

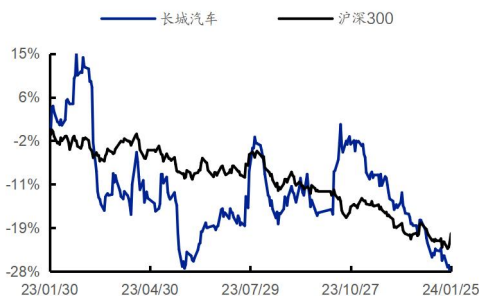
研究所：

证券分析师：戴畅 S0350523120004
daic@ghzq.com.cn

证券分析师：王琮 S0350523120006
wangl15@ghzq.com.cn

结构改善叠加出海放量，2023Q4 业绩符合预期 ——长城汽车（601633）2023 业绩快报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/01/25

表现	1M	3M	12M
长城汽车	-10.4%	-25.9%	-25.8%
沪深 300	-0.1%	-4.6%	-20.1%

市场数据

2024/01/25

当前价格(元)	22.30
52 周价格区间(元)	21.60-35.97
总市值(百万)	189,506.14
流通市值(百万)	137,552.49
总股本(万股)	849,803.32
流通股本(万股)	616,827.31
日均成交额(百万)	473.88
近一月换手(%)	0.22

相关报告

《长城汽车（601633）2023 年中报点评报告：营收增长利润承压，海外市场未来可期（增持）*乘用车*薛玉虎》——2023-08-31

《长城汽车（601633）2022 年报点评：盈利能力同比改善，重点关注海外+新能源+智能（增持）*乘用车*薛玉虎》——2023-04-01

事件：

长城汽车 2024 年 1 月 23 日发布业绩快报：公司 2023 年全年实现营业总收入 1734.10 亿元，与 2022 年同期 1373.40 亿元相比，同比+26.26%。2023 年全年实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 46.82 亿元，与 2022 年同期 44.77 亿元相比，同比+4.58%。

投资要点：

- 2023Q4 公司收入以及单车收入创季度历史新高。** 2023Q4 公司实现营业总收入 539.06 亿元，环比增长 8.8%，同比增长 42.4%。四季度总营收增长主要由总销量增长带动，2023Q4 公司实现销量 36.7 万辆，同/环比分别为+38.3%/+6.33%。2023Q4 单车收入稳步提升至 14.7 万元，同比提高 0.4 万元，环比提高 0.3 万元，同/环比+3.0%/+2.3%。我们认为，2023Q4 单车收入增长主要原因在于产品结构变化和出口增长两部分。1) 2023Q4 坦克品牌销量 5.8 万辆，相较 2023Q3 增加 1.2 万辆，同/环比分别为+67.2%/+25.5%，2023Q4 坦克品牌销量占比 15.8%，环比提升 2.4pct。2) 公司持续扎实推进汽车出海，2023Q4 实现出口 10.4 万辆，环比增长 18.9%，同比增长 69.8%。
- 2023Q4 扣非利润和单车扣非利润环比下滑或因年终奖等因素影响。** 2023Q4 归母净利 20.1 亿元，环比下降 44.6%，同比增长 1805.3%，2023Q4 扣非归母净利 8.7 亿元，环比下降 71.4%，同比增长 540.9%。2023Q4 单车归母净利 0.5 万元，同比+0.5 万元，环比-0.5 万元；扣非后 2023Q4 单车归母净利 0.2 万元，同比+0.2 万元，环比-0.6 万元。我们预计四季度扣非单车盈利环比下滑较多主要是年终奖及部分车型四季度折扣环比放大影响，还原年终奖影响预计公司 2023Q4 经营性业绩环比趋稳，符合我们预期。
- 盈利预测和投资评级** 公司坚持长期主义，技术扎实，积极拓展海外布局，随公司明年高端化新产品周期到来，我们预计公司未来收入等业绩指标持续向好，看好公司未来发展。公司出海及品牌高端化进展顺利，我们调整公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现主营业务收入 1711、2473、2732 亿元，同比增速为 25%、45%、10%；实现归母净利润 69.3、112.1、140.2 亿元，同比增速为-16%、

62%、25%；EPS 为 0.82、1.32、1.65 元，对应当前股价的 PE 估值分别为 27、17、14 倍。维持“增持”评级。

- **风险提示** 汽车（新能源汽车）市场销量增速不及预期；新车开发进程不及预期；国际市场需求不稳定、汇率波动风险；地缘政治因素导致海外市场业务发展不及预期；智能化发展进度不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	137340	171096	247281	273217
增长率(%)	1	25	45	10
归母净利润（百万元）	8266	6931	11214	14021
增长率(%)	23	-16	62	25
摊薄每股收益（元）	0.97	0.82	1.32	1.65
ROE(%)	13	10	15	16
P/E	32.55	27.34	16.90	13.52
P/B	3.98	2.78	2.47	2.16
P/S	1.89	1.11	0.77	0.69
EV/EBITDA	22.24	13.28	8.87	6.97

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：长城汽车盈利预测表

证券代码:	601633				股价:	22.30		投资评级:	增持		日期:	2024/01/25	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	13%	10%	15%	16%	EPS	0.91	0.82	1.32	1.65				
毛利率	19%	19%	20%	21%	BVPS	7.44	8.03	9.02	10.31				
期间费率	6%	8%	8%	8%	估值								
销售净利率	6%	4%	5%	5%	P/E	32.55	27.34	16.90	13.52				
成长能力					P/B	3.98	2.78	2.47	2.16				
收入增长率	1%	25%	45%	10%	P/S	1.89	1.11	0.77	0.69				
利润增长率	23%	-16%	62%	25%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.76	0.87	1.06	1.00	营业收入	137340	171096	247281	273217				
应收账款周转率	22.83	22.56	23.26	20.14	营业成本	110739	138188	197488	216585				
存货周转率	6.09	5.21	5.26	4.62	营业税金及附加	5121	6502	9397	10382				
偿债能力					销售费用	5876	7699	11375	12841				
资产负债率	65%	67%	71%	69%	管理费用	4893	5475	8160	8743				
流动比	1.12	1.14	1.16	1.22	财务费用	-2488	459	369	209				
速动比	0.75	0.75	0.78	0.83	其他费用/(-收入)	6445	8041	11870	12841				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	7967	6902	11535	14668				
现金及现金等价物	37827	44987	61955	75857	营业外净收支	840	870	900	880				
应收款项	9347	11882	17378	19353	利润总额	8807	7772	12436	15548				
存货净额	22375	30708	44435	49333	所得税费用	554	855	1244	1555				
其他流动资产	38132	43285	57988	63286	净利润	8253	6917	11192	13993				
流动资产合计	107681	130861	181756	207828	少数股东损益	-13	-14	-22	-28				
固定资产	26949	26672	26059	25164	归属于母公司净利润	8266	6931	11214	14021				
在建工程	8306	7475	6728	6055	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	32136	32692	34312	35752	经营活动现金流	12311	13027	22856	18883				
长期股权投资	10286	10647	10847	10947	净利润	8266	6931	11214	14021				
资产总计	185357	208347	259701	285747	少数股东损益	-13	-14	-22	-28				
短期借款	5943	4481	4981	5981	折旧摊销	6609	5204	5561	5967				
应付款项	59367	73700	104230	113106	公允价值变动	-50	0	0	0				
预收账款	0	0	0	0	营运资金变动	-1312	2574	7543	381				
其他流动负债	30491	36695	47634	51310	投资活动现金流	-10505	-2029	-3567	-3374				
流动负债合计	95802	114876	156845	170397	资本支出	-15859	-4220	-4813	-4832				
长期借款及应付债券	18917	19491	20491	21991	长期投资	4779	-711	-320	-240				
其他长期负债	5422	5766	5766	5766	其他	576	2901	1566	1698				
长期负债合计	24339	25257	26257	27757	筹资活动现金流	-3133	-3581	-2320	-1607				
负债合计	120141	140133	183102	198154	债务融资	21738	1125	1500	2500				
股本	8765	8498	8498	8498	权益融资	357	-255	-7	0				
股东权益	65216	68214	76599	87593	其它	-25228	-4451	-3813	-4107				
负债和股东权益总计	185357	208347	259701	285747	现金净增加额	-1009	7160	16969	13902				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

王琿，分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及特斯拉产业链。

【分析师承诺】

戴畅，王琿，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代

自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。