

# 长安汽车（000625）

## 华为赋能合作深化，多品牌共振加速转型

买入（维持）

2023年12月08日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 杨惠冰

执业证书：S0600523070004

yanghb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	121,253	159,052	228,066	268,951
同比	15%	31%	43%	18%
归属母公司净利润（百万元）	7,798	10,884	9,263	11,585
同比	120%	40%	-15%	25%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.79	1.10	0.93	1.17
P/E（现价&最新股本摊薄）	24.56	17.60	20.67	16.53

关键词：#市占率上升

### 投资要点

■ **行业端：电动渗透方兴未艾，智驾启航蓄势待发。** 1) 电动化维度：当前在政策、新车供给、需求爆发三重因素驱动下，国内新能源汽车销量有望持续提升；其中中低端价格带新能源渗透率相对较低，在上游成本降低，长安/比亚迪等新车供给增加的因素推动下，未来有望贡献行业核心销量增量。2) 智能化维度：BEV+Transformer 技术上车，软件技术变革带来感知降本/场景泛化，供需两侧共振驱动智驾拐点来临。玩家在 BEV 网络加持下实现高阶智驾无图（轻图）化，便于车企向更大范围推广智驾功能；同时，通过软件框架能力提升，车企逐步降低对于感知端硬件依赖后，有望实现成本下降，智驾功能向更低价格带普及，消费者接受度有望进一步提升。

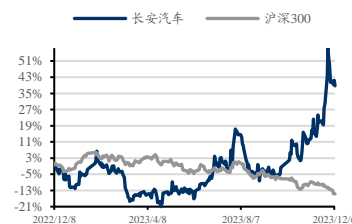
■ **公司端历史复盘：第三次创业开启景气向上周期。** 长安汽车历史先后历经两次创业，进军汽车、商用转乘用车，市场份额快速提升。股价映射角度，2013~2015 年 SUV 红利+福特驱动一轮上行新车周期，2019~2020 年油车全面焕新，份额快速提升，电动转型之风初起，戴维斯双击驱动股价创新高。展望未来，公司第三次创业全面开启乘用车智能电动新时代，多品牌布局不同价格带，华为智能化技术加持强势新车周期，市场份额&单车盈利向上趋势明确，股价有望再创新高。

■ **公司端未来展望：启源+深蓝+阿维塔三品牌共振。** 布局 5~40 万元乘用车主流价格带，EV+PHEV+EREV 全品类车型密集覆盖，以低油耗+大空间+强动力等明确优势树立领先品牌形象；同时在智驾技术领域，长安自研 SDA 聚焦底层架构，目标架构集中化+硬件标准化+软件服务化，以更低成本实现高质量“软件定义汽车”，并保障快速 OTA 迭代升级。上层技术领域积极拥抱华为，共同成立合资公司，股权形式深化赋能，依托其“智驾/座舱/电动/车云/网联”等五大系统，以全闭环自研高阶智驾技术赋能自身多品牌新车，提升产品竞争力，市场份额有望加速提升。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营业总收入 1590.52/2280.66/2689.51 亿元，归属母公司净利润 108.84/92.63/115.85 亿元，同比+40%/-15%/+25%，对应 EPS 为 1.10/0.93/1.17 元，对应 PE 为 18/21/17 倍，选取 A/H 股五家整车同业公司作为长安汽车的可比公司，可比公司估值均值为 18/14/11 倍。鉴于公司主品牌积极转型+新品牌持续放量，华为智驾深入赋能，有望弥补公司在智能化领域劣势，驱动未来销量持续高增，我们认为长安应该享受更高估值，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**乘用车终端需求复苏低于预期；乘用车下游价格战超预期；行业智能驾驶普及速度低于预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.93
一年最低/最高价	10.88/21.48
市净率(倍)	2.67
流通 A 股市值(百万元)	154,533.08
总市值(百万元)	187,734.28

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.09
资产负债率(% ,LF)	60.40
总股本(百万股)	9,917.29
流通 A 股(百万股)	8,163.40

### 相关研究

《长安汽车(000625): 11月销量同比+23%，合作华为加码智驾转型》

2023-12-07

《长安汽车(000625): 合作华为深化技术赋能，加速智能转型》

2023-11-27

## 内容目录

<b>1. 行业维度：电动渗透方兴未艾，智驾启航蓄势待发</b>	<b>4</b>
1.1. 电动化渗透率持续提升，未来有望全价位上行	4
1.2. 智驾上车加速，全新技术变革有望带来行业新趋势	6
1.2.1. 软件主导技术变革，硬件降本&场景泛化推动智驾功能升级	6
1.2.2. 成本降低&场景泛化，驱动用户接受度和重视度提升	7
1.2.3. 端到端方案逐步落地，算法环节为智驾产业链玩家“必争之地”	8
<b>2. 公司维度：多品牌新车周期强势，拥抱华为加码智驾转型</b>	<b>9</b>
2.1. 复盘历史：三次转型创业，电动智能催化大周期	9
2.2. 电动化：启源+深蓝+阿维塔三品牌共振，强势新车周期驱动转型	10
2.3. 智能化：底层架构自身定义，拥抱华为技术赋能，跻身第一梯队	12
2.3.1. 自我进化：北斗天枢引领，聚焦硬件标准化+软件服务化底层架构	12
2.3.2. 外部赋能：联合华为深化技术赋能，加速智能化转型	12
<b>3. 盈利预测与风险提示</b>	<b>15</b>
<b>4. 风险提示</b>	<b>16</b>

## 图表目录

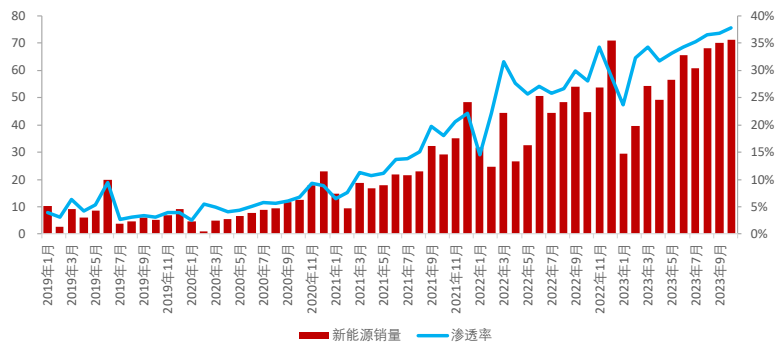
图 1:	2019-2023 新能源汽车销量 (万辆) 与渗透率上升 .....	4
图 2:	新能源汽车分价格带销量 (万辆) .....	5
图 3:	分价格带新能源汽车渗透率 .....	5
图 4:	新能源车分价格带销量占新能源车销量比 .....	5
图 5:	中国碳酸锂价格 (元/吨) 变化 .....	5
图 6:	各车企智驾发展布局、代表车型以及落地进度梳理 .....	7
图 7:	2023 年 11 月用户购车关注要素 .....	8
图 8:	2023 年 10 月华为、小鹏智驾配置选装比率 .....	8
图 9:	端到端方案与模块化方案底层逻辑 .....	8
图 10:	模块化方案向端到端方案发展 .....	8
图 11:	长安自主品牌销量情况 (万辆) .....	9
图 12:	长安福特销量情况 (万辆) .....	9
图 13:	长安汽车股价历史复盘 .....	10
图 14:	长安自主品牌新能源车型汇总 .....	10
图 15:	长安主要新能源车销量 (万辆) 及新能源渗透率 .....	10
图 16:	长安汽车 SDA 架构 .....	12
图 17:	华为电动智能车全栈式解决方案 .....	13
图 18:	华为各个维度竞争力分析 .....	13
表 1:	分价格带明星车型配置情况 .....	4
表 2:	车企最新高级别自动驾驶架构及进展 .....	6
表 3:	智能驾驶各阶段功能及成本情况 .....	7
表 4:	长安新上市车型竞品分析 .....	11
表 5:	长安汽车核心财务指标拆分 .....	15
表 6:	可比公司估值比较【2023 年 12 月 7 日】 .....	15

## 1. 行业维度：电动渗透方兴未艾，智驾启航蓄势待发

### 1.1. 电动化渗透率持续提升，未来有望全价位上行

新能源汽车销量&渗透率不断上升，行业显著增长。2019年1月至2023年10月，交强险口径新能源汽车月度销量由10.3万辆大幅上升至71.3万辆，同时，新能源渗透率由3.9%上升至37.8%，新能源汽车行业发展迅速。单月来看，23年10月，新能源汽车整体销量71.3万辆，同环比分别+59.1%/+1.9%；新能源渗透率37.8%，同环比分别+9.8/+1.0pct，行业增长态势显著。

图1：2019-2023 新能源汽车销量（万辆）与渗透率上升



数据来源：交强险，东吴证券研究所绘制

供需双升+政策持续驱动，未来新能源渗透率有望延续高速增长趋势。1) 供给端：新能源领域全新车型频出，低价格+长续航凸显电车使用成本低、驾控体验好、性价比高、智能化体验好等优势，BEV+PHEV+EREV 协同发力；同时行业内玩家陆续制定燃油车退出计划，供给端持续加速车企自身电动转型节奏。2) 政策端：新能源车型享有补贴优惠以及牌照路权等政策红利，2023年，全国各地相继出台新能源汽车&充电桩补贴政策，虽新能源补贴取消，但免征购置税延续，新能源相比燃油车依然享有较大政策红利，24-25年购置税免征政策依然延续，26-27年购置税减半。3) 需求端：新能源车型持续热销，5万元以上至50万元以下各价格带均有1~2款用户接受度较高的明星车型，特斯拉、比亚迪、理想等爆款车型带动电动龙头品牌认知加强，用户接受度不断增加，有望带动新能源渗透率进一步提升。

表1：分价格带明星车型配置情况

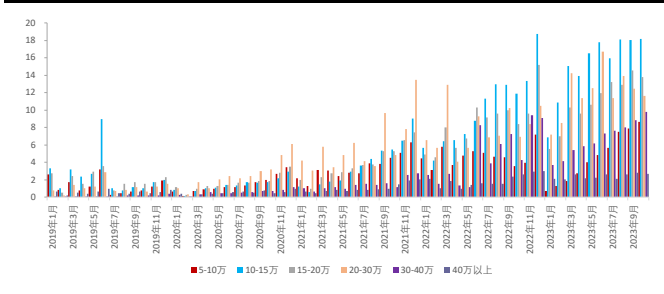
价格带	5-10万	10-15万	15-20万	20-30万	30-40万	40万以上			
代表车型	海鸥	秦 plus DM-i	元 PLUS EV	宋 plus DM-i	Model 3	Model Y	理想 L7	问界 M7	理想 L9
上市时间	2023.04	2023.02	2023.09	2023.06	2023.09	2023.10	2022.09	2023.09	2023.08
能源类型	BEV	PHEV	BEV	PHEV	BEV	BEV	EREV	EREV	EREV
电池类型	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池
电池能量(kWh)	30.08	18.32	60.48	26.60	/	60.00	40.90	40.00	42.60
NEDC 纯电续航里程(km)	/	120	/	150	/	/	/	/	/

WLTC 纯电续航里程(km)	/	101	/	116	/	/	170	175	175
CLTC 纯电续航里程(km)	205	/	510	/	606	554	210	210	215✓

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所整理

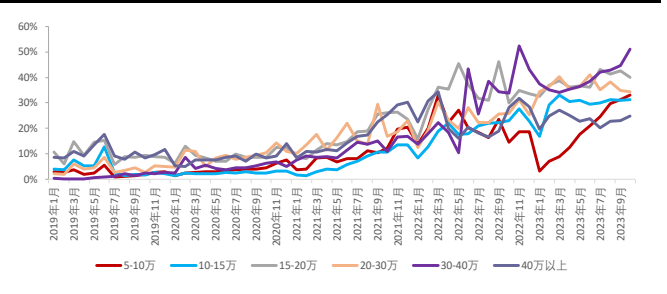
结构方面，全价位向上但增速略有差异，15万元以下中低端市场以及40万元以上豪华市场渗透率相对较低。从细分价格带的角度看，2019-2023年各价格带新能源汽车销量&渗透率均显著增长，以2023年10月最新数据计：1) 5-10万：新能源汽车销量8.7万辆，渗透率33.0%，同环比分别+18.5/+1.7pct；2) 10-15万：新能源汽车销量18.2万辆，渗透率31.4%，同环比分别+8.5/+0.4pct；3) 15-20万：新能源汽车销量13.8万辆，渗透率40.0%，同环比分别+10.0/-2.6pct；4) 20-30万：新能源汽车销量11.6万辆，渗透率34.3%，同环比分别+8.5/-0.5pct；5) 30-40万：新能源汽车销量9.8万辆，渗透率51.1%，同环比分别+17.2/+6.5pct；6) 40万以上：新能源汽车销量2.7万辆，渗透率24.9%，同环比分别-3.4/+1.9pct。

图2：新能源汽车分价格带销量（万辆）



数据来源：交强险，东吴证券研究所绘制

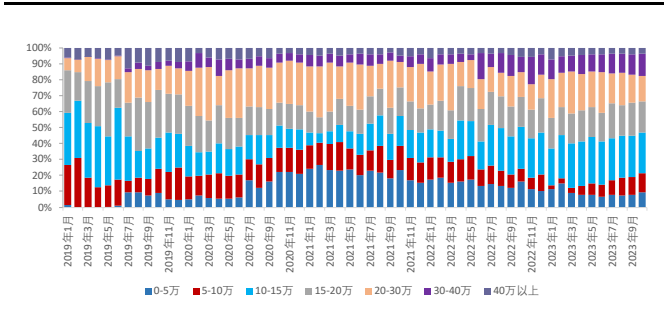
图3：分价格带新能源汽车渗透率



数据来源：交强险，东吴证券研究所绘制

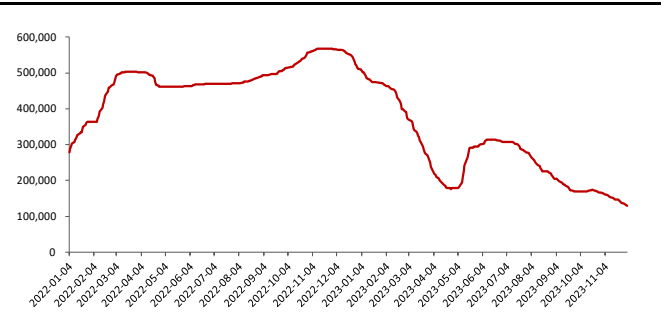
上游成本价格下降，低价格带新车数目增加，新能源市场向纺锤形成成熟结构演变，有望驱动新能源销量总量进一步上行。全市场新能源分价位来看，低价位车型销量占比较小，而高价位车型销量占比仍较大，2023年10月，10万以下/20万以上车型销量占比分别21.5%/33.8%，市场倾向中高端，未来市场结构向纺锤形转变，低价车型销量占比有望增加。同时，年初至今国内以碳酸锂为代表的上游大宗原材料成本持续走低，电池成本下降推动低价车型发展。供给增加&需求爆发，我们预计未来15万元以下中低价带市场新能源汽车销量有较大的提升空间。

图4：新能源车分价格带销量占新能源车销量比



数据来源：交强险，东吴证券研究所绘制

图5：中国碳酸锂价格（元/吨）变化



数据来源：wind，东吴证券研究所

**中高端市场品牌壁垒&新车供给较多，竞争相对激烈；中低端市场竞争格局相对蓝海，较大市场空间有望孕育超级爆款。**1) 高端市场来看，20~50 万元价格区间新能源市场当前包括 Model 3、Model Y、比亚迪汉、理想 L7/L8/L9、问界 M7 等爆款车型，当前已初步形成龙头品牌认知，且行业玩家持续加速中高端市场产品布局，小鹏/蔚来/小米等新势力造车企业以及腾势/极氪/阿维塔/智己/飞凡/魏牌/昊铂等传统车企高端子品牌加速新车推出，竞争相对激烈，且龙头品牌认知逐步固化，将进一步加大后发者向上难度。2) 中低端市场品牌认知黏性较低，竞争态势相对缓和。需求维度，中低端市场用户消费主要聚焦产品性价比进行区分，品牌认知黏性较低；供给维度，当前中低端市场产品供给相对较少，元 PLUS/秦 PLUS/宋 PRO/海鸥等几款车型占据主要市场份额，未来中低端市场较大的市场空间有望孕育超级爆款车型。

## 1.2. 智驾上车加速，全新技术变革有望带来行业新趋势

### 1.2.1. 软件主导技术变革，硬件降本&场景泛化推动智驾功能升级

**特斯拉引领技术方向，高级别自动驾驶方案有望实现降本。**特斯拉基于 BEV+Transformer+Occupancy Network 方案的 FSD V11.4.1 版本在 2023 年 5 月面向北美用户开始推送，感知能力在城市街道场景+36%、交叉场景+44%、合并场景+27%、转弯场景+16%。特斯拉全新的自动驾驶架构推出后获得业界各家企业的认可，国内理想、小鹏、比亚迪等主流车企以及华为等供应商纷纷采用 BEV+Transformer 的方式对全新一代自动驾驶感知方案进行建模。理想汽车和赛力斯（华为 ADS 2.0）均采用了占用网络的技术，在算法架构上全面向特斯拉看齐，虽然基于安全考虑，目前推出的城市 NOA 功能都搭配了激光雷达作为冗余感知配置，但随着算法的成熟，有望降低对于激光雷达的依赖，大幅降低整套系统的成本，进一步推动高级别自动驾驶渗透率的提升。

表2: 车企最新高级别自动驾驶架构及进展

车企	功能	车型	智能化上市	芯片	算力	摄像头	激光雷达	毫米波	BEV	占用网络	TransFormer
理想	城市 NOA	L9	2023Q2	双 Orin	508TOPS	11	1	1	✓	✓	✓
长城汽车	城市 NOH	魏牌蓝山	2024Q1	高通	360TOPS	12	2	5	✓	/	✓
吉利汽车	无	极氪 009	2022Q4	双 Mobileye EyeQ5H 英伟达	48TOPS	15	/	1	/	/	/
比亚迪	城市 NOA	腾势 N7	2024Q1	Drive Orin	84TOPS	13	2	5	✓	✓	✓
小鹏汽车	城市 NGP	小鹏 G6	2023Q2	双 Orin	508TOPS	12	2	5	✓	✓	✓
长安汽车	城市领航	阿维塔 11	2023Q1	MDC810	400TOPS	13	3	6	✓	✓	✓
上汽智己	城市 NOA	LS6	2023Q3	1 Orin	254TOPS	11	1	3	✓	✓	✓
广汽埃安	无	Aion LX	2022Q1	MDC610	200TOPS	12	3	6	/	/	/
蔚来	高速领航 NOP+	ES8	2023Q2	4 Orin	1016Tops	11	1	5	✓	✓	✓
赛力斯	城市 NCA	M7 智驾	2023Q3	MDC610	200TOPS	11	1	3	✓	✓	✓

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

**场景泛化+降本需求决定软件主导+硬件集约的行业趋势。**智能驾驶历史发展的三个阶段伴随着功能级别的提升，覆盖场景的逐步开拓以及产品体验的逐步优化，先后解决用户在全域驾驶辅助、结构化道路领航以及全域领航等更高维度的驾驶场景，并通过感知以及决策软硬件的迭代升级在长周期维度实现成本下降。

表3: 智能驾驶各阶段功能及成本情况

发展阶段	功能迭代更高	场景覆盖愈加全面	成本整体降低
第一阶段 2014~2016	L0→智能辅助驾驶 AEB/LCC/LKA/泊车	辅助驾驶全场景覆盖，提供基本的车道保持/车身稳定等L1/L2功能，优化驾驶体验	智驾新增硬件成本3~5千元，消费者接受度较高
第二阶段 2019~2022	辅助→部分自动驾驶 高速/低速场景点对点	部分结构化道路领航驾驶，覆盖高速以及停车场等部分路况	智驾新增硬件成本2.5~3万元，消费者接受度较低
第三阶段 2023年及之后	部分→全域自动驾驶 城市/全场景点对点	城市道路领航，更全面覆盖各种道路场景，实现点对点领航驾驶	无图弱雷达模式兴起，智驾硬件成本有望下降至1.5~2万元，消费者接受度提升

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所整理

1.2.2. 成本降低&场景泛化，驱动用户接受度和重视度提升

主机厂方面，各车企加速智驾功能上车。特斯拉FSD中国落地持续推进；华为加速智驾落地进程，将于年底覆盖全国；小鹏汽车无图XNGP将在11月底覆盖全国25城，12月底开放全国50城，2024年实现全国主要城市路网全覆盖，2024年底覆盖欧洲市场；理想计划年底实现全场景智能驾驶NOA覆盖全国高速和环线及100城，全场景辅助驾驶LCC覆盖全球；蔚来Q4/24H1/24H2累计城区领航路线里程计划分别6/20/40万公里。城市NOA的普及标志着汽车智能驾驶真正从高阶辅助驾驶逐步迈向自动驾驶。

图6: 各车企智驾发展布局、代表车型以及落地进度梳理

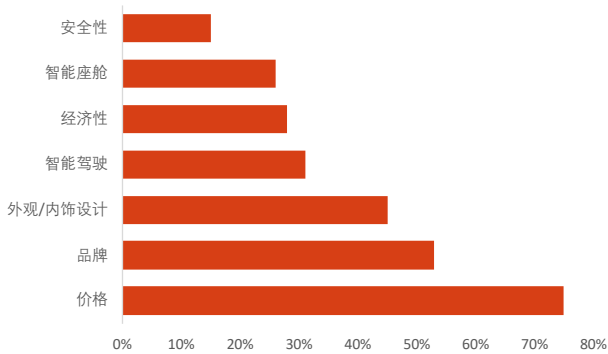
车企	特斯拉	小鹏	理想	华为	蔚来	比亚迪	长城	吉利	上汽	
车型	Model Y	G9	L9	智界S7	ES6	腾势N7	魏牌蓝山	极氪007	飞凡R7	
智驾硬件	激光雷达		1	1	1		1 (选配)	1	1	
	摄像头	8	11	11	10	11	5	8	12	
	智驾芯片	HW3.0	Orin-X	Orin-X	昇腾610	Orin-X	Drive Orin	地平线征程5	Orin-X	Orin-X
算力/TOPS	144	508	508	400	1016	508	256	508	508	
云端超算中心 算力/PFLOPS	1800	600	1200	1800	1400	-	670	810	-	
城市智驾	系统名称	FSD	XNGP	AD Max	ADS2.0	AQUILA	腾势pilot	Coffee Pilot	-	Rising Pilot
	智驾级别	L4	L4/L5	L3/L4	L3	L2	L2	L2	L3	L3/L4
	落地城市规划 (2023年底)		50城	100城	全国	6万公里城区领航			17城高速	
	落地城市规划 (2024H1)		主要城市覆盖			20万公里城区领航	Q1落地			
	落地城市规划 (2024H2)		覆盖欧洲市场			40万公里城区领航	12月高速	落地100城		
软件价格	6.4万	-	-	1.8万	380/月	城市2.8万, 高速1.2万	-	3.5万	-	

数据来源：各车企官网，东吴证券研究所整理

下游需求方面，智驾关注度&接受度提升。智驾向降低成本+场景泛化迭代，根据23年11月数据，智驾已成为除价格和品牌外用户第二关注要素，31%的用户关注智能

驾驶。据 23 年 10 月华为、小鹏公布数据，问界 M7 智驾版占比 60%-70%，小鹏 G6 Max 版预定比例超 70%，小鹏 G9 Max 比例超 80%，城市 NOA 逐步开放助力智驾选装率跨过 50% 门槛，用户对智驾的关注度和重视度持续提升。

图7：2023 年 11 月用户购车关注要素



数据来源：车 Fans，东吴证券研究所

图8：2023 年 10 月华为、小鹏智驾配置选装比率

智驾系统	小鹏XNGP		华为ADS
	车型	G6	G9
智驾等级	L4/L5	L4/L5	L3/L4
智驾芯片	双英伟达 Drive Orin	双英伟达 Drive Orin	MDC610
芯片总算力(TOPS)	508	508	200
选装比率	70%	80%	60%-70%

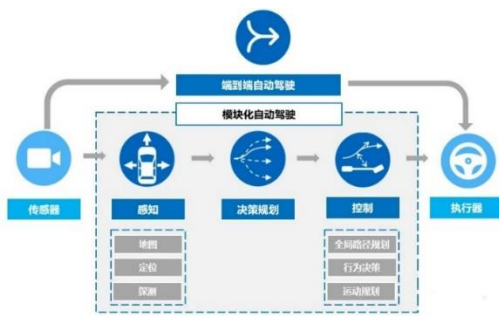
数据来源：华为、小鹏官网，东吴证券研究所整理

1.2.3. 端到端方案逐步落地，算法环节为智驾产业链玩家“必争之地”

模块化方案弱泛化性特征限制普及。智能驾驶算法的框架主要有两大类：1) 模块化方案；2) 端到端方案。2023 年前业界采用最多是模块化自动驾驶系统，优点是整个架构非常简洁，不同的子模块可以并行开发和独立监控，有效提升开发效率。但是缺点是需要人工设计所有的模块，可能用很少的精力就能够解决大部分的自动驾驶场景，但少部分的 Corner Case 会耗费大量的精力去进行一一的点对点解决，难以真正拓展规模化应用。

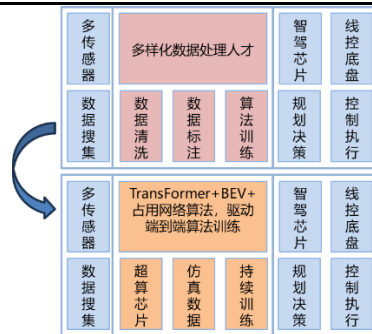
借助 BEV+Transformer 模型，特斯拉端到端感知系统方案全面升级。2023 年特斯拉采用 BEV+ Transformer + Occupancy Network 率先实现了端到端 (End to End)，核心是车辆把采集到的信息直接送入统一的深度学习网络，经过其处理之后直接输出自动驾驶汽车的驾驶命令。相较于模块化的系统，它设计难度低+硬件成本小，易于获得不同场景下的泛化性。端到端智驾方案高效且场景全覆盖，但高度依赖大算力芯片硬件以及足够的源数据 (包括路测以及仿真数据) 对算法进行持续训练，以保证快速迭代。

图9：端到端方案与模块化方案底层逻辑



数据来源：CSDN，东吴证券研究所

图10：模块化方案向端到端方案发展



数据来源：东吴证券研究所绘制



端到端方案下软件能力为整车厂“必争之地”。Transformer 大模型上车以及 BEV+ 占用网络算法应用，OEM 智驾能力对于激光雷达以及地图依赖度进一步降低；未来汽车智能驾驶竞赛将核心围绕广义计算平台的能力进行展开，产业链重心从“中上游供应商（Tier1/2 等一体化智驾方案提供商）”逐渐演变为“上游供应商（芯片硬件）+下游主机厂（数据软件）”等环节。对主机厂而言，软硬件一体化全栈自研能够构建强有力竞争壁垒，核心是以更低成本实现更优产品体验。

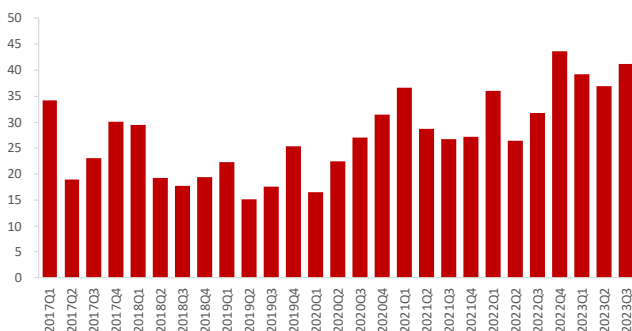
## 2. 公司维度：多品牌新车周期强势，拥抱华为加码智驾转型

### 2.1. 复盘历史：三次转型创业，电动智能催化大周期

长安汽车拥有深厚历史积淀、广域全球布局，铸就强大品牌生命力。**第一次创业：**响应国家号召，探索民用微型汽车。1984 年，长安汽车生产出中国第一批小型汽车；1996 年长安汽车正式成立；2001 年长安汽车实现 100 万辆的汽车产销量。**第二次创业：**进军乘用车市场，迎接国内汽车市场蓬勃发展。2010 年实现长安系中国品牌汽车销量累计突破 500 万辆的佳绩。紧接着，长安推出 CS 55 等热销紧凑型 SUV 车型，在 2014 年累计销量成功突破 1000 万。**第三次创业：**以电动智能化为方向，开辟创新创业计划，迈向下一个大台阶。

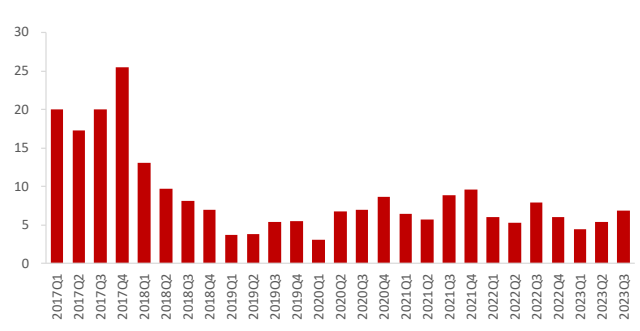
**销量层面，自主品牌维度，**2005-2010 年长安自主乘用车行业销量份额由 0.5% 提升至 7%，销量年均 CAGR 达 127.71%，代表车型为悦翔、奔奔等轿车。2011 年起长安推出 CS 系列 SUV，稳固长安自主市占率。2018 年公司推出欧尚品牌，2020 年公司推出 UNI 系列，2022 年推出新能源品牌深蓝和阿维塔，自主品牌销量逐步回暖。**合资品牌维度，**2005-2012 年长安系合资品牌主要包括长安福特马自达+长安铃木，2013 年开始，引入长安标致雪铁龙，并将长安福特马自达拆分为长安福特以及长安马自达。2013-2016 年年销量迅速增加，由 68 万辆冲刺至 94 万辆。2017 年起，合资步入下行调整期。

图 11: 长安自主品牌销量情况 (万辆)



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 12: 长安福特销量情况 (万辆)



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

股价层面，长安汽车自 2013 年以来至今共经历三轮大周期变化：1)2013~2018 年：SUV 红利周期+福特驱动。本轮周期起点由 CS75 爆款车型驱动，定位 A 级 SUV 市场

对标哈弗 H6；同时长安福特多车型导入国内市场畅销，集团整体销量/盈利以及估值共振，股价大幅上行，后由于广汽/吉利等竞品推出，SUV 市场份额下滑，同时福特销量大幅缩水，股价下跌。**2) 2019~2021 年：蓝鲸动力驱动油车换代+电动化行业催化。**2019 年起，长安陆续以蓝鲸系列全新发动机技术赋能 CS75/CS55/逸动等爆款油车，进行全新发展换代，同时推出年轻化产品矩阵 Uni 系列 K/T/V，新车周期强势，同时公司持续推进降本增效，销量/业绩兑现较好；配合行业电动化转型驱使下自主品牌份额迅速提升带来的自主车企估值提振，戴维斯双击下股价大幅上行。2021H2 以来由于新能源板块增速下滑，估值下降带来股价回调。**3) 2022 年起至今：电动智能双向发力，深蓝+阿维塔+启源助力电动转型，华为赋能智驾迎来新一轮技术大周期。**22 年 4 月起，长安陆续推出深蓝/阿维塔两大品牌定位中高端市场，2023 年全新启源序列发布，A05/Q05 等多款车型推动长安自主品牌新能源转型；智驾领域，与华为设立合资公司，长安系持股不超过 40%，以重量级股东身份加盟，华为技术赋能自身强势新车周期，强强联合加速电动智能化，有望开启新一轮技术/产品/估值三位共振的向上周期。

图13: 长安汽车股价历史复盘



数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 电动化：启源+深蓝+阿维塔三品牌共振，强势新车周期驱动转型

**2024 年启源/阿维塔/深蓝等多款车型齐发力，新一轮车型周期再起。**长安汽车新能源销量整体持续上升，代表车型包括长安 Lumin、深蓝 S7 和深蓝 SL03，2023 年 10 月销量分别 1.4/0.7/0.9 万辆，占比 26.7%/16.3%/12.1%；对应当月公司新能源渗透率达 32.4%，同环比分别+8.4/+0.6pct。

图14: 长安自主品牌新能源车型汇总

图15: 长安主要新能源车销量(万辆)及新能源渗透率



## 2.3. 智能化：底层架构自身定义，拥抱华为技术赋能，跻身第一梯队

### 2.3.1. 自我进化：北斗天枢引领，聚焦硬件标准化+软件服务化底层架构

SDA 架构为长安汽车自身面向行业智能化产业趋势打造的发展基石。2021 年长安首次发布 SDA 技术架构平台概念，2022 年进一步发布可视化平台以及概念车 CD701，2023 年第三届科技生态大会全新演绎 SDA 架构支撑下的“数智汽车新物种”，汽车的形态、场景、功能均可自定义，赋予汽车“智脑、智体、智服”的能力，使之具有“硬件可插拔、场景可编排、生态可随需、系统自进化”的四大特征，目标是实现“集中化的 EE 架构+服务化的软件架构+标准化的硬件架构”，支持更快升级。

围绕汽车发展新生态，EE 架构支撑整车快速迭代。长安打造中央+环网电子电器架构，系统时间同步精度 $\leq 1\mu s$ ，还将搭载国内首个自主设计舱驾一体的“UNIBrain 超脑中央计算平台”。打通人、车、家三个入口，打造 1+3+X 的汽车硬件生态平台，整车全生命周期软硬件可持续迭代、升级，满足各类用户不同阶段用车场景的需求。此外，公司开发新一代电池，确保国际领先，加速‘芯、器、图、核、云、网、天’技术迭代，基于‘超级芯’中央环网架构，打造行业领先的高阶自动驾驶体验。基于此架构，到 2025 年，长安汽车将面向全球推出 20 余款重磅产品，其中，长安启源 10 款、深蓝汽车 6 款、阿维塔 4 款。

图16：长安汽车 SDA 架构

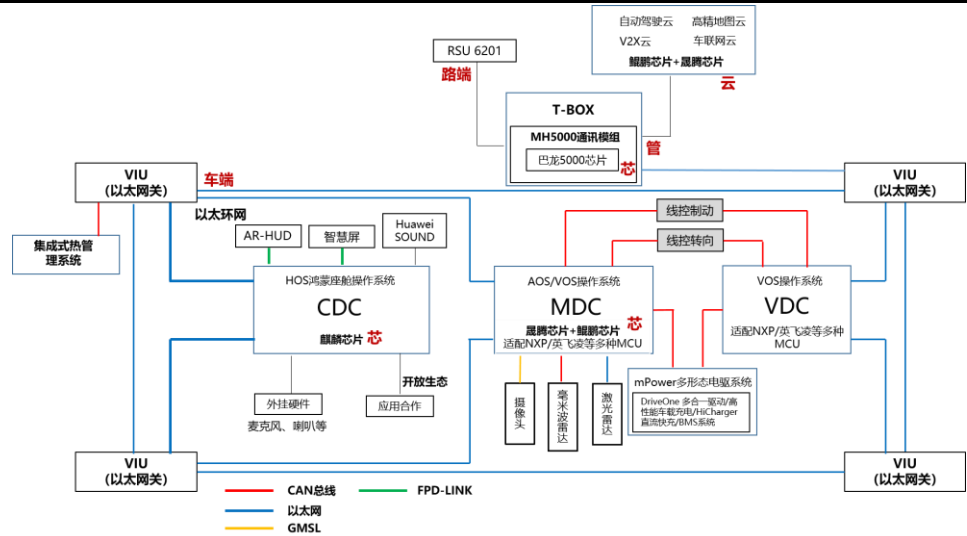


数据来源：wind，东吴证券研究所

### 2.3.2. 外部赋能：联合华为深化技术赋能，加速智能化转型

华为以“计算+通信”为核心—CCA 架构+Vehicle Stack 跨域集成软件框架，定位智能电动领域核心增量零部件一体化配套解决方案提供商。以 ICT 技术为基础，建立一个架构（CCA）、五大智能系统（智能驾驶/智能座舱/智能电动/智能车云/智能网联）、全套智能化部件（智慧屏+AR-HUD+集成式热管理+感知铁三角等）组成的全栈式解决方案。

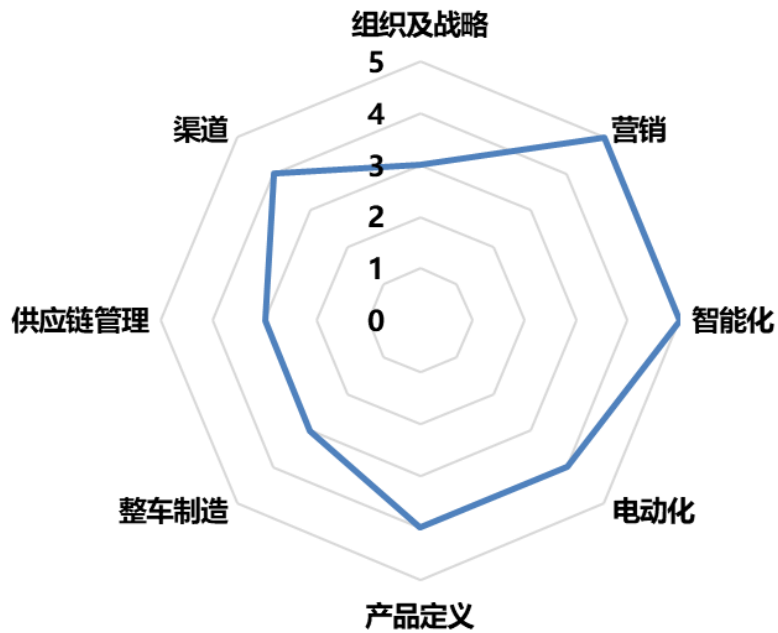
图17: 华为电动智能车全栈式解决方案



数据来源: wind, 东吴证券研究所

整车渠道/品牌/产品定义能力持续进化，全栈一体赋能下游车企。华为在智能化方面秉持平台+生态的战略，建立全栈式智能化解决方案，处于行业领先水平，自研深度硬实力将为华为长期领先保驾护航。华为自身渠道+品牌力+营销等软实力也同样领先，多年终端业务积累使得华为在消费者洞察、产品定义等方面具有独特优势，整车视角下华为综合实力出色。

图18: 华为各个维度竞争力分析



数据来源: wind, 东吴证券研究所

技术+渠道营销为华为核心优势。

**技术维度：**华为全栈自研高阶智驾技术，功能落地节奏国内领先。围绕智能驾驶最核心的“数据+软件+硬件”三大领域，华为全栈闭环自研，持续迭代。

**1) 数据：超强数据搜集和算法迭代能力持续优化功能体验。**4月以来，ADS2.0借由华为 AI 训练集群构建丰富的场景库，每天学习的里程超过 1000 万公里，辅助驾驶的算法模型每 5 天更新一次。截至 2023 年 9 月，ADS2.0 长距离领航平均接管里程已经提升至 200km（4 月为 114km）。

**2) 硬件：云端超算中心配合边缘端自研硬件提供外围支撑。**华为以 1800PFLOPS 超算中心用于云端大模型训练，边缘端采用 1 激光雷达+3 毫米波雷达+1 摄像头+12 超声波雷达作为感知硬件，MDC 610 作为核心计算单元，提供 200Tops 算力。

**3) 软件：BEV+GOD2.0+RCR2.0 完善软件算法架构覆盖更多无图场景。**华为融合 BEV 鸟瞰感知能力以及业内首创的 GOD2.0 网络（通用障碍物检测，识别异形物体）+RCR2.0（道路拓扑推理网络，匹配导航地图与显示网络），以类似于特斯拉 BEV+占用网络的算法架构，实现功能落地。

**渠道营销维度，华为线上线下载模式相结合，利用手机领域终端触点优势快速突破。**线上：华为商城线上配套体系均有多年运营基础，广泛用户基础下引流功能显著。线下：华为已形成完善的线下渠道矩阵，覆盖范围广泛，网点覆盖城市核心商圈以及众多长尾城市。华为在手机业务上积累了丰富有效的营销策略，在整合广告创意和品牌定位进行品牌宣传方面具有丰富积累。

**2023 年 11 月 25 日，公司在广东省深圳市龙岗区与华为技术有限公司（以下简称“华为”）签署《投资合作备忘录》。**具体内容包括：华为拟设立一家从事汽车智能系统及部件解决方案研发、设计、生产、销售和服务的公司（以下简称“目标公司”），公司拟投资该目标公司并开展战略合作，双方共同支持目标公司成为立足中国、面向全球、服务产业的汽车智能系统及部件解决方案产业领导者。

**公司与华为以股权合资形式成立子公司合作，深化技术赋能，加速智能转型。**1) 合作方式：甲方设立目标公司，其业务范围包括汽车智能驾驶解决方案、汽车智能座舱、智能汽车数字平台、智能车云、AR-HUD 与智能车灯等，并将专用于目标公司业务范围内的相关技术、资产和人员注入至目标公司；乙方及其关联方拟出资获取目标公司股权，比例不超过 40%。同时，甲方原则上不从事与目标公司业务范围相竞争的业务，乙方将全面推进与目标公司战略协同。2) 展望后续，目标公司将对现有战略合作伙伴车企及有战略价值的车企等投资者逐步开放股权，成为股权多元化的公司。3) 对公司中长期来看，本次合作将加速构建面向智能化时代的完整、自主、领先的全栈智能化整车能力，实现公司全面稳健的向智能低碳出行科技公司转型。

### 3. 盈利预测与风险提示

基于以下核心假设，我们对长安汽车 2023~2025 年盈利进行预测。

1) 长安汽车自主乘用车领域 2023~2025 年分别实现批发销量 163.5/201.0/217.0 万辆，分别同比+15.34%/+22.94%/+7.96%；相对应长安 2023~2025 年收入同比分别为+31.17%/+43.39%/17.93%。

2) 公司 2023~2025 年综合毛利率分别为 18.5%/19.0%/20.0%。

表5: 长安汽车核心财务指标拆分

	2022A	2023E	2024E	2025E
长安自主乘用车销量/万台	141.75	163.50	201.00	217.00
Yoy	11.48%	15.34%	22.94%	7.96%
长安整体营收/亿元	1212.53	1590.52	2280.66	2689.51
Yoy	15.32%	31.17%	43.39%	17.93%
毛利率	20.49%	18.50%	19.00%	20.00%

数据来源：乘联会，wind，东吴证券研究所预测

我们预计公司 2023-2025 年营业总收入 1590.52/2280.66/2689.51 亿元，归属母公司净利润 108.84/92.63/115.85 亿元，同比+40%/-15%/+25%，对应 EPS 为 1.10/0.93/1.17 元，对应 PE 为 18/21/17 倍。以国内乘用车整车销售同业为依据，我们选取 A/H 股五家公司作为长安汽车的可比公司，可比公司估值均值为 18/14/11 倍。鉴于公司主品牌积极转型+新品牌多款车型上市，2024 年有望开启新一轮强势新车周期，销量有望持续增长；智能化领域合作华为智驾，深入赋能各品牌，弥补公司在智能驾驶以及座舱领域的短板，驱动未来销量持续高增，并为公司中长期领域建立坚实的竞争壁垒。综上，我们认为长安应该享受更高估值，维持“买入”评级。

表6: 可比公司估值比较【2023 年 12 月 7 日】

证券代码	公司简称	收盘价/元	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE/倍		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002594.SZ	比亚迪	199.45	5804.00	334.49	441.64	540.05	17.35	13.14	10.75
600104.SH	上汽集团	14.04	1642.68	134.17	166.17	227.09	12.24	9.89	7.23
601633.SH	长城汽车	26.16	2223.60	69.49	89.18	116.9	32.00	24.93	19.02
601238.SH	广汽集团	9.39	985.95	65.22	71.73	86.41	15.12	13.75	11.41
0175.HK	吉利汽车	7.27	734.70	50.13	80.42	120.64	14.66	9.14	6.09
	可比公司算术平均PE						18.27	14.17	10.90
000625.SZ	长安汽车	18.93	1877.34	108.84	92.63	115.85	17.60	20.67	16.53

数据来源：Wind，东吴证券研究所（所有公司盈利预测均采用东吴证券研究所预测）

#### 4. 风险提示

**乘用车终端需求复苏低于预期。**若国内经济恢复较慢，会影响消费者购车欲望需求。

**乘用车下游价格战超预期。**若车企纷纷跟进价格战，幅度以及节奏较快，会对整车企业以及供应链盈利情况产生较大影响。

**行业智能驾驶普及速度低于预期。**若行业高阶智驾功能普及发展速度低于预期，则会影响长安和华为合作落地的车型的市场竞争力，可能对未来长安汽车销量产生影响。



## 长安汽车三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>102,076</b>	<b>154,630</b>	<b>195,421</b>	<b>220,651</b>	<b>营业总收入</b>	<b>121,253</b>	<b>159,052</b>	<b>228,066</b>	<b>268,951</b>
货币资金及交易性金融资产	53,810	116,539	74,902	130,440	营业成本(含金融类)	96,410	129,627	184,733	215,161
经营性应收款项	39,668	12,455	103,768	63,684	税金及附加	4,102	4,931	7,982	9,413
存货	5,823	22,983	12,938	22,922	销售费用	5,138	7,953	11,175	12,910
合同资产	458	159	228	269	管理费用	3,532	5,567	8,438	11,027
其他流动资产	2,316	2,494	3,586	3,336	研发费用	4,315	6,680	9,807	11,834
<b>非流动资产</b>	<b>43,973</b>	<b>41,351</b>	<b>38,708</b>	<b>36,045</b>	财务费用	(1,017)	(418)	(1,571)	(1,190)
长期股权投资	14,407	14,407	14,407	14,407	加:其他收益	530	1,000	1,000	1,000
固定资产及使用权资产	19,448	17,034	14,604	12,160	投资净收益	(769)	5,500	900	1,000
在建工程	1,388	1,180	967	747	公允价值变动	4	100	120	140
无形资产	4,446	4,446	4,446	4,446	减值损失	(978)	(294)	(332)	(363)
商誉	10	10	10	10	资产处置收益	75	8	11	13
长期待摊费用	26	26	26	26	<b>营业利润</b>	<b>7,634</b>	<b>11,026</b>	<b>9,200</b>	<b>11,586</b>
其他非流动资产	4,248	4,248	4,248	4,248	营业外净收支	75	300	540	726
<b>资产总计</b>	<b>146,049</b>	<b>195,981</b>	<b>234,129</b>	<b>256,696</b>	<b>利润总额</b>	<b>7,708</b>	<b>11,326</b>	<b>9,740</b>	<b>12,312</b>
<b>流动负债</b>	<b>79,949</b>	<b>121,359</b>	<b>150,254</b>	<b>161,247</b>	减:所得税	(36)	453	487	739
短期借款及一年内到期的非流动负债	915	915	915	915	<b>净利润</b>	<b>7,745</b>	<b>10,873</b>	<b>9,253</b>	<b>11,574</b>
经营性应付款项	51,522	85,306	104,558	110,602	减:少数股东损益	(54)	(11)	(9)	(12)
合同负债	5,655	10,370	13,855	15,061	<b>归属母公司净利润</b>	<b>7,798</b>	<b>10,884</b>	<b>9,263</b>	<b>11,585</b>
其他流动负债	21,856	24,768	30,926	34,669	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.79	1.10	0.93	1.17
非流动负债	3,151	3,151	3,151	3,151	EBIT	7,968	5,349	7,002	9,689
长期借款	36	36	36	36	EBITDA	11,885	7,731	9,384	12,073
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	毛利率(%)	20.49	18.50	19.00	20.00
租赁负债	60	60	60	60	归母净利率(%)	6.43	6.84	4.06	4.31
其他非流动负债	2,055	2,055	2,055	2,055	收入增长率(%)	15.32	31.17	43.39	17.93
<b>负债合计</b>	<b>83,100</b>	<b>124,510</b>	<b>153,405</b>	<b>164,398</b>	归母净利润增长率(%)	119.52	39.56	(14.89)	25.08
归属母公司股东权益	62,858	71,391	80,654	92,239					
少数股东权益	91	80	71	59					
<b>所有者权益合计</b>	<b>62,949</b>	<b>71,471</b>	<b>80,724</b>	<b>92,298</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>146,049</b>	<b>195,981</b>	<b>234,129</b>	<b>256,696</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,666	59,222	(43,138)	53,750	每股净资产(元)	6.34	7.20	8.13	9.30
投资活动现金流	(2,954)	5,808	1,451	1,739	最新发行在外股份(百万股)	9,917	9,917	9,917	9,917
筹资活动现金流	224	(2,352)	(1)	(1)	ROIC(%)	13.12	7.42	8.52	10.29
现金净增加额	2,974	62,678	(41,687)	55,488	ROE-摊薄(%)	12.41	15.25	11.48	12.56
折旧和摊销	3,917	2,382	2,383	2,384	资产负债率(%)	56.90	63.53	65.52	64.04
资本开支	(795)	308	551	739	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.56	17.60	20.67	16.53
营运资本变动	(6,946)	51,580	(53,535)	41,308	P/B(现价)	3.05	2.68	2.37	2.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>