

汽车央企转型新生，产品向上开启新周期

——长安汽车（000625.SZ）深度研究报告

华龙证券研究所 汽车行业

分析师：杨阳

联系人：李浩洋

SAC：S0230523110001

SAC：S0230124020003

2024年4月15日

投资建议

- **三次创业把握市场趋势，新能源布局转型加速。**长安汽车是我国老牌汽车央企，历经三次创业以把握市场趋势。2013-2016年抓住SUV红利期，自主品牌得到发展，但业绩仍主要由合资品牌贡献。2017-2019年在弱产品周期和质量问题双重打击下业绩承压，2020年后自主品牌增长势头恢复，UNI、CS75 Plus等高毛利产品放量，实现营收业绩连续双增。剥离亏损的长安标致雪铁龙、盘活长安铃木闲置产能，资产结构持续优化。2024年进入长安新能源跃迁关键之年，强产品周期下智能化与出海增量可期。
- **电动化转型成果落地，品牌向上开启新产品周期。**经过6年新能源转型，公司已形成传统产品销量安全垫结合“启源+深蓝+阿维塔”的新能源转型品牌组合，2024年进入强产品周期，叠加汽车央企新能源业务单独考核压力，公司280万辆销量目标实现确定性较强。
- ✓ **启源：高性价比杀入主流家用市场，远期销量目标120-150万辆。**启源主攻8-15万元主流家用市场，瞄准竞品降价+低油耗高续航拉低使用成本塑造竞争力，年内上市E07双形态切换定位稀缺，叠加超千家渠道触达，有望达成25万辆销量目标。
- ✓ **深蓝：定位年轻科技，超级增程塑造优质产品力。**深蓝汽车主攻10-20万元价格带，定位年轻、科技。切入相对蓝海的20万元以下增程市场，超级增程平台EPA1动力、油耗表现优秀，座舱+智驾超价位段配置，共同构成深蓝竞争优势。深蓝G318、华为智驾版S7、SL03等年内上市产品，强产品周期有望推动深蓝实现28万辆销量目标，远期销量目标100-120万辆。
- ✓ **阿维塔：华为赋能高端情感智能定位，2024年向新车&增程要增量。**阿维塔主攻20-40万元高端市场，前卫独特的外观设计和HI模式下纯正华为智能驾驶+座舱体验构成核心竞争力，2024年预计发布20万元级别新车E15、E16以及4款增程版车型，销量增量可期。
- ✓ **引力序列：长安汽车销量基本盘，表现优于整体市场。**传统产品销量安全垫，在当前燃油车防守期销量表现明显优于市场，CS75 Plus等冠军产品月销近3万辆，为新能源转型持续造血，2024年销量目标125万辆，远期混动转型后销量目标稳定在130-150万辆。
- ✓ **汽车央企新能源转型“优等生”，考核下销量增长确定性强。**国资委对汽车央企新能源考核方案有望近期落地，新能源市占率等指标有望进入新指标体系，同时放松传统财务指标考核，公司作为新能源转型最快的汽车央企，销量增长确定性较强。

投资建议

- 华为智驾多品牌赋能，销量投资收益双双注入弹性。**合作华为成立合资公司，预计持股40%，两方面助力长安发展：一是赋能长安产品注入销量弹性。华为智驾处于国内第一梯队，城市NOA全国可用且已向用户推送；华为全球终端月活用户超7.3亿，线下超6万家销售网络，潜在客户触达能力强；问界、智界预订火爆，体现华为造车号召力，三重优势赋能长安产品。二是合资公司盈利注入投资收益弹性。华为车BU业务预计于2024年4月扭亏，按鸿蒙智行车销量120-150万辆、单车ASP 3.5-4万元、5%净利率计算，2025年目标公司或可为长安汽车贡献8.4-12亿元投资收益。
- 海纳百川计划稳步推进，2024年进军东南亚&欧洲。**2024年1-2月自主品牌海外销量实现7.57万辆，同比+106%，基本符合海外销量翻倍至48万辆的规划目标。产品方面，2024年主攻欧洲和东南亚市场，阿维塔、深蓝和启源等新能源品牌是主力军，一地区一策制定产品投放方案，计划到2030年推出不少于60款产品。生产方面，泰国生产基地预2025Q1投产，一期产能10万辆，覆盖全球右舵车市场。渠道方面，截至2023年上半年已有400+销售与服务网点，2030年前在海外市场构建20余个本地化营销组织，海外网点数量突破3000家，进入全球90%以上的市场。
- 投资建议：**公司是老牌汽车央企，电动化智能化转型成果逐步落地，品牌向上开启新产品周期，新能源市占率有望持续提升。预计2023-2025年归母净利润分别为111/102/128亿元，同比增速42.4%/-7.7%/25.0%，PE为16.0/17.4/13.9倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济下行风险；政策不及预期；销量不及预期风险；上游原材料价格大幅波动；地缘政治风险；与华为合作不及预期；行业竞争加剧；第三方数据统计错误导致的风险；测算存在主观性，仅供参考。

目录

1

三次创业把握市场趋势，新能源布局转型加速

2

电动化转型成果落地，品牌向上开启新产品周期

3

华为智驾多品牌赋能，销量投资收益双双注入弹性

4

“海纳百川”出海加速，2024年进军东南亚&欧洲

5

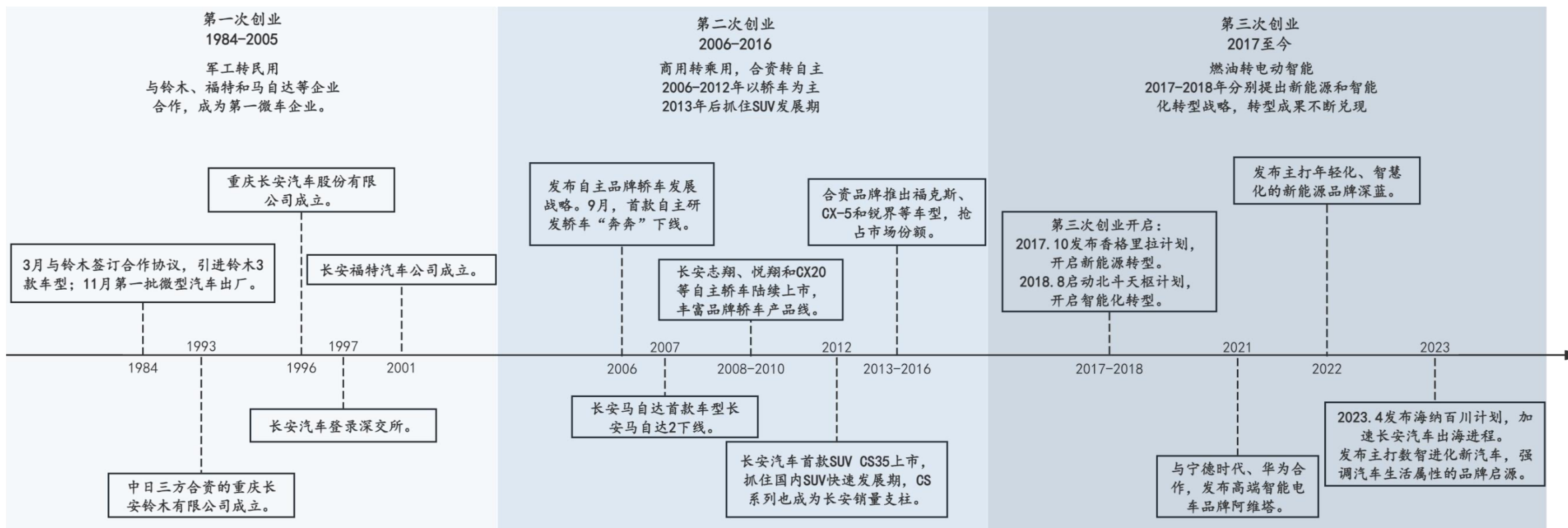
投资建议

6

风险提示

- 1.1 深耕汽车领域近三十年，第三次创业剑指电动化、智能化与出海
- 长安汽车是我国老牌汽车央企，历经三次创业，分别从军工制造企业转型为民用汽车企业、从合资商用车为主导转型为自主乘用车为主导，从传统燃油车厂商转型为新能源智能汽车厂商。第三次创业始于2017年，10月发布新能源转型的“香格里拉”计划，2018年发布智能化转型的“北斗天枢”计划，2023年发布出海的“海纳百川”计划。

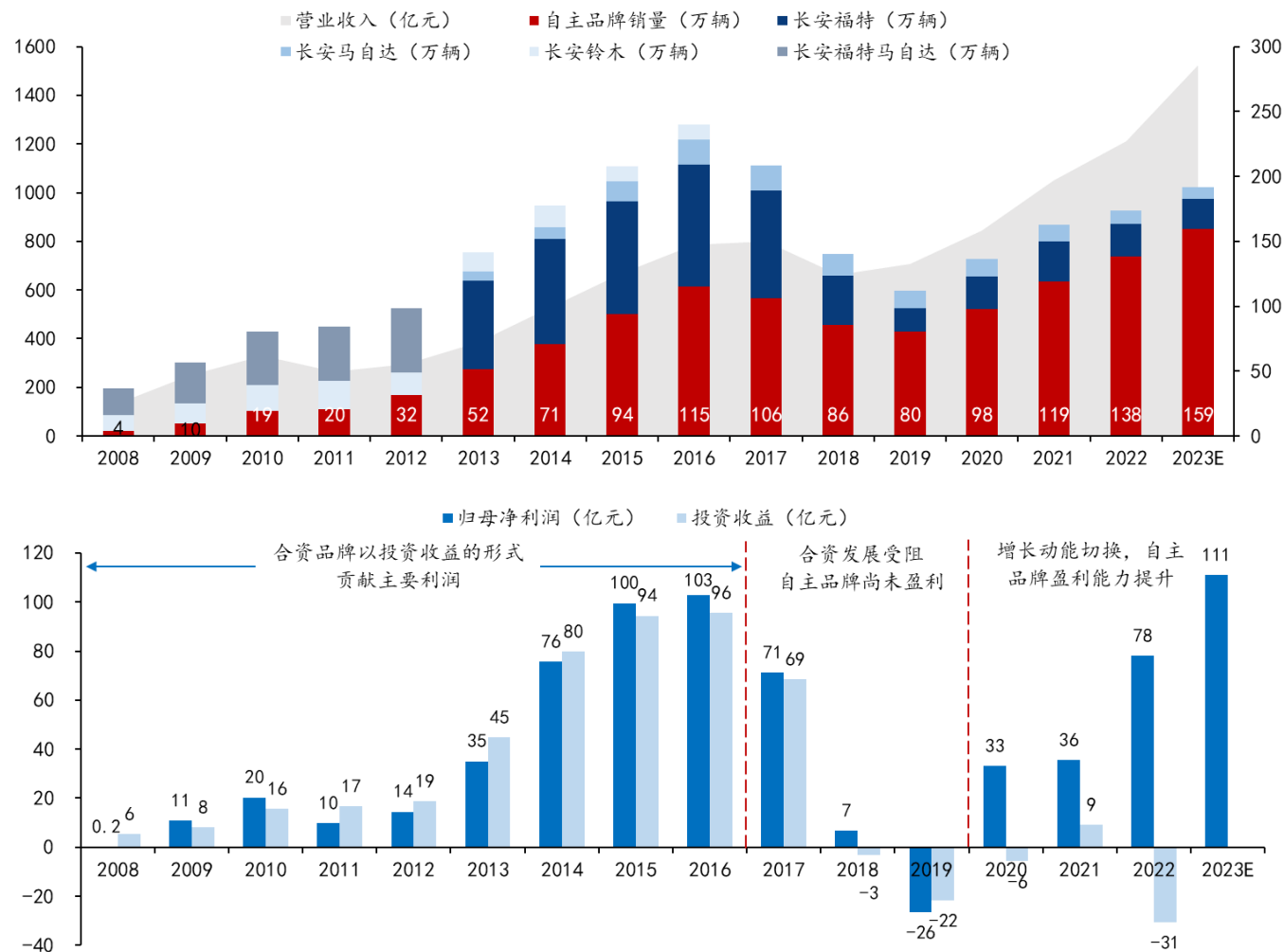
图1：长安汽车三次创业历程



数据来源：公司官网，公司公告，汽车之家，经济观察网，盖世汽车每日速递，新浪汽车，新华网，AutoThinker汽车智库平台，IT之家，华龙证券研究所

- 1.2 创业成果逐步落地，智能化+出海增量可期
- 2013-2016年：抓住SUV红利期，自主CS系列产品崛起。2013-2016年我国SUV进入快速发展期，CAGR达45%。长安汽车自主研发的CS系列、欧诺和欧尚等SUV产品取得成功，蝉联2015-2016年自主品牌销量冠军，叠加合资品牌表现强劲，长安汽车销量、营收同步走高。由于自主品牌车型价格相对较低且初期成本较高，利润仍主要由合资车企通过投资收益实现。
- 2017-2019年：合资品牌产品弱周期+质量问题频现，长安进入调整期。2017年后由于新产品投放节奏缓慢以及因质量问题出现口碑下滑，长安福特等合资品牌销量下滑严重，投资收益明显下降，拉低长安汽车整体盈利水平。
- 2020年后：增长动能切换，自主品牌持续向上。2020年后长安汽车自主品牌销量表现强劲，2023年自主品牌销量占比达82%，长安汽车增长动能切换至自主品牌，营收、归母净利润双双走高。随着未来合作华为赋能智能化以及“海纳百川”出海成果落地，长安汽车销量有望持续向好。

图2：长安汽车2008-2023年经营情况



数据来源：Wind，盖世汽车网，华龙证券研究所
注：长安汽车2023年营业收入、归母净利润均为预测值

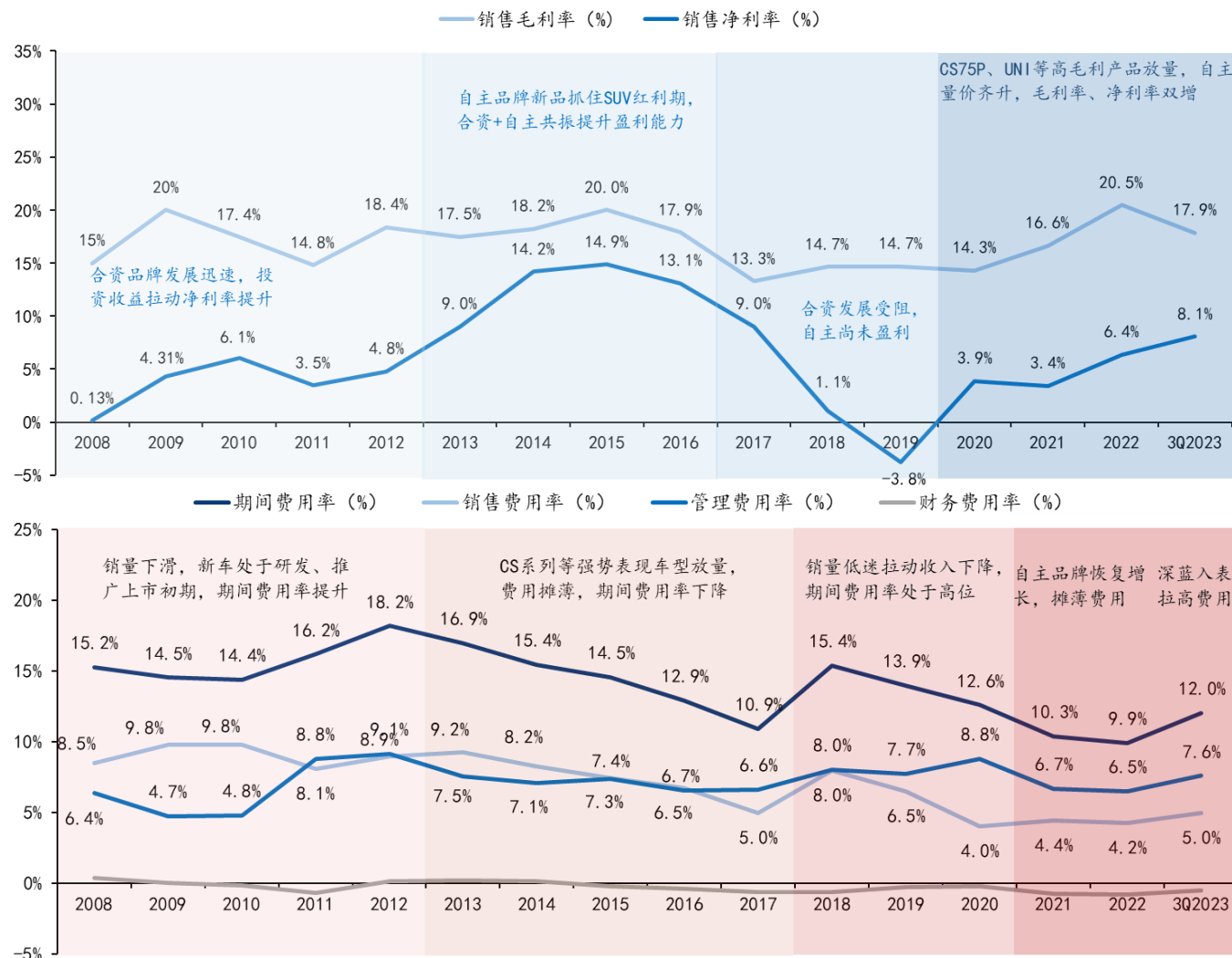
1.3 强产品周期拉动盈利能力提升

2013-2016年：自主+合资共振拉动净利率提升。在SUV红利期内，合资品牌和自主品牌均处于强产品周期，拉动净利率由2012年的4.8%提升至2016年的13.1%。

2017-2019年：合资发展受阻，自主品牌尚未盈利。2017年后长安汽车合资品牌销量走低，自主品牌尚未实现盈利，净利率一度跌至2019年的-3.8%。

2020年后：强产品周期拉高毛利率，新能源并表短期业绩承压。2020年后，CS75 Plus和UNI系列等高毛利率车型逐步放量，拉动毛利率上行至2022年的20.5%，期间费用率逐步下降至10%左右。2023年前三季度盈利能力短期承压，主要系新能源公司并表+价格战影响。

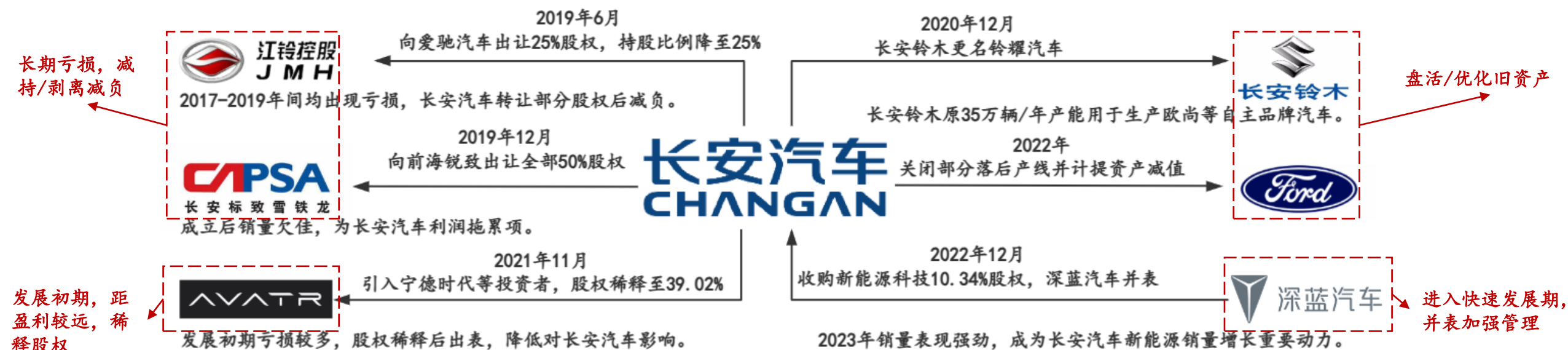
图3：长安汽车2008-2023年盈利能力与期间费用率



数据来源：Wind，公司公告，华龙证券研究所

- 1.4 资产结构持续优化
- 对于长期利润拖累项，2019年长安汽车减持亏损的江铃控股，剥离成立后持续亏损的长安标致雪铁龙，改善公司整体盈利能力，为业绩减负；对于发展受阻的合资品牌，2020年长安铃木正式更名为铃耀汽车，原35万辆/年的产能用于生产欧尚等自主品牌汽车，盘活闲置产能，2022年长安汽车关停长安福特部分落后产线，优化经营；对于具备发展潜力的优质资产，2022年长安汽车收购新能源科技10.34%股权，深蓝汽车并表。

图4：长安汽车优化资产结构



数据来源：公司公告，网上车市AutoMarketOnline，快科技，华龙证券研究所

目录

1

三次创业把握市场趋势，新能源布局转型加速

2

电动化转型成果落地，品牌向上开启新产品周期

3

华为智驾多品牌赋能，销量投资收益双双注入弹性

4

“海纳百川”出海加速，2024年进军东南亚&欧洲

5

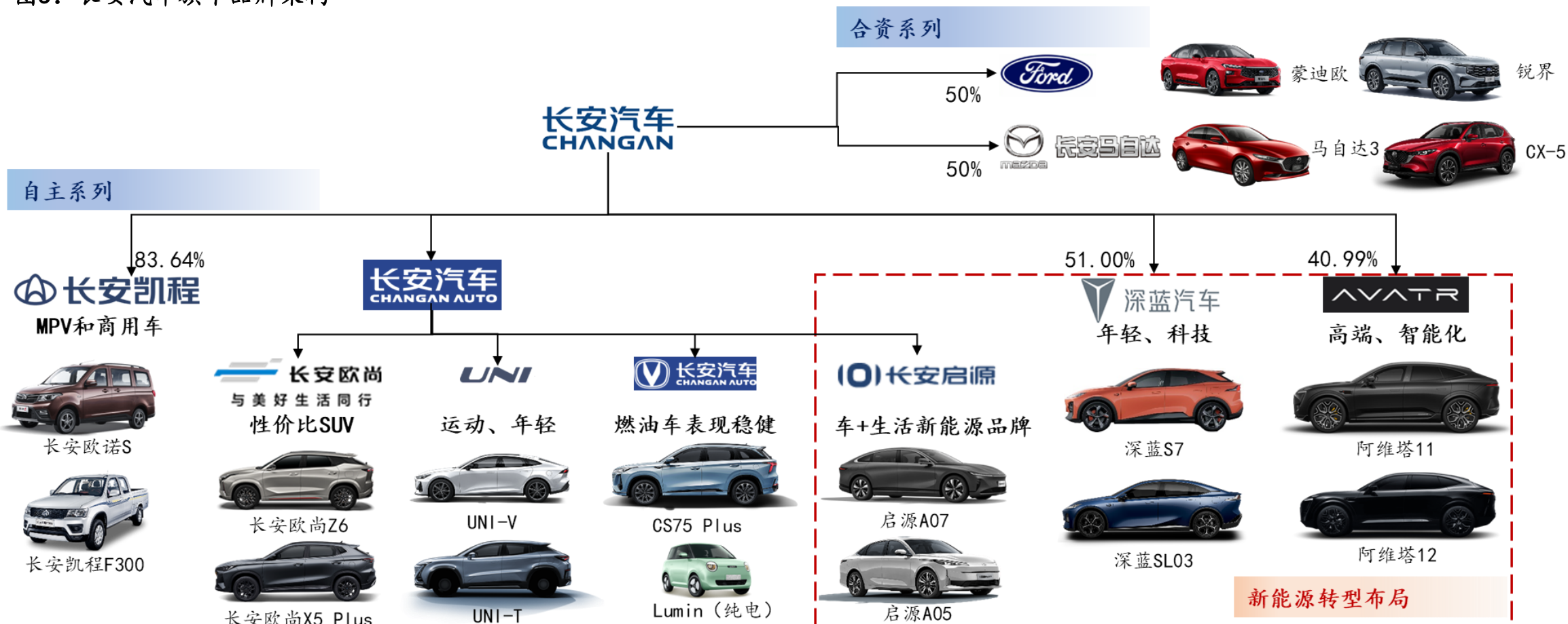
投资建议

6

风险提示

- 经过超6年的转型布局后，长安汽车已形成了UNI、CS系列构成的传统燃油产品销量安全垫和定位“低中高”的“启源+深蓝+阿维塔”新能源转型品牌组合，分别主打家庭属性、年轻+科技和高端智能化。

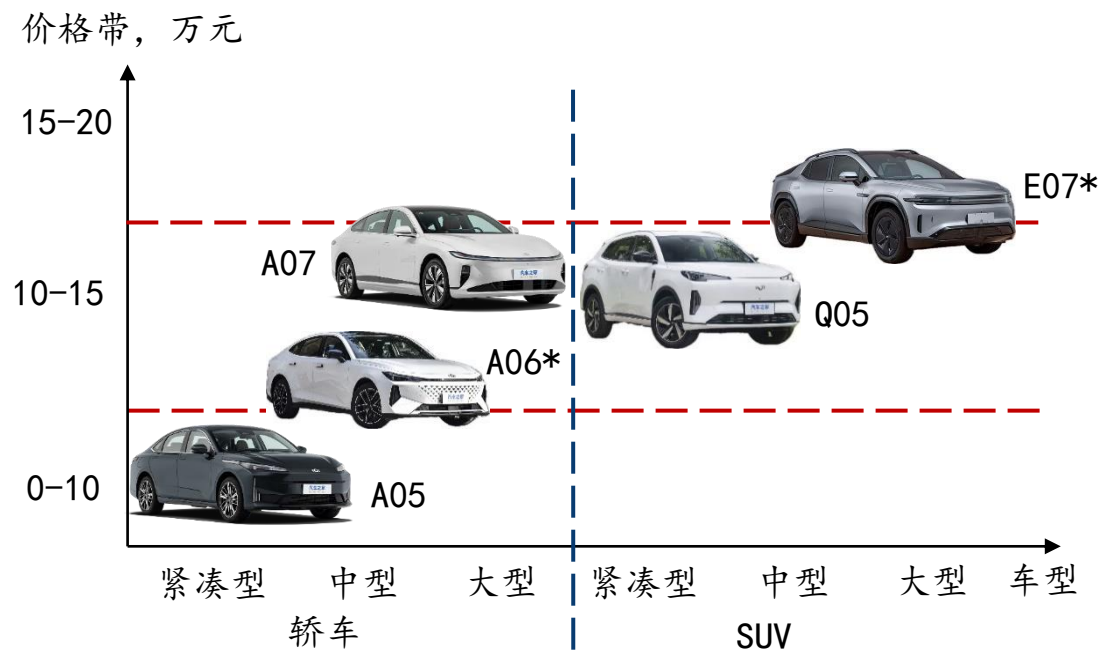
图5：长安汽车旗下品牌架构



数据来源：Wind，公司官网，长安欧尚官网，长安凯程官网，深蓝汽车官网，阿维塔官网，长安福特官网，长安马自达官网，华龙证券研究所

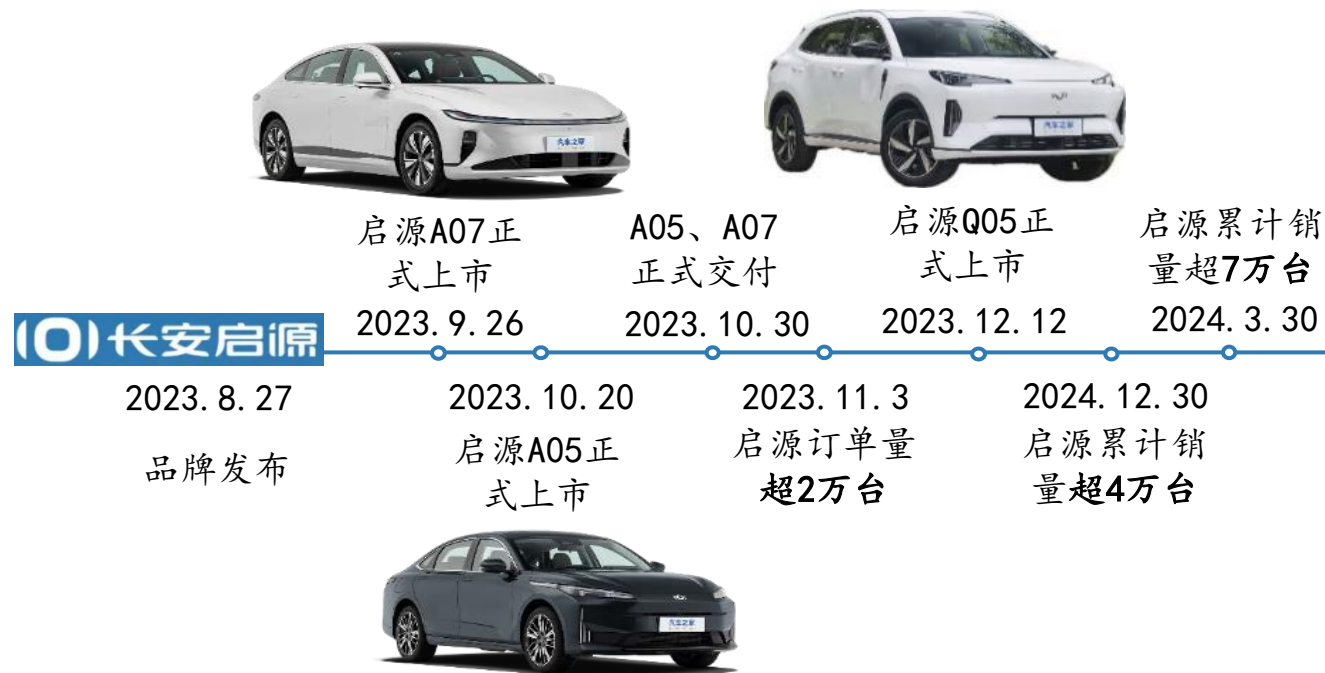
- 2.1 启源：高性价比杀入主流家用市场，远期销量目标120-150万辆。
- 高性价比主攻8-15万元主流家用市场，品牌发布5个月销售超5.5万辆。启源作为长安全资自有品牌，于2023年8月官宣发布，10月30日开启首车交付，旗下产品分为A系列（轿车）、Q系列（SUV）和数智汽车E0系列。截至2024年3月底，已上市交付3款车型，累计销量达到7万辆，3月交付量破1.5万台。启源定位长安汽车新能源转型战略销量基石，旗下产品定价8-15万元，属于入门级主流市场。

图6：启源旗下车型定位



注：带*车型为尚未正式发布上市车型，价格为推测价格
数据来源：汽车之家，华龙证券研究所

图7：启源发布后产品及销量表现



数据来源：长安启源，华龙证券研究所

- 2.1 启源：高性价比杀入主流市场，远期销量目标120-150万辆。
- 瞄准竞对精准降价+低能耗拉低使用成本塑造竞争力。入门级家用新能源市场潜客价格敏感度高，针对购置成本，启源针对产品竞对精准降价，其中A05起售价降至7.79万元，对标同级秦PLUS DM-i荣耀版的7.98万元，A07真香版起售价降至13.59万元，对标同级零跑C01的13.98万元，Q05 125KM长续航版降至9.69万元，对标宋Pro DM-i荣耀版的10.98万元。针对使用成本，定位“买菜车”的A05入门款配备9.1kWh电池，CLTC纯电续航70KM，百公里综合油耗仅为0.98L，低成本家庭生活工具属性优异。

表1：启源旗下产品与主要竞品产品力对比

竞品车型	长安启源A05 2024款 70Air	秦PLUS DM-i 2024款 55km领先型	长安启源A07 真香版 515 精英型	零跑C01 2024款 525 舒享版	长安启源Q05 2023款 125 Air	宋Pro新能源 DM-i 71KM领航型
外观						
动力类型	插电式混合动力	插电式混合动力	纯电动	纯电动	插电式混合动力	插电式混合动力
车型定位	紧凑型轿车	紧凑型轿车	中大型轿车	中大型轿车	紧凑型SUV	紧凑型SUV
车身尺寸 (mm)	4785×1840×1460	4765×1837×1495	4905×1910×1480	5050×1902×1509	4539×1865×1680	4738×1860×1710
轴距 (mm)	2765	2718	2900	2930	2656	2712
纯电续航 (km)	70	55	515	525	125	71
WLTC综合油耗 (L/100km)	1.98	2.17	-	-	1.33	2.87
原价 (万元)	9.39	9.98	15.09	14.98	13.19	12.98
降价幅度 (万元)	1.5	2	1.5	1	3.5	2
当前价格 (万元)	7.79	7.98	13.59	13.98	9.69	10.98

数据来源：汽车之家，华龙证券研究所

- 2.1 启源：高性价比杀入主流市场，远期销量目标120-150万辆。
- 背靠长安厚积薄发，2025年前发布10款车型。自2017年开启新能源转型的香格里拉计划以来，在6年多积累的EPA1平台、数智AI电驱、“金钟罩”电池、iBC电池管理系统以及即将搭载于E07的SDA架构等长安自研的行业领先新能源汽车技术支撑下，启源能够实现品牌发布后即开启新品密集发布期，2025年前计划发布10款产品，其中A+Q系列7款。
- 数智汽车正名之作，SUV皮卡双形态E07有望于Q4正式上市。E07将是长安启源旗下首款采用SDA架构的产品，可通过语音控制等方式升起后备箱顶，由SUV切换为皮卡，不仅可以实现轻度载货的商用功能，还可以结合外供电等功能实现露营模式、观影模式等。

图8：长安汽车新一代SDA新能源汽车架构



数据来源：佐思汽车研究，华龙证券研究所

图9：启源E07可以实现皮卡SUV双形态切换



E07的SUV形态



后备箱顶升起后转变为皮卡形态



后备箱可外供电实现娱乐功能



皮卡形态下露营模式

数据来源：21世纪房车网，华龙证券研究所

- 2.1 启源：高性价比杀入主流市场，远期销量目标120-150万辆。
- 高效转化长安传统燃油车销售网点，2023年末门店数量达1000家。在启源品牌发布之际，142家战略、高潜力经销商即全部完成原址转型，849家存量渠道原址转型启源，核心/次核心商圈覆盖率达到100%。在2023底，长安启源已经有近1000家核心渠道，满足各地域消费者购车需求。
- 长安新能源转型后销量新基石，远期目标120-150万辆。按长安集团整体规划，2024年长安启源销量目标为25万辆，远期销量规模120-150万辆，成为长安汽车新能源转型后的销量基石。

图10：启源销售网点数量位于新能源品牌前列



数据来源：杰兰路，华龙证券研究所

图11：长安启源近期目标与远期规划



数据来源：汽车之家，华龙证券研究所

- 2.2 深蓝：定位年轻科技，超级增程塑造优质产品力。
- 定位科技+智慧+多样补能，瞄准年轻用户。深蓝汽车前身为2018年成立的长安全资子公司长安新能源，深蓝品牌于2022年4月正式对外发布，瞄准年轻用户，主打科技、智慧和多样补能。超级增程平台EPA1兼容的纯电、增程和氢电三种动力类型，为消费者提供更多元的选择空间。

图12：深蓝品牌定位与技术支持



图13：深蓝面向年轻群体的营销定位

- 年轻化的配色组合



- 预设座舱智能情景模式，迎合年轻人用车新需求

预设车内关怀模式、隐私模式、恒温座舱模式、吸烟模式、露营模式、小憩模式、冰雪模式、篝火模式、音乐灯光秀模式等。

- 联动受年轻群体欢迎的文娱产品

深蓝汽车×王者荣耀联名系列活动



冠名赞助线下赛事



评论换游戏道具

深蓝汽车深蓝光影秀线下活动



赞助央视主持人大赛



数据来源：深蓝汽车官网，华龙证券研究所

数据来源：深蓝汽车，华龙证券研究所

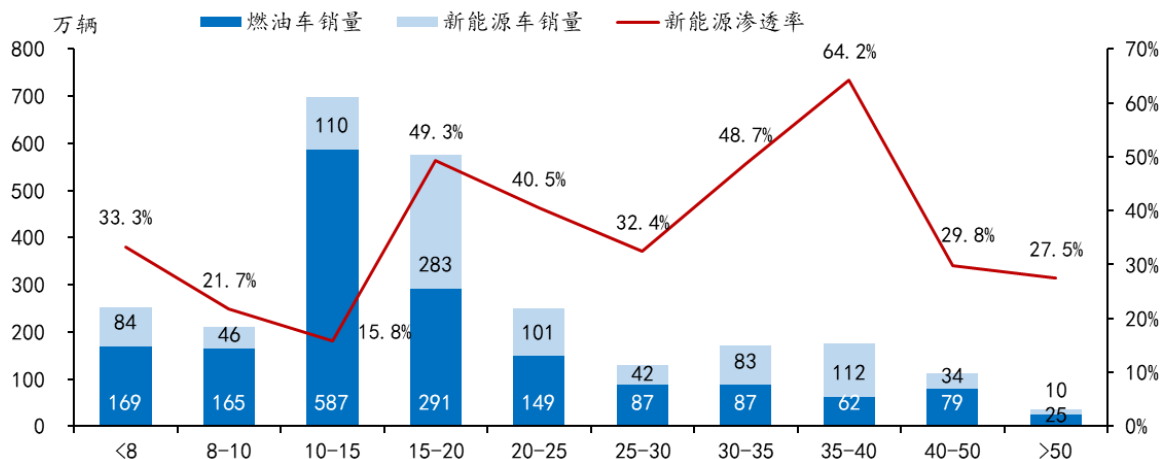
- 2.2 深蓝：定位年轻科技，超级增程塑造优质产品力。
- 主攻市场广阔的10-20万元价格带。深蓝旗下两款产品均主攻10-20万元价格带。据中汽协数据，2023年我国10-20万元价格带乘用车销量1271万辆，占总乘用车销量的近50%，且10-15万元价格带新能源渗透率最低。深蓝SL03和S7具备增程选项，缓解潜在客户续航焦虑以抢占燃油车份额，整体市场空间广阔。
- 切入相对蓝海的20万元以下增程市场。增程式车型消费者认可度不断提升，2024年1月增程式乘用车销量同比+262%，增速远高于纯电和插混车型。而相较于纯电和插混，20万元以下增程式乘用车市场车型相对较少，竞争度较低，叠加深蓝超级增程平台技术优势，助力其在“两车时代”保持月销过万辆的亮眼成绩。

表2：10-20万各动力类型乘用车数量

	纯电式	插混式	增程式
车型数量	126	50	11
品牌数	40+	20	10
代表车型	宋PLUS	海豹	S7
车企	比亚迪	比亚迪	长安汽车
代表车型价格 (万元)	14.98-18.98	14.98-21.98	14.99-20.79

数据来源：汽车之家，华龙证券研究所

图14：我国乘用车分价格带销量



数据来源：Wind，中国汽车工业协会，华龙证券研究所




图15：深蓝汽车销量表现



数据来源：车主之家，华龙证券研究所




- 2.2 深蓝：定位年轻科技，超级增程塑造优质产品力。
- 优质细分市场内保持产品力优势：超级增程+智能座舱+智驾能力+无明显短板。对比友商同价位段竞品，SL03、S7在动力性能、智能座舱体验、智能驾驶硬件等方面存在优势，同时座舱空间、补能效率、智驾功能等方面无明显短板。叠加央企背书+降价优惠，产品力较竞品有优势。

表3：深蓝SL03与竞品横向对比

指标参数	深蓝SL03 200Max	零跑C01 216舒享版	哪吒S 1060Lite版
车辆造型			
价格 (万元)	14.69	12.58	15.48
车型定位	中型轿车	中大型轿车	中大型轿车
动力类型	增程式	增程式	增程式
零百加速 (s)	7.5	8.2	8.6
WLTC纯电续航 (km)	165	148	130
快充时间 (h)	0.5	0.5	0.58
快充范围	30%-80%	30%-80%	30%-80%
车机芯片	高通8155	高通8155	高通8155
大屏尺寸 (英寸)	14.6	12.8	17.6
摄像头 (个)	5	5	1
超声波雷达 (个)	6	4	8
毫米波雷达 (个)	3	1	-
高速NOA	支持	支持	支持
遥控泊车	支持	支持	支持
近半年全系销量	35871	15661	12252

数据来源：汽车之家，市界，深蓝汽车官网，零跑汽车，IT之家，车主之家，华龙证券研究所

表4：深蓝S7与竞品横向对比

指标参数	深蓝S7 121Max	零跑C11 180舒享版	银河L7 115kmPlus
车辆造型			
价格 (万元)	14.99	12.78	14.57
车型定位	中型SUV	中型SUV	紧凑型SUV
动力类型	增程式	增程式	插混式
零百加速 (s)	7.6	9	6.9
WLTC纯电续航 (km)	90	125	90
快充时间 (h)	0.5	0.5	0.5
快充范围	30%-80%	-80%	30%-80%
车机芯片	高通8155	高通8155	高通8155
大屏尺寸 (英寸)	15.6	12.8	13.2
摄像头 (个)	5	5	-
超声波雷达 (个)	6	4	-
毫米波雷达 (个)	3	1	-
高速NOA	支持	支持	不支持
遥控泊车	支持	支持	不支持
近半年全系销量	51558	49166	56282

数据来源：汽车之家，市界，深蓝汽车官网，零跑汽车，IT之家，车主之家，华龙证券研究所

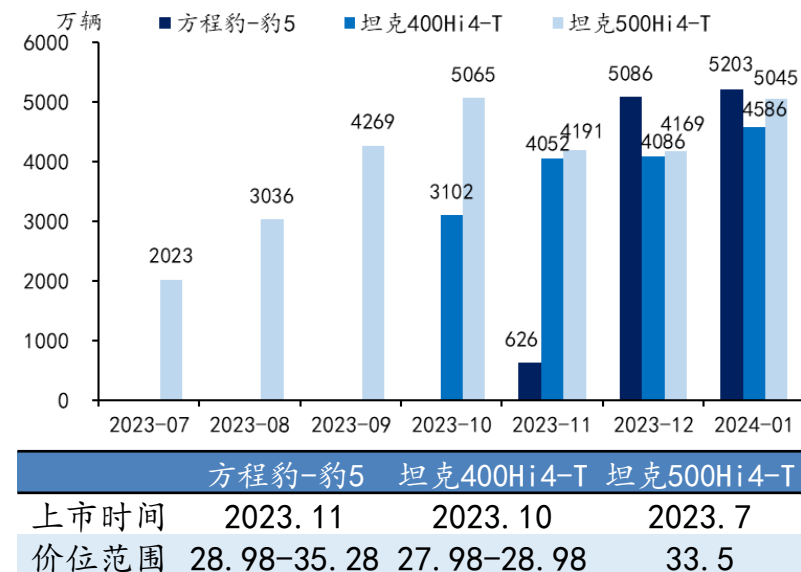
- 2.2 深蓝：定位年轻科技，超级增程塑造优质产品力。
- 3年推出超12款新车，逐步补全产品组合。据深蓝汽车发布会，截至2025年，深蓝预计将推出包括6款全新车型和至少6款改款车型在内的至少12款新车。除有望在2024年推出的华为智驾版S7和SL03外，已知的全新车型包括预计于2024年第二季度发布的SUV深蓝G318、轿车（或为深蓝SL05）、中大型SUV（或为深蓝S9）和另一款SUV。
- G318主攻硬派越野细分市场，超级增程赋能预计销量数千辆/月。新车型中最先上市的G318定位硬派越野，对标坦克400和方程豹-豹5，预计定价在30万元左右，超级增程赋能下高性能、高效率和高安全的特点完美契合硬派越野高油耗、多场景的特点，参考方程豹5和坦克400的月销量，G318有望为深蓝贡献每月数千辆的销量增量。

表5：深蓝汽车2025年前新车上市计划

新车类型		2024		2025	
车型名称		深蓝G318		深蓝SL05（推测）	深蓝S9（推测）
全新	车辆造型				
	定位	硬派越野-中大型SUV		轿车	中大型SUV
	预计售价	30万元左右（推测）		20-25万元（推测）	20-25万元（推测）
	改款車型	SL03	SL03	S7	-
改款	升级重点	新增530km、605 km两种续航里程		预计为华为智驾版	2024-2025年合计推出改款车型至少6款

数据来源：汽车之家，EV视界，易车，华龙证券研究所

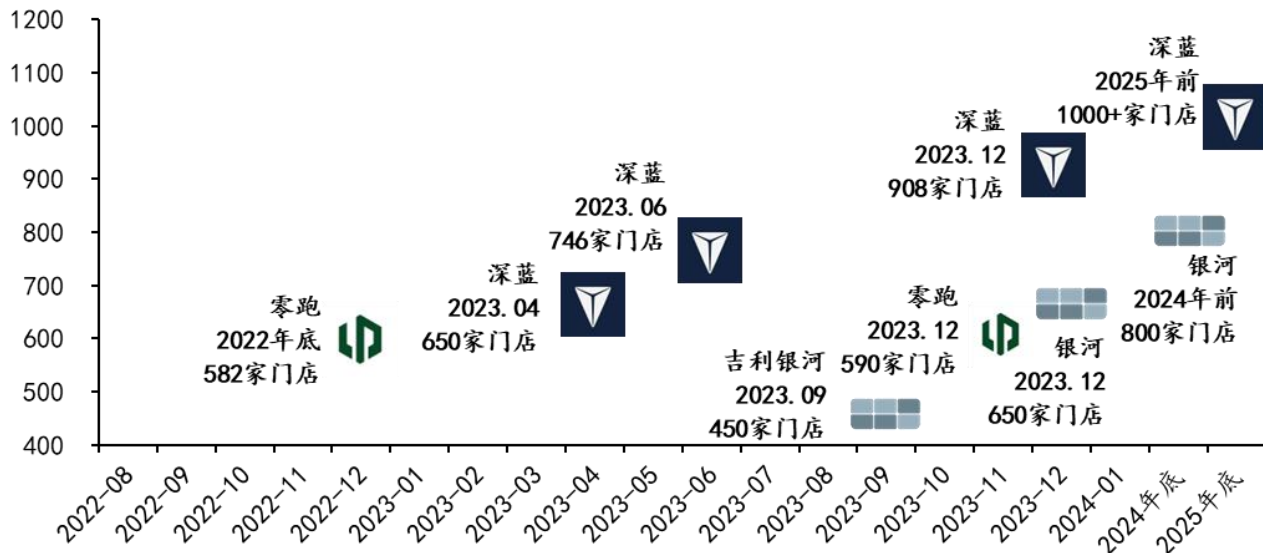
图16：新能源硬派越野SUV销量表现



数据来源：车主之家，汽车之家，华龙证券研究所

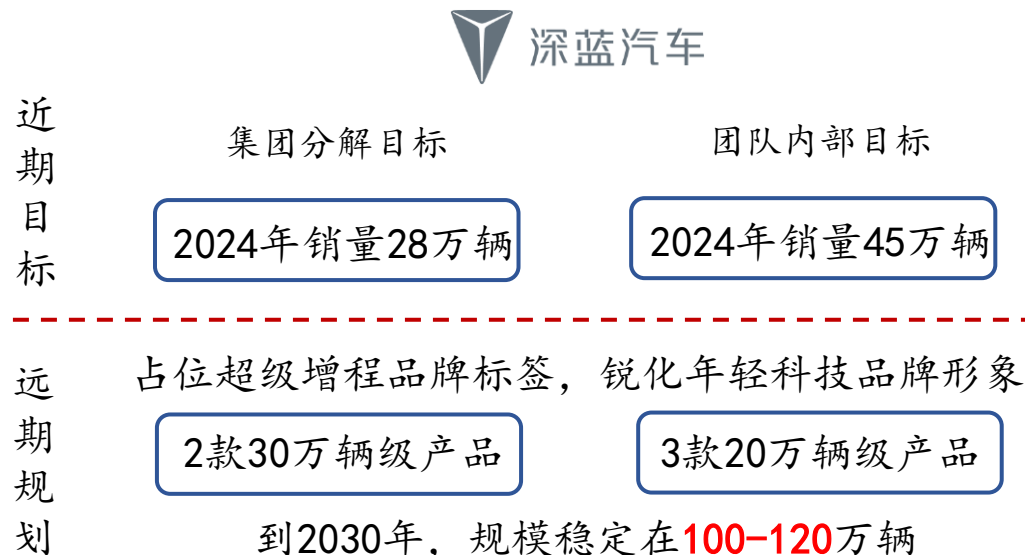
- 2.2 深蓝：定位年轻科技，超级增程塑造优质产品力。
- “四中心”模式渠道创新，拓店布局显著优于竞品友商。深蓝汽车创新了“四中心服务体系”，即订单中心、移动展厅、交付中心和维保中心，以管家中心为基础，打造全链条闭环式服务模式。截至2023年底，深蓝汽车已建成订单中心908家，交付中心363个，维保中心570家，覆盖全国291个城市，相较于年中新建162个订单中心和42个维保中心，拓店速度和门店数量显著高于首款产品已发布超五年的零跑汽车以及同为背靠传统汽车集团的吉利银河。
- 2024年销量保28万辆争45万辆，2030年力争规模稳定在100-120万辆。据长安汽车全球伙伴大会，2024年深蓝汽车销量目标为28万辆，而深蓝汽车CEO团队则制定了2024年45万辆的全球销量目标。从2030年远期目标来看，长安深蓝销量规划稳定在100-120万辆。

图17：深蓝汽车与竞品品牌渠道建设情况对比



数据来源：车同轨网，砺石商业评论，玩车教授，零跑汽车，AC汽车，董车会，扉旅汽车，华龙证券研究所

图18：深蓝汽车近期目标与远期规划



数据来源：汽车之家，科技每日推送，华龙证券研究所

- 2.3 阿维塔：华为赋能高端情感智能定位，2024年向新车&增程要增量。
- 占位高端情感智能电动市场，支持长安汽车品牌向上发展。在长安汽车的整体新能源转型品牌中，阿维塔定位高端市场，旗下车型起售价在30万元以上。在电动化层面，合作宁德时代搭载神行超充电池，10分钟最高补能200km，续航最高可达730km；智能化方面，合作华为全系搭载华为高阶智驾系统ADS2.0，旗下车型已全部支持全国无图城区NCA。

表6：以阿维塔11为例的品牌电动化配置情况

参数指标	单位	具体内容/数值
车身尺寸	mm	4880×1970×1601
轴距	mm	2975
电动平台	-	智能电动汽车技术平台CHN
电机总功率	kW	230（后驱）/425（四驱）
前/后电机最大扭矩	N·m	280/370
电池	-	宁德时代神行超充电池
电池能量	kWh	90/116
电池能量密度	Wh/kg	180/190
CLTC续航里程	km	580/630/700/730
百公里耗能	kWh/100km	17.1/18.35
快充功率	kW	240
电池快充时间	h	0.25/0.42
电池快充范围	-	30%-80%

数据来源：汽车之家，阿维塔，储能技术与应用，华龙证券研究所

表7：以阿维塔11为例的品牌智能化配置情况

参数指标	具体内容/数值	参数指标	具体内容/数值
摄像头	13	中控屏尺寸	15.6
超声波雷达	12	车载系统	Harmony OS
毫米波雷达	6	面部识别	支持
激光雷达	3	手势控制	支持
智驾系统	HUAWEI ADS2.0	车联网	支持
智驾芯片	MDC 610	网络	5G
城区NCA	全国都能开	生物监测	支持
高速NCA	全国都能开	座椅加热	标配
遥控泊车	支持	座椅按摩	一排标配/二排选装
自动泊车	支持	座椅通风	一排标配/二排选装
车道保持	支持	扬声器数量	14个
信号灯检测	支持	车内氛围灯	256色
倒车预警	支持	分区温控	支持

数据来源：汽车之家，阿维塔，华龙证券研究所

- 2.3 阿维塔：华为赋能高端情感智能定位，2024年向新车&增程要增量。
- 华为智驾赋能+外观前卫设计构成核心竞争力。据电动汽车用户联盟对阿维塔用户的调研，智能驾驶和优质的外观设计是消费者在竞品中选择阿维塔的核心原因。智驾方面，阿维塔11搭载的鸿蒙智驾系统提供了最领先的**城市NOA**等高阶智驾功能，大幅领先于竞品，而相较于同为鸿蒙智驾序列的问界M5，阿维塔11提供了关键配置**激光雷达**的冗余，消费者感知度更强。外观方面，由作品包括宝马7系、宝马iNEXT概念车和宝马i8敞篷跑车的Nader Faghihzadeh操刀设计，外观区别度高，契合潜客对个性化的需求。

表8：阿维塔11用户画像



用户画像

指标	用户特征
平均年龄	34.8岁
家庭平均收入	44.3万元
性别	男性为主
婚姻状况	71%已婚
学历	85%本科及以上
购车需求	64%增换购
	36%首购
已有汽车品牌	宝马排名第一

外观与空间

智能驾驶
硬件&软件

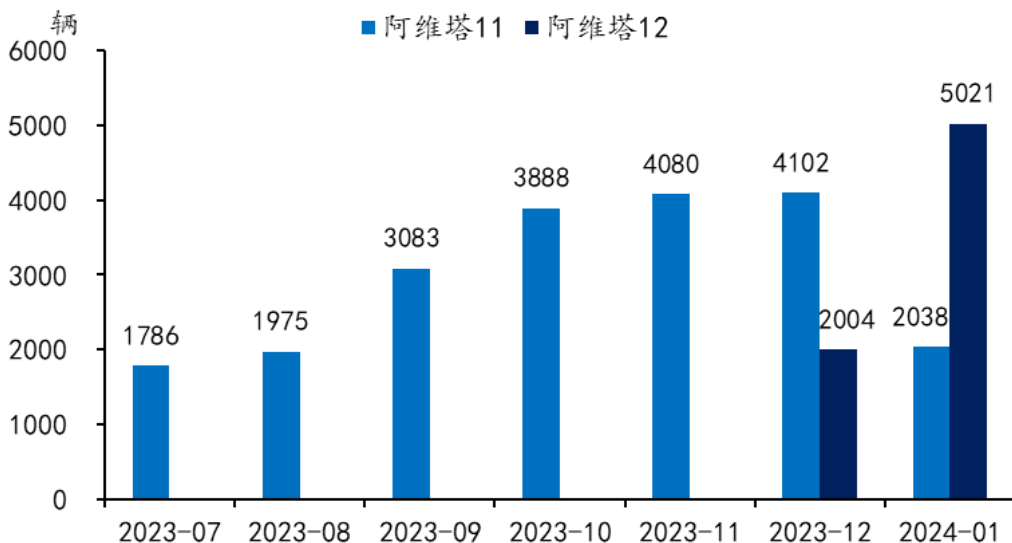
表9：阿维塔11与竞品产品力对比

竞品车型	阿维塔11 2024款 鸿蒙智享 90度版	问界M5 EV 2023款 纯电四驱智驾版	极氪001 2024款 ME版 100度四驱	智己LS7 2023款 90kWh 后驱版	蔚来ES6 2024款 75kWh
外观					
车身尺寸 (mm)	4880×1970×1601	4785×1930×1620	4977×1999×1533	5049×2002×1731	4854×1995×1703
轴距 (mm)	2975	2880	3005	3060	2915
摄像头	13	11	11	11	11
超声波雷达	12	12	12	12	12
毫米波雷达	6	3	1	5	5
激光雷达	3	1	1	0	1
城区NOA	全国都能开	全国都能开	暂无	上海	合计验证65万公里
高速NOA	全国都能开	全国都能开	36城	333城	
价格 (万元)	26	30.98	29.9	33.98	33.8

数据来源：电动汽车用户联盟，阿维塔，汽车之家，华龙证券研究所

- 2.3 阿维塔：华为赋能高端情感智能定位，2024年向新车&增程要增量。
- 新车瞄准20-30万元价格区间，增程版上市有望助力完成9万辆年度销售目标。阿维塔2024年预计Q3-Q4分别发布E15和E16，价格将下探至20-30万元区间。2024年阿维塔旗下4款车型均将推出增程版，吸引对纯电车型有里程焦虑的消费者。当前纯电、增程并行销售的车型中，增程版销量占据主要部分，深蓝增程车型销量占比达80%，按此比例计算，阿维塔旗下车型有望达到月销万辆级别，帮助完成9万辆的2024年销售目标。
- 长安出海重要战略品牌，有望凭借高端定位打开欧洲市场。2023年9月，阿维塔12首发亮相德国慕尼黑车展，同月现身米兰时装周，12月亮相泰国国际汽车博览会，完成在欧洲和东南亚市场首秀。阿维塔11定位高端智驾中大型SUV，契合欧洲汽车消费者审美与消费能力，有望作为先导车型打开长安汽车在欧洲的市场局面。

图19：阿维塔旗下产品月度销量



数据来源：阿维塔，华龙证券研究所

图20：阿维塔旗下车型先后在欧洲和东南亚市场亮相



德国慕尼黑车展
2023.09

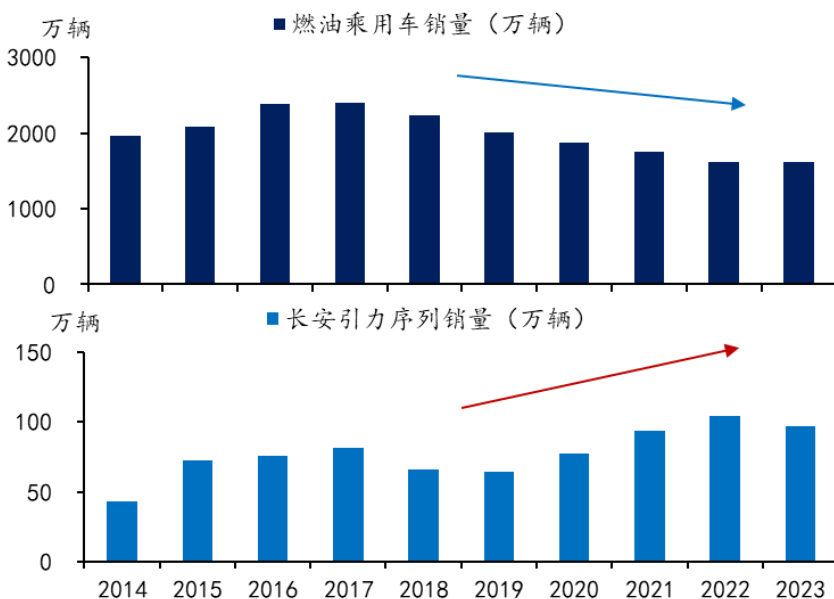
意大利米兰时装周
2023.09

泰国国际汽车博览会
2023.12

数据来源：电车观察，阿维塔，华龙证券研究所

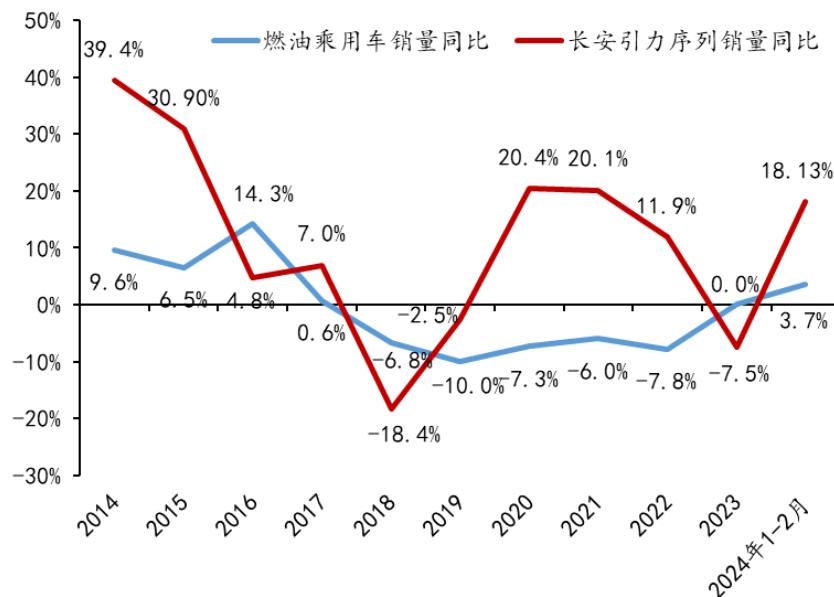
- 2.4 引力序列：长安汽车销量基本盘，表现优于整体市场。
- 长安汽车销量安全垫，燃油车防守期表现优于整体市场。长安汽车将UNI、X、CS等经典产品线并称引力序列，绝大多数为传统燃油车产品，是长安汽车当前的销量基本盘。2019年后的燃油车处于防守期，基于强大的产品力和消费者认可度，长安汽车引力序列销量表现基本优于市场，2024年1-2月同比增速达18.1%，CS75 Plus/逸动/UNI-V月均销量达2.89/1.48/1.23万辆。
- 2024年销量目标125万辆，远期全面转型混动销量规划130-150万辆。按长安汽车规划，长安引力序列2024年目标销量125万辆，短期内持续造血推动长安新能源、智能化转型，远期旗下产品逐步转型混动，销量规划稳定在130-150万辆。

图21：长安引力序列销量和整体市场走势对比



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图22：长安引力序列销量和整体市场销量同比增速



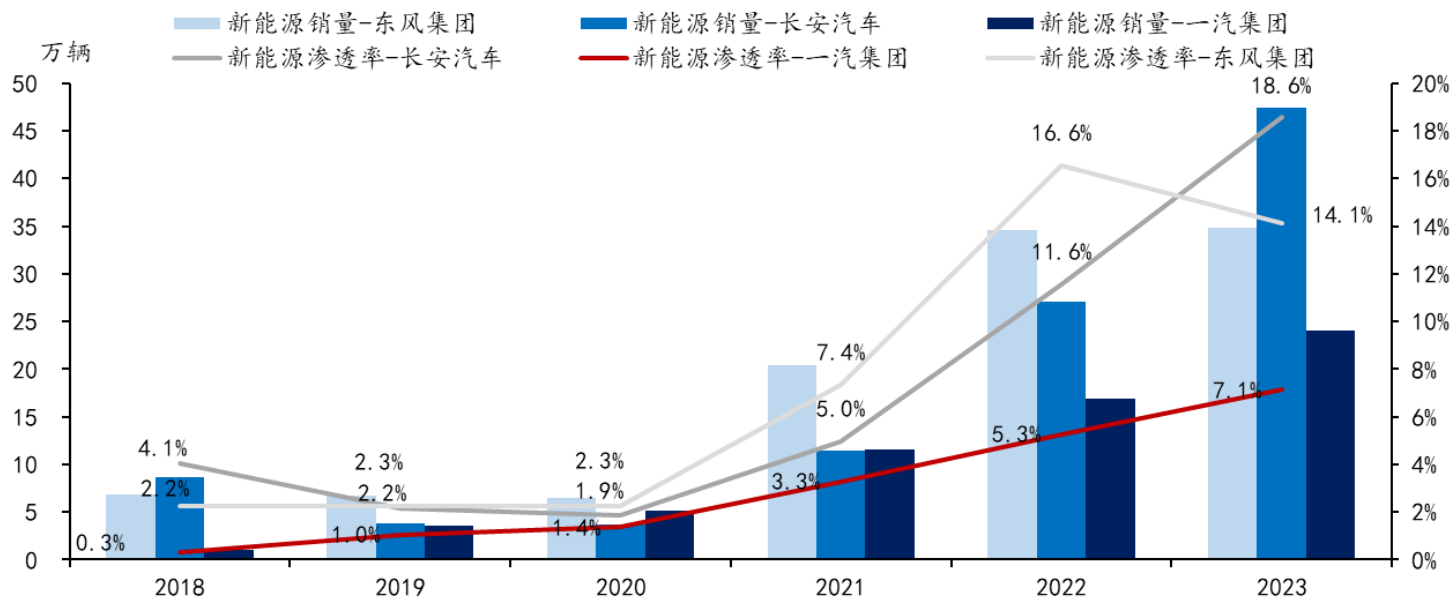
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图23：长安引力序列长期规划



- **2.5 国资委汽车央企新能源考核，销量增长确定性强。**
- **汽车央企新能源业务单独考核，市占率等指标或将纳入考核体系。**2024年3月国资委提出要对汽车央企的新能源汽车业务进行单独考核，考核方案正在讨论中，包括市占率、利润结构、科技创新以及安全生产等数项新指标可能会纳入考核体系，而原有的“一利五率”考核指标或相应放宽，以解除车企在前期投入巨大的新能源汽车领域投资和发展的限制。
- **汽车央企中新能源转型最快，考核压力下长安汽车销量增长确定性强。**三家汽车央企中，长安汽车新能源转型最快，2023年新能源汽车渗透率达到18.6%，明显高于东风集团的14.1%和一汽集团的7.1%。长安汽车旗下新能源品牌定位明晰且覆盖全面，启源+深蓝+阿维塔覆盖“低中高”三层级市场。在考核压力和非新能源财务指标解绑的作用下，销量增长的确定性较强。

图24：汽车央企新能源销量与渗透率



数据来源：中国汽车工业协会，公司公告，Wind，华龙证券研究所

目录

1

三次创业把握市场趋势，新能源布局转型加速

2

电动化转型成果落地，品牌向上开启新产品周期

3

华为智驾多品牌赋能，销量投资收益双双注入弹性

4

“海纳百川”出海加速，2024年进军东南亚&欧洲

5

投资建议

6

风险提示

- 携手华为成立合资公司，专注智能汽车解决方案。2023年11月，长安与华为签订《投资合作备忘录》，华为拟设立目标公司，将现有智能汽车解决方案业务相关技术、资产和人员注入目标公司，长安获取目标公司股权不超过40%，比例超市场预期。未来目标公司将对华为战略合作车企及其他有战略价值的车企逐步开放股权，成为股权多元化公司。
- 以合作公司为平台，提供零部件/HI模式/鸿蒙智行三种合作模式。华为以三种模式与汽车展开合作：零部件模式下，华为扮演Tier1/Tier2角色，为车企供给电驱系统、BMS、激光雷达和MDC计算平台等零部件；HI模式下，华为作为Tier0.5提供全栈智能汽车解决方案；鸿蒙智行模式下全方位赋能车企，参与产品定义、整车设计、产品供应、上市宣发和销售等全环节。

图25：华为与车企的三种合作模式



数据来源：中国基金报，砺石商业评论，Nice好车，智能汽车俱乐部，NE时代新能源，电子发烧友网，华龙证券研究所

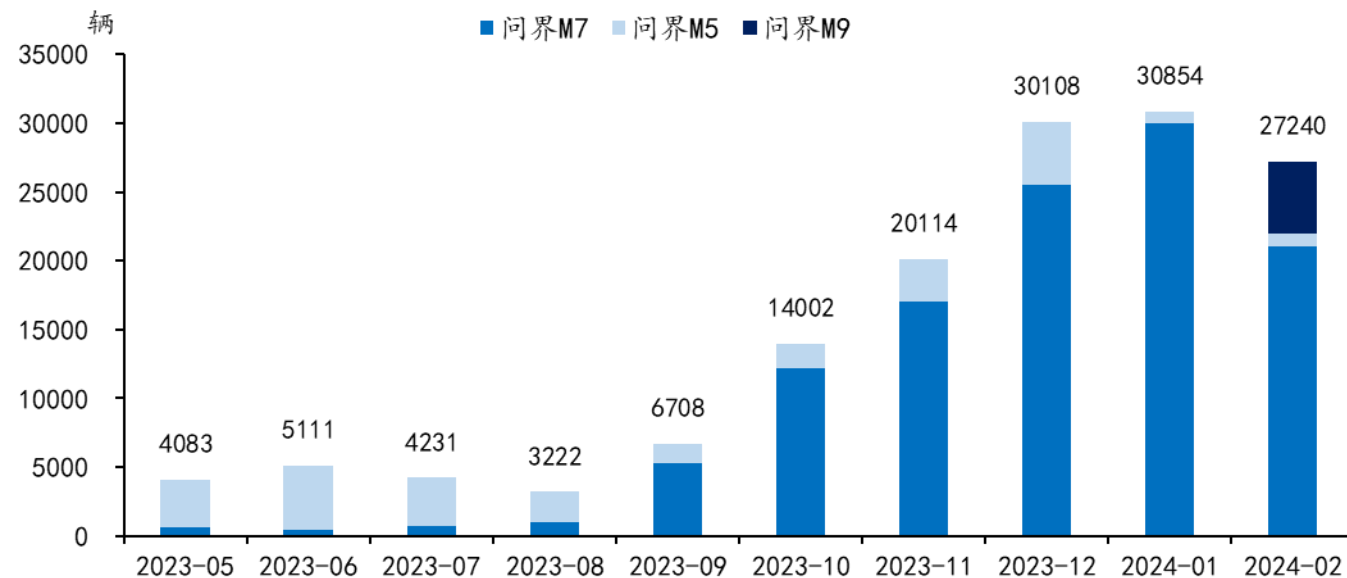
- **华为三重优势：领先智驾能力+高效潜在客户+强大品牌号召力。**华为智能驾驶处于国内第一梯队，全国全域可用城市NOA功能已在问界M系列智驾版、阿维塔11、12智驾版推送，领先小鹏等新势力车企；作为全球领先的消费电子企业，华为全球终端月活用户超7.3亿，巨大流量持续导向合作企业，叠加超6万家线下销售网络，实现高效潜在客户触达；在问界M7等大爆车型推出后，华为智能汽车“遥遥领先”的品牌印象已在消费者中逐步确立，鸿蒙智行旗下智界S7在发布4天、尚未开启试驾等情况下，大定已超过1万台。
- **华为赋能为长安销量注入弹性。**鸿蒙智行旗下问界汽车在2023年新M7上市后销量增长迅速，2024年1月交付超3万辆，华为智驾赋能对销量刺激作用明显。深蓝汽车已确定将以HI模式展开合作，未来长安旗下更多品牌及产品线合作落地，有望为其销量注入弹性。

表10：各车企城市NOA进展

车企	推进进度	推送情况
鸿蒙智行	无图城市NCA全国都能开	问界、阿维塔已向用户推送
小鹏汽车	XNGP累计开通246城	已向智驾经验用户推动
蔚来汽车	开通726城，覆盖99%地级市和县级市	预计二季度全量推送
理想汽车	全国都能开	预计二季度全量推送
比亚迪	首批开通深圳等城市	已在腾势N7车型落地
广汽集团	-	预计4月落地
吉利汽车	-	预计6月开启公测

数据来源：阿维塔，理想汽车，鸿蒙智行，汽车之家，盖世汽车智能网联，问驾，新华财富AUTO，智能车参考，电动新车评，华龙证券研究所

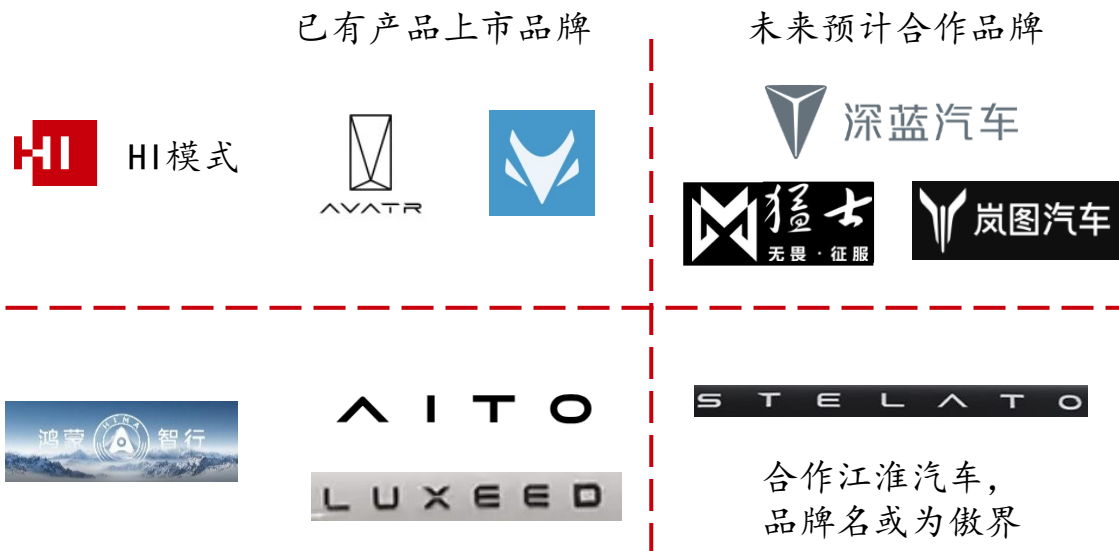
图26：鸿蒙智行旗下问界汽车销量



数据来源：车主之家，华龙证券研究所

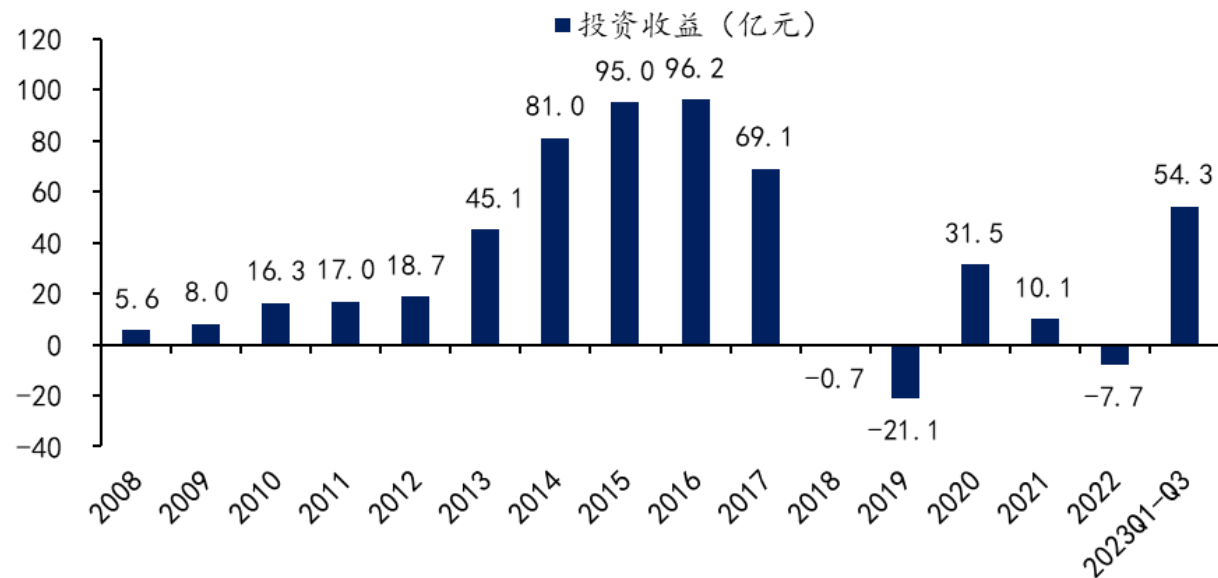
- **鸿蒙智行2024Q1扭亏为盈，车BU业务预计4月盈利在即。**据华为车BU业务CEO余承东，华为车BU业务2023年亏损约60亿元，但在问界强势的销量表现拉动下，智选车模式已于Q1实现扭亏为盈，整个车BU业务预计于4月实现盈利。未来随着智界、享界等鸿蒙智行品牌逐步上市放量，承载华为车BU业务的目标公司盈利弹性较大。
- **参股目标公司投资收益预计贡献利润增量。**按2025年新能源乘用车销量1500万辆、华为车BU市占率8%-10%计算，预计2025年华为车BU业务对应销量在120-150万辆。假设华为车BU单车ASP3.5-4万元，则2025年目标公司营收可达420-600亿元。按5%净利率、长安持股40%计算，则2025年目标公司预计为长安贡献8.4-12亿元投资收益。

图27：华为车BU业务现有合作品牌及未来产品待落地品牌



数据来源：中国基金报，华龙证券研究所

图28：长安汽车投资收益



数据来源：Wind，华龙证券研究所

目录

1

三次创业把握市场趋势，新能源布局转型加速

2

电动化转型成果落地，品牌向上开启新产品周期

3

华为智驾多品牌赋能，销量投资收益双双注入弹性

4

“海纳百川”出海加速，2024年进军东南亚&欧洲

5

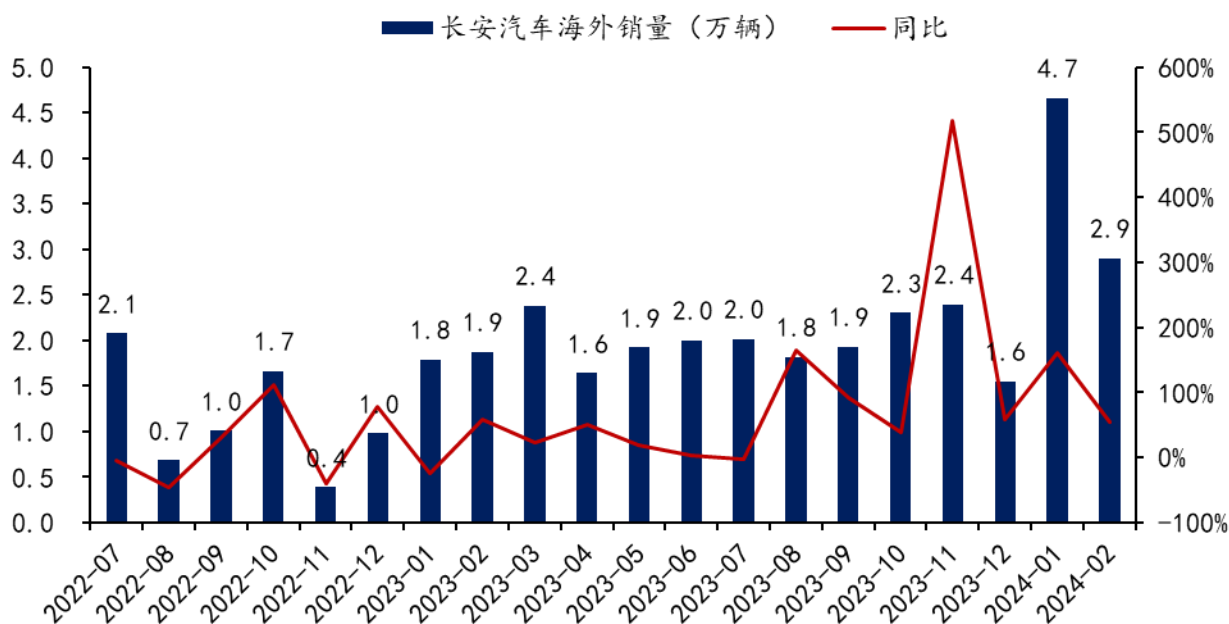
投资建议

6

风险提示

- 2023年自主品牌出口23.64万辆，2024年进军东南亚&欧洲市场。长安汽车2023年自主品牌出口汽车23.64万辆，同比+39.23%，位居自主品牌第4位，海外销量主要集中在独联体、中东非洲和中南美洲。按照长安1国内成熟稳定市场+5战略攻坚/培育市场+2战略跟踪市场的规划布局，2024年将进军东南亚和欧洲两大市场，逐步在未来3-5年成长为海外销量重要贡献区域。
- 2024年海外销量目标同比翻倍，1-2月自主品牌出口同比+106%。2024年长安汽车海外销量规划目标为48万辆，较2023年的实际销量翻倍。其中2024年1-2月在尚未开拓东南亚和欧洲市场的情况下，自主品牌海外销量实现7.57万辆，同比+106%，基本符合目标规划。未来东南亚和欧洲市场增量有望为海外销量进一步注入弹性。

图29：长安汽车自主品牌海外销量



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图30：长安汽车的“1+5+2”全球布局



数据来源：汽车时尚，华龙证券研究所

- 一区一策制定产品计划，启源+阿维塔+深蓝先行开拓东南亚和欧洲市场。长安计划针对不同市场的差异化特点投放不同产品组合，其中独联体、中南美洲和中东非洲等地新能源汽车渗透率低且发展较慢，缺乏政策支持或因油价较低等缺乏换车动力，仍以传统产品为主；欧洲和东南亚地区新能源渗透率增长迅速，主要投放新能源产品在其成长期抢占份额。
 - 对于东南亚市场，已上市的DEEPAL S07和L07两款产品（对应国内深蓝S7和SL03）售价折合人民币28万元，远高于国内对应车型售价，上市2个月订单超5000辆，后续仍会投放阿维塔11、启源E07以及定位更亲民的Lumin以契合东南亚市场消费水平。
 - 对于欧洲市场，2024年将会投放阿维塔11、深蓝S7和C327等5款以上新能源产品，其中阿维塔11、12等均已亮相慕尼黑车展。
- 从总体目标来看，长安计划到2030年推出不少于60款产品，打造2款50万辆级产品和2款30万辆级产品。

图31：长安汽车地区差异化组织产品投放



消费能力强、对产品科技属性要求高

阿维塔11、深蓝S7和C327等新能源产品



新能源发展初期，下沉市场相对更具规模

阿维塔11、启源E07以及定位定价更亲民的Lumin



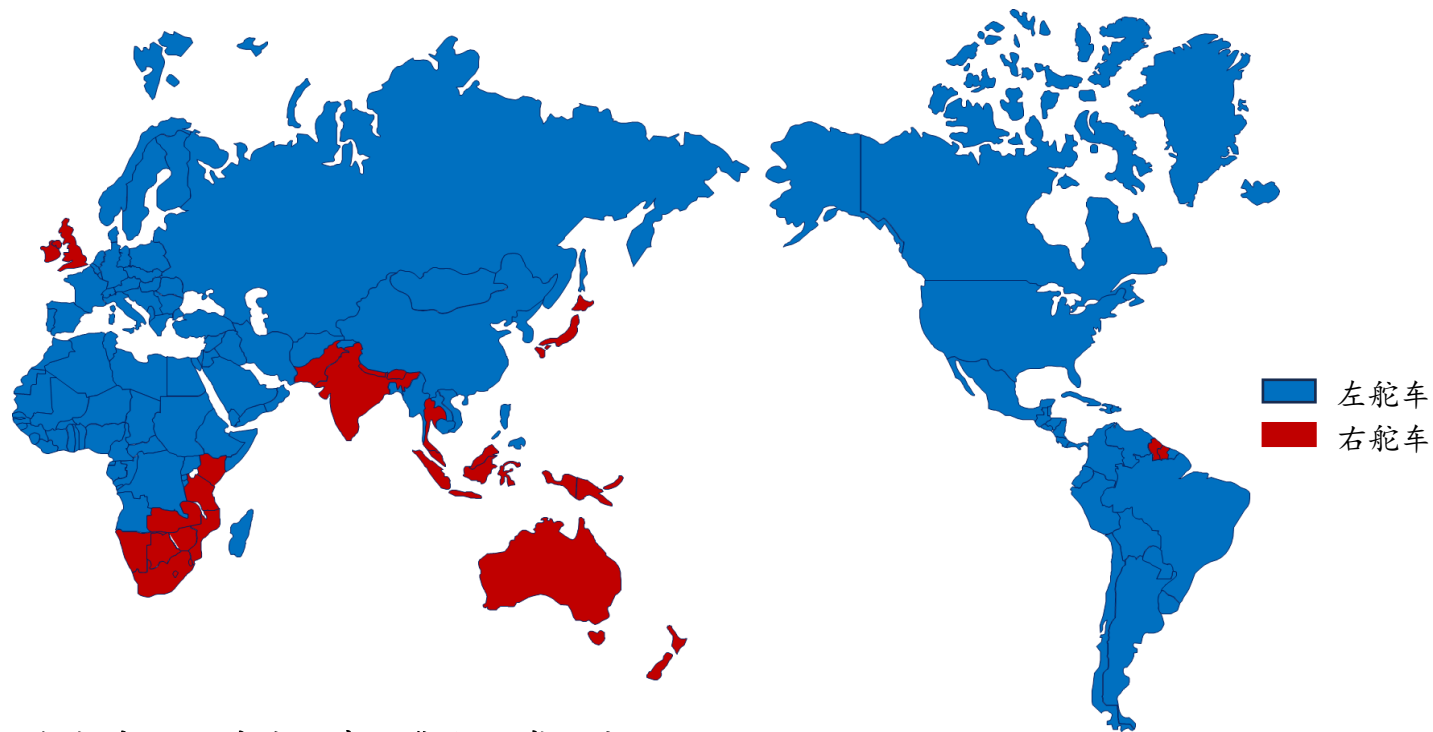
产油国油价较低，新能源替换动力不足

CS系列、逸动等传统燃油产品为主

数据来源：汽车纵横AutoReview，汽车头条，汽车预言家，华龙证券研究所

- 泰国工厂预计2025Q1投产，远期20万产能覆盖全球右舵市场。长安汽车泰国制造基地于2023年11月正式奠基开工，计划于2025Q1投产，初期产能10万辆/年，二期产能20万辆。未来长安汽车泰国制造基地将作为长安的全球右舵生产基地，凭借地理位置优势覆盖东南亚、澳洲、南非和英国等全球右舵车市场。
- 2030年海外网点数量目标突破3000家。截至2023年上半年，长安已在60余个“一带一路”沿线国家建立超400多家销售与服务网点，远期长安计划在到2030年在海外市场构建20余个本地化营销组织，海外网点数量突破3000家，进入全球90%以上的市场。

图33：全球汽车右舵国家分布



数据来源：美达贝壳，华龙证券研究所

目录

1

三次创业把握市场趋势，新能源布局转型加速

2

电动化转型成果落地，品牌向上开启新产品周期

3

华为智驾多品牌赋能，销量投资收益双双注入弹性

4

“海纳百川”出海加速，2024年进军东南亚&欧洲

5

投资建议

6

风险提示

- 公司是老牌汽车央企，电动化智能化转型成果逐步落地，品牌向上开启新产品周期，参股华为车BU有望加速产品智能化进程，2024年进一步拓宽海外市场。预计公司2023-2025年归母净利润分别为111/102/128亿元，同比增速42.4%/-7.7%/25.0%，PE为16.0/17.4/13.9倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：盈利预测表

预测指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1212.53	1522.56	2046.62	2450.36
增长率(%)	15.32	25.57	34.42	19.73
归母净利润（百万元）	77.98	111.02	102.43	128.05
增长率(%)	119.52	42.36	-7.74	25.02
摊薄每股收益（元）	0.80	1.12	1.03	1.29
ROE(%)	12.41	15.01	12.16	13.20
P/E	15.46	16.04	17.39	13.91
P/B	1.94	2.41	2.12	1.84
P/S	1.01	1.17	0.87	0.73
EV/EBITDA	5.94	11.17	6.28	3.94

资料来源：Wind，华龙证券研究所；注：估值日期为4月12日。

- 我们选取长城汽车（601633.SH）、比亚迪（002594.SZ）和广汽集团（601238.SH）作为可比公司。长城汽车是我国领先的汽车民企，拥有哈弗、坦克等多个细分市场热销品牌，积极推动产品高端化与出海进程；比亚迪是全球新能源汽车销量龙头，在泰国、巴西和欧洲等多地区布局海外生产基地；广汽集团是地方汽车国企，旗下广汽埃安新能源汽车销量位居国内市场前列。可比公司2023年/2024年/2025年平均PE估值为24.1/17.8/14.4倍，公司对应年份PE估值为16.0/17.4/13.9倍，公司估值小于行业平均估值。

表11：可比公司估值表

重点公司代码	股票名称	2024/4/12	EPS（元）				PE				
		股价（元）	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
601633.SH	长城汽车	25.4	0.91	0.82	1.13	1.45	27.9	31.0	22.5	17.5	
002594.SZ	比亚迪	210.6	5.71	10.32	13.00	16.19	36.9	20.4	16.2	13.0	
601238.SH	广汽集团	8.8	0.78	0.42	0.59	0.69	11.3	20.9	14.8	12.8	
平均值								24.1	17.8	14.4	
000625.SZ	长安汽车	17.95	0.80	1.12	1.03	1.29	15.5	16.0	17.4	13.9	

资料来源：Wind，华龙证券研究所；注：除长安汽车外，EPS预测均来自Wind一致预期，单位均为人民币，可比公司2023年年报均已发布，使用实际值。

目录

1

三次创业把握市场趋势，新能源布局转型加速

2

电动化转型成果落地，品牌向上开启新产品周期

3

华为智驾多品牌赋能，销量投资收益双双注入弹性

4

“海纳百川”出海加速，2024年进军东南亚&欧洲

5

投资建议

6

风险提示

宏观经济波动风险。宏观经济恢复不及预期可能导致消费者可支配收入不足，延迟购车决策，影响行业盈利能力；

政策变动风险。智能驾驶相关政策变动可能导致各车企车型销售或上市计划受阻，影响行业整体发展；

销量不及预期风险。公司汽车销量不及预期将影响公司营收和盈利水平。

原材料价格波动风险。上游原材料价格上涨则将影响汽车产业链整体盈利能力，进而影响公司盈利增长；

地缘政治风险。公司汽车出口目的地及相关国家发生地缘政治事件，可能导致汽车出口受阻，进而影响行业盈利能力；

与华为合作不及预期。若与华为合作标的公司发展不及预期，可能会导致公司产品智能驾驶等发展滞后，影响汽车销量；

行业竞争加剧。行业竞争加剧下公司进一步下调产品价格，可能导致公司盈利能力下降。

第三方数据统计错误导致的风险。报告使用第三方数据进行测算，第三方数据存在的误差等可能导致测算结果不准确。

测算存在主观性，仅供参考。报告中测算基于假设前提等，相关设定存在主观性，测算结果仅供参考，以实际数据为准。

长安汽车盈利预测表

证券代码： 000625. SZ

股价： 17.95元

投资评级： 买入(首次覆盖)

日期： 20240412

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)					每股指标与估值				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	538.10	757.88	987.79	1222.96	营业收入	1212.53	1522.56	2046.62	2450.36	每股指标 (元)				
应收款项	389.18	483.94	650.51	778.84	营业成本	964.10	1239.50	1661.94	1988.66	EPS	0.80	1.12	1.03	1.29
存货净额	58.23	79.85	111.02	135.12	营业税金及附加	41.02	48.42	65.08	77.92	BVPS	6.34	7.45	8.49	9.78
其他流动资产	35.24	57.24	71.74	82.34	销售费用	51.38	76.13	94.14	112.72	估值				
流动资产合计	1020.76	1378.91	1821.06	2219.27	管理费用	35.32	49.97	67.17	80.42	P/E	15.46	16.04	17.39	13.91
固定资产	193.47	143.59	93.99	44.53	财务费用	-10.17	-3.51	-5.16	-6.88	P/B	1.94	2.41	2.12	1.84
在建工程	13.88	21.49	28.34	34.51	其他费用/(-收入)	43.15	64.29	78.23	93.66	P/S	1.01	1.17	0.87	0.73
无形资产及其他	88.31	84.20	80.08	75.96	营业利润	76.34	102.48	95.29	121.04	财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期股权投资	144.07	155.55	167.04	178.53	营业外净收支	0.75	0.90	0.98	0.95	盈利能力				
资产总计	1460.49	1783.75	2190.52	2552.79	利润总额	77.08	103.38	96.27	121.99	ROE	12.41%	15.01%	12.16%	13.20%
短期借款	0.29	0.29	0.29	0.29	所得税费用	-0.36	5.17	4.81	6.10	毛利率	20.49%	18.59%	18.80%	18.84%
应付款项	515.22	666.35	893.45	1069.10	净利润	77.45	98.21	91.45	115.89	期间费率	6.31%	8.05%	7.63%	7.60%
预收帐款	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	-0.54	-12.81	-10.97	-12.17	销售净利率	6.43%	7.29%	5.00%	5.23%
其他流动负债	283.97	357.90	446.11	516.86	归属于母公司净利润	77.98	111.02	102.43	128.05	成长能力				
流动负债合计	799.49	1024.54	1339.86	1586.25	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	收入增长率	15.32%	25.57%	34.42%	19.73%
长期借款及应付债券	10.36	10.36	10.36	10.36	经营活动现金流	56.66	176.95	235.03	235.86	利润增长率	119.52%	42.36%	-7.74%	25.02%
其他长期负债	21.16	21.16	21.16	21.16	净利润	77.98	111.02	102.43	128.05	营运能力				
长期负债合计	31.51	31.51	31.51	31.51	少数股东权益	-0.54	-12.81	-10.97	-12.17	总资产周转率	0.83	0.85	0.93	0.96
负债合计	831.00	1056.05	1371.37	1617.76	折旧摊销	39.17	49.42	49.91	50.46	应收账款周转率	39.52	45.07	45.07	45.07
股本	99.22	99.22	99.22	99.22	公允价值变动	-0.04	0.00	0.00	0.00	存货周转率	20.82	19.07	18.44	18.13
股东权益	629.49	727.70	819.15	935.04	营运资金变动	-69.46	74.52	90.92	71.20	偿债能力				
负债和股东权益总计	1460.49	1783.75	2190.52	2552.79	投资活动现金流	-29.54	43.33	-4.62	-0.18	资产负债率	56.90%	59.20%	62.60%	63.37%
					资本支出	-7.95	-3.45	-3.37	-3.40	流动比	1.28	1.35	1.36	1.40
					长期投资	-30.95	-11.49	-11.49	-11.49	速动比	1.19	1.23	1.24	1.28
					其他	9.36	58.27	10.23	14.70					
					筹资活动现金流	2.24	-0.50	-0.50	-0.50					
					债务融资	6.95	0.00	0.00	0.00					
					权益融资	0.00	0.00	0.00	0.00					
					其它	-4.71	-0.50	-0.50	-0.50					
					现金净增加额	29.74	219.78	229.91	235.17					

免责及评级说明部分

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明:

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
回避		基本面向淡，行业指数落后沪深300指数	

免责声明:

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

版权声明:

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

华龙证券研究所

北京

地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦F1层华龙证券
邮编：100033

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761

上海

地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼
邮编：200000