

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

长安汽车 (000625)

投资评级 买入

上次评级 买入

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500522060001

联系电话: 13816900611

邮箱: lujiamin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

长安汽车 (000625.SZ): 三大计划加速布局, 24H2 开启新车周期

2024 年 4 月 21 日

事件:公司发布 2023 年年报, 公司 23 年实现营收 1513.0 亿元, 同比+24.8%; 实现归母净利润 113.3 亿元, 同比+45.3%; 实现扣非净利润 37.8 亿元, 同比+16.2%。

点评:

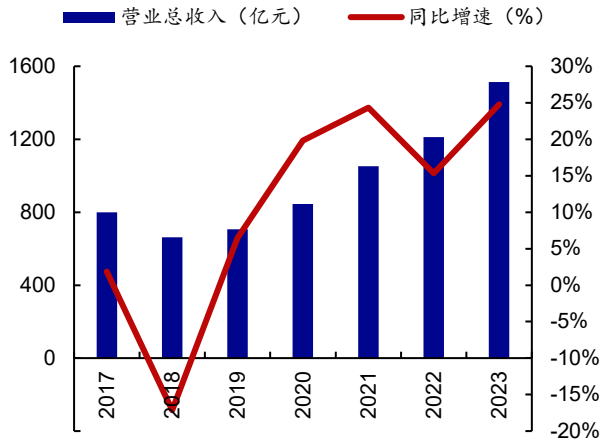
- **参股公司投资亏损短暂影响扣非净利润, 海外业务毛利率稳中有升。**公司 23 年实现营收 1513.0 亿元, 同比+24.8%; 实现归母净利润 113.3 亿元, 同比+45.3%; 实现扣非净利润 37.8 亿元, 同比+16.2%。23Q4 公司实现营收 430.9 亿元, 同比+20.0%; 实现归母净利润 14.5 亿元, 同比+60.8%; 实现扣非净利润 1.69 亿元。公司 23 年非经常性损益项目主要包含 23Q1 收购深蓝汽车确认的股权投资收益 50.2 亿元, 以及 23Q4 对联营和合营企业的投资净损失 24.0 亿元。23Q4 公司毛利率 19.6%, 同比-1.3pct, 环比+1.2pct, 在 23 年价格战影响下仍保持稳中有升, 我们认为主要因高毛利海外业务表现良好, 23 年长安汽车海外实现销量 35.8 万辆, 同比+43.9%, 毛利率 24.75%, 相比国内高 7.4pct。
- **三大计划稳步推进, 新能源车型销售渗透率快速提升。**2023 年全年实现销量 255.3 万辆, 同比+8.8%, 自主品牌新能源全年销售 47.4 万辆, 同比+74.8%; 出口 35.8 万辆, 同比+43.9%。智能化层面实施“北斗天枢”计划, 成功获批 17 张高快速路 L3 级自动驾驶测试牌照, 成为最早且单批次获得测试牌照最多的企业; “香格里拉”计划构建形成深蓝、启源、阿维塔三大智能电动品牌布局, 公司新能源渗透率达 29.7%, 同比+10.2pct, 全新自研电池品牌“金钟罩”发布; 全球化“海纳百川”计划发布, 成立全球五大事业部, 首个海外新能源生产基地于泰国开工建设, 布局全球右舵市场, 一期设计产能达 10 万辆, DEEPAL S07、DEEPAL L07 在泰国正式开售, 开启东南亚市场。
- **24 年新车布局稳步开拓冲击 265 万年销, 华为合作持续深化。**根据 2024 长安汽车全球伙伴大会信息, 长安 24 年新车除了一季度的长安猎手、二季度的深蓝 G318 之外, 还包括三季度的阿维塔 E15、深蓝 C857、长安凯程 G393; 四季度的 CD701、阿维塔 E16、启源 C798、长安马自达 J90A。深蓝、阿维塔、启源成为产品矩阵拓展重点, 新能源转型加速, 2024 年长安将冲击 265 万辆的年度销量目标。与华为合作方面, 长安深蓝也将继阿维塔之后加入 HI 合作模式, 这也是继 2023 年 11 月长安与华为签署《投资合作备忘录》之后, 双方合作的进一步延伸。华为方面, 余承东在 2024 年中国电动汽车百人会上表示华为智选车业务有望在今年前 3 个月实现扭亏为盈, 华为车 BU 有望在今年实现扭亏为盈。我们认为华为 HI 模式与智选车模式的商业化已逐步成熟, 未来朋友圈有望逐渐扩大, 长安率先携手华为有望打造中国智能电动化龙头。
- **盈利预测与投资评级:** 启源、深蓝、阿维塔逐步成为长安新车周期主力,

华为赋能带来全新增长动能。我们预计公司 **2024-2026** 年归母净利润为 **95 亿元、120 亿元、146 亿元**，对应 PE 分别为 **18、14 和 12 倍**，维持“买入”评级。

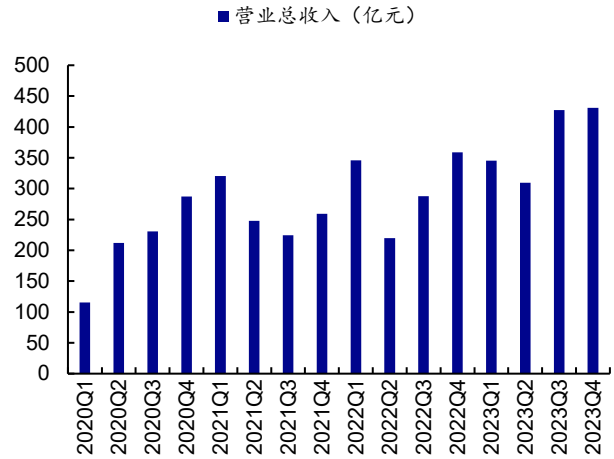
- **风险因素：**原材料价格波动、新车销量不及预期、新能源转型不及预期、技术研发不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(亿元)	1,213	1,513	1,859	2,103	2,368
增长率 YoY %	15.3%	24.8%	22.9%	13.2%	12.6%
归属母公司净利润(亿元)	78	113	95	120	146
增长率 YoY%	119.5%	45.3%	-16.1%	26.4%	21.0%
毛利率%	20.5%	18.4%	18.5%	19.0%	19.4%
净资产收益率ROE%	12.4%	15.8%	11.8%	13.0%	13.6%
EPS(摊薄)(元)	0.79	1.14	0.96	1.21	1.47
市盈率 P/E(倍)	21.66	14.91	17.76	14.05	11.61
市净率 P/B(倍)	2.69	2.35	2.10	1.83	1.58

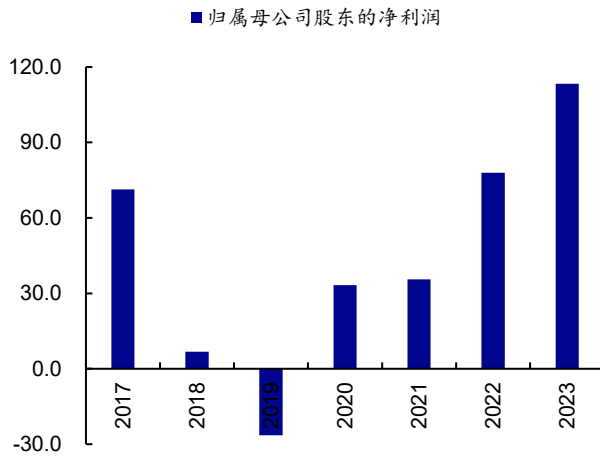
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 19 日收盘价

图 1：公司历年营收（亿元）与增速（%）


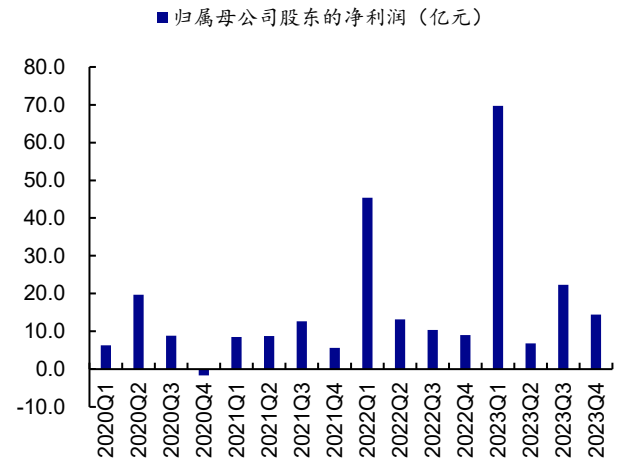
资料来源：ifind, 信达证券研发中心

图 2：公司分季度营收（亿元）


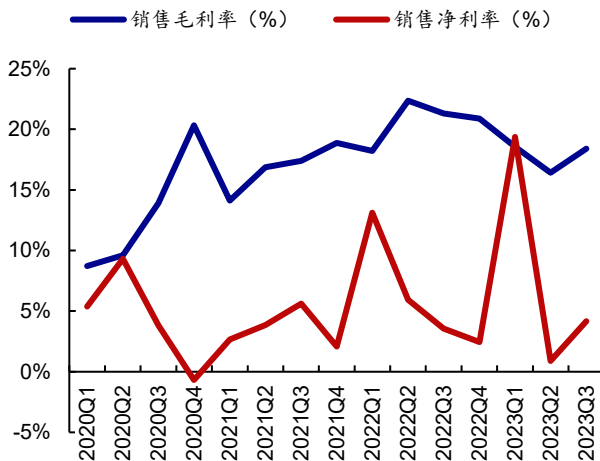
资料来源：ifind, 信达证券研发中心

图 3：公司历年归母净利润（亿元）


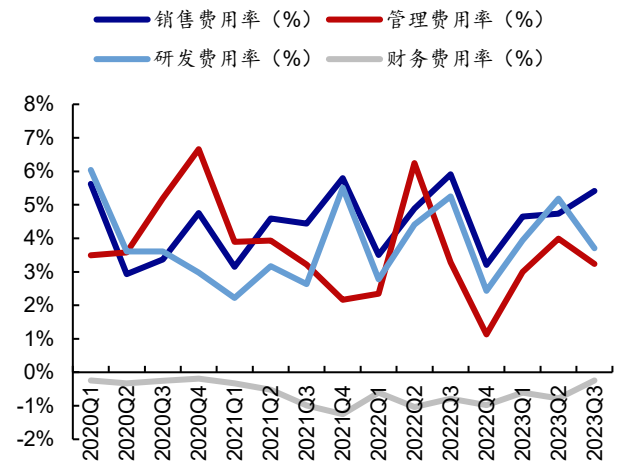
资料来源：ifind, 信达证券研发中心

图 4：公司分季度归母净利润（亿元）


资料来源：ifind, 信达证券研发中心

图 5：公司季度毛利率&净利率（%）


资料来源：ifind, 信达证券研发中心

图 6：公司季度费用率（%）


资料来源：ifind, 信达证券研发中心

资产负债表		单位:亿元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	1,021	1,309	1,533	1,729	1,978	
货币资金	535	649	713	771	880	
应收票据	358	377	480	563	612	
应收账款	31	24	35	42	44	
预付账款	7	3	24	15	17	
存货	58	135	125	143	175	
其他	31	122	155	195	250	
非流动资产	440	592	627	675	743	
长期股权投资	144	138	143	147	148	
固定资产(合计)	193	200	188	177	168	
无形资产	44	150	182	228	289	
其他	58	104	113	123	138	
资产总计	1,460	1,902	2,160	2,404	2,721	
流动负债	754	1,032	1,211	1,341	1,520	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	221	375	408	456	535	
应付账款	294	383	447	517	578	
其他	238	275	355	368	407	
非流动负债	77	122	123	123	124	
长期借款	0	1	1	1	1	
其他	77	122	122	123	123	
负债合计	831	1,155	1,334	1,465	1,644	
少数股东权益	1	28	23	16	8	
归属母公司股东权益	629	719	803	923	1,069	
负债和股东权益	1,460	1,902	2,160	2,404	2,721	

重要财务指标		单位:亿元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,213	1,513	1,859	2,103	2,368	
同比(%)	15.3%	24.8%	22.9%	13.2%	12.6%	
归属母公司净利润	78	113	95	120	146	
同比(%)	119.5%	45.3%	-16.1%	26.4%	21.0%	
毛利率(%)	20.5%	18.4%	18.5%	19.0%	19.4%	
ROE(%)	12.4%	15.8%	11.8%	13.0%	13.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.79	1.14	0.96	1.21	1.47	
P/E	21.66	14.91	17.76	14.05	11.61	
P/B	2.69	2.35	2.10	1.83	1.58	
EV/EBITDA	5.67	8.31	9.07	6.60	4.94	

利润表		单位:亿元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,213	1,513	1,859	2,103	2,368	
营业成本	964	1,235	1,514	1,704	1,909	
营业税金及附加	41	48	59	67	76	
销售费用	51	76	89	99	111	
管理费用	35	41	50	57	64	
研发费用	43	60	74	84	95	
财务费用	-10	-9	-19	-21	-23	
减值损失合计	-9	-8	-6	-5	-5	
投资净收益	-8	31	-4	-3	-2	
其他	6	20	13	15	15	
营业利润	76	104	94	120	145	
营业外收支	1	1	1	1	1	
利润总额	77	106	95	121	146	
所得税	0	11	6	7	9	
净利润	77	95	90	113	137	
少数股东损益	-1	-18	-6	-7	-8	
归属母公司净利润	78	113	95	120	146	
EBITDA	125	124	109	141	167	
EPS(当年)(元)	0.80	1.15	0.96	1.21	1.47	

现金流量表		单位:亿元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	57	199	147	150	223	
净利润	77	95	90	113	137	
折旧摊销	39	53	33	42	43	
财务费用	0	2	0	0	0	
投资损失	8	-31	4	3	2	
营运资金变动	-69	79	19	-9	39	
其它	2	1	1	0	0	
投资活动现金流	-30	-62	-72	-92	-114	
资本支出	-8	-25	-63	-86	-111	
长期投资	-31	-22	-5	-3	0	
其他	9	-14	-4	-3	-2	
筹资活动现金流	2	-21	0	0	0	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	11	1	0	0	0	
支付利息或股息	-18	-24	0	0	0	
现金净增加额	30	114	74	57	109	

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020新浪金麒麟第4名团队核心成员。4年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

徐国铨，中国社会科学院大学应用经济学硕士，主要覆盖新势力整车、智能化等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。