

2023年02月07日

## 销量表现稳健 2023 轻装上阵

### 长城汽车 (601633) 系列点评六十九

#### 事件概述

公司发布 1 月产销快报：长城汽车批发销量 6.2 万辆，同比-45.0%，环比-20.6%。

哈弗品牌 1 月批发销量 3.9 万辆，同比-44.2%，环比-11.6%；

WEY 品牌 1 月批发销量 0.1 万辆，同比-79.3%，环比-23.5%；

皮卡 1 月批发销量 1.2 万辆，同比-9.2%，环比-15.3%；

欧拉品牌 1 月批发销量 0.4 万辆，同比-72.2%，环比-46.9%；

坦克品牌 1 月批发销量 0.6 万辆，同比-42.9%，环比-46.3%。

#### 分析判断：

##### ► 改善库存结构 蓄力未来增长

1 月销大于产，库存结构持续优化。1 月政策退坡及春节假期影响，行业整体销量下滑。根据乘联会，预计乘用车 1 月批发 134.1 万辆，同比-38.0%，环比-40.0%，公司环比好于行业整体，1 月公司进一步去库，我们判断有利于改善整体库存结构，2023 年实现轻装上阵。

1) **哈弗**：哈弗品牌 1 月批发销量 3.9 万辆，同比-44.2%，环比-11.6%。哈弗 H-DOG 在海口新能源车展亮相，新能源转型快速推进。

2) **WEY**：WEY 品牌 1 月批发销量 0.1 万辆，同比-79.3%，环比-23.5%。魏牌蓝山 DHT-PHEV 亮相海口新能源车展，定位 30 万级大六座 SUV，预计将加速带动需求释放。

3) **皮卡**：皮卡 1 月批发销量 1.2 万辆，同比-9.2%，环比-15.3%。首款大型高性能豪华皮卡山海炮于 2022 年年末上市，覆盖了轿车、SUV、旅行车、轻型商用车等多元用车场景，皮卡高端化趋势明显。

4) **欧拉**：欧拉品牌 1 月批发销量 0.4 万辆，同比-72.2%，环比-46.9%。欧拉定位回归主流纯电市场，海外布局提速，预计需求有望逐步向上。

5) **坦克**：坦克品牌 1 月批发销量 0.6 万辆，同比-42.9%，环比-46.3%。坦克 500 PHEV 于广州车展和海口新能源车展亮相，主打“越野+新能源”。硬派越野缺乏新能源供给，产品端导入预计将持续撬动需求。

##### ► 海外持续高增 新能源加速出海

海外市场销量持续高增。2023 年 1 月，公司海外批发销量 1.6 万辆，同比+25.0%。公司新能源加速出海，亚洲、澳洲、欧洲等地品牌认可度上升。在 Euro NCAP 公布的 2022 年度“同级最佳”车型获奖名单中，全球总计 5 款车型上榜，长城汽车占据 2 席。

#### 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：31.46

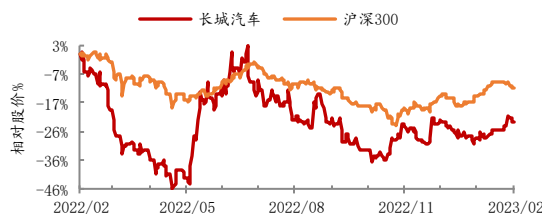
股票代码：601633

52 周最高价/最低价：44.52/21.35

总市值(亿) 2,730.41

自由流通市值(亿) 1,929.28

自由流通股数(百万) 6,132.50



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：

分析师：胡惠民

邮箱：huhm@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522120003

联系电话：

#### 相关研究

1. 【华西汽车】长城汽车 (601633.SH) 10 月销量  
点评：新品提振需求，产销有望改善

2022. 11. 06

2. 【华西汽车】长城汽车 (601633.SH) 2022Q3 点  
评：盈利超预期 毛利率亮眼

2022. 10. 23

3. 【华西汽车】长城汽车 (601633.SH) 9 月销量  
点评：加速混动转型 出海打开空间

2022. 10. 12

海外产品布局扩大，深入中东、澳洲市场。1月10日，长城汽车在中东的首家配件中心在阿联酋启动运营；1月29日，欧拉好猫车型在约旦上市，正式奔赴中东新能源市场。澳大利亚、新西兰等国家的30余家媒体于近日齐聚澳洲，试驾欧拉好猫、闪电猫、坦克300新能源、哈弗H6新能源等车型。公司强势产品力逐步凸显，预计将加速新能源出海步伐。

### ► 聚焦主航道 品牌管理整合

聚焦汽车主航道，科技创新助力发展体系。根据公司官方公众号，2023年长城汽车预计推出超10款新能源产品，并在品牌战略方面持续进行全面重塑。同时公司于2022年12月8日对旗下品牌组织架构进行调整，欧拉和沙龙在组织管理上全面整合、魏派与坦克在组织管理上全面整合。我们判断，组织架构调整后公司各品牌定位更加清晰，有望进一步集中优势资源、提升整体效率。

### 投资建议

公司新产品国内外推广进展顺利，智能电动化新周期开启，新能源智能化车型占比快速提升，豪华化领跑地位愈发清晰，非车业务收入有望加速释放。维持盈利预测，预计2022-2024年营业收入为1,373.5/1,994.6/2,437.8亿元，归母净利润为82.8/72.1/116.3亿元，对应EPS为0.88/0.77/1.24元，对应2023年2月7日收盘价31.46元/股PE为36/41/25倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

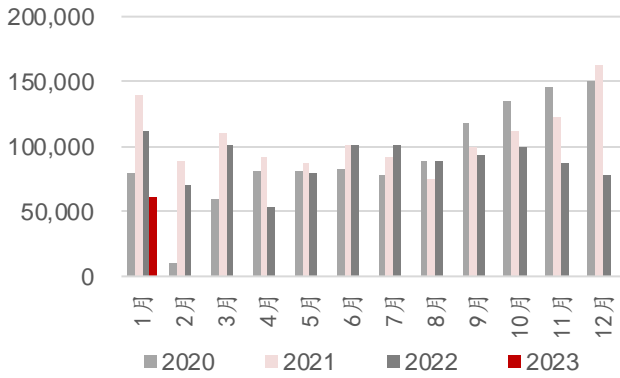
缺芯影响超预期；车市下行风险；WEY、沙龙、哈弗等品牌所在市场竞争加剧，销量不及预期；出海进度不及预期。

### 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 103,308 | 136,405 | 137,351 | 199,461 | 243,780 |
| YoY (%)    | 7.4%    | 32.0%   | 0.7%    | 45.2%   | 22.2%   |
| 归母净利润(百万元) | 5,362   | 6,726   | 8,279   | 7,214   | 11,627  |
| YoY (%)    | 19.2%   | 25.4%   | 23.1%   | -12.9%  | 61.2%   |
| 毛利率 (%)    | 17.2%   | 16.2%   | 18.4%   | 16.4%   | 18.2%   |
| 每股收益 (元)   | 0.59    | 0.73    | 0.88    | 0.77    | 1.24    |
| ROE        | 9.4%    | 10.8%   | 11.8%   | 9.4%    | 13.2%   |
| 市盈率        | 53.32   | 43.10   | 35.60   | 40.86   | 25.35   |

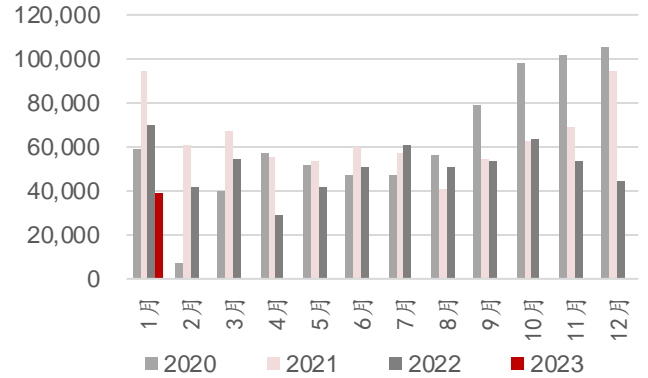
资料来源：Wind，华西证券

图 1 20-23 年长城汽车单月销量 (辆)



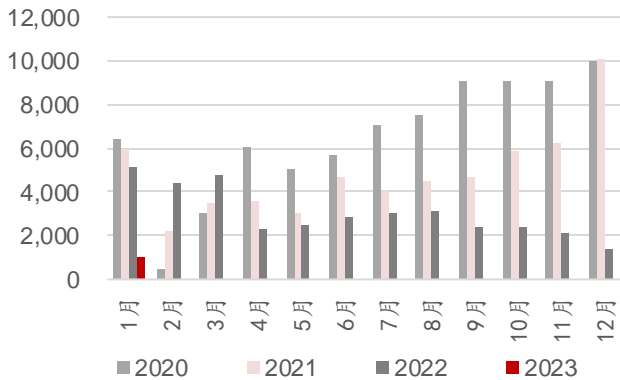
资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 2 20-23 年哈弗品牌单月销量 (辆)



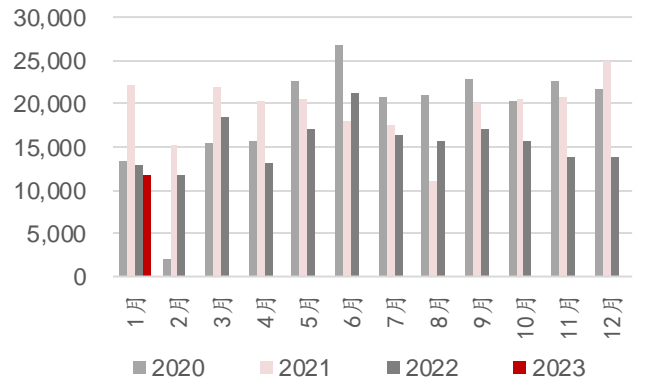
资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 3 20-23 年魏品牌单月销量 (辆)



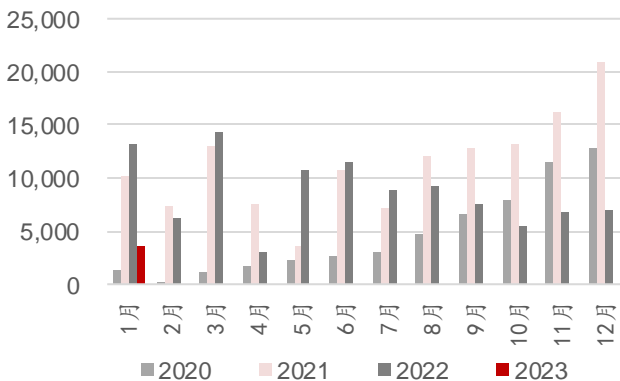
资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 4 20-23 年皮卡单月销量 (辆)



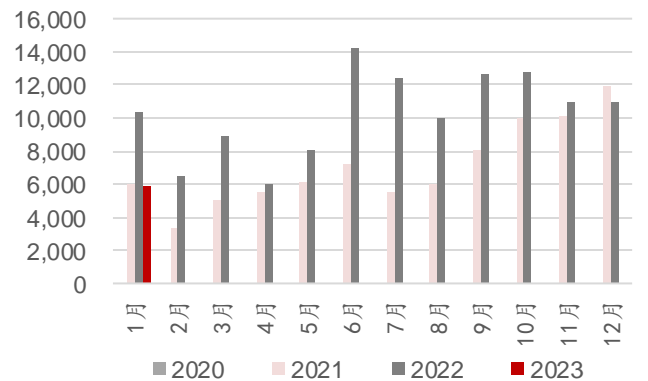
资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 5 20-23 年欧拉品牌单月销量 (辆)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 6 20-23 年坦克品牌单月销量 (辆)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        | 现金流量表 (百万元)     | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入              | 136,405      | 137,351      | 199,461      | 243,780      | 净利润             | 6,725        | 8,278        | 7,213        | 11,626       |
| YoY (%)            | 32.0%        | 0.7%         | 45.2%        | 22.2%        | 折旧和摊销           | 5,594        | 5,220        | 5,467        | 5,621        |
| 营业成本               | 114,367      | 112,050      | 166,833      | 199,442      | 营运资金变动          | 24,734       | 11,041       | 17,734       | 6,693        |
| 营业税金及附加            | 4,234        | 4,254        | 6,384        | 7,676        | 经营活动现金流         | 35,316       | 24,752       | 31,076       | 25,367       |
| 销售费用               | 5,192        | 4,710        | 7,017        | 8,955        | 资本开支            | -12,473      | -5,782       | -6,180       | -5,993       |
| 管理费用               | 4,043        | 3,732        | 5,686        | 7,153        | 投资              | 402          | -3,208       | -2,159       | -2,683       |
| 财务费用               | -448         | 385          | 1,458        | 2,301        | 投资活动现金流         | -11,175      | -7,796       | -6,660       | -6,591       |
| 研发费用               | 4,490        | 4,986        | 6,504        | 8,643        | 股权募资            | 807          | 133          | 0            | 0            |
| 资产减值损失             | -471         | -117         | -90          | -103         | 债务募资            | 11,781       | 12,000       | 15,000       | 18,000       |
| 投资收益               | 1,109        | 1,194        | 1,678        | 2,085        | 筹资活动现金流         | -9,632       | 10,488       | 12,265       | 13,970       |
| 营业利润               | 6,369        | 9,407        | 8,110        | 13,141       | 现金净流量           | 14,316       | 27,444       | 36,681       | 32,747       |
| 营业外收支              | 1,113        | 0            | 0            | 0            | <b>主要财务指标</b>   | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| 利润总额               | 7,482        | 9,407        | 8,110        | 13,141       | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 所得税                | 757          | 1,129        | 897          | 1,515        | 营业收入增长率         | 32.0%        | 0.7%         | 45.2%        | 22.2%        |
| 净利润                | 6,725        | 8,278        | 7,213        | 11,626       | 净利润增长率          | 25.4%        | 23.1%        | -12.9%       | 61.2%        |
| 归属于母公司净利润          | 6,726        | 8,279        | 7,214        | 11,627       | <b>盈利能力</b>     |              |              |              |              |
| YoY (%)            | 25.4%        | 23.1%        | -12.9%       | 61.2%        | 毛利率             | 16.2%        | 18.4%        | 16.4%        | 18.2%        |
| 每股收益               | 0.73         | 0.88         | 0.77         | 1.24         | 净利率             | 4.9%         | 6.0%         | 3.6%         | 4.8%         |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | 总资产收益率 ROA      | 3.8%         | 4.2%         | 2.8%         | 3.7%         |
| 货币资金               | 33,048       | 60,491       | 97,172       | 129,919      | 净资产收益率 ROE      | 10.8%        | 11.8%        | 9.4%         | 13.2%        |
| 预付款项               | 1,749        | 1,026        | 1,731        | 2,315        | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| 存货                 | 13,966       | 10,746       | 16,999       | 21,269       | 流动比率            | 1.13         | 1.16         | 1.13         | 1.14         |
| 其他流动资产             | 59,603       | 55,073       | 71,362       | 82,317       | 速动比率            | 0.94         | 1.03         | 1.00         | 1.01         |
| 流动资产合计             | 108,366      | 127,337      | 187,264      | 235,820      | 现金比率            | 0.35         | 0.55         | 0.58         | 0.63         |
| 长期股权投资             | 9,524        | 12,730       | 14,888       | 17,569       | 资产负债率           | 64.6%        | 64.6%        | 70.5%        | 71.9%        |
| 固定资产               | 27,441       | 26,366       | 25,227       | 23,939       | <b>经营效率</b>     |              |              |              |              |
| 无形资产               | 7,091        | 8,281        | 9,650        | 10,929       | 总资产周转率          | 0.78         | 0.69         | 0.77         | 0.78         |
| 非流动资产合计            | 67,042       | 70,676       | 73,423       | 76,335       | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 资产合计               | 175,408      | 198,013      | 260,687      | 312,155      | 每股收益            | 0.73         | 0.88         | 0.77         | 1.24         |
| 短期借款               | 5,204        | 17,204       | 32,204       | 50,204       | 每股净资产           | 6.73         | 7.49         | 8.20         | 9.37         |
| 应付账款及票据            | 63,892       | 66,105       | 96,281       | 114,727      | 每股经营现金流         | 3.82         | 2.64         | 3.32         | 2.71         |
| 其他流动负债             | 26,500       | 26,857       | 37,661       | 41,717       | 每股股利            | 0.00         | 0.04         | 0.06         | 0.07         |
| 流动负债合计             | 95,597       | 110,166      | 166,147      | 206,648      | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 长期借款               | 8,656        | 8,656        | 8,656        | 8,656        | PE              | 43.10        | 35.60        | 40.86        | 25.35        |
| 其他长期负债             | 9,026        | 9,026        | 9,026        | 9,026        | PB              | 7.22         | 4.20         | 3.83         | 3.36         |
| 非流动负债合计            | 17,683       | 17,683       | 17,683       | 17,683       |                 |              |              |              |              |
| 负债合计               | 113,280      | 127,849      | 183,829      | 224,331      |                 |              |              |              |              |
| 股本                 | 9,236        | 9,369        | 9,369        | 9,369        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 4            | 3            | 3            | 1            |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计             | 62,128       | 70,165       | 76,858       | 87,824       |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 175,408      | 198,013      | 260,687      | 312,155      |                 |              |              |              |              |

资料来源：公司公告，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。