

2023年08月31日

23Q2 业绩环比改善 新能源快速增长

长城汽车(601633) 系列点评七十九

事件概述

公司发布 2023 年半年报：2023H1 公司总营收 699.7 亿元，同比+12.6%；归母净利润 13.6 亿元，同比-75.7%；扣非净利润为 7.5 亿元，同比-63.6%。

其中，2023Q2 总营收为 409.3 亿元，同比+43.5%；归母净利润 11.9 亿元，同比-70.1%，环比+582.2%；扣非归母净利润 9.7 亿元，同比+27.9%，环比+545.2%。

分析判断：

► 收入同比向上 新能源占比提升

收入端：公司 2023H1 营收 699.7 亿元，同比+12.6%，其中 2023Q2 营收 409.3 亿元，同比+43.5%，环比+41.0%。零部件及其他业务营收 93.1 亿元，同比+41.8%，同比上升主要由于集团积极拓展外部客户，零部件销售业务增长所致。2023 H1，长城汽车实现销量 51.9 万辆；新能源车型销量 9.0 万辆，同比+49.3%；海外销售 12.3 万辆，同比+ 80.2%，创历史新高。其中，皮卡车型销售 10.2 万辆，同比+2.4%；SUV 销售 37.0 万辆，同比+3.6%；轿车及其他车型销售 4.7 万辆，同比-16.1%。2023H1 单车 ASP 提升至 13.6 万元，同比+1.5 万元，2023Q2 单车 ASP 为 13.7 万元，同比+1.8 万元，环比+0.5 万元。我们判断，单车 ASP 的变化主要由坦克/皮卡等高价车型占比提升所拉动。

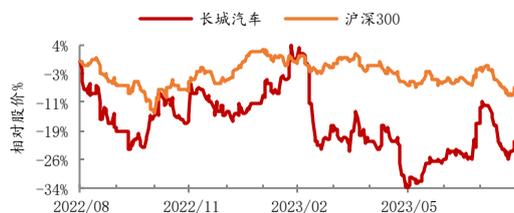
毛利率：公司 2023H1 毛利率为 16.9%，同比-1.5pts，其中 2023Q2 毛利率 17.4%，同比-2.4pct，环比+1.3pts。我们判断，毛利同比变化主要由产品结构变化以及定价策略的改变导致；环比提升则由交付规模的增长以及原材料成本的下降所导致。

费用端：公司 2023H1 销售/管理/研发费用分别为 32.5/20.7/35.1 亿元，同比分别为 46.8%/-6.4%/+10.5%；费用率分别为 4.6%/3.0%/5.0%，同比分别为+1.1pts/-0.6pts/-0.1pts。销售费用率同比上升主要因 2023 上半年加大新能源车型投放力度所致。研发及管理费用层面，由于公司精细化管理，费用率均有所改善。

利润端：公司 2023H1 实现归母净利 13.6 亿元，同比-75.7%；其中 2023Q2 归母净利润 11.9 亿元，同比-70.1%，环比+582.2%。2023H1 扣非归母净利润 7.5 亿元，同比-63.6%；其中 2023Q2 扣非归母净利润为 9.7 亿元，同比+27.9%，环比转正。归母净利润同比下降主要因公司向新能源及智能化转型所

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：	26.53
股票代码：	601633
52 周最高价/最低价：	35.97/22.42
总市值(亿)	2,253.87
自由流通市值(亿)	2,253.87
自由流通股数(百万)	8,495.54



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

带来的产品结构调整，但环比大幅改善，体现了公司在费用控制层面的优化效果显著。2023Q2 单车扣非净利润为 0.3 万元，同比+2.6%。

► 电动智能化引领 新品加速布局

2023H1 以来，长城汽车采用全面 TOC 的战略迅速布局智能新能源领域，2023H1 新能源车型占比 17.3%。公司在其旗下各品牌产品线上连续推出高人气新能源产品，如枭龙 MAX，魏牌蓝山，以及坦克 500Hi4-T 等具有优质产品力和高性价比的车型，助力公司产品结构的全面向新。新品方面，2023H2 新款重磅车型包括魏牌首款 MPV 高山 DHT-PHEV，哈弗猛龙以及坦克 400Hi4-T 等车型。我们认为，重磅新品的持续推出有望强化公司品牌形象，加速公司智能电动转型进程，带来收入和盈利的双重提升。

► 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。生产布局方面，长城巴西工厂、乌兹别克工厂等项目均在顺利推进中，帮助公司实现海外本土化生产，有望全面构建长城生态体系并通过深入本土化经营的方式深耕海外市场，提升出口销量。

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，将 2023-2025 年营业收入预测 1,994.6/2,437.8/2,807.5 亿元下调至 1,635.3/2,148.5/2,517.0 亿元，归母净利润 62.4/88.1/112.8 亿元调整为 53.8/74.1/98.5 亿元，对应 EPS 由 0.70/0.99/1.27 元调整为 0.6/0.83/1.11 元，对应 2023 年 8 月 30 日收盘价 26.53 元/股 PE 为 44/32/24 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	163,532	214,846	251,696
YoY (%)	32.0%	0.7%	19.1%	31.4%	17.2%
归母净利润(百万元)	6,726	8,266	5,377	7,410	9,850
YoY (%)	25.4%	22.9%	-35.0%	37.8%	32.9%
毛利率 (%)	16.2%	19.4%	16.5%	18.2%	18.5%
每股收益 (元)	0.73	0.91	0.60	0.83	1.11
ROE	10.8%	12.7%	7.6%	9.6%	11.4%
市盈率	36.34	29.15	43.90	31.86	23.96

资料来源: Wind, 华西证券

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	163,532	214,846	251,696	净利润	8,253	5,376	7,409	9,849
YoY (%)	0.7%	19.1%	31.4%	17.2%	折旧和摊销	6,609	6,090	6,588	6,716
营业成本	110,739	136,536	175,770	205,072	营运资金变动	-1,312	16,924	2,830	5,373
营业税金及附加	5,121	5,234	6,765	7,990	经营活动现金流	12,311	29,343	17,664	24,138
销售费用	5,876	6,080	9,396	9,981	资本开支	-15,859	-8,650	-9,704	-9,188
管理费用	4,893	4,906	7,593	8,676	投资	4,779	-984	-921	-952
财务费用	-2,488	1,458	2,430	2,733	投资活动现金流	-10,505	-8,258	-8,787	-8,508
研发费用	6,445	5,332	7,618	9,069	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	1,376	1,838	1,632	筹资活动现金流	-3,133	9,548	11,942	13,647
营业利润	7,967	6,044	8,374	11,104	现金净流量	-1,009	30,633	20,820	29,277
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	6,044	8,374	11,104	成长能力				
所得税	554	669	966	1,254	营业收入增长率	0.7%	19.1%	31.4%	17.2%
净利润	8,253	5,376	7,409	9,849	净利润增长率	22.9%	-35.0%	37.8%	32.9%
归属于母公司净利润	8,266	5,377	7,410	9,850	盈利能力				
YoY (%)	22.9%	-35.0%	37.8%	32.9%	毛利率	19.4%	16.5%	18.2%	18.5%
每股收益	0.91	0.60	0.83	1.11	净利率率	6.0%	3.3%	3.4%	3.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.5%	2.4%	2.7%	3.1%
货币资金	35,773	66,406	87,226	116,503	净资产收益率 ROE	12.7%	7.6%	9.6%	11.4%
预付款项	2,229	1,916	2,897	3,462	偿债能力				
存货	22,375	18,743	27,036	33,709	流动比率	1.12	1.10	1.10	1.11
其他流动资产	47,304	57,823	71,137	80,672	速动比率	0.85	0.93	0.91	0.92
流动资产合计	107,681	144,888	188,296	234,346	现金比率	0.37	0.51	0.51	0.55
长期股权投资	10,286	11,221	12,069	12,961	资产负债率	64.8%	68.9%	71.7%	73.2%
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	0.72	0.79	0.78
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	225,990	273,297	322,632	每股收益	0.91	0.60	0.83	1.11
短期借款	5,943	17,943	32,943	50,943	每股净资产	7.44	7.91	8.68	9.71
应付账款及票据	59,367	78,126	97,667	113,744	每股经营现金流	1.40	3.30	1.99	2.71
其他流动负债	30,491	35,232	41,109	47,178	每股股利	0.00	0.04	0.06	0.07
流动负债合计	95,802	131,301	171,719	211,865	估值分析				
长期借款	15,406	15,406	15,406	15,406	PE	29.15	43.90	31.86	23.96
其他长期负债	8,934	8,934	8,934	8,934	PB	3.98	3.36	3.06	2.73
非流动负债合计	24,339	24,339	24,339	24,339					
负债合计	120,141	155,640	196,059	236,204					
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	70,350	77,239	86,428					
负债和股东权益合计	185,357	225,990	273,297	322,632					

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。