

2023年06月06日
长城汽车(601633.SH)

ESSENCE

公司动态分析

证券研究报告

乘用车 III

5月表现优异，新能源与海外销量均创新高

■ 事件：据公司公告，5月批发销量为10.1万辆，同比增长26%，环比增长8%。其中新能源销售2.4万辆，同比增长104%，环比增长60%；海外销售2.5万辆，同比增长104%，环比增长15%。

■ 5月销量表现优异，新能源销量创历史新高。分品牌来看：

1) 魏牌：5月销售5770辆，同比增长129%，环比增长143%（环比增加3395辆），表现优异。

主要原因在于新车蓝山贡献增量：据魏牌公众号，蓝山5月（首个完整月）销量达到5136辆，环比增加4086辆，表现超我们预期；此外，蓝山四驱车型销量占比超过90%；一线城市销售占比达到了41%，表现亮眼。

后续魏牌销量有望持续向上：1) 蓝山热度持续，且交付速度持续提升：①自上市以来，蓝山日均关注度长期维持在100万+，超越BMW X5、理想L8、路虎揽胜等热门SUV，成功登顶懂车帝中大型SUV热门榜；同期，蓝山的抖音指数、百度搜索指数数据领先主要竞品。②据懂车帝APP，蓝山交付速度正在持续提升。2) 新摩卡于6月1日起正式上市，售价23.18万元，考虑大定权益后售价仅22.88万元，相比同配置的比亚迪护卫舰07低1.7万元，同时功能配置丰富，搭载L2+级辅助驾驶系统、HUD抬头显示、高精地图、自动泊车功能等。新摩卡启动预订仅7天时间，订单量已突破万辆，表现优异。

2) 哈弗：5月销售5.6万辆，同比增长33%，环比增长6%（环比增加3336辆）。

主要原因有：1) 枭龙系列贡献增量，5月15日枭龙系列正式上市，5月批售3088辆；2) 哈弗二代大狗稳步爬坡，5月二代大狗PHEV销售3325辆，环比增长4%；大狗系列燃油版（含一代）销售1.2万辆，环比增长3%。

后续哈弗销量有望持续提升：1) 枭龙系列、二代大狗新车终端热度稳步拉升，订单持续交付；2) 截至5月9日，龙网渠道超过107家门店正式进入试运营阶段，公司计划在6月底实现350家门店落地运营，门店数量将持续增加；3) 二代大狗PHEV Hi4版、B26等新车型即将上市。

据工信部公告，二代大狗PHEV Hi4版即将上市，相比二代大狗动力升级、油耗相近，有望热销：①搭载全新一代1.5T混动专用发动机，最大功率达到123KW（枭龙MAX发动机最大功率仅85KW）；②搭载蜂巢能源首款19度磷酸铁锂电池，WLTC纯电续航81km；③百公里馈电油耗仅5.98L，和二代大狗两驱版油耗（5.92L）相近。

3) 坦克：5月销售1.0万辆，同比增长30%，环比下降4%。坦克500 Hi4-T已于4月18号开启预售，坦克300 PHEV已工信部公告，即将上市，有望推动销量向上。

4) 欧拉：5月销售1.1万辆，同比下降1%，环比增长19%，环比表现较好，我们预计主要原因在于，4月18日-5月31日，欧拉好猫、闪电猫分别推出现金优惠2.2万元、1.2万元，预计一定程度上促进销量提升。

投资评级	买入-A 维持评级
12个月目标价	45.5元
股价(2023-06-05)	23.40元

交易数据

总市值(百万元)	198,732.49
流通市值(百万元)	144,205.46
总股本(百万股)	8,492.84
流通股本(百万股)	6,162.63
12个月价格区间	22.59/42.18元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.9	-25.8	-28.0
绝对收益	-10.2	-32.8	-34.0

徐慧雄 分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

相关报告

4月销量表现优异，新能源加速发力	2023-05-09
一季度业绩或已触底，二季度开始有望量利齐升	2023-04-22
蓝山惊艳上市，多款重磅新车首次亮相	2023-04-14
销量持续改善，出口表现靓丽	2023-04-09
年报业绩符合预期，重磅新品蓄势待发	2023-03-31

5) **长城皮卡**: 5月销售 1.9 万辆, 同比增长 9%, 环比持平。其中长城炮销售 1.4 万辆, 环比提升 1133 辆, 表现较好, 预计主要由新款乘用车炮(4月18日上市)贡献。5月18日新款商用炮升级上市, 随着新长城炮开启交付, 皮卡销量有望提升。

目 **海外销售 2.5 万辆, 创历史新高**。5月长城海外销售 2.5 万辆, 同比增长 104%, 环比增长 15%。长城汽车加速布局海外市场: 5月, 哈弗 H6 HEV 及哈弗 JOLION HEV 于智利上市; 继坦克 300 进入中东之后, 5月长城汽车坦克 500 在阿联酋上市, 坦克 500 以阿联酋作为 GCC 区域发布首站, 将占据区域顾客关注榜单高地, 辐射整个中东市场, 坦克 500 后续也将在沙特、阿曼、巴林、科威特接力发布, 持续制造上市热度, 扩大区域影响力。据长城汽车公众号, 2023 年上半年, 长城汽车将启动巴西生产线的现代化改造和扩建, 新工厂预计将于 2024 年 5 月 1 日正式启动运营, 未来工厂产能将增加到每年 10 万辆。

目 **公司变革成效显著, 销量高增长仍在路上, 产品结构有望持续升级**。公司变成效显著: 1) 战略目标明确: 全面转向新能源; 2) 技术变革: 全系普及四驱; 3) 产品策略: 打造大单品; 4) 定价策略: 向性价比转变; 5) 渠道焕新: 加速独立新能源网络建设; 6) 营销: 营销显著改善。重磅新车将密集上市, 新车具有三大特点: 1) 全面打造大单品, 均追求爆款; 2) 车型谱系全面且定位清晰分明; 3) 持续高端化: 20 万以上车型居多。公司新能源车销量有望高增长, 同时新能源新品 ASP 显著提升, 有望带来产品结构升级, 盈利能力有望改善。

目 **投资建议**: 维持“买入-A”评级。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 60.2、130.6、170.7 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 33.1、15.3 和 11.7 倍, 给予公司 2025 年 22.7 倍市盈率, 对应 12 个月目标价 45.5 元/股。

目 **风险提示**: 新产品进展不及预期, 新车型销量不及预期; 行业价格战持续加剧。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	1,364.0	1,373.4	2,073.8	2,986.3	3,508.9
净利润	67.3	82.7	60.2	130.6	170.7
每股收益(元)	0.79	0.97	0.71	1.53	2.00
每股净资产(元)	7.30	7.66	8.32	9.43	11.03

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	29.6	24.1	33.1	15.3	11.7
市净率(倍)	3.2	3.1	2.8	2.5	2.1
净利率	4.9%	6.0%	2.9%	4.4%	4.9%
净资产收益率	10.8%	12.7%	8.5%	16.3%	18.2%
股息收益率	1.7%	0.0%	1.0%	1.8%	1.7%
ROIC	10.6%	16.9%	10.9%	21.0%	22.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,364.0	1,373.4	2,073.8	2,986.3	3,508.9	成长性					
减:营业成本	1,143.7	1,107.4	1,700.5	2,421.9	2,822.6	营业收入增长率	32.0%	0.7%	51.0%	44.0%	17.5%
营业税费	42.3	51.2	72.6	104.5	122.8	营业利润增长率	10.7%	25.1%	-31.2%	152.4%	37.2%
销售费用	51.9	58.8	93.8	121.6	140.4	净利润增长率	25.4%	22.9%	-27.1%	116.9%	30.7%
管理费用	40.4	48.9	73.5	91.8	105.3	EBITDA 增长率	-1.4%	1.4%	5.5%	68.9%	25.6%
研发费用	44.9	64.5	91.7	121.6	140.4	EBIT 增长率	-10.4%	-10.7%	4.2%	149.8%	37.7%
财务费用	-4.5	-24.9	0.7	0.3	1.1	NOPLAT 增长率	0.5%	-3.5%	-8.1%	149.8%	37.7%
资产减值损失	-4.7	-3.4	-4.0	-4.0	-4.0	投资资本增长率	-39.4%	42.1%	-153.9%	-88.7%	2,275.2%
加:公允价值变动收益	3.1	0.5	1.7	1.8	1.3	净资产增长率	8.3%	5.0%	8.7%	13.3%	16.9%
投资和汇兑收益	11.1	6.7	8.0	8.0	8.0						
营业利润	63.7	79.7	54.8	138.4	189.8	利润率					
加:营业外净收支	11.1	8.4	16.0	15.2	10.8	毛利率	16.2%	19.4%	18.0%	18.9%	19.6%
利润总额	74.8	88.1	70.8	153.6	200.6	营业利润率	4.7%	5.8%	2.6%	4.6%	5.4%
减:所得税	7.6	5.5	10.6	23.0	30.1	净利润率	4.9%	6.0%	2.9%	4.4%	4.9%
净利润	67.3	82.7	60.2	130.6	170.7	EBITDA/营业收入	8.3%	8.3%	5.8%	6.8%	7.3%
						EBIT/营业收入	4.4%	3.9%	2.7%	4.6%	5.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	74	71	43	25	17
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-18	-48	-82	-77	-79
货币资金	330.5	357.7	1,078.4	965.9	1,704.1	流动资产周转天数	274	283	257	243	249
交易性金融资产	60.5	20.5	22.3	24.0	25.4	应收帐款周转天数	15	20	17	18	18
应收帐款	65.3	90.1	107.3	184.1	173.8	存货周转天数	28	48	33	36	39
应收票据	31.8	27.4	18.6	69.6	41.2	总资产周转天数	435	473	384	323	311
预付帐款	17.5	22.3	16.3	47.4	32.5	投资资本周转天数	106	97	17	-16	-34
存货	139.7	223.7	159.7	438.8	314.6						
其他流动资产	438.4	335.0	481.0	418.1	411.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.8%	12.7%	8.5%	16.3%	18.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	4.5%	2.3%	4.7%	5.2%
长期股权投资	95.2	102.9	102.9	102.9	102.9	ROIC	10.6%	16.9%	10.9%	21.0%	22.5%
投资性房地产	3.3	4.2	4.2	4.2	4.2	费用率					
固定资产	274.4	269.5	229.1	188.8	148.4	销售费用率	3.8%	4.3%	4.5%	4.1%	4.0%
在建工程	44.7	83.1	83.1	83.1	83.1	管理费用率	3.0%	3.6%	3.5%	3.1%	3.0%
无形资产	142.4	201.8	177.0	152.2	127.4	研发费用率	3.3%	4.7%	4.4%	4.1%	4.0%
其他非流动资产	110.5	115.4	92.0	104.9	102.5	财务费用率	-0.3%	-1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	1,754.1	1,853.6	2,571.7	2,783.9	3,271.4	四费/营业收入	9.7%	10.7%	12.5%	11.2%	11.0%
短期债务	52.0	59.4	60.0	60.0	60.0	偿债能力					
应付帐款	370.8	293.1	726.4	725.5	966.7	资产负债率	64.6%	64.8%	72.4%	71.2%	71.3%
应付票据	268.1	300.6	572.7	671.1	778.5	负债权益比	182.3%	184.2%	262.8%	246.7%	248.4%
其他流动负债	265.0	304.9	268.0	279.3	284.1	流动比率	1.13	1.12	1.16	1.24	1.29
长期借款	86.6	154.1	160.0	160.0	160.0	速动比率	0.99	0.89	1.06	0.98	1.14
其他非流动负债	90.3	89.3	75.6	85.1	83.3	利息保障倍数	-13.30	-2.14	82.95	499.68	181.69
负债总额	1,132.8	1,201.4	1,862.8	1,981.0	2,332.6	分红指标					
少数股东权益	-	0.1	0.1	-	-0.2	DPS(元)	0.40	-	0.23	0.43	0.41
股本	92.4	87.6	85.1	85.1	85.1	分红比率	50.8%	0.0%	32.9%	27.9%	20.3%
留存收益	534.4	583.2	623.6	717.8	853.9	股息收益率	1.7%	0.0%	1.0%	1.8%	1.7%
股东权益	621.3	652.2	708.9	802.9	938.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.79	0.97	0.71	1.53	2.00
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	7.30	7.66	8.32	9.43	11.03
净利润	67.3	82.5	60.2	130.6	170.7	PE(X)	29.6	24.1	33.1	15.3	11.7
加:折旧和摊销	53.8	61.8	65.2	65.2	65.2	PB(X)	3.2	3.1	2.8	2.5	2.1
资产减值准备	4.7	3.4	-	-	-	P/FCF	7.1	47.6	2.8	-32.8	2.6
公允价值变动损失	-3.1	-0.5	1.7	1.8	1.3	P/S	1.5	1.4	1.0	0.7	0.6
财务费用	1.5	0.5	0.7	0.3	1.1	EV/EBITDA	36.9	20.8	8.7	5.7	1.7
投资收益	-12.3	-8.7	-8.0	-8.0	-8.0	CAGR(%)	24.7%	27.4%	3.9%	24.7%	27.4%
少数股东损益	-	-0.1	-	-0.1	-0.2	PEG	1.2	0.9	8.4	0.6	0.4
营运资金的变动	428.1	103.5	624.1	-284.8	538.3	ROIC/WACC	1.1	1.7	1.1	2.3	2.5
经营活动产生现金流量	353.2	123.1	743.9	-95.0	768.4	REP	12.5	3.1	-4.0	8.4	-
投资活动产生现金流量	-111.7	-105.0	3.6	4.0	5.9						
融资活动产生现金流量	-96.3	-31.3	-26.8	-21.5	-36.1						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034