

3 季度毛利率同比改善，自主品牌盈利能力提升

核心观点

- 业绩符合预期。**前3季度实现营业收入853.52亿元，同比增长7.8%；归母净利润69.00亿元，同比增长130.6%；扣非后净利润38.39亿元，同比增长120.7%。3季度实现营业收入287.78亿元，同比增长28.4%，环比增长30.8%；归母净利润10.42亿元，同比下降17.5%，环比下降21.1%；扣非后净利润7.39亿元，同比下降26.1%，环比下降10.9%。利润下降预计主要系受8月高温限电停产、供应链紧张等影响交付缺口较大，以及因计提资产减值准备减少3季度归母净利润约1.3亿元所致。预计4季度交付制约因素有望边际改善，盈利有望环比改善。
- 3 季度毛利率同比大幅提升，因加大研发投入费用率增加。**前3季度毛利率20.3%，同比提升4.4个百分点；3季度毛利率21.3%，同比提升3.9个百分点，环比下降1.1个百分点；前3季度期间费用率11.6%，同比增加1.9个百分点，其中销售费用率4.7%，同比增加0.7个百分点；研发费用率4.0%，同比增加1.4个百分点，主要系研发投入增加。前3季度经营活动现金流净额37.83亿元，同比下降83.3%，主要系支付供应商货款增加所致。
- 合资品牌表现因限电影响略承压。**3季度投资收益-3.30亿元，同比下降192.1%，其中对联营合营企业投资收益-3.30亿元，预计主要系长安新能源亏损以及合资品牌3季度销量因高温限电等承压。前3季度长安福特销量19.12万辆，同比下降8.6%，长安马自达销量8.41万辆，同比下降9.8%；3季度长安福特销量7.86万辆，同比下降11.0%，环比增长50.1%，长安马自达销量2.04万辆，同比下降37.8%，环比下降9.9%。预计4季度在新款探险者、新一代锐界等新产品带动下，合资品牌销量有望得以改善。
- 自主品牌盈利能力维持改善，新能源销量延续强势增长。**3季度毛利率同比大幅提升，反映自主品牌盈利能力维持改善趋势。前3季度长安自主品牌乘用车销量95.15万辆，同比增长2.5%，3季度销量32.23万辆；前3季度长安自主品牌新能源销量15.63万辆，同比增长117.9%，3季度销量7.14万辆。自主品牌新能源领域布局持续推进，深蓝品牌首款车型SL03于8月底正式开启交付，订单突破4万辆；据深蓝公众号，截至9月30日已在全国开设532家深蓝体验中心，覆盖全国212个城市。由长安、华为、宁德时代携手打造的阿维塔11预计将于12月份上市，目前订单已超过2万辆。据10月7日誓师大会，公司深蓝SL03、阿维塔11、Lumin、UNI-K iDD等新产品未交付订单达10.8万辆，整体交付率仅约45%，其中深蓝SL03交付率仅13%。预计4季度公司将全力保证在手订单交付，多款重点新能源车型有望助力自主品牌持续向上发展。

盈利预测与投资建议

- 调整毛利率、费用率等，预测2022-2024年归母净利润87.86、88.79、97.85亿元（原94.38、97.30、116.97亿元），可比公司22年平均PE17倍左右，给予公司22年PE17倍估值，目标价15.13元，维持买入评级。

风险提示

长安福特销量低于预期、长安马自达销量低于预期、长安自主品牌销量低于预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	84,566	105,142	129,222	152,798	173,153
同比增长(%)	19.8%	24.3%	22.9%	18.2%	13.3%
营业利润(百万元)	2,624	3,731	9,315	9,383	10,342
同比增长(%)	224.5%	42.2%	149.7%	0.7%	10.2%
归属母公司净利润(百万元)	3,324	3,552	8,786	8,879	9,785
同比增长(%)	225.6%	6.9%	147.3%	1.1%	10.2%
每股收益(元)	0.34	0.36	0.89	0.89	0.99
毛利率(%)	14.7%	16.6%	20.3%	20.7%	20.8%
净利率(%)	3.9%	3.4%	6.8%	5.8%	5.7%
净资产收益率(%)	6.8%	6.5%	14.7%	13.1%	12.7%
市盈率	34.9	32.6	13.2	13.1	11.8
市净率	2.2	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年11月02日）	12.36元
目标价格	15.13元
52周最高价/最低价	21.43/6.51元
总股本/流通A股（万股）	992,180/924,603
A股市值（百万元）	122,633
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2022年11月02日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.83	-1.59	-37.98	-19.88
相对表现	2.26	1.75	-27.53	4.13
沪深300	0.57	-3.34	-10.45	-24.01



证券分析师

姜雪晴 jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

联系人

袁俊轩 yuanjunxuan@orientsec.com.cn

相关报告

预计4季度限电影响结束后，整体销量有望环比改善	2022-10-16
预计9月整体销量将快速回升，深蓝SL03订单持续增加	2022-09-11
毛利率逆市提升，自主品牌盈利能力改善	2022-08-31

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2022年11月1日	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
上汽集团	600104	14.11	2.10	1.92	2.25	2.33	6.72	7.35	6.28	6.05
广汽集团	601238	11.77	0.70	1.03	1.21	1.41	16.79	11.40	9.74	8.33
长城汽车	601633	29.47	0.73	1.14	1.27	1.61	40.13	25.84	23.14	18.33
宇通客车	600066	7.22	0.28	0.20	0.49	0.53	26.05	36.35	14.85	13.53
江铃汽车	000550	14.48	0.67	1.00	1.19	1.19	21.77	14.48	12.16	12.16
调整后平均							21.54	17.24	12.25	11.34

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	32,002	51,976	38,766	45,839	51,946	营业收入	84,566	105,142	129,222	152,798	173,153
应收票据、账款及款项融资	30,513	25,943	46,224	54,954	61,948	营业成本	72,101	87,649	103,018	121,175	137,149
预付账款	461	3,241	1,943	2,613	3,634	营业税金及附加	3,228	3,972	4,781	5,654	6,407
存货	5,968	6,853	7,451	9,423	10,436	营业费用	3,406	4,646	5,815	6,723	7,619
其他	3,947	3,127	6,542	5,643	6,123	管理费用及研发费用	7,061	7,015	9,821	11,613	13,160
流动资产合计	72,890	91,140	100,927	118,473	134,088	财务费用	(210)	(781)	(853)	(637)	(465)
长期股权投资	12,109	13,245	12,121	12,492	12,619	资产、信用减值损失	1,626	1,042	412	394	598
固定资产	26,437	21,326	29,098	36,936	45,375	公允价值变动收益	2,035	42	0	0	0
在建工程	1,048	1,460	7,759	10,909	12,484	投资净收益	3,154	1,014	2,557	677	827
无形资产	4,432	4,386	3,655	2,924	2,193	其他	81	1,076	530	830	830
其他	1,350	3,847	3,539	3,638	3,665	营业利润	2,624	3,731	9,315	9,383	10,342
非流动资产合计	45,376	44,264	56,172	66,900	76,337	营业外收入	62	130	60	60	60
资产总计	118,265	135,405	157,099	185,373	210,425	营业外支出	89	40	80	50	50
短期借款	578	19	10,738	18,826	24,491	利润总额	2,597	3,821	9,295	9,393	10,352
应付票据及应付账款	40,693	47,943	56,599	67,082	75,432	所得税	(692)	216	465	470	518
其他	21,322	28,145	23,086	24,508	25,431	净利润	3,288	3,604	8,830	8,923	9,834
流动负债合计	62,593	76,107	90,423	110,416	125,354	少数股东损益	(36)	52	44	45	49
长期借款	955	600	600	600	600	归属于母公司净利润	3,324	3,552	8,786	8,879	9,785
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.34	0.36	0.89	0.89	0.99
其他	1,237	2,832	2,484	1,835	2,108						
非流动负债合计	2,192	3,432	3,084	2,435	2,708	主要财务比率					
负债合计	64,785	79,538	93,507	112,851	128,063		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	70	133	177	222	271	成长能力					
实收资本(或股本)	5,363	7,632	9,922	9,922	9,922	营业收入	19.8%	24.3%	22.9%	18.2%	13.3%
资本公积	10,931	9,120	7,487	7,487	7,487	营业利润	224.5%	42.2%	149.7%	0.7%	10.2%
留存收益	36,997	38,883	45,891	54,769	64,554	归属于母公司净利润	225.6%	6.9%	147.3%	1.1%	10.2%
其他	119	97	115	122	128	获利能力					
股东权益合计	53,480	55,866	63,591	72,521	82,362	毛利率	14.7%	16.6%	20.3%	20.7%	20.8%
负债和股东权益总计	118,265	135,405	157,099	185,373	210,425	净利率	3.9%	3.4%	6.8%	5.8%	5.7%
						ROE	6.8%	6.5%	14.7%	13.1%	12.7%
						ROIC	6.2%	5.0%	12.2%	9.9%	9.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	54.8%	58.7%	59.5%	60.9%	60.9%
净利润	3,288	3,604	8,830	8,923	9,834	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	4,028	2,654	3,029	3,807	4,780	流动比率	1.16	1.20	1.12	1.07	1.07
财务费用	(210)	(781)	(853)	(637)	(465)	速动比率	1.06	1.10	1.00	0.95	0.95
投资损失	(3,154)	(1,014)	(2,557)	(677)	(827)	营运能力					
营运资金变动	9,388	14,738	(21,049)	474	(813)	应收账款周转率	56.8	55.1	65.2	57.7	57.0
其它	(2,664)	3,770	910	(197)	843	存货周转率	13.8	12.5	11.4	10.2	9.9
经营活动现金流	10,676	22,972	(11,690)	11,693	13,352	总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
资本支出	(1,503)	2,574	(14,059)	(14,059)	(14,059)	每股指标(元)					
长期投资	(1,101)	(1,136)	1,124	(371)	(128)	每股收益	0.34	0.36	0.89	0.89	0.99
其他	6,208	(2,927)	1,828	1,204	719	每股经营现金流	1.99	3.01	-1.18	1.18	1.35
投资活动现金流	3,605	(1,489)	(11,107)	(13,226)	(13,468)	每股净资产	5.38	5.62	6.39	7.29	8.27
债权融资	404	643	(862)	(120)	92	估值比率					
股权融资	6,125	458	656	0	0	市盈率	34.9	32.6	13.2	13.1	11.8
其他	518	(3,697)	9,794	8,725	6,130	市净率	2.2	2.1	1.8	1.6	1.4
筹资活动现金流	7,047	(2,596)	9,587	8,605	6,222	EV/EBITDA	13.2	15.2	7.4	6.8	5.8
汇率变动影响	(33)	(25)	-0	-0	-0	EV/EBIT	35.3	28.9	10.1	9.8	8.6
现金净增加额	21,295	18,862	(13,210)	7,073	6,107						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn