

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

电动化、智能化、出海齐发力，长安自主崛起

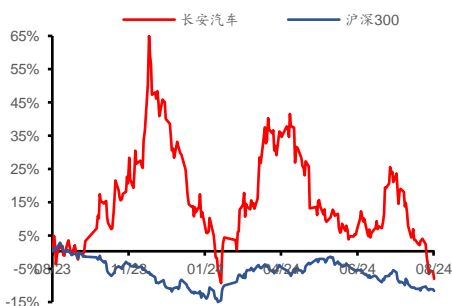
买入 (首次)

行业： 汽车
日期： 2024年08月28日分析师： 仇百良
E-mail: qiubailiang@shzq.com
SAC 编号: S0870523100003
分析师： 李煦阳
E-mail: lixuyang@shzq.com
SAC 编号: S0870523100001
联系人： 刘昊楠
Tel: 021-53686194
E-mail: liuhaonan@shzq.com
SAC 编号: S0870122080001

基本数据

最新收盘价 (元) 11.68
12mth A 股价格区间 (元) 11.68-21.48
总股本 (百万股) 9,917.29
无限售 A 股/总股本 82.83%
流通市值 (亿元) 1,151.14

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

长安汽车三次创业，自主品牌持续茁壮成长。公司近五年销量逐年递增，2023 年总销量 255.31 万辆，同比+8.82%；2024 年 1-6 月销量 133.41 万辆，同比+9.74%。自主品牌助力业绩增长，营收水平提高。2023 年公司实现营收 1512.98 亿元，同比+24.78%，2024Q1 营收 370.23 亿元，同比+7.14%。

“香格里拉”书写电动化转型新篇章。公司新能源技术路线全面布局，纯电、插混、增程都有储备并应用于主流车型，插混布局蓝鲸IDD 平台、增程布局长安原力、插混与增程并举布局新蓝鲸动力。2023 年公司自主品牌中PHEV占比为11.45%，2024年1-6月PHEV占比达到14.30%。我们认为，公司在PHEV赛道布局较早，未来有望成为公司自主品牌销量增长的主要动力。

自研+合作，双线布局智能化。公司通过SDA构架+诸葛智能打造自身的智能化平台，与华为、宁德时代合作推出CHN平台并打造阿维塔高端车型。公司与华为签署《投资合作备忘录》，将入股华为新公司，实现深度协同和战略合作。阿维塔产局矩阵加速，已上市阿维塔11、阿维塔12两个车型，阿维塔07有望2024年内上市。

海外市场布局加快，构筑销量第二增长曲线。公司提出海纳百川战略，预计2030年海外市场投资突破100亿美元、年销量突破120万辆，目前泰国基地已开工建设、首期产能10万辆。2023年实现自主品牌出口23.64万辆，同比+39.23%，出口占总销量的9.26%。2024年1-6月自主品牌出口20.32万辆，同比+74.85%，占比公司总销量15.23%。

■ 投资建议

我们认为公司电动化转型顺利，与华为合作赋能智能化进一步发展，未来新产品具备较强竞争力，海外出口贡献新增量，公司销量及利润有望稳步增长。预计 2024-2026 年分别实现归母净利润 72.44/90.55/109.65 亿元，同比分别-36.05%/+25.00%/+21.10%。2024 年 8 月 27 日收盘价对应的 PE 分别为 15.99X/12.79X/10.56X。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

汽车行业景气度波动风险；原材料、元器件价格波动及市场供应不足的风险；供应链稳定性风险；海外经营风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	151298	178914	202360	228922
年增长率	24.8%	18.3%	13.1%	13.1%
归母净利润	11327	7244	9055	10965
年增长率	45.2%	-36.1%	25.0%	21.1%
每股收益 (元)	1.14	0.73	0.91	1.11
市盈率 (X)	10.23	15.99	12.79	10.56
市净率 (X)	1.61	1.50	1.38	1.26

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024 年 08 月 27 日收盘价)

目 录

1 长安汽车三次创业，自主品牌持续茁壮成长	4
1.1 百年奋斗，三次创业，向智能低碳出行科技公司转型	4
1.2 自主品牌发力，营收快速提升	6
1.3 央资背景，管理层经验丰富	7
2 “香格里拉”书写电动化转型新篇章	8
2.1 插混和增程兼备，混动技术全面	8
2.2 五年磨一剑，EPA 全电平台助力电动化更进一步	10
3 自研+合作，双线布局智能化	12
3.1 SDA 构架+“诸葛智能”，打造自主智能化	12
3.2 合作华为，赋能智能化发展	14
4 海外市场布局加快，构筑销量第二增长曲线	17
4.1 公司海外出口销量及占比持续提升	17
4.2 “海纳百川”计划加速全球化布局	18
5 盈利预测与投资建议	20
5.1 盈利预测	20
5.2 投资建议	20
6 风险提示	22

图

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司主要整车产品品牌	5
图 3：长安旗下主要新能源品牌和车型	5
图 4：公司汽车销量情况	6
图 5：自主品牌销量情况	6
图 6：公司总营收及增速	6
图 7：公司归母净利润及增速	6
图 8：中国兵器装备集团为实际控制人，合计占股 39.64% (截至 2024 年 3 月 31 日)	7
图 9：公司自主 PHEV 车型销量增速高于行业增速（万 辆，%）	9
图 10：公司自主 PHEV 销量占比国内 PHEV 总销量	9
图 11：公司自主品牌中 PHEV 车型占比	9
图 12：公司主销插混车型月度销量（单位：辆）	10
图 13：全球首款全电数字平台 EPA1	11
图 14：SDA 架构让汽车从移动机器到“智能汽车机器人”	12
图 15：长安启源 E07 外观、内饰图	13
图 16：诸葛智能 4+12 交互策略脑	13
图 17：智选模式合作品牌	14
图 18：公司与华为合作的历程	15
图 19：阿维塔 11 外观图	15
图 20：阿维塔 11 内饰图	15

图 21: 阿维塔 12 外观图	16
图 22: 阿维塔 12 内饰图	16
图 23: 阿维塔 07 外观图	16
图 24: 汽车出口占比稳步提升 (万辆, %)	17
图 25: 汽车出口增速高于国内增速	17
图 26: 2023 年整车出口前十车企销量 (万辆)	17
图 27: 公司自主品牌出口稳步提升	18
图 28: 2024 上半年自主品牌出口同比+74.85%	18
图 29: “海纳百川”计划“四个一”的发展目标	18

表

表 1: 公司主要高管基本情况	7
表 2: 新蓝鲸动力全域全场景动力解决方案	8
表 3: 公司主要在售混动车型	9
表 4: 公司分业务盈利预测	20
表 5: 可比公司估值	21

1 长安汽车三次创业，自主品牌持续茁壮成长

1.1 百年奋斗，三次创业，向智能低碳出行科技公司转型

长安汽车前身是李鸿章于 1862 年创办的上海洋炮局，负责生产军工产品，战争期间迁至到过苏州、南京，最终定址在重庆。1957 年军转民时期，中央兵工总局国营四五六厂（长安机器制造厂）在兵器部要求下开始试制国内第一辆军用吉普车，开启造车之路。

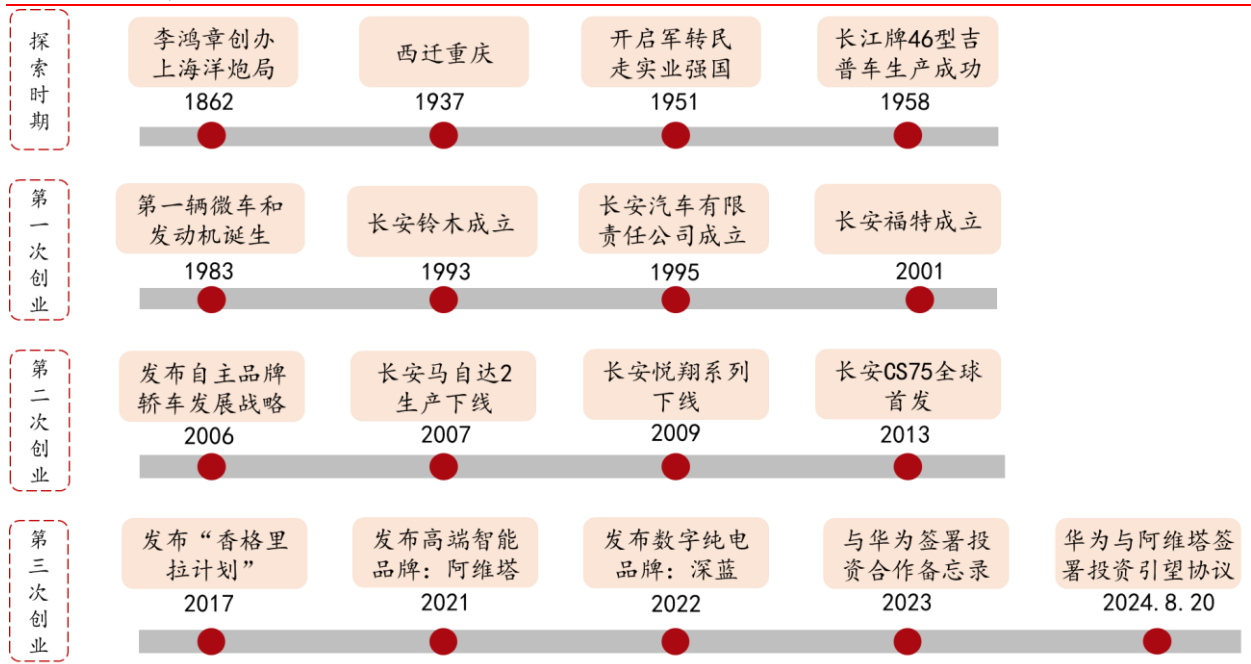
第一次创业：20 世纪 80 年代初，公司开始追逐汽车梦，通过技贸合作结缘汽车，先后与铃木、福特、马自达、标致雪铁龙合作，实现优势互补。1983 年，第一辆微车和发动机在长安诞生。

第二次创业：2006 年，开启进军乘用车市场，并确定了强化自主研发的发展道路，在 2014 年成为第一家销量突破 1000 万中国车企品牌。

第三次创业：2017 年，公司开始“第三次创业”，将文化、效率和软件能力打造成核心竞争力，向智能低碳出行科技公司转型。

- 新能源领域，2017 年发布“香格里拉计划”，2022 年发布“深蓝汽车”，目前已掌握新能源“大三电”等核心技术。
- 智能化领域，2018 年发布“北斗天枢计划”，2022 年发布智能品牌“诸葛智能”，目前已掌握视觉感知、多模融合等技术。
- 针对海外市场，2023 年公司发布“海纳百川战略”，加快自主品牌出海。2023 年自主品牌海外销量 23.64 万辆，同比 +39.23%（公司 2023 年销量 255.31 万辆，同比 +8.82%）。

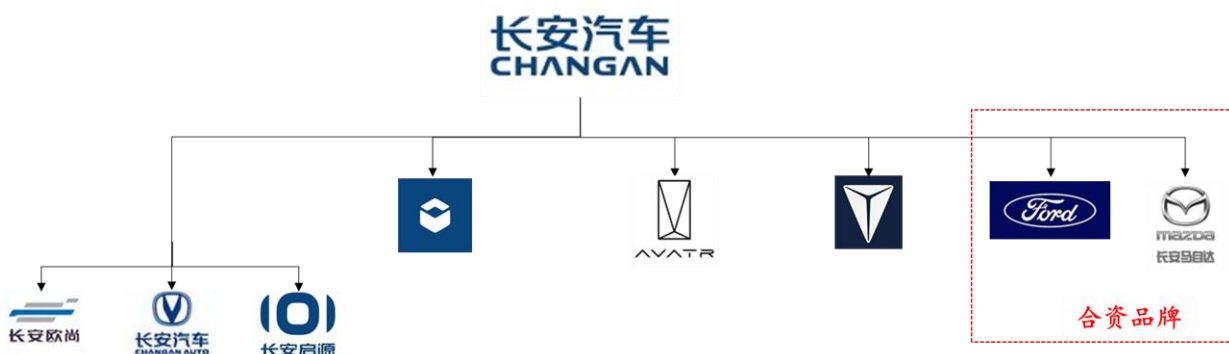
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，汽车行业关注，金融界，公司官方公众号，大众侃车，中国经济网，上海证券研究所

经典燃油+新能源两翼齐飞，加速布局智能化电车。公司旗下品牌可分为长安、深蓝、阿维塔、凯程、长安马自达和长安福特六大系列。长安品牌又分为长安（CS系列、UNI系列等）、欧尚和全新电动化序列启源；深蓝主打年轻、科技的新能源市场，阿维塔定位高端新能源品牌；凯程定位皮卡和智慧物流品牌；长安马自达和长安福特是合资品牌。

图 2：公司主要整车产品品牌



资料来源：公司各品牌公众号，电车有的聊、车主指南，上海证券研究所

加速新能源布局，2023 年公司自主品牌新能源汽车销量 47.40 万辆，同比+74.77%，2024 年 1-6 月销量 29.91 万辆，同比+69.87%。“香格里拉计划”提出：至 2020 年，完成三大新能源专用平台的打造；2025 年，全面停止销售传统意义燃油车，实现全谱系产品的电气化。公司各品牌加快新能源车型布局，均已有多款具备竞争力的新能源车型。

图 3：长安旗下主要新能源品牌和车型

品牌	长安旗下各品牌新能源车型			类别
	 Lumin	 CS75 PLUS智电 iDD	 UNI-V智电 iDD	纯电 插混
	 启源 A07	 启源 A05	 启源 Q05	增程 插混 纯电
	 深蓝 SL03	 深蓝 G318		纯电 增程 氢燃料
	 阿维塔 11	 阿维塔 12		纯电
	 奔奔 E-Star	 欧尚 Z6 新能源		纯电 插混

资料来源：新浪汽车，有驾网，公司各品牌公众号，上海证券研究所

1.2 自主品牌发力，营收快速提升

公司近五年销量逐年递增，根据 wind 数据统计，2023 年总销量 255.31 万辆，同比+8.82%；2024 年 1-6 月销量 133.41 万辆，同比+9.74%。

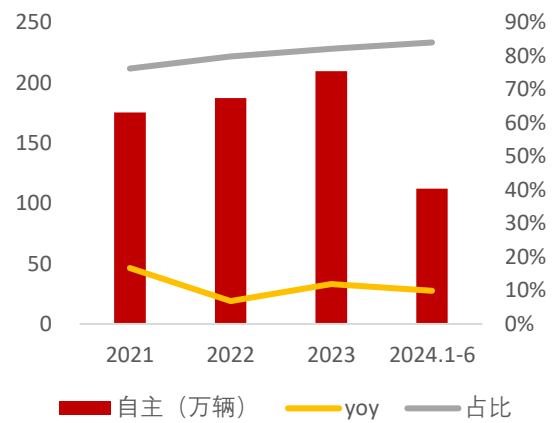
自主品牌助力公司销量稳步提升。2023 年公司自主品牌销量达到 209.78 万辆，同比+11.91%，占比 82.17%；2024 年 1-6 月自主品牌销量为 112.13 万辆，同比+9.88%，占比提升至 84.06%。

图 4：公司汽车销量情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5：自主品牌销量情况



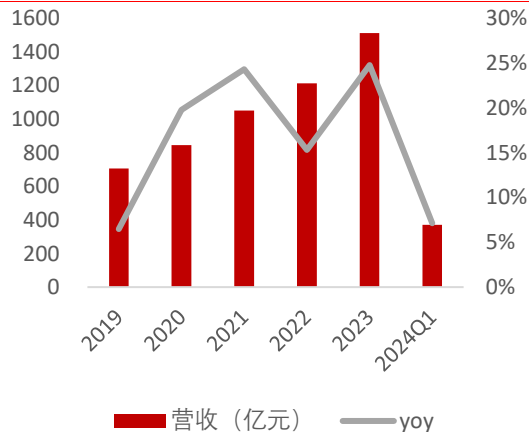
资料来源：Wind，上海证券研究所

公司营业收入稳步提升，至 2023 年达到 1512.98 亿元，同比+24.78%。2024Q1 营收 370.23 亿元，同比+7.14%。

2023 年和 2024Q1 分别实现归母净利润 113.27/11.58 亿元，同比+45.25%/-83.39%。其中 2023 年 Q1 归母净利润/扣非归母净利润分别为 69.70 亿/14.81 亿，主要系公司取得深蓝汽车控制权产生了 50.21 亿的投资收益。

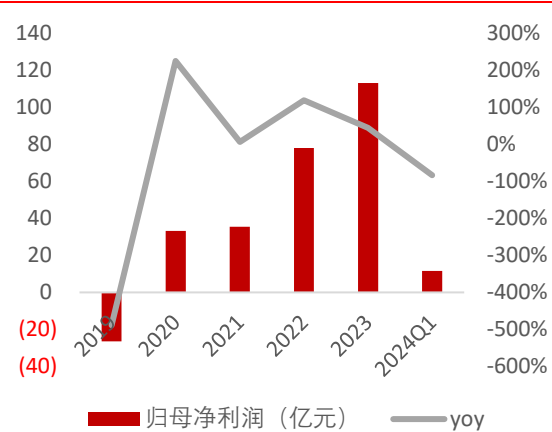
公司盈利能力承压，2022/2023/2024Q1 年公司毛利率分别为 20.49% / 18.36% / 14.41%。

图 6：公司总营收及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：公司归母净利润及增速



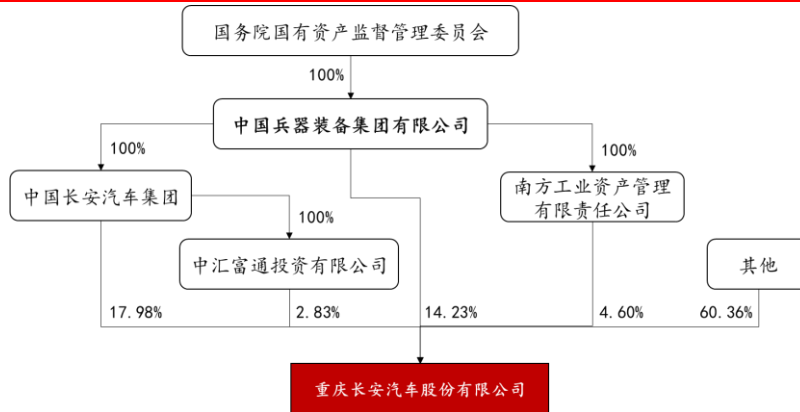
资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 央资背景，管理层经验丰富

中国兵器装备集团为实际控制人，截至 2024 年 3 月 31 日共计持股 39.64%。公司主要股东均为国有独资公司和央企，公司结构清晰、稳定，利于公司发展战略的制定和实施。

公司现任管理层团队具备丰富的专业背景，管理岗位工作经验丰富，且在公司任职多年，有助于公司长期稳定发展。

图 8：中国兵器装备集团为实际控制人，合计占股 39.64%（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，企查查，上海证券研究所

表 1：公司主要高管基本情况

姓名	职务	主要履历
朱华荣	董事长、党委书记	曾任长安公司技术部副部长、汽车制造厂总工程师、公司总裁助理兼技术中心主任、科技委主任、公司副总经理、工程研究院院长，长安汽车副总裁、党委书记，中国长安党委副书记，长安汽车总裁，中国长安董事。
王俊	总裁、党委副书记	曾任长安公司汽车工程研究院副院长、产品策划处处长，销售有限公司市场部产品管理处经理，市场部部长，商用车事业部党委书记、总经理。
张德勇	总会计师	曾任兵器装备集团自动化研究所财务处处长、所长助理，兵器装备集团财务部财务处副处长（挂职），重庆长江电工有限责任公司董事、总会计师、党委委员，兵器装备集团财务部副主任（挂职），长安工业董事、总会计师、党委委员，长安汽车执行副总裁、公司总法律顾问。
叶沛	执行副总裁、长安品牌事业部总经理	曾任南京长安总经理助理，长安汽车质量部副部长、公司办公室副主任，南京长安总经理、党委书记，商用车事业部副总经理，公司总裁助理、战略规划部部长、党支部书记，轿车销售事业部总经理、党委书记，乘用车营销事业部总经理、党委书记，长安汽车副总裁、乘用车运营管理委员会主任、欧尚运营管理委员会主任。
陈伟	执行副总裁、首席合规官	曾任长安汽车制造厂副厂长、厂长、党委书记，长安福特人事副总裁、纪委书记，长安汽车制造物流部部长、党支部书记、公司 OTD 项目总监，北京长安汽车公司总经理、党委书记、北京研究院建设项目总监，重庆铃耀汽车有限公司党委书记，长安汽车副总裁、乘用车管理委员会副主任、欧尚运营管理委员会副主任。
李名才	执行副总裁、两化融合管理者代表	曾任长安汽车海外事业发展部总经理助理兼销售大区经理、海外事业发展部副总经理、国际公司总经理，海外事业发展部常务副总经理、俄罗斯 JV 项目总监、巴西项目组组长、海外事业部总经理，长安汽车副总裁、总法律顾问。
杨大勇	执行副总裁、长安福特党委书记	曾任长安汽车市场部副部长，商用车事业管理部副部长、部长，品牌公关部部长、党支部书记、公司新闻发言人，高端车品牌项目组组长高级项目总监，智能化产业发展项目组组长高级项目总监，长安新能源总经理、党委书记，长安汽车副总裁。
彭陶	执行副总裁、长安凯程董事长	曾任长安汽车产品策划部副部长、常务副总经理、党支部书记，乘用车营销事业部常务副总经理、总经理、党委书记，长安汽车副总裁。
张晓宇	执行副总裁	曾任长安汽车动力研究院英国研发中心副总经理、总经理，动力研究院副总经理、公司 H13T 项目总监、NE 系列动力总成项目总监，动力研究院总经理，产品开发二部总经理，长安前瞻技术研究院总经理，公司副总裁。

资料来源：公司年报，上海证券研究所

2 “香格里拉”书写电动化转型新篇章

2.1 插混和增程兼备，混动技术全面

公司混动技术插混和增程多线布局，2024年3月最新推出的新蓝鲸动力方案，实现插混、增程可自由切换。

2022年3月，公司发布首款搭载长安蓝鲸 iDD 混动系统的车型长安 UNI-K iDD。蓝鲸 iDD 混动系统定位全域高效的电气平台，其具备全温域、全速域、全场域和全时域四大特点。

2022年11月公司发布“原力”增程技术品牌，最终可以实现1200km的超长续航，首搭车型深蓝 SL03。

2024年3月公司发布新蓝鲸动力，新蓝鲸动力具备插混、增程双模式的功能，2024年上市的新车型长安 UNI-Z、深蓝 G318 均有搭载。

长安汽车发布新蓝鲸动力，摒弃单一技术路径的争论，开创行业先河打造全域全场景动力解决方案。围绕“发动机+三电”根技术，通过“积木式”动力模组化开发，将发动机、电机、电控、增程器等一体化创新提升。作为长安汽车的动力根技术，新蓝鲸动力将助力智电 iDD、数智 AI 电驱以及超级增程三大动力系统的技术不断提升，智电 iDD 将省上加省，数智 AI 电驱将越用越优，超级增程将好上加好。

表 2：新蓝鲸动力全域全场景动力解决方案

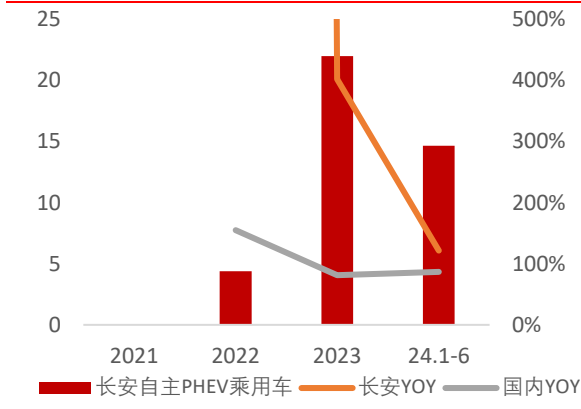
技术	亮点
发动机	凭借 500bar 的超高压燃油喷射系统、1.45 行程缸径比以及 150mJ 高能点火技术，新蓝鲸发动机的量产热效率达到了惊人的 44.28%，这一数字在全球范围内处于顶尖水平。新蓝鲸发动机的极限不止于此，经过实验室测试，储备热效率更可达到惊人的 47.03%。
双电机电驱	实现一套动力系统可自由选择并一键锁定插混、增程双模式的功能。用户只需一套硬件，就可以轻松切换两种不同的动力模式，享受更加灵活多样的驾驶体验；在增程器方面，新蓝鲸动力实现一升油可发 3.63 度电的全球领先油电转化率，为用户带来了更高的燃油经济性和更长的续航里程。
动力控制系统	全球独创的 iEM 高阶智慧动力控制系统，包含进阶 A-ECMS 算法、动力源全域管理技术、全地形驾驶自适应控制技术。能够基于导航的动态能量管理，让用户在不同路况场景中轻松应对。

资料来源：搜狐汽车，汽车城市通，上海证券研究所

公司混动汽车销量及市场占有率持续上升。根据 Marklines 相关数据，公司 2022 年发力插混赛道（含增程，下同），2023 年插混车型总销量 22.00 万辆，国内占率为 7.93%。2024 年 1-6 月插混车型总销量 14.67 万辆，同比+121.61%，国内占率为 7.67%。

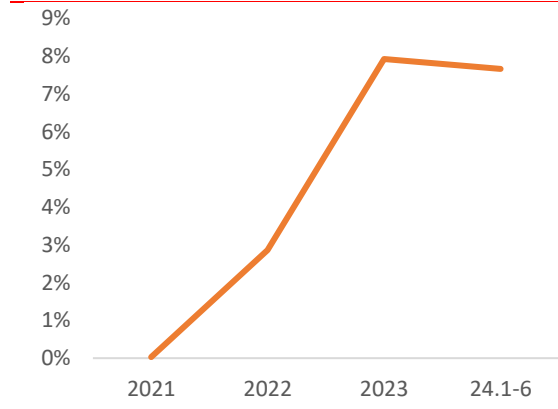
插混市场成为公司增长主要动力。2023 年公司自主品牌中 PHEV 占比为 11.45%，2024 年 1-6 月 PHEV 占比达到 14.30%。我们认为，公司在 PHEV 赛道布局较早，未来有望成为公司自主品牌销量增长的主要动力。

图 9：公司自主 PHEV 车型销量增速高于行业增速（万辆，%）



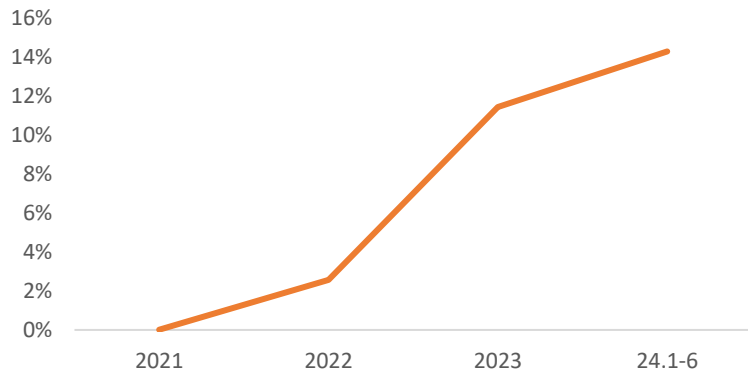
资料来源：Marklines, 上海证券研究所

图 10：公司自主 PHEV 销量占比国内 PHEV 总销量



资料来源：Marklines, 上海证券研究所

图 11：公司自主品牌中 PHEV 车型占比



资料来源：Marklines, 上海证券研究所

公司加快插混车型上市节奏。基于公司 PHEV 技术积累，公司加快混动车型投放节奏，2023H2 公司上市启源 Q05、启源 A05、启源 A07 等车型，2024H1 公司上市 UNI-Z、深蓝 G318、第二代 UNI-V 等车型，2024H2 公司上市深蓝 S07（7 月 25 日），并有望推出第四代 CS75PLUS、深蓝 S05、阿维塔 07 等混动车型。

表 3：公司主要在售混动车型

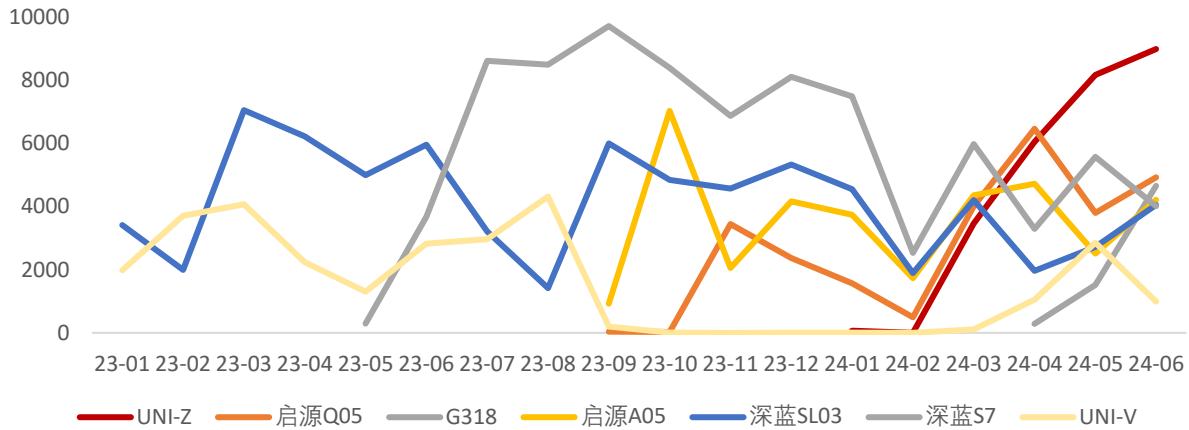
品牌	车型	动力系统
长安	UNI-K iDD	插混
长安	UNI-V iDD	插混
启源	启源 A05	插混
深蓝	深蓝 SL03	增程+纯电
深蓝	深蓝 S07	增程+纯电
启源	启源 A07	增程+纯电

长安	UNI-Z iDD	插混
深蓝	深蓝 G318	增程

资料来源：汽车之家，上海证券研究所

2024H1 公司主要在售插混车型为启源 A05、Q05、深蓝 SL03、S7、G318、UNI-Z 等车型。

图 12：公司主销插混车型月度销量（单位：辆）



资料来源：Marklines，上海证券研究所

2.2 五年磨一剑，EPA 全电平台助力电动化更进一步

长安 EPA 全电平台覆盖三个细分市场：

- EPA0 平台覆盖微型到小型车市场，满足用户的基本出行需求。
- EPA1 平台覆盖紧凑型车市场，兼顾性能、价格与体验的平衡。
- EPA2 平台将覆盖中型及以上级别车型市场，更注重品质、个性化体验，从而树立品牌形象。

EPA1 具有四高属性：极致动力系统驱动的电效率；以后驱为基因，兼顾四驱的高性能；以域控电子电气架构为基础的高智能；芯车云三层防护的高安全。通过深度集成 All in One、更安全、更高效重新定义三电系统的领先性，能有效解决续航、补能、安全等用户痛点。

①**高效率**：EPA1 平台使用的新一代超集电驱拥有 163 项专利，电驱效率最高可达 95%。EPA1 平台还推出全球首创的微核高频脉冲加热技术，拥有随机变频 IGBT 开闭控制、电芯安全级受命控制、高频脉冲与 NVH 平衡算法、动力系统耐久性设计等 50 余项专利。该技术可帮助电池在 -30°C 环境下实现电池温升达到 4°C/min，动力提升 50%，充电时间缩短 15%。此外，EPA1 平台推出的自主轿车增程系统可实现 1L 油行驶里程约等于 3.3kWh 电量的水准。

②**高性能**：EPA1 车型将采用后轮驱动为主，支持双电机四驱拓展的动力布局，并且支持增程式和氢燃料电池两种动力系统车型的研发。EPA1 平台底盘采用 H 臂多连杆独立悬架系统，并搭载

最新一代制动双冗余系统。相关技术支持制动风格调整来提升能量回收效果，并可有效缩短制动距离，后悬跟随性、高速稳定性、乘坐舒适性也将得以提升。EPA1 平台采用 50:50 的前后轴荷比和宽车体、低重心的底盘设计，有利于车辆在制动俯仰控制、车身侧倾控制、转向响应和跟随性方面的提升。此外，该平台车型在驾驶性能调校中将兼顾动力响应与 NVH 两方面。

③高智能：EPA1 平台支持全域极速 OTA 升级，可在三分钟内完成 OTA，并采用座舱域与驾驶域的 A/B 分区设计，并搭载云端安全防护系统。EPA 平台还采用国内首发的智能整车域控制器长安智慧芯，可进行多核多系统控制，集成超过 1500 个器件，并实现 100% 的远程诊断覆盖。EPA 平台的智能座舱域控制器采用高通 8155 芯片，该平台的智能驾驶域控制器最高可支持 L4 智能驾驶需求，最多可搭载 27 个感知部件，并可实现电源冗余、制动冗余、转向冗余、系统冗余。

④高安全：EPA1 平台基于 2021 版 C-NCAP 五星安全标准打造，采用五横九纵环抱式车身，高强度钢占比 45%，并采用全方位电池安全防护。在数据安全方面，EPA1 平台采用 5+1 信息安全级隐私保护，涉及 IT 防御技术、身份认证、通道物理隔离、硬件安全模块（HSM）、SecOC 安全通信。在电池安全方面，EPA1 平台推出了 iBC 数字电池管家。在预控管理方面，该平台可实现电线+数字化过程控制，车+云 BMS 双冲监控。在数字温控管理方面，该平台采用航天级全电池隔热技术、醇冷高效散热、瞬态泄压技术、超压密封控制、全域防短路技术、定向感压排温、全时感温报警等技术。

图 13：全球首款全电数字平台 EPA1



资料来源：深蓝汽车公众号，上海证券研究所

3 自研+合作，双线布局智能化

3.1 SDA 构架+“诸葛智能”，打造自主智能化

2022 年 8 月，公司发布面向用户全场景服务的智能汽车超级数字化平台 SDA 架构。SDA 架构具备“硬件可插拔、场景可编排、生态可随需、系统自进化”的技术特征，可自由定义、自我进化的智能汽车超级数字化平台，是公司针对“软件定义汽车”的具体实践方案。

SDA 架构让汽车从移动机器到“智能汽车机器人”。基于“分层解耦”的思想，通过“中央计算、分层+分域、基于服务”的极简架构，取代传统“分布式、分域、基于功能”的架构。

SDA 架构分为 L1-L6 六层架构。其中 L1~L3 层是机械层、能量层、电子电气架构层，决定了机器人的过硬素质，奠定了汽车的传感、控制与执行能力。L4~L6 层是操作系统层、整车功能应用层、云端大数据层，决定了机器人的情商、智商水平，算力、算法和数据是它成长的基石。

公司将平台化思维植入架构开发，实现集中化的电子电气架构、服务化的软件架构、标准化与抽象化的硬件架构。

图 14：SDA 架构让汽车从移动机器到“智能汽车机器人”



资料来源：汽车公社官方平台，上海证券研究所

长安启源 E07，基于长安 SDA 平台打造，定位中大型 SUV，提供纯电和增程两种动力系统，有望 2024 年内上市。启源 E07（内部代号 CD701）基于长安 SDA 平台打造，定位于中大型 SUV，续航超 1000km，于 2024 年 7 月在长安汽车数智工厂正式下线，预计 2024 年内上市。不同的使用场景下可以变幻如“SUV 形态”、“轿跑形态”和“皮卡形态”的不同形态。

- 智能化：启源 E07 搭载公司自研高阶智能驾驶辅助系统，配备 2 个激光雷达、11 个摄像头、5 个毫米波雷达和 12 个超声波雷达，具备自动泊车、代客泊车和高速领航等功能。
- 动力：启源 E07 提供增程和纯电两种动力系统，采用 800 伏高压快充技术，充电 15 分钟左右可实现 365 公里续航里程。

图 15：长安启源 E07 外观、内饰图



资料来源：车评网，上海证券研究所

发布智能品牌“诸葛智能”，将为用户带来“诸葛交互、诸葛智驾、诸葛生态”三大核心体验。

在交互体验上“诸葛智能”拥有“交互策略脑”。在诸葛智能品牌理念引领之下，公司与众多生态合作伙伴一起，从智慧识别到智慧分析，再到智慧策略与智慧执行的 4 个核心维度中，基于不断积累丰富的算法平台，打造 12 个智能引擎，构建出可持续进化的“交互策略脑”。

智能驾驶方面“诸葛智能”拥有“智驾策略脑”，基于安全、效率、舒适、连续、进化的底层原则，公司构建诸葛智驾在行车、泊车、安全三大场景下的 936 核心技能，推出无忧领航、轻松巡航、放心泊车、安心护航四大服务，赋能用户轻松、愉悦的驾乘体验，实现全时陪驾、分时代驾。

图 16：诸葛智能 4+12 交互策略脑



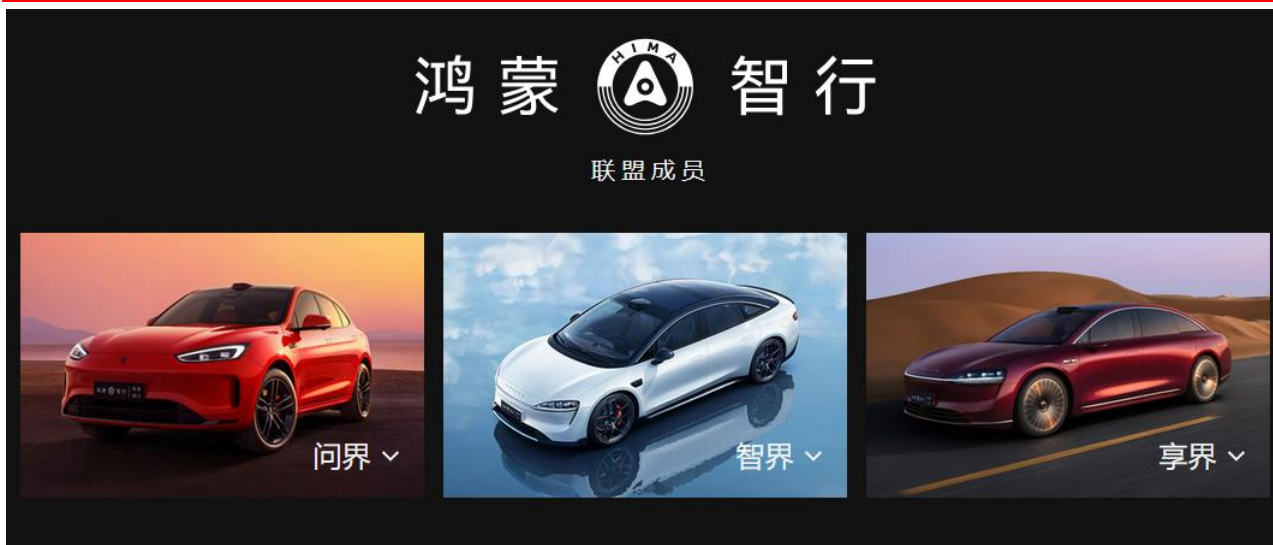
资料来源：中国网汽车，上海证券研究所

3.2 合作华为，赋能智能化发展

华为在汽车业务上有三种合作模式：标准化的零部件模式，HI 模式（Huawei Inside 模式），以及智选车模式。

- **标准化的零部件模式：**为车企提供激光雷达、毫米波雷达、摄像头等零部件以及车辆内部的电源管理、热管理零部件等。
- **HI 模式：**车企采用华为智能汽车解决方案品牌 HI（包含智能座舱、智能驾驶、激光雷达等 30+ 全自研技术）的合作方式。
- **智选模式：**华为为车企提供全栈智能汽车解决方案，包含产品定义、产品工艺设计及产品销售等。智选模式主要合作品牌有问界、智界、享界。

图 17：智选模式合作品牌



资料来源：鸿蒙智行官网，上海证券研究所

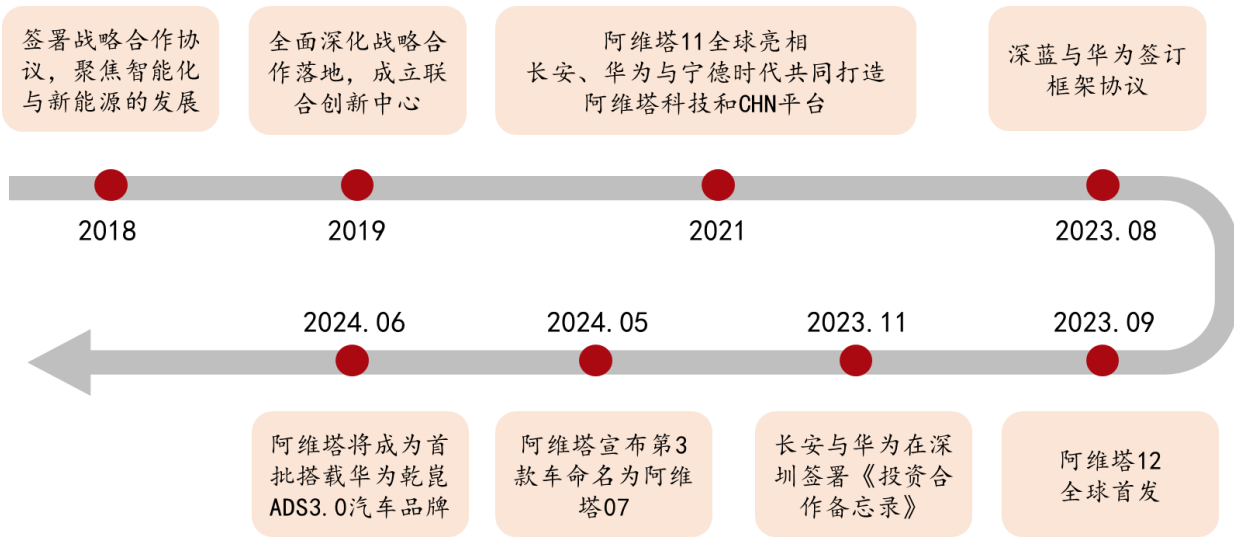
公司与华为合作逐步加深。2018 年，公司与华为签署战略合作协议，聚焦智能化与新能源的发展。2021 年，公司联手华为、宁德时代，共同打造了阿维塔科技。

2023 年 8 月，深蓝与华为签订合作框架协议，双方将聚焦汽车智能化领域，共同推进新技术在智能电动车领域的研发与应用。

2023 年 11 月，公司与华为签署《投资合作备忘录》。华为拟成立一家新公司，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。公司及关联方将有意投资该公司，并与华为共同支持该公司的未来发展。

2024 年 8 月，阿维塔科技与华为正式签署《股权转让协议》，正式投资引望智能技术有限公司，占股 10%，交易金额为人民币 115 亿元，成为引望公司第二大股东。

图 18：公司与华为合作的历程



资料来源：华为官网，太平洋汽车网、新京报、IT之家，中国质量新闻网，擎动，出行观，车云，上海证券研究所

基于 CHN 平台已经上市阿维塔 11、阿维塔 12 车型，第三款
车型阿维塔 07 预计 2024 年内上市。

阿维塔 11：CHN 平台首款智能电动汽车

2021 年 11 月，阿维塔首款产品阿维塔 11 正式亮相，定位高
端纯电轿跑 SUV，2024 款售价为 30.08-39.08 万元。2024 款全系
标配三激光雷达、34 颗智驾传感器，搭载华为高阶智能驾驶系统
HUAWEI ADS 2.0，以及基于 HarmonyOS 开发的鸿蒙座舱。在中
汽中心 C-ICAP 测评中，阿维塔 11 获得智能行车、智能泊车双“五
星+”最高评价。

图 19：阿维塔 11 外观图



资料来源：阿维塔官网，上海证券研究所

图 20：阿维塔 11 内饰图



资料来源：阿维塔官网，上海证券研究所

阿维塔 12：未来智能豪华轿跑

阿维塔 12 是阿维塔的首款中大型轿车。2024 款售价 26.58-40.08
万元。2024 款阿维塔 12 前排配置双零重力座椅，并搭载
HarmonyOS 4.0，及 HUAWEI ADS 2.0。

图 21: 阿维塔 12 外观图



资料来源: 阿维塔官网, 上海证券研究所

图 22: 阿维塔 12 内饰图



资料来源: 阿维塔官网, 上海证券研究所

阿维塔 07: 纯电+增程双动力平台

阿维塔 07 是 CHN 平台第三款车型, 定位中型 SUV, 提供纯电+增程式动力系统。阿维塔 07 搭载公司最新发布的昆仑增程技术, 及宁德时代神行超级增混电池。同时是首批搭载华为乾崮 ADS 3.0 的车型, 预计 2024 年内上市。

我们认为随着纯电+增程双动力模式的阿维塔 07 上市, 阿维塔产品矩阵逐步完善, 品牌销量有望逐步提升, 推动公司产品朝向更高质量发展。

图 23: 阿维塔 07 外观图



资料来源: 珠江网, 上海证券研究所

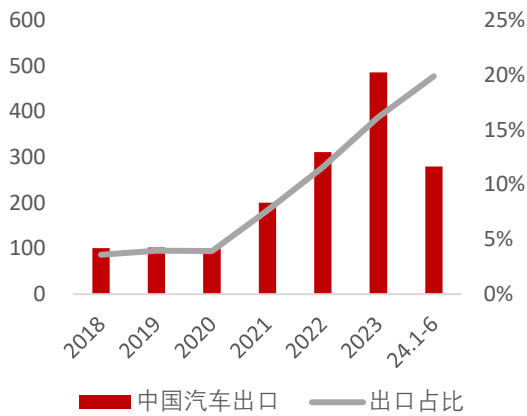
4 海外市场布局加快，构筑销量第二增长曲线

4.1 公司海外出口销量及占比持续提升

汽车出口量稳步提升，增速高于国内销量增速，汽车出口成为拉动汽车销量的主要力量。据 Wind，2023 年，国内汽车出口创新高，共计出口 485.28 万辆，同比+56.21%，占比国内汽车销量 16.15%，其中，乘用车出口 408.36 万辆，商用车出口 76.92 万辆。

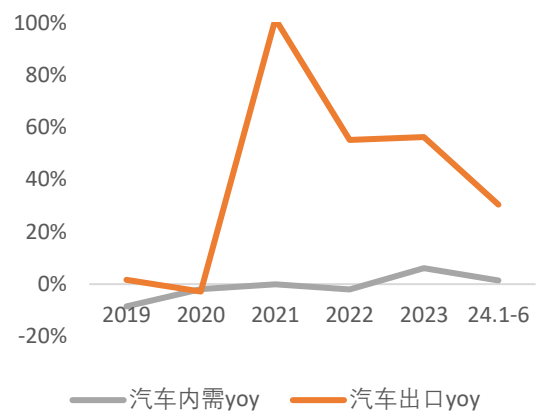
2024 年 1-6 月汽车出口 279.16 万辆，同比+30.46%，占比国内汽车销量提升至 19.88%。

图 24：汽车出口占比稳步提升（万辆，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

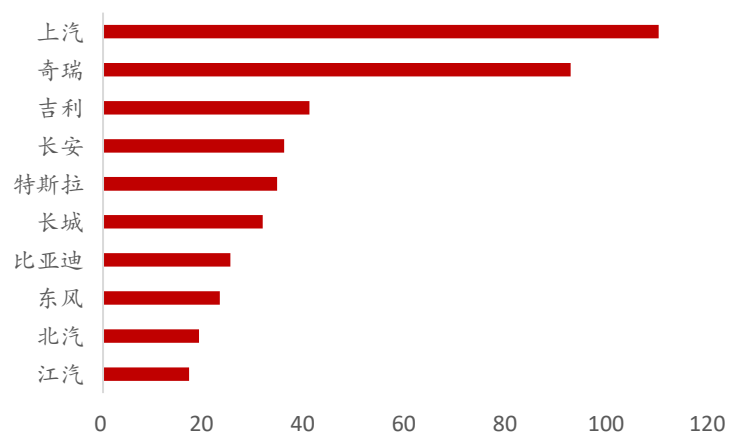
图 25：汽车出口增速高于国内增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

根据中汽协相关数据，2023 年整车出口前五的车企分别是上汽、奇瑞、吉利、长安、特斯拉，长安排名第四。

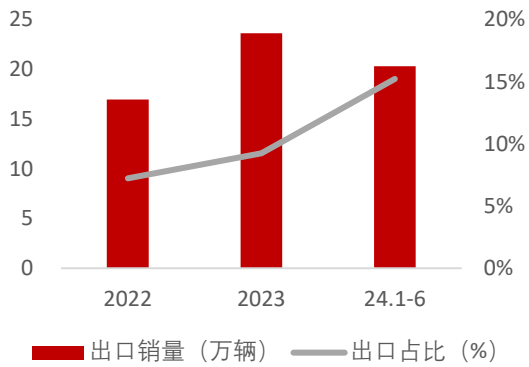
图 26：2023 年整车出口前十车企销量（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，上海证券研究所

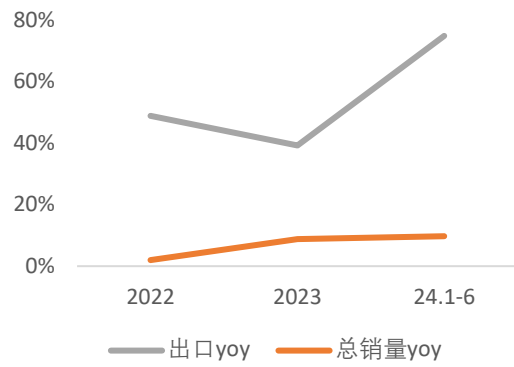
2023 年实现自主品牌出口 23.64 万辆，同比+39.23%，出口占总销量的 9.26%。2024 年 1-6 月自主品牌出口 20.32 万辆，同比+74.85%，占比公司总销量 15.23%。

图 27: 公司自主品牌出口稳步提升



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 28: 2024 上半年自主品牌出口同比+74.85%



资料来源: Wind, 上海证券研究所

4.2 “海纳百川”计划加速全球化布局

公司自 1991 年开始海外业务以来, 产品远销 60 余个国家及地区, 其中“一带一路”沿线国家销量达到 91%, 形成 12 个重点海外市场, 主要出口区域为亚太、中东、北非、中南美等市场。

2023 年 4 月, 公司发布海外战略“海纳百川”计划, 到 2030 年, 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的汽车品牌。

①加快产品和产能布局, 到 2030 年, 推出≥60 款全球产品。

②强化品牌建设布局, 海外市场将以长安品牌为主, 加强深蓝品牌、阿维塔品牌海外建设。

③加强营销服务布局, 到 2030 年, 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。

④加快完善市场布局, 加快布局欧洲、美洲、亚太等五大区域市场。2030 年之前, 将进入全球 90% 以上的市场。

⑤加强组织、人才布局, 加强组织建设, 基于市场布局, 长安汽车将成立东南亚事业部, 欧洲区域总部, 适时在美洲、非洲等区域建立区域总部。

图 29: “海纳百川”计划“四个一”的发展目标



资料来源: 腾讯网, 上海证券研究所

公司拥有全球 12 个基地，22 个工厂。泰国新能源汽车生产基地已开工建设、首期产能 10 万辆，预计 2025 年投产。2023 年 11 月，公司泰国基地开始动工。作为公司首个海外生产基地，具备涂装、总装、发动机组装、电池组装生产车间以及相关配套设施。一期项目设计产能达 10 万辆/年，计划 2025 年初投产。二期项目建设投产后，基地总产能将达到 20 万辆/年。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

将业绩构成按产品分为：**整车业务**和**外协加工业务**。我们根据披露的 2023 年及 2024 年第一季度数据的增速及毛利率进行测算。基本假设如下：

(1) **整车**：假设 2024 年-2026 年营收保持稳定增长，增速分别为 18.80%、13.40%、13.40%，考虑到 2024Q1 毛利率为 14.41%，同时公司 2024 年有多个新车型上市，对未来毛利率有提升作用，假设 2024 年-2026 年毛利率分别为 15.13%、15.89%、16.36%。

(2) **外协加工**：假设 2024 年-2026 年营收保持稳定增长，增速均为 5.00%，毛利率维持 25.00%。

表 4：公司分业务盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
整车业务				
营收（百万元）	145303.58	172620.65	195751.82	221982.56
yoy	27.39%	18.80%	13.40%	13.40%
毛利率	18.01%	15.13%	15.89%	16.36%
外协加工业务				
营收（百万元）	5994.13	6293.84	6608.53	6938.95
yoy	-16.59%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	26.77%	25.00%	25.00%	25.00%
总和				
营收（百万元）	151297.71	178914.49	202360.35	228921.52
yoy	24.78%	18.25%	13.10%	13.13%
毛利率	18.36%	15.48%	16.18%	16.62%

资料来源：Wind，上海证券研究所

5.2 投资建议

我们认为公司电动化转型顺利，与华为合作赋能智能化进一步发展，未来新产品具备较强竞争力，海外出口贡献新增量，公司销量及利润有望稳步增长。预计公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 72.44/90.55/109.65 亿元，同比分别-36.05%/+25.00%/+21.10%。2024 年 8 月 27 日收盘价对应的 PE 分别为 15.99X/12.79X/10.56X。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002594.SZ	比亚迪	240.80	7005.51	12.76	16.12	19.73	18.88	14.94	12.21
601633.SH	长城汽车	22.22	1898.09	1.34	1.64	1.92	16.54	13.54	11.55
601238.SH	广汽集团	7.32	760.66	0.52	0.60	0.66	14.14	12.29	11.10
平均值				4.87	6.12	7.44	16.52	13.59	11.62
000625.SZ	长安汽车	11.68	1158.34	0.73	0.91	1.11	15.99	12.79	10.56

备注：截至 2024 年 8 月 27 日收盘数据，可比公司 EPS/PE 来自 wind 一致预期
 资料来源：Wind，上海证券研究所

6 风险提示

- 1) **汽车行业景气度波动风险。**我国汽车行业整体已进入成熟期，近年来总体增速明显下降，未来受宏观经济等因素影响而出现周期性运行的特点将较为明显。在行业下行期，市场需求不及预期、行业竞争加剧等，将对公司收入和盈利水平带来不利影响。
- 2) **原材料、元器件价格波动及市场供应不足的风险。**汽车生产所需原材料种类繁多，在我国推动经济增长方式转变的过程中，钢材、轮胎等原材料价格总体呈上升趋势，对整车企业带来了成本控制压力。
- 3) **供应链稳定性风险。**世界政治、经济不稳定性、不确定性增强，全球产业链供应链面临重构。汽车行业产业链长，也是典型的全球化分工产业，在当前环境下，仍可能面临供应链风险。
- 4) **海外经营风险。**中国汽车产业加速出海，在研、产、供、销、运多个环节，分区域、分步骤渐进布局。国际竞争激烈复杂，国际经贸规则深刻变化，我国企业在走出去发展中面临更多的挑战，如遭遇反垄断、反补贴，侵犯商业秘密、商业贿赂等调查和诉讼。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	64871	65002	66954	75376
应收票据及应收账款	40070	49763	56590	63238
存货	13466	13258	14605	15905
其他流动资产	12528	13317	13607	13804
流动资产合计	130935	141340	151756	168324
长期股权投资	13787	16072	17202	18425
投资性房地产	6	7	7	8
固定资产	19994	21902	21430	20836
在建工程	1914	1678	1458	1336
无形资产	15046	17096	18665	21899
其他非流动资产	8489	9851	11008	12236
非流动资产合计	59236	66607	69770	74741
资产总计	190171	207947	221526	243066
短期借款	30	37	43	48
应付票据及应付账款	75747	87093	92816	104446
合同负债	7924	8051	9106	10301
其他流动负债	19539	20849	21800	23025
流动负债合计	103239	116030	123764	137820
长期借款	72	72	72	72
应付债券	1000	1000	1000	1000
其他非流动负债	11177	11866	11866	11866
非流动负债合计	12248	12938	12938	12938
负债合计	115488	128968	136702	150758
股本	9917	9917	9917	9917
资本公积	8251	8353	8353	8353
留存收益	53894	59319	65988	73993
归属母公司股东权益	71853	77356	84024	92030
少数股东权益	2830	1623	800	278
股东权益合计	74683	78979	84824	92308
负债和股东权益合计	190171	207947	221526	243066

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	19861	10018	11683	20600
净利润	9502	6036	8231	10443
折旧摊销	5299	2722	5146	5406
营运资金变动	7880	2464	-735	5905
其他	-2819	-1204	-961	-1154
投资活动现金流量	-6208	-8555	-6978	-8851
资本支出	-2528	-7342	-6859	-8772
投资变动	-2242	-2287	-1130	-1224
其他	-1438	1073	1012	1145
筹资活动现金流量	-2128	-1357	-2753	-3326
债权融资	-563	46	6	5
股权融资	35	102	0	0
其他	-1600	-1505	-2758	-3332
现金净流量	11435	131	1952	8422

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	151298	178914	202360	228922
营业成本	123523	151225	169612	190866
营业税金及附加	4758	4831	5059	5723
销售费用	7645	9125	10219	11446
管理费用	4098	4741	5261	5723
研发费用	5980	6978	7892	8928
财务费用	-897	-1904	-1908	-1966
资产减值损失	-814	-556	-551	-558
投资收益	3050	1073	1012	1145
公允价值变动损益	-19	0	0	0
营业利润	10447	6554	8780	11048
营业外收支净额	142	153	167	181
利润总额	10589	6707	8947	11229
所得税	1087	671	716	786
净利润	9502	6036	8231	10443
少数股东损益	-1826	-1207	-823	-522
归属母公司股东净利润	11327	7244	9055	10965

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	18.4%	15.5%	16.2%	16.6%
净利率	7.5%	4.0%	4.5%	4.8%
净资产收益率	15.8%	9.4%	10.8%	11.9%
资产回报率	6.0%	3.5%	4.1%	4.5%
投资回报率	8.4%	5.4%	7.5%	9.2%
成长能力指标				
营业收入增长率	24.8%	18.3%	13.1%	13.1%
EBIT 增长率	-16.4%	-32.7%	46.6%	31.6%
归母净利润增长率	45.2%	-36.1%	25.0%	21.1%
每股指标 (元)				
每股收益	1.14	0.73	0.91	1.11
每股净资产	7.25	7.80	8.47	9.28
每股经营现金流	2.00	1.01	1.18	2.08
每股股利	0.34	0.22	0.27	0.33
营运能力指标				
总资产周转率	0.90	0.90	0.94	0.99
应收账款周转率	55.22	66.34	63.69	64.84
存货周转率	12.81	11.32	12.17	12.51
偿债能力指标				
资产负债率	60.7%	62.0%	61.7%	62.0%
流动比率	1.27	1.22	1.23	1.22
速动比率	1.03	1.00	1.01	1.02
估值指标				
P/E	10.23	15.99	12.79	10.56
P/B	1.61	1.50	1.38	1.26
EV/EBITDA	8.31	6.94	4.12	2.85

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。