



买入(维持)

所属行业: 汽车/乘用车
当前价格(元): 23.59

2月汽车销量同比+4%，出口表现亮眼

证券分析师

邓健全

资格编号: S0120523100001

邮箱: dengjq@tebon.com.cn

赵悦媛

资格编号: S0120523100002

邮箱: zhaoyy5@tebon.com.cn

赵启政

资格编号: S0120523120002

邮箱: zhaoqz@tebon.com.cn

投资要点

- **事件: 长城汽车公布2月销量。**2月长城汽车实现汽车销量7.1万辆, 同比+4.1%, 环比-31.7%。2024年1-2月实现汽车销量17.5万辆, 同比+34.9%。分品牌看, (1) 2月哈弗品牌销量4.5万辆, 同比+14.2%, 环比-24.3%; 2024年1-2月实现销量10.4万辆, 同比+32.5%; (2) 2月WEY品牌销量0.3万辆, 同比+147.1%, 环比-20.9%; 2024年1-2月实现销量0.6万辆, 同比+182.0%; (3) 2月长城皮卡销量1.0万辆, 同比-39.0%, 环比-32.4%; 2024年1-2月实现销量2.6万辆, 同比-10.1%; (4) 2月欧拉品牌销量0.3万辆, 同比-32.8%, 环比-49.9%; 2024年1-2月实现销量0.9万辆, 同比+10.5%; (5) 2月坦克品牌销量1.0万辆, 同比+60.2%, 环比-49.3%; 2024年1-2月实现销量3.0万辆, 同比+146.6%。

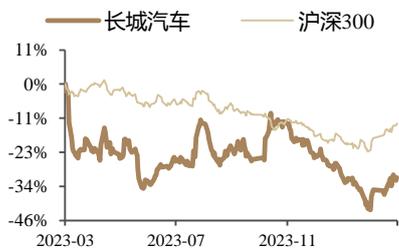
- **新能源加速转型, 公司产品矩阵不断丰富。**2月新能源汽车销量1.2万辆, 同比+47.1%, 环比-51.0%; 1-2月新能源汽车总销量3.7万辆, 同比+154.6%。公司不断丰富产品矩阵: 2月26日, 坦克700 Hi4T上市, 配置3.0T Hi4T顶级大排量混动系统, 限定版、极境版、极致版分别定价70万元、46.8万元、42.8万元, 上市24h订单量达6137辆; 2024年, 欧拉计划推出轿车、SUV多款全新产品, 实现A0到C级市场全面覆盖。油车方面, 3月1日, 哈弗H5上新, 汽油车领创两驱升级为领创四驱, 柴油领创四驱新增选装包。

- **海外表现亮眼, 出口进程加速。**2月汽车出口3.1万辆, 同比+123.5%, 环比+16.0%; 1-2月汽车总出口5.7万辆, 同比+91.9%。2月27日, 长城汽车坦克300在南非正式上市, 为长城汽车在南非市场推出的首款新能源越野SUV。2024年公司将继续深耕南非市场, 还将陆续推出哈弗JOLION Pro、坦克500等重点车型, 不断丰富产品矩阵。目前, 长城汽车旗下五大品牌全部实现出海, 涵盖哈弗H6新能源、坦克500新能源、欧拉好猫、魏牌摩卡PHEV等多款高价值智能新能源产品。

- **盈利预测与投资建议:** 我们维持盈利预测, 预计公司2023-2025年归母净利润为70.08、96.33、129.99亿元, 对应PE为29、21、16倍, 维持“买入”评级。

- **风险提示:** 市场价格竞争超预期、公司新能源转型不及预期、公司新车销量不及预期。

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	18.72	-0.70	-9.22
相对涨幅(%)	7.31	-7.80	-14.27

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《1月汽车销量10.4万辆, 坦克品牌表现亮眼》, 2024.2.7
2. 《2023年预计实现归母净利润70.1亿元, 高端化及出口进程加速》, 2024.1.24
3. 《2023年全年汽车销量123万辆, 海外销量破30万辆》, 2024.1.4
4. 《11月新能源、出口表现持续亮眼》, 2023.12.6
5. 《2023Q3单车净利润环比大幅提升, 高端化稳步推进》, 2023.10.28

股票数据

总股本(百万股):	8,543.77
流通 A 股(百万股):	6,168.46
52 周内股价区间(元):	19.87-34.32
总市值(百万元):	201,547.65
总资产(百万元):	191,353.81
每股净资产(元):	7.70

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	136,405	137,340	173,410	226,136	274,059
(+/-)YOY(%)	32.0%	0.7%	26.3%	30.4%	21.2%
净利润(百万元)	6,726	8,266	7,008	9,633	12,999
(+/-)YOY(%)	25.4%	22.9%	-15.2%	37.5%	34.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.79	0.97	0.82	1.13	1.52
毛利率(%)	16.2%	19.4%	18.8%	19.4%	20.0%
净资产收益率(%)	10.8%	12.7%	9.9%	11.9%	13.8%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.91	0.82	1.13	1.52
每股净资产	7.44	8.29	9.48	11.05
每股经营现金流	1.40	0.90	2.84	2.60
每股股利	0.30	0.30	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	32.55	28.76	20.92	15.51
P/B	3.98	2.84	2.49	2.14
P/S	1.51	1.16	0.89	0.73
EV/EBITDA	22.24	14.61	10.79	8.13
股息率%	1.0%	1.3%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.4%	18.8%	19.4%	20.0%
净利润率	6.0%	4.0%	4.3%	4.7%
净资产收益率	12.7%	9.9%	11.9%	13.8%
资产回报率	4.5%	3.4%	3.9%	4.6%
投资回报率	4.7%	7.2%	8.9%	10.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.7%	26.3%	30.4%	21.2%
EBIT 增长率	4.1%	71.6%	36.0%	31.8%
净利润增长率	22.9%	-15.2%	37.5%	34.9%
偿债能力指标				
资产负债率	64.8%	65.3%	67.1%	66.6%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.9
现金比率	0.4	0.3	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	15.8	15.0	14.6	15.1
存货周转天数	59.1	60.2	57.5	60.2
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0
固定资产周转率	5.1	6.3	7.7	8.9

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	8,266	7,008	9,633	12,999
少数股东损益	-13	2	3	4
非现金支出	6,972	5,569	5,952	6,150
非经营收益	-1,602	-1,082	-289	-220
营运资金变动	-1,312	-3,784	8,925	3,249
经营活动现金流	12,311	7,712	24,223	22,181
资产	-15,859	-7,388	-8,663	-8,533
投资	4,779	0	0	0
其他	576	2,618	882	806
投资活动现金流	-10,505	-4,770	-7,782	-7,727
债权募资	21,738	2,013	0	0
股权募资	357	-256	-7	0
其他	-25,228	-2,349	-1,037	-1,037
融资活动现金流	-3,133	-593	-1,044	-1,037
现金净流量	-1,009	2,092	15,397	13,417

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 5 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	137,340	173,410	226,136	274,059
营业成本	110,739	140,733	182,306	219,382
毛利率%	19.4%	18.8%	19.4%	20.0%
营业税金及附加	5,121	6,156	8,028	9,729
营业税金率%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%
营业费用	5,876	7,595	9,837	11,839
营业费用率%	4.3%	4.4%	4.3%	4.3%
管理费用	4,893	4,595	5,936	7,126
管理费用率%	3.6%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	6,445	8,064	10,572	12,881
研发费用率%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
EBIT	4,834	8,296	11,284	14,876
财务费用	-2,488	536	545	398
财务费用率%	-1.8%	0.3%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-337	-328	-378	-348
投资收益	671	864	882	806
营业利润	7,967	7,143	10,283	14,020
营业外收支	840	617	456	458
利润总额	8,807	7,760	10,739	14,478
EBITDA	11,444	13,438	16,776	20,609
所得税	554	750	1,104	1,475
有效所得税率%	6.3%	9.7%	10.3%	10.2%
少数股东损益	-13	2	3	4
归属母公司所有者净利润	8,266	7,008	9,633	12,999

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	35,773	37,866	53,263	66,680
应收账款及应收票据	9,347	11,514	15,140	18,298
存货	22,375	24,685	33,596	39,779
其它流动资产	40,186	50,657	60,488	71,023
流动资产合计	107,681	124,722	162,487	195,780
长期股权投资	10,286	10,286	10,286	10,286
固定资产	26,949	28,497	30,070	31,497
在建工程	8,306	9,100	9,941	10,545
无形资产	8,197	9,451	10,655	11,876
非流动资产合计	77,677	79,745	83,362	86,614
资产总计	185,357	204,466	245,849	282,394
短期借款	5,943	5,943	5,943	5,943
应付票据及应付账款	59,367	65,960	89,541	106,108
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	30,491	37,004	44,716	51,275
流动负债合计	95,802	108,907	140,200	163,326
长期借款	15,406	15,406	15,406	15,406
其它长期负债	8,934	9,277	9,277	9,277
非流动负债合计	24,339	24,683	24,683	24,683
负债总计	120,141	133,590	164,883	188,009
实收资本	8,765	8,496	8,496	8,496
普通股股东权益	65,201	70,868	80,955	94,370
少数股东权益	15	9	11	15
负债和所有者权益合计	185,357	204,466	245,849	282,394

信息披露

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。