

2021年09月29日

# 全栈自研 NOH 即将发布，长城智能驾驶落地提速

买入（维持）

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 杨惠冰

yanghb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	103,308	145,974	192,379	221,235
同比（%）	8.6%	41.3%	31.8%	15.0%
归母净利润（百万元）	5,362	8,479	12,386	16,059
同比（%）	19.2%	58.1%	46.1%	29.6%
每股收益（元/股）	0.58	0.92	1.35	1.74
P/E（倍）	88.42	55.92	38.28	29.52

## 投资要点

■ **事件要点：**2021年9月28日，毫末智行举办以“毫末千里，合抱未来”为主题的品牌开放日，毫末智行董事长张凯、CEO 顾维灏携阿里巴巴达摩院、高通、美团以及长城摩卡品牌负责人亮相，共话自动驾驶未来。

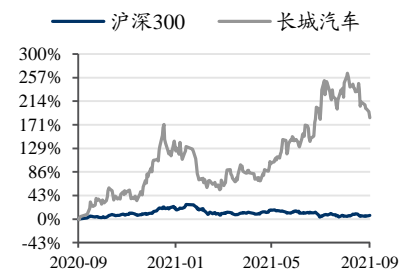
■ **以高算力自动驾驶芯片配合全栈自研软件算法，助力长城汽车智能驾驶落地全面加速。** 1) **软件领域：**毫末智行全栈自研 NOH 于 10 月份发布。长城毫末智行辅助驾驶行驶里程突破 100 万公里，包含 WEY 摩卡以及坦克 300 城市版等车主行驶以及长城自身测试车辆行驶里程数。根据长城自身预计，到 2022 年底毫末智行辅助驾驶系统将落地长城汽车 34 款车型，约占其整体待上市车型 80%，至 2023 年，该系统搭载的乘用车总量超过 100 万台。以庞大测试数据为基础，由毫末智行全栈自研的 NOH（Navigation on HiPilot）即将于 10 月份发布，帮助用户实现从 A 点到 B 点的智慧领航辅助驾驶，并首次搭载摩卡激光雷达版本上市。2) **硬件领域：**单板算力高达 360TOPS 计算平台发布。长城汽车、毫末智行联合高通推出目前全球算力最高的可量产自动驾驶计算平台 ICU 3.0（即毫末智行“小魔盒 3.0”），平台单板算力达 360TOPS，可持续升级到 1440TOPS，搭载该款自动驾驶计算平台的车型将于 2022 年正式上市，配合长城自身全栈自研软件算法，覆盖高速以及城市道路通勤场景。

■ **合作阿里达摩院小蛮驴，推动物流行业数字化进展，无人物流车同步发展提升自身自动驾驶落地能力。**阿里达摩院选择毫末智行为其智能物流无人车“小蛮驴”进行生产制造、出厂测试验证、规模量产等联合创新及全生命周期服务，毫末智行全面助力小蛮驴质量保障和规模化量产。2021 年，达摩院将陆续落地 1000 台阿里智能物流无人车“小蛮驴”走进中国校园。另外，自身自动驾驶相关软硬件在无人驾驶物流车搭载运营可以同步积累测试数据，覆盖更多应用场景，提升自身技术落地能力。

■ **盈利预测与投资评级：**看好自主品牌崛起，尤其看好长城汽车的本轮新车周期持续向上。我们维持长城汽车 2021-2023 年归母净利润为 85/124/161 亿元的预期，分别同比+58.1%/+46.1%/+29.6%，对应 EPS 分别为 0.92/1.35/1.74 元，对应 PE 为 56/38/30 倍。新一轮产品周期持续放量，基本面表现领先行业，首选长城汽车，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	51.52
一年最低/最高价	17.40/67.77
市净率(倍)	7.97
流通 A 股市值(百万元)	313178.04

## 基础数据

每股净资产(元)	6.46
资产负债率(%)	62.19
总股本(百万股)	9236.11
流通 A 股(百万股)	6078.77

## 相关研究

- 1、《长城汽车（601633）：芯片短缺影响销量，欧拉/摩卡表现靓丽》2021-09-09
- 2、《长城汽车（601633）：智能混动 SUV 玛奇朵上市预售，爆款可期》2021-08-29
- 3、《长城汽车（601633）：2021 中报点评：产品结构改善带来盈利能力大幅提升》2021-08-28

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>99,399</b>	<b>104,217</b>	<b>114,953</b>	<b>105,141</b>	<b>营业收入</b>	<b>103,308</b>	<b>145,974</b>	<b>192,379</b>	<b>221,235</b>
现金	14,588	11,979	19,571	6,443	减:营业成本	85,531	119,698	157,173	179,864
应收账款	3,936	6,117	7,146	8,098	营业税金及附加	3,192	4,744	6,733	7,301
存货	7,498	11,724	13,515	15,368	营业费用	4,103	5,839	7,695	8,849
其他流动资产	73,377	74,397	74,720	75,233	管理费用	2,553	3,357	3,848	4,425
<b>非流动资产</b>	<b>54,613</b>	<b>70,629</b>	<b>86,289</b>	<b>95,000</b>	研发费用	3,067	3,649	4,809	5,531
长期股权投资	8,415	14,022	19,704	25,481	财务费用	397	261	-268	-916
固定资产	28,609	37,411	45,906	48,257	资产减值损失	676	508	983	1,116
在建工程	2,936	3,637	4,244	4,258	加:投资净收益	956	329	380	420
无形资产	9,267	10,190	11,080	11,678	其他收益	887	443	512	596
其他非流动资产	5,385	5,370	5,355	5,325	资产处置收益	-9	22	29	21
<b>资产总计</b>	<b>154,011</b>	<b>174,846</b>	<b>201,242</b>	<b>200,141</b>	<b>营业利润</b>	<b>5,752</b>	<b>9,759</b>	<b>14,287</b>	<b>18,365</b>
<b>流动负债</b>	<b>81,166</b>	<b>95,032</b>	<b>112,250</b>	<b>98,910</b>	加:营业外净收支	476	356	350	376
短期借款	7,901	24,769	7,901	8,275	<b>利润总额</b>	<b>6,227</b>	<b>10,115</b>	<b>14,637</b>	<b>18,741</b>
应付账款	49,841	44,431	76,460	62,830	减:所得税费用	865	1,596	2,189	2,614
其他流动负债	23,423	25,832	27,888	27,805	少数股东损益	0	39	61	69
<b>非流动负债</b>	<b>15,504</b>	<b>13,927</b>	<b>12,290</b>	<b>10,053</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,362</b>	<b>8,479</b>	<b>12,386</b>	<b>16,059</b>
长期借款	10,777	9,201	7,564	5,326	EBIT	6,980	11,036	15,430	19,054
其他非流动负债	4,727	4,727	4,727	4,727	EBITDA	11,732	16,086	22,192	27,311
<b>负债合计</b>	<b>96,670</b>	<b>108,959</b>	<b>124,540</b>	<b>108,963</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	39	101	169	每股收益(元)	0.58	0.92	1.35	1.74
归属母公司股东权益	57,342	65,848	76,601	91,009	每股净资产(元)	6.23	7.15	8.32	9.89
<b>负债和股东权益</b>	<b>154,011</b>	<b>174,846</b>	<b>201,242</b>	<b>200,141</b>	发行在外股份(百万股)	9176	9236	9236	9236
					ROIC(%)	11.6%	12.6%	24.8%	22.5%
					ROE(%)	9.4%	12.9%	16.2%	17.7%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	17.2%	18.0%	18.3%	18.7%
经营活动现金流	5,181	1,610	49,314	5,908	销售净利率(%)	5.2%	5.8%	6.4%	7.3%
投资活动现金流	-11,588	-20,685	-22,017	-16,496	资产负债率(%)	62.8%	62.3%	61.9%	54.4%
筹资活动现金流	11,368	-402	-2,837	-2,915	收入增长率(%)	8.6%	41.3%	31.8%	15.0%
现金净增加额	5,420	-2,610	7,592	-13,128	净利润增长率(%)	18.4%	58.8%	46.1%	29.6%
折旧和摊销	4,752	5,051	6,762	8,257	P/E	88.42	55.92	38.28	29.52
资本开支	8,062	10,410	9,977	2,934	P/B	8.27	7.20	6.19	5.21
营运资本变动	-4,138	-11,837	30,776	-17,088	EV/EBITDA	40.79	30.95	21.27	17.70

数据来源: wind 数据, 东吴证券研究所

## 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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>