

2023年04月23日

业绩短期承压 新品需求向上

长城汽车(601633)系列点评七十四

事件概述

公司发布 2023Q1 季报：公司 2023Q1 总营收为 290.4 亿元，同比-13.6%，环比-23.3%；归母净利润为 1.7 亿元，同比-89.3%，环比+64.9%；扣非归母净利润为-2.2 亿元，同比-116.7%，环比-259.0%。

分析判断：

业绩短期承压 新品加速上量

整体需求承压，新品集中发布有望快速上量。2023Q1 公司总营收为 290.4 亿元，同比-13.6%，环比-23.3%。2023Q1 批发销量达 22.0 万辆，同比-22.4%，环比-17.1%。其中哈弗批发 12.6 万辆，同比-24.6%，环比-22.4%；WEY 批发 0.3 万辆，同比-76.2%，环比-42.5%；欧拉批发 1.8 万辆，同比-47.4%，环比-7.8%；皮卡批发 4.9 万辆，同比+13.7%，环比+12.7%；坦克批发 2.4 万辆，同比-6.0%，环比-30.2%。一方面，国补及购置税减半政策到期，叠加价格战对终端价格秩序的扰动，行业需求承压明显，2023Q1 乘用车批发 513.8 万辆，同比-7.2%，环比-21.8%。另一方面，公司 Q2 新品集中发布，前期主动调节库存结构，产销边际下滑。2023Q1 单车 ASP 达 13.2 万元，同比+11.3%，环比-7.5%，环比下滑主要因坦克品牌销量占比降低，2023Q1 占比 11.0%，环比-2.1%。

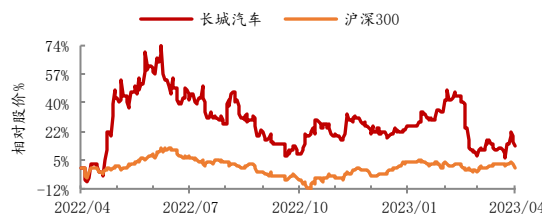
展望未来，公司新品进入密集投放期，枭龙 max、魏牌蓝山等明星单品陆续亮相，品牌结构稳步改善。其中大六座 SUV 蓝山定位回归主流，上市 5 天大定突破 5,000 台，有望带动销量高速增长。

规模及结构影响，利润短期承压。2023Q1 公司毛利率为 16.1%，同比-1.1%，环比-1.9%。归母净利润为 1.7 亿元，同比-89.3%，环比+64.9%；扣非归母净利润为-2.2 亿元，同比-116.7%，环比-259.0%。我们判断主要受高盈利车型占比下降及规模缩量影响，其中哈弗销量占比 57.2%，同比-1.6%，环比-3.9%；坦克销量占比 11.0%，同比+1.9%，环比-2.1%。我们判断随着产销规模的提升，叠加蓝山及坦克插混的上市，公司盈利有望快速提升。

研发加速投入，深耕技术布局。公司 2023Q1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.0%/3.7%/0.0%/5.3%，同比分别+1.9pct/+0.1pct/-0.8pct/+1.3pct，环比分别-0.3pct/-0.1pct/-0.6pct/+0.7pct，其中研发费用为 15.3 亿元，同比+15.9%。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，包括芯片、碳化硅等第三代半导体关键核心技术等。公司通过研发加速构筑壁垒，加速产品力提升。

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：	27.37
股票代码：	601633
52 周最高价/最低价：	44.52/21.35
总市值(亿)	2,322.72
自由流通市值(亿)	1,680.91
自由流通股数(百万)	6,141.44



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

- 长城汽车(601633.SH)事件点评：蓝山重磅发布 魏牌旗舰启航
2023.04.14
- 【华西汽车】长城汽车(601633.SH)3月销量点评：新产品新渠道 产销边际向上
2023.04.09
- 【华西汽车】长城汽车(601633.SH)2022：研发布局加码 2023 深蹲起跳
2023.03.30

季节性因素影响，现金流短期承压。公司 2023Q1 经营性净现金流为-82.0 亿元。我们判断主要因薪资奖金等集中发放造成的季节性影响，同比来看整体节奏一致（2022Q1 为-114.7 亿元）。我们预计产销回暖下，现金流有望加速改善。

► 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。2023 年 Q1 公司海外累计批发销量 5.2 万辆，同比+77.3%，公司新能源加速出海，相继登陆亚洲、欧洲、南美市场。年内，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。考虑到行业竞争加剧，调整公司盈利预测，维持 2023-2025 年营业收入预测 1,994.6/2,437.8/2,807.5 亿元不变，归母净利润由 72.1/116.3/149.3 亿元调整为 62.4/88.1/112.8 亿元，对应 EPS 由 0.81/1.31/1.68 元调整为 0.70/0.99/1.27 元，对应 2023 年 4 月 21 日收盘价 27.37 元/股 PE 为 39/28/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示

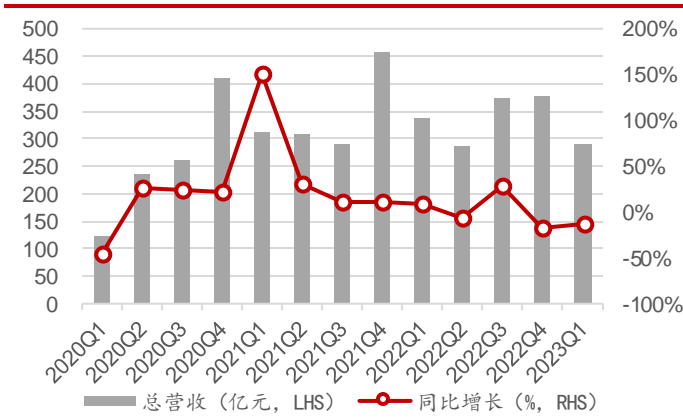
缺芯影响超预期；车市下行风险；WEY、沙龙、哈弗等品牌所在市场竞争加剧，销量不及预期；出海进度不及预期。

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	6,238	8,811	11,278
YoY (%)	25.4%	22.9%	-24.5%	41.2%	28.0%
毛利率 (%)	16.2%	19.4%	16.5%	18.2%	18.7%
每股收益 (元)	0.73	0.91	0.70	0.99	1.27
ROE	10.8%	12.7%	8.8%	11.1%	12.5%
市盈率	37.49	30.08	39.04	27.64	21.59

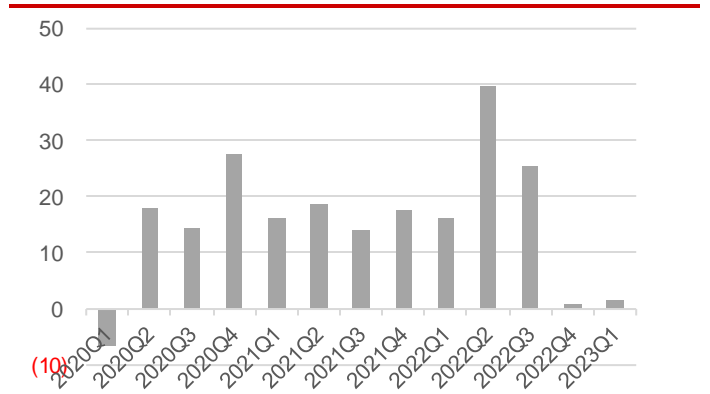
资料来源：Wind，华西证券

图 1 20-23 年公司单季总营收及增速 (亿元, %)



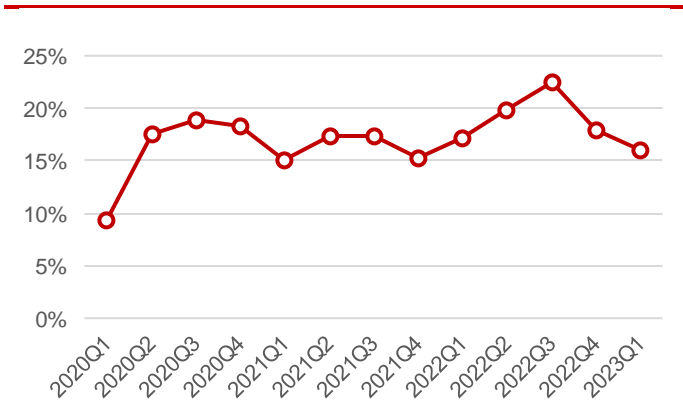
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 20-23 年公司单季归母净利润 (亿元)



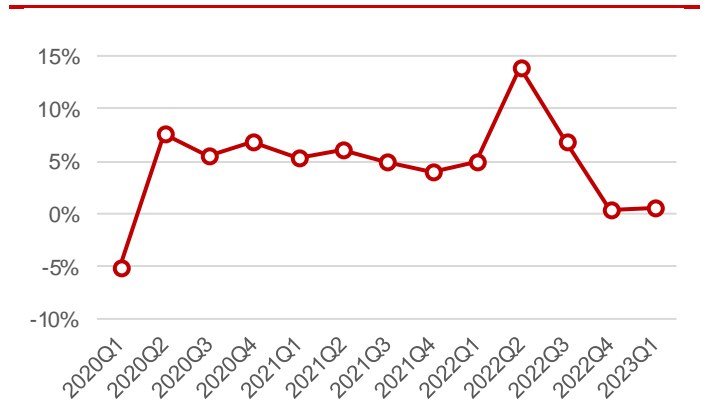
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 20-23 年公司单季毛利率 (%)



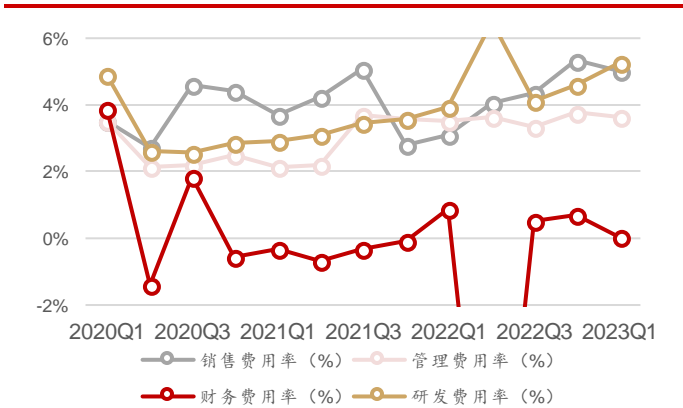
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 20-23 年公司单季净利率 (%)



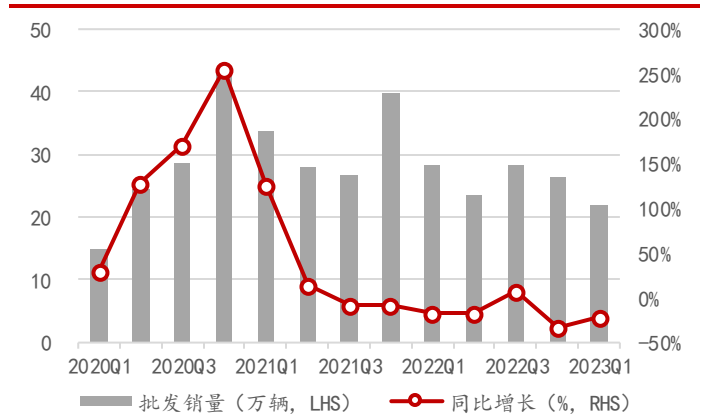
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 20-23 年公司单季费用率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 20-23 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	6,237	8,810	11,276
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	166,534	199,442	228,335	营运资金变动	-1,312	25,228	-3	4,995
营业税金及附加	5,121	6,384	7,676	8,913	经营活动现金流	12,311	38,212	15,990	25,004
销售费用	5,876	7,416	10,662	11,134	资本开支	-15,859	-8,657	-9,708	-9,193
管理费用	4,893	6,683	8,615	10,170	投资	4,779	-984	-921	-952
财务费用	-2,488	1,458	2,315	2,648	投资活动现金流	-10,505	-7,962	-8,544	-8,325
研发费用	6,445	6,504	8,643	10,116	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	1,820	筹资活动现金流	-3,133	9,548	11,942	13,647
营业利润	7,967	7,013	9,958	12,712	现金净流量	-1,009	39,797	19,388	30,326
营业外收支	840	0	0	0	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	8,807	7,013	9,958	12,712	成长能力				
所得税	554	776	1,148	1,436	营业收入增长率	0.7%	45.2%	22.2%	15.2%
净利润	8,253	6,237	8,810	11,276	净利润增长率	22.9%	-24.5%	41.2%	28.0%
归属于母公司净利润	8,266	6,238	8,811	11,278	盈利能力				
YoY (%)	22.9%	-24.5%	41.2%	28.0%	毛利率	19.4%	16.5%	18.2%	18.7%
每股收益	0.91	0.70	0.99	1.27	净利率	6.0%	3.1%	3.6%	4.0%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.5%	2.5%	3.0%	3.3%
货币资金	35,773	75,571	94,959	125,285	净资产收益率 ROE	12.7%	8.8%	11.1%	12.5%
预付款项	2,229	2,337	3,288	3,854	偿债能力				
存货	22,375	22,861	30,677	37,533	流动比率	1.12	1.09	1.10	1.11
其他流动资产	47,304	67,587	78,915	88,438	速动比率	0.85	0.91	0.91	0.92
流动资产合计	107,681	168,355	207,839	255,112	现金比率	0.37	0.49	0.50	0.55
长期股权投资	10,286	11,221	12,069	12,961	资产负债率	64.8%	71.5%	72.9%	73.8%
固定资产	26,949	26,646	26,503	26,177	经营效率				
无形资产	8,197	9,524	10,741	12,013	总资产周转率	0.74	0.80	0.83	0.82
非流动资产合计	77,677	81,102	85,001	88,286	每股指标 (元)				
资产合计	185,357	249,457	292,839	343,397	每股收益	0.91	0.70	0.99	1.27
短期借款	5,943	17,943	32,943	50,943	每股净资产	7.44	8.00	8.93	10.13
应付账款及票据	59,367	95,290	110,820	126,646	每股经营现金流	1.40	4.29	1.80	2.81
其他流动负债	30,491	40,673	45,235	51,351	每股股利	0.00	0.04	0.06	0.07
流动负债合计	95,802	153,907	188,999	228,941	估值分析				
长期借款	15,406	15,406	15,406	15,406	PE	30.08	39.04	27.64	21.59
其他长期负债	8,934	8,934	8,934	8,934	PB	3.98	3.42	3.06	2.70
非流动负债合计	24,339	24,339	24,339	24,339					
负债合计	120,141	178,246	213,338	253,280					
股本	8,765	8,898	8,898	8,898					
少数股东权益	15	14	13	12					
股东权益合计	65,216	71,211	79,501	90,117					
负债和股东权益合计	185,357	249,457	292,839	343,397					

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。