

出口高增带动自主品牌盈利能力稳中有进，新能源进入产品周期大年

长安汽车(000625.SZ)

推荐

维持评级

核心观点:

- 事件:** 公司发布 2023 年度财务报告，全年公司实现营业收入 1512.98 亿元，同比+24.78%，实现归母净利润 113.27 亿元，同比+45.25%，实现扣非归母净利润 37.82 亿元，同比+16.21%。

我们的分析和判断:

- 新能源车与出口增长带动 ASP 上升，助力自主品牌燃油车盈利能力稳中向好。** 2023 年公司共销售整车 255.3 万辆，同比+8.8%，其中自主品牌乘用车销售 159.7 万辆，同比+14.9%，自主品牌海外销售 23.6 万辆，同比+39.2%，自主品牌新能源销售 47.4 万辆，同比+74.8%，出口与新能源是销量的主要增量来源，并带动公司 ASP 由 6.1 万元上升至 6.9 万元，增幅 13.8%。2023 年公司营业收入的增长主要是由于年初收购深蓝汽车后并表，剔除深蓝汽车并表影响，公司 2023 年实现营业收入 1254.15 亿元，同比+3.4%，出口的高速增长对冲了车市“价格战”影响，营收保持稳定。同时，出口的高毛利提升了公司自主品牌燃油车的盈利能力，2023 年公司境外业务毛利率为 24.8%，明显高于整体汽车销售业务的 18.0%，助力公司自主品牌燃油车净利润增长。剔除深蓝汽车归母净利润、阿维塔、长安福特、长安马自达带来的投资收益以及非经常性损益项目，我们测算得到 2023 年公司调整后的自主品牌燃油车产品的归母净利润水平为 80.9 亿元，同比 2022 年的 65.6 亿元增加 23.4%。
- 合资品牌亏损影响持续减弱，新能源品牌营收规模快速提升。** 分子品牌来看，**合资品牌方面**，2023 年末长安福特长期股权投资账面价值归零，且公司不负有对长安福特的额外损失承担义务，长安马自达长期股权投资账面余额降低至 8.8 亿元，长安马自达发动机长期股权投资账面余额为 8.0 亿元，预计合资品牌后续对公司利润影响将不断减弱；**新能源品牌方面**，受益于销量的快速增长，公司新能源品牌营收规模快速提升，2023 年深蓝汽车实现营收 258.8 亿元，同比+65.1%，净利润为-30.0 亿元，同比缩窄 6.2%，规模效应逐渐显现，阿维塔实现营收 56.5 亿元，较 2022 年的 0.28 亿元大幅增长，净利润为-36.9 亿元，同比+83.2%，亏损扩大主因销量较低，规模效应尚不明显，且高端品牌存在较大金额的前置研发投入，预计伴随阿维塔销量的继续提升，其利润走势有望复刻深蓝品牌，亏损逐渐企稳回落。合资品牌亏损影响持续减弱与新能源品牌亏损企稳回落有望助力公司维持稳中有进的盈利能力。
- 2024 进入新能源产品周期大年，深度合作华为打造智电产品矩阵。** 2023 年，公司初步构建起启源+深蓝+阿维塔的新能源品牌矩阵，覆盖低、中、高端的纯电动、插电式混动产品，推出启源 A07、A05、Q05、深蓝 SL03i、S7、阿维塔 12 等新品，市场影响力快速扩大。2024 年公司还将推出启源 E07、深蓝 G318、阿维塔新品等，继续丰富产品矩阵，产品布局完备度的进一步提升有望继续贡献销售增量。智能化方面，公司与华为形成深度合作，2023 年 8 月，深蓝宣布携手华为智能汽车解决方案，2023 年 11 月公司与华为签署投资合作备忘录，公司有意投资华为拟成立的聚焦智能网联汽车领域的新公司，依托于行业领先的智能驾驶系统供应商，公司产品的差异化竞争力有望得到进一步丰富，助力公司成长为智电产品龙头企业。
- 投资建议:** 我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 1,967.97/2,278.78/2,448.12 亿元，归母净利润分别为 90.34/114.93/132.25 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.91 元、1.16 元、1.33 元，维持“推荐”评级。

分析师

石金漫

☎: 010-80927689

✉: shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030002

研究助理

秦智坤

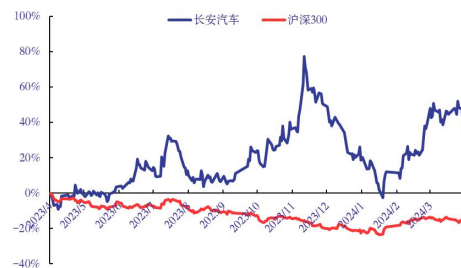
✉: qinzhikun_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2024-4-18

| | |
|--------------|------------|
| 股票代码 | 000625.SZ |
| A 股收盘价(元) | 17.11 |
| 上证指数 | 3,074.22 |
| 总股本(万股) | 991,728.90 |
| 实际流通 A 股(万股) | 821,400.47 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 1,405.42 |

相对沪深 300 表现图



资料来源: 同花顺 iFind, 中国银河证券研究院

相关研究

- **风险提示：**1、新能源产品销量不及预期的风险；2、技术研发不及预期的风险；3、市场竞争加剧的风险。

表 1：主要财务指标预测

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 151,297.71 | 196,796.50 | 227,877.58 | 244,812.40 |
| 收入增长率% | 24.78 | 30.07 | 15.79 | 7.43 |
| 净利润(百万元) | 11,327.46 | 9,034.53 | 11,493.09 | 13,225.18 |
| 利润增速% | 45.25 | -20.24 | 27.21 | 15.07 |
| 毛利率% | 18.36 | 18.87 | 19.35 | 19.80 |
| 摊薄 EPS(元) | 1.14 | 0.91 | 1.16 | 1.33 |
| PE | 14.98 | 18.78 | 14.76 | 12.83 |
| PB | 2.36 | 2.10 | 1.84 | 1.61 |
| PS | 1.12 | 0.86 | 0.74 | 0.69 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

附录：公司财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 130934.91 | 158719.15 | 177319.18 | 190741.08 | 营业收入 | 151297.71 | 196796.50 | 227877.58 | 244812.40 |
| 现金 | 64871.04 | 84418.94 | 97814.73 | 110128.32 | 营业成本 | 123522.66 | 159667.47 | 183776.70 | 196348.50 |
| 应收账款 | 2411.80 | 2681.87 | 2930.39 | 2957.97 | 营业税金及附加 | 4758.43 | 6297.49 | 7292.08 | 7834.00 |
| 其它应收款 | 894.27 | 1163.20 | 1346.91 | 1447.00 | 营业费用 | 7645.21 | 9643.03 | 11052.06 | 11751.00 |
| 预付账款 | 287.71 | 371.90 | 428.06 | 457.34 | 管理费用 | 4097.54 | 4624.72 | 5355.12 | 5753.09 |
| 存货 | 13465.85 | 14628.02 | 15476.74 | 15035.46 | 财务费用 | -897.34 | -937.79 | -1234.52 | -1436.20 |
| 其他 | 49004.24 | 55455.23 | 59322.35 | 60714.99 | 资产减值损失 | -813.83 | -1274.43 | -1338.35 | -1449.62 |
| 非流动资产 | 59236.22 | 63241.13 | 70178.01 | 75620.91 | 公允价值变动收益 | -19.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 13787.39 | 14058.40 | 13884.27 | 13932.71 | 投资净收益 | 3050.41 | -2164.76 | -1823.02 | -734.44 |
| 固定资产 | 19994.08 | 17647.12 | 15404.05 | 13052.67 | 营业利润 | 10447.48 | 8697.46 | 11809.75 | 14726.56 |
| 无形资产 | 15045.56 | 20375.35 | 28339.83 | 34986.96 | 营业外收入 | 169.79 | 149.35 | 159.57 | 154.46 |
| 其他 | 10409.18 | 11160.26 | 12549.87 | 13648.57 | 营业外支出 | 28.07 | 41.23 | 34.65 | 37.94 |
| 资产总计 | 190171.13 | 221960.28 | 247497.20 | 266361.99 | 利润总额 | 10589.20 | 8805.58 | 11934.67 | 14843.08 |
| 流动负债 | 103239.42 | 127316.03 | 142161.75 | 147667.77 | 所得税 | 1087.30 | 880.56 | 1193.47 | 1484.31 |
| 短期借款 | 30.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 净利润 | 9501.90 | 7925.02 | 10741.21 | 13358.77 |
| 应付账款 | 38289.95 | 48787.28 | 55133.01 | 57268.31 | 少数股东损益 | -1825.56 | -1109.50 | -751.88 | 133.59 |
| 其他 | 64919.43 | 78528.71 | 87028.70 | 90399.42 | 归属母公司净利润 | 11327.46 | 9034.53 | 11493.09 | 13225.18 |
| 非流动负债 | 12248.45 | 12126.45 | 12076.45 | 12076.45 | EBITDA | 12439.09 | 12210.13 | 15368.72 | 17940.33 |
| 长期借款 | 72.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EPS (元) | 1.14 | 0.91 | 1.16 | 1.33 |
| 其他 | 12176.45 | 12126.45 | 12076.45 | 12076.45 | | | | | |
| 负债合计 | 115487.87 | 139442.49 | 154238.20 | 159744.22 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2830.14 | 1720.63 | 968.75 | 1102.34 | 主要财务比率 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 归属母公司股东权益 | 71853.12 | 80797.16 | 92290.25 | 105515.43 | 营业收入 | 24.78% | 30.07% | 15.79% | 7.43% |
| 负债和股东权益 | 190171.13 | 221960.28 | 247497.20 | 266361.99 | 营业利润 | 36.86% | -16.75% | 35.78% | 24.70% |
| | | | | | 归属母公司净利润 | 45.25% | -20.24% | 27.21% | 15.07% |
| | | | | | 毛利率 | 18.36% | 18.87% | 19.35% | 19.80% |
| | | | | | 净利率 | 7.49% | 4.59% | 5.04% | 5.40% |
| | | | | | ROE | 15.76% | 11.18% | 12.45% | 12.53% |
| | | | | | ROIC | 8.43% | 8.46% | 10.20% | 11.20% |
| | | | | | 资产负债率 | 60.73% | 62.82% | 62.32% | 59.97% |
| | | | | | 净负债比率 | -85.10% | -100.89% | -103.69% | -102.25% |
| | | | | | 流动比率 | 1.27 | 1.25 | 1.25 | 1.29 |
| | | | | | 速动比率 | 1.03 | 1.04 | 1.05 | 1.11 |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.90 | 0.96 | 0.97 | 0.95 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 55.22 | 77.27 | 81.21 | 83.15 |
| | | | | | 应付帐款周转率 | 3.65 | 3.67 | 3.54 | 3.49 |
| | | | | | 每股收益 | 1.14 | 0.91 | 1.16 | 1.33 |
| | | | | | 每股经营现金 | 2.00 | 3.03 | 2.66 | 2.27 |
| | | | | | 每股净资产 | 7.25 | 8.15 | 9.31 | 10.64 |
| | | | | | P/E | 14.98 | 18.78 | 14.76 | 12.83 |
| | | | | | P/B | 2.36 | 2.10 | 1.84 | 1.61 |
| | | | | | EV/EBITDA | 8.31 | 7.08 | 4.75 | 3.38 |
| | | | | | P/S | 1.12 | 0.86 | 0.74 | 0.69 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

石金漫 汽车行业首席分析师。香港理工大学理学硕士、工学学士。8年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、II上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

| 评级标准 | 评级 | 说明 |
|--|-----------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
| | | 回避：相对基准指数跌幅5%以上 |
| 公司评级 | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上 |
| | | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | 回避：相对基准指数跌幅5%以上 | |

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn