

## 2021 三季报点评：剔除股权激励费用依旧稳健，Q4 改善可期

买入（维持）

2021 年 10 月 30 日

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	136,366	195,003	276,905
同比（%）	8.6%	32.0%	43.0%	42.0%
归母净利润（百万元）	5,362	7,621	12,524	16,223
同比（%）	19.2%	42.1%	64.3%	29.5%
每股收益（元/股）	0.58	0.83	1.36	1.76
P/E（倍）	116.70	82.12	49.97	38.57

### 投资要点

- **公告要点：**长城汽车 2021Q3 实现营业收入 288.69 亿元，同比+10.13%，环比-6.30%；归母净利润 14.16 亿元，同比-1.72%，环比-25.05%；扣非后归母净利润 8.11 亿元，环比-46.17%，同比-24.55%。2021 年前三季度累计实现营业收入 907.97 亿元，同比+46.11%；归母净利润 49.45 亿元，同比+91.13%；扣非后归母净利润 36.53 亿元，同比+94.58%。
- **2021Q3 归母净利润同环比均下滑，主要系行业不利因素+股权激励费用计提影响；剔除股权激励费用计提后 Q3 净利环比微幅下滑：**1) 行业端来看，2021Q3 行业产批为 473/476 万辆，分别同比-11.59%/-12.34%，分别环比+0%/-0.83%。长城 Q3 产批量分别为 26.17/26.58 万辆，分别同比-6.7%/-6.8%，分别环比-4.3%/-4.9%。销量同比表现好于行业，主要系欧拉/坦克品牌新车上市持续放量；环比表现差于行业，主要系芯片短缺影响。2) 细分结构来看，2021Q3 哈弗/皮卡两大品牌销量占比同比分别-6.75pct/-4.30pct，环比分别-3.12pct/-2.70pct。欧拉及坦克销量占比同比分别+7.03pct/+7.34pct，环比分别+4.28pct/+0.62pct。Q3 长城单车均价 10.86 亿元，同比+18.33%，环比-1.51%，主要系坦克销量占比同比大幅上升，欧拉销量占比环比涨幅更大，同时叠加上游原材料价格上涨影响以及折扣回收影响对冲，长城 Q3 单车售价以及毛利率。3) 费用端来看，Q3 销售/管理/研发费用率同环比均上升，尤以管理费用率涨幅最大，同环比分别+1.53pct/+1.52pct，主要系股权激励费用计提影响所致。4) 以归母净利润加回 3.7 亿元股权激励费用计算长城单车净利，2021Q3 为 0.67 万元，同比+33.17%，环比-0.62%，主要系产品结构持续优化。剔除股权激励费用影响后，长城汽车 Q3 实现净利润 17.86 亿元，同比+23.94%，环比-5.46%，表现较好。
- **展望长期来看，天时+地利人和背景下，长城汽车迎来行业大周期：**汽车行业电智能化行业变革，长城以组织变革推动向全球科技出行公司转型+核心技术全栈自研+超强产品定义能力+营销模式持续创新四大核心竞争力，哈弗/皮卡/魏派/欧拉/坦克/沙龙/光束七大品牌全面向上，2025 年有望实现全球市场 400 万年销量的目标。
- **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。考虑股权激励费用计提，我们将长城汽车 2021~2023 年归母净利润由 80/130/163 亿元下调为 76/125/162 亿元，对应 EPS 分别为 0.83/1.36/1.76 元，对应 PE 为 82/50/39 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)	68.00
一年最低/最高价	23.50/69.80
市净率(倍)	11.04
流通 A 股市值(百万元)	413396.05

### 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)	9236.69
流通 A 股(百万股)	6079.35

### 相关研究

- 1、《长城汽车（601633）：9 月批发环比+35%，销量表现超预期》2021-10-12
- 2、《长城汽车（601633）：全栈自研 NOH 即将发布，长城智能驾驶落地提速》2021-09-29
- 3、《长城汽车（601633）：芯片短缺影响销量，欧拉/摩卡表现靓丽》2021-09-09

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>101,267</b>	<b>120,692</b>	<b>120,097</b>	<b>营业收入</b>	<b>103,308</b>	<b>136,366</b>	<b>195,003</b>	<b>276,905</b>
现金	14,588	11,190	22,541	11,541	减:营业成本	85,531	112,093	159,357	224,570
应收账款	3,936	5,455	7,988	11,091	营业税金及附加	3,192	4,500	6,825	9,609
存货	7,498	10,503	15,087	20,975	营业费用	4,103	5,455	7,800	11,907
其他流动资产	73,377	74,119	75,075	76,490	管理费用	2,553	3,136	3,900	6,923
<b>非流动资产</b>	<b>54,613</b>	<b>67,830</b>	<b>87,358</b>	<b>111,453</b>	研发费用	3,067	3,409	4,875	9,138
长期股权投资	8,415	14,022	19,704	25,481	财务费用	397	338	-290	-1,334
固定资产	28,609	34,845	46,868	63,332	资产减值损失	676	475	996	1,397
在建工程	2,936	3,404	4,352	5,636	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>169,097</b>	<b>208,049</b>	<b>231,550</b>	<b>营业利润</b>	<b>5,752</b>	<b>8,735</b>	<b>14,449</b>	<b>18,557</b>
<b>流动负债</b>	<b>81,166</b>	<b>90,301</b>	<b>119,642</b>	<b>129,565</b>	加:营业外净收支	476	356	350	376
短期借款	7,901	25,595	7,901	7,901	<b>利润总额</b>	<b>6,227</b>	<b>9,091</b>	<b>14,799</b>	<b>18,934</b>
应付账款	49,841	39,500	83,071	90,840	减:所得税费用	865	1,435	2,213	2,641
其他流动负债	23,423	25,206	28,669	30,824	少数股东损益	0	35	62	69
<b>非流动负债</b>	<b>15,504</b>	<b>13,772</b>	<b>12,431</b>	<b>11,366</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,362</b>	<b>7,621</b>	<b>12,524</b>	<b>16,223</b>
长期借款	10,777	9,045	7,704	6,639	EBIT	6,980	10,046	15,584	19,138
其他非流动负债	4,727	4,727	4,727	4,727	EBITDA	11,732	14,944	22,233	28,316
<b>负债合计</b>	<b>96,670</b>	<b>104,073</b>	<b>132,072</b>	<b>140,931</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	35	97	166	每股收益(元)	0.58	0.83	1.36	1.76
归属母公司股东权益	57,342	64,990	75,880	90,453	每股净资产(元)	6.23	7.06	8.24	9.83
<b>负债和股东权益</b>	<b>154,011</b>	<b>169,097</b>	<b>208,049</b>	<b>231,550</b>	发行在外股份(百万股)	9176	9237	9237	9237
					ROIC(%)	11.6%	11.4%	26.8%	24.0%
					ROE(%)	9.4%	11.8%	16.6%	18.0%
<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%	17.8%	18.3%	18.9%
经营活动现金流	5,181	-2,684	57,270	22,825	销售净利率(%)	5.2%	5.6%	6.4%	5.9%
投资活动现金流	-11,588	-17,733	-25,771	-32,801	资产负债率(%)	62.8%	61.5%	63.5%	60.9%
筹资活动现金流	11,368	-674	-2,454	-1,025	收入增长率(%)	8.6%	32.0%	43.0%	42.0%
现金净增加额	5,420	-3,398	11,351	-11,001	净利润增长率(%)	18.4%	42.8%	64.4%	29.5%
折旧和摊销	4,752	4,898	6,648	9,178	P/E	116.70	82.12	49.97	38.57
资本开支	8,062	7,611	13,845	18,317	P/B	10.91	9.63	8.25	6.92
营运资本变动	-4,138	-15,194	38,731	-840	EV/EBITDA	53.71	43.56	27.92	22.29

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>