

长城汽车（601633）

Q1 净利同比增 3.5 倍，迎新一轮强产品周期

事件：公司发布 2021 年一季报，21Q1 实现收入 311.2 亿元，同比+150.6%；归母净利润 16.4 亿元，同比+352.2%。

新车周期赋能，21Q1 产销创历史同期新高。2020 年以来，公司加快转型，以全新技术品牌、全新品类布局、全新产品命名实现突破，推出哈弗大狗、哈弗初恋、欧拉好猫、坦克 300 等新车型，拉动销量持续复苏。21Q1 公司销售新车 33.9 万辆，同比+125.4%、环比-21.4%，销量创历史同期新高。

受益销量持续复苏，21Q1 业绩同比高增长。受益于销量高增长，21Q1 公司实现收入 311.2 亿元，同比+150.6%、环比-24.4%，收入增速与销量增速相当。21Q1 公司毛利率同比+5.8 PCT、环比-3.1 PCT 至 15.1%，三费率合计同比-7.5 PCT、环比-0.8 PCT 至 8.4%，最终公司实现归母净利润 16.4 亿元，同比+352.2%、环比-40.9%。

五大品牌亮相上海车展，多款重磅新车发布开启强产品周期。今年上海车展，公司五大品牌集体参展、旗下新车齐亮相，（1）**哈弗：**发布哈弗 X DOG、新旗舰 SUV 概念车 HAVAL-XY、第三代哈弗 H6 5G 版、哈弗 H6 国潮版、哈弗大狗 2.0T 全版本、哈弗赤兔等六款新车，同时宣布将推动柠檬平台向更高水准科技联动全面进阶，以及 2023 年销量 130 万辆的目标。（2）**WEY：**首个实现高阶自动驾驶的量产燃油车型“摩卡”正式发布预售，预售价格区间为 17.98-22.58 万元。（3）**长城皮卡：**发布“炮弹”计划，长城炮品牌将分化成以“量产基型车及特装车”为核心的炮系列，和以“个性化共创改装车”为核心的弹系列，全面满足皮卡玩家需求。（4）**欧拉：**打造“全球最爱女人的汽车品牌”，发布闪电猫、朋克猫以及大猫三款新车，进一步强化品牌定位。（5）**坦克：**定位高端越野车，发布坦克 700 以及坦克 800 两款概念车。21 年起，随着公司加速推出五大品牌的多款全新燃油车、新能源车和改款车型，销量有望迎来新一波增长。

研发体系持续升级，夯实未来发展。公司始终重视研发投入，21Q1 研发费用 9.1 亿元，同比+48.6%。公司 20 年发布“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”三大技术品牌，形成了以自动驾驶、智能座舱、高效燃油、新能源相互融合的技术生态，为未来发展打下坚实基础。在新能源方面，公司 20 年 12 月推出完全自主设计、研发的“柠檬混动 DHT”技术，未来将陆续在新款车型搭载；在智能驾驶方面，升级了智能驾驶战略，发布咖啡智驾“331 战略”，致力于成为智能时代自动驾驶领导者。

投资建议：乘用车行业持续复苏，公司作为本轮复苏的龙头自主品牌车企，处于强产品周期阶段，新车型表现不断超预期，我们维持公司 21-22 年的归母净利润预测 96 亿和 126 亿，对应 PE 分别为 34 倍和 26 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业复苏不及预期，新车型推广不及预期，新技术推进不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	96,210.69	103,307.61	144,723.41	174,788.55	202,477.60
增长率(%)	(3.04)	7.38	40.09	20.77	15.84
EBITDA(百万元)	12,507.90	14,508.21	14,140.46	17,863.93	21,246.54
净利润(百万元)	4,496.87	5,362.49	9,640.18	12,551.24	15,297.88
增长率(%)	(13.64)	19.25	79.77	30.20	21.88
EPS(元/股)	0.49	0.58	1.05	1.37	1.67
市盈率(P/E)	72.52	60.81	33.83	25.98	21.32
市净率(P/B)	5.99	5.69	5.18	4.71	4.24
市销率(P/S)	3.39	3.16	2.25	1.87	1.61
EV/EBITDA	5.51	23.42	21.37	15.49	12.86

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	35.54 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,075.80
流通 A 股股本(百万股)	6,027.73
A 股总市值(百万元)	215,933.94
流通 A 股市值(百万元)	214,225.49
每股净资产(元)	6.16
资产负债率(%)	61.27
一年内最高/最低(元)	51.72/7.65

作者

陆嘉敏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080001
lujiamin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《长城汽车-公司点评:新品周期赋能，Q1 产销创历史新高》 2021-04-09
- 2 《长城汽车-公司点评:新车周期继续强化，全车冗余 L3 级自动驾驶发布》 2021-01-10
- 3 《长城汽车-季报点评:汇兑损益无碍 Q3 利润同比增长》 2020-10-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,723.31	14,588.46	20,436.95	42,231.11	44,341.29
应收票据及应收账款	3,193.19	3,936.16	6,051.33	6,010.98	7,962.17
预付账款	441.16	570.92	817.54	823.00	1,101.91
存货	6,237.19	7,497.64	8,871.08	11,634.92	12,660.09
其他	48,099.74	70,921.05	53,261.16	58,333.91	61,169.61
流动资产合计	67,694.60	97,514.23	89,438.05	119,033.92	127,235.07
长期股权投资	3,112.65	8,415.18	11,415.18	15,220.24	19,256.11
固定资产	29,743.31	28,609.22	28,634.10	27,891.61	26,632.36
在建工程	2,247.37	2,936.38	1,941.83	1,345.10	987.06
无形资产	6,898.93	9,266.85	9,981.08	10,474.19	10,842.50
其他	2,591.98	5,384.89	105.90	(3,160.73)	(6,831.84)
非流动资产合计	44,594.25	54,612.52	52,078.09	51,770.42	50,886.18
资产总计	113,096.41	154,011.49	146,560.45	173,383.21	181,290.56
短期借款	1,180.47	7,901.30	6,967.12	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	35,460.43	49,841.14	50,615.20	75,376.99	74,424.97
其他	17,958.90	23,423.27	21,615.16	23,040.15	23,999.33
流动负债合计	54,599.80	81,165.71	79,197.48	99,417.14	99,424.30
长期借款	1,205.66	10,777.21	1,100.00	1,100.00	1,100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,891.72	4,726.73	3,318.01	3,645.49	3,896.74
非流动负债合计	4,097.38	15,503.93	4,418.01	4,745.49	4,996.74
负债合计	58,697.18	96,669.64	83,615.50	104,162.63	104,421.04
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	9,127.27	9,175.95	9,175.34	9,175.34	9,175.34
资本公积	1,411.25	1,779.31	1,779.31	1,779.31	1,779.31
留存收益	45,512.78	48,949.53	53,769.62	60,045.24	67,694.18
其他	(1,652.07)	(2,562.95)	(1,779.31)	(1,779.31)	(1,779.31)
股东权益合计	54,399.23	57,341.85	62,944.96	69,220.58	76,869.52
负债和股东权益总计	113,096.41	154,011.49	146,560.45	173,383.21	181,290.56

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4,530.73	5,362.49	9,640.18	12,551.24	15,297.88
折旧摊销	4,593.90	4,826.01	2,851.93	3,124.29	3,385.14
财务费用	335.06	405.64	392.33	388.33	309.14
投资损失	(214.40)	(1,105.22)	(850.00)	(860.00)	(888.80)
营运资金变动	(1,968.39)	(21,182.32)	13,215.86	17,774.77	(5,699.40)
其它	6,695.40	16,874.62	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	13,972.30	5,181.23	25,250.29	32,978.64	12,403.96
资本支出	7,354.71	10,171.88	4,005.20	1,950.70	1,884.91
长期投资	3,112.65	5,302.53	3,000.00	3,805.06	4,035.86
其他	(26,269.05)	(27,062.74)	(11,911.26)	(4,708.50)	(7,808.58)
投资活动现金流	(15,801.68)	(11,588.32)	(4,906.06)	1,047.27	(1,887.81)
债权融资	5,566.12	19,570.44	9,504.10	3,936.30	3,488.41
股权融资	372.56	(523.04)	390.69	(388.33)	(309.14)
其他	(1,994.73)	(7,679.88)	(24,390.53)	(15,779.72)	(11,585.24)
筹资活动现金流	3,943.95	11,367.52	(14,495.74)	(12,231.75)	(8,405.97)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,114.57	4,960.44	5,848.48	21,794.16	2,110.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	96,210.69	103,307.61	144,723.41	174,788.55	202,477.60
营业成本	79,684.49	85,530.96	117,587.77	141,797.21	164,006.86
营业税金及附加	3,168.60	3,191.88	4,486.43	5,418.45	6,269.84
营业费用	3,896.67	4,103.39	5,499.49	6,467.18	7,491.67
管理费用	1,955.45	2,552.67	2,908.94	3,146.19	3,442.12
研发费用	2,716.22	3,067.48	4,052.26	4,229.88	4,454.51
财务费用	(351.03)	396.96	392.33	388.33	309.14
资产减值损失	(503.62)	(676.40)	(250.00)	(150.00)	(160.00)
公允价值变动收益	(73.30)	165.21	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.51	956.39	850.00	860.00	888.80
其他	924.86	(1,732.54)	(1,700.00)	(1,720.00)	(1,777.59)
营业利润	4,776.84	5,751.61	10,896.20	14,351.31	17,552.26
营业外收入	342.12	493.87	460.00	432.00	461.96
营业外支出	18.41	18.19	14.82	17.14	16.72
利润总额	5,100.56	6,227.29	11,341.38	14,766.17	17,997.50
所得税	569.82	864.80	1,701.21	2,214.93	2,699.63
净利润	4,530.73	5,362.49	9,640.18	12,551.24	15,297.88
少数股东损益	33.86	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	4,496.87	5,362.49	9,640.18	12,551.24	15,297.88
每股收益（元）	0.49	0.58	1.05	1.37	1.67

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-3.04%	7.38%	40.09%	20.77%	15.84%
营业利润	-23.35%	20.41%	89.45%	31.71%	22.30%
归属于母公司净利润	-13.64%	19.25%	79.77%	30.20%	21.88%
获利能力					
毛利率	17.18%	17.21%	18.75%	18.88%	19.00%
净利率	4.67%	5.19%	6.66%	7.18%	7.56%
ROE	8.27%	9.35%	15.32%	18.13%	19.90%
ROIC	10.47%	12.46%	19.10%	32.10%	76.38%
偿债能力					
资产负债率	51.90%	62.77%	57.05%	60.08%	57.60%
净负债率	-7.64%	8.69%	-17.37%	-55.32%	-53.15%
流动比率	1.25	1.22	1.19	1.22	1.31
速动比率	1.14	1.13	1.08	1.11	1.18
营运能力					
应收账款周转率	29.44	28.98	28.98	28.98	28.98
存货周转率	18.01	15.04	17.68	17.05	16.67
总资产周转率	0.86	0.77	0.96	1.09	1.14
每股指标（元）					
每股收益	0.49	0.58	1.05	1.37	1.67
每股经营现金流	1.52	0.56	2.75	3.59	1.35
每股净资产	5.93	6.25	6.86	7.54	8.38
估值比率					
市盈率	72.52	60.81	33.83	25.98	21.32
市净率	5.99	5.69	5.18	4.71	4.24
EV/EBITDA	5.51	23.42	21.37	15.49	12.86
EV/EBIT	8.66	34.94	26.77	18.78	15.30

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com