

证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

长城汽车（601633）

买入

乘用车

重大事件快评

（维持评级）

2021年06月30日

转型全球科技出行公司，领跑智能电动赛道

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980519080002

事项：

- 1) 6月28日，长城汽车第8届科技节开幕式上正式发布2025战略——到2025年，实现全球年销量400万辆，其中80%为新能源汽车，营业收入超6000亿元，未来五年，累计研发投入达到1000亿元。发布“绿智潮玩”战略：即以绿色碳中和、认知智能化、全球潮牌潮品、共玩众智众创4大战略方向，加速企业低碳智能升级，计划2045年全面实现碳中和。
- 2) 产品端：2022年，长城汽车将上市沙龙首款产品，2023年，欧拉实现新能源细分市场第一，全球销量超过100万，2025年前，全体系推出50余款新能源车型。将基于品类创新，以品类建品牌，形成长城皮卡、哈弗、WEY、欧拉、坦克、沙龙智行六大品牌矩阵。
- 3) 制造端：长城汽车新产品的开发周期，最快可控制在11个月，相比大多数品牌缩短一半以上，2021年，长城汽车将推出10多款新产品，2023年达到60余款，实现年产销280万辆。

国信汽车观点：

智能电动时代，产品定义向互动性、体验性、自动驾驶、车联网等方向转变，软件价值的不断提升。车企之间的竞争将转向软件的竞争，主导者需要保持长期高投入、整合供应商资源、强大的软硬件整合能力。我们认为国内自主车企相对外资品牌转型包袱小、掣肘少，且具备“华为+宁德时代+核心零部件”的供应链优势，将迎来自主崛起的机遇。

长城汽车依托四大战略全面推动向全球科技出行公司转型，持续投入研发，确保技术领先优势。围绕智能驾驶、智能座舱、智能服务，建立全栈自研能力，实现由“感知智能”向“认知智能”进化升级。持续加码新能源，2025年前全体系推出50余款新能源车型。发布“绿智潮玩”战略，基于品类创新、以品类建品牌，形成长城皮卡、哈弗、WEY、欧拉、坦克、沙龙智行六大品牌矩阵，助力2025年实现400万辆销量目标。

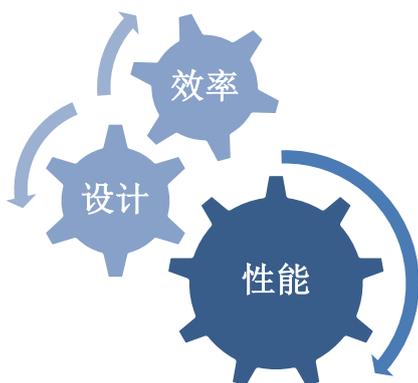
考虑到长城汽车全面进行数字化转型，依托“柠檬+坦克+咖啡智能”，爆款打造能力强，产品竞争力提升，全新平台有望带来新一轮产品强势周期，我们上调2022年盈利预测；考虑到今年上半年原材料涨价以及芯片短缺的影响，我们略微下调2021年公司盈利预测，预计2021-2023年实现归母净利润85/130/157亿元（原预期2020-2022年盈利预测为54/87/108亿），对应EPS=0.93/1.43/1.73元，对应PE=47/31/25x，参考可比公司估值，更新一年期目标估值50-57元（对应2022年目标PE35-40x），当前股价距目标估值上限仍有30%的提升空间，维持“买入”评级。

评论:

■ 智能电动时代，自主品牌迎来崛起机遇

智能电动时代：智能驾驶、互动体验需求增加，软件工程能力要求提升。随着技术进步，汽车硬件之间的差距在缩小，产品定义从燃油车时代的性能、设计、效率向互动性、体验性、自动驾驶、车联网等方向转变。随着新四化的发展、软件价值的不断提升，对产业链主导者的软件能力要求提升，而机械开发能力和集成能力弱化。

图 1：传统汽车的产品定义



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：智能汽车差异化的来源



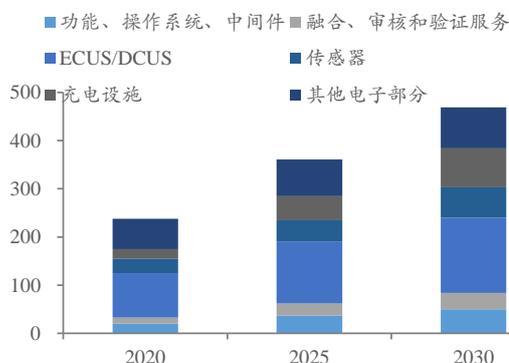
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：未来汽车的发展与软件息息相关

网联化	电动化	自动驾驶	充电设施	移动化
<ul style="list-style-type: none"> 三方软件集成 OTA更新 数据处理，云 	<ul style="list-style-type: none"> 整车能耗优化 续航里程计算 	<ul style="list-style-type: none"> 机器学习 操作系统 算力、通讯、可靠性需求 	<ul style="list-style-type: none"> 充换电相关软件服务 	<ul style="list-style-type: none"> APP化 汽车共享 自动驾驶出租车 个性化驾车服务

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

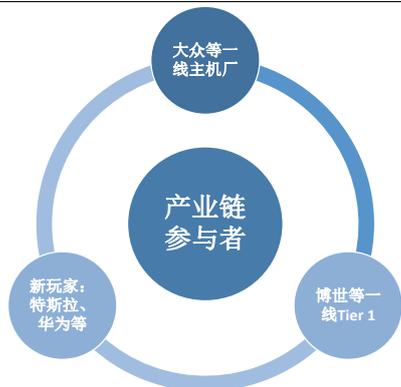
图 4：汽车软件和电子需求爆发（10 亿美元）



资料来源：搜狐汽车、国信证券经济研究所整理

自主品牌转型包袱小、供应链具备优势，迎来崛起机遇。智能电动大势所趋，特斯拉的横空出世将加快这一进程。软件定义汽车的背景下，车企之间的竞争将转向软件的竞争，主导者需要保持长期高投入、整合供应商资源、强大的软硬件整合能力。一方面，传统主机厂面临转型的挑战，我们认为国内自主车企相对外资品牌转型包袱小、掣肘少。以电子电气架构为例，长城、比亚迪、广汽、上汽、吉利、北汽等汽车企业均在研发 CANFD 架构。另一方面，自主车企具备“华为+宁德时代+核心零部件”的供应链优势，迎来自主崛起的机遇。

图 5：电动智能时代产业链的参与者



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：自主品牌领跑新赛道的机会只有一次



资料来源：长城汽车、国信证券经济研究所整理

■ “四大战略定位”领跑智能电动新赛道，长城汽车转型“全球化科技出行公司”

长城汽车向“全球化科技出行公司转型”。长城汽车将基于“全球大布局”、“研发大投入”、“企业大变革”和“用户大运营”的新定位，进行全面、彻底的创新变革，持续打造竞争力，领跑新赛道，推动长城汽车向全球化科技出行公司转型。

图 7：“四大战略定位”领跑，长城汽车向全球科技出行公司转型



资料来源：长城汽车、国信证券经济研究所整理

持续投入研发，加码软件领域布局。长城汽车将持续进行“研发大投入”，未来五年，累计研发投入 1000 亿元，以确保技术领先优势。同时，加大全球化研发人才引进，到 2023 年，全球研发人员达到 3 万人，其中软件开发人才 1 万人。

图 8: 未来五年累计研发投入 1000 亿元



资料来源: 长城汽车、国信证券经济研究所整理

图 9: 加大全球化研发人才引进



资料来源: 长城汽车、国信证券经济研究所整理

“产品+软件+服务”，打通汽车消费全生命周期的价值链条。公司以用户为中心，通过全方位、全领域创新的“用户大运营”。长城汽车将以产业互联网为依托，深化 C2B 用户运营模式；建立“产品+软件+服务”的全新商业模式，推动价值链向后端转移，打通汽车消费全生命周期的价值链条，实现与用户共创、共享、共赢。

图 10: 长城汽车与用户共创、共享、共赢



资料来源: 长城汽车、国信证券经济研究所整理

■ “绿智潮玩”战略品类创新，六大品牌矩阵助力 2025 年 400 万销量目标

在 2025 年，长城汽车计划实现全球年销量 400 万辆的目标，其中 80% 将是新能源汽车，营业收入超 6000 亿元。为实现 2025 全新销量与营收目标，长城发布“绿智潮玩”战略，绿色碳中和、认知智能化、全球潮牌潮品、共玩众智众创四大方向。

图 11: 长城汽车 2025 战略——“绿智潮玩”



资料来源：长城汽车、国信证券经济研究所整理

图 12: 长城汽车 2025 战略目标发布



资料来源：长城汽车、国信证券经济研究所整理

加码新能源，向“认知智能”升级。2022 年，长城汽车将上市沙龙首款产品，2023 年，欧拉实现新能源细分市场第一，全球销量超过 100 万，2025 年前，全体系推出 50 余款新能源车型。认知智能化方面，长城汽车将围绕智能驾驶、智能座舱、智能服务，建立全栈自研能力，实现由“感知智能”向“认知智能”进化升级。2025 年高阶自动驾驶前装渗透率达到 40% 以上；通过深度域融合、硬件可插拔、软件可复用，打造可以生长的智能座舱生态系统，构建智能服务生态。

图 13: 长城汽车 2025 年新能源占比达 80%



资料来源：长城汽车、国信证券经济研究所整理

图 14: 长城汽车向“认知智能”升级



资料来源：长城汽车、国信证券经济研究所整理

基于品类创新、以品类建品牌，形成六大品牌矩阵。(1) 长城皮卡定位“皮卡领导者”，目标是打造全球前三的皮卡品牌。(2) 哈弗品牌定位“中国 SUV 全球领导者”，将持续深耕经济型 SUV 市场。(3) WEY 品牌定位“新一代智能汽车”，致力于为用户提供智能化的用车体验。(4) 欧拉品牌定位“全球最爱女人的汽车品牌”，将更加关注城市精品出行。(5) 坦克品牌定位“潮玩越野 SUV”，致力于打造全球第一越野品牌。(6) 沙龙品牌定位“豪华智能 BEV 品牌”，将以极致豪华、极致科技、极致舒适为理念，打造极致驾乘体验。

图 15: 长城汽车六大品牌矩阵



资料来源: 长城汽车、国信证券经济研究所整理

投资建议: 考虑到长城汽车全面进行数字化转型, 依托“柠檬+坦克+咖啡智能”, 爆款打造能力强, 产品竞争力提升, 全新平台有望带来新一轮产品强势周期, 我们上调 2022 年盈利预测; 考虑到今年上半年原材料涨价以及芯片短缺的影响, 我们略微下调 2021 年公司盈利预测, 预计 2021-2023 年实现归母净利 85/130/157 亿元(原预期 2020-2022 年盈利预测为 54/87/108/亿), 对应 EPS=0.93/1.43/1.73/元, 对应 PE=47/31/25x, 参考可比公司估值, 更新一年期目标估值 50-57 元(对应 2022 年目标 PE 35-40x), 当前股价距目标估值上限仍有 30%的提升空间, 维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表 (20210629)

证券简称	最新收盘价	ROE (%)	每股收益			市盈率			投资评级	
			20	21E	22E	20	21E	22E		
000625	长安汽车	25.90	6.82	0.68	0.89	1.06	38	29	24	买入
601238	广汽集团	13.05	7.26	0.58	0.82	1.06	23	16	12	增持
002594	比亚迪	253.30	7.45	1.47	1.82	2.48	172	139	102	增持
600104	上汽集团	21.75	8.02	1.75	2.25	2.61	12	10	8	买入
	平均		7.39	1.12	1.44	1.80	61	49	37	
601633	长城汽车	43.82	9.60	0.58	0.93	1.43	75	47	31	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ **风险提示:** 疫情拖累汽车销量, 新车型销量不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	14588	17934	14439	19671
应收款项	4963	5944	7014	7544
存货净额	7498	9194	9489	10094
其他流动资产	65638	57852	59740	55069
流动资产合计	99399	97634	97394	99089
固定资产	31546	35127	38526	41541
无形资产及其他	5543	5322	5100	4878
投资性房地产	9108	9108	9108	9108
长期股权投资	8415	8415	8415	8415
资产总计	154011	155606	158543	163032
短期借款及交易性金融负债	8793	6000	6000	6000
应付款项	49841	45970	45549	40376
其他流动负债	22531	26226	22728	24116
流动负债合计	81166	78196	74277	70492
长期借款及应付债券	10777	10777	10777	10777
其他长期负债	4727	5027	5377	5777
长期负债合计	15504	15804	16154	16554
负债合计	96670	94000	90431	87046
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	57342	61607	68113	75986
负债和股东权益总计	154011	155606	158543	163032

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.58	0.93	1.43	1.73
每股红利	0.28	0.47	0.71	0.86
每股净资产	6.25	6.75	7.46	8.33
ROIC	13%	15%	22%	24%
ROE	9%	14%	19%	21%
毛利率	17%	18%	20%	20%
EBIT Margin	8%	7%	9%	10%
EBITDA Margin	12%	9%	11%	12%
收入增长	7%	40%	18%	8%
净利润增长率	19%	59%	53%	21%
资产负债率	63%	60%	57%	53%
息率	0.6%	1.1%	1.6%	2.0%
P/E	75.0	46.9	30.7	25.4
P/B	7.0	6.5	5.9	5.3
EV/EBITDA	39.2	36.6	25.6	21.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	103308	144630	170686	183563
营业成本	85531	118686	137093	146029
营业税金及附加	3192	4339	5121	5507
销售费用	4103	5496	6486	6975
管理费用	2553	6007	6708	6646
财务费用	397	529	472	457
投资收益	956	150	150	150
资产减值及公允价值变动	842	(150)	(150)	(150)
其他收入	(3578)	0	0	0
营业利润	5752	9574	14807	17950
营业外净收支	476	230	150	150
利润总额	6227	9804	14957	18100
所得税费用	865	1275	1944	2353
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	5362	8529	13012	15747

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	5362	8529	13012	15747
资产减值准备	173	94	82	72
折旧摊销	4782	3397	3890	4384
公允价值变动损失	(842)	150	150	150
财务费用	397	529	472	457
营运资本变动	(4678)	5327	(6741)	225
其它	(173)	(94)	(82)	(72)
经营活动现金流	4625	17403	10311	20506
资本开支	(4429)	(7000)	(7300)	(7400)
其它投资现金流	(1541)	0	0	0
投资活动现金流	(11272)	(7000)	(7300)	(7400)
权益性融资	215	0	0	0
负债净变化	9572	0	0	0
支付股利、利息	(2538)	(4265)	(6506)	(7873)
其它融资现金流	(2769)	(2793)	0	0
融资活动现金流	11512	(7058)	(6506)	(7873)
现金净变动	4865	3346	(3495)	5232
货币资金的期初余额	9723	14588	17934	14439
货币资金的期末余额	14588	17934	14439	19671
企业自由现金流	2503	10513	3141	13222
权益自由现金流	9305	7260	2731	12825

相关研究报告

- 《长城汽车-601633-重大事件快评：1月销量同比+73%，投资地平线深度布局汽车智能化》——2021-02-10
- 《长城汽车-601633-2020年三季报点评：Q3营收+24%，全新平台带来新一轮产品强势周期》——2020-10-27
- 《长城汽车-601633-2020年一季报点评：受疫情和汇兑影响业绩大幅下滑，Q2有望逐步恢复》——2020-04-27
- 《长城汽车-601633-2019年业绩点评：业绩符合预期，看好全球化布局》——2020-04-01
- 《长城汽车-601633-2019年三季报点评：单车利润显著提升，业绩改善有望持续》——2019-10-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032