

2024年04月24日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

长安汽车（000625）：自主燃油车基本盘稳固，电动智能转型节奏加快

——公司简评报告

证券分析师

黄涵虚 S0630522060001

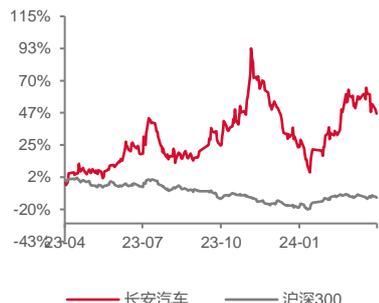
h hx@longone.com.cn

联系人

陈芯楠

cxn@longone.com.cn

数据日期	2024/04/24
收盘价	16.29
总股本(百万股)	991,729
流通A股/B股(百万股)	817,087/164,161
资产负债率(%)	60.73%
市净率(倍)	2.16
净资产收益率(加权)	16.55
12个月内最高/最低价	21.48/10.88



相关研究

《长安汽车(000625)：3月销量扭转向上，多品牌上新开启强产品周期——公司简评报告》2024.04.09

投资要点

- 事件：**长安汽车发布2023年年报。全年实现营收1512.98亿元，同比+24.78%，归母净利润113.27亿元，同比+45.25%，扣非归母净利润37.82亿元，同比+16.19%；2023年Q4实现营收430.91亿元，同环比+20.03%/+0.88%，归母净利润14.45亿元，同环比+60.76%/-35.18%，扣非归母净利润1.69亿元，同环比-72.66%/-91.95%。
- 量价齐升助推全年营收同比向上，2023Q4同环比双升。**营收方面，从经营层面来看，公司2023年整车业务总体销量为255.31万辆，同比+8.82%，持续领跑自主品牌车企；从价格层面来看，2023年单车ASP（整车收入/重庆+河北+合肥销量）为9.70万元，同比+18.71%。分季度看，2023Q4整车销量为68.34万辆，同环比+2.71%/+4.51%，其中，自主新能源销量为16.74万辆，同环比+45.67%/+28.12%，尽管Q4折扣加大，在车型结构优化叠加高单价新能源产品放量下，2023Q4营收仍稳健增长。
- 海外业务放量拉动2023Q4毛利环比向上，控费效果逐季向好。**毛利率方面，2023年公司毛利率为18.36%，同比-2.13pct，我们判断主要受深蓝并表、行业竞争加剧迫使部分车型价格下调等多重因素扰动；2023Q4实现毛利率19.55%，同环比-1.34/+1.2pct，环比上升或由于Q4拥有更高毛利率的海外业务增长（2023Q4自主品牌海外销量同环比分别+105.94%/+8.53%）拉动盈利向上。期间费用方面，2023年公司期间费用率同比+1.25pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为5.05%/2.71%/3.95%/-0.59%，同比+0.81/-0.20/+0.39/+0.25pct，销售、研发费用增加主要受深蓝并表影响；2023Q4期间费用率同比+3.04pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.05/-0.10/+0.90/+0.19pct，环比-0.15/-2.20/-0.55/-0.36pct，控费有效。
- 合资亏损扰动2023Q4盈利，自主燃油车基本盘稳固。**归母净利润方面，公司2023年Q4归母净利润及扣非归母净利润环比均大幅下滑，主要系长安福特计提大额减值等非经常性损益扰动，以及阿维塔、马自达等联营/合营企业亏损扩大导致投资收益环比-688.42%，若扣除联营及合营投资收益影响，2023Q4公司并表业务（主要包含自主燃油车+启源+深蓝）扣非归母净利润为25.69亿元，环比+48.93%，考虑到两个新能源品牌仍处于投入亏损期且Q4折扣力度加大，公司自主燃油车业务盈利能力仍然坚挺，若2024年自主品牌新能源车实现放量，公司自主盈利攀升有望兑现。
- 2024年电动智能新车规划饱满，产品周期开启有助新能源品牌加速扭亏。**根据年报及2024长安汽车全球伙伴大会披露的信息，燃油车方面，2024年公司将推出C928和逸动序列等5款焕新产品；新能源方面，将推出启源E07（将在2024北京车展首发并开启盲定）、启源C798、深蓝G318（已于2024年3月18日发布，预计于北京车展公布预售价、5月上市、6月开启交付）、阿维塔15（预计2024Q3发布）等8款全新新能源车型，并且长安启源A07（真香版已于2024年3月上市）、深蓝SL03和S7（2024年2月SL03纯电版全系已上新，增程款深蓝SL03、S7均已上新荣耀版）等全新改款车型也将陆续上市。智能电动新品周期开启，有望推动公司新能源车业务量利齐升，并达成2024年集团新能源车销量75万辆的目标。
- 投资建议：**公司2023年业绩表现基本符合我们先前预期，但考虑到国内新能源市场竞争加剧或在一定程度上挤压公司盈利释放空间且合资板块新能源转型仍将带来短期阵痛，我们调整公司2024-2025年盈利预测，并新增2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润

分别为98.17/116.79/141.85亿元（原2024/2025年预测分别为102.74/126.20亿元），对应EPS为0.99/1.18/1.43元（原2024/2025年预测分别为1.04/1.27元），按照2024年4月24日收盘价计算，对应PE分别为16X/14X/11X。我们认为，公司燃油车业务基本盘稳固，在“新能源新品周期开启+海外产能建设稳步推进+中央车企新能源业务有望单独考核+合资减值以优化资产质量+与华为在智能化方面的合作不断深化”等多重因素驱动下，我们认为公司电动智能化转型将加速实现并带动业绩兑现，中长期向上逻辑清晰，因此，维持“买入”评级。

- **风险提示：**行业政策变动、行业“价格战”态势加剧、原材料成本上涨、新车型推出和交付速度不及预期、新车型销量表现不及预期等风险。

盈利预测与估值简表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(亿元)	1051	1213	1513	1884	2340	2671
同比增速(%)	24%	15%	25%	25%	24%	14%
归母净利润(亿元)	36	78	113	98	117	142
同比增速(%)	7%	120%	45%	-13%	19%	21%
毛利率(%)	17%	20%	18%	19%	19%	20%
每股盈利(元)	0.36	0.79	1.14	0.99	1.18	1.43
ROE(%)	6%	12%	16%	12%	13%	15%
PE(倍)	45	21	14	16	14	11

资料来源：iFind、MarkLines、公司公告、东海证券研究所，股价截至2024年4月24日

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	64,871	78,163	98,049	121,225
应收票据及账款	41,513	51,686	64,207	73,287
预付账款	288	358	445	508
其他应收款	894	1,113	1,383	1,579
存货	13,466	16,674	20,599	23,378
其他流动资产	9,903	12,289	15,225	17,354
流动资产总计	130,935	160,283	199,909	237,331
长期股权投资	13,787	13,180	13,322	14,052
固定资产	20,204	19,244	19,488	19,886
在建工程	1,914	4,012	4,446	4,249
无形资产	15,046	14,804	14,802	13,630
长期待摊费用	24	20	16	13
其他非流动资产	8,261	7,923	7,271	7,793
非流动资产合计	59,236	59,182	59,345	59,623
资产总计	190,171	219,465	259,254	296,954
短期借款	30	30	30	30
应付票据及账款	75,747	88,673	110,943	131,505
其他流动负债	27,463	38,228	47,299	53,768
流动负债合计	103,239	126,931	158,273	185,303
长期借款	1,206	977	733	476
其他非流动负债	11,043	11,043	11,043	11,043
非流动负债合计	12,248	12,020	11,776	11,519
负债合计	115,488	138,951	170,049	196,821
股本	9,917	9,917	9,917	9,917
资本公积	8,251	8,251	8,251	8,251
留存收益	53,685	60,553	68,725	78,650
归属母公司权益	71,853	78,722	86,894	96,818
少数股东权益	2,830	1,792	2,311	3,315
股东权益合计	74,683	80,514	89,205	100,133
负债和股东权益合计	190,171	219,465	259,254	296,954

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	9,502	7,056	10,107	12,978
折旧与摊销	5,299	5,171	5,549	5,881
财务费用	-897	-620	-861	-1,072
其他经营资金	1,129	1,472	2,008	2,059
经营性现金净流量	19,861	20,182	27,338	31,511
投资性现金净流量	-6,208	-4,333	-4,562	-4,891
筹资性现金净流量	-2,128	-2,557	-2,890	-3,445
现金流量净额	11,434	13,292	19,886	23,176

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	151,298	188,374	234,007	267,100
营业成本	123,523	152,947	188,958	214,451
营业税金及附加	4,758	5,925	7,360	8,400
销售费用	7,645	8,609	10,159	11,016
管理费用	4,098	4,715	5,378	5,591
研发费用	5,980	8,186	11,090	13,708
财务费用	-897	-620	-861	-1,072
其他经营损益	-	-	-	-
投资收益	3,050	533	1,068	1,118
公允价值变动损益	-19	-	-	-
营业利润	10,447	9,680	13,488	16,820
其他非经营损益	-	-	-	-
利润总额	10,589	9,784	13,593	16,926
所得税	1,087	1,005	1,396	1,738
净利润	9,502	8,779	12,197	15,188
少数股东损益	-1,826	-1,038	519	1,004
归属母公司股东净利润	11,327	9,817	11,679	14,185
EBITDA	14,991	14,335	18,281	21,735
NOPLAT	8,697	7,728	11,042	13,768
EPS(元)	1.14	0.99	1.18	1.43

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收益率	25%	25%	24%	14%
EBIT增长率	45%	-5%	39%	25%
EBITDA增长率	41%	-4%	28%	19%
归母净利润增长率	45%	-13%	19%	21%
盈利能力				
毛利率	18%	19%	19%	20%
净利率	6%	5%	5%	6%
ROE	16%	12%	13%	15%
ROA	6%	4%	5%	5%
ROIC	15%	11%	14%	16%
估值倍数				
P/E	14	17	14	11
P/S	1	1	1	1
P/B	2	2	2	2
股息率	0%	2%	2%	3%
EV/EBIT	17	18	13	9
EV/EBITDA	11	11	9	7
EV/NOPLAT	35	17	20	15

资料来源：iFinD、东海证券研究所、股价截至 2024 年 4 月 24 日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089