

2024年02月27日
 长城汽车 (601633.SH)

SDIC


公司快报

证券研究报告

乘用车 III

坦克 700Hi4-T 上市, 打造豪华硬派越野 SUV

事件: 2月26日坦克700 Hi4-T正式上市, 极致版、极境版售价分别为42.8万元、46.8万元, 较预售价格低4万, 限定版售价70万元。

定位豪华硬派越野 SUV, 动力与越野性能表现优秀。

根据公司官网, 坦克700 Hi4-T定位豪华硬派越野 SUV, 车身高超5m、轴距3m。(1) 动力: 搭载3.0T V6发动机+P2电机+9HAT变速器, 最大功率265kW, 最大扭矩800N·m, 百公里馈电油耗10.9L, 百公里加速5秒级;(2) 越野性能: 配备空气弹簧+CDC电磁减振器, 拥有智能四驱+Mlock机械锁、12种模式全地形系统, 通过性优秀, 最大接近角37.8°、最大离去角37.6°、最大涉水深度970mm。

新能源越野差异化优势显著, 坦克700 Hi4-T与竞品对比综合产品力强。

(1) 新能源越野相比城市 SUV, 具备空间更大、坐姿更高、越野功能强、性价比高等优势; 相比燃油越野车, 具备驾乘体验好、可外放电、油耗更低、价格更便宜等优势。

(2) 我们选取路虎卫士进行对比, 坦克700 Hi4-T在加速表现、主动安全(多了DOW开门预警、车道居中保持、疲劳驾驶提示等功能)、辅助驾驶(多了车侧盲区影像、自动变道辅助、匝道自动驶出(入)、自动泊车入位等功能)、座椅配置(多了主副驾腿托调节、第二排座椅电动调节等功能)、影音设备等方面均更具优势, 且标配前/后桥差速锁, 越野性能表现出色, 价格也具备显著优势。

新能源越野行业格局好, 我们预计坦克700 Hi4-T稳态月销有望达3k。

新能源越野行业空间大, 根据我们此前外发报告《新能源越野: 行业从0到1, 重点车企加速布局》, 远期市场空间有望突破300万, 竞争格局好, 目前坦克在新能源硬派越野赛道主要竞品仅方程豹。根据公司公告, 坦克400、500Hi4-T月销均维持在4-5千台, 700 Hi4-T上市后坦克品牌成功实现20-50万价格带全覆盖。根据捷豹路虎中国, 2023年路虎卫士国内销售2万台, 参考竞品销量及产品力对比, 我们预计坦克700 Hi4-T稳态月销有望达到3千台。

新能源越野+出口核心逻辑不变, 主流市场有望突破。

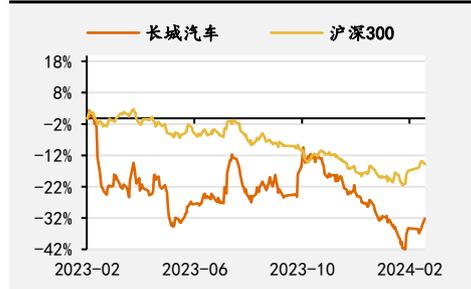
1) 新能源越野有望带来高弹性增长。坦克500/400热度居高不下, 坦克300/700 PHEV等多款新车上市有望贡献显著业绩增量。

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。

投资评级	买入-A 维持评级
6个月目标价	41.3元
股价 (2024-02-26)	23.20元

总市值(百万元)	198,215.58
流通市值(百万元)	143,108.21
总股本(百万股)	8,543.77
流通股本(百万股)	6,168.46
12个月价格区间	19.87/35.41元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.1	-12.7	-17.5
绝对收益	5.6	-15.0	-32.4

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

1月新能源销量2.5万台, 坦克系列表现亮眼	2024-02-07
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

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 28.1、14.0 和 10.1 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。

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

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	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)	7.27	7.63	8.33	9.30	10.71

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	29.5	24.0	28.1	14.0	10.1
市净率(倍)	3.2	3.0	2.8	2.5	2.2
净利率	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	1.7%	1.3%	1.5%	3.0%	3.8%
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

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
营业收入	1,364.0	1,373.4	1,734.1	2,776.3	3,356.5	成长性					
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						
营业利润	63.7	79.7	71.8	157.0	217.5	利润率					
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%
利润总额	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%
净利润	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%
						运营效率					
资产负债表						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	投资回报率					
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	费用率					
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%
资产总额	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	偿债能力					
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
负债总额	1,132.8	1,201.4	1,527.6	2,074.0	2,038.1	分红指标					
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	1.7%	1.3%	1.5%	3.0%	3.8%
股东权益	621.3	652.2	708.1	790.1	910.0						
						现金流量表					
						(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
						经营活动产生现金流量	353.2	123.1	535.4	213.9	549.6
						投资活动产生现金流量	-111.7	-105.0	4.3	5.8	7.3
						融资活动产生现金流量	-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