2022 年 08 月 09 日

证券研究报告•公司深度报告

长安汽车（000625）汽车

买入（首次）

当前价：18.08 元

目标价：22.20 元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

自主量利齐升，新能源车业务蓄势待发

投资要点

- **推荐逻辑：**1）在 CS75 PLUS、UNI 系列等高毛利车型带动下，公司自主品牌市占率快速提升，盈利能力持续好转，2021 年自主净利润 7.3 亿元，扭亏为盈；2）自主品牌新能源发展元年，基于 EPA/CHN 平台分别在小型、中端、高端智能化领域推出针对性产品，22H1 公司自主品牌新能源乘用车销售 6.6 万辆，占比提升至 10.5%，前景看好；3）预计下半年在新一代蒙迪欧、林肯 Z、福克斯四缸等车型带动下，长安福特销量实现较快增长，投资收益有保障。

- **自主品牌：燃油车为压舱石，新能源车空间大。**自 2018 年公司发布“第三次创业”以来，陆续推出“香格里拉计划”、“北斗天枢计划”等，不断推陈出新，成效逐渐显现，经历了 2018-2019 年的低潮期后，2020 年起公司自主品牌销量在 CS、UNI 系列等爆款车型热销带动下不断回升，当前在主要自主品牌乘用车竞争中，公司已经逐渐脱颖而出，22H1 公司自主品牌乘用车市占率 6.2%，再创新高，公司目标 2025 年自主销量达 300 万辆，CAGR 为 14.3%。

- **自主新能源：从“新”出发，多款纯电平台车型步入量产阶段。**2018 年公司开始布局从传统的油改电车型转换到全新的纯电专属平台车型，今年成果落地，上市了基于 EPA0 平台打造的 Lumin、基于 EPA1 平台打造的深蓝 SL03 以及基于 CHN 平台打造的高端纯电品牌阿维塔 11 等，有力丰富了公司新能源车型图谱，有望拉升单车月均销量。

- **合资品牌：转型成功，逐渐改善。**2020 年公司剥离长安 PSA 等不良业务，利润水平明显改善。2021 年以来，长安福特高端化成效显著，21 年林肯在华销量 9.2 万辆，同比+48%，首超在美销量；2021 年长安福特投资收益贡献 11.4 亿元，实现大幅增长；22Q1 新一代蒙迪欧及林肯 Z 上市取得较好成绩；22Q3 福克斯将推出四缸机，有望继续提升销量。2021 年 9 月，长安马自达收购一汽马自达 60%股份，二者销量合并，2022H1 累计销量为 6.4 万辆，同比+5.5%。总体来看，预计下半年合资品牌销量将跟随行业复苏实现较快增长。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润将保持 39.1%的复合增长率。结合对标公司的估值和目前长安汽车的业务布局，给予公司 2022 年 30 倍 PE，对应目标价 22.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	105141.88	122978.96	145119.90	168510.43
增长率	24.33%	16.96%	18.00%	16.12%
归属母公司净利润（百万元）	3552.46	7361.61	8230.80	9560.07
增长率	6.87%	107.23%	11.81%	16.15%
每股收益 EPS（元）	0.36	0.74	0.83	0.96
净资产收益率 ROE	6.45%	11.95%	12.02%	12.52%
PE	50	24	21	18
PB	3.16	2.83	2.55	2.29

数据来源：Wind，西南证券（注：2021 年 eps 按最新股本计算）

西南证券研究发展中心

分析师：郑连声

执业证号：S1250522040001

电话：010-57758531

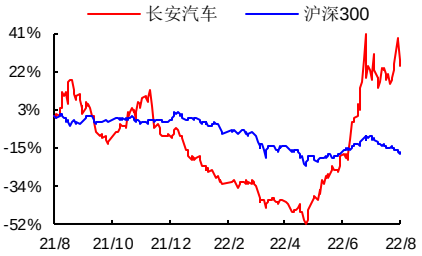
邮箱：zlans@swsc.com.cn

联系人：冯安琪

电话：021-58351905

邮箱：faz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	99.22
流通 A 股(亿股)	76.04
52 周内股价区间(元)	9.05-22.6
总市值(亿元)	1,793.86
总资产(亿元)	1,319.00
每股净资产(元)	7.29

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1：公司第三次创业成效显现，伴随 CS75 PLUS、UNI 系列等高毛利车型放量、规模效应提升，自主品牌已成为公司新的发展动能，市占率快速增长，预计 22/23/24 年长安自主品牌乘用车销量分别为 160/190/230 万辆，带动盈利能力持续改善，预计 22/23/24 年整车毛利率分别为 16%/16.7%/17%；

假设 2：公司自主新能源品牌元年开启，基于 EPA/CHN 平台分别在小型、中端及高端智能化领域推出针对性产品，预计 22/23/24 年深蓝、LUMIN、阿维塔销量分别为 5/10/20、8/12/15、0.5/10/15 万辆，随着新能源汽车快速放量，长安新能源减亏顺利，预计 22/23/24 年投资收益分别为-8.1/-2/0 亿元；

假设 3：合资品牌盈利不断改善，福特高端化转型成功，新一代福克斯四缸产品上市有望提升销量，预计 22/23/24 年长安福特和长安马自达销量分别为 32/33/35、15/13/14 万辆。

我们区别于市场的观点

市场认为长安汽车新能源推广速度可能不及预期。我们认为，公司研发的 EPA 平台以及与华为、宁德时代合作研发的 CHN 平台亮点突出，在小型、中端及高端智能化领域均推出针对性产品。在电气化渗透率不断提升、当前市场格局并未明确的情况下，公司有望通过具备竞争力的车型获得不错的市场份额。

股价上涨的催化因素

（1）自主及新能源汽车销量超预期；（2）合资车企销量超预期。

估值和目标价格

我们选取了行业中与长安汽车业务最为相近的四家公司上汽集团、广汽集团、长城汽车、比亚迪，2022 年平均 PE 为 41 倍。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 1230、1451 和 1685 亿元，归母净利润分别为 74、82 和 96 亿元，EPS 分别为 0.74、0.83 和 0.96 元，对应 PE 分别为 24、21 和 18 倍。结合对标公司的估值和目前长安汽车的业务布局，给公司予 2022 年 30 倍 PE，对应目标价 22.2 元。我们看好公司未来成为领先的自主及新能源整车品牌，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

疫情扩散风险、芯片短缺风险、原材料涨价超预期的风险、自主品牌销量与盈利能力不及预期的风险、新能源销量表现低于预期的风险、合资品牌销量恢复不及预期的风险。

目 录

1 公司概况：历史悠久，中国汽车发展见证者 1
1.1 三次创业，业绩增长创新高 1
1.2 自主与合资并重，加快布局新能源 3
1.3 股权结构清晰，产业链涉猎多领域 5
2 行业分析：长期空间向上，电动智能化势不可挡 5
2.1 产销恢复式增长，长期空间向上 5
2.2 新能源进程全球领先，电动化前景未来可期 11
2.3 智能化迎来发展机遇期 14
3 公司分析：传统业务持续发力，新能源业务多点开花 16
3.1 自主品牌已成长为公司新的发展动能 16
3.2 合资品牌重新焕发生机 33
4 财务分析 35
4.1 盈利能力改善 35
4.2 存货周转率较高，其他财务指标均较为健康 37
5 盈利预测与估值 39
5.1 盈利预测 39
5.2 绝对估值 39
5.3 相对估值 40
6 风险提示 41

图 目 录

图 1：公司主要发展历史 1
图 2：1994-2022Q1 公司营业总收入及增速 2
图 3：1994-2022Q1 公司净利润及增速 2
图 4：2011 年至 2021 年公司各业务营收占比 2
图 5：公司 2021 年主营业务毛利情况 2
图 6：2016 年至 2022H1 公司产量及增速 3
图 7：2016 年至 2022H1 公司销量及增速 3
图 8：公司部分车型一览 3
图 9：重庆长安+河北长安+合肥长安销量 4
图 10：长安福特与长安马自达销量走势 4
图 11：公司 22 年上市与拟上市的新能源车型（全新款） 4
图 12：公司股权结构 5
图 13：乘用车批发销量走势（万辆） 6
图 14：狭义乘用车零售销量走势（万辆） 6
图 15：2020 年汽车保有量靠前国家的千人保有量排名 9
图 16：我国人均 GDP 与城市人均道路面积持续增长 9
图 17：中美日韩汽车千人保有量（辆） 10
图 18：我国汽车千人保有量预测（辆） 10
图 19：中美日韩汽车销量比保有量与千人保有量散点图 10
图 20：我国汽车销量预测（万辆） 10
图 21：全球电动车销量和我国电动车销量走势（万辆） 11
图 22：我国新能源乘用车占世界销量比重 11
图 23：我国电动车月度销量走势（万辆） 12
图 24：我国新能源汽车月度批发渗透率走势 12
图 25：自主品牌/合资品牌/豪华车中新能源批发渗透率 12
图 26：自主品牌/合资品牌/豪华车中新能源零售渗透率 12
图 27：2021 年 1 月以来上市新车中新能源车占比 13
图 28：2022 年前 6 月上市新车中新能源车占 45.8% 13
图 29：A 级车占狭义乘用车销量近六成 13
图 30：最新 A 级车占新能源乘用车销量不足三成 13
图 31：新能源上市新车中 A 级车占比提升 14
图 32：22 年及未来国内 A 级新能源新车型不完全统计 14
图 33：各类辅助驾驶功能减少交通事故发生率 15
图 34：中国 L2 级智能驾驶乘用车渗透率 15
图 35：我国关于汽车智能化的政策文件 15
图 36：国内 ADAS 市场规模预测（亿元） 15
图 37：长安旗下各品牌乘用车销量（万辆） 17
图 38：长安旗下各品牌乘用车市占率 17
图 39：长安合资及自主品牌利润贡献（亿元） 17

图 40：长安旗下各品牌乘用车销量占比 17
图 41：各国别乘用车销量占比 18
图 42：主要自主品牌乘用车市占率变化 19
图 43：CS75 PLUS 示意图 20
图 44：全国乘用车轿车和 SUV 销量占比 21
图 45：全国乘用车价格区间分布 21
图 46：CS75 PLUS 及竞品销量走势（辆） 22
图 47：CS75 PLUS 及竞品占 SUV 份额对比（%） 22
图 48：UNI-T、UNI-K 示意图 22
图 49：UNI 系列销量走势（辆） 23
图 50：UNI-T 及主要竞品占 SUV 份额对比（%） 23
图 51：UNI-V 示意图 24
图 52：UNI-V 及主要竞品销量（辆） 25
图 53：UNI-V 及主要竞品占轿车份额对比（%） 25
图 54：公司自主品牌新能源乘用车销量（万辆）及占比 26
图 55：公司自主品牌新能源汽车销量（辆）及市占率 26
图 56：EPA1 平台特点 27
图 57：SL03 示意图 27
图 58：新能源乘用车价格区间分布 29
图 59：SL03 竞品销量（辆）及占新能源乘用车份额走势 29
图 60：阿维塔 E11 示意图 29
图 61：阿维塔科技股权结构 30
图 62：E11 竞品销量（辆）及新能源乘用车市场份额 31
图 63：阿维塔销量预测（万辆） 31
图 64：不同级别新能源乘用车销量占比 32
图 65：Lumin 竞品销量（辆）及新能源乘用车份额 32
图 66：LUMIN 示意图 32
图 67：长安福特销量（万辆） 34
图 68：长安马自达销量（万辆） 34
图 69：长安福特月度销量（辆） 34
图 70：长安马自达月度销量（辆） 34
图 71：长安福特投资收益（亿元） 35
图 72：长安马自达投资收益（亿元） 35
图 73：长安福特分车型销量（辆） 35
图 74：公司与可比公司毛利率走势 36
图 75：公司与可比公司净利率走势 36
图 76：长安自主单车均价 36
图 77：扣非后归母净利润减对联营企业或合营企业的投资收益 36
图 78：公司与可比公司 ROE 走势 36
图 79：公司与可比公司 ROA 走势 36
图 80：公司与可比公司管理费用率走势 37
图 81：公司与可比公司销售费用率走势 37

图 82：公司与可比公司研发费用率走势 37
图 83：公司与可比公司财务费用率走势 37
图 84：公司与可比公司总资产周转率走势 38
图 85：公司与可比公司存货周转率走势 38
图 86：公司与可比公司资产负债率走势 38
图 87：公司与可比公司流动比率走势 38
图 88：公司与可比公司货币现金情况（亿元） 38
图 89：公司与可比公司经营性现金流净额情况（亿元） 38

表 目 录

表 1：国家层面的促汽车消费政策 6
表 2：近期发布的促进汽车消费的地方政策 6
表 3：下半年狭义乘用车批销与零销测算（万辆） 9
表 4：我国汽车销量保守测算 10
表 5：我国汽车销量乐观测算 11
表 6：我国新能源汽车销量测算 14
表 7：2022 年上市或即将上市的部分智能化车型智能化情况 16
表 8：各主要车企品牌乘用车市占率排名 18
表 9：公司自主品牌车型图谱 19
表 10：CS75 PLUS 与竞品性能对比 21
表 11：UNI-T 与竞品性能对比 23
表 12：UNI-V 与竞品性能对比 24
表 13：香格里拉计划内容 25
表 14：北斗天枢计划内容 26
表 15：SL03（纯电版）与竞品性能对比 28
表 16：E11 与竞品性能对比 30
表 17：Lumin 与竞品性能对比 32
表 18：公司合资品牌车型图谱 33
表 19：分业务收入及毛利率 39
表 20：绝对估值假设条件 40
表 21：FCFF 估值结果 40
表 22：FCFF 估值敏感性分析 40
表 23：可比公司估值（截止 2022.8.9） 41
附表：财务预测与估值 42

1 公司概况：历史悠久，中国汽车发展见证者

1.1 三次创业，业绩增长创新高

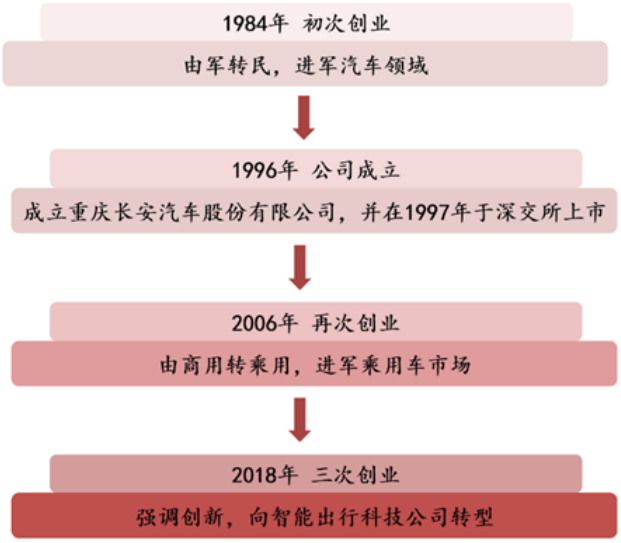
公司全称为重庆长安汽车股份有限公司，成立于 1996 年，并在 1997 年于深交所上市。回望长安汽车发展史，公司前身可以追溯至 1862 年成立的上海洋炮局，至今已有 160 年的悠久历史底蕴。在 38 年的造车历程中，长安先后经历了三次创业，是中国汽车发展变革的见证者。

第一次创业（1984 年）：**由军转民，进军汽车领域。**1984 年，伴随全国经济建设的步伐，长安踏上了“军工生产转向民用汽车”的转型之路，生产出中国第一批小型汽车，正式进军汽车领域。2003 年，成立意大利设计中心，开启长安汽车全球研发布局。

第二次创业（2006 年）：**由商用转乘用，进军乘用车市场。**2006 年，公司正式进入乘用车领域，并于 2009 年，成为中国汽车四大集团之一。2014 年，长安系自主品牌的累计销量已超过千万台，成为首个跻身“千万俱乐部”的中国品牌。

第三次创业（2018 年）：**制订创新计划，向智能出行科技公司转型。**2018 年，公司正式对外发布创新创业计划，在智能化及新能源领域大力发力，掌握 500 余项关键技术，研发了七合一电驱系统、七合一电控系统和智慧电池管家，性能指标均达到国际领先水平。

图 1：公司主要发展历史



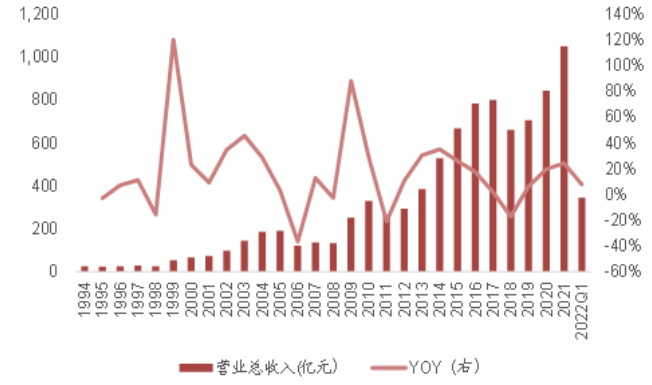
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩增长较快：1994-2021 年公司营收从 25.2 亿元增至 1051.4 亿元，年复合增速为 14.8%，整体保持较快增长，期间公司营收出现过四次较大滑坡，分别是在 1998/2006/2011/2018 年，分别同比减少 15.6%/36.6%/20.8%/17.1%，其中，2011 年公司营收下滑主要是因汽车下乡、小排量乘用车购置税减征等政策退出后的透支效应显现导致公司自主品牌销量下滑，2018 年公司营收下滑主要是因为在前期购置税优惠政策退出后的透支效应作用下汽车行业不景气，公司汽车销量下滑。2021 年以来，受益于行业复苏以及公

司自主品牌持续发力，2021 年公司营收同比增长 24.3%至 1051.4 亿元，最新 22Q1 公司营收同比增长 8.0%至 345.8 亿元。

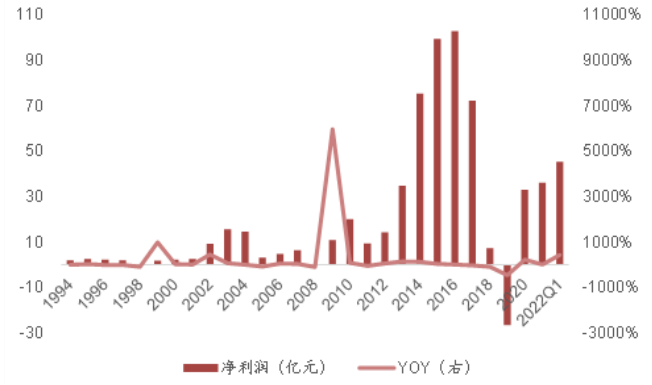
盈利方面看，公司在业务快速发展的同时保持稳定的盈利能力，1994-2021 年公司净利润 CAGR 为 11.3%。公司净利润走势与营收走势呈现较大的不一致性，主要是因为公司对联营企业和合营企业的投资收益构成了公司净利润中的很大一部分，2017-2019 年公司净利润连续大幅下滑主要是因为长安福特销量连续 3 年大幅下滑导致投资净收益下滑，2020 以来公司盈利能力持续改善，2020 年公司净利润同比大幅增长 224.1%主要是因为当年处置长期股权投资（长安标致雪铁龙）产生投资收益 14.0 亿元以及丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量的利得（新能源科技公司）22.5 亿元，2021 年公司净利润同比增长 9.6%至 36.0 亿元，最新 22Q1 同比增长 430.1%至 45.3 亿元，主要是因为自主品牌盈利能力和合资品牌盈利能力改善以及子公司阿维塔科技（重庆）有限公司引入投资方进行增资，丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量的利得收益 21.3 亿元。

图 2：1994-2022Q1 公司营业总收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

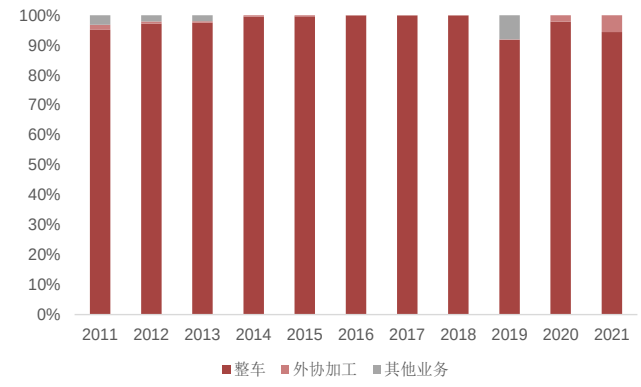
图 3：1994-2022Q1 公司净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

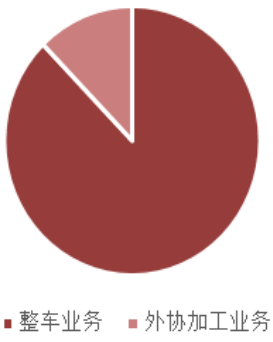
公司主营业务结构：公司主营业务包括整车业务和外协加工业务。**整车业务是公司最主要营收来源，近 10 年的占比一直维持在 90%以上，最新 2021 年整车/外协加工的总营收占比分别为 94.4%/5.6%。**毛利结构方面，整车业务也贡献了最主要的毛利润，最新 2021 年整车/外协加工的毛利润占比分别为 87.7%/12.3%。

图 4：2011 年至 2021 年公司各业务营收占比



数据来源：Wind，西南证券整理

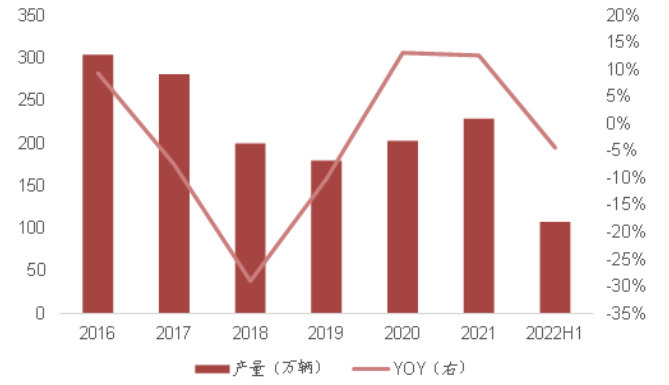
图 5：公司 2021 年主营业务毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

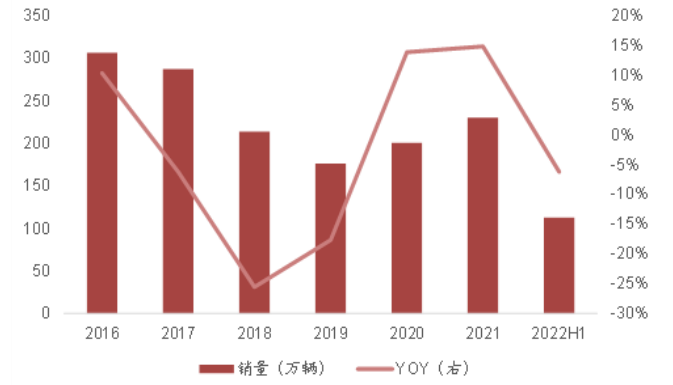
公司产销能力环比改善：产销趋势基本一致。2018 年，受前期行业政策透支和宏观经济影响，公司销量业绩短期承压。自 2019 年起，随着公司第三次创业计划的推进，公司转型初显成效，产销明显改善。

图 6：2016 年至 2022H1 公司产量及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2016 年至 2022H1 公司销量及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

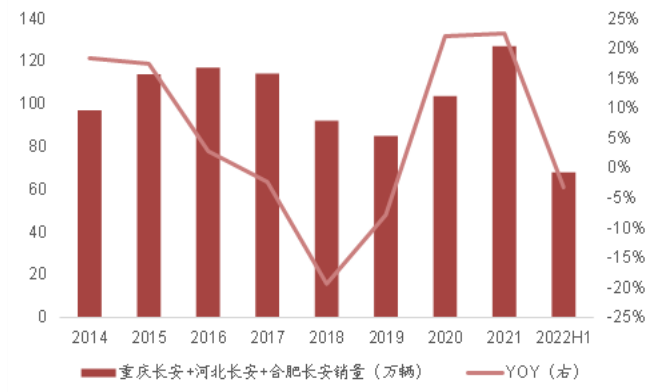
1.2 自主与合资并重，加快布局新能源

公司采取“自主与合资并重”的经营模式。自主方面，公司目前旗下现拥有长安、欧尚、凯程等品牌，自主品牌车型包括 CS 系列、逸动系列、UNI、欧尚系列、神骐系列等一系列经典车型。2021 年，长安自主品牌销量突破 175 万辆，同比增长 16.7%，其中重庆长安、河北长安和合肥长安的合计销量为 127.0 万辆，同比增长 22.5%，22H1 重庆长安、河北长安和合肥长安的合计销量为 67.9 万辆，同比下降 3.2%。合资方面，长安福特、长安马自达 2020 年以来经营情况也有所改善，2021 年销量分别同比变动+20.3%/-3.6%至 30.5/13.2 万辆，22H1 销量分别同比-6.9%/+5.5%至 11.3/6.4 万辆。同时，公司还打造了逸动 EV、奔奔 E-star、CS55 E-Rock 等新能源车型，受到广大消费者的青睐。

图 8：公司部分车型一览

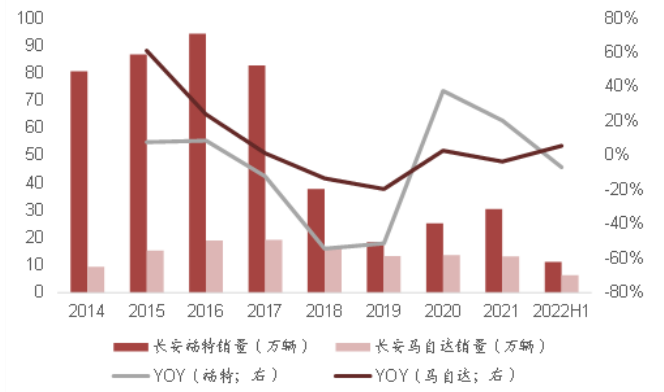
数据来源：公司公告，汽车之家，西南证券整理

图 9：重庆长安+河北长安+合肥长安销量



数据来源：公司公告，西南证券整理

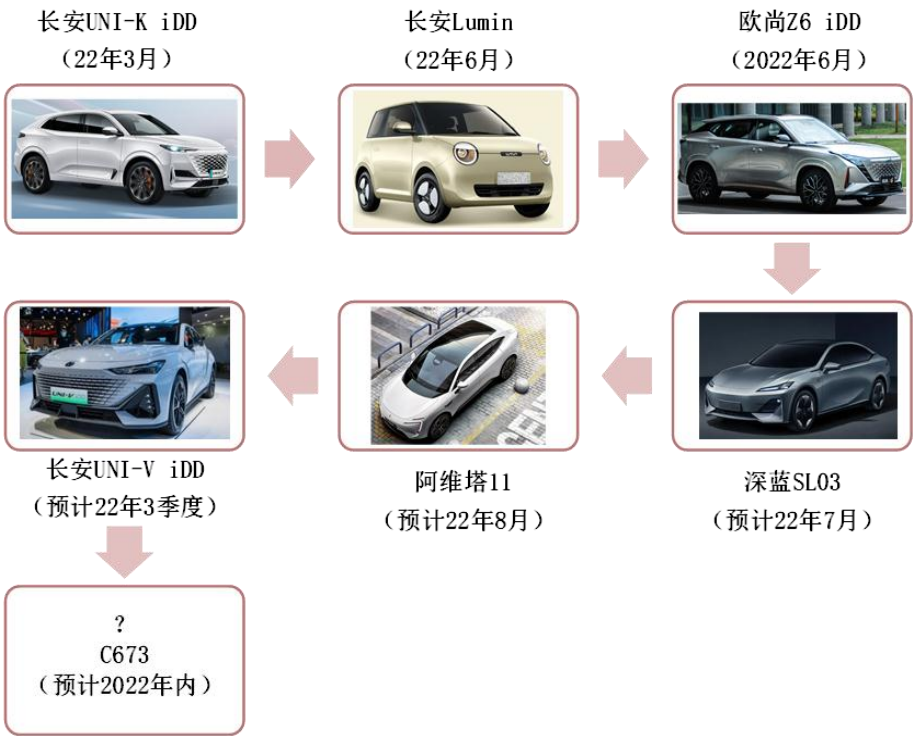
图 10：长安福特与长安马自达销量走势



数据来源：公司公告，西南证券整理

迎接全新数字纯电品牌，加快转型步伐。2022 年，公司将推出 36 款新产品，其中自主品牌将迎来 19 款新车型，占比超过一半。在新能源市场方面，公司继续积极布局，加快向智能低碳出行科技公司的转型步伐，预计全年推出 8 款新能源汽车，包括已经上市的长安 UNI-K iDD、长安 Lumin、欧尚 Z6 iDD，以及备受关注即将上市的深蓝 SL03、阿维塔 11 等。

图 11：公司 22 年上市与拟上市的新能源车型（全新款）

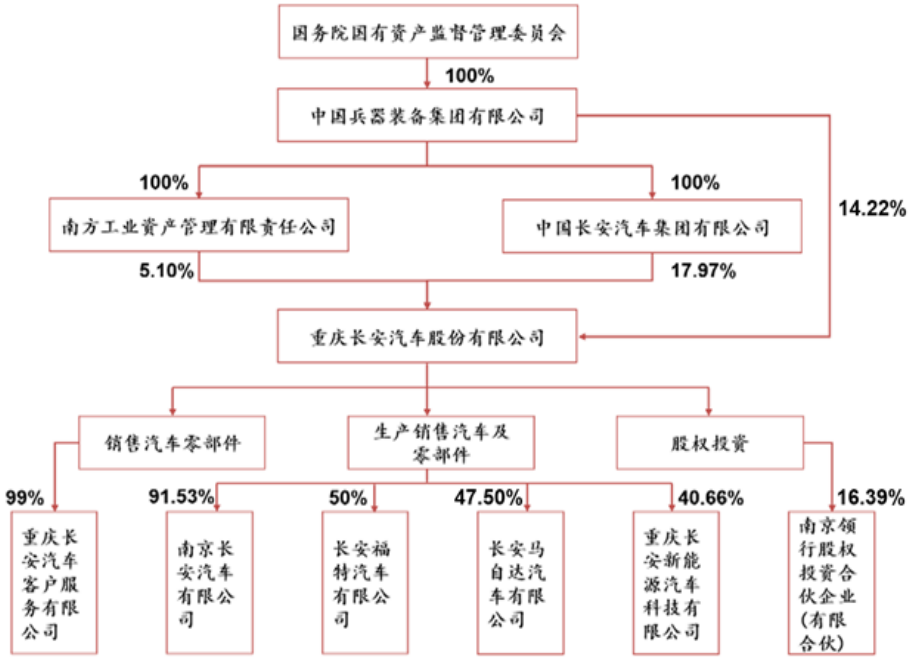


数据来源：公司公告，公司官网，汽车之家，西南证券整理

1.3 股权结构清晰，产业链涉猎多领域

公司股权结构清晰，公司的控股股东和实际控制人分别为中国长安汽车集团有限公司和中国兵器装备集团有限公司，分别持有 17.97%、14.22%的股权。公司控股参股 121 家公司，涉猎多个领域，涵盖汽车生产及销售、零部件生产及销售和股权投资等。

图 12：公司股权结构



数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

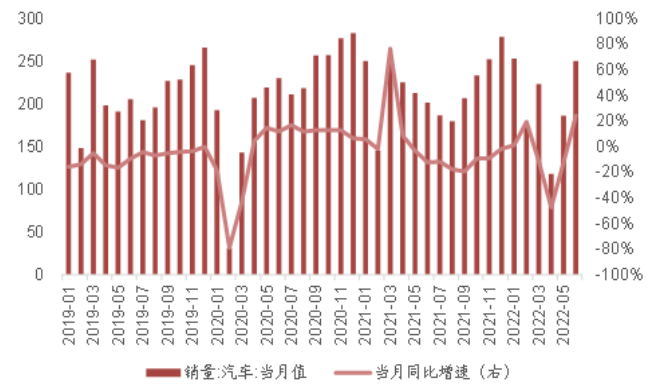
2 行业分析：长期空间向上，电动智能化势不可挡

2.1 产销恢复式增长，长期空间向上

2.1.1 短期：至暗时刻已过，产销触底回升

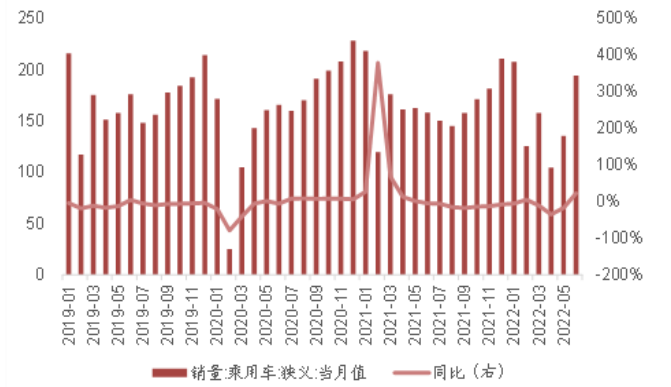
22 年 4 月是汽车行业的至暗时刻。在芯片供应边际缓解的背景下，22Q1 中汽协乘用车批销同比增长 9.2%，乘联会狭义乘用车零销同比降幅收窄至 4.5%（21Q4 降幅为 11.4%），22 年 4 月受吉林、上海疫情影响，特斯拉、上汽大众、法雷奥等众多整车与零部件厂先后停产，汽车产业链严重受挫，22 年 4 月中汽协乘用车批销和乘联会狭义乘用车零销分别同比下降 43.4%/35.3%，导致 22 年前四月批销同比降幅扩大至 4.1%，零销同比降幅扩大至 11.9%。

图 13：乘用车批发销量走势（万辆）



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 14：狭义乘用车零售销量走势（万辆）



数据来源：乘联会，西南证券整理

复工复产叠加政策暖风频吹，供需共振。22 年 5 月以来，汽车产业链稳步恢复，截止 6 月底，整个汽车产业链生产基本恢复至疫情前水平。同时，中央和地方的政策暖风频吹，对行业产销形成了极大的提振。5 月乘用车批销/狭义乘用车零销环比增长 68.2%/29.4%，同比降幅收窄至 1.4%/16.9%。根据乘联会数据，6 月乘用车批发/零售分别环比上月同期增长 37.6%/43.5%，同比增长 42.3%/22.6%，需求明显复苏。

表 1：国家层面的促汽车消费政策

发布时间	发布主体	部门/领导/会议/文件	政策内容
5 月 31 日	财政部、税务总局	《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》	对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价值不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收购置税。
5 月 31 日	国务院	《扎实稳住经济的一揽子政策措施》	文件提出要稳定增加汽车消费，具体包括各地区不得新增汽车限购措施，已实施限购的地区逐步增加汽车增量指标数量、放宽购车人员资格限制，鼓励实施城区、郊区指标差异化政策等。
5 月 31 日	工业和信息化部办公厅、农业农村部办公厅、商务部办公厅、国家能源局综合司	《关于开展 2022 新能源汽车下乡活动的通知》	鼓励参加下乡活动的新能源汽车行业相关企业积极参与“双品网购节”以及各平台自发组织的各类网络促销活动，支持企业与电商、互联网平台等合作举办直播或网络购车活动，通过网上促销等方式吸引更多消费者购买。 鼓励各地出台更多新能源汽车下乡支持政策，改善新能源汽车使用环境，推动农村充换电基础设施建设。鼓励参与下乡活动企业（名单见附件）研发更多质量可靠、先进适用车型，加大活动优惠力度，加强售后运维服务保障。
6 月 22 日	国务院	国务院常务会议	会议强调，要进一步释放汽车消费潜力：一是活跃二手车市场，促进汽车更新消费。对小型非营运二手车，8 月 1 日起全面取消迁入限制，10 月 1 日起转移登记实行单独签注、核发临时号牌。二是支持新能源汽车消费。车购税应主要用于公路建设，考虑当前实际研究免征新能源汽车购置税政策延期问题。三是完善平行进口政策，支持停车场建设。

数据来源：政府官网，西南证券整理

表 2：近期发布的促进汽车消费的地方政策

发布省市	实施时间	政策内容
广东省	5 月 1 日-6 月 30 日	报废旧车，购买新能源汽车的补贴 10000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 5000 元/辆；转出旧车，购买新能源汽车的补贴 8000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 3000 元/辆；广州增加 3 万个购车指标，深圳增加 1

发布省市	实施时间	政策内容
		万个购车指标
广东深圳	2022 年 3 月 20 日起	为通过“以旧换新”方式购车的消费者发放 3000 或 5000 元不等的奖励
广东深圳	2022 年 5 月 23 日至 12 月 31 日	对新购置符合条件新能源汽车并在深圳市内上牌的个人消费者，给予最高不超过 1 万元/台补贴
广东珠海	4 月 2 日-12 月 31 日	购买新能源汽车最高可申领补助 1.2 万元
广东中山	5 月 20 日-12 月底	汽车消费补贴，最高 1.3 万元/辆
广东江门	2 月 15 日至 6 月 30 日	购买新能源汽车最高可享受 3000 元/辆的补贴
广东汕头	5 月 8 日至 6 月 30 日	销售 10 万元（含税价）及以上“国六”标准轻型汽车和新能源轻型汽车，每台车给予 5000 元资金补助；汽车补贴总额限定为 500 万元
辽宁沈阳	2022 年 5 月 1 日起	汽车消费补贴总额 1 亿元，最高 5000 元/辆
天津	4 月 27 日-9 月 30 日	多区发放总额 1000 万元的汽车消费券，最高 5000 元/辆
海南海口	5 月 3 日-6 月 30 日	购车补贴最高 5000 元/辆
江西	5 月 1 日-7 月 31 日	设立抽奖池，总金额 4600 万，计划奖补 7700 名，最高奖补 5 万元
江西南昌	5 月 1 日-7 月 31 日和 10 月 1 日-10 月 31 日	汽车消费补贴总额 300 万元，最高 3000 元/辆
福建晋江	5 月 1 日-7 月 31 日	购车补贴资金共计 3000 万元，最高 6000 元/辆
山西晋中	5 月 1 日-12 月 31 日	向个人购车者给予补贴，全市上限一万辆，最高 6000 元/辆
浙江义乌	5 月 15 日-6 月 15 日	不限义乌籍的购车人最高 10000 元/辆的补贴
浙江温州	1 月 1 日-12 月 31 日	给予淘汰老旧车并购买新能源车的消费者每辆 2000 元的消费补助
浙江嘉善	4 月 30 日起	购车最高享受 7000 元补贴
吉林长春	3 月 20 日-6 月 30 日	购买燃油车最高可享受 6000 元/辆的消费券补贴或 5000 元/辆的立减补贴，购买新能源车最高可享受 7000 元/辆的消费券补贴或 6000 元/每辆的立减补贴
山东省	5 月 22 日-6 月 30 日	购置新能源汽车可享受 3000-6000 元消费券，购置燃油车可享受 2000-5000 元消费券，报废旧车购置新车可再增加 1000 元消费券
湖北省	6 月-12 月	报废旧车并购买新能源汽车的补贴 8000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 3000 元/辆；转出旧车并购买新能源汽车的补贴 5000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 2000 元/辆
江苏无锡	5 月 20 日-5 月 30 日	按照购车价格在 5 万元（含）～10 万（不含）10 万元（含）～20 万元（不含）20 万元以上（含）三个档次分别发放 6000 元、11000 元、16000 元消费券
山西太原	5 月 21 日-6 月 15 日	个人消费者购买燃油车辆分为三档补贴，第一档：购车发票金额在 6 万元(含)以上，10 万元(含)及以下，补贴 2000 元/辆；第二档：购车发票金额在 10 万元(不含)以上，20 万元(含)及以下，补贴 3000 元/辆；第三档：购车发票金额在 20 万元(不含)以上，补贴 5000 元/辆
上海	2022 年 12 月 31 日前	年内新增非营业性客车牌照额度 4 万个，按照国家政策要求阶段性减征部分乘用车购置税。2022 年 12 月 31 日前，个人消费者报废或转出名下在上海市注册登记且符合相关标准的小客车，并购买纯电动汽车的，给予每辆车 10000 元的财政补贴。支持汽车租赁业态发展。完善二手车市场主体登记注册、备案和车辆交易登记管理规定
福建福州	5 月 31 日-6 月 1 日	个人消费者在符合条件的汽车销售企业购买单价 5 万元及以上（价税合计）一手七座及以下非营运乘用汽车新车，并在指定消费终端使用银联卡刷卡支付方式支付 2 万元及以上购车款（需保留 POS 签购单），给予 3000 元/人的汽车消费券
上海嘉定	6 月 1 日-12 月 31 日	消费者在区域内购车并在上海市内上牌的，给予购车补贴，车价 15 万元以下的给予 1 万元补贴，车价

发布省市	实施时间	政策内容
		15 万元（含）以上的给予 2 万元补贴
吉林省	5 月 21 日-9 月 21 日	对省内购置新车（包括传统燃油和新能源乘用车）的个人消费者，分 5-10 万元、10-20 万元、20 万元以上三个档次确定资金补贴标准，按照三个档给予不低于 2000 元、3000 元、5000 元标准的予以消费补贴；对购置同档次新能源乘用车的，在原补贴标准基础上再增加不低于 1000 元的补贴；对报废旧车并购置新车（包括传统燃油和新能源乘用车）的，在原补贴标准基础上再增加不低于 1000 元的补贴
福建省	-	福建省印发《关于贯彻落实扎实稳住经济一揽子政策措施实施方案的通知》提出，省内购车并上牌每辆可补贴 3000 元以上
广西省	2022 年 6 月 7 日起	出购车赠券活动 2.0 版，在参与活动的汽车销售企业购买新车，可申领 2000-5000 元电子消费券。还将开展汽车下乡专项补贴活动，对农村个人消费者按规则在参与活动的汽车销售企业新车，可申领 3000-4000 元电子消费券
济南市历城区	2022 年 6 月 11 日起	济南市历城区政府将发放总价值 500 万元的汽车消费券，叠享济南市汽车消费券与汽车购置税减半措施，消费者在活动时间内至参与企业购买汽车并达到一定金额即可享受 1000-3000 元不等的现金补贴
北京市	2022 年年底前	2022 年底前对报废或转出本市注册登记在本人名下 1 年以上的乘用车，在本市汽车销售企业购买新能源乘用新车，并在本市上牌的个人消费者给予不超过 1 元/台补贴
山东省	2022 年 6 月底前	山东省省工业和信息化厅等五部门近日联合出台《山东省促进商用汽车消费若干措施》，措施提出，山东将发放 1.2 亿元消费券促进商用汽车消费。对在省内购置新能源商用车（二手车除外）并上牌的个人消费者，购置 20 万元（含）以上的，每辆车可申领 6000 元消费券。以报废旧商用车购置新商用车（二手车除外）的，每辆车可申领的消费券金额增加 1000 元
河南省郑州市	6 月 1 日-8 月 31 日	开展汽车促消费活动，发放 2 亿元汽车消费券，6 月 1 日至 8 月 31 日期间，在郑州市购买新车并注册上牌的个人和企业消费者，可领取相应额度的汽车消费券
福建漳州	6 月 15 日-7 月 15 日	对消费者在漳州市购买新车并上牌的最高给予 5000 元财政补贴；以旧换新，最高补贴 6000 元
贵州贵阳	6 月 18 日-10 月 30 日	消费者在全市参加活动的新能源汽车经销商购买新能源汽车并上牌，每辆车最高补贴 5000 元
湖北省	6 月 1 日-12 月 31 日	报废 1 旧车并购买新能源汽车的补贴 8000 元/辆，购买燃油汽车的补贴 3000 元/辆：转出旧车并购买新能源汽车或燃油汽车的补贴分别为 5000 元/辆和 2000 元/辆
四川省	-	四川省宜宾市、绵阳市、眉山市、攀枝花市、巴中市发布汽车消费补贴，金额为 1000-30000 元不等
北京	6 月 20 日起	北京市房山区启动汽车消费券发放活动，向消费者发放总金额为 1000 万元的汽车消费券。消费券每张面值为 1000 元，每人最多可领取并使用 6 张。单车销售额 5 万元-10 万元以内，每辆补贴 2000 元；单车销售额 10 万元-20 万元以内，每辆补贴 4000 元；单车销售额 20 万元以上，每辆补贴 6000 元
江苏常州	6 月 10 日起	常州市出台《常州市鼓励新能源汽车消费购置补贴资金实施细则》，按“先到先得”原则，对 2022 年 6 月 10 日起个人消费者在本市新购置并上牌的新能源乘用车予以补贴，补贴方式为按购车价格（机动车销售统一发票含税价）的 3%给予补贴，最高不超过 10000 元/台

数据来源：各政府官网，西南证券整理

下半年行业销量有望双位数增长。我们认为在生产端基本恢复、需求端获得政策刺激的背景下，Q3 狭义乘用车批销和狭义乘用车零销在去年基数较低的情况下，同比有望双位数增长，基于补库的逻辑批发端表现预计好于零售端。由于刺激政策今年底到期，Q4 有望出现末端效应，批销与零销均有望保持较快增长，我们预计 Q3 狭义乘用车批销/零销分别同比增长 15%/13%，Q4 分别增长 10%/10%，下半年狭义乘用车批销同比增长约 12%，零销同比增长约 11%。

表 3：下半年狭义乘用车批销与零销测算（万辆）

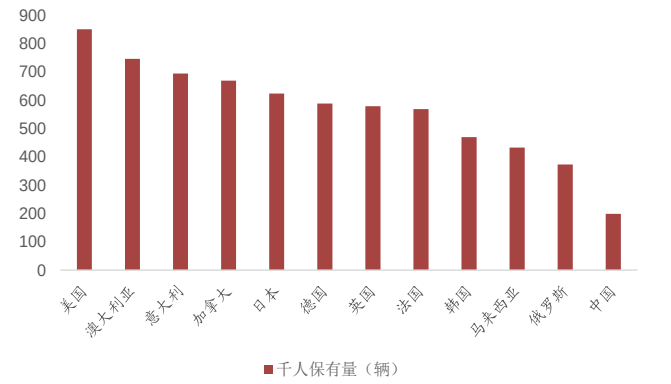
	狭义乘用车批销	狭义乘用车零销	同比（批销）	同比（零销）		狭义乘用车批销	狭义乘用车零销
E22Q3	548	513	**15.0%**	**13.0%**	21Q3	476	454
E22Q4	715	620	**10.0%**	**10.0%**	21Q4	650	564
E22H2	1,262	1,133	**12.1%**	**11.3%**	21H2	1,126	1,017

数据来源：乘联会，西南证券整理；注：下划线处为预测值

2.1.2 中长期：人均保有量较低，长期空间向上

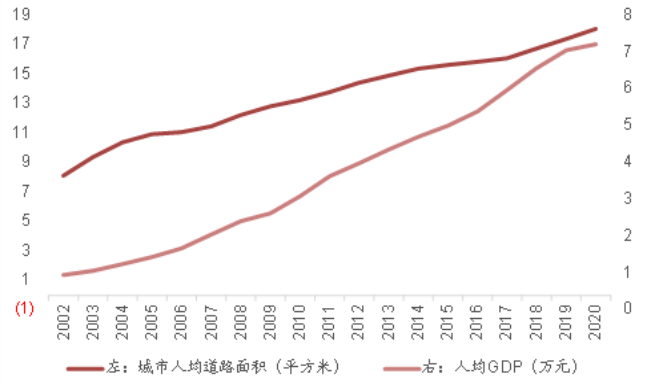
千人保有量看，我国仍有较大上升空间。2020/2021 年我国汽车千人保有量为 199/214 辆，与其他主要国家相比仍处于较低水平，长期来看，我们认为，我国的汽车千人保有量也有望接近或超过欧美日韩的水平：1）GDP 是影响人均保有量的重要因素，我国的人均 GDP 持续增长的态势良好；2）人均国土面积也是人均保有量重要影响因素，我国人均国土面积虽远不及美国，但是日、韩的发展趋势验证了人均国土面积不是千人保有量的决定性因素，我国的人均国土面积远大于日韩，足够支撑起汽车千人保有量超过 400 辆的水平；3）我国人均道路面积的持续增长也为人均保有量的增长提供了重要支持。

图 15：2020 年汽车保有量靠前国家的千人保有量排名



数据来源：wind，西南证券整理

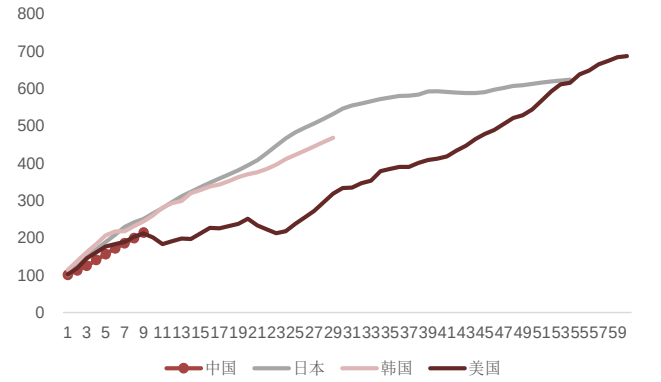
图 16：我国人均 GDP 与城市人均道路面积持续增长



数据来源：wind，西南证券整理

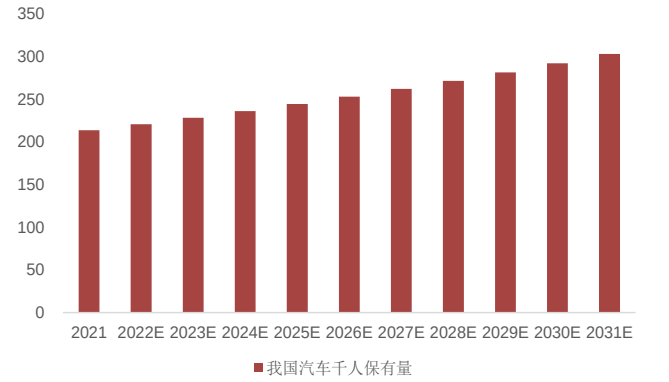
从美日韩的发展经验来看，千人保有量达到 200 辆后仍然能够稳定增长。在千人保有量达到 200 辆后的十年中，美国的汽车千人保有辆年均增长 3 辆，日本年均增长 14 辆，韩国年均增长 9 辆，美韩年均增速较低是因为分别遭受了 1929 年美国大萧条和 1997 年的亚洲金融危机，人均 GDP 出现明显下滑。经测算，美日韩千人保有量与人均 GDP 相关系数为 0.85，呈高度相关，经过简单的回归分析，发现 1%的水平下，人均 GDP 每增加 10000 美元，则千人保有量增加 116 辆。若假设未来十年我国人均 GDP 年均保持 5%的增速，则 2031 年我国汽车千人保有量有望达到 303 辆。

图 17：中美日韩汽车千人保有量（辆）



数据来源：wind，美国运输部，中汽协，西南证券整理。注：横轴数字 1 代表该国汽车千人保有量达到 100 辆那一年

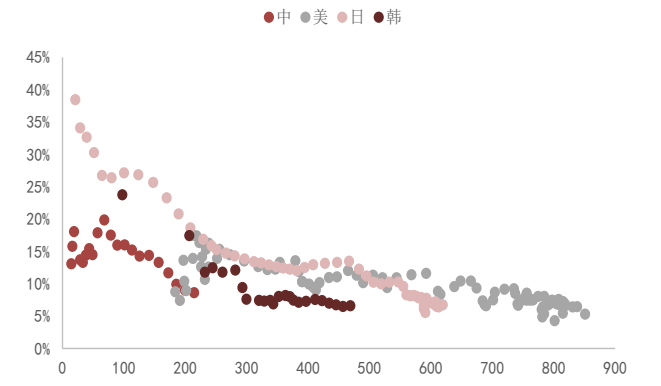
图 18：我国汽车千人保有量预测（辆）



数据来源：wind，西南证券

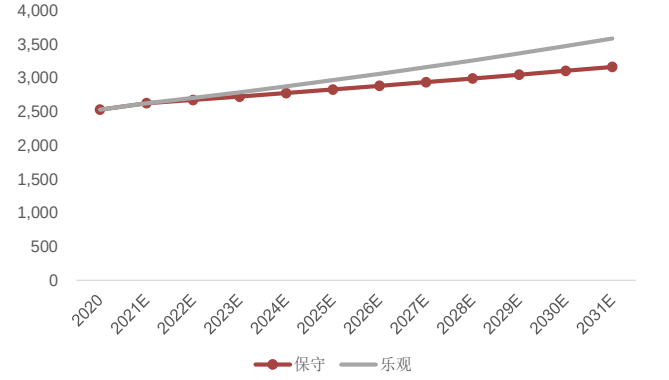
我们推测未来中国汽车销量将突破 3000 万辆。我们发现，美日韩的汽车销量与保有量的比值在汽车千人保有量 200-300 时缓和下降，在汽车千人保有量 300-400 时基本稳定，美国平均 12.1%，日本平均 12.7%，韩国平均 7.5%。2021 年中国汽车销量与保有量的比值为 8.7%，我们保守估计 10 年后该比值为 7.5%-8.5%，期间匀速下降，则测算出 10 年后（2031 年）中国汽车销量有望达到 3164-3586 万辆。

图 19：中美日韩汽车销量比保有量与千人保有量散点图



数据来源：wind，美国运输部，中汽协，西南证券整理。注：横轴数字代表汽车千人保量，纵轴代表汽车销量比保有量

图 20：我国汽车销量预测（万辆）



数据来源：中汽协，西南证券

表 4：我国汽车销量保守测算

	国内汽车千人保有量（辆）	我国人口（百万人）	销售量/保有量	国内汽车销量（万辆）	同比增长
2020	199	141,212.00	9.01%	2,531	—
2021	214	141,260.00	8.70%	2,627	3.8%
2022E	221	141,129.00	8.58%	2,675	1.8%
2023E	228	141,048.00	8.46%	2,725	1.9%
2024E	236	140,956.00	8.34%	2,777	1.9%
2025E	244	140,862.00	8.22%	2,830	1.9%
2026E	253	140,700.00	8.10%	2,884	1.9%

	国内汽车千人保有量（辆）	我国人口（百万人）	销售量/保有量	国内汽车销量（万辆）	同比增长
2027E	262	140,470.00	7.98%	2,938	1.9%
2028E	272	140,202.00	7.86%	2,994	1.9%
2029E	282	139,905.00	7.74%	3,050	1.9%
2030E	292	139,549.00	7.62%	3,107	1.9%
2031E	303	139,141.00	7.50%	3,164	1.8%

数据来源：娲育人口，国家统计局，中汽协，西南证券

表 5：我国汽车销量乐观测算

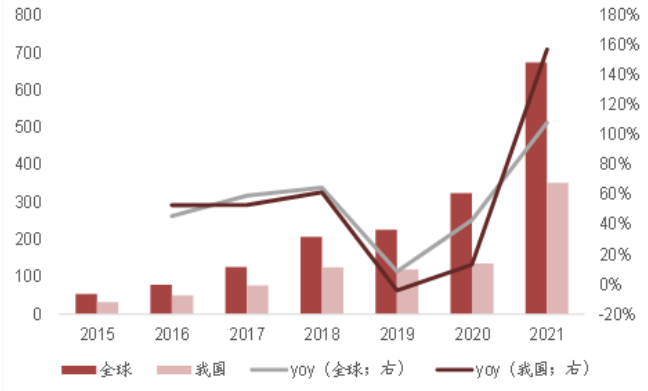
	国内汽车千人保有量（辆）	我国人口（百万人）	销售量/保有量	国内汽车销量（万辆）	同比增长
2020	199	141,212.00	9.01%	2,531	
2021	214	141,260.00	8.70%	2,627	3.8%
2022E	221	141,129.00	8.68%	2,706	3.0%
2023E	228	141,048.00	8.66%	2,789	3.1%
2024E	236	140,956.00	8.64%	2,877	3.1%
2025E	244	140,862.00	8.62%	2,968	3.2%
2026E	253	140,700.00	8.60%	3,062	3.2%
2027E	262	140,470.00	8.58%	3,159	3.2%
2028E	272	140,202.00	8.56%	3,260	3.2%
2029E	282	139,905.00	8.54%	3,365	3.2%
2030E	292	139,549.00	8.52%	3,473	3.2%
2031E	303	139,141.00	8.50%	3,586	3.2%

数据来源：娲育人口，国家统计局，中汽协，西南证券

2.2 新能源进程全球领先，电动化前景未来可期

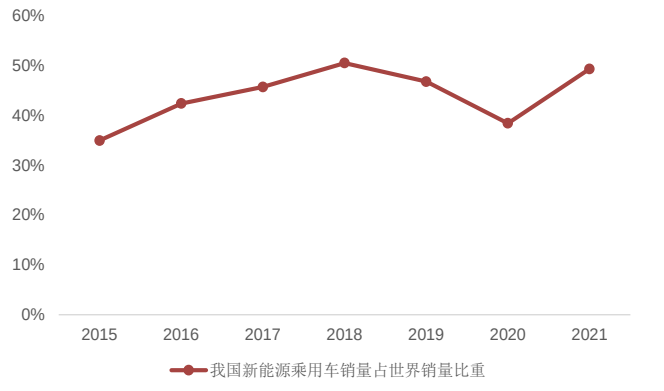
全球电动车销量持续高增，我国占据半壁江山。根据 EV VOLUMES 数据，2012-2021 年全球电动车销量从 54.3 万辆增至 675.0 万辆，CAGR52.2%。我国电动化发展更为迅猛，2015-2021 年我国新能源乘用车销量从 19.0 万辆增至 333.4 万辆，CAGR61.2%。我国是全球电动车最重要的市场，2021 年我国新能源乘用车的销量占据世界销量的半壁江山（49.4%）。

图 21：全球电动车销量和我国电动车销量走势（万辆）



数据来源：EV VOLUMES，中汽协，西南证券整理

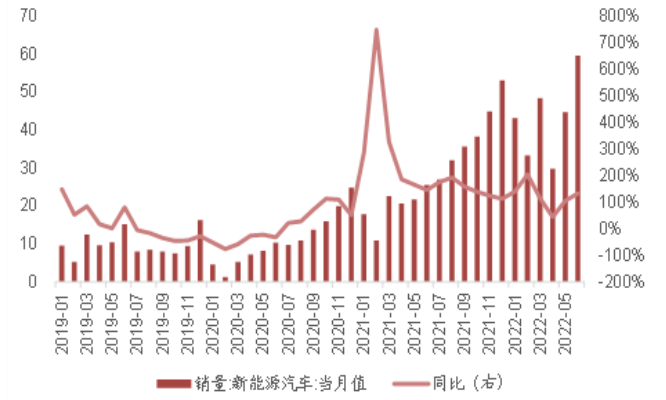
图 22：我国新能源乘用车占世界销量比重



数据来源：EV VOLUMES，中汽协，西南证券整理

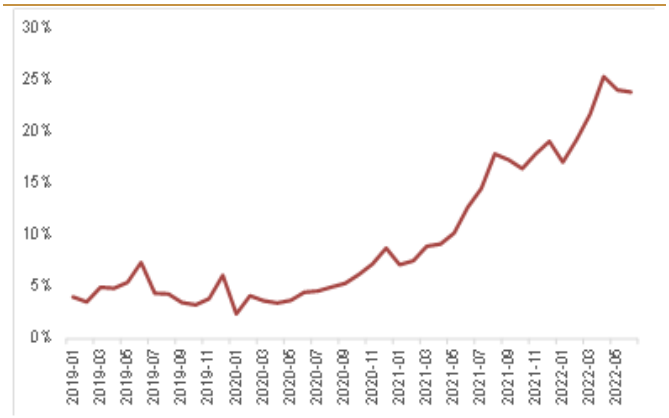
电动化势不可挡，渗透率持续提升。根据财政部、工业和信息化部、科技部、发展改革委联合发布的《关于 2022 年新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，2022 年新能源汽车补贴标准在 2021 年基础上退坡 30%；城市公交、道路客运、出租（含网约车）、环卫、城市物流配送、邮政快递、民航机场以及党政机关公务领域符合要求的车辆，补贴标准在 2021 年基础上退坡 20%。但补贴退坡并未影响新能源发展趋势，22Q1 我国新能源汽车月销量同比增速仍在 100%以上，22 年 4 月虽受上海疫情影响，销量环比增速下滑 38.3%，但同比增速仍有 44.9%，22 年 5、6 月销量增速重回 100%以上，增长势头猛。渗透率方面，21 年 1 月以来新能源汽车批发渗透率快速上升，22 年 3 月已突破 20%，最新 22 年 6 月达 23.8%，22 年上半年整体渗透率达 21.6%。

图 23：我国电动车月度销量走势（万辆）



数据来源：中汽协，西南证券整理

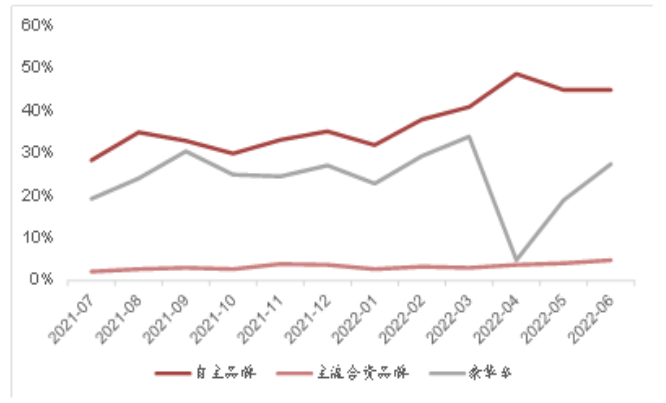
图 24：我国新能源汽车月度批发渗透率走势



数据来源：中汽协，西南证券整理

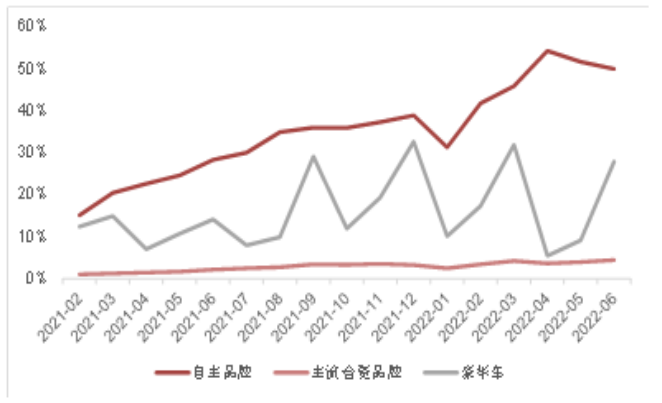
品牌结构上，自主电动化渗透率一骑绝尘。电动化方面，自主品牌一直走在前列，22 年 2 月自主品牌新能源汽车零售渗透率突破 40%，22 年 3 月批发渗透率突破 40%，而主流合资品牌和豪华车的新能源车渗透率则一直较低，最新 22 年 6 月自主品牌/合资品牌/豪华车中新能源批发渗透率分别为 45%/4.8%/27.5%，自主品牌/合资品牌/豪华车中新能源零售渗透率分别为 50.1%/4.5%/28%。

图 25：自主品牌/合资品牌/豪华车中新能源批发渗透率



数据来源：乘联会，西南证券整理

图 26：自主品牌/合资品牌/豪华车中新能源零售渗透率

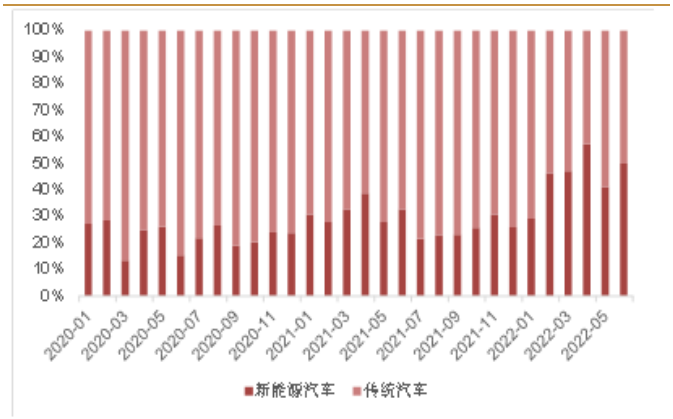


数据来源：乘联会，西南证券整理

未来，我们认为新能源车销量有望持续快速增长，渗透率有望持续提升。

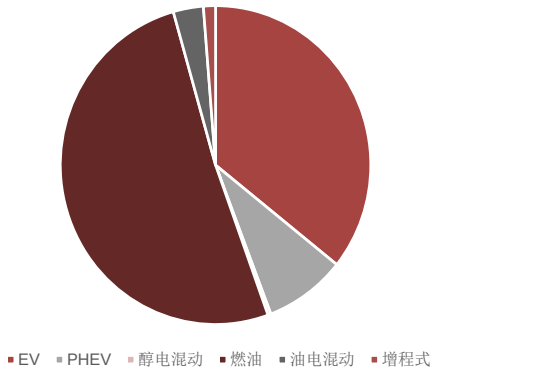
原因一：新车型密集发布，供给不断优化，新能源车逐渐占据主导。我们对乘联会每周公布的上市新车进行了统计，2021 年各月上市新车中新能源车的占比在 30%左右波动，22 年 2 月以来占比已经稳定在了 40%以上，最新 22 年 6 月上市新车中新能源车已占据 50%，说明各车企对新能源车的布局力度在不断加大，电动化转型已是大势所趋，随着时间的推进，新发布的车型将在销量上逐步体现。

图 27：2021 年 1 月以来上市新车中新能源车占比



数据来源：乘联会，西南证券整理

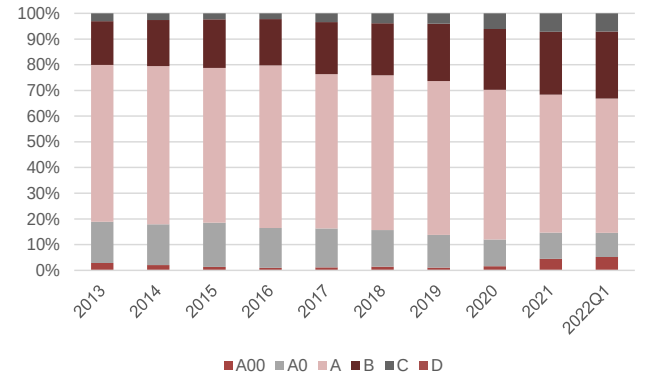
图 28：2022 年前 6 月上市新车中新能源车占 45.8%



数据来源：乘联会，西南证券整理

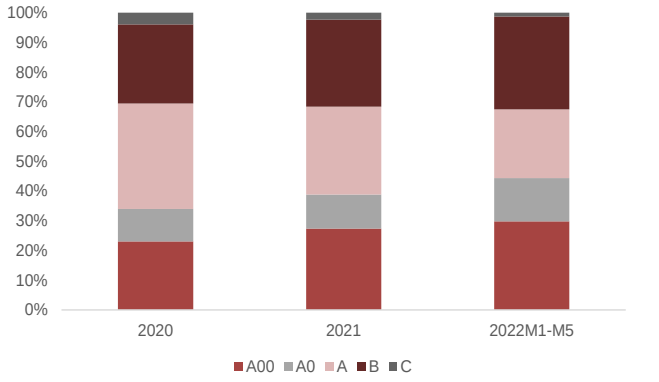
原因二：A 级车有望带动电动车销量继续高增。A 级车占狭义乘用车销量近六成，而 2022 年前五月新能源乘用车销量中 A 级车占比不足三成，主要是因为前期部分车企初期以低端车型打开电动车市场。目前电动车市场已逐渐成熟，更多的 A 级车型不断推出，2022 年前 6 月上市新能源新车中 A 级车的占比为 38.4%，较 2021 年提升 3.2pp。我们认为随着更多新能源 A 级车的推出，A 级车有望爆发，从而带动电动车销量继续高增。

图 29：A 级车占狭义乘用车销量近六成



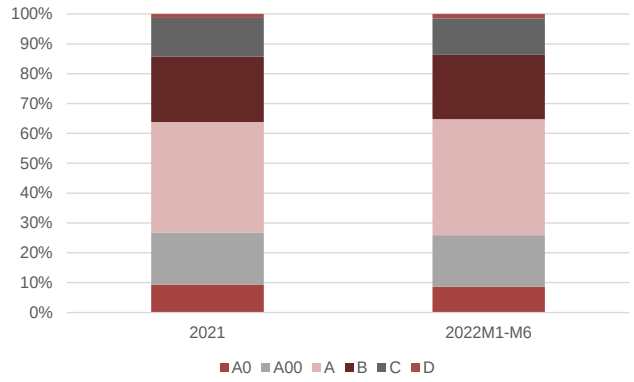
数据来源：乘联会，西南证券整理

图 30：最新 A 级车占新能源乘用车销量不足三成



数据来源：乘联会，西南证券整理

图 31：新能源上市新车中 A 级车占比提升



数据来源：乘联会，西南证券整理

图 32：22 年及未来国内 A 级新能源新车型不完全统计

比亚迪	•海洋馆系列新车型，覆盖10-25万元价格区间 •王朝系列：元PLUS/宋 Pro DM-i/宋 Max DM-i等 •军舰系列：与DMI深度绑定
长城汽车	•欧拉猫系列：樱桃猫、芭蕾猫、朋克猫、闪电猫等 •DHT系列车型：玛奇朵、摩卡等以及哈弗系列
吉利	•极氪001已上市，极氪品牌未来3年将推6款车型 •雷神智擎混动平台：2022年推多款混动车型
上汽乘用车	•荣威ERX5/名爵ONE/飞凡R7/MARVEL R/ER6等
广汽自主	•广汽埃安Aion Y/V等
新势力新品牌	•小鹏P5/G3；极狐阿尔法T；零跑C11/S01；哪吒U/U Pro；大众ID.3/4等

数据来源：各公司公告或官网，西南证券整理

根据产业生命周期理论中的产业成长的 S 曲线模型，新兴产业在渗透率达到理论上限的 10%左右后会加速渗透，过去的智能手机、移动互联网的发展均符合此规律，国内新能源汽车在 21 年 4 月销量渗透率突破 9%之后开始加速渗透，发展状况基本符合 S 曲线规律。但基于 22 年是购置税补贴最后窗口期的逻辑，22 年新能源汽车销量可能会尾部放量，23 年增速则可能放缓，保守估计 22-25 年新能源汽车渗透率分别增长 8%、4%、5%、6%，则测算出 2025 年新能源汽车销量有望突破 1000 万辆，21-25 年 CAGR31.3%。

表 6：我国新能源汽车销量测算

	国内汽车销量（万辆）	新能源汽车渗透率	新能源汽车销量（万辆）	同比增长
2020	2,531	5%	132	—
2021	2,627	13%	352	167%
2022E	2,675	21%	562	60%
2023E	2,725	25%	681	21%
2024E	2,777	31%	861	26%
2025E	2,830	37%	1047	22%

数据来源：中汽协，西南证券。注：汽车销量数据采用前文的保守测算的结果

2.3 智能化迎来发展机遇期

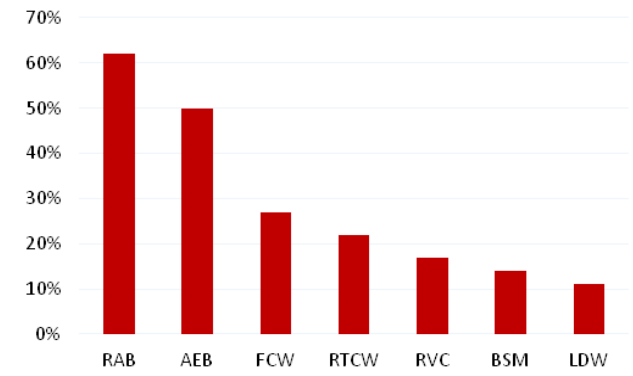
供需两侧均为汽车智能化提供了良好的发展条件。

供给端，电动化的快速普及为智能化升级提供了更多机会。1）电动车集成更简单，集中式构架有利于信息传输控制；2）电动车的电机只需要通过改变电流电压便可以精细地调节转速以达到改变车速的目的，而燃油车的机械架构无法实施电子技术控制，很难做到实时线性，即对各类情况做出瞬时响应；3）燃油车 OTA 最大的难度在于供电保障问题，ECU 的刷写过程需要持续供电，这对于电动车来说是天然优势，而燃油车供电系统及能量管理会变得难度大增。

需求端，智能化能够满足消费者日益增长的安全、高效、舒适等需求。一方面，智能化符合科技进步和产业升级的趋势，我国人为因素导致的交通事故率占比 90%，如疲劳驾驶、超速驾驶、油门控制不当等，而配备 RAB（后方自动刹车辅助）、AEB（自动紧急刹车辅助）

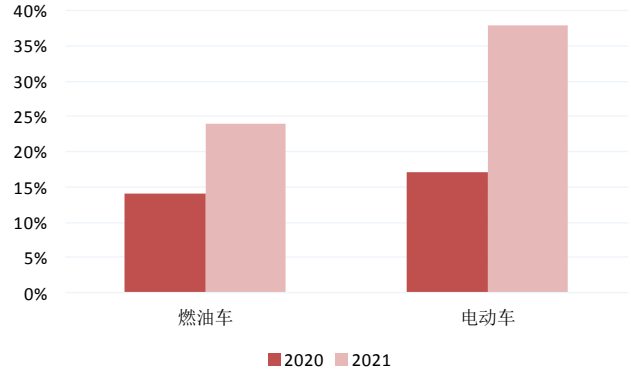
等 ADAS 功能的汽车能够减少 50%以上的交通事故发生率。另一方面，目前我国大型城市停车位缺口平均在 70%以上，停车难问题突出，物流费用占 GDP 比重达 14.6%，远超欧美国家，智能驾驶能有助于缓解拥堵、停车难、环境污染、用车效率低等问题，同时更好地服务人与替代人，减少对驾驶员的依赖，实现高效调度。

图 33：各类辅助驾驶功能减少交通事故发生率



数据来源：《中国自动驾驶安全读本》(2021)，工信部，西南证券整理

图 34：中国 L2 级智能驾驶乘用车渗透率



数据来源：《中国自动驾驶安全读本》(2021)，工信部，西南证券整理

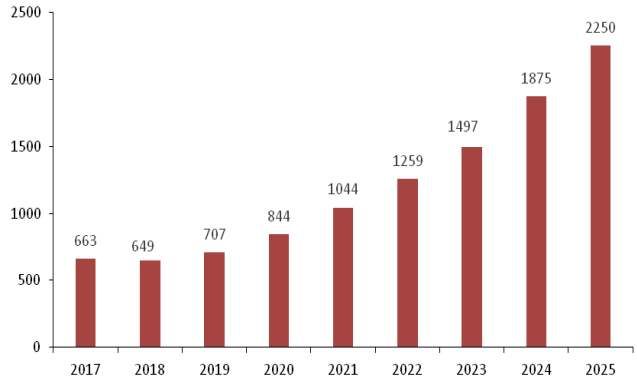
政策端，我国也持续出台政策鼓励智能驾驶产业发展。我国自 2016 年来开始落地多项政策强制商用车搭载 ADAS 系统，自动驾驶等级从 L1 逐渐向 L2 升级。根据《智能网联汽车技术路线图 2.0》，2025 年 L2、L3 级新车将达到市场销量的 50%，空间广阔。根据罗兰贝格预测，2025 年国内ADAS 市场规模有望达 2250 亿元，20-25 年 CAGR 超 20%。

图 35：我国关于汽车智能化的政策文件

发布时间	文件	内容
2016 年	《机动车运行安全技术条件(修订稿)》	11m 以上客车需安装 LDW、FCW
2017 年	《营运客车安全技术条件》	2018 年 3 月 1 日前，9m 以上客车需安装 LDW、FCW
2020 年	《道路运输车辆动态监督管理办法》	客运车辆、危险货物运输车辆、半挂牵引车及总质量 12t+的载货车辆应当配备具有行驶功能的卫星定位装置和智能视频监控装置
2020 年	《智能网联汽车技术路线图 2.0》	2025 年 L2、L3 级新车销量占比达 50%、C-V2X 达 50%；2030 年 L2、L3 级新车销量占比达 70%、L4 级达 20%、C-V2X 基本普及，2025 年前后实现智能驾驶的规模化应用

数据来源：政府官网，西南证券整理

图 36：国内 ADAS 市场规模预测（亿元）



数据来源：罗兰贝格，西南证券整理

爆款车型点燃市场热情，更多智能汽车即将推出。22 年上半年，问界 M5、理想 L9 两款智能化汽车的相继上市点燃市场热情，问界 M5 在 87 天内交付量破万，6 月销量破七千辆，理想 L9 预售后 72 小时累计支付 5000 元的预订用户超 3 万名，显示爆款智能车型已逐渐获市场认可。下半年，重磅的智能汽车将继续推出，如问界 M7、阿维塔 11、小鹏 G9 等，有望进一步掀起智能汽车板块的热情。中长期看，多方力量推动汽车智能化趋势加速，未来我国智能电动汽车市场将呈现多元竞争格局，随着后续国内智能汽车供给明显增多，产业发展显现加快态势。

表 7：2022 年上市或即将上市的部分智能化车型智能化情况

车型	外观	智能化情况
问界 M5		拥有 L2 级自动辅助驾驶功能的标配，融合视觉感知摄像头、APA 摄像头、毫米波雷达及长距超声波雷达，支持 100+ 种泊车场景的 360 度智能全景泊车系统，全车配有 23 个感知硬件，搭载 HarmonyOS 智能座舱
理想 L9		拥有 L2 级辅助驾驶能力，拥有 6 颗麦克风、3DToF 传感器、搭载 11 颗摄像头、12 个超声波雷达、2 颗 NVIDIA Orin 芯片，配合理想自研的以深度学习为基础的多模态三维空间交互技术，沿用了思必驰的语音技术服务，提供交互能力支持
阿维塔 11		拥有 L2 级辅助驾驶能力，搭载华为 ADS 系统，采用视觉+激光雷达融合感知方案，全车配有超过 30 个感知硬件，计算平台算力可以达到 400Tops。座舱方面，阿维塔 11 将搭载华为的 HarmonyOS 智能座舱
小鹏 G9		搭载 XPILOT 4.0，搭载全栈自研的 XPILOT 智能辅助驾驶系统，配备双激光雷达、硬件包含 12 个摄像头、12 个超声波雷达以及两颗 NVIDIA Orin 芯片，搭载智能双腔空悬
问界 M7		拥有 L2 级辅助驾驶能力，搭载 3 个毫米波雷达、4 个 APA 摄像头、12 个长距离超声波雷达，可实现车道保持辅助（LKA）、自适应巡航（ACC）、碰撞警告（FCW）、紧急刹车（AEB）、盲区预警（BSD）以及 360 全景自动泊车等主流辅助驾驶功能，搭载 HarmonyOS 智能座舱

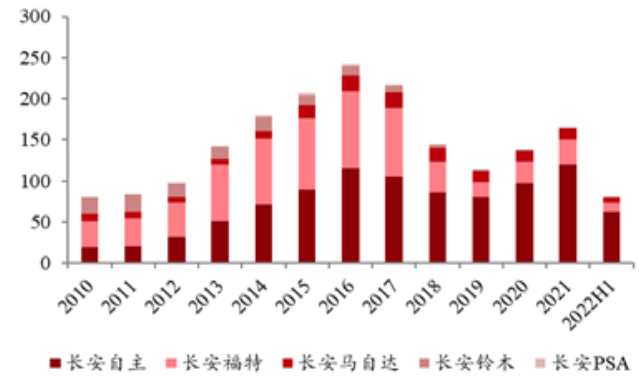
数据来源：汽车之家，各公司官网，西南证券整理

3 公司分析：传统业务持续发力，新能源业务多点开花

3.1 自主品牌已成长为公司新的发展动能

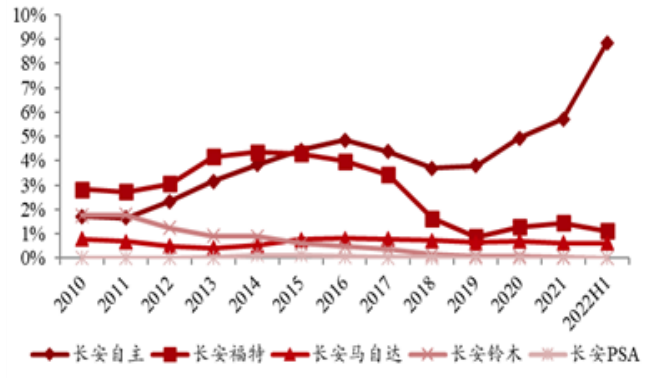
公司自主品牌经历如下几个发展阶段。2013-2017：爆款 CS 系列上量，2015 年长安自主+合资乘用车销量突破 200 万辆，自主份额持续提升。2018-2019 年：合资品牌销量走弱，自主品牌以逸动、欧尚等中低端车型为主，缺乏具有竞争力的新车型推出，新能源研发投入大幅增长叠加受板块下行等多因素综合影响下，市占率大幅下滑，公司利润出现亏损。2020 年以来：第三次创业成效显现，公司迎来新的发展机遇，伴随 CS75 PLUS、UNI 系列等高毛利车型放量、规模效应提升，以及 20 年 1 月长安新能源出表，引入外部投资者，持股比例由 100%稀释到 40.66%，2021 年自主品牌实现净利润 7.3 亿元，扭亏为盈；2022Q1 自主品牌贡献净利润 21.6 亿元，同比+391.2%，已成为公司新的发展动能。

图 37：长安旗下各品牌乘用车销量（万辆）



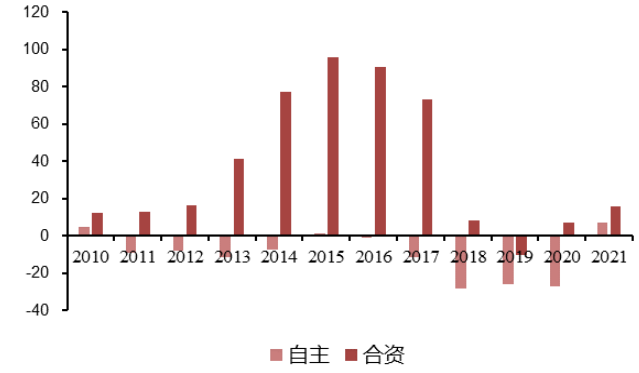
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：长安旗下各品牌乘用车市占率



数据来源：乘联会，西南证券整理

图 39：长安合资及自主品牌利润贡献（亿元）



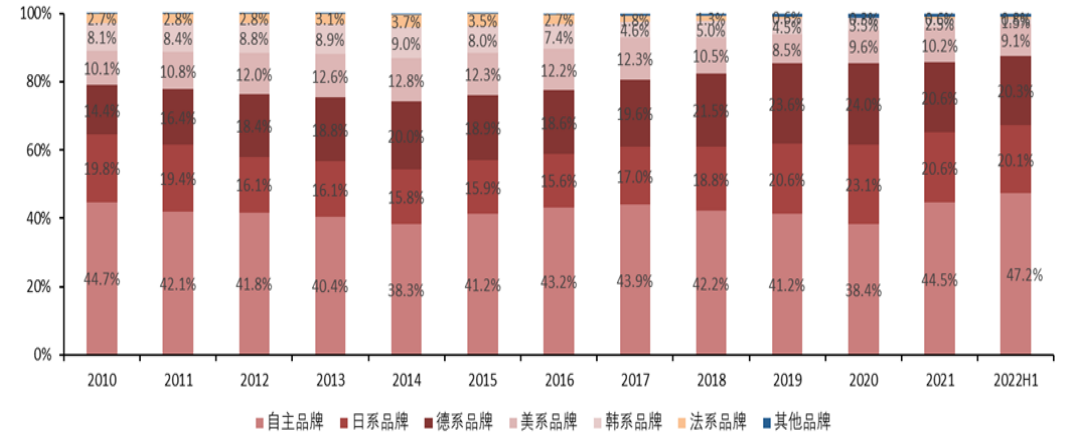
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：长安旗下各品牌乘用车销量占比

数据来源：公司公告，西南证券整理

中国品牌乘用车市占率重回增长。2018 年以来，随着 SUV 红利褪去，中国品牌乘用车市占率不断下滑，2020 年已跌至 38.4%，创 7 年新低。2021 年全球狭义乘用车市场表现受到芯片持续供应不足的影响，但自主品牌凭借差异化的产品定位和更灵活的应对机制，所遭遇冲击小于合资品牌，同时中国品牌把握住了新能源乘用车发展契机，推出了丰富的 EV/PHEV 产品，享受到了此轮新能源大幅增长的红利，拉动自主品牌市场份额的提升。2021 年中国品牌狭义乘用车累计销量 936.6 万辆，同比增长 25.2%，市场份额较 2020 年提升 6.1pp 至 44.5%，刷新 10 年来历史最好水平，同时还扭转了自 2018 年以来中国品牌乘用车市占率持续下滑的不利态势，表现强势。

图 41：各国别乘用车销量占比



数据来源：乘联会，西南证券整理

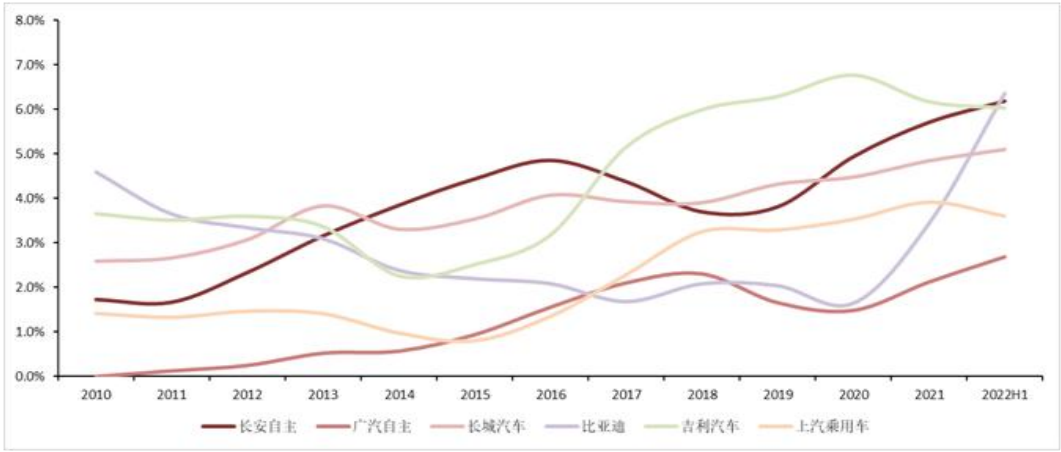
第三次创业成效逐渐凸显。自 2018 年公司发布“第三次创业-创新创业战计划”以来，陆续推出“香格里拉计划”、“北斗天枢计划”等，不断推陈出新，在多元化、电动化、智能化、高端化等方面持续发力，经历了 2018-2019 年的低潮期后，2020 年起公司自主品牌销量不断回升，当前在主要自主品牌乘用车竞争中，公司已经逐渐脱颖而出，22H1 公司自主品牌乘用车市占率达 6.2%，再创新高。

表 8：各主要车企品牌乘用车市占率排名

2018		2019		2020		2021		2022H1	
上汽大众	8.9%	一汽大众	9.7%	一汽大众	10.6%	一汽大众	8.9%	一汽大众	8.4%
一汽大众	8.8%	上汽大众	9.5%	上汽大众	7.7%	上汽通用	6.6%	比亚迪	6.3%
上汽通用	8.5%	上汽通用	7.6%	上汽通用	7.5%	吉利汽车	6.6%	**长安汽车**	**6.2%**
吉利汽车	6.5%	吉利汽车	6.4%	吉利汽车	6.7%	上汽大众	6.2%	吉利汽车	6.0%
上汽通用五菱	5.6%	东风日产	6.2%	东风日产	6.3%	**长安汽车**	**5.9%**	上汽大众	5.6%
东风日产	5.6%	上汽通用五菱	5.0%	**长安汽车**	**5.0%**	东风日产	5.3%	上汽通用	5.0%
长城汽车	4.0%	长城汽车	4.3%	长城汽车	4.5%	长城汽车	5.2%	广汽丰田	4.9%
长安汽车	**3.7%**	东风本田	3.8%	东风本田	4.3%	上汽通用五菱	5.2%	东风日产	4.6%
北京现代	3.5%	**长安汽车**	**3.7%**	上汽通用五菱	4.3%	一汽丰田	4.1%	奇瑞汽车	4.3%
广汽本田	3.2%	广汽本田	3.6%	广汽本田	4.1%	广汽本田	4.1%	长城汽车	4.2%
东风本田	3.1%	一汽丰田	3.4%	一汽丰田	4.0%	奇瑞汽车	4.1%	上汽通用五菱	4.0%
上汽乘用车	3.0%	北京现代	3.4%	广汽丰田	3.9%	上汽乘用车	4.0%	一汽丰田	3.8%

数据来源：乘联会，西南证券整理

图 42：主要自主品牌乘用车市占率变化



数据来源：公司公告，乘联会，西南证券整理

公司自主品牌迎来发展新阶段的主要原因有：

（1）车型丰富，各具竞争力

公司自主品牌乘用车涵盖轿车（UNI、逸动、悦翔、奔奔、LUMIN、深蓝系列）、SUV（CS、欧尚、UNI、阿维塔系列）和 MPV（欧尚系列），级别覆盖 A00-B 级，价格覆盖 5-45 万元。公司自主品牌现有车型谱系完整，能满足不同消费者对不同动力类型、级别、价位的全方位需求，例如 CS 系列主打中低端家用 SUV 市场；UNI 系列主打中端 SUV 年轻群体市场；欧尚主打低端 SUV 市场；逸动主打低端轿车市场；深蓝主打中低端纯电市场；阿维塔主打高端纯电市场；LUMIN 主打微型纯电市场等。2018 年公司开启第三次创业后，以 CS 系列、UNI 系列为代表的新一代产品陆续出现爆款，如 CS（CS75 PLUS、CS55 PLUS、CS35 PLUS）、欧尚（X5、X7）、UNI（T、K、V），体现出对市场需求的判断力及产品竞争力持续提升。

表 9：公司自主品牌车型图谱

类型	子品牌	车型	级别	动力类型	价格（万元）	上市时间
轿车	UNI	UNI-V	A	燃油	10.89-13.19	2022.3
		UNI-V IDD	A	混动	-	2022Q3
	逸动	逸动	A	燃油	7.29-10.39	2021.3
		逸动 DT	A	燃油	5.79-7.39	2021.7
		逸动 EV	A	纯电	12.99-14.99	2018.10
	悦翔	悦翔	A0	燃油	5.19-6.79	2019.7
	奔奔	奔奔 E-Star	A00	纯电	6.98-7.48	2022.03
	LUMIN	LUMIN	A0	纯电	4.89-6.39	2022.6
	深蓝	SL03	B	纯电	17.98-23.18	2022.7
SUV	CS	CS15	A0	燃油	6.19-7.69	2020.12
		CS35	A0	燃油	6.39-8.79	2012.6
		CS35 PLUS	A0	燃油	6.49-10.99	2018.11
		CS55	A	燃油	8.49-13.39	2017.7

类型	子品牌	车型	级别	动力类型	价格（万元）	上市时间
		CS55 PLUS	A	燃油	8.49-12.19	2019.11
		CS75	A	燃油	10.39-11.99	2017.2
		CS75 PLUS	A	燃油	11.29-15.49	2019.9
		CS85 COUPE	B	燃油	11.99-16.49	2021.1
		CS95	C	燃油	17.59-20.59	2021.4
	欧尚	欧尚 X5	A	燃油	6.99-10.99	2020.11
		欧尚 X7	A	燃油	7.77-12.99	2019.11
		欧尚 X7 PLUS	A	燃油	7.99-13.39	2021.10
		欧尚科赛 Pro	B	燃油	8.59-15.29	2020.9
		欧尚 Z6	A	燃油	9.99-13.39	2022.6
		欧尚 X70A	A	燃油	5.99-7.49	2021.11
	UNI	UNI-T	A	燃油	11.59-14.99	2020.9
		UNI-K	B	燃油	14.59-18.49	2021.1
		UNI-K IDD	B	混动	18.29-19.89	2022.3
	阿维塔	阿维塔 11	C	纯电	预计 35-45	2022Q3
MPV	欧尚	欧尚 A600	A	燃油	5.29	2020.6
		欧尚科尚	B	燃油	9.98-14.28	2019.5
		欧尚 A800	A	燃油	6.29-11.99	2017.7

数据来源：公司官网，西南证券整理

1）CS 系列是公司自主品牌压舱石。CS 系列主打中低端家用 SUV 市场，覆盖 A0-C 级车型，其中拳头产品 CS75 系列、CS55 系列、CS35 系列价格区间分别为 10-15 万元、8-14 万元、6-10 万元。

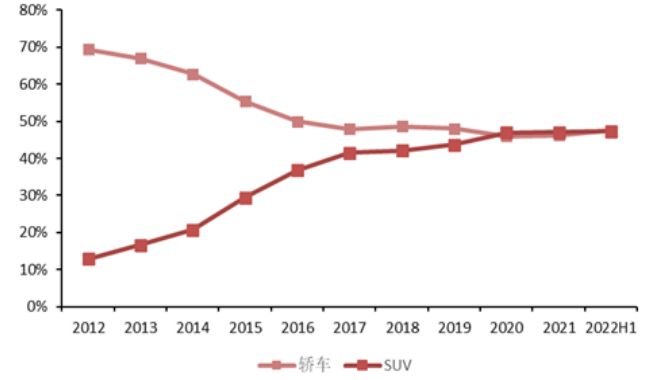
图 43：CS75 PLUS 示意图

数据来源：公司公告，西南证券整理

10-15 万 SUV 市场空间广阔。从车型种类看，自从进入中国市场后，空间大、视野宽广的 SUV 便受到国人的喜爱，销量占比逐年提升，2020 年起已超过轿车成为占比最高的乘用车类型。从价格区间看，10-15 万元是国人最为偏好的汽车消费价格区间，其中 10-15 万

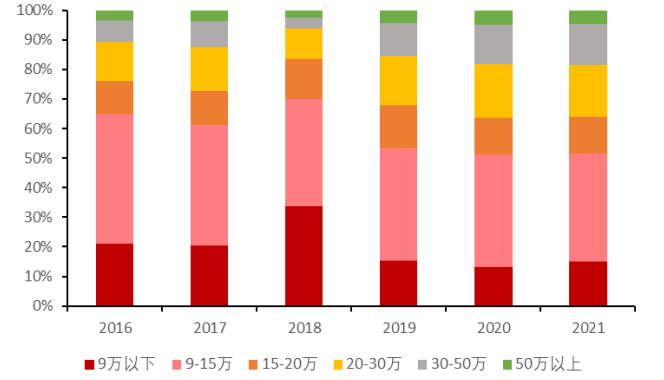
SUV 市场总量约 200 万辆，占全部乘用车销量的 10%左右。广阔的市场注定了该区间产品竞争激烈，参与者不仅包括自主品牌长城哈弗 H6、长安 CS75、吉利博越、广汽 GS4、奇瑞瑞虎 8 等，还有合资品牌下沉车型如广本缤智、广丰锋兰达等。CS75 PLUS 上市即爆款，自 2019 年 9 月上市以来，月销快速提升至 2 万辆以上，最高月销突破 3 万辆，份额站稳紧凑型 SUV 市场前二，主要因素取决于其核心竞争力强。

图 44：全国乘用车轿车和 SUV 销量占比



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 45：全国乘用车价格区间分布



数据来源：汽车之家，西南证券整理

与同级别竞品相比，**CS75 PLUS 的核心优势是空间大、动力强、性价比高**。CS75 PLUS 定位 A 级 SUV，2022 年 2 月上市的第二代 CS75 PLUS 搭载蓝鲸全新一代 2.0T 发动机和爱信 8AT 自动变速箱，最大功率 138kW，峰值扭矩达 300Nm，平顺性更为出色。轴距 2710mm，长宽高分别为 4700/1865/1710mm，空间大于竞争对手。智能化方面，搭载 W-HUD、IMS 智能交互系统、APA5.0+遥控代客泊车系统、IACC 全速段智能巡航系统、12.3 英寸双联屏等，在提供强劲动力体验的同时实现智慧出行陪伴，致力于满足用户对紧凑型 SUV 的核心诉求。价格 11.79-15.49 万元，处于竞品区间中下游，性价比优势明显，综合来看，CS75 PLUS 具备成为爆款的必要条件。22H1，CS75 PLUS 在 SUV 销量占比已提升至 2.77%，仅次于哈弗 H6，较 21 年增长 0.52pp。

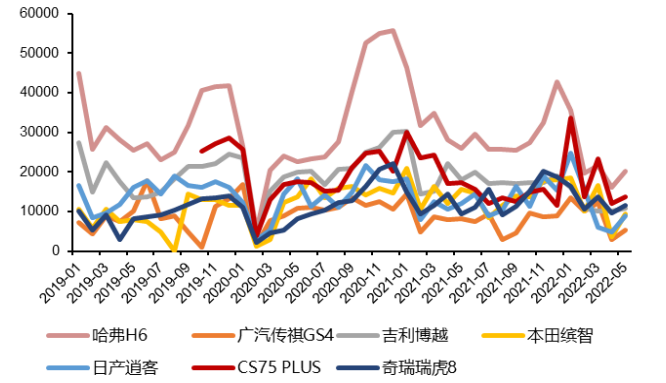
表 10：CS75 PLUS 与竞品性能对比

	CS75 PLUS	广汽 GS4	哈弗 H6	吉利博越	奇瑞瑞虎 8	本田缤智	丰田锋兰达	日产逍客
车款	2022 款	2022 款	2022 款	2022 款	2022 款	2022 款	2022 款	2022 款
价格（万元）	11.79-15.49	8.98-13.18	12.1	10.28-11.28	15.99-16.29	13.58-14.08	12.58-16.98	15.49-18.89
级别	A	A	A	A	A	A0	A	A
百公里综合油耗(L)	6.4	6.8/6.9	6.6	7.7	7.4	6.1	5.8	6.2/6.4
长度（mm）	**4690/4700**	4545	4653	4519	4700	4328/4340	4485	4401
宽度（mm）	**1865**	1856	1886	1831	1860	1772/1790	1825	1837
高度（mm）	1710	1668	1730	1694	1746	1605	1620	1611
轴距（mm）	**2710**	2680	2738	2670	2710	2610	2640	2646
发动机	1.5T L4	1.5T L4	1.5T L4	1.8T L4	1.5T L4	1.5L L4	2.0L L4	2.0L L4
最大功率（kW）	131/138	124	113	135	115	96	126	111
最大扭矩（Nm）	265/300	265	233	300	230	155	205	194
变速箱	6 档/8 档手自一体	6 档手动/6 档手自一体/7 档双离合	7 档双离合	7 档双离合	6 档双离合	无级变速	10 档无级变速	7 档无级变速

	CS75 PLUS	广汽 GS4	哈弗 H6	吉利博越	奇瑞瑞虎 8	本田缤智	丰田锋兰达	日产逍客
电动后备箱	部分标配	部分标配	无	无	无	无	部分标配	无
内置行车记录仪	部分标配	无	无	无	无	无	无	标配
360 度环视系统	部分标配	无	标配	无	无	无	部分标配	部分标配
主动刹车系统	部分标配	无	无	无	无	无	部分标配	部分标配

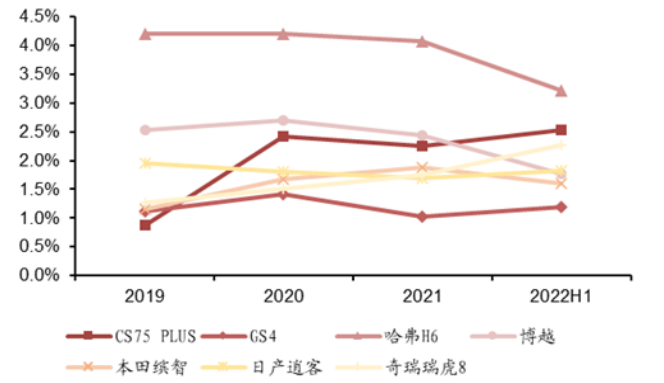
数据来源：汽车之家，西南证券整理

图 46：CS75 PLUS 及竞品销量走势（辆）



数据来源：乘联会，西南证券整理

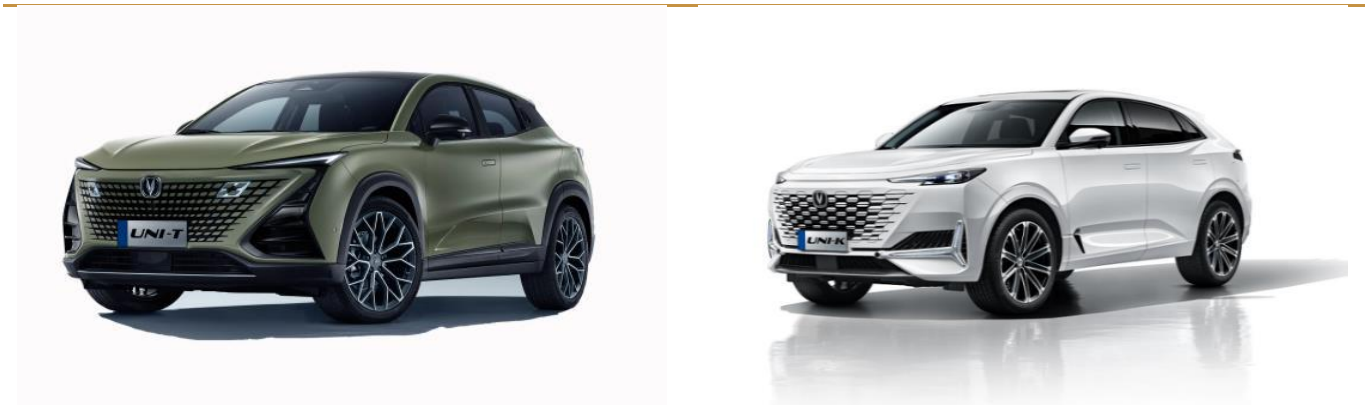
图 47：CS75 PLUS 及竞品占 SUV 份额对比（%）



数据来源：乘联会，西南证券整理

2）UNI 系列有望承接 CS 系列。UNI 系列主打中端 SUV 市场，兼具性能与外观属性，满足年轻一代消费者需求。现有车型包括 SUV（UNI-T、UNI-K）、轿车（UNI-V），预计到 2025 年总数达到 5 款，动力类型为油车和插混系列。

图 48：UNI-T、UNI-K 示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

UNI-T 在外观及智能化配置上更具优势。2020 年 9 月上市的 UNI-T 定位 A 级智能 SUV，售价 11.59-14.99 万元，与 CS75 PLUS 基本重合，但客户群体明显不同。2022 款 UNI-T 搭载蓝鲸新一代 1.5T 高压直喷发动机以及 7 速湿式双离合变速箱，传动效率更高、换挡速度更快。外形特点是**宽体、低趴、运动**，拥有半封闭样式的无边界前格栅、纯粹曲面车身、V 型扰流板、两侧分体式大灯、侧面隐藏式门把手、车尾分叉尾翼等，运动版采用耀夜极光运动套件、20 寸熏黑哑光刀锋大轮毂与撞色运动卡钳。智能化方面，配备全景天窗、电动后备箱、360 度环视系统等，具备 ACC、DMS、自动泊车、OTA、AI 主动服务、手势识别等功

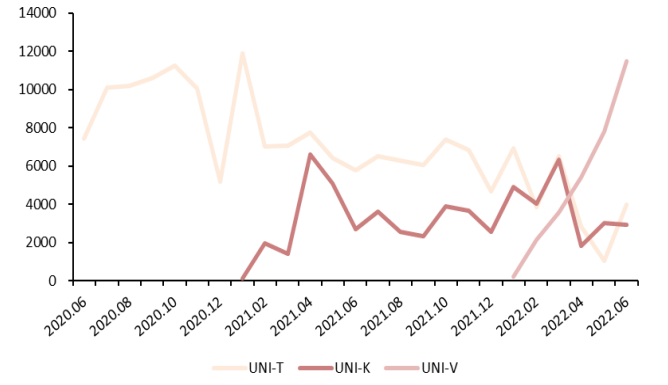
能，前卫的设计及智能化配置更符合年轻人的审美及需求。竞品包括领克 02、本田 XR-V、领克 06 等，综合来看，UNI-T 在油耗、轴距、功率、扭矩、零百加速、智能化、安全性配置等方面具有优势。上市后月销量迅速突破万辆门槛，峰值接近 1.2 万辆，此后 12 个月内基本维持 6000-8000 辆水平，22 年 4、5 月销量下滑主要受疫情及供应链问题困扰，预计下半年随着供应链稳定及需求恢复，销量将重回稳态。

表 11：UNI-T 与竞品性能对比

	UNI-T	领克 02	本田 XR-V	领克 06
年款	2022 款	2022 款	2022 款	2021 款
价格（万元）	11.59-14.99	13.98-16.58	12.79-17.59	11.86-13.98
级别	A	A	A0	A0
百公里综合油耗（L）	**6.1**	6.4	6	6.6
长度（mm）	**4515**	4448	4328	4340
宽度（mm）	1870	1890	1772	1820
高度（mm）	1565	1528	1610	1625
轴距（mm）	**2710**	2702	2610	2640
发动机	1.5T	1.5T	1.5L	1.5T
最大功率（kW）	**138**	132	96	130
最大扭矩（Nm）	**300**	265	155	255
变速箱	7 挡湿式双离合	7 挡双离合	CVT 无级变速	7 挡湿式双离合
零百加速	**7.57**	8.3	11.1	8.2
全景天窗	标配	标配	标配	标配
电动后备箱	部分标配	无	无	标配
内置行车记录仪	标配	无	无	标配
隐藏式门把手	**标配**	无	无	无
扬声器数量	**8/11**	8/10	4	6
360 度环视系统	标配	部分标配	无	标配
主动刹车系统	标配	部分标配	无	标配

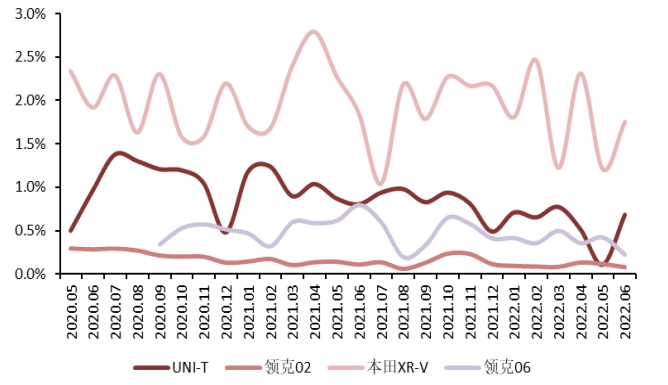
数据来源：汽车之家，西南证券整理

图 49：UNI 系列销量走势（辆）



数据来源：Marklines，西南证券整理

图 50：UNI-T 及主要竞品占 SUV 份额对比（%）



数据来源：乘联会，西南证券整理

UNI-V 延续高颜值，动力属性更强。22 年 3 月上市的 UNI-V 售价 10.89-13.99 万元，同样定位国人最为偏好的 10-15 万区间。外形上还原了轿跑设计概念，搭载同级别罕见的电动尾翼，以及电动掀背门、大尺寸运动轮胎、全新 UNI 智慧驾舱、高阶智能驾驶辅助系统以及 APA6.0 远程智能泊车等，重新定义“年轻人的 DREAM CAR”。6 月刚上市的搭载蓝鲸 2.0T 发动机版本的 UNI-V 进一步丰富动力属性，下半年即将上市的 UNI-V iDD 搭载蓝鲸 iDD 混动系统，NEDC 工况下纯电续航里程 130 公里，同时配备丰富的智能科技配置，满足用户多种用车场景下的需求。UNI-V iDD 是继 UNI-K iDD 后的第二款混动车型，公司不断深耕混动细分市场，强化占位，加快向电气化转型。

图 51：UNI-V 示意图

数据来源：公司公告，西南证券整理

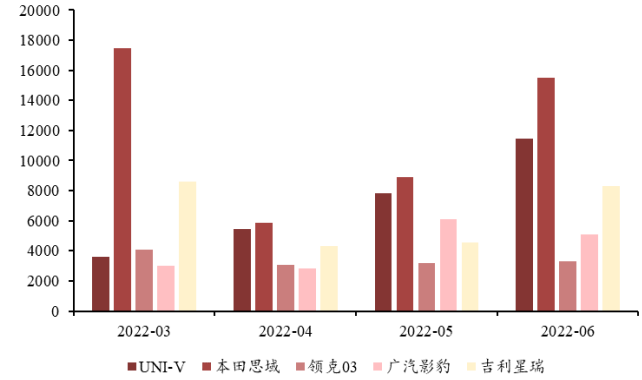
表 12：UNI-V 与竞品性能对比

	UNI-V	本田思域	领克 03	广汽影豹	吉利星瑞
车款	2022 款	2022 款	2022 款	2022 款	2021 款
价格（万元）	**10.89-13.99**	12.99-16.39	13.68-16.28	9.83-13.68	11.37-15.27
级别	A	A	A	A	A
百公里综合油耗（L）	6.2/6.9	5.5/5.7/5.9	6.2/6.5	5.7	6.7
长度（mm）	4680/4695	4674	4677	4700	4785
宽度（mm）	1838	1802	1840	1850	1869
高度（mm）	1430	1415	1461	1432	1469
轴距（mm）	2750	2735	2730	2736	2800
发动机	1.5T L4	1.5T L4	1.5/2.0T L4	1.5T L4	2.0T L4
最大功率（kW）	**138/171**	95/134	132/140	130	140
最大扭矩（Nm）	**300/390**	180/240	265/300	270	300
变速箱	8 档手自一体	无级变速	7 档双离合	7 档双离合	7 档双离合
电动后备箱	部分标配	无	无	无	无
内置行车记录仪	标配	无	无	无	无
360 度环视系统	标配	无	部分标配	部分标配	无
主动刹车系统	标配	部分标配	部分标配	部分标配	部分标配

数据来源：汽车之家，西南证券整理

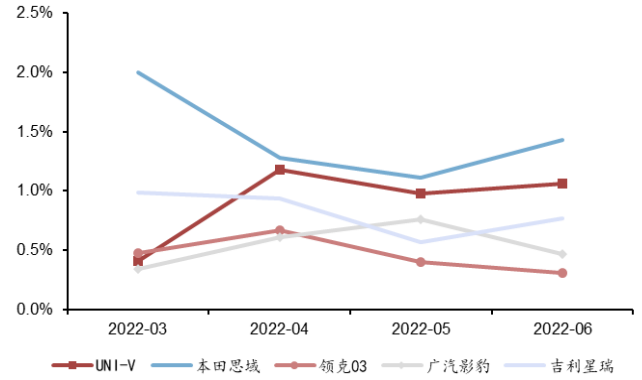
UNI-V 有望成为下一个爆款产品。UNI-V 上市交付 4 个月以来，销量快速增长，3、4、5、6 月分别销售 3584、5426、7818、11460 辆，主要竞品包括本田思域、领克 03、广汽影豹、吉利星瑞等，销量上看已经接近热销产品本田思域，后者在 10-15 万元轿车区间最高份额占比超 20%。随着下半年性价比优势明显的 2.0T 版本开始交付，UNI-V 有望持续接力 CS75 PLUS 和 UNI-T 成为公司下一个爆款产品。

图 52：UNI-V 及主要竞品销量（辆）



数据来源：Marklines，西南证券整理

图 53：UNI-V 及主要竞品占轿车份额对比（%）



数据来源：乘联会，西南证券整理

（2）公司自主品牌向电动化、智能化、高端化迈进

电动化方面，2017 年公司发布“香格里拉计划”，制定“四大战略行动”。近年来持续突破，2021 年发布了新一代超级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。电动化步伐推进节奏稳健。

表 13：香格里拉计划内容

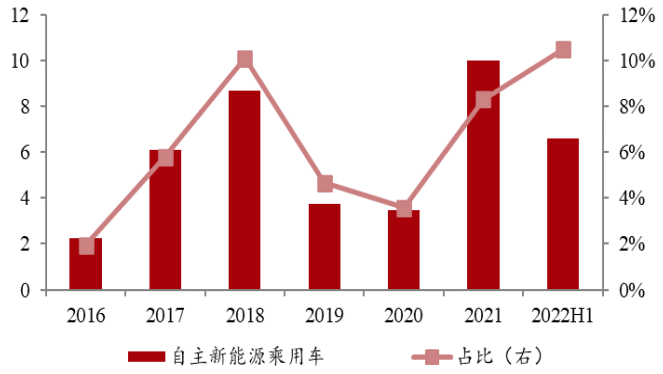
战略	内容
千亿行动	将投资 1000 亿元，其中 400 亿元用于新能源产品研发，新能源专有平台打造投入将超过 100 亿元，动力电池领域投入将超过 300 亿元，共享、充电设施和服务等领域投入将达到 200 亿元。
万人研发	依托“五国九地”的研发体系能力、1.1 万名研发人员、16 个国籍的 400 余名专家、10 余名“千人计划”专家，以及 15 年来在 PHEV、EV、高效内燃机等领域深厚的技术储备，全面加速新能源研发。
伙伴计划	打造专业的新能源产业基金投资平台，提供充足资金保障；与宁德、博世、蔚来、滴滴以及 BAT 战略合作+通过合资参股、联合开发、产业链合作，在电池研究、智能网联新能源汽车研发、充电方式及环境的建设、出行方案等多个领域开展深度创新合作。
极致体验	在 2020 年前打造三大新能源车专用平台，到 2025 年将全面停售传统燃油车，并实现全谱系产品的电气化，累计推出多种形态的全新纯电动车产品 21 款，插电式混合动力产品 12 款，实现电动车“充电 5 分钟，续航百公里”。

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司电动化进程将大大加快。2022 年 4 月召开的长安全球伙伴大会提到，到 2025 年，长安汽车总销量计划达到 400 万辆，其中，长安自主品牌 300 万辆，**含新能源销量 105 万辆，占比 35%**。2030 年，长安汽车总销量计划达到 550 万辆，其中，长安自主品牌 450 万辆，**含新能源销量 270 万辆，占比 60%**，海外销量占比 30%。计划在 2027 年实现碳达峰，

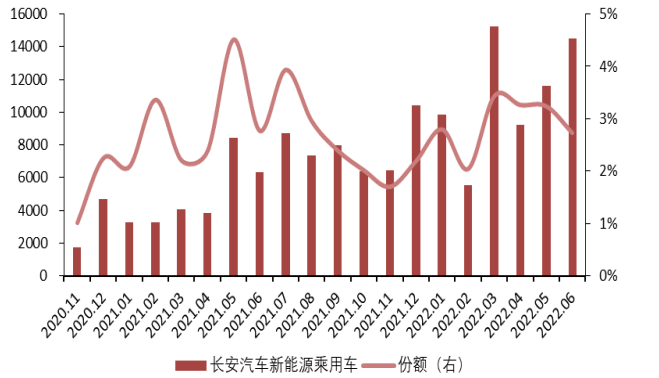
2045 年实现碳中和。2021 年公司自主品牌新能源乘用车销量突破 10 万辆，同比+200%，占公司自主品牌比重为 8.3%，同比+4.7pp，市占率 4.1%；22H1 销售 6.6 万辆，占比提升至 10.5%，随着下半年 3 款新车重磅上市，电动化推进速度将大大加快。

图 54：公司自主品牌新能源乘用车销量（万辆）及占比



数据来源：乘联会，西南证券整理

图 55：公司自主品牌新能源汽车销量（辆）及市占率



数据来源：Marklines，西南证券整理

智能化方面，2018 年发布“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。同时，长安加快“芯器图核云网天”智能化核心能力构建，成立前瞻技术研究院开展芯片设计、众包地图、人工智能等前沿技术研究，并打造长安汽车智算中心，支撑智能驾驶和车联网服务。在此基础上，召开首届长安汽车科技生态大会，与行业伙伴共同打造下一代智能汽车超级数字化平台 SDA，将在 2023 年率先实现服务化中央环网架构。

表 14：北斗天枢计划内容

战略	内容
知音计划	到 2020 年，建立 1 个客户体验中心、5 大体验研究基地，打造千人级客户体验团队，形成千万级客户体验大数据。到 2025 年，将建立 5 个全球体验中心、9 大体验研究基地，打造万人级客户体验团队，形成亿级客户体验大数据。
合作共创行动	开放技术创新平台，联手科技企业、互联网及供应商资源，打造数字化开放平台。2020 年前建成 L3 级自动驾驶智能开放平台；2025 年前建成 L4 级自动驾驶智能开放平台，实现全车功能 OTA（空中下载技术）。
智能体验行动	提供极致出行体验。2020 年实现新产品 100%联网和 100%搭载驾驶辅助系统，在高速公路、堵车缓行路段、停车场泊车等场景下，实现自动驾驶；2025 年，车载功能实现 100%语音控制。
智能联盟行动	组建北斗天枢联盟。整合全球资源，构建智能驾驶、智能网联、立体交通三大产业生态联盟。
千人千亿计划	夯实人才和资源保障。面向全球招聘智能化领军人才，到 2025 年，打造 5000 人规模的开发团队，软件开发人员占比提升至 60%。重点布局智慧出行、人工智能、芯片、高精地图、语音交互、全息技术等领域。

数据来源：公司官网，西南证券整理

从“新”出发，多款纯电平台产品步入量产阶段。长安汽车在 2018 年就开始布局从传统的油改电转换到全新的纯电专有平台（EPA0、EPA1、EPA2 及与华为、宁德时代合作的 CHN 平台），在 2022 年实现了量产，上市了基于 EPA0 平台打造的 Lumin、基于 EPA1 平台打造的深蓝 SL03 以及基于 CHN 平台打造的高端纯电品牌阿维塔 11 等，年内上市的三款新能源车有力丰富了公司新能源产品图谱，有望继续拉升单车月均销量。

1）全电数字品牌深蓝重磅发布。22 年 4 月公司发布全电数字品牌——长安深蓝，依托全电数字电驱平台——EPA1，主打中低端新能源市场，预计 2025 年前推出 5 款产品。EPA1 平台从 2017 年开始研发，至今已经历时 5 年，拥有“1 全＋4 高”的特点，“1 全”即全电数字平台，“4 高”则指的是高效率、高性能、高智能、高安全，整体来看亮点多，优势明显。

图 56：EPA1 平台特点

高效率	•动力系统电效率（电驱系统净输出的有用功/电网消耗的电能）达78%，超行业平均水平70%-75%，制动能量回收效率更高； •采用全新超集电驱，包括八层扁线绕组、转子双V拓扑构型、超低阻导线、自适应控制算法、低阻力拓扑结构优化等技术，提升电驱系统的效率，电驱系统的最高效率能达到95%； •全球首创微核高频脉冲加热技术，在-30℃下电池温升可达4℃/min，动力性提升50%，充电时间缩短15%，缓解北方冬天续航焦虑。
高性能	•标准车型以后驱为主，增强操控性能，提升驾驶乐趣，同时支持前三合一电驱总成匹配后多合一电驱总成，形成双电机四驱驱动； •采用H臂多连杆独立悬架系统和全新的制动双冗余系统； •前后50:50的黄金轴荷比，实现宽车体+低重心，保证车辆运动调性。
高智能	•全域极速OTA，所有节点升级时间≤3分钟，执行A/B分区，升级使用同时进行； •整车域控制器采用自主研发的SVDC长安智慧芯，性能提升70%； •智能座舱域控制器搭载高通骁龙的8155车规级芯片，算力高达105KDMIPS。
高安全	•满足2021版C-NCAP五星标准，高强度钢占比45%； •“5+1”信息安全及隐私保护； •多年电池管理经验，iBC数字电池管家，全方位电池安全防护，数字域控管理+数字温控管理，避免电池热失控。

数据来源：公司官网，西南证券整理

深蓝首款产品 SL03 开启预售，8 个小时订单 3.6 万台。深蓝首款产品 SL03 已于 7 月 25 日上市，定位 B 级轿车，同时采用纯电、增程式和氢能三种技术路线，售价 16.89-21.59 元（不含氢电版）。SL03 纯电版续航里程可以达到 705 公里，电耗低至 12.3kwh/每百公里，电费低至 6.4 元；增程版满油满电的综合工况续航里程可以达到 1200 公里左右；氢能版的续航里程可以达到 730 公里，是中国首款量产的氢燃料电池轿车。从营销情况来看，目前采用了新能源车企比较通行的营销模式——线上直营直联，即线上订单+线下体验交付，今年计划发展 1000 余家订单中心，用来展示长安深蓝的形象。EPA1 平台第二款产品 C673 预计 11 月上市，定位舒享智慧空间跨界 SUV，产品谱系不断丰富。EPA1 平台预计后续保持 1-2 款/年的新车发布节奏，目前规划了至少 5 款产品，计划 2025 年销量突破 60 万辆。

图 57：SL03 示意图

数据来源：公司公告，西南证券整理

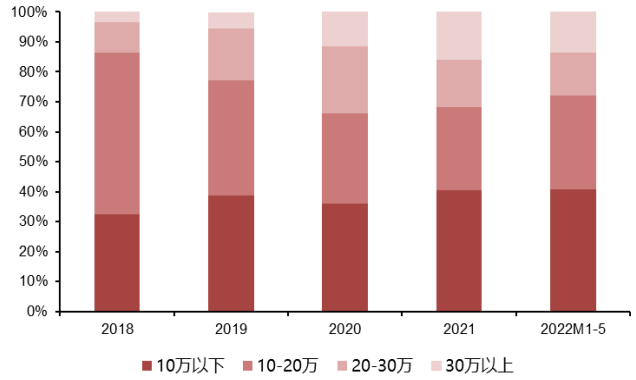
填补 10-20 万元爆款空白。在燃油车时代，10-20 万元产品占比超过 50%，反观新能源车，自 2020 年市场逐渐由政策驱动向消费驱动转变以来，10-20 万元新能源车占比不到 3 成，2021 年占比 27.8%，同比-2.1pp，22M1-5 增长至 31.4%，主要原因在于 10-20 万元能够与同价位燃油车竞争的新能源车型不多，因此新能源爆款单品主要集中于 10 万以下及 25 万以上。如果参照燃油车的价格偏好，我们认为 10-20 万元新能源市场具备较大潜力，占比仍有提升空间。与竞品 Model 3、比亚迪海豹、小鹏 P5 等相比，深蓝 SL03 在**动力、空间、续航、性价比**等方面具备优势，有望成为 10-20 万元价格区间的爆款，弥补市场空缺，提升公司销量。

表 15：SL03（纯电版）与竞品性能对比

	SL03	Model 3	比亚迪海豹	小鹏 P5
车款	2022 款	2021 款	2022 款	2022 款
价格（万元）	**18.39-21.59**	29.10-36.79	21.28-28.98	17.99-24.29
级别	B	B	B	B
长度（mm）	**4820**	4694	4800	4808
宽度（mm）	**1890**	1850	1875	1840
高度（mm）	1480	1443	1460	1520
轴距（mm）	2900	2875	2920	2768
最大功率（kW）	190	357	150/230/390	155
最大扭矩（Nm）	320	659	310/360/670	310
电池容量（kwh）	58/80	60/78.4	61.4/82.5	57.4/61.3
电池类型	三元/LFP	三元/LFP	LFP	三元/LFP
电机	-	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	永磁同步
电驱	后驱	后驱/四驱	后驱/四驱	前驱
百公里耗电量（kwh）	**12.3/12.9**	13.2	13/15	13.2-13.6
CLTC 续航（km）	**515/705**	556/675	550/700/650	450/460/510
零百加速（s）	5.9/6.9	6.1/3.3	3.8/5.9/7.5	7.5
中控屏尺寸	14.6	15	15.6	15.6
仪表盘尺寸	10.25	-	10.25	12.3
座舱芯片	高通 8155	AMD Ryzen	-	高通 8155
AR-HUD	有	无	-	无
高阶辅助驾驶	APA7.0+NID3.0	Autopilot	-	NGP
自动驾驶芯片	高通 8155	特斯拉 FSD	-	英伟达 Xavier
芯片算力（TOPS）	-	144	-	30
摄像头（个）	11	8	5	13
毫米波雷达（个）	5	1	3	5
超声波雷达（个）	12	12	6	12
激光雷达（个）	-	-	-	部分标配 2 个
OTA	是	是	是	是
全景天窗/天幕	天窗	天幕	天幕	天幕
扬声器数量	**14**	8/14	10/12	6/8

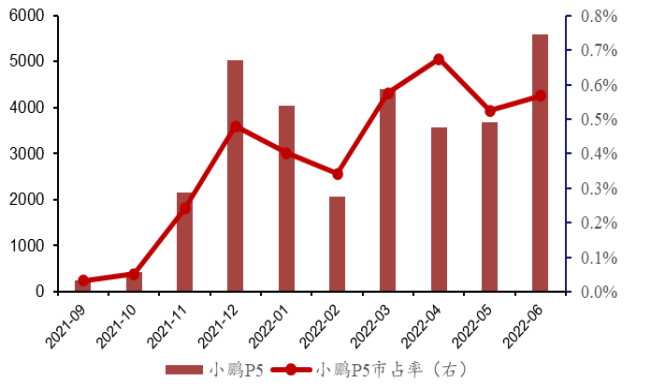
数据来源：汽车之家，西南证券整理

图 58：新能源乘用车价格区间分布



数据来源：乘联会，西南证券整理

图 59：SL03 竞品销量（辆）及占新能源乘用车份额走势



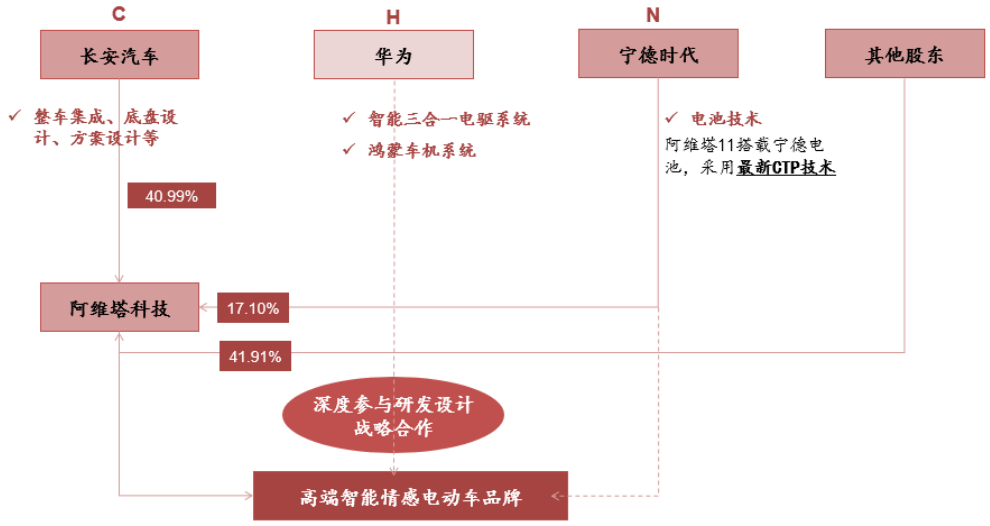
数据来源：乘联会，西南证券整理

2）高端纯电品牌阿维塔上市。阿维塔科技由长安发起，华为、宁德时代加入，聚合三家优势，共创共赢，立志于打造智能网联的汽车平台和汽车产业生态，引领高端电动智能化，在 2021 年完成了混改，目前长安持股 40.99%，宁德时代持股占比 17.1%，其他股东占比 41.91%，其中长安凭借多年的整车集成、底盘调校、整车匹配和外观设计经验，为阿维塔车型带来整车制造上的优势；华为深耕智能化多年，主要负责阿维塔在智能座舱方面，智能座舱是情感智能的重要抓手，鸿蒙系统设计上也能够直击用户心智，跟用户完美沟通；在电池方面，宁德时代拥有绝对的优势，通过自主生产电池及 Pack，极大的降低成本，通过在 BMS 管理上跟华为深度合作，形成很多创新，提升整车电池性能。目前阿维塔规划有 4 款整车产品，分别覆盖中高端主要细分市场，首款车型 E11 已实现量产，已在 8 月 8 日上市。

图 60：阿维塔 E11 示意图

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 61：阿维塔科技股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

定位高端市场，智能、网联、车云服务加持，引领品牌力向上。阿维塔在电池方面搭载宁德时代电池，工作电压高达近 700V，整包能量密度可达 180Wh/Kg，最长里程可达 700Km，同时实现 10 分钟快充 200Km 目标，解决用户对于里程焦虑的问题。智能驾驶板块主要由华为主导开发，可轻松实现城市复杂道路下的高阶智能驾驶，为用户带来高速路段、城区路段和泊车环节的全场景的覆盖，极致的驾驶体验，我们预计到 2025 年销量将达到 22 万辆。

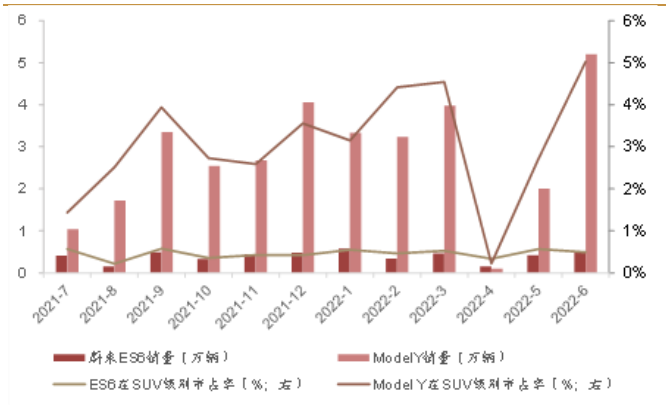
表 16：E11 与竞品性能对比

	E11	Model Y	蔚来 ES6
车款	2022 款	2021 款	2022 款
价格（万元）	预计 35-45	32-42	37-54
级别	B	B	B
长度（mm）	**4880**	4750	4850
宽度（mm）	**1970**	1921	1965
高度（mm）	**1601**	1624	1734
轴距（mm）	**2975**	2890	2900
最大功率（kW）	**425**	331	400
最大扭矩（Nm）	650	340/659	610/725
电池容量（kwh）	**90/116**	78.4	75
电池类型	三元	三元	三元
电机	195KW/230KW	137/180KW	320KW
电驱	华为 DriveONE 三合一	-	XPT 240-300KW IM
百公里耗电量（kwh）	16.6	13.9	22.9
续航类型	CLTC	CLTC	NEDC
续航（km）	555/680	640	465
零百加速（s）	**3.98**	5.1	4.7

	E11	Model Y	蔚来 ES6
中控屏尺寸	**15.6**	15	11.3
仪表盘尺寸	**10.25**	-	9.8
座舱芯片	华为麒麟 910	AMD Ryzen	高通 8155
AR-HUD	华为	自主研发	华为
计算平台	华为 MDC810	特斯拉 FSD	-
自动驾驶芯片	高通 8155	ADM	Mobileye EyeQ4
芯片算力（TOPS）	400	144	5
摄像头（个）	**13**	9	7
毫米波雷达（个）	6	1	5
超声波雷达（个）	12	-	12
激光雷达（个）	**3**	-	-
OTA	是	是	是
扬声器数量	**14**	13	12

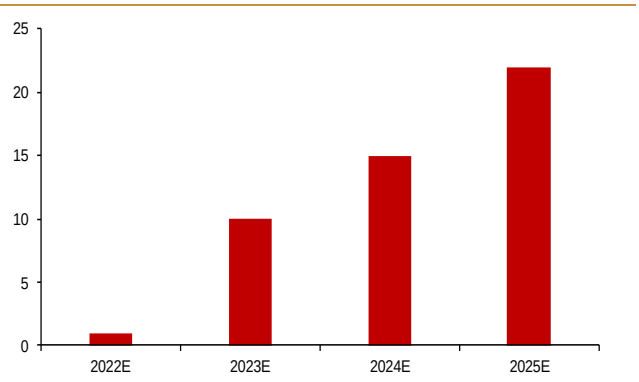
数据来源：汽车之家，西南证券整理

图 62：E11 竞品销量（辆）及新能源乘用车市场份额



数据来源：乘联会，西南证券整理

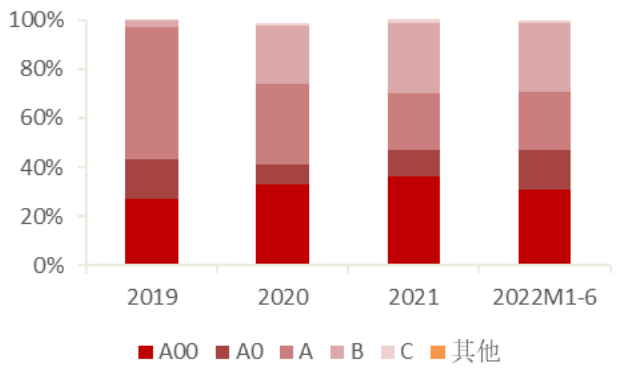
图 63：阿维塔销量预测（万辆）



数据来源：西南证券整理

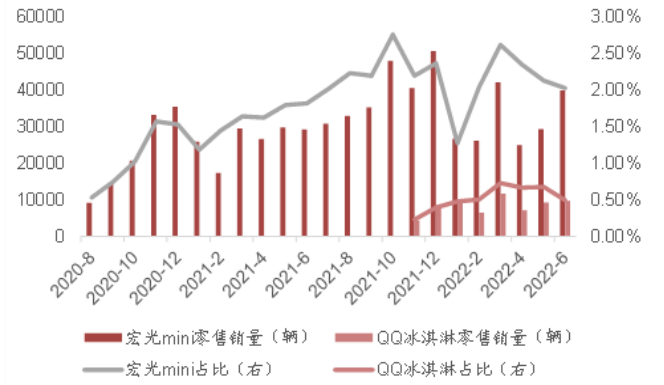
3）LUMIN。依托 EPA0 平台主打纯电 A00 级市场，替代奔奔。纯电 A00 级市场占比攀升，受众群体广泛，通过对比近 3 年电动汽车市场占比来看，从 2019 年的 27%到 2021 年 36%，出现每年逐渐攀升的状态，主要是 A00 级车型价格较低，性价比高，对于初次接触新能源汽车的用户来说接受程度较好，而且随着上游原材料价格上涨以及汽车下乡补贴政策刺激，更加有利于 A00 级车型。

图 64：不同级别新能源乘用车销量占比



数据来源：中汽协，西南证券整理

图 65：Lumin 竞品销量（辆）及新能源乘用车份额



数据来源：乘联会，西南证券整理

Lumin 市场定位准确，有望成为明星车型。在 2022 年 6 月量产的 Lumin 以乖巧的前脸造型和高性价比赢得市场，主要对标市场上五菱宏光 MINI-EV 以及 QQ 冰激凌。Lumin 以圆润的车身造型营造出憨萌的视觉效果，另外还配备了隐藏式门把手以及低风阻轮圈，车身尺寸方面，长宽高分别为 3270/1700/1545mm，轴距为 1980mm，中央配备 10.25 英寸悬浮式中控屏，并支持倒车影像、手机互联和 OTA 升级等功能；动力方面，电机最大功率均为 30kW，电池方面配备磷酸铁锂电池，容量分别为 12.92、17.65 和 27.99kWh，对应续航里程分别为 155km、210km 和 301km。竞品包括五菱宏光 MINI、奇瑞 QQ 冰淇淋等，通过对比发现 Lumin 在**空间、续航、座舱配置、质保**等方面具有优势，预售三天订单突破两万，显示出较强竞争力。

图 66：LUMIN 示意图

数据来源：公司官网，西南证券整理

表 17：Lumin 与竞品性能对比

	Lumin	五菱宏光 MINI-EV	奇瑞 QQ 冰激凌
车款	2022 款	2022 款	2022 款
售价（万元）	4.89-6.39	3.28-6.98	3.99-5.75
级别	A00	A00	A00
长度（mm）	**3270**	2920	2980
宽度（mm）	**1700**	1493	1496
高度（mm）	1545	1621	1637

	Lumin	五菱宏光 MINI-EV	奇瑞 QQ 冰激凌
轴距（mm）	**1980**	1940	1960
续驶里程（km）	**155/210/301**	120	120/170
整车质保	**三年或 12 万公里**	三年或 10 万公里	三年或 10 万公里
电池质保	八年或 12 万公里	八年或 12 万公里	首任车主不限年限/不限里程
电池类型	LFP	三元/LFP	LFP
电池厂家	CATL	华霆	中航/国轩
电量（Kwh）	**12.92/17.65/27.99**	9.2	9.6/13.9
中控屏（英寸）	**10.25**	无	无

数据来源：汽车之家，西南证券整理

3.2 合资品牌重新焕发生机

合资品牌经历曲折发展。公司旗下合资品牌的发展主要分为以下几个阶段：1）2013 年以前，占据中高端市场的合资品牌逐渐成为中国汽车市场中坚力量，德系、美系、法系等不断受到消费者青睐，市占率逐年提升，公司合资品牌长安福特、长安马自达、长安铃木等销量快速增长，2013 年长安福特市场占有率达到历史巅峰 4.2%，占公司乘用车总销量比重同样达到历史巅峰 48.2%，为公司贡献主要利润。2）2014-2017 年，公司自主品牌 CS 系列上市热销，自主品牌份额持续提升，长安福特占公司销量比重及市占率逐渐下滑，但占比仍保持在 40%左右，市占率保持在 3.4%以上，依然贡献公司主要利润来源。3）2018 起，受中美贸易摩擦、产品质量问题及新品投入停滞等因素影响，合资红利接近尾声，长安福特市占率持续下滑，2019 年达到历史最低的 0.9%，公司投资收益出现亏损。

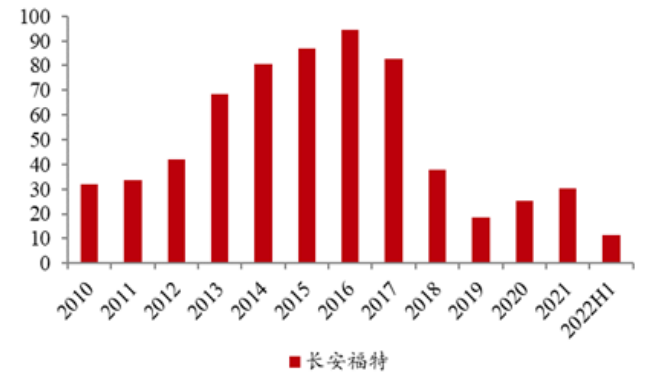
表 18：公司合资品牌车型图谱

合资品牌	类型	车型	级别	动力类型	价格（万元）	上市时间
长安福特	轿车	福克斯	A	燃油	10.88-15.38	2022.06
		福睿斯	A	燃油	9.08-11.68	2021.05
		蒙迪欧	B	燃油	15.98-21.68	2022.06
		金牛座	B	燃油	22.89-28.89	2019.08
	SUV	锐际	A	燃油	16.98-21.88	2020.10
		锐际新能源	A	混动	21	2021.06
		EVOS	B	燃油	19.98-25.98	2021.10
		锐界	B	燃油	22.98-30.98	2020.12
		探险者	C	燃油	30.98-39.98	2020.06
长安马自达	轿车	马自达 3 昂克赛拉	A	燃油	11.59-18.99	2021.04
		阿特兹	B	燃油	17.58-23.98	2021.03
	SUV	马自达 CX-30	A0	燃油	12.99-19.99	2021.06
		马自达 CX-30 EV	A0	纯电	15.98-20.18	2021.09
		马自达 CX-4	A	燃油	14.88-21.58	2020.08
		马自达 CX-5	A	燃油	17.58-24.58	2022.03
		马自达 CX-8	C	燃油	25.88-33.08	2018.12

合资品牌	类型	车型	级别	动力类型	价格（万元）	上市时间
长安福特林肯	轿车	林肯 Z	B	燃油	25.28-34.08	2022.03
	SUV	冒险家	A	燃油	24.68-34.58	2021.06
		冒险家新能源	A	混动	30.98-34.58	2021.08
		航海家	B	燃油	32.88-47.88	2021.03
		飞行家	C	燃油	50.98-76.38	2022.05

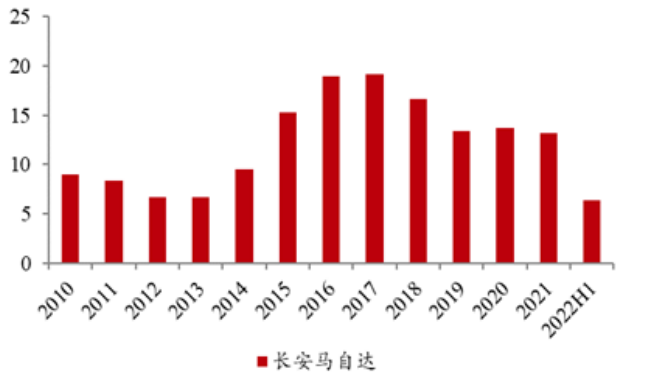
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 67：长安福特销量（万辆）



数据来源：Wind，西南证券整理

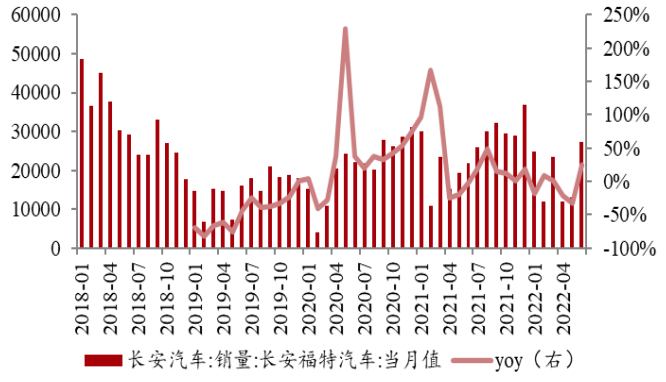
图 68：长安马自达销量（万辆）



数据来源：Wind，西南证券整理

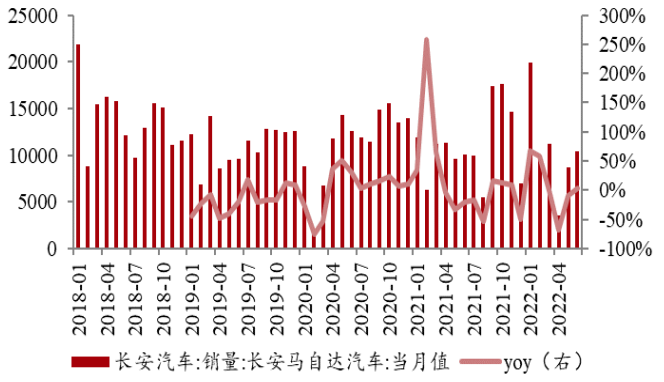
20 年以来合资品牌逐渐改善。2020 年剥离长安 PSA 等不良业务，利润水平明显改善。2021 年以来，长安福特高端化成效显著，林肯冒险家、航海家、飞行家稳态月销分别达 4000 辆、2000 辆、1000 辆，21 年林肯在华销量 9.2 万辆，同比+48%，首超在美销量；2021 年长安福特投资收益贡献 11.4 亿元，实现大幅增长；22Q1 新一代蒙迪欧及林肯 Z 上市取得较好成绩；22Q3 福克斯将推出四缸机，有望继续提升销量。2021 年 9 月，长安马自达收购一汽马自达 60%股份，二者销量合并，22H1 累计销量为 6.4 万辆，同比+5.5%。总体来看，预计下半年合资品牌销量将随着行业复苏实现较快增长。

图 69：长安福特月度销量（辆）



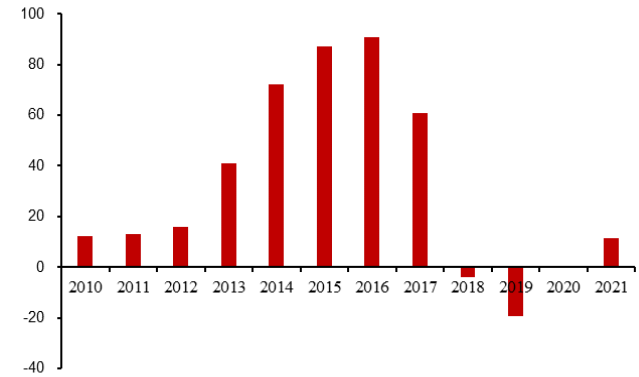
数据来源：Wind，西南证券整理

图 70：长安马自达月度销量（辆）



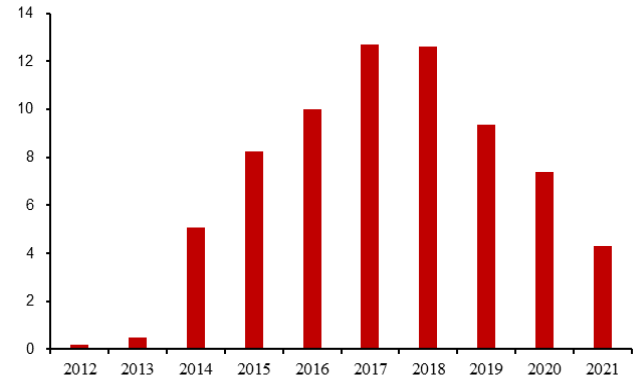
数据来源：Wind，西南证券整理

图 71：长安福特投资收益（亿元）



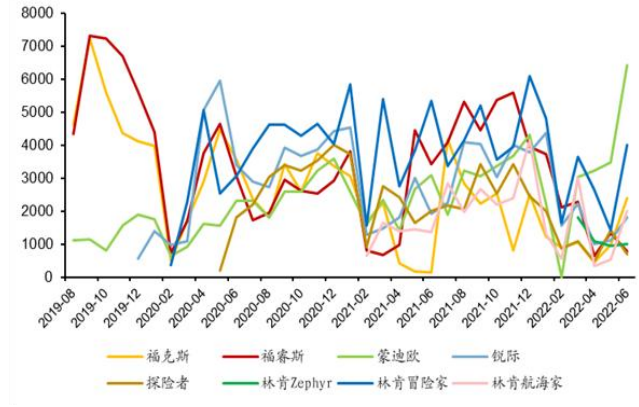
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 72：长安马自达投资收益（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 73：长安福特分车型销量（辆）



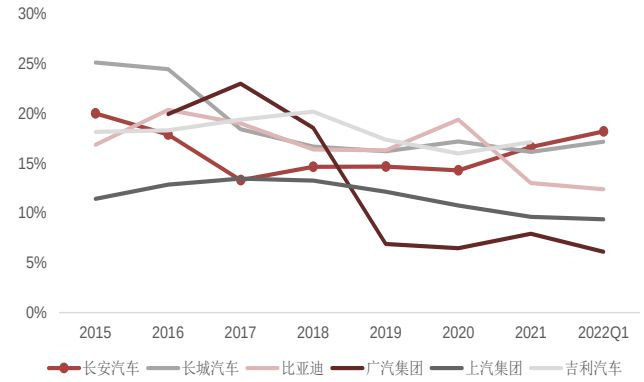
数据来源：乘联会，西南证券整理

4 财务分析

4.1 盈利能力改善

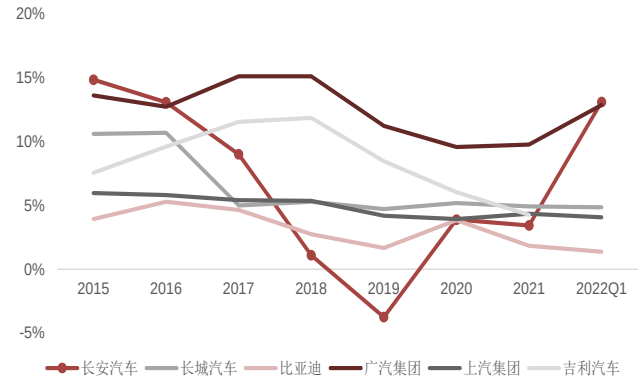
近两年公司盈利能力显著改善。2016-2017 年，公司的毛利率显著下滑，主要是行业景气度下滑、产能利用率降低、行业竞争加剧、公司对生命周期尾端的产品降价促销导致；公司净利率下滑的趋势一直延续到 2019 年，最主要的原因是 2017-2019 年长安福特的销量连续 3 年大幅下滑导致投资净收益大幅下滑。公司毛利率自 2018 年起呈回升趋势，最新 22Q1 公司毛利率同比增加 4.1pp 至 18.2%，主要是因为自主品牌车型结构不断优化，单车均价提升，同时 2021 年以来行业有所复苏、产能利用率提升（21 年为 67%，20 年为 60%）；公司净利率 2020 年以来也有所回升，最新 22Q1 公司净利率同比增加 10.4pp 至 13.1%，主要原因是投资净收益显著增加（系阿维塔科技（重庆）有限公司引入投资方进行增资，公司丧失控制权，剩余股权按公允价值重新计量的利得 21.3 亿元）。与同行业可比公司相比，22Q1 来看公司的盈利能力居于上游。

图 74：公司与可比公司毛利率走势



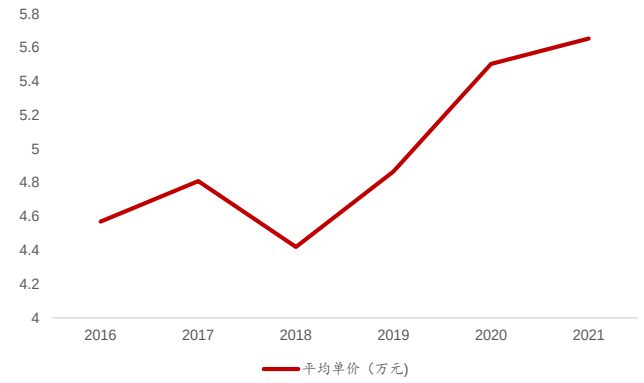
数据来源：Wind，西南证券整理

图 75：公司与可比公司净利率走势



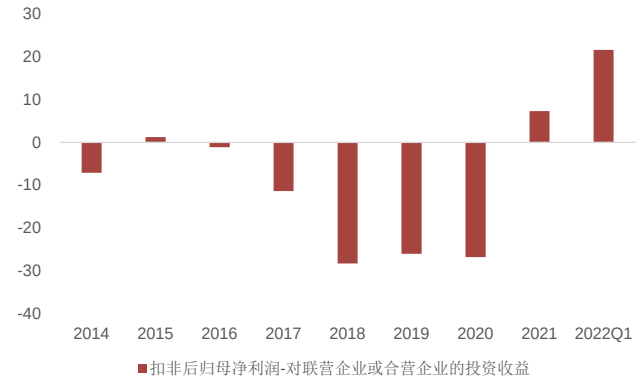
数据来源：Wind，西南证券整理

图 76：长安自主单车均价



数据来源：公司公告，西南证券整理

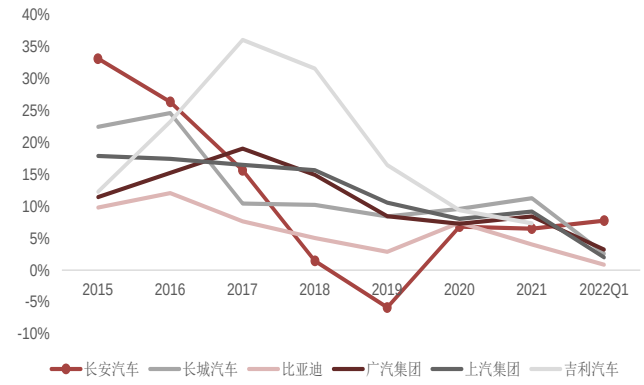
图 77：扣非后归母净利润减对联营企业或合营企业的投资收益



数据来源：公司公告，西南证券整理

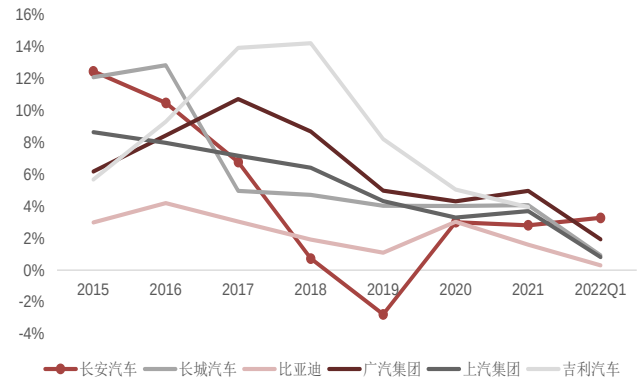
2015 年以来公司 ROE/ROA 的走势与净利率走势基本一致，最新 22Q1 公司 ROE/ROA 分别为 7.8%/3.3%，较 2021 年同期分别提升 6.2pp/2.6pp。与可比公司对比来看，22Q1 公司 ROE/ROA 均处于可比公司上游水平。

图 78：公司与可比公司 ROE 走势



数据来源：wind，西南证券整理

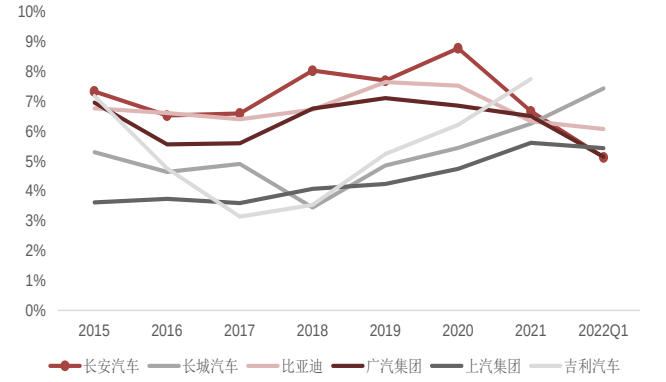
图 79：公司与可比公司 ROA 走势



数据来源：wind，西南证券整理

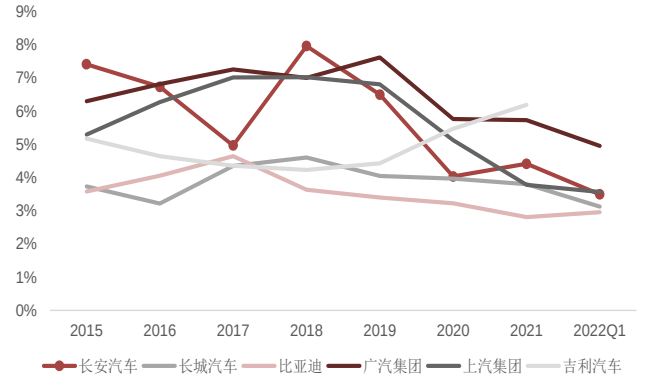
费用率方面，近几年公司管理费用率/销售费用率/研发费用率均明显下降，财务费用率较为稳定，最新 21Q1 公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率分别为 5.1%/3.5%/2.8%/-0.1%，其中 21 年以来公司管理费用率下降主要系油耗负积分费用大幅减少， 20 年公司销售费用率大幅下降主要是会计准则发生变化。与可比公司相比，公司管理费用率/财务费用率处于较低水平，销售费用率/研发费用率处于正常水平，其中公司财务费用率较低主要系公司现金相对充裕。

图 80：公司与可比公司管理费用率走势



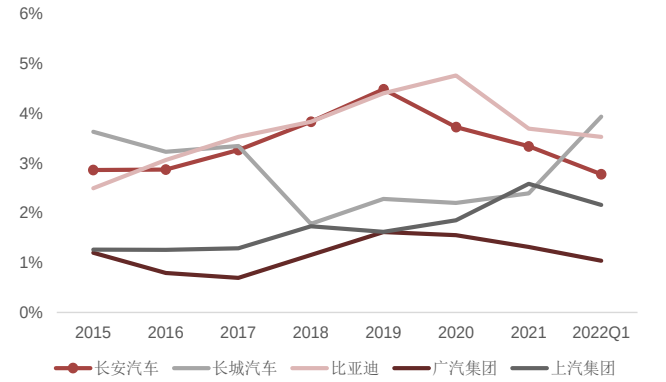
数据来源：wind，西南证券整理

图 81：公司与可比公司销售费用率走势



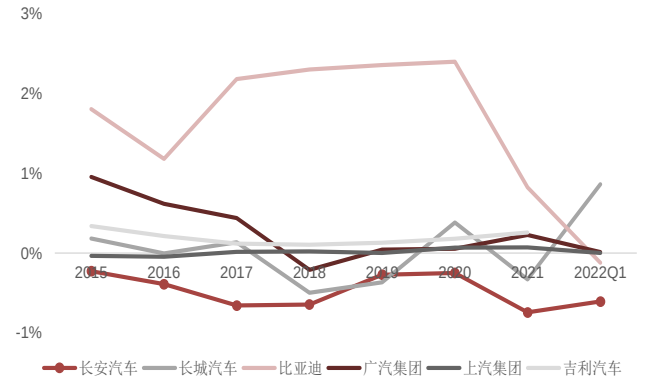
数据来源：wind，西南证券整理

图 82：公司与可比公司研发费用率走势



数据来源：wind，西南证券整理

图 83：公司与可比公司财务费用率走势

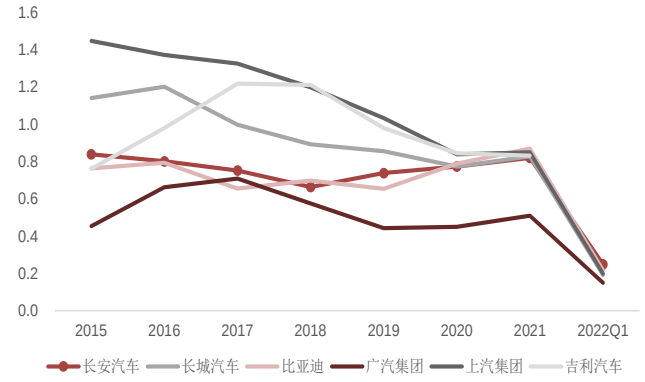


数据来源：wind，西南证券整理

4.2 存货周转率较高，其他财务指标均较为健康

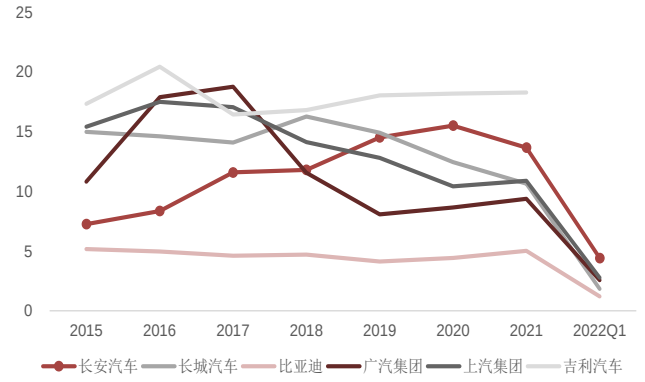
与可比公司相比，公司总资产周转率相对较为稳定，2021 年公司总资产周转率为 0.8，处于行业正常水平；2015-2020 公司存货周转率持续提升，2021 年公司存货周转率为 13.7，处于行业中上游水平，仅次于吉利汽车。

图 84：公司与可比公司总资产周转率走势



数据来源：wind，西南证券整理

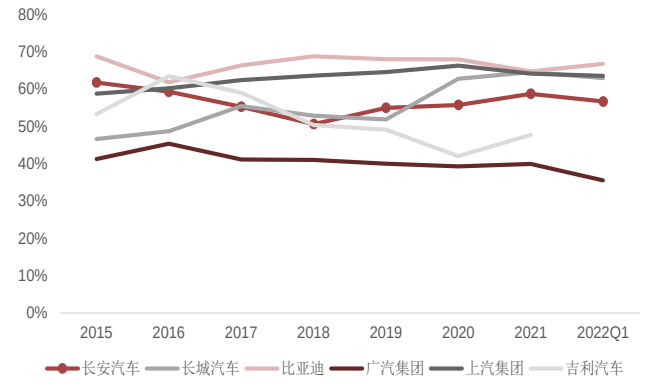
图 85：公司与可比公司存货周转率走势



数据来源：wind，西南证券整理

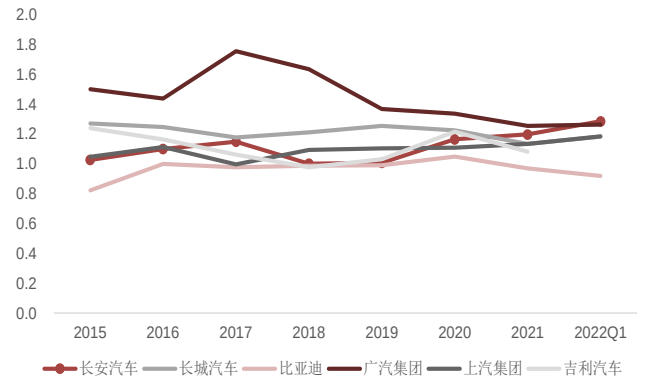
最新 22Q1 公司资产负债率/流动比率为 56.7%/1.3，处于行业正常水平，说明公司经营风格较为稳健，偿债能力较好。其他财务指标方面，公司的货币现金较为充裕，22Q1 为 505.1 亿元，仅次于上汽集团；公司经营性现金流净额处于可比公司中正常水平，22Q1 公司经营性现金流净额为 7.7 亿元，仅次于比亚迪，说明公司业务经营质量较高。整体看，公司的财务指标均较为健康，为未来业务的正常开展提供了有效保证。

图 86：公司与可比公司资产负债率走势



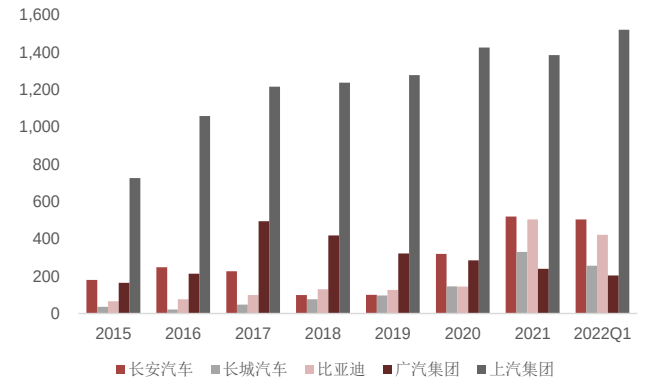
数据来源：wind，西南证券整理

图 87：公司与可比公司流动比率走势



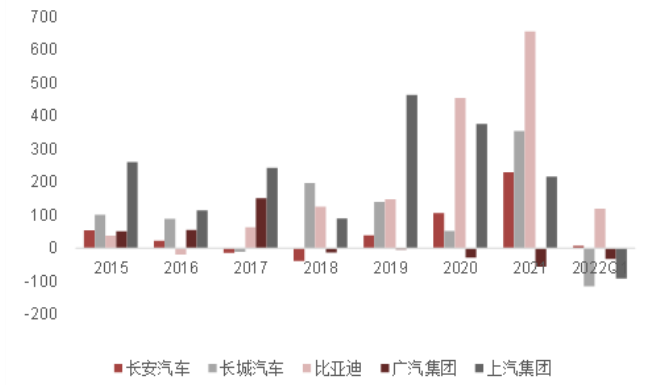
数据来源：wind，西南证券整理

图 88：公司与可比公司货币现金情况（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 89：公司与可比公司经营性现金流净额情况（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司第三次创业成效显现，伴随 CS75 PLUS、UNI 系列等高毛利车型放量、规模效应提升，自主品牌已成为公司新的发展动能，市占率快速增长，预计 22/23/24 年长安自主品牌乘用车销量分别为 160/190/230 万辆，带动盈利能力持续改善，预计 22/23/24 年整车毛利率分别为 16%/16.7%/17%；

假设 2：公司自主新能源品牌元年开启，基于 EPA/CHN 平台分别在小型、中端及高端智能化领域推出针对性产品，预计 22/23/24 年深蓝、LUMIN、阿维塔销量分别为 5/10/20、8/12/15、0.5/10/15 万辆，随着新能源汽车快速放量，长安新能源科技减亏顺利，预计 22/23/24 年投资收益分别为-8.1/-2/0 亿元；

假设 3：合资品牌盈利不断改善，福特高端化转型成功，新一代福克斯四缸产品上市有望提升销量，预计 22/23/24 年长安福特和长安马自达销量分别 32/33/35、15/13/14 万辆。

表 19：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
整车	收入	99238.62	116485.66	137977.27	160653.53
	增速	19.9%	17.4%	18.5%	16.4%
	成本	83904.63	97847.96	114935.06	133342.43
	毛利率	15.5%	16.0%	16.7%	17.0%
其他	收入	5903.26	6493.30	7142.63	7856.89
	增速	233.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	3744.07	3895.98	4285.58	4714.14
	毛利率	36.6%	37.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	105141.88	122978.96	145119.90	168510.43
	增速	24.3%	17.0%	18.0%	16.1%
	成本	87648.71	101743.94	119220.64	138056.57
	毛利率	16.6%	17.3%	17.8%	18.1%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 1230、1451 和 1685 亿元，归母净利润分别为 74、82 和 96 亿元，EPS 分别为 0.74、0.83 和 0.96 元，对应 PE 分别为 24、21 和 18 倍。

5.2 绝对估值

关键假设如下：

1）无风险利率：10 年期国债到期收益率；

2）β 系数：公司上市以来相对于沪深 300 指数的 β 作为公司的无杠杆 β 系数近似值；

3）有效税率：15%。

表 20：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	3
永续期增长率	3.50%
无风险利率 Rf	2.77%
市场组合报酬率 Rm	10.91%
有效税率 Tx	15%
过渡期增长率	9%
β 系数	1.31
债务资本成本 Kd	6.53%
债务资本比重 Wd	20.25%
股权资本成本 Ke	13.6%
WACC	11.94%

数据来源：西南证券

表 21：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
股票价值	217447.24
每股价值	21.92

数据来源：西南证券

表 22：FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 \ WACC	10.44%	10.94%	11.44%	11.94%	12.44%	12.94%	13.44%
2.0%	23.10	21.88	20.80	19.82	18.94	18.14	17.42
2.5%	24.03	22.69	21.51	20.45	19.49	18.63	17.85
3.0%	25.09	23.61	22.30	21.14	20.10	19.17	18.33
3.5%	26.31	24.65	23.19	**21.92**	20.78	19.77	18.86
4.0%	27.71	25.83	24.21	22.79	21.54	20.44	19.45
4.5%	29.35	27.20	25.37	23.78	22.40	21.18	20.10
5.0%	31.29	28.81	26.71	24.92	23.37	22.01	20.82

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 21.92 元。

5.3 相对估值

我们选取了行业中与长安汽车业务最为相近的四家公司上汽集团、广汽集团、长城汽车、比亚迪，2022 年平均 PE 为 41 倍。长安汽车未来最大的看点有三个：1）第三次创业成效逐渐显现，在 CS、UNI 系列等高毛利爆款车型带动下自主品牌市占率快速提升，盈利能力持续好转；2）自主新能源发展元年，基于 EPA/CHN 平台分别在小型、中端及高端智能化领域推出多款针对性产品，发展前景好，减亏顺利；3）合资项目销量好转，高端化转型成

功，盈利提升。结合对标公司的估值和目前长安汽车的业务布局，给公司予 2022 年 30 倍 PE，对应目标价 22.2 元。我们看好公司未来成为领先的自主及新能源整车品牌，首次覆盖给予“买入”评级。

表 23：可比公司估值（截止 2022.8.9）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600104.SH	上汽集团	16.20	2.10	2.19	2.46	2.69	9.82	7.39	6.57	6.02
601238.SH	广汽集团	15.31	0.71	0.98	1.17	1.38	21.48	15.52	12.97	11.05
601633.SH	长城汽车	32.33	0.73	0.98	1.34	1.74	66.65	33.08	24.03	18.55
002594.SZ	比亚迪	321.35	1.05	2.96	5.21	7.64	256.30	107.97	61.37	41.85
平均值							88.56	40.99	26.24	19.37

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

1）疫情扩散风险。生产端，公司位于产业链下游，而整车产业链较长，零部件厂商众多，若疫情散发导致一个或多个零部件供应商因管控而停产或者减产，就会影响下游的生产；需求端，疫情的反复也会增加需求的不确定性。所以疫情再度散发将可能会影响公司的产销，从而影响公司的业绩。

2）芯片短缺风险。公司所生产销售的整车用芯片种类多，缺一不可，若全球因疫情或自然灾害等原因导致某类车规级芯片供应受到影响，就会影响公司的生产销售从而影响经营业绩。

3）原材料涨价超预期的风险。汽车企业生产经营受能源、金属等大宗商品价格上涨影响，这些大宗商品上涨可能导致公司短期生产成本增加，加大公司经营压力，侵蚀公司利润。

4）长安福特与长安马自达的销量恢复不及预期的风险。投资收益是公司利润的重要来源，而公司对长安福特和长安马自达的投资收益又是投资收益中的最重要的部分，若长安福特与长安马自达销量恢复不及预期，将侵蚀公司的投资收益从而侵蚀公司的利润。

5）自主品牌销量与盈利能力不及预期的风险。公司自主品牌为公司贡献了越来越多的营收与利润，若自主品牌销量与盈利能力不及预期，将对公司的营收与利润形成较大压力。

6）新能源销量表现低于预期的风险。市场对公司新能源产品尤其是高端智能纯电车型阿维塔期望较高，目前公司股价已注入较多预期，若阿维塔上市后表现不及预期，将打击市场信心，波及公司股价。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	105141.88	122978.96	145119.90	168510.43
营业成本	87648.71	101743.94	119220.64	138056.57
营业税金及附加	3972.43	4610.45	5471.20	6343.43
销售费用	4645.65	4796.18	5804.80	6908.93
管理费用	3499.65	7378.74	8852.31	10110.63
财务费用	-780.92	-408.32	-447.17	-562.94
资产减值损失	-1019.25	-1000.00	-500.00	-500.00
投资收益	1013.65	1200.00	1300.00	1400.00
公允价值变动损益	42.08	847.70	777.11	678.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3730.52	7905.67	8795.22	10231.94
其他非经营损益	90.09	13.33	51.38	45.15
利润总额	3820.61	7919.00	8846.61	10277.09
所得税	216.39	448.51	501.05	582.07
净利润	3604.22	7470.48	8345.56	9695.02
少数股东损益	51.75	108.87	114.76	134.95
归属母公司股东净利润	3552.46	7361.61	8230.80	9560.07

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3604.22	7470.48	8345.56	9695.02
折旧与摊销	4004.90	2944.81	3003.46	3082.11
财务费用	-780.92	-408.32	-447.17	-562.94
资产减值损失	-1019.25	-1000.00	-500.00	-500.00
经营营运资本变动	15447.47	-8050.16	4295.76	5057.96
其他	1715.31	-1030.15	-1569.59	-1584.81
经营活动现金流净额	22971.72	-73.33	13128.02	15187.34
资本支出	3612.11	-2000.00	-1500.00	-1500.00
其他	-5101.34	478.59	517.77	363.91
投资活动现金流净额	-1489.23	-1521.41	-982.23	-1136.09
短期借款	-559.00	-19.00	0.00	0.00
长期借款	-355.30	0.00	0.00	0.00
股权融资	1114.17	0.00	0.00	0.00
支付股利	-1666.24	-710.49	-1472.32	-1646.16
其他	-1129.58	-222.95	447.17	562.94
筹资活动现金流净额	-2595.96	-952.45	-1025.15	-1083.22
现金流量净额	18861.95	-2547.19	11120.64	12968.02

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	51976.24	49429.05	60549.69	73517.72
应收和预付款项	29184.31	33369.67	39809.73	45960.87
存货	6852.87	8026.30	9495.48	11093.71
其他流动资产	3127.01	1538.32	1780.02	2035.37
长期股权投资	13245.37	14445.37	15745.37	17145.37
投资性房地产	6.65	6.65	6.65	6.65
固定资产和在建工程	22786.14	22762.36	22179.93	21518.85
无形资产和开发支出	5162.45	4242.92	3323.39	2403.86
其他非流动资产	3063.57	3431.18	3689.01	4001.73
资产总计	135404.62	137251.83	156579.28	177684.13
短期借款	19.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	51630.76	60240.42	70796.41	81806.53
长期借款	600.00	600.00	600.00	600.00
其他负债	27288.63	13882.61	15780.84	17826.71
负债合计	79538.38	74723.03	87177.25	100233.24
股本	7632.15	9921.80	9921.80	9921.80
资本公积	9776.19	9776.19	9776.19	9776.19
留存收益	38882.97	45534.09	52292.57	60206.48
归属母公司股东权益	55732.93	62286.62	69045.10	76959.01
少数股东权益	133.31	242.18	356.93	491.88
股东权益合计	55866.24	62528.80	69402.03	77450.89
负债和股东权益合计	135404.62	137251.83	156579.28	177684.13

财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
销售收入增长率	24.33%	16.96%	18.00%	16.12%
营业利润增长率	42.16%	111.92%	11.25%	16.34%
净利润增长率	9.60%	107.27%	11.71%	16.17%
EBITDA 增长率	2.42%	50.15%	8.71%	12.33%
获利能力				
毛利率	16.64%	17.27%	17.85%	18.07%
三费率	7.00%	9.57%	9.79%	9.77%
净利率	3.43%	6.07%	5.75%	5.75%
ROE	6.45%	11.95%	12.02%	12.52%
ROA	2.66%	5.44%	5.33%	5.46%
ROIC	10.42%	26.88%	23.90%	27.18%
EBITDA/销售收入	6.61%	8.49%	7.82%	7.57%
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.90	0.99	1.01
固定资产周转率	4.40	5.90	7.23	8.55
应收账款周转率	55.10	62.48	58.30	58.36
存货周转率	12.50	12.72	12.77	12.70
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	122.26%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	58.74%	54.44%	55.68%	56.41%
带息债务/总负债	0.78%	0.80%	0.69%	0.60%
流动比率	1.20	1.30	1.33	1.37
速动比率	1.11	1.18	1.22	1.26
股利支付率	46.90%	9.65%	17.89%	17.22%
每股指标				
每股收益	0.36	0.74	0.83	0.96
每股净资产	5.62	6.28	6.96	7.76
每股经营现金	2.32	-0.01	1.32	1.53
每股股利	0.17	0.07	0.15	0.17

业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	6954.50	10442.16	11351.52	12751.12
PE	49.60	23.94	21.41	18.43
PB	3.16	2.83	2.55	2.29
PS	1.68	1.43	1.21	1.05
EV/EBITDA	11.71	7.96	6.32	4.58
股息率	0.95%	0.40%	0.84%	0.93%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn