



买入（首次）

所属行业：汽车/汽车整车
当前价格(元)：13.44

证券分析师

俞能飞

资格编号：S0120522120003

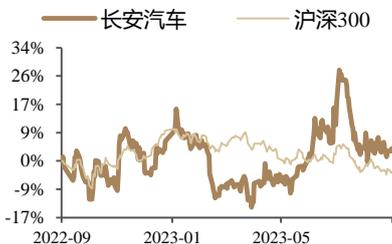
邮箱：yunf@tebon.com.cn

研究助理

完颜尚文

邮箱：wanyansw@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.31	-6.46	3.62
相对涨幅(%)	-0.07	-1.28	7.38

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

长安汽车：三次创业筚路蓝缕，海纳百川再续辉煌

投资要点

- 复盘：三次创业筚路蓝缕，自主品牌持续向上。**长安前身为 1862 年的上海洋炮局。**1) 第一次创业进入汽车市场：**1984 年以铃木为师开始生产微车，一举成为微车市场龙头。**2) 第二次创业发展自主品牌：**2006 年发布自主品牌轿车发展战略，并于 2015、2016 年夺得自主品牌销冠。**3) 第三次创业开启新能源与智能化转型：**2017 年发布“香格里拉计划”目标实现全谱系产品的电气化，2018 年发布“北斗天枢计划”开始向智能出行科技公司转型。2018-2022 年，长安自主品牌销量由 110.56 万辆提升至 171.66 万辆，CAGR 达 15.80%，销量的快速增长带动营收不断向好，2022 年长安汽车营业收入达 1212.53 亿元。
- 品牌：经典+新能源序列两翼齐飞，电气化转型全面推进。****1) 经典序列：**整合现有燃油品牌，打造“智电 iDD”技术标签，加速推进电气化转型。**2) 新能源序列：**布局深蓝、阿维塔、启源三大新能源品牌。深蓝汽车定位年轻、科技，全面发力主流电动市场；阿维塔由长安汽车、华为、宁德时代三方共同打造，剑指高端智能电动汽车全球品牌；启源定位新主流电动序列，与阿维塔、深蓝共同形成长安汽车三大新能源智能化品牌矩阵，满足不同细分化市场需求。
- 产品：爆款车型专家，打造强势产品矩阵。****1) 长安已打造众多爆款车型。**长安 CS75 PLUS 性价比高，23 年 5 月以来稳居燃油紧凑型 SUV 销量榜首；长安 Lumin 车身空间大、智能娱乐配置高，23 年 5 月以来稳居微型车市场销量冠军；深蓝 SL03 智能化配置出色，销量位居自主品牌新能源中型车前列；长安启源旗下首款车型启源 A07 价格亲民、空间配置大、智能化配置高，具备爆款车型潜质。**2) 新一轮产品周期将至。**2025 年前，长安品牌计划推出 22 款全新产品，涵盖启源 10 款全新车型。深蓝、阿维塔分别计划推出 6 款与 4 款全新产品。
- 技术：第三次创业进入收获期，强大技术实力支撑新品向上。**2022 年 4 月，深蓝发布其首个电驱平台——EPA1。EPA1 平台兼容纯电、增程和氢燃料三种动力构型，具备高效率、高性能、高智能、高安全四大优势。2022 年 6 月，长安汽车、华为、宁德时代共同发布了全新一代智能电动汽车技术平台 CHN，该平台具备“新架构、强计算、高压充电”三大特征。2022 年 8 月，SDA 架构亮相，实现了“集中化的电子电气架构、服务化的软件架构、标准化和抽象化的硬件架构”三大目标”。
- 出海：海纳百川剑指全球，即将迈向海外发展快车道。**2022 年海外市场出口销量近 25 万辆，出口总量居于国内汽车行业第四，其中自主品牌海外出口总销量达 17 万辆，同比增长 48.83%。海外市场主要布局南美洲、北美洲、中东、俄罗斯地区，2022 年沙特出口销量为 34,998 辆，位居国内自主车企榜首。2023 年发布“海纳百川”海外计划，着力推进产品与产能、品牌建设、营销服务、市场、组织与人才“五大布局”，绘就海外发展蓝图。
- 盈利预测与投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润 104.24/82.55/105.45 亿元，对应 PE 为 12、16、12 倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**新车型投放速度不及预期、新车型销量表现不及预期、市场竞争加剧影响公司盈利能力。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	9,919.32		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	7,648.13	营业收入(百万元)	105,142	121,253	158,927	208,507	237,034
52 周内股价区间(元):	10.81-16.03	(+/-)YOY(%)	24.3%	15.3%	31.1%	31.2%	13.7%
总市值(百万元):	133,315.66	净利润(百万元)	3,552	7,798	10,424	8,255	10,545
总资产(百万元):	174,992.80	(+/-)YOY(%)	6.9%	119.5%	33.7%	-20.8%	27.7%
每股净资产(元):	6.85	全面摊薄 EPS(元)	0.36	0.79	1.05	0.83	1.06
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	16.6%	20.5%	17.8%	18.1%	18.5%
		净资产收益率(%)	6.4%	12.4%	14.8%	10.5%	11.8%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 复盘：三次创业筚路蓝缕，自主品牌持续向上.....	8
1.1. 历经百年峥嵘岁月，三次创业筚路蓝缕	8
1.2. 18 年以来合资品牌陷入疲软，成为利润拖累项	11
1.3. 自主品牌向上助力业绩增长，盈利状况持续改善.....	13
1.4. 持续进行资产优化，最大化降低拖累项负担	15
2. 品牌：经典+新能源序列两翼齐飞，电气化转型全面推进	16
2.1. 经典序列：整合现有燃油车品牌，加速推进电气化转型.....	16
2.1.1. CS：定位大众市场，为长安品牌销量贡献主力军.....	17
2.1.2. UNI：定位年轻群体，智电 iDD 专网体验服务全面进阶.....	17
2.1.3. 欧尚：定位入门级家用市场，主打高性价比.....	18
2.2. 新能源序列：深蓝+阿维塔+启源三箭齐发，主流+年轻+高端市场全覆盖	19
2.2.1. 深蓝：定位年轻、科技的数字纯电品牌，全面发力主流电动市场.....	19
2.2.2. 阿维塔：定位高端智能电动汽车全球品牌，深度整合长安+华为+宁德战略资源.....	22
2.2.3. 启源：定位新主流电动序列，侧重于家庭新能源用车需求.....	24
2.3. 商用车：长安凯程统领商用车业务，定位低碳智慧物流引领者.....	25
3. 产品：爆款车型专家，打造强势产品矩阵	26
3.1. 长安 CS75 PLUS：上市后迅速走红，5 月以来位居燃油紧凑型 SUV 销量榜首位.....	26
3.2. 长安 Lumin：打造国民精品代步车，稳居微型车市场销量冠军	28
3.3. 深蓝 SL03：深蓝品牌首款战略车型，增程版是销量主力	29
3.4. 启源 A07：长安汽车自主品牌电动化开篇之作，具备爆款潜力.....	32
3.5. 新一轮产品周期将至，全新爆款车型可期.....	34
4. 技术：第三次创业进入收获期，强大技术实力支撑新品向上	35
4.1. 新能源：深蓝 EPA1 平台+阿维塔 CHN 智能电动平台并驾齐驱	35
4.1.1. EPA1 平台：兼容三种动力构型，具备高效率、高性能、高智能、高安全四大优势	35
4.1.2. CHN 平台：软硬件深度解耦，实现“数字定义汽车”	36
4.2. 智能化：以 SDA 平台+诸葛智能品牌为核心进行智能化布局	37
4.2.1. 打造集中化电子电气架构 SDA 平台	37
4.2.2. 全新智能品牌“诸葛智能”助力智能化向上	38

5. 出海：海纳百川剑指全球，即将迈向海外发展快车道	39
5.1. 重点布局南美洲、中东等地区，2022-2023H1 海外销量成绩亮眼	39
5.2. 大力布局海外市场，发布“海纳百川”计划	41
6. 盈利预测与相对估值	42
6.1. 盈利预测	42
6.2. 相对估值	43
7. 风险提示	44

图表目录

图 1: 长安汽车起源于 1862 年, 1984 年开启第一次创业, 正式进入造车领域.....	8
图 2: 1999 年, 长安之星成为中国首款通过安全碰撞测试的微型车.....	9
图 3: 2006 年 9 月, 长安自主研发的第一款轿车“奔奔”上市.....	10
图 4: 2010-2016 年, 长安自主品牌乘用车销量快速增长.....	10
图 5: 2017 年, 长安汽车总销量出现首度下滑.....	10
图 6: 2017-2018 年, 长安汽车归母净利润大幅下滑.....	10
图 7: 北斗天枢计划以“4+1”行动为牵引.....	11
图 8: 长安汽车主要控参股公司 (截至 2022 年底).....	11
图 9: 2018 年, 长安福特销量出现断崖式下跌.....	12
图 10: 2018 年, 来自长安福特的权益法下投资损益转负.....	12
图 11: 2017-2018 年长安福特进入产品“空窗期”.....	12
图 12: 长安福特 2017 年被投诉次数最高.....	13
图 13: 17 年后长安马自达销量逐步走低.....	13
图 14: 22 年长安马自达为长安贡献的投资收益仅为 0.45 亿.....	13
图 15: 2020 年长安汽车销量开始止跌回升.....	14
图 16: 自主品牌销量向上, 驱动长安汽车营业收入持续增长.....	14
图 17: 2021 年与 2022 年费用率管控良好.....	14
图 18: 2021-2023 年 Q1 净利润持续增长.....	14
图 19: PSA 和江铃控股均为长安汽车下利润拖累项.....	15
图 20: 2019-2022 年, 长安汽车持续进行资产结构优化.....	16
图 21: 长安汽车旗下品牌可分为经典序列+新能源两大板块.....	16
图 22: 长安品牌旗下车型多为燃油车, 价位集中于 10-15 万.....	17
图 23: CS 系列产品定价集中于 5-15 万元价格区间.....	17
图 24: CS 系列是长安品牌的销量贡献主力.....	17
图 25: UNI 序列产品定价偏高, 价格区间为 10-20 万.....	18
图 26: UNI 序列外观设计运动前卫.....	18
图 27: 长安智电 iDD 专网门店形象.....	18
图 28: 欧尚产品价格亲民, 集中于 5-10 万价格带.....	18
图 29: 长安欧尚 X7 PLUS 车身尺寸已达多数中型 SUV.....	18
图 30: 欧尚 X5 与欧尚 Z6 稳态月销近万辆.....	19
图 31: 欧尚汽车元宇宙直播中心.....	19
图 32: 2023 年 2 月起, 长安新能源纳入长安汽车合并报表范围.....	20

图 33: 深蓝汽车与华为签订合作框架协议.....	20
图 34: NID3.0 领航智驾辅助系统.....	20
图 35: 2023H1 传统燃油车型销量价格带分布图.....	21
图 36: 2023H1 新能源车型销量价格带分布图	21
图 37: 深蓝渠道新能源形象突出	21
图 38: 深蓝渠道“千家万点”规划	21
图 39: 阿维塔由长安汽车、华为、宁德时代共同打造 (截至 2023 年 9 月 10 日)	22
图 40: 阿维塔品牌标识.....	23
图 41: 阿维塔将首批全系迭代华为 ADS 2.0	23
图 42: 阿维塔中心门店形象	23
图 43: 阿维塔合作伙伴大会签约仪式.....	23
图 44: 长安启源将与阿维塔、深蓝共同形成长安汽车三大新能源智能化品牌矩阵	24
图 45: 长安启源 2030 年销量目标为 150 万辆.....	24
图 46: 长安启源计划推出计划推出 A、Q 及 E0 系列三条产品线.....	24
图 47: 长安凯程承载长安汽车商用车业务.....	25
图 48: 长安凯程深耕物流、智慧交通等领域.....	25
图 49: 凯程产品覆盖皮卡、卡车、客车、专用车、校车等领域.....	25
图 50: 长安凯程定位低碳智慧物流引领者.....	25
图 51: CS75 PLUS 于 2019 年 9 月正式上市, 目前已迭代至第三代	26
图 52: 2023 年 5 月以来, CS75 PLUS 稳居燃油动力紧凑型 SUV 销量榜首	27
图 53: 长安 Lumin 定位“国民精品代步车”, 外观小巧可爱.....	28
图 54: 长安 Lumin 仅历时 3 个月销量即成功突破万辆.....	28
图 55: 2023 年 5 月以来, 长安 Lumin 销量稳定在 12,000 台左右, 稳居微型车销量冠 军.....	29
图 56: 深蓝 SL03 极具运动感与科技感.....	29
图 57: AR-HUD 全息式增强现实系统	30
图 58: 深蓝 SL03 智能座舱.....	30
图 59: 2022 年 12 月深蓝 SL03 销量突破万台, 成为自主品牌新能源中型车爆款	31
图 60: 增程版本是 SL03 销量主力	32
图 61: 深蓝 S7 外观延续了家族化设计, 采用封闭式前格栅.....	32
图 62: 深蓝 S7 豪华游艇内饰.....	32
图 63: 启源 A07 具备流畅、舒展的低趴体态和高级流线溜背造型	33
图 64: 启源 A07 前脸采用电气化封闭式设计	33

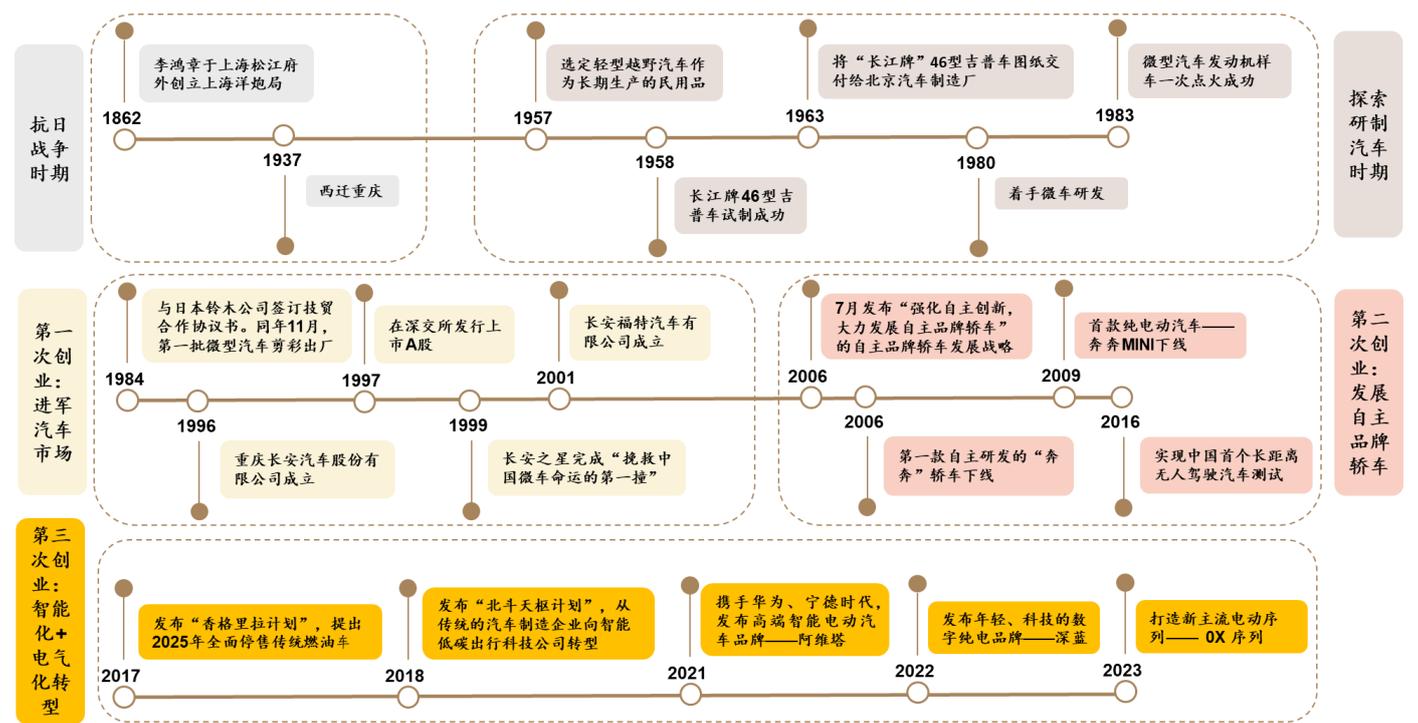
图 65: 启源 A07 搭配同级别少有的电动大掀背尾门	33
图 66: 启源 A07 内饰空间以“悬浮岛屿”为设计灵感	33
图 67: 长安汽车新车型推出计划	34
图 68: EPA1 平台	35
图 69: EPA1 平台配置原力超集电驱	35
图 70: CHN 平台由长安汽车、华为、宁德时代三方共建	36
图 71: CHN 平台搭载 34 颗智驾传感器	36
图 72: SDA“中央+区域”环网电子电气架构	37
图 73: 长安发布:“诸葛智能”智能品牌	38
图 74: 长安自主品牌 2022/06-2023/06 月海外销量	39
图 75: CS 系列为自主品牌乘用车出口主力车型	39
图 76: 2021、2022 年南美出口销量均破 2 万辆	39
图 77: 墨西哥市场扩张较快	39
图 78: 2022 年对沙特出口销量近 3.5 万辆	40
图 79: 2018-2023H1 长安出口俄罗斯销量	40
图 80: 长安汽车全球研发中心	41
图 81: “海纳百川”计划下“四个一”发展目标	42
图 82: 加速布局全球五大区域市场	42
表 1: 1999 年, 长安在微型汽车市场份额位居行业首位	9
表 2: 长安 CS75 PLUS 动力强劲、配置丰富, 与竞品相比极具性价比优势	26
表 3: 长安 LUMIN 竞品分析	28
表 4: 深蓝 SL03 纯电版同竞品分析	30
表 5: 增程式版本价格低、续航优	32
表 6: 启源 A07 竞品分析	33
表 7: 2022 年长安汽车在沙特出口销量排名第四	40
表 8: 长安汽车销量预测 (万辆)	43
表 9: 长安汽车盈利预测	43
表 10: 相对估值	43

1. 复盘：三次创业筚路蓝缕，自主品牌持续向上

1.1. 历经百年峥嵘岁月，三次创业筚路蓝缕

一百六十余年历史底蕴深厚，新中国第一辆吉普、微型车于此诞生。长安汽车的前身为李鸿章于1862年创办的上海洋炮局，在一百六十余年的历史进程中，上海洋炮局历经多次迁址、更名，最终扎根重庆。1) 第一次“军转民”时期：1957年为贯彻落实中央提出“军民结合，学会两套本领”的生产方针，长安先后选定了机床、柴油机、吉普车和精密量具作为长期生产的主要民品。次年长安第一辆吉普，也是我国第一辆吉普——长江牌46型吉普车调试成功；2) 第二次“军转民”时期：1978年，面对改革开放的历史性契机，长安汽车开启了第二次“军转民”。在广州市市场调研后，长安选中了外形小巧、价格便宜，排量小且耐用的日本铃木微型车作为研发目标。通过对铃木微车逆向测绘，不断攻坚克难，终于在1983年完成第一辆样车总装。1984年1月，样车性能达到设计要求，中国第一辆微型车就此诞生。

图1：长安汽车起源于1862年，1984年开启第一次创业，正式进入造车领域



资料来源：长安汽车官方微信公众号，公司公告，德邦研究所

第一次创业：1984年率先进入汽车市场，一举成为微车龙头

1984年开启第一次创业，进军汽车行业。1984年，长安汽车与日本铃木公司签订技贸合作协议书，在微车和发动机项目上与铃木开展技术合作。1984年11月，长安第一批微型汽车剪彩出厂，标志着中国微车时代的开始。1991年，长安以组装铃木奥拓的方式进入轿车生产领域。1993年，长安、铃木和日商岩井合资成立长安铃木汽车有限公司。1995年5月，长安铃木奥拓微型轿车开始批量生产，年产能达5万辆。1996年，长安铃木开创分期付款销售模式先河，逐步启动私人购车市场。奥拓从1993年诞生到2008年停产，累计销量超过50万辆。

1999 年成为微车市场龙头，市占率达 28.31%。在国内众多车型碰撞测试不合格的情况下，1999 年 8 月 13 日长安之星样车在清华大学顺利完成了第一撞，成为中国首款通过安全碰撞测试的微型车，被业界誉为“挽救中国微车第一撞”。1999 年，长安在微型汽车市场份额由 1998 年的 18.75% 跃升至 28.31%，位居行业首位。

图 2：1999 年，长安之星成为中国首款通过安全碰撞测试的微型车



资料来源：长安汽车官方微信公众号，德邦研究所

表 1：1999 年，长安在微型汽车市场份额位居行业首位

年份	微型汽车市场份额	在微型汽车行业排名
1996 年	21.63%	2
1997 年	18.26%	2
1998 年	18.75%	3
1999 年	28.31%	1
2000 年	27.28%	1
2001 年	27.20%	1
2002 年	27.54%	1
2003 年	33.33%	1
2004 年	36.86%	1

资料来源：招股意向书，德邦研究所

第二次创业：自主品牌发展时期，夺得自主品牌销冠

2006 年正式发布自主品牌轿车发展战略，开始着力自主品牌打造。长安自 20 世纪末开始着手规划自主品牌轿车项目，一方面通过与福特、铃木合资，学习与借鉴质量管理、零部件采购、生产流程管理等方面经验，另一方面与欧洲多家专业设计公司开展广泛项目研发合作，历经近十年积累孕育，形成了较为完整的轿车发展战略规划。2006 年 7 月，长安汽车正式发布自主品牌轿车发展战略，即“强化自主创新，大力发展自主品牌轿车，推动产业升级和结构优化，以贴近市场需求为导向，以培育核心技术为重点，以提升质量优势为关键，打造知名轿车品牌”，开始着力自主品牌打造。同年 9 月，长安自主研发的第一款轿车“奔奔”正式下线。

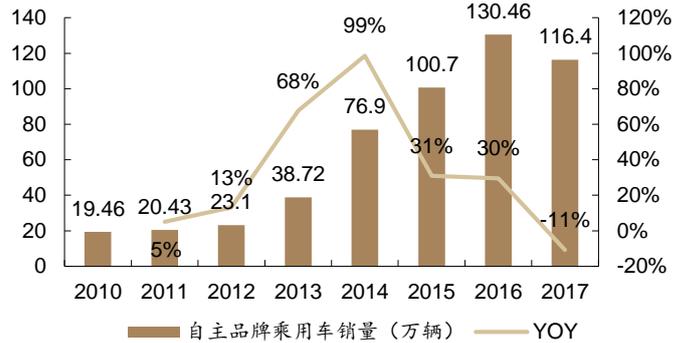
2015、2016 年，长安汽车连续夺得自主品牌销冠，成为自主品牌绝对标杆。2010-2016 年，长安自主品牌乘用车销量快速增长，2015、2016 年销量分别达 100.70、128.45 万辆，连续两年位居自主品牌首位。2015 年，长安自主品牌销量破百万，成为中国品牌乘用车中首个破百万辆的品牌。

图 3：2006 年 9 月，长安自主研发的第一款轿车“奔奔”上市



资料来源：长安汽车官方微信公众号，德邦研究所

图 4：2010-2016 年，长安自主品牌乘用车销量快速增长

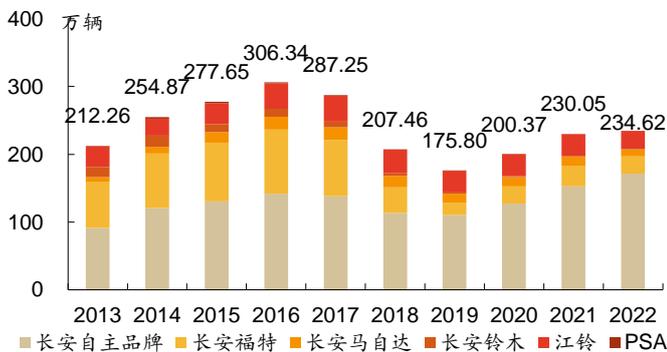


资料来源：公司公告，德邦研究所

第三次创业：香格里拉+北斗天枢计划推动公司新能源与智能化转型

2017 年长安汽车总销量首次出现下滑，新一轮转型迫在眉睫。2013-2017 年，长安汽车旗下合资品牌销量占比超过 50%，其中长安福特为绝对销量主力。2017 年，受新品推出节奏缓慢、质量问题频现等因素影响，长安福特销量由 2016 年的 94.38 万辆降至 82.80 万辆，降幅达 12.27%。同时，长安汽车总销量由 2016 年的 306.34 万辆降至 287.25 万辆，降幅达 6.23%。销量下行直接拖累公司盈利能力，2017、2018 年，长安汽车归母净利润降幅分别为 30.61%、90.46%，新一轮转型迫在眉睫。

图 5：2017 年，长安汽车总销量出现首度下滑



资料来源：公司公告，乘联会，德邦研究所

图 6：2017-2018 年，长安汽车归母净利润大幅下滑



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

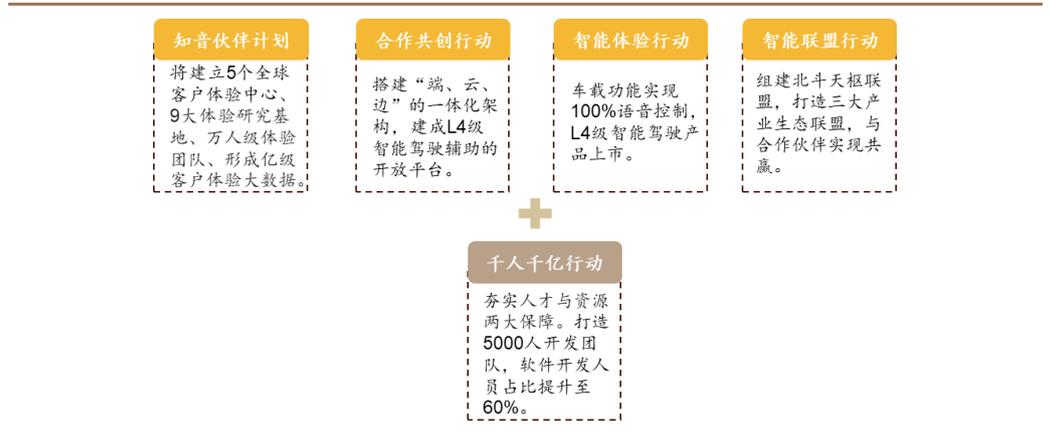
长安汽车于 2017 年发布香格里拉计划、2018 年发布北斗天枢计划，开启新能源与智能化转型：

1) 香格里拉计划：2017 年 10 月，长安汽车发布新能源战略“香格里拉计划”，正式启动新能源转型，计划到 2025 年，全面停售传统意义燃油车，实现全谱系产品的电气化。为实现“香格里拉计划”，长安汽车计划采取“千亿行动”、“万人研发”、“伙伴计划”、“极致体验”四大战略行动：（I）千亿行动。到 2025 年，长安汽车将在全产业链上累计投入超过 1000 亿元。其中，新能源产品研发领域的投入将超过 400 亿元，新能源专有平台打造的投入将超过 100 亿元，动力电池领域的投入将超过 300 亿元，共享、充电设施和服务等领域的投入将达到 200 亿元；（II）万人研发。长安汽车将依托于“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；

(III) 伙伴计划。长安汽车将整合全球资本、技术、人才等资源，携手跨界企业，形成新能源生态圈。资本链方面，长安汽车正在打造专业的新能源产业基金投资平台，围绕新能源全产业链提供充足的资金保障；(IV) 极致体验。将在 2020 年前打造三大新能源车专用平台，2025 年前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”，插电式混合动力续航里程将超过 1000 公里。“香格里拉计划”将率先在新能源汽车上实现 L3 至 L4 级自动驾驶功能。应用 7 项领先的智能化标签技术。

2) 北斗天枢计划：2018 年 8 月，长安汽车宣布启动“北斗天枢”智能化战略，开始从传统汽车制造企业向智能出行科技公司转型。长安制订了“4+1”行动计划，包括知音伙伴计划、合作共创行动、智能体验行动、智能联盟行动、千人千亿元计划五大方面。长安计划到 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；搭建“端、云、边”一体化架构，建成 L4 级智能驾驶辅助的智能开放平台；车载功能将实现 100% 语音控制；并组建北斗天枢联盟，构建智能驾驶、智能网联、立体交通三大产业生态联盟。

图 7：北斗天枢计划以“4+1”行动为牵引

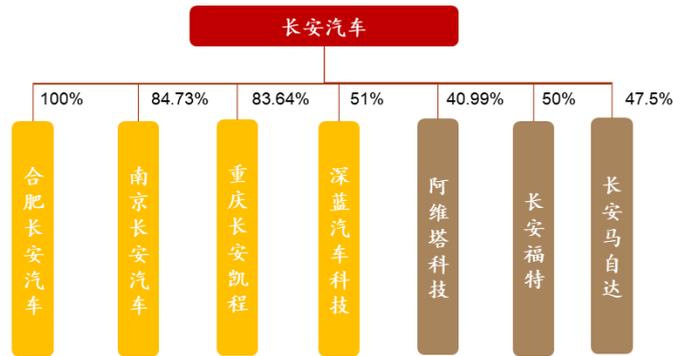


资料来源：中国证券报，德邦研究所

1.2. 18 年以来合资品牌陷入疲软，成为利润拖累项

长安汽车拥有长安福特与长安马自达两大合资品牌：目前，公司旗下有长安福特与长安马自达两大合资品牌，其中长安福特汽车有限公司成立于 2001 年，公司持股比例为 50%；长安马自达汽车有限公司成立于 2006 年，公司持股比例为 47.5%。

图 8：长安汽车主要控参股公司（截至 2022 年底）

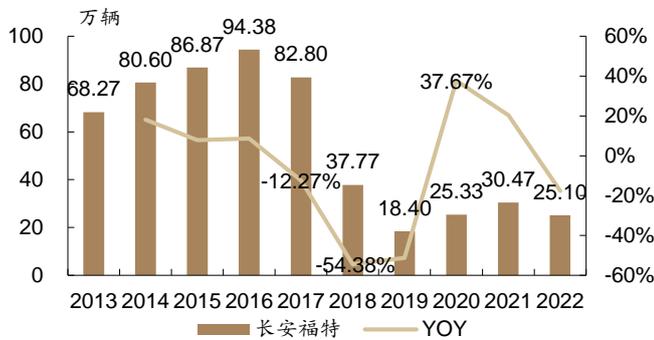


资料来源：公司公告，德邦研究所

新品投放少+口碑下滑，双重打击之下长安福特陷入疲软。2017年是长安汽车合资品牌发展的重要分水岭，此前合资品牌发展如火如荼，此后则开始陷入疲软。2018年，长安汽车权益法下投资损益为-3.32亿元，而2016、2017年分别为95.64、68.55亿元。其中，2018年来自长安福特的权益法下投资损益为-4.16亿元，而2016、2017年分别为90.29、60.39亿元。

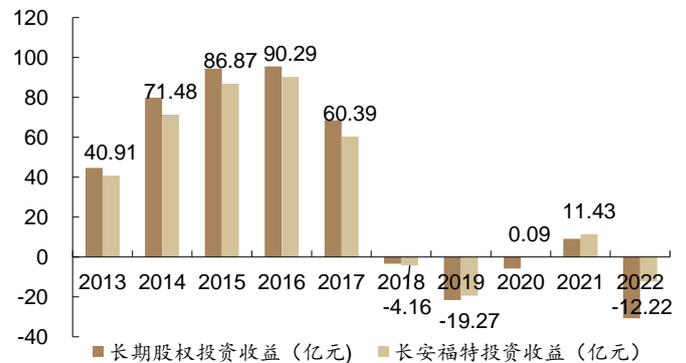
为何合资品牌贡献的利润下滑如此严重？最直观的因素即为长安福特销量于2018年出现断崖式下跌——同比下跌54.38%，导致其贡献的投资收益为-4.16亿元，且此后销量并未回升。究其根本，则是长安福特在当年并未投放新车型且旗下车型出现了众多质量问题，导致其销量严重缩水。

图9：2018年，长安福特销量出现断崖式下跌



资料来源：公司公告，德邦研究所

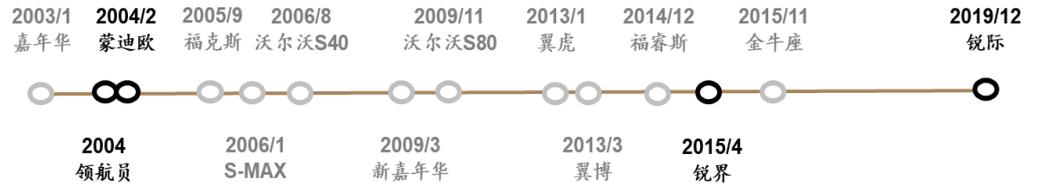
图10：2018年，来自长安福特的权益法下投资损益转负



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

1)2017-2019年间长安福特极少推出新车型，销量缺乏新增长点。2016-2018年长安福特进入产品“空窗期”，前期推出的福克斯、蒙迪欧等经典车型逐步进入衰退期，销量下滑，但没能推出新车型进行补足。此外，2019年除了中期改款锐界、中期改款金牛座、基于福克斯打造的福克斯Active外，仅推出锐际一款全新车型。整体销量缺乏新增长点，是这一时期销量严重下滑的原因之一；**2)长安福特产品质量问题频现。**2013年后翼虎等车型频现断轴问题、2015年后蒙迪欧因车内异味被多次投诉。此外，据中国消费者协会公布，长安福特2017年被投诉850次，是所有品牌中投诉量第一。众多质量问题导致消费者对长安福特品牌认可度严重降低，这是此阶段销量下滑的直接原因。

图11：2017-2018年长安福特进入产品“空窗期”



资料来源：汽车之家，德邦研究所
注：黑色为在售车型，灰色为停售车型

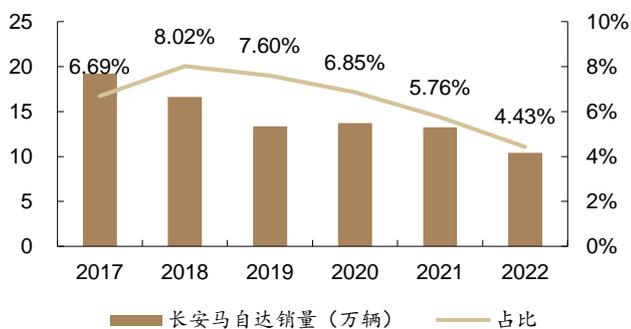
图 12：长安福特 2017 年被投诉次数最高

排序	品牌	质量投诉	售后服务投诉	总投诉
1	长安福特	148	296	850
2	一汽大众	180	226	806
3	上汽大众	153	195	712
4	别克	121	220	697
5	东风日产	116	149	601
6	北京现代	98	201	556
7	奥迪	136	158	535
8	长安汽车	91	156	512
9	奔驰	108	145	460
10	吉利	66	111	450

资料来源：中国消费者协会，德邦研究所

17年后长安马自达销量逐步走低，22年为长安汽车贡献的投资收益仅为0.45亿。长安马自达品牌整体销量低迷，年均销量不足20万台。2017年后销量与为长安贡献的投资收益便不断走低，在长安销量占比由18年的8.02%下滑到22年的4.43%，且22年为长安贡献的投资收益仅为0.45亿。

图 13：17年后长安马自达销量逐步走低



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 14：22年长安马自达为长安贡献的投资收益仅为0.45亿



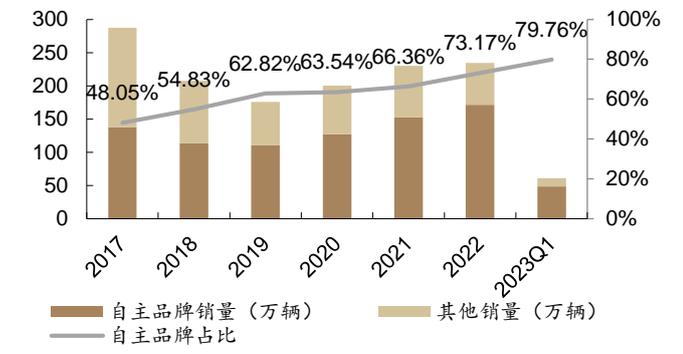
资料来源：公司公告，德邦研究所

1.3. 自主品牌向上助力业绩增长，盈利状况持续改善

自主品牌销量向上，驱动营业收入持续增长。2019-2022年，长安自主品牌

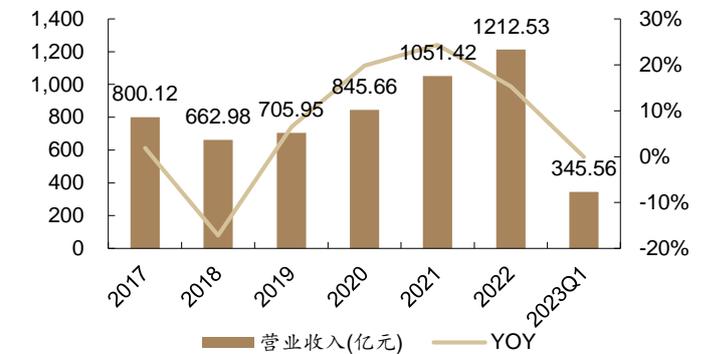
销量快速增长，由 110.56 万辆提升至 171.66 万辆，CAGR 达 15.80%。2023 年第一季度自主品牌销量占总销量比重高达 79.76%，公司业绩的主要驱动因素由合资品牌完全切换至自主品牌。受自主品牌销量强劲拉动，2020 年长安汽车总销量上升至 200.37 万辆，成功逆转 2017 年以来的下滑颓势。2018-2022 年长安汽车营业收入也不断向好，由 662.98 亿元增长至 1212.53 亿元，CAGR 达 16.29%。

图 15：2020 年长安汽车销量开始止跌回升



资料来源：公司公告，乘联会，德邦研究所

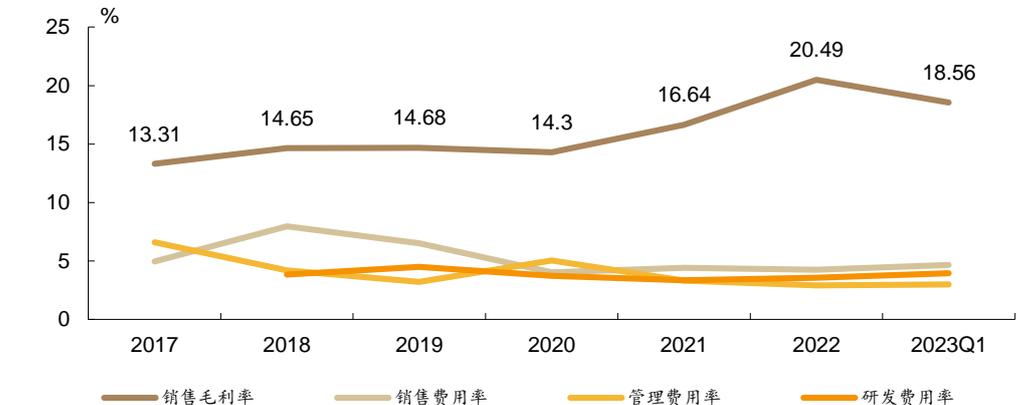
图 16：自主品牌销量向上，驱动长安汽车营业收入持续增长



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

销售毛利率提升，费用管控能力加强，三费呈下降趋势。2020-2022 年，长安汽车毛利率分别为 14.30%/16.64%/20.49%，呈上升趋势。此外，2020-2022 年公司管理费用率逐年降低，分别为 5.05%/3.33%/2.91%。销售费用率与研发费用率较为稳定，且销售费用率较 2017-2019 年相比，维持在较低水平。可见，公司近年费用管控能力加强。

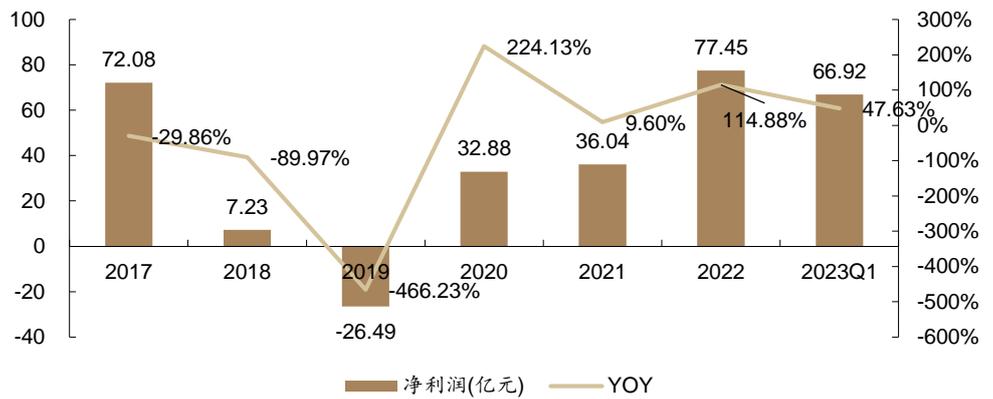
图 17：2021 年与 2022 年费用率管控良好



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所
注：2017 年管理费用率包含研发费用。

2020-2023Q1 净利润快速回升。受益于销量回升，长安汽车财务状况扭亏转盈，净利润由 2019 年的 -26.49 亿元增长为 2020 年的 32.88 亿元。2021-2023 年 Q1 净利润持续增长，同比增速分别为 9.60%/114.88%/47.63%。

图 18：2021-2023 年 Q1 净利润持续增长



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

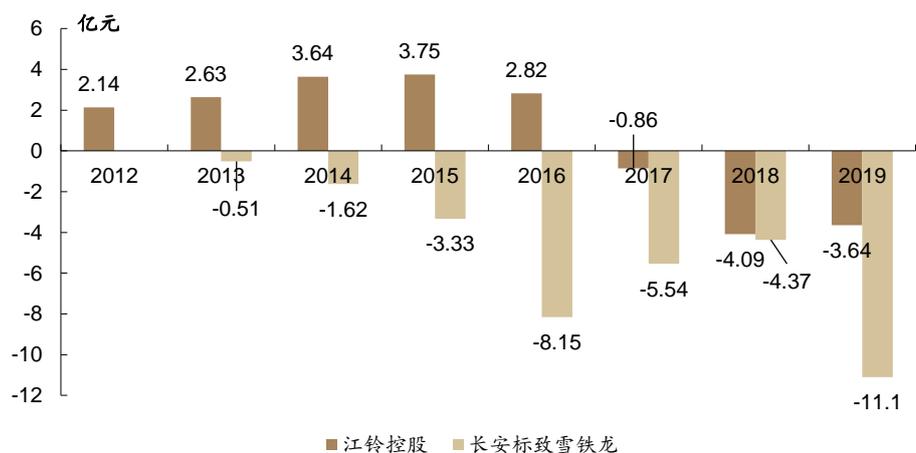
1.4. 持续进行资产优化, 最大化降低拖累项负担

2019-2022 年, 长安汽车持续进行资产结构优化, 最大化降低拖累项负担, 不断推动公司战略转型:

1) 2019 年转让长安标致雪铁龙全部股权。2013 年长安标致雪铁龙 (PSA) 成立后销量不佳, 其年销量仅在 2014、2015 年突破了两万辆, 成立以来为长安汽车贡献的投资收益均为负, 为长安汽车利润拖累项。其中 2016-2019 年间为长安贡献的投资收益分别为-8.15/-5.54/-4.37/-11.10 亿元。2019 年 12 月 30 日, 长安汽车与深圳前海锐致投资有限公司签署了《股权转让协议》, 将所持有 PSA 的 50% 股权全部转让给前海锐致。

2) 2019 年引入外部投资者, 稀释对江铃控股持股比例。江铃控股有限公司于 2017-2019 年间均出现亏损, 为长安汽车贡献的投资收益分别为-0.86/-4.09/-3.64 亿元。2019 年, 江铃控股引入新的投资者。增资完成后, 长安持股由 50% 下降到 25%, 江铃控股由合营企业变为联营企业。

图 19: PSA 和江铃控股均为长安汽车下利润拖累项

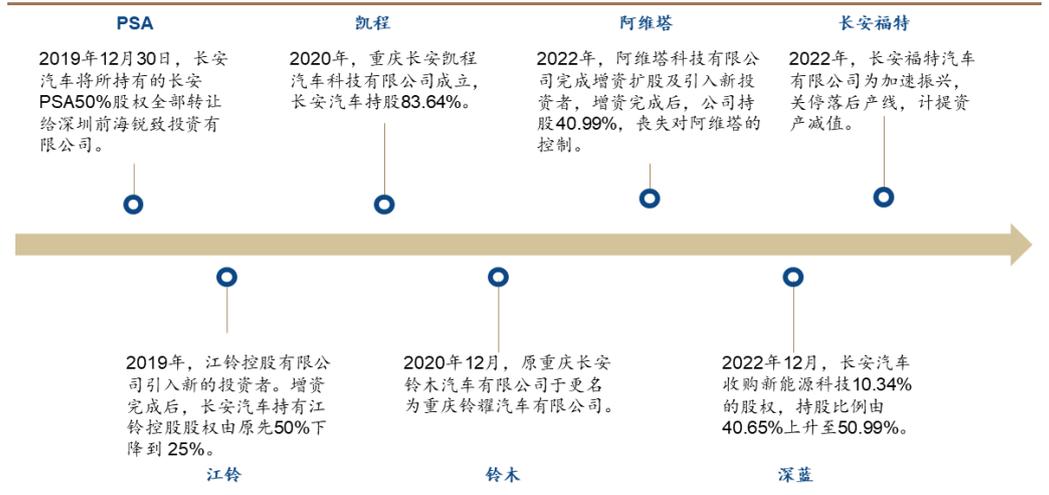


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3) 2022 年阿维塔完成增资扩股, 由子公司变为联营企业, 实现出表。2022 年阿维塔科技引入新投资者增资扩股, 增资完成后, 长安汽车持有阿维塔 40.99% 的股权, 丧失对阿维塔的控制, 不再将其纳入长安汽车合并报表范围。

4) 2022 年长安福特关闭落后生产线。长安福特汽车有限公司为加速振兴，关停落后产线，为长安汽车进一步减负。

图 20：2019-2022 年，长安汽车持续进行资产结构优化



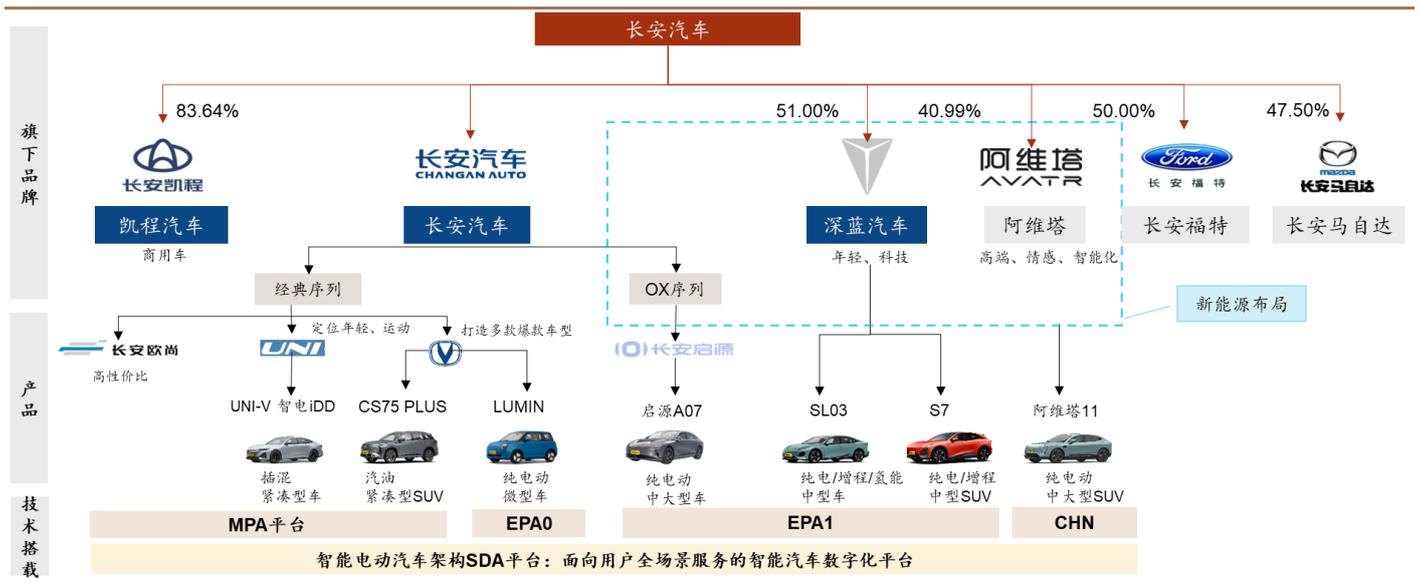
资料来源：公司公告，德邦研究所

2. 品牌：经典+新能源序列两翼齐飞，电气化转型全面推进

2.1. 经典序列：整合现有燃油车品牌，加速推进电气化转型

整合现有燃油车品牌，实现“存量要增”。公司将长安品牌下“V”标、UNI序列和欧尚等现有燃油车品牌进行统一整合，加速推进电气化转型，打造“智电iDD”技术标签。通过对现有燃油车品牌进行整合，可充分运用“长安”品牌资产，共用研发及平台等资源，从而提升运营效率、降低成本，实现“存量要增”的目标。

图 21：长安汽车旗下品牌可分为经典序列+新能源两大板块



资料来源：公司公告，阿维塔官网，深蓝汽车官网，懂车帝，搜狐汽车，德邦研究所

长安品牌旗下车型主要集中于 10-15 万元主流价格带，新能源车型投放较少。长安品牌旗下产品多为紧凑型 SUV，以传统燃油车为主，定价集中于 10-15 万元主流价格带，缺少 20 万元以上中高端产品。此外，长安品牌旗下新能源车型投放

较少：1) 纯电。目前仅有长安 Lumin、长安奔奔 E-Star 两款微型纯电动车，其他级别纯电动车型出现空缺；2) 插混。目前仅有 UNI-V 智电 iDD、UNI-K 智电 iDD、欧尚 Z6 iDD 等少数几款插混车型。

图 22：长安品牌旗下车型多为燃油车，价位集中于 10-15 万



资料来源：懂车帝，德邦研究所

注：红色色块为 CS 系列，绿色色块为 UNI 序列，蓝色色块为欧尚品牌；价格均为厂商指导价，下同；图中各车型图片摆放位置以最低价为基准

2.1.1. CS：定位大众市场，为长安品牌销量贡献主力军

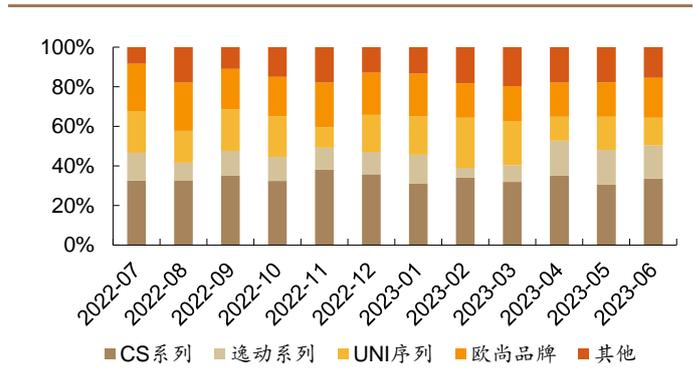
CS 系列定价集中于 5-15 万元价格区间，是长安品牌销量贡献主力。CS 系列为长安经典“V”标主力产品线：1) 以小型+紧凑型 SUV 为主。除 CS95 是中大型 SUV 外，其他产品均为小型、紧凑型 SUV；2) 覆盖主流价格区间。除 CS95 上探到 15-20 万元价格区间外，其他产品定价集中于 5-15 万元主流价格带，目标客群为大众市场主流用户群体。CS 系列凭借高性价比与快速迭代能力，得到广大消费者认可，销量势头持续强劲，占长安主品牌销量比例在 1/3 以上，是长安销量贡献的绝对主力。

图 23：CS 系列产品定价集中于 5-15 万元价格区间



资料来源：懂车帝，德邦研究所

图 24：CS 系列是长安品牌的销量贡献主力



资料来源：乘联会，德邦研究所

2.1.2. UNI：定位年轻群体，智电 iDD 专网体验服务全面进阶

UNI 定位年轻群体，定价集中于 10-20 万价格区间。UNI 系列设计偏运动，外观和内饰前卫，目标群体年轻，与长安主品牌形成互补。UNI 序列旗下 UNI-T、UNI-V 均为紧凑型车，价格在 10 万元以上，UNI-K 为中型 SUV，价格普遍在 15 万元以上。2023 年，UNI 序列推出 UNI-V 智电 iDD、UNI-K 智电 iDD 等两款插电

混动车型，标志着长安主品牌向新能源转型迈出重要一步。

图 25: UNI 序列产品定价偏高，价格区间为 10-20 万



资料来源: 懂车帝, 德邦研究所

图 26: UNI 序列外观设计运动前卫



资料来源: 新浪汽车, 德邦研究所

智电 iDD 专网已覆盖全国 31 个省份，体验服务全面进阶。2023 年开年，长安汽车提出“新营销变革”工作重点，发力网络形态变化，借助存量渠道打造 iDD 专网，以塑造长安汽车电气化标签。截至 2023 年 2 月，长安智电 iDD 专网渠道已全面覆盖全国 31 个省份、314 个地级市，建立 1050 家 iDD 专网服务中心。长安汽车打造电动车专属服务团队，全面变革和提升渠道及团队能力，旨在为新能源用户提供更专业的服务、更专属的互动场景与更人性化的体验。

图 27: 长安智电 iDD 专网门店形象



资料来源: 新能源汽车国家大数据联盟微信公众号, 德邦研究所

2.1.3. 欧尚: 定位入门级家用市场，主打高性价比

欧尚定位入门级家用市场，主打高性价比。长安欧尚品牌创立于 2018 年，旗下产品价格集中于 5-10 万元区间，定位普通入门级家用市场。如长安欧尚 X7 PLUS 虽定位于紧凑型 SUV，但车身尺寸已达到多数中型 SUV 水平，极具性价比优势。

图 28: 欧尚产品价格亲民，集中于 5-10 万价格带

图 29: 长安欧尚 X7 PLUS 车身尺寸已达多数中型 SUV



资料来源：懂车帝，德邦研究所

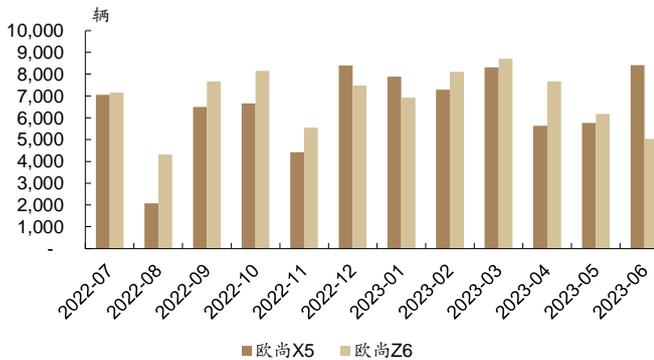
车型	长安欧尚X7 PLUS	途观L	瑞虎8
官方指导价 (万元)	7.99-13.39	19.90-26.08	9.58-16.89
级别	紧凑型SUV	中型SUV	中型SUV
长x宽x高 (mm)	4730*1870*1720	4733*1839*1673	4700*1860*1746
能源类型	汽油	汽油	汽油

资料来源：懂车帝，德邦研究所

2022 长安欧尚品牌全年销量突破 21 万辆，位居自主品牌第 9 位。欧尚品牌创立第 4 年即实现年销突破 21 万辆，是近年来创建的新品牌中增速最快的品牌。欧尚旗下主力车型——欧尚 X5 系列与欧尚 Z6 凭借其超高的性价比优势，成为细分市场爆品。

线上+线下双渠道深度融合，积极探索创新营销方式。截至 2022 年底，长安欧尚拥有终端体验店 1004 家，地级市（州）的门店覆盖率达到 91%，实现从一二三线到四五线城市的深入覆盖。为适应新世代人群触媒方式的转变，长安欧尚积极探索创新营销方式，拥抱电商直播、短视频等媒体形态。2022 年，长安欧尚打造了行业首创的“元宇宙直播中心”，搭建用户与厂家沟通的沉浸式品鉴平台，截至 2023 年 6 月，直播观看量已突破 1 亿。此外，长安欧尚还联合用户、媒体、经销商与供应商伙伴，打造立体式传播矩阵，每天直播量达千场，单场直播最高达到 130 万，每天创意短视频超过 1500 支，单支视频的播放量最高达到 1380 万。

图 30：欧尚 X5 与欧尚 Z6 稳态月销近万辆



资料来源：乘联会，德邦研究所

图 31：欧尚汽车元宇宙直播中心



资料来源：长安欧尚汽车官方微信公众号，德邦研究所

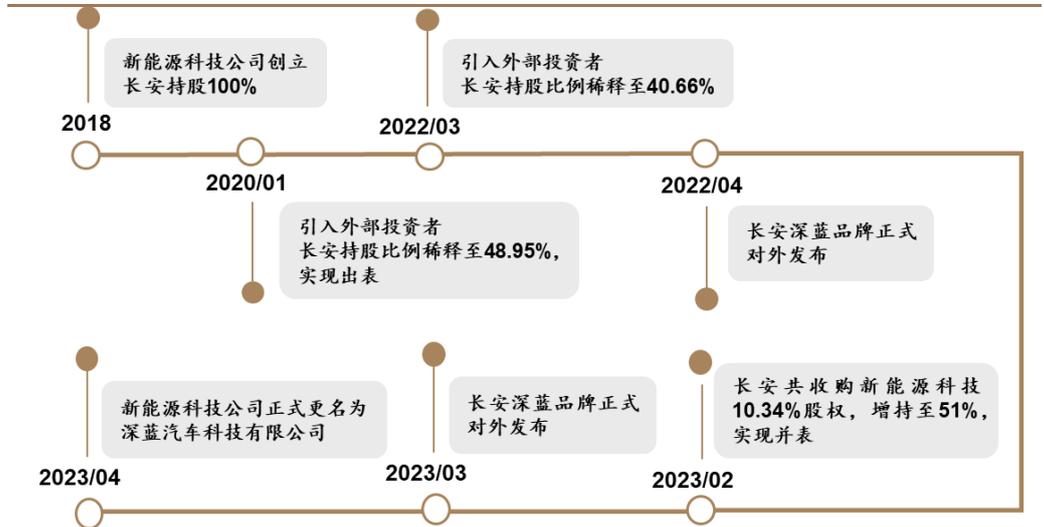
2.2. 新能源序列：深蓝+阿维塔+启源三箭齐发，主流+年轻+高端市场全覆盖

2.2.1. 深蓝：定位年轻、科技的数字纯电品牌，全面发力主流电动市场

长安深蓝品牌于 2022 年 4 月正式发布，2023 年 3 月更名为深蓝汽车。深蓝汽车前身为长安新能源，2018 年成立时是长安汽车的全资子公司。2020 年 1 月，引入 4 家外部投资人，长安汽车持股比例下降至 48.95%，长安新能源出表。2022 年 3 月，引入长安汽车和南方工业基金 2 家原股东以及其他 8 家新股东，长安汽车持股比例进一步下降至 40.66%。2022 年 4 月，长安深蓝品牌正式对外发布，

重点聚焦新能源领域。2023年2月，长安汽车收购长安新能源10.34%股权，持股比例增至51%，长安新能源纳入长安汽车合并报表范围。2023年3月，长安深蓝更名为深蓝汽车，以让用户更加聚焦于深蓝品牌。2023年4月6日，长安新能源正式更名为深蓝汽车科技有限公司。

图 32：2023 年 2 月起，长安新能源纳入长安汽车合并报表范围



资料来源：公司公告，中国经济网，新华网，德邦研究所

深蓝汽车定位年轻、科技，全面发力主流电动市场，致力于成为“全场景智慧出行引领者”。深蓝汽车将进一步夯实年轻、科技的数字纯电品牌定位，结合增程、纯电、氢电的全电技术优势，全面发力主流电动市场。为实现全场景智慧出行，深蓝汽车以“超级增程”推动电动平权，以“深蓝智能”加速智能平权：

1) 电动平权。针对新能源汽车里程焦虑、补能焦虑和安全焦虑，深蓝汽车以原力电动与不起火电池组成超级增程系统，为用户带来了纯电驱动、长续航、低能耗和真安全的四大价值；

2) 智能平权。深蓝汽车将自主研发的高阶驾驶辅助系统聚焦在“城市堵车”和“车库泊车”两大高频场景。通过数据闭环优化算法，实现换道辅助、APA6.0（自动泊车）、A-B 记忆行车、城区加强 IACC（自适应巡航）等辅助驾驶功能。

与华为强强联手，进一步为智慧出行赋能。2023年8月16日，深蓝汽车与华为签订合作框架协议，双方将聚焦汽车智能化领域开展合作。2023年8月17日，长安汽车与华为签署全面持续深化战略合作框架协议，长安汽车与华为将在数字化转型（人才训战、咨询服务、研发数字化等）、算力中心、云业务、工业软件、软件工具链、海外业务、光储充领域等方面合作，充分共享双方优势资源，促进共同发展。

图 33：深蓝汽车与华为签订合作框架协议

图 34：NID3.0 领航智驾辅助系统



资料来源：深蓝官方微信公众号，德邦研究所

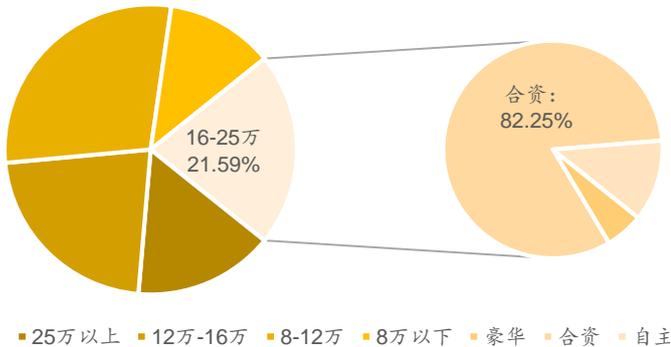


资料来源：深蓝汽车官网，德邦研究所

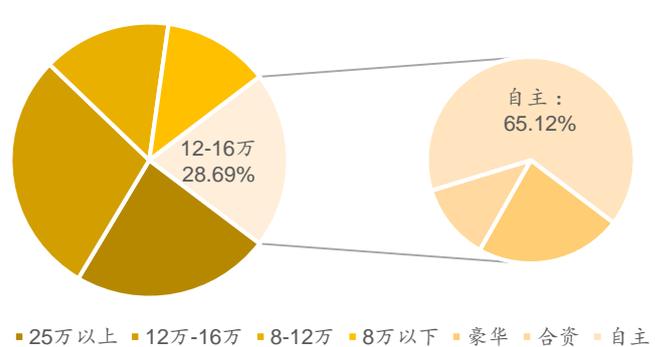
旗下车型集中于 15-20 万元价格段，细分市场增量空间广阔。1) 深蓝 SL03、深蓝 S7 主打 15-20 万价格段。深蓝首款战略车型 SL03 于 2022 年 7 月上市，包含纯电动、增程式、氢燃料电池三种能源类型，其中纯电版价格为 18.99/22.19 万元，增程式版价格为 17.19 万元，氢燃料电池版价格为 69.99 万元；深蓝 S7 于 2023 年 6 月上市，拥有纯电动、增程式两种动力类型，售价分别为 18.99/20.29 和 14.99/15.99/16.99 万元。2) 15-20 万价格段新能源市场增量空间广阔。燃油车市场 16-25 万价格带市场基本被合资品牌垄断，2023H1 销量占比高达 82.25%。新能源市场则是自主品牌占主导，销量占比达 65.12%。在乘用车市场新能源渗透率逐步提高的趋势下，我们认为该价格带的自主品牌新能源车将有较大机会逐步替代合资品牌同价位燃油车。

图 35：2023H1 传统燃油车型销量价格带分布图

图 36：2023H1 新能源车型销量价格带分布图



资料来源：乘联会，德邦研究所



资料来源：乘联会，德邦研究所

创新构建直通直联“四中心”渠道模式，快速推进直营体系布局。深蓝汽车融合了汽车行业现有 4S 店模式与直营模式的优点，创新构建了直通直联的“四中心”渠道模式，能够更快、更准地获取订单和线索量，大大提升转化率。截止 2023 年 6 月，深蓝已在全国布局 746 个订单中心、390 个移动展厅、427 个交付中心、528 个维保中心以及覆盖全国的管家中心，形成以用户为核心的服务生态闭环。2023 年 6 月 30 日，深蓝汽车在品牌战略发布会上发布“千家万点”渠道规划，计划在 2025 年前，建成上千家订单中心，以及上万个订单、交付和维保触点。

图 37：深蓝渠道新能源形象突出

图 38：深蓝渠道“千家万点”规划



资料来源：深蓝汽车官网，德邦研究所

“千家万点”网络规划

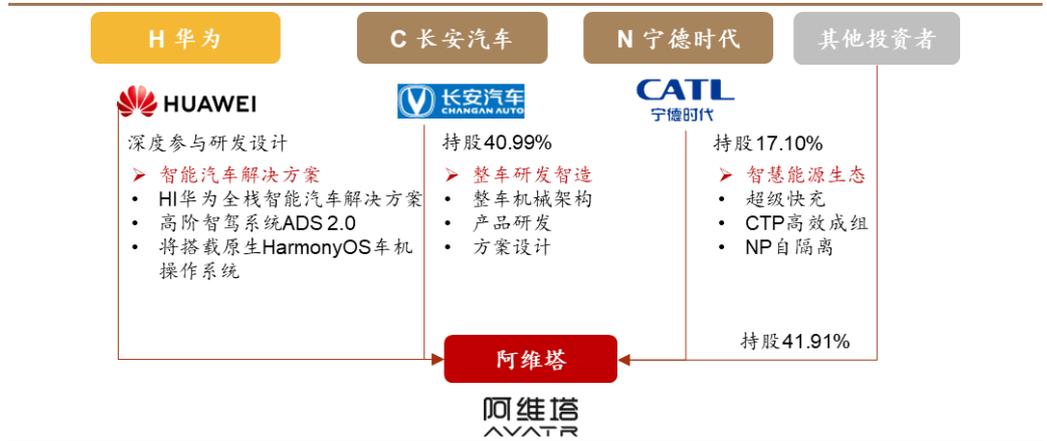
现有	746 订单中心	390 移动展厅	427 交付中心
	528 维保中心	1 管家中心	
2025年	1000+ 订单中心		
	10000+ 订单、交付、维保触点		

资料来源：太平洋汽车网易订阅号，德邦研究所

2.2.2. 阿维塔：定位高端智能电动汽车全球品牌，深度整合长安+华为+宁德时代战略资源

阿维塔由长安汽车、华为、宁德时代三方共同打造。阿维塔科技前身是长安蔚来，由长安汽车与蔚来汽车于2018年7月合资成立，原始股比为50:50。2021年5月，长安蔚来正式更名为阿维塔科技，开始完全市场化运作，独立经营，独立发展。2021年11月，阿维塔科技品牌全球首发，实现三方战略资源的深度整合：1) 长安汽车赋能整车设计、制造；2) 华为与阿维塔团队共同打造全栈智能汽车解决方案；3) 宁德时代在三电系统、能源管理、充电网络生态等领域为阿维塔提供强大支撑。目前，长安汽车持有阿维塔科技40.99%的股份，宁德时代持有17.10%的股份，华为未参股阿维塔，但作为战略合作伙伴，深度参与阿维塔技术开发。

图 39：阿维塔由长安汽车、华为、宁德时代共同打造（截至2023年9月10日）



资料来源：Wind，阿维塔官网，阿维塔官方微信公众号，宁德时代官方微信公众号，德邦研究所

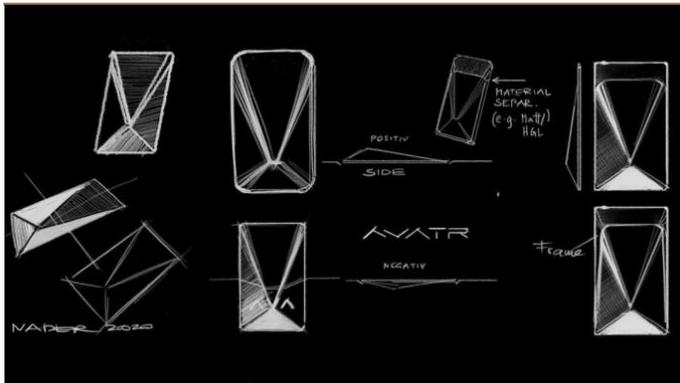
剑指高端智能电动汽车全球品牌，成为长安汽车品牌向上战略支撑。阿维塔定位高端智能电动汽车全球品牌，致力于为用户创造情感智能出行体验。旗下首款车型阿维塔 11 定位中大型纯电轿跑式 SUV，基于 CHN 技术平台打造，2022年8月正式上市，官方指导价 34.99-40.99 万元。旗下第二款车型阿维塔 12 定位中大型纯电智能豪华轿跑，2023年9月在德国慕尼黑全球首发，将于2023年Q4在中国市场开始交付，2024年进军海外市场。同时，旗下另外两款更具竞争力的全新产品也将在2024年上市。阿维塔品牌占位高端市场，与头部新势力和豪华品牌展开竞争，是长安汽车品牌向上的战略支撑。

华为赋能：将首批搭载华为高阶智驾系统 ADS 2.0，实现无图辅助驾驶。阿

维塔全系标配 HI 华为全栈智能汽车解决方案的品牌，未来将首批全系迭代华为高阶智驾系统 ADS 2.0。1) 城区体验上，ADS 2.0 可以做到不依赖高精地图，实现无图辅助驾驶，2023 年内将实现 45 个无图城市的落地。2) 高速 NCA 功能上，将进一步提升上下匝道、避障、施工修路等场景能力，使得平均人工接管里程从 ADS1.0 的 100km 提升到 200km；3) 泊车环节上，APA 智能泊车能轻松完成车宽余量仅大于 0.4 米的窄车位泊车，通过 RPA 遥控泊车可直入直出余量不足 0.4 米的车位。

宁德时代赋能：将首批搭载宁德时代神行超充电池，实现超快充、长续航和高安全。1) **超快充：**常温状态下，神行超充电池 10 分钟可充至 80%。采用电芯温控技术，可在-10C 低温环境下实现 30 分钟充至 80%，而且在低温亏电状态下零百加速不衰减；2) **长续航：**宁德时代开创性地提出一体成组技术，实现了高集成性、高成组效率，使得神行超充电池突破磷酸铁钾性能上限，实现 700km 以上长续航；3) **高安全：**神行超充电池使用了改良电解液，并配备了高安全涂层隔膜，为电池安全上了“双保险”。此外，通过智能算法对全局温场进行管控，打造故障实时检测系统，使神行超充电池安全性极高。

图 40：阿维塔品牌标识



资料来源：阿维塔官网，德邦研究所

图 41：阿维塔将首批全系迭代华为 ADS 2.0



资料来源：阿维塔官网，德邦研究所

创新渠道拓展模式，“我营”+“他营”协同发展。阿维塔采用自建渠道为主，合作伙伴共建为辅的“我营+他营”多元化模式推动门店铺设。其中，“我营”门店将聚焦生活商圈，集中厂家优质资源，围绕新产品上市、形象产品曝光发挥优势；“他营”门店聚焦汽车商圈，全系产品全量铺开，利用合作伙伴资源能力，充分发挥“人找车”的高转化优势，将成为销量贡献主要力量。在现有渠道的基础上，阿维塔科技将进一步升级多元化渠道布局，加速在 2023 年底 350 家渠道触点的落地，为广大用户带来体验更好、成本更低、效率更高的全链路服务。

图 42：阿维塔中心门店形象



图 43：阿维塔合作伙伴大会签约仪式



资料来源：阿维塔官网，德邦研究所

资料来源：阿维塔官网，德邦研究所

2.2.3. 启源：定位新主流电动序列，侧重于家庭新能源用车需求

启源定位新主流电动序列，将承载长安汽车转型战略使命。2023年1月，长安汽车宣布将打造新主流电动序列——OX序列，将是长安主品牌向电动化转型的全新探索。2023年8月，长安启源品牌正式发布，将与阿维塔、深蓝共同形成长安汽车三大新能源智能化品牌矩阵，以满足不同细分化市场需求。长安启源将承载长安汽车转型的战略使命，围绕“数智进化新汽车”定位，不断投放新科技、新功能、新体验，打造持续进化的新汽车平台产品。

图 44：长安启源将与阿维塔、深蓝共同形成长安汽车三大新能源智能化品牌矩阵



资料来源：长安汽车官方微信公众号，德邦研究所

新品周期乘势而上，2030年销量剑指150万辆。长安启源品牌将以长安自研的SDA智能数字化平台作为底层技术支撑，计划推出A系列、Q系列以及数智新汽车产品E0系列三条产品线，于2023年内陆续发布长安启源A05、A06、A07、Q05等全新产品，并在2025年前面向全球推出10款新车型。到2030年，长安汽车计划累计投入2000亿元，新增超1万人的科技创新团队，以实现长安汽车集团总销量达到500万辆，长安系品牌达到400万辆，其中长安启源达到150万辆的目标。

图 45：长安启源 2030 年销量目标为 150 万辆



资料来源：长安汽车官方微信公众号，德邦研究所

图 46：长安启源计划推出计划推出 A、Q 及 E0 系列三条产品线



资料来源：长安汽车官方微信公众号，德邦研究所

2.3. 商用车：长安凯程统领商用车业务，定位低碳智慧物流引领者

长安凯程统领长安旗下商用车业务，深耕物流、智慧交通等领域。长安汽车于2008年正式布局轻型商用车业务，2015年成立轻型车研发中心，共享长安汽车全球研发资源。2018年4月，长安汽车发布“第三次创业—创新创业计划”，优化现有品牌架构，形成长安乘用车、新建中高端乘用车、欧尚汽车、凯程汽车四大品牌，并明确由凯程品牌继续承载长安汽车商用车业务，继续深耕物流、智慧交通等领域。

图 47：长安凯程承载长安汽车商用车业务



资料来源：新浪汽车，德邦研究所

图 48：长安凯程深耕物流、智慧交通等领域



资料来源：新浪汽车，德邦研究所

定位低碳智慧物流引领者，致力于打造世界一流商用车品牌。2022年长安凯程围绕“品牌、产品、技术、服务、生态”制定全新业务战略，发布“光合森林计划”，致力于以品质、智慧、服务的价值主张塑造“低碳智慧物流引领者”形象。长安凯程旗下产品覆盖皮卡、卡车、客车、专用车、校车等车型，为短途专业物流运输单位和中小业主个体用户等提供产品和服务，专注于快速提升城市商用物流效率。

围绕以“货”为主、以“人”为主构造两大产品系列。1) 以“货”为主：长安凯程通过设计更为紧凑结构布局，实现货箱容积最大化和上下货便利性；通过模块化设计，搭配不同配置，推出轻型厢式货车、封闭式运输车等系列车型，满足城配、快递、冷链等多场景需求；2) 以“人”为主：通过新能源纯电、智能座舱、数字底盘等技术应用，推出更具乘用车体验的客车、皮卡等系列车型，满足智慧出行场景需求。

图 49：凯程产品覆盖皮卡、卡车、客车、专用车、校车等领域



图 50：长安凯程定位低碳智慧物流引领者



资料来源：凯程官网，德邦研究所

资料来源：凯程官网，德邦研究所

3. 产品：爆款车型专家，打造强势产品矩阵

3.1. 长安 CS75 PLUS：上市后迅速走红，5 月以来位居燃油紧凑型 SUV 销量榜首位

上市后迅速走红，2020 年夺得中国 SUV 单品销量冠军。CS75 PLUS 于 2019 年 9 月正式上市，定位 A+级 SUV，主打家用市场，官方指导价 10.69-15.49 万元。CS75 PLUS 上市后迅速走红，2019 年全年累计销量达 70,011 台，月均销量达 17,503 台，荣膺 2019 年上市新车月均销量王。2020 年，CS75 PLUS 累计销量突破 20 万，夺得中国 SUV 单品销量冠军。

图 51：CS75 PLUS 于 2019 年 9 月正式上市，目前已迭代至第三代



资料来源：搜狐网，网通社，有驾报道，懂车帝，德邦研究所

与竞品相比，CS75 PLUS 极具性价比优势。1) 车身尺寸上，长安 CS75 PLUS 空间表现优，车身长度达 4700mm，轴距达 2710mm，前后排驾乘者均能享受舒适乘坐体验；2) 动力性能上，长安 CS75 PLUS 搭载了荣获中国心国内十佳发动机称号的蓝鲸发动机与爱信 8AT 变速箱，动力总成可靠稳定。其中，蓝鲸 NE1.5T 发动机最大功率达 138kW，最大扭矩达 300N·m、最高车速达 190km/h，均领先于同级别产品。搭载蓝鲸 2.0T 高压直喷发动机版本的车型，最大额定功率 171kW，最大扭矩 390N·m。爱信 8 速手自一体变速器，与豪华品牌同平台 AT，可靠稳定性高、换挡平顺、响应急速，多挡位切换平顺舒适，其快速及精准的油压控制，可令换挡响应整体提升 40%。此外，长安 CS75 PLUS WLTC 综合油耗低至 6.69L/100km，能在享受澎湃动力的同时，兼顾燃油经济性；3) 智能化配置上：长安 CS75 PLUS 配备 12.3 英寸中控屏、透明影像，拥有定速巡航、自动驻车、上坡辅助等功能，智能化配置不输同级别产品。整体高性能优势结合 CS75 PLUS 较低的售价，使其成为紧凑型 SUV 中的爆款车型。

表 2：长安 CS75 PLUS 动力强劲、配置丰富，与竞品相比极具性价比优势

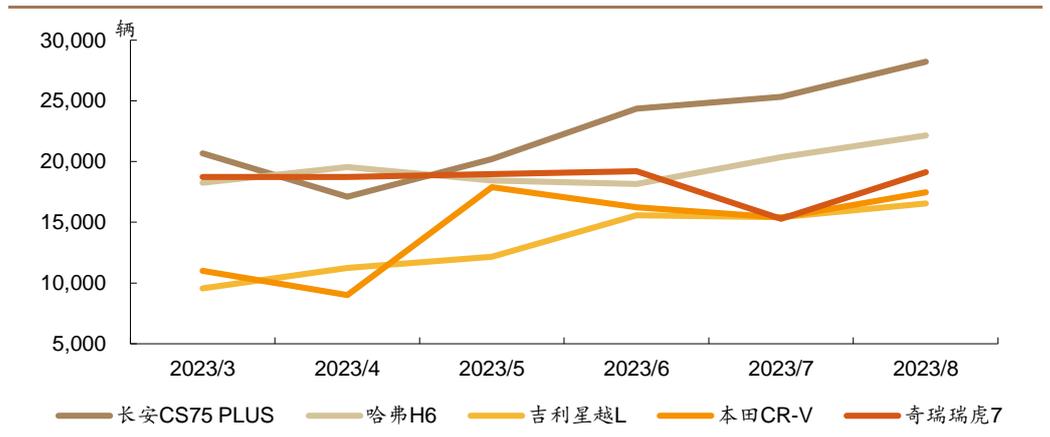
车型	长安 CS75 PLUS	RAV4 荣放	锋兰达	CR-V
款式	长安 CS75 PLUS 2023 款 二代 1.5T 精英型	RAV4 荣放 2023 款 2.0LCVT 两驱都市版	锋兰达 2023 款 2.0LCVT 精英版	本田 CR-V 2023 款 240TURBO CVT 两驱活力 5 座版
官方指导价 (万元)	11.79	17.68	12.58	18.59

上市时间	2023.04	2023.04	2023.03	2022.09
级别	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
车身尺寸 (mm)				
长度	4700	4600	4485	4703
宽度	1865	1855	1825	1866
高度	1710	1680	1620	1680
轴距	2710	2690	2640	2701
动力性能				
动力类型	汽油	汽油	汽油	汽油
发动机	1.5T 188 马力 L4	2.0L 171 马力 L4	2.0L 171 马力 L4	1.5T 193 马力 L4
WLTC 综合油耗 (L/100km)	6.69	6.27	6.15	7.31
最大功率 (kW)	138 (188Ps)	126 (171Ps)	126 (171Ps)	142 (193Ps)
最大扭矩 (N·m)	300	206	205	243
变速箱	8 挡手自一体	CVT 无级变速(模拟无级变速挡)	CVT 无级变速(模拟 10 挡)	CVT 无级变速
最高车速 (km/h)	190	180	180	188
辅助/操控配置				
驻车雷达	后	-	-	-
驾驶辅助影像	透明影像	-	-	-
巡航系统	定速巡航	全速自适应巡航	-	定速巡航
自动驻车 (AUTOHOLD)	标配	标配	标配	标配
上坡辅助(HAC)	标配	标配	标配	标配
陡坡缓降(HDC)	标配	-	-	标配
发动机启停技术	标配	标配	标配	标配
智能互联/影音娱乐				
中控屏尺寸 (英寸)	12.3	10.25	10.25	10.1
蓝牙/车载电话	标配	标配	标配	标配
手机互联映射	原厂原机	CarPlay/CarLife/Hicar	CarPlay/CarLife/Hicar	CarLife
多媒体接口	USB/Type-C	USB/Type-C	USB/Type-C	USB/Type-C
USB/Type-C 接口数量	3 个	1	3 个	4 个
扬声器数量	4 个	4	4 个	4 个

资料来源：懂车帝，德邦研究所

第三代 CS75 PLUS 4 月正式上市以来月度销量持续攀升，5 月以来稳居燃油动力紧凑型 SUV 销量榜首位。2023 年 4 月 26 日，第三代 CS75 PLUS 正式上市，新品周期带动 CS75 PLUS 月度销量持续攀升，8 月销量达 28,221 台，较 4 月销量 17,110 台大幅提升 64.94%。2023 年 5 月以来，CS75 PLUS 稳居燃油动力紧凑型 SUV 销量榜首。

图 52：2023 年 5 月以来，CS75 PLUS 稳居燃油动力紧凑型 SUV 销量榜首



资料来源：懂车帝，德邦研究所

3.2. 长安 Lumin: 打造国民精品代步车，稳居微型车市场销量冠军

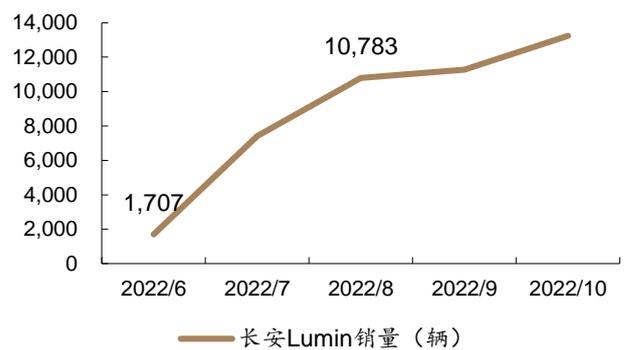
定位国民精品代步车，上市后销量快速爬坡。长安 Lumin 于 2022 年 6 月正式上市，定位纯电动微型车，打造“国民精品代步车”标签，官方指导价 4.99-6.99 万元。长安 Lumin 上市后销量快速爬坡，仅历时 3 个月，2022 年 8 月销量即成功突破万辆，位列微型车销量排行榜第二位，快速成为微型车细分市场爆款。

图 53: 长安 Lumin 定位“国民精品代步车”，外观小巧可爱



资料来源：懂车帝，德邦研究所

图 54: 长安 Lumin 仅历时 3 个月销量即成功突破万辆



资料来源：乘联会，德邦研究所

与竞品相比，长安 Lumin 车身空间大、智能娱乐配置高。1) 车身尺寸大：长安 Lumin 车身长度为 3270mm，宽度为 1700mm，均遥遥领先同级别产品；2) 动力性能优越：长安 Lumin 电池容量大——12.92kWh、续航里程高——155km，同时电动机马力高达 41，均远超同级别产品；3) 车载娱乐配置高：Lumin 配置了其他竞品没有的 10.25 英寸中控屏，还搭载了蓝牙/车载电话，同时 USB/Type-C 接口数量和扬声器数量也较比竞品多，能赋予用户更舒适便捷的驾乘体验。

表 3: 长安 LUMIN 竞品分析

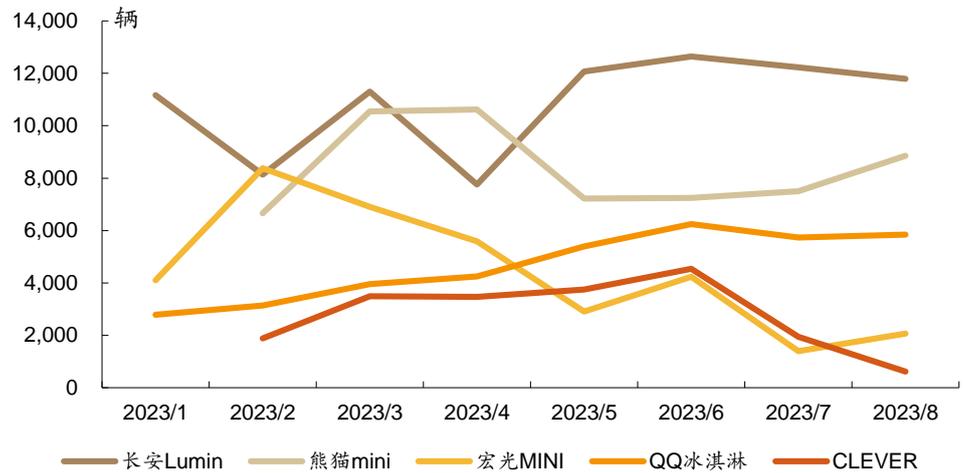
车型	长安 Lumin	五菱宏光 MINI EV	QQ 冰淇淋	熊猫 mini
款式	长安 LUMIN 2022 款 155km 清甜款	五菱宏光 MINI EV 2022 款轻松版 三元锂	QQ 冰淇淋 2023 款 雪糕	熊猫 mini 2023 款 120km 萌萌熊
官方指导价 (万元)	4.99 万	3.28 万	2.99 万	3.99 万
上市时间	2022.06	2022.03	2023.07	2023.02
级别	微型车	微型车	微型车	微型车
车身尺寸 (mm)				
长度	3270	2920	2980	3065
宽度	1700	1493	1496	1522
高度	1545	1621	1637	1600
轴距	1980	1940	1960	2015
动力 & 续航				
动力类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
续航里程 (km) 工信部	155	120	120	120
电动机	纯电动 41 马力	纯电动 27 马力	纯电动 27 马力	纯电动 27 马力
电动机总功率 (kW)	30 (41Ps)	20	20	20
电动机总扭矩 (N·m)	79	85	85	85
最高车速 (km/h)	101	100	100	100

充电时间 (小时)	慢充 7.5 小时	慢充 6.5 小时	快充 1 小时, 慢充 6 小时	慢充 6 小时
百公里耗电量(kWh/100km)	9.3	8.8	8.8	9.2
电池类型	磷酸铁锂电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池
电池容量(kWh)	12.92	9	9.4	9.61
智能互联/影音娱乐				
中控屏尺寸 (英寸)	10.25	-	-	-
蓝牙/车载电话	标配	-	-	-
手机互联映射	原厂原机	-	原厂原机	-
多媒体接口	USB/Type-C	USB/Type-C	USB/Type-C	-
USB/Type-C 接口数量	2 个	1 个	1 个	-
扬声器数量	2 个	1 个	1 个	-

资料来源: 懂车帝, 德邦研究所

5 月官降以来销量保持强劲, 稳居微型车销量冠军。2023 年 5 月, 长安 Lumin 开启官方降价优惠, 优惠幅度达 1 万元。长安 Lumin 5 月销量达 12,074 台, 环比大幅增长 56%, 5 月以来销量稳定在 12,000 台左右, 远超熊猫 mini、QQ 冰淇淋等竞品车型, 稳居微型车销量冠军。

图 55: 2023 年 5 月以来, 长安 Lumin 销量稳定在 12,000 台左右, 稳居微型车销量冠军



资料来源: 乘联会, 懂车帝, 德邦研究所

3.3. 深蓝 SL03: 深蓝品牌首款战略车型, 增程版是销量主力

深蓝品牌首款战略车型, 发布 33 分钟即订单破万。深蓝 SL03 于 2022 年 7 月正式上市, 是深蓝品牌首款战略车型, 涵盖纯电、增程、氢能三种动力类型, 1200 增程版/515 纯电版/705 纯电版/730 氢电版四种配置版本, 官方指导价分别为 17.19/18.99/22.19/69.99 万元。深蓝 SL03 极具运动感与科技感, 发布 33 分钟即订单破万, 发布 2 个月累计订单突破 4 万台。

图 56: 深蓝 SL03 极具运动感与科技感



资料来源：深蓝汽车官网，德邦研究所

深蓝 SL03 智能化配置出色。1) **AR-HUD 系统**：纯电版本标配 AR-HUD 全息式增强现实系统。AR-HUD 技术通过与智能驾驶、车载系统深度融合将集科技、安全、娱乐于一体的 AR 虚拟场景融入眼前视野，增添驾驶乐趣；2) **APA7.0 远程代客泊车**：APA7.0 能够真正做到远距离人车分离，实现远程挪车和记忆泊车；3) **NID3.0 领航智享辅助**：通过 NID3.0 可实现智能换道辅助、车道智慧选择、智能上下匝道等高级辅助驾驶功能；4) **智能座舱**：深蓝拥有可左右旋转 15 度的向日葵中控屏，并支持声源定位和手势互动，车机可以做到连续 20 秒语音指令无卡顿。此外，深蓝 SL03 还支持 3D 全息人脸无感登录、全座舱智能情景模式、智能场景识别推荐等。

图 57：AR-HUD 全息式增强现实系统



资料来源：深蓝汽车官网、德邦研究所

图 58：深蓝 SL03 智能座舱



资料来源：深蓝汽车官网、德邦研究所

与同级别竞品相比，深蓝 SL03 纯电版动力性能较优、智能化配置较高。1) 价格上，深蓝 SL03 在同级别竞品中价位较低；2) 车身尺寸上，SL03 在车身长度和高度上具备优势；3) 动力性能上，深蓝 SL03 最大功率达 190 (258Ps)，百公里加速时间仅为 5.9s，明显短于同价格段竞品。同时，深蓝 SL03 能耗低，百公里耗电量能控制在 12.3kWh，领先同级别竞品。4) 智能化配置上，顶配深蓝 SL03 可搭载 16 个摄像头、18 个超声波雷达和 8 个毫米波雷达，均远超竞品。

表 4：深蓝 SL03 纯电版同竞品分析

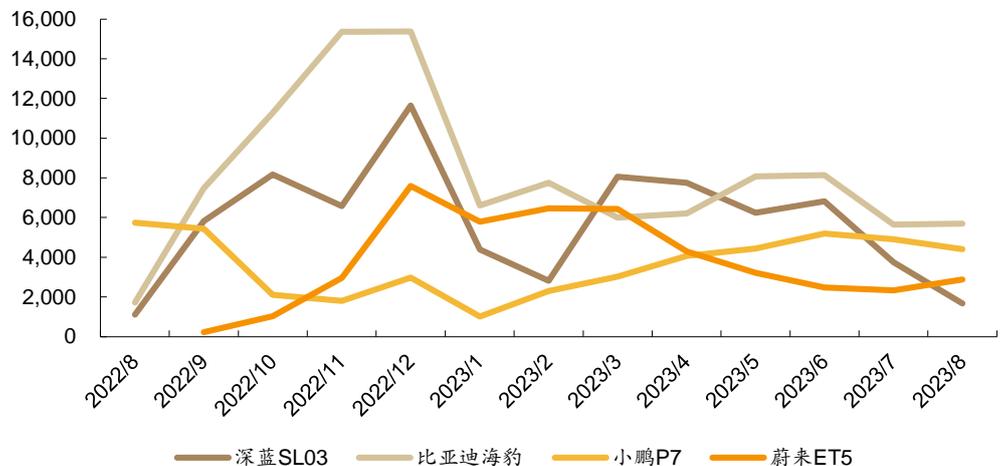
车型	深蓝 SL03	小鹏 P7	海豹	Model 3
款式	深蓝 SL03 2022 款 515 纯电版	小鹏 P7 2023 款 586E	海豹 2023 款 550KM 冠军版	Model 3 2022 款后轮驱动版
官方指导价 (万元)	18.99	23.99	18.98	23.19
上市时间	2022.07	2023.07	2023.05	2021.11

级别	中型车	中型车	中型车	中型车
车身尺寸 (mm)				
长度	4820	4880	4800	4694
宽度	1890	1896	1875	1850
高度	1480	1450	1460	1443
轴距	2900	2998	2920	2875
动力&续航				
动力类型	纯电动	纯电动	纯电动	纯电动
续航里程 (km) 工信部	515	586	550	556
最大功率 (kW)	190 (258Ps)	196 (267Ps)	150 (204Ps)	194 (264Ps)
最大扭矩(N·m)	320	390	310	340
百公里加速时间 (s)	5.9	6.7	7.5	6.1
百公里耗电量(kWh/100km)	12.3kWh	13kWh	12.6kWh	12.6kWh
辅助/操控配置				
驾驶辅助影像	360° 全景影像	透明影像	透明影像	倒车影像
巡航系统	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航
自动变道辅助	选配	选配	-	选配
匝道自动驶出 (入)	选配	选配	-	选配
辅助驾驶级别	L2 级	L2 级	L2 级	L2 标配 L3 选配
自动泊车入位	选配	标配	-	选配
智能化配置				
车载智能芯片	高通 8155	-	高通骁龙 690	AMD Ryzen
车内外摄像头数量	6 标配+10 选配	14 个	7 标配	9 标配
超声波雷达数量 (个)	6 标配+12 选配	12 个	6 标配	12 标配
毫米波雷达数量 (个)	3 标配+5 选配	5 个	3 标配	1 标配

资料来源：懂车帝，德邦研究所

22 年 12 月深蓝 SL03 销量破万，23 年全新改款更具性价比优势。2022 年 8 月深蓝 SL03 开启交付，前期因疫情、川渝地区高温停产等因素影响，销量爬坡较慢。2022 年 12 月深蓝 SL03 销量突破万台，成为自主品牌新能源中型车爆款。2023 年 7-8 月，受 SL03 即将换代影响，销量下滑明显。2023 年 8 月 25 日，深蓝 SL03 全新改款在成都车展上市，售价下探至 14.59-19.19 万元，产品更具性价比优势，销量有望触底回升。

图 59：2022 年 12 月深蓝 SL03 销量突破万台，成为自主品牌新能源中型车爆款



资料来源：乘联会，德邦研究所

增程式版本销量占比高达 80%。增程式动力系统能够解决消费者的续航焦虑

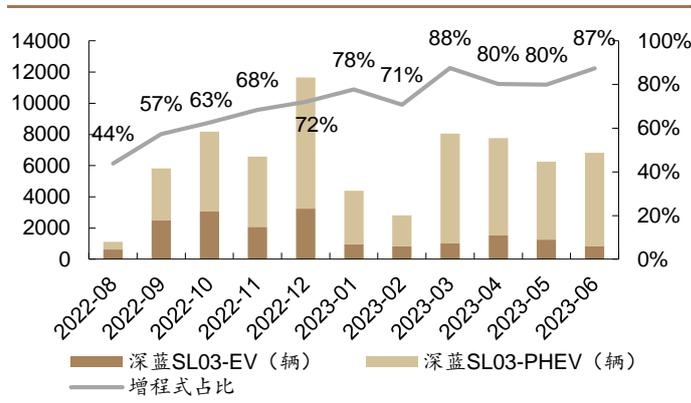
问题，且与纯电版本相比，价格更具优势。深蓝 SL03 上市以来，增程版本销量占比呈上升趋势，2023 年 3 月以来销量占比稳定在 80% 以上，是 SL03 的销量主力。

表 5：增程式版本价格低、续航优

	1200 增程版	515 纯电版
官方指导价	17.19 万	18.99
纯电续航里程 (km) 工信部	200	515
综合续航里程 (km) 工信部	1200	-
最大功率 (kW)	160 (218Ps)	190 (258Ps)
最大扭矩 (N·m)	320	320
百公里加速时间 (s)	7.5	5.9

资料来源：懂车帝，德邦研究所

图 60：增程版本是 SL03 销量主力



资料来源：Marklines，德邦研究所

深蓝品牌第二款车型深蓝 S7 已于 2023 年 6 月上市，为深蓝旗下首款 SUV。深蓝 S7 外观延续了家族化设计，采用封闭式前格栅，配备隐藏式门把手和贯穿式尾灯。内饰方面，深蓝 S7 配置豪华游艇内饰，通过豪华游艇环抱式内饰布局，实现舒适感与精致感完美统一。此外，深蓝 S7 还搭载前排双零重力按摩座椅、1.9 m² 揽星全景天幕电动遮阳帘、前排双层隔音玻璃、AR-HUD 全息式增强现实系统、15.6 英寸向日葵屏、12.3 英寸副驾超感智慧屏。

上市仅 2 个月，深蓝 S7 月销量已接近万台，位列新能源中型 SUV 第三位。2023 年 7 月，深蓝 S7 销量高达 9461 台，位列新能源中型 SUV 第三位，在细分领域走红。

图 61：深蓝 S7 外观延续了家族化设计，采用封闭式前格栅



资料来源：深蓝汽车官网，德邦研究所

图 62：深蓝 S7 豪华游艇内饰



资料来源：深蓝汽车官网，德邦研究所

3.4. 启源 A07：长安汽车主品牌电动化开篇之作，具备爆款潜力

长安启源旗下首款车型，将提供纯电和增程两种动力形式。2023 年 7 月 20 日，启源 A07 正式亮相，定位中大型车，基于长安 EPA1 平台打造，是长安启源旗下首款车型。2023 年 9 月 26 日，启源 A07 正式上市，官方指导价为 15.59-17.69 万元，启源 A07 提供纯电和增程两种动力形式，增程版/515 纯电版两种配置版本。

基于扶光美学设计理念打造，实现品质越级。启源 A07 基于扶光美学设计理念打造，具备流畅、舒展的低趴体态和高级流线溜背造型。前脸采用电气化封闭式设计，横向布局拓展视觉宽度。前光翼贯穿 LED 大灯由 284 颗 LED 灯源组合而成，极具未来科技感。启源 A07 采用了同级少有的无边框车门设计，并搭配同级独有的电吸门，实现品质越级。同时，启源 A07 融入各种空气动力学优化手段，封闭式前脸造型、流线车身等均可以有效降低风阻系数。

图 63：启源 A07 具备流畅、舒展的低趴体态和高级流线溜背造型



资料来源：懂车帝，德邦研究所

图 64：启源 A07 前脸采用电气化封闭式设计



资料来源：懂车帝，德邦研究所

最大化驾乘空间设计，打造情感岛数智座舱。1) 驾乘空间大。启源 A07 致力于实现最大化的驾乘空间设计，拥有 2900mm 长轴距、949mm 头部空间和 1422mm 膝部空间；2) 内饰品质优。内饰空间以“悬浮岛屿”为设计灵感，从中控台到中央扶手箱，延伸至车门扶手，形成环绕式岛屿设计。启源 A07 融合五感联觉设计，分别从触觉、视觉、嗅觉、听觉等层面，营造温馨的声光世界，为智能电动家庭轿车赋予豪华车般的驾乘体验；3) 智能化配置高。启源 A07 配备行业首发 15.4 寸+2.5K 超高清中控屏，搭载长安启源全新情感视窗交互系统，内置行业主流 8155 芯片。配备 AR-HUD 增强现实抬头显示系统，清晰易读，进一步保障行车安全。

图 65：启源 A07 搭配同级别少有的电动大掀背尾门



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 66：启源 A07 内饰空间以“悬浮岛屿”为设计灵感



资料来源：公司官网，德邦研究所

启源 A07 具备爆款潜力。启源 A07 是长安汽车主品牌电动化开篇之作，基于扶光美学设计理念打造，外观极具设计感与辨识度，具备驾乘空间大、内饰品质优、智能化配置高等优势，结合较低的定价，我们认为启源 A07 有望成为下一个爆款车型。

表 6：启源 A07 竞品分析

车型	长安启源 A07		零跑 C01	比亚迪汉	岚图 FREE
款式	长安启源 A07 2023 款 纯电版	长安启源 A07 2023 款 增程式版	零跑 C01 2023 款 525/606 舒享版	汉 EV 2023 款 冠军版 506KM 尊贵型	岚图 FREE 2024 款 超长续航智驾版
级别	中大型车	中大型车	中大型车	中大型车	中大型 SUV
价格	16.69-17.69	15.59-17.59	14.98/16.98	20.98	26.69
车身尺寸 (mm)					
长度	4905	4905	5050	4995	4905
宽度	1910	1910	1902	1910	1950
高度	1480	1480	1509	1495	1645
轴距	2900	2900	2930	2920	2960
动力 & 续航					
动力类型	纯电动	增程式	纯电动	纯电动	增程式
纯电续航里程 (km) 工信部	515	200	525/606	506	210
综合续航里程 (km)	-	1200	-	-	1201
最大功率 (kW)	190	160	200	150	360
电池容量 (kWh)	58.10	28.4	62.8/78.54	60.48	39.2

资料来源：懂车帝，德邦研究所

3.5. 新一轮产品周期将至，全新爆款车型可期

长安汽车将进一步重构品牌架构，加速打造爆款产品，即将迎来新一轮产品周期：

1) 长安品牌。一方面，整合“V”标、UNI 序列和欧尚等现有燃油车品牌，加速推进电气化转型，打造“智电 iDD”技术标签。2025 年前，计划推出 22 款全新产品，销量预估保持 100 万辆。另一方面，打造新主流电动序列长安启源。2025 年前，计划推出 10 款全新产品，销量预估突破 80 万辆。2023 年内，长安启源将陆续发布长安启源 A05、A06、A07、Q05 产品。

2) 深蓝汽车。进一步夯实年轻、科技的数字纯电品牌定位，结合增程、纯电、氢电的全电技术优势，全面发力主流电动市场。2025 年前，计划推出 6 款全新产品，销量预估突破 80 万辆。

3) 阿维塔。长安汽车品牌向上的战略支撑，未来将持续强化阿维塔品牌情感智能标签，占位高端市场，与头部新势力和豪华品牌展开竞争。2025 年前，计划推出 4 款全新产品，销量预估突破 30-40 万辆。2023 年 9 月 5 日，阿维塔 12 在德国慕尼黑全球首发，定位中大型纯电智能豪华轿跑，将于今年四季度在中国市场开始交付。2024 年，阿维塔将发布两款全新产品，并正式进入国际市场。

4) 凯程汽车。推动智慧物流示范运营快速落地，加速向皮卡和智慧物流转型，实现品牌焕新。2025 年前，计划推出 7 款全新产品，销量预估突破 30-40 万辆。

5) 合资板块。坚持利润、市占率导向，强化经营管理、母公司赋能，进一步拓展“技术、平台、海外”合作，全力开辟合资新时代。2025 年前，计划推出 7 款全新产品。

图 67：长安汽车新车型推出计划

品牌	预计上市时间	车型	级别	能源类型	预计售价
长安品牌	2025年前, 长安品牌计划推出22款全新产品				
启源序列	2025年前, 启源计划推出10款全新产品				
	2023年H2	启源A07	中大型车	纯电动	18-23万
	2023年H2	启源A06	紧凑型车	插混	10-15万
	2023年H2	启源A05	紧凑型车	插混	10-15万
深蓝汽车	2025年前, 深蓝汽车计划推出6款全新产品				
	2024	C318	紧凑型SUV	增程式/纯电动	-
阿维塔	2025年前, 阿维塔计划推出4款全新产品				
	2023年H2	阿维塔12	中大型车	纯电动	30万以上
凯程汽车	2025年前, 凯程汽车计划推出7款全新产品				
合资品牌	2025年前, 合资板块计划推出7款全新产品				

资料来源: 工信部, 汽车之家, 搜狐网, 无敌汽车网, 公司公告, 德邦研究所

4. 技术: 第三次创业进入收获期, 强大技术实力支撑新品向上

4.1. 新能源: 深蓝 EPA1 平台+阿维塔 CHN 智能电动平台并驾齐驱

4.1.1. EPA1 平台: 兼容三种动力构型, 具备高效率、高性能、高智能、高安全四大优势

EPA1 平台兼容纯电、增程和氢燃料三种动力构型。2022 年 4 月, 深蓝发布其首个电驱平台——EPA1, 以纯电为基础, 拓展氢燃料电池、增程等多种补能形式, 可进行自主轿车增程系统和氢燃料电池系统的量产。其中, 氢燃料电池技术采用水气异侧电堆设计、工况模式智能感知算法、和新一代高活性铂合金催化剂梯度涂覆, 能达成 1kg 氢气发电 20.5 度, 并实现 3 分钟超快补能。

EPA1 平台具备高效率、高性能、高智能、高安全四大优势:

1) 高效率: 通过配置原力超集电驱等优化措施, EPA1 新能源动力系统的综合驱动效率可达 78%, 高于行业主流的 70%~75%;

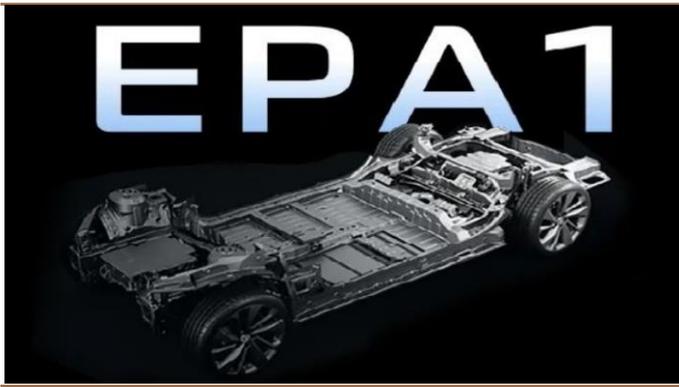
2) 高性能: EPA1 平台以后驱为主, 兼顾双电机四驱。其中单电机最高输出功率为 190kW, 百公里加速时间可达 5.9 秒;

3) 高智能: EPA1 平台采用了最新一代的域控电子电气架构, 具有车控域、座舱域和自驾域三大域控功能, 支持 SOA 服务拓展。EPA1 平台支持全域极速 OTA 升级, 可实现全车所有节点控制器的 OTA 升级;

4) 高安全: 搭载自主研发 iBC 数字电池管家, 通过两类数字预控管理技术群以及七类数字温控的技术管理, 能够有效避免电池热失控。

图 68: EPA1 平台

图 69: EPA1 平台配置原力超集电驱



资料来源：深蓝汽车官网，德邦研究所



资料来源：长安汽车官方微信公众号，德邦研究所

4.1.2. CHN 平台：软硬件深度解耦，实现“数字定义汽车”

长安汽车、华为、宁德时代三方共建阿维塔品牌，开创全新“CHN”合作模式。得益于长安汽车、华为、宁德时代分别在整车研发智造、智能汽车解决方案和智慧能源生态领域的优势，三方于 2022 年 6 月共同发布了全新一代智能电动汽车技术平台 CHN，该平台具备“新架构、强计算、高压充电”三大特征。

1) 新架构：CHN 平台采用六层架构分布，将架构分为 L1-L6 六层——机械层、能源层、电子电气架构层、整车操作系统层、整车功能应用层、云端大数据层，将软硬件深度解耦，实现数字定义汽车。

机械层：CHN 平台覆盖 2800-3100mm 轴距，可进行多车型同平台开发；拥有轻量化车体，较全钢材质车体重量减少约 30%；并通过华为 TMS 热管理系统高效回收余热，相较于未配备热泵空调的车型，低温续航可提升 10%；

能源层：搭载双电机四驱系统，最大功率 425kW，最大扭矩 650N·m，动力强劲；可进行大功率充电，充电电压范围为 400V-750V；配置宁德时代三元锂电池，通过大数据预警、热失控监测等技术加持电池安全；

电子电气架构层：深度融合动力域、车身域、座舱域、智驾域，实现信息交互安全高效；

整车操作系统层：集成 HarmonyOS 车机操作系统、华为 AOS 智能驾驶操作系统、华为 VOS 智能车控操作系统；

整车功能应用层：拥有 34 颗智驾传感器，包含 3 颗激光雷达；并基于 HarmonyOS 开发智能座舱，致力于打造更智能的驾乘体验；

云端大数据层：专属身份识别功能，可进行远程操作。

2) 高压充电：CHN 平台全栈高压 750V，前交流异步电机、后永磁同步电机。续航上，CHN 将搭载宁德时代神行超充电池，实现了“充电 10 分钟，续航 400km”的超快充速度，并达到 700km 以上超长续航里程。

3) 强算力：基于智能驾驶计算平台，构建超感系统和超算系统，能够轻松应对高速公路、城区复杂路况等场景，赋予旗下产品高阶智能驾驶辅助能力。

图 70：CHN 平台由长安汽车、华为、宁德时代三方共建

图 71：CHN 平台搭载 34 颗智驾传感器



资料来源：阿维塔官方微信公众号，德邦研究所



资料来源：阿维塔官方微信公众号，德邦研究所

4.2. 智能化：以 SDA 平台+诸葛智能品牌为核心进行智能化布局

4.2.1. 打造集中化电子电气架构 SDA 平台

2022 年 8 月，SDA 架构正式亮相，定位面向用户全场景服务的智能汽车超级数字化平台。SDA 架构与 CHN 技术平台均基于“分层解耦”的思想，构建了 L1-L6 的六层架构分布。

SDA 平台架构能够实现“三大目标”——集中化的电子电气架构、服务化的软件架构和标准化和抽象化的硬件架构。

1) 集中化的电子电气架构——打造以用户为中心的“中央+区域”环网电子电气架构：与行业主流的域控动力、智驾、智舱和车身四大架构模式不同，SDA 的环网中央架构更为集中，基于可靠环网、中央计算、集成域控能力，打造更流畅的驾乘体验。（I）中央计算：SDA 架构涵盖两个中央计算平台：C2（中央计算机）+EDC（体验计算机），其中 C2 算力可达 508TOPS，EDC 图形算力可达 2000GFLOPS，全车算力分类集中、合理排布。（II）集成域控：三个 VIU（区域控制器）负责网络管理及就近设备的配电和控制，实现动力、底盘、空调热管理和车身的 15 个控制器跨域集成，整车线束长度减少 10%到 20%，降低线束复杂度及成本。（III）可靠环网：采用环网通信技术，主干以百兆以太环网为主，核心控制器间搭载千兆网络。实现系统时间同步精度小于 1 微秒、数据 0 丢失。

图 72：SDA “中央+区域”环网电子电气架构



资料来源：长安汽车官方微信视频号，德邦研究所

2) 服务化的软件架构——分离了底层软件和应用软件：长安自主打造“RateX

操作系统”，形成“硬件共享、软硬解耦、软软分离”的软件底座，系统响应时间小于5微秒。此外，SDA架构还建立了一套可复制、可移植的标准体系，截至2022年8月已实现超1000项服务化接口可调试。

3) 抽象化的硬件架构——推动了硬件模块化和平台化：RTDriveOS智能驾驶操作系统通过虚拟引擎可实现单CPU模拟多CPU，允许一个平台同时运行多个操作系统，虚拟化算力损耗控制在3%以下，实现硬件资源安全共享。RTDriveOS推动模块化和平台化，屏蔽50种以上的硬件接口差异，保留硬件抽象能力。

4.2.2. 全新智能品牌“诸葛智能”助力智能化向上

“诸葛智能”品牌基于SDA平台打造，将为用户带来“交互、智驾、生态”三大核心体验。2022年8月，长安在科技生态大会上发布了基于SDA打造的智能品牌——“诸葛智能”。依托于SDA架构强大的中央计算平台和“端云一体”系统，诸葛智能将通过可扩展的软硬件及可自定义的服务生态，带来全新的智驾、交互和生态体验。

1) 智能交互领域，通过“4+12交互策略脑”打造“自然语音系统”，实现语音功能“免唤醒”和“方言自适应”。“免唤醒”即无需任何唤醒词，语音助手便可完成对车控和车机功能的控制。视觉识别引擎与语音识别引擎协同对用户的真实动机进行判断，最大限度减小误触发的可能。“方言自适应”则是无需任何切换方言模式的指令，AI助理就能自如地用方言和用户交流。

2) 智能驾驶领域，2021年，长安在汽车科技生态大会上首发APA7.0远程无人代客泊车技术，该技术采用超感知硬件系统，配置27个传感器，利用深度学习和多传感器融合实现精准感知、通过视觉语义与特征融合实现精准定位、通过图搜索和优化算法应对复杂多变的停车场环境，实现了车库全场景记忆泊车。APA7.0技术已在深蓝SL03车型搭载并实现量产。

图 73：长安发布：“诸葛智能”智能品牌



资料来源：中新网，德邦研究所

智能化产业布局方面，依托长安科技公司，发力芯片、核心算法等关键技术。2022年末，长安科技公司成立，着眼于芯片、核心算法等关键技术，致力于打造“芯器核图云网天”的硬核产业链集群、掌握自主可控的全栈式智能化能力、加

速长安汽车整体向科技型企业转型。

智能制造方面，长安首个“5G 工厂”已于 2022 年 12 月动工，预计 2023 年年底投产。新工厂实现 5G 专网全域覆盖，采用数字孪生技术，构建全场景虚拟仿真，并基于统一的数字底座，构建 152 个数字化运营场景，打造汽车制造领域规模最大、场景最全、应用最深的新能源汽车制造工厂。

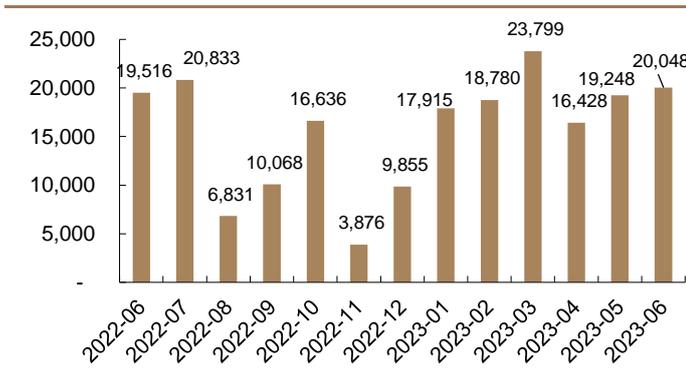
5. 出海：海纳百川剑指全球，即将迈向海外发展快车道

5.1. 重点布局南美洲、中东等地区，2022-2023H1 海外销量成绩亮眼

2022 年以来，长安海外销量亮眼。2022 年长安在海外市场出口销量近 25 万辆，出口总量居于国内汽车行业第四。其中自主品牌海外出口总销量达 17 万辆，同比增长 48.83%。2023 年上半年，长安自主品牌海外销量达 116,218 辆，同比增长 14.30%。

出口主力车型：CS 系列、UNI 序列、悦翔为长安自主品牌乘用车出口主力车型。长安自主品牌乘用车中 CS 系列车型出口销量优、占比高，2023 年上半年占比达 74.77%，其次为 UNI 序列和悦翔车型。

图 74：长安自主品牌 2022/06-2023/06 月海外销量



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 75：CS 系列为自主品牌乘用车出口主力车型



资料来源：Marklines，德邦研究所

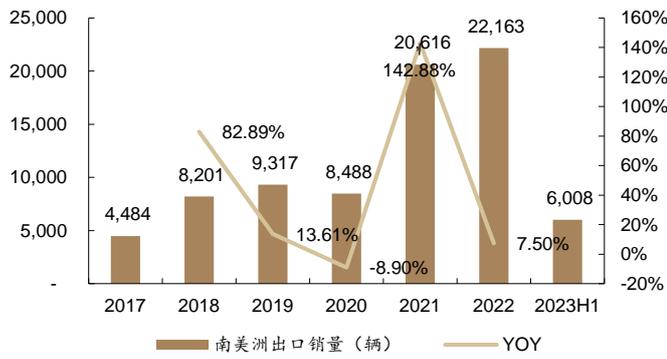
海外市场布局：长安主要布局南美洲、北美洲、中东等地区。

1) 南美洲：重点布局智利，主要出口商用车。2021、2022 年长安在南美洲市场出口销量均破 2 万，主要出口车型为商用车，其中 22 年商用车销量为 21,960 辆，占比高达 99.08%。南美洲市场中，智利所占份额最大——22 年长安于智利出口销量为 20,710 辆，占比高达 93.44%。

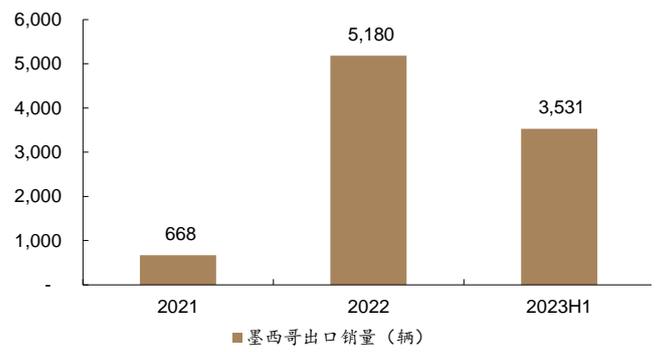
2) 北美洲：墨西哥市场迅速扩张。2022 年墨西哥出口销量从 668 辆跃升至 5,180 辆，同比增速高达 675.45%。长安在墨西哥市场主要投放乘用车，截至 2023H1，已投放 CS 系列车型、悦翔和 UNI-K 车型三类车型。

图 76：2021、2022 年南美出口销量均破 2 万辆

图 77：墨西哥市场扩张较快



资料来源: Marklines, 德邦研究所



资料来源: Marklines, 德邦研究所

3) **中东: 沙特成绩亮眼。**长安汽车于 2019 年进入沙特阿拉伯, 在此市场布局乘用车。2021、2022 年间长安在沙特阿拉伯的出口销量分别为 29,406 和 34,998 辆, 销量排名均位居车企第四、中国自主车企榜首。长安在沙特的主要销售车型为悦翔和逸动 PLUS, 这两种车型于 2022 年沙特出口分别为 6,775 辆和 5,607 辆, 占比 19.36%、16.02%。

表 7: 2022 年长安汽车在沙特出口销量排名第四

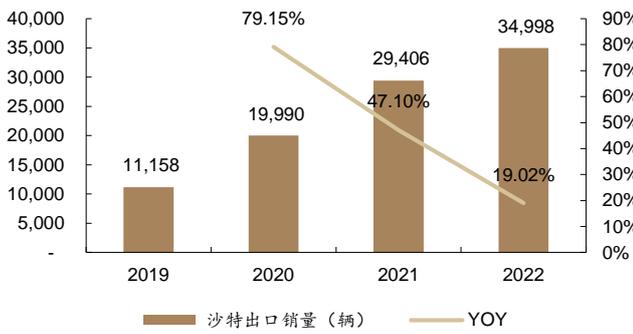
排名	品牌	销量	所占份额
1	丰田	198,088	31.10%
2	现代	89,017	14.00%
3	日产	36,288	5.70%
4	长安	34,998	5.50%
5	五十铃	34,887	5.50%
6	起亚	30,393	4.80%
7	MG	30,026	4.70%
8	马自达	25,280	4.00%
9	吉利	22,084	3.50%
10	雪佛兰	21,938	3.40%

资料来源: 懂车帝、德邦研究所

4) **俄罗斯: 俄乌冲突后, 俄罗斯市场出口销量增长迅猛。**俄乌冲突后, 本田、大众、宝马、奔驰、福特、通用在内的多家车企先后宣布暂停向俄罗斯出口汽车, 国内车企则填补了俄罗斯市场在外资退出后的部分空缺。据乘联会, 2023 年上半年中国对俄罗斯汽车出口量超 37 万, 增长 622%。2023 年长安除继续向俄罗斯市场投放 CS 系列车型外, 还新增投放了逸动、悦翔、UNI 序列车型, 加之国内车企在俄罗斯市场整体销量份额扩大, 2023 年上半年长安对俄罗斯出口销量迅猛, 达 11,267 辆, 同比高增 411.90%。

图 78: 2022 年对沙特出口销量近 3.5 万辆

图 79: 2018-2023H1 长安出口俄罗斯销量



资料来源: Marklines, 懂车帝, 德邦研究所



资料来源: Marklines, 德邦研究所

5.2. 大力布局海外市场，发布“海纳百川”计划

长安累计海外用户达 70 万，海外市场覆盖率持续成长，渠道能力不断提升。长安汽车于 2022 年新进入 5 个市场，目前已累计进入全球 63 个市场，建成 450 家海外销售渠道，并于 22 年完成 5 款新产品导入，进一步丰富长安海外市场产品矩阵。

围绕全球研发中心建立“六国十地”全球研发布局。长安在中国、意大利、日本、英国、美国和德国建立“六国十地”研发中心，其中位于重庆的全球研发中心为研发布局中枢。全球研发中心是整合全球资源的开放式智慧研发平台，总投资 43 亿元，拥有设计、测试、管理等 7 大功能，涵盖仿真分析、噪声振动、被动安全等十多个领域，拥有空调系统、非金属材料等 180 多个实验室以及运用云技术打造的数据中心。

图 80: 长安汽车全球研发中心



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

发布“海纳百川”计划，明确“四个一”发展目标，绘就海外发展蓝图。2023 年长安发布“海纳百川”战略计划，坚持“长期主义、绿色低碳、本地运营、发展共赢”的原则，确立“海外市场投资突破 100 亿美元，海外市场年销量突破 120 万辆，海外业务从业人员突破 10000 人，将长安汽车打造成世界一流汽车品牌”的“四个一”发展目标。

图 81: “海纳百川”计划下“四个一”发展目标



资料来源: 新华网, 德邦研究所

图 82: 加速布局全球五大区域市场



资料来源: 新华网, 德邦研究所

“海纳百川”计划下, 着力推进“五大布局”, 为长安汽车全球化发展擘画了清晰蓝图。

1) 产品和产能布局: 产品上: 到 2030 年, 长安将推出不少于 60 款全球产品。推动“全球产品同步开发+区域差异化开发”相结合, 实现“一区一策、一国一策”。如南美洲和中东区域, 仍将以传统汽车为主, 欧洲和东盟区域将主推新能源车型, 在南美洲、东盟、澳新等区域投放皮卡; 产能上: 海外布局超 50 万辆产能。泰国基地首期产能 10 万辆, 二期将增加至 20 万辆。

2) 品牌建设布局: 短期内, 海外市场将以长安品牌为主, 持续打造智能、低碳、设计等品牌标签, 后续加强深蓝、阿维塔、商用车凯程三大品牌的海外建设。同时, 加大海外市场广宣资源投入, 联动合作伙伴参与全球大型品牌活动, 提升长安汽车品牌影响力。

3) 营销服务布局: 到 2030 年, 长安汽车将在海外市场构建 20 余个本地化营销组织, 海外网点数量突破 3000 家。

4) 市场布局: 将加快布局欧洲、美洲、中东及非洲、亚太、独联体五大区域市场。长安将在 2024 年进入东盟和欧洲两大重点区域市场, 用 2-3 年时间完成欧洲主要市场布局, 并在 2030 年之前进入全球 90% 以上市场。长安还将在泰国投入 40 亿元, 布局全球“右舵生产基地”。

5) 组织、人才布局: 长安将成立东南亚事业部, 欧洲区域总部, 未来还将适时在美洲、非洲等区域建立区域总部。

6. 盈利预测与相对估值

6.1. 盈利预测

销量预测

1) 启源序列: 到 2025 年, 长安启源将面向全球共推出 10 款产品。2023 年, 长安启源将陆续发布长安启源 A05、A06、A07、Q05 四款产品, 预计这些新品于 2024 年实现放量。因此我们预计长安启源 2023-2025 年实现销量 1.20/31.00/40.00 万辆。

2) 深蓝汽车: 到 2025 年, 深蓝汽车将推出 6 款产品, 已推出的深蓝 SL03

与深蓝 S7 销量表现较优，我们预计深蓝汽车 2023-2025 年实现销量 13.00/21.80/32.30 万辆。

- 3) **阿维塔**：到 2025 年，阿维塔将发布 4 款产品，其中阿维塔 12 将于 2023 年四季度在国内交付，余下两款全新产品于 2024 年上市。我们预计阿维塔 2023-2025 年实现销量 2.40/9.80/14.20 万辆。
- 4) **其他**：到 2025 年，以凯程汽车为主的商用车板块将推出 7 款全新产品，销量预估突破 30-40 万辆。我们预计这部分车型在 2023-2025 年实现销量 36.5/38.0/39.2 万辆。

表 8：长安汽车销量预测（万辆）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
长安汽车	95.15	117.63	132.73	141.62	151.90	140.10
经典序列	95.15	117.63	132.73	140.42	120.90	100.10
启源序列	-	-	-	1.20	31.00	40.00
深蓝汽车	-	-	3.34	13.00	21.80	32.30
阿维塔	-	-	0.08	2.40	9.80	14.20
长安福特	24.85	30.19	24.60	20.56	19.70	18.80
长安马自达	13.73	13.08	9.27	8.33	14.05	15.90
其他	31.37	33.60	33.62	35.15	36.62	37.82
合计	165.10	194.50	203.64	221.06	253.87	259.12

资料来源：乘联会，德邦研究所

注：阿维塔、长安福特、长安马自达是长安汽车参股公司，不纳入合并报表范围

长安汽车 2023 年继续发力新能源与智能化，新一轮产品周期开启，并大力扩张海外业务，预计今明两年销量有望快速增长。我们对长安汽车 2023-2025 年盈利进行预测：1) 营业收入。2023-2025 年，收入同比增速分别为 31.07%/31.20%/13.68%；2) 归母净利润。2023-2025 年，归母净利润同比增速分别为 33.67%/-20.81%/27.74%；3) 毛利率。2023-2025 年，毛利率分别为 17.80%/18.10%/18.50%。

表 9：长安汽车盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	1051.42	1212.53	1589.27	2085.07	2370.34
YOY	24.33%	15.32%	31.07%	31.20%	13.68%
归母净利润（亿元）	35.52	77.98	104.24	82.55	105.45
YOY	6.87%	119.52%	33.67%	-20.81%	27.74%
毛利率	16.64%	20.49%	17.80%	18.10%	18.50%

资料来源：公司公告，德邦研究所

6.2. 相对估值

我们选取：比亚迪、长城汽车、江淮汽车、理想汽车作为可比公司。

预计公司 2023-2025 年归母净利润 104.24/82.55/105.45 亿元，对应 PE 为 12、16、12 倍，参考可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：相对估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E

002594.SZ	比亚迪	6,923.57	166.22	269.61	375.42	491.86	41.65	25.68	18.44	14.08
601633.SH	长城汽车	2,166.49	82.66	52.37	95.60	118.48	32.55	41.37	22.66	18.29
600418.SH	江淮汽车	275.62	-15.82	1.85	4.22	6.29	-	149.19	65.29	43.84
2015.HK	理想汽车	2,680.31	-20.12	59.19	124.46	258.08	-	45.28	21.54	10.39
PE 平均值							37.10	65.38	31.98	21.65
000625.SZ	长安汽车	1,293.48	77.98	104.24	82.55	105.45	16.59	12.41	15.67	12.27

资料来源: Wind 一致预期, 德邦研究所 (截至 9 月 27 日收盘)

注: 长安汽车、长城汽车、理想汽车来自德邦研究所测算, 其他来自 Wind 一致预期。单位: 人民币。

7. 风险提示

新车型投放速度不及预期、新车型销量表现不及预期、市场竞争加剧影响公司盈利能力。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.80	1.05	0.83	1.06
每股净资产	6.34	7.11	7.94	9.01
每股经营现金流	0.57	2.07	2.16	1.88
每股股利	0.24	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	15.46	12.41	15.67	12.27
P/B	1.94	1.83	1.64	1.45
P/S	1.07	0.81	0.62	0.55
EV/EBITDA	5.94	4.55	3.81	1.33
股息率%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	20.5%	17.8%	18.1%	18.5%
净利润率	6.4%	5.9%	3.4%	4.4%
净资产收益率	12.4%	14.8%	10.5%	11.8%
资产回报率	5.3%	5.6%	3.7%	4.3%
投资回报率	12.3%	11.8%	7.2%	9.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	15.3%	31.1%	31.2%	13.7%
EBIT 增长率	300.8%	7.9%	-32.9%	54.7%
净利润增长率	119.5%	33.7%	-20.8%	27.7%
偿债能力指标				
资产负债率	56.9%	62.5%	65.3%	64.7%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.3
现金比率	0.7	0.7	0.7	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	7.0	7.5	7.0	7.6
存货周转天数	23.7	20.6	21.9	23.0
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
固定资产周转率	6.0	8.9	13.8	19.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	7,798	10,424	8,255	10,545
少数股东损益	-54	-1,075	-1,152	0
非现金支出	4,895	3,214	3,102	3,285
非经营收益	-27	-3,899	785	577
营运资金变动	-6,946	11,864	10,462	4,207
经营活动现金流	5,666	20,528	21,453	18,615
资产	-795	-736	104	-228
投资	-3,095	-1,143	-1,148	-1,148
其他	936	4,950	-965	-781
投资活动现金流	-2,954	3,071	-2,009	-2,158
债权募资	695	-1,360	-151	-115
股权募资	0	-480	0	0
其他	-471	3,675	-27	-21
融资活动现金流	224	1,835	-178	-136
现金净流量	2,974	25,448	19,265	16,320

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	121,253	158,927	208,507	237,034
营业成本	96,410	130,638	170,767	193,183
毛利率%	20.5%	17.8%	18.1%	18.5%
营业税金及附加	4,102	5,404	6,985	7,822
营业税金率%	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%
营业费用	5,138	7,470	9,383	10,192
营业费用率%	4.2%	4.7%	4.5%	4.3%
管理费用	3,532	5,245	6,255	6,637
管理费用率%	2.9%	3.3%	3.0%	2.8%
研发费用	4,315	6,834	8,966	10,192
研发费用率%	3.6%	4.3%	4.3%	4.3%
EBIT	7,968	8,600	5,770	8,927
财务费用	-1,017	-1,038	-1,553	-1,944
财务费用率%	-0.8%	-0.7%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-946	-522	-476	-484
投资收益	-769	4,950	-965	-781
营业利润	7,634	9,558	7,245	10,792
营业外收支	75	80	78	79
利润总额	7,708	9,638	7,323	10,871
EBITDA	11,885	11,294	8,396	11,728
所得税	-36	289	220	326
有效所得税率%	-0.5%	3.0%	3.0%	3.0%
少数股东损益	-54	-1,075	-1,152	0
归属母公司所有者净利润	7,798	10,424	8,255	10,545

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	53,530	78,979	98,244	114,564
应收账款及应收票据	38,918	48,136	62,460	72,113
存货	5,823	9,152	11,645	13,043
其它流动资产	3,804	6,325	7,682	8,215
流动资产合计	102,076	142,592	180,031	207,935
长期股权投资	14,407	15,550	16,697	17,846
固定资产	19,347	16,560	13,674	10,963
在建工程	1,388	1,376	1,414	1,417
无形资产	4,446	4,246	4,073	3,929
非流动资产合计	43,973	42,996	41,145	39,461
资产总计	146,049	185,587	221,175	247,396
短期借款	29	-94	-246	-361
应付票据及应付账款	51,522	71,015	92,403	104,477
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	28,397	34,992	42,241	45,958
流动负债合计	79,949	105,913	134,398	150,074
长期借款	36	36	36	36
其它长期负债	3,115	10,071	10,071	10,071
非流动负债合计	3,151	10,107	10,107	10,107
负债总计	83,100	116,020	144,505	160,181
实收资本	9,922	9,919	9,919	9,919
普通股股东权益	62,858	70,552	78,807	89,352
少数股东权益	91	-985	-2,136	-2,136
负债和所有者权益合计	146,049	185,587	221,175	247,396

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。