

长城汽车 (601633.SH) / 汽车

证券研究报告/公司点评

2023年06月09日

**评级：买入（维持）**

市场价格：23.23元

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

分析师：毛奕玄

执业证书编号：S0740523020003

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	136,405	137,340	186,782	227,127	261,196
增长率 yoy%	32%	1%	36%	22%	15%
净利润（百万元）	6,726	8,266	6,166	8,103	9,706
增长率 yoy%	25%	23%	-25%	31%	20%
每股收益（元）	0.79	0.97	0.73	0.95	1.14
每股现金流量	4.16	1.45	1.93	2.05	2.10
净资产收益率	11%	13%	9%	10%	11%
P/E	29.3	23.9	32.0	24.3	20.3
P/B	3.2	3.0	2.8	2.5	2.3

备注：数据统计日期截至2023年6月9日收盘价

**投资要点**

- **事件：公司发布5月产销快报，5月整体销量10.1万辆，同比+26.18%，环比+8.5%；5月销量持续回升。**
- **5月销量稳步回升，新车型有望带来增量**

5月公司汽车总销量10.1万辆，同比+26.2%。分品牌看，哈弗销量5.56万辆（同比+33.2%，环比+6.4%），WEY销量0.58万辆（同比+129.0%，环比+142.9%），皮卡销量1.86万辆（同比+9.4%，环比-0.2%），其中长城炮销量1.4万辆（同比+6.2%），连续33月销量过万蝉联皮卡销量冠军，欧拉销量1.06万辆（同比-1.4%，环比+19.3%），坦克销量1.04万辆（同比+30.1%，环比-4.5%）。公司5月销量创10个月来新高，后续随着WEY蓝山、哈弗枭龙MAX等新车型上市放量，销量有望进一步提升。往后看，随着哈弗枭龙、枭龙MAX上市、WEY新摩卡DHT-PHEV进入市场，公司新能源转型加速，插混新车型有望持续带动销量提升。

- **新能源转型稳步推进，海外销量创历史新高**

新能源转型方面，公司5月新能源销量2.38万辆（同比+104.1%，环比+59.8%），新能源销量占比提升至23.5%（环比+7.5pct），再创历史新高。具体品牌方面，5月哈弗枭龙、枭龙MAX上市，其中枭龙MAX首搭Hi4系统，“四驱体验、两驱价格”开启全电四驱时代；WEY品牌蓝山插混SUV首个完整销售月实现销量0.51万辆。出口方面，公司5月海外销售2.51万辆（同比+104.04%，环比+15.2%，销量占比24.88%），亦创历史新高。分地区看，1) 南非地区突破营销圈层：长城越野炮、坦克300新能源及欧拉好猫首次亮相南非国际农业展，以打破公司在南非市场的原有用户圈层。2) 拉美地区加速销售网络建设：巴西地区，5月公司与圣保罗州政府签署“氢能合作开发备忘录”，长城巴西工厂将于2024年5月1日正式启动运营；智利地区，哈弗H6 HEV、哈弗JOLION HEV新能源产品组合首度上市。公司海外布局持续完善，出海进程可期。

- **聚焦汽车主航道，整合品牌销售渠道**

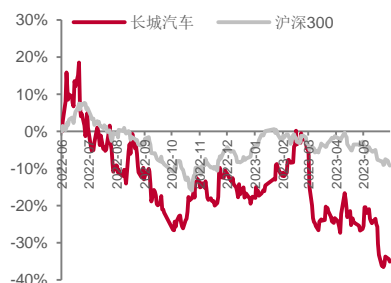
公司聚焦汽车主航道，完成品牌销售渠道整合。1) 战略层面：“ONE GW”品牌更加聚焦，锚定主流市场采用大单品策略竞争，公司旗下每个品牌诞生一款明星大单品，完成销量规模积累，加快整体新能源转型速度。2) 渠道层面：a) 合并精简：魏牌&坦克、欧拉&沙龙均采用双品牌运营模式，集中优势资源，提升运营效率；b) 混动专网：哈弗新能源汽车采用独立销售渠道“哈弗龙网”，与燃油车产品进行区隔。

**盈利预测：**考虑公司处于新能源转型时期，预计公司23-25年收入依次为1867.8亿元、2271.3亿元、2612.0亿元，同比增速依次为36%、22%、15%，预计23-25年归母净利润依次为61.7亿元、81.0亿元、97.1亿元（前值为61.9亿元、81.3亿元、97.4亿元），同比增速依次为-25%、31%、20%，对应PE 32.0X、24.3X、20.3X，维持“买入”评级。

- **风险提示事件：行业需求不及预期、海外竞争加剧等**

**基本状况**

总股本(百万股)	8,494
流通股本(百万股)	6,163
市价(元)	23.23
市值(百万元)	197,305
流通市值(百万元)	143,174

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	35,773	56,035	68,560	87,206	营业收入	137,340	186,782	227,127	261,196
应收票据	2,736	3,721	4,524	5,203	营业成本	110,739	153,162	185,109	212,875
应收账款	6,611	7,593	7,532	7,929	税金及附加	5,121	6,964	8,468	9,739
预付账款	2,229	3,083	3,726	4,285	销售费用	5,876	8,032	9,766	11,231
存货	22,375	30,946	37,401	43,011	管理费用	4,893	5,603	6,814	7,836
合同资产	4	6	7	8	研发费用	6,445	8,765	10,659	11,493
其他流动资产	37,957	50,875	61,418	70,322	财务费用	-2,488	37	21	18
流动资产合计	107,681	152,252	183,162	217,955	信用减值损失	-26	-26	-26	-26
其他长期投资	2,178	2,810	3,325	3,761	资产减值损失	-337	-17	-17	-17
长期股权投资	10,286	10,286	10,286	10,286	公允价值变动收益	50	50	50	50
固定资产	26,949	23,484	20,574	18,141	投资收益	671	671	671	671
在建工程	8,306	8,406	8,406	8,306	其他收益	850	850	850	850
无形资产	8,197	10,599	12,760	14,705	营业利润	7,967	5,754	7,824	9,539
其他非流动资产	21,761	21,840	21,904	21,954	营业外收入	886	885	886	885
非流动资产合计	77,677	77,424	77,255	77,152	营业外支出	46	46	46	46
资产合计	185,357	229,676	260,417	295,107	利润总额	8,807	6,593	8,664	10,378
短期借款	5,943	6,518	226	335	所得税	554	414	545	652
应付票据	30,061	41,577	50,250	57,787	净利润	8,253	6,179	8,119	9,726
应付账款	29,306	40,532	48,987	56,335	少数股东损益	-13	12	16	19
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	8,266	6,167	8,103	9,707
合同负债	7,753	10,544	12,821	14,745	NOPLAT	5,921	6,213	8,139	9,743
其他应付款	0	0	0	0	EPS (按最新股本摊薄)	0.97	0.73	0.95	1.14
一年内到期的非流动负债	4,884	4,884	4,884	4,884					
其他流动负债	17,855	22,966	27,396	31,221					
流动负债合计	95,802	127,021	144,564	165,307					
长期借款	15,406	22,155	28,905	35,654					
应付债券	3,511	3,511	3,511	3,511					
其他非流动负债	5,422	5,422	5,422	5,422					
非流动负债合计	24,339	31,089	37,838	44,588					
负债合计	120,141	158,110	182,402	209,894					
归属母公司所有者权益	65,201	71,539	77,971	85,150					
少数股东权益	15	27	43	63					
所有者权益合计	65,216	71,566	78,014	85,213					
负债和股东权益	185,357	229,676	260,417	295,107					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	12,311	16,402	17,429	17,873
现金收益	11,947	11,053	12,724	14,128
存货影响	-8,408	-8,571	-6,455	-5,610
经营性应收影响	-886	-2,803	-1,369	-1,617
经营性应付影响	-4,525	22,743	17,127	14,886
其他影响	14,183	-6,018	-4,597	-3,914
投资活动现金流	-10,505	-3,834	-3,669	-3,541
资本支出	-10,635	-3,874	-3,835	-3,796
股权投资	-761	0	0	0
其他长期资产变化	891	40	166	255
融资活动现金流	-3,133	7,693	-1,234	4,313
借款增加	8,739	7,324	458	6,858
股利及利息支付	-1,226	-2,757	-3,459	-4,081
股东融资	357	0	0	0
其他影响	-11,003	3,126	1,767	1,536

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	0.7%	36.0%	21.6%	15.0%
EBIT 增长率	-10.2%	4.9%	31.0%	19.7%
归母公司净利润增长率	22.9%	-25.4%	31.4%	19.8%
获利能力				
毛利率	19.4%	18.0%	18.5%	18.5%
净利率	6.0%	3.3%	3.6%	3.7%
ROE	12.7%	8.6%	10.4%	11.4%
ROIC	8.6%	7.6%	9.5%	9.9%
偿债能力				
资产负债率	64.8%	68.8%	64.8%	68.8%
债务权益比	53.9%	59.4%	55.1%	58.4%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转天数	16	14	12	11
应付账款周转天数	108	82	87	89
存货周转天数	59	63	66	68
每股指标 (元)				
每股收益	0.97	0.73	0.95	1.14
每股经营现金流	1.45	1.93	2.05	2.11
每股净资产	7.68	8.43	9.19	10.03
估值比率				
P/E	24	32	24	20
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	0	0	0	0

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。