

新能源放量，全球化与智能化打开新空间

投资要点

- 业绩总结：**公司 2025 年上半年实现营业收入 726.9 亿元，同比-5.3%；归母净利润 22.9 亿元，同比-19.1%。
- 经营分析：**25H1，公司营收小幅下滑主要受行业竞争加剧影响，但销量同比增长 1.6%至 135.5 万辆，创近八年同期新高。盈利能力上，毛利率为 14.6%，同比提升 0.8 个百分点，核心业务盈利能力改善。公司持续加大研发投入，研发费用 32.8 亿元，同比+12.8%，研发费用率达 4.5%；财务费用为-19.6 亿元，主要受益于汇兑收益及利息收入增加。
- 自主新能源品牌：转型加速，规模与效益初显成效。**25H1 公司新能源汽车销量达 45.2 万辆，同比增长 49.1%，增速优于行业平均水平。长安启源、深蓝、阿维塔三大品牌矩阵发力，产品结构持续优化。长安启源 Q07 上半年累计交付已突破 2 万辆；深蓝汽车累计交付已突破 50 万辆，新车型 S09 预售 8 天订单破万；阿维塔品牌在 06 等新车型带动下，销量环比大幅增长。公司规划未来三年将持续推出 35 款全新智能新能源汽车，产品周期强势，为长期增长奠定坚实基础。
- 自主燃油车及海外业务：**基本盘稳固，全球化布局加速。燃油车板块基本盘稳固，CS75 系列、逸动系列等经典车型在各自细分市场保持领先地位。下半年多款主力车型将迎来换代，有望进一步巩固市场份额。海外业务作为第二增长曲线，25H1 实现销量 29.9 万辆，同比增长 5.1%。尽管受汇率波动影响，海外业务毛利率仍高达 22.3%，远超国内业务。公司“海纳百川”计划稳步推进，在德国举办欧洲品牌发布会，泰国罗勇工厂顺利投产，标志着公司全球化布局进入产业出海新阶段。新成立的中国长安汽车集团有望进一步提升决策效率，为国际化发展扫清障碍。
- 合资品牌业务与智能化战略：**盈利承压，技术反向输出开辟新模式。受合资品牌盈利能力下降影响，公司 25H1 投资收益同比下滑 67.2%。面对挑战，公司改变合作模式，开始向长安马自达等伙伴进行技术和平台“反向输出”，开辟了新的价值创造路径。智能化方面，公司坚定推进“北斗天枢 2.0”计划，坚持自研与合作双线并举。自研 SDA 架构已在启源等品牌上应用；同时深化与华为等 ICT 企业合作，阿维塔全系及深蓝部分车型搭载华为高阶智驾方案，产品智能化水平行业领先。公司已获批全国首批 L3 级智能网联汽车试点单位，技术实力获国家认可。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.77/0.95/1.12 元。考虑到公司新能源品牌（深蓝、启源、阿维塔）新车型密集推出，销量快速增长；出海业务受益全球新能源汽车需求增长及自身产品竞争力，规模持续扩大。给予 2025 年 20 倍 PE，对应的目标价 15.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**新车型销量不及预期的风险；市场竞争加剧导致价格战超预期的风险；海外市场拓展及地缘政治风险；新能源业务盈利改善不及预期的风险；合资品牌业绩持续下滑的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	159733.03	186158.96	207535.57	225093.19
增长率	5.58%	16.54%	11.48%	8.46%
归属母公司净利润（百万元）	7321.36	7675.07	9396.93	11064.72
增长率	-35.37%	4.83%	22.43%	17.75%
每股收益 EPS（元）	0.74	0.77	0.95	1.12
净资产收益率 ROE	7.72%	9.01%	10.10%	10.82%
PE	16	16	13	11
PB	1.57	1.45	1.33	1.20

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zlians@swsc.com.cn

分析师：郭靖雯
执业证号：S1250524120001
电话：13816627924
邮箱：gjw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	99.14
流通 A 股(亿股)	82.61
52 周内股价区间(元)	11.59-15.55
总市值(亿元)	1200.60
总资产(亿元)	1802.26
每股净资产(元)	7.67

相关研究

目 录

1 深耕新能源与智能化的汽车龙头.....	1
1.1 从军工根基到汽车龙头的跨越.....	1
1.2 财务分析：业绩阶段性承压	3
2 “技术壁垒+产品矩阵+生态协同”构建三大护城河	5
2.1 技术壁垒：电动化与智能化双线领跑，构筑硬实力护城河	5
2.2 产品矩阵：多品牌分层卡位，覆盖全价格带市场	9
2.3 生态协同：供应链自主可控+全球化布局，构筑增长韧性.....	10
3 盈利预测与估值.....	12
3.1 盈利预测.....	12
3.2 相对估值.....	12
4 风险提示	13

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：截止 2025 年半年报股权结构.....	1
图 3：公司整车矩阵梳理.....	3
图 4：2019-2025H1 公司营业收入.....	4
图 5：2019-2025H1 公司归母净利润.....	4
图 6：2019-2025H1 公司主营业务收入拆分（亿元）.....	4
图 7：2019-2025H1 公司主营业务营收占比.....	4
图 8：2019-2025H1 公司综合毛利率及净利率情况.....	5
图 9：2019-2025H1 公司主营业务毛利率情况.....	5
图 10：2019-2025H1 公司期间费用率情况.....	5
图 11：2019-2025H1 公司研发费用情况.....	5
图 12：新蓝鲸动力系统.....	6
图 13：全电数字平台—EPA 具有高效率、高性能、高智能、高安全的四高属性。.....	7
图 14：基于 SDA 架构的移动机器再到智能汽车机器人.....	7
图 15：诸葛智能构建“4+12 交互策略脑”.....	8
图 16：深度绑定引望智能.....	9
图 17：公司 2019-2025H1 汽车总销量.....	10
图 18：公司新能源车销量占比不断提升.....	10
图 19：八合一电驱重量下降 17%，电驱体积下降 10%.....	11

表 目 录

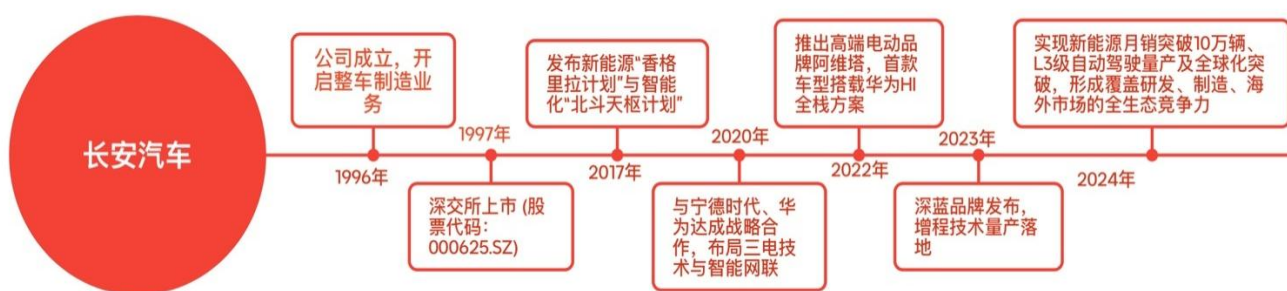
表 1：公司管理层团队及其履历.....	2
表 2：公司乘用车品牌定位.....	9
表 3：渠道与品牌定位.....	11
表 4：分业务收入及毛利率.....	12
表 5：可比公司估值.....	12
附表：财务预测与估值.....	14

1 深耕新能源与智能化的汽车龙头

1.1 从军工根基到汽车龙头的跨越

公司简介与发展历程：公司前身为 1862 年上海洋炮局，1994 年长安机器厂和同为兵工企业的江陵机器厂合并，成立了重庆长安汽车有限责任公司，为 1996 年股份公司的成立奠定了基础。公司历经“军转民（1862-1983）、合资拓荒（1984-2005）、自主崛起（2006-2016）”，2017 年开启第三次创业，聚焦“智能低碳出行”，发布“香格里拉计划（新能源）”“北斗天枢计划（智能化）”“海纳百川战略（出海）”三大核心战略。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构：公司呈现典型的央企控股特征。前十大股东中，控股股东辰致汽车科技集团（持股 18.0%）及其一致行动人中汇富通投资（持股 2.8%）、实际控制人中国兵器装备集团（持股 14.2%）及其一致行动人南方工业资产管理（持股 4.6%）合计持股超 39%，国有控股地位稳固，同时包含中国证券金融股份有限公司（持股 4.3%）、香港中央结算有限公司（持股 1.1%）及公募等机构投资者。

图 2：截止 2025 年半年报股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

管理团队：公司管理团队具备显著的技术背景和战略执行力。董事长朱华荣作为正高级工程师，拥有 30 年行业经验，主导推动了“香格里拉”和“北斗天枢”两大战略落地。董事会成员中技术专家占比过半，6 名董事中 4 人拥有硕士以上学历，独立董事占比 50%有效强化了公司治理。管理层深度绑定产业资源，朱华荣同时兼任阿维塔科技董事长，直接协调华为、宁德时代等战略合作伙伴关系，展现出强大的资源整合能力。

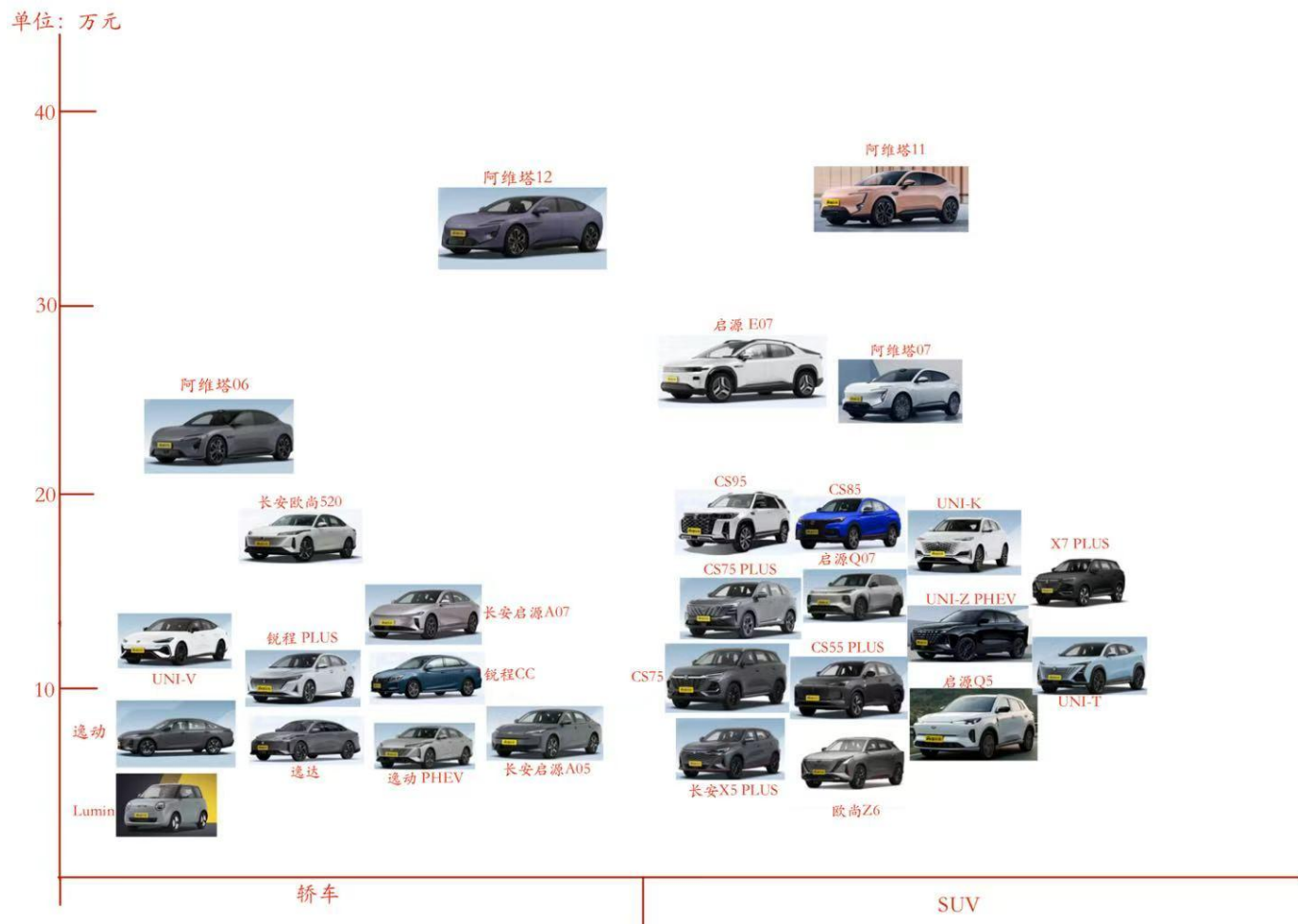
表 1：公司管理层团队及其履历

姓名	职务	简介
朱华荣	董事长	曾任长安公司技术部副部长、汽车制造厂总工程师、总裁助理兼技术中心主任、科技委主任、长安汽车副总经理、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。
KlausZyciora	副总裁	曾任大众汽车内饰设计师、外饰总监、设计负责人，大众集团设计负责人。
张法涛	副总裁	曾任长安汽车公司办公室副主任，科技及项目管理部总经理、党支部书记、科协常务副主席、PDS 项目总监，重庆长安汽车股份有限公司办公室主任、党支部书记、党委办公室主任、董事会办公室主任，人力资源部总经理、党委组织部部长、长安学习中心人才管理部总监。
王辉	副总裁	曾任长安汽车新业务统筹项目组总监，重庆长安汽车股份有限公司办公室主任、党支部书记，长马发动机执行副总裁、党委书记，长安马自达新能源合作项目负责人，长安马自达执行副总裁、党委书记，海外事业发展部总经理、东南亚事业部总经理。
贺刚	副总裁	长安汽车智能化研究院（芯片应用中心）总经理，重庆长安科技有限责任公司运营总经理、平台规划特级专家，科技产业党委书记。1985 年生，硕士，正高级工程师。
邓承浩	副总裁	曾任重庆长安新能源汽车科技有限公司总经理助理、动力开发部副总经理，C385EV-E 系列项目总监，重庆长安新能源汽车科技有限公司总经理、党委书记。
张德勇	总会计师	董事、总会计师、董事会秘书，长安福特汽车有限公司董事，南昌市江铃投资有限公司董事，长安汽车金融有限公司董事，兵器装备集团财务有限责任公司董事。1975 年生，会计专业硕士（MPAcc），高级会计师。

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司营收超 95%来自整车业务，其余来自外协业务。整车方面，公司构建“燃油+新能源”双线布局，燃油端以“长安引力”（整合 CS/UNI/欧尚系列）为基盘；新能源端形成“启源（8-20 万元主流市场）、深蓝（15-20 万元年轻科技市场）、阿维塔（20 万元以上高端市场）”三大子品牌矩阵，覆盖全价格带。外协业务方面，公司将部分生产制造环节委托给外部供应商进行加工制造，属于公司主营业务结构中的补充部分，有助于提升生产效率和供应链协同。

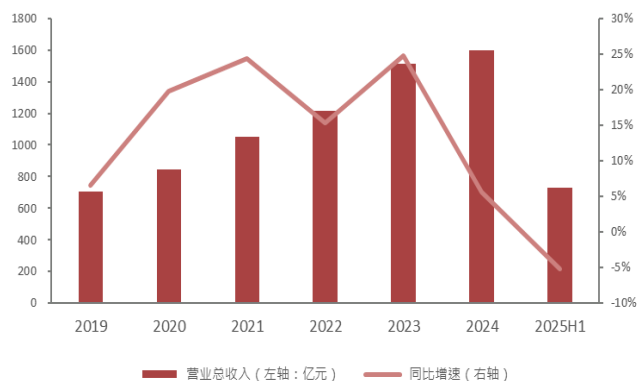
图 3：公司整车矩阵梳理



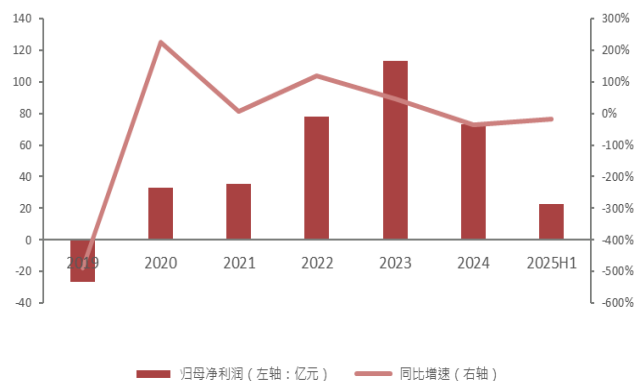
数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

1.2 财务分析：业绩阶段性承压

公司 2019-2025H1 营收、归母净利润呈现阶段性波动特征。从营收方面来看，2019-2024 年公司营收呈总体增长态势，从 706.0 亿元逐步攀升至 1597.3 亿元；2025 年上半年营收 726.9 亿元，同比下降 5.3%。从归母净利润方面来看，2019-2024 年公司归母净利润波动较大，2019 年为 -26.5 亿元，2020 年起扭亏为盈并持续增长，2023 年达 113.3 亿元，2024 年受战略投入与业务结构调整，回落至 73.2 亿元；2025 年上半年实现归母净利润 22.9 亿元，同比下降 19.1%，整体业绩面临一定压力。

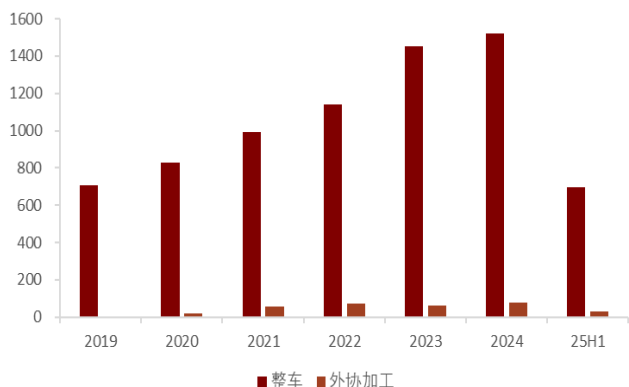
图 4：2019-2025H1 公司营业收入


数据来源：Wind，西南证券整理

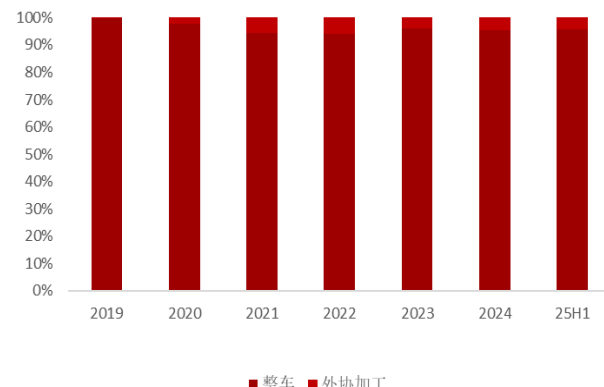
图 5：2019-2025H1 公司归母净利润


数据来源：Wind，西南证券整理

分业务看，整车业务收入整体呈增长态势，从 2019 年的 705.3 亿元逐步提升至 2024 年的 1521.9 亿元，2025 年上半年达 695.1 亿元；外协加工业务收入波动较大，2022 年冲高至 71.9 亿元后有所回落，2024 年为 75.4 亿元，2025 年上半年为 31.8 亿元。从业务占比来看，整车业务始终是公司核心业务，占总营收比例长期保持 94% 以上，2024 年占比 95.3%，2025 年上半年进一步提升至 95.6%，外协加工业务占比相对较低，2024 年为 4.7%，2025 年上半年为 4.4%。公司营收增长主要由整车业务驱动，外协加工业务起到补充作用。

图 6：2019-2025H1 公司主营业务收入拆分（亿元）


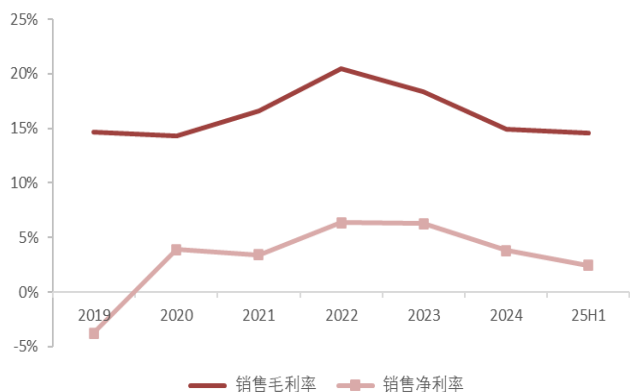
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2019-2025H1 公司主营业务营收占比


数据来源：Wind，西南证券整理

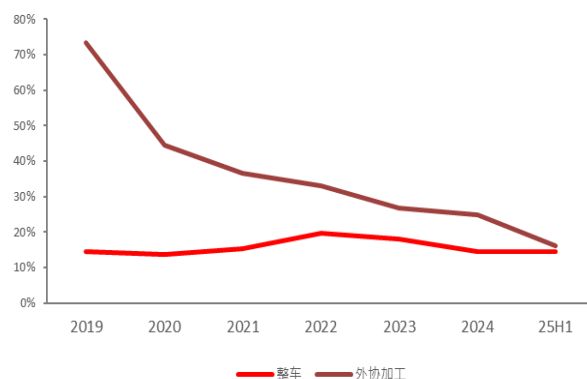
公司毛利率和净利率波动明显。整体毛利率 2022 年冲高至 20.5% 后回落，2025 年上半年为 14.6%；销售净利率 2024 年 3.8%，2025 年上半年 2.5%。分业务看，整车业务毛利率 2022 年达 19.7% 后回落，2025 年上半年 14.5%；外协加工业务毛利率虽高但逐年下滑且占比低，对整体影响有限。

图 8：2019-2025H1 公司综合毛利率及净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

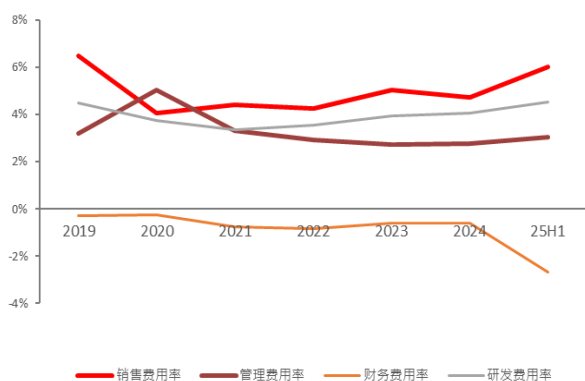
图 9：2019-2025H1 公司主营业务毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

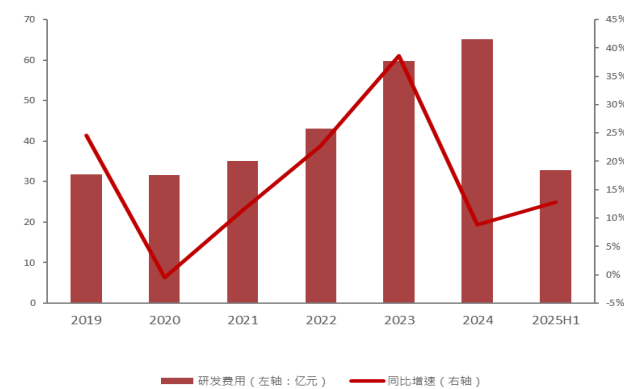
公司研发投入持续增长，费用结构凸显技术驱动。2025 年上半年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 6.0%、3.1%、-2.7%。研发费用方面，2019-2024 年从 31.7 亿元增至 65.1 亿元，2025 年上半年 32.8 亿元（同比+12.8%）；2021 年至今，研发费用率呈上升趋势，2024 年达 4.1%，2025 年上半年进一步提升至 4.5%。研发费用率逐步攀升，反映公司持续加大新能源、智能化领域技术投入，经营重心向“智能低碳出行科技公司”转型倾斜，通过技术创新构筑核心竞争力。

图 10：2019-2025H1 公司期间费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2019-2025H1 公司研发费用情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 “技术壁垒+产品矩阵+生态协同”构建三大护城河

2.1 技术壁垒：电动化与智能化双线领跑，构筑硬实力护城河

2.1.1 电动化技术：多路径布局，全场景覆盖

公司以“香格里拉计划”为纲领，围绕“三电技术+全电平台”构建差异化优势，技术落地速度与行业适配性领先。

● 混动技术：插混+增程双轨并行，效率与体验兼顾

公司在混动领域形成“蓝鲸 iDD+原力增程+新蓝鲸动力”三代技术迭代，2024 年 3 月发布的新蓝鲸动力更是开创行业先河，实现“一套硬件、双模式切换”（插混/增程）。1）发动机层面，搭载 500bar 超高压燃油喷射系统、1.45 行程缸径比及 150mJ 高能点火技术，量产热效率达 44.28%，实验室储备热效率 47.03%，处于全球顶尖水平；2）电驱层面，增程器油电转化率达 3.63 度/升（全球领先），双电机电驱支持一键锁定动力模式，用户可根据场景灵活切换（如城市通勤用增程、长途出行用插混）；3）控制层面，全球独创 iEM 高阶智慧动力控制系统，集成进阶 A-ECMS 算法，可基于导航实现动态能量管理，适配全地形驾驶需求。

图 12：新蓝鲸动力系统



数据来源：车主指南，西南证券整理

● 纯电技术：EPA 全电平台为核心，解决用户核心痛点

公司历时五年研发的 EPA 全电平台覆盖微型到中型以上全细分市场（EPA0/1/2），其中 EPA1 平台具备“高效率、高性能、高智能、高安全”四高属性，是纯电车型的核心技术载体。1）高效率方面，新一代超集电驱效率达 95%（163 项专利），全球首创微核高频脉冲加热技术可使 -30℃ 环境下电池温升 4℃/min，充电时间缩短 15%，增程系统 1L 油等效 3.3kWh 电量（上海证券研报 2.2 节）；2）高安全方面，基于 2021 版 C-NCAP 五星标准打造，五横九纵环抱式车身（高强度钢占比 45%），搭配 iBC 数字电池管家，实现车+云 BMS 双重监控，电池安全防护覆盖“预控-温控-泄压”全流程；3）高智能方面，支持全域极速 OTA（3 分钟完成升级），搭载国内首发长安智慧芯（集成 1500+ 器件，100% 远程诊断覆盖），智能驾驶域控制器最高支持 L4 级需求，可搭载 27 个感知部件。EPA1 平台已搭载于深蓝 SL03、深蓝 S07 等车型。

图 13：全电数字平台—EPA 具有高效率、高性能、高智能、高安全的四高属性。



数据来源：搜狐汽车，西南证券整理

2.1.2 智能化技术：自研+合作双线并行，加速“软件定义汽车”

长安汽车以“北斗天枢计划”为核心，通过“自主研发 SDA 架构+诸葛智能”与“合作华为 HI 模式”，构建全栈智能化能力，技术落地进度与用户体验领先行业。

● 自主智能化：SDA 架构+诸葛智能，打造“智能汽车机器人”

2022 年发布的 SDA 智能汽车超级数字化平台，是公司“软件定义汽车”的核心实践，具备“硬件可插拔、场景可编排、生态可随需、系统自进化”四大特征。其六层架构（L1 机械层-L6 云端层）实现“分层解耦”，L1-L3 层奠定传感/控制/执行能力，L4-L6 层通过算力、算法、数据驱动智能进化。基于 SDA 架构的首款车型长安启源 E07，搭载 2 个激光雷达、11 个摄像头等 30 个感知部件，具备自动泊车、代客泊车、高速领航等高阶智驾功能，同时支持“SUV-轿跑-皮卡”三形态切换，800V 高压快充 15 分钟可补能 365 公里，体现架构对多场景需求的适配能力。

图 14：基于 SDA 架构的移动机器再到智能汽车机器人



数据来源：太平洋汽车，西南证券整理

智能交互层面，诸葛智能构建“4+12 交互策略脑”，从智慧识别、分析、策略到执行四大维度，集成 12 个智能引擎，实现“可见即可说”“多意图语音控制”等功能；智驾层面则形成 936 项核心技能，推出“无忧领航、放心泊车”等四大服务。2025 年上半年，搭载诸葛智能的车型用户活跃度与留存率进一步提升，智能功能使用率稳步增长，体现出用户对自主智能化技术的高度认可。

图 15：诸葛智能构建“4+12 交互策略脑”



数据来源：太平洋汽车，西南证券整理

● 合作华为：深度绑定引望智能，抢占高阶智驾赛道

公司与华为的合作从“技术供应”升级为“资本协同”，2024 年阿维塔科技投资华为引望智能（占股 10%），双方在智能驾驶、智能座舱领域实现深度协同。阿维塔 11/12 全系搭载华为 ADS2.0，标配三激光雷达、34 颗智驾传感器，在中汽中心 C-ICAP 测评中获智能行车、泊车双“五星+”；2024 年上市的阿维塔 07 首发华为乾崮 ADS3.0，支持无图城区 NCA（全国覆盖，可用路段 99.5%），通行效率较人类驾驶提升 25%。阿维塔、深蓝车型搭载 HarmonyOS4.0，支持多屏跨设备投屏、六音区声源定位，用户满意度处于行业领先水平。2025 年上半年，阿维塔凭借华为技术赋能，在高端新能源汽车市场的份额稳步提升，品牌影响力持续扩大，高阶智驾功能的实际使用时长与里程数均实现显著增长，彰显出合作技术的强大竞争力与市场吸引力。

图 16：深度绑定引望智能



数据来源：新华网，西南证券整理

2.2 产品矩阵：多品牌分层卡位，覆盖全价格带市场

长安汽车构建“长安引力（燃油基盘）+深蓝（年轻新能源）+阿维塔（高端智能）+启源（主流新能源）”四大自主品牌矩阵，搭配长安福特、长安马自达合资品牌，形成“燃油-新能源、低端-高端”全覆盖的产品布局。

表 2：公司乘用车品牌定位

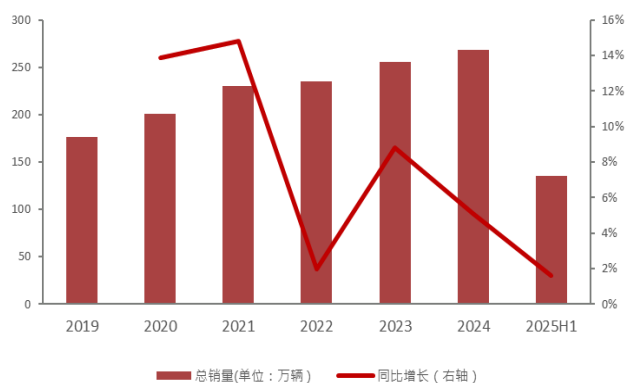
品牌		定位	核心车型
三大新能源品牌	长安启源	主流新能源市场，以高性价比和实用智能配置为核心竞争力，覆盖家庭用户日常出行全场景需求（中端：10-20 万元）	启源 A07（纯电/增程）、启源 Q05（插电混动）
	深蓝汽车	聚焦年轻消费群体新能源市场，主打科技感与运动美学，通过高阶智能配置满足年轻用户对智能化出行的追求（中高端：15-25 万元）	深蓝 SL03（纯电/增程）、深蓝 S7（SUV）
	阿维塔	立足高端智能电动车赛道，依托华为全栈智能解决方案，打造具备领先智能驾驶能力和豪华科技体验的旗舰产品（豪华高端：30-60 万）	阿维塔 11（华为 HI 全栈智能汽车解决方案）、阿维塔 12
自主燃油车业务	长安引力	巩固燃油车基盘市场，以蓝鲸动力系统为核心优势，通过运动化设计和智能化配置提升传统燃油车产品竞争力以满足传统燃油车用户（主流中端：8-15 万）	UNI-V（轿跑）、UNI-K（SUV）
合资品牌	长安福特	秉承美系科技基因，聚焦智能化与电动化转型，通过领先的智能网联和驾驶辅助系统打造差异化合资产品体验（中高端：15-30 万）	福特 EVOS（智能 SUV）、蒙迪欧（混动版）
	长安马自达	坚持日系驾控精髓，在新能源转型中保留运动化基因，通过混动技术和人马一体驾控理念满足追求驾驶乐趣的用户需求（中端至中高端：12-25 万）	CX-50 行也（混动版）、MAZDA3 昂克赛拉

数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2.1 三大新能源品牌：增长主引擎，撑起销量与结构双升

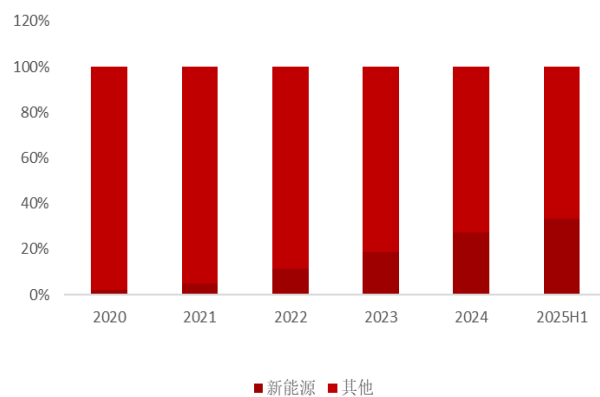
长安汽车以“深蓝、阿维塔、长安启源”三大新能源品牌构建差异化矩阵，覆盖全价格带，2024 年起成为销量核心增长极，2025 年上半年延续高增态势，是公司向“智能低碳出行科技公司”转型的关键支撑。1) 深蓝汽车聚焦年轻科技市场，依托 EPA 全电平台推出多款車型，核心车型深蓝 S07 以“超级增程+华为乾崮智能”为卖点，搭配 800V 高压快充等技术；2025 年上半年销量持续提升，深蓝 S07 新增智驾版本优化产品力，全新上市的全尺寸旗舰 SUV 深蓝 S09 进一步补位高端市场。2) 阿维塔作为长安、华为、宁德时代“CHN 平台”落地的高端品牌，2024 年推出阿维塔 11/12，搭载华为智驾与鸿蒙座舱，单车均价及毛利率高于行业水平；2025 年上半年首款增程车型阿维塔 07 及新品阿维塔 06 陆续推出，进一步下探高端市场价格带，依托顶级供应链聚焦高端智能市场，成为公司盈利增长核心。3) 长安启源定位新主流家庭用户，2024 年依托长安 3743 家经销商的渠道优势，推出多款車型，核心车型启源 A05 成为 10-15 万元插混市场爆款；2025 年上半年启源 Q07、焕新启源 A07 持续上量，插混车型占比超八成，推动公司 PHEV 业务增长，以“越级配置+亲民价格”抢占燃油车置换市场，夯实新能源基盘。

图 17：公司 2019-2025H1 汽车总销量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：公司新能源车销量占比不断提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2.2 自主燃油车业务：基本盘稳固，混动化转型对冲市场收缩

尽管在国内燃油车市场收缩背景下，长安燃油车（包含混动）24 年全年实现销量 93.4 万辆，同比-16.9%；公司依托 CS75 系列、UNI-V、逸动系列等核心产品焕新，强化细分市场竞争力，同时启动混动化转型，积极缓解燃油车销量压力，为新能源研发与渠道建设提供稳定资金保障。2025 年上半年，混动化进程加速，有效对冲纯燃油车下滑；战略上减少低端燃油车型投放，聚焦 CS75、CS55、UNI-V 等核心 IP，持续以转型应对市场变化。

2.3 生态协同：供应链自主可控+全球化布局，构筑增长韧性

2.3.1 供应链：核心部件自研+战略伙伴合作，降低成本风险

长安汽车在“三电”核心部件领域实现高度自主，同时与头部企业建立长期合作，保障供应链稳定性与成本优势。电池领域，自研“金钟罩电池 2.0”，拥有长寿命、真安全、超高效、快补能等特点。“长寿命”即 60 万公里衰减无感知，并终身质保。“真安全”即制造不

良率低至 PPB 级（10 亿分之一），50 万辆+700 亿公里，零过热。电驱领域，自研的原力超集电驱 2.0 即八合一电驱拥有高集成、高功率密度、高效率三大特征。在高集成方面，相较于 1.0 产品，2.0 产品的电驱重量下降 17%，电驱体积下降 10%，并融入了电控分级模块化集成、内置式冷却水道/油道集成、一体化悬置集成、三段式三轴承集成等技术。

图 19：八合一电驱重量下降 17%，电驱体积下降 10%



数据来源：深蓝超级增程技术进化日发布会，西南证券整理

2.3.2 渠道与服务：线下网点密集+新能源独立渠道，支撑终端交付

传统渠道方面，截至 2024 年末，公司运营门店数量众多，覆盖全国 98%的地级市，在一线城市与三四线城市均保持较高的网点密度，有力保障了燃油车基盘销量。2025 年上半年，公司持续优化传统渠道布局，提升渠道运营效率。新能源渠道方面，深蓝品牌建立独立销售网络（体验中心+交付中心+维保中心），2024 年网点数量快速增长，2025 年上半年继续保持扩张态势；启源品牌依托长安现有渠道快速扩张，网点数量不断增加；阿维塔从“直营”转向“直营+经销商”模式，2024 年末及 2025 年上半年网点覆盖持续扩大。多渠道模式有力支撑了 2024 年及 2025 年上半年新能源销量的快速增长，提升了公司在新能源市场的终端交付能力与用户服务水平。

表 3：渠道与品牌定位

品牌		渠道模式定位	渠道定位与用户适配
三大新能源品牌	长安深蓝	独立网络：体验中心+交付中心+维保中心	独立渠道体系，聚焦年轻科技用户，强化品牌专属体验
	长安启源	借道扩张：直接复用长安传统门店+新能源专区	借力成熟传统渠道，降低扩张成本，快速覆盖主流家庭用户群体
	阿维塔	模式转型：直营门店+经销商门店	灵活渠道模式，兼顾高端用户直营服务体验与下沉市场覆盖效率，适配高端智能车型需求
自主燃油车业务	传统	覆盖 98%地级市，高网点密度	燃油车主战场，兼顾品牌长期用户的售后与维护

数据来源：公司官网，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：新能源汽车销售方面，公司自主品牌包括深蓝、阿维塔、启源考虑到公司 2025 年密集推出新车型，汽车销售订单量有望大幅提升，预计 2025-2027 年公司新能源自主品牌销量增速分别为 94%、30%、19%；

假设 2：出海方面，公司东南亚市场，推出的经济型新能源汽车；在欧洲市场，阿维塔等高端品牌的车型，凭借智能驾驶技术和豪华品质，打开了高端市场的大门，预计 2025-2027 年公司销量增速为 40%、20%、15%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
整车	收入	152192.3	177864.1	198494.2	215238.1
	增速	4.7%	16.9%	11.6%	8.4%
	毛利率	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%
外协加工	收入	7540.8	8294.8	9041.4	9855.1
	增速	25.8%	10.0%	9.0%	9.0%
	毛利率	25.0%	16.1%	16.1%	16.1%
合计	收入	159733.0	186159.0	207535.6	225093.2
	增速	5.6%	16.5%	11.5%	8.5%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取三家乘用车公司作为可比公司，参考可比公司估值 25 年 PE 为 19.32 倍。考虑到公司新能源品牌（深蓝、启源、阿维塔）新车型密集推出，销量快速增长；出海业务受益全球新能源汽车需求增长及自身产品竞争力，规模持续扩大。给予 2025 年 20 倍 PE，对应的目标价 15.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
601127.SH	赛力斯	142.00	3.94	6.22	8.12	9.66	36.04	22.83	17.48	14.71
002594.SZ	比亚迪	105.60	13.84	5.19	6.55	7.98	7.63	20.33	16.13	13.23
601633.SH	长城汽车	24.50	1.48	1.65	1.99	2.33	16.55	14.80	12.29	10.53
平均值							20.07	19.32	15.30	12.82
000625.SZ	长安汽车	12.11	0.74	0.77	0.95	1.12	16.40	15.64	12.78	10.85

数据来源：Wind，西南证券整理（截止至 2025 年 9 月 23 日收盘）

4 风险提示

新车型销量不及预期的风险；市场竞争加剧导致价格战超预期的风险；海外市场拓展及地缘政治风险；新能源业务盈利改善不及预期的风险；合资品牌业绩持续下滑的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	159733.03	186158.96	207535.57	225093.19	净利润	6104.17	7675.07	9396.93	11064.72
营业成本	135869.02	159033.19	177298.25	192296.99	折旧与摊销	5711.55	3397.51	3433.56	3435.68
营业税金及附加	4350.47	5331.75	5846.80	6376.58	财务费用	-934.38	-1127.30	-1363.19	-1654.84
销售费用	7538.35	8992.58	9948.24	10817.69	资产减值损失	-214.49	380.00	30.00	-370.00
管理费用	4401.23	5100.13	5696.64	6174.65	经营营运资本变动	4637.11	-1428.95	4208.13	3191.14
财务费用	-934.38	-1127.30	-1363.19	-1654.84	其他	-10454.57	113.34	-133.43	-161.44
资产减值损失	-214.49	380.00	30.00	-370.00	经营活动现金流净额	4849.40	9009.67	15572.00	15505.27
投资收益	187.66	-240.00	107.00	543.00	资本支出	-14247.72	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-27.46	0.00	0.00	0.00	其他	9934.42	69.15	107.00	543.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4313.30	19.15	57.00	493.00
营业利润	6624.15	8208.61	10185.83	11995.11	短期借款	10.00	9.96	10.00	9.00
其他非经营损益	133.38	150.05	143.10	143.80	长期借款	-36.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	6757.53	8358.66	10328.93	12138.91	股权融资	671.31	0.00	0.00	0.00
所得税	653.35	683.59	932.01	1074.18	支付股利	-3412.48	-1464.27	-1535.01	-1879.39
净利润	6104.17	7675.07	9396.93	11064.72	其他	1375.77	895.85	1363.19	1654.84
少数股东损益	-1217.19	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1391.40	-558.46	-161.83	-215.55
归属母公司股东净利润	7321.36	7675.07	9396.93	11064.72	现金流量净额	-651.58	8470.36	15467.17	15782.72
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	64182.10	72652.46	88119.62	103902.35	成长能力				
应收和预付款项	51873.59	57312.13	63843.46	69905.14	销售收入增长率	5.58%	16.54%	11.48%	8.46%
存货	17081.37	17522.42	20515.61	22281.97	营业利润增长率	-36.60%	23.92%	24.09%	17.76%
其他流动资产	3231.54	5685.18	6405.25	6284.26	净利润增长率	-35.76%	25.73%	22.43%	17.75%
长期股权投资	18525.68	18525.68	18525.68	18525.68	EBITDA 增长率	-22.85%	-8.09%	16.96%	12.40%
投资性房地产	5.97	5.97	5.97	5.97	获利能力				
固定资产和在建工程	23369.91	21350.88	19295.79	17238.59	毛利率	14.94%	14.57%	14.57%	14.57%
无形资产和开发支出	20312.51	18985.71	17658.91	16332.11	三费率	6.89%	6.96%	6.88%	6.81%
其他非流动资产	9585.49	9583.81	9582.14	9580.47	净利率	3.82%	4.12%	4.53%	4.92%
资产总计	208168.16	221624.24	243952.44	264056.53	ROE	7.72%	9.01%	10.10%	10.82%
短期借款	40.04	50.00	60.00	69.00	ROA	2.93%	3.46%	3.85%	4.19%
应付和预收款项	83385.12	98514.91	110428.37	119250.03	ROIC	38.34%	52.46%	72.32%	136.03%
长期借款	36.00	36.00	36.00	36.00	EBITDA/销售收入	7.14%	5.63%	5.91%	6.12%
其他负债	45626.41	37834.47	40377.29	42465.38	营运能力				
负债合计	129087.56	136435.37	150901.66	161820.42	总资产周转率	0.80	0.87	0.89	0.89
股本	9914.09	9914.09	9914.09	9914.09	固定资产周转率	7.65	8.63	10.21	12.32
资本公积	8925.80	8925.80	8925.80	8925.80	应收账款周转率	50.64	48.28	48.74	48.08
留存收益	57803.06	64013.87	71875.78	81061.12	存货周转率	8.64	9.01	9.12	8.82
归属母公司股东权益	76576.22	82684.49	90546.40	99731.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	2504.37	2504.37	2504.37	2504.37	资本结构				
股东权益合计	79080.60	85188.86	93050.78	102236.11	资产负债率	62.01%	61.56%	61.86%	61.28%
负债和股东权益合计	208168.16	221624.24	243952.44	264056.53	带息债务/总负债	0.83%	0.80%	0.73%	0.68%
					流动比率	1.20	1.27	1.32	1.39
					速动比率	1.05	1.12	1.17	1.23
					股利支付率	46.61%	19.08%	16.34%	16.99%
					每股指标				
					每股收益	0.74	0.77	0.95	1.12
					每股净资产	7.72	8.34	9.13	10.06
					每股经营现金	0.49	0.91	1.57	1.56
					每股股利	0.34	0.15	0.15	0.19
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	11401.33	10478.82	12256.20	13775.96					
PE	16.40	15.64	12.78	10.85					
PB	1.57	1.45	1.33	1.20					
PS	0.75	0.64	0.58	0.53					
EV/EBITDA	4.15	3.70	1.90	0.55					
股息率	2.84%	1.22%	1.28%	1.57%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn