

长城汽车（601633）

2023 半年报点评：Q2 业绩符合预期，出口盈利领先！

买入（维持）

2023 年 08 月 31 日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 杨惠冰

执业证书：S0600523070004
yanghb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	137,340	192,811	272,297	340,143
同比	1%	40%	41%	25%
归属母公司净利润（百万元）	8,266	4,281	8,004	11,233
同比	23%	-48%	87%	40%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.97	0.50	0.94	1.32
P/E（现价&最新股本摊薄）	24.05	46.43	24.84	17.70

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **公告要点：**公司披露 2023 年半年报，2023H1 营收 699.71 亿元，同比 +12.6%。2023Q2 实现营业收入 409.33 亿元，同环比+43.5%/+41.0%；Q2 归母净利润 11.87 亿元，同比-70.1%，Q2 扣非后归母净利润 9.66 亿元，同比+27.9%，Q2 业绩表现符合我们预期。
- **Q2 扣非净利润同环比提升，毛利率环比改善，降本控费效用显著，俄罗斯出口强盈利核心支撑。**1) 营收角度：2023Q2 长城汽车毛利率为 17.41%，同环比分别-2.4/+1.3pct。Q2 实现批发销量合计 29.91 万辆，同环比分别+27.3%/+36.0%，哈弗销量占比环比下滑，坦克/魏牌等重要车型销量占比环比提升，Q2 哈弗/魏牌/坦克车型销量占比分别为 55.8%/4.9%/11.4%，同比分别 +3.8/+1.7/-0.7pct，环比分别 -1.4/+3.4/+0.4pct，同比总体保持持续提升趋势。2023Q2 近似单车均价为 13.69 万元，同环比+12.8%/+3.7%。2) 毛利率角度，2023Q2 毛利率为 17.41%，同环比分别-2.4/+1.3pct，同比下降主要系坦克/皮卡销量占比分别-0.7/-3.9pct，产品结构有所变化，同时整体新能源渗透率提升，影响毛利率；环比提升主要系交付规模增长叠加上游大宗原材料降价，成本降低。3) 费用率角度：Q2 公司销售/管理/研发费用率分别 4.4%/2.5%/4.8%，同比分别+0.3/-1.2/-1.7pct，环比分别-0.6/-1.2/-0.5pct。销售费用率同比提升主要系公司加大新能源车型投放力度，渠道建设等费用投入增加；公司持续加强费用管控提升效率，管理/研发费用率同环比均下降。4) Q2 扣非后单车净利润 0.32 万元，同比+0.5%，环比大幅转正，降本控费成效明显。2023H1 俄罗斯子公司营收/利润分别 67.68/13.58 亿元，净利率 20%，表现靓丽。
- **技术为基，全球为翼，聚焦智能新能源，坚定转型。**2023 年以来，长城汽车在 Hi4、Hi4-T 等硬核技术的赋能下，加速智能新能源发展，先后推出哈弗枭龙系列、坦克 500 Hi4-T、魏牌蓝山 DHT-PHEV 等高人气系能源产品，大热单品持续助力产品结构转型升级。新车方面，哈弗猛龙/魏牌高山/坦克 400 Hi4-T 等重磅车型预计下半年陆续上市。生产布局方面，长城汽车泰国罗勇工厂已量产欧拉好猫等车型，巴西项目也在稳步推进中。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持长城汽车 2023~2025 年归母净利润为 43/80/112 亿元的预测，对应 EPS 分别为 0.50/0.94/1.32 元，对应 PE 估值 46/25/18 倍。维持长城汽车“买入”评级。
- **风险提示：**需求复苏进度低于预期；乘用车市场价格战超出预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.53
一年最低/最高价	22.42/35.97
市净率(倍)	3.63
流通 A 股市值(百万元)	163,566.08
总市值(百万元)	225,386.69

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.30
资产负债率(%，LF)	66.15
总股本(百万股)	8,495.54
流通 A 股(百万股)	6,165.33

相关研究

《长城汽车(601633): 7 月批发同环比提升，电动化不断加速》

2023-08-07

《长城汽车(601633): 2023 半年度业绩预告点评：Q2 新车上市驱动份额持续提升，业绩表现靓丽》

2023-07-16

长城汽车三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	107,681	171,766	204,269	261,693	营业总收入	137,340	192,811	272,297	340,143
货币资金及交易性金融资产	37,827	93,731	72,456	111,621	营业成本(含金融类)	110,739	157,912	219,200	270,414
经营性应收款项	33,728	52,946	86,444	121,098	税金及附加	5,121	7,230	10,483	13,334
存货	22,375	12,717	29,905	15,164	销售费用	5,876	8,397	12,798	16,667
合同资产	4	193	272	340	管理费用	4,893	7,520	11,164	13,946
其他流动资产	13,747	12,179	15,191	13,470	研发费用	6,445	10,026	14,432	17,687
非流动资产	77,677	74,588	71,473	68,330	财务费用	(2,488)	(716)	(2,112)	(1,579)
长期股权投资	10,286	10,286	10,286	10,286	加:其他收益	850	800	900	1,000
固定资产及使用权资产	28,042	25,300	22,533	19,742	投资净收益	671	1,200	1,350	1,500
在建工程	8,306	7,960	7,610	7,258	公允价值变动	50	100	120	140
无形资产	8,197	8,197	8,197	8,197	减值损失	(363)	(301)	(332)	(363)
商誉	28	28	28	28	资产处置收益	5	10	14	17
长期待摊费用	267	267	267	267	营业利润	7,967	4,250	8,384	11,968
其他非流动资产	22,551	22,551	22,551	22,551	营业外净收支	840	300	500	500
资产总计	185,357	246,355	275,741	330,022	利润总额	8,807	4,550	8,884	12,468
流动负债	95,802	152,851	174,242	217,302	减:所得税	554	273	888	1,247
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,827	10,827	10,827	10,827	净利润	8,253	4,277	7,996	11,221
经营性应付款项	59,367	107,318	117,970	152,444	减:少数股东损益	(13)	(4)	(8)	(11)
合同负债	7,753	12,633	16,440	18,929	归属母公司净利润	8,266	4,281	8,004	11,233
其他流动负债	17,855	22,074	29,005	35,102	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.97	0.50	0.94	1.32
非流动负债	24,339	24,339	24,339	24,339	EBIT	4,834	2,587	5,192	9,178
长期借款	15,406	15,406	15,406	15,406	EBITDA	11,444	5,435	8,048	12,041
应付债券	3,511	3,511	3,511	3,511	毛利率(%)	19.37	18.10	19.50	20.50
租赁负债	979	979	979	979	归母净利率(%)	6.02	2.22	2.94	3.30
其他非流动负债	4,444	4,444	4,444	4,444	收入增长率(%)	0.69	40.39	41.22	24.92
负债合计	120,141	177,191	198,581	241,641	归母净利润增长率(%)	22.90	(48.20)	86.94	40.34
归属母公司股东权益	65,201	69,154	77,158	88,390					
少数股东权益	15	10	2	(9)					
所有者权益合计	65,216	69,164	77,160	88,381					
负债和股东权益	185,357	246,355	275,741	330,022					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	12,311	54,852	(23,010)	37,276	每股净资产(元)	7.40	8.10	9.04	10.37
投资活动现金流	(10,505)	1,510	1,864	2,017	最新发行在外股份(百万股)	8,495	8,495	8,495	8,495
筹资活动现金流	(3,133)	(507)	(178)	(178)	ROIC(%)	5.05	2.48	4.50	7.28
现金净增加额	(1,009)	55,854	(21,325)	39,115	ROE-摊薄(%)	12.68	6.19	10.37	12.71
折旧和摊销	6,609	2,848	2,856	2,863	资产负债率(%)	64.82	71.92	72.02	73.22
资本开支	(15,859)	310	514	517	P/E(现价&最新股本摊薄)	24.05	46.43	24.84	17.70
营运资本变动	(1,312)	48,857	(32,389)	24,807	P/B(现价)	3.16	2.89	2.59	2.26

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>