

## 全球布局稳步推进，新长安将促进经营效率提升

### 核心观点

- 销售费用率提升等导致公司 2 季度盈利环比下降。**上半年营业收入 726.91 亿元，同比下降 5.3%；归母净利润 22.91 亿元，同比下降 19.1%；扣非归母净利润 14.77 亿元，同比增长 26.4%。2 季度营业收入 385.31 亿元，同比减少 2.9%，环比增长 12.8%；归母净利润 9.39 亿元，同比减少 43.9%，环比减少 30.6%；扣非归母净利润 6.93 亿元，同比减少 34.4%，环比减少 11.5%；公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.50 元。公司 2 季度产品结构优化带动单车收入和毛利率提升，但海外品牌发布和重点产品上市推广带来较高营销费用导致盈利环比下降。
- 自主新能源品牌销量实现同比较高增长，盈利能力持续改善。**公司上半年累计销量 135.53 万辆，同比增长 1.6%；新能源汽车累计销量 45.17 万辆，同比增长 49.1%。公司于二季度推出启源 Q07、深蓝 S09 以及阿维塔 06 三款新品，带动三大自主品牌销量分别环比增长 46%、3%和 40%，下半年公司将推出启源 A06、启源全新 Q05 和深蓝 L06 车型，我们预计产品矩阵完善有望带动自主新能源品牌效益持续改善。新能源产品规模效应显现以及深蓝 S09 等高端产品推出带动公司二季度毛利率环比提升 1.35 个百分点。
- 新长安将促进公司经营效率提升，高管增持彰显公司发展信心。**中国长安汽车集团正式成立，成为我国第三家汽车行业央企，我们认为新长安的成立将强化集团内部产业协同，减少决策链路，提升公司自主性和经营效率。据公司公告，中国长安汽车集团现任全体董事、高级管理人员和公司部分高管将增持公司股份，此举展示集团和公司高管对公司未来发展信心。中国长安汽车集团董事长履新后亲自拜访华为 CEO 任正非，我们认为长安和华为合作前景广阔，未来长安将持续推动华为乾崮智驾、鸿蒙座舱等技术在深蓝和阿维塔产品上的应用，双方合作有望进一步深化。
- 全球布局稳步推进，海外市场有望成为未来重要增长点。**公司目标打造具有全球竞争力、拥有自主核心技术的一流汽车集团，出海步伐明显加速，上半年海外销售 29.94 万辆，公司规划 2027 年全球销量突破 100 万辆，2030 年全球销量突破 180 万辆。2025 年 5 月长安汽车泰国罗勇工厂正式投产，已建成产能 10 万辆/年后后续将逐步拓展到 20 万辆/年。长安汽车出海正以产品出海、品牌出海、产能出海“三步走”战略加速海外五大区域导入，我们认为海外市场空间广阔，盈利能力高于国内，未来将成为公司重要销量和利润来源。

### 盈利预测与投资建议

- 调整毛利率及费用率等，预测 2025-2027 年归母净利润 68.70、79.16、93.04 亿元（原为 80.30、94.71、113.13 亿元），可比公司 25 年平均 PE 估值 23 倍，目标价 15.87 元，维持买入评级。

### 风险提示

长安自主品牌销量低于预期、长安合资品牌销量低于预期、行业价格战影响盈利。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	151,298	159,733	180,654	200,457	219,509
同比增长(%)	24.8%	5.6%	13.1%	11.0%	9.5%
营业利润(百万元)	10,447	6,624	7,138	8,244	9,713
同比增长(%)	36.9%	-36.6%	7.8%	15.5%	17.8%
归属母公司净利润(百万元)	11,327	7,321	6,870	7,916	9,304
同比增长(%)	45.2%	-35.4%	-6.2%	15.2%	17.5%
每股收益(元)	1.14	0.74	0.69	0.80	0.94
毛利率(%)	17.3%	14.9%	16.6%	17.4%	17.8%
净利率(%)	7.5%	4.6%	3.8%	3.9%	4.2%
净资产收益率(%)	16.8%	9.9%	8.7%	9.3%	10.0%
市盈率	10.7	16.6	17.7	15.4	13.1
市净率	1.7	1.6	1.5	1.4	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

投资评级	买入
股价（2025年09月26日）	12.28 元
目标价格	15.87 元
52 周最高价/最低价	15.99/11.07 元
总股本/流通 A 股（万股）	991,409/990,213
A 股市值（百万元）	121,745
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2025 年 09 月 27 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.24	-6.19	-1.49	-3.38
相对表现%	-0.83	-8.38	-16.8	-31.72
沪深 300%	1.07	2.19	15.31	28.34



### 证券分析师

姜雪晴	执业证书编号：S0860512060001 jiangxueqing@orientsec.com.cn
袁俊轩	执业证书编号：S0860523070005 yuanjunxuan@orientsec.com.cn 021-63326320

### 联系人

刘宇浩	执业证书编号：S0860124070026 liuyuhao@orientsec.com.cn 021-63326320
-----	--

### 相关报告

新能源销量快速增长，兵装集团分立有望提升公司经营效率	2025-07-13
深蓝、阿维塔均实现同比高增长，新能源车比重提升	2025-06-05
启源新车上市，深蓝、阿维塔表现较好	2025-05-17

**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			
		2025年9月25日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
广汽集团	601238	7.55	0.08	-0.02	0.15	0.28	93.44	-344.75	51.05	27.19
长城汽车	601633	24.22	1.48	1.65	1.99	2.33	16.33	14.64	12.14	10.41
江铃汽车	000550	21.21	1.78	1.87	2.21	2.64	11.91	11.34	9.59	8.05
江淮汽车	600418	51.63	-0.82	0.07	0.76	1.75	-63.20	738.63	67.63	29.58
宇通客车	600066	27.90	1.86	2.13	2.47	2.84	15.01	13.13	11.28	9.84
上汽集团	600104	17.04	0.15	1.03	1.25	1.46	117.52	16.59	13.67	11.70
一汽解放	000800	6.97	0.13	0.12	0.26	0.37	55.10	60.56	26.64	18.60
金龙汽车	600686	11.37	0.22	0.59	0.91	1.33	51.68	19.20	12.44	8.57
调整后平均							40.58	22.58	21.20	14.38

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	64,871	64,182	52,390	60,137	65,853	营业收入	151,298	159,733	180,654	200,457	219,509
应收票据、账款及款项融资	40,070	48,979	65,187	72,035	79,131	营业成本	125,190	135,869	150,648	165,589	180,396
预付账款	288	507	678	590	722	营业税金及附加	4,758	4,350	5,420	6,014	6,585
存货	13,466	17,081	14,748	18,280	20,085	营业费用	5,978	7,538	9,033	10,023	10,975
其他	12,240	5,618	7,533	9,076	8,096	管理费用及研发费用	10,077	10,907	11,923	13,230	14,488
<b>流动资产合计</b>	<b>130,935</b>	<b>136,369</b>	<b>140,536</b>	<b>160,118</b>	<b>173,886</b>	财务费用	(897)	(934)	(1,725)	(1,435)	(1,228)
长期股权投资	13,787	18,526	15,573	15,962	16,687	资产、信用减值损失	861	215	391	461	344
固定资产	19,994	21,774	28,864	35,644	42,680	公允价值变动收益	(19)	(27)	0	0	0
在建工程	1,914	1,596	7,827	10,942	12,499	投资净收益	3,050	188	343	438	534
无形资产	15,046	16,772	13,977	11,181	8,386	其他	2,085	4,676	1,830	1,230	1,230
其他	8,495	13,132	8,830	9,652	10,017	<b>营业利润</b>	<b>10,447</b>	<b>6,624</b>	<b>7,138</b>	<b>8,244</b>	<b>9,713</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>59,236</b>	<b>71,800</b>	<b>75,070</b>	<b>83,382</b>	<b>90,269</b>	营业外收入	170	155	180	180	180
<b>资产总计</b>	<b>190,171</b>	<b>208,168</b>	<b>215,606</b>	<b>243,500</b>	<b>264,155</b>	营业外支出	28	22	50	50	50
短期借款	30	40	5,421	11,712	14,241	<b>利润总额</b>	<b>10,589</b>	<b>6,758</b>	<b>7,268</b>	<b>8,374</b>	<b>9,843</b>
应付票据及应付账款	75,747	78,646	86,286	96,961	104,459	所得税	1,087	653	363	419	492
其他	27,463	34,671	28,647	30,261	31,193	<b>净利润</b>	<b>9,502</b>	<b>6,104</b>	<b>6,904</b>	<b>7,955</b>	<b>9,351</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>103,239</b>	<b>113,357</b>	<b>120,355</b>	<b>138,934</b>	<b>149,893</b>	少数股东损益	(1,826)	(1,217)	35	40	47
长期借款	72	36	36	36	36	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>11,327</b>	<b>7,321</b>	<b>6,870</b>	<b>7,916</b>	<b>9,304</b>
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	每股收益(元)	1.14	0.74	0.69	0.80	0.94
其他	11,177	14,694	10,973	12,327	12,665						
<b>非流动负债合计</b>	<b>12,248</b>	<b>15,730</b>	<b>12,009</b>	<b>13,362</b>	<b>13,701</b>						
<b>负债合计</b>	<b>115,488</b>	<b>129,088</b>	<b>132,364</b>	<b>152,296</b>	<b>163,594</b>						
少数股东权益	2,830	2,504	2,539	2,579	2,625						
实收资本(或股本)	9,917	9,914	9,914	9,914	9,914						
资本公积	7,869	8,757	8,926	8,926	8,926						
留存收益	53,894	57,803	61,748	69,664	78,968						
其他	173	103	115	122	128						
<b>股东权益合计</b>	<b>74,683</b>	<b>79,081</b>	<b>83,242</b>	<b>91,204</b>	<b>100,561</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>190,171</b>	<b>208,168</b>	<b>215,606</b>	<b>243,500</b>	<b>264,155</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	9,502	6,104	6,904	7,955	9,351
折旧摊销	4,424	1,022	5,919	6,962	8,265
财务费用	(897)	(934)	(1,725)	(1,435)	(1,228)
投资损失	(3,050)	(188)	(343)	(438)	(534)
营运资金变动	10,990	4,630	(17,513)	173	46
其它	(1,106)	(5,785)	1,950	1,018	(23)
<b>经营活动现金流</b>	<b>19,861</b>	<b>4,849</b>	<b>(4,807)</b>	<b>14,235</b>	<b>15,877</b>
资本支出	(14,101)	(1,083)	(14,057)	(14,057)	(14,057)
长期投资	619	(4,738)	2,952	(389)	(725)
其他	7,274	1,508	668	150	618
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,208)</b>	<b>(4,313)</b>	<b>(10,437)</b>	<b>(14,296)</b>	<b>(14,164)</b>
债权融资	(371)	1,517	(900)	82	245
股权融资	(41)	884	169	0	0
其他	(1,716)	(3,793)	4,182	7,726	3,757
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,128)</b>	<b>(1,391)</b>	<b>3,451</b>	<b>7,809</b>	<b>4,002</b>
汇率变动影响	(90)	204	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>11,435</b>	<b>(652)</b>	<b>(11,793)</b>	<b>7,748</b>	<b>5,715</b>

  

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.8%	5.6%	13.1%	11.0%	9.5%
营业利润	36.9%	-36.6%	7.8%	15.5%	17.8%
归属于母公司净利润	45.2%	-35.4%	-6.2%	15.2%	17.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.3%	14.9%	16.6%	17.4%	17.8%
净利率	7.5%	4.6%	3.8%	3.9%	4.2%
ROE	16.8%	9.9%	8.7%	9.3%	10.0%
ROIC	12.2%	6.6%	6.0%	6.7%	7.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	60.7%	62.0%	61.4%	62.5%	61.9%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.27	1.20	1.17	1.15	1.16
速动比率	1.13	1.05	1.02	1.00	1.00
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	55.2	55.0	50.4	52.4	52.4
存货周转率	12.2	8.6	8.6	8.4	7.9
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.14	0.74	0.69	0.80	0.94
每股经营现金流	2.00	0.49	-0.48	1.44	1.60
每股净资产	7.25	7.72	8.14	8.94	9.88
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.7	16.6	17.7	15.4	13.1
市净率	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.5	13.6	8.0	6.6	5.4
EV/EBIT	9.5	16.0	16.8	13.4	10.7

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。