

## 毛利率环比改善，预计 4 季度深蓝及阿维塔销量将继续提升

### 核心观点

- **业绩符合预期。**公司前三季度营业收入 1109.60 亿元，同比增长 2.5%；归母净利润 35.80 亿元，同比下降 63.8%；扣非归母净利润 16.81 亿元，同比下降 48.9%。3 季度营业收入 342.37 亿元，同比下降 19.8%，环比下降 13.8%；归母净利润 7.48 亿元，同比下降 66.4%，环比下降 55.3%；扣非归母净利润 5.12 亿元，同比下降 75.0%，环比下降 51.6%。3 季度公司盈利承压预计主要受投资收益下降及研发费用环比增加影响，3 季度研发费用 15.44 亿元，环比增长 12.8%。
- **3 季度毛利率环比向上，费用率同比持平。**前三季度毛利率 14.4%，同比下降 3.5 个百分点；公司变更会计政策，将保证类质量保证费用计入营业成本，经调整后前三季度毛利率同比下降 2.2 个百分点；3 季度毛利率 15.7%，经调整后同口径下同比下降 1.3 个百分点，环比提升 2.5 个百分点。前三季度期间费用率 14.3%，经调整后同口径下同比基本持平，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别+0.6/-0.2/-0.2/-0.2 个百分点。前三季度经营活动现金流净额 43.93 亿元，同比下降 74.9%，主要系支付供应商货款增加所致。
- **3 季度投资收益承压，期待阿维塔新车带动 4 季度销量回暖。**3 季度投资收益-2.68 亿元，同比减少 6.72 亿元，环比减少 4.41 亿元；对联营合营企业投资收益-3.06 亿元，同比减少 6.84 亿元，环比减少 4.10 亿元。3 季度合资品牌及阿维塔科技销量表现较弱，导致 3 季度联营合营企业投资收益承压较大。3 季度长福/长马销量分别达 6.08/1.47 万辆，同比分别-11.0%/-36.8%，环比分别+8.5%/-16.4%；3 季度阿维塔科技销量 11874 辆，同比增长 73.6%，环比下降 18.1%。9 月 27 日，阿维塔第三款车型智美都市豪华 SUV——阿维塔 07 正式上市，提供增程、纯电双动力选择，上市 17 天大定订单 25386 辆，单日最高锁单 3508 辆；4 季度阿维塔还将推出阿维塔 11/12 增程版本，随着阿维塔 07、新款阿维塔 11/12 开启交付，预计 4 季度阿维塔销量将有望实现环比回暖，带动其盈利能力边际改善。
- **自主品牌盈利能力维稳，深蓝 4 季度销量将环比提升。**3 季度扣非自主净利润 8.18 亿元，环比下降 14.2%，去年同期为-1.74 亿元。3 季度为汽车销售传统淡季，自主板块盈利能力维持稳健。3 季度自主品牌乘用车销量 33.89 万辆，同比下降 17.4%，环比下降 11.9%；3 季度自主品牌新能源销量 14.86 万辆，同比增长 13.7%，环比下降 12.7%。9 月 20 日深蓝 L07 正式上市，搭载华为乾崮智驾 ADS SE；10 月 20 日深蓝 S05 正式上市，预售订单突破 1.6 万辆；10 月 21 日长安启源 E07 正式上市，首发搭载长安高阶智驾，预售订单突破 1 万辆；10 月深蓝全系订单突破 3 万辆，随着多款重点自主新能源新车陆续上市，预计 4 季度自主新能源销量有望同环比向上，促进自主板块盈利能力提升。

### 盈利预测与投资建议

- 调整毛利率、费用率及投资收益等，预测 2024-2026 年归母净利润 59.48、82.69、101.26 亿元（原 78.69、103.02、116.73 亿元），可比公司 24 年平均 PE 估值 32 倍，目标价 19.2 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

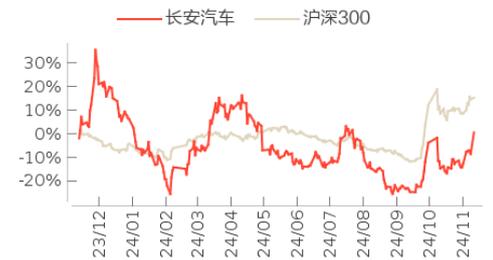
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	121,253	151,298	174,823	194,292	213,009
同比增长(%)	15.3%	24.8%	15.5%	11.1%	9.6%
营业利润(百万元)	7,634	10,447	6,253	8,718	10,683
同比增长(%)	104.6%	36.9%	-40.2%	39.4%	22.5%
归属母公司净利润(百万元)	7,799	11,327	5,948	8,269	10,126
同比增长(%)	119.5%	45.2%	-47.5%	39.0%	22.5%
每股收益(元)	0.79	1.14	0.60	0.83	1.02
毛利率(%)	20.5%	18.4%	16.1%	17.3%	18.0%
净利率(%)	6.4%	7.5%	3.4%	4.3%	4.8%
净资产收益率(%)	13.2%	16.8%	8.1%	10.5%	11.5%
市盈率	19.8	13.6	25.9	18.6	15.2
市净率	2.5	2.1	2.1	1.9	1.7

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声明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年11月11日）	15.55元
目标价格	19.2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）	154,214
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2024年11月11日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	8.74	17.89	18.16	0.38
相对表现%	4.02	11.61	-5.84	-14.81
沪深300%	4.72	6.28	24	15.19



### 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

整体销量环比增长，自主品牌海外持续较高增长	2024-10-12
自主品牌出口持续增长，关注新能源新车上市	2024-09-16
深蓝及阿维塔减亏，自主品牌盈利能力环比改善	2024-09-15

**表 1：可比公司估值比较**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2024年11月11日	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
广汽集团	601238	8.82	0.43	0.22	0.29	0.33	20.64	40.31	30.11	26.45
长城汽车	601633	28.58	0.82	1.50	1.79	2.06	34.78	19.11	15.93	13.89
江铃汽车	000550	26.9	1.71	2.01	2.52	2.95	15.74	13.39	10.69	9.12
江淮汽车	600418	45.9	0.07	0.20	0.33	0.51	661.38	231.82	138.92	90.57
宇通客车	600066	23.17	0.82	1.50	1.82	2.12	28.23	15.41	12.75	10.90
上汽集团	600104	13.83	1.22	1.00	1.08	1.19	11.35	13.84	12.79	11.60
一汽解放	000800	9.1	0.16	0.19	0.34	0.46	58.71	47.37	26.53	20.00
金龙汽车	600686	13.87	0.10	0.25	0.62	0.90	132.47	56.50	22.35	15.44
调整后平均							48.43	32.09	20.08	16.38

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	146,705	160,729	174,675
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	12,108	13,499	16,043	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	11,888	13,212	14,485
<b>流动资产合计</b>	<b>102,076</b>	<b>130,935</b>	<b>134,405</b>	<b>151,053</b>	<b>167,328</b>	财务费用	(1,017)	(897)	(1,037)	(826)	(894)
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	215	243	493
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	257	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	<b>营业利润</b>	<b>7,634</b>	<b>10,447</b>	<b>6,253</b>	<b>8,718</b>	<b>10,683</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>43,973</b>	<b>59,236</b>	<b>69,741</b>	<b>78,813</b>	<b>86,524</b>	营业外收入	129	170	90	80	80
<b>资产总计</b>	<b>146,049</b>	<b>190,171</b>	<b>204,146</b>	<b>229,866</b>	<b>253,851</b>	营业外支出	54	28	50	50	50
短期借款	29	30	11,086	17,960	20,678	<b>利润总额</b>	<b>7,708</b>	<b>10,589</b>	<b>6,293</b>	<b>8,748</b>	<b>10,713</b>
应付票据及应付账款	51,522	75,747	82,870	91,750	101,832	所得税	(37)	1,087	315	437	536
其他	23,808	27,463	25,192	25,488	26,048	<b>净利润</b>	<b>7,745</b>	<b>9,502</b>	<b>5,978</b>	<b>8,311</b>	<b>10,177</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>75,359</b>	<b>103,239</b>	<b>119,148</b>	<b>135,198</b>	<b>148,558</b>	少数股东损益	(54)	(1,826)	30	42	51
长期借款	36	72	72	72	72	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7,799</b>	<b>11,327</b>	<b>5,948</b>	<b>8,269</b>	<b>10,126</b>
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	每股收益(元)	0.79	1.14	0.60	0.83	1.02
其他	6,705	11,177	6,342	7,695	8,137						
<b>非流动负债合计</b>	<b>7,740</b>	<b>12,248</b>	<b>7,414</b>	<b>8,767</b>	<b>9,208</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>83,100</b>	<b>115,488</b>	<b>126,562</b>	<b>143,964</b>	<b>157,766</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	91	2,830	2,860	2,902	2,952	<b>成长能力</b>					
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%	-40.2%	39.4%	22.5%
留存收益	44,908	53,894	56,441	64,710	74,836	归属于母公司净利润	119.5%	45.2%	-47.5%	39.0%	22.5%
其他	123	173	115	122	128	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>62,949</b>	<b>74,683</b>	<b>77,584</b>	<b>85,902</b>	<b>96,085</b>	毛利率	20.5%	18.4%	16.1%	17.3%	18.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>146,049</b>	<b>190,171</b>	<b>204,146</b>	<b>229,866</b>	<b>253,851</b>	净利率	6.4%	7.5%	3.4%	4.3%	4.8%
						ROE	13.2%	16.8%	8.1%	10.5%	11.5%
						ROIC	10.9%	12.2%	6.0%	7.7%	8.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	56.9%	60.7%	62.0%	62.6%	62.1%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.35	1.27	1.13	1.12	1.13
						速动比率	1.27	1.14	1.00	0.99	0.99
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	51.1	55.2	60.9	53.7	54.5
						存货周转率	14.0	12.4	10.3	10.1	9.6
						总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.79	1.14	0.60	0.83	1.02
						每股经营现金流	0.57	2.00	-1.01	1.37	1.57
						每股净资产	6.34	7.25	7.53	8.37	9.39
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	19.8	13.6	25.9	18.6	15.2
						市净率	2.5	2.1	2.1	1.9	1.7
						EV/EBITDA	12.2	8.8	12.4	9.2	7.6
						EV/EBIT	18.7	12.9	23.7	15.7	12.6

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](http://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。