

深蓝及阿维塔减亏，自主品牌盈利能力环比改善

核心观点

- 业绩符合预期。**公司上半年营业收入 767.23 亿元，同比增长 17.1%；归母净利润 28.32 亿元，同比下降 63.0%；扣非归母净利润 11.69 亿元，同比下降 5.9%。2 季度营业收入 396.99 亿元，同比增长 28.3%，环比增长 7.2%；归母净利润 16.74 亿元，同比增长 145.1%，环比增长 44.5%；扣非归母净利润 10.57 亿元，同比增长 3679.3%，环比增长 846.3%。
- 毛利率有所承压，费用率略有下降。**上半年毛利率 13.8%，公司变更会计政策，将保证类质量保证费用计入营业成本，经调整后上半年毛利率同比减少 2.5 个百分点；2 季度毛利率 13.2%，环比减少 1.2 个百分点，毛利率下降预计主要系行业价格竞争加剧所致。上半年期间费用率 10.3%，调整后同口径下同下降 0.5 个百分点，其中同口径下销售/管理/研发费用率分别同比+0.5/-0.3/-0.7 个百分点。上半年经营活动现金流净额 34.35 亿元，同比减少 50.6%，主要系支付供应商货款增加所致。
- 深蓝及阿维塔同比大幅减亏，长福盈利能力同比好转。**2 季度投资收益 1.74 亿元，同比增长 168.6%，环比下降 2.1%；对联营合营企业投资收益 1.04 亿元，同比扭亏为盈，环比下降 30.1%。上半年长安福特净利润 18.21 亿元，同比增长 127.9%，主要受益于林肯车型出口增长及销售费用减少；得益于产品结构改善、降本增效推进等，深蓝汽车及阿维塔科技实现同比明显减亏，上半年深蓝汽车/阿维塔科技分别亏损 7.39 /13.95 亿元，去年同期分别亏损 10.59/17.56 亿元，阿维塔科技计入公司报表的投资损益约-5.62 亿元。2 季度长福/长马销量分别达 5.60/1.75 万辆，同比分别+4.4%/-4.1%，环比分别+0.8%/-9.1%，随着合资品牌销量维稳、阿维塔逐步减亏，预计公司投资收益将有望延续改善态势。
- 自主品牌盈利能力环比大幅改善，新能源及海外市场销量有望维持向上。**2 季度扣非自主净利润 9.53 亿元，去年同期为 1.45 亿元，今年 1 季度为 -0.37 亿元，自主板块盈利能力环比显著改善。2 季度自主品牌乘用车销量 38.46 万辆，同比增长 3.4%，环比下降 12.0%；2 季度自主品牌新能源销量 17.03 万辆，同比增长 86.0%，环比增长 32.2%，自主新能源销量同比增速远高于行业平均。阿维塔入股华为为引望正式落地，预计华为在汽车智能化领域的技术、供应链、人才等将有望为阿维塔及公司持续赋能；下半年公司将推出长安启源 E07、深蓝 S05、深蓝 L07、阿维塔 07 等多款重点新能源车型，推动自主新能源销量向上。2 季度自主品牌海外销量 9.43 万辆，同比增长 69.1%，环比下降 13.5%，公司全面开启“海纳百川”全球化计划，推进泰国基地建设及墨西哥市场体系搭建，深蓝 S7 成为泰国 4 月全品牌 BEV 销量冠军，深蓝 S7 和长安启源 A05 亮相阿联酋展览会，完成新能源品牌车型在中东地区的首次亮相，预计海外市场将成为公司销量增长的新基点。

盈利预测与投资建议

- 调整毛利率、费用率等，预测 2024-2026 年归母净利润为 78.69、103.02、116.73 亿元（原 89.02、107.04、118.14 亿元），可比公司 2024 年 PE 平均估值 20 倍，目标价 15.8 元，维持买入评级。

风险提示

长安福特销量低于预期、长安马自达销量低于预期、长安自主品牌销量低于预期、行业价格战影响盈利。

公司主要财务信息

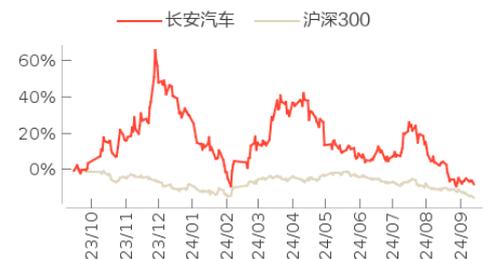
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	121,253	151,298	174,823	194,292	213,009
同比增长(%)	15.3%	24.8%	15.5%	11.1%	9.6%
营业利润(百万元)	7,634	10,447	8,284	10,869	12,319
同比增长(%)	104.6%	36.9%	-20.7%	31.2%	13.3%
归属母公司净利润(百万元)	7,799	11,327	7,869	10,302	11,673
同比增长(%)	119.5%	45.2%	-30.5%	30.9%	13.3%
每股收益(元)	0.79	1.14	0.79	1.04	1.18
毛利率(%)	20.5%	18.4%	17.0%	18.2%	18.7%
净利率(%)	6.4%	7.5%	4.5%	5.3%	5.5%
净资产收益率(%)	13.2%	16.8%	10.6%	12.6%	12.6%
市盈率	14.8	10.2	14.7	11.2	9.9
市净率	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年09月13日）	11.65 元
目标价格	15.80 元
52 周最高价/最低价	20.98/11.33 元
总股本/流通 A 股（万股）	991,729/985,405
A 股市值（百万元）	115,536
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2024 年 09 月 14 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.32	-10.18	-12.86	-9.71
相对表现%	-1.09	-4.93	-2.46	5.74
沪深 300%	-2.23	-5.25	-10.4	-15.45



证券分析师

姜雪晴	jiangxueqing@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860512060001
袁俊轩	yuanjunxuan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523070005

相关报告

淡季影响销量，关注新能源车新车上市表现	2024-08-07
2 季度扣非后盈利同环比改善，预计深蓝及阿维塔品牌盈利能力将逐步提升	2024-07-11
新能源车销量持续增长，G318 订单较好	2024-07-08

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元) 2024年9月13日	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
广汽集团	601238	7.15	0.43	0.43	0.48	0.54	16.73	16.80	14.89	13.34
长城汽车	601633	23.13	0.82	1.43	1.73	2.00	28.14	16.20	13.40	11.54
江铃汽车	000550	20.73	1.71	2.20	2.65	3.13	12.13	9.42	7.83	6.62
江淮汽车	600418	22.24	0.07	0.12	0.29	0.43	320.46	192.39	77.55	51.48
宇通客车	600066	21.81	0.82	1.44	1.76	2.07	26.57	15.11	12.41	10.54
上汽集团	600104	11.55	1.22	1.16	1.21	1.33	9.48	9.94	9.53	8.71
一汽解放	000800	7.65	0.17	0.23	0.37	0.49	46.36	33.15	20.54	15.53
金龙汽车	600686	11.15	0.10	0.43	0.87	1.24	106.49	26.19	12.78	8.97
调整后平均							39.40	19.57	13.93	11.44

数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	53,530	64,871	50,699	58,287	63,903	营业收入	121,253	151,298	174,823	194,292	213,009
应收票据、账款及款项融资	38,918	40,070	62,772	69,965	76,336	营业成本	96,410	123,523	145,098	158,858	173,282
预付账款	750	288	2,268	1,364	1,554	营业税金及附加	4,102	4,758	6,468	7,189	7,881
存货	5,823	13,466	11,976	13,341	15,915	营业费用	5,138	7,645	6,119	6,800	7,455
其他	3,055	12,240	6,559	7,939	9,492	管理费用及研发费用	7,848	10,077	11,538	12,823	14,059
流动资产合计	102,076	130,935	134,273	150,896	167,200	财务费用	(1,017)	(897)	(974)	(859)	(943)
长期股权投资	14,407	13,787	13,813	14,002	13,868	资产、信用减值损失	978	861	566	385	726
固定资产	19,347	19,994	28,558	36,554	45,087	公允价值变动收益	4	(19)	0	0	0
在建工程	1,388	1,914	7,986	11,021	12,539	投资净收益	(769)	3,050	747	744	740
无形资产	4,446	15,046	12,538	10,030	7,523	其他	605	2,085	1,530	1,030	1,030
其他	4,386	8,495	6,846	7,205	7,507	营业利润	7,634	10,447	8,284	10,869	12,319
非流动资产合计	43,973	59,236	69,741	78,813	86,524	营业外收入	129	170	90	80	80
资产总计	146,049	190,171	204,013	229,709	253,723	营业外支出	54	28	50	50	50
短期借款	29	30	9,930	14,898	15,835	利润总额	7,708	10,589	8,324	10,899	12,349
应付票据及应付账款	51,522	75,747	81,962	90,682	101,019	所得税	(37)	1,087	416	545	617
其他	23,808	27,463	25,192	25,488	26,048	净利润	7,745	9,502	7,908	10,354	11,732
流动负债合计	75,359	103,239	117,085	131,067	142,902	少数股东损益	(54)	(1,826)	40	52	59
长期借款	36	72	72	72	72	归属于母公司净利润	7,799	11,327	7,869	10,302	11,673
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	每股收益(元)	0.79	1.14	0.79	1.04	1.18
其他	6,705	11,177	6,342	7,695	8,137						
非流动负债合计	7,740	12,248	7,414	8,767	9,208	主要财务比率					
负债合计	83,100	115,488	124,499	139,834	152,110		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	91	2,830	2,870	2,921	2,980	成长能力					
实收资本(或股本)	9,922	9,917	9,917	9,917	9,917	营业收入	15.3%	24.8%	15.5%	11.1%	9.6%
资本公积	7,906	7,869	8,251	8,251	8,251	营业利润	104.6%	36.9%	-20.7%	31.2%	13.3%
留存收益	44,908	53,894	58,361	68,663	80,337	归属于母公司净利润	119.5%	45.2%	-30.5%	30.9%	13.3%
其他	123	173	115	122	128	获利能力					
股东权益合计	62,949	74,683	79,514	89,875	101,613	毛利率	20.5%	18.4%	17.0%	18.2%	18.7%
负债和股东权益总计	146,049	190,171	204,013	229,709	253,723	净利率	6.4%	7.5%	4.5%	5.3%	5.5%
						ROE	13.2%	16.8%	10.6%	12.6%	12.6%
						ROIC	10.9%	12.2%	8.3%	9.6%	9.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	56.9%	60.7%	61.0%	60.9%	60.0%
净利润	7,745	9,502	7,908	10,354	11,732	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	3,489	4,424	4,745	5,537	6,518	流动比率	1.35	1.27	1.15	1.15	1.17
财务费用	(1,017)	(897)	(974)	(859)	(943)	速动比率	1.27	1.14	1.02	1.02	1.03
投资损失	769	(3,050)	(747)	(744)	(740)	营运能力					
营运资金变动	(7,227)	11,634	(17,315)	(387)	(404)	应收账款周转率	51.1	55.2	60.9	53.7	54.5
其它	1,908	(1,750)	(2,898)	1,558	1,090	存货周转率	14.0	12.4	10.1	9.8	9.2
经营活动现金流	5,666	19,861	(9,281)	15,458	17,253	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
资本支出	(824)	(14,101)	(14,057)	(14,057)	(14,057)	每股指标(元)					
长期投资	(1,161)	619	(26)	(189)	135	每股收益	0.79	1.14	0.79	1.04	1.18
其他	(969)	7,274	1,711	570	535	每股经营现金流	0.57	2.00	-0.94	1.56	1.74
投资活动现金流	(2,954)	(6,208)	(12,372)	(13,677)	(13,388)	每股净资产	6.34	7.25	7.73	8.77	9.95
债权融资	515	(371)	(374)	(19)	(130)	估值比率					
股权融资	1,075	(41)	382	0	0	市盈率	14.8	10.2	14.7	11.2	9.9
其他	(1,366)	(1,716)	7,472	5,827	1,880	市净率	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
筹资活动现金流	224	(2,128)	7,480	5,807	1,750	EV/EBITDA	8.4	6.1	7.0	5.5	4.7
汇率变动影响	37	(90)	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.8	8.9	11.6	8.5	7.5
现金净增加额	2,974	11,435	(14,172)	7,589	5,615						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。