

长城汽车 (601633.SH) 高端新能源及出海业务共振，新车型有望持续放量

2024年03月31日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

任浪（分析师）

徐剑峰（联系人）

renlang@kysec.cn

xujianfeng@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790123070014

日期	2024/3/29
当前股价(元)	22.84
一年最高最低(元)	31.55/19.11
总市值(亿元)	1,951.40
流通市值(亿元)	1,408.88
总股本(亿股)	85.44
流通股本(亿股)	61.68
近3个月换手率(%)	16.62

● 2023年扣非归母净利润同比+7.98%，单Q4营收同比+41.86%

公司发布2023年年报，实现营收1732.12亿元，同比+26.12%；归母净利润70.22亿元，同比-15.06%；扣非归母净利润48.34亿元，同比+7.98%，主要受汇兑损益影响。单Q4实现营收537.09亿元，同比+41.86%；归母净利润20.27亿元，同比+1818.21%，主要受低基数影响，环比有所下降。鉴于公司高端新能源车型持续推出、海外产能有望逐步放量，我们上调公司2024-2025年业绩预测，新增2026年业绩预测，预计2024-2026年归母净利润分别为86.2(+2.4)/118.4(+2.6)/146.6亿元，对应EPS为1.01(+0.21)/1.39(+0.40)/1.72元，当前股价对应PE为22.6/16.5/13.3倍，看好长期发展，维持公司“买入”评级。

● 高端新能源产品及海外业务放量提升单车均价，受降价潮影响Q4利润率下滑

公司2023Q4汽车业务量价齐升：(1)销售新车36.6万辆，同/环比+38.2%/6.3%；(2)单车均价14.7万元，同/环比+2.7%/2.0%。单车均价提升受益：(1)高端新能源品牌持续放量，其中坦克品牌销量同/环比+67.2%/25.5%，占比同环比+2.7pct/2.4pct，推动新能源车渗透率同/环比+11.8pct/3.2pct至25.0%；(2)新车出口10.4万辆，同/环比+69.8%/18.9%，占比为28.5%，同/环比+5.3pct/3.0pct，且从全年来看海外销售均价明显更高。但受终端市场降价潮、主动去库存等因素影响，Q4盈利能力有所承压，其中单车净利环比-47.5%至0.6万元，毛利率环比-3.2pct至18.5%。

● 电动智能化持续发力+海外产能有望放量+新车型持续推出，公司增长可期

公司持续推动电动智能化转型，混动领域量产应用Hi4技术，纯电领域自研电控、电驱等核心部件，并积极探索智能化技术，为NOA功能从高速向城市场景扩展打下坚实基础。同时，公司发力海外市场，已出口至170多个国家和地区，有超1000家海外渠道，海外单车收入及毛利率明显高于国内，并推动海外本土化供应，泰国工厂首款纯电车欧拉好猫成功下线，巴西工厂年内有望投产，设计年产能10万辆。此外，坦克700、300等多款新车逐步推出，有望持续贡献增长动能。

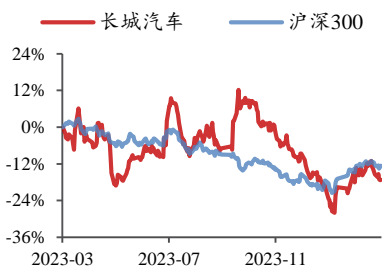
● 风险提示：新能源汽车销量不及预期、原材料价格大幅上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	137,340	173,212	221,044	252,306	279,339
YOY(%)	0.7	26.1	27.6	14.1	10.7
归母净利润(百万元)	8,266	7,022	8,617	11,835	14,689
YOY(%)	22.9	-15.1	22.7	37.3	24.1
毛利率(%)	19.4	18.7	19.4	20.7	21.7
净利率(%)	6.0	4.1	3.9	4.7	5.3
ROE(%)	12.7	10.3	11.2	13.4	14.4
EPS(摊薄/元)	0.97	0.82	1.01	1.39	1.72
P/E(倍)	23.6	27.8	22.6	16.5	13.3
P/B(倍)	3.0	2.9	2.5	2.2	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《新能源车及出口业务共振，Q3—公司信息更新报告》-2023.11.14

《新能源转型加速，2023H1归母净利润预计11.5~15.5亿—公司信息更新报告》-2023.7.15

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	107681	118584	152680	147651	183679
现金	35773	38337	56548	55843	74663
应收票据及应收账款	9347	10145	15688	12161	20462
其他应收款	2416	2114	3666	2931	4373
预付账款	2229	3873	3914	4974	4866
存货	22375	26628	35408	34244	41851
其他流动资产	35541	37487	37455	37497	37463
非流动资产	77677	82686	93892	98865	101284
长期投资	10286	10751	12065	13363	14615
固定资产	26949	30235	38854	41870	42679
无形资产	20178	23375	24183	24967	25626
其他非流动资产	20264	18325	18789	18666	18364
资产总计	185357	201270	246572	246516	284963
流动负债	95802	110835	149109	141034	169520
短期借款	5943	5701	5701	13969	5701
应付票据及应付账款	59367	68486	106621	91400	125150
其他流动负债	30491	36648	36787	35665	38669
非流动负债	24339	21926	20340	17317	13579
长期借款	18917	16749	15163	12140	8402
其他非流动负债	5422	5177	5177	5177	5177
负债合计	120141	132762	169449	158351	183099
少数股东权益	15	8	5	-1	-10
股本	8765	8498	8498	8498	8498
资本公积	2126	2055	2055	2055	2055
留存收益	56195	58242	65964	76261	88920
归属母公司股东权益	65201	68501	77118	88166	101873
负债和股东权益	185357	201270	246572	246516	284963

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	12311	17754	40199	7320	42965
净利润	8253	7023	8614	11829	14681
折旧摊销	6161	7317	7147	8813	10184
财务费用	-2488	-126	-61	-150	-533
投资损失	-671	-761	-874	-854	-790
营运资金变动	-1909	3521	25387	-12326	19354
其他经营现金流	2965	780	-14	7	69
投资活动现金流	-10505	-10451	-17363	-12826	-11750
资本支出	16301	16713	17039	12488	11351
长期投资	4754	4223	-1314	-1298	-1252
其他投资现金流	1042	2039	990	960	853
筹资活动现金流	-3133	1052	-4625	-3467	-4127
短期借款	739	-242	0	8268	-8268
长期借款	6784	-2168	-1587	-3023	-3738
普通股增加	-471	-267	0	0	0
资本公积增加	-2746	-72	0	0	0
其他筹资现金流	-7439	3801	-3038	-8713	7880
现金净增加额	-1009	8374	18211	-8973	27088

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	137340	173212	221044	252306	279339
营业成本	110739	140773	178215	200096	218604
营业税金及附加	5121	5986	8842	10092	11174
营业费用	5876	8285	10168	11858	13408
管理费用	4893	4735	5968	7317	8660
研发费用	6445	8054	11052	12868	14526
财务费用	-2488	-126	-61	-150	-533
资产减值损失	-337	-488	0	0	0
其他收益	850	1512	1074	1121	1139
公允价值变动收益	50	-26	124	114	65
投资净收益	671	761	874	854	790
资产处置收益	5	0	-8	-8	-3
营业利润	7967	7201	8822	12192	15362
营业外收入	886	744	821	903	838
营业外支出	46	121	58	68	73
利润总额	8807	7824	9585	13027	16127
所得税	554	801	971	1198	1446
净利润	8253	7023	8614	11829	14681
少数股东损益	-13	1	-3	-6	-9
归属母公司净利润	8266	7022	8617	11835	14689
EBITDA	15503	15442	16671	21690	25778
EPS(元)	0.97	0.82	1.01	1.39	1.72

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	0.7	26.1	27.6	14.1	10.7
营业利润(%)	25.1	-9.6	22.5	38.2	26.0
归属于母公司净利润(%)	22.9	-15.1	22.7	37.3	24.1
获利能力					
毛利率(%)	19.4	18.7	19.4	20.7	21.7
净利率(%)	6.0	4.1	3.9	4.7	5.3
ROE(%)	12.7	10.3	11.2	13.4	14.4
ROIC(%)	8.9	7.2	8.1	9.6	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	64.8	66.0	68.7	64.2	64.3
净负债比率(%)	-3.6	-8.1	-36.9	-25.3	-52.1
流动比率	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	22.8	25.1	26.5	25.9	25.1
应付账款周转率	3.3	4.0	3.4	3.5	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	0.82	1.01	1.39	1.72
每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	2.08	4.71	0.86	5.03
每股净资产(最新摊薄)	7.59	7.98	8.99	10.28	11.88
估值比率					
P/E	23.6	27.8	22.6	16.5	13.3
P/B	3.0	2.9	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	12.2	11.9	9.7	7.7	5.3

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn