

长安汽车 (000625.SZ) 新车周期强势开启，华为智能化赋能有望加深

2024年08月21日

——公司深度报告

投资评级：买入（维持）

任浪（分析师）

徐剑峰（联系人）

renlang@kysec.cn

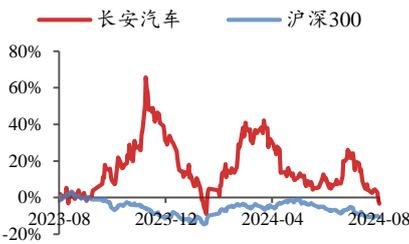
xujianfeng@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790123070014

日期	2024/8/21
当前股价(元)	12.22
一年最高最低(元)	21.48/11.60
总市值(亿元)	1,211.89
流通市值(亿元)	1,003.75
总股本(亿股)	99.17
流通股本(亿股)	82.14
近3个月换手率(%)	130.55

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《阿维塔率先入股引望，公司与华为战略合作全面升级—公司信息更新报告》-2024.8.20

《与华为合作公司将落地，新车周期开启销量增长可期—公司信息更新报告》-2024.7.12

《Q1海外业务放量明显，新车周期开启业绩改善可期—公司信息更新报告》-2024.4.30

● **新能源转型领先央企，第三次创业开启电动化、智能化、全球化转型新征程**
公司经历“军转民、商转乘、电动智能化转型+全球市场开拓”的重要发展期。燃油车时代，公司推出CS/UNI系列等爆款，合资/自主品牌先后贡献主要业绩。电动化时代，公司推出深蓝/启源/阿维塔品牌、传统品牌加速混动转型，并通过“自研SDA架构+与华为合作”发力智能化，未来新车型的放量有望明显推升盈利。我们维持公司业绩预测，预计2024-2026年归母净利润为89.4/120.6/156.2亿元，当前股价对应的PE为13.6/10.0/7.8倍，看好长期发展，维持“买入”评级。

● **新车持续发布新能源品牌扭亏指日可待，加速布局海外提升销量及盈利能力**
公司三大新能源品牌将迎来新品密集发布期，其中深蓝在新能源/智能化渗透率较低的主流价位段依靠“超级增程+华为ADS SE”形成差异化竞争优势；阿维塔将引入增程版车型及定位更低的07/E16车型，续航里程焦虑的缓解+价位段的下探+华为ADS 3.0赋能的背景下，销量增长可期，并将引领公司品牌向上；启源目标2025年前推出10款车型，其中数智新汽车E07将搭载自研智能化技术SDA架构。新产品持续发布有望明显提升销量，从而带来更强的规模效应，推动新能源品牌扭亏、贡献长期盈利。同时，公司加速推进“海纳百川”计划，着力推进“1+5+2”的全球布局，其中战略培育/攻坚市场分别聚焦新能源车/燃油车，2024年前7月自主品牌海外销量同比+68%，并积极推进泰国工厂建设等海外本土化供应，有望为燃油车销量底盘及新能源车放量提供支撑、提升盈利能力。

● **深蓝/阿维塔品牌受华为HI模式深度赋能，拟入股“引望”有望获得先发优势**
华为凭借端到端算法、日行3500万公里的数据积累、云端5EFLOPS的算力等提供行业领先的全栈智能汽车解决方案。公司深蓝/阿维塔品牌搭载华为乾崮智驾及鸿蒙座舱，相较竞品智能化优势突出。同时，公司拟入股华为车BU新公司引望，预计持股比例不超过40%，且公司已基本完成对投资项目的尽职调查，预计不晚于8月31日签署最终合作文件。公司作为率先入股新公司的车企，在华为技术赋能方面将获得优势，远期有望享受华为智能化朋友圈扩大的更大红利。

● **风险提示：**汽车行业需求、新能源车销量增速、智能化渗透率、海外汽车需求不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	121,253	151,298	185,045	226,187	256,644
YOY(%)	15.3	24.8	22.3	22.2	13.5
归母净利润(百万元)	7,799	11,327	8,943	12,062	15,623
YOY(%)	119.5	45.2	-21.0	34.9	29.5
毛利率(%)	20.5	18.4	19.4	19.7	19.9
净利率(%)	6.4	7.5	4.8	5.3	6.1
ROE(%)	12.3	12.7	10.2	13.1	15.7
EPS(摊薄/元)	0.79	1.14	0.90	1.22	1.58
P/E(倍)	15.5	10.7	13.6	10.0	7.8
P/B(倍)	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 复盘历史：三次创业，前瞻性抓住历史性变革机遇.....	5
1.1、 三次创业筚路蓝缕，铸就品牌强大生命力.....	5
1.2、 CS 系列为长安最王牌家族，三大新能源品牌为未来重要支撑.....	10
1.3、 兵器装备集团为实控人，三大新能源品牌及长安车联等为未来看点.....	11
1.4、 合资品牌盈利下滑明显，自主品牌开始贡献主要业绩支撑.....	12
2、 电动化转型期有望平稳过渡，三大新能源品牌将持续发力.....	15
2.1、 引力系列：产品持续迭代/推新+海外需求有支撑，基盘相对稳健.....	15
2.2、 启源：P13 架构、EPA1 平台推动新能源转型，E07 打造数智新汽车.....	19
2.3、 深蓝：基于 EPA1 平台打造的年轻化品牌，受华为智驾深度赋能.....	23
2.4、 阿维塔：CHN 模式深度赋能，增程车型、新产品系列有望提振销量.....	29
3、 智能化：自研与合作并举，拟入股华为车 BU 获先发优势.....	34
3.1、 坚定实施“北斗天枢”计划，构建基于软件定义汽车的 SDA 架构.....	34
3.2、 受 HI 模式深度赋能，拟入股车 BU 新公司有望与华为加深绑定.....	35
3.3、 坚定推进“伙伴计划”，整合多方资源推动智能化领域加速发展.....	38
3.4、 首批获准 L3 级智驾试点，有望受益 Robotaxi 市场广阔发展空间.....	39
4、 出海：海纳百川战略引领，产品出口及海外产能建设加速.....	39
5、 盈利预测与投资建议.....	42
6、 风险提示.....	44
附：财务预测摘要.....	45

图表目录

图 1： 历经 160 年发展，与时俱进铸就品牌强大生命力.....	5
图 2： 1999 年，“长安之星”成为中国首款通过安全碰撞测试的微车，上市后成为爆款.....	6
图 3： 1999 年起，长安在微车市场份额跻身行业第一.....	6
图 4： 2007 年以来，轿车行业销量明显超过微客销量，市场空间更为广阔.....	6
图 5： 2006 年，公司自主品牌首款轿车——奔奔下线.....	7
图 6： 长安打造全球化研发体系赋能产品设计.....	7
图 7： 2009-2017 年，我国 SUV 市场迎来销量快速增长的黄金阶段.....	8
图 8： 2012 年，长安推出 CS 系列首款车型 CS35，引领国产 SUV 迈向新蓝海.....	8
图 9： 2014 年，长安推出 CS75 系列，打造“国产 SUV 当红明星”.....	8
图 10： CS 系列推出后，长安 SUV 销量快速提升，逐渐占据长安乘用车销量主要份额.....	8
图 11： 2018-2020 年，我国乘用车行业较为低迷，销量持续下滑.....	8
图 12： 在行业需求疲软、竞争激烈及自身产品迭代放慢等因素影响下，2018 年长安汽车销量出现断崖式下滑.....	8
图 13： “香格里拉”、“北斗天枢”、“海纳百川”三大战略护航长安电动化、智能化、全球化发展.....	10
图 14： 2019 年 9 月，公司发布爆款车型 CS75 PLUS，常年位居 SUV 销量榜前列.....	10
图 15： 2020 年 6 月，长安发布 UNI 系列，进一步助推自主品牌乘用车销量重回增长通道.....	10
图 16： 长安自主品牌 CS、UNI 等主要覆盖 20 万以下价格带，启源、深蓝、阿维塔有望成为公司未来重要突破口.....	11
图 17： 长安三大新能源品牌新车型密集发布，规模效应有望推动其逐步扭亏、进而实现长期盈利.....	11
图 18： 兵器装备集团为实控人，三大新能源品牌及长安车联科技等为未来看点.....	12
图 19： 2019 年以来，长安汽车销量重回增长通道.....	13
图 20： 长安 2012-2017 年 SUV 销量受 CS 系列等推动，2019 年以来轿车销量受 Lumin、UNI-V 等车型推动.....	13

图 21: 长安 2012-2017 年营收受 SUV 销量增长推动, 2019 年以来受自主改款及新车型推动重回增长通道	13
图 22: 长安 2012-2017 年净利润受长安福特投资收益等推动, 2019 年以来自主品牌贡献净利润主要增量	13
图 23: 2017 年以来, 长安福特、长安马自达在公司总销量中的比重明显下降一个台阶	14
图 24: 长安 2017 年以前净利润主要由合资品牌投资收益贡献, 2018 年以来自主品牌贡献净利润主要份额	14
图 25: 2012-2017 年长安福特贡献长安主要投资收益, 2020-2023 年阿维塔/深蓝等新能源品牌拖累投资收益	14
图 26: 尚处成长期的阿维塔/深蓝等新能源品牌目前尚未盈利, 但随着后续规模效应的显现有望迎来业绩拐点	14
图 27: 受高毛利产品推出/规模效应等推动, 长安毛利率/净利率有提升趋势, 2023 年以来受竞争激烈影响下滑	14
图 28: 受规模效应、费用管控等推动, 长安期间费用率有下降趋势, 2023 年以来受行业竞争激烈影响小幅提升	14
图 29: 长安 CS 系列车型持续迭代, 欧尚、UNI 品牌推出后新车型不断推出	16
图 30: CS 系列改款、UNI 系列、欧尚系列推动长安传统车销量增长, 2024 年以来受行业竞争激烈影响有所承压	16
图 31: 长安品牌在国内燃油车市场的份额保持相对稳定	18
图 32: 海外电动化进程远不及国内	18
图 33: 长安第二代 UNI-V 智电 IDD 采用全新 P13 电机架构, 可插混、可增程	19
图 34: 长安海外销量以传统燃油车为主	19
图 35: 长安在俄罗斯市场的销量快速增长	19
图 36: 启源品牌搭载 P13 架构, 经过半年的探索后品牌月销量均破万	20
图 37: 启源 E07 定位全球首款量产的可变新汽车	22
图 38: 截至 2023 年底, 启源有近 1000 家核心渠道, 具备明显的先发优势	23
图 39: 深蓝基于全电数字平台 EPA1 打造, 致力于提升产品的动力性与经济性	24
图 40: 深蓝致力于打造符合年轻消费者需求的科技属性产品, 推动智驾平权	24
图 41: 深蓝品牌稳态月销过万, 主要由增程版车型贡献	24
图 42: 深蓝 L07 有望于 2024 年 9 月上市, 搭载华为 ADS SE 为主要亮点	26
图 43: 深蓝 S05 预计定位低于 S7, 有望将华为 ADS SE 带入更低价位段	26
图 44: 截至 2024 年 6 月 13 日, 深蓝在全国已有 1659 家门店, 分布在 27 个省、4 个直辖市的 200 多座城市	28
图 45: 截至 2024 年 6 月 13 日, 深蓝体验中心/交付中心/维保中心占比分别为 47.02%/20.31%/32.67%	28
图 46: 10-20 万价格带的乘用车销量约占国内乘用车总销量的一半	28
图 47: 国内 10-20 万价格带的新能源车渗透率明显低于其他价格带	28
图 48: 国内 10-20 万价格带的增程车渗透率较低, 相比 30 万以上的价格带还存在较大的发展空间	29
图 49: 通过与华为的深度合作, 深蓝有望凭借智能化技术在主流价位段实现差异化竞争	29
图 50: 2023 年 11 月 27 日, 深蓝 S07 和 L07 正式进军泰国市场	29
图 51: 阿维塔受华为智能化技术、宁德时代三电技术、长安整车制造等深度赋能	30
图 52: 阿维塔上市后月销量表现不佳, 主要受仅推出纯电版车型及定位较高影响	32
图 53: 阿维塔 07 定位中型 SUV, 预计将搭载华为 ADS 3.0 高阶智驾、提供增程版	32
图 54: 2024 年底, 阿维塔门店有望达到 470-500 家	33
图 55: 阿维塔将持续加码服务资源, 计划到 2024 年底授权服务门店超过 160 家	33
图 56: 阿维塔 11、12 在 2023 年 11 月 27 日的泰国车展上首度亮相泰国	34
图 57: 2024 年 6 月 20 日, 阿维塔与阿联酋头部豪华品牌汽车经销商 Al Saqer Group 签订战略合作协议	34
图 58: SDA 平台架构实现全球开创性产业化的中央+区域环网架构开发及车型搭载	35
图 59: 2023 年 8 月 17 日, 长安与华为签署全面持续深化战略合作框架协议, 将在数字化转型等方面深度合作	36
图 60: 2023 年 12 月 25 日, 长安与华为签署投资合作备忘录, 拟合资成立聚焦智能汽车解决方案的新公司	36
图 61: 华为智能车业务朋友圈持续扩大, 为智驾方案迭代提供源源不断的数据支持	37
图 62: 2024 年, 随着合作车型的快速放量, 华为车 BU 有望实现扭亏为盈	38
图 63: 长安旗下车联科技携手西部车网探索智能网联汽车“车路云一体化”	39
图 64: 长安发布海外战略“海纳百川”发展计划, 旨在实现“四个一”的发展目标	39
图 65: 2023 年, CS15/35/55/75/95、UNIK/T/V 等 10 款车型畅销俄罗斯	40

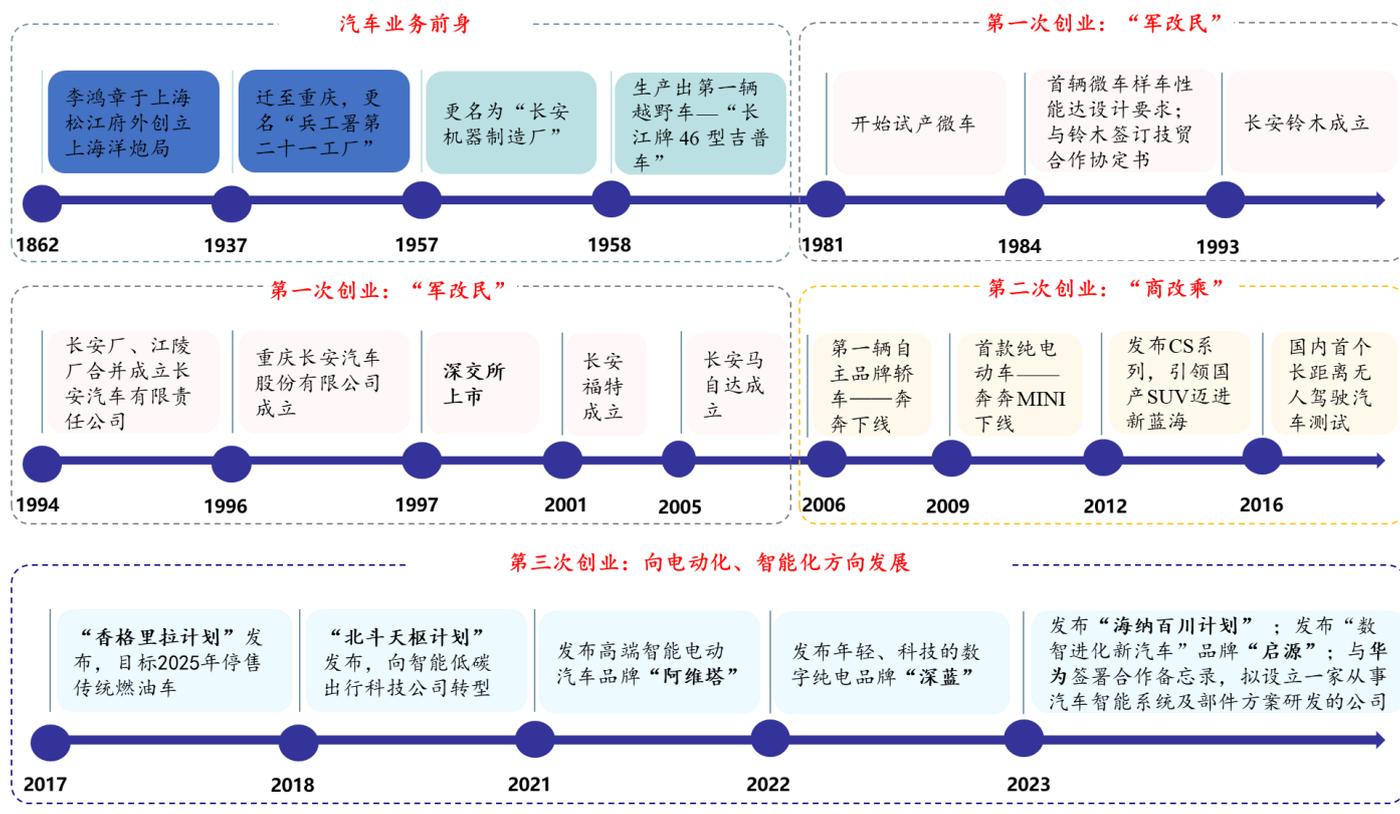
图 66: 阿维塔双旗舰车型 11/12 已在泰国亮相.....	40
图 67: 长安着力推进“1+5+2”的全球布局	41
图 68: 2022 年以来, 长安自主品牌海外销量快速增长.....	42
图 69: 相比奇瑞等头部车企, 长安海外销量还有较大发展空间.....	42
表 1: 长安积极探索合资模式, 积累技术和产品开发经验.....	7
表 2: P2 并联架构相比 P13 串并联架构在高速行驶场景的动力性较强, 但在城区场景的燃油经济性方面表现较弱.....	17
表 3: 长安蓝鲸 IDD 混动系统在馈电油耗、满油满电综合续航等方面表现相对一般.....	17
表 4: EPA1 支持纯电、增程和氢电版车型, 具备“高效率、高性能、高智能、高安全”四大属性	20
表 5: SDA 架构共分为机械层、能量层、电子电气架构层、操作系统层、整车功能应用层、云端大数据层 6 层	22
表 6: SDA 架构能力的实现关键在于长安赋予平台“智脑”、“智体”、“智服”三大能力	22
表 7: 相比主要竞品, 深蓝 S07 在车内空间、纯电模式动力及续航、智能驾驶方面相对领先.....	25
表 8: 深蓝 G318 相比哈弗猛龙、捷途山海 T2 等纯电动动力性方面更为突出.....	27
表 9: 深蓝 G318 在购买及使用成本方面相比坦克等竞品表现较为突出	27
表 10: CHN 共有机械层、能源层、电子电气架构层、整车操作系统层、整车动能应用层、云端大数据层 6 层.....	30
表 11: 开放经销模式后, 阿维塔中心及阿维塔订单中心将共同承担新车销售任务	33
表 12: 华为可为车企提供全栈智能汽车解决方案.....	35
表 13: 长安坚定推进“伙伴计划”, 整合多方资源合作共进.....	38
表 14: 长安持续推动海外产能建设, 长期有望更多依赖本土化供应.....	40
表 15: 长安汽车业绩拆分与盈利预测	43
表 16: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2024/8/21)	44

1、复盘历史：三次创业，前瞻性抓住历史性变革机遇

1.1、三次创业筚路蓝缕，铸就品牌强大生命力

成立于洋务运动时期，历经 160 年发展历程。长安汽车前身为 1862 年成立的上海洋炮局，1937 年迁至重庆后改名为“兵工署第二十一工厂”，是当时中国最主要的兵工企业之一，为抗战前线提供了 60% 的武器弹药。1957 年，第二十一兵工厂更名为长安机器制造厂。1958 年，为建国后军用车紧缺问题，长安试制出中国第一辆吉普车——“长江牌”46 型吉普车，截至 1963 年累计生产 1390 辆，填补了中国汽车工业的空白。1994 年，长安机器厂与同为兵工企业的江陵机器厂合并，重庆长安汽车有限责任公司成立。1996 年，长安汽车股份有限公司正式成立。回顾长安约 160 年的发展历程，共历经三次创业发展，成功抓住每次历史性转型机遇，彰显品牌强大的生命力。

图1：历经 160 年发展，与时俱进铸就品牌强大生命力



资料来源：公司公告、长安汽车公众号、你好长安公众号等、开源证券研究所

(一) 第一次创业（1981-2005年）：“军转民”进入汽车行业，成为微车龙头

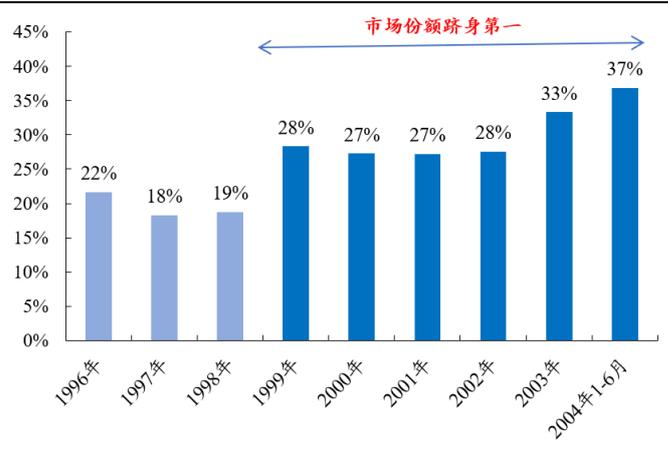
打造国内首款微车，成为微车领域龙头。1981年，为响应国家当时国防工业部门要大规模向民用转移的号召，长安厂试产微车，成功仿制以铃木 ST90K 微车为原型车的微型面包车——“长安车”。1984年，长安正式与日本铃木公司签订技贸合作协定书，进行微车和发动机项目合作。1999年，长安与铃木共同研发4年的“长安之星”正式上市，一经推出就成为爆款，与后来的“五菱神车”成为了“面包车”的代名词。截至2007年7月，长安之星累计销量超过100万辆，成为国内首款单车型销量突破100万辆大关的微车。截至2007年7月，长安微车系列产品累计销售超过430万辆，成为微车市场领军企业，市场份额常年稳居行业第一。

图2：1999年，“长安之星”成为中国首款通过安全碰撞测试的微车，上市后成为爆款



资料来源：长安汽车公众号

图3：1999年起，长安在微车市场份额跻身行业第一

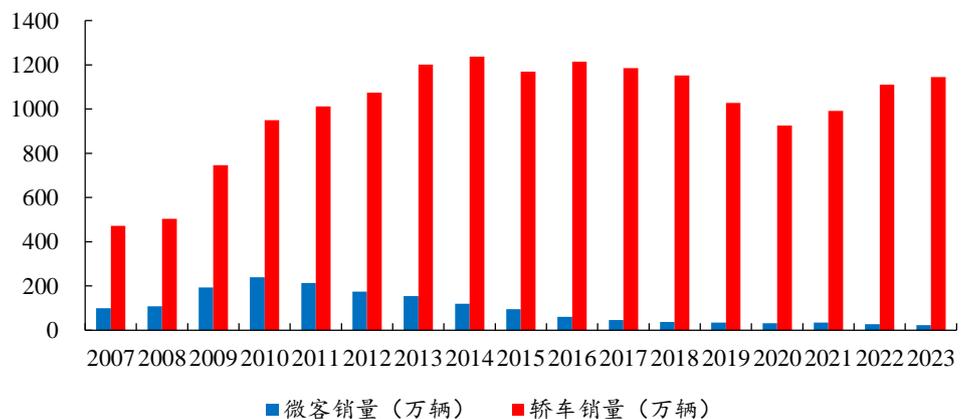


数据来源：公司招股意向书、开源证券研究所

（二）第二次创业（2006-2017年）：“商转乘”进军乘用车，自主销量大幅提升

把握私人乘用车市场崛起机遇，积极进军轿车领域。2006年，长安敏锐地观察到国内私人乘用车市场正在崛起、单靠微客销量难以长期维持辉煌，决心从微型商用车向乘用车转型，发布自主品牌轿车发展战略。同年，公司自主品牌首款轿车“奔奔”正式上市。该车以低价、可爱的外观、较为宽敞的空间打开了市场。后续，长安持续发力，陆续推出悦翔、逸动、奔奔 MINI 等车型。自主品牌轿车的诞生，使公司产品线在微车的基础上大幅创新与扩张。公司发展轿车有着两方面的优势支撑：（1）公司积极探索合资模式。1993年，公司与铃木合资建立长安铃木。2001年，公司与福特合资设立长安福特。2006年，马自达入股长安福特，组建长安福特马自达，而后又分立出长安马自达。2011年，长安和法国标致雪铁龙公司共同成立长安标致雪铁龙。长安较长一段时间的发展过程中深度受益于合资模式，一方面有利于扩大产销规模，另一方面得以学习掌握世界先进的汽车制造技术、车型开发流程、质量管理、零部件采购等，保持行业竞争优势；（2）长安形成以重庆研究院总体规划、系统集成，意大利造型设计，日本内外饰和精致工艺，英国动力总成制造，美国底盘技术支持，上海的人才优势和车身工程，北京的政策法规研究的全球研发格局为基础，利用全球化资源深度赋能产品开发。

图4：2007年以来，轿车行业销量明显超过微客销量，市场空间更为广阔



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2006年，公司自主品牌首款轿车——奔奔下线


资料来源：长安汽车公众号

图6：长安打造全球化研发体系赋能产品设计


资料来源：长安汽车官网

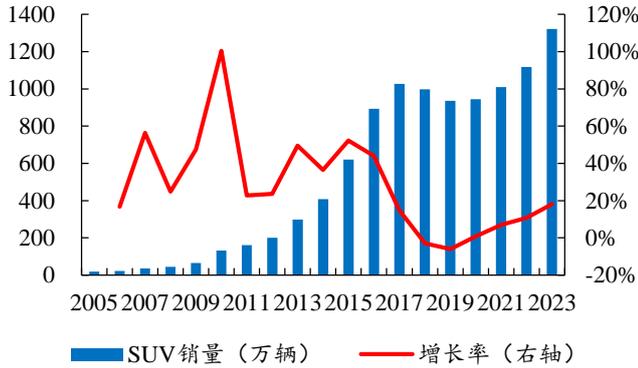
表1：长安积极探索合资模式，积累技术和产品开发经验

时间	合作方	合资公司	长安目前持股比例	备注
1993年	铃木	长安铃木汽车有限公司	100%	成立时长安持股 51%，2014 年将 1% 股份转让给日本铃木；2018 年收购日本铃木 40% 及铃木中国 10% 股权，长安持股 100%；2021 年 3 月 13 日更名为重庆铃耀汽车有限公司
2001年	福特	长安福特汽车有限公司	50%	成立时长安与福特各持股 50%；2012 年长安福特马自达分立时在重庆存续的长安福特仍由长安与福特各持股 50%
2004年	江铃	江铃控股有限公司	25%	成立时长安持有 50% 股份，2019 年引入持股 50% 的战略投资者爱驰汽车，长安持股比例稀释至 25%
2006年	马自达	长安福特马自达汽车有限公司	50%	2006 年，马自达受让福特持有的 15% 长安福特股权入股长安福特，合资三方长安、福特和马自达股比为 50:35:15
2011年	PSA 集团	长安标致雪铁龙汽车有限公司	0	成立时长安与 PSA 集团各持股 50%，2018 年增资后长安持股比例仍为 50%，2020 年长安转让持有的全部股权
2012年	马自达	长安马自达汽车有限公司	47.5%	2012 年长安福特马自达分立时在南京新设立而成，长安与马自达以 50:50 比例出资；2021 年南北马自达合并，一汽将持有的一汽马自达的股权评估作价对长安马自达进行出资，长安马自达将变更为由马自达、长安和一汽以 47.5%、47.5% 和 5% 的比例共同出资的合资企业，交易完成后一汽马自达成为长安马自达的全资子公司

资料来源：公司公告、第一财经官网、开源证券研究所

紧随 SUV 市场快速崛起的黄金阶段，CS 系列引领国产 SUV 迈向新蓝海。受益大空间、强功能等方面的优势，2009 年开始，SUV 在国内乘用车市场迎来黄金发展期，销量从 2009 年的 65.75 万辆大幅提升至 2017 年的 1026.36 万辆，CAGR 高达 41.0%。长安敏锐地观察到行业发展的重要趋势，在 SUV 上持续发力。2012 年，公司推出 CS 系列首款车型 CS35，拉开 CS 系列荣耀之路的序幕。2014 年，公司推出又一爆款“CS75”，成为紧随“哈弗 H6”的明星车型，CS75 PLUS 更是成为“十年不过时”的 A+级 SUV。后续，长安继续发力，陆续推出 CS95、CS55、CS85 等车型，延续 CS 系列的亮眼表现，引领长安自主 SUV 的发展。同时，在此阶段，福特系列销量也较好。多重因素推动下，长安 SUV 销量从 2012 年的 0.66 万辆迅速提升至 2017 年的 64.39 万辆，CAGR 高达 150.2%，在公司乘用车总销量中的比重从 2012 年的 2.9% 提升至 2017 年的 60.7%，一举成为长安销量增长的助推器。

图7：2009-2017年，我国SUV市场迎来销量快速增长的黄金阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2012年，长安推出CS系列首款车型CS35，引领国产SUV迈向新蓝海



资料来源：长安汽车公众号

图9：2014年，长安推出CS75系列，打造“国产SUV当红明星”



资料来源：长安汽车公众号

图10：CS系列推出后，长安SUV销量快速提升，逐渐占据长安乘用车销量主要份额



数据来源：Wind、开源证券研究所

（二）第三次创业（2018-至今）：向电动化、智能化、全球化方向迈进

2018-2020年，国内乘用车市场销量持续下滑，行业竞争相对激烈，同时长安自主品牌车型迭代较慢、长安福特等因产品力问题销量下滑严重，导致长安销量跌至谷底。

图11：2018-2020年，我国乘用车行业较为低迷，销量持续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：在行业需求疲软、竞争激烈及自身产品迭代放慢等因素影响下，2018年长安汽车销量出现断崖式下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

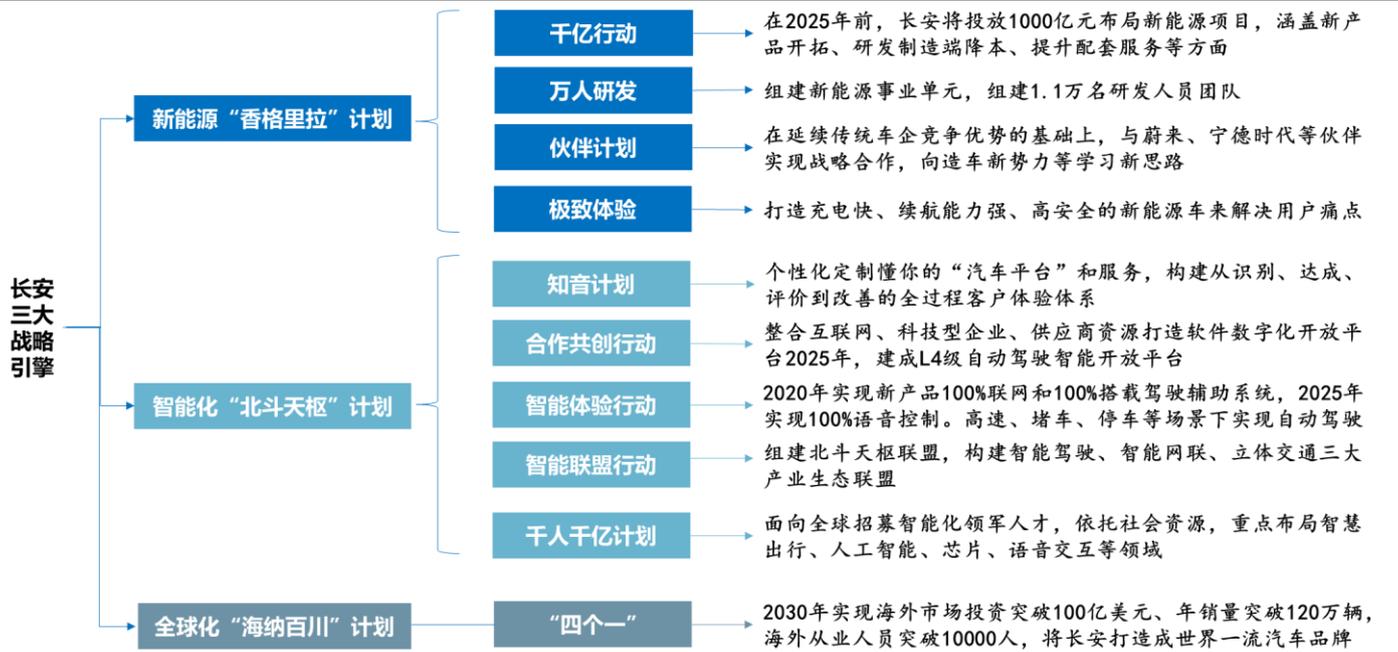
为应对销量下滑的问题，2018年，长安开启第三次创业，由三部曲——“香格里拉”计划、“北斗天枢”计划、“海纳百川”计划构成，分别对应电动化、智能化、全球化三个发展方向，以更好地把握全球汽车市场发展机遇。

(1) “香格里拉”计划：2017年，长安发布新能源战略“香格里拉计划”，明确数个关键时间点，即2020年完成三大新能源专用平台的打造，2025年时开始全面停止销售传统意义的燃油车，并实现全谱系产品的电气化。具体来看，长安计划采取“千亿行动”、“万人研发”、“伙伴计划”、“极致体验”四大战略行动：**(1) 千亿行动。**在2025年前，长安将投放1000亿元布局新能源项目，涵盖新产品开拓、研发制造端降本、提升配套服务等方面。具体来看，在新能源产品研发方面将投入400亿元，动力电池项目投入300亿元，投资100亿元用于新能源专有平台的建造共享，充电设施和服务投入将达到200亿元等；**(2) 万人研发。**长安将组建新能源事业单元，组建1.1万名研发人员团队，包括16个国籍的400余名专家、10余名“千人计划”专家，全面加速新能源研发等；**(3) 伙伴计划。**在延续传统车企竞争优势的基础上，长安将与蔚来、宁德时代等伙伴实现战略合作，加速融入到智能网联新能源汽车研发、电池能量密度研究等新领域中；**(4) 极致体验。**长安将致力于打造充电快、续航能力强、高安全的新能源车型，如“充电5分钟，续航百公里”，续航里程超1000km的产品，解决消费者对新能源车的使用痛点。

(2) “北斗天枢”计划：2018年，长安发布“北斗天枢”智能化战略，开启从传统汽车制造企业向智能出行科技公司转型的新征程。具体来看，长安制订了“4+1”行动计划，包括“知音计划”、合作共创行动、智能体验行动、智能联盟行动、千人千亿计划五大方面。据“北斗天枢”计划指引，2020年后长安将不再生产非联网新车，全系列产品将实现100%智能化、网联化。2025年，长安将建成L4级自动驾驶智能平台，并且车载功能实现100%语音控制。同时组建强大“北斗天枢”产业联盟，联手科技企业、互联网及供应商资源形成跨界合作，构建智能驾驶、智能网联、立体交通三大产业生态联盟，储备智慧出行、人工智能、芯片、语音交互、全息技术等领域人才。

(3) “海纳百川”计划：2023年4月，长安正式发布全球化“海纳百川”计划，计划到2030年，在海外实现“四个一”发展目标，即海外市场投资突破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。“海纳百川”计划的发布，表明长安已经具备足够的市场规模、技术储备、体系实力和品牌影响力，彰显出长安布局全球发展的动能与信心。

图13: “香格里拉”、“北斗天枢”、“海纳百川”三大战略护航长安电动化、智能化、全球化发展



资料来源: 中国汽车报公众号、公司公告、新华网、开源证券研究所

同时, 公司加速新车型的迭代, 持续推出新一代CS系列、UNI系列等新车型, 推动自主品牌销量重回增长通道。新能源方面, 公司陆续推出深蓝、阿维塔、启源三大品牌, 形成高中低端全覆盖, 引领公司电动智能化转型。

图14: 2019年9月, 公司发布爆款车型CS75 PLUS, 常年位居SUV销量榜前列



资料来源: 长安汽车公众号

图15: 2020年6月, 长安发布UNI系列, 进一步助推自主品牌乘用车销量重回增长通道



资料来源: 长安汽车公众号

1.2、CS系列为长安最王牌家族, 三大新能源品牌为未来重要支撑

长安品牌矩阵丰富, CS、UNI系列为燃油车时代重点车型, 启源、深蓝、阿维塔三大新能源品牌为公司未来重要看点。公司产品矩阵丰富, 实现轿车、SUV、MPV全覆盖, 且主要以20万以下主打性价比的车型为主。其中奔奔、Lumin等主打入门级代步车; 逸动、欧尚等定位紧凑型、高性价比家用车; 凯程定位商用车; CS系列为长安最王牌家族, 推动长安自主品牌销量快速崛起, 尤其是CS75系列凭借持续提升的产品力连续十年领跑国内SUV市场, 累计销量突破200万辆; UNI系列面向年轻消费者, 主打设计感、个性化, 成为长安传统品牌的又一销量支撑点。展望未来, 三大新能源品牌将成为公司的重要看点, 尤其是在智能化方面的持续探索, 其中启源主打家庭市场, 上市7个月销量即突破10万台, 尤其是启源E07定位中大型数智

新汽车，搭载全新 SDA 平台，以可变的车身形态、领先的智能驾驶和智能服务为用户提供户外移动第三空间；深蓝主打中高端年轻化市场，S07、L07 等多款改款车型以及 S05 等多款新车型与华为在智能座舱、智能驾驶等领域密切合作将大幅提升品牌的产品力，而 G318 通过兼顾通过性与舒适性、在轻越野市场打开空间；阿维塔定位高端智能电动车，受长安、华为、宁德时代三方领先技术赋能，在后续将推出增程车型以及定价更低的阿维塔 07、E16 等的背景下，销量有望迎来明显突破。因此，展望未来，在规模效应的推动下，公司三大新能源品牌有望迎来明显扭亏，提升公司整体业绩表现。

图16: 长安自主品牌 CS、UNI 等主要覆盖 20 万以下价格带，启源、深蓝、阿维塔有望成为公司未来重要突破口



资料来源：汽车之家、乘联会、开源证券研究所（注：销量数据为 2024 年上半年数据）

图17: 长安三大新能源品牌新车型密集发布，规模效应有望推动其逐步扭亏、进而实现长期盈利



资料来源：汽车之家、IT之家等、开源证券研究所

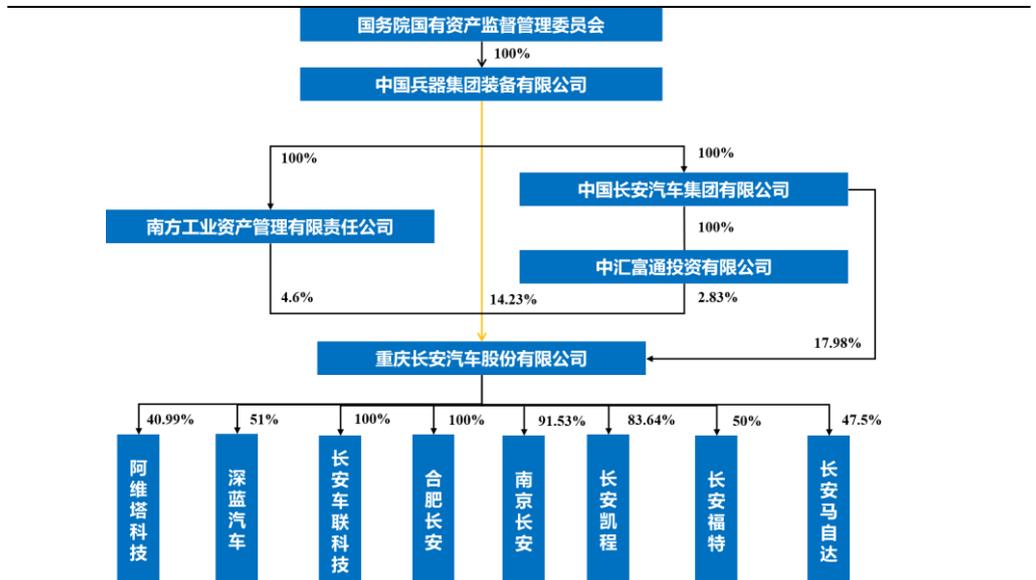
1.3、兵器装备集团为实控人，三大新能源品牌及长安车联等为未来看点

实控人为兵器装备集团。兵器装备集团直接持股公司 14.23%，并分别通过子公司长

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

安集团旗下的中汇富通、南方工业间接持股公司 2.83%、4.6%的股份，为公司实际控制人。子公司方面，经过多轮融资，自主品牌合肥长安、南京长安的持股比例分别为 100%、91.53%；商用车品牌长安凯程的持股比例为 83.64%。合资品牌方面，长安福特马自达分立后，公司持股长安福特 50%至今；南北马自达合并后，公司持股长安马自达 47.5%至今；新能源品牌方面，深蓝 2019 年 12 月引入战略投资者后变为联营企业（持股比例由 100%降至 48.95%），2022 年 1 月增资扩股后持股比例进一步降至 40.66%，2023 年 2 月公司对深蓝增资后，持股比例由 40.66%提升至 51%，深蓝重新成为公司控股子公司；阿维塔 2021 年 11 月引入宁德时代等投资者后成为联营企业（持股比例由 95.38%下降至 39.02%），2022 年 8 月增资后持股比例提升至 40.99%；启源则为长安旗下全资子品牌。此外，公司持有长安车联科技 100%的股权，其作为公司全国首批 L3 级智能网联汽车试点的联合体，协同公司一起在重庆江北国际机场等场景实现智能网联汽车的示范应用，充分展现公司在智能网联汽车领域的探索成果。

图18：兵器装备集团为实控人，三大新能源品牌及长安车联科技等为未来看点



资料来源：Wind、开源证券研究所

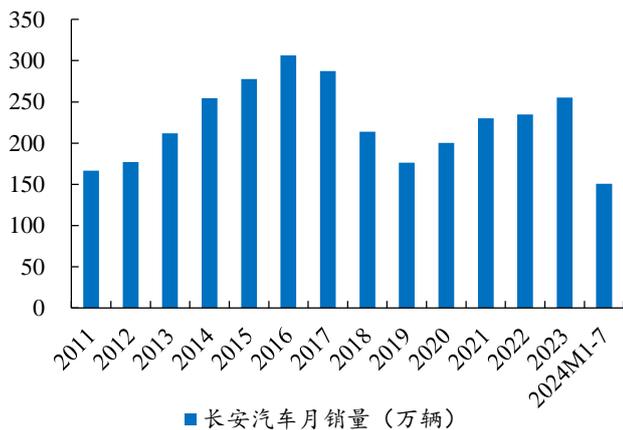
1.4、合资品牌盈利下滑明显，自主品牌开始贡献主要业绩支撑

2012-2016 年，SUV 市场迎来发展红利期，长安推出多款爆款车型，其中利润主要由合资品牌投资收益贡献。2012-2016 年，长安紧随 SUV 市场快速崛起的重要发展期，自主品牌推出爆款车型 CS 系列，同时合资品牌长安福特等推出新福克斯、福睿斯等多款畅销车型，推动长安销量、营收、净利润快速增长。但受限于该阶段自主品牌产品价位段相对较低，公司净利润主要由长安福特等合资品牌投资收益贡献。

2017-2019 年，长安合资品牌受产品老化及质量问题断崖式下滑，同时自主品牌市占率下滑、盈利能力不足，公司迎来发展阵痛期。2017-2019 年，汽车行业规模收窄，吉利等竞争对手推出较多新车型、行业竞争加剧，公司面临不利的外部发展环境。同时，公司自身产品层面也面临一定的问题，其中长安福特在此阶段进入新品空档期、原有车型面临产品老化及质量问题等，销量下滑明显，对整体业绩形成明显拖累。而自主品牌 CS 系列等也面临产品力不足、市占率下滑的问题，未能对整体利润形成有效支撑。因此，该阶段公司营收、利润均有下滑，费用率有所抬升。

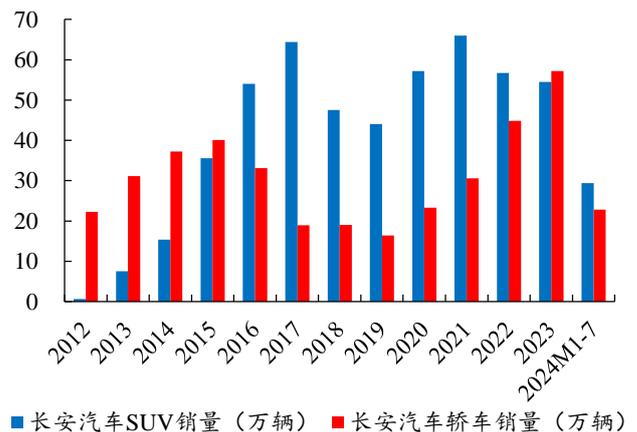
2020年以来，CS系列改款、UNI序列上市后，自主品牌扛起业绩增长大旗，三大新能源品牌未来规模扩张后盈利贡献可期。在经历前期的发展困境后，公司进行了全方位的转型升级。其中自主品牌方面，CS75 PLUS等改款车型焕新上市，销量重回增长通道，并推出全新品牌UNI，旗下的UNI-V等成为爆款。受高毛利产品的规模效应推动，自主板块利润逐渐贡献公司业绩的重要份额。同时，公司加速电动智能化转型，发布深蓝、阿维塔、启源三大新能源品牌。虽目前新能源品牌还处于成长期，规模效应较弱、资源投入较大，导致尚未实现盈利，但在华为或自研智能化技术深度赋能的背景下，产品力持续增强，并且新车型将密集发布，未来有望实现销量的明显增长，进而迎来扭亏为盈的重要节点。合资品牌方面，公司通过剥离标致雪铁龙资产、转让江铃部分股份的方式减少合资企业亏损对公司业绩的影响，同时长安福特推出锐际、第六代探险者、锐界 PLUS等，马自达推出马自达 CX-30等，新车型的上市止住合资品牌的销量颓势，2021年重新贡献正收益，并且落后产能也得到关闭或转移。但2022-2023年受行业竞争激烈、燃油车市场份额下滑等因素影响，长安福特业绩贡献为负，后续仍需加快技术研发及产品迭代速度、改善经营能力。长期来看，随着自主品牌的持续崛起，合资品牌对公司的影响预计相对较小。

图19：2019年以来，长安汽车销量重回增长通道



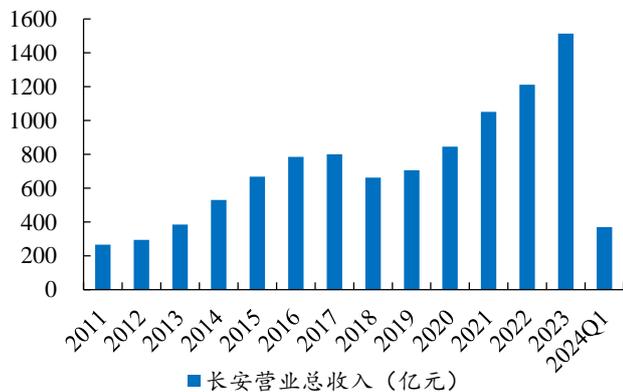
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：长安2012-2017年SUV销量受CS系列等推动，2019年以来轿车销量受Lumin、UNI-V等车型推动



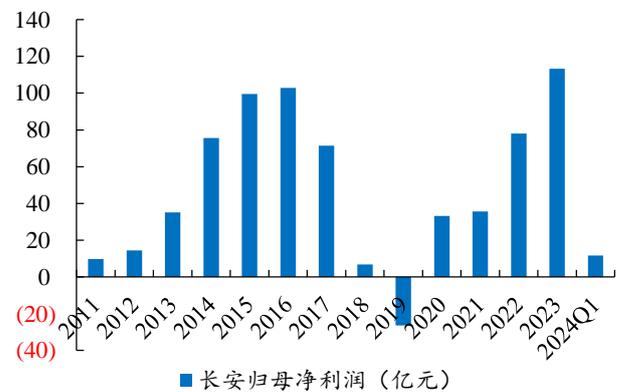
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：长安2012-2017年营收受SUV销量增长推动，2019年以来受自主改款及新车型推动重回增长通道



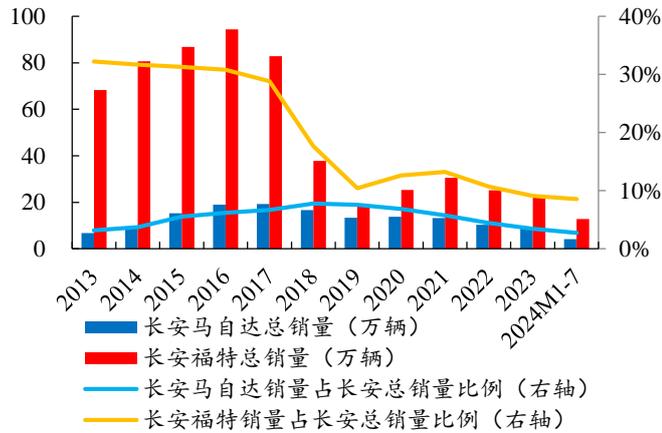
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：长安2012-2017年净利润受长安福特投资收益等推动，2019年以来自主品牌贡献净利润主要增量



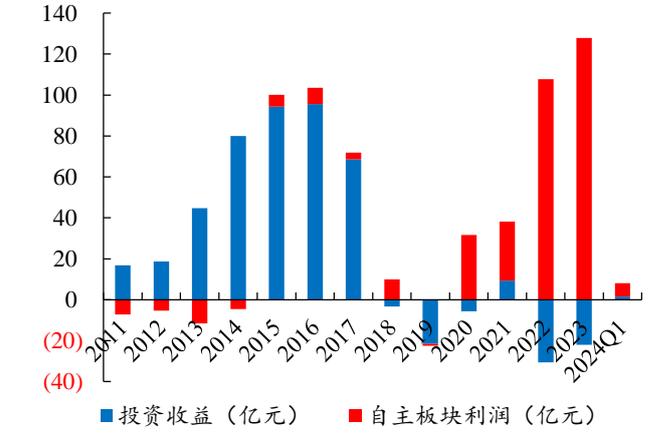
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：2023Q1 深蓝并表产生非经常性损益 50.2 亿元）

图23：2017年以来，长安福特、长安马自达在公司总销量中的比重明显下降一个台阶



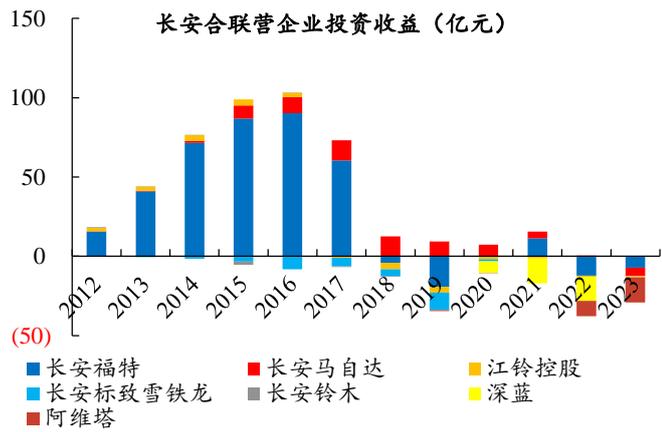
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：长安2017年以前净利润主要由合资品牌投资收益贡献，2018年以来自主品牌贡献净利润主要份额



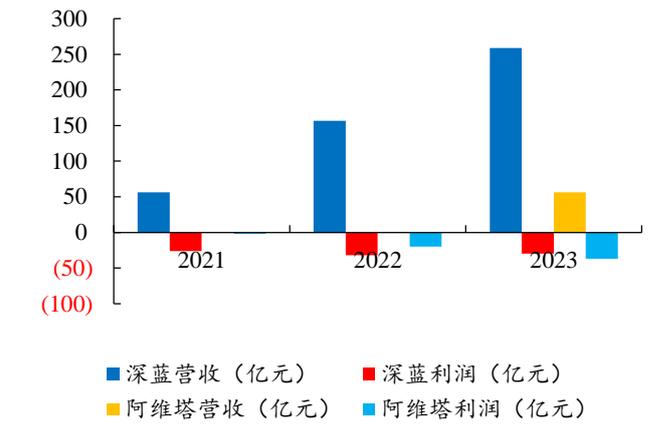
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2012-2017年长安福特贡献长安主要投资收益，2020-2023年阿维塔/深蓝等新能源品牌拖累投资收益



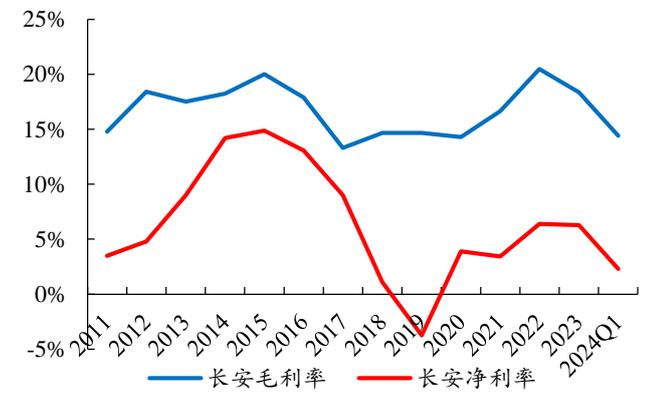
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：尚处成长期的阿维塔/深蓝等新能源品牌目前尚未盈利，但随着后续规模效应的显现有望迎来业绩拐点



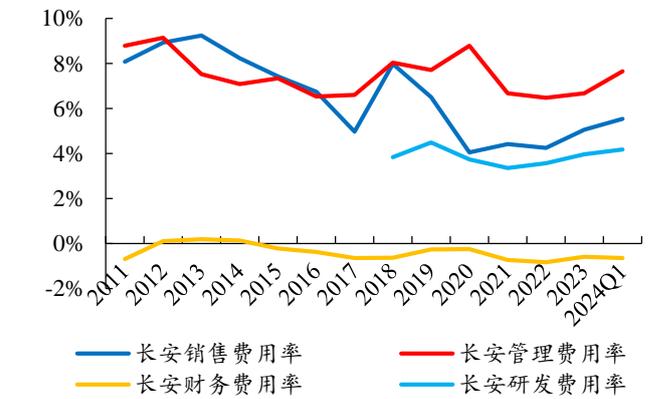
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27：受高毛利产品推出/规模效应等推动，长安毛利率/净利率有提升趋势，2023年以来受竞争激烈影响下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：受规模效应、费用管控等推动，长安期间费用率有下降趋势，2023年以来受行业竞争激烈影响小幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、电动化转型期有望平稳过渡，三大新能源品牌将持续发力

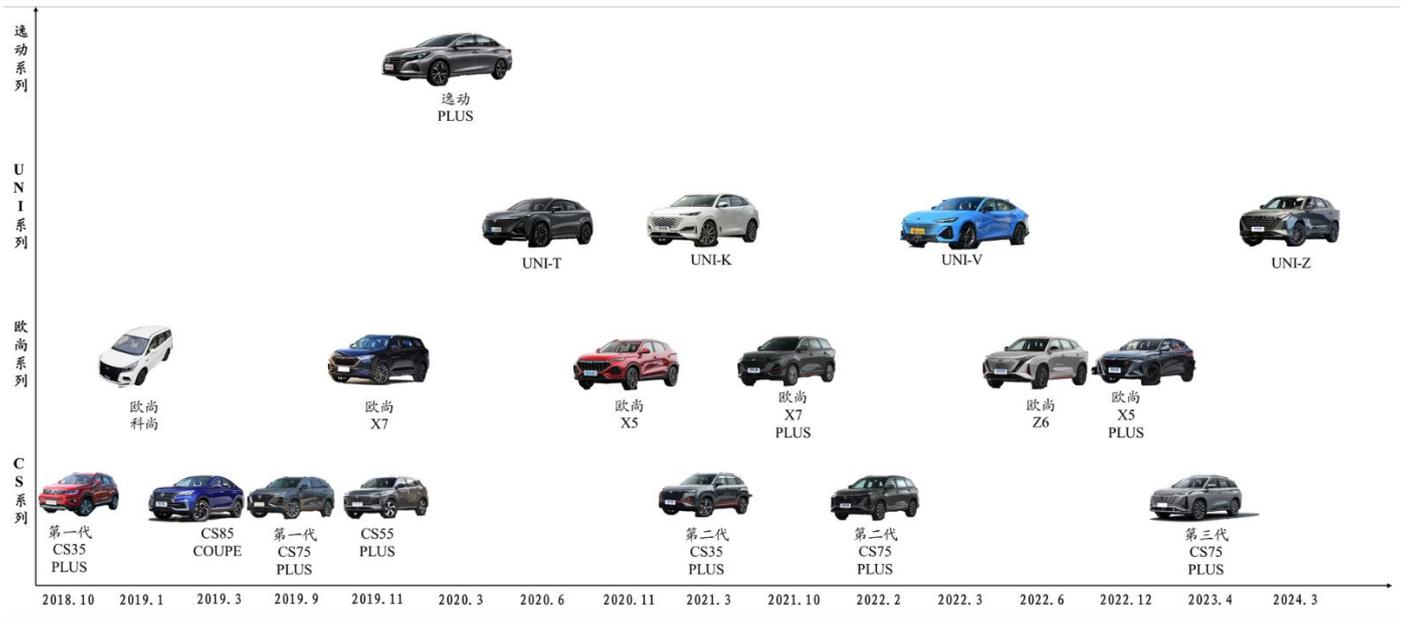
2.1、引力系列：产品持续迭代/推新+海外需求有支撑，基盘相对稳健

在经历短暂的低迷期后，为重振销量，公司通过精确的产品定位、极高的性价比、“轿车+SUV”齐覆盖，持续打造爆款产品矩阵。品牌方面，除CS系列爆款外，还推出UNI序列、欧尚系列，并计划将上述品牌统一放到长安引力体系下，整合后的长安引力旗下车型主要集中于10-15万元的主流价格带。

CS系列爆款快速迭代，经典车型销量明显回升。公司持续巩固原有爆款车型销量优势。一方面，公司对原有王牌SUV CS系列进行快速迭代：(1) 2020年9月，第一代CS75 PLUS正式上市，标志性车型CS75迎来重要迭代。相比原有车型，CS75 PLUS在车长、车宽、轴距等方面有所提升，外观方面更加年轻化，动力方面升级为2.0T+8AT的动力总成，中控连屏等内饰设计也更为惊艳，并且性价比优势得以延续，上市后月销迅速突破2万，改款前月销也在1万以上；(2) 2022年2月，第二代CS75 PLUS上市，造型方面更为运动，更具科技感的双联屏设计取消原有的中控屏设计，新增对年轻人吸引力更强的科技蓝白内饰，搭载新一代蓝鲸动力，上市后部分月份销量重回2万以上，改款前月销也在1万以上；(3) 2023年4月，第三代CS75 PLUS上市，采用无边框式前格栅设计等更加科幻的设计语言，双联屏在互联及流畅度体验上处同级主流水准，带有车内摄像头和人脸识别等功能，高配版车型配有L2级辅助驾驶功能，上市后月销量迅速回升至2万以上，月销持续超越主要竞争对手哈弗H6；(4) 目前，CS75 PLUS还保持着1万以上的月销量。而第四代CS75 PLUS已经亮相，新车尺寸进一步加大，还将配备零重力座椅、三联屏及更多舒适性配置，后续上市有望将销量提振至前期高度。另一方面，公司逸动系列凭借过硬的品质和超高的性价比，成为国民家轿，月销常年破万，2024年以来月销量虽有下滑但仍近万。

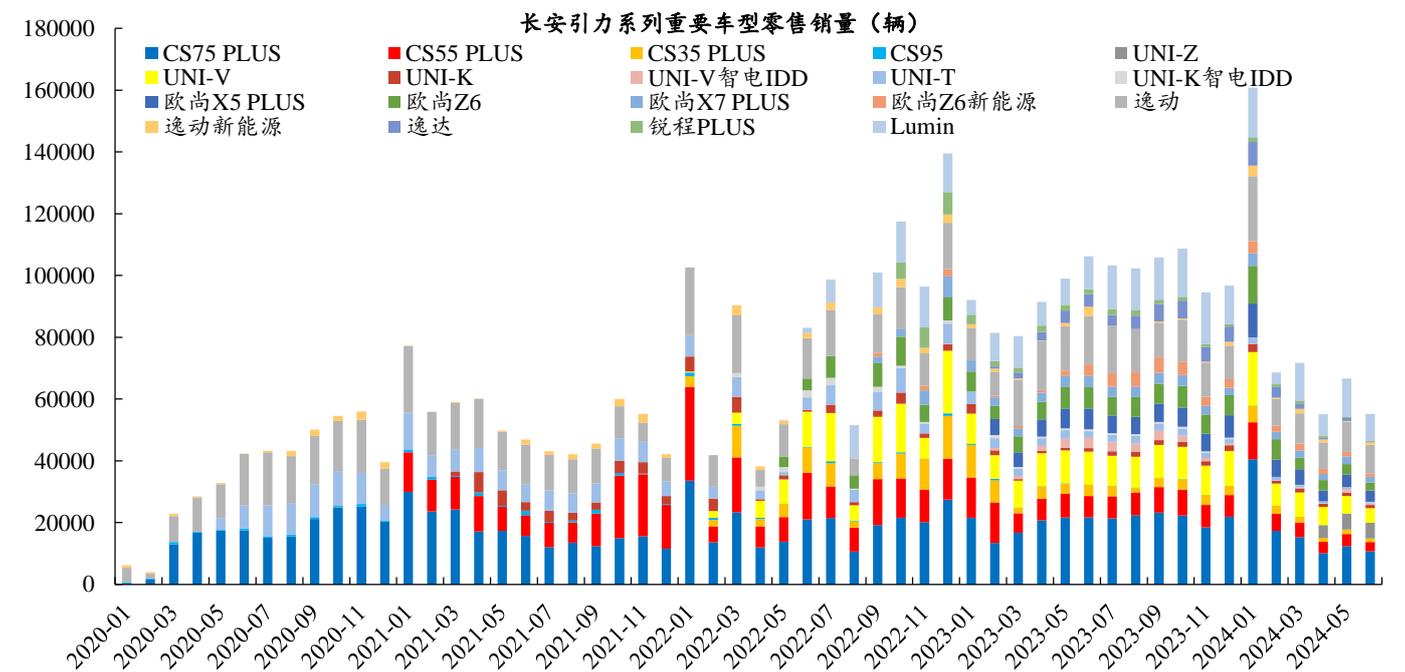
欧尚、UNI系列持续推新，持续贡献销量增量。公司先后推出新品牌欧尚、UNI，旗下多款车成为爆款：(1) 2018年，长安发布欧尚品牌，主要定位家庭SUV市场，其中旗下欧尚X5专为年轻新兴家庭打造、致力于以10万级的价格为用户带来20万级的驾乘体验，巅峰期月销过万，欧尚X7则专为主流城市家庭出行打造。目前欧尚销量虽有所下滑，但目前全系销量仍近万辆；(2) 2020年，长安推出定位年轻市场的UNI系列，其中首款车型UNI-T定位紧凑型SUV、上市之初月销破万，第二款车UNI-K定位中SUV、上市之初峰值月销破6000。而随着首款轿车UNI-V的推出，凭借运动感的造型和智能科技方面的突破，月销迅速爬升至1万以上、峰值月销破2万，明显提升UNI系列销量。而随着2024年UNI-V销量快速回落到1万以内，公司推出全新紧凑型SUV UNI-Z，其作为新蓝鲸动力平台的首搭量产车型和UNI系列的跃级之作，凭借可插混可增程的动力形态、全系标配的智能配置以及越级的宽适空间表现，在一定程度上稳住UNI系列的整体销量。此外，公司推出Lumin系列，定位纯电微型车市场，主要针对年轻人群的城市短途出行需求，凭借可爱的外观和低廉的购买、使用成本，深受消费者青睐，多数月份月销破万。

图29：长安 CS 系列车型持续迭代，欧尚、UNI 品牌推出后新车型不断推出



资料来源：汽车之家等、开源证券研究所

图30：CS 系列改款、UNI 系列、欧尚系列推动长安传统车销量增长，2024 年以来受行业竞争激烈影响有所承压



数据来源：车主之家、开源证券研究所

在电动化转型目标的引领下，公司在原有车型的基础上积极推出智电 IDD 版，但 P2 架构由于经济性等方面存在欠缺，销量表现不佳。公司坚定实施新能源“香格里拉”计划，加速电动化转型。具体来看，混动领域，公司基于 P2 并联混动技术推出智电 IDD 混动系统（全域智能油电双驱系统），核心是将三离合器（K0 离合器和 6DCT 中的双离合）高度集成并采用大功率和扭矩的 P2 电机，并通过对电机与变速器的高集成设计，保证智电 IDD 混动系统可实现从 A 级到 C 级车的平台化搭载。其中智电 IDD 系统还搭载（1）用于提升用车经济性的 AI 智慧节能系统能够通过算法让发动

机、变速箱和电机始终在高效的工作区间运行，并通过车辆对道路情况和环境的识别，实时调节供电策略，提升续航能力；(2) 用于提升用车安全性的恒温智慧安全系统（BMS 电池管理系统）拥有 IP68 级防水技术、毫秒级电池监控、全温域电池温控、多元“热安全”保护四大电池管理策略，时刻守护电池安全。目前，公司智电 IDD 系统已搭载于 CS75 PLUS IDD、UNI-V IDD、UNI-K IDD、欧尚 Z6 IDD 等畅销燃油车型上。相比比亚迪 DMi 技术等的 P13 串并联架构，P2 架构虽然在中高速行驶时的动力性更加突出，但在城市日常通行场景的燃油经济性方面相对欠缺，叠加发展之初主要基于原有燃油车渠道进行销售（缺乏专为新能源用户提供的服务体验）、出现多次质量问题等，消费者认可度不高。即使后面打造 IDD 专网服务中心（截至 2023 年 2 月有 1050 家，覆盖全国 31 个省份、314 个地级市），但由于上市以来较为低迷的销量表现未能形成足够的影响力，智电 IDD 版车型未能贡献足够的销量。

表2：P2 并联架构相比 P13 串并联架构在高速行驶场景的动力性较强，但在城区场景的燃油经济性方面表现较弱

	并联 P2	串并联(P1+P3)
	单电机	双电机
特点	发动机与电机均可驱动车轮	发动机与电机均可驱动车轮
	发动机转速随轮速线性变化	发动机转速可实现不随轮速变化和随轮速线性变化
	变速机构 6-9 挡	发动机和电机可以有多个挡位，典型产品是 1-3 挡
	发动机和电机都可多挡调速，动力性好，特别是中高速动力性好	减速结构简单，传动效率高
优势	发动机可随时介入直驱车辆，保证高、低温场景下动力需求，适应性好	发动机转速可不随轮速变化，保持高效区运行
	高速发动机随时直驱，能量传递直接，油耗低	如果是单挡变速机构，平顺性好控制
	低速纯电、中高速燃油车的驾乘感	低速时纯电驾乘感
		多挡位变速时，燃油经济性好，但增加结构复杂度
	多挡位动力性和经济性均优于单挡位系统	
劣势	变速机构复杂,控制难度大	发动机需达一定车速才能并入驱动，动力性受限
	挡位多,平顺性不易控制	高速工况，发动机需达到一定功率条件，才能并联，若采用串联，则能量流动路径长，高速油耗高
		轴向尺寸难以控制，相对较大，紧凑性设计难度大
	发电和电驱动不能同时进行	多挡串并联增加系统复杂性，平顺性和 NVH 难控制，但改善动力性经济性

资料来源：《自主插电混动系统对比分析》（徐向阳，2022）、开源证券研究所

表3：长安蓝鲸 IDD 混动系统在馈电油耗、满油满电综合续航等方面表现相对一般

品牌	比亚迪	长城	长安	吉利	奇瑞
混动系统名称	DM-i 超级混动系统	柠檬 DHT 混动系统	蓝鲸 IDD 混动系统	雷神智擎 Hi.X 混动系统	鲲鹏混合动力系统
混动结构	混联结构	混联结构	并联结构	并联结构	混联结构
结构特点	以电为主,发动机为辅,发动机可直驱	双电机混联混动,配两档变速箱	P2 串联架构,电机放在发动机和离合器之间	全速域并联	前桥发动机+混动构型鲲鹏 DHT 系统,后桥配有单电机
变速箱	单挡直驱	2 挡 DHT	蓝鲸 6 速混动变速箱	DHT Pro (3 挡变速箱)	11 个组合挡位
发动机类型	1.5/1.5Ti	1.5L/1.5T	1.5T	1.5TD	2.0TGDI

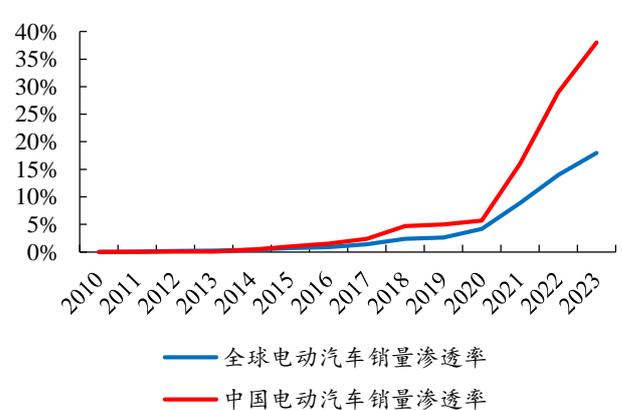
品牌	比亚迪	长城	长安	吉利	奇瑞
发动机最高热效率	43.04%	45%	45%	43.32%	45%
发动机最大功率 (kW)	102	115	125	110	187
发动机峰值扭矩 (N.m)	231	235	260	225	390
电机最大功率 (kW)	160	130	85	-	-
电机峰值扭矩 (N.m)	325	300	330	320	-
电池容量 (KWh)	8.3-21.5	13-45	30.74	-	-
纯电续航 (km)	51-120	110-204	130	-	100
亏电油耗 (L/100km)	3.8	4.4	5	3.6	小于 5
满油满电综合续航里程 (km)	1200	1000	1100	1300	1000

资料来源：华夏 EV 网、开源证券研究所

国内市场竞争激烈的背景下，长安短期着力稳住燃油车市场份额，而海外市场新能源车渗透相比国内较慢，长安继续开拓市场以提升销量。近年来，随着新能源车的技术进步及原材料端降本，持续抢占燃油车市场份额，国内燃油车市场规模逐年下降。在产品颜值及性价比优势下降、智能化方面相对落后的背景下，公司长安品牌及长安福特等合资品牌销量也受到明显影响。但整体看，长安品牌在燃油车市场的份额相对稳定，2024 年上半年甚至同比有提升。短期来看，燃油车市场规模还较为庞大，公司 CS、UNI 系列等虽然受到行业竞争激烈等影响销量下滑，但由于性价比较高的新品持续推出，月销量仍旧相对可观，并且以旧换新等刺激政策对于主要处于主流价位段的长安来说也更为有利。长期来看，新能源转型大势所趋，公司也正积极采取措施，计划 2023 年下半年开始陆续推出 5 款基于 P13 架构的车型，覆盖 10-20 万元价格区间，来满足主要看重燃油经济性的用户的需求，其中第二代 UNI-V 智电 IDD 即采用全新 P13 电机架构。海外市场方面，目前新能源车渗透率远不及国内，燃油车销量规模庞大。公司出口目前仍以燃油车为主，尤其是在独联体、中东、非洲等地销售较多。其中公司 2023 年、2024 年在俄罗斯市场的销量同比分别增长 100.2%、455.9%；沙特市场从 2016 年开始销售，截至 2024 年 8 月 1 日累计销售已突破 6 万辆，CAGR 达 150%，品牌销量进入沙特汽车市场前十名。

图31：长安品牌在国内燃油车市场的份额保持相对稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：海外电动化进程远不及国内


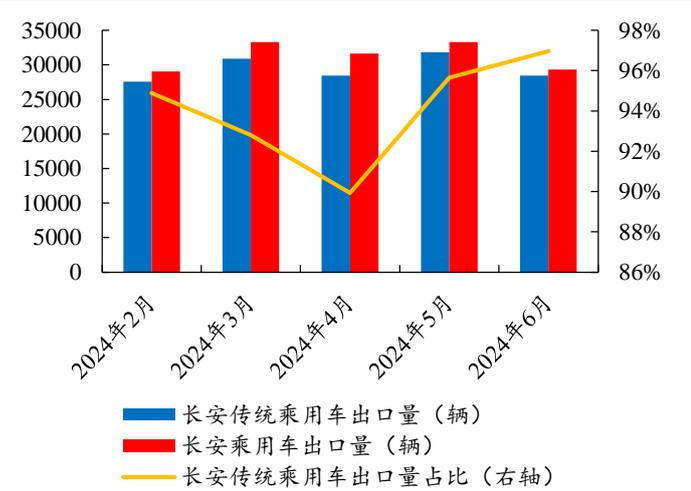
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33: 长安第二代 UNI-V 智电 IDD 采用全新 P13 电机架构, 可插混、可增程



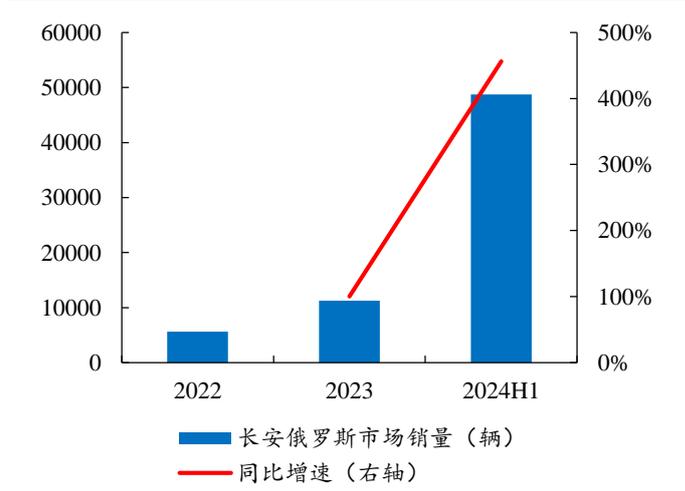
资料来源: 汽车之家官网

图34: 长安海外销量以传统燃油车为主



数据来源: 乘联会、公司公告、开源证券研究所

图35: 长安在俄罗斯市场的销量快速增长



数据来源: 盖世汽车网、中汽数研公众号、开源证券研究所

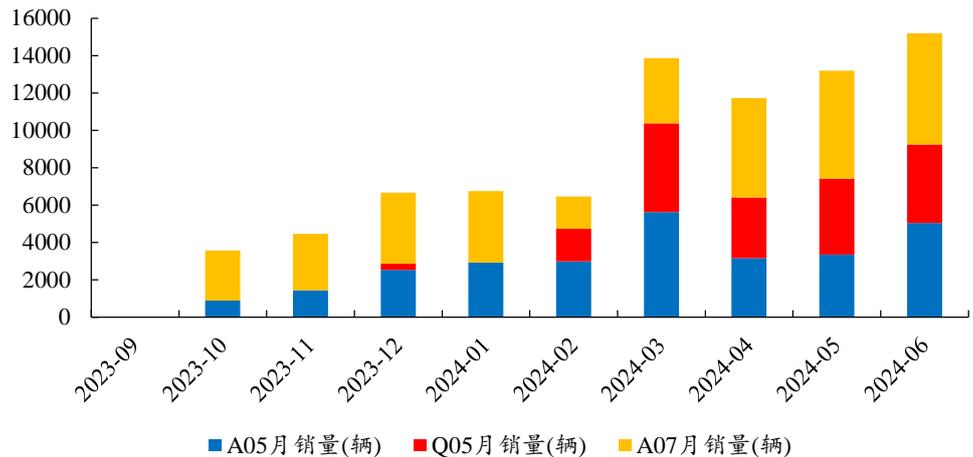
2.2、启源: P13 架构、EPA1 平台推动新能源转型, E07 打造数智新汽车

2023 年 8 月 27 日, 公司正式发布启源品牌, 承载公司转型的战略使命, 将走进数智新汽车时代。启源品牌定位家庭市场, 将包括 A 系列轿车、Q 系列 SUV 以及数智新汽车 E0 系列, 主要定位 20 万以内的主流价格带, 走性价比路线。

A05/Q05 基于 MPA 方舟架构打造, 但已切换至数智 AI 电驱 2.0 技术、P13 混动架构。启源 A05 定位紧凑型轿车, 长宽高分别为 4785/1840/1460mm, 轴距为 2765mm, 配备 10.25 英寸全液晶仪表、13.2 英寸中控屏, 搭载 1.5L 发动机和电机组成的插电混动系统。而启源 Q05 定位紧凑型 SUV, 长宽高分别为 4539/1865/1680mm, 轴距为 2656mm, 也提供 10.25 英寸全液晶仪表盘、12.3 英寸中控屏, 动力方面均搭载 1.5L 高效蓝鲸混动发动机以及永磁同步单电机。启源 A06 后续也有望上市, 长宽高分别为 4720/1838/1435mm, 轴距为 2750mm, 采用插电式混动系统。但从混动架构来看, A05/Q05/A06 使用的还是 MPA 方舟平台 (公司经典燃油车型及智电 IDD 采用, 覆盖

A0级到C级的所有车型,以智能和大数据赋能车身、底盘等整车基础性能迭代进化,并可支持L3级智能驾驶),但已经采用数智AI电驱2.0技术、P13混动架构。鉴于公司智电IDD技术的P2架构车型在使用经济性方面相对欠缺导致销量不佳,P13混动主流技术架构的推出有望明显推动公司插混车型销量,助力新能源转型。而数智AI电驱2.0的双生电混,可以一键实现增程和插混的切换,主要通过iEM智慧动力管理系统根据规划的路线在插混、增程模式下自动、灵活地切换。插混在高速驾驶时的性能表现比增程更强,而增程带电感,在市区道路上行驶时能耗更低,并且驾驶更舒适、更静谧。

图36: 启源品牌搭载P13架构,经过半年的探索后品牌月销量均破万



数据来源: 车主之家、开源证券研究所

A07 基于纯电驱数字平台 EPA1 平台打造,分为增程、纯电双版本,提供全新驾乘体验。长安启源 A07 定位中大型全电驱轿车,长宽高分别为 4905/1910/1480 mm,轴距达 2900 mm,采用无仪表盘方案,由 AR-HUD 和 15.4 英寸悬浮式中控屏提供信息交互。新车全系标配 L2 级 IACC 自适应巡航系统,支持拥堵智能巡航、稳定跟车居中、自动大车避让、智能限速控制等功能。动力方面,新车分为增程、纯电双版本,其中纯电版采用单电机驱动,最大功率 190 千瓦,纯电续航里程为 515 公里;增程版采用 1.5 升自然吸气发动机作为增程器,增程器最大功率为 70 千瓦,电机最大功率 160 千瓦,百公里馈电油耗 4.5 升,满电满油续航里程可达 1200 公里。技术层面,A07 为启源首款采用 EPA1 平台的车型。EPA1 为纯电驱专用平台,支持纯电、增程和氢电版车型,具备“高效率、高性能、高智能、高安全”四大属性。该平台发布于 2022 年 4 月,最初主要为深蓝品牌设计,旨在进一步推动长安在新能源领域的探索。

表4: EPA1 支持纯电、增程和氢电版车型,具备“高效率、高性能、高智能、高安全”四大属性

“四高”特性	产品/技术	具体内容
高效率	新一代超级电驱	采用八层扁线绕组、转子双 V 拓扑构型、超低阻导线、自适应控制算法、低阻力拓扑结构优化,系统最高效率超过 95%
	微核高频脉冲加热技术	可实现超低温环境下的极速加热,在-30°C环境下,电池加热速度可达到 4°C/分钟,低温动力性提升 50%以上,低温充电时间缩短 15%以上
	自主轿车增程系统	1L 油释放 3.3 度电,且该系统在 EPA1 平台上可以实现全域无感运行
高性能	自主轿车氢燃料电池系统	发电效率可达成 1kg 氢气发电 20.5 度,且能实现 3 分钟快速补能
	全电平台	以后驱为主兼顾双电机四驱的性能平台,单电机最高输出功率 190kW;全球首个兼容纯电、

“四高”特性	产品/技术	具体内容
		增程和氢燃料多种动力构型
	自动双冗余系统	可供用户选择舒适和运动两种制动模式
	悬架系统	搭载 H 臂多连杆独立悬挂系统，使两边车轮受冲击时相互不影响，并且能提供多个方向的控制力，使车轮具有可靠的运动轨迹，驾驶感受更加细腻
	底盘轴荷设计	50:50 黄金轴荷比，实现宽车体、低重心设计
	全域极速 OTA	可实现全车所有节点控制器的 OTA 升级，车控类软件从传统的 OTA 时间可优化到三分钟以内
高智能	智能整车域控制器“长安智慧芯”	分体式的控制器，长安智慧芯性能提升 70%，体积降低 70%，同时远程诊断全覆盖
	高算力座舱域控制器	无限座舱生态拓展，配置高通 8155 芯片，具备 105K DMIPS 算力，实现多处理器协同
	智能驾驶域控制器	采用多核设计，共 27 个感知部件，最高可实现 L4 级智能驾驶
高安全	平台安全	采用五横九纵环保式车身的设计，超过 45% 的高强钢占比，确保平台满足 C-NCAP 五星安全标准，并为电池提供全方位的安全防护
	信息安全	采用 5+1 的信息安全及隐私防护策略，能有效保护用户信息
	电池安全	开发 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，可以有效避免电池热失控

资料来源：车东西腾讯官方号、汽车网评腾讯官方号、开源证券研究所

启源 E07 基于软件定义汽车的 SDA 架构打造，实现“一车抵多车、可变新汽车”。启源 E07 为启源系列高端车型，定位为纯电动多用途乘用车，长宽高为 5045/1996/1640（1665/1695）mm，轴距为 3120mm，预计将于 2024 年 10 月上市。新车尾部设计采用大倾斜的溜背造型，打开后穹顶能实现从 SUV 到皮卡的形态切换。动力方面，启源 E07 将提供两驱与四驱两个版本，其中两驱版搭载最大功率 252kW 的电机，四驱版搭载 188/252kW 前后电机。更为关键的是，启源 E07 将搭载长安自研的可自由定义、自我进化的智能汽车数字平台 SDA 架构，打造“数智新汽车”。传统的分布式电子电气架构已无法适应海量数据通信处理和高速迭代的需求，而 SDA 架构将传统汽车分布式架构软硬解耦、软软分离，使用“中央计算、分层+分域、基于服务”的极简架构取代传统的“分布式、分域、基于功能”架构，率先完成超 16 个控制器的跨域集成，提供高效、智慧的交互体验。SDA 架构共分为 6 层，其中 L1-L3 层为机械层、能量层、电子电气架构层，奠定汽车的传感、控制与执行能力；L4-L6 层为操作系统层、整车功能应用层、云端大数据层，决定汽车的智能化水平，算力、算法和数据是其技术升级的关键。从特性来看，SDA 架构具备**（1）硬件可插拔**。启源 E07 拥有 10 余类拓展接口，用户可以外接其他硬件；**（2）场景可编排**。启源 E07 除拥有同级别最多的预设场景以外，还将给用户开放场景自由编排的功能；**（3）生态可随需**。启源 E07 匹配设计了同级别最丰富的软硬生态，还计划通过运营，让用户参与到生态的设计中；**（4）系统自进化**。不单单指软件可通过 OTA 进化，还包括汽车本身会通过数据来学习用户的使用习惯，各项设置会变得越来越贴合用户。而 SDA 架构能力的实现关键在于长安赋予平台“智脑”、“智体”、“智服”三大能力。在精巧的产品定位及 SDA 架构的支持下，启源 E07 有望以可变的车身形态、领先的智能驾驶和智能服务，为用户提供户外移动第三空间。

图37: 启源 E07 定位全球首款量产的可变新汽车



资料来源: 长安启源官网

表5: SDA 架构共分为机械层、能量层、电子电气架构层、操作系统层、整车功能应用层、云端大数据层 6 层

层级	产品	主要内容
机械层	高集成智慧底盘	车辆可根据路面情况实现底盘高度、阻尼力等参数的自适应调整, 可实现驾驶风格自由切换, 支持多驾驶模式任意组合, 实现持续升级迭代
能源层	多合一高压动力系统	搭载“多合一电驱+高压平台”动力系统, 自主可控的集成技术, 高效率、高续航
电子电气架构层	环网中央架构	自主构建以用户体验为中心的“中央+环网”电子电气架构, 基于可靠环网、中央计算、集成域控能力, 让用户获得更流畅的体验、更随心的升级、更多重的安全
操作系统层	智能驾驶实时操作系统	主要由虚拟化引擎、性能域、实时域、抽象层、中间件等组成, 构建了“硬件共享、软硬解耦、软软分离”的软件底座, 为智能驾驶提供稳定保障, 让用户更安全
整车功能应用层	原子化服务与可编程	通过将整车传感、执行能力的抽象, 把车窗、车灯、空调、音响等控制调节功能, 做成一个又一个标准的原子化服务, 结合图形化编排工具, 实现全车控制积木化、服务编程可视化。同时, 依托“算力+算法+数据”构建了诸葛“交互策略脑”, 支持超过 130 个主动交互场景, 场景识别准确率超过 95%, 让交互更“懂我、自然、有趣”; 通过数据和知识双轮驱动搭建了诸葛“驾驶策略脑”, 逐步实现用户出行“电梯口”到“电梯口”的全时陪驾、分时代驾
云端大数据层	端云一体数据闭环	打造采、标、训、仿、算, 端云一体数据闭环链路, 车辆由单体智能升级为群体智能。技术上突破数据策略动态配置、智能辅助标注、AI 算法在线开发与训练、云端在环仿真等关键技术, 构建起数据闭环全链路工具体系

资料来源: 爱卡汽车网、开源证券研究所

表6: SDA 架构能力的实现关键在于长安赋予平台“智脑”、“智体”、“智服”三大能力

SDA 架构能力	主要性能
“智脑”	1、搭载国内首个自主设计舱驾一体的“UNI Brair 超脑中央计算平台”, 最高算力可超过 1000Tops, 首发量产多模融合 BEV 感知算法, 每秒最低可完成 1500 次感知模型推理;
	2、自主打造的“Ratet X 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, RTOS 内核安全等级达到 ASL-D;
“智体”	2、构建“Qurk 智算中心”, 计算能力超 600PFlops, 存储能力达到 100PB, 日处理数据量达到 100T。
	1、以“中央+环网”的架构为基础, 打造了“数据高铁”千兆环形以太通信网, 率先将 TSN 时间敏感技术应用于汽车; 2、在控制层面, 打造网络管理与域控集成一体化的区域控制器, 目前已完成超过 16 个控制器的跨域集成, 提供服务化接口 1000+项;
	3、在执行层面, 推进计算平台与控制平台接口标准化, 极大降低整车复杂度与生产成本, 提升开发效率;
	4、以“智体”为依托, 到 2027 年, 长安汽车将完成车身、热管理、动力、底盘等主要对象控制系统的集成上移。

SDA 架构能力

主要性能

“智服”

- 1、场景大脑可实时感知车辆与驾驶员的状态，实现超 200 个主动交互场景、52 个主动服务场景、28 个智能推荐场景，基于场景决策与服务推荐两大深度学习网络模型，为用户带来场景自定义的用车体验；
- 2、通过 IO 接口标准化，提供七大类服务 API 接口与各类平台工具，支持车载设备与消费电子设备的自由接入，打破端到端应用壁垒。

资料来源：中国汽车报腾讯官方号、开源证券研究所

承接约千家智电 IDD 专网，启源在渠道建设端具备先发优势。2023 年，长安提出了“新营销变革”工作重点，网络形态的变化是其中重点。具体地，长安借助以 UNI 门店为主的存量渠道，打造智电 IDD 专网。根据官方数据，截至 2023 年 2 月 1 日，长安智电 IDD 专网共有约 1050 家，全面覆盖全国 31 个省份、314 个地级市。但由于搭载 P2 混动架构的智电 IDD 销量不佳，基于 P13 架构的启源将扛起长安混动销量的大旗。因此，智电 IDD 专网自然而然地逐渐转移给启源品牌。根据 36Kr、杰兰路的数据，截至 2023 年底，启源有近 1000 家核心渠道，在新能源品牌中仅次于比亚迪的王朝网、海洋网，在渠道建设方面具备明显的先发优势。

图38：截至 2023 年底，启源有近 1000 家核心渠道，具备明显的先发优势



数据来源：36Kr 官网、杰兰路公众号、开源证券研究所

长安启源市场营销总监鲍国庄表示，在现有产品的基础上，启源 2025 年会推出 4 款产品（3 款 SUV、1 款轿车），未来几年推出的产品中有 3 款 30 万级的、2 款 20 万级的，包括 MPV 在未来的规划里面也是有的。产品矩阵非常丰富，基本上能够满足新主流用户的需求。公司的目标是在 2030 年将启源的年销量提升至 120-150 万辆。

2.3、深蓝：基于 EPA1 平台打造的年轻化品牌，受华为智驾深度赋能

深蓝定位为年轻化品牌，致力于提升产品的经济性及科技属性。2022 年，深蓝品牌正式发布，定位为年轻化品牌，主要面向 20 万以下的中端市场，致力于提供符合年轻消费者属性的智能化产品，同时注重产品的动力性与经济性。具体来看，**(1) 深蓝主要基于 EPA1 平台打造**，可提供纯电、增程、氢能 3 种动力形式。其中为推动“电动平权”，深蓝打造出“超级增程”技术，以“原力电动”和“不起火电池”组成的超级增程系统可实现油电增程最高 95% 的系统效率、1L 油发 3.3 度电的超高效率，将有效缓解电车的里程、补能和安全焦虑。增程技术的加持为深蓝相关车型的销量增长贡献重要支撑；**(2) 深蓝致力于推动智驾平权**，将先进的智能驾驶系统引入主流价位段，并且主张采用智驾版车型标配的方式鼓励消费者使用智能驾驶系统，强化品牌的“年轻化科技”形象。前期，公司自研的智能驾驶系统可以实现自适应巡航、自动泊车等低阶辅助驾驶功能，而与华为合作后，公司在智能化领域迎来实质性的飞跃。

图39: 深蓝基于全电数字平台 EPA1 打造, 致力于提升产品的动力性与经济性

图40: 深蓝致力于打造符合年轻消费者需求的科技属性产品, 推动智驾平权



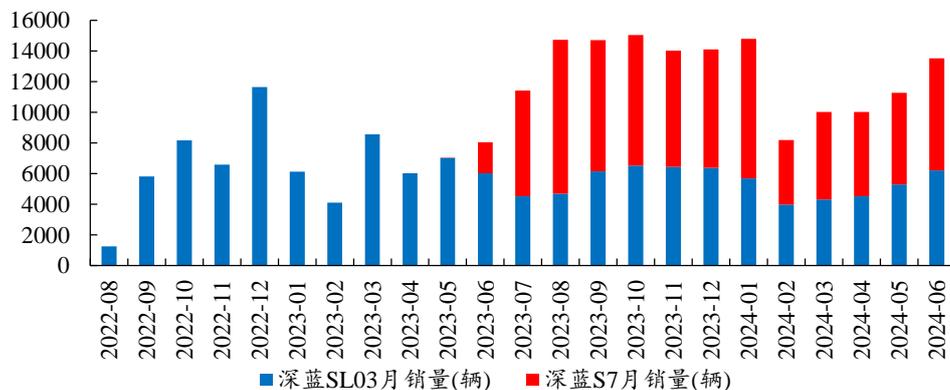
资料来源: 环球汽车网百度官方号

资料来源: 环球汽车网百度官方号

深蓝 SL03 定位中型轿车, 主打运动风。深蓝首款车型 SL03 定位中型电动轿车, 基于 EPA1 纯电平台打造, 采用后轮驱动。新车主打运动风, 流畅的车顶线条配合近乎 2:1 的窗门比例, 符合年轻化定位。内饰方面, SL03 整体布局较为简洁, 搭载全液晶仪表盘、14.6 英寸随驾智能转向向日葵屏。智能化方面, SL03 搭载智能整车域控制器长安智慧芯及高通骁龙 8155 智能座舱。动力方面, SL03 纯电版搭载 160kW 和 190kW 的电机, 电池容量分为 58.1 度和 79.97 度, 综合续航里程为 515km 和 705km; 增程版可实现在 CLTC 工况下 200km 的纯电续航里程, 满足日常通勤的需求, 降低用车成本。增程模式综合续航 1200km, 可实现远途出行需求。

深蓝 S7 定位中型 SUV, 延续年轻动感的设计风格。深蓝第二款车型 S7 定位中型 SUV, 同样基于 EPA1 平台打造。外形方面, S7 延续家族化的设计语言, 整体上还是年轻动感的风格。内饰方面, 深蓝 S7 延续 SL03 的设计风格, 并在细节上进一步优化升级, 如环抱式的布局带来更强的高级感。深蓝 S7 并未配备液晶仪表, 而是将仪表盘集成在 AR-HUD 中, 但同样搭载 15.6 英寸随驾智能转向向日葵屏及高通骁龙 8155 座舱。动力方面, 深蓝 S7 纯电版最大功率为 160kW 和 190kW, CLTC 工况续航里程分别为 520km 与 620km; 增程版 CLTC 工况纯电续航里程分别为 121km 与 200km, 综合续航里程分别为 1040km 与 1120km, CLTC 工况下综合油耗低至 0.63L/100km, 馈电油耗低至 4.95L/100km, 提供较好的动力性与舒适性。

图41: 深蓝品牌稳态月销过万, 主要由增程版车型贡献



数据来源: 车主之家、杰兰路公众号、开源证券研究所

深蓝 S07 为深蓝 S7 的改款，以“左手深蓝超级增程、右手华为乾崮智能”为技术锚点。深蓝 S07 长宽高分别为 4750/1930/1625mm，轴距为 2900mm，高宽比为 0.842，采用 0.258Cd 的低风阻设计，能有效降低能耗、提升续航里程与 NVH 舒适性。新车基于 EPA1 全电数字平台打造，全系后轮驱动，操控更顺畅，加速更敏捷。内饰方面，深蓝 S07 采用游艇式环抱设计，前排双零重力座椅，配备 15.6 英寸 2.5K 超高清向日葵屏、12.3 英寸副驾超感智慧屏、55 英寸 AR-HUD、14 扬声器环绕音响。动力方面，深蓝 S07 提供增程版、纯电版两种动力形式，其中增程版纯电续航分别为 125/215/285km，综合续航 1200 km。深蓝 S07 搭载超级增程技术，优势在于增程系统可做到 1L 油发 3.3 度电，能耗表现优秀。深蓝 S07 采用金钟罩电池 2.0，提供“长寿命”“真安全”“超高效”“快补能”的全新体验，并搭载 3C 快充。智能化方面，**深蓝 S07 为首款搭载华为乾崮智驾 ADS SE 的车型**，主要依赖纯视觉方案，可支持高速领航辅助功能，未来有望通过 OTA 获得更高端的智驾体验。相比主要竞品宋 L、零跑 C10 等而言，深蓝 S7 主要优势在于（1）**轴距及宽度更大**，因此车内空间更为宽敞；（2）**电机功率更大**，纯电模式下动力更强，单电机后驱在操控性方面也比前驱好；（3）**电池容量更大**，纯电续航里程更长，更能满足日常出行场景需求，降低用车成本；（4）**最大的亮点在于华为 ADS SE 赋能**，在同级别车型中较为领先。此外，相比老款 S7，S07 通过对悬架重新进行调校，乘坐舒适性提升；升级为高通骁龙 8155 座舱芯片及 Deepal OS 座舱系统，车机交互等方面有望得到明显提升。

表7：相比主要竞品，深蓝 S07 在车内空间、纯电模式动力及续航、智能驾驶方面相对领先

参数配置	深蓝 S07 215Max 智驾增程版	宋 L Dmi 160km 卓越型	零跑 C10 210 智驾版	银河 L7 1.5T 115km MAX 龙腾版
指导价 (万元)	18.99	17.58	16.58	14.97
级别	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	紧凑型 SUV
长/宽/高 (mm)	4750*1930*1625	4780*1898*1670	4739*1900*1680	4700*1905*1685
轴距 (mm)	2900	2782	2825	2785
能源类型	增程式	插电式混合动力	增程式	插电式混合动力
发动机排量 (L)	1.5	1.5	1.5	1.5
发动机/增程器功率 (kW)	70	74	70	120
电机功率 (kW)	175	160	170	107
电机扭矩 (N·m)	320	260	320	338
WLTC 综合油耗(L/100km)	0.85	0.85	0.94	1.3
WLTC 亏电油耗(L/100km)	5.6	4.98	-	-
零百加速时间 (s)	7.7	7.9	7.68	6.9
WLTC 纯电续航里程 (km)	165	128	140	90
CLTC 纯电续航里程 (km)	215	160	210	115
电池容量 (kWh)	31.73	26.6	28.4	18.7
30%-80%电池快充时间 (h)	0.25	0.28	0.5	0.5
驱动电机	后置单电机	前置单电机	后置单电机	前置单电机
油箱容积 (L)	45	60	50	60
CLTC 综合续航 (km)	1130	-	1190	1370
前悬架类型	麦弗逊式独立悬架	麦弗逊式独立悬架	麦弗逊式独立悬架	麦弗逊式独立悬架
后悬架类型	多连杆式独立悬架	四连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架
中控屏尺寸	15.6	15.6	14.6	13.2
副驾屏尺寸	12.3	-	-	16.2

参数配置	深蓝 S07 215Max 智驾增程版	宋 L Dmi 160km 卓越型	零跑 C10 210 智驾版	银河 L7 1.5T 115km MAX 龙腾版
车机系统	Deepal OS	DiLink	Leapmotor OS	吉利银河 N OS
车机芯片	高通骁龙 8155	-	高通骁龙 8295	高通骁龙 8155
座椅功能	主驾标配/副驾可选零重力 座椅	-	-	-
AR-HUD	搭载	-	-	-
摄像头数量	1	1	1	-
超声波雷达数量	12	12	12	-
毫米波雷达数量	3	5	5	-
智驾系统	华为乾崮 ADS SE	DiPilot	Leapmotor Pilot	-
智驾能力	高速 NOA	-	高速 NOA	-
记忆泊车	选装	-	-	-

资料来源：汽车之家、开源证券研究所

深蓝 L07、S05 有望于 2024 年内上市，搭载华为 ADS SE 仍为主要亮点。2024 年 9 月，深蓝 L07 有望上市，为 SL03 的姊妹车型，但主打智能化属性，引领未来出行方式。相比 SL03，L07 在车长方面有所增加，纯电版车型电机功率增加后动力性增强，而增程版则沿用深蓝超级增程，兼顾动力性与燃油经济性。最大的亮点在于搭载华为基础版智能驾驶，提升对年轻消费者的吸引力。同时，深蓝 S05 也有望在年内上市。新车为紧凑型 SUV，车身长度、轴距相比 S7 要短一些，预计定位低于 S7。动力方面，新车将提供纯电与增程两个版本，其中纯电版将搭载最大功率 175kW 的电机，增程版将搭载最大功率 72kW 的 1.5L 增程器以及 160kW 电机。智能化方面，作为深蓝新车型，S05 有望搭载华为基础版乾崮智驾，提升在更低定位市场的吸引力。

图42：深蓝 L07 有望于 2024 年 9 月上市，搭载华为 ADS SE 为主要亮点



资料来源：深蓝汽车 DEEPAL 公众号

图43：深蓝 S05 预计定位低于 S7，有望将华为 ADS SE 带入更低价位段



资料来源：IT之家官网

深蓝 G318 进军城市轻越野市场，兼顾行驶通过性及乘坐舒适性，上市 5 天订单突破 14126 辆。深蓝 G318 的定位是兼顾城市场景日常驾驶和一定的户外轻度越野需求的 SUV 市场，非常适合那些希望享受自驾游、露营野炊乐趣，同时又不想牺牲日常驾驶舒适性的消费者。(1) 通过性方面，深蓝 G318 双电机全工况真四驱，全程电驱体验很好地避免了传统燃油硬派 SUV 在高海拔地区容易出现动力衰减的情况，而同级领先的 45000N·m/deg 车身扭转刚度+两把差速锁，交叉轴轻松通过，不怕车身变形。同时，深蓝 G318 搭载了 ET 全地形系统，集成包括涉水模式、原地掉头、陡坡缓降、越野蠕行等在内的 16 种模式，大幅提升场景适应性。相比捷途山海 T2、哈

弗猛龙等车型，深蓝 G318 纯电动力性更为突出；(2) 深蓝 G318 首搭深蓝超级增程 2.0，实现 CLTC 工况下强制 EV 模式下 190km 的纯电续航、综合续超过 1000km，有望做到市区通行只用电；长途用增程，两驱馈电油耗低至 6.1L/100km，四驱馈电油耗低至 6.7L/100km，相比坦克等硬派越野能耗表现明显更为突出；(3) 深蓝 G318 搭载前双叉臂与后五连杆悬架组合，空悬、CDC 以及主动魔毯系统能有效降低行驶中的颠簸感，大幅提升乘坐舒适性；(4) 深蓝 G318 能够满足户外生活的针对性需求，比如 6kW 外放电功率的用电自由、后排座椅完全放倒后即刻化身 1.8 米大床的空间自由、搭载 14.6 英寸内嵌式中控屏及 16 扬高品质环绕音效的娱乐自由等。因此，深蓝 G318 上市 5 天订单即突破 14126 辆，并且 G318 的已售车型中 80% 集中在顶配版，这些车型由于搭载空悬在乘坐舒适性方面更佳，同时公司也会加大对更偏越野性的中低配版车型的宣传，以覆盖客户的多元化需求。随着未来城市轻越野需求的逐步提升，深蓝 G318 有望取得更好的销量表现。

表8：深蓝 G318 相比哈弗猛龙、捷途山海 T2 等纯电动力性方面更为突出

指标	哈弗猛龙	捷途山海 T2	深蓝 G318
动力类型	插混	插混	增程
电机最大功率(kW)	70+150(双)	165(双)	185(单)/131+185(双)
电机峰值扭矩(Nm)	160+350(双)	390(双)	310(单)/262+310(双)
综合最大功率(kW)	278/282	115+165	185/131+185
综合峰值扭矩(Nm)	750	220+390	310/262+310
电池容量(kWh)	18.74/19.09/27.54	26.7/43.24	18.99/35.07
CLTC 纯电续航(km)	-	129/208	100/190/184/174

数据来源：汽车之家、开源证券研究所

表9：深蓝 G318 在购买及使用成本方面相比坦克等竞品表现较为突出

车型	售价(万元)	WLTC 百公里馈电油耗(L)
哈弗猛龙	15.48-18.88	5.98-6.09
捷途山海 T2	17.99-20.99	6.3-6.4
深蓝 G318	17.59-22.99	6.78-7.7
方程豹 5	28.98-35.28	7.8
坦克 300 新能源	-	8.8
坦克 400	27.98-28.98	8.8-9.52
坦克 500 新能源	33.5	8.8-9.55
坦克 700 新能源	42.8-70	10.9-11.3

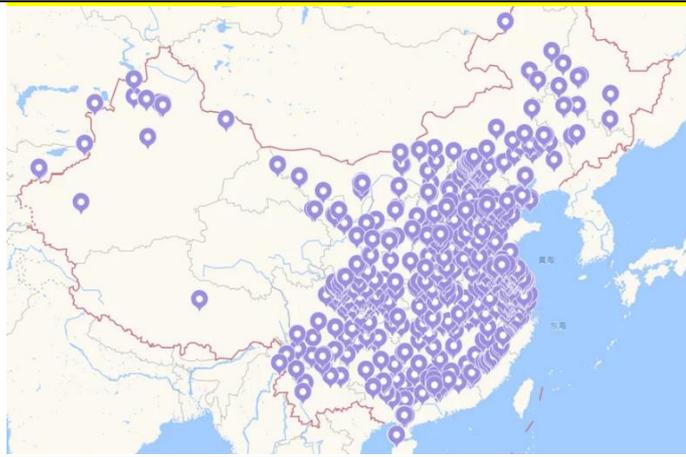
数据来源：汽车之家、开源证券研究所

营销层面，深蓝打造“四中心服务体系”为产品发展提供有力支撑，并希望通过新媒体运营等方式增强品牌知名度。为解决消费者痛点、更好地了解消费者需求，深蓝对传统 4S 店的销售模式进行结构性的变革，将服务与交付分开，形成独特的“四中心服务体系”，其中包括 (1) 订单中心：深蓝在全国各大商圈开设店面，方便用户进行产品体验；(2) 维保中心：让消费者享受到更多的保养便利，并得到深蓝专业的维护服务；(3) 交付中心：深蓝消费者除可享受上门交付外，也可以前往交付中心体验提车的仪式感。服务人员会做好产品知识的储备，为用户带来更好的购车体验；(4) 用户中心：深蓝通过在服务过程中倾听用户对产品的反馈意见，将意见反馈给产品研发部门进行优化，从而实现与消费者的共创发展。根据求信咨询的数据，截至 2024 年 6 月 13 日，深蓝在全国已有 1659 家门店，分布在 27 个省、4

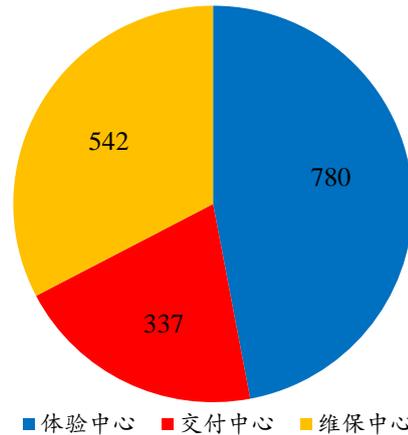
个直辖市的 200 多座城市，其中体验中心、交付中心、维保中心分别有 780 家、337 家、542 家。另外，深蓝品牌总经理李攀表示，深蓝有 1 个线上线下联动、覆盖全国的管家中心。深蓝“四中心服务体系”不仅能为产品的销售提供强劲支撑，而且还能在产品生命周期中，根据用户的反馈意见进行持续改进，以实现产品的不断进化。同时，深蓝强化新媒体运营、直播矩阵建设等营销方式创新，触达更多的年轻消费者。深蓝 CEO 邓承浩表示，深蓝品牌从最初仅有 10% 的无提示知名度，到目前约 40% 的消费者在购买新能源车时会想到深蓝，并且深蓝的目标是将无提示知名度快速提升至 50%-60%。

图44：截至 2024 年 6 月 13 日，深蓝在全国已有 1659 家门店，分布在 27 个省、4 个直辖市的 200 多座城市

图45：截至 2024 年 6 月 13 日，深蓝体验中心/交付中心/维保中心占比分别为 47.02%/20.31%/32.67%



资料来源：求信咨询公众号

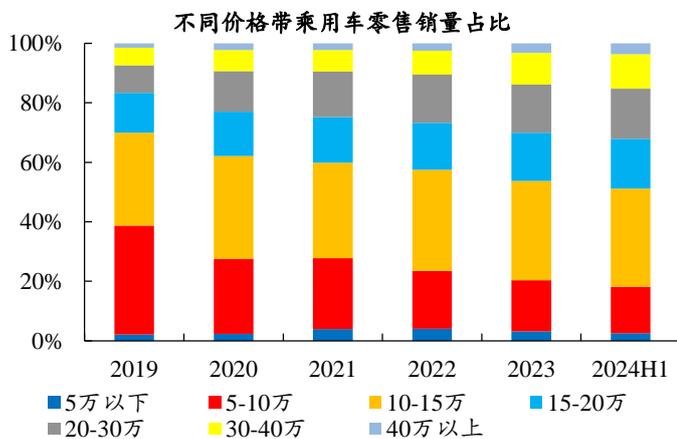


数据来源：求信咨询公众号、开源证券研究所

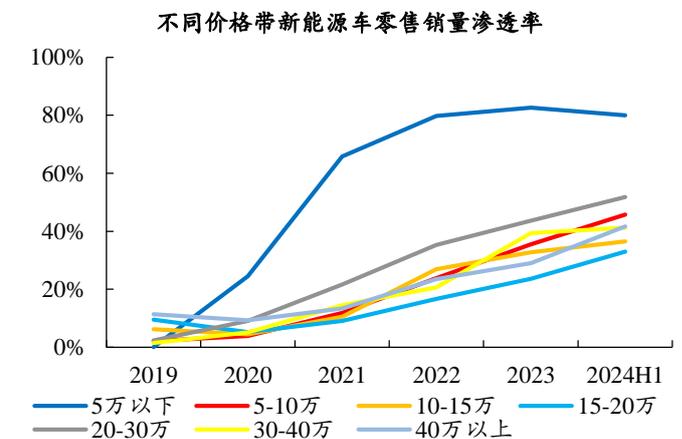
10-20 万价格带新能源车渗透率低、智能驾驶处于萌芽阶段，深蓝有望通过超级增程及华为智能化技术实现明显的竞争优势。10-20 万价格带的乘用车约占国内乘用车市场份额的一半，但该新能源车渗透率低，其中增程车型销量渗透率相比 30 万以上的价格带也存在较大的发展空间。深蓝有望通过自身的超级增程技术，以动力性与经济性吸引消费者。同时，目前智能驾驶主聚焦 20 万以上的价格带，10-20 万价格带的智能驾驶还处于萌芽阶段。而深蓝与华为深度合作，有望获得华为行业领先的智能化技术赋能，以科技属性吸引年轻消费者，在竞品中也能够形成较大的优势。

图46：10-20 万价格带的乘用车销量约占国内乘用车总销量的一半

图47：国内 10-20 万价格带的新能源车渗透率明显低于其他价格带



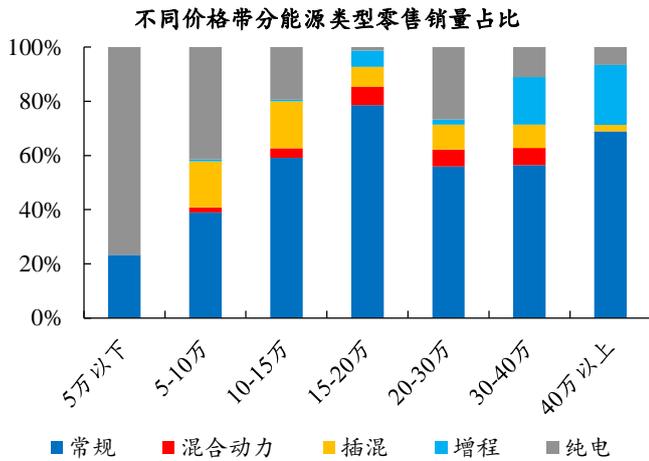
数据来源：崔东树公众号、开源证券研究所



数据来源：崔东树公众号、开源证券研究所

图48: 国内 10-20 万价格带的增程车渗透率较低, 相比 30 万以上的价格带还存在较大的发展空间

图49: 通过与华为的深度合作, 深蓝有望凭借智能化技术在主流价位段实现差异化竞争



数据来源: 崔东树公众号、开源证券研究所



资料来源: 深蓝汽车 DEEPAL 公众号

放眼全球市场, 深蓝追求更大的发展空间。2023 年 11 月 27 日, 深蓝 S07 和 L07 正式进军泰国市场。深蓝 CEO 邓承浩表示, S07、L07 两款车型自 2023 年进入泰国市场以来, 2024 年上半年销量已突破 1.1 万辆。根据规划, 深蓝出海车型将以 S07 为主, 2024 年开始将陆续进入欧洲、中东非、中南美等市场, 预计覆盖 70 余个国家。

图50: 2023 年 11 月 27 日, 深蓝 S07 和 L07 正式进军泰国市场



资料来源: 有车智联腾讯官方号

展望未来, 深蓝计划深耕 6 款产品系列, 按照每年推出 2 款以上新产品, 2024-2026 年共计推出 12 款以上全新及改款车型的节奏发展。在多元化车型持续推出、增程及智能化技术加持、渠道加速布局、海外市场逐步开拓的背景下, 深蓝未来销量有望迎来明显增长。深蓝 CEO 邓承浩表示, 深蓝 2024Q4 目标实现月销 3 万辆, 保守估计 2025-2026 年实现季度利润转正。而根据长安的规划, 深蓝到 2030 年目标将年销量规模稳定在 100-120 万辆, 其中将打造 2 款 30 万辆级产品, 3 款 20 万辆级产品。

2.4、阿维塔: CHN 模式深度赋能, 增程车型、新产品系列有望提振销量

阿维塔受 CHN 模式深度赋能, 在三电及智能化技术方面较为领先, 发展初期可享

受轻资产运营红利。2017年4月9日，长安与蔚来表示将成立合资公司长安蔚来以研发新产品，且新公司于2018年8月17日正式落地。但此后双方的合作迟迟未推进，后续合资公司的增资中蔚来并未跟进，长安逐渐完全掌控合资公司。2021年5月20日，长安蔚来正式更名为阿维塔。阿维塔致力于通过未来前瞻的设计美学、随心所欲的驾乘体验和极富情感的人机交互，打造超越移动空间的新世代智能终端。最为关键的是，阿维塔受长安、华为、宁德时代合力打造的智能电动网联汽车平台CHN的深度赋能：**(1) 华为基于自身领先的全栈智能汽车解决方案，提高阿维塔品牌智能座舱及智能驾驶水平。**阿维塔还与华为签署超充网络战略合作协议，其中阿维塔11的800V全栈高压超充平台与华为全液冷超充终端技术完美匹配，实现接近1秒1公里的极速补能；**(2) 宁德时代以动力电池技术赋能阿维塔，并共创安全便捷的充电网络生态；**(3) 长安方面为阿维塔提供整车研发制造经验以及技术、资金等方面的支持。除技术赋能外，CHN模式允许阿维塔进行轻资产运营，尤其是降低前期的投入。阿维塔总裁陈卓表示，(1)阿维塔在销量达到30万台规模前不需要投工厂，因为长安的工厂、采购链、管控体系都可为阿维塔赋能，降低品牌的成本；(2)华为与阿维塔各自投入先期开发，后期收益共享，也就是前期阿维塔并不需要向华为支付研发投入；(3)宁德时代作为第二大股东，也会提供相应的便利。因为，阿维塔的商业结构决定其所需的投资不会像新势力那样动辄几十亿甚至上百亿。

图51：阿维塔受华为智能化技术、宁德时代三电技术、长安整车制造等深度赋能



资料来源：Wind、阿维塔官网、开源证券研究所

表10：CHN 共有机械层、能源层、电子电气架构层、整车操作系统层、整车动能应用层、云端大数据层 6 层

层级	类别	产品	具体性能
机械层	轴距/车型		2800-3100mm 轴距，轿车、SUV、MPV 及跨界车型可同平台开发，兼容两驱和四驱
	轻量化		铝合金、超高强钢、高强钢构成的轻量化下车体，相较于全钢材质，整车可减重 30%
	热管理	华为 TMS 热管理系统	1、高效回收余热，相较于未配备热预空调的车型低温续航可提升 10% 2、在-20°C/40°C等气温环境下，开启空调后，车内可快速达到舒适温度，保障最佳体验驾乘体验
能源层	电驱	华为 Drive One 高压电驱系统	1、双电机四驱系统，双电机最高功率 425kW，最大扭矩 650N·m，同时兼容两驱车型 2、将智能化带入电驱系统，高效油冷散热，高速巡航，安静输出
	电池	宁德时代三元	1、电池包兼容 90kWh-135kWh 电量，可实现 700km+超长续航，

层级	类别	产品	具体性能
		锂电池	2、通过 100 多项专项试验，具备全天候实时热失控监测、BMS 大数据准确预警、热蔓延抑制等安全措施电池安全
	CTP 高效成组技术		1、标准化电池包尺寸，与麒麟电池系出同源 2、116kWh 电池包能量密度高达 190Wh/kg
	快充		可适配充电电压 450V~900V 直流快充充电桩，充电 10 分钟，续航 200km (*基于 750V、240kW 高压超充，并根据 CLTC 综合工况折算)
电子电气架构层	域融合架构		动力域、车身域、智舱域、智驾域深度融合，一体化纵深防御体系，信息交互高效、安全
整车操作系统层	华为系统		HarmonyOS 车机操作系统，华为 AOS 智能驾驶操作系统及华为 VOS 智能车控操作系统，可开发丰富的车辆功能体验和层出不穷的软件应用
整车功能应用层	HarmonyOS 智能座舱		一芯多屏，流畅转换；创新体验，应用丰富
	高阶智能驾驶辅助		34 颗智驾传感器，含 3 颗激光雷达、6 颗毫米波雷达、12 颗超声波雷达、13 颗高清摄像头；高速看得远，路口看得宽，城区看得准，复杂场景算得快
云端大数据层			专属身份识别，远程操作时刻在线；智慧生态，万物互联，未来可期；大数据训练，OTA 升级，常用常新

资料来源：阿维塔官网、开源证券研究所

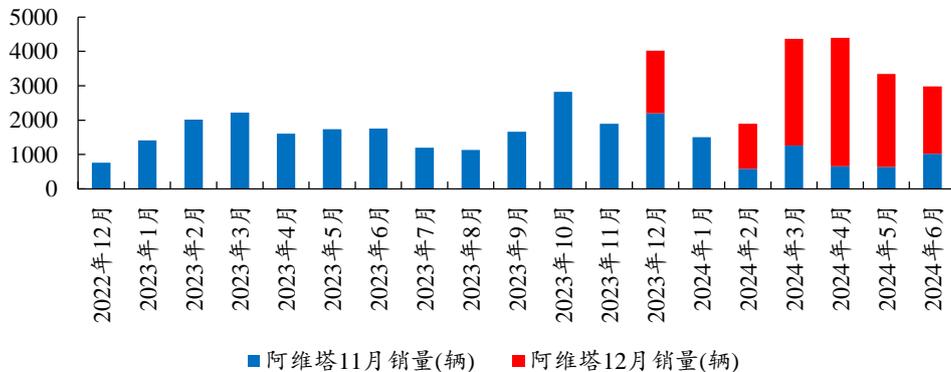
阿维塔 11 定位中大型 SUV，采用轿跑风设计，搭载华为智能驾驶及智能座舱技术。阿维塔 11 系品牌首款车型，定位中大型 SUV，基于 CHN 平台打造。新款阿维塔 11 于 2024 年 4 月上市，全系标配前排双零重力座椅，同时配备 15.6 英寸中控大屏、10.25 英寸驾驶娱乐屏和 10.25 英寸全液晶仪表盘。新车**搭载华为 HarmonyOS 车机系统**，支持 5G 网络、四驱域语音焕新识别、手势控制、面部识别、手机 APP 远程功能等功能。智驾方面，新款阿维塔 11 **搭载华为 ADS 2.0 辅助驾驶系统（可逐步升级至 ADS 3.0）**，可实现高速/城市路段辅助驾驶，并且全系搭载全向防碰撞系统。动力方面，新款阿维塔 11 基于全栈 800V 高压电气平台打造，搭载华为 DriveONE 高压电驱，提供单电机后驱和双电机四驱两个版本，其中单电机版最大功率 230kW，提供 90 kWh 和 116kWh 的电池组，CLTC 工况下纯电续航里程分别为 630km 和 730km；双电机版综合功率 425 kW，同样提供 90 kWh 和 116kWh 的电池组，CLTC 工况下纯电续航里程分别为 580km 和 700km。底盘方面，采用前双叉臂式后五连杆式独立悬架的形式，加上引入华为 iTRACK 动态扭矩分配系统，可实现 1 秒万次超精细路况感知和 1 秒千次扭矩实时调节，具备更好的操控性和舒适性。

阿维塔 12 同样基于 CHN 平台打造，具备顶级智能、顶尖设计、顶奢空间三大核心优势。阿维塔 12 定位智能豪华轿车：**(1) 打造顶级智能。**阿维塔 12 **搭载 Harmony OS 4 智能座舱**，全系标配 15.6 英寸华为智慧中控屏，加 35.4 英寸的 4K 一体远端屏。智驾方面，阿维塔 12 **搭载华为 ADS 2.0（可逐步升级至 ADS 3.0）**，且全系标配 19 项主动安全功能，还支持 APA、RPA、AVP、极窄车位遥控泊车等丰富的辅助泊车功能；**(2) 提供顶尖设计。**阿维塔 12 整车采用全视角极致造型，以一体化的车身设计、流畅的肌肉线条，彰显优雅的运动风范，开创性地打造了无后舷窗掀背设计，整车颜值属于行业顶流水平；**(3) 打造顶奢空间。**阿维塔 12 提供环拥式感应座舱，在轿车上首次搭载前排全体感双零重力座椅，后排拥有全舒展双一米总统级空间，腿部可完全伸展，提供堪比百万级豪车大空间的舒适感。

但阿维塔 11 及 12 主要定位 30 万以上的市场，且前期只提供纯电版、不利于缓解消

费者的续航里程焦虑，叠加作为新品牌声量还有待提升，因此销量表现不佳。不过，下半年阿维塔将全面进入增程领域，阿维塔 11、12 以及 07、E16 都将推出增程版，形成“4 款车型、8 个产品”的矩阵，满足消费者多元化需求，有望明显提升销量。

图52：阿维塔上市后月销量表现不佳，主要受仅推出纯电版车型及定位较高影响



数据来源：车主之家、开源证券研究所

阿维塔 07、E16 分别定位中型 SUV、中型轿车，定位相对较低，预计都将搭载华为 ADS 3.0 高阶智驾。阿维塔 07 长宽高分别为 4825*1980*1620mm，轴距 2940mm，轴距和尺寸只比阿维塔 11 小了一点。动力方面，阿维塔 07 提供纯电及增程两个版本。智能化方面，阿维塔 07 预计搭载华为 ADS 3.0 高阶智驾及 HarmonyOS 鸿蒙座舱。而阿维塔定位中型智能轿车，预计尺寸比阿维塔 12 小、提供纯电和增程可选、搭载华为 ADS 3.0 高阶智驾及 HarmonyOS 鸿蒙座舱。展望后续，由于阿维塔 07、E16 定位相对更低，有望与现有车型互补、将品牌带入更低价位段，并且仍将有华为智能座舱及智能驾驶技术赋能，从而有望继续提升销量。

图53：阿维塔 07 定位中型 SUV，预计将搭载华为 ADS 3.0 高阶智驾、提供增程版



资料来源：阿维塔公众号

引入经销模式后目标 2024 年底门店数达 470-500 家，轻装上阵助力产品销售。2024 年下半年，阿维塔将打造由阿维塔 11/12/07/E16 纯电及增程车型共 8 款的产品矩阵。新品的密集发布需要更大规模的渠道支撑。阿维塔发展初期以直营模式为主，但直营模式由于需要自身投入租金、人员等，耗资非常大，尤其是对于目前销量不及预

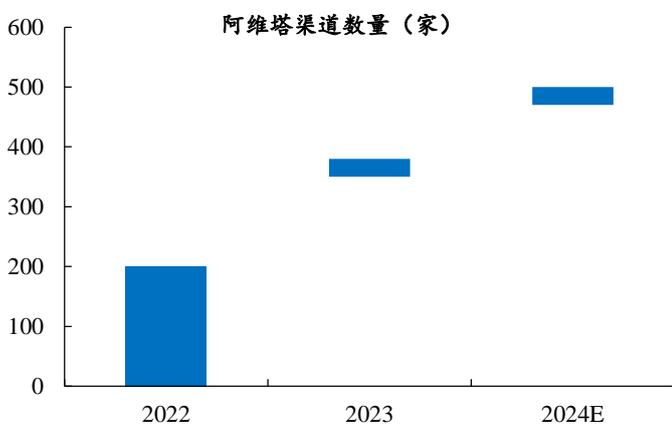
期、亏损较大的阿维塔而言更是明显的限制。阿维塔前期主要采用直营模式一方面是因为需要更好地服务于消费者、打造高端品牌形象，另一方面由于车型过少、无法为经销商提供足够的盈利模式。但随着新车型的持续推出、品牌影响力的积淀，阿维塔能够逐步为经销商提供盈利的可能性。因此，为更大范围地铺开销售网络、提升整体销量，阿维塔计划在积极研发新产品的同时引入经销模式。早在2023年7月，100多家经销集团就参与了阿维塔渠道合作伙伴招商大会，其中建发、广汇等近30家头部经销集团签署意向合约。5月初，阿维塔正式将直营模式大规模地改为经销模式，仅在主要核心城市保留直营体验中心，继续围绕高端品牌形象建设门店、展现品牌调性，提供优质的用户体验。而对于汽车商圈等，阿维塔计划打造大量的经销门店，承担销售任务的同时能够大幅压缩成本。并且阿维塔对招募城市、场地以及人员、资金等都提出明确的要求，经销门店需要有必要的培训、规范标准、硬件配置，以保证经销门店提供阿维塔统一的服务标准。根据规划，到2024年底，阿维塔计划将门店规模扩展至约470-500家。此外，阿维塔决定将部分门店售后服务业务为由合作伙伴经营，由合作伙伴在阿维塔统一的标准和服务体系要求下，为用户提供更加及时、有效的服务。阿维塔副总裁王金海表示，截至2024年底，阿维塔授权服务门店将超过160家。在渠道规模不断扩大、新品持续推出的背景下，阿维塔销量增长可期。

表11: 开放经销模式后，阿维塔中心及阿维塔订单中心将共同承担新车销售任务

阿维塔渠道模式	
阿维塔中心	城市核心汽车商圈；新车体验、销售、交付、服务功能
渠道形态	阿维塔订单中心 A 阿维塔订单中心 B
	城市核心商业商圈；新车体验、销售功能 城市核心商业商圈；新车体验、销售功能
合作形式	主销责任制 1+N 模式布局 共赢共成长
	合作伙伴在区域内拥有自主权，有序健康运营 多门店类型覆盖生活&汽车商圈，提升客户体验 门店运营商政扶持，人员培训赋能支撑
交付服务	采用阿维塔中心和阿维塔授权钣喷中心相结合的模式,阿维塔中心具备销售交付服务全功能

资料来源：阿维塔官网、开源证券研究所

图54: 2024年底，阿维塔门店有望达到470-500家



数据来源：集微网腾讯官方号、界面新闻公众号、开源证券研究所

图55: 阿维塔将持续加码服务资源,计划到2024年底授权服务门店超过160家



资料来源：新市场观察网易官方号

2024 年为阿维塔出海的元年，将率先聚焦东南亚、中东等地区。2024 年是阿维塔出海的元年。从具体策略来看，阿维塔方面表示将采取“农村包围城市”的策略，即首先进入东南亚、中亚、北非、南美、中东等市场，再进入欧盟市场，最后是北美市场。2024 年下半年，阿维塔 11 将出口至泰国，到年底目标进入东南亚、中东等 40 个国家，开拓 90-100 家阿维塔海外官方授权店，且目标将更多车型销往海外市场。同时，海外市场的盈利能力要明显强于国内。阿维塔总裁陈卓表示，阿维塔在海外起售价基本可以达到 60-70 万元，相比国内明显更高。

图56: 阿维塔 11、12 在 2023 年 11 月 27 日的泰国车展上首度亮相泰国



资料来源：新浪汽车官网

图57: 2024 年 6 月 20 日，阿维塔与阿联酋头部豪华品牌汽车经销商 Al Saqer Group 签订战略合作协议



资料来源：大众网

在国内外市场共振的背景下，阿维塔有望迎来明显的销量增长。根据长安销量指引，远期目标 2030 年阿维塔销量将达 40-50 万辆。盈利方面，阿维塔总裁陈卓表示根据董事会要求，阿维塔 2024 年的目标销量要翻 3、4 倍，但是亏损控制要跟 2023 年保持一致，目标 2025Q3-Q4 实现盈亏平衡。

3、智能化：自研与合作并举，拟入股华为车 BU 获先发优势

3.1、坚定实施“北斗天枢”计划，构建基于软件定义汽车的 SDA 架构

2018 年 8 月 24 日，长安提出“北斗天枢”计划，开启向智能出行科技公司转型的新篇章，引领中国智能汽车产业的发展。“北斗天枢”计划将覆盖自动驾驶、智能交互、智能互联三大领域。

创新开发 SDA 平台架构，实现全球开创性产业化的中央+区域环网架构开发及车型搭载。2023 长安汽车科技生态大会上，长安发布基于自由定义、自我进化的 SDA 平台打造的新汽车启源 E07。新车不仅在空间、形态方面可变，而且还能听懂主人意图、自己去充电、场景自定义等，以一个开放的用车生态重新定义汽车。基于此，长安定义了新汽车四大标准：(1) 包括拥有 1000+服务化接口的场景可编排功能，且支持硬件可插拔，换芯不换车；(2) 提供“X-Port”、“智慧坞”等硬件连接产品，支持硬件可无缝接入；(3) 推出“Tops House”，为用户提供丰富的车控和娱乐软件下载；(4) 基于 Quark 智算中心支持超 1000 万智能汽车的接入与控制，具备系统自进化。为实现上述新汽车标准，SDA 架构整合“智脑”、“智体”和“智服”三大能力：

(1) 搭载国内首个自主设计舱驾一体的“UNIBrain 超脑中央计算平台”，最高算力可超过 1000Tops，首发量产多模融合 BEV 感知算法，同时，自主打造“RateX 操作

系统”，系统响应时间小于 5 微秒；(2) 以“中央+环网”的架构为基础，打造最高千兆环形以太通信网，系统时间同步精度≤1 微秒。以“智体”为依托，到 2027 年，长安将完成车身、热管理、动力、底盘等主要对象控制系统的集成上移。在 SDA 架构的支撑下，启源 E07 有望为消费者提供极致的智慧出行体验。

图58：SDA 平台架构实现全球开创性产业化的中央+区域环网架构开发及车型搭载



资料来源：2023 长安科技生态大会

3.2、受 HI 模式深度赋能，拟入股车 BU 新公司有望与华为加深绑定

HI 合作模式下，长安阿维塔、深蓝受华为全栈智能汽车解决方案深度赋能。华为依托自身在 ICT 领域多年的技术积累，积极进军智能汽车领域，帮助车企造好车。截至 2023 年底，公司在智能汽车解决方案的研发方面累计已投入超 300 亿元，研发团队规模达 7000 人，并在智能驾驶、智能座舱、智能车控、智能车云等多个领域取得丰硕的研发成果：(1) ADS 3.0 采用端到端架构，将“BEV+GOD”网络合并为 GOD 大网，并引入 PDP 预决策规划一张网，实现全国有路就能开，并且体验更类人；(2) 鸿蒙 4.0 车机系统可实现六音区声源定位、多人多屏多音区并发控制、舱内眼球位置追踪及眼部状态识别、多屏多通道双向流转、多屏跨设备投屏。而公司为加快向智能科技公司转型，选择与华为展开深度合作，由华为提供智能汽车解决方案。2023 年 8 月 17 日，长安与华为签署全面持续深化战略合作框架协议，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，其中在数字化转型方面，双方将共同完成基于“新汽车·新生态”的长安总体数字化转型规划落地方案。其实，双方联手宁德时代合作打造的阿维塔 11 早已上市，旗下深蓝品牌与华为也已合作。在华为为行业领先的智能化技术赋能下，相关车型有望获得不错的销量表现。

表12：华为可为车企提供全栈智能汽车解决方案

功能	具体内容
乾崮 ADS 3.0	(1) 彻底去掉 BEV，基于 GOD 大网络实现从简单“识别障碍物”到深度“理解驾驶场景”。全系标配 192 线激光雷达、毫米波雷达、高清视觉感知摄像头及超声波雷达等 27 个感知硬件； (2) 端到端仿生大脑可以让信息无损传输、决策效率提升一倍，让决策更类人； (3) 升级算力为 5EFLOPS，训练数据量已达日行 3500 万公里，快速迭代； (4) 可以实现车位到车位智驾功能，打通停车场到公开道路，公开道路到园区，园区地面到地下，真正实现全场景贯通，而且驾控体验更加类人

功能	具体内容
Harmony OS 4.0 鸿蒙座舱	(1) 鸿蒙车机操作系统：六音区声源定位、多人多屏多音区并发控制、舱内眼球位置追踪及眼部状态识别、多屏多通道双向流转、多屏跨设备投屏； (2) 乾崮音响：围绕“智慧声学、智慧声场、智慧氛围”三角特性打造的智慧沉浸式车载音响系统； (3) 车载智慧屏：具备 2K 分辨率、87%屏占比的全面屏； (4) 鸿蒙座舱生态：自带华为车机应用市场，提供超过百款丰富的车机应用； (5) 乾崮车机模组：提供标准化接口，高性能 SOC，独立 NPU 以及新一代存储，保障系统长期安全可靠、流畅如新
乾崮车载光	(1) AR-HUD：拥有业界量产最大画幅 7.5 米处 70 英寸、10 米处 96 英寸，还拥有业界量产最高分辨率 1920x730 像素，可实现车道级 AR 导航、倒车影像、巨幕观影、数字精灵等功能； (2) 智能车灯模组：搭载首个 2K 车规级光学成像模组，采用车规级 LCoS、偏振组件、短焦镜头、三色 LED 光源； (3) 光场屏：突破车内物理空间限制，带来 3 米远、40 英寸的观影体验，有效降低视觉疲劳
乾崮车控	(1) iDVP 数字底座：分层解耦+SOA 服务化架构，通过提供南北向标准化 API 接口，实现多车型软件复用和快速迭代； (2) XMOTION：基于 iDVP 平台的车控原生应用，通过对整车 XYZ 方向运动的协同控制，实现安全、舒适、节能体验； (3) 热管理系统 (TMS)：降低能耗，为座舱提供舒适的体验
乾崮车云服	为智能汽车打造智能、安全、可靠的云端服务。为用户提供数字钥匙、远控、行车记录仪等优质的网联服务体验，以及 OTA 升级、车辆部件智能看护、远程故障诊断等覆盖车辆全生命周期的智能化服务

资料来源：华为官网、IT之家官网、新华网、开源证券研究所

图59：2023年8月17日，长安与华为签署全面持续深化战略合作框架协议，将在数字化转型等方面深度合作



资料来源：长安汽车公众号

图60：2023年12月25日，长安与华为签署投资合作备忘录，拟合资成立聚焦智能汽车解决方案的新公司



资料来源：长安汽车公众号

公司拟入股华为智能汽车解决方案新公司。公司拟与华为合资成立智能汽车解决方案新公司：(1) 2023年11月26日，长安与华为签署《投资合作备忘录》。华为拟成立1家从事汽车智能系统及部件解决方案的新公司，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，并将专用于目标公司业务范围内的相关技术、资产和人员注入至目标公司，华为原则上不从事与目标公司业务范围相竞争的业务。长安拟投资该目标公司，预计持股比例不超过40%，并且目标公司将对赛力斯等华为现有战略合作伙伴车企及有战略价值的车企等投资者逐步开放股权，成为股权多元化的公司。长安与华为计划在6个月内签署最终交易文件；(2) 2024年1月16日，深圳引望智能技术有限公司正式成立。引望即华为车BU成立的新公司，其落地是华为智能车业务更好地服务产业的第一步，将装载华为车BU目前的技术和资源，成立时还是华为全资，未来将逐步引入长安等投资者；(3) 2024年5月6日，长安公告称已基本完成对拟投资的引望公司项目涉及的财务、法务、业务与技术尽职调查，长安与华为正在就交易关键条款进行进一步协商，预计不晚于2024年8月31日签订最终交易文件。合资公司

落地的适度推迟主要由于华为智能车业务涉及多个车企、较为复杂，同时长安作为国企在重大投资项目的审批方面也存在一定的审核流程，但合作项目最终落地有望。

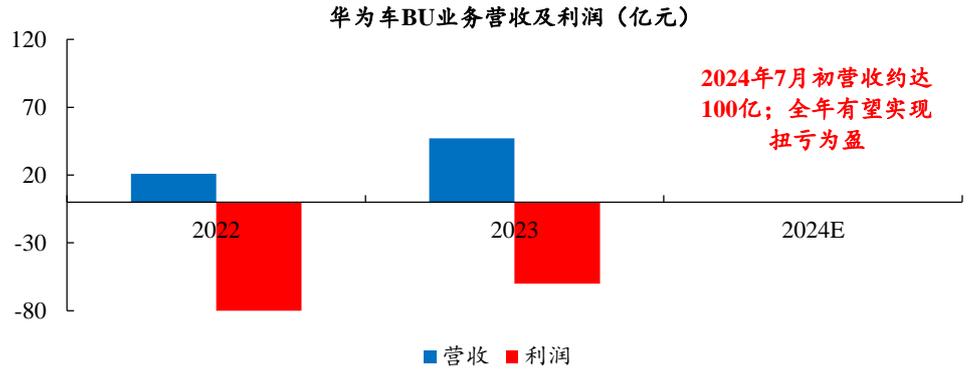
作为率先入股的车企有望获得更多技术赋能，远期还有望享受新公司业务规模扩大后带来的投资收益。公司作为率先入股车 BU 新公司的车企，有望获得更多华为行业领先的智能驾驶、智能座舱等技术赋能，有望在自身的超级增程技术基础上进一步提升产品力，在电动智能化领域形成明显竞争优势。华为作为国内领先的智能汽车解决方案供应商，技术持续进阶：**(1) 算法方面**，华为 ADS 3.0 实现端到端大模型上车，提供更拟人的驾驶决策，提升能力上限。而新一代华为鸿蒙座舱搭载千悟大模型，可实现舱内毫米级精准感知，主驾自适应调节，包括后视镜、方向盘、HUD 高度等，同时拥有盘古大模型、MindSpore 昇思计算框架、昇腾 AI 基础硬件平台硬件基础，打造 200+Apps 车机生态；**(2) 数据方面**，随着以问界为代表的智选车持续放量以及未来更多新车型的持续发布，华为得以持续积累训练数据，目前训练数据量已达日行 3500 万公里；**(3) 算力方面**，华为云端算力已达 5EFLOPS，明显领先于行业其他车企。同时，随着华为合作车型销量的快速增长，车 BU 有望实现扭亏为盈甚至更大规模的盈利，而长安作为率先入股的车企，远期有望获得投资收益。根据华为年报，2022、2023 年华为车 BU 的营收分别为 21 亿元、47 亿元，而根据 36 氪的数据，截至 2024 年 7 月初，车 BU 的营收已经达到 100 亿元，增长迅速。华为智能汽车解决方案 BU 董事长余承东也表示，过去几年，华为车 BU 持续亏损了 100 亿元、80 亿元，2023 年减亏 20 亿元至 60 亿元。得益于华为和合作伙伴打造的高端车型问界等的大卖，预计 2024 年车 BU 能够实现扭亏为盈。2024Q1，华为智选车业务已实现扭亏为盈，车 BU 还在接近扭亏盈亏平衡的边缘，预计从 4 月开始，能实现正向的发展。

图61：华为智能车业务朋友圈持续扩大，为智驾方案迭代提供源源不断的数据支持



资料来源：各公司官网、新浪汽车、懂车帝、汽车之家等、开源证券研究所

图62：2024年，随着合作车型的快速放量，华为车BU有望实现扭亏为盈



数据来源：证券时报公众号、36氪公众号、开源证券研究所

3.3、坚定推进“伙伴计划”，整合多方资源推动智能化领域加速发展

长安坚定推进“伙伴计划”，整合多方资源合作共进。为推动智能化领域的加速发展，长安联手科技企业、互联网以及供应商资源，打造开放性的智能化合作平台，如长安与百度在云计算、人工智能、大数据和物联网等领域进行深度合作，共建长安智算中心；长安与腾讯在智能座舱、导航及地图、自动驾驶、海外生态等方面达成战略合作，尤其是智能座舱软硬一体化产品已搭载至超过110万辆长安汽车上；长安与科大讯飞在智能车载语音技术、大数据分析、图像识别、车载多语种技术、车载音效技术、车载终端产品及车载应用平台等领域持续发力，共同打造多款明星车型；长安与阿里云合作，研发汽车垂域大模型，这款创新型交互应用或将在2024年搭载于长安即将上市的重磅车型启源E07上。多方强劲支撑下，公司扎实推动“北斗天枢”计划的顺利落地，向着智能科技出行公司转型迈出坚定的步伐。

表13：长安坚定推进“伙伴计划”，整合多方资源合作共进

合作对象	合作成果	合作内容
百度	云计算、人工智能、大数据和物联网等领域	长安与百度将在云计算、人工智能、大数据和物联网等领域进行深度合作。双方还将基于百度领先的文心大模型能力，在研产供销服等多领域帮助长安进一步提升智能化水平。同时，基于百度智能云的百舸·AI异构计算平台，长安和百度共建长安智算中心，计算能力达到142亿亿次/秒，在支持智能网联与自动驾驶研发等相关业务时，模型训练速度最高提升125倍
腾讯	智能座舱、导航及地图、自动驾驶、海外生态	(1) 智能座舱方面，以合资公司“梧桐车联”为桥梁，打造更贴近市场需求的软硬一体化座舱产品，已搭载至超过110万辆长安汽车上； (2) 导航及地图方面，推动面向人车共驾场景的下一代车载智能导航产品； (3) 自动驾驶方面，将在自动驾驶研发工具链和云平台建设方面共同探索可行的合作点； (4) 海外生态方面，发挥腾讯云及全球化生态资源优势，助力长安开拓海外市场
科大讯飞	智能车载语音技术、车载终端产品等	在智能车载语音技术、大数据分析、图像识别、车载多语种技术、车载音效技术、车载终端产品及车载应用平台等领域持续发力，共同打造多款明星车型，不断优化和升级用户体验
阿里云	汽车垂域大模型	基于阿里云通义大模型和百炼平台，长安正在结合汽车通用文本语料和业务语料，以座舱交互为应用核心，研发汽车垂域大模型，为用户提供更优质的产品体验。这款创新型交互应用或将在2024年搭载于长安即将上市的重磅车型启源E07上
地平线	J2芯片车型搭载、合资公司长线科技	合作始于2019年，彼时，长安新车UNI-T车型抢先搭载地平线J2芯片，该车上市后连续5个月实现销量破万；随后，长安与地平线成立合资公司长线科技，由地平线5号员工、副总裁兼软件平台产品线总裁余轶南任CEO，二者绑定程度更深

资料来源：百度公众号、中汽协官网、讯飞重庆公众号、阿里云公众号、爱普搜汽车公众号、开源证券研究所

3.4、首批获准 L3 级智驾试点，有望受益 Robotaxi 市场广阔发展空间

长安系国内首批 L3 级自动驾驶准入和上路通行试点车企，已在重庆科学城智能网联汽车示范区内投放 68 辆 Robotaxi。2024 年 6 月 4 日，工信部确定长安、北汽蓝谷、比亚迪、上汽、广汽等 9 家车企（联合体）首批获得 L3 级智能网联汽车准入和上路通行试点，其中长安获准在重庆展开测试。长安表示，凭借在智能化领域多年的深耕，公司在智能驾驶网约车方面已经具备了实现技术，目前正在推进中。2024 年 5 月 6 日，长安旗下车联科技与西部车网（重庆）签订网联赋能合作协议。双方将围绕科学城智能网联汽车示范区项目展开合作，共同探索“车路云一体化”系统架构设计和多种场景应用。双方将基于长安汽车产品技术规划，重点围绕示范区与长安汽车各类产品网联赋能展开探索，包括 L2、L3、L4 各级别智能驾驶产品的规模化道路测试及商业化运营探索。在科学城智能网联汽车示范区内投放 68 辆自动驾驶出租车，这将促进规模化示范应用和新型商业模式探索。无人驾驶出租车市场未来发展空间广阔，公司作为行业布局较早的车企，有望充分把握行业发展的红利。

图63：长安旗下车联科技携手西部车网探索智能网联汽车“车路云一体化”



资料来源：重庆日报官网

4、出海：海纳百川战略引领，产品出口及海外产能建设加速

公司发布海外战略“海纳百川”发展计划，剑指全球市场。2023 年 4 月的上海车展上，长安发布海外战略“海纳百川”计划，按下出海快捷键。公司目标到 2030 年，海外市场实现“四个一”的发展目标，即海外市场投资突破 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，并将长安打造成世界一流的汽车品牌。

图64：长安发布海外战略“海纳百川”发展计划，旨在实现“四个一”的发展目标



资料来源：新华网官网

(1) 加快产品和产能布局,把高品质的智能低碳产品布局全球。依托电动智能化领域的技术积累和传统车领域的长期积淀,公司计划到2030年推出不少于60款的全球产品。
1.推动“全球产品同步开发+区域差异化开发”相结合。2024年,长安将在东南亚市场导入阿维塔11、Lumin、启源E07等7款以上新能源产品,完成530个以上的渠道触点建设;在欧洲市场,将相继导入阿维塔11、深蓝S7等5款以上新能源产品;并加快进入澳新、南非、以色列等空白市场。未来,同一款车型将会有中国版、美洲版、欧洲版等多种版本,以针对性满足当地市场的需求。如南美洲和中东区域,仍将以传统汽车为主,而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;
2.致力于打造“全球经典车型”。到2030年,力争打造2款全球销量突破50万辆级的产品,打造不少于2款全球销量突破30万辆级的产品;
3.海外布局超过50万辆的产能。泰国基地首期产能10万辆,二期将增加至20万辆,还将适时在欧洲、美洲等地布局制造基地。

图65: 2023年,CS15/35/55/75/95、UNIK/T/V等10款车型畅销俄罗斯



资料来源:俄罗斯卫星通讯社官网

图66: 阿维塔双旗舰车型11/12已在泰国亮相



资料来源:IT之家官网

表14: 长安持续推动海外产能建设,长期有望更多依赖本土化供应

海外生产基地	年产能	简介
泰国基地	首期10万,二期增加至20万	将建成涂装、总装、发动机组、电池组生产车间以及相关配套设施,生产纯电动、插电式和增程式混合动力汽车。这些车型除在泰国本地销售外,还将出口至东盟地区、澳大利亚、新西兰、英国和南非等右舵市场
欧洲、美洲	-	尚处研究布局阶段
巴基斯坦基地	-	投产时间2019年6月;在产长安第三代悦翔等车型
马来西亚基地	-	在产M201、CM8、CV6、奔奔等车型
美国基地	-	CKD生产模式
越南基地	-	与VEAM合作,组建组装工厂
伊朗基地	25万	与伊朗第三大的汽车集团PIDF进行合作
乌克兰基地	-	-
墨西哥基地	-	在产奔奔、志翔、悦翔等车型
埃及基地	0.8万	联合埃及SIG集团旗下MMI工厂合作生产
尼日利亚基地	-	-
叙利亚基地	-	-

资料来源:人民网、新华网等、开源证券研究所

(2) 强化品牌建设布局。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，并持续强化企业品牌与产品推广的联动，加强深蓝品牌、阿维塔品牌海外建设。同时，加大海外市场广宣资源投入，提升长安汽车品牌影响力。

(3) 加强营销服务布局。到 2030 年，长安将在海外市场构建 20 余个本地化营销组织，海外网点数量突破 3000 家。并将积极探索效率高、成本低、用户体验好的直通直联新营销模式。

(4) 加快完善市场布局。公司着力推进“1+5+2”的全球布局，其中“1”是中国本土市场，这是长安的根基所在；“5”指东南亚、欧洲 2 个战略培育市场和独联体、中东非洲、中南美洲 3 个战略攻坚市场。战略培育市场将主要导入新能源车产品，战略攻坚市场则以销售传统燃油车为主；“2”是日韩和北美两个相对成熟且进入难度较大的区域，对此长安将持续跟踪、长远谋划、再适时进入。2024 年，长安将完成东盟和欧洲两大重点市场的进入，并用 2-3 年的时间完成欧洲主要市场的布局。2030 年之前，公司将进入全球 90% 以上的市场。具体来看，(1) 东南亚市场：公司将建成首个集研、产、供、销、运于一体的基地，并辐射全球右舵市场，同时在 2024 年底实现澳新市场的布局，2030 年目标销量将达 30 万辆；(2) 欧洲市场：2024 年将完成深蓝、启源、阿维塔三大新能源品牌的发布，完成欧洲公司的设立，并将同时研究布局生产基地。2027 年前欧洲市场将共计导入 6 款新能源车型，2030 年目标销量将达到 30 万辆；(3) 中南美洲市场：聚焦燃油车领域，以墨西哥市场为锚点，辐射该区域，已在墨西哥设立销售公司，同时 2024 年将在该区域完成深蓝、启源、阿维塔三大新能源品牌的发布，目标到 2030 年在该区域的销量达到 20 万辆；(4) 中东非洲区域：在燃油车的基础上，2024 年将在该区域导入深蓝、阿维塔、长安启源三大新能源品牌，并将完成中东子公司的设立以及中东备件中心库的建设。到 2030 年，中东非洲目标销量将达到 20 万辆。

图67：长安着力推进“1+5+2”的全球布局



资料来源：观察者网官网

(5) 加强组织、人才布局。公司将加强组织建设，基于市场布局，成立东南亚事业部、欧洲区域总部，还将适时在美洲、非洲等区域建立区域总部。同时，加强人才引进，将在全球范围内引进国际化人才，加大海外各区域本地化人才招聘。截至 2023 年 4 月，长安已构建起“六国十地”的全球研发布局，建设有 16 个技术、产品研发

中心，拥有全球 30 个国籍的工程技术团队 1.7 万余人。人才队伍的储备为公司的全球化新产品研发提供重要支撑。

海外销量快速增长，相比奇瑞等头部车企还存在较大发展空间。2022 年以来，公司在海外市场的销量持续快速增长，2024 年前 7 月自主品牌海外销量同比增长 67.65%，预计主要由独联体、中东、北非等市场贡献，以燃油车为主。但相比奇瑞等头部车企，长安的海外销量还有较大发展空间。随着后续公司加速开拓市场、建设产能、导入新能源品牌等，海外市场销量有望更上一层楼。

图68：2022 年以来，长安自主品牌海外销量快速增长

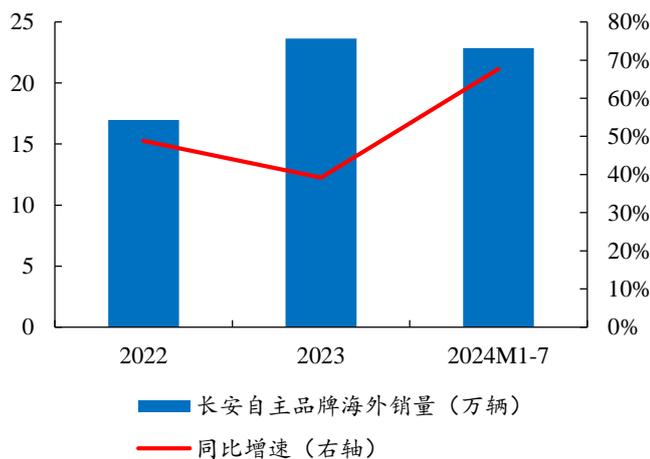
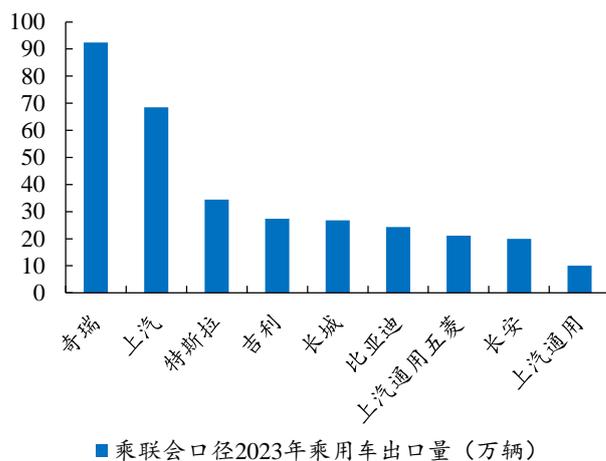


图69：相比奇瑞等头部车企，长安海外销量还有较大发展空间



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：第一财经官网、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

盈利预测

公司在燃油车时代打造了 CS 系列、UNI 系列等爆款产品，其中 CS75 PLUS 等多款产品至今依旧畅销，而独联体、中东等海外市场的持续开拓为公司燃油车底盘提供一定的支撑，从而有利于公司电动化转型阶段的平稳过渡。同时，公司严格执行国资委对汽车央企新能源业务市占率、技术等方面单独考核的要求，积极推出深蓝、启源、阿维塔三大新能源品牌。随着相关品牌新车型的持续推出，进而带动销量的明显增长，有望实现扭亏，为公司贡献长期业绩增量。因此，我们做出如下关键假设：

(1) 深蓝：深蓝 SL03 及 S7 上市后稳态总月销破万，表现相对较好。而受华为智能化技术深度赋能的 S07 已上市，L07、S05 有望在 2024 年内陆续上市，同时兼顾舒适性与通过性的 G318 也有望在城市轻越野市场取得不错的销量表现。此外，深蓝将积极布局东南亚、欧洲等海外市场，也有望获得新的销量增长点。因此，我们假设深蓝的销量将从 2023 年的 12.9 万辆分别增长至 2024/2025/2026 年的 18.1/29.0/35.1 万辆。2023 年深蓝并表对公司业绩有一定的影响，后续新车型的快速放量有望为公司贡献利润。

(2) 启源：启源 A05、A07、Q05 等车型已经上市，峰值月销破万。数智可变新汽车 E07 也有望于年内上市，凭借新奇的外观及多元化的用途，有望迎来不错的销量表现。启源目标 2025 年前推出 10 款新车，车型矩阵的丰富有利于品牌覆盖更多的客群。同时，启源也在逐步推进出海进程，也有望为品牌带来销量增量及更强的盈

利能力。因此，我们假设启源品牌的销量将从 2023 年的 1.0 万辆分别增长至 2024/2025/2026 年的 17.0/29.9/36.4 万辆。

(3) 阿维塔：尽管当前阿维塔 11/12 车型的月销量不佳，但后续有望缓解决消费者续航里程焦虑的增程版车型以及阿维塔 07/E16 新车型上市后，将形成双动力形式、价位段更丰富的车型矩阵，叠加出海业务逐步开拓，有望带动阿维塔销量的增长，推动公司品牌向上。因此，我们假设阿维塔品牌的销量将从 2023 年的 2.6 万辆分别增长至 2024/2025/2026 年的 8.0/21.2/27.2 万辆，有望逐步扭亏并为公司贡献投资收益。

(4) 自主燃油车板块：受新能源车强产品力及使用经济性的冲击，公司 2024 年 CS、UNI、欧尚系列等的销量受到冲击，并且预计该趋势将会延续。但公司自主燃油车板块也在持续迭代以延续竞争力，并且公司持续开拓燃油车渗透率较低的独联体、中东等海外市场，有望延缓自主燃油车板块销量下滑的趋势，从而为公司稳步推进新能源转型提供销量支撑、资金来源。

(5) 合资燃油车板块：受自主新能源车型的冲击，公司合资品牌长安福特、长安马自达的燃油车销量后续预计将持续受到影响，对公司业绩造成一定的影响，而自主品牌利润将逐步成为公司业绩的主要增长点。

(6) 毛利率：受 2024 年行业降价潮的影响，公司 2024 年毛利率预计仍偏低，但高端车型及海外市场的放量预计将对公司毛利率起一定的提振作用，因此我们假设 2024-2026 年公司毛利率将小幅提升，分别为 19.4%/19.7%/19.9%。

表15：长安汽车业绩拆分与盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1212.53	1512.98	1850.45	2261.87	2566.44
同比增速		24.8%	22.3%	22.2%	13.5%
毛利	248.45	277.75	359.54	445.83	511.60
毛利率		18%	19.4%	19.7%	19.9%
整车业务	1140.67	1453.04	1790.45	2201.87	2506.44
同比增速		27.4%	23.2%	23.0%	13.8%
毛利	224.64	261.70	344.54	431.43	497.80
毛利率		18%	19%	20%	20%
外协加工业务	71.86	59.94	60	60	60
同比增速		-16.6%	0.1%	0.0%	0.0%
毛利	23.81	16.05	15	14.4	13.8
毛利率		27%	25%	24%	23%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

我们选取比亚迪、长城汽车、上汽集团、广汽集团、赛力斯作为可比公司，主要理由如下：（1）比亚迪、长城汽车、上汽集团、广汽集团主营收入来源均为乘用车销售，并加速电动智能化转型，其中比亚迪已完成 100% 新能源化，智能化领域通过自研与合作并举的方式积极跟进，出海业务持续开拓；长城汽车通过坦克品牌及出海业务贡献主要业绩增量，智能化领域加速自研城市 NOA 功能的落地及与华为的智能座舱合作；上汽集团、广汽集团均为国企，旗下均有新能源品牌引领电动化转型，智能化领域也在持续探索；（2）赛力斯同样为传统车企转型的代表，更重要的是与华为合作最为成功的车企，通过问界系列产品迎来销量及业绩的快速增长，彰显华为智能化领域的技术实力及品牌影响力。我们预计长安汽车 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 89.43/120.62/156.23 亿元，对应 EPS 分别为 0.90/1.22/1.58 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 13.8/10.2/7.9 倍，低于可比公司均值的 17.4/13.2/11.0 倍。

公司作为新能源转型方面领先的央企，在新能源渗透率相对较低的主流价位段推出分别定位年轻科技的深蓝、主流家用的启源品牌，并通过高端智能汽车品牌阿维塔引领公司品牌向上。在阿维塔、深蓝品牌的发展过程中，除公司自身整车制造、插混/增程等方面的技术积累外，华为智能化技术的深度赋能为其产品力的增强做出重要贡献，而公司拟入股华为智能汽车解决方案新公司则有望在技术赋能等方面占据先发优势。随着相关品牌新车型的持续推出，进而带动销量的持续增长，在规模效应的作用下，公司新能源品牌有望实现扭亏乃至贡献长期重要盈利增长点。同时，公司自主燃油车板块也在加速产品迭代，旨在延续爆款产品的竞争力，从而为公司贡献较为可观的盈利来源，为电动化转型阶段的平稳过渡提供重要支撑，而合资燃油车品牌方面也在加速处置对公司业绩造成拖累的落后资产。此外，公司积极布局全球，在独联体、中东等地持续投放传统燃油车，以尽可能稳住其销量基盘，同时将加速布局东南亚、欧洲等市场，为三大新能源品牌的发展打开空间。因此，我们看好公司在新能源转型加速、华为深度赋能、海外加速布局背景下未来销量增长及盈利能力提升的潜力，维持“买入”评级。

表16：可比公司盈利预测与估值（截至 2024/8/21）

股票代码	公司简称	最新收盘价	EPS (元)			P/E		
		(元)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002594.SZ	比亚迪	241.00	12.8	16.1	19.7	18.9	15.0	12.2
601633.SH	长城汽车	22.44	1.5	1.8	2.1	14.7	12.3	10.5
600104.SH	上汽集团	12.84	1.3	1.4	1.5	10.0	9.2	8.6
601238.SH	广汽集团	7.42	0.5	0.6	0.7	14.5	12.6	11.4
601127.SH	赛力斯	82.99	2.9	4.8	6.8	28.8	17.2	12.2
	平均					17.4	13.2	11.0
000625.SZ	长安汽车	12.45	0.9	1.2	1.6	13.6	10.0	7.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：长城汽车盈利预测来自开源证券研究所，其余来自 Wind 一致预期）

6、风险提示

(1) 汽车行业需求不及预期：汽车行业整体需求不足会影响公司的销量，进而对影响公司营收增长及规模效应的发挥。

(2) 新能源车销量增速不及预期：公司加速电动化转型，推出三大新能源品牌，若新能源车需求不及预期，将对相关品牌的扭亏乃至盈利造成限制。

(3) 智能化渗透率不及预期：公司在新能源转型过程中通过自研及与华为合作等方式以智能化作为重要产品竞争力，若行业智能化渗透率不及预期，将影响相关车型的销量。

(4) 行业竞争加剧：若行业竞争加剧，将给公司的销量表现、盈利能力带来风险。

(5) 原材料价格大幅波动：原材料价格大幅波动将对公司的毛利率产生重要影响。

(6) 海外汽车需求不及预期：出口是稳固公司传统燃油车基盘及放大新能源品牌增长空间的重要驱动力，若海外汽车需求不及预期，将对公司汽车出口量产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	102076	130935	102665	129437	138119
现金	53530	64871	79341	96981	110040
应收票据及应收账款	38918	40070	0	0	0
其他应收款	1261	894	1742	1480	2176
预付账款	750	288	981	570	1190
存货	5823	13466	9816	18543	13545
其他流动资产	1793	11346	10785	11863	11168
非流动资产	43973	59236	62720	66386	67790
长期投资	14407	13787	12789	12478	13445
固定资产	19347	19994	25636	30828	32483
无形资产	5170	17287	16084	14812	13664
其他非流动资产	5050	8167	8211	8267	8198
资产总计	146049	190171	165385	195823	205908
流动负债	75359	103239	73852	95609	92708
短期借款	29	30	43556	64818	60074
应付票据及应付账款	51522	75747	0	0	0
其他流动负债	23808	27463	30296	30790	32634
非流动负债	7740	12248	12120	11975	11726
长期借款	1036	1072	943	798	550
其他非流动负债	6705	11177	11177	11177	11177
负债合计	83100	115488	85973	107584	104435
少数股东权益	91	2830	2017	1553	1872
股本	9922	9917	9917	9917	9917
资本公积	8533	8251	8251	8251	8251
留存收益	44908	53894	58783	66032	76497
归属母公司股东权益	62859	71853	77395	86685	99602
负债和股东权益	146049	190171	165385	195823	205908

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5666	19861	-15624	10841	30710
净利润	7745	9502	8130	11598	15942
折旧摊销	3887	5228	6207	7653	9110
财务费用	-1017	-897	840	1094	1497
投资损失	769	-3050	379	-309	-1586
营运资金变动	-6946	7880	-30425	-8734	6128
其他经营现金流	1229	1200	-755	-461	-380
投资活动现金流	-2954	-6208	-9219	-10475	-8456
资本支出	1405	2824	10689	11629	9547
长期投资	-3095	-2242	999	311	-967
其他投资现金流	1546	-1142	472	843	2057
筹资活动现金流	224	-2128	-4214	-3988	-4450
短期借款	10	1	43526	21262	-4745
长期借款	436	36	-128	-145	-249
普通股增加	2290	-5	0	0	0
资本公积增加	-1243	-282	0	0	0
其他筹资现金流	-1267	-1879	-47612	-25105	544
现金净增加额	2974	11435	-29057	-3622	17804

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	121253	151298	185045	226187	256644
营业成本	96410	123523	149091	181604	205484
营业税金及附加	4102	4758	6534	7824	8673
营业费用	5138	7645	9067	10631	11549
管理费用	3532	4098	4811	5542	6159
研发费用	4315	5980	7309	8708	9624
财务费用	-1017	-897	-840	-1094	-1497
资产减值损失	-946	-814	-555	-452	-257
其他收益	530	1644	626	783	896
公允价值变动收益	4	-19	515	136	159
投资净收益	-769	3050	-379	309	1586
资产处置收益	75	441	336	399	313
营业利润	7634	10447	7839	11883	16262
营业外收入	129	170	123	138	140
营业外支出	54	28	53	44	45
利润总额	7708	10589	7909	11977	16357
所得税	-37	1087	-221	379	415
净利润	7745	9502	8130	11598	15942
少数股东损益	-54	-1826	-813	-464	319
归属母公司净利润	7799	11327	8943	12062	15623
EBITDA	10059	13943	13846	20837	26707
EPS(元)	0.79	1.14	0.90	1.22	1.58

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	15.3	24.8	22.3	22.2	13.5
营业利润(%)	104.6	36.9	-25.0	51.6	36.8
归属于母公司净利润(%)	119.5	45.2	-21.0	34.9	29.5
获利能力					
毛利率(%)	20.5	18.4	19.4	19.7	19.9
净利率(%)	6.4	7.5	4.8	5.3	6.1
ROE(%)	12.3	12.7	10.2	13.1	15.7
ROIC(%)	9.3	10.3	6.3	8.2	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	56.9	60.7	52.0	54.9	50.7
净负债比率(%)	-79.1	-81.0	-39.5	-31.6	-45.3
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.3	1.0	1.1	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.3	1.3
应收账款周转率	51.1	55.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	3.6	7.8	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.14	0.90	1.22	1.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	2.00	-1.58	1.09	3.10
每股净资产(最新摊薄)	6.34	7.25	7.80	8.74	10.04
估值比率					
P/E	15.5	10.7	13.6	10.0	7.8
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.1	4.5	6.6	4.5	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn