

江淮汽车（600418）

商乘并举，合作与自研齐推进

买入（首次）

2022年02月28日

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 杨惠冰

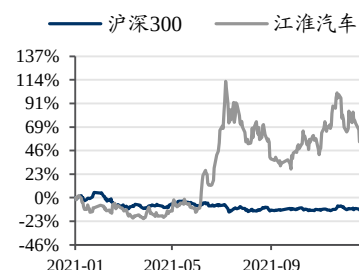
yanghb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	42,831	43,678	47,871	53,633
同比（%）	-9.4%	2.0%	9.6%	12.0%
归母净利润（百万元）	143	252	370	508
同比（%）	34.5%	76.7%	46.6%	37.4%
每股收益（元/股）	0.08	0.12	0.17	0.23
P/E（倍）	209.70	118.99	81.15	59.05

投资要点

- **江淮汽车为集全系列商用车、乘用车及动力总成研产销和服务于一体的综合性老牌自主汽车厂商。**目前江淮产品主要为整车和客车底盘，其中整车产品基本覆盖乘用车及商用车全品类，包括重、中、轻、微型卡车、多功能商用车、客车、MPV、SUV、轿车等。
- **商用车板块：轻卡业务受益行业红利。“大吨小标”治理趋严，违规车型淘汰催生轻卡新需求。**2019年5月起政策频出治理“大吨小标”违规现象，存量超标轻卡淘汰释放运力需求。我们对“大吨小标”治理带来的轻卡运力释放体量进行测算，综合考虑路权+运力经济性，我们认为违规轻卡所释放运力主要流向合规轻卡，行业规模有望持续攀升。江淮商用车产品布局全面，轻卡市场市占率保持行业前列，轻卡产品体系完善，丰富的产品储备与完善的产品矩阵将保证江淮满足各类轻卡置换需求，使得公司受益于轻卡行业发展红利。
- **乘用车板块：思皓品牌电动智能化发展提速。**思皓为江淮大众于2018年发布的全新乘用车品牌，江淮与华为、地平线、科大讯飞等在乘用车智能化领域深度合作，推出智能汽车模块化平台MIS皓学架构，性能卓越。MIS皓学架构历时5年开发，投入100亿研发资源，具有性能卓越，智能科技和柔性迭代特性。江淮思皓将基于MIS皓学架构打造15-20款具有竞争力的新车型，不断提升自身销量规模。
- **代工蔚来：助力业绩增长+技术进步。**江淮为国内一线新势力品牌蔚来代工整车生产，当前合同合作期至2024年5月，年规划产能24万辆。江淮代工蔚来将积累新能源车生产经验，并贡献业绩全新增量。
- **大众安徽：大众中国电动化全面押注，技术支持+产品导入，2023年起贡献投资收益。**2020年大众对江淮大众合资公司增资，持股比例升至75%。大众安徽在技术+产能+产品实现全方位布局，1) **技术：**大众安徽研发中心建设完成，前端研发生产全面把控，推进大众国内市场本土化进程。2) **产能：**MEB制造工厂于2021年开工建设，2023年首款车型投产，预计最大年产量可达35万辆。3) **产品：**大众承诺授予合资公司4-5个大众集团品牌产品。江淮有望持续受益。
- **盈利预测与投资建议。**公司商用车业务板块有望受益于轻卡行业治理加严、替换需求高涨红利，在乘用车板块公司深度合作华为等提升整车智能化水平，品牌向上有望打破近年乘用车销量下滑态势。此外公司代工蔚来助力业绩增长+技术进步。同时大众安徽在技术+产能+产品实现全方位布局，打开业绩增长空间。我们预计公司2021-2023年归母净利润为2.52/3.70/5.08亿元，同比+76.7%/+46.6%/+37.4%，对应PE为119/81/59倍。首次覆盖，我们给予江淮汽车“买入”评级。
- **风险提示：**疫情控制进展低于预期；芯片/电池等关键零部件供应链不稳定风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.73
一年最低/最高价	7.90/21.90
市净率(倍)	1.97
流通A股市值(百万元)	29,986.45

基础数据

每股净资产(元)	6.99
资产负债率(%)	68.63
总股本(百万股)	2184.01
流通A股(百万股)	1893.31

内容目录

1. 全球老牌自主汽车厂商，近年业绩表现不佳	4
1.1. 老牌自主汽车厂商，产品覆盖商用车+乘用车全系	4
1.2. 乘用车业务拖累整体财务表现，业绩依赖政府补助	5
2. 商用车板块：轻卡业务受益行业红利	6
2.1. “大吨小标”治理趋严，违规车型淘汰催生轻卡新需求	6
2.2. 江淮轻卡市占率处于行业前列，产品矩阵完善	8
3. 乘用车板块：思皓品牌智能化发展领先	10
4. 代工蔚来：助力业绩增长+技术进步	13
5. 大众安徽：2023 年起贡献投资收益	14
6. 盈利预测与投资建议	17
7. 风险提示	18

图表目录

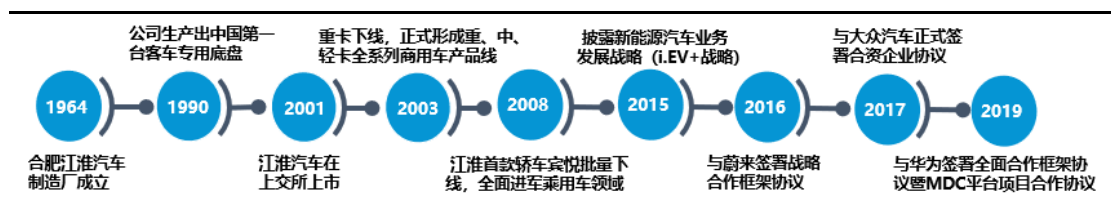
图 1: 江淮汽车发展历程	4
图 2: 公司股权结构情况 (截至 2021 年 6 月)	4
图 3: 公司分业务营收 (左轴/亿元) 及营收同比增速 (右轴/%) 情况	5
图 4: 公司乘用车及商用车销量 (左轴/万辆) 及同比增速 (右轴/%) 情况	5
图 5: 公司整体及分业务毛利率情况 (%)	5
图 6: 公司费用率情况 (%)	6
图 7: 可比公司 2020 年资产负债率 (%)	6
图 8: 公司扣非后归母净利润 (左轴/亿元) 及净利率 (右轴/%) 情况	6
图 9: 公司政府补助金额情况 (亿元)	6
图 10: 江淮商用车年销量情况 (单位: 万辆)	9
图 11: 轻卡行业竞争格局 (%)	9
图 12: 思皓品牌当月销量 (辆)	10
图 13: 思皓品牌燃油车型&新能源车型	10
图 14: MIS 架构柔性迭代参数	11
图 15: 思皓品牌当月销量 (辆)	11
图 16: 思皓 QX 外观	11
图 17: 瑞风 2013-2020 销量 (万辆)	12
图 18: 瑞风品牌现售车型及定价区间	12
图 19: 蔚来车型销量变化情况 (辆)	13
图 20: 公司代工蔚来车型所获单车亏损补偿及制造加工费 (右轴, 元/台) 及总额 (左轴, 万元) 情况	13
图 21: 江淮蔚来高端全铝生产线	14
图 22: 江淮与大众集团合作历史	15
图 23: 大众安徽全新管理团队, 从左至右依次为: 施耐德、冯思翰、穆勇、吕尔曼、邵剑	15
图 24: 江淮与大众签署战略合作协议	16
表 1: 蓝牌轻卡与黄牌轻卡对比	7
表 2: “大吨小标”治理政策梳理	7
表 3: “大吨小标”政策治理带来合规轻卡新增需求测算	8
表 4: 江淮轻卡产品矩阵	9
表 5: 思皓 QX 与竞品车型对比	11
表 6: 江淮与蔚来的合作逐步加码	13
表 7: 大众集团电动化平台简介	16
表 8: 江淮商用车及乘用车销量假设	17
表 9: 江淮商用车及乘用车销量假设	18
表 10: 可比公司估值表 (数据采用 2022 年 2 月 28 日收盘价)	18

1. 全球老牌自主汽车厂商，近年业绩表现不佳

1.1. 老牌自主汽车厂商，产品覆盖商用车+乘用车全系

江淮汽车为集全系列商用车、乘用车及动力总成研产销和服务于一体的综合性老牌自主汽车厂商。江淮汽车始建于1964年，1990年成功生产出中国第一台客车专用底盘，2001年在上交所上市。2003年随着格尔发重卡成功下线，公司正式形成重、中、轻卡全系列商用车产品线。2008年首款轿车宾悦批量下线，标志着公司全面进军乘用车领域。目前公司产品主要为整车和客车底盘，其中整车产品基本覆盖乘用车及商用车全品类，包括重、中、轻、微型卡车、多功能商用车、客车、MPV、SUV、轿车等，涵盖“思皓”、“瑞风”、“JAC”等知名品牌。

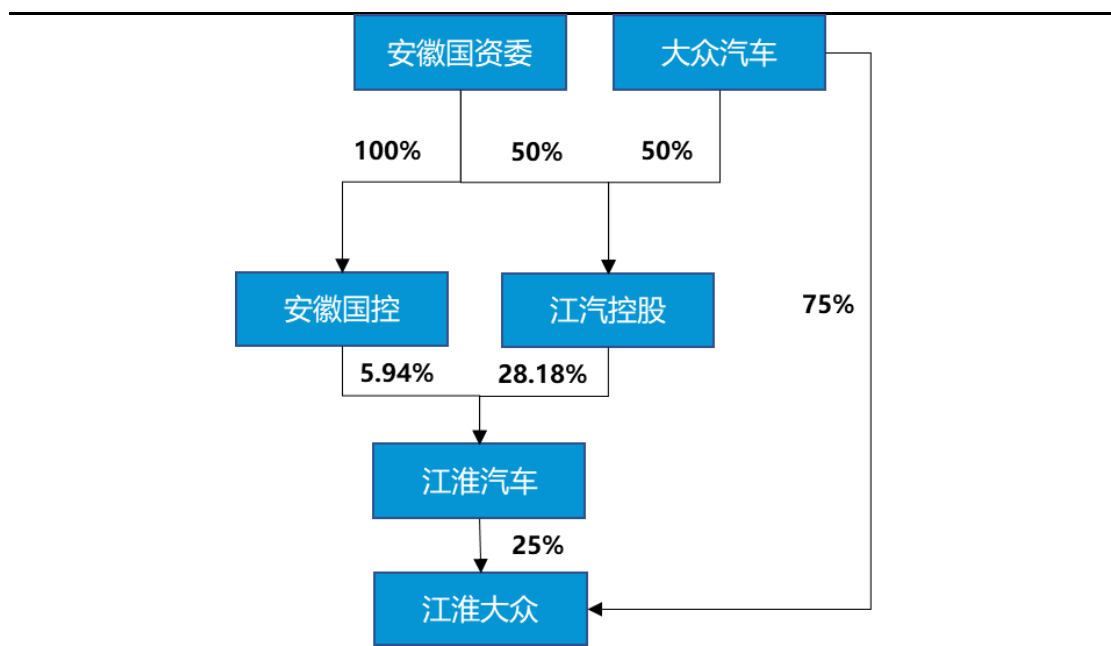
图1：江淮汽车发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

地方国资控股股权结构稳定，大众参股深化合作。截至2021年12月，公司实控人为安徽国资委，合计持股比例20.03%。2020年6月大众集团入股江汽控股，间接持有江淮汽车8.58%股权，进一步深化了大众与江淮自2016年起开启的合作关系。

图2：公司股权结构情况（截至2021年12月）

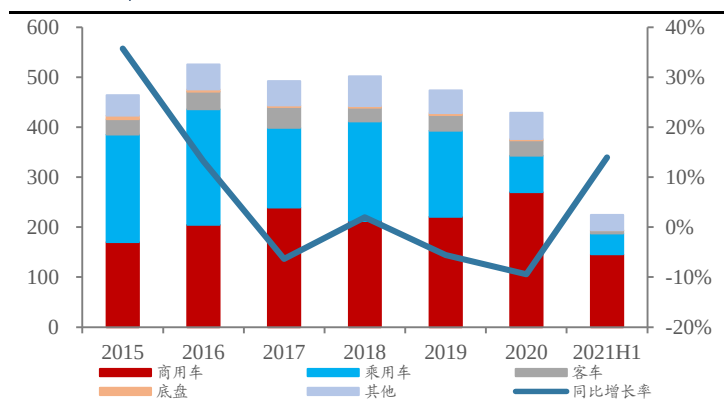


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 乘用车业务拖累整体财务表现，业绩依赖政府补助

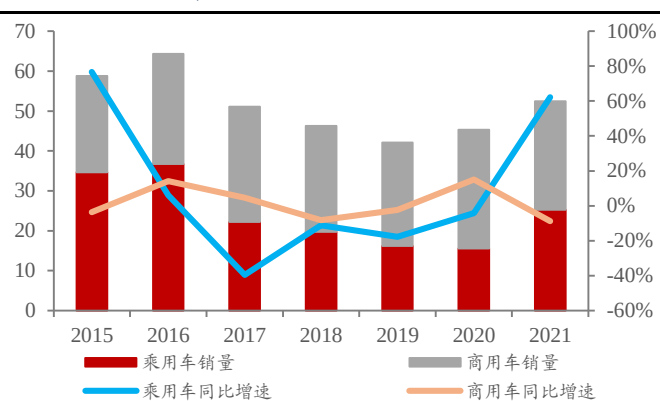
乘用车销量下滑致使公司历史营收整体呈下滑趋势。公司销量近年来不断下滑，其中乘用车同比下滑幅度较大，五年复合增速为-19.3%，影响公司乘用车营收表现；商用车业务基本维持稳定，2020 年受益于治超政策超预期，轻卡需求旺盛，公司商用车营收同比实现 22.3% 的高增长。

图 3：公司分业务营收（左轴/亿元）及营收同比增速（右轴/%）情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：公司乘用车及商用车销量（左轴/万辆）及同比增速（右轴/%）情况

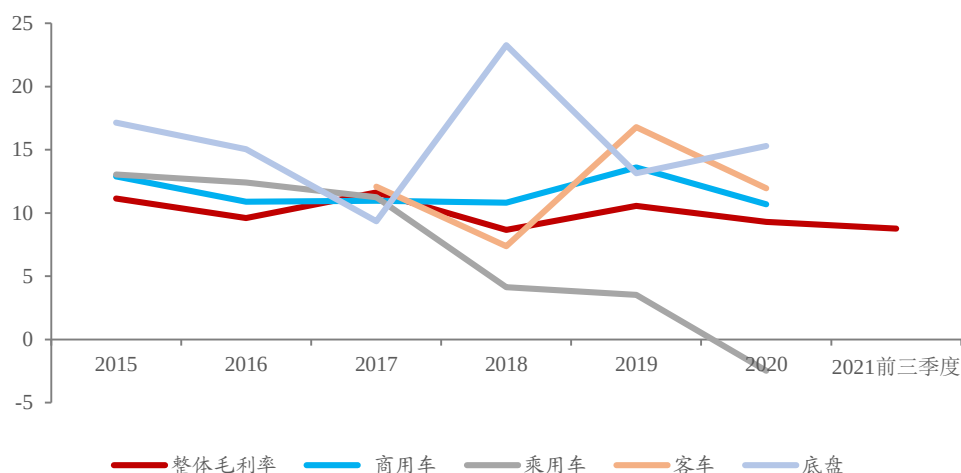


数据来源：wind，东吴证券研究所

注：公司乘用车销量包含为蔚来代工销量

公司乘用车产能利用率较低，毛利率逐年下滑。2020 年公司整体毛利率为 9.3%。2020 年乘用车工厂产能利用率较低，仅为 56.48%，公司乘用车销量表现较差，导致毛利率较低且逐年下滑，2020 年下滑至负数，为-2.48%。

图 5：公司整体及分业务毛利率情况（%）

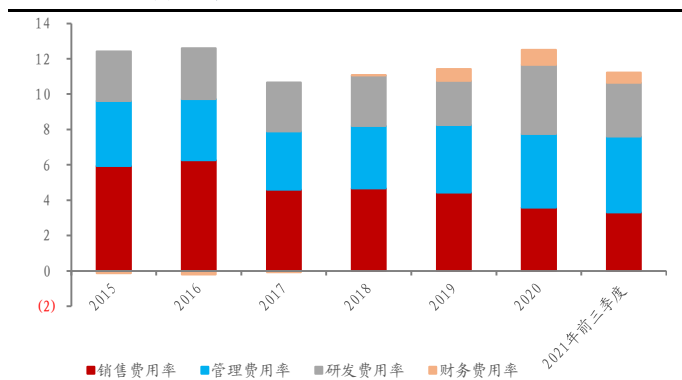


数据来源：wind，东吴证券研究所

研发大幅投入+借款水平较高，公司期间费用率 2017 年以来呈上升态势。公司期

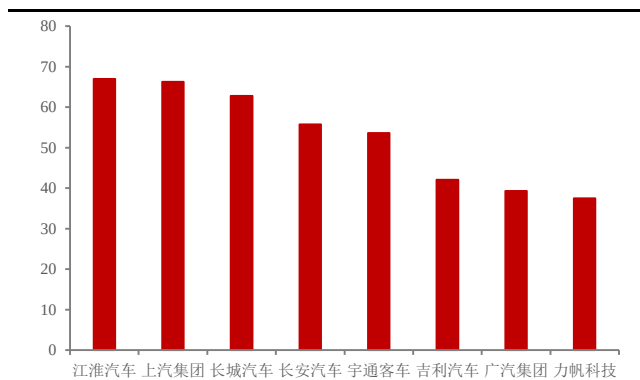
间费用率自 2017 年的 10.60% 提升至 2020 年 12.54%，主要由于公司持续推动在新能源汽车整车及核心零部件等领域的研发，研发投入较多，同时公司资产负债率高于可比公司，借款水平较高，利息支出逐年提升。

图 6：公司费用率情况（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

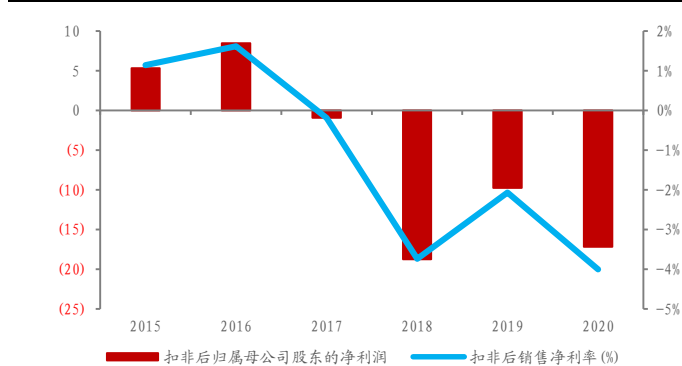
图 7：可比公司 2020 年资产负债率（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

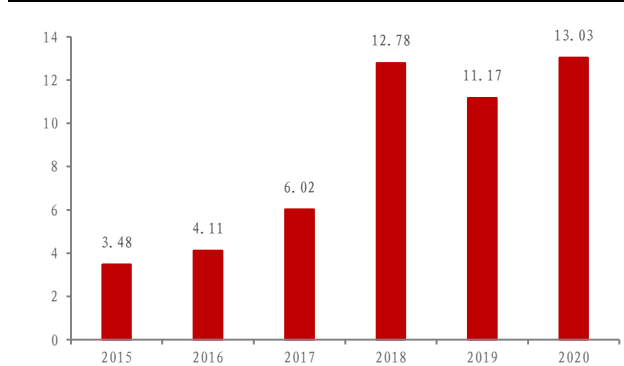
公司业绩对政府补助依赖程度较高，乘用车业务拖累下历史盈利能力较弱。公司所获政府补贴金额近三年维持在 12 亿左右，扣非后归母净利润自 2017 年以来为负，2020 年扣非后销售净利率为-4.01%。

图 8：公司扣非后归母净利润（左轴/亿元）及净利率（右轴/%）情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 9：公司政府补助金额情况（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 商用车板块：轻卡业务受益行业红利

2.1. “大吨小标”治理趋严，违规车型淘汰催生轻卡新需求

2019 年之前“大吨小标”违规现象普遍存在。轻卡通常指车型分类中的 N 类载货车中最大设计总质量不大于 4.5 吨的 N2 类车型，承担城市物流等货运需求，在货运车中销量占比最高。“大吨小标”指合格证标记吨位（通常小于 4.5 吨）小于货车设计吨位（实际可能超过 10 吨）的现象，由于合格证较低的轻卡可上蓝牌，在运营成本、驾

驶员要求、路权等方面与黄牌轻卡相比均具有优势，“大吨小标”轻卡在提升单车载重与单车盈利性同时可受益于蓝牌路权。轻卡生产厂商在 2019 年普遍违规生产重载轻卡满足市场需求，扰乱市场秩序的同时带来较大安全隐患。经相关学术论文统计，2019 年 1 月至 4 月间销售的蓝牌轻卡中违规轻卡占比 40.4%。

表 1：蓝牌轻卡与黄牌轻卡对比

	蓝牌轻卡	黄牌轻卡（同级别）
保险费/车船税	约 5000 元/年	8000-9000 元/年
高速/过桥费	1 类收费标准 约 40-45 元/百公里	2 类收费标准 约 80-90 元/百公里
驾驶证 考取费用	C1 驾驶证 约 4000 元	B2 驾驶证 12000-15000 元
从业资格证	无需办理	需要办理
道路营运证	无需办理	需要办理
限行轻卡	城市内分时段分区域限行	城市内限行，需办理进城证

数据来源：卡车之家，东吴证券研究所

政策频出治理“大吨小标”违规现象，存量超标轻卡淘汰释放运力需求。2019 年 5 月工信部启动轻型货车“大吨小标”专项治理工作，2020 年国务院在《全国安全生产专项整治三年行动计划》进一步明确 2022 年要基本消除“大吨小标”问题。强制性标准 GB38900-2020《机动车安全技术检验项目和方法》于 2021 年 1 月 1 日正式实施。新国标规定“大吨小标”车辆后续将无法通过年检，存量超标轻卡将持续淘汰，释放运力需求。

表 2：“大吨小标”治理政策梳理

时间	政策名称	政策内容
2019 年 5 月		工信部启动“大吨小标”专项治理工作
2020 年 4 月	《全国安全生产专项整治三年行动计划》	2022 年基本消除货车非法改装、“大吨小标”等违法违规突出问题。
2020 年 7 月	《关于开展货车非法改装专项整治工作取缔一批严重违法违规生产企业、维修企业、货运企业、检验机构和非法改装“黑窝点”，依法严肃追究相关违法违规企业和人员法律责任，健全和完善货车生产改装监管机制，为实现到 2022 年基本消除货车非法改装、“大吨小标”等违法违规问题	严把车辆生产制造源头质量关，落实货运企业对车辆安全监管的主体责任，严厉打击“大吨小标”、“百吨王”及倒卖合格证等违法违规行为，从严查处
2021 年 8 月	《关于进一步加强轻型货车、小微型载客汽车运行安全技术条件》（GB7258-2017）等规定和标准查验车辆，对主要特	各地公安交通管理部门要严格轻型货车、小微型载客汽车等登记查验，严格按照《机动车查验工作规范》、《机动车查验工作规程》（GA801-2019）、《机
	客汽车生产和登记管理工作的通知》（征求意见稿）	征和技术参数不符合国家标准，或与《公告》数据及合格证数据比对不一致的，不予办理车辆注册登记。在办理轻型货车登记时，重点核对轻型货车整备质量与检验合格报告、《公告》和合格证记载的整备质量数值，严禁为“大吨小标”车辆办理登记；在办理小微型载客汽车登记时，重点核对车辆

外廓尺寸、座椅布置和固定、轮胎规格以及防抱制动系统（ABS）等安全装置的配备。对发现外观与《公告》明显不符、安全装置配备不齐全、轻型货车整备质量存在严重违规嫌疑的，按规定开展现场调查。

数据来源：国务院政策库，东吴证券研究所

我们对“大吨小标”治理带来的轻卡运力释放进行了测算，**关键假设**为：1）实行“大吨小标”治理之前超标蓝牌轻卡载重量为 5 吨，合规轻卡载重量为 2 吨（蓝标轻卡整车合规重量为 4.5 吨，车自重约 2.5 吨）；2）参考知网论文《新形势下轻卡行业发展趋势浅析》，2017 年-2019 年违规轻卡占轻卡销量比约为 40%。最终我们算得理论层面 2017 年-2019 年违规轻卡替换所释放的运力合计约为 662 万吨。

大吨小标政策催化下轻卡行业在未来将维持景气态势。市场运输需求总量不变情况下违规轻卡所释放运力会向微卡及中卡分流，但由于轻卡主要应用场景为快递运输、商超配送、大件快运等城市短途运输，微卡单车运力低同时中卡为黄牌，路权+运力经济性综合考虑下我们认为违规轻卡所释放运力主要流向为合规轻卡。在悲观/中性/乐观假设下我们测算大吨小标政策导致新增合规轻卡理论需求分别为 198.51/231.59/264.68 万辆。在违规轻卡逐步淘汰后单车运力下降带来的轻卡新增需求可保证轻卡行业销量维持增长态势。

表 3：“大吨小标”政策治理带来合规轻卡新增需求测算

违规轻卡运力测算			
	2017 年	2018 年	2019 年
轻型卡车销量（万辆）	174	189	188
违规轻卡占比（%）	40%	40%	40%
合规载重量（吨）	2	2	2
违规轻卡载重量（吨）	5	5	5
所释放运力（万吨）	209	227	226
2017 年-2019 年合计违规轻卡运力（万吨）	662		
合规轻卡新增需求测算			
	乐观	中性	悲观
运力流向合规轻卡比例（%）	80%	70%	60%
合规轻卡新增需求（万辆）	264.68	231.59	198.51

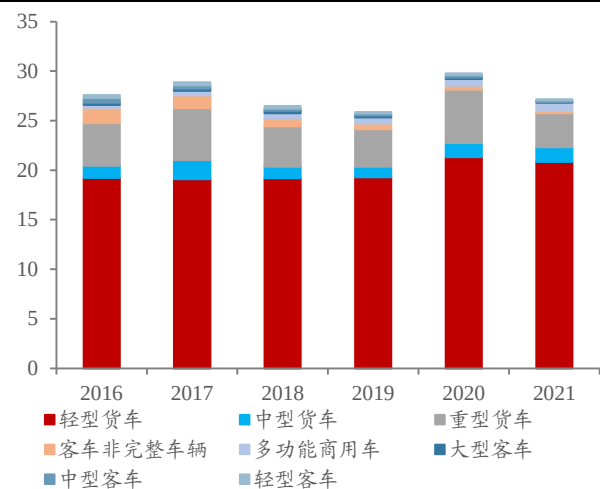
数据来源：中国知网，中汽协，东吴证券研究所

2.2. 江淮轻卡市占率处于行业前列，产品矩阵完善

江淮商用车产品布局全面，轻卡市场市占率保持行业前列。江淮商用车产品涵盖轻型货车、重型货车、多功能商用车、客车等产品。商用车销量近年来基本维持稳定，2020 年商用车销量 29.78 万辆，其中轻卡销量占比公司商用车销量 71.6%。从轻卡行业

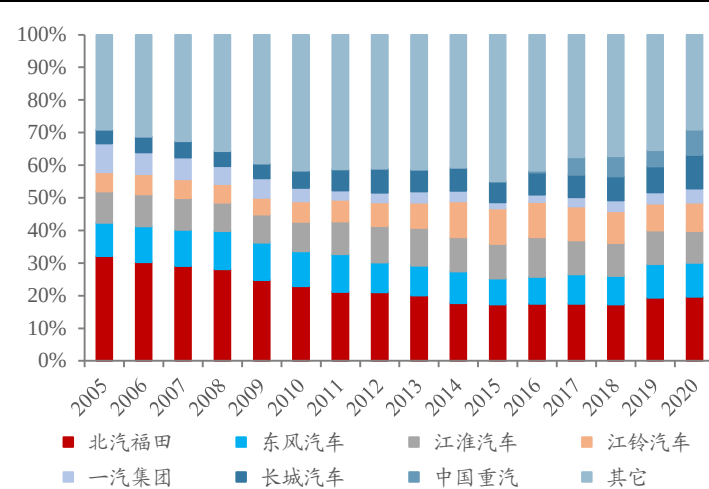
格局来看，2020 年江淮轻卡市占率（销量口径）为 9.71%，排名行业第四。

图 10：江淮商用车年销量情况（单位：万辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：轻卡行业竞争格局/销量口径（%）



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

江淮轻卡产品体系完善，提早布局合规轻卡。轻卡同质化程度较高。市场现有轻卡产品在外观设计、动力性能等方面差异性较小。江淮积极相应国家国六排放升级、蓝牌轻卡新规，在 2021 年 7 月之前已实现旗下轻卡产品全覆盖。江淮高端/中端/低端品牌为别为帅铃系列/骏铃系列/康铃系列，丰富的产品储备与完善的产品矩阵将保证江淮满足各类轻卡置换需求，使得公司受益于轻卡行业发展红利。

表 4：江淮轻卡产品矩阵

	帅铃				骏铃			康铃	
	帅铃 Q 系	帅铃 E 系	帅铃 I 系	帅铃 H 系	骏铃 E 系	骏铃 V 系	骏铃 A 系	康铃 H 系	康铃 J 系
厂商指导价（万元）	9.60-22.60	8.98-15.00	16.00-26.00	6.58-18.00	5.50-12.90	8.08-15.68	11.58-20.00	7.30-15.50	6.05-15.80
驱动形式	4×2	4×2	——	4×2	4×2	4×2	4×2	4×2	4×2
燃料种类	柴油	柴油	纯电	柴油		柴油	柴油	柴油	柴油
轴距（mm）	3365	3365	3308	3308	3365	3365	3365	3308	3365
车身尺寸（米）	5.995*2.34*	5.995*2.19*	5.995*2.17*		5.995*2.015	5.995*2.2*	5.995*2.55*	5.995*2.55	5.995*2.075
	3.29	3.05	3.24		*2.9	2.52	2.85	*3.4	*3.05
额定载重（吨）	1.1	1.495	1.18	1.495	1.365	1.735	1.58	1.495	1.495
整车重量（吨）	3.2	2.805	3.12	2.805	2.805	2.565	2.72	2.6	2.805
最高车速（km/h）	110	110	90	95	100	110	100	95	100
最大输出功率（kW）	117	95	120	112	95	111	117	115	97
最大马力（马力）	160	130	——	152	130	150	160	156	132

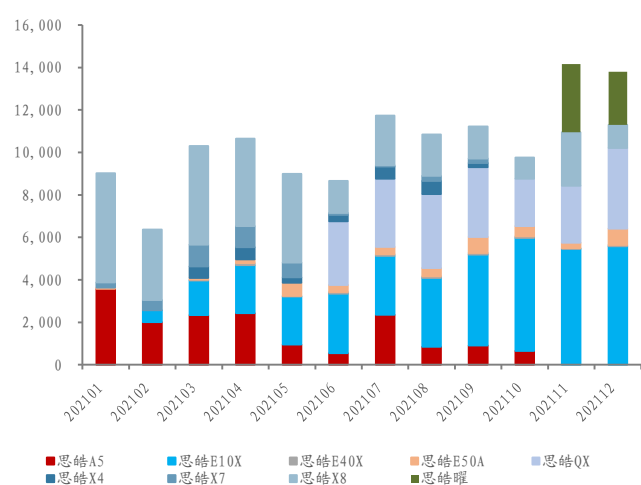
货箱尺寸 (米)	4.015*2.18*	4.15*2.11*2	4.15*2.06*2	4.12*2.42*	3.2*1.9*1.8	4.22*2.1*0	4.18*2.3	4.18*2.3	4.15*2.01*2
	2.2	.2	.2	2.22	5	.5			

数据来源：卡车之家，东吴证券研究所

3. 乘用车板块：思皓品牌智能化发展领先

思皓为江淮大众于 2018 年发布的全新乘用车品牌，目前思皓品牌的经营以及相关商标的使用权归属江淮。思皓首款产品思皓 E20X 于 2018 年 5 月下线。思皓品牌目前在售 9 款车型（3 款电动车型、6 款燃油车型），价格区间为 3.99-17.98 万元。2021 年以来思皓品牌月度销量在 1 万台左右，其中主力车型为思皓 E10X 与思皓 QX。

图 12：思皓品牌当月销量（辆）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 13：思皓品牌燃油车型&新能源车型



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

江淮与华为、地平线、科大讯飞等在乘用车智能化领域深度合作。1) 华为：2019 年 12 月江淮与华为签署全面合作框架协议暨 MDC 平台项目合作协议。双方在智能驾驶、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。思皓 QX 车型中采用了 HiCar 车载系统、华为智能家居系统等；2) 地平线：2021 年 4 月江淮与地平线签署战略框架协议。双方在汽车智能驾驶，智能网联，人工智能领域推动深度合作。公司于 2021 年市售车型思皓 QX 中使用搭载地平线征程系列车规级芯片的产品，实现高级辅助驾驶(ADAS)及智能座舱交互功能。

推出智能汽车模块化平台 MIS 皓学架构，性能卓越。MIS 皓学架构历时 5 年开发，投入 100 亿研发资源，具有性能卓越，智能科技和柔性迭代特性。未来，江淮思皓将基于 MIS 皓学架构打造 15-20 款具有竞争力的新车型。

- **智能科技：**MIS 皓学架构下采用高性能、高集成、高开放的域集中式电子电气架构。智能座舱采用麒麟芯片和鸿蒙操作系统。
- **卓越性能：**采用热效率 43% 的混动专用 DHE 实现节能降耗；以大于等于 80km/h 车速通过麋鹿试验等。

- **架构柔性迭代：**全面覆盖从 A 级到 C 级的轿车、SUV、MPV 和跨界车型的开发，实现轴距、车宽和高度可调，零部件通用化率可达 80% 以上。

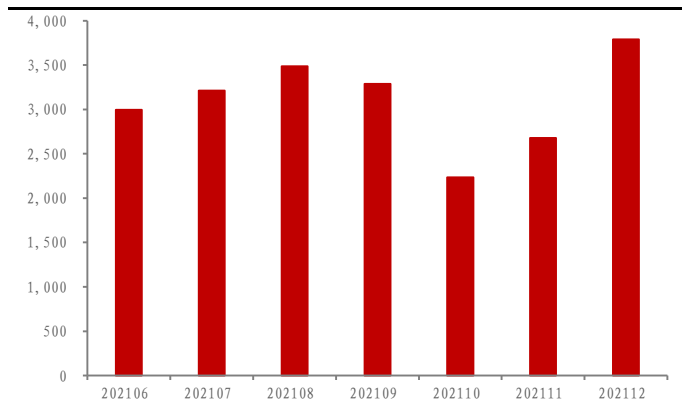
图 14: MIS 架构柔性迭代参数



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

思皓 QX 为基于 MIS 皓学平台下的首款产品，于 2021 年 6 月上市。思皓 QX 定位于 A+ 级 SUV，硬件方面思皓 QX 采用地平线中国首款车规级 AI 芯片征程 2，支持 L2 自动驾驶辅助；软件方面，思皓 QX 搭载最新一代智聆 4.0 车联网系统+ 华为 HiCar 车载系统。思皓 QX 的主要竞品车型为哈弗 H6、长安 CS75 等，与竞品车型相比，思皓 QX 在动力性能方面领先。

图 15: 思皓 QX 当月销量（辆）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 16: 思皓 QX 外观



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表 5: 思皓 QX 与竞品车型对比

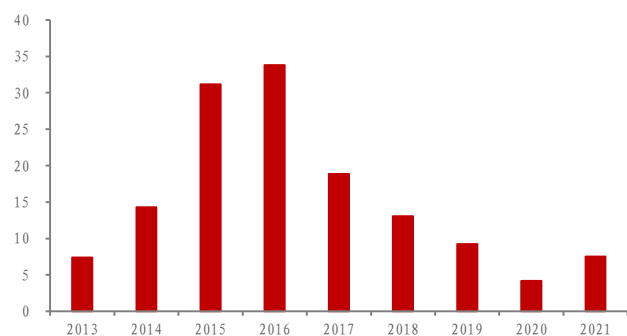
		思皓 QX	哈弗 H6	长安 CS75
	售价 (万元)	10.19-14.89	11.59-15.70	10.39-11.99
	级别	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
尺寸	长*宽*高 (mm)	4605*1890*1700	4653(4683)*1886*1730	4650*1850*1715
	轴距 (mm)	2720	2738	2700
动力数据	最大功率 (kW)	135	113	132
	最大扭矩 (Nm)	300	233	300
辅助驾驶	具体车型	思皓 QX 2021 款 300T DCT 旗舰智联型 (14.89 万元)	哈弗 H6 2021 款 自动四驱 Supreme+ (15.70 万元)	长安 CS75 2022 款 蓝鲸版 1.5DCT 尊贵型 (11.99 万元)
	并线辅助	●	●	---
	车道偏离预警系统	●	●	---
	车道保持辅助系统	●	●	---
	道路交通标识识别	●	●	---
	疲劳驾驶提示	●	●	---
	倒车车侧预警系统	●	●	---
	巡航系统	自适应巡航	全速自适应巡航	定速巡航
内部配置	自动泊车入位	●	●	---
	液晶仪表尺寸	12.3 英寸	10.25 英寸	7 英寸
	HUD 抬头数字显示	---	●	---
	内置行车记录仪	---	●	●
	中控屏幕尺寸	12.3 英寸	12.3 英寸	10.25 英寸
	车联网	●	●	●
	OTA 升级	●	●	---

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

注：除基本参数与尺寸外，区域参数对比选取三款竞品车型顶配车型进行比较

瑞风品牌聚焦商务车，月销量 2000 辆左右。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。2020 年 11 月瑞风聚焦商务车业务，在售产品主要分为主打公商务市场的 L 系以及专注于商用及兼用型市场的 M 系，与竞品车型相比，瑞风商用车在动力性能等方面存在差距，2021 年月销量中枢为 2000 辆左右。

图 17：瑞风 2013-2021 年月销量（万辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 18：瑞风品牌现售车型及定价区间

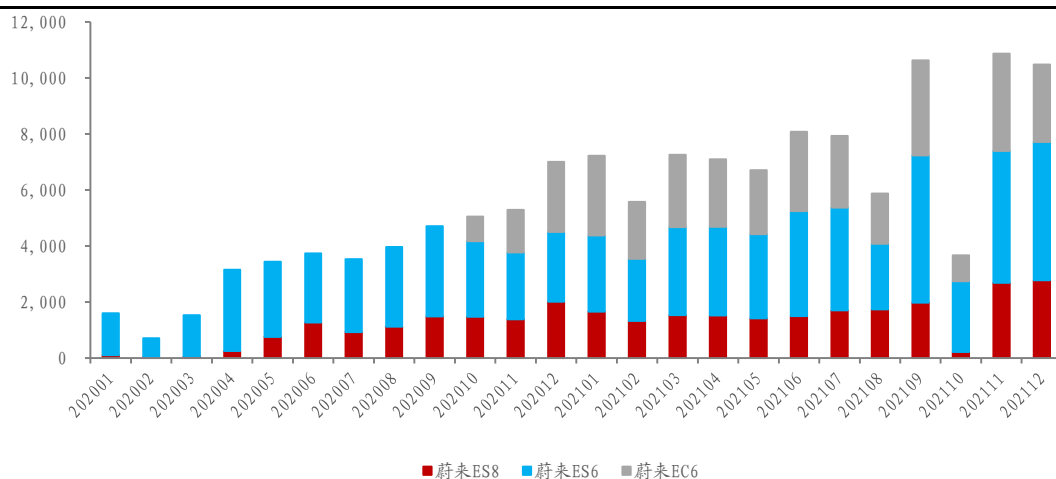


数据来源：公司官网，汽车之家，东吴证券研究所

4. 代工蔚来：助力业绩增长+技术进步

蔚来为国内造车新势力的领跑者之一，成长空间大，确定性高。蔚来于 2014 年 11 月由李斌、刘强东、李想、腾讯、高瓴资本、顺为资本等联合创立，主要产品定位中高端纯电车型。目前在售产品包括 ES8/EC6/ES6 三款车型，销量持续攀升，截至 2021 年 12 月累计销量已达 16.71 万辆。

图 19：蔚来车型销量变化情况（辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

蔚来在电动智能化领域全面布局，技术领先，同时利用圈层营销和极致服务提供较佳消费体验。智能化维度，蔚来整体路线定位自研软件/硬件的全栈闭环，2021 年发布的 NAD 系统树立自动驾驶硬件平台标杆，基本完成所有 L3 级别自动驾驶行车功能。电动化维度，蔚来坚持电驱自研自产路线，同时自成立以来始终坚持换电技术的持续研发和换电网络的建设，提供更优补能体验，为车电分离商业模式提供基础。在消费品层面，蔚来营销+服务多方面入手全面塑造品牌力。因此我们认为蔚来将受益于新能源智能车蓬勃发展行业红利，销量维持较高水平增长。

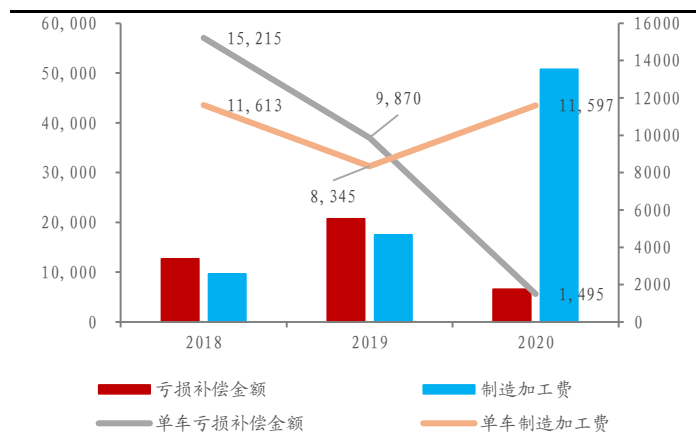
2016 年起江淮为蔚来代工生产，合作逐步深化。2016 年蔚来与江淮签署为期五年的战略合作协议，蔚来负责车辆设计研发、供应链管理、制造技术以及质量管理，江淮汽车建设专属生产基地，负责车辆生产。江淮按件计费收取代工费，且自生产开始的前 36 个月向蔚来收取合肥工厂的运营亏损。2021 年 3 月，江淮与蔚来成立合资公司江来制造，江淮持股 51%，成为合作主导方。2021 年双方签署继续合作协议将合作期延长至 2024 年 5 月，江淮汽车将把年生产能力扩大到 24 万辆，满足蔚来产品生产的增量需求。

表 6：江淮与蔚来的合作逐步加码

图 20：公司代工蔚来车型所获单车亏损补偿及制造加工费（右轴，元/台）及总额（左轴，万元）情况

时间	合作内容
2016	签署战略合作协议，双方全面推进新能源汽车、智能网联汽车产业链合作，预计整体合作规模约100亿元，首款合作车型ES8
2018	开展第二款车型（ES6）合作
2021	成立合资公司江来先进制造技术(安徽)有限公司，江淮汽车为江来制造公司的主导方，持股51%，蔚来则持股49%。
2021	蔚来汽车发布公告和江淮汽车、江来制造签订联合制造生产协议，协议时间从2021年5月至2024年5月。江淮汽车将继续生产ES8、ES6、EC6、ET7和其他可能的蔚来车型，并将把年生产能力扩大到24万辆（以每年4000工作小时计算）

数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：蔚来汽车年报，东吴证券研究所

代工蔚来积累新能源车生产经验，智能化工厂提高生产水平。江淮汽车建设能实现全铝车身制造的工厂，从云平台、物联网、应用系统等方面全方位规划，成为具有高度自动化、网络化、智能化以及先进制造工艺水平特点的“中国制造 2025 安徽样板工厂”。此外根据双方合作协议，蔚来为江淮提供必要的技术信息，同时为保证工艺端和制造端的沟通反馈顺畅，蔚来汽车为江淮工厂提供 150 名员工保证生产质量，江淮的生产制造水平也在此过程中得到显著提高，获得长期竞争优势。

图 21：江淮蔚来高端全铝生产线

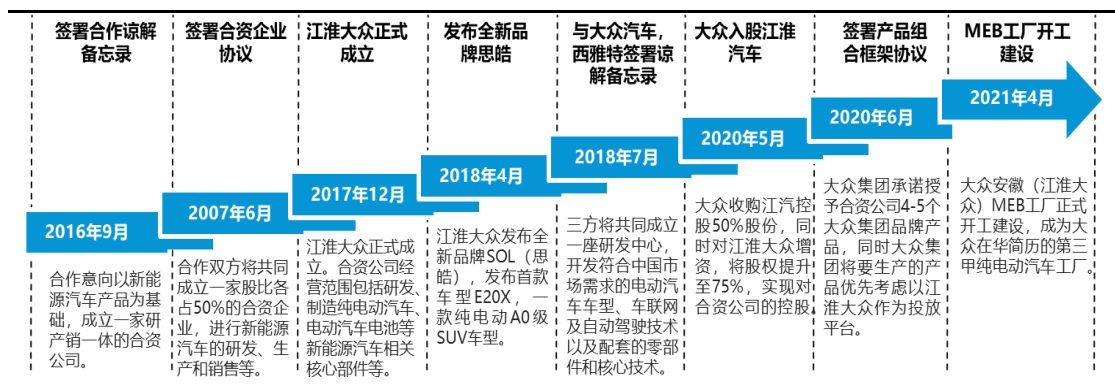


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

5. 大众安徽：2023 年起贡献投资收益

大众安徽（原江淮大众）战略地位显著。2017 江淮与大众成立合资公司江淮大众，2020 年大众对合资公司增资，持股比例达到 75%，大众持股比高于其在一汽大众及上汽大众的比例。江淮与大众合资企业大众安徽（原江淮大众）为大众集团在中国第一家专注于新能源汽车的合资企业，战略地位显著。

图 22：江淮与大众集团合作历史



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

大众主导大众安徽管理层建设，凸显大众安徽重要战略地位。大众安徽核心领导层均来自大众集团。大众汽车集团（中国）CEO 冯思翰亲自掌舵大众安徽，被任命为大众安徽有限公司首席执行官；2007年至2014年大众汽车集团（中国）财务部负责人穆勇被任命为大众安徽首席财务官；在上汽大众MQB平台车型项目中担任重要角色同事负责ID.纯电动车型的车身部件以及电池外壳的研发的吕尔曼为大众安徽首席技术官，负责大众安徽全新纯电动汽车产品组合的研发工作；大众安徽的首席制造官为施耐德，曾任职于大众汽车集团旗下多个品牌，曾负责上海和长春工厂的管理。作为首席制造官，施耐德未来将主要负责汽车量产项目和工厂扩能建设；邵剑被任命为大众安徽首席人力资源官，拥有超过15年的集团业务管理经验。

图 23：大众安徽全新管理团队，从左至右依次为：施耐德、冯思翰、穆勇、吕尔曼、邵剑



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

大众安徽在技术+产能+产品实现全方位布局，随合资公司逐步放量，我们预计

2023 年起将成为江淮利润增量主要贡献者。

技术：大众安徽研发中心建设完成，前端研发生产全面把控，推进大众国内市场本土化进程，江淮有望受益于大众集团的技术领先性。大众安徽全新研发中心于 2020 年 12 月在合肥竣工，包含研发、质保、同步工程、全功能预生产和测试等多个部门，公司预计到 2025 年该研发中心将拥有 500 名工程师，增强大众汽车（安徽）有限公司本地化的研发能力。江淮作为合资方也有望受益于大众集团技术领先性。

产能：MEB 制造工厂于 2021 年开工建设，2023 年首款车型投产。2021 年 4 月大众安徽 MEB 工厂开工建设，公司预计最大年产量可达 35 万辆，将于 2022 年底竣工，首款车型于 2023 年投产。2025 年大众安徽计划生产 20-25 万辆，在 2029 年生产 35-40 万辆。此外，2021 年 7 月大众集团公布 2030NEW AUTO 战略，加速转型成为软件驱动型移动出行服务提供者。根据该战略，大众安徽将被打造成集团下一代机电一体化平台（SSP 平台）的本土生产基地。SSP 平台是大众汽车集团的下一代机电一体化平台，将 3 个燃油车平台和 2 个纯电动汽车平台整合为适用于集团旗下所有品牌和所有级别车型的机电一体化平台架构。

表 7：大众集团电动化平台简介

平台名称	首款车型量产时间	平台简介
MEB 平台	2020	2019 年正式推出的纯电动车模块化平台，覆盖奥迪、大众、斯柯达和西雅特品牌的各类车型，第一批从 2020 年开始量产。
PPE 平台	2024	由奥迪与保时捷联合研发，将覆盖宾利、奥迪和保时捷的轿车、旅行车、SUV 等多种车型，定位中大型纯电动高性能平台。
SSP 平台	2026	2035 年后 SSP 将成集团唯一架构，SSP 平台将以汽车电子、软件和计算机系统为核心，未来多元化的动力系统将可灵活地与架构进行模块化组合。可支持从单电动机到四电动机的布局，并将支持 L4 级别自动驾驶。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

产品：大众安徽产品规划及收入目标明确。根据双方合作框架协议内容，大众集团承诺将授予合资公司 4-5 个大众集团品牌产品，预计总收入 2025 年达 300 亿元，2029 年达 500 亿元（该营收预计数据来源为公司公告）。此外，大众集团将要生产的产品将优先考虑以江淮大众作为投放平台。大众集团在 B/C 级车细分市场（纯电动汽车、燃油汽车/插电混动汽车车型）以及商用车市场进行新车型投放时，大众安徽将获得优先考虑，以提高合资公司的盈利能力和经济规模。

图 24：江淮与大众签署战略合作协议



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

基于以下核心假设，我们对江淮汽车 2021-2023 年盈利进行预测。

商用车板块，公司商用车业务板块有望受益于轻卡行业治理加严、替换需求高涨红利，我们预计 22-23 年公司轻卡销量增速为 8.0%/5.0%。

乘用车板块，公司深度合作华为等提升整车智能化水平，品牌向上有望打破近年乘用车销量下滑态势，乘用车 2022/2023 年销量增速我们预计为 5.0%/2.0%。

代工业务方面，江淮为蔚来代工生产，合作逐步深化，蔚来将受益于新能源智能车蓬勃发展行业红利，销量维持较高水平增长。根据最新合作协议，江淮与蔚来的合作期将延长至 2024 年，我们预计公司将受益与蔚来合作关系，打开业绩增长空间。

合资公司方面，大众安徽在技术+产能+产品实现全方位布局，首款车型于 2023 年投产，随着合资公司逐步放量我们预计 2023 年起将为江淮贡献利润增量。

表 8：江淮商用车及乘用车销量假设

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
商用车销量（万辆）	22.22	19.75	16.24	15.56	27.18	28.87	30.02
轻卡销量（万辆）	19.10	19.18	19.28	21.25	21.20	22.90	24.04
其他商用车销量（万辆）		0.57	-3.04	-5.69	5.97	5.97	5.97
轻卡销量增速（%）	-0.64%	0.43%	0.53%	10.22%	-0.22%	8.00%	5.00%
乘用车（万辆）	22.22	19.75	16.24	13.82	25.25	26.51	27.04
乘用车销量增速（%）	-39.51%	-11.10%	-17.79%	-14.89%	82.67%	5.00%	2.00%

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

因此我们预测江淮汽车 2021~2023 年营业收入为 436.78/478.71/536.33 亿元，同比

增速为 1.98%/9.60%/12.04%；毛利率为 9.73%/10.00%/10.03%。销售费用率分别为 3.50%/3.45%/3.34%，管理费用率分别为 4.17%/4.14%/4.10%，研发费用率分别为 3.50%/3.40%/3.30%

表 9：江淮商用车及乘用车销量假设

	2020	2021E	2022E	2023E
总营收（亿元）	428.31	436.78	478.71	536.33
YOY	-9.42%	1.98%	9.60%	12.04%
毛利率（%）	9.30%	9.73%	10.00%	10.03%
费用率（%）				
销售费用率	3.59%	3.50%	3.45%	3.34%
管理费用率	4.18%	4.17%	4.14%	4.10%
研发费用率	3.91%	3.50%	3.40%	3.30%

数据来源：wind，东吴证券研究所

最终，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 2.52/3.70/5.08 亿元，同比 +76.7%/+46.6%/+37.4%，对应 PE 为 119/81/59 倍。根据公司主营业务类型我们选取 6 家可比公司，可比公司估值均值为 21/13/12 倍。首次覆盖，我们给予江淮汽车“买入”评级。

表 10：可比公司估值表（数据采用 2022 年 2 月 28 日收盘价）

证券代码	公司简称	股价/元	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE/倍		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
000550	江铃汽车*	15.58	101.05	5.74	16.69	—	17.60	6.06	—
600066	宇通客车*	9.75	220.64	9.90	17.75	17.73	22.28	12.43	12.44
601633	长城汽车	36.51	2,681.93	67.82	110.18	170.68	39.05	24.04	15.52
601238	广汽集团	12.79	1,136.85	64.95	89.86	110.56	17.48	12.63	10.27
600104	上汽集团	18.11	2,115.87	249.93	262.09	271.08	8.47	8.07	7.81
000625	长安汽车	12.94	861.19	45.47	59.46	70.17	18.94	14.48	12.27
可比公司算数平均 PE							20.63	12.95	11.66
600418	江淮汽车	13.73	299.86	2.52	3.70	5.08	118.99	81.15	59.05

数据来源：wind，东吴证券研究所（*表示盈利预测来自于 wind 一致预期）

7. 风险提示

疫情控制进展低于预期。如果全球新冠疫情控制低于预期，则对全球经济产生影响，从而影响需求复苏。

芯片/电池等关键零部件供应链不稳定。若全球性芯片短缺持续加严，电池等关键零部件供应紧张，将影响公司生产能力。

与大众的合资公司生产及销售不及预期。若合资公司安徽大众产能建设进程不及预期或车型销量不及预期将影响公司投资收益。

轻卡行业政策推进不及预期。若治理轻卡行业政策推行不及预期将影响公司轻卡销售。

江淮汽车三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	20,731	21,074	26,047	28,745	营业收入	42,831	43,678	47,871	53,633
现金	7,075	4,998	9,581	11,198	减: 营业成本	38,847	39,429	43,085	48,256
应收账款	2,553	3,054	3,141	3,489	营业税金及附加	500	437	503	579
存货	1,903	2,108	2,409	2,547	营业费用	1,538	1,529	1,652	1,791
其他流动资产	9,199	10,915	10,917	11,511	管理费用	1,791	1,821	1,982	2,199
非流动资产	21,387	20,120	18,616	16,831	研发费用	1,677	1,529	1,628	1,770
长期股权投资	4,764	4,764	4,764	4,764	财务费用	366	197	225	160
固定资产	10,958	9,955	8,694	7,169	资产减值损失	550	213	216	224
在建工程	403	500	598	695	加: 投资净收益	151	156	154	155
无形资产	2,583	2,183	1,804	1,413	其他收益	1,232	830	800	800
其他非流动资产	2,679	2,718	2,756	2,790	资产处置收益	1,227	699	766	804
资产总计	42,117	41,194	44,663	45,576	营业利润	126	209	301	413
流动负债	21,791	22,563	23,843	26,213	加: 营业外净收支	8	-41	-42	-37
短期借款	2,102	2,102	2,102	2,102	利润总额	135	168	259	377
应付账款	7,830	8,362	9,028	10,024	减: 所得税费用	-115	-39	-57	-69
其他流动负债	11,859	12,099	12,713	14,087	少数股东损益	107	-45	-53	-62
非流动负债	6,413	4,510	6,383	4,481	归属母公司净利润	143	252	370	508
长期借款	4,858	2,956	4,828	2,926	EBIT	-692	-1,066	-977	-962
其他非流动负债	1,555	1,555	1,555	1,555	EBITDA	1,290	65	108	72
负债合计	28,204	27,073	30,226	30,694	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	861	815	762	700	每股收益 (元)	0.08	0.12	0.17	0.23
归属母公司股东权益	13,053	13,305	13,675	14,182	每股净资产 (元)	6.89	7.03	7.22	7.49
负债和股东权益	42,117	41,194	44,663	45,576	发行在外股份 (百万股)	1,893	2,184	2,184	2,184
					ROIC (%)	-5.4%	-5.8%	-5.2%	-4.9%
					ROE (%)	1.1%	1.9%	2.7%	3.6%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率 (%)	9.30%	9.73%	10.00%	10.03%
经营活动现金流	-1,331	-468	1,807	2,380	销售净利率 (%)	0.3%	0.6%	0.8%	0.9%
投资活动现金流	1,092	591	1,200	1,435	资产负债率 (%)	67.0%	65.7%	67.7%	67.3%
筹资活动现金流	-534	-2,200	1,576	-2,198	收入增长率 (%)	-9.42%	1.98%	9.60%	12.04%
现金净增加额	-814	-2,077	4,583	1,618	净利润增长率 (%)	34.5%	76.7%	46.6%	37.4%
折旧和摊销	1,982	1,131	1,085	1,034	P/E	209.70	118.99	81.15	59.05
资本开支	671	620	966	1,327	P/B	1.99	1.95	1.90	1.83
营运资本变动	-2,991	-1,503	771	1,303	EV/EBITDA	22.11	440.00	241.56	310.48

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn