

## 长城汽车

601633

审慎增持 (维持)

2022Q3 扣非归母净利润同环比高增长, 产品结构持续优化

2022年10月30日

## 市场数据

市场数据日期	2022-10-28
收盘价(元)	28.95
总股本(百万股)	9158.82
流通股本(百万股)	9122.51
总市值(百万元)	265147.79
流通市值(百万元)	177505.78
净资产(百万元)	71290.27
总资产(百万元)	184694.06
每股净资产(元)	7.78

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证汽车】长城汽车 2022 年中报点评: 2022Q2 归母净利润同环比增长, 产品结构优化盈利能力改善》2022-09-04

《【兴证汽车】长城汽车 22Q1 财报点评: 22Q1 业绩超预期, 毛利率改善明显》2022-04-27

《【兴证汽车】长城汽车 2021 年报点评: 21Q4 营收环比显著提升, 费用端有所提升拖累净利润》2022-03-30

分析师:

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

S0190520080001

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	136405	147179	182997	217652
同比增长	32.0%	7.9%	24.3%	18.9%
归母净利润(百万元)	6726	11463	12669	14913
同比增长	25.4%	70.4%	10.5%	17.7%
毛利率	16.2%	20.5%	20.6%	20.9%
净利率	4.9%	7.8%	6.9%	6.9%
净资产收益率	10.8%	15.7%	15.1%	15.3%
每股收益(元)	0.73	1.25	1.38	1.63
每股经营现金流(元)	3.86	1.81	2.86	2.83

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季度报: 2022 年前三季度公司实现营业收入 994.8 亿元, 同比+9.6%; 归母净利润 81.6 亿元, 同比+65.0%; 扣非归母净利润 43.4 亿元, 同比+18.8%。其中, 2022Q3 实现营业收入 373.5 亿元, 同比+29.36%; 归母净利润 25.6 亿元, 同比+80.7%; 扣非归母净利润 22.8 亿元, 同比+181.3%。
- **2022Q3 扣非净利润同环比高增长, 产品结构优化盈利能力持续提升。** 2022Q3 公司实现销量 28.4 万辆, 同比/环比分别+6.8%/+20.9%; 其中, 哈弗/魏/欧拉/皮卡/坦克品牌销量分别占比 58.5%/2.8%/9.2%/17.3%/12.3%, 哈弗品牌贡献主要增量。2022Q3 单车售价 13.2 万元, 同比/环比分别+21.2%/8.4%; 实现归母净利润 25.6 亿元, 同比/环比+80.7%/-35.5%; 实现扣非归母净利润 22.8 亿元, 同比/环比分别+181.3%/+201.8%, 单车扣非归母净利润 0.8 万元, 同比/环比分别+166.7%/+150.0%, 预计主要系规模效应提升, 原材料价格回落, 以及高价车型销量占比提升增厚公司业绩。
- **2022Q3 毛利率同比/环比分别+5.2pct/+2.7pct, 费用率同比小幅上升。** 2022 前三季度公司综合毛利率 19.9%, 同比+3.3pct。2022Q3 综合毛利率 22.5%, 同比/环比+5.2pct/+2.7pct, 毛利率同环比提升预计主要系销售规模提升, 原材料价格回落, 同时销售结构改善提振公司盈利能力。2022Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.4%/3.3%/4.1%/0.5%, 费用率合计 12.3%, 同比/环比分别+0.4pct/+9.4pct。2022Q3 公司归母净利率 6.9%, 同比/环比分别+2.0pct/-7.0pct; 扣非归母净利率 6.1%, 同比/环比分别+3.3pct/3.4pct。
- **2023 年新车周期延续, 产品结构持续优化, 维持“审慎增持”评级。** 伴随公司新车周期延续, 2023 年诸多重磅车型有望密集推出, 公司产销规模有望上行。当前公司持续加码布局新能源与智能化, 海外市场销量加速增长, 高端产品放量带动产品结构改善, 单车盈利水平有望进一步攀升。根据最新的情况, 考虑短期汇兑收益对公司业绩增厚, 我们调整了公司的盈利预测, 预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 114.63/126.69/149.13 亿元 (此前预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 97.13/126.22/166.88 亿元), 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 乘用车销量大幅下滑; 新车销售低于预期; 芯片短缺问题加重。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

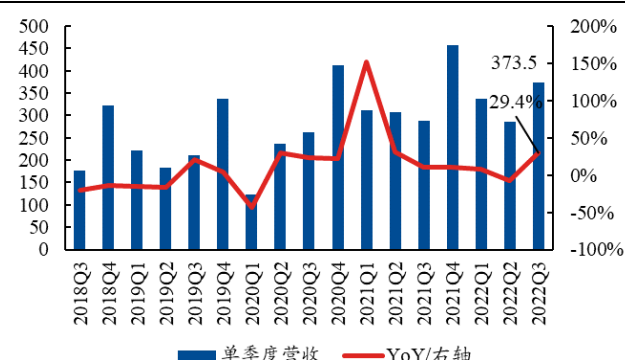
## 事件

- **公司发布 2022 年三季报:** 2022 年前三季度公司实现营业收入 994.8 亿元, 同比+9.6%; 归母净利润 81.6 亿元, 同比+65.0%; 扣非归母净利润 43.4 亿元, 同比+18.8%。其中, 2022Q3 实现营业收入 373.5 亿元, 同比+29.4%; 归母净利润 25.6 亿元, 同比+80.7%; 扣非归母净利润 22.8 亿元, 同比+181.3%。

## 点评

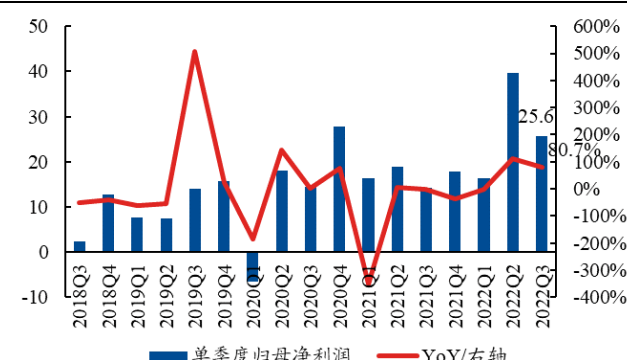
- **2022Q3 扣非净利润同环比高增长, 产品结构优化盈利能力持续提升。** 2022 年前三季度公司实现营业收入 994.8 亿元, 同比+9.6%; 归母净利润 81.6 亿元, 同比+65.0%; 扣非归母净利润 43.4 亿元, 同比+18.8%, 预计主要系产品结构优化带动公司盈利能力向上。2022Q3 公司实现销量 28.4 万辆, 同比/环比分别+6.8%/+20.9%; 其中, 哈弗/魏/欧拉/皮卡/坦克品牌销量分别占比 58.5%/2.8%/9.2%/17.3%/12.3%, 哈弗品牌贡献主要增量。2022Q3 公司实现营业收入 373.5 亿元, 同比/环比分别+29.4%/+31.0%, 单车售价 13.2 万元, 同比/环比分别+21.2%/8.4%; 实现归母净利润 25.6 亿元, 同比/环比+80.7%/-35.5%; 实现扣非归母净利润 22.8 亿元, 同比/环比分别+181.3%/+201.8%, 单车扣非归母净利润 0.8 万元, 同比/环比分别+166.7%/+150.0%, 预计主要系规模效应提升, 原材料价格回落, 以及高价车型销量占比提升增厚公司业绩。
- **2022Q3 毛利率同比/环比分别+5.2pct/+2.7pct, 费用率同比小幅上升。** 2022 前三季度公司综合毛利率 19.9%, 同比+3.3pct。2022Q3 综合毛利率 22.5%, 同比/环比+5.2pct/+2.7pct, 毛利率同环比提升预计主要系销售规模提升, 原材料价格回落, 同时销售结构改善提振公司盈利能力。2022Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.4%/3.3%/4.1%/0.5%, 费用率合计 12.3%, 同比/环比分别+0.4pct/+9.4pct。2022Q3 公司归母净利率 6.9%, 同比/环比分别+2.0pct/-7.0pct; 扣非归母净利率 6.1%, 同比/环比分别+3.3pct/3.4pct。
- **2023 年新车周期延续, 产品结构持续优化, 维持“审慎增持”评级。** 伴随公司新车周期延续, 2023 年诸多重磅车型有望密集推出, 公司产销规模有望上行。当前公司持续加码布局新能源与智能化, 海外市场销量加速增长, 高端产品放量带动产品结构改善, 单车盈利水平有望进一步攀升。根据最新的情况, 考虑短期汇兑收益对公司业绩增厚, 我们调整了公司的盈利预测, 预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 114.63/126.69/149.13 亿元(此前预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 97.13/126.22/166.88 亿元), 维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 乘用车销量大幅下滑; 新车销售低于预期; 芯片短缺问题加重。

图 1、分季度营业收入及同比 (单位: 亿元)



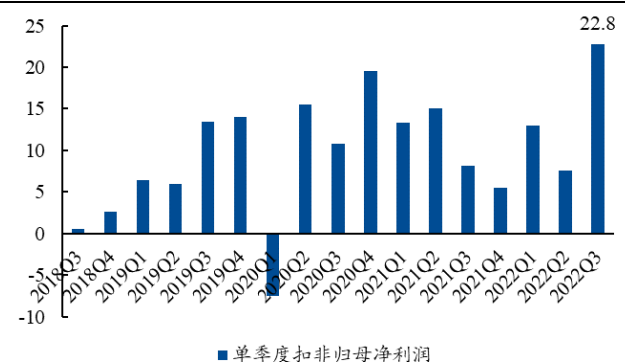
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、分季度归母净利润及同比 (单位: 亿元)



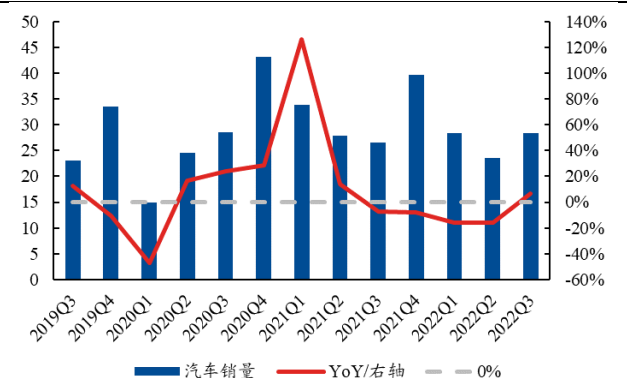
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、分季度扣非归母净利润 (单位: 亿元)



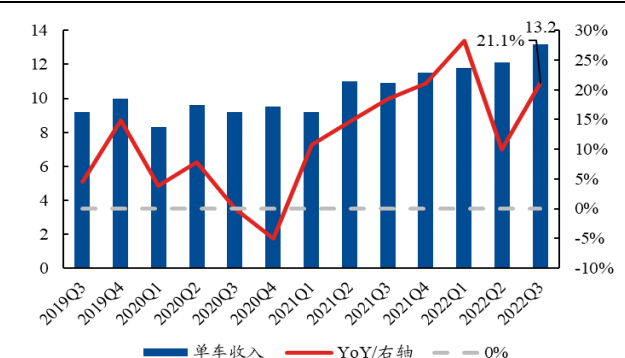
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、分季度汽车销量及同比 (单位: 万辆)



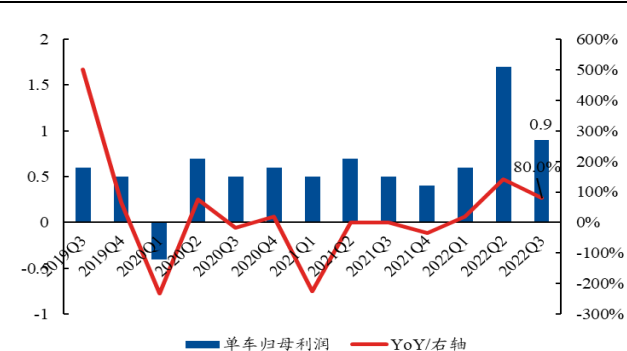
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、分季度单车收入 (单位: 万元)



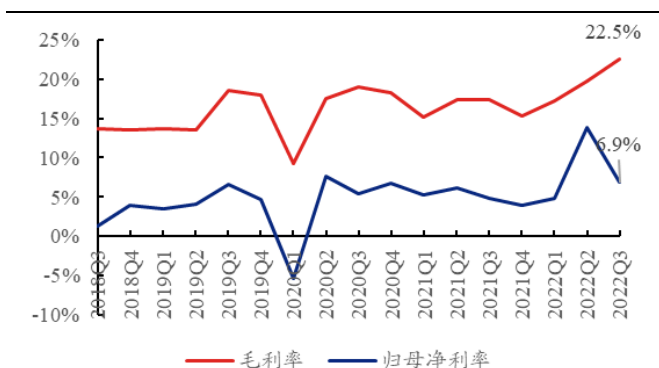
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、分季度单车归母净利润 (单位: 万元)



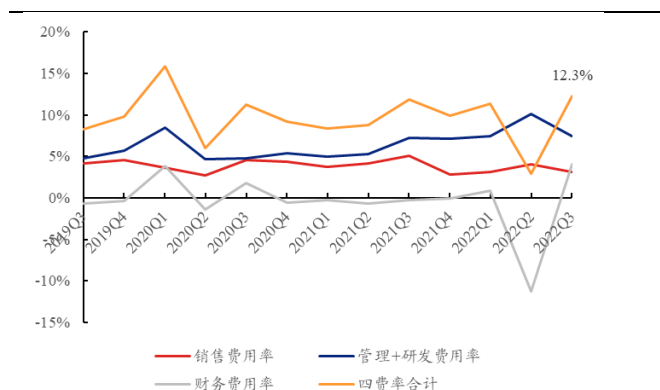
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、分季度毛利率与归母净利率



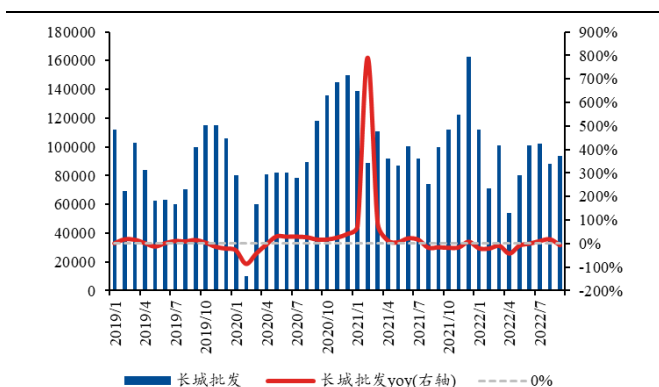
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、分季度费用率



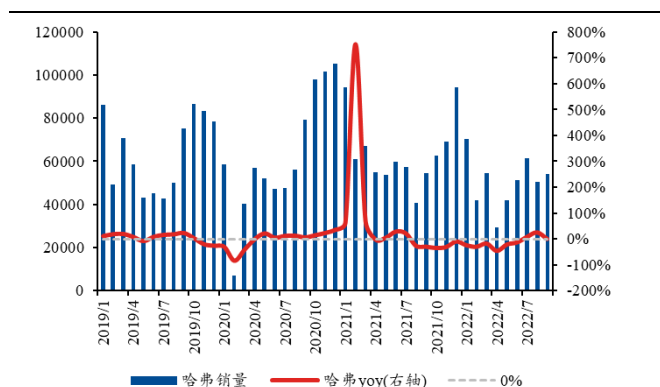
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、长城整车月度销量及同比增速（单位：辆）



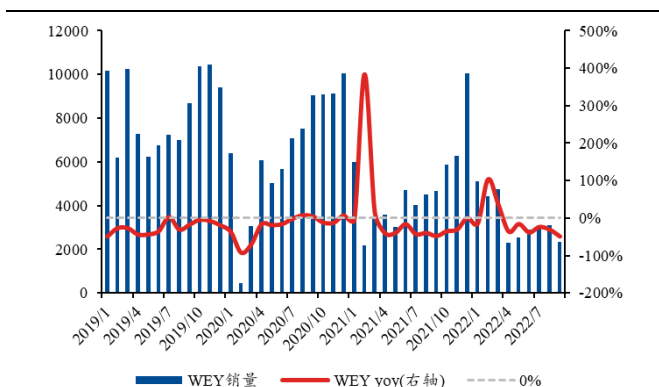
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、哈弗车型月度销量及同比增速（单位：辆）



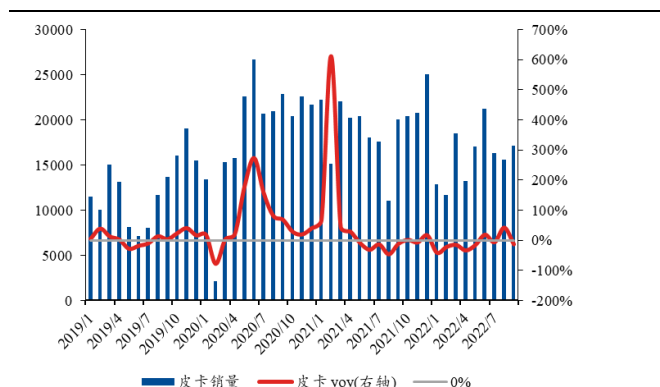
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、长城 WEY 月度销量及同比增速（单位：辆）



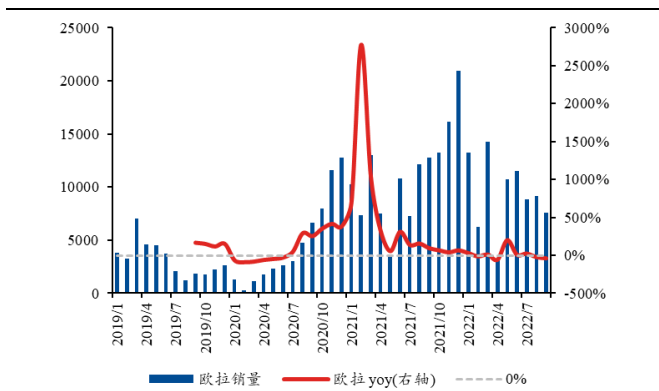
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、长城皮卡月度销量及同比增速（单位：辆）



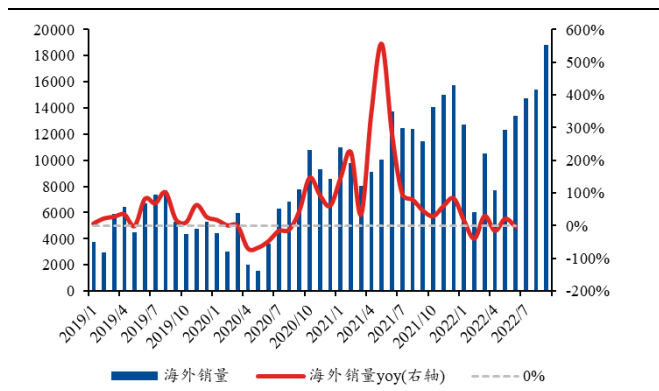
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、长城欧拉月度销量及同比增速(单位:辆)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、长城海外月度销量及同比增速(单位:辆)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、分季度主要财务比率

	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
营业税金率	3.4%	3.4%	3.3%	2.9%	2.8%	3.3%	3.2%	2.8%	3.0%	2.8%	3.5%	3.1%	3.5%	4.2%
销售费用率	2.3%	4.2%	4.6%	3.5%	2.7%	4.6%	4.4%	3.7%	4.2%	5.1%	2.8%	3.1%	4.1%	4.4%
管理费用率	2.4%	2.1%	2.0%	3.5%	2.1%	2.2%	2.5%	2.1%	2.2%	3.7%	3.6%	3.5%	3.6%	3.3%
财务费用率	-0.1%	-0.6%	-0.4%	3.9%	-1.4%	1.8%	-0.6%	-0.3%	-0.7%	-0.3%	-0.1%	0.9%	-11.3%	0.5%
研发费用率	2.7%	2.6%	3.7%	4.9%	2.6%	2.6%	2.8%	2.9%	3.1%	3.5%	3.6%	3.9%	6.5%	4.1%
费用率合计	7.4%	8.3%	9.8%	15.9%	6.0%	11.2%	9.2%	8.4%	8.8%	11.9%	9.9%	11.4%	2.9%	12.3%
所得税/收入	0.9%	1.3%	-0.2%	-1.1%	1.3%	1.5%	0.7%	0.8%	0.5%	0.3%	0.6%	0.6%	0.2%	1.0%
毛利率	13.6%	18.5%	17.9%	9.3%	17.5%	19.0%	18.3%	15.1%	17.4%	17.3%	15.3%	17.2%	19.8%	22.5%
归母净利率	4.1%	6.6%	4.7%	-5.3%	7.6%	5.5%	6.7%	5.3%	6.1%	4.9%	3.9%	4.9%	13.9%	6.9%

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	108366	126899	160412	193451
货币资金	33048	48045	74994	103479
交易性金融资产	6046	5359	5499	5544
应收票据及应收账款	8604	7321	9561	11582
预付款项	1749	1263	1685	2058
存货	13966	12077	15518	18627
其他	44952	52834	53154	52160
<b>非流动资产</b>	67042	56723	54585	51010
长期股权投资	9524	8086	8620	8593
固定资产	27441	26055	23261	19822
在建工程	4467	2234	1117	558
无形资产	7091	7255	7376	7519
商誉	28	14	16	17
长期待摊费用	203	181	160	136
其他	18288	12899	14034	14365
<b>资产总计</b>	175408	183622	214997	244461
<b>流动负债</b>	95597	93590	111448	125837
短期借款	5204	5433	5768	5562
应付票据及应付账款	63892	64,107	80,917	95,459
其他	26500	24051	24763	24815
<b>非流动负债</b>	17683	17188	19583	20974
长期借款	8656	10627	12501	13742
其他	9026	6561	7082	7232
<b>负债合计</b>	113280	110778	131031	146811
股本	9236	9159	9159	9159
资本公积	4872	4872	4872	4872
未分配利润	41893	51840	62032	74572
少数股东权益	4	4	4	4
<b>股东权益合计</b>	62128	72844	83966	97650
<b>负债及权益合计</b>	175408	183622	214997	244461

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	6726	11463	12669	14913
折旧和摊销	5358	4841	5116	5237
资产减值准备	471	104	33	85
资产处置损失	28	0	0	0
公允价值变动损失	-306	0	0	0
财务费用	149	-2602	-2196	-2612
投资损失	-1231	-800	-200	-204
少数股东损益	-1	0	0	0
营运资金的变动	24154	1592	10898	8763
<b>经营活动产生现金流量</b>	35316	16533	26163	25940
<b>投资活动产生现金流量</b>	-11175	4309	-2398	-1359
<b>融资活动产生现金流量</b>	-9632	-5844	3185	3904
现金净变动	14316	14998	26949	28485
现金的期初余额	13591	33048	48045	74994
现金的期末余额	27908	48045	74994	103479

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	136405	147179	182997	217652
营业成本	114367	117038	145218	172217
税金及附加	4234	5535	6883	8186
销售费用	5192	5808	6771	8053
管理费用	4043	4987	6856	7765
研发费用	4490	6615	7320	8706
财务费用	-448	-2602	-2196	-2612
其他收益	1047	400	300	300
投资收益	1109	800	200	204
公允价值变动收益	306	0	0	0
信用减值损失	-122	-200	-50	-50
资产减值损失	-471	0	0	0
资产处置收益	-28	0	0	0
<b>营业利润</b>	6369	10797	12596	15790
营业外收入	1161	2000	1500	800
营业外支出	47	200	20	20
<b>利润总额</b>	7482	12597	14076	16570
所得税	757	1134	1408	1657
<b>净利润</b>	6725	11463	12669	14913
少数股东损益	-1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	6726	11463	12669	14913
<b>EPS(元)</b>	0.73	1.25	1.38	1.63

## 主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	32.0%	7.9%	24.3%	18.9%
营业利润增长率	10.7%	69.5%	16.7%	25.4%
归母净利润增长率	25.4%	70.4%	10.5%	17.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	16.2%	20.5%	20.6%	20.9%
净利率	4.9%	7.8%	6.9%	6.9%
ROE	10.8%	15.7%	15.1%	15.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	64.6%	60.3%	60.9%	60.1%
流动比率	1.13	1.36	1.44	1.54
速动比率	0.99	1.23	1.30	1.39
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.83	0.82	0.92	0.95
应收帐款周转率	29.15	26.45	28.50	27.84
存货周转率	10.45	8.82	10.30	9.88
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.73	1.25	1.38	1.63
每股经营现金	3.86	1.81	2.86	2.83
每股净资产	6.78	7.95	9.17	10.66
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	39.4	23.1	20.9	17.8
PB	4.3	3.6	3.2	2.7

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn