

# 自主盈利持续验证 期待电动拐点向上

## 长安汽车(000625)系列点评六十八

### 事件概述

公司发布 2022 年半年度业绩预增公告：预计 2022H1 归母净利润为 50-62 亿元，同比+189%-259%，扣非归母净利润为 25-35 亿元，同比+238%-373%；

其中，预计 2022Q2 归母净利润为 4.6-16.6 亿元，同比降低 47%-增长 90%，扣非归母净利润为 2.3-12.3 亿元，同比 +1069%-6153%。

### 分析判断：

#### ► 业绩表现亮眼 自主盈利持续验证

克服疫情等多重不利因素，单季度扣非净利润同比高增。公司产销在 2022Q2 受疫情等因素影响较大，当季公司批发销量为 47.4 万辆，同比-15.3%，环比-27.2%。其中自主乘用车批发 26.6 万辆，同比-8.7%，环比-26.8%；长安福特批发 5.2 万辆，同比-7.5%，环比-13.2%；长安马自达批发 2.3 万辆，同比-27.0%，环比-44.8%。

自主盈利可持续性于波动中持续验证，下半年规模效应将加速盈利释放。2022Q2 扣非归母净利润为 2.3-12.3 亿元，环比降低 89.9%-45.8%。盈利虽大幅波动，但我们认为主要因规模负反馈所致，自主盈利弹性较大。2022Q2 公司自主并表销量为 27.9 万辆，环比减少 12.1 万辆，结合我们 Q1 的测算，公司自主单车边际利润约 1.2 万元，2022Q2 因此带来环比减利约 14.5 亿元。下半年随着产销的提升，自主迈过盈亏平衡点后有望加速盈利释放。

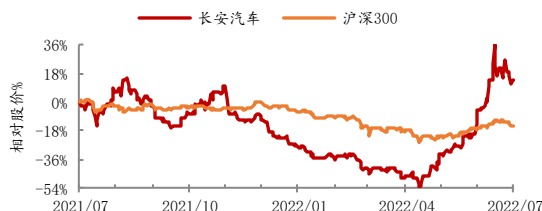
合资方面，我们判断 2022Q2 因销量下滑有小幅亏损，后续将稳步改善。2022Q1 合资投资收益为 1.1 亿元，上半年，长安福特、长安马自达销量分别为 11.3 万辆、6.4 万辆，同比分别 -6.9%、+5.5%。其中 Q2 长安福特、长安马自达销量环比分别 -13.2%、-44.8%。下半年，我们预计在林肯 Z、新款蒙迪欧、新款福克斯等加持下，合资品牌有望量价齐增，预计将持续贡献正向投资收益。

#### ► 新品周期开启 结构加速改善

V 标及欧尚新品加速导入，盈利结构加速改善。6 月欧尚品牌发布新车欧尚 Z6，凭借超高性价比主打经济型家用市场，有望成为紧凑型 SUV 市场新的爆款产品。UNI-V 于今年 3 月上市，6 月销量已突破 1.1 万辆，彰显爆款潜质。此外，UNI-V 6 月新增 2.0T 动力版本，主打运动+个性，下半年预计将新增插电版本，我们判断 UNI-V 整体稳态月销有望超 1.5 万辆。考虑到 UNI 系列盈利较强，预计 UNI-V 的放量将加速结构改善，带

### 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：	17
股票代码：	000625
52 周最高价/最低价：	23.66/8.55
总市值(亿)	1,686.71
自由流通市值(亿)	1,292.75
自由流通股数(百万)	7,604.42



分析师：崔琰  
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080006  
联系电话：

研究助理：胡惠民  
邮箱：huhm@hx168.com.cn  
SAC NO:  
联系电话：

### 相关研究

- 【华西汽车】长安汽车(000625.SZ)6月销量点评：产销快速提升 电气元年蓄势待发  
2022.07.09
- 【华西汽车】长安汽车深度研究报告：自主向上 电气元年重“新”出发  
2022.06.27
- 【华西汽车】长安汽车(000625.SZ)5月销量点评：产销环比改善 自主份额再突破  
2022.06.09

动整体盈利提升。

### ► 电气化元年 深蓝阿维塔品牌向上

**深蓝+阿维塔，高端电动加速品牌向上。**全新电动品牌深蓝 SL03 将于 7 月正式上市，具备出色动力性能、续航表现及车体空间，其增程版本具备行业领先的高效率、低馈电油耗。对标小鹏 P5、海豹及零跑 C01，我们认为 SL03 竞争力较强，稳态月销有望突破 1.5 万辆。深蓝 C673 预计 2022 年底左右上市，进一步丰富主流新能源市场产品矩阵。基于高端 CHN 平台打造的阿维塔 11 也将于 8 月正式上市，预计价格带有望达到 30-40 万元，加速构筑立体化品牌形象。

**发力电气化，开启新能源产品元年。**公司今年预计将投放 8 款全新的新能源产品，长安 LUMIN 已经上市，截至 6 月底订单突破 3 万辆；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、欧尚 Z6 iDD 外，UNI-V iDD 预计也将于年内推出。

### 投资建议

公司凭借“产品+价格+定位”构筑整车核心竞争力，构建了强势的自主产品矩阵，新品导入加速销量上行。自主插混+深蓝+阿维塔三箭齐发，开启电气化元年，加速向高端电动智能转型。自主盈利具备较强弹性，我们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 1,344/1,689/2,082 亿元，归母净利润为 98.5/129.6/163.0 亿元，对应 EPS 为 0.99/1.31/1.64 元，对应 2022 年 7 月 14 日 17.00 元/股的收盘价，PE 分别为 17/13/10 倍，维持买入评级。

### 风险提示

自主品牌销量不及预期；新车型交付不及预期；新能源渗透率不及预期等。

### 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	134,412	168,887	208,168
YoY (%)	19.8%	24.3%	27.8%	25.6%	23.3%
归母净利润(百万元)	3,324	3,552	9,853	12,960	16,301
YoY (%)	225.6%	6.9%	177.4%	31.5%	25.8%
毛利率 (%)	14.7%	16.6%	17.8%	19.8%	20.7%
每股收益 (元)	0.48	0.47	0.99	1.31	1.64
ROE	6.2%	6.4%	14.5%	16.0%	16.8%
市盈率	35.11	36.17	17.12	13.01	10.35

资料来源：Wind，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	134,412	168,887	208,168	净利润	3,604	9,870	13,065	16,548
YoY (%)	24.3%	27.8%	25.6%	23.3%	折旧和摊销	4,031	4,342	4,559	4,697
营业成本	87,649	110,500	135,474	165,082	营运资金变动	16,097	-958	9,810	4,393
营业税金及附加	3,972	4,982	6,363	8,328	经营活动现金流	22,972	11,212	26,136	24,451
销售费用	4,646	4,193	5,413	6,830	资本开支	-1,925	-3,831	-1,569	-2,874
管理费用	3,500	3,786	4,801	5,924	投资	-850	-1,119	-1,127	-1,114
财务费用	-781	-840	-775	-951	投资活动现金流	-1,489	-2,480	-1,242	-2,037
研发费用	3,515	3,827	5,239	6,344	股权募资	942	2,290	0	0
资产减值损失	-1,019	-779	-750	-759	债务募资	-660	1,039	-1,961	1,039
投资收益	1,014	2,469	1,454	1,951	筹资活动现金流	-2,596	3,283	-1,986	1,034
营业利润	3,731	10,496	14,059	18,399	现金净流量	18,862	12,015	22,908	23,448
营业外收支	90	0	0	0	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
利润总额	3,821	10,496	14,059	18,399	<b>成长能力</b>				
所得税	216	626	993	1,852	营业收入增长率	24.3%	27.8%	25.6%	23.3%
净利润	3,604	9,870	13,065	16,548	净利润增长率	6.9%	177.4%	31.5%	25.8%
归属于母公司净利润	3,552	9,853	12,960	16,301	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	6.9%	177.4%	31.5%	25.8%	毛利率	16.6%	17.8%	19.8%	20.7%
每股收益	0.47	0.99	1.31	1.64	净利率	3.4%	7.3%	7.7%	7.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	2.6%	6.0%	6.6%	6.9%
货币资金	51,976	63,992	86,899	110,347	净资产收益率 ROE	6.4%	14.5%	16.0%	16.8%
预付款项	3,241	2,396	3,974	4,211	<b>偿债能力</b>				
存货	6,853	8,893	10,747	13,191	流动比率	1.20	1.30	1.37	1.45
其他流动资产	29,070	45,043	51,066	65,826	速动比率	<b>1.05</b>	<b>1.16</b>	<b>1.22</b>	<b>1.30</b>
流动资产合计	91,140	120,323	152,686	193,575	现金比率	0.68	0.69	0.78	0.83
长期股权投资	13,245	14,364	15,491	16,605	资产负债率	58.7%	58.7%	58.5%	58.4%
固定资产	21,326	20,460	17,626	15,302	<b>经营效率</b>				
无形资产	4,386	4,286	3,786	3,353	总资产周转率	0.78	0.82	0.87	0.89
非流动资产合计	44,264	44,490	42,496	41,028	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	135,405	164,813	195,182	234,603	每股收益	0.47	0.99	1.31	1.64
短期借款	19	19	19	19	每股净资产	7.30	6.84	8.15	9.79
应付账款及票据	47,943	61,403	74,692	91,375	每股经营现金流	3.01	1.13	2.63	2.46
其他流动负债	28,145	30,894	36,871	42,022	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	76,107	92,317	111,582	133,416	<b>估值分析</b>				
长期借款	600	1,600	-400	600	PE	36.17	17.12	13.01	10.35
其他长期负债	2,832	2,870	2,909	2,948	PB	2.08	2.48	2.09	1.74
非流动负债合计	3,432	4,470	2,509	3,548					
负债合计	79,538	96,787	114,091	136,964					
股本	7,632	9,922	9,922	9,922					
少数股东权益	133	150	256	502					
股东权益合计	55,866	68,026	81,091	97,639					
负债和股东权益合计	135,405	164,813	195,182	234,603					

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。