

# 单车价格显著提升 中期业绩如期高增

## 长城汽车 (601633)

### 事件概述

公司发布 2021 年半年度业绩快报，预计 2021H1 归母净利润 34.98 亿元，去年同期盈利 11.46 亿元；预计扣非归母净利润 28.31 亿元，去年同期盈利 8.02 亿元；基本每股收益 0.38 元/股，去年同期为 0.12 元/股。

### 分析判断：

#### ▶ 品类聚焦+电动智能升级 单车收入&利润快速提升

分季度看，公司 2021Q2 扣非归母净利润为 14.96 亿元，同比-3.5%，环比+12.1%；同时，公司单车收入（ASP）11.11 万元，同比+15.7%，环比+21.0%，单车净利润 0.67 万元，同比-9.3%，环比+37.5%。公司 2021Q2 ASP 及单车利润大幅提升，主要系公司贯彻品类聚焦、产品结构变化（坦克等附加值高的产品销量占比提升），产品升级战略，实现了更优的规模效应，且售价与毛利皆提升所致。此外，公司 2021Q2 累计销量 27.94 万辆，同比+14.1%，环比-17.5%，主要系芯片短缺及新老产品迭代、新产品产能爬坡所致。

经营层面看，公司 2021H1 总销量 61.82 万辆，同比+56.5%，销量增速行业领先。其中，新能源车累计销售 52,595 辆，占比 8.5%，新能源、智能化转型顺利；海外累计销量 61,672 辆，占比 10.0%，国际市场开拓进展喜人。重点车型：  
✓ **坦克 300**：1-6 月累计销量 33,073 辆。“坦克现象”持续火热，据坦克官方 APP 数据推测，订单数或已超 10 万。  
✓ **WEY 摩卡**：自 5 月 21 日上市后，首月（6 月）实现销量 2,006 辆。据魏官方 APP 数据推测，订单数或已超 2 万。  
✓ **欧拉**：1-6 月累计销量 52,547 辆，同比大增 456.9%。其中，欧拉好猫 6 月销量 3,405 辆，1-6 月累计交车 11,677 辆，终端订单数过万。

我们预计，随着产品端已上市爆款车型如坦克 300、WEY 摩卡、欧拉好猫等的产能爬坡，WEY 派玛奇朵、拿铁等紧凑型智能混动走量 SUV 的陆续上市，以及欧拉闪电猫、朋克猫等 B 级纯电车对欧拉品牌单车价值的持续拉动，叠加供给侧缺芯影响有望从 2021Q3 开始逐步缓解，公司有望于 2021H2 更强劲的销量增长，公司新能源车型占比将快速提升，公司智能化、电动化转型有望显著加速，迎来估值和业绩的共振。

#### ▶ 平台化、模块化布局完成 智能电动大周期即将开启

6 月 28 日-7 月 4 日，公司举办了 2025 战略发布会暨第 8 届科技节。公司计划 2025 年之前，长城汽车将推出 50 余款新能源

### 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：45.52

股票代码：601633  
52 周最高价/最低价：51.72/11.02  
总市值(亿)：4,189.15  
自由流通市值(亿)：4,189.15  
自由流通股数(百万)：9,202.88



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：

### 相关研究

1. 长城汽车 (601633) 6 月销量点评：销量逆势高速增长 智能电动进展加速  
2021.07.09
2. 长城汽车 (601633) 事件点评：“绿智潮玩”战略发布 电动智能转型加速  
2021.07.02
3. 长城汽车 (601633) 5 月销量点评：表现优于行业 新品周期向上  
2021.06.09

车型，并在 2025 年实现高阶自动驾驶前装渗透率达到 40% 以上。

作为实现这一目标的基础，在电动化方面，公司同时展示了 2 款全新动力平台，即横置 P2+P4 四驱极致性能混动平台，以及 3.0T+P2+纵置 9HAT 的强悍越野混动平台。

在智能化方面，公司还展示了全新一代咖啡智能 2.0 生态，展示了：1) 智能座舱 (GC-OS: 自研软件中间层，可向下兼容不同硬件)；2) 智能驾驶 (ICU3.0 平台: 全球首款搭载高通 Ride 芯片域控制器+自研 360 度前融合冗余感知算法)；3) EE 架构 (GEEP4.0 架构: 包含 3 个域控制器，兼容各种动力平台和底盘平台，预计 22Q3 推出) 的全面升级和模块化能力。

我们认为，公司目前已完成了 4 大平台及底盘平台 (柠檬+坦克)，动力平台 (柠檬 DHT+柠檬极致性能+坦克混动)，EE 架构平台 (GEEP3.X+)，以及软件系统平台 (ICU3.0 智能驾驶平台，GC-OS 智能座舱平台)，具备整车模块化快速迭代的扎实能力，同时依托于现代化的组织架构和积极的人才激励体系，公司新能源、智能化转型有望取得快速发展。

### 投资建议

公司新老产品迭代进展顺利，新能源车型占比快速提升，新产品大周期开启在即，中期业绩如期高增长，我们维持盈利预测，预计公司 2021-2023 年营业收入为 1,420.5/1,673.3/1,860.7 亿元，归母净利润为 105.2/137.3/165.1 亿元，EPS 为 1.14/1.49/1.79 元 (股权激励限售股上市流通摊薄)，对应 PE 为 40/31/25 倍，对应港股 PE 为 20/15/13 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

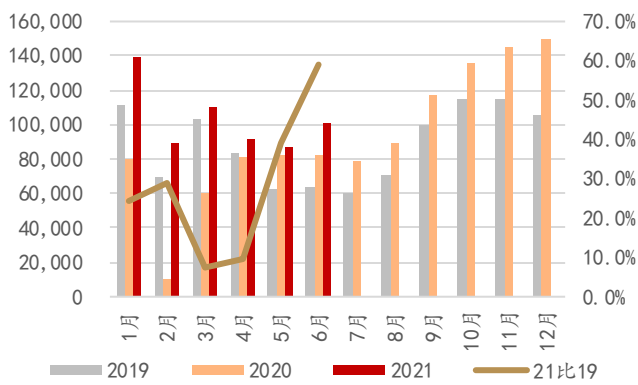
缺芯影响超预期；车市下行风险；WEY、沙龙、哈弗等品牌所在市场竞争加剧，销量不及预期；出海进度不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	96,211	103,308	142,048	167,332	186,074
YoY (%)	-3.0%	7.4%	37.5%	17.8%	11.2%
归母净利润(百万元)	4,497	5,362	10,516	13,735	16,506
YoY (%)	-13.6%	19.2%	96.1%	30.6%	20.2%
毛利率 (%)	16.8%	17.2%	18.7%	19.2%	19.8%
每股收益 (元)	0.49	0.58	1.14	1.49	1.79
ROE	8.3%	9.4%	15.2%	16.1%	15.8%
市盈率	93.16	78.12	39.84	30.50	25.38

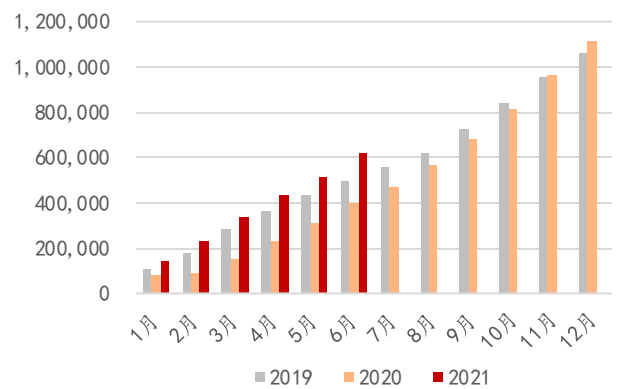
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 1 19-21 年长城汽车单月销量 (辆)



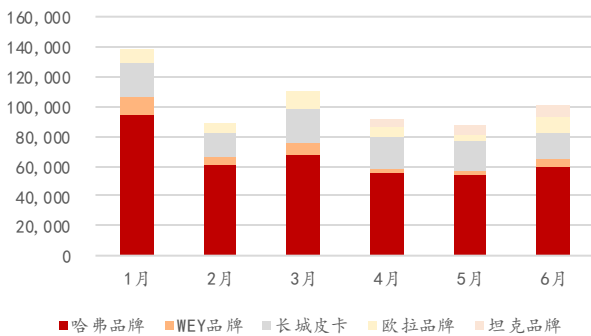
资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 2 19-21 年长城汽车累计销量 (辆)



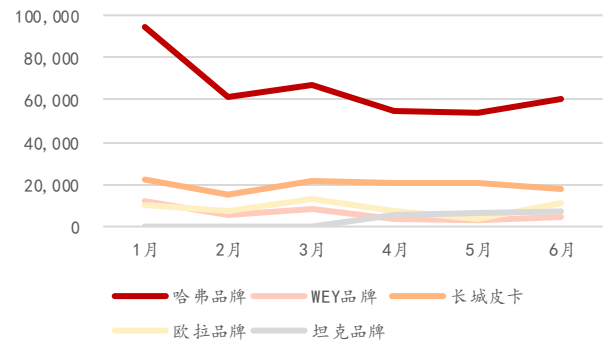
资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 3 21 年公司重点车型销量结构 (辆)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 4 21 年公司重点车型销量趋势 (辆)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	103,308	142,048	167,332	186,074	净利润	5,362	10,516	13,735	16,506
YoY (%)	7.4%	37.5%	17.8%	11.2%	折旧和摊销	4,878	4,011	2,640	2,702
营业成本	85,531	115,527	135,154	149,218	营运资金变动	-4,463	6,125	3,513	-875
营业税金及附加	3,192	4,389	5,170	5,749	经营活动现金流	5,181	20,385	19,051	16,878
销售费用	4,103	4,972	5,857	6,513	资本开支	-7,780	-3,520	-3,892	-3,383
管理费用	2,553	2,983	3,514	4,023	投资	-4,470	-5,094	-4,094	-4,094
财务费用	397	672	597	439	投资活动现金流	-11,588	-7,903	-6,647	-5,616
资产减值损失	-676	-71	-47	-55	股权募资	215	27	0	0
投资收益	956	710	1,339	1,861	债务募资	20,105	99	-900	-1,100
营业利润	5,752	11,474	15,178	18,281	筹资活动现金流	11,368	-752	-1,808	-1,951
营业外收支	476	476	430	476	现金净流量	4,814	11,731	10,596	9,311
利润总额	6,227	11,950	15,608	18,757	<b>主要财务指标</b>				
所得税	865	1,434	1,873	2,251	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	5,362	10,516	13,735	16,506	营业收入增长率	7.4%	37.5%	17.8%	11.2%
归属于母公司净利润	5,362	10,516	13,735	16,506	净利润增长率	19.2%	96.1%	30.6%	20.2%
YoY (%)	19.2%	96.1%	30.6%	20.2%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.58	1.14	1.49	1.79	毛利率	17.2%	18.7%	19.2%	19.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率率	5.2%	7.4%	8.2%	8.9%
货币资金	14,588	26,319	36,915	46,226	总资产收益率 ROA	3.5%	5.7%	6.3%	6.7%
预付款项	571	702	835	929	净资产收益率 ROE	9.4%	15.2%	16.1%	15.8%
存货	7,498	9,111	11,034	12,194	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	76,742	90,551	105,940	120,875	流动比率	<b>1.22</b>	<b>1.38</b>	<b>1.39</b>	<b>1.46</b>
流动资产合计	99,399	126,683	154,724	180,224	速动比率	1.12	1.26	1.28	1.35
长期股权投资	8,415	9,415	9,415	9,415	现金比率	0.18	0.29	0.33	0.38
固定资产	28,609	27,721	28,279	29,563	资产负债率	62.8%	62.5%	60.9%	57.9%
无形资产	5,543	6,664	7,513	8,289	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	54,613	58,129	62,963	67,863	总资产周转率	0.67	0.77	0.77	0.75
资产合计	154,011	184,812	217,687	248,087	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	7,901	0	1,100	1,000	每股收益	0.58	1.14	1.49	1.79
应付账款及票据	49,841	64,622	76,653	84,242	每股净资产	6.23	7.54	9.26	11.34
其他流动负债	23,423	27,321	33,249	37,974	每股经营现金流	0.56	2.22	2.07	1.83
流动负债合计	81,166	91,943	111,002	123,215	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	10,777	18,777	16,777	15,777	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	4,727	4,727	4,727	4,727	PE	78.12	39.84	30.50	25.38
非流动负债合计	15,504	23,504	21,504	20,504	PB	6.07	6.04	4.92	4.01
负债合计	96,670	115,446	132,506	143,719					
股本	9,176	9,203	9,203	9,203					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	57,342	69,365	85,181	104,368					
负债和股东权益合计	154,011	184,812	217,687	248,087					

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。