

车型结构优化 电动智能加速

长城汽车 (601633)

事件概述

公司发布 2021 年三季报：前三季度实现营收 907.97 亿元，同比+46.1%，归母净利润 49.45 亿元，同比+91.1%，扣非归母净利润 36.53 亿元，同比+94.6%；其中 2021Q3 实现营收 288.69 亿元，同比+10.1%，归母净利润 14.16 亿元，同比-1.7%，扣非归母净利润 8.11 亿元，同比-24.6%。

分析判断

▶ 车型结构优化 毛利率环比稳定

营收方面，前三季度公司整体实现营收 907.97 亿元，同比+46.1%。其中 2021Q3 实现营收 288.69 亿元，同比+10.1%，环比-6.3%。Q3 营收环比略微下滑我们判断主要系缺芯导致整车产能不足、销量减少。

利润总额方面，前三季度公司实现归母净利润 49.45 亿元，同比增加 91.1%，若扣除非经营损益，公司扣非归母净利润 36.53 亿元，同比增长 94.6%，归母及扣非归母净利润双双同比大幅提升主要得益于整车销量劲增及产品结构优化带动毛利增加。其中，2021Q3 归母净利润 14.16 亿元，环比-25.03%，主要系缺芯影响导致的销量下滑（2021Q3 销量环比-4.86%）弱化了规模效应，原材料成本上涨（我们预计影响毛利约 1.5%），以及股权激励成本的增加。但若剔除股权激励及相关税费影响，我们预计 2021Q3 归母净利润为 17.31 亿元，环比-10.3%，同比增长 17.3%。

利润率方面：毛利率方面，前三季度公司主营业务毛利率为 16.58%，同比下降 0.07pct；其中，2021Q3 毛利率为 17.3%，环比-0.09pct，同比-1.67pct，毛利率环比基本持平主要系芯片合理动态调剂给高毛利车型叠加经销商折扣进一步收紧对毛利率的正向影响，有效对冲了原材料价格上涨及销量环比减少导致的固定成本分摊增加对毛利率的不利影响。净利率方面，前三季度公司主营业务净利率为 5.45%，同比提升 1.29pct；其中 2021Q3 净利率为 4.91%，环比下降 1.22pct，净利率环比下降主要系芯片供应紧张、ESP 等零部件供应量导致 Q3 销量减少，弱化了规模效应，以及第三季度 3.7 亿元股权激励费用的计提对净利的不利影响。

费用方面，2021Q3 公司整体期间及财务费用率环比+3.1pct。其中销售、管理、研发、财务费率分别为 5.07%/3.72%/3.46%/-0.32%，同比分别+0.46%/+1.53%/+0.88%/-2.13pct，环比分别+0.84%/+1.52%/+0.38%/+0.35pct。Q3 销售/管理/研发费用率同环比均上升，以管理费用率涨幅最大，主要系股权激励计划对费用的增厚。我们判断销售费用环比增加，除股权激励费原因外，还包括公司 Q3 进一步回收折扣空间有限

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：	68
股票代码：	601633
52 周最高价/最低价：	69.8/23.58
总市值(亿)	6,280.95
自由流通市值(亿)	6,280.95
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

- 【华西汽车】长城汽车 (601633.SZ) 9 月销量
点评：缺芯压制订单释放 平台化加速新车周期
20211012
2021.10.12
- 【华西汽车 崔琰团队】长城汽车：品类创新 科技出行 20210929
2021.09.29
- 【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

(公司订单持续饱满，并已于开启 Q2 终端折扣收紧)，以及公司大量新车发布加大营销投入所致。

► 五大品牌稳步增长 高毛利车型占比提升

经营层面，前三季度公司总体销量 88.40 万辆，同比 +29.9%，旗下五大品牌聚焦用户需求，打造全新产品矩阵，使得终端消费需求旺盛，刺激销量增长。分品牌看，哈弗品牌受益于哈弗 H6、哈弗大狗等畅销车型，前三季度累计销量 54.39 万辆，同比增长 22.2%；欧拉品牌前三季度累计销量 8.47 万辆，同比劲增 254.3%；WEY 品牌前三季度累计销量 3.62 万辆，同比增长 0.4%；长城皮卡前三季度全球累计销量 16.7 万辆，其中海外累计销量 3.26 万辆，同比增长 187%。

单季度看，2021Q3 哈弗品牌/长城皮卡销量占比环比分别-3.1pct/-2.7pct，欧拉品牌/WEY 品牌/坦克品牌销量占比环比分别+4.3pct/+0.9pct/+0.6pct。2021Q3 哈弗品牌/长城皮卡销量分别环比-9.8%/-17.1%，欧拉品牌/WEY 品牌/坦克品牌销量分别环比+47.2%/+16.5%/+4.0%。欧拉品牌销量环比涨幅大，主要系白猫、好猫、欧拉 R1 等新能源车型销量大涨，同时坦克 300 热度不减，销量快速爬坡，带动公司 ASP、毛利率向上。

投资建议

公司第三季度面对行业性成本上涨压力，展现出了灵活的车型结构调整能力，实现毛利率基本持平，环比表现优于市场预期。公司在手订单饱满，电动智能化新车周期即将于 11 月广州车展全面开启，随着上游原材料供应改善，有望迎来量利齐升。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 29 日收盘价 68.00 元/股 PE 为 60/46/38 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	139.67	117.13	59.73	45.73	38.05

资料来源: Wind, 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	117.13	59.73	45.73	38.05
非流动负债合计	15,504	23,504	21,504	20,504	PB	6.09	9.05	7.37	6.02
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。