 PE 为 112/42/25 倍，对应 PS 为 1.32/1.07/0.93 倍，江淮作为智选车最高端品牌线，我们给予其更高的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**华为合作项目进展不及预期；新车型发布后销量不及预期；原有业务亏损超预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(亿元)	450	422	568	703	802
增长率 YoY %	23.1%	-6.3%	34.5%	23.9%	14.1%
归属母公司净利润 (亿元)	2	-18	7	18	30
增长率 YoY%	109.6%	-1277.6%	137.5%	164.5%	71.7%
毛利率%	10.5%	10.5%	12.8%	14.2%	15.2%
净资产收益率ROE%	1.1%	-15.7%	5.5%	12.8%	18.0%
EPS(摊薄)(元)	0.07	-0.82	0.31	0.81	1.39
市盈率 P/E(倍)	494.72	—	112.02	42.35	24.67
市净率 P/B(倍)	5.66	6.60	6.21	5.41	4.44

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 04 月 22 日收盘价

目 录

一、老牌综合型汽车企业，合作探索新发展路径	4
二、海外市场持续拓展，乘商用车出口快速增长	8
三、与华为合作，携手打造科技豪华品牌	12

表 目 录

表 1: 江淮汽车主要产品	5
表 2: 尊界 S800 主要竞品参数	13
表 3: 江淮对 DE、X6 平台的车型规划	15
表 4: 江淮汽车盈利预测	15
表 5: 可比公司估值	16

图 目 录

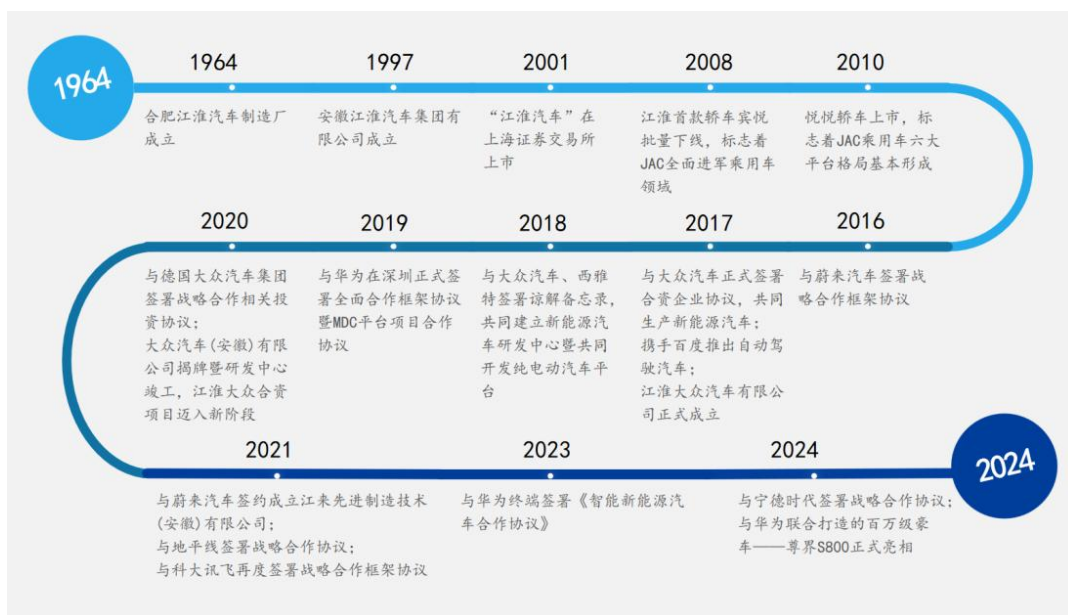
图 1: 江淮汽车发展历程	4
图 2: 江淮汽车股权结构图（截至 2024Q3）	5
图 3: 2014-2024 商用车&乘用车销量（万辆）	7
图 4: 2014-2024 营业收入（亿元）	7
图 5: 2014-2024 扣非后归母净利润（亿元）	7
图 6: 2014-2024 销售毛利率&销售净利率（%）	8
图 7: 2014-2024 期间费用率（%）	8
图 8: 2017-2024 江淮汽车分业务毛利率情况（%）	8
图 9: 2015-2024 商用车分车种销量情况（万辆）	9
图 10: 2015-2024 江淮汽车轻卡销量情况（万辆）	9
图 11: 2024 轻卡前十销售情况（万辆）	10
图 12: 2024 年轻卡前十份额	10
图 13: 2016-2024 年商用车出口情况（万辆）	10
图 14: 2015-2024 乘用车分品牌销售情况（万辆）	11
图 15: 2024 年乘用车重点车型销量情况（万辆）	11
图 16: 2016-2024 乘用车出口情况（万辆）	11
图 17: 2015-2024 公司出口销售情况（万辆）	12
图 18: 江淮汽车与华为合作历程	12
图 19: 尊界 S800	13
图 20: 尊界 S800 主要竞品 2022-2024 年销量	13

一、老牌综合型汽车企业，合作探索新发展路径

1.1 公司发展历程

集全系列商用车、乘用车研产销服于一体，涵盖汽车出行、金融服务等多个领域。2001 年，江淮汽车在上海证券交易所上市，开启多产品线的全面布局，至今累计向全球用户交付超过 1000 万辆各类产品，累计出口至 132 个国家和地区。自 2002 年起开始涉足新能源汽车领域，已开发国际先进、国内领先的纯电技术平台。在智能汽车方面，公司致力于推进智能架构、智能驾驶和智能座舱等关键技术的研发，携手华为、大众、地平线、科大讯飞、宁德时代等知名企业建立战略合作关系。2024 年 11 月 26 日，与华为联合打造的百万级豪车——尊界 S800 正式亮相。

图 1：江淮汽车发展历程

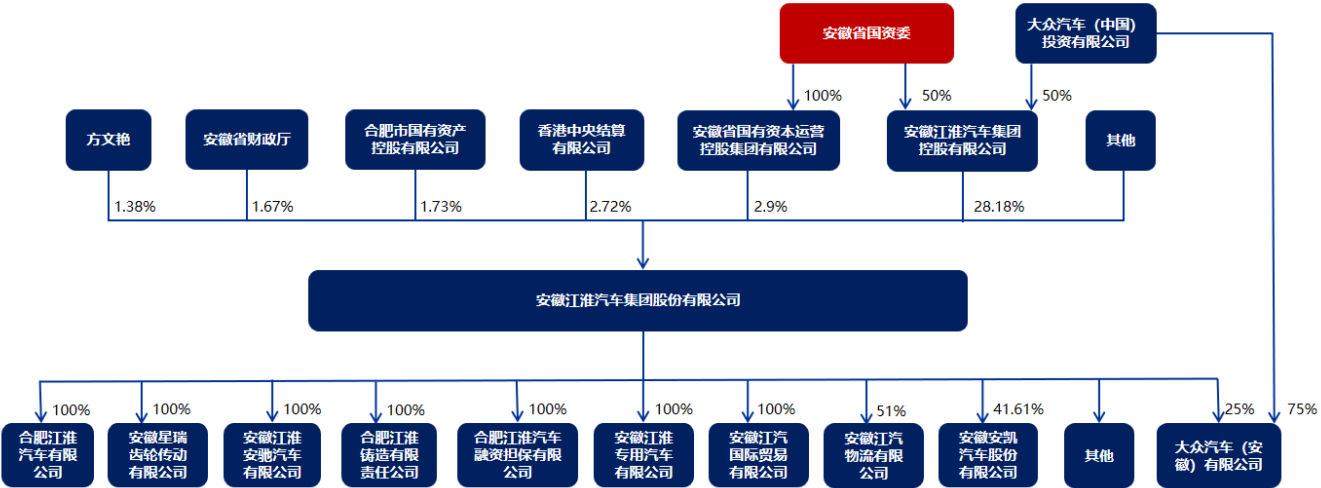


资料来源：公司官网、信达证券研发中心

1.2 股权结构

股权结构稳固，实控权归安徽省国资委。江淮汽车的第一大控股股东为江汽控股集团有限公司，持有公司 28.18% 的股份。江汽控股由安徽省国资委和大众汽车集团各自持有 50% 的股权。江淮汽车的实际控制人为安徽省国资委。

图 2：江淮汽车股权结构图（截至 2024 年报）



资料来源：wind、信达证券研发中心

1.3 公司业务

商乘并举，研产销服一体化。江淮汽车的产品线覆盖了乘用车、商用车及新能源汽车，形成了燃油和新能源动力整车业务、核心零部件、汽车出行与服务四大业务板块。商用车方面，公司的主要车型包括帅铃、康铃、骏铃、格尔发和德沃斯等系列，涵盖轻卡、中卡、重卡、皮卡及多功能商用车等多个细分市场。乘用车方面，江淮汽车在 SUV 和 MPV 市场中表现突出。瑞风品牌的 MPV 系列，如 RF8 PHEV、L6 MAX 等，满足家庭和商务的多样化需求。此外，还推出了轿车和小型电动车，丰富消费者的选择。核心零部件及其他业务方面，公司主要涉足变速箱、发动机和车桥等关键部件的研发生产。

表 1：江淮汽车主要产品

车系	主要车型	级别	动力形式	图示
商用车	帅铃 Q 系、帅铃 E 系、帅铃 G 系、帅铃 S 系、 帅铃新能源	轻卡	燃油/新能源	
	骏铃 E 系、骏铃 V 系、骏铃 A 系、骏铃 G 系、 骏铃新能源	轻卡	燃油/新能源	
	领跑 L3、领跑 L6、领跑 L9、领跑 EV3、领跑 EV6、 领跑 ES6、征途 J3、征途 J5、征途 J6、创富之星 H1、创富之星 H3、创富之星 H5	轻卡	燃油/新能源	
	工程类重卡、牵引类重卡、载货类重卡、专用类重 卡	重卡	燃油/新能源	

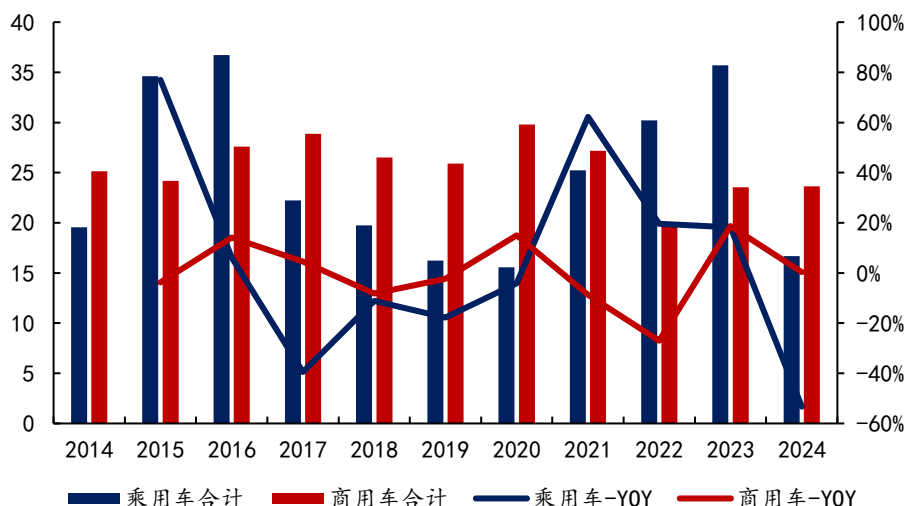
	德沃斯	德沃斯 Q8、德沃斯 Q9、德沃斯 V9、德沃斯 V8、德沃斯 T7、德沃斯 T9	中卡	燃油/新能源	
	恺达	X5、X6、X7、恺达新能源、多米 EV1	轻卡	燃油/新能源	
	跨越	跨越 K7、跨越 V7、跨越 V5	牵引车	燃油	
	江淮皮卡	全新悍途、江淮皮卡 T8PRO、江淮 T6 工程版皮卡、江淮皮卡专用车	皮卡	燃油/新能源	
	星锐	星锐新能源、星锐客车、星锐厢式车、星锐改装车、星锐节油王、星锐捷运王、星锐节油王 PLUS	多功能商用车	燃油/新能源	
乘用车	江淮汽车	江淮 X8 E 家、江淮 QX PHEV、江淮 A5 PLUS、江淮 S2、江淮 S3、江淮 S5、嘉悦 A5、和悦 A30 等	SUV/轿车	燃油/混动	
	江淮瑞风	瑞风 RF8 PHEV、瑞风 L6 MAX、瑞风 L5、瑞风 M4、瑞风 E3、瑞风 M3 PLUS 等	MPV	燃油/混动	
	江淮钇为	钇为 3、爱跑、花仙子等	小型车	纯电	
	江淮 iEV	江淮 iEVA50、江淮 iEV7L 等	轿车	纯电	
客车	公路客车	A 系列、N 系列、K 系列、F 系列	客车	燃油/新能源	
	公交客车	E 系列、G 系列	客车	燃油/燃气/新能源	
	校车	S 系列	客车	燃油	
	特种车	C5 旅居车、B5 旅居车、M6 救护车、H6 伤残运输车	旅居车/救护车	燃油	

客车底盘	捷运通、商旅通、校运通、城际通系列底盘四大类	-	-
底盘			
专用车底盘	环卫车、清障车、冷链车、危险品运输车系列以及综合系列共五大类	-	-



资料来源: wind、公司公告、信达证券研发中心

图 3: 2014-2024 商用车&乘用车销量 (万辆)

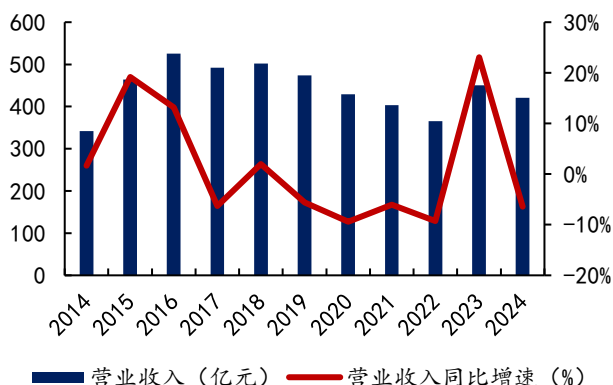


资料来源: wind、信达证券研发中心

1.4 财务分析

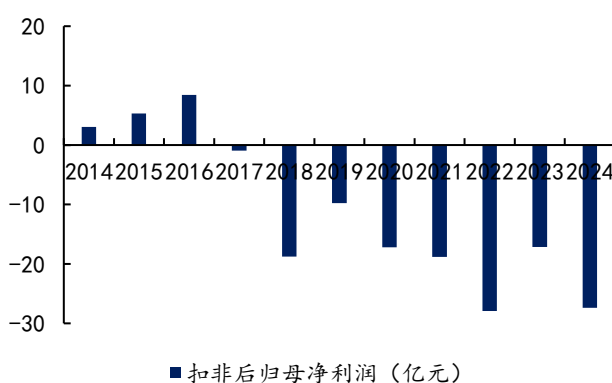
营业收入阶段性波动, 净利润剔除一次性因素后有望实现扭亏为盈。公司 2024 年营业收入为 421.16 亿元, 同比下降 6.44%。扣非后归母净利润为-27.4 亿元, 同比下降 60%, 这主要是由于联营企业大众安徽在 2024 年经营业绩出现亏损 (13.5 亿) 以及公司部分资产发生减值 (11 亿)。

图 4: 2014-2024 营业收入 (亿元)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

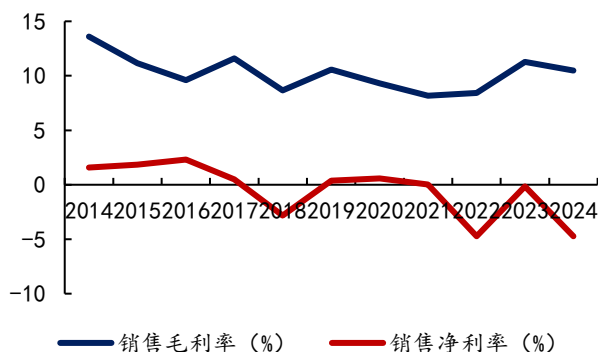
图 5: 2014-2024 扣非后归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

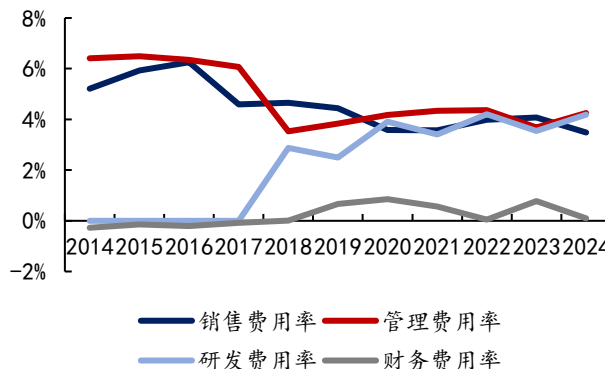
毛利率小幅下滑，期间费用率保持稳定。2024 年销售毛利率为 10.48%，主要是由于燃油车溢价空间被压缩，新能源业务尚未形成规模效应。公司销售/管理/财务费用占营业收入的比重整体呈逐步下降趋势。2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.48%, 4.25%, 4.19%, 0.10%，即期间费用率为 12.01%，同比下降 0.5 个百分点。

图 6: 2014-2024 销售毛利率&销售净利率 (%)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

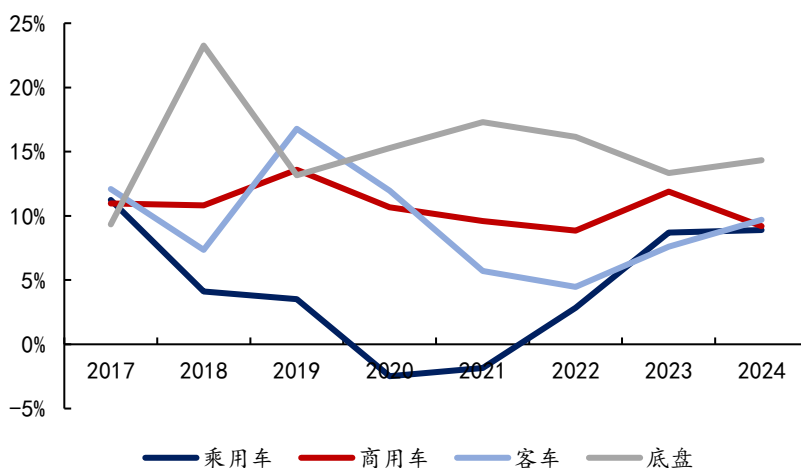
图 7: 2014-2024 期间费用率 (%)



资料来源: Wind、信达证券研发中心

商用车毛利率维持稳定，乘用车毛利率稳步提升。从 2017-2024 年分业务毛利率情况来看，商用车和底盘是毛利率较高的两个业务，商用车毛利率相对稳定，整体维持在 10% 左右，2024 年为 9.2%；底盘业务的毛利率在 2018 年高达 23.26%，之后有所回落，但总体保持较高水平。乘用车毛利率 2024 年恢复正常水平，带动整体毛利率上升。

图 8: 2017-2024 江淮汽车分业务毛利率情况 (%)



资料来源: wind、信达证券研发中心

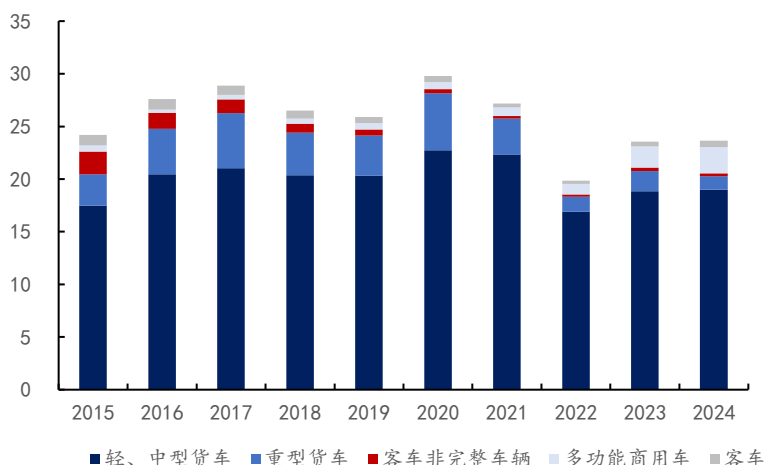
二、海外市场持续拓展，乘商用车出口快速增长

2.1 商用车领域以轻卡为主导

商用车领域小幅波动，轻卡占主导地位。江淮汽车在商用车领域，尤其是轻卡市场深耕多年，凭借其核心优势业务占据领先地位。2024 年江淮汽车商用车销量相较 2023 年微增，达 23.63

万辆，同比上升 0.38%；轻、中型货车销量为 18.99 万辆，占比达 80%。

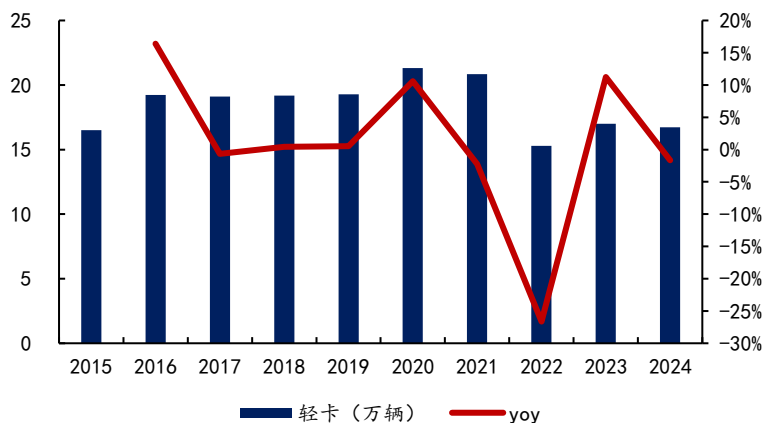
图 9：2015-2024 商用车分车种销量情况（万辆）



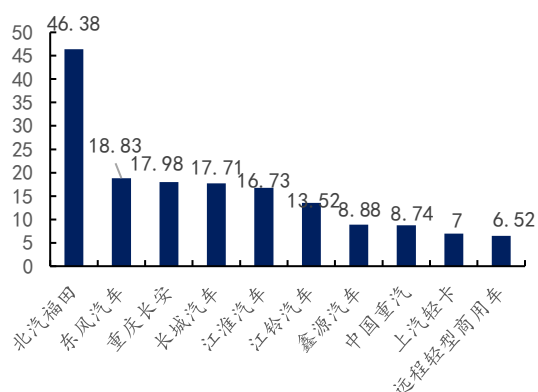
资料来源:wind、公司公告、信达证券研发中心

轻卡销量逐渐回暖。轻卡销量与宏观经济发展、货物需求和物流业的发展水平等密切相关。受疫情和经济下行等因素影响，2022 年公司轻卡销量大幅下滑。而随着国四淘汰政策的推行、商用车出口热潮以及农村和郊区对轻卡需求的增长，公司在 2023 年的轻卡销量有所回升。2024 年公司轻卡销量为 16.72 万辆，小幅下降 1.67%；市场份额为 8.81%，行业排名第五。

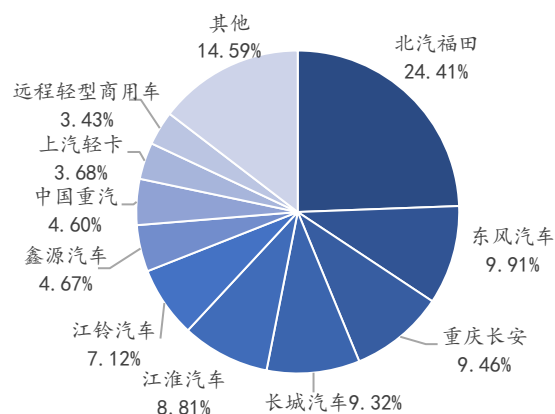
图 10：2015-2024 江淮汽车轻卡销量情况（万辆）



资料来源:wind、公司公告、第一商用车网、信达证券研发中心

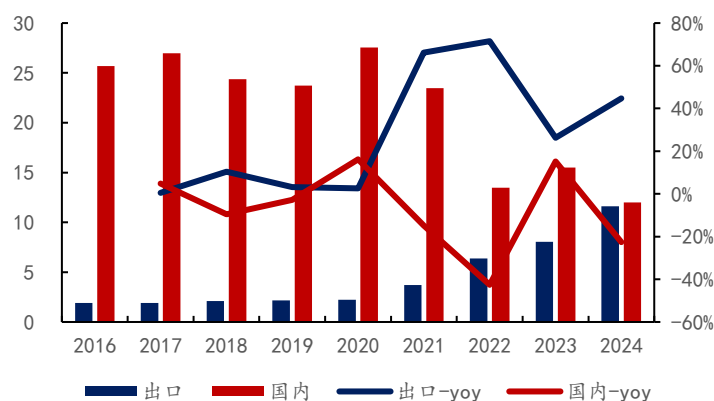
图 11: 2024 轻卡前十销售情况 (万辆)


资料来源: 第一商用车网、信达证券研发中心

图 12: 2024 年轻卡前十份额


资料来源: 第一商用车网、信达证券研发中心

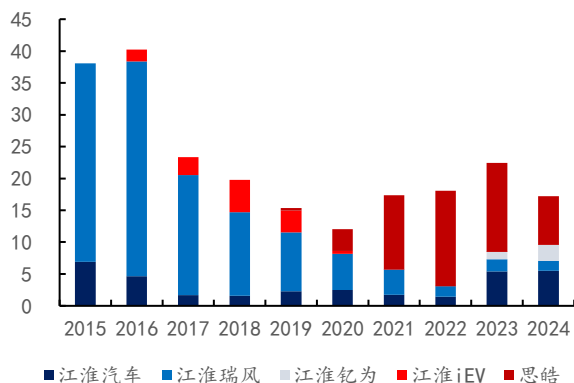
商用车出口销量持续攀升。2016 年至 2024 年, 江淮汽车商用车出口销量持续上升, 2023 年出口量增长至 8.03 万辆, 同比上升 26.23%; 2024 年出口销量为 11.62 万辆, 同比增加 44.65%。

图 13: 2016-2024 年商用车出口情况 (万辆)


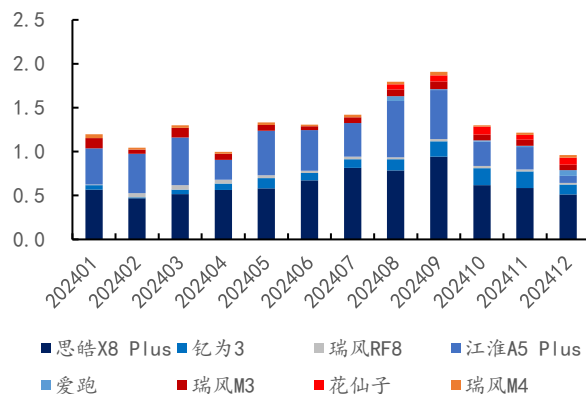
资料来源: 公司公告、marklines、信达证券研发中心

2.2 乘用车精简车型, 拓展海外业务

精简车型提升盈利能力。从 2015 年至 2024 年, 江淮汽车乘用车总销量呈现波动下降的趋势。其中, 江淮瑞风在早期 (2015-2017 年) 是主要的销量贡献者; 后思皓逐渐成为主要销量贡献者, 尤其是在 2021 年后。同时, 江淮汽车在 2017 年到 2024 年逐步减少部分车型的生产, 包括瑞风 M4、L6 MAX 等, 其中瑞风 M4 销量从 2017 年的 19912 辆下降到 2024 年的 3131 辆。通过精简车型, 公司可以更好地集中资源在更有市场竞争力的重点车型上。2022 年上市的思皓 X8 Plus 销量从 2022 年的 12289 辆增长至 2024 年的 76312 辆。

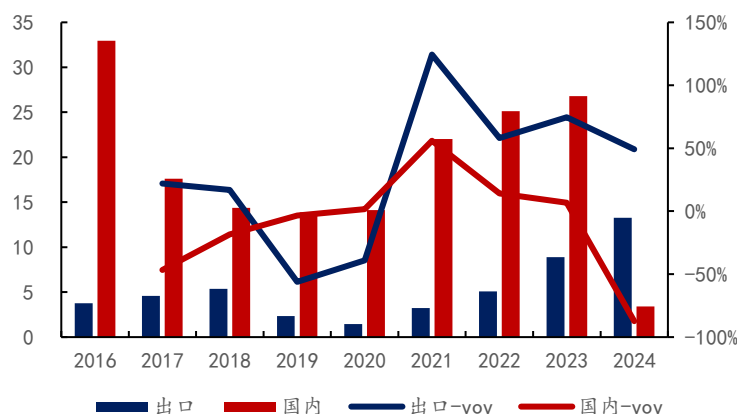
图 14: 2015-2024 乘用车分品牌销售情况 (万辆)


资料来源: marklines、信达证券研发中心

图 15: 2024 年乘用车重点车型销量情况 (万辆)


资料来源: marklines、信达证券研发中心

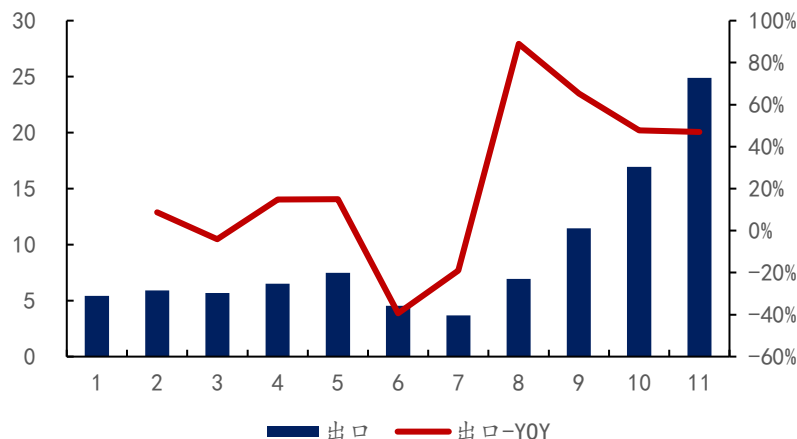
乘用车出口规模强劲增长。江淮汽车在 2024 年的乘用车出口销量达到 13.28 万辆，同比增长 49.16%，主要得益于思皓 X8 Plus 和江淮 A5 Plus 两款车型的强劲表现，二者分别实现 7.5 万辆和 4.8 万辆的出口销量，有效推动公司乘用车出口销量的整体上涨。

图 16: 2016-2024 乘用车出口情况 (万辆)


资料来源: wind、marklines、信达证券研发中心

2.3 出口成为关键动力

出海业务持续扩展。近五年江淮汽车的出口销量持续上升。公司在海外建立了多家全资子公司与合资公司、并设立了 19 个海外 KD 工厂，累计出口至全球 132 个国家和地区。2024 年出口销量为 24.9 万辆，同比增长 47.02%。

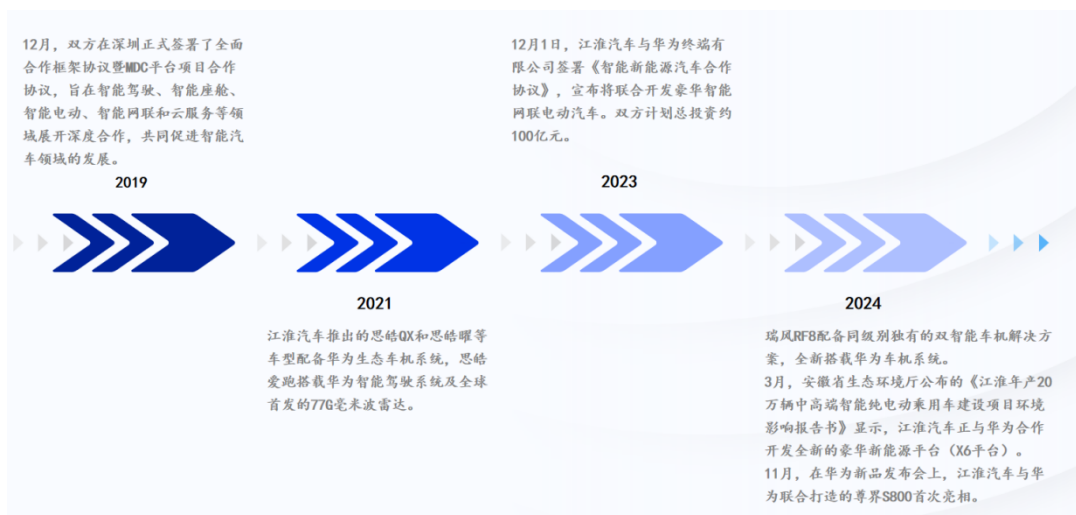
图 17：2015-2024 公司出口销售情况（万辆）


资料来源：wind、信达证券研发中心

三、与华为合作，携手打造科技豪华品牌

3.1 携手华为合作历程

自 2019 年起，江淮汽车与华为在智能汽车领域展开深度合作。2019 年，双方签署全面合作协议，涵盖智能驾驶、智能座舱等多个领域。2021 年，公司的多款車型搭载华为生态车机系统和智能驾驶系统。2023 年，公司与华为签署《智能新能源汽车合作协议》，计划总投资约 100 亿元，共同开发豪华智能网联电动汽车，并推进鸿蒙生态建设。2024 年 11 月，尊界 S800 于华为新品发布会公开亮相，预售价为 100 至 150 万元，意向金 2 万元；开启预订后的 48 小时内，尊界 S800 收到了 2108 台的预订量。2025 年 2 月，鸿蒙智行尊界技术发布会在深圳举行，尊界 S800 正式发布，同时预告尊界 S800 将于 5 月底正式上市。

图 18：江淮汽车与华为合作历程


资料来源：公司官网、新浪、中国经济网、车质网、盖世汽车、网易汽车、信达证券研发中心

3.2 尊界：新增长引擎

尊界 S800：超豪华智能行政轿车。江淮与华为合作推出的首款车型尊界 S800，定位于超豪华智能行政轿车。请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

豪华行政级轿车市场，车身尺寸为 5.48 米长、2 米宽和 1.536 米高，轴距达 3.37 米。该车型基于六代机理念和 8S 设计标准打造，集华为星河通信技术、天使座主动安全防护系统等特性于一体，并搭载途灵龙行平台，实现了智能驾驶、智能座舱与智能域控的“三智”合一。动力方面，尊界 S800 搭载华为巨鲸电池 2.0，是行业首个 800V 高压增程 6C 电池包和业界能量密度最高的 5C 纯电电池包；还将升级至华为车语系统 2.0，并搭载鸿蒙 ALPS 座舱 2.0；采用 L3 级智能驾驶架构，具备高度自动化驾驶能力。其全感知系统支持车辆自主寻找充电位及精准无人泊入等功能。内饰方面，尊界 S800 配备了星空顶和三联屏显示屏。

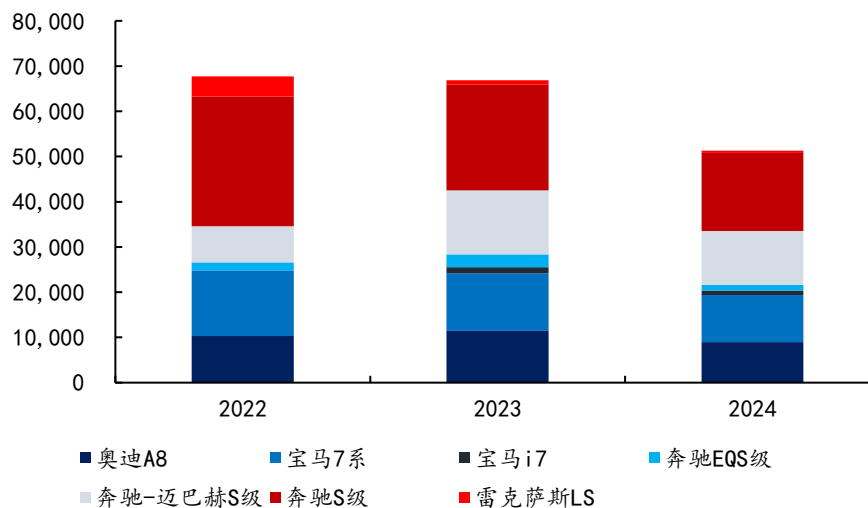
图 19：尊界 S800



资料来源：鸿蒙智行官网、信达证券研发中心

主要直接竞品的市场规模约为 7 万辆。尊界 S800 的主要直接竞品包括奔驰 S 级、宝马 7 系、奥迪 A8 以及迈巴赫 S 级。这些车型在品牌影响力、技术创新和豪华配置等方面各具特色。总体市场规模相对稳定，2022 年和 2023 年的销量均保持在约 7 万辆，2024 年小幅下降，约为 5.1 万辆。

图 20：尊界 S800 主要竞品 2022-2024 年销量（辆）



资料来源：Marklines、信达证券研发中心

表 2：尊界 S800 主要竞品参数

车型	奥迪 A8	宝马 7 系	宝马 i7	奔驰 EQS 级	迈巴赫 S 级	奔驰 S 级	雷克萨斯 LS
----	-------	--------	-------	----------	---------	--------	---------

		奥迪 A8L 2024	2023 款改款	2023 款	2023 款 450+豪	2025 款 S480	2025 款 S 450L	2024 款 500h 豪
款式		款 55 TFSI	740Li 尊享型	eDrive50L 尊				
		Horch 创始人版	豪华套装	享型豪华套装	华版	4MATIC	4MATIC	华版
外观								
内饰								
基本参数	厂商指导价 (万元)	115.79	102.63	126.97	107.35	145.5	116.09	106.07
	经销商报价 (万元)	104	92.13	116.9	99.2	130.8	104.32	95.12
	级别	大型车	大型车	大型车	大型车	大型车	大型车	大型车
	能源类型	汽油	汽油	纯电动	纯电动	汽油	汽油	油电混合
尺寸	长 (mm)	5450	5391	5391	5224	5470	5320	5235
	宽 (mm)	1945	1950	1950	1926	1921	1921	1900
	高 (mm)	1486	1548	1548	1512	1510	1503	1450
	轴距 (mm)	3258	3215	3215	3210	3396	3216	3125
动力	电动机总功率 (kW)	—	—	335	245	—	—	131
	电动机扭矩 (Nm)	—	—	650	568	—	—	300
	发动机最大功率 (kW)	250	280	—	—	280	270	220
	发动机最大扭矩 (Nm)	500	520	—	—	500	500	350
	驱动方式	前置四驱	前置后驱	后置后驱	后置后驱	前置四驱	前置四驱	前置后驱
	百公里加速 (s)	6.2	5.4	5.5	6.4	5.6	5.6	5.4
	最高车速 (km/h)	250	250	205	200	250	250	250
	电池容量 (kWh)	—	—	101.7	111.8	—	—	—
续航	CLTC 纯电续航里程 (km)	—	—	640	813	—	—	—
	驾驶辅助级别	L2	L2	L2	L2	L2	L2	L2
智驾	巡航系统	全速自适应	全速自适应巡	全速自适应巡	全速自适应巡	全速自适应巡	全速自适应巡	全速自适应巡
	车外摄像头	—	—	—	—	—	7	—
	超声波雷达	—	—	—	—	—	5	—
	毫米波雷达	—	—	—	—	—	10	—
	激光雷达	—	—	—	—	—	—	—
	高速 NOA	—	—	—	—	—	标配	—
	城市 NOA	—	—	—	—	—	—	—
	中控屏尺寸 (英寸)	10.1 英寸+8.6 英寸	14.9	14.9	17.7	12.8	12.8	12.3
座舱	智能驾驶芯片	—	—	—	—	—	—	—
	HUD 抬头数字显示	标配	标配	标配	—	标配	标配	标配

扬声器数量	17/23	18/36	选装：36	9/15	15	15	23
车内氛围灯	多色	多色	多色	多色	64 色	64 色	多色
热泵空调	-	-	-	-	-	-	-
车载冰箱	标配	-	-	-	-	-	-
座椅材质	真皮	真皮	真皮	真皮	真皮	真皮	真皮
舒适度	前排座椅功能	加热、通风、按摩	加热、通风、按摩	加热、通风、按摩	加热、通风	加热、通风、按摩	加热、通风、按摩
	第二排座椅功能	加热、通风、按摩	加热、通风、按摩	加热、通风、按摩	加热、通风、按摩	加热、通风、按摩	加热、通风、按摩

资料来源：太平洋汽车网、信达证券研发中心

江汽构建两大纯电平台，布局高端新能源市场。根据 2024 年 3 月安徽省生态环境厅公示的《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》，江淮汽车将构建两个纯电平台——DE 平台和 X6 平台。环评报告中的车型涵盖 A+级至 C 级等多种车型，包括轿车、SUV 和 MPV 等不同类型。其中，X6 纯电平台定位为豪华新能源平台，主要覆盖中大型 MPV 车型，并通过华为智能技术赋能，积极抢占国内高端市场；规划年产能为 3.5 万辆。

表 3：江淮对 DE、X6 平台的车型规划

平台	车型	车长	轴距	规划达年产能（万辆）
新能源专属平台（DE 平台）	B 级轿车	4860	2960	6
	C 级轿车	5050	3050	3.6
	A+级 SUV	4800	2850	4.8
	B 级 SUV	4890	2960	2.1
豪华新能源平台（X6 平台）	MPV	5200	3200	3.5
合计				20

资料来源：合肥市包河区人民政府、合肥晚报、信达证券研发中心

四、盈利预测

4.1 盈利预测

公司后续重心放在华为智选车型上，且出口业务有望进一步带动盈利增长。因此，基于以下核心假设，对江淮汽车 2025-2027 年盈利进行预测：1）汽车销量；2025-2027 年，乘用车销量同比增速分别为 +16.3%/+21.8%/+15.0%，商用车销量同比增速分别为 +9.2%/+8.1%/+8.1%；2）营业收入；2025-2027 年，乘用车收入同比增速分别为 +61.5%/+45.3%/+20.4%，商用车收入同比增速分别为 +9.6%/+8.5%/+8.5%；3）毛利率；2025-2027 年，乘用车毛利率分别为 14.8%/17.3%/18.9%，商用车毛利率分别为 9.3%/9.4%/9.5%。

表 4：江淮汽车盈利预测

单位：亿元、万辆	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	365.8	450.2	422.0	567.5	703.0	801.9
yoy	-9.3%	23.1%	-6.3%	34.5%	23.9%	14.1%
毛利率	8.5%	11.4%	10.5%	12.8%	14.3%	15.3%

乘用车收入	101.1	159.2	147.9	238.9	347.2	418.2
yoy	15.9%	57.5%	-7.1%	61.5%	45.3%	20.4%
销量	30.2	35.7	16.7	19.4	23.6	27.2
yoy	19.6%	18.2%	-53.3%	16.3%	21.8%	15.0%
毛利率	2.9%	8.7%	10.0%	14.8%	17.3%	18.9%
商用车收入	161.1	210.2	221.6	243.0	263.6	286.0
yoy	-31.6%	30.5%	5.4%	9.6%	8.5%	8.5%
销量	19.3	22.8	16.4	18.0	19.4	21.0
yoy	-27.3%	18.0%	-27.8%	9.2%	8.1%	8.1%
毛利率	8.9%	11.9%	9.2%	9.3%	9.4%	9.5%
尊界收入				79.6	167.6	217.6
销量				1.2	2.6	3.4
毛利率				25%	25%	25%

资料来源: ifind、信达证券研发中心

4.2 相对估值

我们选取同与华为合作的赛力斯、北汽蓝谷以及长安汽车，作为可比公司。

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 568/703/802 亿元，归母净利润分别为 7/18/30 亿元，对应 EPS 分别为 0.31/0.81/1.39 元，截止 2025 年 4 月 22 日收盘，对应 PE 为 112/42/25 倍，对应 PS 为 1.32/1.07/0.93 倍，江淮作为智选车最高端品牌线，我们给予其更高的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值

证券代码	可比公司	营业收入 (亿元)				PS (倍)			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
601127.SH	赛力斯	1451.8	1842.2	2193.4	2570.1	1.46	1.15	0.97	0.82
600733.SH	北汽蓝谷	181.8	459.5	709.2	-	2.4	0.9	0.60	-
000625.SZ	长安汽车	1597.3	1915.7	2155.6	2373.9	0.68	0.56	0.50	0.46
	可比平均					1.50	0.88	0.69	0.64
600418.SH	江淮汽车	422.0	567.5	703.0	801.9	-	1.32	1.07	0.93

资料来源: ifind、信达证券研发中心

注: 股价截止 2025 年 4 月 22 日收盘，除江淮汽车营收外，其余均来自 ifind 一致预期，其中北汽蓝谷未发布 2024 年报，2024 年营收使用 ifind 一致预期

五、风险因素

华为合作项目进展不及预期:

新车型发布后销量不及预期:

原有业务亏损超预期。

资产负债表						单位:亿元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
流动资产	288	277	334	430	522						
货币资金	153	133	123	180	232						
应收票据	0	0	0	0	0						
应收账款	30	31	42	50	59						
预付账款	6	4	8	8	9						
存货	47	36	52	64	69						
其他	51	73	109	127	152						
非流动资产	179	214	212	209	218						
长期股权投资	54	58	61	64	67						
固定资产(合计)	82	93	89	80	79						
无形资产	17	18	16	15	14						
其他	26	45	46	51	58						
资产总计	468	491	547	639	740						
流动负债	268	303	353	424	486						
短期借款	1	1	1	1	1						
应付票据	96	119	128	163	191						
应付账款	87	97	120	144	167						
其他	84	87	103	116	127						
非流动负债	55	63	62	63	67						
长期借款	43	37	32	29	27						
其他	12	26	30	35	41						
负债合计	323	367	414	487	554						
少数股东权益	13	11	11	13	17						
归属母公司股东权益	132	114	121	138	169						
负债和股东权益	468	491	547	639	740						

重要财务指标						单位:亿元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
营业总收入	450	422	568	703	802						
同比(%)	23.1%	-6.3%	34.5%	23.9%	14.1%						
归属母公司净利润	2	-18	7	18	30						
同比(%)	109.6%	-1277.6%	137.5%	164.5%	71.7%						
毛利率(%)	10.5%	10.5%	12.8%	14.2%	15.2%						
ROE%	1.1%	-15.7%	5.5%	12.8%	18.0%						
EPS(摊薄)(元)	0.07	-0.82	0.31	0.81	1.39						
P/E	494.72	—	112.02	42.35	24.67						
P/B	5.66	6.60	6.21	5.41	4.44						
EV/EBITDA	10.25	64.50	34.03	20.71	12.43						

利润表						单位:亿元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
营业总收入	450	422	568	703	802						
营业成本	402	377	495	603	680						
营业税金及附加	5	3	9	9	8						
销售费用	15	15	22	28	32						
管理费用	17	18	21	25	28						
研发费用	16	18	19	23	26						
财务费用	4	0	1	2	1						
减值损失合计	-11	-12	-2	-2	-2						
投资净收益	-2	-10	-1	1	5						
其他	20	12	10	11	10						
营业利润	0	-19	9	23	39						
营业外收支	0	0	0	0	0						
利润总额	0	-19	9	23	39						
所得税	1	1	1	3	5						
净利润	-1	-20	7	20	34						
少数股东损益	-2	-2	1	2	3						
归属母公司净利润	2	-18	7	18	30						
EBITDA	27	12	21	32	49						
EPS(当年)(元)	0.07	-0.82	0.31	0.81	1.39						

现金流量表						单位:亿元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
经营活动现金	34	27	11	76	79						
净利润	-1	-20	7	20	34						
折旧摊销	19	17	11	7	9						
财务费用	0	0	1	1	2						
投资损失	2	10	1	-1	-5						
营运资金变动	9	14	-5	53	42						
其它	4	5	-4	-3	-3						
投资活动现金流	15	-46	-19	-19	-30						
资本支出	34	-14	-3	2	-11						
长期投资	-21	-36	-15	-22	-24						
其他	3	4	-1	1	5						
筹资活动现金流	-38	4	-3	0	3						
吸收投资	5	1	0	0	0						
借款	-21	-6	-5	-3	-2						
支付利息或股息	-3	-3	-1	-1	-2						
现金流净增加额	11	-14	-10	57	52						

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。