

# 长安汽车 (000625.SZ)

## 品牌向上持续发力，业绩大幅增长

**买入**

### 核心观点

**产品结构优化、盈利能力提升，上半年业绩大幅增长。**公司公告 2022 年半年度业绩预告。上半年公司实现归母净利润 50~62 亿元（扣非 25~35 亿元），同比提升 189%~259%（扣非同比增长 238%~373%）。Q1、Q2 归母净利润为 45.4 亿元（同比+451%）、4.6~16.6 亿元（同比-47%~+90%）；Q1、Q2 扣非归母净利润为 22.7 亿元（同比+215%）、2.3~12.3 亿元（同比+1068%~+6144%）。业绩同比大幅增长主要得益于阿维塔非经常损益及公司品牌持续向上，产品结构持续优化，自主品牌盈利能力持续提升。

**新品深蓝定位新能源主流市场，公司品牌力不断向上。**6月25日重庆车展，长安深蓝作为长安汽车全新数字纯电品牌，首款战略车型 SL03 开启预售，价格区间为 17.98 万元-23.18 万元。长安深蓝 SL03 共推出纯电版、增程版、氢燃料电池版三种动力车型，面向主流新能源市场，主打性价比，智能化配置丰富，补全公司 20 万元纯电轿车市场空白，月销目标 1 万-1.5 万辆，预计 8 月开始交付；第二款产品是 SUV，后续会保持每年一款产品或者每半年一款产品节奏，预计在 2025 年前推出 6-7 款产品。

**坚定推进第三次创业，加速战略转型。**长安汽车以“坚定转型、创新突破、数字驱动、提质增效”为关键，服务构建新发展格局，坚定推进第三次创业，2021 年，全年实现销量 230.1 万辆，同比增长 14.8%，市占率同比提升 0.8 个百分点，重回汽车集团第四；长安系中国品牌汽车销售 175.5 万辆，同比增长 16.7%，居行业第二；中国品牌狭义乘用车企业排名行业第二。2022 年，长安集团总体目标为 245 万辆（目标同比+6.5%），分品牌看，长安乘用车冲击 100 万辆产销，欧尚 25 万辆，凯程 20 万辆，海外和新能源今年各冲击 20 万辆，长安福特 35 万辆，马自达 20 万辆。

**风险提示：**行业销量下滑风险，新车型不达预期风险。

**投资建议：维持盈利预测，维持买入评级。**公司智能化布局早，同时着力推动拥护、品牌、产品、服务模式四大转型，有望受益于自主崛起机遇。考虑购置税政策刺激车市景气度提升，叠加一季度阿维塔评估增值的投资收益，我们预计 22-24 年实现归母净利润 91/95/116 亿元，维持一年期（2023 年）目标价 22-25 元，对应 2023 年 PE 为 18-20 倍，维持“买入”评级。

### 公司研究·财报点评

#### 汽车·乘用车

证券分析师：唐旭霞  
0755-81981814

证券分析师：戴仕远

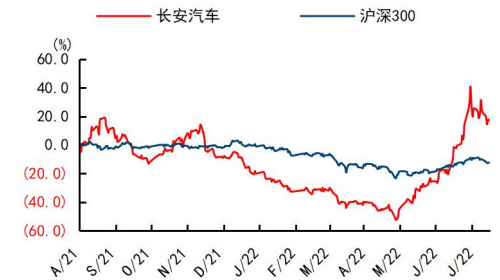
tangxx@guosen.com.cn  
S0980519080002

daishiyuan@guosen.com.cn  
S0980521060004

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	22.00 - 25.00 元
收盘价	17.00 元
总市值/流通市值	168674/157182 百万元
52 周最高价/最低价	23.66/8.55 元
近 3 个月日均成交额	4737.26 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《长安汽车 (000625.SZ) - 深蓝 SL03 公布预售价，定位主流市场智能化配置丰富》——2022-06-29
- 《国信证券-长安汽车-000625-2020H1 业绩预告点评：业绩符合预期，产品和项目有序推进》——2021-09-03
- 《长安汽车-000625-重大事件快评：自主持续向上，联手华为、宁德时代打造高端品牌》——2020-11-16
- 《长安汽车-000625-2020 年 8 月产销点评：定增获批，8 月销量同比增长 35.51%》——2020-09-08
- 《长安汽车-000625-2020 年 7 月产销点评：UNIT 销量过万，7 月销量同比增长 38.47%》——2020-08-10

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	84,566	105,142	130,260	158,097	176,642
(+/-%)	19.8%	24.3%	23.9%	21.4%	11.7%
净利润(百万元)	3324	3552	9089	9529	11578
(+/-%)	-225.6%	6.9%	155.9%	4.8%	21.5%
每股收益(元)	0.62	0.47	1.19	1.25	1.52
EBIT Margin	-2.3%	1.8%	3.7%	4.1%	4.5%
净资产收益率 (ROE)	6.2%	6.4%	14.6%	13.9%	15.1%
市盈率 (PE)	27.4	36.5	14.3	13.6	11.2
EV/EBITDA	66.3	35.7	30.5	26.7	24.0
市净率 (PB)	1.71	2.33	2.09	1.89	1.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

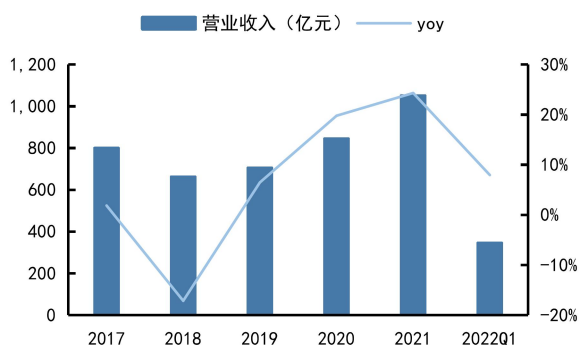
**品牌向上，公司上半年业绩同比大幅增长。**2022年7月14日，长安汽车发布2022年半年度业绩预告。2022年1-6月，公司实现归母净利润50~62亿元（扣非25~35亿元），同比提升189%~259%（扣非同比增长238%~373%）。Q1、Q2归母净利润为45.4亿元（同比+451%）、4.6-16.6亿元（同比-47%~+90%）；Q1、Q2扣非归母净利润为22.7亿元（同比+215%）、2.3-12.3亿元（同比+1068%~+6144%）。业绩同比大幅增长主要得益于阿维塔非经常损益及公司品牌持续向上，产品结构持续优化，自主品牌盈利能力持续提升。2022年3月，阿维塔科技完成增资扩股，长安汽车由控股转为入股，阿维塔采用权益法进行后续核算，增加长安汽车一季度非经常损益21.3亿元。

表1：长安汽车2022年半年度业绩摘要

	2022年H1	2021年H1	同比	2022年Q1	2021年Q1	同比	2022年Q2	2021年Q2	同比
归母净利润	50~62	17.3	189%~259%	45.4	8.5	431%	4.6-16.6	8.8	431%
扣非归母净利润	25~35	7.4	238%~373%	22.7	7.2	215%	2.3-12.3	0.2	215%

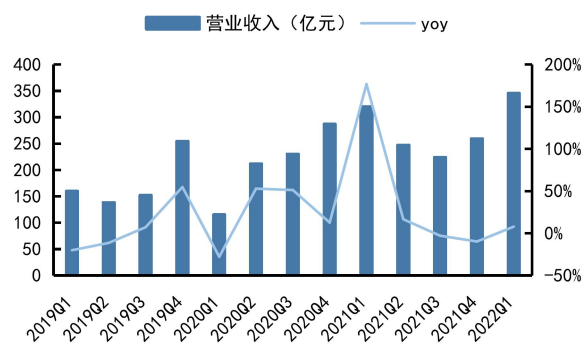
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图1：公司营业收入（亿元）及增速



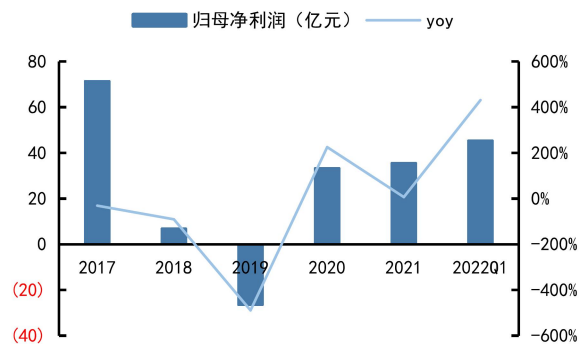
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入（亿元）及增速



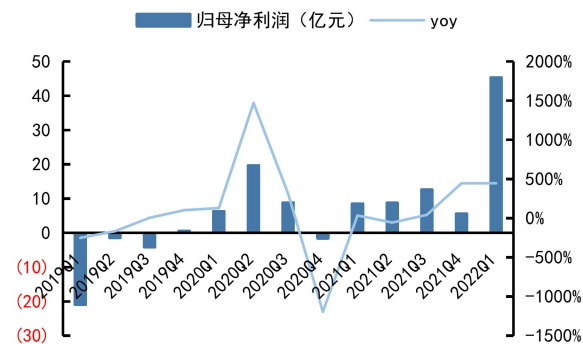
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润（亿元）及增速



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图4：公司单季度归母净利润（亿元）及增速



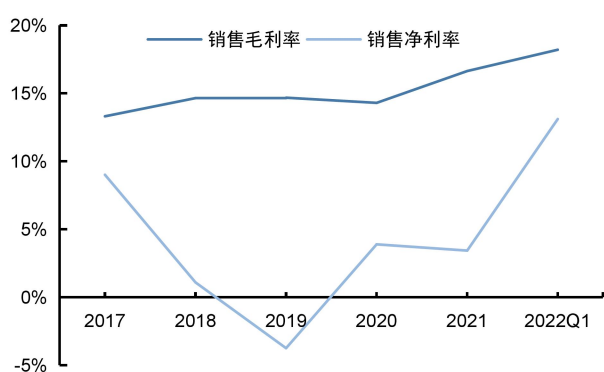
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**产品持续向上，公司盈利能力稳定上升。**公司近几年产品效益提升，盈利能力不断改善，2022年Q1毛利率达到近几年峰值18.21%，同比上升4.10pct，环比吓得0.67pct；净利率为13.11%，同比上升10.44%，环比上升11.04%。

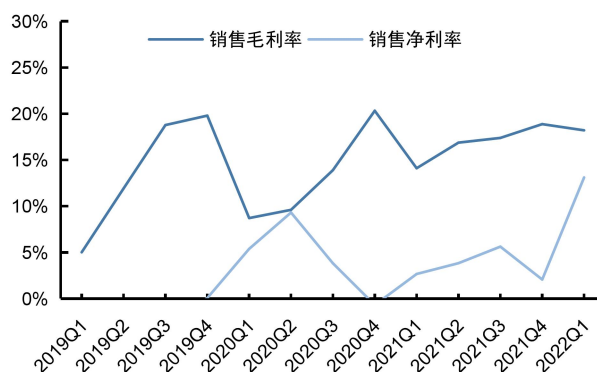
**公司控费能力强化，管理费用率显著下滑。**2022年Q1公司四费率为8.02%，同比下降0.91pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为3.50%/2.35%/2.78%/-0.61pct，同比变动+0.35%/-1.54%/+0.57%/-0.28pct。

图5：公司毛利率及净利率情况



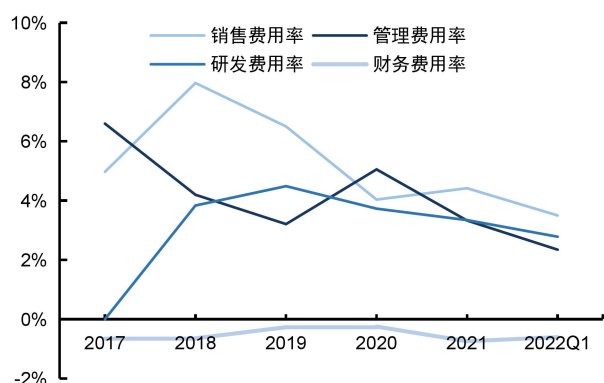
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率情况



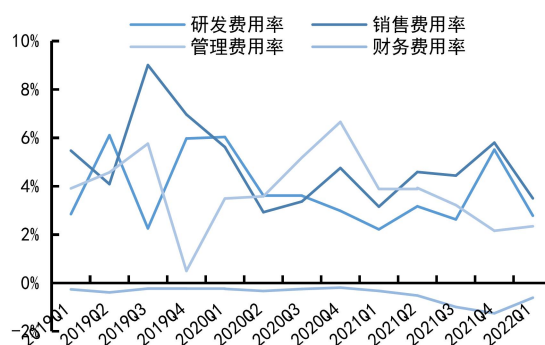
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：公司四项费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度四项费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**新品深蓝定位新能源主流市场，公司品牌力不断向上。**6月25日重庆车展开幕，长安深蓝作为长安汽车全新数字纯电品牌，面向主流市场，其首款战略车型SL03正式开启预售，价格区间为17.98万元-23.18万元，智能化配置丰富，补全公司20万元纯电轿车市场空白，月销目标1万-1.5万辆，预计8月开始交付。长安深蓝SL03共推出纯电版、增程版、氢燃料电池版三种动力车型，发布会上公布了纯电版和增程版车型的信息，氢燃料电池版仍待后续发布。

深蓝SL03基于长安EPA1纯平台打造，隶属于长安深蓝品牌旗下车型，SL03长宽

高分别为 4820\*1890\*1480mm，轴距 2900mm，高宽比为 0.78，轴长比为 0.6，并且通过车身整体空气动力学的整体优化，风阻系数低至 0.23Cd。

图9：长安深蓝 SL03



资料来源：搜狐汽车、国信证券经济研究所整理

深蓝 SL03 车头分体式灯组设计，由星能之瓣的日间行车灯、能量星语交互灯组成，后者可以显示车辆档位信息（P、R、N、D），并且还可以 OTA 升级，扩充灯语库，显示更多场景动画。同时，采用无框车门与掀背式尾门设计，大幅提升车辆豪华感。

图10：深蓝 SL03 分体式车灯&贯穿式尾灯



资料来源：搜狐汽车、国信证券经济研究所整理

图11：深蓝 SL03 无框车门与掀背式尾门



资料来源：搜狐汽车、国信证券经济研究所整理

内饰方面，长安深蓝 SL03 以科技、简洁为主，配备了 14.6 英寸随驾智能转向向日葵屏、高级皮质打孔座椅、电动隐藏式出风口、1.9 m<sup>2</sup>揽星全景天幕、银河流光面板、14 个扬声器；高配车型搭载 Low-E 玻璃，能够有效阻挡 99%紫外线，隔热率高达 80%。

图12: 长安深蓝 SL03 内饰

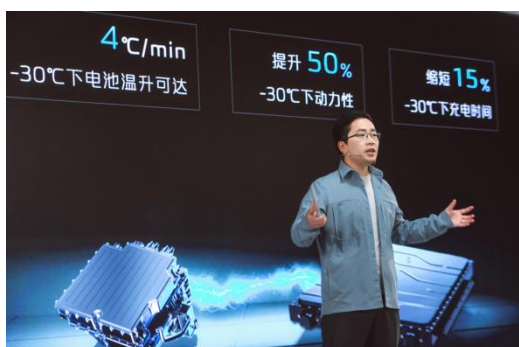


资料来源: 长安深蓝官网、国信证券经济研究所整理

科技配置方面, 长安深蓝 SL03 拥有高算力, 零感知的数字智能反馈, 采用高通 8155 车规级芯片, 搭载 AR-HUD、3D 全息人脸无感登录、数字蓝牙钥匙与 NFC 卡片钥匙, 拥有全座舱智能情景模式。智能驾驶辅助上, 深蓝 SL03 将搭载 APA7.0、NID3.0 等智能辅助驾驶配置。

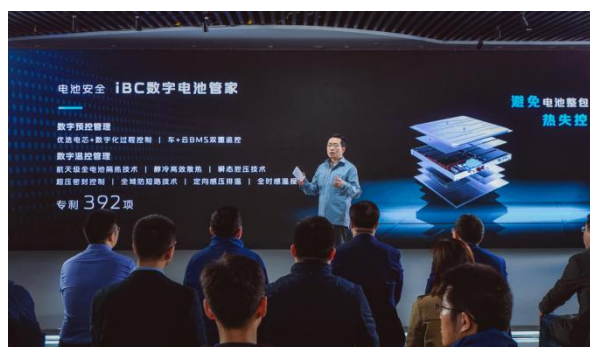
三电系统方面, 深蓝全电数字平台的长安新一代超集电驱系统, 其最高效率可达 95%, 拥有 163 项专利, 能够贡献整车低能耗, 推动行业电驱向高功率密度发展。超集电驱搭载的全球首创微核高频脉冲加热技术, 通过随机变频 IGBT 开闭控制、高频脉冲与 NVH 平衡算法、电芯安全与寿命控制、动力系统耐久性设计等几大创新性技术群共同作用, 可实现在-30°C 环境下电池温升 4°C/分钟, 低温动力性提升 50%以上, 低温充电时间缩短 15%以上, 全面改善电车冬季用车困难。长安深蓝全电数字平台还将配备诸多行业重磅科技, 以更强的综合实力领跑未来新能源市场。

图13: 深蓝 SL03 全球首创微核高频脉冲加热技术



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图14: 深蓝 SL03 将配备诸多行业重磅科技



资料来源: 搜狐汽车、国信证券经济研究所整理

SL03 相对于竞品智能化配置丰富, 定价低。深蓝 SL03 车身数据相比 Model 3 更大, 轴距超过 B 级车标准, 风阻系数低至 0.23Cd, 与 Model 3 水平相当, AR-HUD 更具临场感, 搭载高通高通 8155 芯片, 支持整车 OTA 升级, 未来最高可实现 L4

级智能驾驶。

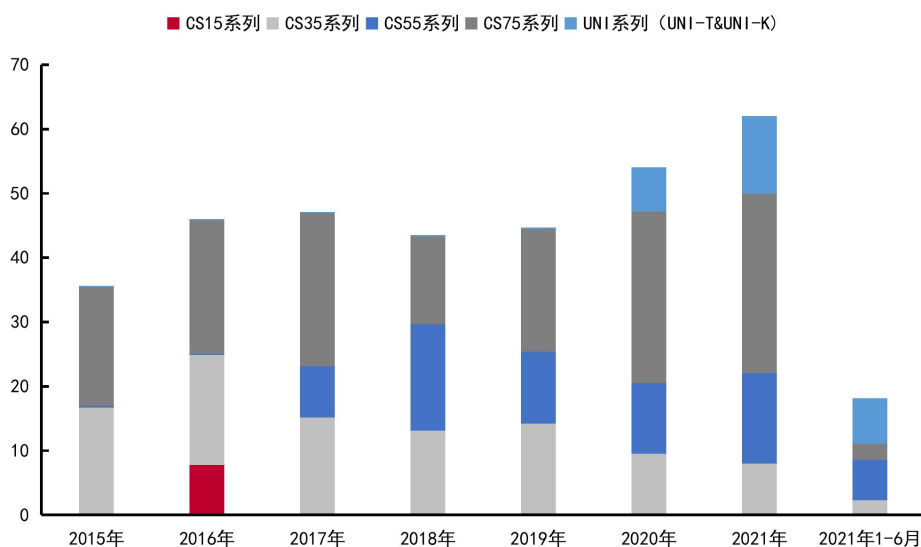
表2: 深蓝 SL03 与竞品比较

	model 3	比亚迪海豹	长安深蓝 SL03
指导价	29.0988-36.79	预售价 21.28-28.98 万	17.98-23.18
尺寸 (长*宽*高*轴距/mm)	4694*1850*1443*2875	4800*1875*1460*2920	4820*1890*1480*2900
动力	国产版系统最大输出总功率 175kW, 峰值扭矩 375N·m, 百公里加速 5.6 秒。	700km 长续航后驱版的电动机最大输出功率达到 230kW, 最大扭矩为 360N·m, 0-100km/h 加速 5.9 秒	高功率电机最大功率为 190kW, 峰值扭矩 320N·m, 百公里加速 5.9 秒。
自动驾驶硬件配置	AMDRyzen 芯片	-	高通 8155 芯片车机系统
智能配置	HUD, 数字蓝牙钥匙/NFC 卡片钥匙	W-HUD, 数字蓝牙钥匙/NFC 卡片钥匙, AR-HUD, 3D 全息人脸无感登陆, 数字 Dilink 15.6 英寸自适应旋转炫富 Pad, L2+级别全息标配 ACC 自适应巡航	蓝牙钥匙/NFC 卡片钥匙, 14.6 寸向日葵屏, 高阶智能驾驶辅助 (APA7.0+NID3.0)
续航/公里	556	550/650/700	515/705

资料来源: 汽车之家、搜狐汽车、国信证券经济研究所整理

**公司产品矩阵丰富, 有望充分受益政策增长。**在本轮购置税提振消费需求下, 我们认为具备丰富产品矩阵的优质燃油车企 (低油耗的日系品类有望成为亮点) 和具备强产品力、新品周期的新能源车企以及优质汽车零部件厂商 (比亚迪产业链、蔚小理及华为产业链) 有望优先受益。长安汽车 1.6-2L 排量受益车型占比高, 自主品牌 UNI 系列+CS 系列新车周期, 叠加新能源深蓝品牌首发, 企业产品周期相对优异, 有望充分享受本轮整车行情。

图 15: 长安 CS 和 UNI 系列年销量 (万辆)



资料来源: 搜狐汽车、国信证券经济研究所整理

作为长安 CS 和 UNIT 的销量主力车型来源, 第二代 CS75PLUS 以及 UNIV 有望开启新一轮产品周期。(1) 第二代 CS75PLUS 于今年 4 月上市, 官方指导价 12.49-15.49 万元, 爱信 8AT、贯穿式流光 LED 前位灯、12.3 英寸双联屏、540° 高清全景影像、巨幕全景天窗、6 安全气囊六大全系标配, 为用户带来了高价值产品体验。(2) UNIV 于今年 3 月上市, 官方指导价区间为 10.89 万元-13.19 万元, 采用了溜背式的设计, 整车的运动感强烈, 同时配备电动升降尾翼, 内饰采用 UNI-K 的设计风格, 整体科技感十足, 同时采用三幅式多功能方向盘、12.3 寸液晶中控屏、全

液晶显示三联屏仪表等科技感配置。

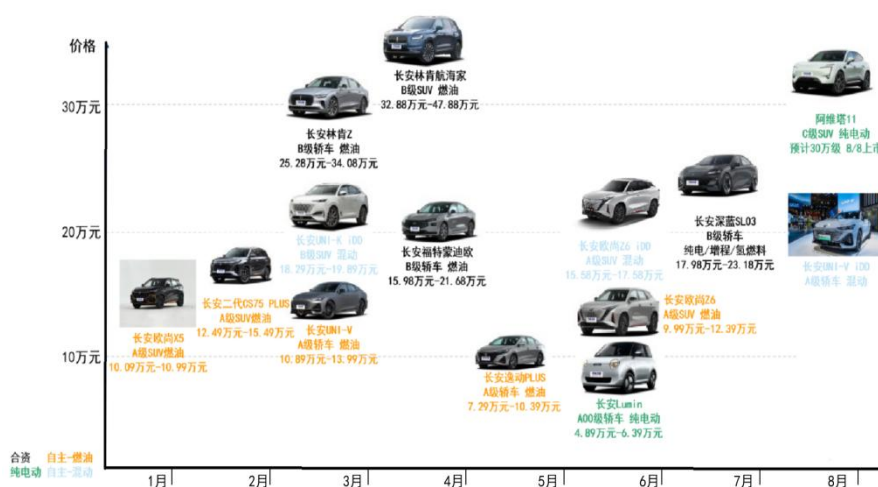
表3: 2022年1-6月长安CS、UNI系列销量(辆)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月
长安 CS15	385	218	95	26	29	181
长安 CS35	6967	3235	2370	1611	2509	5433
长安 CS55	25449	7861	5161	4392	6841	13236
长安 CS75	7942	4541	3272	1938	2361	4562
长安 CS75 PLUS	21919	6788	9535	7279	9926	20805
长安 CS85 Coupe	1237	272	272	260	391	651
长安 CS95	277	85	87	73	70	140
长安 UNI-K	3955	1461	1235	894	1176	1774
长安 UNI-T	8486	3292	2738	2166	3217	5677
长安 UNI-V	42	37	2957	5177	6568	12791
长安 UNI-K iDD	1019	1099	1300	1169	629	2201

资料来源: 搜狐汽车、国信证券经济研究所整理

2022年, 长安集团总体目标为245万辆(目标同比+6.5%), 分品牌看, 长安乘用车冲击100万辆产销, 欧尚25万辆, 凯程20万辆, 海外和新能源今年各冲击20万辆, 长安福特35万辆, 马自达20万辆。2022年上半年, 公司目标完成近半, 其中长安集团总体目标为112万辆(同比-6%), 分品牌看, 长安乘用车销售63万辆(同比-5%); 海外销售10万辆(同比+94%); 自主新能源销售8.5万辆(同比+128%), 长安福特11万辆(同比-7%); 马自达6万辆(同比+6%)。

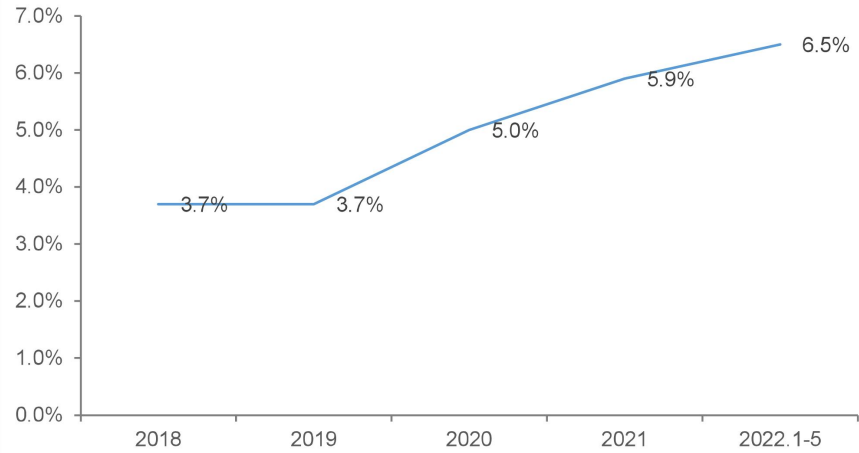
图16: 长安汽车2022年有望开启新产品周期



资料来源: 搜狐汽车、国信证券经济研究所整理

**坚定推进第三次创业, 加速战略转型。**长安汽车以“坚定转型、创新突破、数字驱动、提质增效”为关键, 服务构建新发展格局, 坚定推进第三次创业——创新创业计划, 长安汽车聚焦规模、市占率、利润提升, 强化营销牵引、狠抓经营质量提升, 2021年, 全年实现销量230.1万辆, 同比增长14.8%, 市占率同比提升0.8个百分点, 重回汽车集团第四; 长安系中国品牌汽车销售175.5万辆, 同比增长16.7%, 居行业第二; 中国品牌狭义乘用车企业排名行业第二。

图 17: 长安汽车自主品牌市占率



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

**创新营销模式，面向未来竞争，加强顶层规划，成立集团智慧营销中心。**公司制定天枢智联渠道生态规划，开展共享化和轻资产化渠道场景变革，实现集团渠道资源高效利用。构建 UNI Service 服务体系框架，五城三业态相继建设完成进入试营业，智能维保、魔改大咖预约等服务正式上线，为用户提供“高效&便捷、智慧&主动”的创新服务业态。

**组织调整：小总部、事业群、共享平台与孵化创新。**事业群是指长安内部有若干个事业部，事业部的核心职责主要是用户研究、品牌宣传和产品营销，共享平台是指整个集团凡是能够共享的资源都必须全部统合起来并充分共享，包括人力资源、制造资源、研发资源等等。此外，公司通过成立新的子公司的做法，重新构建了和传统研究院完全不同的管理机制和激励手段。

**加快战略转型步伐，进一步优化产业布局。**（1）智能驾驶方面，持续打造性能领先的智能产品，“北斗天枢”计划落地有力。2021 年发布 APA 6.0 远程智能泊车系统，支持 30m 范围内自动寻位，通过手机控制远程泊车，小车位泊车精度达到业内领先水平；量产 AR 导航、四屏联动、手势控制、赛道模式、智能迎送宾等十余项行业领先的智慧座舱与智能车控功能，为用户带来卓越的用车体验。（2）新能源布局方面，产品产能布局全面优化，“香格里拉”计划推进步伐更加稳健。发布了新一代超集电驱和电驱突破电池零起火技术两项新技术，完成了智能整车域控制器“智慧芯”SVDC 的打造，推出了自主研发高扩展、高兼容、高通用的紧凑级纯电平台。与中航锂电、宁德时代等企业开展合作，提升新能源产品电池安全性和基础性能。策划渝北工厂置换升级项目，完成重庆电驱生产线调试，加速“三电”产业布局。

**盈利预测：**

考虑到购置税政策对销量的促进，我们预计公司 2022-2024 年公司自主乘用车实现销量 125/165/180 万辆，长安集团整体销量为 245/295/321 万辆，具体拆分见下表：

**表4：长安汽车销量预测（万辆）**

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
长安乘用车	120.4	125	165	180	203
长安乘用车品牌	96.6	100	130	140	155
新能源	10.0	20	60	80	105
燃油	86.6	80	70	60	50
欧尚	22.8	25	35	40	48
凯程	18.0	20	22	25	28
长安福特	30.5	35	37	39	41
长安马自达	13.2	20	21	22	23
江铃汽车	34.1	35	40	45	50
其他	13.9	10.0	10	10	10
总体	230.1	245	295	321	355

资料来源：公司公告、搜狐汽车、国信证券经济研究所整理及预测

公司智能化布局早，同时着力推动拥护、品牌、产品、服务模式四大转型，有望受益于自主崛起机遇。考虑购置税政策刺激，下半年车市景气度提升，叠加一季度一次性投资收益（阿维塔评估增值），我们预计 2022-2024 年实现营业收入 1303/1581/1766 亿元，同比增长 24%/21%/12%，实现归母净利润 90.9/95.3/115.8 亿元，同比增长 156%/5%/21%，对应 EPS 为 1.19/1.25/1.52，对应 PE 为 14.3/13.6/11.2 倍，参考可比公司估值，维持一年期（2023 年）目标价 22-25 元，对应 2023 年 18-20 倍市盈率，当前股价有 32%-47%空间，维持“买入”评级。

**表5：可比公司相对估值（20220714）**

证券代码	证券简称	最近收盘价 (元)	总市值 (亿元)	ROE (%)	每股收益			市盈率		
					21A	22E	23E	21A	22E	23E
600104.SH	上汽集团	17.06	1,993	9.19	2.10	2.19	2.46	8.1	7.8	6.9
601238.SH	广汽集团	15.71	1,359	8.40	0.36	0.71	1.17	43.6	22.1	13.4
601633.SH	长城汽车	33.77	2,433	11.26	0.37	0.73	1.35	91.3	46.3	25.1
	平均			9.62	0.94	1.21	1.66	47.7	25.4	15.1
000625.SZ	长安汽车	17.00	1,463	6.51	0.47	1.19	1.25	36.5	14.3	13.6

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及预测 备注：可比公司上汽集团、广汽集团、长城汽车盈利预测来源于 WIND 一致预期

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	32002	51976	68103	84049	98118	营业收入	84566	105142	130260	158097	176642
应收款项	30513	25943	32119	38983	43555	营业成本	72473	87649	105983	128157	142890
存货净额	5968	6853	8924	10821	12081	营业税金及附加	3228	3972	4921	5973	6674
其他流动资产	4203	6172	772	937	1047	销售费用	3413	4646	6357	7715	8620
<b>流动资产合计</b>	<b>72890</b>	<b>91140</b>	<b>110143</b>	<b>135049</b>	<b>155099</b>	管理费用	4274	3500	3171	3812	3973
固定资产	27485	22786	22897	22921	22850	研发费用	3154	3515	5015	6023	6624
无形资产及其他	4946	4386	4212	4037	3863	财务费用	(210)	(781)	(1440)	(1833)	(2200)
投资性房地产	3486	3847	3847	3847	3847	投资收益	3154	1014	3000	1500	2000
长期股权投资	12109	13245	14345	15445	16545	资产减值及公允价值变动	3553	1061	1000	1000	1000
<b>资产总计</b>	<b>120916</b>	<b>135405</b>	<b>155443</b>	<b>181300</b>	<b>202204</b>	其他收入	(5470)	(4501)	(5015)	(6023)	(6624)
短期借款及交易性金融负债	678	553	608	669	736	营业利润	2624	3731	10253	10750	13061
应付款项	40693	47943	59495	72143	80542	营业外净收支	(28)	90	0	0	0
其他流动负债	21222	27611	29483	35753	39852	<b>利润总额</b>	<b>2597</b>	<b>3821</b>	<b>10253</b>	<b>10750</b>	<b>13061</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>62593</b>	<b>76107</b>	<b>89586</b>	<b>108565</b>	<b>121130</b>	所得税费用	(692)	216	1025	1075	1306
长期借款及应付债券	955	600	700	805	915	少数股东损益	(36)	52	139	146	177
其他长期负债	3887	2832	2832	2832	2832	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3324</b>	<b>3552</b>	<b>9089</b>	<b>9529</b>	<b>11578</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>4843</b>	<b>3432</b>	<b>3532</b>	<b>3637</b>	<b>3747</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>67435</b>	<b>79538</b>	<b>93117</b>	<b>112202</b>	<b>124877</b>	净利润	3324	3552	9089	9529	11578
少数股东权益	70	133	231	332	456	资产减值准备	1104	(583)	63	6	(2)
股东权益	53410	55733	62095	68766	76870	折旧摊销	4371	4000	2502	2645	2749
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>120916</b>	<b>135405</b>	<b>155443</b>	<b>181300</b>	<b>202204</b>	公允价值变动损失	(3553)	(1061)	(1000)	(1000)	(1000)
						财务费用	(210)	(781)	(1440)	(1833)	(2200)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	9583	13355	10640	9999	6554
每股收益	0.62	0.47	1.19	1.25	1.52	其它	(1140)	610	34	96	126
每股红利	0.01	0.22	0.36	0.37	0.46	<b>经营活动现金流</b>	<b>13689</b>	<b>19873</b>	<b>21328</b>	<b>21274</b>	<b>20004</b>
每股净资产	9.96	7.30	8.14	9.01	10.07	资本开支	0	1295	(1501)	(1501)	(1501)
ROIC	-2.32%	8.12%	13%	16%	18%	其它投资现金流	2215	8	(29)	(34)	(39)
ROE	6.22%	6.37%	15%	14%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1114</b>	<b>167</b>	<b>(2630)</b>	<b>(2635)</b>	<b>(2640)</b>
毛利率	14%	17%	19%	19%	19%	权益性融资	(33)	942	0	0	0
EBIT Margin	-2%	2%	4%	4%	4%	负债净变化	900	(355)	100	105	110
EBITDA Margin	3%	6%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(45)	(1705)	(2727)	(2859)	(3473)
收入增长	20%	24%	24%	21%	12%	其它融资现金流	5455	3112	55	61	67
净利润增长率	-226%	7%	156%	5%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>7132</b>	<b>(66)</b>	<b>(2571)</b>	<b>(2693)</b>	<b>(3296)</b>
资产负债率	56%	59%	60%	62%	62%	<b>现金净变动</b>	<b>21936</b>	<b>19974</b>	<b>16127</b>	<b>15947</b>	<b>14068</b>
股息率	0.0%	1.3%	2.1%	2.2%	2.7%	货币资金的期初余额	10066	32002	51976	68103	84049
P/E	27.4	36.5	14.3	13.6	11.2	货币资金的期末余额	32002	51976	68103	84049	98118
P/B	1.7	2.3	2.1	1.9	1.7	企业自由现金流	0	20405	15973	16917	14876
EV/EBITDA	66.3	35.7	30.5	26.7	24.0	权益自由现金流	0	23162	17424	18733	17034

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032