

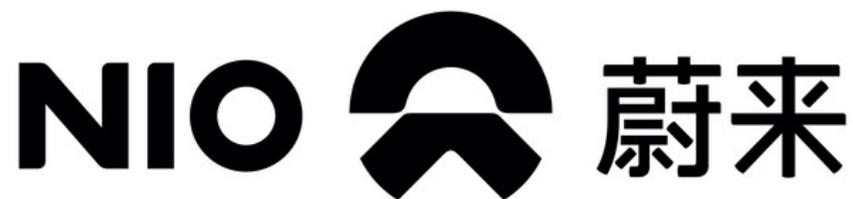
江淮汽车：探索汽车工业新模式

——【浙商科技·公司深度报告】

公司评级：买入

2023年1月10日

分析师	施毅	陈杭	研究助理	张盈	安子超
邮箱	shiyi@stocke.com.cn	chenhang@stocke.com.cn	邮箱	zhangying03@stocke.com.cn	anzichao@stocke.com.cn
证书编号	S1230522100002	S1230522110004	电话		18611396466



江淮汽车是一家涵盖汽车出行、金融服务等众多领域的综合型汽车企业集团。自成立以来，通过十五年九代技术、四代产品迭代，目前已形成国内领先、国际先进的电动车技术平台。得益于国家对新能源的大力支持，叠加自身技术积累并与众多科技企业及知名车企展开合作，江淮汽车在2023年将迎来飞速发展，具体可分为以下几个方面：

1、主营业务：国内海外全面开花，持续扩大品牌影响

- 国内：公司在维稳传统车型收入的基础上，大力发展新能源产品，截止到2022年上半年，公司新能源乘用车思皓新能源同比销量翻番，增幅高于行业平均水平。
- 国外：公司积极响应国家“一带一路”政策，出口覆盖“一带一路”沿线国家近百个，出口量约占公司总量的80%。从收入端来看，公司2022年上半年出口同比增长42.74%，其中皮卡产品在海外市场得到广泛关注。

2、代工蔚来：打造“江来制造”，强势转型新能源领域

- 公司与蔚来自2016年开始合作发展新能源领域，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。

3、牵手大众：共同发展电动化领域，创造全新利润增长

- 公司与大众合作多年，2017年合作成立大众安徽，建立大众安徽MEB平台，全面打造纯电动汽车。并于2022年7月三方签订大众智慧物流项目战略合作协议，进而打开研发、营销和制造国际化水准能力建设通道。

4、合作华为：携手知名科技企业，实现双方共同发展

- 公司2019年开始与华为合作MDC平台项目合作协议，公司将投入近百亿资金，打造全新工厂，首款新车将于2023年的三、四季度开卖。除华为外，公司还与地平线、黑芝麻智能等其他科技企业展开合作，结合公司汽车行业优势与科技企业核心技术，提升公司汽车智能化水平。

预计公司22-24年实现营收386、466、524亿元，实现归母净利润1.4、4.1、6.1亿元。当前市值（2023年1月10日收盘价）对应22-24年PE分别为241、82、55倍，对应22-24年PB分别为2.20、2.14、2.06倍，低于可比公司均值，给予“买入”评级。

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	40,310.52	38,576.53	46,620.69	52,383.48
增长率（%）	-6.05%	-4.30%	20.85%	12.36%
归母净利润（百万元）	200.00	140.03	411.96	609.41
增长率（%）	40.24%	-29.99%	194.19%	47.93%
EPS（元/股）	0.09	0.06	0.19	0.28
市盈率（P/E）	168.39	240.50	81.75	55.26
市净率（P/B）	2.21	2.20	2.14	2.06

风险提示

- 1、原材料价格上涨风险
- 2、宏观经济下行风险
- 3、乘用车发展不及预期风险

目录

CONTENTS

01

坚持自有品牌，行业资源丰富

02

乘用商用共舞，销量一路飞升

03

合作知名企业，创造无限可能

04

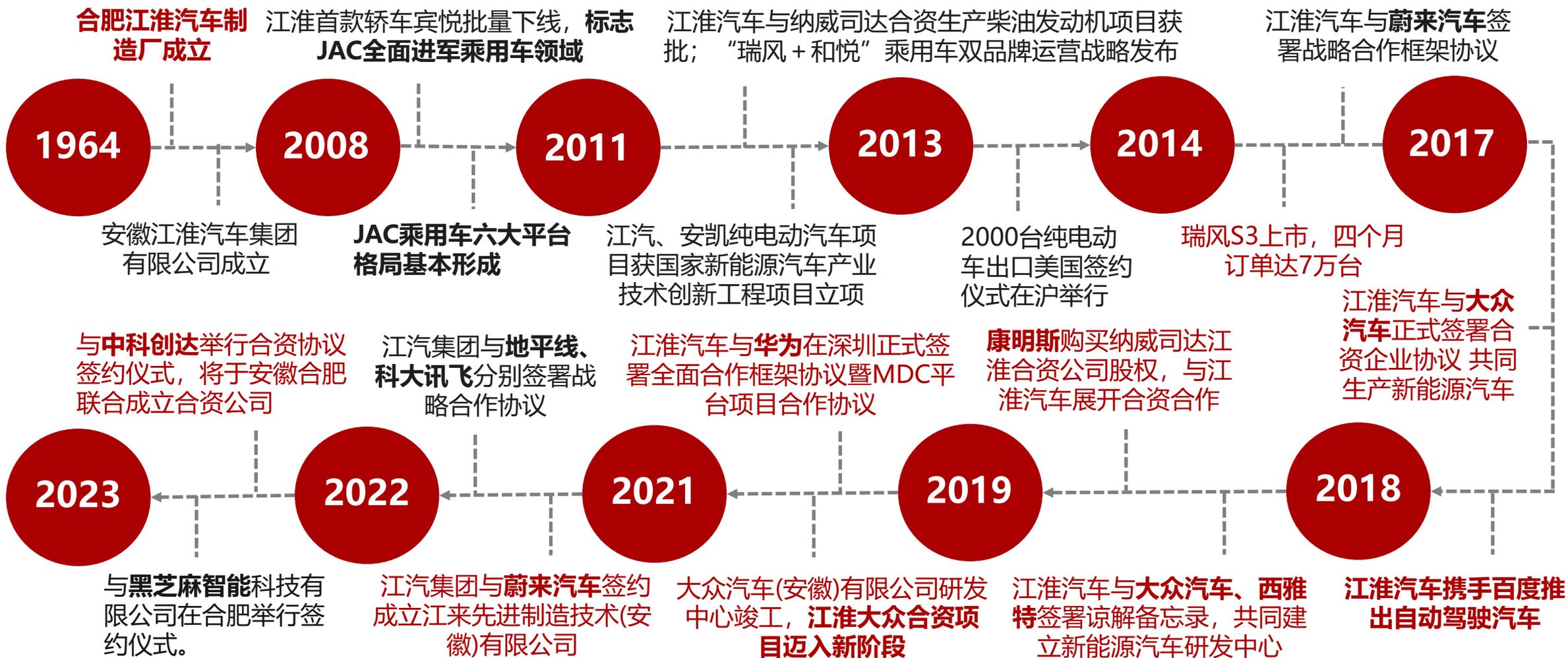
盈利预测

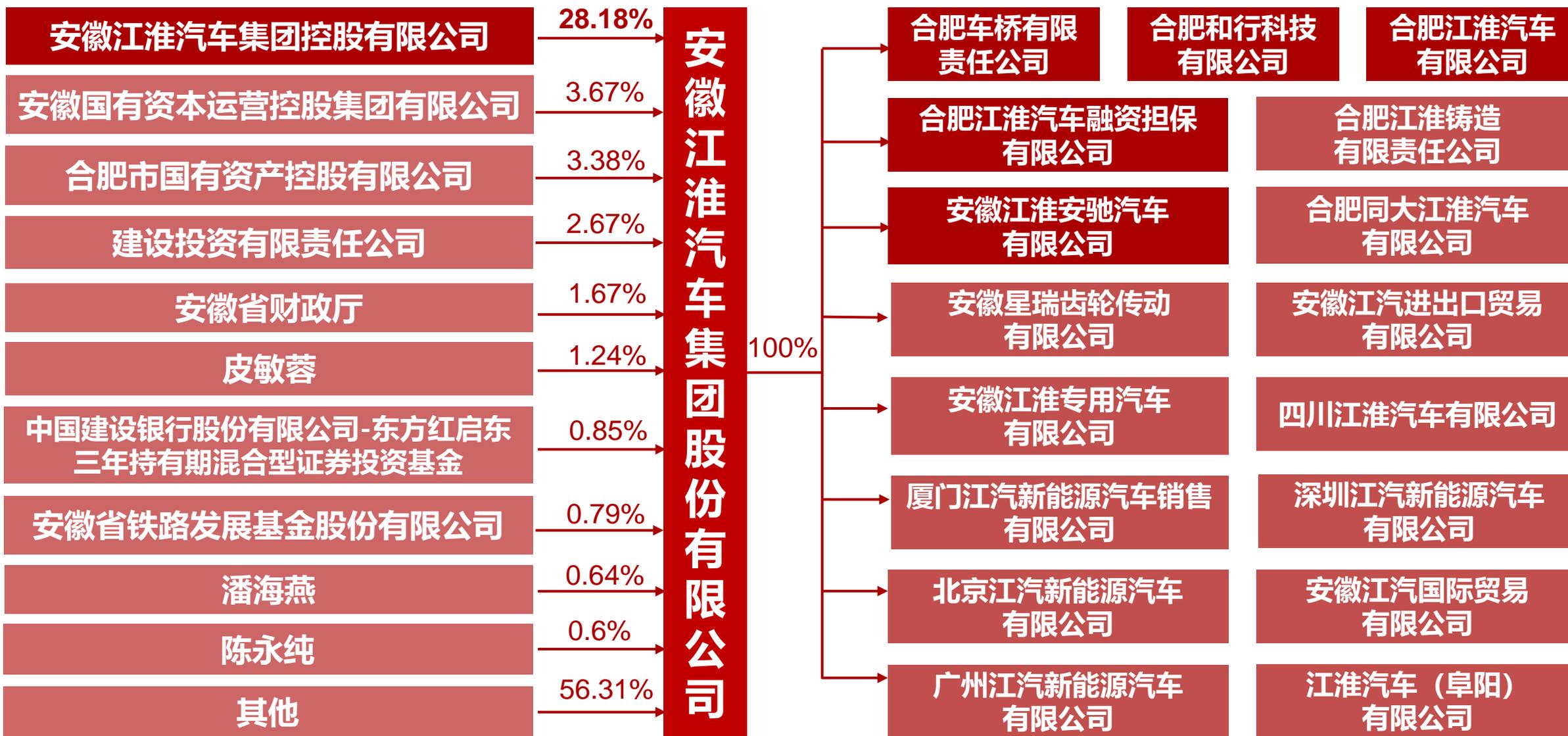
01

**坚持自有品牌
行业资源丰富**

多年深耕汽车制造

大力发展新能源领域





数据来源：天眼查，浙商证券研究所

思皓燃油车

思皓X8



思皓X6



思皓QX

思皓曜



思皓X7

思皓X4

思皓A5



思皓新能源

思皓爱跑

思皓E10X花仙子



思皓E40X

思皓E50A

瑞风

瑞风
L6MAX瑞风
L5瑞风
M4瑞风M3/M3
Plus/2022款

江淮iEV

江淮iEVA50

江淮iEV7L



星悦

星悦客车

星悦厢式车

星悦改装车

星悦节油王

星悦捷运王



帅铃Q系、i系、E系、G系

帅铃



骏铃V系、A系、E系、G系

骏铃



骏铃擎天柱



骏铃冰博世



康铃H系、J系

康铃



江淮皮卡T6、T8、T8PRO

江淮皮卡



悍途



恺达

X5、X6、X7



德沃斯Q8、Q9、V8、V9

德沃斯



威铃K3、K5、K6、K8

威铃



格尔发

高端牵引类

载货类

专用类



工程类



客车底盘

捷运通系列

校运通系列

商旅通系列

城际通系列



专用车底盘

环卫车系列

清障车系列

冷链车系列

危险品运输车系列



安徽省技术创新中心

智能化

构建全新一代智能电动车技术平台

智能座舱

智能驾驶

愉悦

Level 6

意义

信息安全

软件定义汽车的EE架构

易用

Level 5

电动化

蜂窝电池技术

电池安全

高集成平台化电驱动系统

可用

Level 4



通过外延包覆的UE技术，可做到电芯单体间电隔离和热隔离；有效避免因电池失效导致的车辆起火，提供安全放心的用车选择；截至2020年末，已累计在2万辆车上实际搭载使用验证。

可靠

Level 3

低能耗

整车能耗开发技术

整车轻量化技术

能用

Level 2

经济型热泵空调技术

Level 1

汽车产品进化六层次

02

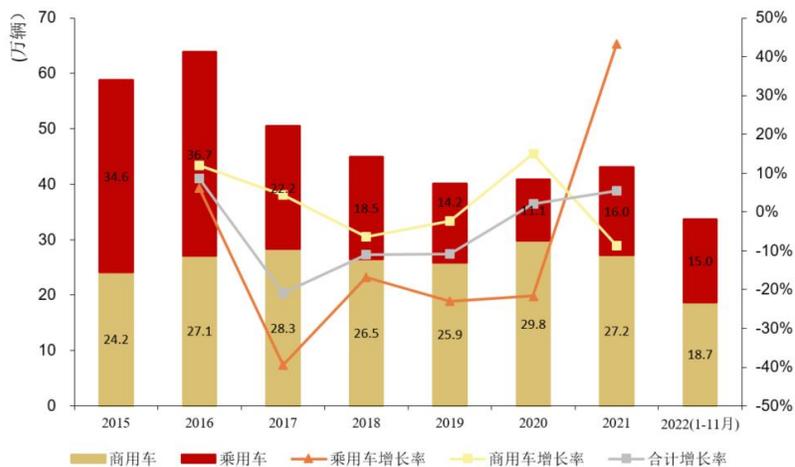
**乘用商用共舞
销量一路飞升**

“思皓”成为销量主力军

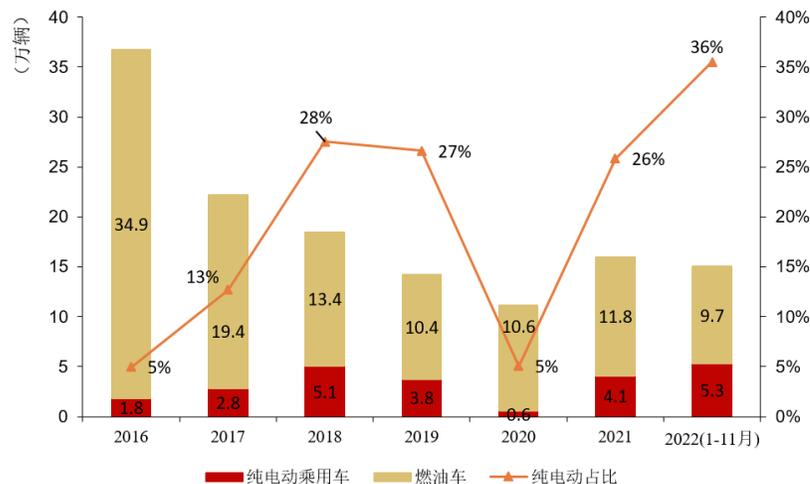
多车型路线助推乘用车业务

商用车产品矩阵齐发力

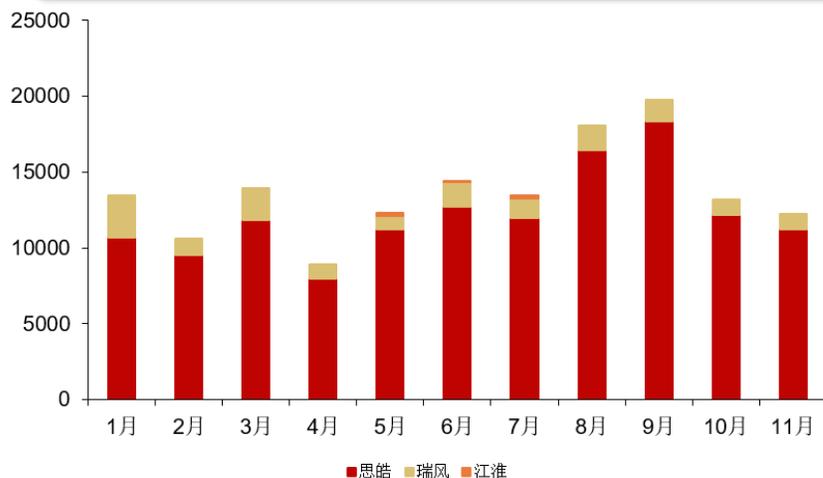
2022年1-11月乘用车占其总销量的44.5%



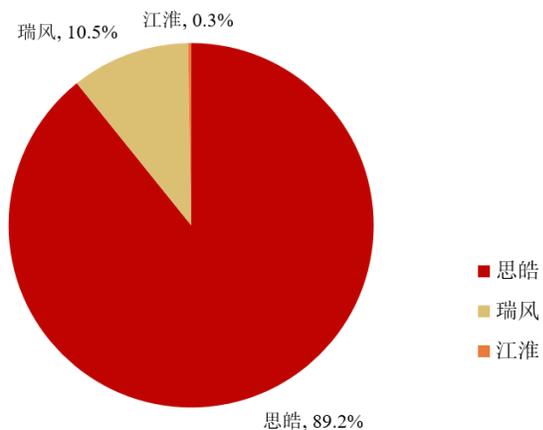
2022年1-11月份纯电动乘用车占比36%



2022年1-11月份乘用车月平均1.36万辆

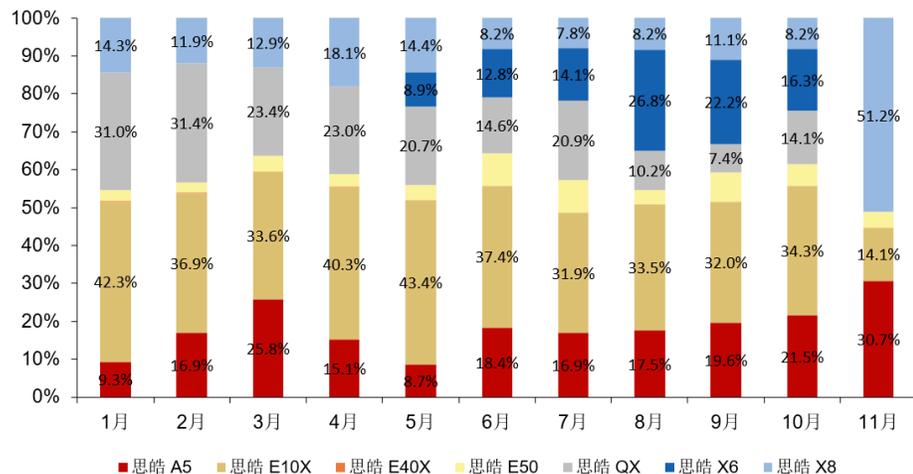


乘用车新品牌“思皓”销量占比89.2%

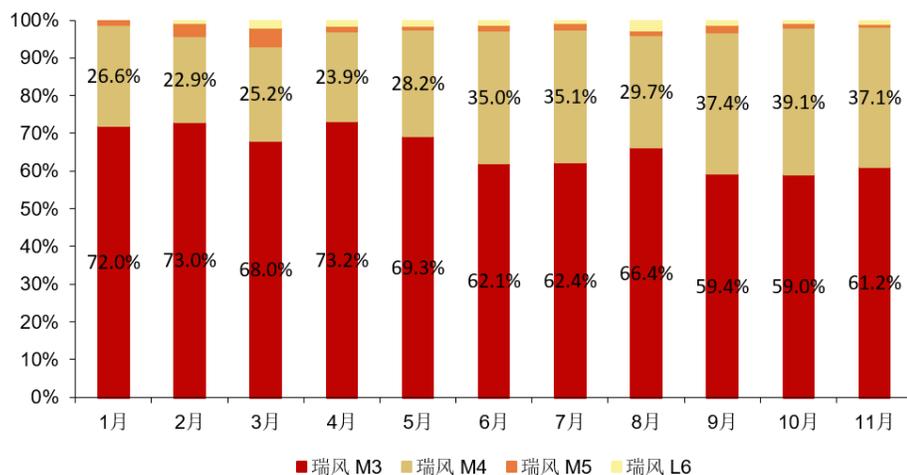


- 瑞风主打MPV
- 思皓主打SUV&轿车

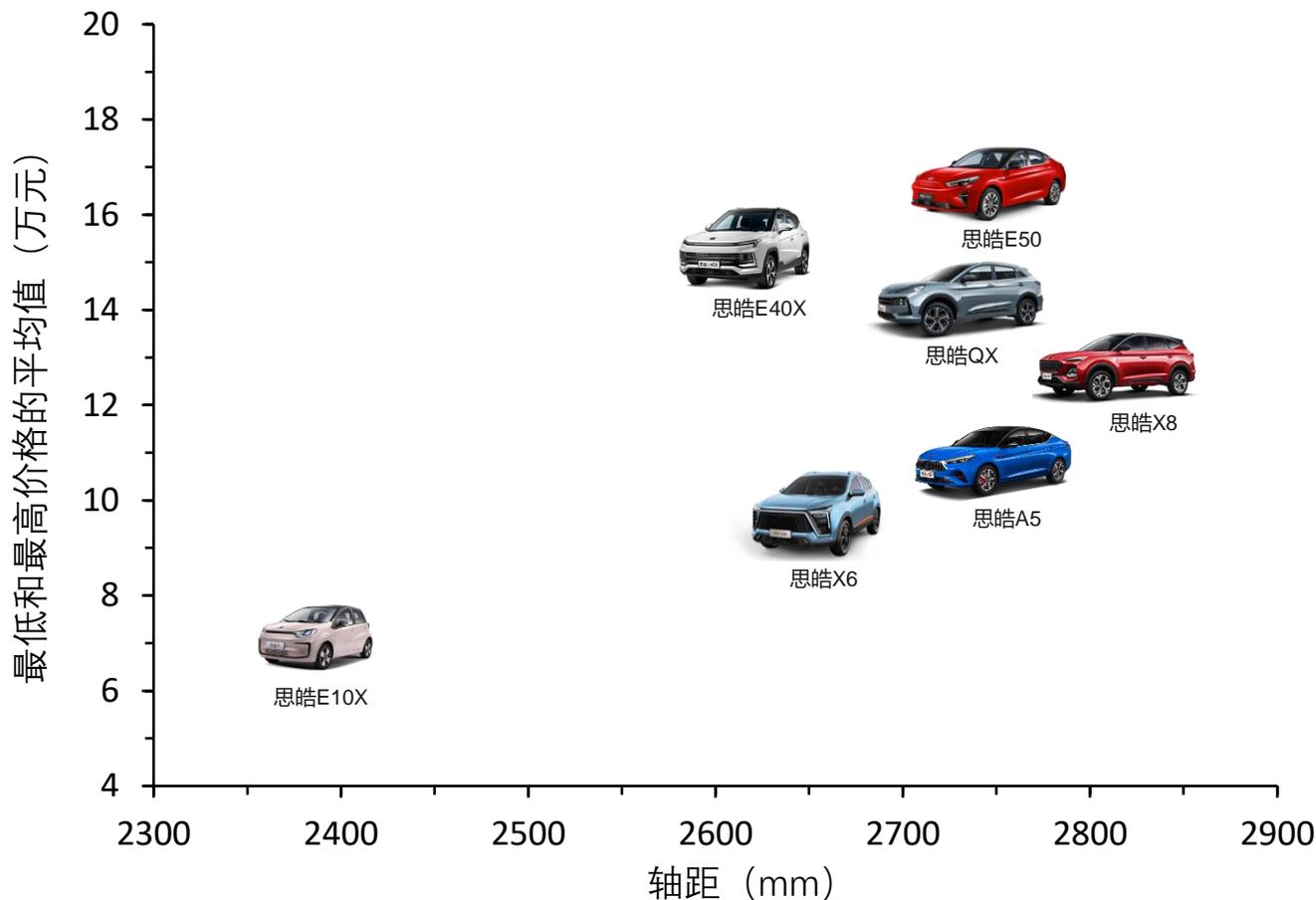
2022年思皓X8、A5、E10X、X6为其主力车型



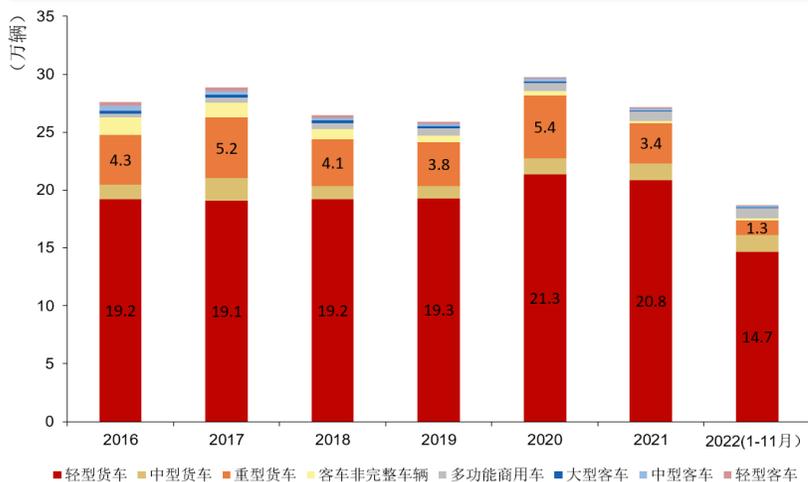
2022年瑞风品牌M3、M4为其主力车型



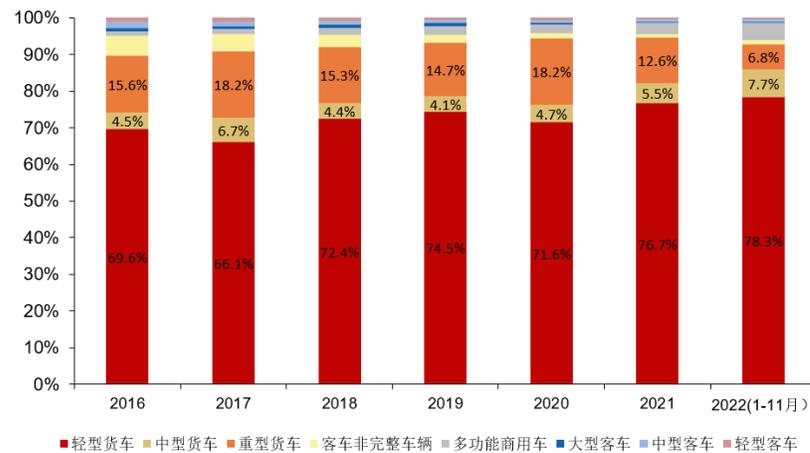
思皓品牌主力车型产品矩阵



轻型货车和重型货车为其主力车型



2022年1-11月轻型货车占比为78.3%



星锐客车



星锐厢式车



帅铃Q7



骏铃



江淮皮卡T6



威铃K3

03

**合作知名企业
创造无限可能**

携手蔚来布局新能源领域

再次合作华为共同造车

牵手大众奠定电动化基础



2019年：江汽集团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**。

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。

MIS皓学架构智能座舱——首款产品：思皓QX

采用麒麟990+鸿蒙OS等软硬件系统，CPU算力 $\geq 75kDMIPS$ ，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，涵盖15项实用的ADAS、可以全面覆盖272项全场景功能的唤醒、手机远程控制、数字钥匙，以及腾讯和华为hicar生态加持，使得智慧助手、热门小程序，智能家居等各种功能应有尽有。

搭载地平线中国首款车规级AI芯片，采用DMS+IMS方案，通过人脸识别实现FaceID、疲劳监测、不良驾驶行为提醒、多模态交互、车内拍照等，以及基于驾驶员面部识别的智能场景功能和面向乘员姿态或动作的智能场景功能。

2021年6月26日，思皓QX正式上市，共8款车型，价格9.69万-14.39万元。

HOL-Pilot思皓智能驾驶技术

2021年11月，思皓乘用车推出了HOL-Pilot思皓智能驾驶技术。

HOL-Pilot思皓智能驾驶技术L2+高速领航辅助驾驶功能，将会在2022年率先部署到思皓QX NOP版本，这也将是燃油车最高级别智能驾驶辅助功能的率先落地。



2022：公司与华为在2022年再次携手，开始合作造车。

华为将参与到产品定义、核心零部件选用、营销服务体系等领域，合作车型定位在20-35万，主打中端市场。公司将投入近百亿资金，打造全新工厂，从生产制造到销售端需要12-16个月，**首款新车会在2023年的第三、第四季度开卖。**

2022年3月28日：思皓新能源智炫纯电轿跑——爱跑正式开启预售。

思皓E50 Apro

产品搭载最新的**J-Pilot Plus智能辅助驾驶系统**，这套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，并且全球首发华为77G前置毫米波雷达，水平视角达120°，可以对路沿、路况全覆盖，感知无盲区；独特的垂直FOV设计，避免误识别导致频繁刹停、点头；抗干扰算法有效消除雷达间干扰，目标漏检率显著优于业界标杆。



超长续航

智感热泵空调2.0
602公里长续航

百变空间

2760mm长轴距
后排可平躺
越级空间

智能生态

L2级智能驾驶辅助J-Pilot Plus数字生态座舱
“无微不至”生活好助手

舒享安全

蜂窝电池2.0
E型多连杆独立悬架
环保式6安全气囊

- 2016年4月，公司与上海蔚来汽车有限公司签署战略合作框架协议，首先从制造方面切入合作，进一步推进新能源汽车方面的合作，合作规模将达到约100亿元。
- 本次合作意在从事新能源汽车生产，蔚来汽车授权公司使用其商标和相关技术，并为公司提供生产所需零部件和物料；公司负责汽车生产，双方共同生产新能源合作汽车车型。

- 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。



- 双方合作的首款产品为蔚来汽车首款批量生产的电动乘用车。2017年12月16日，首届NIO Day（蔚来日）举办，蔚来ES8正式上市并开启预订。
- ES8同时是全球首款装载Mobileye EyeQ4自动驾驶芯片的量产车型，该芯片计算能力较上一代提升8倍。

- 搭载蔚来智能系统Banyan，以行业领先的硬件，全新的软件，带来超越期待的产品体验。
- 蔚来第二世代数字座舱，AI算力、图形处理、多媒体处理能力全面提升。



① 公司简介

蔚来控股有限公司 安徽江淮汽车集团股份有限公司

↓ 50%

↓ 50%

江来先进制造技术（安徽）有限公司

- 2021年3月，江汽集团与蔚来汽车继续达成深化合作，合办“江来”，**打造全新“江来制造”商业模式，构建“先进制造+工业互联网”新生态**；
- 江淮第一个轻量化车身（全铝车身）制造基地，也是江淮汽车最先进的智能制造基地，被誉为**“中国制造2025安徽样板工厂”**。
- 2022年4月26日，江淮蔚来生产基地第20万台汽车下线。

③ 公司优势

- 全面应用三维建模和虚拟仿真技术，开展全工艺数字化工厂3D设计、BIM（建筑信息化模型）设计、工艺三维仿真设计，从设计源头开始，保证生产线整体工艺设备模块化程度。
- **国内最新且唯一一条全铝车身生产线**，车身铝材应用量高达96.4%，实现了车身轻量化的生产；
- **节能降耗绿色工厂**：通过地源热泵技术实现厂房内的温度调节，可使车间的总能耗下降约20%。

② 合作车型

ET7



EC6



ES6



ES8



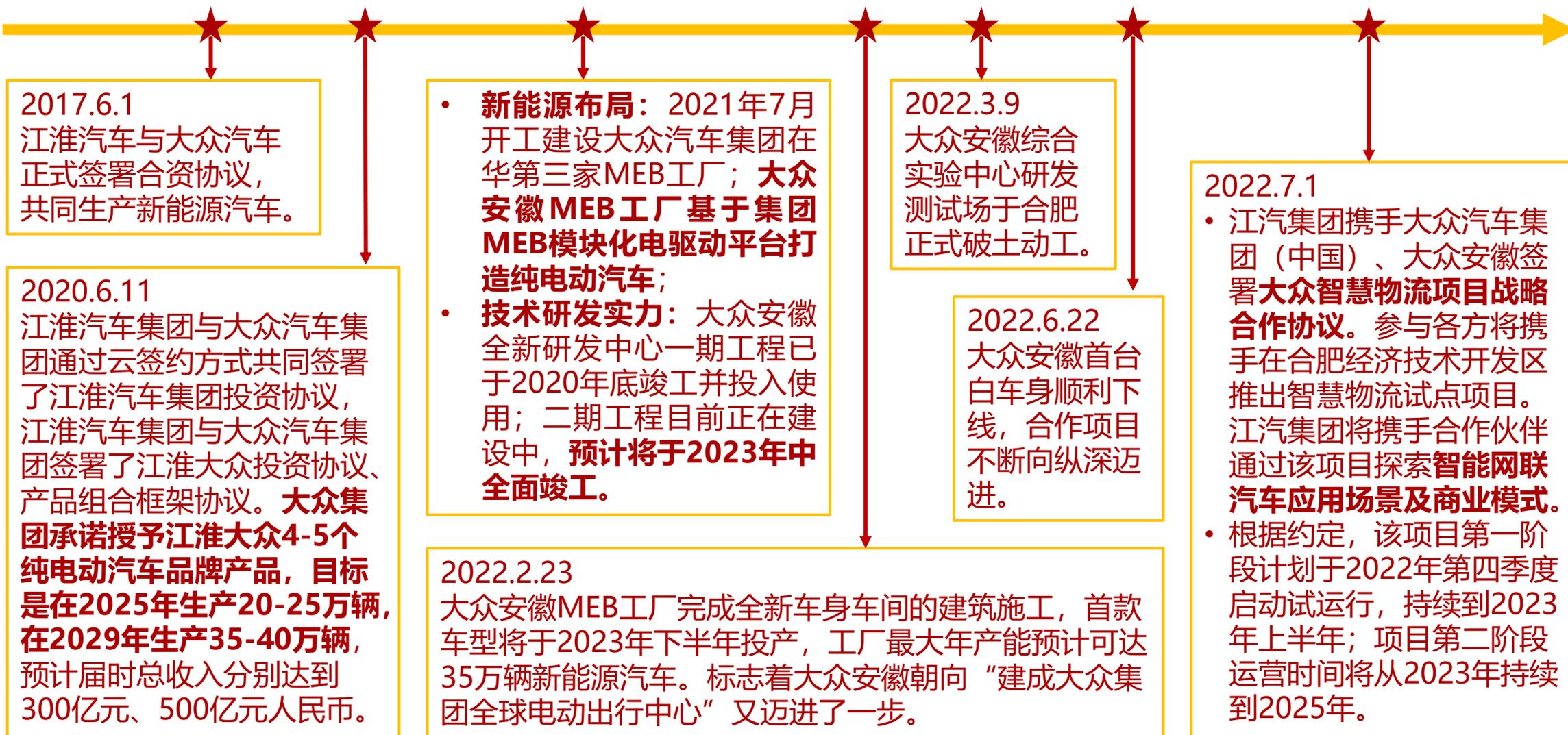
- 在欧洲，大众汽车集团是推行电动化的先行者，早期便展开了行业内规模最大的电动化攻势，集团的投入已经开始获得回报。
- 2021年，集团领跑欧洲市场，每四辆电动汽车中就有一辆来自大众汽车集团。初步数据显示，集团超额完成了欧盟（包括挪威和冰岛）的车辆二氧化碳排放目标。

- 在北美，大众汽车品牌在加拿大、美国和墨西哥三个市场恢复盈利。包括纯电动ID.4在内的五款SUV新车型备受青睐，累计销量占集团在美国市场总销量的逾75%（约37.5万辆）。
- 即将推出的纯电动ID. Buzz1将成为集团在美国市场与消费者建立情感共鸣的关键。
- 大众汽车品牌在南美同样成功扭转局面。集团以客户为导向，连续推出Taos、Nivus等车型，为实现盈利和正现金流奠定了坚实基础。

大众发布2030 NEW AUTO战略

2021年电动化攻势大获成功：纯电动汽车销量欧洲市场第一，美国市场第二，中国市场销量增长超过2020年的4倍

- 在中国市场，大众汽车集团作为长期领导者，同时拥有较高的盈利能力。中国市场将对集团未来移动出行变革的成功起到关键作用。集团在中国拥有16%的市场份额，是第二大竞争对手的近两倍。大众汽车品牌作为最成功的品牌，占有11%的市场份额，保时捷、宾利、兰博基尼均创造了新的销售记录。
- 通过ID.4、ID.6和即将登陆的ID.3，大众汽车携手合作伙伴向市场推出纯电动车系列，并将集团新成立的新能源汽车合资企业—大众安徽打造成SSP平台的本土生产基地，其中包含正在建设的新研发中心。
- 大众汽车集团还将借助更多本土人才技能和能力进一步扩大在中国的业务。如今，已经有约1000名软件工程师在中国为CARIAD工作。



04

盈利预测

盈利预测

估值分析

得益于国家对新能源的大力支持，叠加自身技术积累并与众多科技企业及知名车企展开合作，预计公司22-24年整车业务收入分别317/388/430亿元，其中商用车收入分别200/220/231亿元，乘用车收入分别100/150/181亿元，客车收入分别16/17/18亿元。

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
整车	33,880	31,655	38,769	42,981
YOY	-9%	-7%	22%	11%
商用车	23,552	20,019	22,021	23,122
YOY	-13%	-15%	10%	5%
乘用车	8,723	10,031	15,046	18,056
YOY	19%	15%	50%	20%
客车	1,605	1,605	1,701	1,803
YOY	-48%	0%	6%	6%
底盘	98	103	113	136
YOY	-67%	5%	10%	20%
其他业务	4,356	4,356	4,791	5,749
YOY	22%	0%	10%	20%
其他主营业务	1,978	2,373	2,848	3,417
YOY	18%	20%	20%	20%
营业收入合计	40,311	38,487	46,521	52,283
YOY	-6%	-5%	21%	12%
其他金融类业务收入	97.00	90.00	100.00	100.00
营业总收入	40,310.52	38,576.53	46,620.69	52,383.48
YOY	-6%	-5%	21%	12%

预计公司22-24年实现营收386、466、524亿元，实现归母净利润1.4、4.1、6.1亿元。由于整车制造行业为重资产模式，且部分可比公司仍处于亏损状态，故采用PB进行估值分析。公司当前市值（2023年1月10日收盘价）对应22-24年PB分别为2.20、2.14、2.06倍，低于可比公司均值，给予“买入”评级。

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	40,310.52	38,576.53	46,620.69	52,383.48
增长率 (%)	-6.05%	-4.30%	20.85%	12.36%
归母净利润 (百万元)	200.00	140.03	411.96	609.41
增长率 (%)	40.24%	-29.99%	194.19%	47.93%
EPS (元/股)	0.09	0.06	0.19	0.28
市盈率 (P/E)	168.39	240.50	81.75	55.26
市净率 (P/B)	2.21	2.20	2.14	2.06

公司	代码	2023/1/10		每股净资产 (元)				PB			
		股价(元)	总市值(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
赛力斯	601127.SH	44.00	658.80	5.81	8.01	7.52	8.61	7.57	5.49	5.85	5.11
长城汽车	601633.SH	30.24	2,624.77	6.69	7.96	9.08	10.52	4.52	3.80	3.33	2.87
上汽集团	600104.SH	14.49	1,692.93	23.43	24.24	25.62	27.15	0.62	0.60	0.57	0.53
广汽集团	601238.SH	11.46	1201.83	8.68	9.65	10.67	11.90	1.32	1.19	1.07	0.96
宇通客车	600066.SH	8.01	177.34	6.73	5.60	5.90	5.67	1.19	1.43	1.36	1.41
国内行业平均 (不包括江淮汽车)								3.04	2.50	2.44	2.18

- 1、**原材料价格上涨风险**：公司盈利能力受成本因素影响大，若原材料价格上涨则压缩利润水平。
- 2、**宏观经济下行风险**：若经济下行，乘用车需求则相对疲软，对公司业务造成不利影响。
- 3、**乘用车发展不及预期风险**：乘用车及电动化、智能化发展不及预期，影响公司整车销量。

资产负债表

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	25,403	24,349	34,653	35,488
现金	10,398	10,702	16,856	16,811
交易性金融资产	922	764	607	457
应收账款	2,182	3,591	6,216	6,916
其它应收款	1,865	1,770	2,366	2,282
预付账款	739	708	845	948
存货	2,618	2,298	2,864	2,929
其他	6,680	4,517	4,899	5,145
非流动资产	20,967	20,434	19,749	19,058
金额资产类	93	87	81	75
长期投资	4,972	5,172	5,372	5,572
固定资产	10,201	9,678	9,004	8,328
无形资产	2,466	2,166	1,866	1,566
在建工程	974	1,054	1,134	1,214
其他	2,261	2,277	2,292	2,303
资产总计	46,370	44,783	54,402	54,546
流动负债	22,340	18,808	26,047	23,530
短期借款	1,581	1,581	1,581	1,581
应付款项	12,881	9,733	16,079	12,889
预收账款	0	0	0	0
其他	7,878	7,494	8,388	9,060
非流动负债	8,162	9,962	11,762	13,562
长期借款	6,692	8,492	10,292	12,092
其他	1,470	1,470	1,470	1,470
负债合计	30,503	28,770	37,810	37,092
少数股东权益	625	701	877	1,138
归属母公司股东权益	15,242	15,312	15,715	16,315
负债和股东权益	46,370	44,783	54,402	54,546

利润表

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	40,311	38,577	46,621	52,383
营业成本	36,930	35,397	42,238	47,402
营业税金及附加	489	385	465	523
营业费用	1,437	1,270	1,582	1,725
管理费用	1,750	1,539	1,954	2,196
研发费用	1,374	1,347	1,582	1,725
财务费用	226	220	303	255
资产减值损失	(515)	(250)	(260)	(260)
公允价值变动损益	22	21	21	24
投资净收益	190	154	186	209
其他经营收益	1,953	1,539	1,861	2,091
营业利润	164	267	770	1,145
营业外收支	28	20	15	16
利润总额	192	287	785	1,161
所得税	179	72	196	290
净利润	13	215	589	871
少数股东损益	(187)	75	177	261
归属母公司净利润	200	140	412	609
EBITDA	2,063	1,331	1,805	2,050
EPS (最新摊薄)	0.09	0.06	0.19	0.28

数据来源: wind, 公司财报, 浙商证券研究所

现金流量表

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流				
净利润	1,725	(838)	4,784	(1,408)
折旧摊销	13	215	589	871
财务费用	1,867	1,153	1,144	1,146
投资损失	267	454	544	634
营运资金变动	(190)	(154)	(186)	(209)
其它	(361)	(2,331)	2,935	(3,546)
投资活动现金流				
资本支出	129	(175)	(241)	(302)
长期投资	(1,032)	(133)	125	206
其他	700	(185)	40	99
筹资活动现金流				
短期借款	(208)	(122)	(122)	(125)
长期借款	(1,524)	174	207	233
其他	2,652	1,284	1,255	1,165
现金净增加额				
	(521)	0	0	0
	1,834	1,800	1,800	1,800
	1,340	(516)	(545)	(635)
	3,336	304	6,155	(46)

主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-6.05%	-4.30%	20.85%	12.36%
营业利润	29.69%	63.01%	188.01%	48.73%
归属母公司净利润	40.24%	-29.99%	194.19%	47.93%
获利能力				
毛利率	8.16%	8.03%	9.21%	9.34%
净利率	0.50%	0.36%	0.89%	1.17%
ROE	1.31%	0.91%	2.62%	3.74%
ROIC	0.05%	0.47%	1.61%	2.03%
偿债能力				
资产负债率	65.78%	64.24%	69.50%	68.00%
净负债比率	192.24%	179.67%	227.88%	212.52%
流动比率	1.14	1.29	1.33	1.51
速动比率	0.77	0.89	1.00	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.84	0.94	0.96
应收账款周转率	16.99	20.00	21.18	21.18
应付账款周转率	4.81	4.80	4.80	4.80
每股指标(元)				
每股收益	0.09	0.06	0.19	0.28
每股经营现金	0.79	-0.38	2.19	-0.64
每股净资产	6.98	7.01	7.20	7.47
估值比率				
P/E	168.39	240.50	81.75	55.26
P/B	2.21	2.20	2.14	2.06
EV/EBITDA	18.52	26.59	17.19	16.04

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。

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

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>