

2024年08月02日
 长城汽车 (601633.SH)

SDIC


公司快报

证券研究报告

乘用车 III

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

38.2元

股价 (2024-08-01)

23.40元

交易数据

总市值(百万元) 199,881.94

流通市值(百万元) 144,548.23

总股本(百万股) 8,541.96

流通股本(百万股) 6,177.27

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	-5.7	-5.6	-6.3
绝对收益	-7.4	-10.7	-20.8

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

夏心怡

分析师

SAC 执业证书编号: S1450524070001

xiaxy5@essence.com.cn

相关报告

2024Q2 业绩优异, 出口&坦克驱动高增长	2024-07-11
6月出口创历史新高, 坦克销量表现亮眼	2024-07-02
5月新能源销量表现优异, 新车型上市在即	2024-06-04
4月出口再创新高, 营销渠道全面变革	2024-05-07
Q1 业绩表现亮眼, 公司迎来	2024-04-25

7月出口再创新高, 期待新款蓝山上市

事件: 据长城汽车公告, 7月批发销量9.1万台, 环比-7%、同比-16%。

7月出口再创新高, 坦克、皮卡销量短期波动。

7月新能源批发量2.4万台, 环比-7%、同比-17%, 燃油车批发量6.7万台, 环比-7%、同比-16%。我们认为7月销量整体符合预期, 环比下滑主要系6月坦克集中交付后短期波动以及皮卡受需求影响销量下滑影响。根据周度零售数据推算, 7月零售总销量约4.8万台、环比-8%, 新能源销量2.1万台、环比基本持平;

1) 坦克: 7月销售1.9万台, 环比-28%、同比+38%, 环比下滑主要系6月坦克300订单集中交付后短期波动, 7月第四周坦克400/500 Hi4-T零售销量均接近1千台, 销量表现较好;

2) 哈弗: 7月销售5.3万台, 环比+11%、同比-16%。根据哈弗公众号, 6月14日起大狗全系现金优惠2.5万元, 零售数据来看优惠提高后大狗月销较5月提升约50%; 哈弗猛龙7月周销量约1千台、表现较好; 后续H6 Hi4版上市值得期待, 有望带动哈弗品牌整体销量向上;

3) 魏牌: 7月销售2765台, 环比-6%、同比-58%, 我们认为主要受到新款蓝山即将上市影响, 其配置五屏联动、7L冷暖冰箱、立体声动态转全景声技术, 智驾款将搭载全场景NOA, 参考前期销量以及竞品对比, 我们预计上市后月销有望达5000台以上;

4) 欧拉: 7月销售4780台, 环比-21%、同比-53%;

5) 皮卡: 7月销售1.2万台, 环比-21%、同比-24%, 我们认为主要受到商用车销售淡季影响;

7月出口销售3.8万台, 环比基本持平、同比+41%。由于6月出口销量中包含部分受运输影响延迟确认的销量、Q2月均出口量约3.6万台, 故我们判断7月出口实际仍有增长。根据公司公众号, 7月坦克500在智利上市, 坦克300在马来西亚、阿塞拜疆上市, 哈弗大狗在乌兹别克斯坦上市, 同时渠道方面首次将商超汽车体验中心模式引入哈萨克斯坦。我们预计随着多个地区产品导入及放量以及本地化进程加速, 出口销量有望持续增长。

出口+新能源越野高增, 经营思路转变下国内主流产品有望突破。

1) 出海布局加速: 2023年出口销量突破30万辆, 目前公司重点车型在欧洲、中东、澳新、东盟等区域均有布局, 巴西整车工厂投产后将加速海外本地化产销进程, 2024年出口销量有望达到40-50万辆。

2) 新能源越野有望带来高弹性增长: 新能源越野行业空间大, 坦克系列销量表现亮眼, 后续产品矩阵完善有望进一步贡献业绩增量。

3) 国内主流产品突破: ①产品精细化打磨, 贴近用户需求: 今年以来已有二代大狗Hi4、猛龙2024款、新一代H6等上市, 后续枭龙Max改款、新款蓝山、H6 Hi4版等有望取得较好表现; ②营销思路转变: 组织架构调整、构建营销中台, 实现营销资源的高效利用; 从各大新媒体广纳人才, 形成专业的营销团队,

全面变革

并在抖音、B站、微博等平台进行精准、科学投放；魏总入驻微博、抖音，多次直播，是长城营销转型的有力印证；③直营渠道建设：根据公司公众号，将开展直营+经销并重的双销模式，截至6月30日已在全国32个城市的核心商圈开设120家以上“长城智选”直营销售店，同时也招募并培训超过600人专业团队。

目 **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130.7、177.1、201.3亿元，对应当前市值PE分别为15.3、11.3和9.9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38.2元/股。

目 **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。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	1,373.4	1,732.1	2,203.9	2,945.4	3,298.8
净利润	82.7	70.2	130.7	177.1	201.3
每股收益(元)	0.97	0.82	1.53	2.07	2.36
每股净资产(元)	7.63	8.02	8.99	10.32	11.80

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	24.2	28.5	15.3	11.3	9.9
市净率(倍)	3.1	2.9	2.6	2.3	2.0
净利润率	6.0%	4.1%	5.9%	6.0%	6.1%
净资产收益率	12.7%	10.3%	17.0%	20.1%	20.0%
股息收益率	1.3%	1.3%	2.6%	3.1%	3.7%
ROIC	16.9%	14.7%	29.7%	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	2,203.9	2,945.4	3,298.8	成长性					
减:营业成本	1,107.4	1,407.7	1,735.7	2,301.1	2,573.1	营业收入增长率	0.7%	26.1%	27.2%	33.6%	12.0%
营业税费	51.2	59.9	97.5	132.4	148.4	营业利润增长率	25.1%	-9.6%	84.0%	46.7%	14.2%
销售费用	58.8	82.9	88.2	118.2	132.4	净利润增长率	22.9%	-15.1%	86.1%	35.5%	13.7%
管理费用	48.9	47.4	51.0	67.7	75.9	EBITDA 增长率	1.4%	21.2%	57.3%	29.8%	9.7%
研发费用	64.5	80.5	97.9	129.6	145.1	EBIT 增长率	-10.7%	24.0%	120.3%	44.6%	13.1%
财务费用	-24.9	-1.3	12.9	16.0	16.0	NOPLAT 增长率	-3.5%	23.7%	95.1%	44.3%	13.1%
资产减值损失	-3.4	-4.9	-3.5	-4.0	-4.0	投资资本增长率	42.1%	-3.5%	-51.0%	-7.8%	-148.7%
加:公允价值变动收益	0.5	-0.3	-	-	-	净资产增长率	5.0%	5.0%	12.1%	14.9%	14.4%
投资和汇兑收益	6.7	7.6	8.3	10.0	10.0						
营业利润	79.7	72.0	132.5	194.3	221.9	利润率					
加:营业外净收支	8.4	6.2	20.9	14.0	15.0	毛利率	19.4%	18.7%	21.2%	21.9%	22.0%
利润总额	88.1	78.2	153.3	208.3	236.9	营业利润率	5.8%	4.2%	6.0%	6.6%	6.7%
减:所得税	5.5	8.0	22.7	31.2	35.5	净利润率	6.0%	4.1%	5.9%	6.0%	6.1%
净利润	82.7	70.2	130.7	177.1	201.3	EBITDA/营业收入	8.3%	8.0%	9.9%	9.6%	9.4%
						EBIT/营业收入	3.9%	3.8%	6.6%	7.1%	7.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	71	59	46	30	23
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-48	-43	-50	-43	-46
货币资金	357.7	383.4	710.5	844.9	1,254.2	流动资产周转天数	283	235	222	218	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	129.7	184.5	160.3	存货周转天数	48	51	41	45	45
应收票据	27.4	29.5	43.4	63.6	48.8	总资产周转天数	473	402	351	305	300
预付帐款	22.3	38.7	18.9	67.4	30.4	投资资本周转天数	97	88	51	24	5
存货	223.7	266.3	233.6	506.0	315.2						
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%	17.0%	20.1%	20.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.5%	3.5%	5.7%	6.5%	7.2%
长期股权投资	102.9	107.5	107.5	107.5	107.5	ROIC	16.9%	14.7%	29.7%	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%	4.0%	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%	2.3%	2.3%	2.3%
无形资产	201.8	233.8	199.7	165.6	131.5	研发费用率	4.7%	4.6%	4.4%	4.4%	4.4%
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%	0.5%
资产总额	1,853.6	2,012.7	2,280.1	2,716.3	2,790.4	四费/营业收入	10.7%	12.1%	11.3%	11.3%	11.2%
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	455.8	686.0	590.8	资产负债率	64.8%	66.0%	66.3%	67.5%	63.9%
应付票据	300.6	279.4	435.8	512.4	547.8	负债权益比	184.2%	193.8%	197.0%	208.0%	176.7%
其他流动负债	304.9	366.5	312.1	327.8	335.5	流动比率	1.12	1.07	1.21	1.28	1.42
长期借款	154.1	132.9	160.0	160.0	160.0	速动比率	0.89	0.83	1.02	0.96	1.22
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	11.24	13.14	14.87
负债总额	1,201.4	1,327.6	1,512.4	1,834.4	1,781.8	分红指标					
少数股东权益	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	DPS(元)	0.30	0.30	0.60	0.74	0.87
股本	87.6	85.0	85.4	85.4	85.4	分红比率	30.7%	36.5%	39.3%	35.5%	37.1%
留存收益	583.2	603.0	682.2	796.4	923.1	股息收益率	1.3%	1.3%	2.6%	3.1%	3.7%
股东权益	652.2	685.1	767.8	881.9	1,008.6						
						现金流量表					
						(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	82.5	70.2	130.7	177.1	201.3
						加:折旧和摊销	61.8	73.6	72.6	72.6	72.6
						资产减值准备	3.4	4.9	-	-	-
						公允价值变动损失	-0.5	0.3	-	-	-
						财务费用	0.5	7.3	12.9	16.0	16.0
						投资收益	-8.7	-8.5	-8.3	-10.0	-10.0
						少数股东损益	-0.1	-	-	-	-
						营运资金的变动	103.5	75.7	141.9	-56.4	209.0
						经营活动产生现金流量	123.1	177.5	349.7	199.2	488.9
						投资活动产生现金流量	-105.0	-104.5	25.5	9.0	8.7
						融资活动产生现金流量	-31.3	10.5	-48.0	-73.9	-88.3

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： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

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