

2023年07月15日

23Q2 盈利向好 新能源边际向上

长城汽车(601633)系列点评七十七

事件概述

公司发布2023年半年度业绩预告：预计2023上半年公司归母净利润11.5亿元-15.5亿元，同比-72.3%至-79.5%；扣非净利润为6.0亿元-8.5亿元，同比-58.7%至-70.9%。

其中，2023Q2公司归母净利润为9.8亿元-13.8亿元，同比-65.3%至-75.4%；扣非净利润为8.2亿元-10.7亿元，同比+8.1%至+41.2%。

分析判断：

► 23Q2 盈利向好 新能源布局深化

23Q2 盈利提升，新能源转型稳步向上。公司Q2批发29.9万辆，同比+24.6%，环比+36.0%。参考半年度业绩预告中枢值计算，23Q2实现归母净利润11.8亿元，同比-70.4%，环比+574.8%；23Q2实现扣非净利润9.4亿元，同比+24.7%，环比扭亏，盈利超预期。单车净利润方面，参考半年度业绩预告中枢值，23Q2达到0.4万元，同比-76.2%，环比+396.0%。今年以来，哈弗枭龙Max、魏牌蓝山、坦克500Hi4-T等新能源产品密集推出，新能源布局持续深化。23H1新能源车型批发9.3万辆，占23H1总交付比17.9%；其中23Q2新能源车型批发6.5万辆，占23Q2总交付比达21.9%。下半年公司产品矩阵持续完善，新哈弗H5、高山DHT-PHEV、坦克400等新产品将迎来上市。我们看好长城在维持基本盘的背景下，深化新能源转型，助推销量业绩的持续向上。

► 新能源加速出海 全球生态布局

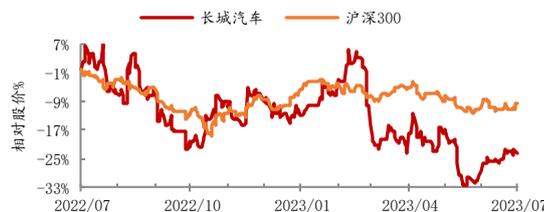
海外销量稳健，新能源出口提速。23H1累计出口12.4万辆，同比+97.3%。据长城公众号显示，产品方面，23H1哈弗H6 HEV、欧拉好猫、坦克300、坦克500等多款车型，在约旦、澳大利亚、阿曼、马达加斯加、沙特、菲律宾、智利、柬埔寨、阿联酋等多个海外市场实现上市。渠道方面，海外经销商体系持续完善，与英之杰集团、越南成安集团、新加坡Cycle & Carriage集团等开展合作，加速拓展全球销售网络，有望驱动海外销量的持续上升。

► 战术积极调整 期待23H2继续发力

品牌管理整合，战术积极调整。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。23H1完成销售51.9万辆，完成

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：	25.4
股票代码：	601633
52周最高价/最低价：	36.6/22.42
总市值(亿)	2,157.70
自由流通市值(亿)	2,157.70
自由流通股数(百万)	8,494.90



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

相关研究

- 【华西汽车】长城汽车(601633.SH)6月销量点评：产销环比改善 新能源边际向上
2023.07.06
- 【华西汽车】长城汽车(601633.SH)5月销量点评：产销环比改善 新能源转型加速
2023.06.06
- 【华西汽车】长城汽车(601633.SH)事件点评：枭龙Max重磅发布 哈弗转型加速
2023.05.16

32.4%的销量目标；以半年度预告中枢值计算，实现净利润13.5亿元，完成22.5%的利润目标。整体运营策略层面，我们认为公司：

- 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，有望驱动需求增长。

我们判断公司低谷时刻已过，搭载全新 Hi4 技术的新品推出，叠加新能源转型深化和出口高增，公司业绩有望边际改善。

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2023-2025年营业收入为1,994.6/2,437.8/2,807.5亿元，归母净利润为62.4/88.1/112.8亿元，对应EPS为0.70/0.99/1.27元，对应2023年7月15日收盘价25.4元/股PE为36/26/20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	36.29	25.66	20.00

资料来源：Wind，华西证券

表 1 长城季度财务数据

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
总营收 (亿元)	336.2	285.1	373.5	378.6	290.4	
YoY	8.0%	-7.5%	29.4%	-17.0%	-13.6%	
毛利率 (%)	17.2%	19.8%	22.5%	17.9%	16.1%	
YoY	13.6%	13.8%	29.9%	17.2%	-6.5%	
归母净利润 (亿元)	16.3	39.7	25.6	1.1	1.7	11.8
YoY	-0.3%	110.0%	80.7%	-94.1%	-89.3%	-70.4%
扣非归母净利润 (亿元)	13.0	7.6	22.8	1.4	-2.2	9.4
YoY	-2.4%	-49.8%	181.3%	-75.2%	-116.7%	24.7%
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
销售费用率 (%)	3.1%	4.1%	4.4%	5.3%	5.0%	
YoY	-0.5 pts	-0.1 pts	-0.7 pts	2.5 pts	1.9 pts	
管理费用率 (%)	3.5%	3.6%	3.3%	3.8%	3.7%	
YoY	1.4 pts	1.4 pts	-0.4 pts	0.2 pts	0.1 pts	
财务费用率 (%)	0.9%	-11.3%	0.5%	0.7%	0.0%	
YoY	1.2 pts	-10.6 pts	0.8 pts	0.8 pts	-0.8 pts	
研发费用率 (%)	3.9%	6.5%	4.1%	4.6%	5.3%	
YoY	1.0 pts	3.4 pts	0.6 pts	1.0 pts	1.3 pts	
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
批发销量 (万辆)	28.4	24.0	28.4	26.5	22.0	29.9
YoY	-16.3%	-14.1%	6.8%	-33.2%	-22.4%	24.6%
单车 ASP (万元)	11.9	11.9	13.2	14.3	13.2	
YoY	29.1%	7.8%	21.2%	24.2%	11.3%	
单车净利润 (万元)	0.6	1.7	0.9	0.0	0.1	0.4
YoY	19.1%	144.5%	69.3%	-91.1%	-86.3%	-76.2%
单车扣非净利润 (万元)	0.5	0.3	0.8	0.1	-0.1	0.3
YoY	16.6%	-41.6%	163.5%	-62.9%	-121.5%	0.0%

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	27.91	36.23	25.65	20.04
其他长期负债	8,934	8,934	8,934	8,934	PB	3.98	3.17	2.84	2.51
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。