

缺芯情况明显改善 高端车型占比提升

长城汽车(601633)

事件概述

公司发布2021年9月产销快报：9月批发销量10.0万辆，同比-15.1%，环比+34.7%；1-9月累计销量88.4万辆，同比+29.9%。分品牌看，9月哈弗品牌批发销量5.46万辆，同比-31.04%，环比+34.52%；WEY品牌批发销量0.47万辆，同比-48.41%，环比+3.46%；欧拉品牌批发销量1.28万辆，同比+92.93%，环比+4.99%；皮卡批发销量2.00万辆，同比-12.57%，环比+81.56%；坦克品牌批发销量0.80万辆，环比+33.51%。

分析判断：

▶ 新品矩阵全面发力 与用户共“潮玩”

公司旗下哈弗、欧拉、坦克、WEY及长城皮卡五大品牌以用户为中心，聚焦用户出行需求，推出多款全新车型，以全新的、更具竞争力的产品矩阵，直面市场竞争，助力公司终端消费需求持续旺盛，哈弗、WEY、欧拉、坦克及长城皮卡旗下众多车型订单仍较饱满。

✓ **哈弗品牌：**9月销量54,561辆，前三季度累计销售543,858辆，同比增长22.2%。哈弗H6月销25,409辆。哈弗大狗月销10,055辆，同比增长230.2%。**品牌全球累计销量已突破700万辆。**哈弗神兽驯兽师基地、哈弗X DOG带敢潮创营、哈弗M6 PLUS柳岩联名版共创等活动持续开展，深化用户至上理念与消费者进一步玩在一起。哈弗赤兔X《这就是潮流》、哈弗H6S X《这！就是灌篮4》跨界之旅潮创上演，在进一步探索用户个性需求同时，打通年轻用户高阶潮玩之路，用户运营实力出圈。

✓ **欧拉品牌：**9月销量12,770辆，同比增长92.9%，前三季度累计销量84,731辆，同比增长254.3%。其中好猫车型9月销量5,085辆，环比增长27%，创历史新高，前三季度累计销量23,546辆。9月19日，品牌助阵好猫车主李泳希个人音乐会，增强好猫车友联结，集中展现用户活力与气质，与新世代产生高度情感共鸣。

✓ **坦克300：**热度居高不下，9月交付8,021辆，创单月交付量新高，前三季度累计交付52,572辆。品牌集结一众坦克手，正式开启“弄潮之旅”，体验300车型智能、豪华、越野兼具的硬核实力，展现“坦克实力”。十一期间，坦克沙漠学院第一期正式启动，为坦克手提供更多交流学习机会，持续为用户粉丝带来更多价值与惊喜。

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：	55.18
股票代码：	601633
52周最高价/最低价：	67.77/20.1
总市值(亿)	5,096.81
自由流通市值(亿)	5,096.81
自由流通股数(百万)	9,236.69

分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：

相关研究

1. 【华西汽车 崔琰团队】长城汽车：品类创新 科技出行 20210929

2021.09.29

2. 【华西汽车】长城汽车(601633.SZ)8月销量点评：缺芯压制订单释放 平台化加速新车周期

20210909

2021.09.09

✓ **WEY 品牌**：9月销售4,662辆，前三季度累计销售36,158辆。品牌“新一代智能汽车”定位下首款落地车型摩卡自上市以来市场关注度持续提升，**销量逐月递增**，“咖啡智能”平台赋能热衷智能科技用户之理想座驾。9月29日，品牌新一代智能混动SUV玛奇朵正式上市，有力承载品牌新一代智能汽车愿景，**依托智能混动DHT与咖啡智能提供触手可及的智慧出行与洞悉人心的智能科技**。

✓ **长城皮卡**：9月销售20,008辆，前三季度全球累计销售166,726辆，其中海外累计销售32,566辆，同比增长187%。长城炮9月销售10,005辆，**累计15个月销量破万，持续蝉联皮卡销量冠军**，与风骏7、风骏5包揽皮卡市场单车型销量前三名。十一期间，“炮火联盟”共创大会开启。长城炮双向链接圈层达人与车主，共创皮卡学院，初设越野、钓鱼、机车、登山、公益救援、改装六大分院，**共享皮卡美好新生活**；发布“千人共创官计划”，推出六大共创权益，**引领用户共创新世代**；同时黑弹、旅装炮正式交车，**满足用户个性化用车需求**。

► **登陆慕尼黑车展 “科技长城” 逐鹿全球**

公司旗下WEY与欧拉品牌**登陆2021慕尼黑国际车展**，首秀WEY摩卡PHEV与欧拉好猫对应车型，新车将于年底开启预定，2022年起陆续交付。公司同时发布欧洲市场战略，**正式宣告进入欧洲豪华汽车市场与新能源汽车市场，开启公司全球发展新征程**。

公司凭借多款全球车型稳步出征海外市场，**海外业绩同时多点开花**，9月海外整体销量占比高达11.4%。哈弗H6 HEV在泰国HEV细分市场斩获头名，市占率超1/3。品牌凭借全球化新车型快速导入，**在沙特、南非、澳新等主要海外市场成为当地增速最快的汽车品牌**。

科技创新方面，公司以“科技长城 智享出行”为主题亮相2021数博会，动静结合展出八项智能化、数字化硬件，多维度展示公司软、硬件融合等**智能化领域前沿技术应用**。9月24日，公司首次对外详细揭秘大禹电池技术相关理念与新技术，**宣布将对全社会免费开放60余项相关专利**。

公司在**智能座舱、安全开发与管理，以及软件开发能力及过程改进能力等方面得到业界高度认可**。9月17日，公司产品咖啡智能在第十三届高工智能汽车开发者大会上荣获“2021上半年度智能座舱系统奖”；9月22日，公司获得由国际独立第三方检测、检验与认证机构德国莱茵TUV颁发的ISO 26262功能安全管理ASIL-D等级认证证书；通过CMMI-3级（能力成熟度模型集成）评估认证，并获得国际信息系统审计协会（ISACA）颁发CMMI-3级认证证书。

投资建议

公司新产品国内外推广进展顺利，新能源车型占比快速提升，新产品大周期稳步开启，中期业绩修复确定性高，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 2021 年 10 月 11 日收盘价 55.18 元/股 PE 为 48/37/31 倍，维持“买入”评级。

风险提示

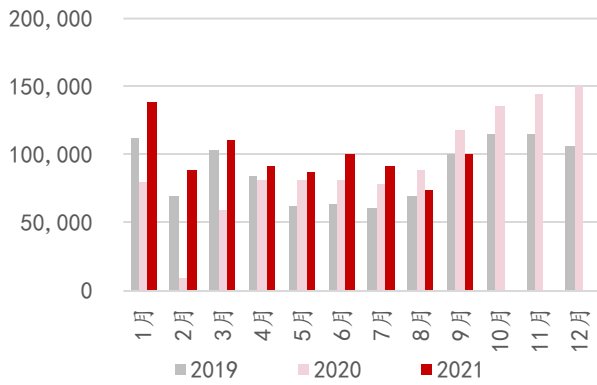
缺芯影响超预期；车市下行风险；WEY、沙龙、哈弗等品牌所在市场竞争加剧，销量不及预期；出海进度不及预期。

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	113.34	95.05	48.47	37.11	30.88

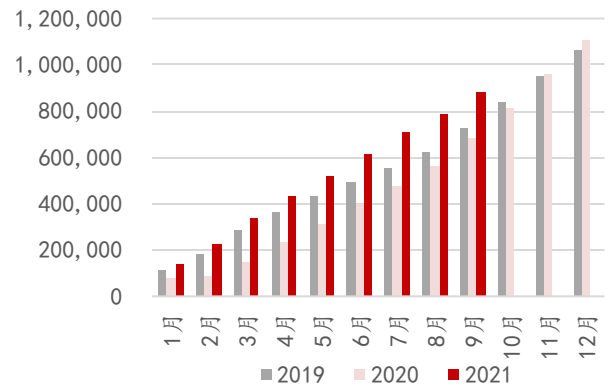
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 19-21 年长城汽车单月销量 (辆)



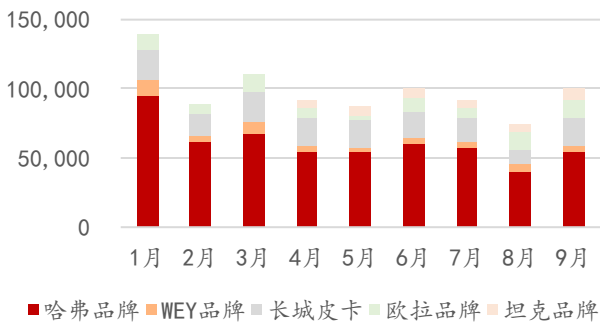
资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 2 19-21 年长城汽车累计销量 (辆)



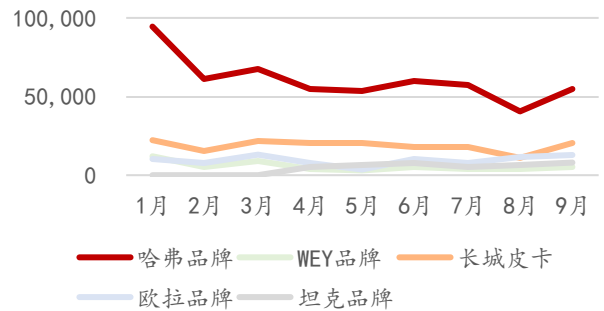
资料来源:公司公告, 华西证券研究所

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	596	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	61	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	-718	-1,808	-1,951
营业外收支	476	476	430	476	现金净流量	4,814	11,765	10,596	9,312
利润总额	6,227	11,950	15,608	18,757	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	865	1,434	1,873	2,251	成长能力				
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%	盈利能力				
每股收益	0.58	1.14	1.49	1.79	毛利率	17.2%	18.7%	19.2%	19.8%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	5.2%	7.4%	8.2%	8.9%
货币资金	14,588	26,353	36,949	46,261	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	偿债能力				
其他流动资产	76,742	90,551	105,940	120,875	流动比率	1.22	1.38	1.39	1.46
流动资产合计	99,399	126,716	154,758	180,258	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	经营效率				
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	184,846	217,721	248,121	每股指标 (元)				
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	6.21	7.51	9.23	11.30
其他流动负债	23,423	27,321	33,249	37,974	每股经营现金流	0.56	2.21	2.06	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	估值分析				
其他长期负债	4,727	4,727	4,727	4,727	PE	95.05	48.47	37.11	30.88
非流动负债合计	15,504	23,504	21,504	20,504	PB	6.09	7.34	5.98	4.88
负债合计	96,670	115,446	132,506	143,719					
股本	9,176	9,237	9,237	9,237					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	57,342	69,399	85,215	104,402					
负债和股东权益合计	154,011	184,846	217,721	248,121					

资料来源: Wind, 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。