

2024年01月04日  
长城汽车(601633.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

乘用车 III

# 12月新能源车表现稳健，全年海外销量突破30万台

**目事件：**据公司公告，12月批发销量为11.3万台，同比增长45%，环比下滑8%，我们认为主要系库存控制所致；其中新能源车销售3.0万台，同比增长169%，环比下滑4%。2023年全年累计批发销量123.1万台，同比增长15%；新能源车累计销售26.2万台，同比增长98%。

**目全年总销量123万台，新能源车销量翻倍。**

**1) 坦克：**12月销售1.7万台，同比增长57%，环比下滑7%（减少1265台），我们预计主要系坦克300控制库存导致批发销量下滑；全年销售16.3万台、同比增长31%。燃油车方面，零售销量仍有较好表现，根据懂车帝11.27-12.24坦克300零售销量6293台、环比前四周小幅增长；新能源方面，根据坦克公众号，12月坦克400Hi4-T销售4086台、坦克500Hi4-T销售4169台、环比均基本持平。新能源越野差异化优势显著、市场潜力较大，我们预计坦克400/500Hi4-T有望维持热度，坦克300/700/800 PHEV版本有望于2024年上市，将助力公司完善越野产品矩阵、拉动销量持续攀升。

**2) 魏牌：**12月销售3512台，同比增长154%，环比增长23%，我们预计主要系蓝山销售增长拉动（根据懂车帝11.27-12.24蓝山零售销量2476台、环比前四周增长769台）；全年销售4.2万台、同比增长14%。根据魏牌公众号，12月公司发布Hi4性能版，将智能四驱电混技术运用于中大型新能源车，具备极强性能、极高效能、极静舒适、极智四驱、极顺行驶等核心优势，高山行政加长版将首搭，同时其拥有全球在售MPV中最大车身尺寸，2024年初交付后有望带动魏牌销量持续提升。

**3) 哈弗：**12月销售6.6万台，同比增长48%，环比下滑13%（减少9434台），主要系燃油车控制库存导致批发销量下滑。新能源方面，据公众号12月哈弗新能源销售8023台，环比下滑20%（减少2013台），全年哈弗累计销售71.5万台、同比增长16%；燃油车12月批发量环比减少7421台，但我们预计零售销量仍有较好表现，其中根据懂车帝11.27-12.24哈弗H6零售销量2.3万台、环比前四周增长0.6万台。

**4) 欧拉：**12月销售1.0万台，同比增长45%，环比持平。

**5) 皮卡：**12月销售1.6万台，同比增长17%，环比下滑2%。

**目全年海外销量突破30万台，12月中东、拉美、南亚等市场均有新突破。**公司12月海外销售3.3万台，同比增长65%，环比下滑6%，全年累计海外销售31.6万台，同比增长82%。公司持续深入布局全球化：据公司公告，

(1) **中东市场：**哈弗、坦克、欧拉、长城皮卡亮相沙特利雅得车展，截至目前哈弗H6、长城皮卡分别位列中东紧凑型SUV、皮卡市场中国品牌销量第一、坦克300为紧凑型硬派越野月销量第一，欧拉好猫预计将于2024年深入沙特、阿联酋等国家市场；(2) **拉美市场：**公司斩获巴西“年度最佳动力”及“年度数字化品牌”两项大奖，哈弗H6新能源连续多月占领巴西

投资评级

**买入-A**  
维持评级

6个月目标价

45.4元

股价(2024-01-03)

24.15元

交易数据

总市值(百万元) 205,215.32

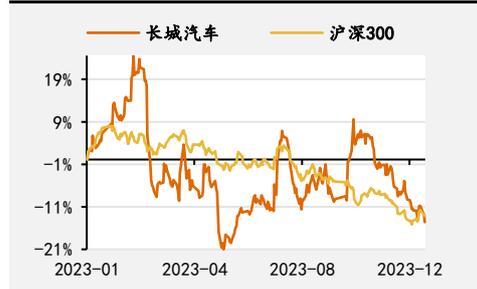
流通市值(百万元) 148,940.62

总股本(百万股) 8,497.53

流通股本(百万股) 6,167.31

12个月价格区间 22.59/35.64元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.9	2.5	-3.9
绝对收益	-8.9	-5.9	-17.0

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

夏心怡

联系人

SAC 执业证书编号：S1450122070029

xiaxy5@essence.com.cn

相关报告

11月总销量表现稳健，新能源、海外均创新高	2023-12-06
Q3业绩超预期，新能源越野是核心成长逻辑	2023-10-30
坦克新能源持续表现优异，海外月销再创历史新高	2023-09-06
Q2业绩优异，单车盈利显著改善	2023-08-31
新能源销量再创新高，坦克	2023-08-05

新能源销量榜首，12月欧拉好猫正式交付，2024年巴西工厂也将投入正式运营；(3) **南亚市场**：巴基斯坦KD工厂已投产一年，规划产能2万辆/年，目前项目一阶段已实现哈弗H6/H6 HEV、哈弗JOLION两款SUV组装。

500Hi4-T 表现超预期

目 **新能源越野有望带来高弹性增长，加速推进新能源转型&出海布局。**

哈弗&坦克差异化布局新能源越野赛道，后续哈弗威龙、坦克300/700/800 PHEV等多款新车加速上市为公司贡献显著业绩增量；主流新能源赛道技术与产品领先，推动渠道焕新、制定全局性营销策略，有望厚积薄发；五大品牌全面出海，加速海外本地化产销进程，持续推进全球化布局。

目 **投资建议**：维持“买入-A”评级。预计公司2023-2025年归母净利润分别为73.0、154.2、237.0亿元，对应当前市值PE分别为31.3、14.8和9.6倍。考虑到公司2024年新能源规模效益凸显以及结构明显优化，盈利有望显著上行，我们给予公司2024年25倍市盈率，6个月目标价45.4元/股。

目 **风险提示**：新产品进展不及预期，新车型销量不及预期；行业价格战持续加剧。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	1,364.0	1,373.4	1,868.1	3,026.2	3,631.5
净利润	67.3	82.7	73.0	154.2	237.0
每股收益(元)	0.79	0.97	0.86	1.82	2.79
每股净资产(元)	7.31	7.67	8.35	9.41	11.13

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	34.0	27.6	31.3	14.8	9.6
市净率(倍)	3.7	3.5	3.2	2.9	2.4
净利润率	4.9%	6.0%	3.9%	5.1%	6.5%
净资产收益率	10.8%	12.7%	10.3%	19.3%	25.1%
股息收益率	1.5%	1.1%	1.4%	2.8%	4.0%
ROIC	10.6%	16.9%	16.3%	21.0%	22.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1,364.0	1,373.4	1,868.1	3,026.2	3,631.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,143.7	1,107.4	1,507.5	2,402.8	2,832.5	营业收入增长率	32.0%	0.7%	36.0%	62.0%	20.0%
营业税费	42.3	51.2	65.4	105.9	127.1	营业利润增长率	10.7%	25.1%	-4.0%	122.5%	54.9%
销售费用	51.9	58.8	84.1	136.2	163.4	净利润增长率	25.4%	22.9%	-11.7%	111.3%	53.7%
管理费用	40.4	48.9	59.8	93.8	108.9	EBITDA 增长率	-1.4%	1.4%	27.0%	64.7%	39.0%
研发费用	44.9	64.5	85.9	127.1	145.3	EBIT 增长率	-10.4%	-10.7%	50.6%	117.3%	53.6%
财务费用	-4.5	-24.9	3.7	4.0	4.0	NOPLAT 增长率	0.5%	-3.5%	37.4%	109.9%	53.6%
资产减值损失	-4.7	-3.4	-4.3	-4.0	-4.0	投资资本增长率	-39.4%	42.1%	-120.9%	64.0%	235.9%
加:公允价值变动收益	3.1	0.5	1.7	1.8	1.3	净资产增长率	8.3%	5.0%	8.8%	12.7%	18.2%
投资和汇兑收益	11.1	6.7	8.7	8.0	8.0						
<b>营业利润</b>	63.7	79.7	76.5	170.2	263.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	11.1	8.4	6.4	11.1	15.0	毛利率	16.2%	19.4%	19.3%	20.6%	22.0%
<b>利润总额</b>	74.8	88.1	82.9	181.3	278.5	营业利润率	4.7%	5.8%	4.1%	5.6%	7.3%
减:所得税	7.6	5.5	9.9	27.2	41.8	净利润率	4.9%	6.0%	3.9%	5.1%	6.5%
<b>净利润</b>	67.3	82.7	73.0	154.2	237.0	EBITDA/营业收入	8.3%	8.3%	7.8%	7.9%	9.2%
						EBIT/营业收入	4.4%	3.9%	4.3%	5.8%	7.4%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	74	71	48	25	17
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-18	-48	-77	-74	-76
货币资金	330.5	357.7	936.5	1,084.5	1,580.7	流动资产周转天数	274	283	265	238	241
交易性金融资产	60.5	20.5	22.3	24.0	25.4	应收帐款周转天数	15	20	17	18	18
应收帐款	65.3	90.1	87.7	207.6	162.8	存货周转天数	28	48	33	35	37
应收票据	31.8	27.4	14.0	75.3	39.4	总资产周转天数	435	473	406	317	301
预付帐款	17.5	22.3	11.9	51.3	28.9	投资资本周转天数	106	97	33	-14	-32
存货	139.7	223.7	116.2	477.6	278.5						
其他流动资产	438.4	335.0	481.0	418.1	411.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.8%	12.7%	10.3%	19.3%	25.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	4.5%	3.1%	5.2%	7.6%
长期股权投资	95.2	102.9	102.9	102.9	102.9	ROIC	10.6%	16.9%	16.3%	21.0%	22.5%
投资性房地产	3.3	4.2	4.2	4.2	4.2	<b>费用率</b>					
固定资产	274.4	269.5	229.1	188.8	148.4	销售费用率	3.8%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%
在建工程	44.7	83.1	83.1	83.1	83.1	管理费用率	3.0%	3.6%	3.2%	3.1%	3.0%
无形资产	142.4	201.8	177.0	152.2	127.4	研发费用率	3.3%	4.7%	4.6%	4.2%	4.0%
其他非流动资产	110.5	115.4	92.0	104.9	102.5	财务费用率	-0.3%	-1.8%	0.2%	0.1%	0.1%
<b>资产总额</b>	1,754.1	1,853.6	2,357.7	2,974.3	3,095.4	四费/营业收入	9.7%	10.7%	12.5%	11.9%	11.6%
短期债务	52.0	59.4	60.0	60.0	60.0	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	370.8	293.1	610.7	829.8	868.3	资产负债率	64.6%	64.8%	69.9%	73.1%	69.5%
应付票据	268.1	300.6	473.6	760.4	694.3	负债权益比	182.3%	184.2%	232.2%	271.9%	227.4%
其他流动负债	265.0	304.9	268.0	279.3	284.1	流动比率	1.13	1.12	1.18	1.21	1.33
长期借款	86.6	154.1	160.0	160.0	160.0	速动比率	0.99	0.89	1.10	0.96	1.18
其他非流动负债	90.3	89.3	75.6	85.1	83.3	利息保障倍数	-13.30	-2.14	21.67	43.54	66.89
<b>负债总额</b>	1,132.8	1,201.4	1,648.0	2,174.6	2,150.0	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	0.1	0.1	-	-0.2	DPS(元)	0.40	0.30	0.37	0.75	1.07
股本	92.4	87.6	85.0	85.0	85.0	分红比率	50.8%	30.7%	43.1%	41.6%	38.5%
留存收益	534.4	583.2	624.7	714.8	860.7	股息收益率	1.5%	1.1%	1.4%	2.8%	4.0%
<b>股东权益</b>	621.3	652.2	709.8	799.8	945.4						
						<b>现金流量表</b>					
						(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	67.3	82.5	73.0	154.2	237.0
						加:折旧和摊销	53.8	61.8	65.2	65.2	65.2
						资产减值准备	4.7	3.4	-	-	-
						公允价值变动损失	-3.1	-0.5	1.7	1.8	1.3
						财务费用	1.5	0.5	3.7	4.0	4.0
						投资收益	-12.3	-8.7	-8.7	-8.0	-8.0
						少数股东损益	-	-0.1	-	-0.1	-0.2
						营运资金的变动	428.1	103.5	481.3	-20.2	286.7
						<b>经营活动产生现金流量</b>	353.2	123.1	616.1	196.7	585.9
						<b>投资活动产生现金流量</b>	-111.7	-105.0	4.3	4.0	5.9
						<b>融资活动产生现金流量</b>	-96.3	-31.3	-41.7	-52.8	-95.6

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034