

产销短期承压 新品周期向上

长安汽车(000625)系列点评六十五

事件概述

公司发布 2022 年 4 月产销快报。4 月公司汽车批发销量为 11.6 万辆，同比-42.8%，环比-51.0%。1-4 月公司汽车累计批发 76.7 万辆，同比-9.0%。

重庆长安 4 月批发销量为 5.1 万辆，同比-40.5%，环比-53.2%。1-4 月累计批发 33.4 万辆，同比-4.9%；

合肥长安 4 月批发销量为 1.0 万辆，同比-50.3%，环比-53.1%。1-4 月累计批发 8.0 万辆，同比-32.5%；

长安福特 4 月批发销量为 1.2 万辆，同比-21.8%，环比-48.9%。1-4 月累计批发 7.2 万辆，同比-9.3%；

长安马自达 4 月批发销量为 0.4 万辆，同比-68.8%，环比-68.4%。1-4 月累计批发 4.5 万辆，同比+9.7%。

分析判断：

▶ 产销双重压制 自主结构改善

疫情对供应链影响较大，公司整体产销均受压制。4 月公司产量为 11.3 万辆，同比-44.9%，环比-50.3%。销量整体大于产量，今年公司库存持续去化，从产量-销量口径，厂商库存今年 1-4 月累计去库约 5 万辆。我们判断公司在手订单旺盛，预计供应链恢复后产销有望快速上行。

自主车型结构改善显著。自主乘用车（重庆+合肥工厂口径）4 月批发销量 6.1 万辆，同比-42.4%，环比-53.2%，1-4 月累计批发 41.4 万辆，同比-11.9%。今年公司自主结构改善显著，高盈利车型销量持续增长，CS75、UNI-T、UNI-K 今年 Q1 批发分别为 7.1 万辆、1.7 万辆、0.9 万辆，环比分别+25.1%、-8.7%、-7.3%。

▶ 合资短期承压 福特稳步提升

合资品牌短期销量承压。长安福特、长安马自达 4 月批发销量分别为 1.2 万辆、0.4 万辆，同比分别-21.8%、-68.8%。今年 1-4 月，长安福特、长安马自达销量分别为 7.2 万辆、4.5 万辆，同比分别-9.3%、+9.7%。

重点关注新款蒙迪欧及林肯 Z。蒙迪欧 22 款于今年 4 月 13 日上市，定价为 15.98-21.68 万元，全系 2.0T 涡轮增压发动机+8AT 的动力配置预计在 B 级车中竞争力较强；林肯 Z 于 3 月 12 日上市，定价为 25.28-34.08 万元。相比 BBA 入门级车

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	11.38
股票代码：	000625
52 周最高价/最低价：	27.43/8.55
总市值(亿)	868.54
自由流通市值(亿)	665.68
自由流通股数(百万)	5,849.55



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：

相关研究

1. 【华西汽车】长安汽车(000625.SZ) 2021&2022Q1：规模结构双重提振 自主盈利亮眼
2022.04.29
2. 【华西汽车】长安汽车(000625.SZ) 3月销量点评：销量表现稳健 新品导入提速
2022.04.09
3. 【华西汽车】长安汽车(000625.SZ) 2月销量点评：新品周期向上 静待缺芯好转
2022.03.11

型，林肯 Z 在车身尺寸优势明显，并且全系标配 2.0T 高功率涡轮增压发动机，动力性能上优势也较为明显。作为美系豪华的传承，我们判断林肯 Z 将成为 30 万元级乘用车有力竞争者。

▶ 长安深蓝发布新品周期向上

2022 年 4 月 13 日，2022 长安汽车全球伙伴大会在线上召开。会上，此前全新数字电动品牌正式被命名为“长安深蓝”。会上公布新能源目标，到 2025 年，长安汽车总销量要达到 400 万辆，其中长安品牌 300 万辆，新能源销量达到 105 万辆，占比达到 35%。

公司自主发力电气化，开启全面向上的新品周期。公司今年预计将投放 8 款全新的新能源产品，上市节奏上，我们预计基于 EPA 平台的小型轿车长安 LUMIN 和紧凑型轿车 C385 将于 Q2-Q3 上市，C673 预计下半年上市，基于高端 CHN 平台打造的阿维塔 11 也将于 Q3 实现首批量产及用户交付。此外，公司蓝鲸 iDD 混动系统也将逐步搭载于现有燃油车型，除了已上市的 UNI-K iDD 外，UNI-V iDD 预计也将于年内推出。

投资建议

公司自主品牌盈利可持续性不断验证。UNI 系列延续爆款基因，带动单车均价持续提升。预计随着自主销量稳定在盈亏平衡点之上，单车盈利有望随着销量提升彰显更大的弹性。随着减值及购买积分费用影响的减退，我们认为自主盈利有望稳步提升。此外，阿维塔新车交付在即，合资品牌盈利稳步提升，新能源新品加速导入，看好公司在全新产品周期下迎来盈利的快速释放，叠加高端电动化转型带来估值的重塑。维持盈利预测，预计 2022-2024 年收入为 1,244.9/1,503.3/1,870.3 亿元，归母净利润为 69.3/81.8/102.6 亿元，对应 EPS 为 0.91/1.07/1.34 元，对应 2022 年 5 月 9 日 11.38 元/股的收盘价，PE 分别为 13/11/8 倍，维持买入评级。

风险提示

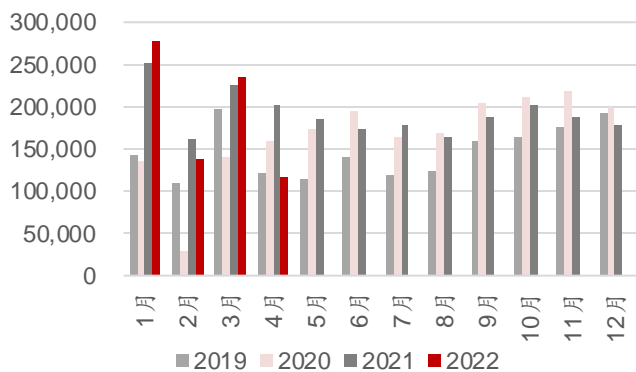
自主品牌车型迭代不及预期；福特战略调整不及预期；马自达整合不及预期；阿维塔品牌发展不及预期等。

盈利预测与估值

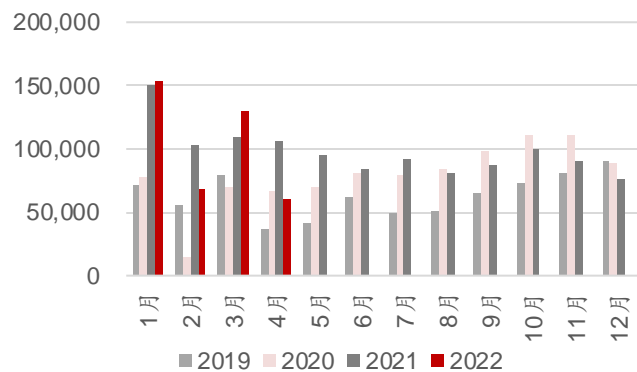
财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	84,566	105,142	124,494	150,326	187,030
YoY (%)	19.8%	24.3%	18.4%	20.8%	24.4%
归母净利润(百万元)	3,324	3,552	6,929	8,182	10,255
YoY (%)	225.6%	6.9%	95.0%	18.1%	25.3%
毛利率 (%)	14.7%	16.6%	18.1%	18.4%	18.0%
每股收益 (元)	0.44	0.47	0.91	1.07	1.34
ROE	6.2%	6.4%	11.0%	11.4%	12.4%
市盈率	26.13	24.45	12.53	10.62	8.47

资料来源：Wind，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

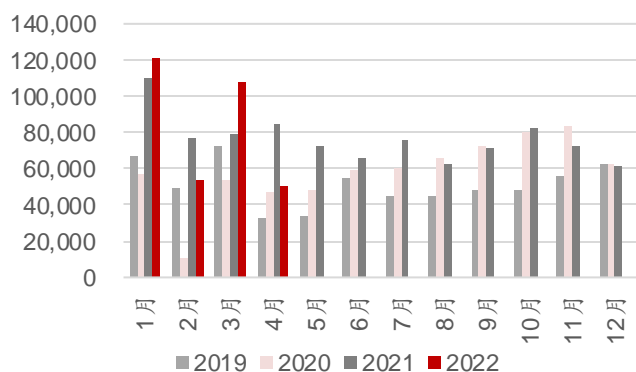


资料来源：公司公告，华西证券研究所



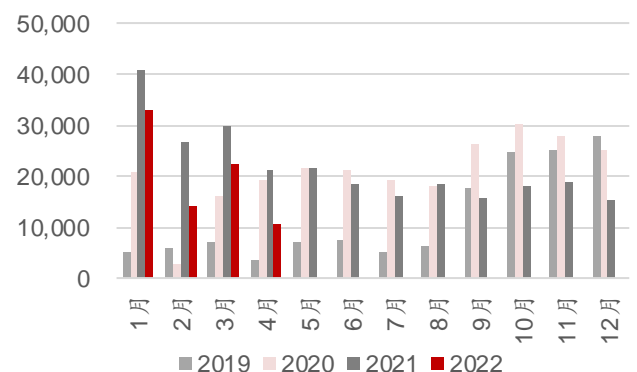
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 19-22 年重庆长安月度销量 (辆)



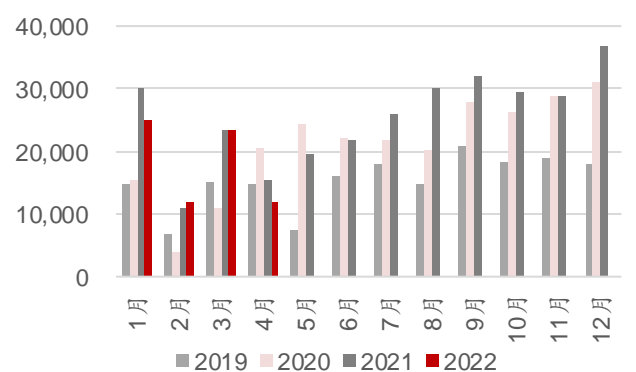
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 19-22 年合肥长安月度销量 (辆)



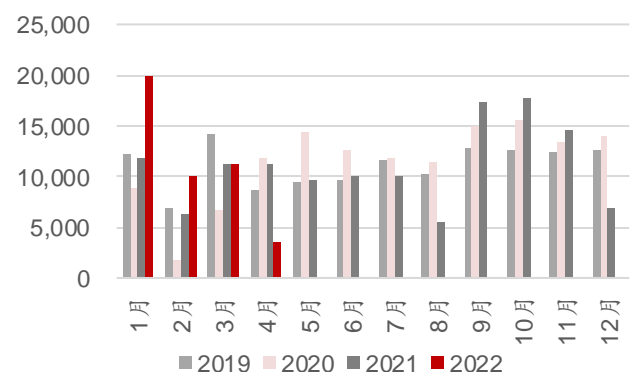
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 19-22 年长安福特月度销量 (辆)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 19-22 年长安马自达月度销量 (辆)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	105,142	124,494	150,326	187,030	净利润	3,604	6,937	8,211	10,274
YoY (%)	24.3%	18.4%	20.8%	24.4%	折旧和摊销	4,031	5,667	3,764	3,900
营业成本	87,649	102,020	122,647	153,281	营运资金变动	16,097	-4,763	6,951	8,561
营业税金及附加	3,972	4,100	5,536	6,618	经营活动现金流	22,972	5,969	18,003	21,537
销售费用	4,646	5,014	5,355	6,505	资本开支	-1,925	-8,638	-3,546	-3,930
管理费用	3,500	4,812	5,161	6,291	投资	-850	0	0	0
财务费用	-781	-461	-546	-697	投资活动现金流	-1,489	-5,944	-1,852	-1,982
研发费用	3,515	3,702	4,608	5,655	股权募资	942	0	0	0
资产减值损失	-1,019	-781	-722	-701	债务募资	48	211	0	0
投资收益	1,014	2,694	1,694	1,948	筹资活动现金流	-2,596	171	-48	-48
营业利润	3,731	7,218	8,535	10,623	现金净流量	18,862	196	16,103	19,507
营业外收支	90	0	0	0	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	3,821	7,218	8,535	10,623	成长能力				
所得税	216	281	324	349	营业收入增长率	24.3%	18.4%	20.8%	24.4%
净利润	3,604	6,937	8,211	10,274	净利润增长率	6.9%	95.0%	18.1%	25.3%
归属于母公司净利润	3,552	6,929	8,182	10,255	盈利能力				
YoY (%)	6.9%	95.0%	18.1%	25.3%	毛利率	16.6%	18.1%	18.4%	18.0%
每股收益	0.47	0.91	1.07	1.34	净利率	3.4%	5.6%	5.5%	5.5%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	2.6%	4.6%	4.6%	4.9%
货币资金	51,976	52,172	68,275	87,782	净资产收益率 ROE	6.4%	11.0%	11.4%	12.4%
预付款项	3,241	2,280	3,013	3,969	偿债能力				
存货	6,853	7,756	9,550	11,849	流动比率	1.20	1.23	1.29	1.32
其他流动资产	29,070	43,020	49,404	60,332	速动比率	1.05	1.10	1.14	1.18
流动资产合计	91,140	105,228	130,242	163,932	现金比率	0.68	0.61	0.67	0.71
长期股权投资	13,245	13,245	13,245	13,245	资产负债率	58.7%	58.4%	59.3%	60.7%
固定资产	21,326	23,531	23,050	22,744	经营效率				
无形资产	4,386	4,886	4,906	4,989	总资产周转率	0.78	0.82	0.85	0.89
非流动资产合计	44,264	46,891	46,374	46,111	每股指标 (元)				
资产合计	135,405	152,119	176,616	210,043	每股收益	0.47	0.91	1.07	1.34
短期借款	19	230	230	230	每股净资产	7.30	8.27	9.40	10.79
应付账款及票据	47,943	56,223	67,694	84,433	每股经营现金流	3.01	0.78	2.36	2.82
其他流动负债	28,145	28,993	33,384	39,390	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	76,107	85,447	101,308	124,053	估值分析				
长期借款	600	600	600	600	PE	24.45	12.53	10.62	8.47
其他长期负债	2,832	2,832	2,832	2,832	PB	2.08	1.38	1.21	1.05
非流动负债合计	3,432	3,432	3,432	3,432					
负债合计	79,538	88,878	104,740	127,484					
股本	7,632	7,632	7,632	7,632					
少数股东权益	133	141	171	190					
股东权益合计	55,866	63,241	71,876	82,558					
负债和股东权益合计	135,405	152,119	176,616	210,043					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。