

长城汽车（601633）：股权激励费用影响业绩，新平台下品牌溢价能力提升

2021年10月31日

推荐/维持

长城汽车

公司报告

事件：公司发布 2021 年三季报：2021 年前三季度公司实现营业收入 908.0 亿元，同比增长 46.1%；归母净利润 49.5 亿元，同比增长 91.1%；第三季度实现营业收入 288.7 亿元，同比增长 10.1%；归母净利润 14.2 亿元，同比增长-1.7%。

21Q3 毛利率环比基本持平，股权激励费用计提影响期间费用率。 收入端：在缺芯影响产销的背景下，公司 21Q3 营收仍实现同比增长，我们认为主要得益于公司的产品结构优化，哈弗大狗、坦克 300、WEY 摩卡等高毛利车型的销量占比提升。毛利率：公司 21Q3 毛利率为 17.3%，较 21Q2 下降 0.09pct，主要是几个因素共同作用的结果：（1）原材料价格上涨；（2）期间公司新车销量环比下滑 5.0%，规模效应减弱使单车分摊的固定成本增加；（3）公司产品结构优化；（4）受缺芯影响，公司适当回收对经销商的返利。费用端：21Q3 公司销售、管理、研发费用率分别为 5.07%/3.72%/3.46%，环比分别增加 0.85pct/1.52pct/0.38pct，同比分别增加 0.46pct/1.53pct/0.88pct，主要因为公司股权激励的相关费用于 21Q3 开始计提。

平台与技术加持下的长城汽车品牌溢价能力强化。自去年下半年起公司产品矩阵焕新，目前已推出多款新平台车型，其中今年第三季度推出了哈弗 H6S、第三代哈弗 H6 Supreme+、欧拉好猫 GT 木兰版、WEY 玛奇朵等。在核心技术加持下，公司品牌溢价能力提升，据长城汽车公开信息显示，公司平均单车售价达到 10.27 万元，同比增长 12.5%。

体制变革与技术创新构筑公司的长期核心竞争力。公司对底层架构进行变革，企业定位从“汽车制造企业”转向“用户服务运营企业”，商业模式转为“产品+软件+服务”，为其有效挖掘市场需求奠定了基础。公司目前拥有柠檬 DHT 混动技术、氢柠技术、大禹电池、3.0T+9AT/9HAT P2 动力总成等多项核心技术，具备较强的研发实力。在行业变革的关键时期，公司是较早转型并将相关产品落地的自主车企，而终端市场的热销则印证了公司产品的较强市场竞争力。长期看，积累了核心技术的长城汽车有望加速抢占未来发展新赛道。**公司盈利预测及投资评级：**我们看好公司底层架构变革带来的深远影响，以及技术积淀构筑的长期核心竞争力。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 88.7、117.2 和 135.9 亿元，对应 EPS 分别为 0.97、1.28 和 1.48 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 70、53 和 46 倍，维持“推荐”评级。风险提示：缺芯情况持续；公司销量不及预期；新能源汽车发展不及预期。

财务指标预测

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 96,211 | 103,308 | 140,449 | 174,935 | 195,560 |
| 增长率(%) | -3.04% | 7.38% | 35.95% | 24.55% | 11.79% |
| 归母净利润(百万元) | 4,497 | 5,362 | 8,870 | 11,720 | 13,588 |
| 增长率(%) | -13.66% | 18.36% | 65.79% | 32.00% | 15.96% |
| 净资产收益率(%) | 8.27% | 9.35% | 13.48% | 15.25% | 15.15% |
| 每股收益(元) | 0.49 | 0.59 | 0.97 | 1.28 | 1.48 |

公司简介：

公司是全球知名的 SUV 制造企业，秉承“每天进步一点点”的企业理念，拥有先进的企业文化和管理团队，创建了独具特色的经营和管理模式，经营质量在国内汽车行业首屈一指。

资料来源：公司公告、WIND

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

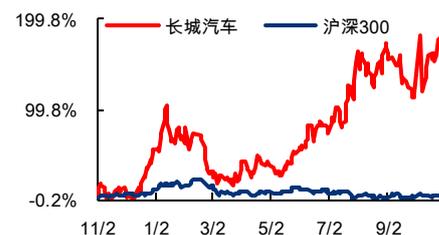
发债及交叉持股介绍：

2021-06-10 发行 35 亿元 6 年期可转债

交易数据

| | |
|----------------|-----------------|
| 52 周股价区间(元) | 68.0-23.72 |
| 总市值(亿元) | 6,280.95 |
| 流通市值(亿元) | 4,133.96 |
| 总股本/流通 A 股(万股) | 923,669/613,715 |
| 流通 B 股/H 股(万股) | -/309,954 |
| 52 周日均换手率 | 3.99% |

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：李金锦

lijj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521030003

分析师：张觉尹

021-25102897

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070004

| | | | | | |
|----|-------|-------|------|------|------|
| PE | 138.8 | 115.3 | 70.3 | 53.2 | 45.9 |
| PB | 11.4 | 10.9 | 9.5 | 8.1 | 7.0 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | | 单位：百万元 | | | | | 利润表 | | 单位：百万元 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--|--|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | |
| 流动资产合计 | 68502 | 99399 | 107429 | 122326 | 138972 | 营业收入 | 96211 | 103308 | 140449 | 174935 | 195560 | | |
| 货币资金 | 9723 | 14588 | 16854 | 26240 | 39112 | 营业成本 | 79684 | 85531 | 113802 | 140478 | 156744 | | |
| 应收账款 | 3193 | 3936 | 5195 | 6326 | 7072 | 营业税金及附加 | 3169 | 3192 | 4354 | 5423 | 6062 | | |
| 其他应收款 | 947 | 1027 | 1397 | 1740 | 1945 | 营业费用 | 3897 | 4103 | 5618 | 6997 | 7822 | | |
| 预付款项 | 441 | 571 | 742 | 952 | 1187 | 管理费用 | 1955 | 2553 | 3230 | 4373 | 4889 | | |
| 存货 | 6237 | 7498 | 9977 | 12316 | 13742 | 财务费用 | -351 | 397 | 1081 | 1031 | 913 | | |
| 其他流动资产 | 11344 | 11580 | 12695 | 13729 | 14348 | 研发费用 | 2716 | 3067 | 3511 | 5304 | 5961 | | |
| 非流动资产合计 | 44594 | 54613 | 57748 | 60413 | 64195 | 资产减值损失 | -504 | -676 | 0 | 0 | 0 | | |
| 长期股权投资 | 3113 | 8415 | 9677 | 11129 | 12242 | 公允价值变动收益 | -73 | 165 | 0 | 0 | 0 | | |
| 固定资产 | 29743 | 28609 | 29873 | 30586 | 30749 | 投资净收益 | 16 | 956 | 120 | 120 | 130 | | |
| 无形资产 | 4710 | 5543 | 5401 | 5283 | 5185 | 加：其他收益 | 542 | 887 | 900 | 900 | 900 | | |
| 其他非流动资产 | 0 | 982 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 4777 | 5752 | 9873 | 12348 | 14199 | | |
| 资产总计 | 113096 | 154011 | 165177 | 182739 | 203167 | 营业外收入 | 342 | 494 | 20 | 20 | 20 | | |
| 流动负债合计 | 54600 | 81166 | 83848 | 90368 | 97938 | 营业外支出 | 18 | 18 | 15 | 15 | 15 | | |
| 短期借款 | 1180 | 7901 | 8210 | 8191 | 7997 | 利润总额 | 5101 | 6227 | 9878 | 12353 | 14205 | | |
| 应付账款 | 25440 | 33185 | 34296 | 38487 | 42943 | 所得税 | 570 | 865 | 988 | 618 | 597 | | |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 4531 | 5362 | 8890 | 11735 | 13608 | | |
| 一年内到期的非流动负债 | 3180 | 892 | 892 | 892 | 892 | 少数股东损益 | 34 | 0 | 20 | 15 | 20 | | |
| 非流动负债合计 | 4097 | 15504 | 15504 | 15504 | 15504 | 归属母公司净利润 | 4497 | 5362 | 8870 | 11720 | 13588 | | |
| 长期借款 | 1206 | 10777 | 10777 | 10777 | 10777 | 主要财务比率 | | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | |
| 负债合计 | 58697 | 96670 | 99352 | 105872 | 113442 | 成长能力 | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 20 | 35 | 55 | 营业收入增长 | -3.04% | 7.38% | 35.95% | 24.55% | 11.79% | | |
| 实收资本（或股本） | 9127 | 9176 | 9176 | 9176 | 9176 | 营业利润增长 | -23.35% | 20.41% | 71.66% | 25.06% | 14.99% | | |
| 资本公积 | 1411 | 1779 | 1779 | 1779 | 1779 | 归属于母公司净利润增长 | -13.64% | 19.25% | 65.42% | 32.12% | 15.94% | | |
| 未分配利润 | 38346 | 40995 | 48889 | 59320 | 71414 | 获利能力 | | | | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 54399 | 57342 | 65805 | 76831 | 89670 | 毛利率(%) | 17.18% | 17.21% | 18.97% | 19.70% | 19.85% | | |
| 负债和所有者权益 | 113096 | 154011 | 165177 | 182739 | 203167 | 净利率(%) | 4.71% | 5.19% | 6.33% | 6.71% | 6.96% | | |
| 现金流量表 | | 单位：百万元 | | | | | 总资产净利润(%) | | | | | | |
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | ROE(%) | | | | | | | |
| 经营活动现金流 | 13972 | 5181 | 11529 | 19348 | 24675 | 偿债能力 | | | | | | | |
| 净利润 | 4531 | 5362 | 8890 | 11735 | 13608 | 资产负债率(%) | 52% | 63% | 60% | 58% | 56% | | |
| 折旧摊销 | 4556 | 4781 | 3737 | 4287 | 4837 | 流动比率 | 1.25 | 1.22 | 1.28 | 1.35 | 1.42 | | |
| 财务费用 | -351 | 397 | 1081 | 1031 | 913 | 速动比率 | 1.14 | 1.13 | 1.16 | 1.22 | 1.28 | | |
| 应收帐款减少 | 0 | -743 | -1259 | -1132 | -746 | 营运能力 | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.86 | 0.77 | 0.88 | 1.01 | 1.01 | | |
| 投资活动现金流 | -15802 | -11588 | -8426 | -8561 | -10288 | 应收账款周转率 | 29 | 29 | 31 | 30 | 29 | | |
| 公允价值变动收益 | -73 | 165 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 3.80 | 3.52 | 4.16 | 4.81 | 4.80 | | |
| 长期投资减少 | 0 | 0 | -1639 | -1904 | -1656 | 每股指标(元) | | | | | | | |
| 投资收益 | 16 | 956 | 120 | 120 | 130 | 每股收益(最新摊薄) | 0.49 | 0.59 | 0.97 | 1.28 | 1.48 | | |
| 筹资活动现金流 | 3944 | 11368 | -838 | -1401 | -1515 | 每股净现金流(最新摊薄) | 0.23 | 0.54 | 0.25 | 1.02 | 1.40 | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 5.96 | 6.25 | 7.17 | 8.37 | 9.77 | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 49 | 0 | 0 | 0 | P/E | 138.78 | 115.25 | 70.34 | 53.24 | 45.92 | | |
| 资本公积增加 | 0 | 368 | 0 | 0 | 0 | P/B | 11.41 | 10.88 | 9.48 | 8.12 | 6.96 | | |
| 现金净增加额 | 2115 | 4960 | 2265 | 9386 | 12872 | EV/EBITDA | 68.64 | 57.54 | 40.11 | 33.23 | 29.00 | | |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|--------|-------------------------------------|------------|
| 公司普通报告 | 长城汽车（601633）：销量稳增长，新车周期持续推进 | 2021-08-11 |
| 公司普通报告 | 长城汽车（601633）：产品结构优化，新平台效果渐显 | 2021-07-21 |
| 公司普通报告 | 长城汽车（601633）：产品矩阵加速焕新，平台新车型销量占比稳步提升 | 2021-07-09 |
| 公司普通报告 | 长城汽车（601633）：柠檬平台车型销量占比稳步提升 | 2021-04-11 |
| 公司普通报告 | 长城汽车（601633）：新组织架构与新平台的效果渐显 | 2021-04-07 |
| 公司普通报告 | 长城汽车（601633）：高瞻远瞩，新平台打开向上空间 | 2020-12-23 |
| 行业深度报告 | 【东兴汽车】汽车行业研究报告：智能驾驶之路 | 2021-05-18 |
| 行业普通报告 | 汽车行业报告：智能电动化下自主企业大机遇 | 2021-04-20 |
| 行业深度报告 | 汽车行业：OTA 催化乘用车消费大变革 | 2021-01-13 |
| 行业普通报告 | 汽车行业：如何看五菱宏光 MINIEV 月销量破 3 万辆？ | 2020-12-06 |
| 行业普通报告 | 汽车行业：中国市场已成为特斯拉业务全球化重要一环 | 2020-11-18 |
| 行业普通报告 | 汽车行业：站在新能源车《规划》（至 35 年）上看造车“新势力”发展 | 2020-11-04 |
| 行业普通报告 | 汽车行业：增值业务谁与争锋，且看经销商的突围 | 2020-09-25 |
| 行业深度报告 | 从小鹏汽车看全栈开发，能否撑到春暖花开？ | 2020-09-08 |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526