

长安汽车(000625.SZ)

主航道上自我变革快，深蓝渠道领先优势大

推荐（维持）

股价：12.18元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.changan.com.cn
大股东/持股	中国长安汽车集团有限公司/17.97%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	9922
流通A股(百万股)	7,649
流通B/H股(百万股)	1,642
总市值(亿元)	1,061
流通A股市值(亿元)	932
每股净资产(元)	7.00
资产负债率(%)	57.6

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
BQV509
WANGDEAN002@pingan.com.cn

研究助理

王跟海 一般证券从业资格编号
S1060121070063
WANGGENHAI964@pingan.com.cn



平安观点：

- **核心观点：**长安汽车热销燃油车型数量较多，盈利能力稳健。深蓝品牌定位主流价格带，渠道变革领先优势突出。全新序列启源推出后，长安汽车在主流价格带内的新能源车将形成双拳出击态势。
- **热销车型数量多，自主燃油车盈利领先国内其它车企。**热销燃油车型数量较多成为公司盈利向上的重要原因。目前长安的燃油车盈利已超国内大部分自主车企，成为公司的盈利支柱。
- **深蓝 S7 有望月销过万，渠道领先优势突出。**目前深蓝 SL03 的月销量稳定在 7000~8000 台。第二款车型 S7 预订价格仅比 SL03 高 2 万元，性价比优势突出，我们认为 S7 具备月销过万台的潜力。深蓝的渠道优势领先于其他车企，截至 23 年 5 月底，深蓝用户触达的门店数量超过 1000 家，作为对比，哈弗的龙网、吉利的银河渠道变革始均始于 2023 年初，且目前进度稍慢，在门店数量、覆盖城市数量等方面均落后于深蓝。
- **长安启源即将发布，首款车型 A07 对标比亚迪汉。**长安启源定位家庭用户市场，与深蓝形成互补。首款车型 A07 与 SL03 轴距一致，搭载相同的动力系统，对标比亚迪汉，我们认为 A07 是一款极具竞争力的车型，启源单车销量或不低于深蓝。此前长安 UNI 系列的成功经验可被启源借鉴。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到公司合资品牌下滑程度可能超预期、且新能源汽车市场竞争仍较激烈，我们调整公司 2023~2025 年归母净利润预测为 109.3 亿/75.7 亿/92.5 亿（原净利润预测为 114.5 亿/83.8 亿/104.4 亿元）。公司自主燃油车盈利稳健，可为公司转型提供稳定的造血能力，深蓝的产品、渠道均具备较强的竞争力，长安启源推出后，将携手深蓝品牌进行双拳出击，进一步加强公司在主流价格带上的新能源车的竞争优势，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1、公司自主业务盈利能力下滑；2、深蓝、阿维塔等新能源车销量可能不达预期；3、合资板块可能持续下滑。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	105142	121253	167592	216768	257147
YOY(%)	24.3	15.3	38.2	29.3	18.6
净利润(百万元)	3552	7798	10928	7575	9248
YOY(%)	6.9	119.5	40.1	-30.7	22.1
毛利率(%)	16.6	20.5	18.3	16.8	16.3
净利率(%)	3.4	6.4	6.5	3.5	3.6
ROE(%)	6.4	12.4	15.6	10.1	11.4
EPS(摊薄/元)	0.36	0.79	1.10	0.76	0.93
P/E(倍)	34.0	15.5	11.1	16.0	13.1
P/B(倍)	2.2	1.9	1.7	1.6	1.5

正文目录

一、	自主燃油车盈利能力强劲.....	4
二、	深蓝车型具爆款潜力，渠道改革领先优势突出.....	5
	2.1 深蓝 S7 开启预订，月销有望过万.....	5
	2.2 深蓝渠道变革速度比其他车企快.....	7
三、	长安启源即将发布，携手深蓝双拳出击.....	11
四、	海外市场将成为公司另一增长极.....	13
五、	盈利预测与投资建议.....	14
	5.1 关键假设与盈利预测.....	15
	5.2 估值分析.....	16
六、	风险提示.....	17

图表目录

图表 1	长安汽车各业务板块净利润贡献拆解	单位：亿元	4
图表 2	长安汽车主要热销燃油车销量		4
图表 3	长安自主乘用车各主要车型年销量	单位：台	5
图表 4	深蓝 SL03 外观		6
图表 5	深蓝 SL03 月交付量	单位：辆	6
图表 6	深蓝 S7 外观		6
图表 7	深蓝 S7 零重力座椅以及副驾屏幕		6
图表 8	长安深蓝 S7 增程版与主要竞品车型对比		7
图表 9	深蓝、哈弗龙网、吉利银河渠道数量对比（截至 2023 年 5 月 30 日）		8
图表 10	深蓝汽车全国门店数量分布（截至 2023 年 5 月 30 日）		8
图表 11	长城哈弗新能源龙网		9
图表 12	长城哈弗新能源龙网门店各地区数量分布（截至 2023 年 5 月 26 日）		9
图表 13	吉利银河的渠道分类		10
图表 14	吉利银河门店各省份地区数量分布（截至 2023 年 5 月 30 日）		11
图表 15	长安启源与长安旗下各品牌的从属关系		12
图表 16	启源 A07 外观		13
图表 17	A07 与主要竞品车型对比		13
图表 18	我国历年汽车出口销量	单位：万台	14
图表 19	23 年 1-4 月出口销量分车企排行	单位：万台	14
图表 20	长安汽车主要业务板块销量预测	单位：万台	15
图表 21	长安汽车净利润预测拆分	单位：亿元	16
图表 22	深蓝汽车和阿维塔估值水平测算		16
图表 23	长城汽车估值水平		17
图表 24	长安汽车合理市值测算	单位：亿元	17

一、自主燃油车盈利能力强劲

自主燃油车盈利能力实现逆势增长。在 2018 年之前,公司的盈利主要来自长安福特和长安马自达两大合资车企的投资收益,长安福特自 2018 年销量出现下滑,公司合资板块盈利能力大幅下降导致长安汽车近年来净利润波动较大。

根据我们测算,2022 年公司自主业务(不含新能源)净利润达到 73.6 亿元,同比大幅度改善,目前公司的自主燃油车业务已经成长为公司的盈利支柱。2023 年一季度公司实现扣非归母净利润 14.8 亿元(-34.75%),其中自主业务净利润 15.7 亿元(2 月份深蓝纳入合并报表),考虑到一季度整个汽车行业产销承压、燃油车销量大幅下滑、车企之间大打价格战,以及公司在 2 月份将深蓝汽车纳入公司合并报表的情况下,公司自主业务在 2023 年一季度体现了较强的盈利韧性。

图表1 长安汽车各业务板块净利润贡献拆解

单位:亿元

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
归母净利润	99.5	102.9	71.4	6.8	-26.5	33.2	35.5	78.0
传统自主业务	0.6	-1.7	-11.9	-28.8	-26.5	-27.6	6.4	73.6
长安福特	86.9	90.3	60.4	-4.2	-19.3	0.1	11.4	-12.2
长安马自达	8.3	10.0	12.7	12.6	9.3	7.2	4.2	0.5
深蓝汽车	/	/	/	/	/	/	/	-16.5
阿维塔	/	/	/	/	/	/	/	-8.1
其他	3.8	4.3	10.2	27.2	10.0	53.5	13.5	40.9

资料来源:公司财报,平安证券研究所

注:1、根据公司财务报表大致拆解;2、传统自主业务净利润=扣非归母净利润-投资收益(剔除非经常性部分);3、其他部分包含公司其他业务板块的净利润贡献和非经常性损益。

长安汽车热销车型数量较多,毛利率水平领先国内其他车企。燃油车目前依然是大部分车企盈利的主要来源,规模化则是汽车行业实现盈利的根本。根据中汽协披露的数据,2022 年公司销量达到 10 万台左右的纯燃油车达到 5 款,分别为 CS55 Plus、CS75 Plus、UNI-V、欧尚 X5、逸动,作为对比,长城汽车 2022 年销量在 10 万台左右的车型为 3 款,为哈弗 H6、坦克 300 和长城炮),吉利汽车为 4 款,为帝豪、星锐、星越 L 和缤越。产品结构改善以及热销车型数量较多提升了公司的毛利率水平,2022 年公司毛利率 20.5%,同期长城汽车/吉利汽车/广汽集团毛利率为 19.3%/14.1%/7.0%。长安汽车建立利润率目标管理体系,实施项目跟投机制,使项目团队与项目产品形成利益挂钩,确保产品效益目标达成。

图表2 长安汽车主要热销燃油车销量

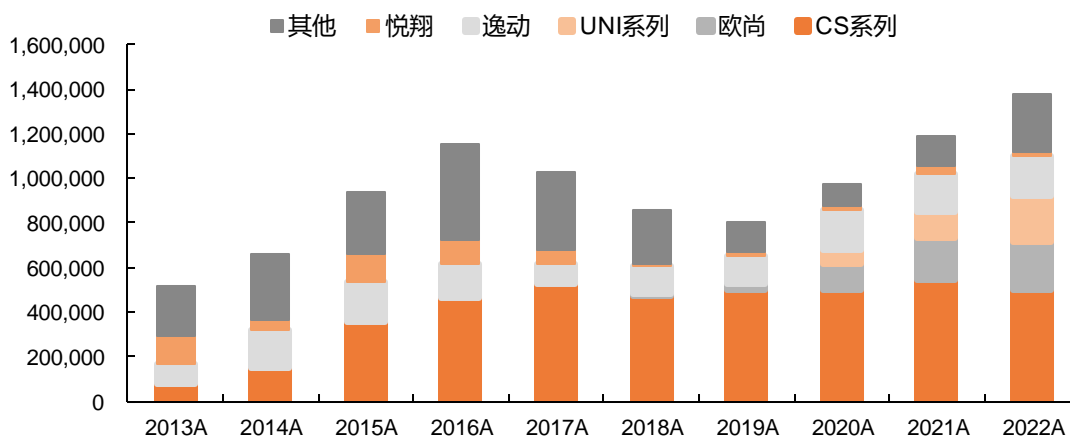
车企	2022 年毛利率	车型	指导价/万元	2022 年月均销量/台
长安汽车	20.5%	CS55 Plus	9.29-12.59	12733
		CS75 Plus	11.79-15.49	14310
		UNI-V	10.89-13.99	9066
		欧尚 X5	6.99~11.49	8137
		逸动	7.29-10.39	12275
长城汽车	19.3%	哈弗 H6	9.89-15.70	23145
		坦克 300	19.88-30.28	8482
		长城炮	9.78-29.00	11241
吉利汽车	14.1%	帝豪	6.99-12.98	12513
		星锐	11.37-14.57	9229

星越 L	13.72-18.52	9311
缤越	7.58-11.98	10232

资料来源：中汽协，汽车之家，平安证券研究所

图表3 长安自主乘用车各主要车型年销量

单位：台



资料来源：中汽协，平安证券研究所

二、深蓝车型具爆款潜力，渠道改革领先优势突出

2.1 深蓝 S7 开启预订，月销有望过万

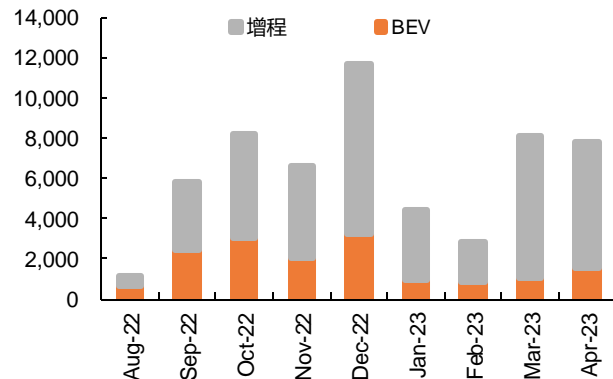
深蓝 SL03 目前月交付量维持在 7000~8000 台，增程版车型约占 70%~80%。深蓝首款车型 SL03 于 2022 年 8 月交付，在交付初期，受到供应链、疫情等因素的影响，SL03 交付量爬坡较慢，最终在 2022 年 12 月实现交付量过万，2022 年 SL03 交付量达到 33354 台（其中增程版车型 21851 台，纯电版车型 11503 台）。进入到 2023 年，受 1、2 月份春节假期以及汽车行业处于低谷的影响，SL03 销量出现下滑，但随着汽车产销逐渐恢复以及 SL03 降价应对价格战，SL03 在 3、4 月份销量逐渐趋于稳定，目前单月交付量维持在 7000~8000 台左右，其中约 70%~80%为增程版车型。

图表4 深蓝 SL03 外观



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

图表5 深蓝 SL03 月交付量 单位：辆



资料来源：中汽协，平安证券研究所

S7 预订价格彰显性价比优势。深蓝 S7 是深蓝品牌的第二款车型，也是深蓝乃至长安汽车在 2023 年的重磅战略车型之一。S7 此前于上海车展发布亮相，定位超感驾趣电动 SUV，外形时尚动感。

S7 与 SL03 同属于 EPA1 平台，提供增程式混动、纯电动以及氢电三种动力形式，于 5 月 20 日开启先享预订，预订价格区间 16.99 万~23.99 万元，将于 6 月份上市交付。

S7 拥有与 SL03 相同的轴距，均为 2900mm，目前 SL03 增程版终端售价为 14.99 万元，S7 作为与 SL03 同级别的 SUV 车型，预售价格（起售价）仅比 SL03 终端售价高 2 万元，体现了深蓝 S7 较高的性价比优势。

S7 配置丰富，具备月销过万的潜力。在舒适性配置方面，深蓝 S7 创新性地搭载了双零重力按摩座椅和副驾超感智慧屏，内饰设计方面相较 SL03 有较大提升。S7 将主驾仪表取消，全系标配 AR-HUD。我们认为深蓝 S7 延续了 SL03 极具性价比的竞争优势，结合当前 SL03 的销量，我们认为 S7 具备月销过万的潜力。

图表6 深蓝 S7 外观



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

图表7 深蓝 S7 零重力座椅以及副驾屏幕



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

增程版 S7 与宋 Plus DMi 并不具备直接可比性，但我们认为 S7 产品力完全可以支撑与宋 Plus DMi 之间的价差。市场部分观点将 S7 与比亚迪宋 Plus 作为直接竞品，但我们认为比亚迪宋 Plus 主打家用经济，深蓝 S7 则主打年轻科技，深蓝在品牌定位、用户群体方面与宋 Plus 具有较大差别，两款车型并不具备直接的可比性。且 S7 轴距比宋 Plus 长 135mm，车身尺寸也更大，S7 增程版车型纯电续航里程也长于宋 Plus DMi。

近日上市的比亚迪宋 Pro DMi 冠军版售价为 13.58~15.98 万元，我们预计宋 Plus DMi 23 款(冠军版)起售价可能会在 14~15 万元左右，我们认为 S7 的产品力完全可以支撑与宋 Plus DMi 之间的价差。

零跑 C11 增程版不会对 S7 构成实质性压力。零跑 C11 增程版具备较高的性价比，其起售价比 S7 预售价低 2 万元，车身尺寸与轴距稍稍领先 S7，但我们认为零跑的品牌影响力以及销量规模并不会对 S7 销量构成实质性压力，另外入门级零跑 C11 增程 WLTC 续航里程 125 公里，低于 S7，170 公里纯电续航（WLTC）售价也已来到 16.58 万元。

图表8 长安深蓝 S7 增程版与主要竞品车型对比

	S7 增程版	宋 Plus DMi	零跑 C11 增程版
			
售价/万元	16.99	15.48~18.78(两驱版)	14.98~18.58
车身尺寸/mm	4750×1930×1625	4705×1890×1680	4780×1905×1675
轴距/mm	2900	2765	2930
动力形式	增程	插混	增程
电池包/度		8.3/18.3	30.1/43.74
纯电续航里程 (WLTC)/km	160	43/85	125/170
驱动形式	单电机后驱	单电机前驱	单电机后驱
电机功率/kW	175	132/145	200
电机扭矩/Nm	320	316/325	360
百公里加速/s	未公布	7.9	9/8.5
悬架类型	前麦弗逊，后多连杆	前麦弗逊，后多连杆	前双叉臂，后多连杆

资料来源：汽车之家，平安证券研究所

2.2 深蓝渠道变革速度比其他车企快

定位于主流价格带区间的新能源车品牌率先完成了品牌和渠道的独立。对比吉利、长城，长安在 2022 年便推出了定位于主流价格带的独立新能源品牌深蓝，并尽早进行了全新渠道的变革，同一时期吉利、长城则是基于过往的燃油车车型和燃油车渠道推出插混车型，这导致了吉利、长城在 22 年插混转型的失败。另外吉利、长城在 23 年推出的重磅插混车型均对标比亚迪宋 Plus DMi，无论是银河 L7 还是哈弗枭龙，均是作为既有强大标杆车型宋 PLUS 的挑战者面世，相对而言，长安汽车深蓝推出的车型更具创新性，直接竞品车型较少，竞品车型的竞争力也相对较弱。

深蓝的渠道变革相比哈弗龙网、吉利银河拥有明显的领先优势。相较于吉利银河、长城龙网是从 23 年才开始全新渠道建设，深蓝的渠道变革在 2022 年便已开启。目前深蓝已经建立了独立的深蓝订单中心，并依托长安现有渠道建立了交付中心和维保中心，订单中心采用轻资产的运营模式，并不负责背库存。实际上深蓝一方面拥有传统汽车企业的渠道优势和资源，另一方面拥有新零售直营模式的优势。抛开产品力不谈，深蓝在用户触达门店数量、覆盖城市数量均处于领先地位。另外深蓝的渠道变革可以为公司后续其它序列的渠道改革（如长安启源等）提供宝贵的经验，而目前哈弗龙网、吉利银河在实际推进过程中可能还需要不断纠错。

图表9 深蓝、哈弗龙网、吉利银河渠道数量对比（截至2023年5月30日）

	覆盖省份（含自治区、直辖市、特别行政区）	覆盖城市与地区	门店数量
深蓝汽车	33	245	1057（包括体验中心和移动展厅）
哈弗龙网	24	102	138
吉利银河	26	106	191

资料来源：深蓝汽车官网，哈弗SUV官方微信公众号，吉利银河官网，平安证券研究所

深蓝渠道变革步伐较快。根据深蓝汽车官网，深蓝线下门店分为体验中心（包含移动展厅）、交付中心和维保中心，根据官网披露的门店信息，截至2023年5月30日，深蓝线下渠道门店遍布全国33个省、自治区、直辖市，共计覆盖全国245个城市，其中具备车辆展示、体验和销售功能的体验中心（即订单中心，含移动展厅）的门店数量已经超过1000家。

图表10 深蓝汽车全国门店数量分布（截至2023年5月30日）

省份	体验中心（含移动展厅）	交付中心	维保中心
北京	18	1	8
天津	21	4	10
河北	27	21	22
山西	32	14	15
内蒙	12	6	7
辽宁	11	4	4
吉林	7	3	3
黑龙江	2	2	2
上海	48	1	8
江苏	100	33	44
浙江	68	21	36
安徽	39	17	20
福建	32	14	16
江西	16	10	14
山东	93	31	39
河南	120	29	34
湖北	38	21	22
湖南	19	12	18
广东	65	29	41
广西	27	11	14
海南	3	2	3
重庆	62	23	36
四川	64	29	38
贵州	41	16	20
云南	44	17	18
西藏			1
陕西	28	12	14
甘肃	5	2	3
青海	2	1	1

宁夏	3	1	1
新疆	7	4	6
台湾	1		
澳门	2		1
合计	1057	391	519

资料来源：深蓝汽车官网，平安证券研究所

哈弗新能源渠道 2023 年开始建设，计划到年底达到 500 家。作为对比，长城在 2023 年 1 月开始规划哈弗新能源渠道建设，3 月哈弗品牌正式发布全新的哈弗新能源销售网络——哈弗龙网。根据长城汽车规划，到 2023 年 6 月底，哈弗龙网计划在全国范围内落地运营 350 家店面，2023 年底则会达到 500 家，哈弗龙网旗下门店采用了全新的装修风格，门店内部分为展车接待区、洽谈室、茶歇区、儿童区等多个功能区。目前哈弗枭龙、枭龙 MAX 与哈弗二代大狗登陆哈弗龙网，同时根据我们终端调研，部门龙网门店还有哈弗 H6 燃油和 H6 PHEV 车型。

图表11 长城哈弗新能源龙网



资料来源：哈弗 SUV 官微，平安证券研究所

哈弗新能源渠道建设进度稍慢。本质上哈弗龙网依然延续了传统的经销模式，门店地址主要选在城郊位置，根据长城哈弗官方公布的龙网门店分布来看，截至 2023 年 5 月 26 日，长城共建成 138 家龙网门店，遍布全国 24 个省、自治区和直辖市，共计覆盖 102 个城市，其中门店数量超过 10 家的省份和地区分别为江苏、河南、山东、安徽。从门店数量看，哈弗龙网的门店数量依然较少，从进度来看，官网中有相当部分门店处于“在建中”，而当前的门店数量距离 6 月底 350 家、23 年底 500 家门店的规划依然任重道远。

图表12 长城哈弗新能源龙网门店各地区数量分布（截至 2023 年 5 月 26 日）

区域	省份	哈弗龙网门店数量
东部	上海	2
	江苏	18

	山东	11
	浙江	7
南部	广东	4
	湖南	8
	海南	3
	四川	9
	重庆	3
西部	宁夏	2
	云南	5
	新疆	1
	贵州	1
	河北	7
北部	天津	2
	辽宁	3
	内蒙古	2
	山西	6
	吉林	1
中部	安徽	10
	河南	16
	湖北	5
	陕西	7
	江西	5

资料来源：哈弗 SUV 官方微信公众号，平安证券研究所

吉利银河计划在 2023 年建成 650 家门店。与长城哈弗龙网一样，吉利在 2023 年将全力打造银河系列，在未来两年银河系列计划推出 7 款车型。银河系列同样采用独立的销售渠道，2023 年银河将建成 650 家门店，在一、二线城市设立品牌中心，同时也是体验顾问的培训中心和用户的活动中心，三四线城市采用代理经销制，形式上包括用户中心（4S 店）、体验中心（城市展厅）、展示空间（商超店）三种形式。在销售端，将采用线上 APP 下单，车型价格透明统一。

图表 13 吉利银河的渠道分类

门店类型	用户中心 4S 店	体验中心 城市展厅	展示空间 商超店
渠道职能			
车辆展示	✓	✓	✓
试乘试驾	✓	✓	✓
新车交付	✓	✓	×
售后服务	✓	×	×
渠道定位	承担主要的销量目标，具备展示、销售与交付职能	承担主要的销量目标，具备展示、销售与交付职能	承担部分销量目标，仅有展示和销售职能，更侧重品牌宣传

资料来源：杰兰路，平安证券研究所

吉利银河渠道建设步伐也并不是尽如人意。根据吉利银河官网发布的门店数据统计，截至 2023 年 5 月 30 日，吉利银河的体验中心、展示空间和用户中心共覆盖全国 26 个省、自治区、直辖市，共计 106 座城市，用户触达门店数量达到 191 家，但这与吉利银河全年 650 家门店规划依然有较大差距。

图表 14 吉利银河门店各省份地区数量分布（截至 2023 年 5 月 30 日）

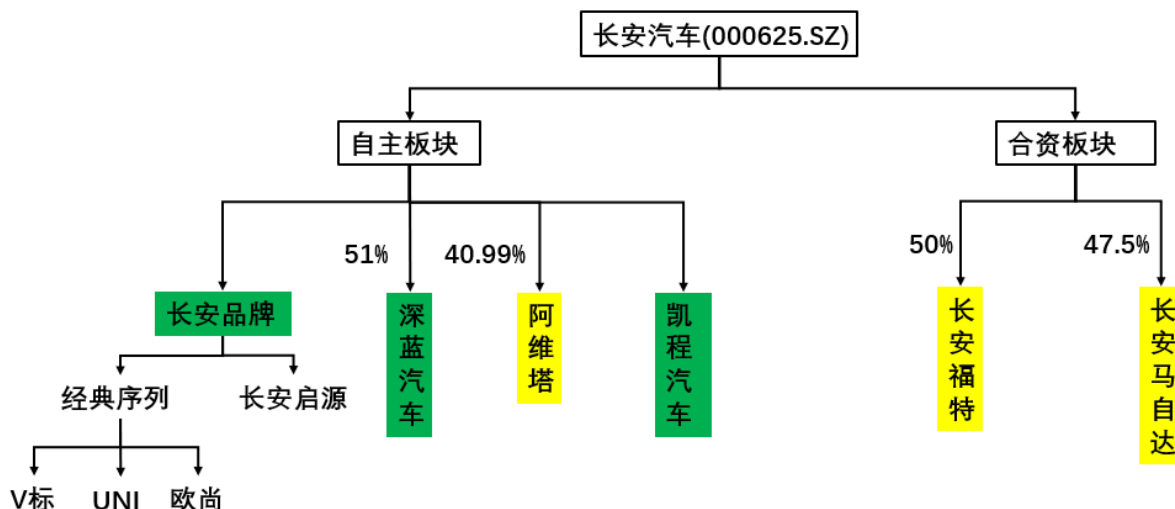
	体验中心	展示空间	用户中心
北京	1		
天津	2	3	
河北	4	1	1
山西	2	4	
辽宁	1	1	
吉林		1	
内蒙	1		
甘肃	2	1	
陕西	7	1	
宁夏	1	1	
新疆			1
山东	9	8	2
河南	11	7	2
湖南	6	1	
湖北	3		1
江西	2	2	
福建	2	1	
浙江	10	5	
江苏	12	5	
安徽	8	3	
四川	5	7	1
云南	5	1	
贵州	5	2	1
广东	13	8	
广西	3		
海南	3	1	
合计	118	64	9

资料来源：吉利银河官网，平安证券研究所

三、长安启源即将发布，携手深蓝双拳出击

长安启源与深蓝品牌定位形成互补。公司预计会在 23 年下半年发布长安启源（即此前发布的 OX 序列）以及首款车型 A07，与深蓝、阿维塔不同，启源为隶属于长安主品牌的全新电动序列，类似于吉利银河，哈弗龙网，与长安 V 标、UNI、欧尚并列。公司对于长安启源的定位为“布局主流 EV”、“提升主品牌价值”和“全力抢占新赛道”。长安启源聚焦 12~25 万元家庭用户市场，深蓝品牌定位则是年轻、时尚、科技。长安启源发布后，公司在 12-25 万元价格带内将会有两个新能源品牌，面向不同的用户群体。根据长安汽车规划，长安启源到 2025 年将推出 5 款车型，销量目标为 80 万台。

图表 15 长安启源与长安旗下各品牌的从属关系



备注：1、绿色为并表业务，黄色为投资收益

资料来源：长安汽车官网，平安证券研究所

A07 提供增程和纯电两种动力模式，预计将搭载 SL03 相同的动力总成。 启源首款车型 A07 已经登陆工信部目录，车型定位中型轿车，轴距为 2900mm，与深蓝 SL03 一致。根据工信部披露的信息，启源 A07 将提供纯电版和增程版两种动力选择。其中增程版车型发动机型号与 SL03 一致，纯电版车型电机功率也与 SL03 纯电版一致。考虑到两款车型轴距相同，我们预计启源 A07 搭载了与深蓝 SL03 相同的动力总成。

A07 对标比亚迪汉，起售价预计在 15~17 万元左右，具备爆款潜力。 A07 车身尺寸比 SL03 更长，稍弱于比亚迪汉。从造型来看，A07 与 SL03 风格迥异，二者关系可类比于汉和海豹，A07 的造型风格更加贴近比亚迪汉，预计两款车型会形成一定竞争关系。结合 SL03、比亚迪汉的定价，我们预计 A07 的起售价（增程版）会在 15~17 万元左右，综合以上，我们认为 A07 是一款极具竞争力的车型。

图表16 启源 A07 外观



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

图表17 A07 与主要竞品车型对比

	A07 增程	A07 纯电	SL03 增程	SL03 纯电	汉 DMi 冠军版	汉 EV 冠军版
售价/万元	未公布	未公布	14.99	16.79~19.99	18.98~24.98	20.98~27.98
轴距/mm	2900	2900	2900	2900	2920	2920
车身尺寸/mm	4905×1910×1480	4905×1910×1480	4820×1890×1480	4820×1890×1480	4995×1910×1495	4995×1910×1495
电机功率/kW	未公布	190/160	160	190/160	145/160	150/168/180
电机扭矩/Nm	未公布	未公布	320	320	316/325	310/350
发动机排量	1.5L	/	1.5L	/	1.5T	/
发动机功率/kW	70	/	70	/	102	/
对比总结	A07 拥有与 SL03 相同的轴距，预计将搭载与 SL03 相同的动力系统，A07 车身尺寸比 SL03 更大，造型风格稳重端庄又不失时尚感，预计会与比亚迪汉形成竞争，结合 SL03、比亚迪汉的售价，我们预计 A07 增程版起售价格在 15~17 万元左右，A07 销量有望达到甚至超过 SL03 的水平。					

资料来源：工信部，汽车之家，平安证券研究所

公司对启源的单车销量预期比深蓝更高。长安启源的终端销量表现还取决于上市节奏、渠道、竞争环境等多个因素，但结合此前长安曾成功推出了 UNI 序列，我们认为启源的推出成功率较高。公司 25 年的销量目标显示长安汽车对启源的单车销量预期显然更高（长安启源 25 年前 5 款车型，销量目标 80 万台，而深蓝 25 年前 7-8 款车，销量目标同样为 80 万台）。

四、海外市场将成为公司另一增长极

长安汽车是中国自主品牌走出国门的先驱者。

早在 1991 年便开始布局海外业务，也是国内第一家在海外设立研发分支机构的汽车集团，2022 年公司出口近 25 万台，出口总量位居国内汽车行业第四，连续 7 年保持快速增长，其中长安品牌 15 万台，公司在沙特、巴基斯坦、秘鲁等多个市场均取得较好的成绩，累计海外用户达到 70 万，目前公司已累计进入全球 63 个市场，海外已经建成 450 家销售渠道。

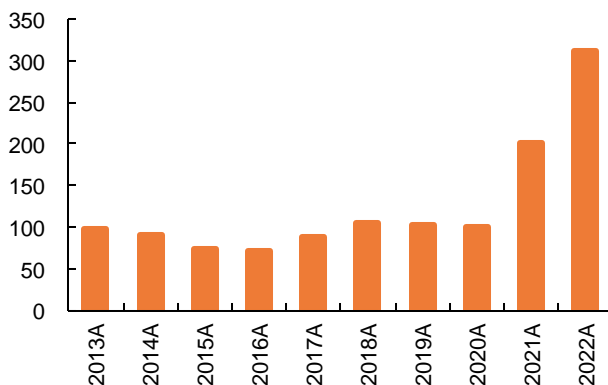
海外战略发布，明确“四个一”发展目标。2023年上海车展期间，长安汽车正式发布海外战略“海纳百川计划”。到2030年，长安汽车海外市场将实现“四个一”发展目标：海外市场投资突破100亿美元；海外市场年销量突破120万辆；海外业务从业人员突破10000人；将长安汽车打造成世界一流汽车品牌。

在“海纳百川计划”指引下，长安汽车将着力推进“五大行动布局”：

- **产品和产能布局。**长安汽车计划到2030年推出不少于60款全球产品，未来同一款车型，将会有中国版、美洲版、欧洲版等多种版本，在南美洲和中东区域，仍将以传统汽车为主，欧洲和东盟区域将主推新能源车型，在南美洲、东盟、澳新等区域投放皮卡。其次，长安致力于打造“全球经典车型”，到2030年，力争打造2款全球销量突破50万辆级的产品，打造不少于2款全球销量突破30万辆级的产品；第三，海外布局超过50万辆的产能，泰国基地首期产能10万辆，二期将增加至20万辆，还将适时在欧洲、美洲等地布局制造基地，完善产能规划。
- **品牌建设布局。**海外市场将以长安品牌为主，加强深蓝品牌、阿维塔品牌海外建设。同时，加大海外市场广宣资源投入，提升长安汽车品牌影响力。
- **营销服务布局。**到2030年，长安汽车将在海外市场构建20余个本地化营销组织，海外网点数量突破3000家。
- **完善市场布局。**将加快布局欧洲、美洲、中东及非洲、亚太、独联体五大区域市场。2024年，将完成东盟和欧洲两大重点区域市场的进入，2030年之前，长安将进入全球90%以上的市场。
- **加强组织人才布局。**长安汽车将成立东南亚事业部，欧洲区域总部，还将适时在美洲、非洲等区域建立区域总部。到2030年，长安汽车海外业务从业人员将突破10000人。

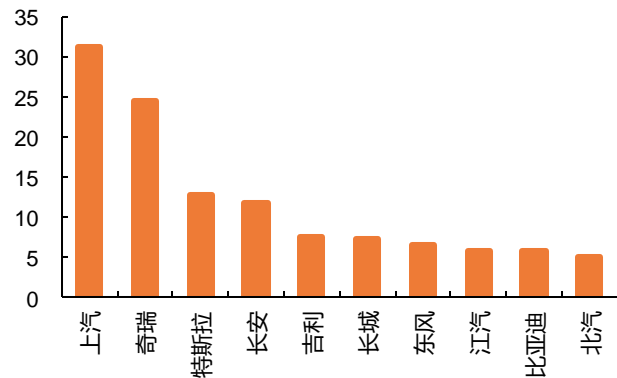
海外市场有望成为公司另一重要增长极。中国品牌汽车竞争力在全球范围内日渐增强，据中汽协数据，2022年我国汽车出口销量达到311.1万台，同比增长54.4%，其中乘用车出口252.9万台，同比增长56.7%，商用车出口58.2万台，同比增加44.9%，新能源车出口销量67.9万台，同比增加1.2倍。2023年1-4月我国汽车出口销量达到137万台，同比增长89.2%，超越日本成为第一大汽车出口国，其中乘用车出口114.2万台，同比增长1.1倍，商用车出口22.8万台，同比增长31.5%，新能源车出口34.8万台，同比增长1.7倍。长期看，我们预计我国汽车海外市场有望达到千万台级别，公司在“海纳百川计划”的指引下，海外市场销量有望实现快速增长，短期内，公司海外市场将仍然以长安品牌为主，后续公司将适时研究投放深蓝品牌、阿维塔品牌以及商用车凯程品牌。

图表18 我国历年汽车出口销量 单位：万台



资料来源：中汽协，平安证券研究所

图表19 23年1-4月出口销量分车企排行 单位：万台



资料来源：中汽协，平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 关键假设与盈利预测

自主燃油：在燃油车市场份额逐渐下滑的趋势下，2023年公司自主燃油车依然保持稳定，2023年1-4月公司自主燃油乘用车销量达40万台，但随着燃油车行业总体销量的下滑，长安自主燃油车销量预计也会呈逐年递减的情况，我们预计公司2023~2025年自主燃油车（包括V标、UNI和欧尚）销量分别为121.6万/103.2万/88.1万台。

智电iDD系列：2023年是公司自主品牌的插混大年，上半年公司推出UNI-K智电iDD、UNI-V智电iDD、CS75 Plus智电iDD共三款插混车型，下半年长安还将推出CS55智电iDD、P1+P3架构的插混车型等。从技术上来看，长安目前的智电iDD混动采用的P2架构并不是目前主流的混动架构，但P2架构主动力特色，同时P1+P3架构也将在23年下半年推出，公司在2023年也会加快建立专有的iDD车型渠道。2023年1-4月公司智电iDD系列销量达到18429台，我们预计2023~2025年公司智电iDD混动车销量分别为10.6万/19.5万/26万台。

长安启源：公司对长安启源的规划是到2025年推出5款新车型，销量目标80万台，单车销量预期超过深蓝。首款车型A07预计会在23年下半年发布，我们认为A07是一款具备强劲竞争力的车型，其月销量规模有望达到甚至超过深蓝SL03的水平。我们预计长安启源2023~2025年销量分别为1万台/18万台/35万台。

深蓝汽车：根据公司公布的销量目标，深蓝汽车2023年销量目标为40万台，1-4月Lumin销量已达到38367台，深蓝SL03销量为23026台。深蓝品牌第二款车型深蓝S7已经开启预订，预计将于6月份上市交付，2025年前深蓝品牌将推出7~8款车型，届时深蓝品牌的年销量目标为80万台。我们预计2023~2025年深蓝汽车销量分别为30.1万台/46万台/56万台，其中深蓝品牌销量预测分别为14.6万台/33万台/45万台。

阿维塔：2023年阿维塔销量目标为10万台，2025年前阿维塔将推出4款车型，年销量达到30~40万台。2023年1-4月阿维塔累计销量达到7264台，阿维塔11在3月份推出了单电机版，入门价格下降到31.99万元（相比此前双电机版下降3万元），后续随着单电机版本上量，阿维塔11月销量有望实现爬升，此外阿维塔第二款车型阿维塔12预计将于2023年四季度上市交付，我们预计阿维塔2023~2025年交付量分别为4万台/10万台/15万台。

合资品牌：2023年1-4月长安福特、长安马自达销量分别为58809台/17882台，同比降低14.3%/18.7%，在传统燃油车市场份额逐渐下滑的大环境下，公司两大合资品牌长安福特和长安马自达暂未出现止跌回升的趋势，我们预计公司来自合资品牌的投资收益也将逐渐下滑。

图表20 长安汽车主要业务板块销量预测 单位：万台

		2022A	2023E	2024E	2025E
长安品牌	传统燃油车	111.5	121.6	103.2	88.1
	智电iDD系列	2.2	10.6	19.5	26.0
	长安启源	0.0	1.0	18.0	35.0
深蓝汽车		22.1	30.1	46.0	56.0
阿维塔		0.08	4.0	10.0	15.0
合资板块	长安福特	25.1	21.2	19.5	17.2
	长安马自达	10.4	7.1	6.0	5.3

资料来源：中汽协，公司公告，平安证券研究所

公司在23年一季度实现扣非归母净利润14.8亿元，同比下降34.75%，23年2月深蓝汽车被纳入公司合并报表，并由此产生50.2亿元的投资收益，这直接导致公司在23年一季度归母净利润达到69.7亿元，同比增长53.65%。

结合公司最新情况以及如上假设，我们调整公司2023~2025年营业收入预测分别为1675.9亿/2167.7亿/2571.5亿（原预测值为1637.2亿/2189.1亿/2580.0亿元），考虑到公司合资品牌下滑程度可能超预期，且2023年新能源汽车市场竞争较激烈，我们调整长安汽车2023/2024/2025年归母净利润预测为109.3亿/75.7亿/92.5亿（原预测值为114.5亿/83.8亿/104.4亿元）。

图表21 长安汽车净利润预测拆分 单位：亿元

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润	35.5	78.0	109.3	75.7	92.5
传统自主业务	6.4	73.6	71.8	74.2	86.0
长安福特	11.4	-12.2	-0.1	-0.2	-4.2
长安马自达	4.2	0.5	-1.8	-3.0	-3.5
深蓝汽车	/	-16.5	-5.7	4.0	9.8
阿维塔	/	-8.1	-12.9	-9.4	-5.5
其他	13.5	40.9	58.0	10.0	10.0

资料来源：公司财报，平安证券研究所

5.2 估值分析

公司传统自主业务盈利较为稳定，对公司自主业务可采用 PE 估值的方法。

新能源车业务是公司未来几年的重要发展方向，也是支撑公司估值的重要业务之一，短期内公司新能源车业务处于亏损当中，参考造车新势力，我们对公司新能源车业务采用 PS 的估值方法。

我们参照目前蔚来、小鹏和理想当前在二级市场的估值水平，目前三家新势力公司对应 2023~2025 年营收的平均 PS 估值水平分别为 1.6/1.0/0.8 倍，因此我们给予公司两家新能源公司 2024 年营收 0.8~1.0 倍 PS，则深蓝汽车的合理估值应在 502 亿~628 亿，阿维塔合理估值应在 251 亿~314 亿。

图表22 深蓝汽车和阿维塔估值水平测算

股票名称	股票代码	市值/亿元		营业收入（亿元）			P/S			
		2023/06/02	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
小鹏汽车	9868.HK	513	269	301	520	688	1.9	1.7	1.0	0.7
蔚来汽车	9866.HK	924	493	875	1252	1617	1.9	1.1	0.7	0.6
理想汽车	2015.HK	2221	453	1040	1654	2293	4.9	2.1	1.3	1.0
均值							2.9	1.6	1.0	0.8
				2022A	2023E	2024E	2025E	合理市值（亿元）		
								估值下限	估值上限	
深蓝汽车				157	325	628	852	502	628	
阿维塔				0	124	314	478	251	314	

备注：蔚来汽车营收预测为 Wind 一致预测值

资料来源：Wind，平安证券研究所

传统汽车业务方面，我们选取同在 A 股上市且盈利主要来自于自主燃油车的长城汽车作为参考（同在 A 股上市的上汽集团和广汽集团盈利来源主要来自合资车企），截至 2023 年 6 月 2 日，长城汽车市值 1631 亿，对应 2022~2025 年 PE 估值分别为 19.7/31.7/18.8/15.2 倍。

图表23 长城汽车估值水平

股票名称	股票代码	市值/亿元		净利润（亿元）			P/E			
		2023/06/02	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
长城汽车	601633.SH	1,631	82.7	51.5	86.7	107.1	19.7	31.7	18.8	15.2

备注：2023~2025 年净利润为平安证券研究所预测值

资料来源：Wind，平安证券研究所

我们预计公司 2024 年传统汽车业务净利润为 74.2 亿元，结合长城汽车当前的估值水平，我们给予公司传统汽车业务 2024 年净利润 15~20 倍 PE 估值，则公司的传统汽车业务的估值区间应在 1113 亿~1485 亿元。

综上，将公司的传统汽车业务、长安新能源和阿维塔的估值加和汇总，则公司的合理估值水平在 1472 亿~1933 亿元。

图表24 长安汽车合理市值测算

单位：亿元

	估值区间		股权占比	归属长安汽车估值	
	估值下限	估值上限		估值下限	估值上限
传统自主业务	1113	1485	× 100%	1113	1485
长安新能源	502	628	× 51%	256	320
阿维塔	251	314	× 40.99%	103	129
合计				1472	1933

资料来源：平安证券研究所

与竞争对手相比，长安汽车的热销燃油车型数量较多，造血能力较强，可为公司正在进行的新能源车自我革命提供充足粮草。此外深蓝品牌一推出即定位于主流价格带，深蓝的产品、深蓝的渠道均具备较强的竞争力。长安启源即将推出，将携手深蓝品牌进行双拳出击，进一步加强公司在主流价格带上的新能源车的竞争优势。长安汽车将加大海外战略布局，海外市场将成为公司又一增长驱动，维持公司“推荐”评级。

六、风险提示

- 1、公司传统的燃油车业务面临下行压力，导致公司自主品牌业务盈利承压；
- 2、深蓝、阿维塔等新能源车型销量可能不达预期，将对公司估值造成较大压力；
- 3、公司合资板块持续下滑，对公司业绩造成一定压力。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	102076	148112	196100	233278
现金	53530	78202	105520	125782
应收票据及应收账款	39376	53652	69395	82322
其他应收款	1261	1395	1804	2141
预付账款	750	2372	3068	3639
存货	5823	10078	13275	15843
其他流动资产	1335	2412	3038	3552
非流动资产	43973	41989	35624	34059
长期投资	14407	15607	12607	14407
固定资产	19448	17271	14932	12600
无形资产	4446	3806	3145	2464
其他非流动资产	5672	5306	4940	4588
资产总计	146049	190101	231724	267337
流动负债	79949	116720	153297	182748
短期借款	29	0	0	0
应付票据及应付账款	51522	74944	98716	117810
其他流动负债	28397	41776	54582	64938
非流动负债	3151	3151	3151	3151
长期借款	1096	1096	1096	1096
其他非流动负债	2055	2055	2055	2055
负债合计	83100	119871	156448	185899
少数股东权益	91	91	91	91
股本	9922	9922	9922	9922
资本公积	8533	8533	8533	8533
留存收益	44403	51684	56731	62892
归属母公司股东权益	62858	70139	75185	81347
负债和股东权益	146049	190101	231724	267337

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5636	25050	25355	22963
净利润	7745	10928	7575	9248
折旧摊销	3887	3984	4165	4365
财务费用	-1017	-1676	-2168	-2571
投资损失	769	-3751	-152	-651
营运资金变动	-7209	15437	15906	12535
其他经营现金流	1462	128	29	37
投资活动现金流	-2954	1622	2323	-2187
资本支出	2143	800	800	1000
长期投资	-3095	-1200	3000	-1800
其他投资现金流	-2002	2022	-1477	-1387
筹资活动现金流	224	-2001	-361	-515
短期借款	10	-29	0	0
长期借款	457	0	0	0
其他筹资现金流	-243	-1972	-361	-515
现金净增加额	2943	24672	27318	20262

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	121253	167592	216768	257147
营业成本	96410	136851	180260	215127
税金及附加	4102	5531	7153	8229
营业费用	5138	7374	9538	11057
管理费用	3532	5866	7370	8486
研发费用	4315	6704	7587	8743
财务费用	-1017	-1676	-2168	-2571
资产减值损失	-946	0	0	0
信用减值损失	-32	0	0	0
其他收益	530	500	600	700
公允价值变动收益	4	0	0	0
投资净收益	-769	3751	152	651
资产处置收益	75	0	0	0
营业利润	7634	11193	7780	9427
营业外收入	129	100	100	100
营业外支出	54	30	30	30
利润总额	7708	11263	7850	9497
所得税	-36	335	275	249
净利润	7745	10928	7575	9248
少数股东损益	-54	0	0	0
归属母公司净利润	7798	10928	7575	9248
EBITDA	10577	13571	9847	11291
EPS (元)	0.79	1.10	0.76	0.93

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	15.3	38.2	29.3	18.6
营业利润(%)	104.6	46.6	-30.5	21.2
归属于母公司净利润(%)	119.5	40.1	-30.7	22.1
获利能力				
毛利率(%)	20.5	18.3	16.8	16.3
净利率(%)	6.4	6.5	3.5	3.6
ROE(%)	12.4	15.6	10.1	11.4
ROIC(%)	46.4	42.2	59.4	-81.0
偿债能力				
资产负债率(%)	56.9	63.1	67.5	69.5
净负债比率(%)	-83.3	-109.8	-138.7	-153.1
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	34.4	30.5	30.5	30.5
应付账款周转率	3.27	3.35	3.35	3.35
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.10	0.76	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	2.52	2.56	2.31
每股净资产(最新摊薄)	6.34	7.07	7.58	8.20
估值比率				
P/E	15.5	11.1	16.0	13.1
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.7	4.4	3.8	1.9

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层