

长城汽车 (601633.SH)

持有(维持评级)

一季度业绩不佳，期待新产品驱动的业绩反弹

当前价格：27.37 元
 目标价格：35.25 元

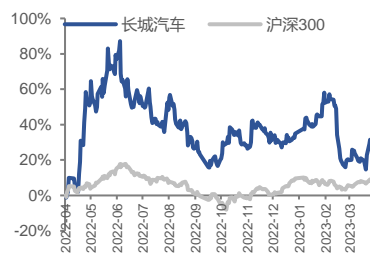
投资要点：

- 一季度销量下滑、行业终端价格下行，业绩表现不佳。**公司2023年一季度实现收入290亿元，同比下降14%，环比下降23%；实现归母净利润1.74亿，同比下降89%，环比增长65%。一季度业绩下滑主要系销量表现不佳(总销量22.0万辆，同比下降22.4%)叠加行业终端价格下行，毛利率下滑至16%，叠加一季度销售/管理/研发/财务费用率上升至5/4/5/0%，净利率下滑至0.6%。
- 新车型少+渠道改造+老车型降价导致一季度销量不及预期。**除受行业层面整车集中降价影响外，公司一季度新车型少+渠道改造+老车型降价，销量走弱：1) 一季度新车型主要为二代大狗，上市后月销不及预期，系选装率高导致生产交付周期长；2) 3月中下旬对哈弗H6、欧拉好猫分别给予1.5w、2.2w现金优惠，盈利能力承压；3) 哈弗旗下多家门店处于改造状态无法售车，影响哈弗3月销量。
- 新车型及改款发布，后续业绩环比改善确定性强。**公司于4月13日发布蓝山DHT-phev，上市后盲订转化数量已超5000，市场反馈良好；4月25日起全国陆续交付，对下半年业绩有望带来较大推动。除蓝山DHT-phev外，公司计划于年内实现枭龙/枭龙MAX、坦克500phev等车型的上市及交付，并对已有车型进行改款(23款芭蕾猫起售价14.98万元起，相较22款降价超4万元)，后续季度销量及业绩双回暖的确定性强。
- 盈利预测与投资建议：**考虑到公司价格策略有所调整，我们调整公司2023-2025年归母净利润为64/107/125亿元(前值为85/122/146亿元)。公司4月21日收盘价27.37元/股，对应2023-25年PE为36/22/19倍。新车密集发布+目前处于业绩低点，参考公司历史平均估值，给予公司23年46.7倍PE，对应目标价35.25元，维持“持有”评级。
- 风险提示：**传统燃油车销量下滑、新车型销量不及预期、海外市场拓展不及预期、原材料价格波动、估值风险等。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	8486/6133
流通A股市值(百万元)	232272/167847
每股净资产(元)	7.64
资产负债率(%)	64.44
一年内最高/最低(元)	42.18/22.27

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 樊夏沛
 执业证书编号：S0210522120001
 邮箱：fxp3989@hfzq.com.cn

相关报告

1、《混动系统技术过硬，2023 产品大年集中兑现》——2023.04.04

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	136,405	137,340	200,407	255,200	290,150
增长率	32%	1%	45.9%	27.3%	13.7%
净利润(百万元)	6,726	8,266	6,354	10,662	12,539
增长率	25%	23%	-23.1%	67.8%	17.6%
EPS(元/股)	0.79	0.97	0.75	1.26	1.48
市盈率(P/E)	34.5	28.1	36.6	21.8	18.5
市净率(P/B)	3.7	3.6	3.4	3.0	2.7

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	35,773	36,187	44,057	53,280	营业收入	137,340	200,407	255,200	290,150
应收票据及账款	9,347	13,639	17,368	19,747	营业成本	110,739	161,878	204,011	231,467
预付账款	2,229	3,258	4,106	4,659	税金及附加	5,121	7,471	9,514	10,817
存货	22,375	32,707	41,220	46,767	销售费用	5,876	8,016	10,208	11,606
合同资产	4	6	8	9	管理费用	4,893	6,914	8,932	10,155
其他流动资产	37,957	54,438	68,757	77,891	研发费用	6,445	9,018	10,974	12,476
流动资产合计	107,681	140,230	175,508	202,344	财务费用	-2,488	214	-8	21
长期股权投资	10,286	10,286	10,286	10,286	信用减值损失	-26	0	0	0
固定资产	26,949	27,959	29,994	30,957	资产减值损失	-337	0	0	0
在建工程	8,306	7,806	7,606	7,706	公允价值变动收益	50	0	0	0
无形资产	8,197	10,013	11,941	13,676	投资收益	671	0	0	0
商誉	28	28	28	28	其他收益	850	0	0	0
其他非流动资产	23,911	25,583	27,199	28,596	营业利润	7,967	6,895	11,570	13,607
非流动资产合计	77,677	81,674	87,054	91,248	营业外收入	886	0	0	0
资产合计	185,357	221,904	262,562	293,592	营业外支出	46	0	0	0
短期借款	5,943	0	0	0	利润总额	8,807	6,895	11,570	13,607
应付票据及账款	59,367	86,783	109,370	124,090	所得税	554	552	926	1,088
预收款项	0	0	0	0	净利润	8,253	6,343	10,644	12,519
合同负债	7,753	11,313	14,406	16,379	少数股东损益	-13	-10	-17	-20
其他应付款	0	0	0	0	归属母公司净利润	8,266	6,353	10,661	12,539
其他流动负债	22,739	30,773	37,736	42,184	EPS (摊薄)	0.97	0.75	1.26	1.48
流动负债合计	95,802	128,869	161,512	182,652					
长期借款	15,406	15,406	15,406	15,406					
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	24,339	24,339	24,339					
负债合计	120,141	153,209	185,851	206,992					
归属母公司所有者权益	65,201	68,691	76,723	86,633					
少数股东权益	15	4	-13	-33					
所有者权益合计	65,216	68,695	76,711	86,600					
负债和股东权益	185,357	221,904	262,562	293,592					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	12,311	18,142	21,166	21,813
现金收益	11,947	11,395	15,811	18,216
存货影响	-8,408	-10,332	-8,513	-5,548
经营性应收影响	-886	-5,322	-4,577	-2,931
经营性应付影响	-4,525	27,416	22,587	14,719
其他影响	14,183	-5,014	-4,142	-2,643
投资活动现金流	-10,505	-8,941	-10,676	-9,939
资本支出	-10,635	-7,163	-8,938	-8,474
股权投资	-761	0	0	0
其他长期资产变化	891	-1,778	-1,738	-1,465
融资活动现金流	-3,133	-8,787	-2,621	-2,651
借款增加	8,739	-5,943	0	0
股利及利息支付	-1,226	-2,390	-3,136	-3,513
股东融资	357	0	0	0
其他影响	-11,003	-454	515	862

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	0.7%	45.9%	27.3%	13.7%
EBIT 增长率	-10.2%	12.5%	62.6%	17.9%
归母净利润增长率	22.9%	-23.1%	67.8%	17.6%
获利能力				
毛利率	19.4%	19.2%	20.1%	20.2%
净利率	6.0%	3.2%	4.2%	4.3%
ROE	12.7%	9.2%	13.9%	14.5%
ROIC	8.6%	12.0%	17.6%	18.4%
偿债能力				
资产负债率	64.8%	69.0%	70.8%	70.5%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0
应收账款周转天数	16	15	15	16
存货周转天数	59	61	65	68
每股指标 (元)				
每股收益	0.97	0.75	1.26	1.48
每股经营现金流	1.45	2.14	2.49	2.57
每股净资产	7.68	8.09	9.04	10.21
估值比率				
P/E	28	37	22	19
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	282	295	211	183

数据来源：公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准；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）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn