

长城汽车(601633.SH)

海外业务盈利强，坦克及皮卡优势地位突出

推荐（维持）

股价：22.84元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.gwm.com.cn
大股东/持股	保定创新长城资产管理有限公司 /60.19%
实际控制人	魏建军
总股本(百万股)	8,544
流通A股(百万股)	6,168
流通B/H股(百万股)	2,319
总市值(亿元)	1,591
流通A股市值(亿元)	1,409
每股净资产(元)	7.98
资产负债率(%)	66.0

行情走势图



证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
BQV509
WANGDEAN002@pingan.com.cn

王跟海 投资咨询资格编号
S1060523080001
WANGGENHAI964@pingan.com.cn



事项：

公司发布2023年报，2023年公司实现营业总收入1732亿元（同比+26%），实现净利润70亿元，扣非归母净利润48亿元，同比增长8%。分红预案为每股派发现金红利人民币0.3元（含税）。

平安观点：

■ **海外销售收入增幅较高，整体单车均价持续提升。**根据公司年报数据，2023年长城汽车累计销售123万台（同比+16%），其中新能源车销量25.64万台（同比+114%），海外销售超31万辆（同比+82%），20万以上车型销量占比创历史新高达18%，单车均价提升至14.14万元，同比提升1.2万元。分品牌看，哈弗/皮卡/坦克/欧拉销量72万台/20万台/16万台/11万台，坦克品牌2023年销量增幅高，皮卡终端市占率近50%，地位稳固。2023年长城汽车推出了哈弗枭龙、枭龙MAX、猛龙、二代大狗PHEV，魏牌高山、蓝山DHT-PHEV、坦克400Hi4-T、500Hi4-T、700Hi4-T等车型，复盘看，2023年公司新车表现不一，坦克品牌新品获得较好反馈，主航道上的变革受阻，仍待后续改进举措。

■ **俄罗斯哈弗及四家汽配公司盈利能力较强。**根据公司年报数据，2023年公司整车业务毛利率18.4%，同比下降0.38个百分点。国内业务毛利率15.5%，同比下降1.9个百分点，2023年海外收入实现同比翻番增长，海外业务毛利率26%，高出国内业务11个百分点。2023年俄罗斯哈弗公司实现收入151亿，净利润15亿，净利率达10%。四家全资汽配公司精城工科/诺博/曼德电子/蜂巢传动合计净利润为36亿，且盈利能力强劲。持股98%的天津长城滨银汽车金融公司净利润8.7亿，以上6家公司净利润之和相当于2023年公司扣非归母净利润的124%。

■ **销售费用增速较高。**费用方面，2023年公司销售/研发费用同比增长41%/25%，其中销售费用增长是由于新能源车推广增多所致，研发投入110亿（同比-9.4%），其中资本化率达54%。汇率波动导致相关收益减少，财务费用由2022年的-25亿变化至2023年的-12.6亿。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	137340	173212	187323	208994	233745
YOY(%)	0.7	26.1	8.1	11.6	11.8
净利润(百万元)	8266	7022	9007	10707	12073
YOY(%)	22.9	-15.1	28.3	18.9	12.8
毛利率(%)	19.4	18.7	19.1	19.7	19.9
净利率(%)	6.0	4.1	4.8	5.1	5.2
ROE(%)	12.7	10.3	11.9	12.7	12.8
EPS(摊薄/元)	0.97	0.82	1.05	1.25	1.41
P/E(倍)	23.6	27.8	21.7	18.2	16.2
P/B(倍)	3.0	2.9	2.6	2.3	2.1

- **长城汽车海外业务处于高增长通道。**长城汽车在俄罗斯、泰国、巴西拥有全工艺整车生产基地，2023 年长城汽车加速海外本地化生产布局，推进巴基斯坦 KD 工厂、厄瓜多尔 KD 工厂，马来西亚 KD 工厂新项目的签约和投产，在乌兹别克斯坦等市场，长城汽车联合合作伙伴，积极推动本土化生产，走出一条“整车制造+供应链体系”出海新路。
- **盈利预测与投资建议：**2024 年初以来，中国新能源龙头车企发起“电比油低”的价格战，将压制相关价格带车型盈利，此外长城汽车在主流家用市场的新能源车渗透尚需要较大投入，由此我们调整公司业绩预测，预计公司 2024/2025 年归母净利润为 90 亿/107 亿（前次预测值为 100.3 亿/121.2 亿），首次给出公司 2026 年净利润预测值为 121 亿元。长城汽车插混技术定位独特，皮卡及硬派越野品牌坦克护城河突出，公司长期深耕出口业务，海外盈利能力强劲，我们维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 国际贸易环境的变化可能对汽车企业的进出口业务产生影响。2) 在国内主流家用产品领域，公司新能源转型尚不成功；3) 插混及纯电转型带来各项费用高增长。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	118584	128556	142426	161578
现金	38337	33772	37344	44656
应收票据及应收账款	39121	46908	52335	58533
其他应收款	2114	2374	2648	2962
预付账款	3873	3210	3581	4006
存货	26628	25923	28732	32019
其他流动资产	8511	16369	17785	19403
非流动资产	82686	93686	101481	107278
长期投资	10751	15532	19853	24714
固定资产	30971	40522	47820	52785
无形资产	11310	11101	10556	9677
其他非流动资产	29654	26530	23252	20102
资产总计	201270	222242	243908	268856
流动负债	110835	124481	137438	152567
短期借款	5701	5701	5701	5701
应付票据及应付账款	68486	79855	88508	98633
其他流动负债	36648	38925	43230	48234
非流动负债	21926	21926	21926	21926
长期借款	17411	17411	17411	17411
其他非流动负债	4516	4516	4516	4516
负债合计	132762	146407	159365	174494
少数股东权益	8	10	12	14
股本	8498	8544	8544	8544
资本公积	2055	2008	2008	2008
留存收益	57948	65272	73979	83796
归属母公司股东权益	68501	75825	84531	94348
负债和股东权益	201270	222242	243908	268856

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	17243	17264	25746	30806
净利润	7023	9008	10709	12075
折旧摊销	7317	9936	13025	16065
财务费用	-126	-136	-152	-170
投资损失	-761	-799	-839	-881
营运资金变动	3521	-891	2659	3289
其他经营现金流	269	146	344	429
投资活动现金流	-10451	-20283	-20325	-21409
资本支出	16641	16000	16500	17000
长期投资	4223	-4000	-3500	-4000
其他投资现金流	-31315	-32283	-33325	-34409
筹资活动现金流	1052	-1546	-1848	-2085
短期借款	-242	0	0	0
长期借款	-2485	0	0	0
其他筹资现金流	3779	-1546	-1848	-2085
现金净增加额	7862	-4566	3573	7311

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	173212	187323	208994	233745
营业成本	140773	151503	167919	187128
税金及附加	5986	6474	7223	8078
营业费用	8285	8055	9049	10168
管理费用	4735	5133	5747	6451
研发费用	8054	8617	9635	10893
财务费用	-126	-136	-152	-170
资产减值损失	-488	-495	-493	-457
信用减值损失	-62	-59	-61	-66
其他收益	1512	1588	1667	1751
公允价值变动收益	-26	85	116	106
投资净收益	761	799	839	881
资产处置收益	0	2	-6	-5
营业利润	7201	9597	11635	13406
营业外收入	744	725	802	864
营业外支出	121	50	57	64
利润总额	7824	10272	12380	14206
所得税	801	1263	1671	2131
净利润	7023	9008	10709	12075
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司净利润	7022	9007	10707	12073
EBITDA	15015	20072	25254	30100
EPS(元)	0.82	1.05	1.25	1.41

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	26.1	8.1	11.6	11.8
营业利润(%)	-9.6	33.3	21.2	15.2
归属于母公司净利润(%)	-15.1	28.3	18.9	12.8
获利能力				
毛利率(%)	18.7	19.1	19.7	19.9
净利率(%)	4.1	4.8	5.1	5.2
ROE(%)	10.3	11.9	12.7	12.8
ROIC(%)	9.8	12.8	12.7	13.1
偿债能力				
资产负债率(%)	66.0	65.9	65.3	64.9
净负债比率(%)	-22.2	-14.1	-16.8	-22.8
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	4.8	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	3.5	3.4	3.4	3.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.82	1.05	1.25	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	2.02	2.02	3.01	3.61
每股净资产(最新摊薄)	7.98	8.84	9.85	11.00
估值比率				
P/E	27.8	21.7	18.2	16.2
P/B	2.9	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	14.0	9.8	7.7	6.3

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层