

长安汽车(000625)

报告日期: 2023年07月31日

破晓: 百年车企, 电动+混动+智能三轮驱动

——长安汽车深度报告

投资要点

□ 百年车企布局电动智能化

长安汽车是拥有160年建厂历史的工业老字号品牌, 长安汽车的前身是晚清李鸿章在1862年创立的“上海洋炮局”, 是中国汽车四大集团阵营企业, 两度入选央视“国家品牌计划”, 成为中国品牌汽车行业领跑者。公司于1984年进入汽车领域, 在全球拥有14个生产基地(国内8大生产基地), 33个整车、发动机及变速器工厂, 23年计划投资40亿, 在泰国设右舵工厂。

□ 三次创业, 自主崛起

①军转民—第一次创业(1984年-2006年); ②商转乘—第二次创业(2006年-2018年); ③向智能化、电气化、新能源化加速——第三次创业(2018年-至今), 长安逐渐实现自主崛起。

□ 混动: P2/P13架构同时布局

iDD是长安基于P2混动架构研发的混动技术, 由蓝鲸混动专用发动机、三离合电驱变速箱、动力电池以及电控系统组成。其核心技术是将三离合器(K0离合器和6DCT中的双离合)高度集成, 极大地缩减了整个系统的轴向尺寸, 使其可以布置大功率、大扭矩的P2电机。2023年将推出CS系列+逸动的混动, 将用P1+P3架构(简称P13), 更注重经济型, 再加上注重性能的iDD和注重电动驾驶的增程式, 长安将布局三种混动同时发力。当初选择P2是因为电机成本比较高, 经过这几年的发展电机成本大幅降低, P13和P2成本已经相近, 根据长安推出的iDD车型, 电池比比亚迪大的同时可以保证价格更低, 而P13成本又和P2差不多, 所以长安推出的P13可能会比比亚迪便宜, 极具市场竞争力。

□ 盈利预测与估值

预计公司23~25年实现收入1410/1639/1900亿, YOY分别为16.31%、16.25%、15.89%, 实现归母净利92/91/114亿, YOY分别为17.7%、-1.4%、25.9%, 对应PE分别为17.3、17.6、14.0X。首次覆盖, 给予“买入”评级。

□ 风险提示

汽车销量不及预期; 新车发布不及预期。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 施毅

执业证书号: S1230522100002
shiyi@stocke.com.cn

研究助理: 何冠男

heguannan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 16.03
总市值(百万元)	159,006.75
总股本(百万股)	9,919.32

股票走势图



相关报告

- 《长安汽车点评报告-三季度业绩低于预期, 期待新产品周期》2017.10.27
- 《长安汽车点评报告-发布新能源详细战略, 传统车企龙头转型加速》2017.10.20
- 《长安汽车点评报告-中报业绩下滑, 预计全年最差时期已过》2017.09.01

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	121253	141028	163948	190001
(+/-)(%)	15.32%	16.31%	16.25%	15.89%
归母净利润	7798	9179	9050	11393
(+/-)(%)	119.52%	17.7%	-1.4%	25.9%
每股收益(元)	0.79	0.93	0.91	1.15
P/E	20.4	17.3	17.6	14.0

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 23~25 年实现收入 1410/1639/1900 亿, YOY 分别为 16.31%、16.25%、15.89%, 实现归母净利 92/91/114 亿, YOY 分别为 17.7%、-1.4%、25.9%, 对应 PE 分别为 17.33、17.57、13.96X。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 新能源持续渗透, 电动化的大趋势下, 我们预计燃油车将持续被电动车替代。
- 2) 下半场智能化开启, 随着各家车企推出具备 L3 级别法规的车型, 智能化将带动车企进入新一轮周期。

● 我们与市场的观点的差异

市场认为: 电动化上半场中, 比亚迪、特斯拉等市占率较高, 且由于比亚迪 dmi 混动车发力较早, 在消费者心中已经占据一定地位, 其他车企推出爆款混动车的难度提升。

我们认为: 长安在混动车中具备优势, 率先推出 P2 架构车型后, 下半年将推出 P1+3 架构混动新车, 覆盖高速及城区驾驶环境, 在电动车上, 下半年推出启源, 将带动电动车进入新高度。同时, 在于华为合作智能化, 阿维塔新车持续推出。电动+混动+智能三轮驱动, 长安有望进入新车周期。

● 股价上涨的催化因素

爆款车型推出、新车订单提升、月销量提升等。

● 风险提示

汽车销量不及预期; 新车发布不及预期等。

正文目录

1 长安汽车：百年车企三大创新	5
1.1 百年车企，自主品牌品牌向上	5
1.2 历史复盘、三次创业	6
1.2.1 军转民—第一次创业（1984年-2006年）	6
1.2.2 商转乘—第二次创业（2006年-2018年）	7
1.2.3 合资转自主	7
1.2.4 向智能化、电气化、新能源化加速——第三次创业（2018年-至今）	8
1.2.5 锚定未来战略目标，加速电动电气化转型	8
1.3 中国兵器集团控股，参股合资公司	8
1.4 股权激励	9
1.5 财务稳中向上	10
2 混动：P2和P13架构同时布局	15
2.1 电机位置介绍	15
2.2 P1+P3较适用于城区，P2较适用于高速公路	16
2.3 长安iDD	18
3 纯电：深蓝+启源，布局年轻+家用	22
3.1 深蓝品牌打造年轻大单品	22
3.2 阿维塔：三强联手，共造情感智能电车	25
4 盈利预测	27
5 风险提示	27

图表目录

图 1: 国内产业基地布局.....	5
图 2: 长安汽车发展历程.....	5
图 3: 长安汽车产品谱系.....	6
图 4: 长江牌 46 型吉普车正面图.....	6
图 5: 长江牌 46 型吉普车侧面图.....	6
图 6: 长安汽车股权情况.....	9
图 7: 2011~2022 年公司的营收 CAGR 是 14.8%.....	11
图 8: 2022 年长安汽车产销量对比.....	11
图 9: 2012-2022 单车价值 (元).....	12
图 10: 近 15 个月年长安汽车产销量对比.....	12
图 11: 2016-2022 长安汽车营收&毛利率&YOY.....	12
图 12: 2016-2022 长安汽车净利率&毛利率.....	12
图 13: 2015-2022 长安投资收益与利润总额对比 (亿元).....	13
图 14: 2014-2022 年长安汽车投资收益构成 (亿元).....	13
图 15: 长安汽车三费率&研发支出(百万).....	14
图 16: 逸动产品线.....	14
图 17: 欧尚产品线.....	14
图 18: 长安凯程.....	15
图 19: 商用车微面车型矩阵.....	15
图 20: P13 混动示意图.....	16
图 21: P2 混动示意图.....	17
图 22: 不同混动系统下车型参数对比图.....	20
图 23: 竞品参数对比图.....	21
图 24: EPA1 平台.....	22
图 25: 三种动力形式.....	22
图 26: EPA1 平台“高效率”.....	22
图 27: EPA1 平台“高性能”.....	23
图 28: EPA1 平台“高安全”.....	23
图 29: 车型对比.....	24
图 30: CHN 平台“机械层”: 更轻盈, 高能效, 更舒适.....	25
图 31: 能源层: 长续航, 更安全.....	25
图 32: 域融合架构: 高效安全.....	26
图 33: 集成华为系统: 高效, 丰富, 智能.....	26
图 34: 智能驾驶辅助: 全场景覆盖.....	26
图 35: 智能座舱: 创新体验, 应用丰富.....	26
表 1: 长安汽车合资品牌.....	7
表 2: 2016 年股权激励对象.....	9
表 3: 高管持股.....	10
表 4: 不同混动架构对比.....	16
表 5: 两种混动模式对比.....	19
表 6: 长安汽车与可比公司估值情况.....	27

1 长安汽车：百年车企三大创新

1.1 百年车企，自主品牌品牌向上

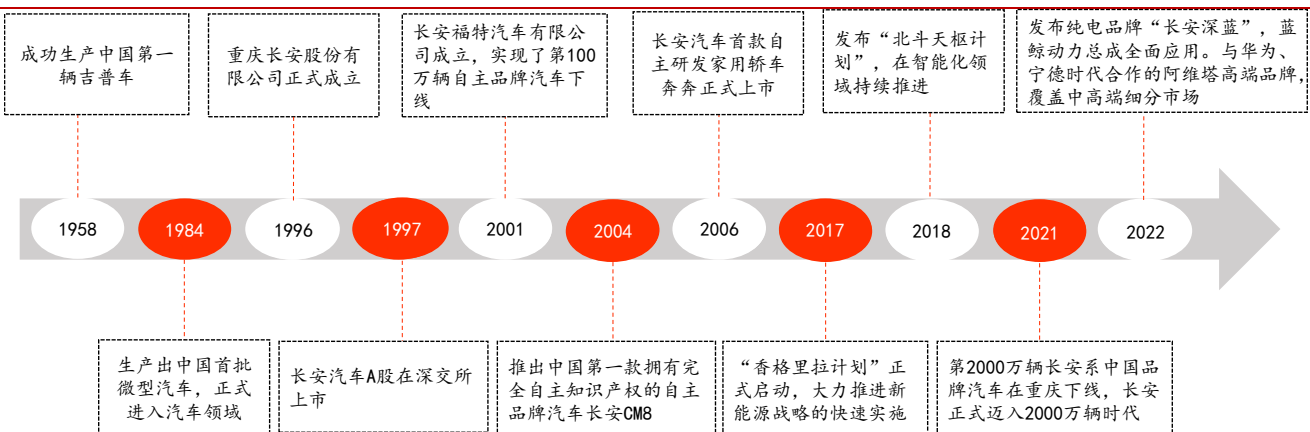
长安汽车是拥有 160 年建厂历史的工业老字号品牌，长安汽车的前身是晚清李鸿章在 1862 年创立的“上海洋炮局”，是中国汽车四大集团阵营企业，两度入选央视“国家品牌计划”，成为中国品牌汽车行业领跑者。公司于 1984 年进入汽车领域，在全球拥有 14 个生产基地（国内 8 大生产基地），33 个整车、发动机及变速器工厂，23 年计划投资 40 亿，在泰国设右舵工厂。

图1：国内产业基地布局



资料来源：长安汽车，中华网，浙商证券研究所

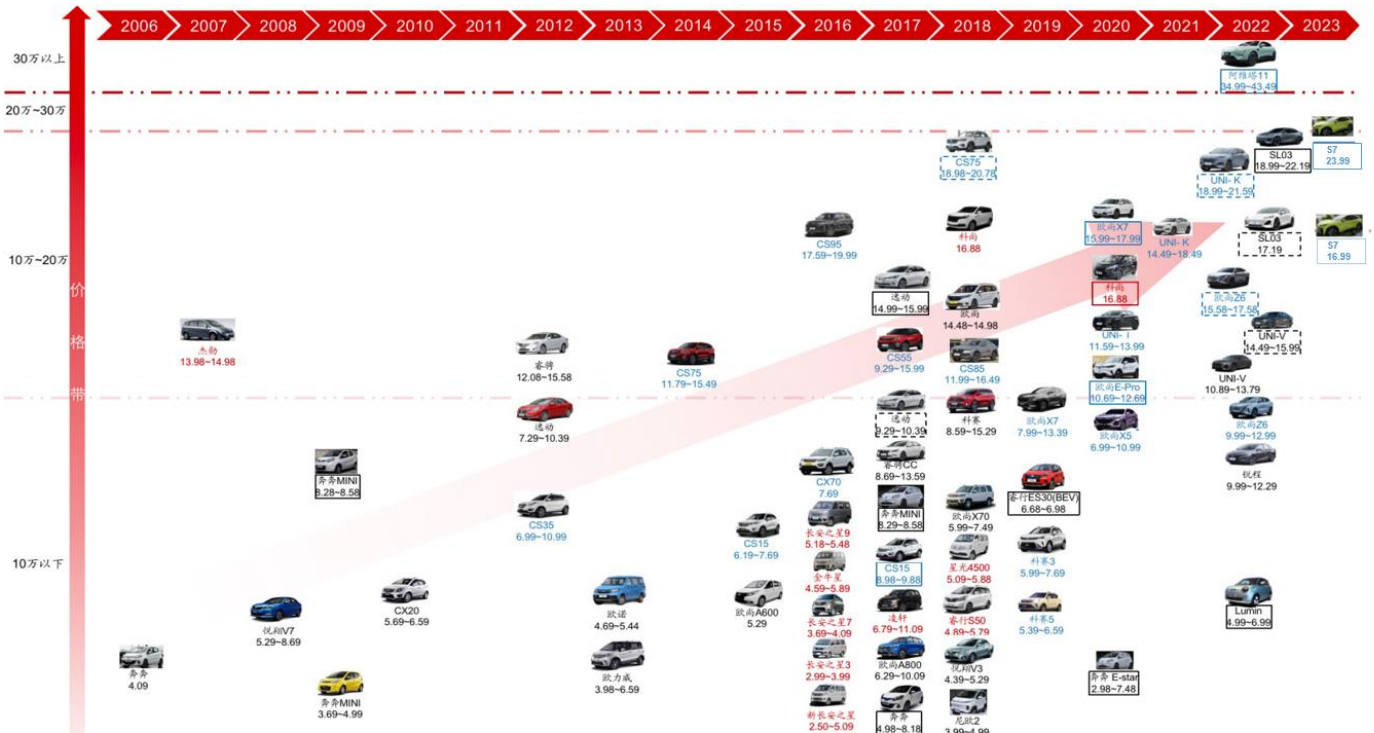
图2：长安汽车发展历程



资料来源：搜狐汽车，浙商证券研究所

品牌力向上，ASP持续提升。公司旗下拥有长安乘用车、欧尚汽车、凯程汽车、深蓝、阿维塔、启源等自主品牌以及长安福特、长安马自达、长安铃木等合资品牌。长安持续践行品牌力向上原则，在新能源领域，形成了高端（阿维塔）、中端（启源-家庭、深蓝-年轻）、低端（糯玉米等）的三维布局。

图3: 长安汽车产品谱系



资料来源: 爱卡汽车, Marklines, 浙商证券研究所

1.2 历史复盘、三次创业

1.2.1 军转民—第一次创业 (1984年-2006年)

长安汽车的前身是军工企业上海洋炮局, 后分别更名为金陵制造局和金陵兵工厂, 1957年更名为长安机器制造厂, 长安二字由此诞生。建国初期我国工业基础薄弱, 军用车辆问题亟待解决, 因此在1958年中央军民结合方针指导下, 长安以威利斯 M38A1 为基础试制出中国第一辆越野车——长江牌 46 型吉普车, 填补了中国汽车工业空白。

图4: 长江牌 46 型吉普车正面图



资料来源: 腾讯网, 浙商证券研究所

图5: 长江牌 46 型吉普车侧面图



资料来源: 腾讯网, 浙商证券研究所

与铃木合资，进军微面。1981年长安厂开始尝试生产微车，通过仿制成功生产了以铃木ST90K微型汽车为原型车的微型面包车，俗称“长安车”。1984年长安与铃木正式签订整车和发动机合作项目协定，成功从一家军工企业转型成为民用汽车制造企业。并且自90年代初开始，长安汽车占据了我国微型车市场三分之一的份额。凭借在微型车市场的绝对优势，长安汽车在2001年实现了100万辆自主品牌汽车的生产突破。

1.2.2 商转乘—第二次创业（2006年-2018年）

2006年长安汽车公布了自主品牌轿车发展战略，宣告正式进军轿车领域，开启第二次创业，从面包车领域开始转型生产轿车。同年北京车展发布了首款自主研发轿车——长安奔奔，其亲民的售价和更大的车内空间得到了消费者的认可。2009年推出悦翔小型家用轿车，2010年推出奔奔LOVE和奔奔MINI，依旧保持超低价的风格。同年新车CX30两厢三厢款分别问世。2012年推出首款SUV—CS35以及全新轿车逸动，2014年北京车展CS75正式上市，这些都成为长安的畅销车型。2016年集团汽车总销量超过300万辆。

1.2.3 合资转自主

为了突破技术的限制，长安率先与铃木建立合作往来，1984年长安与铃木正式签订整车和发动机合作项目协定，1993年6月长安铃木正式成立。与国外汽车品牌的合资生产让长安汽车销量大增，长安趁势开启合资之路。2001年长安汽车与福特各持50%股份成立长安福特有限公司；2006年2月将马自达汽车参股引入长安福特汽车有限公司，更名为长安福特马自达；2006年长安汽车与当年隶属于福特旗下的沃尔沃成立合作关系；2011年长安汽车和法国标致雪铁龙公司共同发起成立长安标致雪铁龙品牌。

表1：长安汽车合资品牌

时间	合作企业	成立公司	增持/减持	当前持有份额	备注
1993年	铃木	重庆铃耀汽车有限公司	增持	100%	重庆长安铃木汽车有限公司成立时长安持有51%股份，2018年铃木退出，将所持有的50%的股份全部出售给长安
2001年	福特	长安福特汽车有限公司	未发生变动	50%	成立时长安持股50%，2012年长安福特马自达分立时仍持股50%
2004年	江铃	江铃控股有限公司	减持	25%	成立时长安持有50%股份，2019年江铃控股引入爱驰汽车作为战略投资者进行增资，长安股权稀释为25%
2006年	马自达	长安福特马自达汽车有限公司	未发生变动	50%	2006年马自达汽车公司参股长安福特，三方持股比例为：长安50%，福特35%，马自达15%
2011年	PSA集团	长安标致雪铁龙汽车有限公司	减持	0%	2012年长安福特马自达存续分立为两家合资公司，长安福特汽车有限公司由长安汽车和福特各自持股50%
2012年	马自达	长安马自达汽车有限公司	未发生变动	47.5%	2020投资人变更为深圳前海锐致投资有限公司，即由宝能独资
					2012年长安福特马自达存续分立为两家合资公司，在南京的存续公司由长安持股47.5%

资料来源：太平洋汽车，浙商证券研究所

2003年，长安在意大利都灵成立了中国第一个海外汽车设计中心；2008年，长安第二家海外研发中心在日本成立，主攻外观和内饰设计；2010年，英国研发中心正式成立，主攻发动机和变速箱；2011年，长安成立了美国研发中心，专攻汽车底盘技术研发。在建立大量海外研发中心后，全新原创车型长安CS35于2012年诞生，至此长安开启了自主研发之路，后续推出长安CS75、新奔奔、CS55、CS15等原创新车。

1.2.4 向智能化、电气化、新能源化加速——第三次创业（2018年-至今）

2017年10月，长安汽车开启第三次创业，主要围绕新能源、智能化两大重点领域展开。为此，长安汽车在新能源领域布局“香格里拉”计划、在智能化研发领域布局“北斗天枢”计划，在动力技术领域发布“蓝鲸动力总成战略”、“原力”技术。2022年，长安系中国品牌乘用车销量超139万辆，实现同比增长15.46%，继续站稳中国汽车自主品牌头部阵营。

第三次创业以来，长安在品牌、平台、产品和技术等方面取得的一系列阶段性成果，帮助长安汽车在新能源赛道上实现全面领跑。品牌建设方面，长安汽车推出了全新数字纯电品牌长安深蓝，与华为、宁德时代联合打造全球化的情感智能高端品牌阿维塔，并首次推出智能品牌“诸葛智能”，为消费者在“交互、智驾、生态”三大领域带来智能化的出行体验。平台建设方面，长安汽车已构建起四大新能源平台架构。包括集成多元形态、多元能源、多元场景的MPA智慧架构；面向主流电动车市场的EPA架构；与华为、宁德时代共创的智能电动汽车技术平台CHN和基于中央计算和区域控制的电子电气SDA架构等。

1.2.5 锚定未来战略目标，加速电动电气化转型

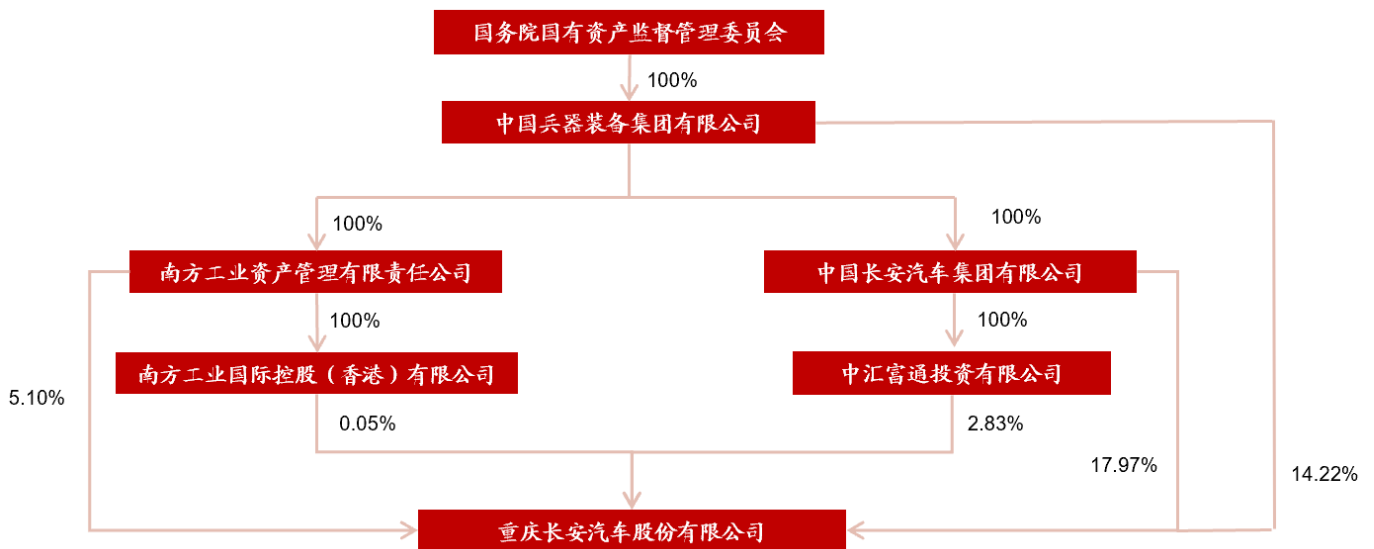
重构品牌架构，加速推进电气化转型，打造“智电iDD”技术标签。2023年，长安汽车继续深化向智能低碳出行科技公司转型之路，带来了“满电出发”的新能源三大动力系统之一的电混系统——长安智电iDD。长安智电iDD通过“智电经济”和“智电安全”两大价值体系的全面升级，以高聚能电池、高效能动力、高智能电控作为技术的硬件支撑，创新开发了AI智慧节能系统和恒温智慧安全系统。从产品规划来看，长安将进一步重构品牌架构，整合“V”标、UNI序列和欧尚等品牌，加速推进电气化转型，实现存量要增，增量要抢。全新UNI-V智电iDD、全新UNI-K智电iDD已正式上市，从产品规划来看，第三代CS75PLUS智电iDD也将很快面向市场，同时CS55PLUS智电iDD也将在今年合适时机推向市场。

“长安”主品牌向电动化转型的全新探索。2023年长安将打造新主流电动序列——OX序列，区别于深蓝和阿维塔，预计今年三四季度面市。长安表示2025年前，OX序列将推出5款产品，销量突破80万台。启源系列将增加主流EV布局，最大化扩展规模，提升“长安”主品牌价值，全力抢占新赛道。

1.3 中国兵器集团控股，参股合资公司

中国兵器装备集团有限公司直接和间接控制长安汽车37.29%的股份，公司业务分为自主板块和合资板块，自主板块方面，长安品牌负责乘用车业务，凯程汽车负责商用车业务，深蓝汽车和阿维塔汽车两大新能源品牌负责公司向新能源的转型。合资板块方面，主要拥有长安福特和长安马自达两大合资公司，持股比例分别为50%。

图6: 长安汽车股权情况



资料来源: 长安汽车公告, 浙商证券研究所

1.4 股权激励

长安汽车为进一步完善公司法人治理结构, 充分调动公司董事、高级管理人员、公司核心技术和管理人员的积极性, 开展了两轮股权激励计划。随着新一轮股权激励落地, 激励范围逐渐从高层向全公司扩大, 激励人员占比由 0.5% 提升至 3.5%。两次激励皆以人才和技术为导向, 在激励对象中核心技术人才占据绝对数量, 2016 年占比达 92.92%。

2016、2021 两次股权激励, 2016 年长安公司首次进行股票期权激励, 在 2016 年 10 月 19 日完成股票期权的授予登记事项, 向激励对象 202 人授予 2914 万份股票期权。

表2: 2016 年股权激励对象

姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总数比例	占股本总额比例
朱华荣	董事、总裁	22	0.76%	0.005%
周治平	董事、党委书记	22	0.76%	0.005%
王锬	董事、副总裁、代董秘	13.5	0.46%	0.003%
黄忠强	副总裁	13.5	0.46%	0.003%
罗明刚	副总裁	13.5	0.46%	0.003%
杜毅	副总裁	13.5	0.46%	0.003%
龚兵	副总裁	13.5	0.46%	0.003%
王俊	副总裁、商用车事业部总经理	13.5	0.46%	0.003%
刘波	副总裁、研究总院院长	13.5	0.46%	0.003%
何朝兵	副总裁、长安福特执行副总裁	13.5	0.46%	0.003%
张竞竞	副总裁、总法律顾问	13.5	0.46%	0.003%
袁明学	副总裁	13.5	0.46%	0.003%
李伟	副总裁	13.5	0.46%	0.003%
黎军	董事会秘书、财务部副部长	14	0.48%	0.003%
合计		206.5	7.08%	0.043%

资料来源: 搜狐证券, 长安汽车公告, 浙商证券研究所

2021年长安公司开启第二轮股权激励，实际向1247人以每股6.66元价格授予限制性股票7619.54万股，激励人员包括高管层14人，中层管理人员、核心技术骨干1233人。

表3：高管持股

姓名	职务	授予限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总量比例	占总股本比例
朱华荣	董事长、党委书记	25.00	0.27%	0.0047%
王俊	董事、总裁、党委副书记	20.00	0.21%	0.0037%
张德勇	董事、总会计师	19.40	0.21%	0.0036%
袁明学	常务副总裁	20.00	0.21%	0.0037%
刘波	执行副总裁	19.40	0.21%	0.0036%
何朝兵	执行副总裁	19.40	0.21%	0.0036%
李伟	执行副总裁	19.40	0.21%	0.0036%
华骐翥	纪委书记	19.40	0.21%	0.0036%
谭本宏	执行副总裁	19.40	0.21%	0.0036%
叶沛	副总裁	19.40	0.21%	0.0036%
赵非	副总裁	19.40	0.21%	0.0036%
陈伟	副总裁	19.40	0.21%	0.0036%
李名才	副总裁	19.40	0.21%	0.0036%
黎军	董事会秘书	13.66	0.15%	0.0025%
中层管理人员、核心技术骨干		7,346.88	79.61%	1.3698%
首次授予共计		7619.54	82.56%	1.4207%

资料来源：东方财富网，浙商证券研究所

1.5 财务稳中向上

近十年公司营收先是经历了快速增长，随后突然下滑再稳步回升，结合公司发展战略将营收情况分为三个阶段。

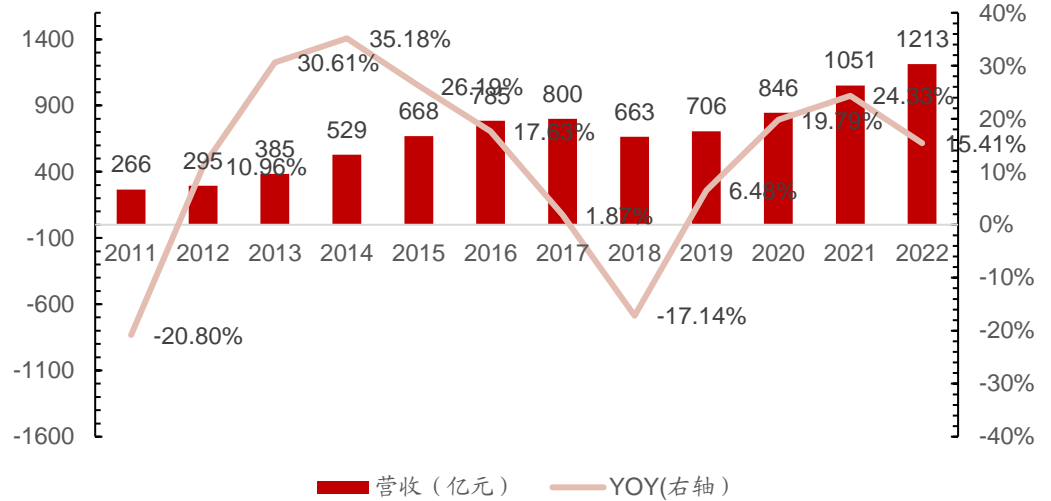
第一阶段：2011年-2017年合资突破、公司崛起。得益于第二次创业成功，CS等热门车型的问世让公司营收从2011年266亿元增至2020年800余亿元，CAGR为20.1%。第一阶段销量快速增长，2013年2014年销量增速高于20%，2015年2016年增速放缓至10%左右，且2016年以306.3万台销量成为近十年最高。2016年，合资品牌长安福特贡献30%左右的销量。

第二阶段：2018年-2019年合资下滑、公司转型。2018年受到车市寒冬以及自身战略转型的影响，营收大幅下降至663亿元，同比下降17.4%。2019年搭载蓝鲸发动机的CS75plus一经上市便备受青睐，使得营收小幅回升。第二阶段销量大幅下降，2018年销售207.4万台，同比下降28%，2019年销售176万辆，同比下滑15%，是近十年销量最低值。合资板块销量的下滑，是影响2019年长安汽车销量的主要因素。

第三阶段：2020年-至今自主突破、转型成功。2020年营收达到846亿元，恢复到第一阶段收入水平，实现19.79%的增长。2022年，自主品牌持续发力以及新能源和智能化战略落地成效显著，营收大幅增至1213亿元，同比增长15.41%，CAGR为14.8%。第三阶段销量缓慢提升，2020/2021/2022年销量分别为200.4/230/234.6万台，增速分别为

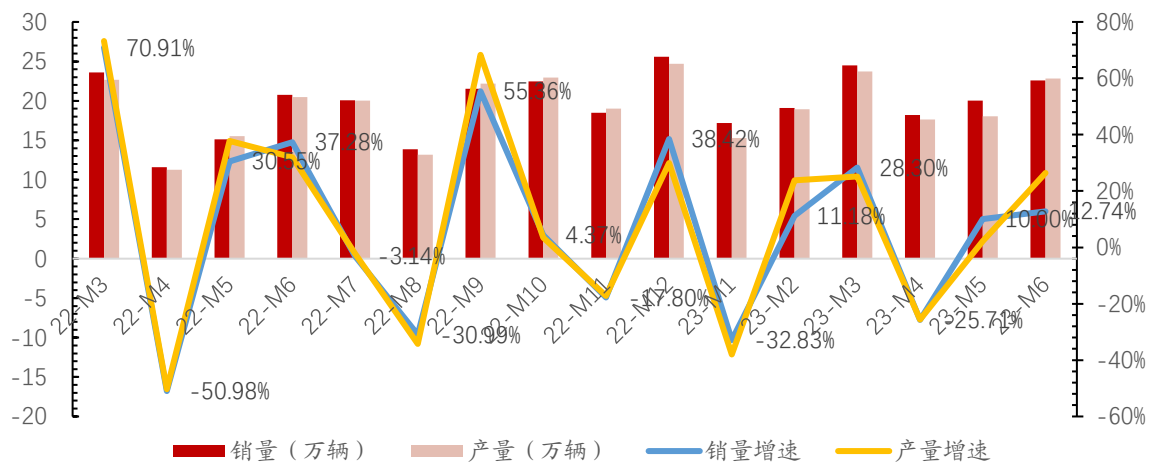
14%/15%/2%，销售情况逐步好转。自主品牌崛起，成为公司销量主力军，贡献超 70%的销量。

图7：2011~2022 年公司的营收 CAGR 是 14.8%



资料来源：wind 金融终端，浙商证券研究所

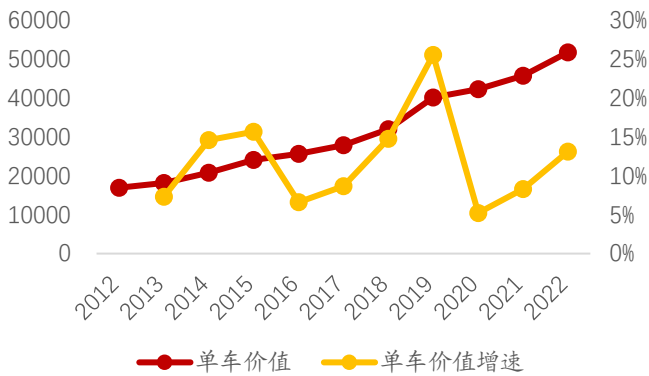
图8：2022 年长安汽车产销量对比



资料来源：wind 金融终端，浙商证券研究所

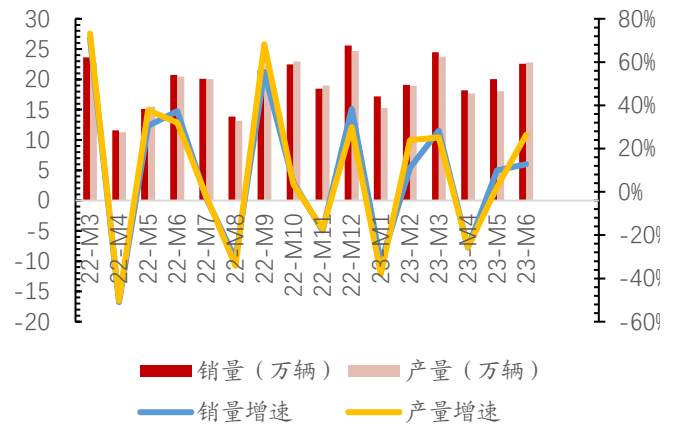
2012 年-2022 年公司单车价值一直保持稳定增长，在 2014/2015 年分别实现 14.58%/15.63%的增长率。第二阶段虽然营收和销量不乐观，但是公司准确抓住产业变革机遇，提升产品外观、加快汽车智能化发展、搭载新发动机，使得 2019 年单车价值增长 25.52%。

图9: 2012-2022 单车价值(元)



资料来源: wind 金融终端, 浙商证券研究所

图10: 近 15 个月年长安汽车产销量对比



资料来源: wind 金融终端, 浙商证券研究所

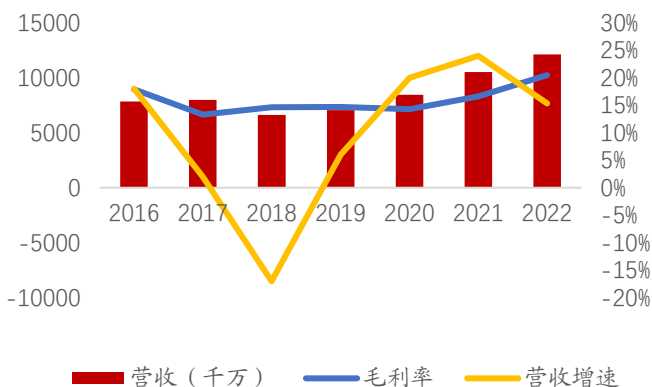
从利润端拆分来看, 过去公司受益于合资品牌所带来的投资收益, 随着资产结构持续优化以及自主品牌的崛起, 自主板块利润逐渐成为利润增长的主要因素。

截至 2017 年公司盈利的主要来源为合资企业贡献的投资收益, 以 2016 年的阶段性高点为例, 当年公司实现归母净利润约 103 亿元, 其中投资收益为 95.6 亿元, 合营联营企业中, 持股 50% 的长安福特实现净利润约 182 亿元, 贡献投资收益超 90 亿元。

2017-2019 年利润大幅下滑主要系合资公司盈利能力下降所致, 其中长安福特与长安马自达的投资收益贡献分别由 2017 年的 60.39 亿元、12.68 亿元, 下降至 2019 年的 -19.27 亿元、9.29 亿元。

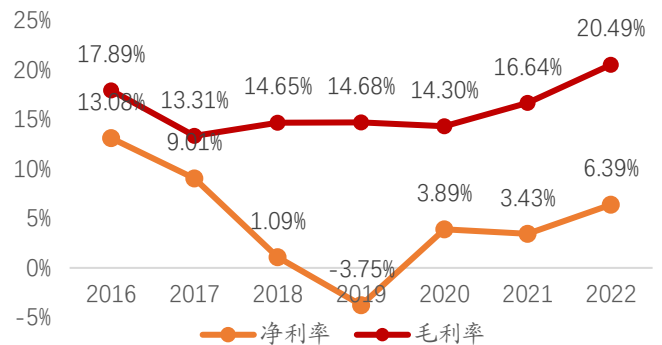
2020 年起, 伴随自主品牌释放利润、合资品牌盈利改善与公司资产结构的优化, 利润表现持续向好。合资品牌方面, 长安福特与长安马自达投资收益贡献将在 2021 年分别恢复至 11.43 亿元和 4.17 亿元。

图11: 2016-2022 长安汽车营收&毛利率&YOY



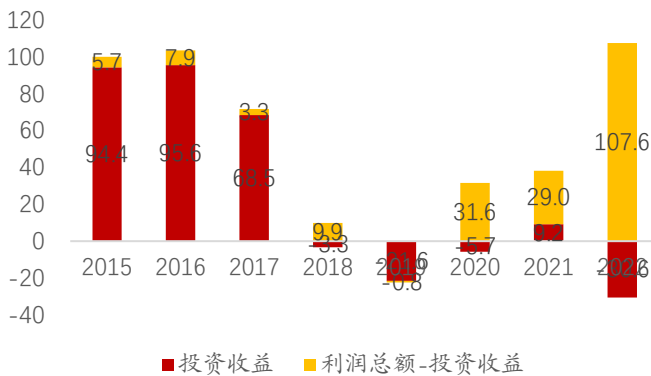
资料来源: wind 金融终端, 浙商证券研究所

图12: 2016-2022 长安汽车净利率&毛利率



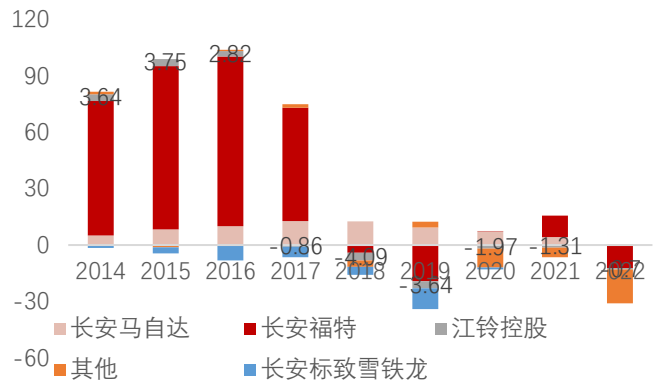
资料来源: wind 金融终端, 浙商证券研究所

图13: 2015-2022 长安投资收益与利润总额对比 (亿元)



资料来源: wind 金融终端, 浙商证券研究所

图14: 2014-2022 年长安汽车投资收益构成 (亿元)



资料来源: wind 金融终端, 浙商证券研究所

2018-2019 净利率大幅下滑。第三次创业初期遇车市寒冬, 利润大幅下滑, 随着创业计划逐步落地, 效果显著, 净利润大幅上涨。16-19 年长安净利率呈现下滑趋势, 18 年净利率下滑幅度最大, 公司归母净利润为 6.8 亿, 同比下降 90.46%。这是因为 2018 年中国经济由高速增长阶段转向高质量增长阶段, 在政策因素和宏观经济双重影响下, 汽车产业迎来转型期, 结束 28 年来持续增长的势头, 全年累计销量 2808.1 万辆, 同比下滑 2.8%, 增速低于上一年 5.8 个百分点。乘用车同比下滑 4.1%, 其中 SUV 同比下滑 2.5%。MPV 销量同比大幅下滑 16.2%。然而新能源乘用车继续保持高速增长势头, 其中纯电动乘用车销售 78.8 万辆, 同比增长 68.4%。

另外在“第三次创新创业”计划中, 长安汽车针对不同市场细分需求, 整合品牌资源, 形成了长安汽车、AB 汽车、欧尚汽车、凯程汽车四大品牌, 其中新设的第二乘用车品牌欧尚需要大量的渠道建设、品牌打造等资源投入, 短期内还无法为长安贡献太大的销量及利润。

同时, 长安汽车先后启动新能源战略“香格里拉计划”、智能化战略“北斗天枢计划”。新兴业务领域的长安出行、线上线下一体化零售平台等目前均处于布局阶段, 还需大量的战略资源投入。因此, 18 年净利率大幅下滑。

19 年首次出现净利率为负的情况。归属上市公司净利润为-26.47 亿元, 同比下滑 488.81%, 这是长安汽车自上市以来首次出现归属于上市公司股东的净利润亏损, 主要是来自合营企业的投资收益下降所致。2019 年长安汽车累计销量为 1759971 辆, 同比下滑 15.16%, 其中长安自主品牌同比下滑 7.84%, 合资品牌中的长安福特同比下滑 51%, 由此可见自主品牌和合资品牌销量的不同程度的下降也在一定程度上影响净利润。

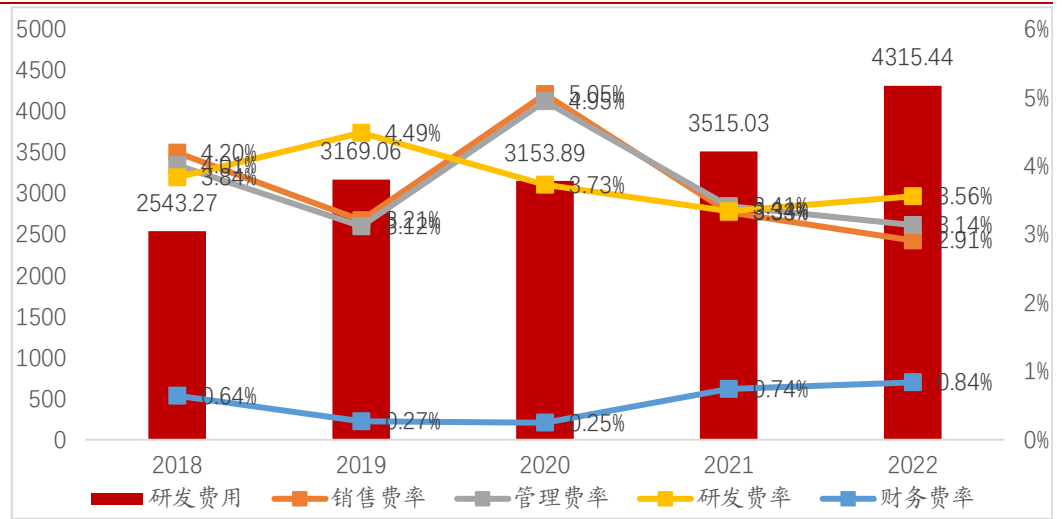
研发投入逐步加大, 销售费率转好。18-22 年研发费率分别为 3.84%/4.49%/3.73%/3.34%/3.56%。长安汽车将大部分研发投入应用于既有产品线的扩张完善, 同时顺应时代潮流, 逐步渗透电气化、智能网联化领域, 从而构建较为全面的产业生态, 满足其向智能低碳出行科技公司转型的愿景。

截至 2021 年, 长安已拥有国内外专利 6255 件, 其中发明专利 1633 件, 高价值发明专利 90 件。2022 年长安汽车发布了历时五年研发的全球首款全电数字平台——EPA1 平台, 引领行业技术革新。

此外, 在加速向新能源汽车市场迈进的同时, 长安汽车亦携手华为、宁德时代共同打造了一代电动汽车技术平台 CHN。长安汽车自主研发的“零起火”电池、“七合一”智慧芯等, 均成行业标杆。

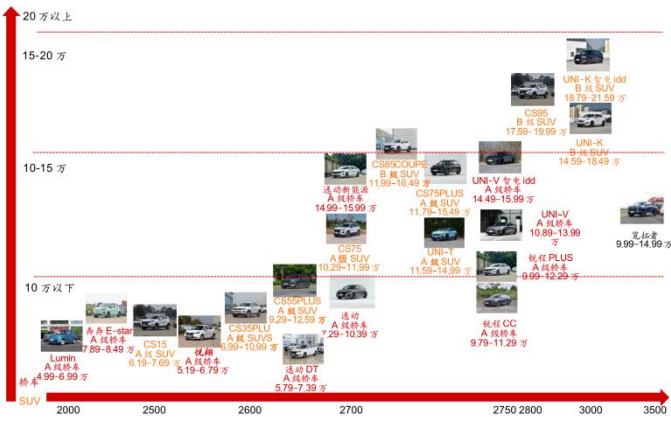
为推动数字化渠道变革，长安汽车还创新推出互联网的数字营销模式，重点从三个方面进行推进：业务在线化、门店数字化和数据智能化，使得销售费率大大降低，18-22年分别为 7.97% / 6.50% / 4.04% / 4.42%/4.24%。

图15：长安汽车三费率&研发支出(百万)



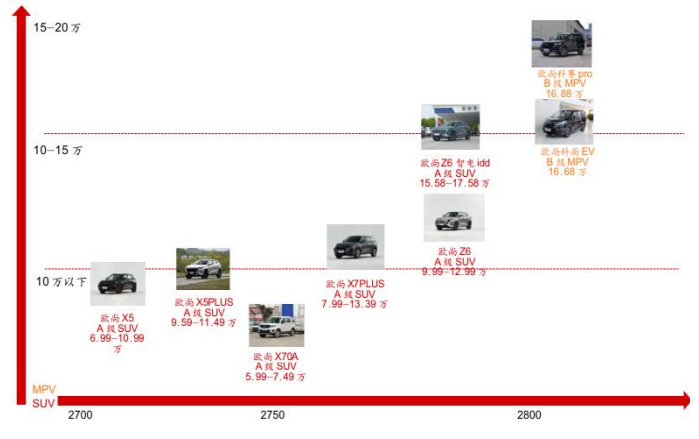
资料来源：wind 金融终端，浙商证券研究所

图16：逸动产品线



资料来源：汽车之家，Marklines，浙商证券研究所

图17：欧尚产品线



资料来源：汽车之家，Marklines，浙商证券研究所

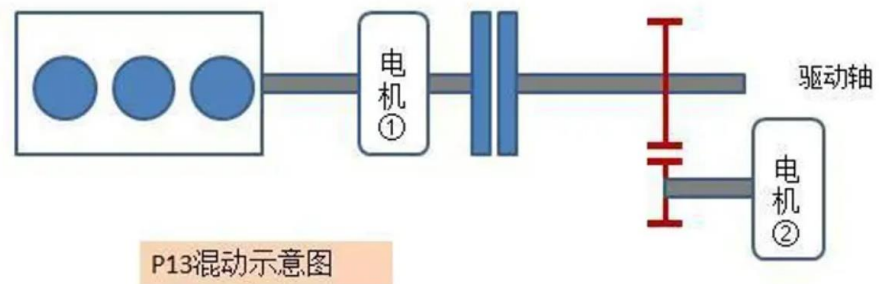
表4: 不同混动架构对比

	P0	P1	P2	P2.5	P3	P4
架构图						
车企	吉利	本田	大众、长安、奔驰	吉利	比亚迪	
车型	博瑞 GE	老款本田 CR-Z、本田 Insight	途观 PHEV、帕萨特 PHEV、长安 UNI-K	博瑞 ePro、星越 ePro	比亚迪秦	无法单独应用
优点	价格便宜、主打省油	动力输出与节油性的高度平衡	成本低、电机体积要求小，燃油经济性较强	研发难度低、系统尺寸小	纯电驱动的效率更高，动能回收能力更好	不需要传动轴的基础上还能实现四驱
缺点	动力上损失比较明显，没办法单独驱动汽车	存在散热问题、无法长时间高功率、高负荷工作；制造成本高	模式切换时会出现动力中断的情况，要求更高的系统调节能力，做到平顺过度	电机本身功率较低，动力存在缺陷	占用更多的车身空间，电机就不能承担发动机的启停工作，能量损失	需要有独立的减速器、差速器、半轴等传动结构，体积较大

资料来源：牛车网，浙商证券研究所

2.2 P1+P3 较适用于城区，P2 较适用于高速公路

图20: P13 混动示意图



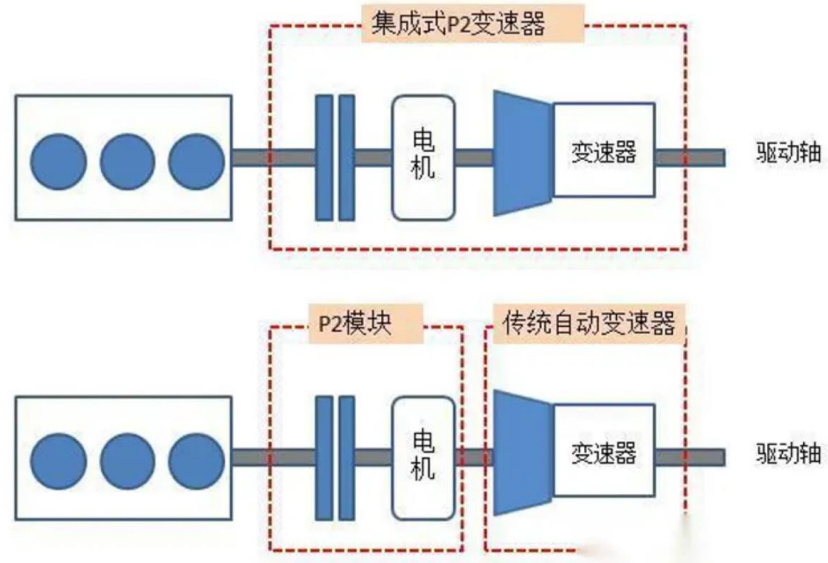
资料来源：易车网，浙商证券研究所

在 P13 架构下，P1 电机主要用于发电，P3 电机主要用于驱动车轮，发动机本身则用于平时的发电、混联模式的动力输出，以及高速路况下的直驱。驱动时，发动机可以与车轮解耦，不直接参与驱动。

这种以纯电的形式来驱动车辆，有利于降低油耗，但对驱动电机的功率扭矩的要求大大提高；同时由于发动机需达到一定车速才能并入驱动，车辆的动力性会受到一定影响，并且在高速工况下的油耗也会增加。而 P13 架构结构简单、成本低、容易开发，所以在造车上向来注重燃油经济性的日系车企，更愿意选择 P13 技术路线，典型代表有丰田 THS 和本田 i-MMD。

此外，国内也有许多车企选择了 P13 这种技术路线，比如吉利推出的雷神混动系统，搭载了国际上首个发动机 3 挡驱动的串并联混动变速器 3DHT。还有比亚迪最新一代混动变速器 DM-i 则是单挡串并联混动变速器。而奇瑞也在 2021 年发布了 3 挡串并联混动变速器鲲鹏混动系统。

图21: P2 混动示意图



资料来源: 易车网, 浙商证券研究所

P2 结构拥有多档变速器, 可以多档位调节, 发动机可以随时介入车辆直驱, 能够保证全程持续强劲的动力输出, 从而带来更好的驾驶体验。同时, 高低温条件下车辆的动力以及高速行驶时的耗油量都得到保证。

以奔驰、大众、奥迪为代表的欧洲品牌, 注重为用户带来更极致的驾驶体验, 所以更倾向于选择 P2 技术路线。奔驰推出了 P2-9AT 并联混动变速器, 大众和奥迪分别在横置和纵置 DCT 中集成 K0 离合器和 P2 电机的三离合器 P2-6DCT 并联混动变速器等。

在国内, 使用 P2 技术路线的车企并不多, 主要原因在北京航空航天大学的徐向阳教授发表的《自主插电混动系统的一个对比分析》中有所体现, 他指出 P2 并联技术路线在中国实施存在两大难题。

- 主机厂必须要拥有自主开发自动变速器的能力, 相比于串并联混动采用简单的单挡或者两挡减速架构, P2 并联混动传动系统采用的是多档位 DCT、AT 或 AMT(面向商用车市场), 因此企业在 AT 和 DCT 研发方面必须要有很强的技术和产业化能力;
- 主机厂必须拥有很强的集成能力, 传统的 P2 系统都是简单将电机与变速器进行直接简单叠加的方式, 导致整个系统轴向尺寸长, P2 电机功率和扭矩偏小, 平台化应用难, 系统效率也不高, 构型动力性好的优势不能被充分发挥出来。

这两大难题使 P2 并联混动技术路线在中国很长时间没有突破, 长城、吉利等尽管研发出了基于多档 DCT 的 P2 或 P2.5 并联混动系统, 但转向用在了串并联混动技术路线上。

长安汽车并未放弃对 P2 的坚持, 2013 年长安推出了第一代分离式的 P2 系统, 但意识到若不解决最重要的平台化问题, 并使混动系统动力性和经济性具备与串并联混动、功率分流混动具有同台竞争的实力, 实现该技术的大规模应用不太现实。基于此, 长安汽车推出了新一代基于 P2 架构的蓝鲸 iDD 混动系统。插电混动 UNI-K iDD 是首款搭载蓝鲸 iDD 混合动力系统的产品。

2.3 长安 iDD

iDD是长安基于P2混动架构研发的混动技术，由蓝鲸混动专用发动机、三离合电驱变速箱、动力电池以及电控系统组成。其核心技术是将三离合器（K0离合器和6DCT中的双离合）高度集成，极大地缩减了整个系统的轴向尺寸，使其可以布置大功率、大扭矩的P2电机。

数据显示，在布置下一个额定功率116kW、最大扭矩330Nm的P2电机之后，蓝鲸iDD混动系统的轴向尺寸只是415mm，和市面上其他双离合变速箱的尺寸相差无几，故能广泛适用于A级到C级车上。

发动机：蓝鲸混动专用1.5T发动机基于蓝鲸NE平台，采用了米勒循环、350Bar高压缸内直喷，以及敏捷燃烧等技术，使得发动机的热效率达到极高的40%，并且发动机的最大功率125kW(170Ps)，峰值扭矩255N·m，动力也有保障。

变速箱和电机：长安蓝鲸iDD混动专用三离合变速箱采用了舍弗勒P2方案，一组离合器位于发动机和电机之间，控制发动机耦合，另外两组则是6速双离合变速箱当中的两组离合器，并将大功率电机放在变速箱输入轴和发动机输出轴之间。

动力电池：蓝鲸iDD搭载三元锂电池，其中长安UNI-K iDD的电池容量为30.74kWh，纯电续航里程达到130km，这是插混领域当中少有的容量超过30kWh的电池组，并且电池组能够满足IP68防尘防水等级。

电控系统：长安专门开发了蓝鲸iDD智能控制系统，以此来实现最优能量管理，将好的硬件产品性能发挥到极致。该系统由“高级智能动态能量管理算法”，以及“全路况智慧能量管理系统”两项技术组成，从而得以让iDD充分发挥了P2的动力优势，同时也兼顾了极佳的燃油经济性。

长安UNI-K iDD的出现扭转了P2单电机构型在许多消费者心中的印象。其匮电油耗相较之前P2的车型大幅下降，官方公布的成绩是5L/100km，有媒体同行更是跑出4.02L/100km的成绩。相较之下，采用串并联结构的、和长安UNI-K同等大小的几款插电混合动力SUV，匮电油耗都在5.5L/100km左右；采用串联式的理想ONE，其匮电油耗更是高达8.8L/100km。

省油的逻辑是让发动机始终工作在高效区间，P2单电机构型需要变速箱把发动机的转速控制在较为高效的区间：在一定转速范围之内，变速箱可以通过换挡来调节发动机的动力输出。同样，当遇到动力过剩，或者动力不足的时候，也需要电动机来补充、吸收动力。

长安汽车专门研发了一套由“高级智能动态能量管理算法”与“全路况智慧能量管理系统”两项技术组成的蓝鲸iDD智慧控制系统。“高级智能动态能量管理算法”结合当前的子系统性能，综合实时计算，让各系统都能工作在效率最高的区间里，以实现最佳的燃油经济性；“全路况智慧能量管理系统”根据导航的信息，预判道路的交通情况，提前布局电机和发动机的工作。

另外，为保证离合器在电机切换和变速箱换挡环节做出快速且精准的执行动作，长安专门研发了一套最大压力可达60bar（一般液压系统的3倍）的高效高压液压系统。借助智能电子双泵技术，长安iDD可以精准且快速地控制离合器的压力，提高换挡的响应性和平顺性。

长安 iDD 系统的动力也非常不错，官方的 0-100km/h 的加速时间是 8.1 秒。作为参考，采用串并联结构的唐 DM-i，其“零百加速”的时间是 8.5 秒。所以，和其他混动系统相比，蓝鲸 iDD 混动系统的性能只有过之而无不及。

表5: 两种混动模式对比

	P1+P3 (串并联)	P2 (并联)
特点	双电机	单电机
	发动机、发电机均可驱动车轮	发动机、发电机均可驱动车轮
	发动机转速可实现不随轮速变化和随轮速线性变化	发动机转速随轮速线性变化
	发动机和电机可有多个推位，典型产品是 1-3 推	变速机构 6-9 推
优势	减速结构简单，传动效率高	发动机和电机都可多推增速，助力性好，特别是中高速区间
	发动机转速可不随轮速变化，保持高效区间运行	发动机可随时介入，保证高、低温下助力需求，适应性好
	低速时贴近纯电驾驶	高速发动机随时直驱，油耗低
	多推位变速时，燃油经济性好	
	多推位经济性和助力性均优于单推位系统	
劣势	发动机需达一定功率才能并入驱动，动力性受限	变速机构复杂，控制难度大
	多推串并联增加系统复杂性，平顺性和 NVH 难控制，但改善动力推位多，平顺性不易控制性和经济性	
		轴向尺寸难以控制，相对较大，紧凑性设计难度大
		发电和电驱动不能同时进行

资料来源：百度有驾，浙商证券研究所

图22: 不同混动系统下车型参数对比图

	P1+P3				P2		
混动系统	丰田 THS	本田 i-MMD	长城柠檬 DHT	比亚迪 DMi	吉利雷神 Hi.X	长安 iDD	奇瑞鲲鹏混动 DHT
车型	凯美瑞	雅阁锐	哈弗 H6110km 悦行版	唐(二驱 252km 尊享型)	帝豪 Hi·P	UNI-K 智电 iDD	瑞虎 8PLUS
售价(万元)	17.98-26.98	22.58-25.88	16.98	28.18	10.98-16.88	18.79-21.59	15.58-17.18
排量(L)	2.5	2	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
NEDC 纯电续航里程(km)	-	-	110	252	100	135	100
电池能量(kWh)	-	-	19.94	45.8	15.5	28.39	19.27
电池类型	镍氢电池	锂离子电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池
慢充时间(h)	-	-	2.6	-	2.5	4	-
最高车速(km/h)	180	180	180	180	230	200	
百公里加速(s)			7.8	8.5	6.9	8.1	7
NEDC 百公里综合油耗(L)	3.8	4.2	-	5.5	-	0.9	1
NEDC 百公里耗电(kwh)	-	-	17.2	23.5	-	17.4	-
发动机最大功率(kW)	131	107	113	102	133	122	115
发动机最大扭矩(n·m)	221	175	233	231	290	255	230
电机布局	前驱	前置	前置	前置	前置	前置	前置
长*宽*高(mm)	4885*1840*1455	4908*1862*1449	4683*1886*1730	4870*1950*1725	4735*1815*1495	4865*1948*1690	4722*1860*1747

资料来源: 汽车之家, 浙商证券研究所

图23: 竞品参数对比图

品牌	长安		长城	比亚迪				上汽荣威	奇瑞
混动系统	长安蓝鲸 iDD		长城柠檬 DHT	比亚迪 DMi					
车型	UNI-K 智电 iDD	欧尚 z6 智电 iDD	哈弗 H6110km 悦行版	唐 DM (二驱 252km 尊享型)	宋 plusDM (110km 旗舰型)	秦 plusDM (冠军版 120KM 卓越型)	汉 DM (121km 尊贵型)	荣威 RX5 新能源 (第三代 eRX5 超混尊荣版)	捷途大圣 iDM
售价(万元)	18.79-21.59	15.58-17.58	16.98	28.18	16.78	14.58	19.98	15.99	14.99-16.99
排量(L)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
变速箱	6挡三离合电驱	6挡三离合电驱	2挡混合动力专用变速箱	EHS 电混变速箱	电子无级变速箱	电子无级变速箱	电子无级变速箱	10挡机械式自动变速箱	3挡混合动力专用变速箱
NEDC 纯电续航里程(km)	135	150	110	252	110	120	121	61	100
电池能量(kWh)	28.39	28.4	19.94	45.8	18.3	18.32	18.3	12.3	19.27
电池类型	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	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
慢充时间(h)	4	4	2.6					4	
最高车速(km/h)	200		180	180		185		200	
百公里加速(s)	8.1		7.8	8.5	7.9	7.3	7.9	6.9	
NEDC 百公里综合油耗(L)	0.9			5.5	0.9		4.2	1.4	
NEDC 百公里耗电量(kwh)	17.4		17.2	23.5		14.5		18	
发动机最大功率(kW)	122	122	113	102	81	81	145	138	115
发动机最大扭矩(n·m)	255	225	233	231	135	135	316	300	230
驱动方式	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱
长*宽*高(mm)	4865*1948*1690	4699*1890*1680	4683*1886*1730	4870*1950*1725	4705*1890*1680	4765*1837*1495	4975*1910*1495	4655*1890*1664	4590*1900*1690

资料来源: 汽车之家, 浙商证券研究所

2023年1月12日,以“携手勇进 一路有你”为主题的2023长安汽车全球伙伴大会在重庆大剧院举行。此次大会,长安汽车总结了过往生产经营良好态势,研判行业未来发展趋势,发布了最新企业发展战略。长安汽车特别发布了长安智电 iDD 和三款焕新电混车型,CS75 PLUS 智电 iDD 亮相,且正式对外发布了新序列 OX 未来规划。

2023年将推出CS系列+逸动的混动,将用P1+P3架构,更注重经济型,再加上注重性能的iDD和注重电动驾驶的增程式,长安将布局三种混动同时发力。当初选择P2是因为电机成本比较高,经过这几年的发展电机成本大幅降低,P13和P2成本已经差不多了,根据长安推出的iDD车型,电池比比亚迪大的同时可以保证价格更低,而P13成本又和P2差不多,所以长安推出的P13可能会比比亚迪便宜,极具市场竞争力。

3 纯电：深蓝+启源，布局年轻+家用

3.1 深蓝品牌打造年轻大单品

2022年4月，长安汽车旗下长安深蓝发布全球首个全电数字平台——EPA1平台，其以纯电为基础，同时拓展氢燃料电池、增程等多种补能形式。基于EPA1平台打造的首款车型C385也同步亮相，提供纯电动、增程式和氢燃料电池三种动力形式可供选择。

图24：EPA1平台



资料来源：长安汽车官网，浙商证券研究所

图25：三种动力形式

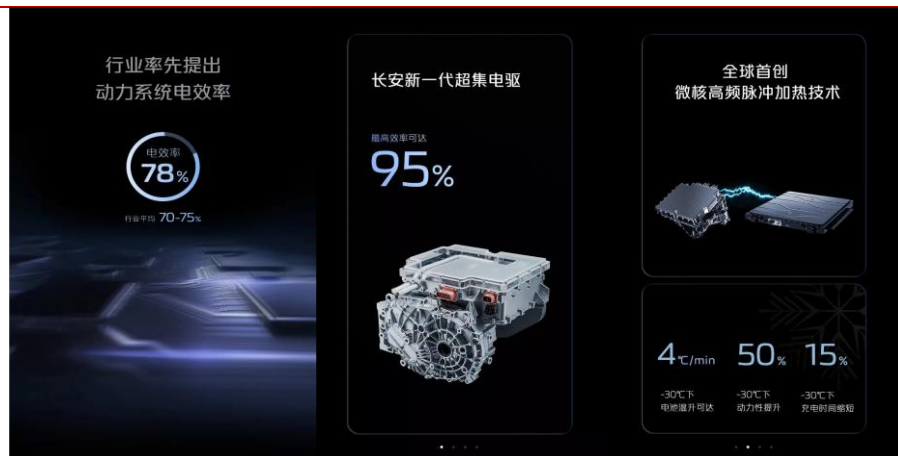


资料来源：长安汽车官网，浙商证券研究所

EPA1平台集“高效率、高性能、高智能、高安全”一体。作为长安汽车“五年磨一剑”倾力打造的全新纯电平台，EPA1平台具有“四高属性”：1) 动力系统驱动的高效率；2) 以后驱为基因、兼顾四驱的高性能；3) 以域控电子电气架构为基础的高智能；4) 芯车云3层防护的高安全。

1. 动力系统驱动的高效率：EPA1平台将搭载长安自研的超集电驱，采用八层扁线绕组技术、转子双V拓扑构型、超低阻导线等技术，将电驱系统效率最高提升至95%。同时搭配微核高频脉冲加热技术，在-30℃环境下能以4℃/分钟为电池温升，低温充电时间缩短15%以上，低温动力性提升50%以上。EPA1平台的动力系统电效率可达78%，超过行业平均70-75%水平，可为整车在充电及形式过程中减少损耗，提高动能回收的效率。

图26：EPA1平台“高效率”



资料来源：长安深蓝微信公众号，浙商证券研究所

2.以后驱为基因、兼顾四驱的高性能：基于EPA1平台打造的标准车型以后驱为主，也可支持双电机四驱拓展，满足高性能车型的动力需求。同时前后50:50的轴荷比，搭配H臂多连杆独立悬架系统和全新的制动双冗余系统，能为用户提升驾驶感受的同时，缩短制动距离、提升后悬的跟随性。

图27：EPA1平台“高性能”



资料来源：长安深蓝微信公众号，浙商证券研究所

3.以域控电子电气架构为基础的高智能：EPA1平台拥有车控域、座舱域、智驾域三大域控架构，支持整车所有节点的OTA升级功能，所有节点升级时间小于等于3分钟。并且整车域控制器采用了自主研发的长安智慧芯，保证技术、供应链自主可控，搭配高通8155芯片，提升座舱使用体验；配备27个智能驾驶辅助传感器，最高可实现L4级自动驾驶。

4.芯车云3层防护的高安全：平台安全：五横九纵环抱式车身、45%高强度钢占比、全方位电池安全防护；数据安全：5+1信息安全及隐私保护；电池安全：iBC数字电池管家，提供主动数字域控管理及被动数字温控管理。

图28：EPA1平台“高安全”



资料来源：长安深蓝微信公众号，浙商证券研究所

深蓝SL03作为长安汽车旗下新能源品牌长安深蓝推出的首款车型，定位中型车，提供纯电、增程、氢电三种动力方式，售价17.19-69.99万元。整车造型具备未来感，正面采用封闭式造型+分体式大灯组设计，配合溜背式车身、掀背式尾箱和无框车门等设计。座舱配置全面且具高性价比，全系标配10.2英寸全液晶仪表盘、14.6英寸液晶触控屏、AR-

HUD，配合高通 8155 芯片。智驾配置可圈可点，搭载十余项智能驾驶辅助系统，拥有超声波雷达、毫米波雷达、高性能摄像头等共计 15 个传感部件，可实现自适应 IACC、换道辅助、智能全景影像等智能驾驶辅助功能。

与同级别中型电动车相比，长安深蓝 SL03 拥有较大的车内空间、更具未来感的设计、更低的百公里耗电量、更长的纯电续航、更领先的智能座舱配置，更齐全的智能驾驶硬件、更多种的类型选择，更具性价比的价格等优势，我们认为长安深蓝 SL03 将会是 15-20 万区间内强有力的竞争者，为长安汽车电动转型奠定良好的口碑及产品形象。

图29：车型对比

车型	长安深蓝SL03 2022款增程版、515/705纯电版、氢电版	Tesla Model 3 全驱版/后驱版	比亚迪海豹2022款550km后驱版精英型/尊贵型、700km后驱版、650km四驱版
售价(万)	17.19、18.99/22.19、69.99	33.19/23.19	18.98/20.28、26.28、27.98
级别	中型车	中型车	中型车
能源类型	增程式/纯电动/氢燃料	纯电动	纯电动
车身参数			
长/宽/高(mm)	4820/1890/1480	4694/1850/1443	4800/1875/1460
轴距(mm)	2900	2875	2920
悬挂结构	前麦弗逊式/后多连杆	前双叉臂/后多连杆	前双叉臂/后五连杆
动力参数			
电机类型	永磁/同步	永磁/同步；前感应/异步后永磁/同步	永磁/同步；前交流/异步后永磁/同步
最大功率(kW)	70/160/190	194/357	150/230/390
最大扭矩(N·m)	320	340/659	310/360/670
电池类型	磷酸铁锂/三元锂	磷酸铁锂/三元锂	磷酸铁锂
电池能量(kWh)	28.39/58.1/79.97/28.39	60/78.4	61.4/82.5
CLTC纯电续航里程(km)	200/515/705	556/675	550/700/650
座舱			
芯片	高通骁龙8155	未知	高通骁龙690
屏幕	中控:14.6英寸触控液晶屏	中控:15英寸触控液晶屏	中控:15.6英寸触控液晶屏
操作系统	未知	Autopilot	DiPilot
HUD	除增程版，其余标配AR-HUD		W-HUD
智驾			
传感器种类	摄像头、超声波雷达、毫米波雷达	摄像头、超声波雷达、毫米波雷达	摄像头、超声波雷达、毫米波雷达
感知硬件数量	6颗摄像头、标配6个超声波雷达，可选配12个、标配3个毫米波雷达，可选配5个	8摄像头、12个超声波雷达和1个毫米波雷达	5颗摄像头、6个超声波雷达和3个毫米波雷达
自动驾驶芯片	未知	特斯拉FSD	Orin X
辅助驾驶等级	L2	L2，可选配, 3	L2

资料来源：汽车之家，浙商证券研究所

3.2 阿维塔：三强联手，共造情感智能电车

2022年6月25日重庆车展，由长安汽车、华为与宁德时代共同倾力打造—阿维塔CHN平台正式在上市，是全球首个基于整车主机厂、智能技术解决方案供应商、电动技术供应商的跨领域合作品牌与技术平台。

CHN平台采用六层架构分布：分别是机械层、能源层、电子电气架构层、整车操作系统层、整车功能应用层、云端大数据层。实现软硬件深度解耦，实现数字定义汽车。按照规划，平台诞生的产品将具有高集成、高延展、高性能、高续航、高安全、强计算、高智能、可进化的能力。

机械层：1) 柔性化，多种车型同平台开发。平台可覆盖2800~3100mm轴距，从轿车、SUV、MPV及跨界车型均可在同一平台开发，同时兼容两驱及四驱。2) 轻量化。相较于全钢材质车体，可减重30%；3) 低温下更好表现。得益于华为TMS热管理系统，低温续航提升10%。

图30：CHN平台“机械层”：更轻盈，更高效，更舒适



资料来源：阿维塔资讯中心公众号，浙商证券研究所

2) 能源层：1) 动力强劲。双电机四驱系统，最高功率可达425kW，最大扭矩650N·m。2) 长续航+大功率充电，解决续航焦虑。兼容90kWh~135kWh电池包，充电电压范围400-750V，可实现750km+超长续航，10分钟补能20km。3) 宁德时代CtoP电池包。采用宁德时代Cell To Pack标准化电池包，116kWh电池包能量密度可达190Wh/kg。4) 电池安全保证。宁德时代三元锂电池，大数据预警、热失控检测、热蔓延抑制等多种技术加持，保证电池安全。

图31：能源层：长续航，更安全



资料来源：阿维塔资讯中心公众号，浙商证券研究所

3) 电子电气架构层: 四大域融合。动力域、车身域、座舱域、智驾域深度融合, 提供一体化纵深保护, 信息交互高效、安全。同时底盘域的冗余架构, 智能驾驶域的冗余通讯, 充分满足高阶无人驾驶辅助功能的安全需求。

4) 整车操作系统层: CHN 平台集成 Harmony OS 车机操作系统、AOS 智能驾驶操作系统、VOS 智能车控操作系统, 为用户带来最为便捷、智能的用车体验。

图32: 域融合架构: 高效安全



资料来源: 阿维塔资讯中心公众号, 浙商证券研究所

图33: 集成华为系统: 高效, 丰富, 智能



资料来源: 阿维塔资讯中心公众号, 浙商证券研究所

5) 整车功能应用层: 1) 高阶智能驾驶辅助, 全场景覆盖: CHN 平台配备 34 颗智驾传感器, 包括 3 颗激光雷达、6 颗毫米波雷达、13 颗高清摄像头、12 颗超声波雷达, 为智能驾驶保驾护航。2) Harmony OS 加持, 智舱体验升级。CHN 基于 Harmony OS 开发智能座舱系统, 可支持一芯多屏, 提供丰富应用。

图34: 智能驾驶辅助: 全场景覆盖



资料来源: 阿维塔资讯中心公众号, 浙商证券研究所

图35: 智能座舱: 创新体验, 应用丰富



资料来源: 阿维塔资讯中心公众号, 浙商证券研究所

6) 云端大数据层: CHN 平台车型可用过大数据训练, 享受到大数据的学习成果, 进行 OTA 升级, 为用户提供不断进化的座驾。

4 盈利预测

预计公司 23~25 年实现收入 1410/1639/1900 亿，YOY 分别为 16.31%、16.25%、15.89%，实现归母净利 92/91/114 亿，YOY 分别为 17.7%、-1.4%、25.9%，对应 PE 分别为 17.33、17.57、13.96x。首次覆盖，给予“买入”评级。

销量上：2023 年上半年销量 121.6 万辆，同比增加 7.99%，2022 年，销量 234.6 万辆，我们预计 2022~2025 年长安集团销量分别为 243、261、279 万辆，增速分别为 6%、7%、7%。2023 年公司阿维塔、启源、深蓝、混动新车的陆续推出，长安有望进入新车周期。

收入端：新车售价较高，我们认为收入增速高于销量增速，预计公司 23~25 年实现收入 1410/1639/1900 亿，YOY 分别为 16.31%、16.25%、15.89%。

毛利率端：2022 年公司毛利率为 20.49%，2023 年二季度受行业端价格战影响，终端折扣较高，公司推出新车深蓝 S7 等极具性价比，毛利率有所回落，2024 年~2025 年，我们预测随着销售的规模提升，毛利率有望持续提升，我们预测 2023~2025 年毛利率分别为 17.00%、19.78%、20.00%。

公司 2023 年有望实现参股公司盈亏平衡，2023 年一季度由于长安新能源并表，产生一次性收益 49 亿元，2023 年我们预计公司实现归母净利 92 亿，2024 年实现归母净利 91 亿，2024 年 PE 为 17.57X，行业均值为 20.18X，2025 年预计公司实现归母净利 114 亿，2025 年 PE13.96X，行业均值为 16.52X，考虑到后续长安启源、阿维塔 12、混动 P13 架构等新车推出，长安有望进入新车周期，首次覆盖给予“买入”评级。

表6：长安汽车与可比公司估值情况

	EPS			P/E			ROE		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
长安汽车	0.93	0.91	1.15	17.33	17.57	13.96	13.7%	12.2%	13.9%
均值	3.76	2.13	6.55	27.67	20.18	16.52	11.2%	12.9%	13.5%
上汽集团	1.31	1.44	1.57	11.82	10.73	9.88	5.2%	5.5%	5.7%
比亚迪	9.27	2.48	16.84	29.35	21.04	16.15	19.8%	22.0%	22.6%
长城汽车	0.71	2.48	1.26	41.86	28.77	23.54	8.6%	11.3%	12.3%

资料来源：浙商证券研究所（其他公司估值选择 2023 年 7 月 31 日收盘价 wind 一致预期）

5 风险提示

车型销量不及预期。如果启源终端渠道建设不及预期，或者国内车市格局变化深蓝订单不及预期，将会影响到新能源销量。

新车推出进度不及预期。汽车有车型周期，如果长安深蓝及启源销量不及预期，则新能源增量有不确定性。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	102076	118020	132919	153702
现金	53530	58191	68700	83401
交易性金融资产	280	775	364	404
应收账款	38918	45419	48834	53144
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	750	1799	2186	2916
存货	5823	8105	9541	10654
其他	2774	3732	3295	3183
非流动资产	43973	48416	50200	51071
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	14407	12692	13113	13364
固定资产	19347	17349	18088	18642
无形资产	4446	13387	13319	13257
在建工程	1388	1270	1816	1853
其他	4385	3718	3863	3954
资产总计	146049	166436	183119	204773
流动负债	79949	91994	102235	114840
短期借款	29	214	210	118
应付款项	51522	63787	71935	82585
预收账款	5655	4231	4918	5700
其他	22742	23762	25171	26437
非流动负债	3151	3602	3390	3264
长期借款	36	45	42	51
其他	3115	3557	3348	3213
负债合计	83100	95596	105625	118105
少数股东权益	91	99	105	131
归属母公司股东权益	62858	70742	77389	86537
负债和股东权益	146049	166436	183119	204773

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5666	9833	15782	19214
净利润	7745	9187	9057	11418
折旧摊销	3887	2677	2788	2976
财务费用	(1017)	(729)	(836)	(1058)
投资损失	769	(4749)	(139)	(400)
营运资金变动	(6874)	4241	4745	5546
其它	1157	(793)	168	732
投资活动现金流	(2954)	(3545)	(3856)	(3415)
资本支出	2051	504	(3000)	(2500)
长期投资	(1161)	1714	(421)	(251)
其他	(3844)	(5763)	(435)	(664)
筹资活动现金流	224	(1628)	(1416)	(1098)
短期借款	10	185	(4)	(92)
长期借款	(564)	9	(3)	9
其他	778	(1821)	(1410)	(1015)
现金净增加额	2937	4661	10510	14700

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	121253	141028	163948	190001
营业成本	96410	117053	131519	152001
营业税金及附加	4102	4654	5410	6270
营业费用	5138	6487	7378	8360
管理费用	3532	4231	4591	5130
研发费用	4315	5641	6230	7410
财务费用	(1017)	(729)	(836)	(1058)
资产减值损失	978	1128	1639	1709
公允价值变动损益	4	4	13	16
投资净收益	(769)	4749	139	400
其他经营收益	605	1026	489	519
营业利润	7634	8341	8658	11114
营业外收支	75	0	34	50
利润总额	7708	8342	8692	11163
所得税	(36)	(845)	(365)	(255)
净利润	7745	9187	9057	11418
少数股东损益	(54)	8	6	26
归属母公司净利润	7798	9179	9050	11393
EBITDA	10796	10289	10624	13079
EPS (最新摊薄)	0.79	0.93	0.91	1.15

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	15.32%	16.31%	16.25%	15.89%
营业利润	104.63%	9.27%	3.79%	28.37%
归属母公司净利润	119.52%	17.70%	-1.40%	25.88%
获利能力				
毛利率	20.49%	17.00%	19.78%	20.00%
净利率	6.39%	6.51%	5.52%	6.01%
ROE	13.13%	13.72%	12.20%	13.88%
ROIC	10.62%	11.57%	10.30%	11.66%
偿债能力				
资产负债率	56.90%	57.44%	57.68%	57.68%
净负债比率	1.14%	0.67%	0.69%	0.62%
流动比率	1.28	1.28	1.30	1.34
速动比率	1.20	1.19	1.21	1.25
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.90	0.94	0.98
应收账款周转率	51.12	48.35	52.07	51.04
应付账款周转率	3.63	3.61	3.52	3.62
每股指标(元)				
每股收益	0.79	0.93	0.91	1.15
每股经营现金	0.57	0.99	1.59	1.94
每股净资产	6.34	7.13	7.80	8.72
估值比率				
P/E	20.39	17.33	17.57	13.96
P/B	2.53	2.25	2.06	1.84
EV/EBITDA	5.20	9.91	8.66	5.92

资料来源：浙商证券研究所

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。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深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

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>