

长城汽车 (601633.SH)

新能源转型+海外拓展顺利，下半年轻装上阵值得期待

投资要点：

- 加大新能源品牌投入，二季度业绩环比改善：**公司披露2023年半年度业绩预告，预计上半年实现归母净利润11.5-15.5亿元，同比降低72.3-79.5%；扣非后归母净利润6.0-8.5亿元，同比降低58.7-70.9%。上半年业绩表现欠佳，主要系Q1公司处于产品结构调整期，仅实现归母净利润/扣非后归母净利润1.7/-2.2亿元所致，Q2随二代大狗、蓝山、枭龙等车型陆续上市交付及价格战影响逐渐消弭，业绩有所回升。
- 国内新能源车型畅销，盈利改善可期：**上半年长城实现销量51.9万辆，其中新能源车型9.3万辆，同比增长46.6%。上半年新车型二代大狗推出后带动大狗系列销量快速增长，1-6月大狗系列销量7.1万辆，同比增长58.9%；枭龙系列上市45天便迎来第一万台车下线；蓝山5/6月分别实现5136/5506辆销量，助力魏牌转型高端新能源品牌。随新车型下半年持续贡献销量及终端销售渠道建设，公司新能源属性将不断加强，同时也有望随着销量上升不断提升各车型盈利能力。
- 海外市场将成为今年重要盈利支撑：**海外业务盈利能力强，2022年公司国内/海外业务毛利分别为188.6/71.4亿元，对应毛利率分别为17.4/27.1%。2023年1-6月公司实现海外销售12.4万辆，同比增长97.27%，占总销量占比由2022年的16.2%提升至23.9%，2023年上半年国内整车价格严重内卷，海外市场则基本不受太大影响，预计今年海外市场将贡献可观盈利，成为重要的业绩支撑点。
- 盈利预测与投资建议：**新能源转型及海外进程顺利，我们预计公司2023-2025年归母净利润为61/77/108亿元。公司7月17日收盘价25.04元/股，对应23-25年PE为36/28/20倍，参考公司历史平均估值给予23年47倍PE，对应目标价33.37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。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	136,405	137,340	187,788	230,269	262,085
增长率	32%	1%	36.7%	22.6%	13.8%
净利润(百万元)	6,726	8,266	6,059	7,691	10,807
增长率	25%	23%	-26.7%	26.9%	40.5%
EPS(元/股)	0.79	0.97	0.71	0.91	1.27
市盈率(P/E)	31.6	25.7	35.1	27.7	19.7
市净率(P/B)	3.4	3.3	3.1	2.9	2.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所

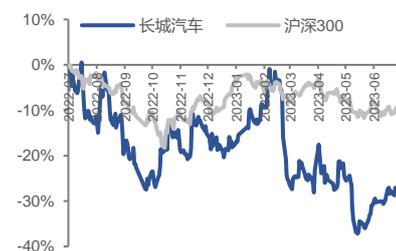
持有(维持评级)

当前价格：25.04元
 目标价格：33.37元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	8495/6165
总市值/流通市值(百万元)	212712/154364
每股净资产(元)	7.11
资产负债率(%)	64.44
一年内最高/最低(元)	35.73/22.33

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

- 《长城汽车(601633.SH)：5月销量向好，性价比路线为破局之道》——2023.06.06
- 《长城汽车(601633.SH)：4月销量企稳，新车型蓄势待发》——2023.05.10
- 《长城汽车(601633.SH)：一季度业绩不佳，期待新产品驱动的业绩反弹》——2023.04.23
- 《混动系统技术过硬，2023产品大年集中兑现》——2023.04.04

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	39,591	44,074	50,815	营业收入	137,340	187,788	230,269	262,085
应收票据及账款	9,347	12,780	15,672	17,837	营业成本	110,739	151,500	185,558	209,415
预付账款	2,229	3,049	3,735	4,215	税金及附加	5,121	7,001	8,584	9,770
存货	22,375	30,610	37,491	42,312	销售费用	5,876	7,512	9,211	10,483
合同资产	4	6	7	8	管理费用	4,893	6,479	8,059	9,173
其他流动资产	37,957	51,140	62,242	70,557	研发费用	6,445	8,450	10,362	11,270
流动资产合计	107,681	137,171	163,214	185,735	财务费用	-2,488	271	149	246
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	25,422	26,881	28,237	营业利润	7,967	6,576	8,346	11,728
非流动资产合计	77,677	81,513	86,735	90,889	营业外收入	886	0	0	0
资产合计	185,357	218,684	249,950	276,624	营业外支出	46	0	0	0
短期借款	5,943	5,000	5,000	5,000	利润总额	8,807	6,576	8,346	11,728
应付票据及账款	59,367	81,219	99,478	112,267	所得税	554	526	668	938
预收款项	0	0	0	0	净利润	8,253	6,050	7,678	10,790
合同负债	7,753	10,601	12,999	14,795	少数股东损益	-13	-10	-12	-17
其他应付款	0	0	0	0	归属母公司净利润	8,266	6,060	7,690	10,807
其他流动负债	22,739	29,123	34,683	38,612	EPS (摊薄)	0.97	0.71	0.90	1.27
流动负债合计	95,802	125,943	152,159	170,674					
长期借款	15,406	15,406	15,406	15,406	主要财务比率				
应付债券	3,511	3,511	3,511	3,511		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	5,422	5,422	5,422	5,422	成长能力				
非流动负债合计	24,339	24,339	24,339	24,339	营业收入增长率	0.7%	36.7%	22.6%	13.8%
负债合计	120,141	150,282	176,499	195,013	EBIT 增长率	-10.2%	8.4%	24.1%	41.0%
归属母公司所有者权益	65,201	68,397	73,458	81,636	归母净利润增长率	22.9%	-26.7%	26.9%	40.5%
少数股东权益	15	5	-7	-25	获利能力				
所有者权益合计	65,216	68,402	73,451	81,611	毛利率	19.4%	19.3%	19.4%	20.1%
负债和股东权益	185,357	218,684	249,950	276,624	净利率	6.0%	3.2%	3.3%	4.1%
					ROE	12.7%	8.9%	10.5%	13.2%
					ROIC	8.6%	10.7%	12.5%	16.1%
					偿债能力				
					资产负债率	64.8%	68.7%	70.6%	70.5%
					流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
					速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.9
					应收账款周转天数	16	15	16	16
					存货周转天数	59	63	66	69
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.97	0.71	0.90	1.27
					每股经营现金流	1.45	1.93	2.09	2.29
					每股净资产	7.66	8.04	8.63	9.60
					估值比率				
					P/E	26	36	28	20
					P/B	3	3	3	3
					EV/EBITDA	260	278	238	184

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