

长城汽车(601633.SH)

坦克及出口保持高增长，发布直营销售体系

推荐（维持）

股价：26.59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 /59.87% |
| 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) | 1,904 |
| 流通A股市值(亿元) | 1,640 |
| 每股净资产(元) | 8.36 |
| 资产负债率(%) | 63.3 |

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：

长城汽车发布 2024 年一季报，一季度公司实现营业收入 428.6 亿元，同比增长 47.6%；实现归母净利润为 32.3 亿元，扣非后净利润 20.2 亿（2023 同期扣非后为亏损状态）。

平安观点：

- **高毛利率产品坦克/海外整车销量高，提振单车均价及毛利率水平。**根据公司产销快报，1Q24 坦克/出口销量同比分别增长 103%/79%，使得 2024 年一季度取得历史同期最佳业绩，综合毛利率提升至 20% 以上。目前坦克是新能源越野赛道的本土标杆品牌，坦克品牌旗下拥有产品坦克 300、坦克 400 Hi4-T、500 Hi4-T、700 Hi4-T 等车型，坦克品牌在所处的细分领域具备较高份额及较高的技术/品牌壁垒。此外，根据公司公布的数据，长城汽车皮卡占我国皮卡份额约 50% 左右，龙头地位稳固，皮卡业务亦是长城汽车现金牛业务之一。
- **2024 年一季度海外出口整车销量提升至 92778 台。**从 1997 年简单的产品贸易出海，到如今在海外深度布局全产业链，长城汽车在海外向上发展，收获颇丰，旗下五大品牌现已全部实现出海，长城汽车在俄罗斯、泰国、巴西拥有全工艺整车生产基地，2023 年公司推进巴基斯坦 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。2023 年长城汽车出口整车突破 30 万辆，预计 2024 年出口规模将再上台阶，海外业务盈利强劲（据 2023 年报，2023 年海外业务毛利率 26%，高出国内业务 11 个百分点。2023 年俄罗斯哈弗公司净利率达 10%），出口高增长将成公司利润增长强大驱动力之一。
- **开启直营销售体系。**据长城汽车公众号信息，近日长城汽车开启直营销售模式，发布旗下“长城智选”直营销售体系，自 2024 年 5 月 1 日起，长城汽车在全国 17 个城市开设 33 家“长城智选”直营销售店，全部设置在核心商圈的高人流商场内，为此长城汽车招募并培训了一支超过 600 人的年轻产品专家团队，直营店率先开售魏牌、坦克车型。目前特斯拉、理想

| | 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) | 27.5 | 32.4 | 25.2 | 21.2 | 18.8 |
| P/B(倍) | 3.5 | 3.3 | 3.0 | 2.7 | 2.4 |

汽车均为直营销售，该体系需要厂家前期进行资源投入，但能更好地为用户提供直接且高效的服务，直营销售体系也是当前主机厂把控高端整车品牌形象的必要举措之一。

- **盈利预测与投资建议：**2024 年初以来，在我国新能源汽车龙头发起“电比油低”系列产品战略的大背景下，20 万以下车型普遍盈利承压。而长城汽车拥有皮卡、坦克及出口三大“利器”，取得了难能可贵的首季开门红。我们判读 2024 年公司将继续致力于把长板做长，获取有质量的市场份额，保持经营质量优先，同时公司开始试水直营体系，持续加码研发，预计全年销售及研发费用将继续保持增长，综合以上，我们维持公司 2024~2026 年净利润预测为 90 亿/107 亿/121 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，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，直营销售体系变革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 | 32.4 | 25.2 | 21.2 | 18.8 |
| P/B | 3.3 | 3.0 | 2.7 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 14.0 | 11.4 | 9.0 | 7.4 |

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。

免责声明：

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

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

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