

2024年03月29日
长城汽车 (601633.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

乘用车 III

出海布局加速，新车上市有望超预期

目 事件：3月28日，公司发布2023年年报：2023年实现营业收入1732.1亿元，同比+26.1%，归母净利润70.2亿元，同比-15.1%，扣非归母净利润48.3亿元，同比+8.0%。其中Q4实现营业收入537.1亿元，同比+41.8%、环比+8.4%；归母净利润20.3亿元，同比+1818.2%、环比-44.2%；扣非归母净利润10.3亿元，同比+652.0%、环比-66.3%。

目 公司业绩与此前快报基本一致，量价齐升驱动收入增长。

1) **量增：**2023年公司汽车总销量123万辆、同比+15.9%，其中Q4销售36.6万台、环比+6.3%；

2) **价升：**2023年ASP达到14.1万元、同比提升1.1万元，主要原因在于销售结构优化：①2023年坦克销量16.3万台，占比提升1.4pct至13.2% ②出口销量31.4万台、同比+82.4%，占比提升9.3pct至25.5%，国内/海外单车ASP分别为12.9/16.9万元、同比提升0.7/1.6万元；其中Q4整体单车ASP14.7万元、环比+0.3万元。

目 毛利率略有下滑，扣除汇兑影响单车盈利基本持平。

1) **毛利率：**2023年公司毛利率18.7%、同比下滑0.6pct，其中国内和海外毛利率分别为15.5%/26.0%；Q4毛利率为18.5%，同比提升0.5pct 主要系销量结构优化以及上游原材料价格下降，环比下滑3.2pct 我们认为主要系终端折扣力度加大、主动控制燃油车库存等影响；

2) **费用端：**2023年销售费用率4.8%，同比+0.5pct，主要系加大新能源车型投放力度、增加相应渠道营销投入等所致；管理费用率2.7%，同比-0.8pct，主要系股份支付费用减少以及规模优势凸显；研发费用率4.6%、基本持平，研发投入保持稳健，2024年将有Coffee OS 3、无图全场景NOA发布；

3) **单车盈利：**2023年单车净利0.6万元，同比下滑0.2万元，主要系去年同期受汇兑损益影响较大，在新能源销量占比提升9.6pct至20.8%的情况下，若剔除汇兑损益影响，实现单车净利0.6万元、与去年同期基本持平；Q4单车净利0.6万元、环比-0.5万元，主要受到终端折扣力度加大、主动控制燃油车库存以及年终奖金计提影响。

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，2024年坦克700/300PHEV等多款新车上市有望贡献显著业绩增量。

2) **出海布局加速。**23年长城出口总量超30万，24年将在欧洲、东盟、拉美、中东、澳洲、南非等多个地区实现全面布局，3月已有坦克300进入南非与墨西哥市场，坦克500与哈弗H6登陆印尼市场，同时巴西整车工厂投产后将加速海外本地化产销进程。

3) **多款新车上市，主流市场有望持续突破。**3月二代大狗Hi4上市、有望提振销量，未来枭龙Max改款、蓝山改款等新车上市，在续航、动力、外观、内饰、智驾均有升级，有望取得超预期表现。

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

40.67元

股价 (2024-03-28)

22.82元

交易数据

总市值(百万元) 194,968.95

流通市值(百万元) 140,764.20

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 19.87/30.98元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.2	-12.7	-7.6
绝对收益	0.9	-9.6	-19.5

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

2月销量符合预期，出口表现亮眼 2024-03-06

坦克700Hi4-T上市，打造豪华硬派越野 SUV 2024-02-27

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 2024-01-04

投资建议：维持“买入-A”评级。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 139.0、195.2、227.1 亿元，对应当前市值 PE 分别为 14.0、10.0 和 8.6 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 40.67 元/股。

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等。

年海外销量突破 30 万台

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	1,373.4	1,732.1	2,785.4	3,300.4	3,696.5
净利润	82.7	70.2	139.0	195.2	227.1
每股收益(元)	0.97	0.82	1.63	2.28	2.66
每股净资产(元)	7.63	8.02	9.24	11.09	13.33

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	23.6	27.8	14.0	10.0	8.6
市净率(倍)	3.0	2.8	2.5	2.1	1.7
净利润率	6.0%	4.1%	5.0%	5.9%	6.1%
净资产收益率	12.7%	10.3%	17.6%	20.6%	19.9%
股息收益率	1.3%	0.0%	1.9%	1.9%	1.8%
ROIC	16.9%	14.7%	33.9%	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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,373.4	1,732.1	2,785.4	3,300.4	3,696.5	成长性					
减:营业成本	1,107.4	1,407.7	2,211.0	2,603.1	2,901.8	营业收入增长率	0.7%	26.1%	60.8%	18.5%	12.0%
营业税费	51.2	59.9	125.9	148.2	166.3	营业利润增长率	25.1%	-9.6%	109.0%	41.5%	18.4%
销售费用	58.8	82.9	113.8	132.6	148.5	净利润增长率	22.9%	-15.1%	98.0%	40.4%	16.3%
管理费用	48.9	47.4	61.7	72.2	80.8	EBITDA 增长率	1.4%	21.2%	72.5%	26.2%	13.0%
研发费用	64.5	80.5	118.5	129.4	145.0	EBIT 增长率	-10.7%	24.0%	152.3%	37.6%	17.1%
财务费用	-24.9	-1.3	16.0	16.0	16.0	NOPLAT 增长率	-3.5%	23.7%	122.9%	37.6%	17.1%
资产减值损失	-3.4	-4.9	-4.0	-4.0	-4.0	投资资本增长率	42.1%	-3.5%	-99.1%	7,354.0%	-210.6%
加:公允价值变动收益	0.5	-0.3	-	-	-	净资产增长率	5.0%	5.0%	15.3%	20.0%	20.3%
投资和汇兑收益	6.7	7.6	8.0	10.0	10.0						
营业利润	79.7	72.0	150.5	213.1	252.2	利润率					
加:营业外净收支	8.4	6.2	13.0	16.6	15.0	毛利率	19.4%	18.7%	20.6%	21.1%	21.5%
利润总额	88.1	78.2	163.5	229.7	267.2	营业利润率	5.8%	4.2%	5.4%	6.5%	6.8%
减:所得税	5.5	8.0	24.5	34.4	40.1	净利润率	6.0%	4.1%	5.0%	5.9%	6.1%
净利润	82.7	70.2	139.0	195.2	227.1	EBITDA/营业收入	8.3%	8.0%	8.6%	9.1%	9.2%
						EBIT/营业收入	3.9%	3.8%	6.0%	6.9%	7.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	71	59	37	27	20
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-48	-43	-53	-44	-48
货币资金	357.7	383.4	933.5	824.3	1,596.7	流动资产周转天数	283	235	205	214	230
交易性金融资产	20.5	41.1	22.3	24.0	25.4	应收帐款周转天数	20	19	18	19	19
应收帐款	90.1	93.1	188.5	163.6	222.7	存货周转天数	48	51	41	46	45
应收票据	27.4	29.5	62.6	57.3	68.7	总资产周转天数	473	402	307	292	292
预付帐款	22.3	38.7	34.6	62.9	47.3	投资资本周转天数	97	88	27	15	-1
存货	223.7	266.3	370.4	466.2	459.9						
其他流动资产	335.0	333.8	369.1	345.9	349.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.7%	10.3%	17.6%	20.6%	19.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.5%	3.5%	5.1%	7.4%	6.7%
长期股权投资	102.9	107.5	107.5	107.5	107.5	ROIC	16.9%	14.7%	33.9%	21.0%	22.5%
投资性房地产	4.2	4.5	4.5	4.5	4.5	费用率					
固定资产	269.5	302.4	263.9	225.4	187.0	销售费用率	4.3%	4.8%	4.1%	4.0%	4.0%
在建工程	83.1	64.8	64.8	64.8	64.8	管理费用率	3.6%	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%
无形资产	201.8	233.8	199.7	165.6	131.5	研发费用率	4.7%	4.6%	4.3%	3.9%	3.9%
其他非流动资产	115.4	114.0	112.4	112.1	111.3	财务费用率	-1.8%	-0.1%	0.6%	0.5%	0.4%
资产总额	1,853.6	2,012.7	2,733.7	2,624.2	3,376.9	四费/营业收入	10.7%	12.1%	11.1%	10.6%	10.6%
短期债务	59.4	57.0	60.0	60.0	60.0	偿债能力					
应付帐款	293.1	405.5	691.7	600.0	839.9	资产负债率	64.8%	66.0%	71.1%	63.9%	66.3%
应付票据	300.6	279.4	631.6	440.9	754.6	负债权益比	184.2%	193.8%	246.2%	177.0%	196.4%
其他流动负债	304.9	366.5	312.1	327.8	335.5	流动比率	1.12	1.07	1.17	1.36	1.39
长期借款	154.1	132.9	160.0	160.0	160.0	速动比率	0.89	0.83	0.95	1.03	1.16
其他非流动负债	89.3	86.4	88.7	88.1	87.7	利息保障倍数	-2.14	-52.43	10.41	14.32	16.76
负债总额	1,201.4	1,327.6	1,944.0	1,676.9	2,237.7	分红指标					
少数股东权益	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	DPS(元)	0.30	-	0.44	0.44	0.41
股本	87.6	85.0	85.4	85.4	85.4	分红比率	30.7%	0.0%	27.2%	19.3%	15.5%
留存收益	583.2	603.0	704.2	861.8	1,053.7	股息收益率	1.3%	0.0%	1.9%	1.9%	1.8%
股东权益	652.2	685.1	789.7	947.3	1,139.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.97	0.82	1.63	2.28	2.66
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	7.63	8.02	9.24	11.09	13.33
净利润	82.5	70.2	139.0	195.2	227.1	PE(X)	23.6	27.8	14.0	10.0	8.6
加:折旧和摊销	61.8	73.6	72.6	72.6	72.6	PB(X)	3.0	2.8	2.5	2.1	1.7
资产减值准备	3.4	4.9	-	-	-	P/FCF	46.6	24.0	3.4	-27.5	2.4
公允价值变动损失	-0.5	0.3	-	-	-	P/S	1.4	1.1	0.7	0.6	0.5
财务费用	0.5	7.3	16.0	16.0	16.0	EV/EBITDA	20.8	13.5	4.9	4.2	1.5
投资收益	-8.7	-8.5	-8.0	-10.0	-10.0	CAGR(%)	33.2%	47.9%	27.4%	33.2%	47.9%
少数股东损益	-0.1	-	-	-	-	PEG	0.7	0.6	0.5	0.3	0.2
营运资金的变动	103.5	75.7	342.9	-343.3	506.8	ROIC/WACC	1.8	1.5	3.5	2.3	2.5
经营活动产生现金流量	123.1	177.5	562.4	-69.5	812.5	REP	3.1	2.9	89.6	-	-0.2
投资活动产生现金流量	-105.0	-104.5	25.1	9.0	8.7						
融资活动产生现金流量	-31.3	10.5	-37.5	-48.7	-48.7						

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