

2024年02月07日  
长城汽车 (601633.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

乘用车 III

# 1月新能源销量 2.5 万台，坦克系列表现亮眼

**事件：**据公司公告，1月批发销量为 10.4 万台，同比增长 69%，环比下滑 8%，其中新能源车销售 2.5 万台，同比增长 126%，环比下滑 16%。

**坦克系列表现亮眼，蓝山、猛龙等重点车型维持较好销量。**

整体来看，我们认为 1 月批发销量环比下滑 0.8 万台，主要系出口下滑以及主动控制库存所致，剔除皮卡及出口销量后，1 月公司乘用车国内批发销量约 6.3 万台，而根据懂车帝 1 月公司乘用车零售销量约 8 万台。分品牌来看：

**1) 坦克：**1 月销售 2.0 万台，同比增长 239%，环比增长 16% (增加 2755 台)，根据坦克公众号，燃油车方面，1 月坦克 300/500 分别销售 9340/1096 台，环比+1579/-200 台；新能源方面，500/400Hi4-T 批发销量分别为 5045/4586 台，环比增加 876/500 台，根据懂车帝，基本无折扣情况下订单表现较好，合计日均增加订单约 250 台，等车周期在 1 个月左右，1 月第 4 周合计零售 2242 台、环比增加 285 台，产能提升、交付明显加速。1 月 30 日坦克 700 Hi4-T 开启预售，极致版、极境版预售价分别为 46.8 万、50.8 万元，72 小时预售量已达 3128 台，我们预计后续有望持续贡献利润增量。

**2) 魏牌：**1 月销售 3351 台，同比增长 217%，环比下滑 5%，其中根据懂车帝，在终端约 3-4 万优惠驱动下，蓝山 1 月周均零售量约 700 台、较 23Q3 周均约 550 台已有提升，我们预计今年改款推出后，销量有望再上台阶。

**3) 哈弗：**1 月销售 5.9 万台，同比增长 51%，环比下滑 10%，其中燃油车批发量 5.3 万台、环比减少 4457 台，新能源批发量 6005 台、环比减少 2018 台。重点车型猛龙批发量 4207 台 (环比减少 1891 台)，1 月第 4 周零售量 1025 台、环比增加 141 台，凭借产品差异化优势保持较好销量表现。我们预计随着 2024 年枭龙 Max 改款、二代大狗 Hi4、四代 H6 等车型上市，哈弗品牌有望实现销量突破。

**4) 欧拉：**1 月销售 0.6 万台，同比增长 63%，环比下滑 40%。

**5) 皮卡：**1 月销售 1.5 万台，同比增长 32%，环比下滑 4%。

**1 月出口 2.6 万台，同比+65%，环比-21%，拉美、东盟、中东等市场均有新突破。**公司持续深入布局全球化：据公司公告，(1) **拉美市场：**在墨西哥，公司 GWM 品牌、哈弗 JOLION HEV 分别荣获 2023 年“新晋第一汽车品牌”、“SUV 首席车型”；在智利完成了纯电+混动产品布局，1 月欧拉好猫正式上市，截至 2023 年 12 月公司在强混 HEV 市场中销量排名第二、市占率达 27.4%；(2) **东盟市场：**1 月公司与马来西亚大型制造业上市集团公司 EPMB 正式完成 CKD 组装合作签约，预计今年将正式投入组装生产；首台本地生产的欧拉好猫量产车于泰国罗勇工厂下线，同时公司成为泰国首批获得政府批准的 EV 3.5 政策的汽车品牌；(3) **中东市场：**首批魏牌高山出口迪拜，开拓中东豪华商务出行新市场。

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
6 个月目标价	41.3 元
股价 (2024-02-06)	21.43 元

总市值(百万元)	182,116.80
流通市值(百万元)	132,190.04
总股本(百万股)	8,498.22
流通股本(百万股)	6,168.46
12 个月价格区间	19.87/35.64 元

## 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.8	-19.0	-13.0
绝对收益	-9.3	-27.8	-32.0

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

业绩符合预期，新能源越野 & 出海驱动未来增长	2024-01-24
12 月新能源车表现稳健，全年海外销量突破 30 万台	2024-01-04
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

**目 新能源越野+出口核心逻辑不变，主流市场有望突破。**

- 1) **新能源越野有望带来高弹性增长。**新能源越野行业空间大，坦克 500/400 热度居高不下，后续坦克 300/700 PHEV 等多款新车上市有望贡献显著业绩增量。
- 2) **出海布局加速，俄罗斯市场有望高增。**23 年长城出口总量超 30 万，已完成东盟核心市场全覆盖，重点车型在欧洲、中东、澳新、东盟等区域已上市，巴西整车工厂投产后将加速海外本地化产销进程。我们预计俄罗斯市场 24 年有坦克 500 混动城市版、哈弗 H3、H5、H7、H9、F7、F8 等多款新车型上市，有望持续高增。
- 3) **多款新车上市，主流市场有望持续突破。**新品定位清晰、营销渠道转型，随着未来枭龙 Max 改款、蓝山高阶智驾版等新车上市，主流新能源市场有望持续突破。

**目 投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 70.1、140.4、195.3 亿元，对应当前市值 PE 分别为 25.1、12.5 和 9.0 倍。考虑到公司 2024 年新能源越野和出口业务增长下销量结构明显优化，盈利有望显著上行，我们给予公司 2024 年 25 倍市盈率，对应 6 个月目标价 41.3 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	1,734.1	2,776.3	3,356.5
净利润	67.3	82.7	70.1	140.4	195.3
每股收益(元)	0.79	0.97	0.82	1.65	2.30
每股净资产(元)	7.31	7.67	8.33	9.30	10.71

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	26.2	21.3	25.1	12.5	9.0
市净率(倍)	2.8	2.7	2.5	2.2	1.9
净利润率	4.9%	6.0%	4.0%	5.1%	5.8%
净资产收益率	10.8%	12.7%	9.9%	17.8%	21.5%
股息收益率	1.9%	1.4%	1.7%	3.3%	4.3%
ROIC	10.6%	16.9%	15.3%	21.0%	22.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

坦克新能源持续表现优异， 2023-09-06  
海外月销再创历史新高

**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	1,734.1	2,776.3	3,356.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,143.7	1,107.4	1,399.4	2,204.4	2,641.6	营业收入增长率	32.0%	0.7%	26.3%	60.1%	20.9%
营业税费	42.3	51.2	60.7	124.9	151.0	营业利润增长率	10.7%	25.1%	-9.9%	118.8%	38.5%
销售费用	51.9	58.8	78.0	111.1	134.3	净利润增长率	25.4%	22.9%	-15.2%	100.3%	39.1%
管理费用	40.4	48.9	55.5	61.1	73.8	EBITDA 增长率	-1.4%	1.4%	22.9%	69.4%	25.4%
研发费用	44.9	64.5	79.8	113.8	134.3	EBIT 增长率	-10.4%	-10.7%	41.8%	129.3%	35.0%
财务费用	-4.5	-24.9	3.7	16.0	16.0	NOPLAT 增长率	0.5%	-3.5%	29.4%	121.4%	35.0%
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%	-102.9%	625.5%	378.1%
加:公允价值变动收益	3.1	0.5	1.7	-	-	净资产增长率	8.3%	5.0%	8.6%	11.6%	15.2%
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	71.8	157.0	217.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	11.1	8.4	7.8	8.0	12.0	毛利率	16.2%	19.4%	19.3%	20.6%	21.3%
<b>利润总额</b>	74.8	88.1	79.6	165.0	229.5	营业利润率	4.7%	5.8%	4.1%	5.7%	6.5%
减:所得税	7.6	5.5	9.5	24.8	34.4	净利润率	4.9%	6.0%	4.0%	5.1%	5.8%
<b>净利润</b>	67.3	82.7	70.1	140.4	195.3	EBITDA/营业收入	8.3%	8.3%	8.1%	8.6%	8.9%
						EBIT/营业收入	4.4%	3.9%	4.4%	6.2%	7.0%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	74	71	52	27	18
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-18	-48	-75	-72	-75
货币资金	330.5	357.7	857.1	1,017.7	1,483.0	流动资产周转天数	274	283	272	245	247
交易性金融资产	60.5	20.5	22.3	24.0	25.4	应收账款周转天数	15	20	17	18	18
应收账款	65.3	90.1	74.9	195.9	146.4	存货周转天数	28	48	33	35	38
应收票据	31.8	27.4	11.0	70.9	35.1	总资产周转天数	435	473	424	331	312
预付账款	17.5	22.3	9.4	48.5	26.2	投资资本周转天数	106	97	44	-7	-28
存货	139.7	223.7	91.8	452.9	252.2						
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%	9.9%	17.8%	21.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	4.5%	3.1%	4.9%	6.6%
长期股权投资	95.2	102.9	102.9	102.9	102.9	ROIC	10.6%	16.9%	15.3%	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%	4.0%	4.0%
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%	2.2%	2.2%
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%	4.1%	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%	0.6%	0.5%
<b>资产总额</b>	1,754.1	1,853.6	2,235.7	2,864.1	2,948.1	四费/营业收入	9.7%	10.7%	12.5%	10.9%	10.7%
短期债务	52.0	59.4	60.0	60.0	60.0	<b>偿债能力</b>					
应付账款	370.8	293.1	545.9	775.6	808.0	资产负债率	64.6%	64.8%	68.3%	72.4%	69.1%
应付票据	268.1	300.6	418.1	714.0	642.6	负债权益比	182.3%	184.2%	215.7%	262.5%	224.0%
其他流动负债	265.0	304.9	268.0	279.3	284.1	流动比率	1.13	1.12	1.20	1.22	1.33
长期借款	86.6	154.1	160.0	160.0	160.0	速动比率	0.99	0.89	1.13	0.97	1.19
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	20.40	10.81	14.60
<b>负债总额</b>	1,132.8	1,201.4	1,527.6	2,074.0	2,038.1	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	0.1	0.1	-	-0.2	DPS(元)	0.40	0.30	0.36	0.69	0.88
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	623.1	705.1	825.3	股息收益率	1.9%	1.4%	1.7%	3.3%	4.3%
<b>股东权益</b>	621.3	652.2	708.1	790.1	910.0						
						<b>现金流量表</b>					
						(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	67.3	82.5	70.1	140.4	195.3
						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	-	-
						财务费用	1.5	0.5	3.7	16.0	16.0
						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	403.5	0.4	281.4
						<b>经营活动产生现金流量</b>	353.2	123.1	535.4	213.9	549.6
						<b>投资活动产生现金流量</b>	-111.7	-105.0	4.3	5.8	7.3
						<b>融资活动产生现金流量</b>	-96.3	-31.3	-40.4	-59.0	-91.6

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