

# 长安汽车 (000625.SZ)

## 新车发布强势，智能电动打开二次成长曲线

**销量端，公司成都车展看点足，下半年销量有望维持强势。1) 成都车展召开在即，公司燃油&新能源车型准备充足，有望成为此次车展主角。**燃油车方面，UNI-V、第二代CS55 PLUS、2021款CS75 PLUS有望上市，同时预计发布新车欧尚 X7 PLUS；新能源方面，重磅新车 C385、E11 预计将更新量产进度。此外，UNI-K PHEV、长安福特首款电动车 Mach-E 预计亦将参加此次车展。**2) 目前在售梳理主力车型，公司下半年销量有望延续强势。**其中，CS 75 PLUS、CS 55 PLUS 受益新款上市，有望重新催化销量，UNI-T、UNI-K 凭借精准的品牌卡位与蓝鲸赋能，预计将继续贡献销量增量。

**利润端，在售车型 ASP 上行、股权激励落地首年，单车盈利能力有望迎拐点。**从发布车型趋势看，公司近两年新上市车型包括 UNI-K、UNI-T、CS75 PLUS、CS55 PLUS、逸动 PLUS、欧尚 X7、欧尚 X5，指导价均较旧款车型有 1-2 万元的提升。中高端车型贡献主要增量的趋势下，公司自主与长安福特 ASP 稳步提升。此外，2021 年 3 月公司新一轮股权激励落地，业绩考核条件要求不低于行业平均水平或对标企业 75 分位值，2021 作为考核首年，我们对公司业绩跑赢行业持有信心。

**蓝鲸持续迭代，未来强车型周期有望延续。**1) 公司蓝鲸动力平台高通用率、高兼容性，是此轮自主崛起的核心，其中蓝鲸发动机目前仍在技术迭代期，目前搭载的新一代发动机动力性能仍在持续提升，将有力支撑公司未来的新车发布。2) 2021 年 6 月正式发布蓝鲸 IDD 混动系统，目标 5-20 万元的中低端市场，该市场销量占比大 (70% 以上)，新能源渗透率低 (10% 以下)，而公司 IDD 混动系统兼具动力性能和经济性，技术实力强，有望优先受益。

**CHN+方舟双轨发力，智能电动打开估值向上空间。**公司基于自主研发的方舟架构和联合华为、宁德时代的 CHN 架构，打造 EPA0、EPA1 和 EPA2 三大平台，旗下首款车型 C385 与 E11 市场关注度高。其中 E11 深度搭载的华为 HI 智能驾驶系统实力强劲，品牌影响力已经得到市场验证，有望为公司带来新一代爆款。

**投资建议。**预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 42.4、53.3、66.2 亿元，对应 PE 分别为 40.2、32.0、25.8 倍。采用分部估值，按照传统燃油车业务 PE 25x，新能源 (阿维塔+方舟) 业务 PS 5.0x，对应 2022 年目标市值 2264 亿元，对应目标价 29.74 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业受疫情、供应链短缺影响或不及预期，新车发布不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	70,595	84,566	94,323	97,762	103,530
增长率 yoy (%)	6.5	19.8	11.5	3.6	5.9
归母净利润 (百万元)	-2,647	3,324	4,243	5,328	6,623
增长率 yoy (%)	-488.8	-225.6	27.6	25.6	24.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	-0.35	0.44	0.56	0.70	0.87
净资产收益率 (%)	-6.0	6.1	7.5	8.7	10.1
P/E (倍)	-64.5	51.4	40.2	32.0	25.8
P/B (倍)	3.9	3.2	3.0	2.8	2.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 19 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	汽车整车
前次评级	
8月19日收盘价(元)	22.42
总市值(百万元)	170,737.90
总股本(百万股)	7,615.43
其中自由流通股(%)	76.81
30日日均成交量(百万股)	200.79

### 股价走势



### 作者

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

研究助理 刘伟

邮箱: liuweil@gszq.com

### 相关研究

- 《长安汽车 (000625) G-ESG 评级报告》2021-01-06
- 《长安汽车 (000625.SZ): 携手华为、宁德布局新能源, 发布方舟架构, 龙头迈入新纪元》2020-11-16
- 《长安汽车 (000625.SZ): Q3 扣非净利如期转正, 业绩拐点已至》2020-10-15





## 内容目录

一、公司成都车展看点足，下半年销量有望维持强势.....	5
1.1 成都车展在即，公司燃油+新能源新车准备充足.....	5
1.2 梳理主力车型，公司下半年销量有望延续强势.....	7
二、整车 ASP 上行，股权激励落地，盈利能力有望迎拐点.....	13
三、蓝鲸持续迭代，未来强车型周期有望延续.....	15
3.1 蓝鲸平台仍在技术迭代期，将有力支撑未来新车发布.....	15
3.2 IDD 混动量产，打开未来主力市场销量空间.....	17
四、CHN+方舟双轨发力，智能电动打开估值向上空间.....	20
五、盈利预测与估值.....	24
风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1: 公司下半年主要发布/上市新车一览 (燃油车型).....	5
图表 2: 公司下半年主要发布/上市新车一览 (新能源车型).....	6
图表 3: 公司整车产量同比.....	7
图表 4: 公司整车产量环比.....	7
图表 5: 公司整车销量同比.....	7
图表 6: 公司整车销量环比.....	7
图表 7: CS75 PLUS 和竞品车型配置对比.....	8
图表 8: CS75 PLUS 和竞品车型销量对比 (辆).....	8
图表 9: CS55 PLUS 和竞品车型配置对比.....	9
图表 10: CS55 PLUS 和竞品车型销量对比 (辆).....	9
图表 11: UNI-T 和竞品车型配置对比.....	10
图表 12: UNI-T 和竞品车型销量对比 (辆).....	10
图表 13: UNI-K 和竞品车型配置对比.....	11
图表 14: UNI-K 和竞品车型销量对比 (辆).....	11
图表 15: UNI-V 内饰.....	12
图表 16: UNI-V 车身细节.....	12
图表 17: UNI-V 与竞品对比.....	12
图表 18: 公司目前在售主力车型销量 (万辆).....	13
图表 19: 公司自主品牌车型谱系 (标红为 2020 年以来车型, 万元).....	14
图表 20: 长安福特车型谱系 (标红为 2020 年以来车型, 万元).....	14
图表 21: 公司分品牌 ASP (万元).....	14
图表 22: 公司蓝鲸动力平台.....	15
图表 23: 蓝鲸 NE 与大众 EA211 发动机对比.....	15
图表 24: 长安、吉利、长城 1.5T 发动机与搭载车型对比.....	16
图表 25: 公司蓝鲸 1.4T 发动机升级路径及典型配套车型.....	16
图表 26: 公司蓝鲸 1.5T 发动机升级路径及典型配套车型.....	17
图表 27: 公司蓝鲸 2.0T 发动机升级路径及典型配套车型.....	17
图表 28: 公司蓝鲸 IDD 首款车型 UNI-K PHEV.....	18
图表 29: 公司蓝鲸 IDD 混动系统构成.....	18
图表 30: 公司 IDD 混动系统与比亚迪 DMI、长城 DHT、奇瑞鲲鹏 DHT 对比.....	19

图表 31: 各价位市场新能源渗透率 .....	19
图表 32: 各价位市场新能源渗透率 .....	20
图表 33: 公司上海车展发布 .....	21
图表 34: 公司 EPA 平台规划 .....	21
图表 35: 公司浩瀚架构与 CHN 平台落地规划 .....	22
图表 36: 华为汽车业务核心 .....	22
图表 37: 华为描述下的车内网络拓扑结构 .....	23
图表 38: 传统车企演绎下的电子电器架构 .....	23
图表 39: 公司浩瀚架构与 CHN 平台落地规划 .....	23
图表 40: 公司与华为合作梳理 .....	24
图表 41: 公司销量预测 (万辆) .....	25
图表 42: 公司盈利预测简表 (百万元) .....	25
图表 43: 可比公司 2021 年 PS (亿元) .....	25

## 一、公司成都车展看点足，下半年销量有望维持强势

### 1.1 成都车展在即，公司燃油+新能源新车准备充足

成都车展召开在即，公司燃油&新能源车型准备充足，有望成为此次车展主角。第二十四届成都国际汽车展览会将于2021年8月29日-9月7日举行，公司新车准备充足，燃油车方面，UNI-V、第二代CS55 PLUS、2021款CS75 PLUS有望上市，同时预计发布新车欧尚X7 PLUS。

图表1：公司下半年主要发布/上市新车一览（燃油车型）

图片	车型			
	<p><b>UNI-V（新车）</b></p> <p>发布时间 预计2021年11月（广州车展）</p> <p>上市时间 未公布</p> <p>指导价 未公布</p> <p>级别 A级轿车</p> <p>主要亮点 UNI系列首款轿车，造型惊艳</p>			
		<p><b>第二代CS55 PLUS（换代）</b></p> <p>发布时间 8月5日开启预售</p> <p>上市时间 预计2021年8月（成都车展）</p> <p>指导价 10.69-12.19（预售价）</p> <p>级别 A级SUV</p> <p>主要亮点 造型、内饰全面升级</p>		
			<p><b>2021款CS75 PLUS（改款）</b></p> <p>发布时间 预计2021年8月（成都车展）</p> <p>上市时间 预计2021年8月（成都车展）</p> <p>指导价 未公布</p> <p>级别 A级SUV</p> <p>主要亮点 造型、内饰全面升级</p>	
				<p><b>欧尚X7 PLUS（新车）</b></p> <p>发布时间 预计2021年8月（成都车展）</p> <p>上市时间 预计2021年Q3</p> <p>指导价 指导价</p> <p>级别 A级轿车</p> <p>主要亮点 蓝鲸1.5T发动机+蓝鲸7DCT变速箱</p>

资料来源：汽车之家，公司官网，搜狐汽车，国盛证券研究所

新能源方面，重磅新车 **C385**、**E11** 作为关注度最高的车型，预计将于此次车展更新量产进度。此外，公司 **IDD** 平台首款新车 **UNI-K PHEV**、长安福特首款电动车 **Mach-E** 预计亦将参加此次车展。

图表 2: 公司下半年主要发布/上市新车一览 (新能源车型)

<b>C385 (新车)</b>	
	发布时间 预计 2021 年 8 月 (成都车展)
	上市时间 预计 2021 年
	指导价 未公布
	级别 预计 A 级轿车
	主要亮点 EPA1 纯电平台首款新车
<b>E11 (新车)</b>	
	发布时间 预计 2021 年
	上市时间 预计 2022 年
	指导价 未公布
	级别 预计 B 级 SUV
	主要亮点 CHN 首款车型，搭载华为智能车机系统
<b>UNI-K PHEV (新车)</b>	
	发布时间 2021 年 6 月
	上市时间 预计 2021Q4
	指导价 未公布
	级别 B 级 SUV
	主要亮点 IDD 混动系统首款车型
<b>福特 Mach-E (新车)</b>	
	发布时间 2021 年 5 月 (上海车展)
	上市时间 预计 2021 年底
	指导价 补贴后 26.5-39.9 (预售价)
	级别 B 级 SUV
	主要亮点 福特野马电动版，北美销量第二
<b>CX-30 EV (新车)</b>	
	发布时间 预计 2021 年 8 月 (成都车展)
	上市时间 预计 2021 年
	指导价 未公布
	级别 A 级轿车
	主要亮点 长马款纯电动车型

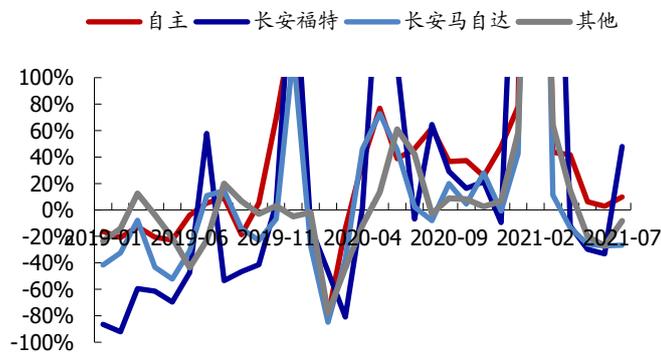
资料来源: 汽车之家, 公司官网, 搜狐汽车, 国盛证券研究所

## 1.2 梳理主力车型，公司下半年销量有望延续强势

公司7月产销同环比均实现转正，预计前期缺芯问题已经边际缓解，下半年排产有望逐月恢复。公司7月实现整车产销分别为18.0/17.8万辆，同比分别为+6.3%/+7.9%，环比分别为+9.5%/+2.8%，我们认为公司环比产量的大幅改善，意味着公司通过供应链优化等措施，前期缺芯问题已经边际缓解，下半年排产有望逐月恢复。分品牌看：

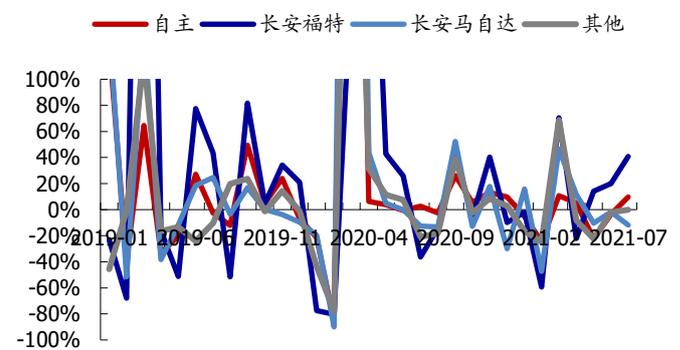
- **自主：**7月，重庆长安、河北长安和合肥长安合计产销量分别为7.15/7.62万辆，同比+9.8%/+11.4%，环比+9.6%/+7.5%。其中CS75销售2.01万辆，UNI系列销售1.01万辆，主力车型销量基本平稳；
- **长安福特：**7月产销量分别为2.95/2.60万辆，同比+47.9%/+19.9%，环比+40.7%/+19.7%，其中福克斯、林肯品牌贡献主要增量；
- **长安马自达：**7月产销量分别为0.87/1.00万辆，同比-26.7%/-16.1%，环比-12.0%/-0.6%。

图表3：公司整车产量同比



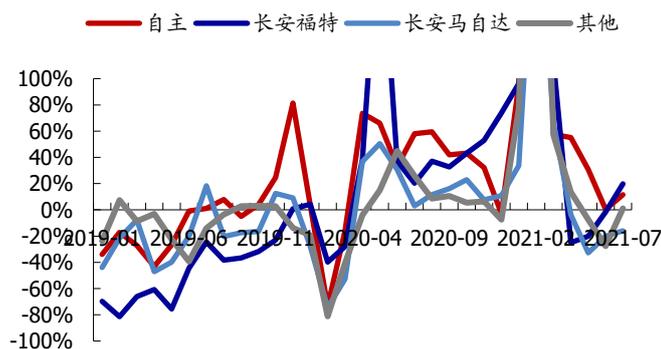
资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表4：公司整车产量环比



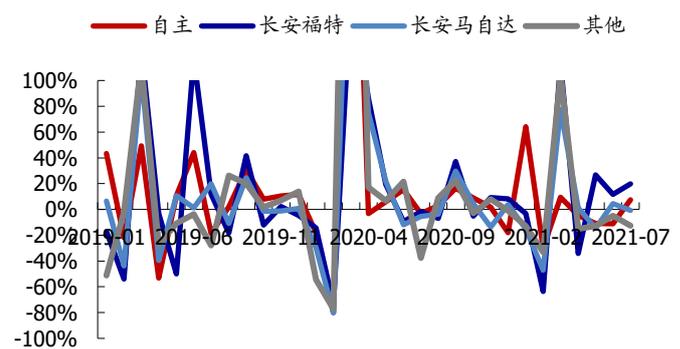
资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表5：公司整车销量同比



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表6：公司整车销量环比



资料来源：WIND，国盛证券研究所

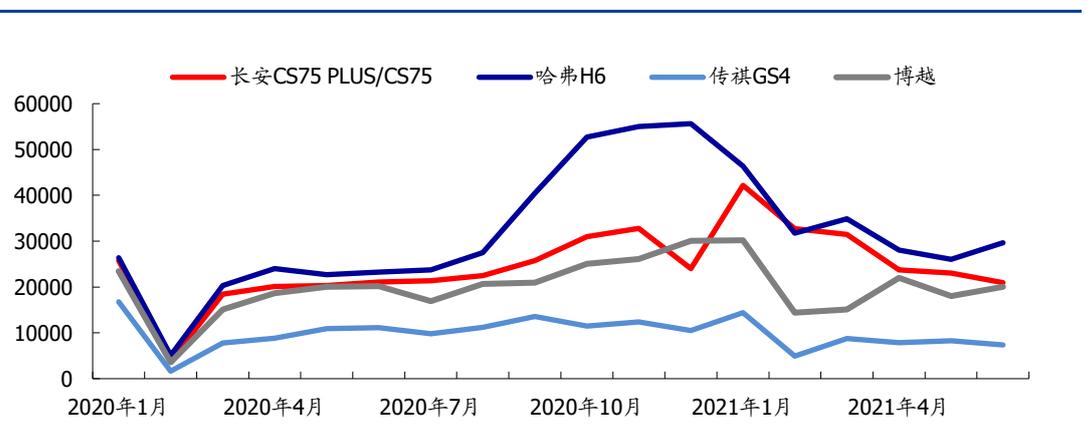
在售车型方面，公司 **CS 75 PLUS** 逐步进入稳态，未来新款上市，有望重新催化销量。CS75 PLUS 开发时间超过 3 年，2019 年上市后即成爆款。车型定位紧凑型 SUV，外观上极富冲击力，面向年轻化群体，搭载蓝鲸发动机和爱信变速箱黄金组合。竞品对比方面，CS 75 PLUS 在车身尺寸、发动机、变速箱方面具备优势，而在智能驾驶方面略逊于新款哈弗 H6，目前 CS 75 PLUS 逐步进入稳态，未来新款上市，有望重新催化销量。

图表 7: CS75 PLUS 和竞品车型配置对比

项目	长安 CS75 PLUS	哈弗 H6	传祺 GS4 PLUS	博越	
车型	2021 款 1.5TGDI 自动豪华型	2021 款 国潮版 1.5GDIT 自动超豪	2021 款 270T 自动 星耀版	2020 款 1.5TD DCT 智能四驱版 PRO	
造型					
官方价	12.49 万	12.89 万	12.68 万	13.88 万	
上市时间	2020 年 9 月	2021 年 3 月	2021 年 6 月	2020 年 3 月	
动力总成	发动机	1.5T L4	1.5T L4	1.5T L3	
	最大马力(PS)	178	169	169	177
	变速箱	6 挡手自一体	7 挡双离合	6 挡自动	7 挡双离合
车身尺寸	长×宽×高(mm)	4690×1865×1710	4645×1860×1720	4710×1885×1726	4544×1831×1713
	轴距(mm)	2710	2680	2710	2670
内饰	液晶仪表盘尺寸	7 英寸	12.3 英寸	12.3 英寸	12.3 英寸
	座椅材质	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮
智能驾驶	巡航系统	●定速巡航	●全速自适应巡航	●定速巡航	●全速自适应巡航
	并线辅助	-	●	-	-
	车道保持辅助系统	-	●	-	●
	自动泊车入位	-	●	-	-
	主动刹车	-	●	●	-
	OTA 空中升级	-	●FOTA	-	●SOTA

资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

图表 8: CS75 PLUS 和竞品车型销量对比 (辆)



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

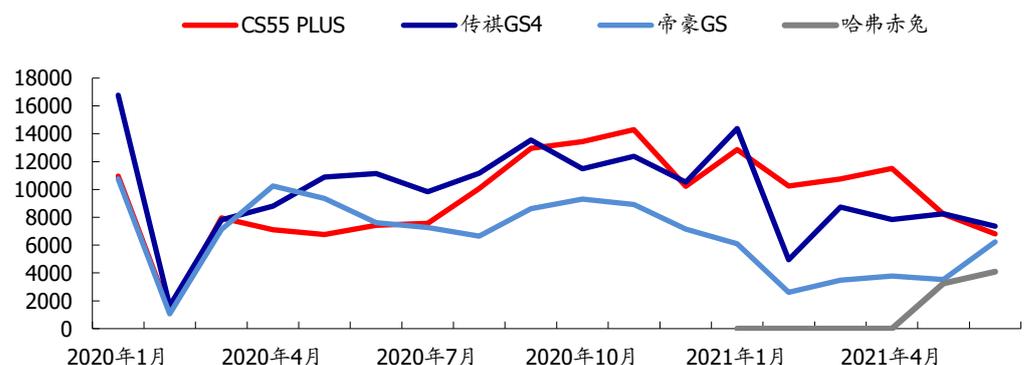
**CS 55 PLUS 迎来换代，动力动车&座舱配置优势明显，预计销量有望回升历史高位。**  
CS55 PLUS 目前二代开启预售，第二代 CS55PLUS 在外观颜值、内饰设计、功能配置等方面更符合消费者的口味，动力总成采用蓝鲸发动机+7DCT 的高性价比组合。对比竞品，车型在动力动车&座舱配置优势明显，新车型贡献增量的背景下，CS 55 PLUS 预计销量有望回升历史高位。

图表 9: CS55 PLUS 和竞品车型配置对比

项目	长安 CS55 PLUS	传祺 GS4	帝豪 GS	哈弗赤兔	
车型	2022 款 第二代 1.5T 自动豪华型	2022 款 270T 手动精英版	2020 款 1.5TD DCT 动 260T	2021 款 1.5T 白银兔	
造型					
官方价	10.69 万	10.38 万	10.58 万	10.98 万	
上市时间	-	2021 年 7 月	2020 年 6 月	2021 年 5 月	
动力总成	发动机	1.5T L4	1.5T L4	1.5T L4	
	最大马力(PS)	188	169	177	184
	变速箱	7 挡双离合	6 挡手动	7 挡双离合	7 挡双离合
车身尺寸	长×宽×高(mm)	4515×1865×1680	4545×1856×1700	4440×1833×1573	4470×1898×1625
	轴距(mm)	2656	2680	2700	2700
内饰	液晶仪表盘尺寸	10 英寸	3.5 英寸	7 英寸	7 英寸
	座椅材质	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮
智能驾驶	巡航系统	●定速巡航	●定速巡航	●定速巡航	●定速巡航
	并线辅助	-	-	-	-
	车道保持辅助系统	-	-	-	-
	自动泊车入位	-	-	-	-
	主动刹车	-	-	-	-
	OTA 空中升级	-	-	-	●SOTA

资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

图表 10: CS55 PLUS 和竞品车型销量对比 (辆)



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

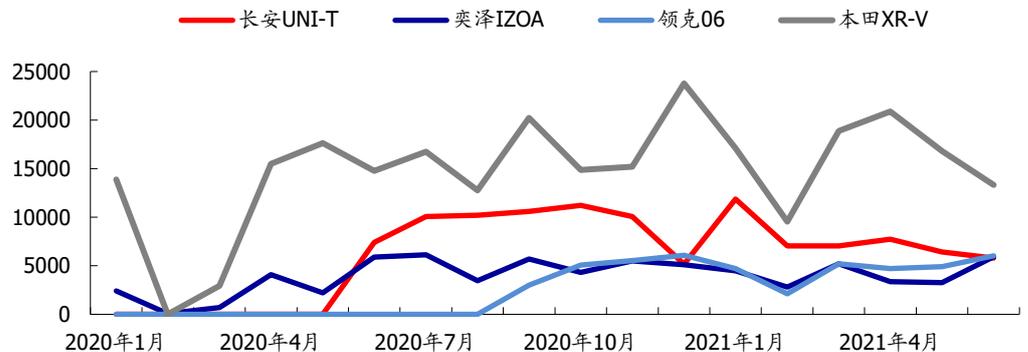
**UNI-T 定位精准，向下跨界后无明显竞品车型，缺芯缓解后销量有望恢复。**UNI-T 以设计科技、年轻化作为主调，用户画像为平均 30 岁左右年轻爱玩爱炫的消费群体。对比竞品，UNI-T 在车身尺寸、性能、智能驾驶配置方面全面领先同价位车型，未来缺芯缓解后销量有望恢复。

图表 11: UNI-T 和竞品车型配置对比

项目	长安 UNI-T	奕泽 IZOA	领克 06	本田 XR-V	
车型	2021 款 1.5T 运动版旗舰型	2021 款 2.0L 奕动版	2020 款 1.5TD 耀 Halo	2021 款 1.5L CVT 经典版	
造型					
官方价	13.89 万	14.58 万	13.86 万	13.29 万	
上市时间	2021 年 5 月	2021 年 6 月	2020 年 9 月	2020 年 12 月	
动力总成	发动机	1.5T L4	2.0L L4	1.5T L3	
	最大马力(PS)	180	171	177	131
	变速箱	7 挡双离合	CVT (模拟 10 挡)	7 挡双离合	CVT 无级变速
车身尺寸	长×宽×高(mm)	4580×1905×1565	4390×1795×1565	4340×1820×1625	4328×1772×1610
	轴距(mm)	2710	2640	2640	2610
内饰外饰	液晶仪表盘尺寸	10.3 英寸	4.2 英寸	10.25 英寸	-
	座椅材质	皮/翻毛皮混搭	织物	仿皮	织物
	大灯光源	LED	LED	LED	卤素
智能驾驶	巡航系统	●全速自适应巡航	●全速自适应巡航	●全速自适应巡航	-
	并线辅助	●	-	●	-
	车道保持辅助	●	-	●	-
	自动泊车入位	●	-	●	-
	主动刹车	●	●	●	-
	OTA 空中升级	●SOTA	-	●SOTA	-

资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

图表 12: UNI-T 和竞品车型销量对比 (辆)



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

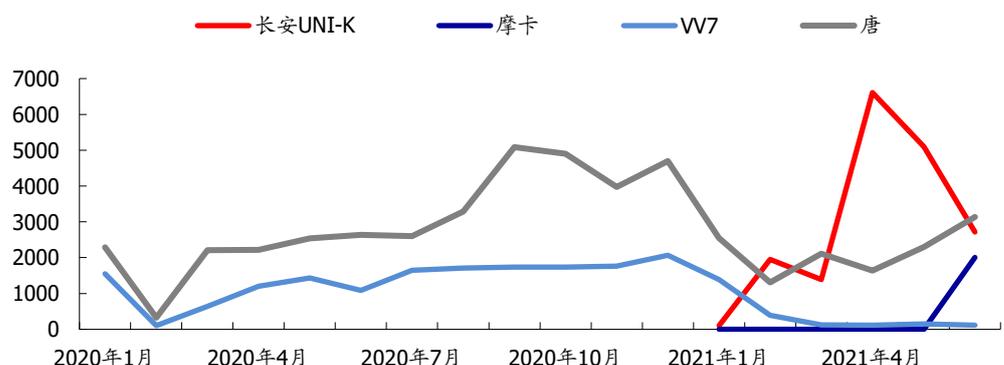
UNI-K 布局中高端 SUV 市场,是目前自主车企发力的主力市场,公司车型在动力总成、做内饰方面具有差异化配置,预计未来市场份额稳定,并且受益于高端自主市场份额打开。UNI-K 的用户画像为 35 岁左右的消费群体,在一定预算下更看重品质和舒适性,且彰显身份。目前中高端 SUV 市场是自主车企发力的主力市场,公司车型在动力总成、做内饰方面具有差异化配置,预计未来市场份额稳定,并且受益于高端自主市场份额打开。

图表 13: UNI-K 和竞品车型配置对比

项目	长安 UNI-K	唐	摩卡	星越 L	
车型	2021 款 2.0T 全轮驱动尊贵型	2021 款 2.0T 自动旗舰型	2021 款 2.0T 两驱特浓版	2021 款 2.0TD 高功自动四驱旗舰型	
造型					
官方价	18.49 万	16.58 万	18.78 万	18.52 万	
上市时间	2021 年 3 月	2020 年 8 月	2021 年 5 月	2021 年 7 月	
动力总成	发动机	2.0T L4	2.0T L4	2.0T L4	
	最大马力(PS)	233	192	213	238
	变速箱	8 挡手自一体	6 挡手自一体	9 挡双离合	8 挡手自一体
车身尺寸	长×宽×高(mm)	4865×1948×1700	4870×1940×1720	4875×1960×1690	4770×1895×1689
	轴距(mm)	2890	2820	2915	2845
内饰外饰	液晶仪表盘尺寸	3.5 英寸+10.25 英寸+9.2 英寸	12.3 英寸	9.2 英寸	12.3 英寸
	座椅材质	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮(选装皮/翻毛皮混搭)
智能驾驶	巡航系统	LED	LED	LED	LED
	并线辅助	●全速自适应巡航	●全速自适应巡航	●全速自适应巡航	●全速自适应巡航
	车道保持	●	●	●	●
	自动泊车入位	●	●	●	●
	主动刹车	-	-	●	●
	OTA 空中升级	●	●	●	●

资料来源: 太平洋汽车, 国盛证券研究所

图表 14: UNI-K 和竞品车型销量对比 (辆)



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

新车方面，UNI-V 预计为公司下半年最主要销量增量，造型惊艳，搭载蓝鲸平台最新 1.5T 发动机，有望成为公司新一代爆款。根据新工信部申报目录，UNI-V 作为 UNI 系列的首款轿车，预计将在 11 月举行的广州车展期间亮相。

- 造型方面，新车前脸继续沿用长安 UNI 家族的设计风格，采用无边界的设计理念，前脸采用倒梯形格栅，中网设计逐渐向两边过渡为梯形和三角形，呈现出较强的科幻效果；
- 内饰方面，新车将采用液晶仪表盘、中控液晶屏一体式连屏，并采用与 UNI-T 相似风格的方向盘，仍将保留空调区域的实体按键；
- 动力方面，长安 UNI-V 将搭载蓝鲸新一代 1.5T 发动机，最大功率为 138kW，将会匹配 7 速湿式双离合变速箱。

图表 15: UNI-V 内饰



资料来源：汽车行业关注，国盛证券研究所

图表 16: UNI-V 车身细节



资料来源：汽车行业关注，国盛证券研究所

目前新车尚未公布指导价，我们选取了相近配置与动力总成的车型进行对标，认为 UNI-V 在车身尺寸与动力总成上，优于合资竞品，而略逊于吉利星瑞，同时考虑到 UNI-V 与星瑞在整车造型与目标群体之间的显著差异，我们认为 UNI-V 在价格合适的条件下，新车成为爆款，实现月销破万为大概率事件。

图表 17: UNI-V 与竞品对比

	UNI-V	朗逸	星瑞	思域	领克 03
车身长度(mm)	4680	4670	4785	4517	4657
车身宽度(mm)	1838	1806	1869	1799	1840
轴距(mm)	2750	2688	2800	2700	2730
发动机型号	JL473ZQ7	EA211-DJ S	JLH-4G20T D	L15B8	JLH-3G15T D
排量	1.5T	1.4T	2.0T	1.5T	1.5T
功率(kW)	138	110	140	130	132
指导价范围(万元)	-	9.99 - 16.19	11.37 - 15.27	11.99 - 16.99	11.38 - 24.88
近三月平均月销(辆)	-	28092	10172	9859	5169

资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

## 二、整车 ASP 上行、股权激励落地，盈利能力有望迎拐点

中高端车型贡献主要增量，公司自主&长安福特 ASP 稳步提升。公司目前销量主要由自主品牌、长安福特、长安马自达构成，其中：

- **自主品牌：**公司采用分品牌布局的市场战略，其中：**CS 系列**主打最主流的家用 SUV 市场，主力车型 CS75（10-15 万元）、CS55（8-13 万元）、CS35（6-8 万元）；**UNI 系列**主打科技感年轻市场，主力车型包括 UNI-T（12-14 万元 SUV）、UNI-K（15-18 万元 SUV）、新车 UNI-V（轿车）；**逸动系列**定位高性价比轿车，**欧尚系列**定位高性价比 SUV&MPV，主打 15 万元以下市场，主力车型包括逸动（7-10 万元轿车）、欧尚 X5（7-10 万元 SUV）、欧尚 X7（7-13 万元 SUV）。
- **合资品牌：**以长安福特、长安马自达为主，其中长安福特低端市场以福克斯（10-15 万元）、福瑞斯为主力车型（9-12 万元），中端市场以锐际（17-22 万元）为主力车型，高端市场锐界（23-31 万元）、探界者（31-40 万元）、林肯冒险家、飞行家、航海家为主力车型。长安马自达较为稳定，主力车型为马 3 昂克赛拉。

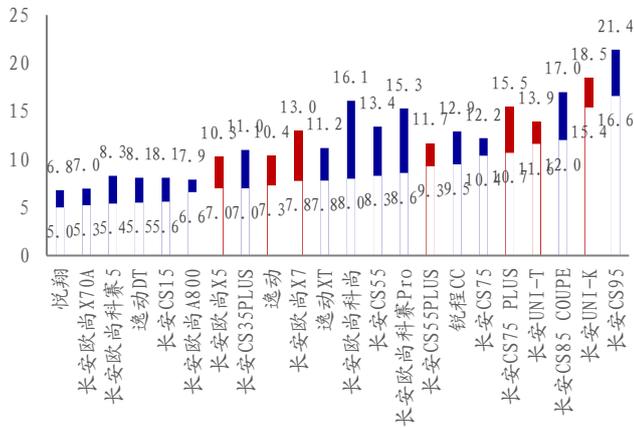
图表 18: 公司目前在售主力车型销量 (万辆)

车型	指导价 (万元)	2019	2020	2021M1-M7
<b>自主</b>				
<b>CS 系列</b>				
CS75	10.39-15.49	19.32	26.68	19.42
CS55	8.29-13.39	11.22	10.99	6.88
CS35	6.39-8.79	14.17	9.52	5.67
<b>UNI 系列</b>				
UNI-T	11.59-13.89	-	6.86	5.24
UNI-K	15.39-18.49	-	-	2.15
<b>逸动</b>				
逸动	7.29-10.39	12.40	17.49	11.21
<b>欧尚</b>				
欧尚 X5	6.99-10.29	-	1.17	7.49
欧尚 X7	7.77-12.99	-	8.67	3.86
<b>其他</b>				
其他自主	-	27.84	22.29	18.27
<b>长安福特</b>				
<b>福特</b>				
锐际	16.98-21.88	0.06	3.95	1.63
福睿斯	9.08-11.68	6.41	3.30	1.83
探险者	30.98-39.98	-	2.15	1.57
蒙迪欧	19.28-22.68	1.72	2.71	1.56
锐界	22.98-30.98	3.61	2.37	1.46
福克斯	10.88-15.38	5.02	3.45	1.19
其他	-	1.82	3.16	0.91
<b>林肯</b>				
冒险家	24.68-34.58	-	3.37	2.81
飞行家	32.88-47.88	-	0.86	0.82
航海家	50.98-75.98	-	0.00	0.91
<b>马自达</b>				
马 3 昂克赛拉	11.59-18.99	9.86	8.52	4.79
其他	-	3.51	5.21	2.24

资料来源：中汽协，国盛证券研究所

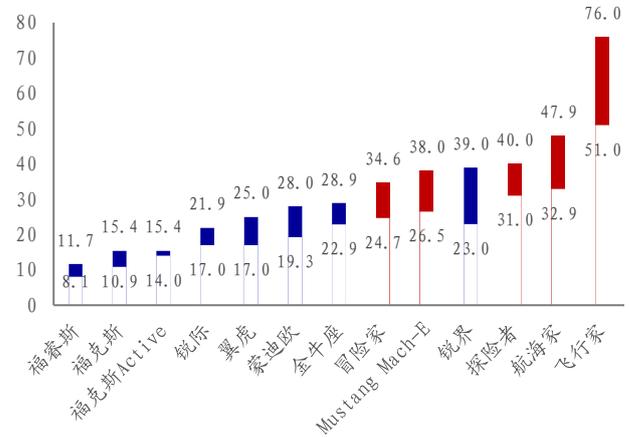
从发布车型趋势看,公司近两年新上市车型包括 UNI-K、UNI-T、CS75 PLUS、CS55 PLUS、逸动 PLUS、欧尚 X7、欧尚 X5,指导价均较旧款车型有 1-2 万元的提升。公司整体 ASP 的提升,一方面是公司自主板块品牌力提升的表现,同时也将显著改善在售车型的盈利能力。长安福特方面,公司高端化趋势明显,2020 年以来上市探界者、林肯三雄(冒险家、航海家、飞行家),带动 ASP 级盈利能力显著提升,2020 年长安福特实现盈亏平衡,未来有望逐步贡献正利润。

图表 19: 公司自主品牌车型谱系(标红为 2020 年以来车型,万元)



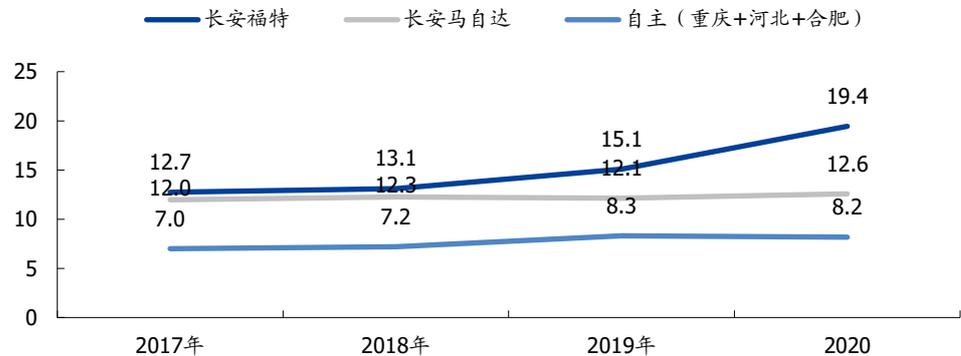
资料来源:汽车之家,国盛证券研究所

图表 20: 长安福特车型谱系(标红为 2020 年以来车型,万元)



资料来源:汽车之家,国盛证券研究所

图表 21: 公司分品牌 ASP (万元)



资料来源:Wind, 国盛证券研究所,注:自主品牌采用重庆+河北+合肥长安计算销量

股权激励落地,业绩考核条件跑赢行业,深度绑定管理层与股东利益。2021 年 3 月,公司新一轮股权激励落地,授予价格为每股 6.66 元,计划拟授予的限制性股票数量不超过 9500.00 万股,其中首次授予限制性股票 7809.62 万股,占授予总量的 82.21%,占公司当前股本总额的 1.46%。对象包括 14 名高管以及 1233 名中层管理人员及核心骨干,业绩考核条件为:

- 以 2019 年净利润为基数,2021-2023 年净利润复合增长率不低于 50%、42%、32%,且不得低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值;
- 2021-2023 年净资产收益率不低于 1.7%、4.8%、5.5%,且不得低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值;
- 每年的经济增加值(EVA)变动为正。

公司此次股权激励的激励范围、授予力度较大,同时业绩考核条件要求跑赢行业,有利于实现管理层与股东利益的深度绑定。

### 三、蓝鲸持续迭代，未来强车型周期有望延续

#### 3.1 蓝鲸平台仍在技术迭代期，将有力支撑未来新车发布

公司蓝鲸动力平台高通用化率、高兼容性，是公司此轮品牌崛起的核心。作为“香格里拉计划”的重要组成部分，蓝鲸动力品牌宣告着长安汽车正式迈入了“动力 3.0 时代”，蓝鲸动力包括蓝鲸发动机和蓝鲸变速器，以及拥抱电气化的蓝鲸油电混驱。在长安汽车为消费者带来“永不妥协的高效能汽车动力解决方案”过程中，中国 OEM 首个动力模块化平台——蓝鲸 NE 动力平台是尤为关键的一环，这个由长安汽车历时 4 年打造的面向下一代排放、油耗法规标准的全新动力平台，全系兼容 48V、HEV、PHEV、REEV 设计，平台设计兼容 1.0-1.8L 排量，通用化率高达 98%。

图表 22: 公司蓝鲸动力平台



资料来源：长安汽车官网，国盛证券研究所

发动机领域，蓝鲸 1.5T 发动机性能表现同级最强，超越合资主流品牌。蓝鲸发动机包括中排量高性能发动机(蓝鲸 2.0T)，以及蓝鲸 NE 中小排量高效能发动机平台(蓝鲸 1.4T、蓝鲸 1.5T 等)。其中具有同级别最佳表现的就是蓝鲸 NE 1.5T 发动机，它的性能代表了国内发动机技术的第一梯队的技术水平。蓝鲸 NE 1.5T 发动机拥有媲美自然吸气 3.0L 排量的动力输出，采用了同级唯一的双出口集成排气歧管+双涡管电控涡轮增压技术，性能表现为同级别最强。

图表 23: 蓝鲸 NE 与大众 EA211 发动机对比

项目	长安		大众
	NE 1.5T	EA211 EVO 1.5T(低功率版)	EA211 EVO 1.5T(低功率版)
最大功率 (kW)	132	96	110
峰值扭矩 (N·m)	300	200	250
升功率 (Kw/L)	88	64	73.33
升功率 (N·m/L)	200	133.5	166.9
转速区间	1250-3500	1400-4000	1500-3500

资料来源：水滴汽车，国盛证券研究所

对比公司与自主同行在 1.5T 领域发动机型号与配套车型，公司凭借蓝鲸动力平台的高通用性与高兼容性，在动力性能与指导价下探能力方面具备优势，整体而言，公司 1.5T 发动机车型具备与竞品 1.8T 车型一较高下能力。

图表 24: 长安、吉利、长城 1.5T 发动机与搭载车型对比

品牌	发动机型号	车型	入门款指导价 (万元)	最大马力 (Ps)
哈弗	GW4B15A	F7	11.2	169
		F7x	12.0	169
		H6	11.1	169
		H6 COUPE	11.9	169
		大狗	12.0	169
	GW4B15C	赤兔	11.0	184
	GW4G15F	H6	9.8	150
		M6	7.2	150
GW4G15K	初恋	7.9	150	
吉利	JLH-3G15TD	ICON	10.0	177
		缤越	10.0	177
		帝豪GL	10.9	177
		嘉际	9.5	177
长安	JL473ZQ2	CS55 PLUS	9.3	180
		欧尚X5	8.2	180
	JL473ZQ5	UNI-T	11.6	180
		锐程CC	9.8	180
	JL473ZQ7	CS55 PLUS	10.7	188
	JL476ZQCF	CS75	10.4	178
		CS75PLUS	10.7	178
		CS85 COUPE	12.0	178
		科赛Pro	8.6	178
H15TG-AD	欧尚X7	11.5	178	

资料来源: 汽车之家、太平洋汽车, 国盛证券研究所, 注: 仅考虑 2021 年后上市车型

公司蓝鲸发动机目前仍在技术迭代周期, 动力性能的持续提升, 将有力支撑公司未来的新车发布。公司目前旗下的蓝鲸 1.4T、1.5T、2.0T 发动机仍在技术迭代周期, 2021 下半年/2022 年上市的 CS55 PLUS、欧尚 X7 PLUS、UNI-K 等车型将陆续搭载新一代蓝鲸 1.5T、2.0T 发动机。从性能指标而言, 公司新款发动机较旧款性能均有所提升, 我们认为核心动力性能的持续提升, 将有力支撑公司未来的新车周期。

图表 25: 公司蓝鲸 1.4T 发动机升级路径及典型配套车型

CS35 PLUS		
	2019 款	2021 款
发动机型号	JL473ZQ3	JL473ZQ9
排量(mL)	1392	1392
最大马力(PS)	158	160
最大功率(kW)	116	118
最大功率转速(rpm)	5500	5500
最大扭矩(N·m)	260	260
最大扭矩转速(rpm)	1500-4000	1500-4000
供油方式	直喷	直喷

资料来源: 太平洋汽车, 搜狐汽车, 国盛证券研究所

图表 26: 公司蓝鲸 1.5T 发动机升级路径及典型配套车型

<b>CS55 PLUS</b>			
	<b>2020 款</b>	<b>2021 款</b>	<b>2022 款</b>
搭载发动机型号	JL476ZQCD	JL473ZQ2	JL473ZQ7
排量(mL)	1499	1494	1494
最大马力(PS)	156	180	188
最大功率(kW)	115	132	138
最大功率转速(rpm)	5500	5500	5500
最大扭矩(N·m)	225	300	300
最大扭矩转速(rpm)	2000-4000	1250-3500	1500-4000
供油方式	多点电喷	直喷	直喷

资料来源: 太平洋汽车, 搜狐汽车, 国盛证券研究所

图表 27: 公司蓝鲸 2.0T 发动机升级路径及典型配套车型

	<b>CS95</b>	<b>CS75</b>	<b>UNI-K</b>
	<b>2017 款</b>	<b>2020 款</b>	<b>2021 款</b>
发动机型号	JL486ZQ3	JL486ZQ4	JL486ZQ5
排量(mL)	1998	1998	1998
最大马力(PS)	232	233	233
最大功率(kW)	171	171	171
最大功率转速(rpm)	5000-5500	5500	5500
最大扭矩(N·m)	360	360	390
最大扭矩转速(rpm)	1750-3500	1750-3500	1900-3300
供油方式	直喷	直喷	直喷

资料来源: 太平洋汽车, 搜狐汽车, 国盛证券研究所

### 3.2 IDD 混动量产, 打开未来主力市场销量空间

公司 6 月正式发布蓝鲸 IDD 混动系统, 首款车型 **UNI-K PHEV** 计划 2021 年下半年上市, 未来 5 年规划 10 余款混动车型。2021 年 6 月, 长安汽车在重庆车展上正式发布了蓝鲸 iDD 混合动力系统, 长安汽车作为自主品牌的“实力派”, 凭借着全新架构平台、蓝鲸动力、众多智能科技配置等多种优势, 已经成长为国内最具市场号召力的品牌之一, 而 iDD 混合动力系统的推出则再次向行业展示了长安汽车向智能低碳科技出行公司转型升级的坚定决心。

图表 28: 公司蓝鲸 iDD 首款车型 UNI-K PHEV



资料来源: 长安汽车微信公众号, 国盛证券研究所

根据长安汽车发布会内容, 蓝鲸 iDD 混动系统由一台 1.5T 涡轮增压发动机作为内燃机的主体, 与之搭配构成混合动力系统的, 是一台“高效率蓝鲸电驱变速器”, 全新的电驱变速箱采用高集成度的湿式三离合器集成技术、高效高压液压系统、S-winding 绕组系统、IGBT 双面冷却、智能电子双泵等核心技术——从而实现了 5L 每百公里的油耗以及 6 秒的百公里加速时间。

图表 29: 公司蓝鲸 iDD 混动系统构成



资料来源: 长安汽车微信公众号, 国盛证券研究所

蓝鲸 iDD 提出“全速域、全场域、全温域、全时域”的解决方案, 平台能力处于自主第一梯队。

- **全速域:** 蓝鲸 iDD 在低速起步、高速超车、极速赛道等状态下均能保证瞬间的动力爆发和舒适的驾驶体验。在起步阶段采用电机驱动, 初段加速度可达 0.6g。高速行驶时则使用混动驱动, 平台最快百公里加速时间实现 6s+, 极速更是可以达 200km/h。
- **全场域:** 城市通勤场景下可采用 EV 模式, 纯电续航 130km, 综合续航里程达 1100km, 亏电油耗仅为 5L/100km。动力性能能够保持一致, 百公里加速时间在高低电量下无衰减。支持 220V 家用充电、交直流双快充三种充电方式, 兼顾市内通勤和长途出行。
- **全温域:** 零下 35℃ 的极低环境温度到 55℃ 的极高环境温度, 蓝鲸 iDD 均能实现驾乘性能安全稳定。
- **全时域:** 蓝鲸 iDD 为用户提供了全生命周期的稳定耐久。同时, 实现智能全动力 OTA 升级, 不断升级驾乘体验。

图表 30: 公司 IDD 混动系统与比亚迪 DMI、长城 DHT、奇瑞鲲鹏 DHT 对比

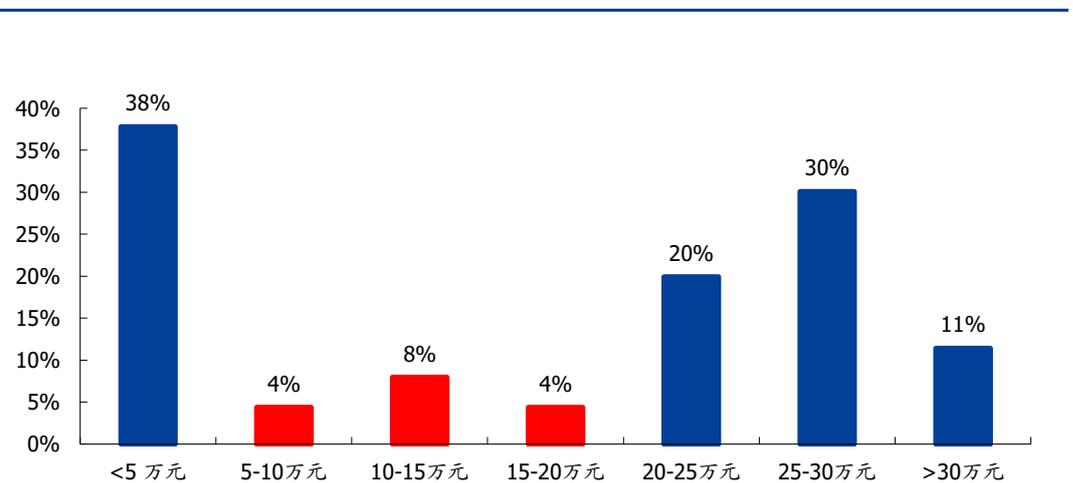
车企	长安	比亚迪	长城	奇瑞
混动系统	蓝鲸 IDD	比亚迪 DM-I	DHT	鲲鹏动力 DHT 混动
发动机排量 (L)	1.5	1.5	1.5	1.5
热效率 (%)	45	43.03	-	45
传递效率 (%)	97	97.5	-	97.6
综合扭矩 (N·m)	590	400	-	510
馈电油耗 (L/100km)	5	5.3-5.5	4.7	-
电池容量 (kWh)	30.7	21.5	-	-
最大纯电续航 (km)	130	120	110	-
最大综合续航 (km)	1100	1050	1100	-
百公里加速时间 (s)	>6	8.5	8.5	<5

资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

行业层面, 目前低端市场 (5 万元左右)、中高端市场 (20 万元以上) 新能源渗透率较高, 已打 20% 以上, 而占行业整体销量 70% 以上的中低端市场 (5-20 万元) 的新能源渗透率均在 10% 以下, 预计未来这部分价位车型将成为混动车型渗透的主力市场, 行业想象空间大。以各车型的最低指导价统计, 2021H1 各价位细分市场的新能源渗透率分别为:

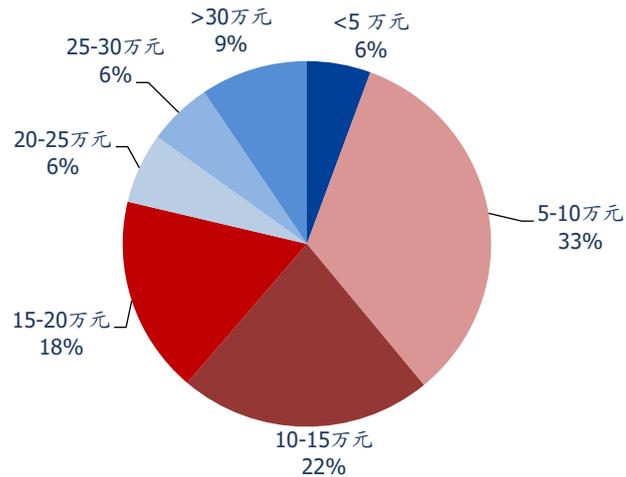
- <5 万元市场, 占整体销量的 5.6%, 新能源渗透率为 37.8%;
- 5-10 万元市场, 占整体销量的 33.4%, 新能源渗透率为 4.4%;
- 10-15 万元市场, 占整体销量的 22.2%, 新能源渗透率为 7.9%;
- 15-20 万元市场, 占整体销量的 17.5%, 新能源渗透率为 4.4%;
- 20-25 万元市场, 占整体销量的 6.2%, 新能源渗透率为 19.9%;
- 25-30 万元市场, 占整体销量的 5.6%, 新能源渗透率为 30.1%;
- >30 万元市场, 占整体销量的 9.4%, 新能源渗透率为 11.4%。

图表 31: 各价位市场新能源渗透率



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所, 注: 以各车型最低指导价统计

图表 32: 各价位市场新能源渗透率



资料来源: 车主之家, 国盛证券研究所, 注: 以各车型最低指导价统计

#### 四、CHN+方舟双轨发力，智能电动打开估值向上空间

2021年上海车展，公司发布“十四五”规划和2030愿景，将新能源车型规划作为最大的亮点：长安将基于方舟架构和CHN架构，打造EPA0、EPA1和EPA2三大平台，未来5年将陆续推出26款全新智能电动汽车。内部代号为c385和e11的两款新能源车将在年底推出。同时，长安汽车董事长朱华荣称，长安汽车要坚定不移地向智能低碳出行科技公司转型，将效率和软件能力打造为核心竞争力，打造“新汽车+新生态”产业公司，向世界一流汽车品牌迈进。到2030年，销量达到500万辆，其中长安品牌销量达到350万辆。主要包括：

- 以软件定义汽车产品及服务为契机，打造极致客户体验，由提供“硬件产品”向提供“生态产品+软件产品”拓展；
- 在汽车智能化领域，加速推进“北斗天枢”2.0，要每年实现1-2个领先的智能场景首发应用，到2022年，率先实现L4级智能网联汽车上市；
- 在新能源领域进一步推进“香格里拉”计划，加快低碳产品、低碳制造和低碳产业的发展；
- 携手战略伙伴构建新商业模式。实施数字化转型升级，构建“天上一朵云，空中一张网，中间一平台，地上全场景”的全新商业模式，实现与用户及合作伙伴的直通直联，开启产业互联网新时代；
- 大量引进相关人才，组建3000人的软件化、智能化人才团队，打造全球优秀人才聚集成长高地。

图表 33: 公司上海车展发布

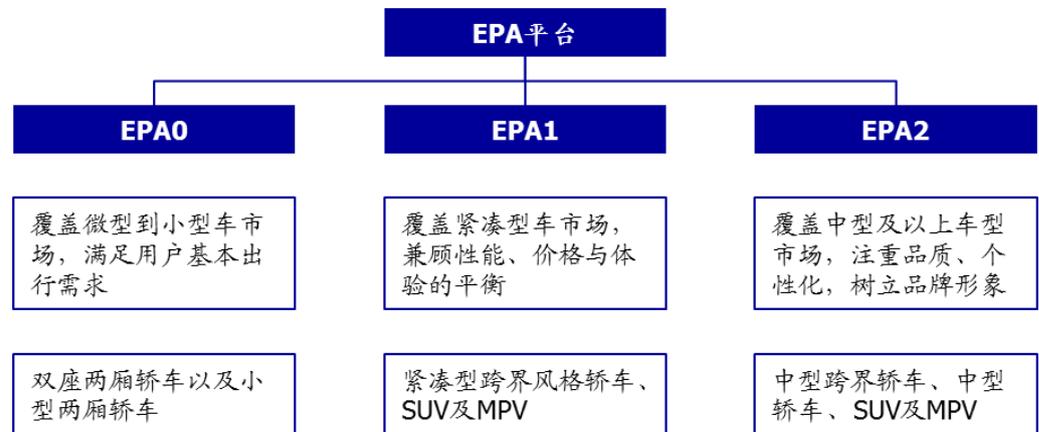


资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

具体而言, 首先在整车平台方面, 公司 CHN (与华为、宁德合作成立阿维塔)/EPA (长安自身新能源科技子公司), 覆盖从高端到低端全尺寸车型。其中, 公司自主研发 EPA 纯电平台, 分为 EPA0/EPA1/EPA2 三大对标不同级别车型的生产平台, 定位电动车普及者。

- **EPA0** 平台覆盖微型到小型车市场, 满足用户的基本出行需求;
- **EPA1** 平台覆盖紧凑型车市场, 兼顾性能、价格与体验的平衡;
- **EPA2** 平台将覆盖中型及以上级别车型市场, 更注重品质、个性化体验。

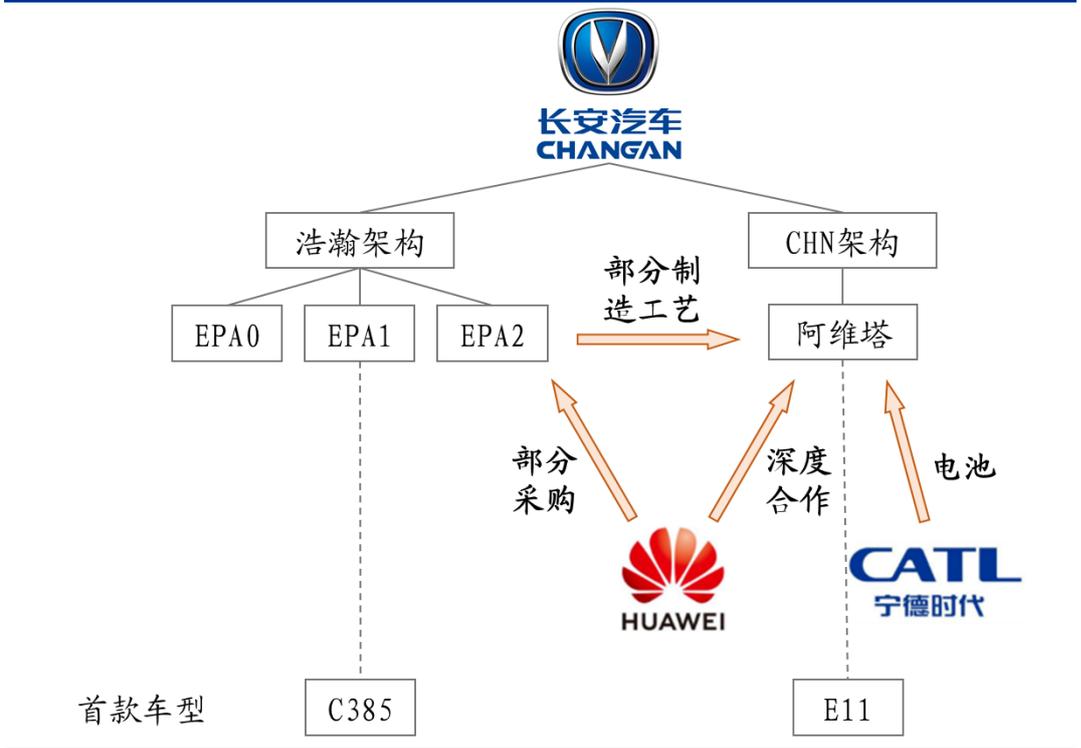
图表 34: 公司 EPA 平台规划



资料来源: 汽车公社, 国盛证券研究所

合作模式上, 公司联合华为、宁德时代, 同步推进浩瀚架构与 CHN 平台落地。CHN 平台为长安与华为 (智能领域) 和宁德时代 (动力电池领域) 联合打造, 定位电动品牌形象提升者。长安自身提供电驱动等核心技术和整车组装生产、应用层功能等, 并且会利用 EPA2 机械加工工艺中较为先进的部分, 打造更为高端、先进的品牌形象; 而华为发挥 ICT 技术优势, 与阿维塔科技联合构建研发、渠道、服务、生态等全价值链环节, 为用户提供全栈智能化解决方案; 宁德提供动力电池技术赋能阿维塔科技, 共创智能能源生态。

图表 35: 公司浩瀚架构与 CHN 平台落地规划

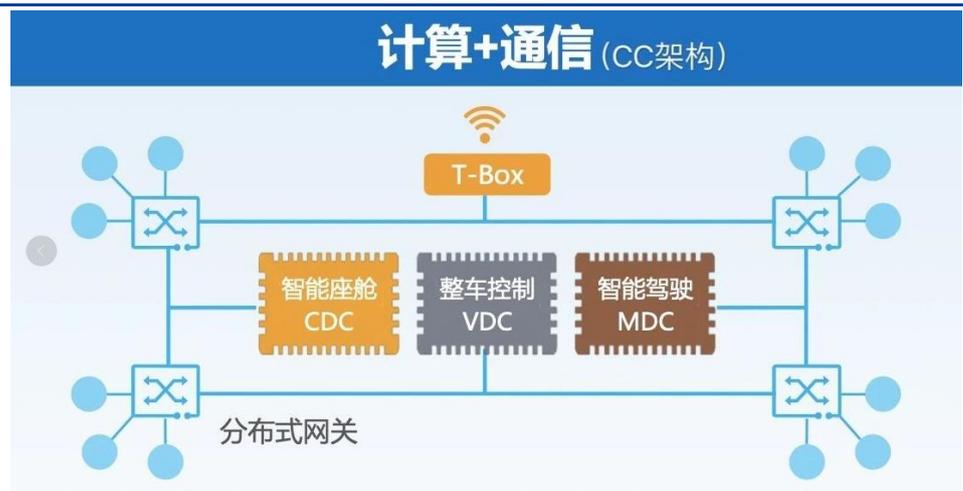


资料来源: 汽车公社, 国盛证券研究所

其中, “华为 HI”智能驾驶系统的能力强劲, 品牌影响力已经得到市场验证, 有望成为公司 E11 车型的核心亮点之一。在 2019 世界智能网联汽车大会上, 华为轮值董事长徐直军再次就汽车业务公开发表演讲, 并且接受媒体采访, 并详细解读华为汽车业务, 总结为: “一个架构为基础、三个平台为发展重点、联接和云服务并举”, 其中:

- 一个架构指的是华为提出的“计算+通信”的 CC 架构;
- 三个平台指的是 MDC 智能驾驶平台、CDC 智能座舱平台和 VDC 整车控制平台;
- 联接指的是华为智能网联解决方案, 解决车内、车外网络高速连接问题;
- 云服务则是基于云计算提供的服务, 如在线车主服务、娱乐和 OTA 等

图表 36: 华为汽车业务核心



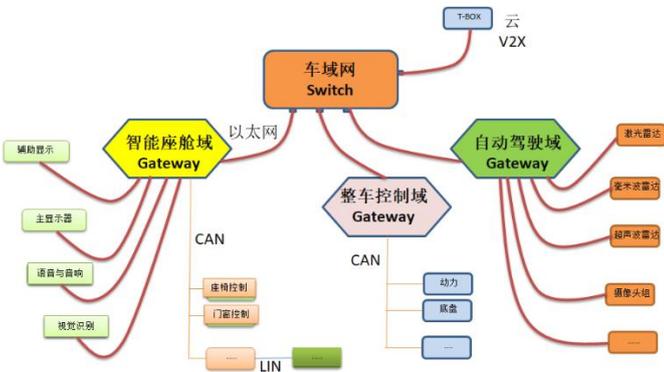
资料来源: 车智, 国盛证券研究所

对比华为 CC 架构与传统车企布局的车内电子电器架构, 我们认为华为 CC 架构属于域控制架构, 但与传统车企的中央网关不同, 华为采用分布式网关, 能够更有效的与车企进行技术衔接, 并有利于华为“全场景通信互联”的技术实现。

- 从业务布局看, 华为主要涉足于智能座舱、自动驾驶、车身、与动力 (车身与动力

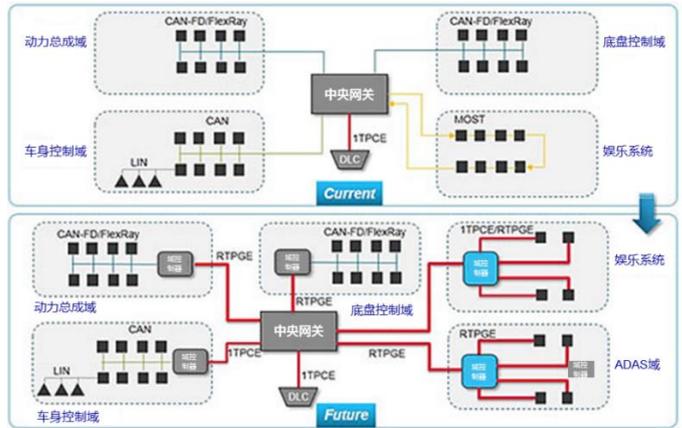
整合进整车控制(VDC)四大域,依据合作车企自身的实力,华为能够有效控制合作深度。预计在自动驾驶域,华为将主要掌握核心算法,而在数据归属与硬件选择上与车企交流;在智能座舱域,华为主要推广其“HICAR”车机系统及配套的智能网联应用;而对于整车的车身与动力总成,预计车企仍将保留较大的选择权利。

图表 37: 华为描述下的车内网络拓扑结构



资料来源: 汽车电器杂志社, 国盛证券研究所

图表 38: 传统车企演绎下的电子电器架构



资料来源: 盖世汽车, 国盛证券研究所

而在自动驾驶能力方面,华为 HI 系统已具备 L4 级自动驾驶的硬件能力,并且激光雷达、算力芯片的核心零部件已具备量产能力,我们预计系统成熟度将高于行业平均水平。根据搜狐汽车对比蔚来 ET7 和极狐 αS 华为 HI 版的硬件规格:

- **激光雷达:** 极狐 αS 华为 HI 版搭载了 3 颗华为最新研发的 96 线中距离激光雷达,分别布局在前保险正中和两侧,激光雷达为等效 96 线, 25 FPS 帧率, 120° 25° 视场角, 最远探测距离 150 米, 0.25° \* 0.26° 分辨率。蔚来 ET7 量产版搭载的 Innovation 1550nm 激光雷达有更远的探测距离 (500 米), 更多的激光线数 (等效 300 线), 更大的功率 (1550nm)。
- **算力平台:** 极狐 αS 华为 HI 版负责自动驾驶数据融合处理器是 HUAWEI MDC 810, 算力 400+ TOPS, 支持 16 路摄像头、12 路 CAN 总线以及 8 路车载以太网接口能力, 通过 ASIL D 级安全认证以及 IP67 防水, 是华为面对 L4-L5 级自动驾驶推出的中央超算。蔚来 ET7 搭载的超算 4 颗 NVIDIA DRIVE AGX Orin, 其中 2 颗日常驾驶计算, 1 颗冗余, 1 颗做自动驾驶算法训练, 单颗芯片算力 254 TOPS, 可用算力 508 TOPS, 整体算力 1016 TOPS。

图表 39: 公司浩瀚架构与 CHN 平台落地规划

项目	蔚来 ET7 150kWh 首发版	极狐 αS 华为 HI 高阶版
激光雷达	1*Innovation 1550	3*HUAWEI 96
激光雷达参数	1550nm, 最远探测距离500米 水平视角120°, 等效300线	等效96线, 25FPS, 120°25° 最远探测距离150米,
超声波雷达数量	12	13
毫米波雷达数量	5	6
ADAS目数	7	8
自动驾驶芯片方案	4*Nvidia Drive Orin 1016 TOPS	1*华为MDC 810 400TOPS+

资料来源: 搜狐汽车, 国盛证券研究所

公司与华为在智能化、网联化的合作时间长、程度深，在目前公司亟需实现智能化、电动化转型，华为推广其 HI CAR 系统的背景下，不排除未来双方进一步深化合作，推进强强联手的可能性。2014年起，公司就与华为签订战略合作协议，推动双方在信息化建设以及信息化规划咨询领域展开合作，此后双方在智能化、网联化的合作不断深入。2020年11月公司宣布与华为、宁德时代共同打造高端智能汽车 AB 品牌，以及一个智能电动汽车 CHM 平台，标志着双方的合作迈入新的台阶。在目前公司亟需实现智能化、电动化转型，华为推广其 HI CAR 系统的背景下，不排除未来双方进一步深化合作，推进强强联手的可能性。

图表 40: 公司与华为合作梳理

时间	事件
2014年11月	签署战略合作协议，推动双方在信息化建设以及信息化规划咨询领域展开合作
2018年1月	签署战略合作协议，开展 LTE-V 及 5G 车联网联合开发研究
2018年7月	签署战略合作协议，聚焦智能化与新能源发展
2019年1月	联合创新中心落地
2020年11月	宣布与华为、宁德时代共同打造高端智能汽车 AB 品牌，以及一个智能电动汽车 CHM 平台
2021年5月	长安蔚来改名阿维塔科技

资料来源：长安汽车官网，汽车之家，国盛证券研究所

## 五、盈利预测与估值

销量端，预计公司 2021-2023 年销量分别为 223.5、231.6、245.3 万辆，同比 11.5%、3.6%、5.9%，分品牌看：

- **合资板块：**预计福特品牌福克斯、福瑞斯等主力轿车车型将逐步迎来换代，预计 2021-2023 年销量 17.8、20.4、21.4 万辆，林肯品牌旗下冒险家、航海家、飞行家销量稳定，2021-2023 年销量 8.0、8.4、9.2 万辆；马自达维持稳定，2021-2023 年销量 12.1、12.1、12.7 万辆；
- **核心自主板块：**受益于 CS 系列、UNI 新车型系列的持续放量，预计 2021-2023 年销量 69.4、82.8、88.4 万辆；V 标轿车与欧尚品牌受益与蓝鲸支持下的 X7 PLUS、逸动 PLUS 的上市，预计 2021-2023 年销量 48.8、48.7、49.3 万辆；
- **新能源板块：**预计未来两年处于新车上市周期，2022 年 C385、E11 等车型将开始交付，预计 2022-2023 年销量分别为 7.6、15.2 万辆。

图表 41: 公司销量预测 (万辆)

品牌	2019	2020	2021E	2022E	2023E
长安福特	18.6	25.3	25.8	28.8	30.7
YOY	-50.9%	35.9%	1.9%	11.5%	6.5%
福特	18.6	21.1	17.8	20.4	21.4
YOY	-50.9%	13.2%	-15.7%	14.8%	5.0%
林肯	0.0	4.2	8.0	8.4	9.2
YOY	-	-	90.0%	4.4%	10.0%
长安马自达	13.4	13.7	12.1	12.1	12.7
YOY	-18.2%	2.8%	-12.0%	0.3%	5.0%
自主	85.0	103.7	132.1	141.1	146.8
YOY	-7.8%	22.0%	27.4%	6.8%	4.0%
CS 系列	50.0	50.3	55.2	56.9	58.6
YOY	5.3%	0.7%	9.7%	3.0%	3.0%
UNI 系列	0.0	6.9	14.2	25.9	29.8
YOY	-	-	106.7%	82.7%	15.0%
V 标轿车	16.1	22.2	24.1	22.3	23.4
YOY	-1.2%	37.7%	9.0%	-7.5%	5.0%
欧尚	8.0	14.7	24.7	26.4	25.9
YOY	-16.6%	83.2%	68.3%	6.9%	-2.0%
其他自主	70.5	67.3	67.3	51.6	49.0
YOY	-18.0%	-4.6%	0.1%	-23.3%	-5.0%
新能源 (阿维塔+方舟)	-	-	-	7.6	15.2
YOY	-	-	-	-	100.0%
总计	176.6	200.4	223.5	231.6	245.3
YOY	-17.3%	13.5%	11.5%	3.6%	5.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 42.4、53.3、66.2 亿元, 对应 PE 分别为 40.2、32.0、25.8 倍。采用分部估值, 按照传统燃油车业务 PE 25x, 新能源 (阿维塔+方舟) 业务 PS 5.0x, 对应 2022 年目标市值 2264 亿元, 对应目标价 29.74 元, 维持“买入”评级。

图表 42: 公司盈利预测简表 (百万元)

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	70,595	84,566	94,323	97,762	103,530
增长率 yoy (%)	6.5	19.8	11.5	3.6	5.9
归母净利润	-2,647	3,324	4,243	5,328	6,623
增长率 yoy (%)	-488.8	-225.6	27.6	25.6	24.3
P/E (倍)	-64.5	51.4	40.2	32.0	25.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 可比公司 2021 年 PS (亿元)

公司名称	代码	2021 年预测收入	市值	PS
小鹏汽车	XPEV.N	147	2126	14.5
比亚迪	002594.SZ	1,942	8404	4.32
蔚来	NIO.N	354	4138	11.69

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 采用万德一致预测, 基于股价为 2021 年 8 月 18 日收盘价

## 风险提示

行业销量受疫情不及预期：公司销量受行业需求影响，如果实际终端需求受疫情影响而下滑，将对公司销量产生不利影像；

供应链短缺影响或不及预期：2021年汽车芯片等供应链持续扰动行业供给，如果下半年芯片短缺仍有所加剧，将对公司生产产生影响；

新车发布不及预期：公司在新能源与燃油车领域同步推进新车发售，如果公司自主、长安福特、阿维塔等品牌的新车型发布进度或者市场反馈不及预期，将对公司销量与盈利能力产生不利影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com