

长城汽车(601633.SH)

“深蹲”之后，期待渠道变革与新品投放成效

推荐（维持）

股价：32.46元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.gwm.com.cn
大股东/持股	保定创新长城资产管理有限公司 /55.18%
实际控制人	魏建军
总股本(百万股)	8,679
流通A股(百万股)	6,132
流通B/H股(百万股)	2,511
总市值(亿元)	2,248
流通A股市值(亿元)	1,991
每股净资产(元)	7.75
资产负债率(%)	61.4

行情走势图



证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
BQV509
WANGDEAN002@pingan.com.cn

研究助理

王跟海 一般证券从业资格编号
S1060121070063
WANGGENHAI964@pingan.com.cn



事项：

公司披露 2022 年业绩快报，实现收入 1373.5 亿 (+0.7%)，净利润 82.8 亿元 (+23.1%)，扣非净利润 45.4 亿 (+7.1%)。

平安观点：

- 2022 年长城汽车实现整车销量 107 万台 (-17%)，其中越野品牌坦克实现销量 12.4 万台 (+46%)，其它品牌均下滑。2022 年公司海外销售 17.3 万台 (+21%)。据公司官方微信公众号信息，2022 年长城汽车 20 万元以上车型销量占比达 15.3%，上升 5 个百分点，使得公司单车平均售价达 12.87 万 (+20.8%)。
- 2022 年为“深蹲”之年。2022 年长城汽车受核心物料短缺影响大，从而影响了各品牌新品推出节奏及市场推广，尤其是 WEY 品牌表现不佳，其年度销量远低于前期规划，年销量低于 4 万台。2022 年公司总销量下滑，单车均价提升，使得全年收入基本持平，4Q22 公司致力于渠道库存优化，加上年底一次性奖金发放等因素，导致 4Q22 扣非净利润低于 2 亿(4Q21 为 5.5 亿)，相当于单车扣非净利润约 700 元(4Q21 约 3000 元)。
- 2023 年渠道变革与新品矩阵同步推进。公司股权激励计划考核目标中 2023 年销量目标为 160 万台，净利润目标为 60 亿(据此测算单车利润为 3750 元)。2023 年公司计划推出超 10 款新能源产品，哈弗 H-DOG、魏牌蓝山插混等多款新能源车型将陆续上市。2023 年公司着力进行营销体系变革，合并 WEY 与坦克渠道。独立哈弗新能源渠道，并推出哈弗新能源单独的产品序列。
- 盈利预测与投资建议：2022 年公司受核心物料紧缺影响较大，导致前期储备的大量新品未能如期上市。随着供应链物料问题的解决，品牌/渠道/用户/数字化/终端运营五大中台全面赋能各整车品牌，加之大单品 WEY 大六座 SUV 蓝山、哈弗 H-DOG 等系列新车型陆续上市，公司有望走出调整期。我们认为，2022 年的增长失速后，公司需要一段修复期，2023 年初以特斯拉为代表的新能源车企开启价格战，使得新能源乘用车行业竞争态势进一步恶化，单车盈利进一步承压，长城汽车为打赢哈弗新能源

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	103308	136405	142844	224164	264882
YOY(%)	8.6	32.0	4.7	56.9	18.2
净利润(百万元)	5362	6726	8340	8472	11635
YOY(%)	19.2	25.4	24.0	1.6	37.3
毛利率(%)	17.2	16.2	19.2	19.2	20.0
净利率(%)	5.2	4.9	5.8	3.8	4.4
ROE(%)	9.4	10.8	14.9	13.7	16.7
EPS(摊薄/元)	0.62	0.77	0.96	0.98	1.34
P/E(倍)	52.5	41.9	33.8	33.3	24.2
P/B(倍)	4.9	4.6	5.1	4.6	4.1

转型之战，势必更看重产销规模的增长，大量新品的推出及渠道的变革调整将使得公司 2023 年各项费用大幅增长，因此我们下调公司业绩预测，预计 2022/2023/2024 净利润为 83.4 亿/84.7 亿/116.4 亿（原预测值为 2022/2023/2024 净利润为 87.9 亿/120.8 亿/137.8 亿），维持公司“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 哈弗新能源独立渠道推进节奏低于预期，导致哈弗新能源转型成果低于预期；2) WEY 的后续新品销量不及预期；3) 纯电品牌产销规模未能增长，品牌定位不够清晰。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	108366	101410	159161	193611
现金	33048	25092	42854	57464
应收票据及应收账款	40376	40246	63158	74630
其他应收款	1122	1341	2105	2488
预付账款	1749	1094	1718	2030
存货	13966	11087	17386	20357
其他流动资产	18105	22549	31941	36643
非流动资产	67042	67260	66227	63764
长期投资	9524	9252	9016	8819
固定资产	27668	30708	32378	32678
无形资产	7091	6901	6513	5927
其他非流动资产	22759	20399	18319	16340
资产总计	175408	168670	225388	257375
流动负债	95597	94956	146007	170209
短期借款	5204	5204	5204	5204
应付票据及应付账款	63892	61058	95751	112110
其他流动负债	26500	28693	45051	52895
非流动负债	17683	17683	17683	17683
长期借款	12608	12608	12608	12608
其他非流动负债	5074	5074	5074	5074
负债合计	113280	112638	163689	187892
少数股东权益	4	-9	-10	-10
股本	9236	8765	8679	8679
资本公积	4872	-6320	-6234	-6234
留存收益	48017	53596	59265	67049
归属母公司股东权益	62124	56041	61709	69494
负债和股东权益	175408	168670	225388	257375

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	35316	12445	27515	25459
净利润	6725	8327	8471	11635
折旧摊销	5594	7230	8798	10265
财务费用	-448	-1000	-300	-265
投资损失	-1109	-728	-764	-802
营运资金变动	24154	-1641	11061	4364
其他经营现金流	401	258	250	262
投资活动现金流	-11175	-6977	-7250	-7262
资本支出	12248	8000	8000	8000
长期投资	402	1000	1000	1000
其他投资现金流	-23825	-15977	-16250	-16262
筹资活动现金流	-9632	-13423	-2504	-3586
短期借款	-2697	0	0	0
长期借款	1336	0	0	0
其他筹资现金流	-8271	-13423	-2504	-3586
现金净增加额	14316	-7955	17761	14611

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	136405	142844	224164	264882
营业成本	114367	115466	181074	212008
税金及附加	4234	4434	6958	8211
营业费用	5192	5571	10087	11920
管理费用	4043	5313	7958	9403
研发费用	4490	6500	9863	11390
财务费用	-448	-1000	-300	-265
资产减值损失	-471	-104	0	0
信用减值损失	-122	-36	0	0
其他收益	1047	758	795	835
公允价值变动收益	306	241	0	0
投资净收益	1109	728	764	802
资产处置收益	-28	-62	0	0
营业利润	6369	8086	10084	13852
营业外收入	1161	839	0	0
营业外支出	47	32	0	0
利润总额	7482	8893	10084	13852
所得税	757	566	1613	2216
净利润	6725	8327	8471	11635
少数股东损益	-1	-13	-1	0
归属母公司净利润	6726	8340	8472	11635
EBITDA	12627	15122	18582	23852
EPS (元)	0.77	0.96	0.98	1.34

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	32.0	4.7	56.9	18.2
营业利润(%)	10.7	27.0	24.7	37.4
归属于母公司净利润(%)	25.4	24.0	1.6	37.3
获利能力				
毛利率(%)	16.2	19.2	19.2	20.0
净利率(%)	4.9	5.8	3.8	4.4
ROE(%)	10.8	14.9	13.7	16.7
ROIC(%)	7.5	12.1	14.6	21.9
偿债能力				
资产负债率(%)	64.6	66.8	72.6	73.0
净负债比率(%)	-24.5	-13.0	-40.6	-57.1
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.0
应收账款周转率	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	3.08	2.91	2.91	2.91
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.96	0.98	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	4.07	1.43	3.17	2.93
每股净资产(最新摊薄)	7.12	6.42	7.07	7.97
估值比率				
P/E	41.9	33.8	33.3	24.2
P/B	4.6	5.1	4.6	4.1
EV/EBITDA	34.8	18.6	14.6	11.0

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033