

自主乘用车领军企业，决胜数智化下半场

——长安汽车(000625)首次覆盖报告

买入|首次评级

报告要点:

● 公司是国内自主乘用车领军企业，产品线与渠道布局完整

公司成立于1862年，至今已超过160年历史。公司历经了多次变革与发展，至今已发展成为国内自主乘用车领军企业。2023年，公司自主品牌销量达209.78万辆，同比增加11.91%，稳居自主乘用车第二名。在产品线布局方面，公司已将欧尚、UNI系列和CS系列合并为“长安引力”。“长安引力”已然成为公司销量与盈利的坚实基盘。在新能源产品线布局方面，公司自主培育了中高端新能源汽车畅销品牌深蓝汽车，并通过引入外部资本和合作伙伴的方式成功培育了阿维塔科技品牌。此外，公司在2023年8月推出了启源品牌，构成了三大新能源子品牌矩阵。在渠道布局方面，截至2023年末，据GeoQ数据，公司运营中的门店总数为4601家，在自主品牌汽车制造商中排名第二，仅次于比亚迪的5031家。

● 公司前期围绕电智化转型已经入兑现期

自2017年香格里拉计划推出以来，公司在研发领域的投入力度不断加强。在2018至2023年期间，公司的研发资金投入实现了显著增长，从38.23亿元增长至90.08亿元，年均复合增长率为18.70%。在新能源技术研发领域，公司围绕新能源车纯电与混动汽车技术推出了多个先进技术和平台，包括了蓝鲸动力、EPA1平台、CHN平台原力超集电驱2.0、智能增程2.0、金钟罩电池2.0、数智AI电驱2.0平台等。在智能化技术方面，公司已陆续推出了SDA智能化技术架构与诸葛智能等技术。此外，公司旗下子品牌深蓝汽车与阿维塔科技同时选择与华为引望深度合作的方式，共同发力智能化下半场。目前，包括深蓝S07、阿维塔全系车型均采取了与华为深度合作的Huawei Inside模式。

● 投资建议与盈利预测

预计2024-2026年，公司归属母公司股东净利润分别为：72.11、96.85和126.46亿元，按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：0.73、0.98和1.28元/股，按照最新股价测算，对应PE估值分别为18.13、13.50和10.34倍。考虑到公司在市场声量、渠道铺设、出海布局、数字智能化技术积累中均处于行业领先地位，看好公司中长期成长空间，首次评级，给予“买入”评级。

● 风险提示

新能源汽车增速放缓导致行业竞争加剧风险、海外新能源渗透率不及预期与海外贸易壁垒增多风险、公司智能化业务发展不及预期风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	121252.86	151297.71	173405.83	198112.48	224423.54
收入同比(%)	15.32	24.78	14.61	14.25	13.28
归母净利润(百万元)	7798.79	11327.46	7210.53	9684.50	12646.28
归母净利润同比(%)	119.53	45.25	-36.34	34.31	30.58
ROE(%)	12.41	15.76	9.54	11.65	13.62
每股收益(元)	0.79	1.14	0.73	0.98	1.28
市盈率(P/E)	16.76	11.54	18.13	13.50	10.34

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价/目标价：13.18元/16.85元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：21.48 / 11.52

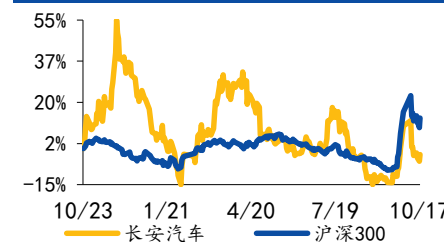
A股流通股(百万股)：9854.05

A股总股本(百万股)：9917.29

流通市值(百万元)：130664.68

总市值(百万元)：131503.25

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 刘乐

执业证书编号 S0020524070001

电话 021-51097188

邮箱 liule@gyzq.com.cn

分析师 陈烨尧

执业证书编号 S0020524080001

电话 021-51097188

邮箱 cheneyao@gyzq.com.cn

目录

1. 数智新发展，引领汽车产业迈入新时代.....	4
1.1 头部自主车企历经三次创业，多品牌全力转向新能源.....	4
1.2 海外合资包袱卸下，自主品牌进入利润兑现阶段.....	11
2. 围绕“香格里拉计划”，电智化转型进入兑现期.....	17
2.1 公司积极投入研发资源，不断推动电动智能化创新.....	17
2.2 公司已成功在新能源车电气化层面实现“多点开花”.....	19
3 与华为展开深度合作，发力智能化下半场.....	25
3.1 公司与华为合力构建电动智能汽车护城河.....	25
3.2 公司与华为已基于智能驾驶与智能座舱展开全方位合作.....	29
4. 投资建议.....	31
5. 风险提示.....	33

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：由长安马自达主导研发的 MAZDA EZ-6.....	6
图 3：福特中国团队主导研发的新一代蒙迪欧.....	6
图 4：长安集团自主品牌与海外合资品牌重要股权变更历程.....	7
图 5：公司股权结构图(截至 2024 年 6 月 30 日).....	8
图 6：长安集团自主品牌车型矩阵(单位：万元).....	8
图 7：公司 2020 年至 2023 年合作经销商数量变化情况.....	11
图 8：公司截至 2023 年各类城市渠道数量情况.....	11
图 9：公司截至 2023 年各省市渠道数量情况.....	11
图 10：公司 2019 至 2024 年 H1 营业收入及同比变化(单位：百万元).....	12
图 11：公司 2019 至 2024 年 H1 营业收入与自主汽车销量变化.....	12
图 12：公司 2010 至 2024 年 H1 归母净利润变化情况(单位：百万元).....	13
图 13：公司 2010 至 2024 年 H1 净利润归因分析(单位：百万元).....	13
图 14：公司 2019 至 2024 年 H1 分业务营业收入情况(单位：百万元).....	14
图 15：公司 2019 至 2024 年 H1 分业务毛利率与公司净利润率情况.....	14
图 16：公司 2015 至 2024 年 H1 三费占营收比重.....	15
图 17：公司 2018 至 2024 年半年度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金(单位：百万元).....	16
图 18：公司 2018 至 2024 年 H1 在建工程与新增在建工程变化情况(单位：百万元).....	16
图 19：公司 2020 至 2024 年 H1 单车四费(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)与单车折旧情况(单位：万元).....	16
图 20：公司 2018 至 2023 年研发投入金额及占营收比例情况(单位：亿元).....	17
图 21：公司 2018 至 2023 年研发人员数量及占比情况(单位：人).....	17

图 22: 2023 年行业内主要整车厂研发投入及营收占比情况(单位: 亿元)	18
图 23: 公司近年来智能化技术与新能源技术储备与布局.....	19
图 24: 公司原力电驱 2.0 核心优势	20
图 25: 公司原力电驱 2.0 展示.....	20
图 26: 公司八合一电驱示意图.....	20
图 27: 公司 CHN 架构示意图	22
图 28: 公司 SDA 架构示意图	22
图 29: 公司金钟罩电池展示图.....	23
图 30: 公司金钟罩电池防水测试.....	23
图 31: 公司动力电池技术规划时间轴.....	23
图 32: 公司混动技术布局.....	25
图 33: 公司“新蓝鲸”发动机/增程/电驱平台	25
图 34: 长安汽车与华为合作历史沿革	26
图 35: 华为智能汽车解决方案 BU 与智能汽车解决方案品牌 HI 历史沿革.....	28
图 36: 华为车 BU 与部分车企研发投入对比(单位: 亿元)	28
图 37: 华为车 BU 与部分车企研发人员数量对比	28
表 1: 长安自主乘用车 2024 年新产品规划.....	9
表 2: 公司国内汽车产能梳理	9
表 3: 公司海外汽车产能梳理	10
表 4: 公司三大新能源电驱平台梳理	21
表 5: 公司目前三大混动系统梳理.....	24
表 6: 公司目前已上市基于 HI 模式打造车型梳理	27
表 7: 华为智能驾驶与部分智驾领先车企对比.....	29
表 8: 部分车企城市 NOA 落地进度(截至 2024 年 9 月).....	29
表 9: 华为鸿蒙座舱历经四代迭代.....	30
表 10: 华为 Harmony OS NEXT 智能座舱多方面优势	30
表 11: 公司 2024-2026 年销量预测(单位: 辆)	31
表 12: 公司 2024-2026 年分业务营业收入与毛利率预测(单位: 百万元).....	32
表 13: 公司盈利预测.....	32
表 14: 可比公司估值(单位: 百万元).....	33

1. 数智新发展，引领汽车产业迈入新时代

1.1 头部自主车企历经三次创业，多品牌全力转向新能源

百年铸一剑，三次创业铸就辉煌。自 1862 年李鸿章创办上海洋炮局以来，公司已有超过 160 年的历史，经历了多次变革与发展，现已成为涵盖汽车制造、研发、销售等多个领域的综合性汽车企业集团。公司的发展历程体现了中国汽车工业从小到大、由弱变强的转变，主要分为以下四个阶段：

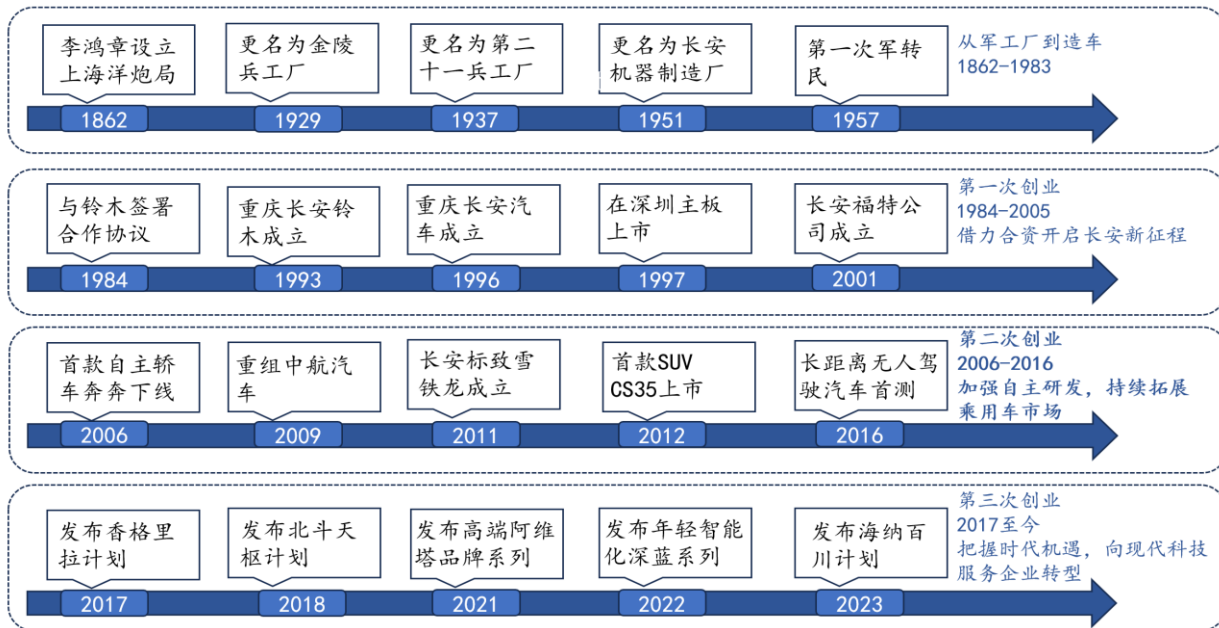
1) 从军工厂到造车(1862-1983 年)：公司前身为上海洋炮局，由李鸿章于 1862 年创建，并在 1863 年迁至苏州。1865 年，工厂迁至南京，并更名为金陵制造局，主要生产枪炮。1929 年，金陵制造局改制为金陵兵工厂。1937 年，为避免战争损害，金陵兵工厂西迁至重庆，并更名为兵工署第二十一兵工厂。1958 年，长安汽车制造厂推出了中国首款吉普车——长江牌 46 型，实现了中国自主越野车研发生产零的突破。

2) 第一次创业：借力合资开启长安新征程(1984-2005 年)：1984 年，公司自制的微型汽车正式下线，标志着中国第一批微型汽车的诞生。同年，公司与铃木汽车签署合作协议，共同开发微型汽车及发动机，正式进入微型汽车市场。1993 年 6 月，重庆长安铃木汽车有限公司成立，标志着双方合作的进一步深化。此后不久，公司通过合资公司推出了奥拓品牌，正式进入微型面包车市场。2001 年，随着中国加入 WTO，长安汽车集团与福特汽车公司合资成立长安福特汽车有限公司，并通过与福特、马自达等国际汽车制造商的合作，不断引入先进的制造技术和管理经验，提升自主品牌制造能力，促进产业升级。

3) 第二次创业：加强自主研发，持续拓展乘用车市场(2006 年-2016 年)：随着中国改革开放和经济的快速发展，国内汽车需求迅速增长。洞察到这一市场趋势后，公司于 2006 年 7 月果断发布自主品牌轿车的发展战略。同年，公司首款自主品牌轿车——长安奔奔正式投产。凭借亲民的价格和精准的市场定位，长安奔奔在 2007 年销量近五万辆，为公司在乘用车市场的发展奠定了坚实基础。随后公司乘胜追击，公司继而推出逸动、悦翔等多款轿车，进一步完善乘用车产品线。自 2009 年起，随着国内 SUV 市场的迅猛增长，公司大力发展 SUV 车型。2012 至 2013 年，公司连续推出了 CS35 与 CS75 两款 SUV 车型。这两款车型的推出，不仅丰富了公司的产品矩阵，还助力公司在 2014 年实现了自主品牌销量累计突破 1000 万辆的里程碑。2015 年和 2016 年，公司连续两年成为全国自主品牌销量冠军，巩固了其在自主车企中的领导地位。

4) 第三次创业：把握时代机遇，向现代科技服务企业转型(2017 年-至今)：2017 年，随着国内汽车行业市场趋于饱和，乘用车市场竞争加剧，公司总销量首次下滑，同时自主品牌更新速度慢和合资品牌销量下降给公司带来压力。在此背景下，公司在 2017 年与 2018 年分别推出了“香格里拉计划”与“北斗天枢计划”，正式开启了新能源与智能化领域的变革之路。2021 年和 2022 年，阿维塔和深蓝汽车两大中高端新能源品牌相继发布，标志着品牌向上之路的正式开启。2023 年上海车展期间，公司正式发布了“海纳百川”海外战略计划，强势按下出海“快进键”。

图 1：公司发展历程



资料来源：AUTO FUTURE, DearAuto, 国元证券研究所

公司早期通过与海外合资子公司的合作奠定了基础，目前实现了对合资企业的反向赋能。公司在早期通过与福特、马自达等全球知名汽车制造商的合作，快速提升了技术实力和市场竞争力。近年来，公司依托在新能源和智能化领域的深厚积累，逐步主导了马自达和福特部分新车型的设计与研发，实现了反向赋能。

在起步阶段，中国汽车工业与国际在汽车技术制造领域存在显著差距。为了缩小这一差距，我国采取了市场换技术的策略，鼓励国内企业与国际资本合作。1984年，公司与日本铃木汽车公司正式签署整车和发动机合作协议，标志着与海外汽车制造商合作的起点。随后，1993年6月，公司与日本铃木汽车合资成立的长安铃木汽车有限公司正式开启合资之路。

在2001年至2012年间，公司通过一系列战略性合资，与福特、马自达、PSA等国际知名汽车制造商建立了合资企业，开启了多元化合作的新篇章。随着中国汽车产业的蓬勃发展，长安福特和长安马自达等合资品牌销量持续高增。2016年，长安福特销量达到顶峰，年销量为95.75万辆，贡献了90.29亿元的投资收益，占当年归属于母公司净利润的87.86%。2017年，长安马自达销量达到顶峰，年销量为19.21万辆，贡献了12.68亿元的投资收益，占当年归属于母公司净利润的17.66%。公司旗下合资企业不仅为集团带来了丰厚的经济回报，更重要的是，通过与这些全球领先的汽车制造商的合作，公司吸收了大量先进的技术和管理经验。例如与福特的合作使公司在动力总成、底盘技术和智能化系统等方面获得了宝贵的技术积累；而与马自达的合作则让公司在产品设计、动力系统和驾控技术等方面获得了显著提升。

自2017年以来，随着我国自主品牌在新能源领域的加速崛起，合资品牌开始衰落。其中，公司海外合资品牌在2019年、2022年、2023年投资损失分别为20.68亿元、

11.47 亿元、12.89 亿元，拖累了公司的利润表现。面对市场变化，公司积极调整战略，优化资产结构。在 2020 年，公司采取了重要的战略调整，成功将其持有的长安 PSA 50% 股权以 16.3 亿元人民币的价格全部转让给前海锐致。此外，公司逐步降低海外合资品牌在长期股权投资中的占比。截至 2023 年末，公司已将长安福特的长期股权投资减记至零，有效缓解了后续海外合资企业对利润端的负面影响。

展望未来，公司将利用其在新能源技术领域的深厚积累，与福特和马自达形成强大的技术协同效应。通过整合技术优势，三方将共同推动新能源品牌矩阵的发展。举例来说，公司有望将其在新能源技术领域的深厚积累，包括创新的新一代八合一超集电驱系统、先进的电驱高频脉冲加热技术、全面的 2+7 类主被动电池安全技术，以及自主研发的长安智慧芯 SVDC 等核心技术，赋能合资企业的新产品开发与设计。作为重要的合资伙伴，福特和马自达有望利用其广泛的市场影响力和成熟的分销网络，助力公司新能源产品迅速进入国际市场。例如，马自达宣布将在 2024 至 2025 年推出两款由长安马自达主导研发的新能源车型，包括纯电动和插电式混合动力。其中，基于纯电数字平台的 MAZDA EZ-6 电动车型已于 2024 北京国际车展上市。

图 2：由长安马自达主导研发的 MAZDA EZ-6

图 3：福特中国团队主导研发的新一代蒙迪欧



资料来源：皆电，国元证券研究所

资料来源：福特官方公众号，国元证券研究所

在自主品牌方面，公司主要实施了多品牌战略。近年来，公司凭借储备的最前沿技术进行赋能，自主培育出了中高端新能源汽车畅销品牌深蓝汽车，并通过引入外部资本和合作伙伴的方式成功培育了阿维塔科技品牌。此外，公司在 2023 年 8 月推出了启源品牌，目前共拥有启源、深蓝、阿维塔三大新能源品牌，加上以传统车型为主的引力品牌和以商用车为主的凯程品牌，构成了公司的五大品牌矩阵。

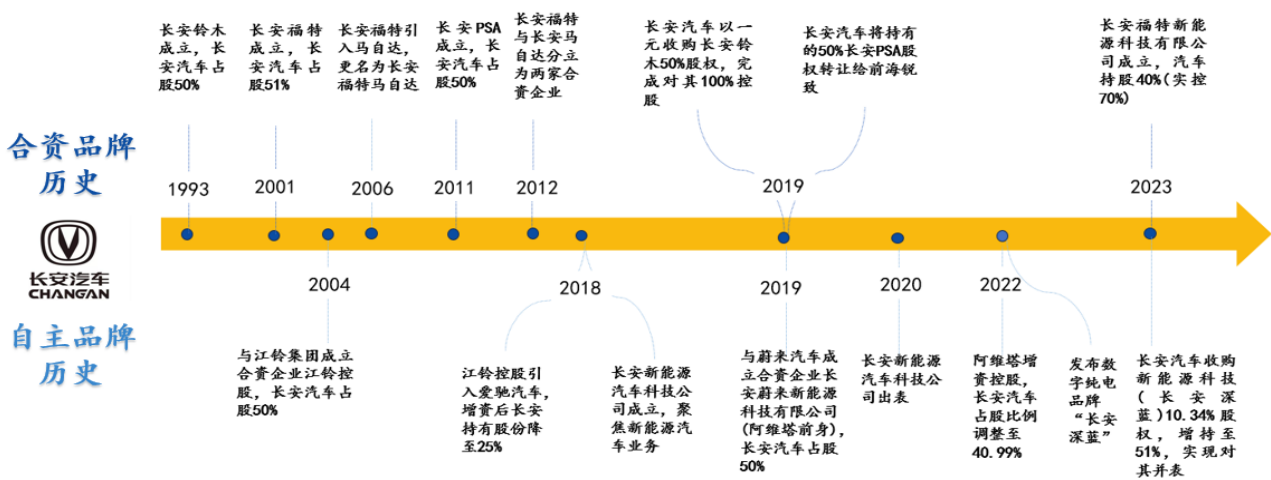
长安引力：长安引力最初是 UNI 产品序列的中文名。自 2020 年以来，公司推出了 UNI 系列，包括中高端传统能源车型 UNI-T、UNI-K 和 UNI-V。三款产品取得了一定的成绩。2022 年，UNI 系列开始逐步采用长安蓝鲸 iDD 混合动力技术，全面进军混合动力市场。2024 年初，公司决定将 CS 系列和欧尚等燃油车品牌整合入引力品牌。展望未来，引力品牌计划实施基于蓝鲸动力的长安传统燃油车与长安蓝鲸 iDD 混合动力新能源车“双轨并行”战略，旨在巩固用户基础并增加现有市场份额。根据公司目标，到 2030 年该品牌预计年销量将稳定在 130 万至 150 万辆之间。

长安深蓝：为全力推进新能源汽车事业，公司于2017年正式成立新能源事业部，实现长安新能源业务独立运营，并且正式启动“香格里拉”战略。次年5月，公司全资成立了长安新能源汽车科技公司，进一步强化了新能源业务的独立性。此后，公司通过持续引入战略投资者的方式，共同推动新能源业务的发展。从2020年1月至2022年3月，长安新能源汽车科技公司分两次引入了12家投资者，使公司的持股比例降至40.66%。2022年4月，公司正式推出定位于年轻、科技的数字纯电动品牌长安深蓝(包括纯电动和增程车型)，在售车型主要位于15万至20万元的价格区间。2023年，公司宣布从第三方基金中收购长安新能源科技10.34%的股权，交易完成后，长安汽车的持股比例从40.66%增至51.00%，重新获得对长安新能源科技的控股权，并将其纳入合并报表。同年，长安新能源科技正式更名为深蓝汽车科技有限公司。截至目前，深蓝品牌已拥有包括深蓝S07、SL03、G318在内的三款年销量20万辆量级产品。

阿维塔科技：阿维塔科技前身是长安蔚来新能源汽车科技公司，公司于2018年8月由长安和蔚来共同成立。2020年8月，长安汽车宣布对长安蔚来新能源进行增资，将持股比例提升至95.38%。2021年5月，长安蔚来新能源汽车公司更名为阿维塔科技(重庆)有限公司，并引入华为和宁德时代两大行业巨头，共同打造中高端智能电动品牌阿维塔，进军20万元以上的中高端新能源市场。目前，阿维塔已推出两款中高端纯电车型——阿维塔11和12，并计划近期推出这两款车型的增程版本。此外，阿维塔计划在2024年下半年推出阿维塔07和代号为E16的两款全新车型。截至目前，公司持有阿维塔科技40.99%的股权，阿维塔科技作为联营企业主要目前按权益法进行会计处理。

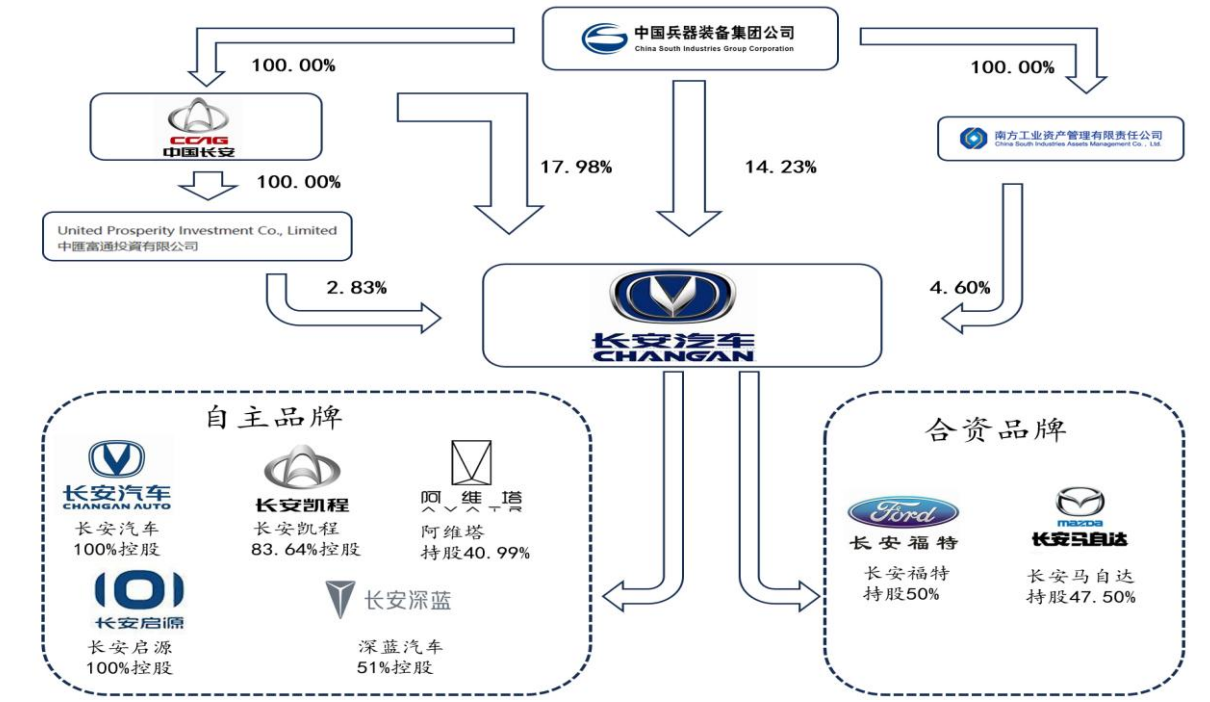
长安启源：长安启源品牌于2023年8月正式发布，目前专注于插电式混合动力和纯电动市场，主要服务于主流家庭用户，专注于8万至20万元的价格区间。目前已拥有A系列、Q系列和E0系列三大产品线。作为公司布局主流价格带的产品序列，长安启源则被公司寄予厚望，根据公司规划，长安启源计划在2025年推出10款全球车型，到2030年计划销售150万辆。

图4：长安集团自主品牌与海外合资品牌重要股权变更历程



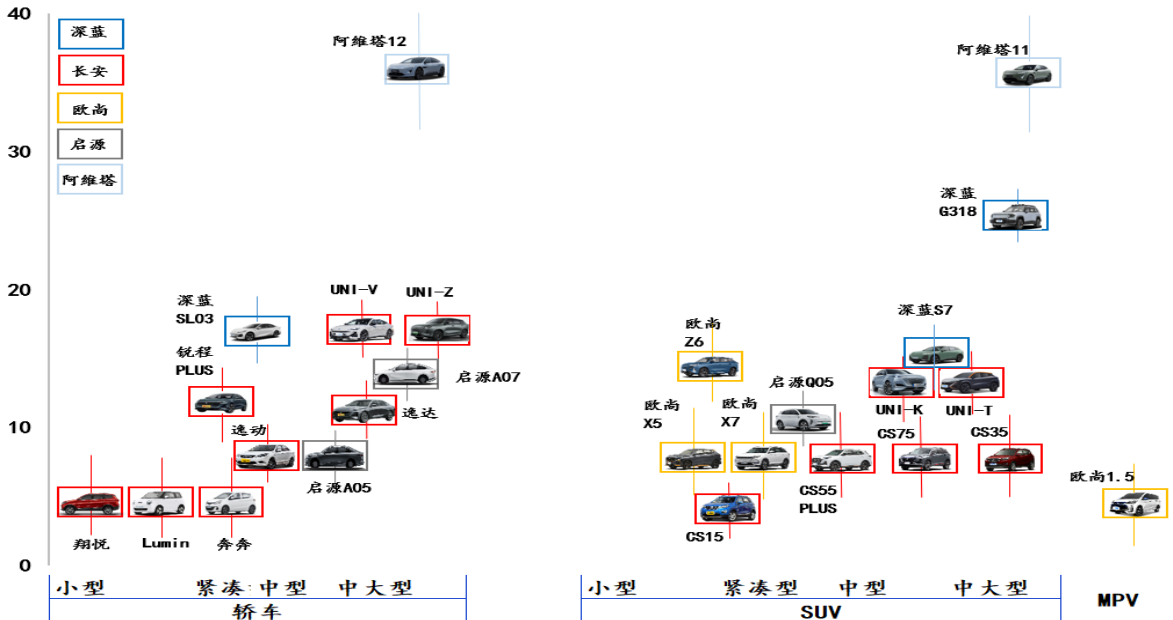
资料来源：汽车之家，懂车帝，新浪网，太平洋汽车，中国经济网，界面新闻，今日头条，第一财经，网易，腾讯汽车，国元证券研究所

图 5：公司股权结构图(截至 2024 年 6 月 30 日)



资料来源：同花顺 ifind，盖世汽车，天眼查，国元证券研究所

图 6：长安集团自主品牌车型矩阵(单位：万元)



资料来源：懂车帝，国元证券研究所绘制

表 1：长安自主乘用车 2024 年新产品规划

品牌	车型	类型	级别	动力类型	上市时间
长安启源	E07 (CD701)	全新	C 级 SUV	纯电	2024 年 Q4
	C798	全新	/	混插	2024 年 Q4
长安汽车	猎手	全新	皮卡	增程	2024 年 3 月
	UNI-Z	全新	A 级 SUV	燃油、混插	2024 年 Q1
长安深蓝	G318	全新	C 级 SUV	增程、纯电	2024 年 Q2
	C857	全新	A 级 SUV	增程、纯电	2024 年 Q3
阿维塔	E15	全新	B	增程、纯电	2024 年 Q3
	E16	全新	B 级 SUV	增程、纯电	2024 年 Q4

资料来源：盖世汽车，国元证券研究所

生产基地分布广泛，海外基地加速布局。经过 40 年的汽车制造经验积累，公司目前在全球拥有 14 个生产基地和 34 个整车、发动机及变速器工厂。

国内方面，公司国内工厂布局大部分位于重庆。自“香格里拉计划”发布以来，公司积极改造升级落后生产线，旨在将现有产能提升至“国际一流、行业领先”水平，以打造先进的数字化新能源智能工厂。根据公司公告，2021 至 2023 年间，公司淘汰了 63 万辆整车和 99 万台发动机的落后产能，并升级改造了 57 万辆智能网联和新能源整车的产能。截至 2023 年底，公司自主品牌的有效产能达到 214 万辆，产能利用率为 87.31%。**而海外方面**则主要承担公司未来产能扩张的重任。根据公司产品规划，公司目标在海外布局超过 50 万辆的产能。目前，公司已规划在泰国建设两期整车生产基地，规划产能总计 20 万辆，预计 2025 年第一季度开始生产。此外，公司在欧洲和南美等地也有后续建厂规划。

表 2：公司国内汽车产能梳理

工厂分类	工厂	地区	规划产能(万辆)	生产车型
自主乘用车	重庆渝北工厂	重庆	28	逸达、逸动 PLUS、CS35Plus 等车型
自主乘用车	重庆两江一工厂	重庆	25	欧尚 X5、深蓝 SL03、阿维塔 11 等车型
自主乘用车	重庆两江二工厂	重庆	24	第二代 CS55PLUS、UNI-V 等车型
自主乘用车	重庆两江三工厂	重庆	36	UNI-K、UNI-V、欧尚 X7 等车型
自主乘用车	重庆铃耀一/二工厂	重庆	40	奔奔 E-Start、欧尚 Z5 等车型
合资乘用车	长安福特一/二/三工厂	重庆	115	福特致胜、麦柯斯、林肯、蒙迪欧等车型
合资乘用车	长安福特四工厂	杭州	25	锐界、探险者、林肯飞行家等车型
合资乘用车	长安福特哈尔滨工厂	哈尔滨	20	福克斯 2017 CTCC 限量版车型
合资乘用车	长安马自达	南京	22	昂克赛拉、CX-30、CX-5 等车型
自主乘用车	合肥一/二工厂	合肥	39	Lumin、悦翔、CS15、CS75Plus 等车型
自主乘用车	长安北京工厂	北京	20	CS75、CS95 等车型
自主乘用车	长安南京工厂	南京	50	S7 等车型
商用车	长安跨越一/二工厂	重庆	40	载货汽车、微型客车、特种车、牵引车等商用车
商用车	长安河北工厂(凯程)	定州	23	F70、睿行等车型
商用车	哈飞汽车威海工厂	哈尔滨	40	微型货车

资料来源：MF 材涂联动，国元证券研究所

表 3：公司海外汽车产能梳理

工厂分类	工厂	地区	规划产能(万辆)	生产车型
制造基地	长安巴基斯坦工厂	巴基斯坦	/	长安三代悦翔等车型
KD 组装	长安马来西亚工厂	马来西亚	/	M201、CM8、CV6、奔奔等车型
KD 组装	长安美国工厂	美国	/	CKD 生产
KD 组装	长安越南工厂	越南	/	与 VEAM 合作、组建组装工厂
KD 组装	长安伊朗工厂	伊朗	25	与 PIDF 集团合作
KD 组装	长安乌克兰工厂	乌克兰	/	/
KD 组装	长安墨西哥工厂	墨西哥	/	奔奔、志翔、悦翔等车型
KD 组装	长安埃及工厂	埃及	0.8	联合 SIG 集团旗下 MMI 工厂合作生产
KD 组装	长安尼日利亚工厂	尼日利亚	/	/
KD 组装	长安叙利亚工厂	叙利亚	/	/
制造基地	长安泰国制造基地	泰国	两期合计 20 万	/

资料来源：MF 材涂联动，国元证券研究所

公司的合作经销商数量持续增长，目前在中国拥有 3913 家合作经销商，全球销售服务网点超过 9000 家。公司实施了多层次销售渠道策略，涵盖 A、B 和新增设的 C 网。A 网主要负责销售深蓝和阿维塔品牌，B 网主要销售 CS 系列等车型，C 网则授权销售长安启源和长安引力等品牌。在门店数量方面，截至 2023 年末，根据 GeoQ 数据，公司运营中的门店总数为 4601 家，在自主品牌汽车制造商中排名第二，仅次于比亚迪的 5031 家。

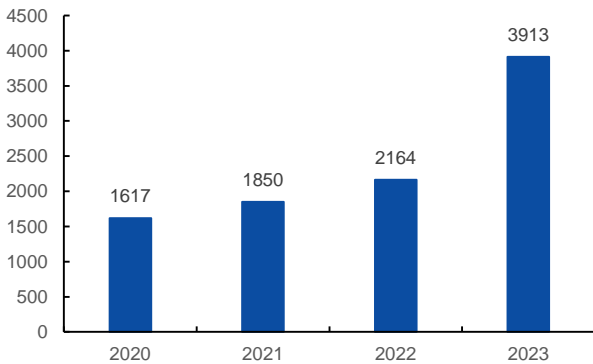
在新能源渠道布局方面，公司主要采取新建渠道的方式实现扩张：

长安启源方面：作为公司在主流价格带的产品线，尽管该子品牌自 2023 年 8 月推出以来时间不长，但得益于公司强大的销售网络，其渠道铺设成效显著。截至 2023 年末，长安启源已建立近 1000 家核心销售渠道。

长安深蓝方面：该品牌于 2022 年 4 月发布，定位为年轻、科技的数字纯电动品牌。在渠道拓展策略上，长安深蓝未采用公司现有的燃油车销售渠道，而是建立了独立的销售网络，包括体验中心、交付中心、维保中心、仓储中心和管家中心五大模块，并通过在商圈内设立体验中心来提升品牌影响力和知名度。同时，采用统一的终端零售价格策略，确保产品定价的公开性和透明度。截至 2024 年 3 月，长安深蓝已拥有超过 1400 个销售点。

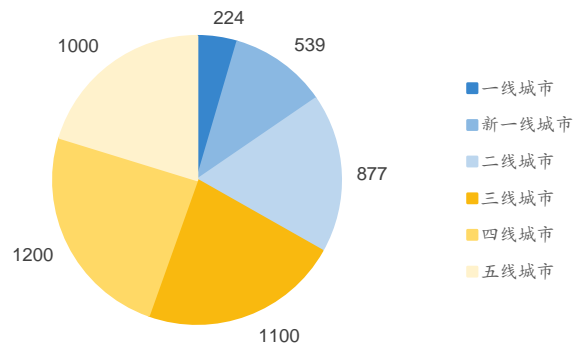
阿维塔方面：初期主要采用直营模式，且直营网点主要集中于一线城市和新一线城市，导致渠道拓展速度受到一定限制。截至 2023 年末，阿维塔共有 313 家直营门店，覆盖 76 个城市。根据公司规划，阿维塔品牌将对其渠道模式进行重大改革，转向与经销商合作模式，特别是在非一线城市。这一渠道扩张策略将有效降低阿维塔的运营压力，并利用公司经销商的资源快速扩大市场份额。根据公司规划，阿维塔汽车计划在年底前将授权服务门店数量增加至 160 家以上，连同现有的直营销售网点，总店数预计将超过 470 家。

图 7：公司 2020 年至 2023 年合作经销商数量变化情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 8：公司截至 2023 年各类城市渠道数量情况



资料来源：GeoQ，国元证券研究所

图 9：公司截至 2023 年各省市渠道数量情况



资料来源：GeoQ，国元证券研究所

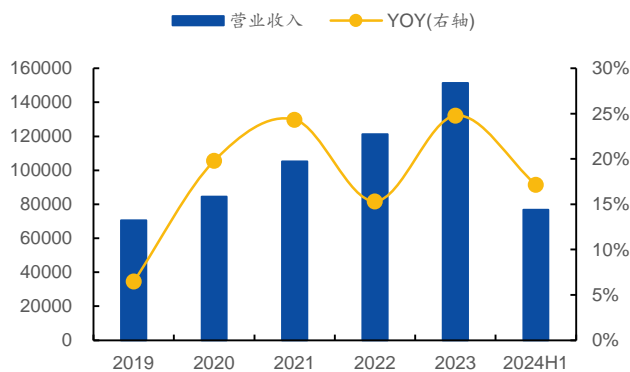
1.2 海外合资包袱卸下，自主品牌进入利润兑现阶段

多核心序列齐发力，自主品牌销量保持高增。从 2019 年到 2023 年，公司自主品牌的销量翻了一番，从 82.9 万辆增长至 161.27 万辆，年均复合增长率达到 18.10%。近年来，在大力发展欧尚品牌、长安 CS 系列和逸动系列的基础上，公司于 2020 年推出了中高端产品序列“UNI 引力”，弥补了中高端车型的不足，完成传统能源乘用车的四大核心序列的构建。从 2019 年到 2023 年，四大核心序列的销量从 70.43 万辆增加到 110.75 万辆，为公司的持续增长奠定了基础，并在中国品牌燃油乘用车市场中占据了领先地位。此外，公司通过积极拓展新能源产品矩阵和海外市场，成功突破了原有的市场瓶颈，开辟了新的增长领域。根据公司公告，截至 2024 年 1-8 月，公

公司自主品牌新能源车型累计销量为 393,235 辆，同比增长 53.79%；同期，自主品牌海外销量为 257,172 辆，同比增长 66.43%。

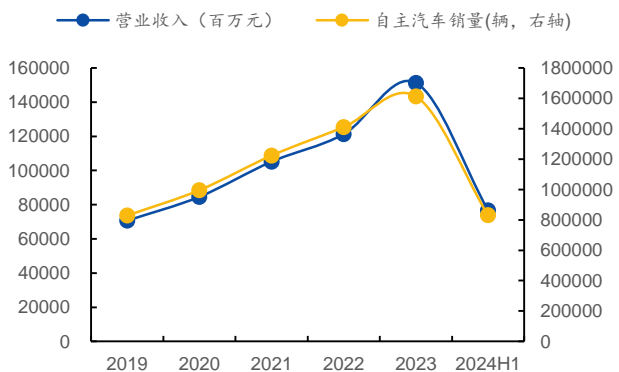
公司营收基本与销量同步，单车价格提升明显。整体而言，近几年公司营业收入基本与销量同步上涨，从 2019 年到 2023 年，公司营业收入从 705.95 亿元增长至 1512.98 亿元，年均复合增长率达到 20.99%。其中，2023 年营业收入同比增长 24.78%，超过近年来的平均增速，主要原因是单车销售价格的显著提高。2023 年，公司自主品牌车型的平均销售价格同比提高了 0.92 万元，达到 9.01 万元。从产品矩阵来看，公司中高端产品线，如 UNI 和深蓝系列，在 2023 年实现了同比高速增长，推动了公司产品结构的持续优化。其中，UNI 系列在 2023 年的总销量为 23.52 万辆，同比增长 12.25%；作为新推出的中高端新能源系列，长安深蓝在 2023 年的总销量为 12.40 万辆，同比增长 270.14%。在 2024 年上半年，公司营业收入同比上升 17.15%，达到 767.23 亿元。展望未来，随着公司中高端新能源子品牌的持续推进和深化，预计公司在中高端市场的竞争力将进一步增强，平均销售价格有望继续提升。

图 10：公司 2019 至 2024 年 H1 营业收入及同比变化(单位：百万元)



资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

图 11：公司 2019 至 2024 年 H1 营业收入与自主汽车销量变化

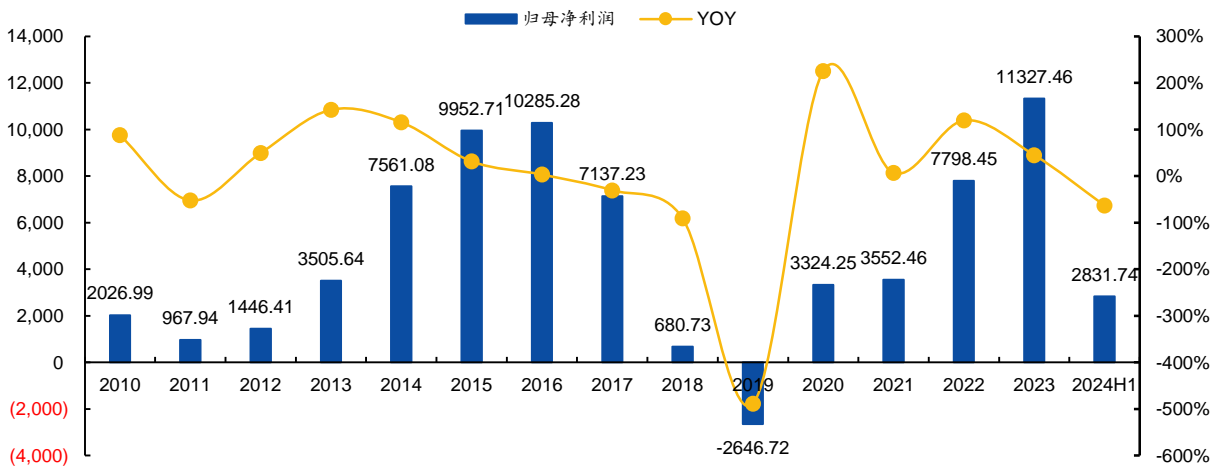


资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

公司归母净利润受到投资收益显著影响，因此波动较大。在 2019 年，长安汽车的合资公司长安福特的销量同比下降约 51.30%至 18.40 万辆，长安马自达的销量同比下降 19.66%至 13.36 万辆，导致这些合资子公司当年累计出现 21.82 亿元的投资损失，进而恶化了公司的盈利状况。2020 年，公司的合资品牌实现了扭亏为盈，同时公司通过出售宁德时代股份获得了约 19.71 亿元的投资收益，带动公司归母净利润正向增长。2021 年，长安福特的销量超过 30 万辆，同比大幅增长 20.29%，而长安马自达的销量为 13.24 万辆，同比下降 3.57%。长安福特的销量大幅回升在当年为公司带来了整体 16.02 亿元的合资企业投资收益，使得公司 2021 年的整体归母净利润同比增长 6.87%，达到 35.52 亿元。步入 2022 年，由于产品结构的优化、规模效应的逐渐显现以及成本控制措施的加强，公司的毛利率同比提高了 3.85pcts，达到 20.49%，净利率同比提高了 2.96 pcts，达到 6.39%，这些因素共同推动了公司当年归母净利润同比增长 119.52%，达到 77.98 亿元。至 2023 年，尽管受到乘用车行业价格战和销售结构变化的影响，公司毛利率同比下降 2.13pcts 至 18.36%，但由于完成了对深蓝汽车科技有限公司的收购并确认了 50.2 亿元的投资收益，公司的归母净

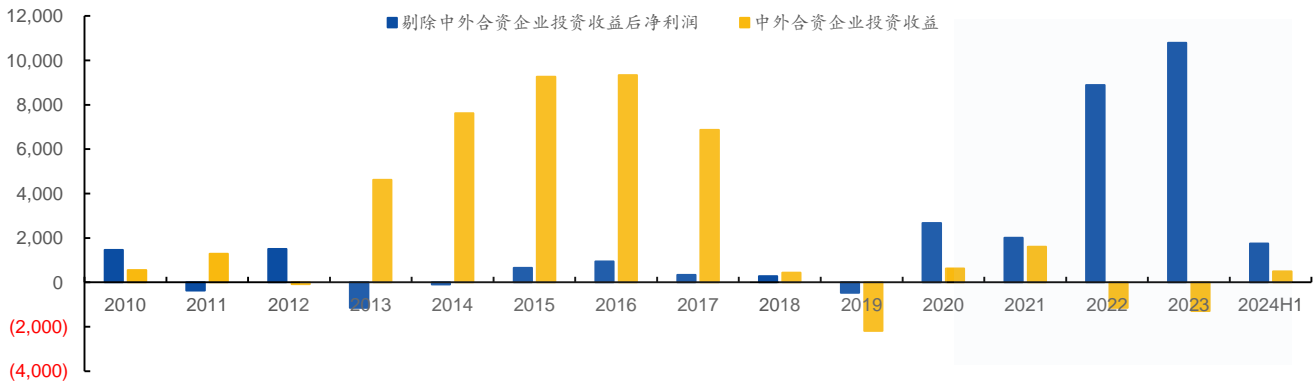
利润仍然实现了同比增长 45.25%，达到 113.27 亿元。在 2024 年上半年，公司的归母净利润同比下降 63.00%至 28.32 亿元。造成净利润下降的原因一部分是由于 2023 年第一季度并购深蓝汽车科技有限公司时确认的 50.2 亿元投资收益，导致 2023 年同期基数较高，另一部分是由于在行业价格战的背景下，公司盈利能力受到燃油车市场份额的下降以及新能源汽车品牌持续亏损影响。

图 12: 公司 2010 至 2024 年 H1 归母净利润变化情况(单位: 百万元)



资料来源: 同花顺 iFind, 国元证券研究所

图 13: 公司 2010 至 2024 年 H1 净利润归因分析(单位: 百万元)



资料来源: 同花顺 iFind, 国元证券研究所

图 14：公司 2019 至 2024 年 H1 分业务营业收入情况(单位：百万元)

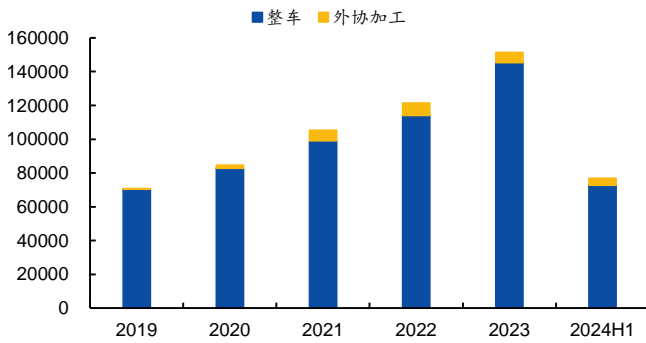
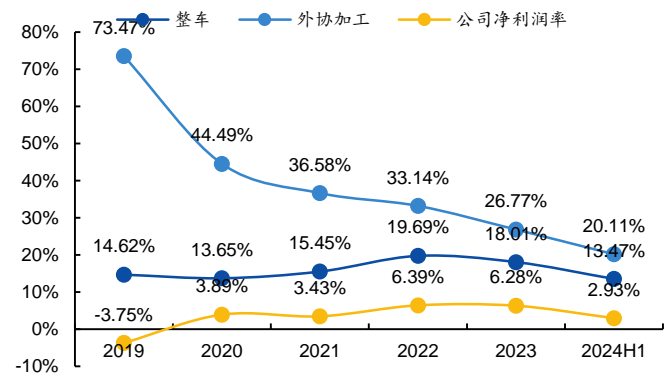


图 15：公司 2019 至 2024 年 H1 分业务毛利率与公司净利润率情况



资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

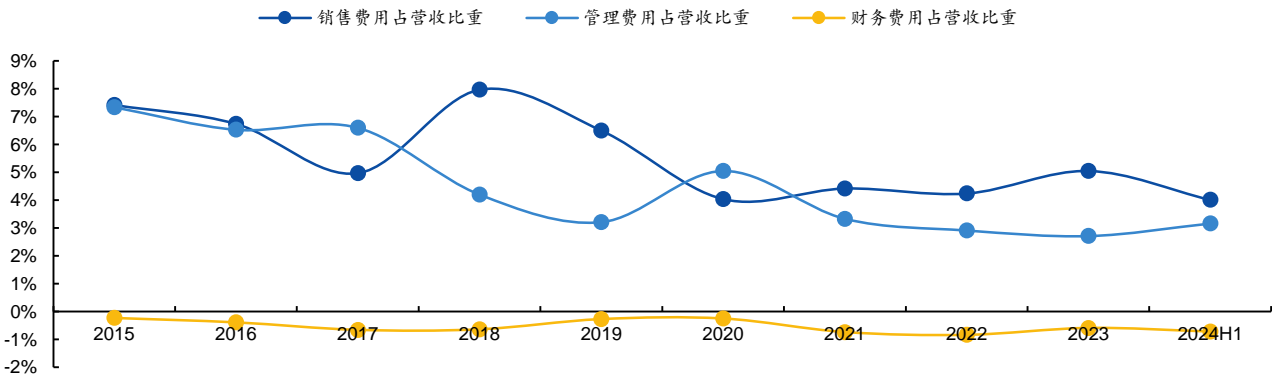
公司三费占营收比重整体呈逐步下降趋势：

销售费用端：近十年，公司的销售费用占营业收入比重整体呈下降趋势。分阶段来看，2015 年至 2017 期间，公司销售费用率伴随规模增长呈现快速下降趋势。进入 2018 年，我国乘用车销量出现近 30 年首次下滑，当年我国整体乘用车销量同比下降 4.1%，降至 2371 万辆。受整体行业景气度影响，公司当年营业收入同比下降 17.14% 至 662.98 亿元。同时在费用端，公司为应对日益加剧的竞争烈度，持续加大销售费用投入至 52.83 亿元，较 2017 年同比增长 32.81%，致使公司当年销售费用占比同比增加 3.00pcts 至 7.97%。在 2019 年和 2020 年，公司通过优化营销策略和提高运营效率，逐步降低了销售费用的占比。从 2021 年到 2023 年，公司销售费用的占比小幅上升，主要是由于公司在广告和新能源及电动智能化营销渠道建设上的投入持续增加。例如在 2023 年，公司销售费用同比增长 48.79%，达 76.45 亿元。其中，促销及广告费同比提升 52.5%，达到 26.85 亿元，销售服务费在 2023 年也同比高增 61.1%，达到 34.35 亿元。

管理费用端：近年来，公司管理费用占总收入的比例呈现下降趋势，仅在 2020 年出现反弹，当年管理费用同比增长 88.66%，导致管理费用占比提高了 1.84pcts，达到 5.05%。我们认为管理费用率的上升主要归因于两个因素：首先，工资和福利费用同比增长 96.47%，达到 26.74 亿元，这主要是由于 2020 年 7 月公布的股权激励计划增加了成本。其次，公司当年净增加了 7.38 亿元的油耗负积分费用，主要原因系当年公司在新能源产品与技术端的布局尚未进入兑现期，因此需要通过购买积分来弥补新能源积分的缺口。

财务费用端：公司凭借稳健的杠杆比率和对现金流的有效管理，长期将财务费用占总收入的比例维持在-0.2%以下。公司财务费用主要包括利息净支出和汇兑损益，与公司借款和应收票据贴现直接相关。近十年来，公司的资产负债率一直控制在大约 60%，杠杆率保持稳健，并且由于市场份额的逐步增长，公司对供应链的议价能力和现金流控制力逐年增强，保持了高质量的现金流，使得公司的净利息支出持续降低。

图 16: 公司 2015 至 2024 年 H1 三费占营收比重



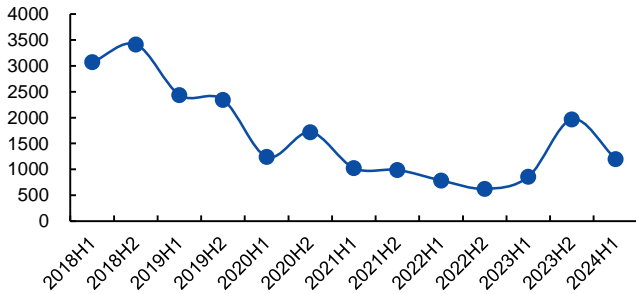
资料来源: 同花顺 iFind, 国元证券研究所

资本性投入已逐步从高峰期回落, 后续主要围绕海外进行产能扩张。2017 年, 为顺应汽车赛道的发展趋势, 公司启动第三次创业——创新创业计划。在同一年, 公司公布了“香格里拉计划”, 计划投资 1000 亿元构建新能源产业链。随后, 2018 年公司的资本性投入达到顶峰, 2018 至 2022 年的资本性支出分别为 64.88 亿元、47.84 亿元、29.60 亿元、20.10 亿元和 14.05 亿元。根据公司 2022 年年报披露信息, 公司近年来在建工程投向主要包括总预算为 48.52 亿元的发动机研发项目、总预算为 39.50 亿元的合肥工厂建设项目以及总预算为 50.48 亿元的乘用车生产设备升级项目等几方面。

从整车产能的视角分析, 截至 2023 年底, 公司自主品牌的有效产能达到 214 万辆, 产能利用率为 87.31%。目前, 公司在国内的产能总体保持平衡, 未来将继续投资以改造和升级落后的生产线, 目标是将现有产能分阶段升级为数字化新能源汽车智能工厂, 达到“国际一流、行业领先”的水平。而海外方面则主要承担公司未来产能扩张的重任。根据公司规划, 公司目标在海外布局超过 50 万辆的产能。其中公司计划投入约 17.7 亿元人民币, 在泰国建设两期合计 20 万辆的整车生产基地, 此外, 公司在欧洲和南美等地也有后续建厂规划。

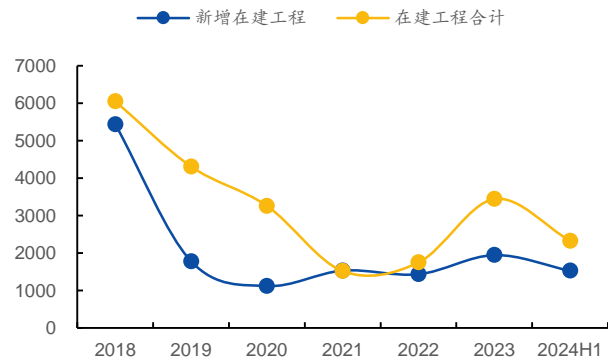
因此, 目前公司资本性投入已过高峰期, 后续资本支出也主要围绕国内产线升级与海外工厂为主。展望未来, 随着公司产能扩张的高峰期渐趋尾声, 公司未来折旧负担将逐步减轻, 带动公司经营效率相应提升。

图 17：公司 2018 至 2024 年半年度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金(单位：百万元)



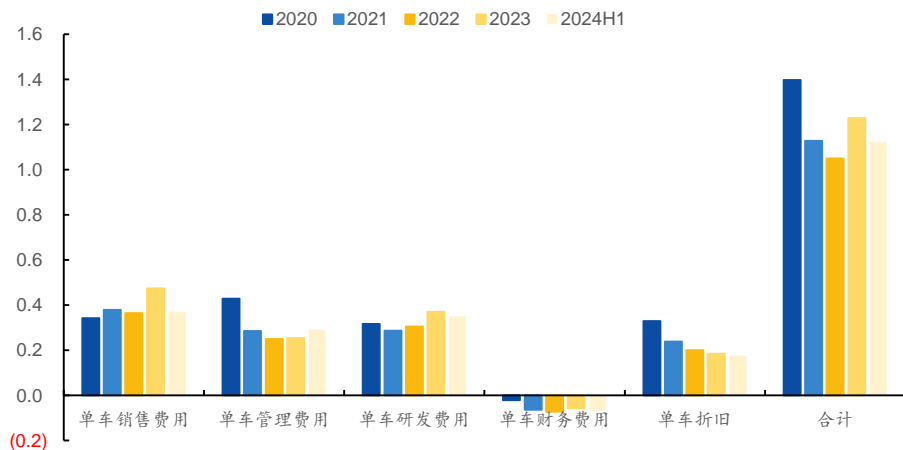
资料来源：同花顺 iFind, 国元证券研究所

图 18：公司 2018 至 2024 年 H1 在建工程与新增在建工程变化情况(单位：百万元)



资料来源：同花顺 iFind, 国元证券研究所

图 19：公司 2020 至 2024 年 H1 单车四费(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)与单车折旧情况(单位：万元)



资料来源：公司公告, 同花顺 iFind, 国元证券研究所

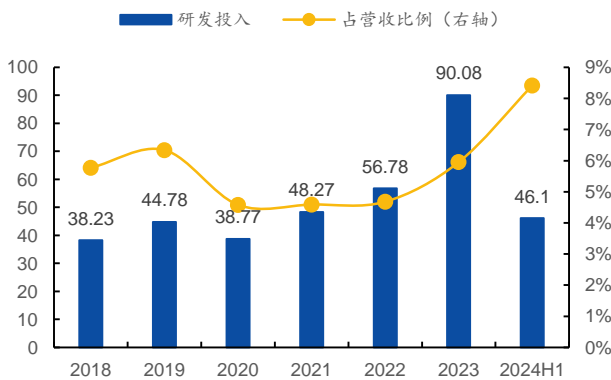
2. 围绕“香格里拉计划”，电智能化转型进入兑现期

2.1 公司积极投入研发资源，不断推动电动智能化创新

公司电智能化转型加快，研发投入持续增加。自2017年香格里拉计划推出以来，公司在研发领域的投入力度不断加强。在2018至2023年期间，公司的研发资金投入实现了显著增长，从38.23亿元增长至90.08亿元，年均复合增长率为18.70%。同时，研发投入在公司总营收中的占比也稳定在4%-7%之间，并呈现稳步上升的趋势。截至2024年6月，公司当年研发投入达到46.10亿元，研发投入占营业收入比例达8.41%。在人才队伍建设方面，公司的研发人员数量从2018年的7722人增加到2023年的10972人，年均复合增长率为7.28%。特别是高学历研发人员的比例显著提升，2023年硕士和博士研究生人员的数量为2998人，在研发团队中的占比增至27.32%，同比增长了64.91%。其中，硕士人数达到2903人，博士人数为95人，分别实现了67.03%和18.75%的同比增长。

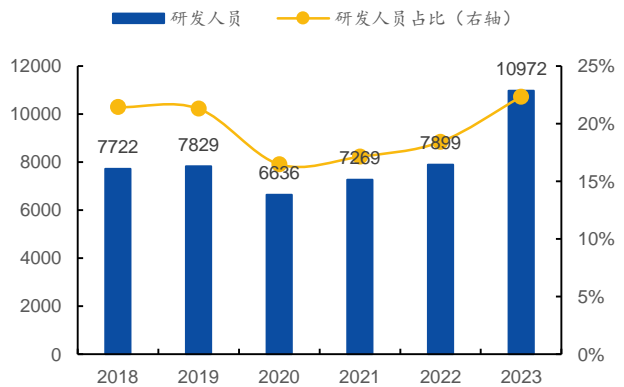
根据公司发展规划，预计在2025年，公司将在新能源、智能化、科技创新和数字化转型等关键领域投入超过800亿元。届时，预计研发团队的规模预计将扩大到2万人，其中智能化及软件开发人员预计将超过6000人，新能源领域相关研发人员预计将超过5000人。公司正在积极招募高端人才，加速战略目标的实现。尽管与行业内其他整车制造商相比，公司目前的研发投入处于第二梯队，但鉴于公司在中长期的战略规划和持续加大的研发投入，预计公司研发实力将逐步跻身行业前列。

图 20：公司 2018 至 2023 年研发投入金额及占营收比例情况(单位：亿元)



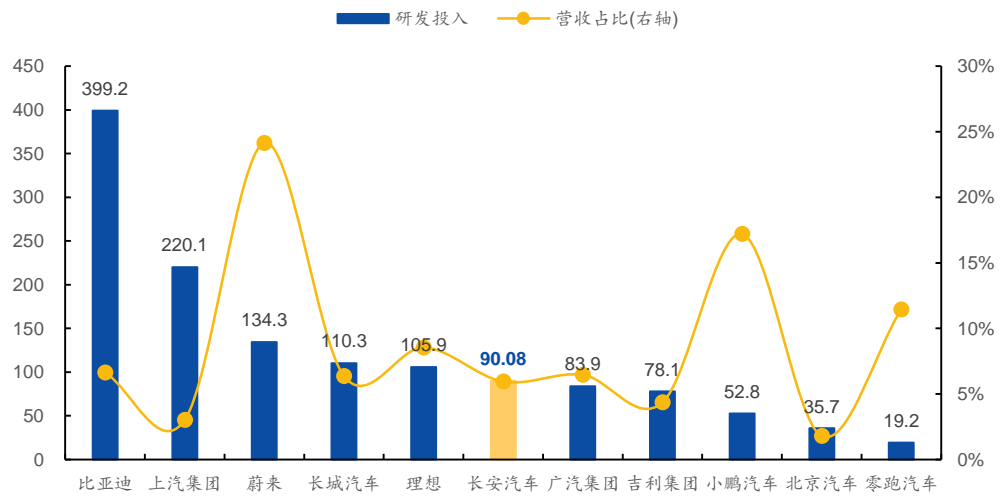
资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

图 21：公司 2018 至 2023 年研发人员数量及占比情况(单位：人)



资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

图 22：2023 年行业内主要整车厂研发投入及营收占比情况(单位：亿元)



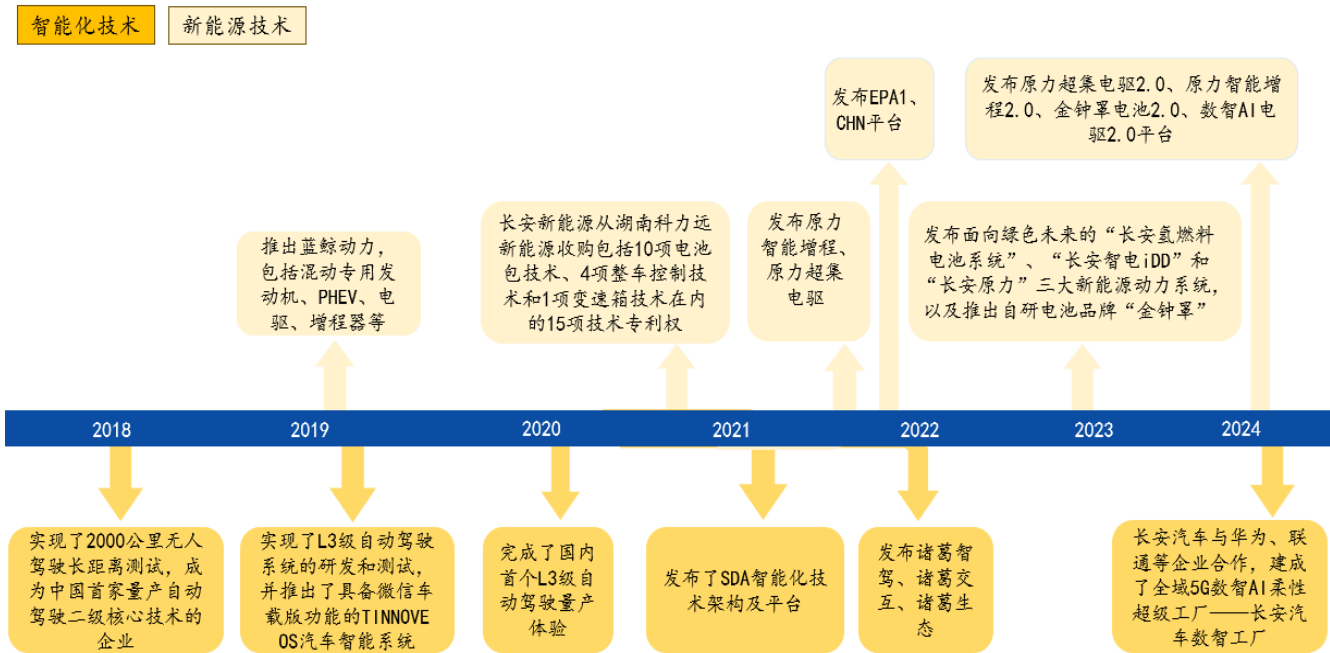
资料来源：各公司公告，易车榜，国元证券研究所

电动智能化转型效果显现，研究成果密集产出。公司当前科研投入聚焦于两大主线，一条是“香格里拉”计划对应的新能源战略，旨在推动电动化转型，而另一条则是智能化战略，旨在推动汽车实现全面智能化。得益于该两项战略的实施与公司的积极投入，公司近年取得了一系列显著成果：

在新能源技术领域，公司不断推动创新，自 2017 年“香格里拉计划”发布以来，已陆续推出了多个先进技术和平台。2019 年，公司推出了蓝鲸动力，涵盖发动机、变速器和油电混驱，提供高效能汽车动力解决方案。2021 年，公司推出了超集电驱系统，该系统高度集成了核心组件，实现最高 95% 的电驱效率，支持 240-800V 电压范围，满足不同车型需求。2022 年，公司推出了 EPA1 和 CHN 平台，支持多种动力构型，其中深蓝品牌车型主要基于 EPA1 平台开发，阿维塔品牌车型主要基于 CHN 平台开发。2024 年上半年，公司推出了新一代技术，包括原力超集电驱 2.0、智能增程 2.0、金钟罩电池 2.0、数智 AI 电驱 2.0 平台，对前一代技术进行了全面升级。

在智能化技术方面，公司于 2018 年完成了 2000 公里的无人驾驶测试，成为国内首家量产自动驾驶二级核心技术企业。2021 年，公司推出了 SDA 智能化技术架构及平台，以软件驱动，目标是将汽车转变为智能汽车机器人。2022 年，公司推出了诸葛智驾、诸葛交互、诸葛生态，诸葛智驾提供无忧领航、轻松巡航、放心泊车、安心护航等服务，构建核心竞争力。目前，长安启源 E07 已搭载相关技术，计划未来将这些技术应用于多款新能源车型。

图 23: 公司近年来智能化技术与新能源技术储备与布局



资料来源：搜狐汽车，新浪财经，腾讯新闻，盖世汽车，国元证券研究所

2.2 公司已成功在新能源车电气化层面实现“多点开花”

公司持续升级电驱技术，目前已推出八合一电驱技术。公司在电驱技术领域持续深耕，实现了从三合一到七合一，再到八合一的技术革新。在技术演进的早期阶段，公司推出的三合一电驱系统，高效集成了电机、电机控制器和减速器，为电驱系统集成化奠定了坚实基础。随后，公司持续突破，推出了集成度更高的七合一电驱系统，它不仅结构紧凑，而且性能优化，新增集成了充电机、DCDC 变换器、DCAC 等关键单元。

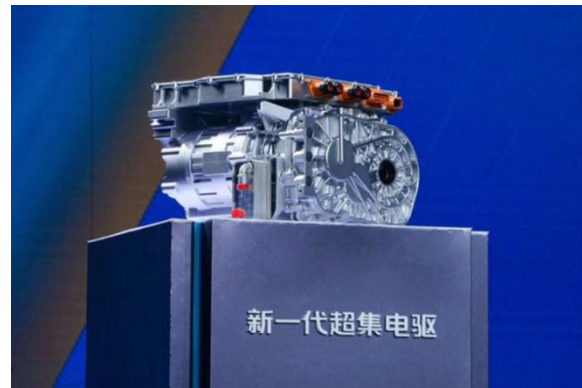
截至 2024 年，公司再次刷新技术高度，发布了八合一电驱系统，该系统集成了电动机、电机控制器、减速器、充电机、DCDC、DCAC、直流升压和高压分线盒等八大核心部件，标志着电驱系统集成化达到了新的高度。与超集电驱 1.0 相比，八合一电驱系统在效率上的提升尤为显著，得益于 SiC Mosfet、磁钢切片绝缘技术、全球最薄的量产 0.2mm 超薄低损定转子硅钢片、自适应润滑液面控制技术、油道拓扑优化设计技术等先进材料与技术，系统工况效率达到了 92.59%。此外，新一代电驱系统在体积和重量上也实现了显著的优化。整体电驱重量减轻了 17%，体积缩减了 10%，电控单元的优化尤为突出，重量大幅下降 23.8%，体积减小了 32.4%。这一系列技术进步，彰显了公司在电驱技术领域的深厚实力，为用户带来了更高效、更紧凑、更轻量化的电动出行新选择。

图 24：公司原力电驱 2.0 核心优势



资料来源：腾讯新闻，国元证券研究所绘制

图 25：公司原力电驱 2.0 展示



资料来源：太平洋汽车，国元证券研究所

图 26：公司八合一电驱示意图



资料来源：腾讯新闻，国元证券研究所

在新能源电驱平台方面，公司则采取“自研+合作”的模式进行布局，目前主要有三大新能源电驱平台：

EPA1 全电数字平台：EPA1 平台作为公司自主研发的全电数字平台，能够兼容纯电、增程和氢燃料电池三种技术路径。该平台采用新一代超集电驱系统驱动电效率最高可达 95%，同时搭载全球首发的微核高频脉冲加热技术，有效改善了电动车在低温环境下的动力性能和充电效率。在集成化方面，EPA1 平台集成了多种控制器，如长安智慧芯智能整车域控制器、高算力智能座舱域控制器和智能驾驶域控制器等，使车辆能够实现最高 L4 级智能驾驶。此外，EPA1 平台采用 iBC 数字电池管家，结合优选电芯、数字化过程控制和云 BMS 双重监控，确保电池的安全性。目前，EPA1 平台已经成功应用于深蓝品牌的两款主力车型——SL03 与 S07。此外，公司已将 EPA1 平台的技术优势扩展至合作伙伴马自达，赋能其新能源车型的研发。马自达已宣布在 2024 至 2025 年间推出两款新能源车型，包括基于 EPA1 平台的纯电车型 MAZDA EZ-6，后

者已于 2024 北京国际车展上正式亮相并上市，开启了合资品牌在新能源领域的新篇章；

CHN 智能电动车平台:该平台由长安汽车、华为、宁德时代合力开发，主要应用于阿维塔品牌。该平台采用了“新架构、强计算、高压充电”的合作模式，实现了软硬件解耦以数字定义汽车。同时，CHN 平台强调强计算能力，其内置华为最新版本的 HarmonyOS 智能座舱车机操作系统与 ADS 智能驾驶辅助系统，并具备可进化能力，能随技术进步和用户需求升级优化。在电池方面，宁德时代则承诺将持续为 CHN 平台提供其“最新、最好的动力电池”，同时支持阿维塔成为中国乃至全球最好的智能电动车品牌；

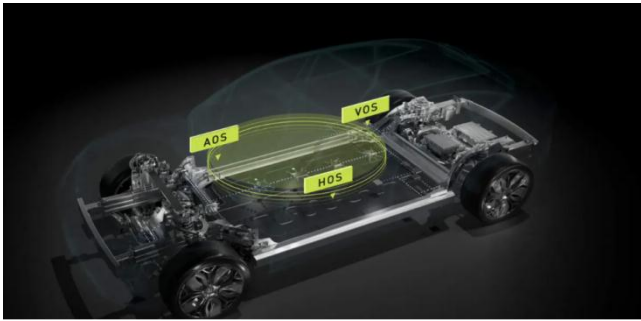
SDA 智能数字化平台:SDA 平台作为公司自研的可支持智能化汽车发展的软件驱动架构，具有“硬件可插拔、场景可编排、生态可随需、系统自进化”的核心优势。SDA 架构采用平台化分层设计，包括机械层、能源层、电子电气架构层、操作系统层、应用软件层和云端大数据层。其中，L1 至 L3 层负责车辆的物理基础和能源管理，L4 至 L6 层构成车辆的软件系统，包括操作系统、应用软件和云端服务。通过分层解耦，SDA 架构实现车辆功能模块的平台化，提高灵活性和可维护性。同时，服务化软件架构支持车辆功能快速迭代和个性化定制，使车辆能根据使用场景和用户偏好进行动态调整和扩展。在实际设计中，SDA 架构使车辆转变为满足用户需求的多功能智能移动平台，如办公空间、娱乐空间等。目前，该平台已经成功应用于启源 E07 车型。在 SDA 平台的赋能下，启源 E07 可实现 SUV 与皮卡双形态切换，成为“汽车机器人”。

表 4：公司三大新能源电驱平台梳理

平台名称	发布时间	平台核心优势	搭载平台主要车型
EPA1	2022 年 4 月 21 日	*兼容纯电、增程、氢燃料等多种动力构型 *采用新一代超集电驱和微核高频脉冲加热技术提高能源使用效率	深蓝 SL03、深蓝 S07、MAZDA EZ-6
CHN	2022 年 6 月 25 日	*平台采用六层架构分布实现硬件和软件的深度解耦，支持快速迭代和升级 *平台提供高性能的计算能力，支持高阶智能驾驶辅助功能 *采用域控制器融合架构和冗余设计，增强系统的安全性	阿维塔 11、阿维塔 12、阿维塔 07
SDA	2023 年 9 月 4 日	*实现了硬件可插拔、场景可编排、生态可随需、系统自进化的能力 *采用了“中央+环网”的电子电气架构，提供了高精度的系统时间同步和通信能力 *支持快速迭代和升级，以及更高的控制安全冗余	启源 E07

资料来源：懂车帝，盖世汽车，搜狐汽车，汽车之家，国元证券研究所

图 27：公司 CHN 架构示意图



资料来源：腾讯新闻，国元证券研究所

图 28：公司 SDA 架构示意图



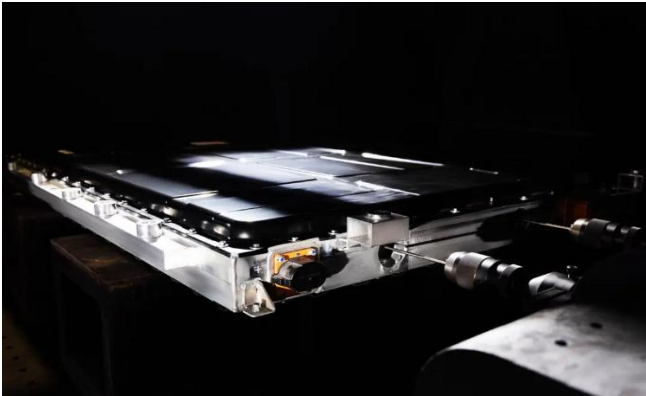
资料来源：搜狐汽车，国元证券研究所

公司在电池方面则选择“自研电池”+“合作生产”的方式，并积极布局下一代电池技术。鉴于自建动力电池工厂成本高昂，公司在电池生产领域实施了一种创新的双轨策略：一方面自主研发核心技术，另一方面与行业内的领军企业携手合作，共同推进电池的生产与制造。这种模式不仅有效降低了成本，同时通过强强联合，确保了产品质量和技术创新的双重优势。

在动力电池技术的研发投入方面，公司已建立一个先进的电池研究院，汇聚了超过 1200 名电池研发领域的专业人才。着眼于未来，公司对下一代动力电池技术的前瞻性研发充满信心，并已制定了明确的发展规划。计划到 2024 年，将电池研发团队的规模扩大至 3000 人，同时计划投入高达 100 亿元人民币的资金，专门用于电池技术研发。

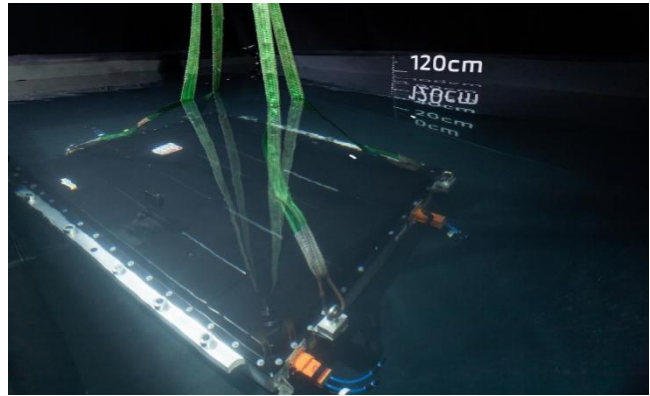
在动力电池技术储备方面，公司在 2023 年推出了自研的“金钟罩”电池。这款电池具备高安全性、长使用寿命、快速充电技术、高能效、环境自适应、高集成度和智能化管理七大特点。在 2024 年深蓝 G318 发布会上，公司推出了“金钟罩”2.0 版本，带来多项显著提升，包括热稳定性提升了 12%、耐温能力提高至 200°C、30%至 80%的 SOC 充电时间缩短至 15 分钟、智能化提升以及通过 CTP/CTV 2.0 技术实现集成效率和体积利用率的提升。展望未来，公司计划在 2025 年前不断升级金钟罩系列电池，以及量产 CTV 技术，实现电池包的高效率集成，并推动半固态电池的量产，使其重量能量密度达到 350-500Wh/kg、体积能量密度 750-1000Wh/L。在 2026-2030 年的时间段里，公司将推动半固态电池的大规模生产上车生产，全面普及固态电池，并推出液态、半固态、固态等 8 款自研电芯，形成至少 150GWh 的电池产能。在 2035 年之前，公司计划实现新型电池技术的搭载应用，包括锂硫电池和金属电池等，预计能量密度将突破 1300-1500Wh/kg。

图 29：公司金钟罩电池展示图



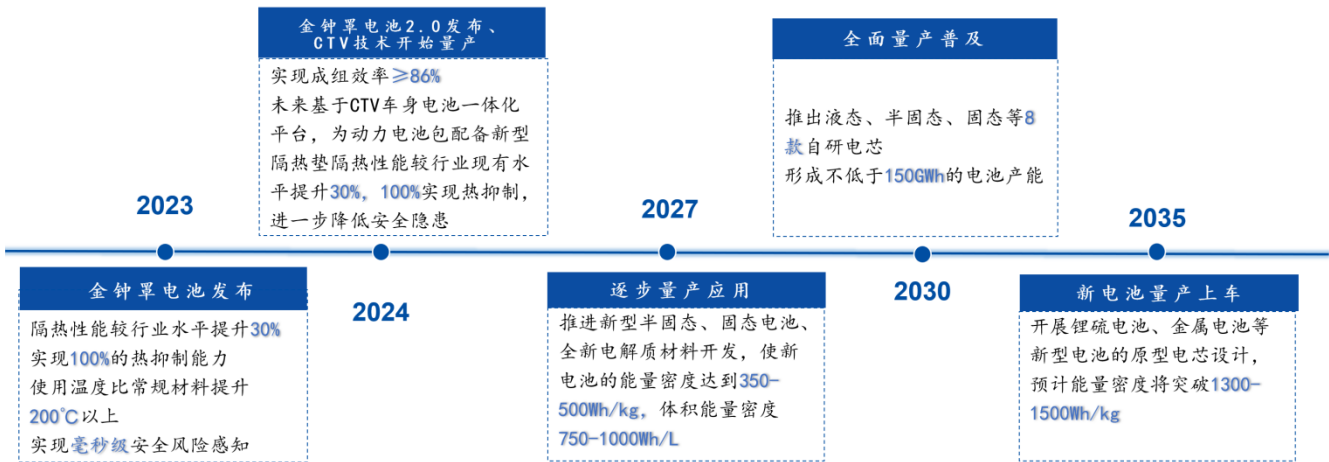
资料来源：懂车帝，国元证券研究所绘制

图 30：公司金钟罩电池防水测试



资料来源：太平洋汽车，国元证券研究所

图 31：公司动力电池技术规划时间轴



资料来源：盖世汽车，腾讯新闻，懂车帝，易车，新浪财经，太平洋汽车，国元证券研究所

在混动系统方面，公司目前主要采用“混动+增程”的双轨布局。公司的混动系统发展始于本世纪初，早期尝试如志翔混动版和逸动插电混动版，虽未取得显著成功，但积累了宝贵经验。2013年，公司推出了创新的第一代分离式P2混动系统，其独特之处在于电动机与变速器的分离布局，这一设计显著提升了系统的灵活性和可扩展性，为混动技术的发展开辟了新的道路。2019年，公司发布了蓝鲸动力品牌，标志着公司迈入了“动力3.0时代”。两年后，公司在重庆车展上隆重推出了iDD混合动力系统，该系统将高性能蓝鲸发动机、高效率蓝鲸电驱变速器、超大容量PHEV电池和智慧控制系统进行了创新性的有机融合，为用户提供了卓越的驾驶体验和燃油经济性。2023年，公司进一步创新，推出了原力增程技术，这一技术巧妙结合了电动车和燃油车的优势，提供了超长的续航里程，并将此技术成功应用于深蓝品牌，带动深蓝品牌整体销量显著增长。到了2024年，公司在混动技术领域再攀高峰，发布了原力增程2.0版本和数智AI电驱2.0平台。原力增程2.0版本的关键特点包括高效增程

器、无感 NVH 技术和智慧能量管理策略，提供小体积、大功率的增程系统，实现优异的燃油经济性和纯电续航里程。而数智 AI 电驱 2.0 平台则具备了可插电混动和增程双模式驱动的能力，与高级智慧控制系统相结合，将混合动力系统技术推向了新的高度，为用户带来了更加智能、高效的电动出行解决方案。

针对不同的混动技术路线，公司则针对旗下的的多品牌采取了多元化的战略布局。其中，iDD 蓝鲸混动系统担纲公司全面混动转型的技术基石，主要应用于引力系列车型。此外，数智 AI 电驱 2.0 系统作为公司于 2024 年发布的全新技术，不仅在馈电油耗和综合续航方面表现更为出色，而且相较于 iDD 蓝鲸混动系统的 P2 架构，成本效益更显著，完美契合经济适用型家庭用户的用车需求，目前该技术主要应用于启源品牌。而超级增程 2.0 技术相比传统插混系统在续航表现上更加出色，同时保持了电动车的静谧与平顺，为用户带来无忧的长途驾驶体验。目前该技术主要应用于深蓝与阿维塔品牌。

表 5：公司目前三大混动系统梳理

混动系统	架构特点	核心参数及特点	主要应用品牌/车型
iDD 蓝鲸混动系统	混动 P2 架构	*蓝鲸 NE 发动机：实现 45%的热效率； *蓝鲸电驱变速器：最高传递效率达到 97%； *系统综合扭矩最大可达 590N·m； *实现 0-100km/h 加速 6s，极速 200km/h；	引力系列
超级增程 2.0	REEV 架构	*可适配 400V 和 800V 双平台； *1L 油可发 3.63 度电； *44.28%增程器最高热效率； *全球首款 500bar 超高压燃油喷射系统； *全球首发 150mJ 高能点火系统； *全球量产最高行程缸径比 S/D=1.45；	深蓝、阿维塔品牌
数智 AI 电驱 2.0 平台	混动 P1+P3 架构	*实现 PCU、ECU、DPEU、IBCU、BMS、TMS、BDC 七类控制器联动协同控制； *P1 发电机可实现低转速高功率发电； *P1 发电机最大功率可以达到 100kW，加入了动力输出的能力； *P3 电机采用混动行业首发的 10 层扁线电机，最大功率可达 158kW，最高效率达到了 97.8%。	长安启源 A05、Q05

资料来源：混合动力总站，太平洋汽车，电动车公社，懂车帝，汽车之家，国元证券研究所

图 32：公司混动技术布局



资料来源：太平洋汽车，驾驭 AUTO，懂车帝，汽车之家，新车新技术，搜狐网，国元证券研究所

图 33：公司“新蓝鲸”发动机/增程/电驱平台



资料来源：驾驭 AUTO，国元证券研究所

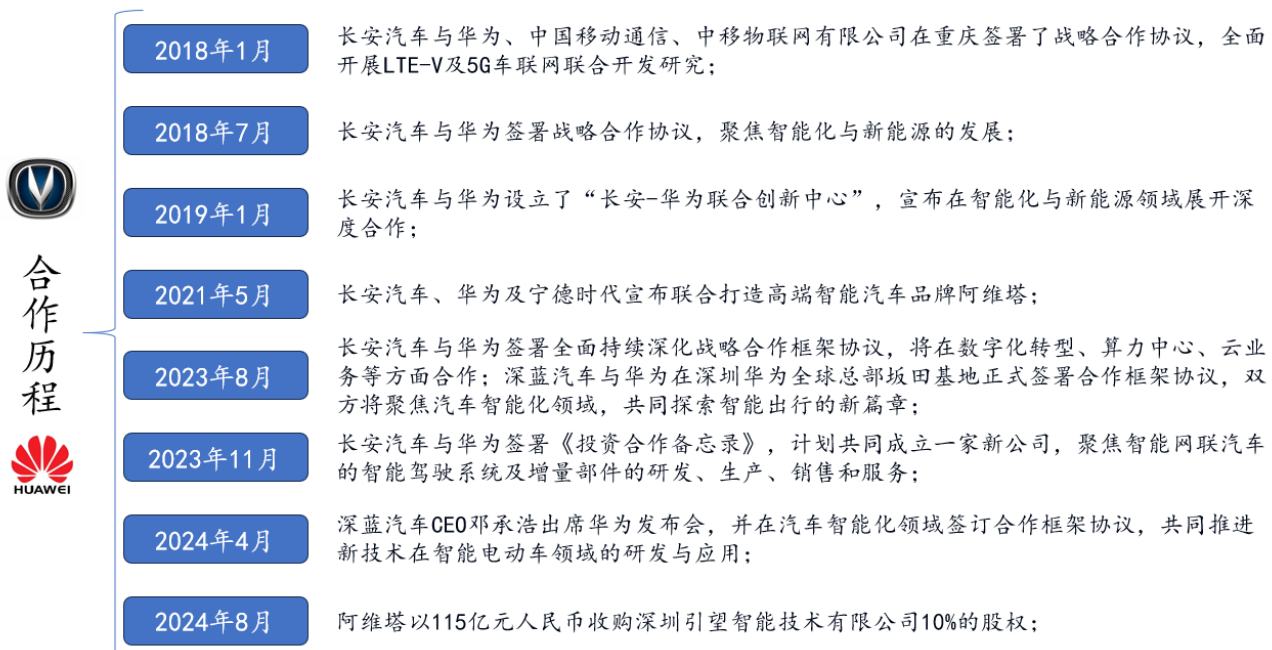
3 与华为展开深度合作，发力智能化下半场

3.1 公司与华为合力构建电动智能汽车护城河

公司通过与华为整合双方在智能化和新能源技术方面的优势，共同推动了智能电动汽车领域的产品创新和市场发展。公司与华为的合作是双方在智能化和新能源技术领域多年探索的结果。自 2018 年起，双方便开始在这些关键技术领域进行合作。2021 年，公司与新能源行业两大巨头企业华为以及宁德时代共同推出了高端智能电动汽

车品牌阿维塔，公司与华为合作进一步深化。步入 2023 年，随着双方连续签署《签署全面持续深化战略合作框架协议》与《投资合作备忘录》等多份文件，双方的合作关系进入了新的阶段。在双方的合作模式中，公司专注于汽车的研发与制造，而华为则为阿维塔与深蓝等车型提供智能汽车解决方案，包括鸿蒙操作系统和华为 HiCar。在该种合作模式下，双方能够发挥各自的优势，打造具备较强市场竞争力的智能化汽车。合作成果体现在阿维塔 11、阿维塔 12、阿维塔 07 以及深蓝 S07 等产品上。至 2024 年 8 月，公司的联营企业阿维塔科技宣布以 115 亿元投资引望智能技术有限公司，公司与华为的关系已进入资本合作关系，利益进一步绑定。未来，华为也将更多地赋能阿维塔，包括产品定义、联合品牌营销、设计、核心技术以及用户服务等诸多方面。

图 34：长安汽车与华为合作历史沿革



资料来源：华为官网，腾讯新闻，网易新闻，商界杂志，国元证券研究所

表 6：公司目前已上市基于 HI 模式打造车型梳理

品牌	车型	车型图片	合作方式	相关搭载配置
深蓝	深蓝 S07		Huawei Inside 模式	HUAWEI ADS SE
阿维塔	阿维塔 11		Huawei Inside 模式	HUAWEI ADS 2.0 HarmonyOS 智能座舱
	阿维塔 12		Huawei Inside 模式	HUAWEI ADS 2.0 HarmonyOS 智能座舱
	阿维塔 07		Huawei Inside 模式	HUAWEI ADS 3.0 HarmonyOS 智能座舱

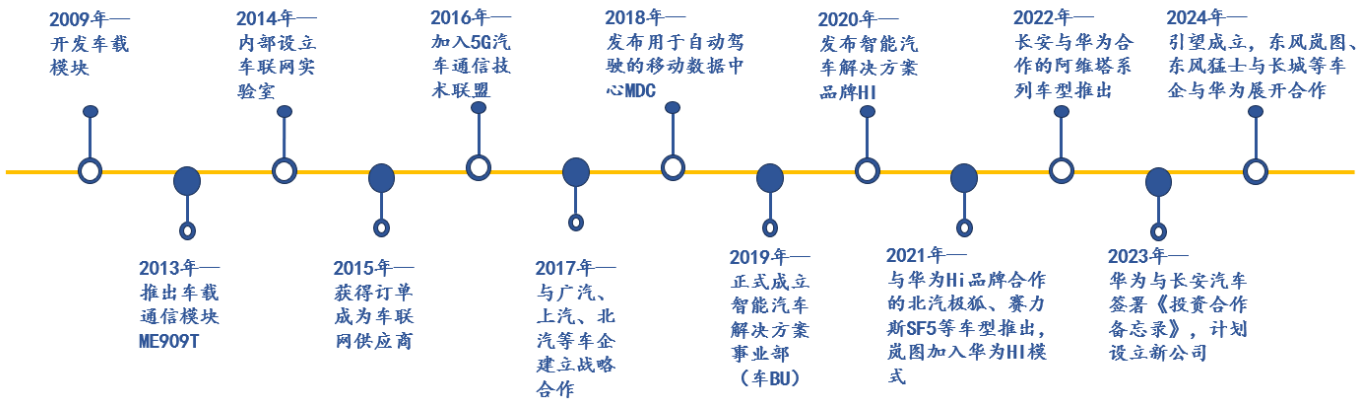
资料来源：汽车之家，搜狐汽车，易车网，国元证券研究所

复盘华为“造车”历史，目前 HI 模式与零部件业务已成为车 BU 核心。华为早在 2012 年开始涉足车联网相关业务的研究，并在 2019 年 5 月正式成立了智能汽车解决方案 BU(华为车 BU)。2020 年 10 月，华为发布了智能汽车解决方案品牌 HI(华为 HI 模式)，标志着其在智能汽车领域的深入发展。2021 年，华为通过智选车合作模式推出了塞力斯 SF5 与问界 M5 两款车型，进一步扩展了其在汽车行业的合作模式。至此，华为车 BU 共涵盖三种与车企的合作模式：零部件供应模式、HI 模式和鸿蒙智行模式。

2023 年 11 月，华为与长安汽车签署了《投资合作备忘录》，成立了引望智能技术有限公司，将华为车 BU 中除鸿蒙智行以外的业务剥离至新公司引望智能，同时鸿蒙智行板块则被剥离至华为终端 BG。至此，HI 模式与零部件业务成为引望智能两大核心业务。

在华为的规划与布局之下，HI 模式主要致力于与各大汽车制造商携手，共同打造先进的智能网联电动汽车。华为 HI 品牌提供的解决方案涵盖了五大核心智能系统，包括计算与通信架构、智能驾驶、智能座舱、智能电动、智能网联以及智能车云服务，同时还包括了如激光雷达、AR-HUD 等关键智能化组件。目前，华为 Hi 品牌已经与多家知名车企展开合作，包括北汽极狐、长安阿维塔与深蓝、东风岚图、东风猛士与长城魏牌等，合作范围持续扩大。此外，华为还开展了零部件直接销售模式的业务，专注于向汽车制造商提供智能驾驶、智能座舱等关键智能化零部件。

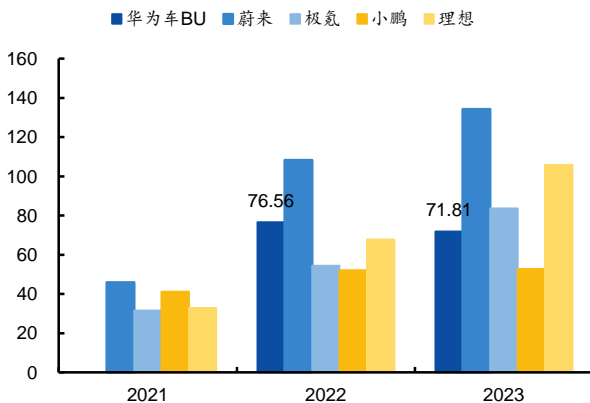
图 35: 华为智能汽车解决方案 BU 与智能汽车解决方案品牌 HI 历史沿革



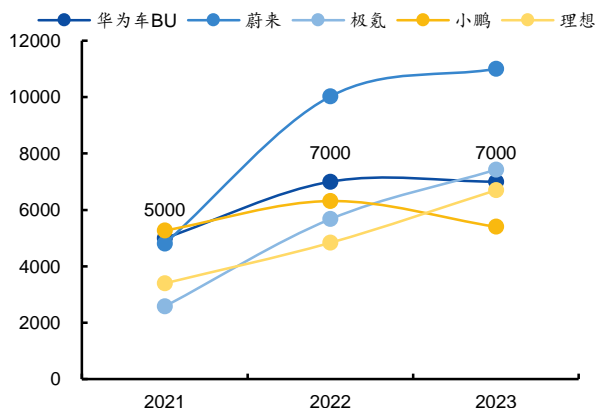
资料来源：华为官网，佐思汽研，新浪汽车，汽车之家，网易新闻，快科技，电车场，凤凰网，国元证券研究所

华为车 BU 自成立以来研发投入已累计投入超 300 亿元，深度赋能 HI 模式产品竞争力。近年来，华为车 BU 高度重视技术创新与研究，持续增加对智能汽车部件及软件技术等面向未来研究创新的投入，根据《赛力斯收购引望智能重大资产购买报告书》，引望智能于 2022 年与 2023 年研发费用均超过 70 亿元。此外，华为车 BU 的研发团队实力雄厚，拥有完善的研发体系与流程、平台化的研发架构，以及一系列经过验证的成熟解决方案，确保研发工作的高效推进，根据华为年报，华为车 BU 研发团队规模已连续两年超过 7000 人。相比较于蔚来、理想、小鹏、极氪等在智能化领域投入占比较大的整车制造商，华为车 BU 无论在研发投入与研发人员方面均处于第一梯队。同时，考虑到华为可将研发资源聚焦于计算与通信架构、智能驾驶、智能座舱、智能电动、智能网联以及智能车云服务等五大核心智能系统，因此相比较于一般整车制造商拥有资源优化、专业深化、协同效应等独有优势。

图 36: 华为车 BU 与部分车企研发投入对比(单位: 亿元) 图 37: 华为车 BU 与部分车企研发人员数量对比



资料来源：各公司年报，choice，腾讯新闻，国元证券研究所



资料来源：各公司年报，皆电，新浪汽车，腾讯新闻，国元证券研究所

注：华为车 BU 研发人员人数为最低数

3.2 公司与华为已基于智能驾驶与智能座舱展开全方位合作

在智能驾驶方面，华为车 BU 多项智驾指标已处于行业第一梯队。在智能驾驶技术迭代方面，目前华为最新版本智能驾驶系统已升级至 ADS 3.0，该系统通过整合 GOD(通用障碍物识别)大网与 PDP(预测决策规控)网络，实现了从感知层到决策层端到端的无缝衔接。这种创新架构直接将传感器输入映射至规控输出，显著减少了传统模块化设计中的数据损耗，从而提升了系统的整体性能和迭代效率。在云端算力与数据累计方面，得益于华为云提供的强劲算力，ADS 3.0 系统具备高达 3.5E FLOPS 的计算能力，并能够处理每日 3000 万公里的训练数据量，使得模型的更新周期缩短至仅 5 天。相比较于蔚来、理想、小鹏等在智能化领域投入占比较大的整车制造商，华为智能驾驶无论是智驾里程、云端算力、端到端量产进度均处于领先地位。

此外，业内普遍的一种观点是，随着算力和传感器不断升级，各家车企在抛弃重地图智驾方案后的城市 NOA 覆盖进度是衡量汽车智驾能力的重要标准。从城市 NOA 覆盖度角度来看，以阿维塔为代表的华为 HI 模式目前已处于行业第一梯队，截至目前，阿维塔已可实现无图城区 NCA 全国开放，可用路段覆盖度高达 99.5%。

表 7: 华为智能驾驶与部分智驾领先车企对比

车企	智驾版本	智驾结构	智驾里程	云端算力	团队规模	资金投入	端到端是否量产
华为	ADS 3.0	GOP + PDP	每天训练超 3000 万公里	3.5EFLOPS	7000 人	累计 300 亿	已量产
小鹏	XOS 5.2.0	神经网络 Xnet+	756 万公里实车测试	2.51E FLOPS	3000 人	35 亿/年	已量产
蔚来	Banyan 2.6.5	世界模型 NWM	4.2 亿公里实车测试	287100 POPS	1500 人	30 亿/季度	预计 2024 年底
理想	AD Max 6.0	端到端模型+ VLM 模型	12 亿公里(可用驾驶数据)	2.4EFLOPS	800 人	10 亿	预计 2024 年底

资料来源：汽车之家，芝能汽车，自动驾驶产品经理，国元证券研究所

表 8: 部分车企城市 NOA 落地进度(截至 2024 年 9 月)

车企	NOA 名称	落地时间(城市 NOA)	最新进度
阿维塔	NCA	2023 年 3 月	无图城区 NCA 全国开放，可用路段 99.5%
问界	NCA	2023 年 4 月	无图城区 NCA 全国开放，可用路段 99%
极狐	NCA	2022 年 9 月	城区 NCA 覆盖北上广深杭渝六城
小鹏	NGP	2022 年 9 月(广州试点)	无图城市 NGP 覆盖 260 城
蔚来	NOP+	2023 年 7 月	城区 NOP+ 累计验证 120 万公里，遍布 726 座城市
理想	NOA	2023 年 6 月	全场景智能驾驶 NOA 覆盖 110 城
智己	NOA	2023 年 10 月	城市 NOA 上海主城区开放
极越	PPA	2023 年 10 月底	点到点领航辅助 PPA 已开北上深杭广五城

资料来源：搜狐汽车，易车，环球网，汽车之家，IT 之家，方得汽车，36 氪，爱卡汽车网，国元证券研究所

华为鸿蒙座舱历经四次迭代，在多场景协同上具备生态化优势。自 2021 年 6 月发布 Harmony OS 2.0 起，华为鸿蒙系统已历经四代迭代，每次更新均带来了显著的技术飞跃。Harmony OS 2.0 首次引入了四音区声源定位技术，而 Harmony OS 3.0 则通过端云协同响应机制，进一步提升了系统的整体性能。Harmony OS 4.0 在多用户交

互技术方面实现了重大突破，支持六音区声源定位及多人多屏多音区并发控制。

而最新版本的 Harmony OS NEXT，采用了创新的分布式软总线设计架构，相较于前代产品，在连接速度、连接数量以及功耗方面均实现了显著的优化。该系统不仅集成了图像智能功能和 AI 声音修复等前沿技术，还进一步巩固了鸿蒙系统的全场景优势，实现了全智能产品在“全场景同一系统同一生态”下的无缝协同。目前，除了鸿蒙智行品牌和 HI 模式合作品牌外，包括江淮汽车、广汽传祺、岚图汽车、零跑汽车、凯翼汽车等在内的多家整车制造商已宣布加入鸿蒙生态合作。这些合作伙伴将基于 HarmonyOS NEXT 鸿蒙星河版，启动鸿蒙原生应用的开发。

长安汽车作为华为鸿蒙生态合作的重要成员，预计将利用华为的技术优势，结合自身在整车制造和电气化领域的深厚积累，为消费者提供更加丰富和智能化的驾驶体验，以及更卓越的产品性能。

表 9：华为鸿蒙座舱历经四代迭代

	Harmony OS 2.0	Harmony OS 3.0	Harmony OS 4.0	Harmony OS NEXT
发布时间	2021 年 6 月	2022 年 8 月	2023 年 11 月	将于 2024 年 10 月 8 日开启公测
语音	四音区声源定位	端云协同响应	六音区声源定位 多人多屏多音区并发控制	支持 AI 声音修复 智慧语音助手推理规划能力提升了 90%，tokens 知识量达到万亿级
视觉	舱内人脸识别	舱内眼球位置识别	舱内眼球位置追踪及眼部状态识别	/
协同流转	碰一碰流转	多设备发现 超级桌面分布式调度	多平台多通道双向流转 多屏跨设备投屏	实现全场景下同一系统，不同的设备下一致的体验

资料来源：太平洋汽车，搜狐汽车，华为官网，国元证券研究所

表 10：华为 Harmony OS NEXT 智能座舱多方面优势

鸿蒙座舱特点	具体优势
架构优势	应用全新分布式软总线设计，让连接速度提升了 3 倍，连接数量提升了 4 倍，功耗降低了 20%
原生智能	加入图像智能功能，可以实现 AIGC 图像生成、人像美颜、语义搜索，此外还支持通话智能、文档智能、搜索智能、媒体智能等功能
全场景优势	全场景下，能够实现一个系统，同一生态，做到不论是手机、手表、车机、智能家居都能使用同一系统，不同的设备下能够实现一致的体验
原生安全	加入了星盾安全架构，从源头构建生态秩序，只给应用合理的权限，从权限到管数量，让用户的隐私可控，从个人安全到协同安全，让数据实现高度安全化。
已实现多车企覆盖	目前，除鸿蒙智行品牌与 Huawei Inside 品牌外，江淮汽车、广汽传祺、岚图汽车、零跑汽车、凯翼汽车均已宣布加入鸿蒙生态合作，双方将基于 HarmonyOS NEXT 鸿蒙星河版启动 App 的鸿蒙原生应用开发

资料来源：OE 汽车，华为官网，电子发烧友，电子工程专辑，搜狐汽车，爱云资讯，国元证券研究所

4. 投资建议

在整车销售方面：在传统能源汽车销售方面，我们基于合理假设，即公司未来发展与整体行业发展趋势趋同。我们预计 2024 年至 2026 年期间，公司传统能源汽车销量分别为 97.10/82.31/68.67 万辆，对应同比变化分别为-16.70%/-15.24%/-16.57%；**在新能源汽车销售方面**，公司的销量主要由深蓝子品牌、启源子品牌以及 UNI 系列等贡献。在我国新能源车行业整体规模逐步增长的大背景下，公司凭借其在渠道布局、电气化与智能化等诸多方面的优势，有望实现销量的高速增长。具体而言，我们预计 2024 年至 2026 年，公司纯电乘用车销量分别为 28.11/35.36/40.12 万辆，对应同比增速分别为 28.65%/25.80%/13.48%；公司混动乘用车销量分别为 41.60/55.85/71.58 万辆，对应同比增速分别为 89.08%/34.24%/28.17%。**出海方面**，公司主要通过加强在东南亚、中南美洲等地的渠道布局实现产品与产能出海。据公司规划，公司目标未来在海外布局超过 50 万辆的产能。我们预计 2024 年至 2026 年，公司海外乘用车销量分别为 39.72/55.60/72.28 万辆，对应同比增速分别为 100.00%/40.00%/30.00%。盈利能力方面，当前公司的盈利基础盘主要为燃油乘用车产品。而深蓝、启源等新能源产品序列的盈利水平目前仍受到规模效益不足的限制。随着深蓝、启源等新能源子品牌销量的逐步提升，我们预计公司有望在规模效应的作用下，实现整体毛利率的小幅提升，预计 2024 年至 2026 年，公司整体毛利率分别为 14.80%/15.48%/16.09%。

表 11：公司 2024-2026 年销量预测(单位：辆)

总销量	2023A	2024E	2025E	2026E
燃油乘用车销量	1,165,761	971,044	823,054	686,675
yoy	0.63%	-16.70%	-15.24%	-16.57%
纯电乘用车销量	218,464	281,053	353,565	401,233
yoy	4.00%	28.65%	25.80%	13.48%
混动乘用车销量	220,031	416,025	558,468	715,802
yoy	426.00%	89.08%	34.24%	28.17%
合计销量(辆)	1,612,698	1,668,123	1,735,087	1,803,711
yoy	14.34%	3.44%	4.01%	3.96%
其中：出海				
乘用车销量	198,578	397,156	556,018	722,824
yoy	16.97%	100.00%	40.00%	30.00%

资料来源：公司公告，车主之家，国元证券研究所

表 12: 公司 2024-2026 年分业务营业收入与毛利率预测(单位: 百万元)

营业收入	2023A	2024E	2025E	2026E
汽车	145,303.58	166,812.29	190,859.59	216,445.36
增长率	27.39%	14.80%	14.42%	13.41%
毛利率	18.01%	14.20%	14.93%	15.58%
提供劳务及其他	5,994.13	6,593.54	7,252.90	7,978.19
增长率	-16.59%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	26.77%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	151,297.71	173,405.84	198,112.49	224,423.54
增长率	24.78%	14.61%	14.25%	13.28%
毛利率	18.36%	14.80%	15.48%	16.09%

资料来源: 同花顺 iFind, 国元证券研究所

综合考虑公司发展情况, 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1734.06/1981.12/2244.24 亿元, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 72.11/96.85/126.46 亿元, 同比增长 -36.34%/34.31%/30.58%, 对应 PE18.13x/13.50x/10.34x。

表 13: 公司盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	121252.86	151297.71	173405.83	198112.48	224423.54
收入同比(%)	15.32	24.78	14.61	14.25	13.28
归母净利润(百万元)	7798.79	11327.46	7210.53	9684.50	12646.28
归母净利润同比(%)	119.53	45.25	-36.34	34.31	30.58
ROE(%)	12.41	15.76	9.54	11.65	13.62
每股收益(元)	0.79	1.14	0.73	0.98	1.28
市盈率(P/E)	16.76	11.54	18.13	13.50	10.34

资料来源: 同花顺 iFind, 国元证券研究所

公司是我国头部自主乘用车企业, 2023 年全年自主乘用车销量位居全国第二名, 其渠道布局与整车产品竞争力均处于行业领先地位, 同时公司在电动化与智能化中的长期深耕与布局即将进入兑现期, 我们选取比亚迪、赛力斯、长城汽车等传统能源与新能源车汽车整车领先制造商作为可比公司, 2024-2026 年可比公司 PE 均值分别为 23.18x/16.88x/13.62x。我们将三家可比公司 2024 年一致性预期 PE 平均值作为公司目标估值, 对应目标市值 1671.40 亿元, 较当前市值增幅空间 27.87%。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 14: 可比公司估值(单位: 百万元)

代码	名称	市值	归母净利润				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002594.SZ	比亚迪	891,544.52	30,040.81	37,615.87	47,968.03	58,632.82	29.68	23.70	18.59	15.21
601127.SH	赛力斯	136,454.11	-2,449.69	4,976.43	8,138.94	10,961.67	-55.70	27.42	16.77	12.45
601633.SH	长城汽车	227,631.36	7,021.56	12,358.56	14,885.26	17,245.60	32.42	18.42	15.29	13.20
平均值								23.18	16.88	13.62

资料来源: wind, 国元证券研究所, 市值数据为 2024 年 10 月 21 日收盘值, 净利润预测为 wind 一致性预期

5. 风险提示

新能源汽车增速放缓导致行业竞争加剧风险

截至 2024 年 7 月与 8 月, 我国乘用车的新能源渗透率已连续突破 50% 大关, 我们预计新能源车增长的高峰期已过。新能源汽车行业增速放缓可能引发一系列连锁反应, 增加行业内的竞争压力。首先, 随着市场增长的减缓, 企业间为争夺有限的市场份额可能会加剧价格战, 压缩利润空间。其次, 消费者对新能源汽车的选择可能更加挑剔, 对性能、价格和服务的要求提高, 迫使企业必须提供更具竞争力的产品和服务, 从而进一步降低整车制造商整体的盈利能力。若行业竞争不断加剧, 公司盈利能力将承压。

海外新能源渗透率不及预期与海外贸易壁垒增多风险

根据乘联会数据, 2024 年 1-7 月, 欧洲地区主要国家中, 包括德国、法国、意大利、挪威、瑞典等国新能源车渗透率均同比 2023 年全年出现负增长。同期北美地区新能源车渗透率同比 2023 年全年仅提升 0.1pcts, 因此海外各国渗透率的缓慢增长可能使公司在海外销量无法达到既定目标。同时, 美国、欧盟等重要汽车市场均在 2024 年第二季度宣布将提高从我国出口的电动汽车的关税税率。此外, 目前中国乘用车重要出口国例如巴西、墨西哥等均设置了相对较高的关税, 其中巴西自 2024 年 1 月以来恢复了对电动汽车的进口关税, 并宣布将在未来一段时间逐步提高关税。尽管公司采取了本土化建厂策略以规避关税问题, 但在全球贸易环境中, 仍需密切监控除关税提升之外, 其他国家可能设立的贸易壁垒, 如非关税壁垒和其他保护主义措施, 以确保公司能够灵活应对各种潜在的市场准入挑战。

公司智能化业务发展不及预期风险

目前新能源汽车的竞争趋势已从电气化主导的上半场逐步向智能化主导的下半场演进。目前, 公司已充分认识到智能化业务在未来竞争中的重要性, 根据公司发展规划, 预计在 2025 年, 公司将在新能源、智能化、科技创新和数字化转型等关键领域投入超过 800 亿元。届时, 预计研发团队规模预计将扩大到 2 万人, 其中智能化

及软件开发人员将预计超过 6000 人。此外，在深蓝、阿维塔等子品牌的智能化布局方面，公司主要采取与华为引望合作研发的方式，旨在促进智能驾驶技术实现持续创新并取得关键突破。展望未来，若公司在自身智能驾驶技术方面的研发与和为引望的合作研发进展不及预期，公司存在因智能化领域短板导致产品竞争力不足的风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	102075.78	130934.91	138551.05	153020.58	171347.38
现金	53530.18	64871.04	70566.12	78908.37	92358.80
应收账款	3068.41	2411.80	3294.05	3970.89	4112.01
其他应收款	1261.16	894.27	1288.67	1566.62	1589.40
预付账款	749.57	287.71	2318.69	1439.96	1671.15
存货	5823.31	13465.85	13734.75	14811.65	14136.45
其他流动资产	37643.15	49004.24	47348.78	52323.10	57479.57
非流动资产	43973.29	59236.22	64493.85	69894.03	76364.10
长期投资	14406.66	13787.39	14476.76	15200.60	15960.63
固定资产	19346.76	19994.08	23728.16	24646.05	25407.29
无形资产	4446.39	15045.56	17132.62	20288.83	24825.54
其他非流动资产	5773.47	10409.18	9156.32	9758.55	10170.64
资产总计	146049.07	190171.13	203044.90	222914.61	247711.48
流动负债	75359.35	103239.42	113608.03	126323.28	142171.56
短期借款	29.00	30.04	0.00	0.00	0.00
应付账款	29449.66	38289.95	43596.24	50821.77	57032.04
其他流动负债	45880.69	64919.43	70011.79	75501.51	85139.52
非流动负债	7740.40	12248.45	11439.05	11837.83	12330.63
长期借款	36.00	72.00	72.00	72.00	72.00
其他非流动负债	7704.40	12176.45	11367.05	11765.83	12258.63
负债合计	83099.75	115487.87	125047.08	138161.11	154502.19
少数股东权益	90.71	2830.14	2412.91	1638.56	351.63
股本	9921.80	9917.29	9917.29	9917.29	9917.29
资本公积	8532.81	8251.29	8251.29	8251.29	8251.29
留存收益	44908.13	53894.18	57703.07	65224.41	74965.34
归属母公司股东权益	62858.61	71853.12	75584.91	83114.94	92857.67
负债和股东权益	146049.07	190171.13	203044.90	222914.61	247711.48

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5666.35	19861.47	13631.80	18543.47	25927.86
净利润	7745.03	9501.90	6793.30	8910.14	11359.35
折旧摊销	3886.55	5227.80	4439.69	5065.80	5797.53
财务费用	-1017.31	-897.34	-1007.67	-1113.61	-1277.05
投资损失	768.96	-3050.41	-800.00	-800.00	-800.00
营运资金变动	-6946.23	7879.79	7054.49	6489.82	11070.44
其他经营现金流	1229.36	1199.74	-2848.01	-8.68	-222.40
投资活动现金流	-2953.97	-6208.15	-5533.67	-9160.38	-10850.93
资本支出	1405.00	2824.06	4700.00	4800.00	5000.00
长期投资	3094.60	2241.90	689.60	723.76	760.00
其他投资现金流	1545.64	-1142.19	-144.07	-3636.61	-5090.93
筹资活动现金流	224.43	-2128.31	-2403.05	-1040.85	-1626.50
短期借款	10.00	1.04	-30.04	0.00	0.00
长期借款	-564.00	36.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	2289.65	-4.51	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-1243.39	-281.52	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-267.83	-1879.32	-2373.01	-1040.85	-1626.50
现金净增加额	2973.52	11434.52	5695.08	8342.24	13450.43

资料来源: 同花顺 iFind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	121252.86	151297.71	173405.83	198112.48	224423.54
营业成本	96409.61	123522.66	147736.92	167444.78	188309.37
营业税金及附加	4101.85	4758.43	4335.15	4952.81	5610.59
营业费用	5138.27	7645.21	6069.20	6933.94	7854.82
管理费用	3532.46	4097.54	4855.36	5448.09	6059.44
研发费用	4315.44	5979.84	6274.14	7349.71	8438.64
财务费用	-1017.31	-897.34	-1007.67	-1113.61	-1277.05
资产减值损失	-945.85	-813.83	-892.07	-874.96	-870.47
公允价值变动收益	3.57	-19.06	8.86	-2.21	-4.14
投资净收益	-768.96	3050.41	800.00	800.00	800.00
营业利润	7633.74	10447.48	7446.00	9794.04	12504.85
营业外收入	128.91	169.79	142.96	147.22	153.32
营业外支出	54.39	28.07	40.85	41.10	36.68
利润总额	7708.26	10589.20	7548.11	9900.16	12621.50
所得税	-36.77	1087.30	754.81	990.02	1262.15
净利润	7745.03	9501.90	6793.30	8910.14	11359.35
少数股东损益	-53.76	-1825.56	-417.23	-774.35	-1286.93
归属母公司净利润	7798.79	11327.46	7210.53	9684.50	12646.28
EBITDA	10502.98	14777.93	10878.02	13746.24	17025.32
EPS(元)	0.79	1.14	0.73	0.98	1.28

主要财务比率

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	15.32	24.78	14.61	14.25	13.28
营业利润(%)	104.63	36.86	-28.73	31.53	27.68
归属母公司净利润(%)	119.53	45.25	-36.34	34.31	30.58
获利能力					
毛利率(%)	20.49	18.36	14.80	15.48	16.09
净利率(%)	6.43	7.49	4.16	4.89	5.64
ROE(%)	12.41	15.76	9.54	11.65	13.62
偿债能力					
资产负债率(%)	56.90	60.73	61.59	61.98	62.37
净负债比率(%)	1.14	0.16	0.16	0.14	0.13
流动比率	1.35	1.27	1.22	1.21	1.21
速动比率	1.28	1.14	1.10	1.09	1.11
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.90	0.88	0.93	0.95
应收账款周转率	46.64	50.69	55.10	49.65	50.59
应付账款周转率	3.63	3.65	3.61	3.55	3.49
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.14	0.73	0.98	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	2.00	1.37	1.87	2.61
每股净资产(最新摊薄)	6.34	7.25	7.62	8.38	9.36
估值比率					
P/E	16.76	11.54	18.13	13.50	10.34
P/B	2.08	1.82	1.73	1.57	1.41
EV/EBITDA	5.23	3.72	5.05	4.00	3.23

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 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 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

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执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：230000	邮编：200135	邮编：100027