

## 新能源转型加快, 全球化持续推进

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年报, 公司2023年实现营收1513.0亿元, 同比+24.8%; 归母净利润113.3亿元, 同比+45.3%; 毛利率18.4%, 净利率6.3%。其中, Q4实现归母净利润14.5亿元, 同比+60.8%, 环比-35.2%; 实现毛利率19.6%, 同比-2.9pp, 环比+1.2pp。
- 自主新能源渗透率快速提升, 自主盈利稳健。** 2023年公司实现汽车销量255.3万辆, 同比+8.8%, 创近六年新高, 自主乘用车累计销量159.7万辆, 同比+14.9%, 自主品牌新能源年销量47.4万辆, 同比+74.8%。2023年, 归母净利润113.3亿元, 同比+45.3%, 扣非归母净利润37.8亿元, 同比+16.2%。2023年长安汽车构建起“长安启源、深蓝汽车、阿维塔”三大智能电动品牌, 满足不同细分市场的需求; 长安启源全年累计销量突破4万辆; 深蓝全年累计交付13.7万辆, 其中深蓝SL03累计交付超10万辆, 从首款车型上市到销量突破10万辆仅用时14个月, 创造自主新能源品牌最快突破10万销量新纪录; 阿维塔12上市仅30天大定超2万台, 全年阿维塔销量3万辆。
- “海纳百川”计划加速出海, 出口效益向好。** 长安汽车2023年累计海外销量达35.8万辆, 同比增长43.9%, 其中自主品牌出口创新高, 超23万辆, 海外营收超200亿元, 同比+53.1%, 规模和盈利快速提升。公司于2023年4月发布“海纳百川”计划, 成立五大区域事业部, 即中南美洲、独联体、中东非洲、欧洲、东南亚; 11月在曼谷举办东南亚品牌发布会, DEEPAL双车正式进入泰国, 辐射全球, 开启拓展全球市场新篇章; 建设首个海外生产基地——长安汽车泰国制造基地, 投资200亿泰铢, 总规模20万辆/年, 一期产能为10万辆/年, 将于2025年一季度投产; 在沙特、智利、墨西哥等国家, 市场销量位居中国品牌前列。
- 携手华为, 谱写汽车智能化新篇章。** 2023年11月25日, 华为与长安汽车在深圳签署了《投资合作备忘录》, 华为拟成立新公司, 长安汽车及其关联方拟出资获取目标公司股权, 比例不超过40%, 具体股权比例、出资金额及期限由双方另行商议。根据备忘录, 华为拟将智能汽车解决方案业务的核心技术和资源整合至新公司, 新公司业务范围包括汽车智能驾驶解决方案、汽车智能座舱、智能汽车数字平台、智能车云、AR-HUD与智能车灯等, 将致力于成为世界一流的汽车智能驾驶系统及部件产业领导者。长安汽车与华为双方发挥各自优势资源, 将加速构建面向智能化时代的完整、自主、领先的全栈智能化整车能力。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为0.92元、1.15元、1.36元, 对应动态PE分别为18倍、15倍、12倍。公司24年规划目标清晰, 新车持续落地, 看好全年加速成长, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 终端需求或不及预期, 产品发布节奏或不及预期。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	151297.71	185912.69	230659.72	268123.77
增长率	24.78%	22.88%	24.07%	16.24%
归属母公司净利润(百万元)	11327.46	9149.88	11377.59	13499.53
增长率	45.25%	-19.22%	24.35%	18.65%
每股收益EPS(元)	1.14	0.92	1.15	1.36
净资产收益率ROE	12.72%	10.36%	11.49%	12.20%
PE	15	18	15	12
PB	2.30	2.11	1.88	1.67

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声  
执业证号: S1250522040001  
电话: 010-57758531  
邮箱: zllans@swsc.com.cn  
联系人: 冯安琪  
电话: 021-58351905  
邮箱: faz@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	99.17
流通A股(亿股)	82.13
52周内股价区间(元)	10.99-21.48
总市值(亿元)	1,625.44
总资产(亿元)	1,901.71
每股净资产(元)	7.25

### 相关研究

- 长安汽车(000625): Q3业绩高速增长, “海纳百川”计划稳步推进(2023-11-04)
- 长安汽车(000625): 8月产销成绩亮眼, 数智领航向新跃迁(2023-09-06)
- 长安汽车(000625): 数智化新车型进入密集开发周期, 看好未来发展(2023-09-06)
- 长安汽车(000625): 7月新能源销量增长, S7领势向前(2023-08-11)

### 关键假设：

假设 1：公司第三次创业成效显著，伴随深蓝 SL03、S7，启源 A05、A07、Q05，阿维塔 11 以及 12 的上市和放量、规模效应提升带来成本的摊薄以及内部的技术降本因素，自主品牌已成为公司新的发展动能，市占率快速增长，带动盈利能力持续改善，预计 24/25/26 年整车毛利率分别为 18%/18.2%/18.5%；

假设 2：公司自主新能源品牌元年开启，基于 EPA/CHN 平台分别在小型、中端及高端智能化领域推出针对性产品，随着新能源汽车快速放量，长安在新能源板块减亏顺利，预计 24/25/26 年投资收益分别为-20/-10/0 亿元。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
整车	收入	145303.58	179319.1	223736.5	260854.4
	增速	27.4%	23.4%	24.8%	16.6%
	毛利率	18.0%	18.0%	18.2%	18.5%
外协加工	收入	5994.13	6593.5	6923.2	7269.4
	增速	-16.6%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	26.8%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	151297.7	185912.7	230659.7	268123.8
	增速	24.8%	22.9%	24.1%	16.2%
	毛利率	18.4%	18.4%	18.6%	18.8%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	151297.71	185912.69	230659.72	268123.77	净利润	9501.90	8348.55	10220.70	12046.57
营业成本	123522.66	151657.18	187862.71	217684.89	折旧与摊销	5228.03	4501.88	4629.31	4719.31
营业税金及附加	4758.43	6190.63	7558.96	8774.84	财务费用	-897.34	-46.78	-38.46	-54.83
销售费用	7645.21	8692.35	10906.49	12775.77	资产减值损失	-813.83	-500.00	-500.00	-500.00
管理费用	4097.54	11154.76	14070.24	16623.67	经营营运资本变动	7030.42	-5890.12	8705.93	6737.48
财务费用	-897.34	-46.78	-38.46	-54.83	其他	-187.71	882.01	537.33	547.87
资产减值损失	-813.83	-500.00	-500.00	-500.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>19861.47</b>	<b>7295.53</b>	<b>23554.81</b>	<b>23496.41</b>
投资收益	3050.41	0.00	0.00	0.00	资本支出	-5644.60	-1700.00	-2000.00	-2000.00
公允价值变动损益	-19.06	-1.33	-6.42	-6.83	其他	-563.55	-710.04	-695.66	-705.81
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-6208.15</b>	<b>-2410.04</b>	<b>-2695.66</b>	<b>-2705.81</b>
<b>营业利润</b>	<b>10447.48</b>	<b>8763.21</b>	<b>10793.36</b>	<b>12812.59</b>	短期借款	1.04	-30.04	0.00	0.00
其他非经营损益	141.72	110.71	115.02	118.03	长期借款	36.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>10589.20</b>	<b>8873.93</b>	<b>10908.38</b>	<b>12930.62</b>	股权融资	-286.03	0.00	0.00	0.00
所得税	1087.30	525.38	687.68	884.05	支付股利	-2341.41	-2265.49	-1829.98	-2275.52
净利润	9501.90	8348.55	10220.70	12046.57	其他	462.10	-205.94	38.46	54.83
少数股东损益	-1825.56	-801.33	-1156.89	-1452.95	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2128.31</b>	<b>-2501.47</b>	<b>-1791.51</b>	<b>-2220.69</b>
归属母公司股东净利润	11327.46	9149.88	11377.59	13499.53	<b>现金流量净额</b>	<b>11434.52</b>	<b>2384.02</b>	<b>19067.63</b>	<b>18569.91</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	64871.04	67255.06	86322.69	104892.60	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	41252.17	51863.94	63916.31	74259.36	销售收入增长率	24.78%	22.88%	24.07%	16.24%
存货	13465.85	16247.30	20240.34	23515.98	营业利润增长率	36.86%	-16.12%	23.17%	18.71%
其他流动资产	11345.85	12130.32	15009.63	17420.30	净利润增长率	22.69%	-12.14%	22.42%	17.86%
长期股权投资	13787.39	13787.39	13787.39	13787.39	EBITDA 增长率	40.70%	-10.56%	16.39%	13.60%
投资性房地产	6.20	6.20	6.20	6.20	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	21908.43	21377.30	21018.73	20570.17	毛利率	18.36%	18.43%	18.55%	18.81%
无形资产和开发支出	19098.11	16829.79	14561.46	12293.13	三费率	7.17%	10.65%	10.81%	10.94%
其他非流动资产	4436.09	5142.39	5829.21	6525.78	净利率	6.28%	4.49%	4.43%	4.49%
<b>资产总计</b>	<b>190171.13</b>	<b>204639.68</b>	<b>240691.95</b>	<b>273270.89</b>	ROE	12.72%	10.36%	11.49%	12.20%
短期借款	30.04	0.00	0.00	0.00	ROA	5.00%	4.08%	4.25%	4.41%
应付和预收款项	80426.69	93652.59	116982.35	136222.17	ROIC	64.53%	42.56%	48.23%	71.48%
长期借款	72.00	72.00	72.00	72.00	EBITDA/销售收入	9.77%	7.11%	6.67%	6.52%
其他负债	34959.14	30321.42	34653.21	38221.27	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>115487.87</b>	<b>124046.01</b>	<b>151707.56</b>	<b>174515.44</b>	总资产周转率	0.90	0.94	1.04	1.04
股本	9917.29	9917.29	9917.29	9917.29	固定资产周转率	7.69	8.98	10.86	12.86
资本公积	8251.29	8251.29	8251.29	8251.29	应收账款周转率	50.69	56.82	53.06	52.27
留存收益	53894.18	60778.56	70326.18	81550.19	存货周转率	12.43	10.11	10.15	9.85
归属母公司股东权益	71853.12	78564.86	88112.48	99336.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.37%	—	—	—
少数股东权益	2830.14	2028.81	871.92	-581.04	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>74683.26</b>	<b>80593.67</b>	<b>88984.40</b>	<b>98755.45</b>	资产负债率	60.73%	60.62%	63.03%	63.86%
负债和股东权益合计	190171.13	204639.68	240691.95	273270.89	带息债务/总负债	0.95%	0.86%	0.71%	0.61%
					流动比率	1.27	1.32	1.33	1.36
					速动比率	1.14	1.17	1.18	1.21
					股利支付率	20.67%	24.76%	16.08%	16.86%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.14	0.92	1.15	1.36
					每股净资产	7.25	7.92	8.88	10.02
					每股经营现金	2.00	0.74	2.38	2.37
					每股股利	0.24	0.23	0.18	0.23
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	14778.16	13218.31	15384.21	17477.07					
PE	14.60	18.08	14.54	12.25					
PB	2.30	2.11	1.88	1.67					
PS	1.09	0.89	0.72	0.62					
EV/EBITDA	6.57	7.11	4.82	3.14					
股息率	1.42%	1.37%	1.11%	1.38%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所  
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---