

2023年03月30日

## 研发布局加码 2023 深蹲起跳

### 长城汽车(601633)系列点评七十一

#### 事件概述

公司发布 2022 年年报：公司 2022 年总营收为 1,373.4 亿元，同比+0.7%；归母净利润为 82.7 亿元，同比+22.9%；扣非归母净利润为 44.8 亿元，同比+6.5%；

其中，公司 2022Q4 总营收为 378.6 亿元，同比-17.0%，环比+1.4%；归母净利润为 1.1 亿元，同比-94.1%，环比-95.9%；扣非归母净利润为 1.4 亿元，同比-75.2%，环比-94.0%。

#### 分析判断：

##### ▶ 业绩短期承压 研发投入加速

**收入端：**公司 2022 年总营收为 1,373.4 亿元，同比+0.7%，其中 2022Q4 营收 378.6 亿元，同比-17.0%，环比+1.4%。2022Q4 哈弗批发 16.2 万辆，同比-28.4%，环比-2.2%；WEY 批发 0.6 万辆，同比-73.4%，环比-30.2%；欧拉批发 1.9 万辆，同比-61.7%，环比-24.7%；皮卡批发 4.3 万辆，同比-34.6%，环比-11.6%；坦克批发 3.5 万辆，同比+8.4%，环比-1.1%。公司 2022Q4 单车 ASP 达 14.3 万元，同比+2.8 万元，环比+1.1 万元，主要因坦克品牌销量占比提升，2022 年 Q4 占比 13.1%，同比+5.0%。2023 年公司新品密集投放，有望带动销量高速增长。

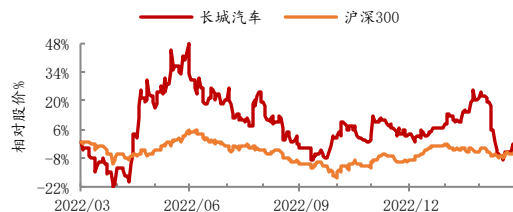
**毛利率：**公司 2022 年毛利率为 19.4%，同比+3.2pct，我们判断主要受芯片及物料短缺影响，公司优先将资源集中高盈利车型。2022Q4 受疫情影响，公司毛利率降至 17.9%，同比+2.6pct，环比-4.5pct。展望 2023 年，我们判断新品及原材料价格下降有望对冲补贴退坡，带动毛利率上行。

**费用端：**公司 2022Q4 销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.3%/3.8%/0.7%/4.6%，同比分别 +2.5pct/+0.2pct/+0.8pct/+1.0pct，环比分别 +1.0pct/+0.4pct/+0.2pct/+0.5pct。公司加码研发，对混动、纯电动、氢能等新能源领域的技术布局加速，针对芯片、碳化硅等第三代半导体关键核心技术投入增加。2022Q4 销售费用上升，我们判断源于商务政策放开以及受规模缩量影响。2022 年公司受上半年俄罗斯卢布汇率异常波动影响，汇兑收益达 26.7 亿元，相应增厚公司利润，下半年已逐步回归正常。

**利润端：**公司 2022Q4 实现归母净利 1.1 亿元，同比-94.1%，环比-95.9%；扣非归母净利润为 1.4 亿元，同比-75.2%，环比-94.0%。我们判断 Q4 业绩短期承压主要因疫情影响产能，叠加员工奖金等费用集中于年末，造成整体薪酬成本增高。2022 年公司职工薪酬费用达 135.7 亿元，同比+27.3%，员工成本

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	28.24
股票代码：	601633
52 周最高价/最低价：	44.52/21.35
总市值(亿)	2,396.60
自由流通市值(亿)	1,731.82
自由流通股数(百万)	6,132.50



#### 分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080006  
联系电话：

#### 分析师：胡惠民

邮箱：huhm@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120522120003  
联系电话：

#### 相关研究

- 【华西汽车】长城汽车(601633.SH)2月销量点评：新品密集上市 转型拐点向上 2023.03.08
- 【华西汽车】长城汽车(601633.SH)1月销量点评：销量表现稳健 2023 轻装上阵 2023.02.08
- 【华西汽车】长城汽车(601633.SH)业绩预告销量点评：业绩短期承压 2023 转型加速 2023.02.02

总额占营业总收入比为 12.5%，同比+2.6%。公司通过研发加速构筑壁垒，产品力提升有望加速需求释放。

### ► 海外加速布局 出海空间广阔

**出口稳步提升，新能源加速出海。**2022 年公司海外累计批发销量 17.3 万辆，同比+21.3%，公司新能源加速出海，相继登陆亚洲、欧洲、南美市场。2023 年，欧拉好猫于约旦正式上市，皮卡、坦克多车型经销网络于中东地区正式投入运营。公司新能源产品积极拓展海外市场，出海战略加速布局，产品力与品牌力大幅提升，出海增长空间广阔。

### ► 2022 低谷已过 2023 全力向上

**2022 年供需双重承压。**2022 年公司销量 106.7 万辆，同比-16.7%，其中 Q4 公司批发销量为 26.5 万辆，同比-33.2%，环比-6.5%。供给方面，公司全年生产受制于芯片等物料小幅减产；需求方面，公司旗下品牌定位模糊及定价较高也对需求产生一定影响。

**品牌管理整合，2023 深蹲起跳。**2023 年，公司坚定转型决心，全力抢占份额：销量目标不低于 160 万辆，净利润不低于 60 亿元，快速调整战略布局：

- 1) **整合品牌重回主航道：**扭转产品定位思路，调整产品回归主流市场，全力打造大单品；
- 2) **整合组织架构：**由一车一品牌到聚焦一个长城，高管自上而下迎来调整；
- 3) **整合渠道：**推出哈弗新能源龙网，全新独立渠道有望快速建立用户认知；
- 4) **全新产品&全新技术：**全新技术 Hi4 主打两驱价格+四驱性能，首搭新车枭龙 Max 即将上市，有望驱动需求增长；

我们判断公司低谷时刻已过，随疫后复苏、搭载全新 Hi4 技术的新品推出，行业及公司周期共振，公司需求有望边际改善，以价换量全力抢占份额。

### 投资建议

公司新产品国内外推广进展顺利，智能电动化新周期开启，新能源智能化车型占比快速提升，豪华化领跑地位愈发清晰，非车业务收入有望加速释放。维持盈利预测，预计 2023-2024 营业收入为 1,994.6/2,437.8 亿元，归母净利润为 72.1/116.3 亿元，由于股本变动，对应 EPS 由 0.77/1.24 元调整为 0.81/1.31 元，新增 2025 年盈利预测，预计营收、归母净利润和 EPS 分别为 2,807.5/149.3 亿元、1.68 元，对应 2023 年 3 月 30 日收盘价 28.24 元/股 PE 为 35/22/17 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

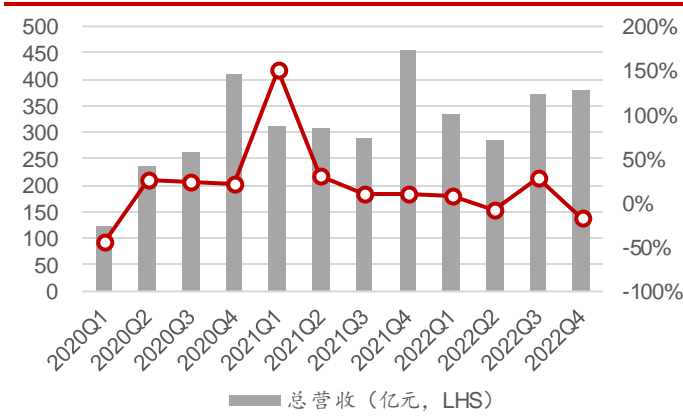
缺芯影响超预期；车市下行风险；WEY、沙龙、哈弗等品牌所在市场竞争加剧，销量不及预期；出海进度不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	136,405	137,340	199,461	243,780	280,748
YoY (%)	32.0%	0.7%	45.2%	22.2%	15.2%
归母净利润(百万元)	6,726	8,266	7,214	11,627	14,926
YoY (%)	25.4%	22.9%	-12.7%	61.2%	28.4%
毛利率 (%)	16.2%	19.4%	16.4%	18.2%	19.1%
每股收益 (元)	0.73	0.91	0.81	1.31	1.68
ROE	10.8%	12.7%	10.0%	14.0%	15.3%
市盈率	38.68	31.03	34.83	21.61	16.83

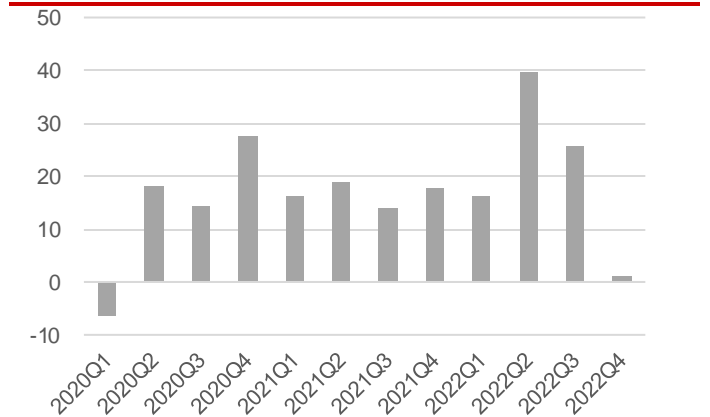
资料来源: Wind, 华西证券

图 1 20-22 年公司单季总营收及增速 (亿元, %)



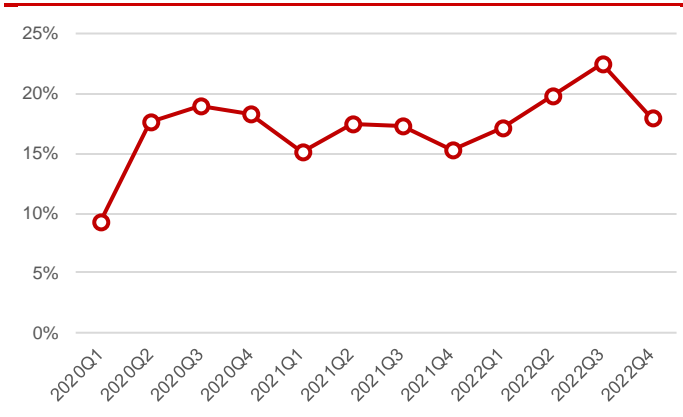
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 20-22 年公司单季归母净利润 (亿元)



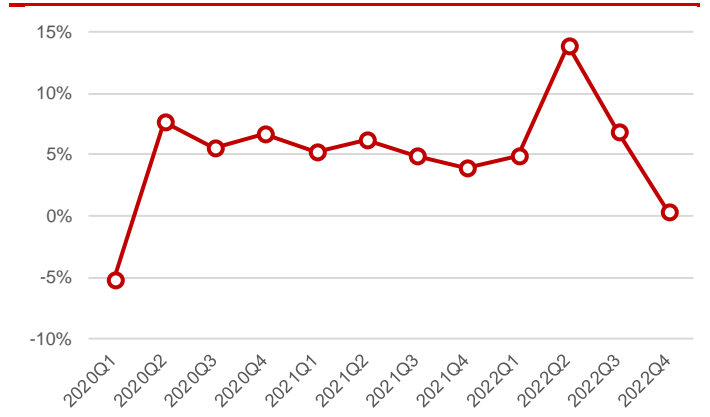
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 20-22 年公司单季毛利率 (%)



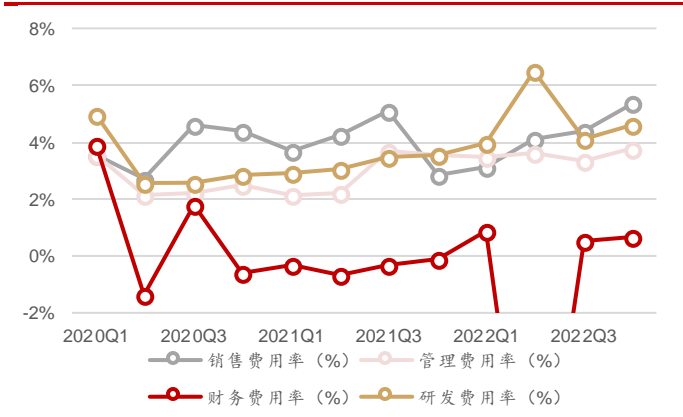
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 20-22 年公司单季净利率 (%)



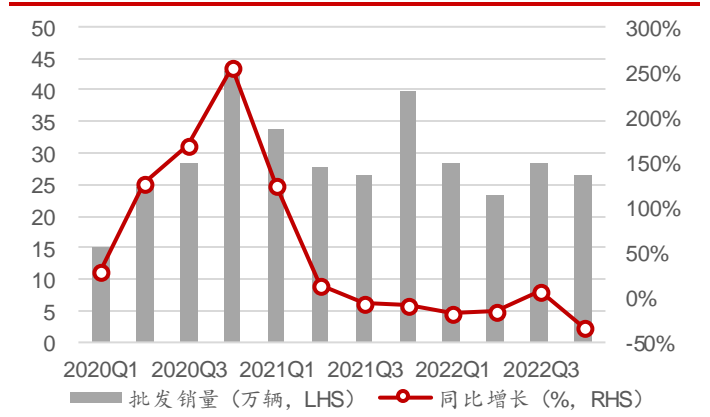
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 20-22 年公司单季费用率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 20-22 年公司单季批发销量及增速 (万辆, %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	137,340	199,461	243,780	280,748	净利润	8,253	7,213	11,626	14,924
YoY (%)	0.7%	45.2%	22.2%	15.2%	折旧和摊销	6,609	6,090	6,588	6,716
营业成本	110,739	166,833	199,442	227,212	营运资金变动	-1,312	25,400	-176	4,399
营业税金及附加	5,121	6,384	7,676	8,913	经营活动现金流	12,311	39,360	18,633	27,494
销售费用	5,876	7,017	8,955	10,656	资本开支	-15,859	-8,657	-9,708	-9,193
管理费用	4,893	5,686	7,153	8,542	投资	4,779	-984	-921	-952
财务费用	-2,488	1,458	2,301	2,606	投资活动现金流	-10,505	-7,962	-8,544	-7,763
研发费用	6,445	6,504	8,643	9,835	股权募资	357	133	0	0
资产减值损失	-337	-90	-103	-97	债务募资	21,738	12,000	15,000	18,000
投资收益	671	1,678	2,085	2,382	筹资活动现金流	-3,133	9,548	11,942	13,647
营业利润	7,967	8,110	13,141	16,825	现金净流量	-1,009	40,946	22,032	33,378
营业外收支	840	0	0	0	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	8,807	8,110	13,141	16,825	<b>成长能力</b>				
所得税	554	897	1,515	1,901	营业收入增长率	0.7%	45.2%	22.2%	15.2%
净利润	8,253	7,213	11,626	14,924	净利润增长率	22.9%	-12.7%	61.2%	28.4%
归属于母公司净利润	8,266	7,214	11,627	14,926	<b>盈利能力</b>				
YoY (%)	22.9%	-12.7%	61.2%	28.4%	毛利率	19.4%	16.4%	18.2%	19.1%
每股收益	0.91	0.81	1.31	1.68	净利率率	6.0%	3.6%	4.8%	5.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	4.5%	2.9%	3.9%	4.3%
货币资金	35,773	76,719	98,751	132,129	净资产收益率 ROE	12.7%	10.0%	14.0%	15.3%
预付款项	2,229	2,341	3,288	3,836	<b>偿债能力</b>				
存货	22,375	22,902	30,677	37,349	流动比率	1.12	1.10	1.12	1.15
其他流动资产	47,304	67,587	78,915	88,438	速动比率	0.85	0.92	0.93	0.96
流动资产合计	107,681	169,549	211,631	261,752	现金比率	0.37	0.50	0.52	0.58
长期股权投资	10,286	11,221	12,069	12,961	资产负债率	64.8%	71.2%	71.9%	72.1%
固定资产	26,949	26,646	26,503	26,177	<b>经营效率</b>				
无形资产	8,197	9,524	10,741	12,013	总资产周转率	0.74	0.80	0.82	0.80
非流动资产合计	77,677	81,102	85,001	88,286	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	185,357	250,651	296,631	350,038	每股收益	0.91	0.81	1.31	1.68
短期借款	5,943	17,943	32,943	50,943	每股净资产	7.44	8.11	9.36	10.96
应付账款及票据	59,367	95,462	110,820	126,023	每股经营现金流	1.40	4.42	2.09	3.09
其他流动负债	30,491	40,720	45,235	51,174	每股股利	0.00	0.04	0.06	0.07
流动负债合计	95,802	154,125	188,999	228,141	<b>估值分析</b>				
长期借款	15,406	15,406	15,406	15,406	PE	31.03	34.83	21.61	16.83
其他长期负债	8,934	8,934	8,934	8,934	PB	3.98	3.48	3.02	2.58
非流动负债合计	24,339	24,339	24,339	24,339					
负债合计	120,141	178,464	213,338	252,480					
股本	8,765	8,898	8,898	8,898					
少数股东权益	15	14	13	11					
股东权益合计	65,216	72,187	83,293	97,557					
负债和股东权益合计	185,357	250,651	296,631	350,038					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。