

汽车	收盘价 港元 10.46	目标价 港元 16.30	潜在涨幅 +55.8%	2024年8月30日
----	-----------------	-----------------	----------------	------------

## 长城汽车 (2333 HK)

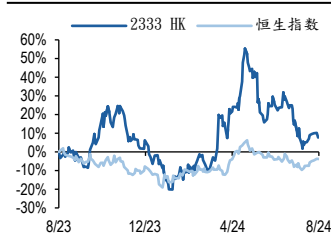
### 依靠出口+产品结构改善，2季度净利环比持续大幅改善，维持买入

- 2季度毛利率/净利率环比持续大幅改善。长城汽车 2Q24 归母净利润同/环比+224.4%/+19.3%至 38.5 亿元（人民币，下同），扣非净利润 36.3 亿元，同/环比+275.3%/+79.2%。2Q24 收入 485.7 亿元，同/环比+18.7%/+13.3%。收入和净利润总体符合此前业绩快报。2Q24 毛利率/净利率分别为 21%/7.9%，同比+4.0/+5.0 个百分点，环比+1.3/0.4 个百分点，主要由于海外销量增长较快、本土市场产品结构受坦克销量高增支持。费用方面，销售/管理/研发费用率分别为 4.3%/2.1%/4.6%，同比-0.1/-0.4/-0.2 个百分点，环比+0.3/-0.3/+0.01 个百分点，期间费用率整体大致维持稳定。
- 依靠出口+产品结构改善，业绩改善领先同业。长城汽车 1H24 销量 55 万辆，同比+7.0%，其中海外销量 20 万辆，同比+62.1%，占比 36%，同比+12.3 个百分点；新能源车型销量 13 万辆，同比+45%，占比 23%，同比+6.1 个百分点。1H24 公司平均单车售价 16.5 万元，同比+22%，单车毛利 3.4 万元，同比+50.4%，坦克等中高端车型占比持续提升。公司依靠出口+产品结构改善，业绩改善领先同业，1H24 营收 914 亿元，同比+31%；归母净利润 71 亿元，同比+420%；扣非归母净利润 57 亿元，同比+654%。
- 价格战外另辟蹊径；维持买入。长城在本土乘用车市场价格战外，依靠增加出口和坦克品牌的销量令盈利持续改善。8 月，蓝山智驾版上市，Coffee OS 3+全场景无图 NOA 上车，预计带动魏品牌销量回升。下半年，新车型坦克 700 Hi4-T，新 H6 和新 H9 等预计将进一步优化产品组合。出口方面，长城在俄罗斯、泰国、巴西已完成产能部署，全球 KD 工厂持续加码。海外市场覆盖 170+ 个国家和地区，1300+ 家销售渠道，支持到 2030 年实现海外销售年百万辆的目标。我们维持买入评级和目标价 16.3 港元。

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	14.94
52周低位 (港元)	7.68
市值 (百万港元)	176,212.48
日均成交量 (百万)	13.89
年初至今变化 (%)	3.16
200天平均价 (港元)	11.00

资料来源: FactSet

#### 陈庆

angus.chan@bocomgroup.com  
(86) 21 6065 3601

#### 李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1854

#### 财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	137,340	173,212	183,556	193,377	208,454
同比增长 (%)	0.7	26.1	6.0	5.4	7.8
净利润 (百万人民币)	8,266	7,022	11,809	13,425	14,992
每股盈利 (人民币)	0.96	0.82	1.38	1.57	1.75
同比增长 (%)	22.9	-15.1	68.2	13.7	11.7
市盈率 (倍)	9.9	11.6	6.9	6.1	5.5
每股账面净值 (人民币)	7.61	7.99	9.37	10.94	12.69
市账率 (倍)	1.25	1.19	1.02	0.87	0.75
股息率 (%)	1.2	3.2	5.5	6.2	6.9

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

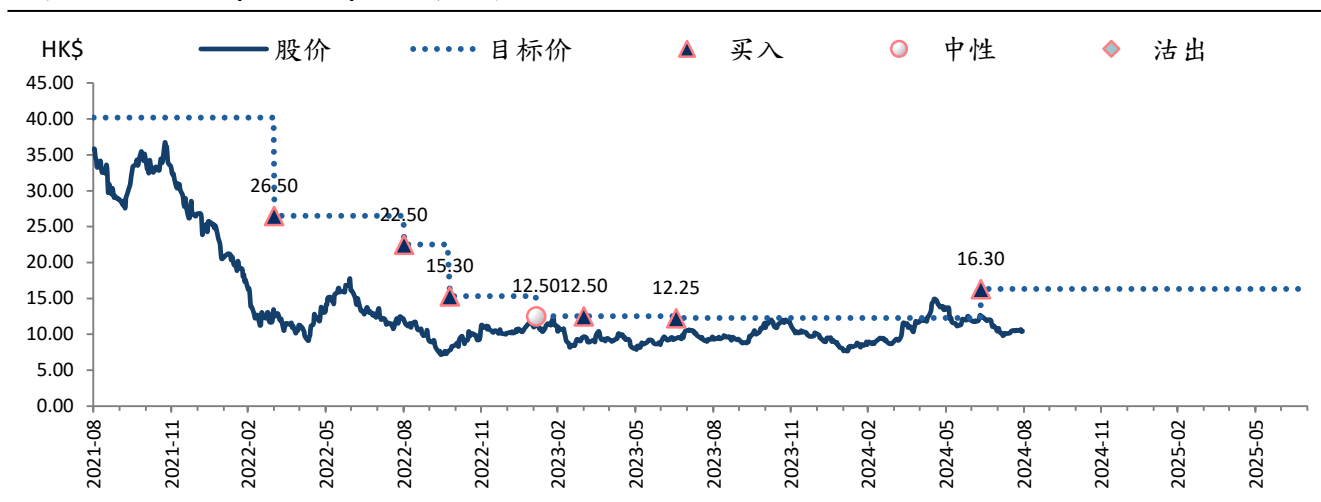
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 长城汽车业绩

人民币百万元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	环比	1H23	1H24	同比
营业收入	33,619	28,515	37,346	37,860	29,039	40,933	49,532	53,709	42,860	48,569	13.3%	69,971	91,429	30.7%
营业成本	(27,843)	(22,871)	(28,954)	(31,072)	(24,372)	(33,808)	(38,804)	(43,788)	(34,272)	(38,195)	11.4%	-58,180	-72,467	24.6%
毛利	5,776	5,644	8,392	6,788	4,666	7,124	10,728	9,920	8,587	10,374	20.8%	11,791	18,962	60.8%
销售费用	(1,051)	(1,165)	(1,636)	(2,024)	(1,454)	(1,799)	(1,853)	(3,180)	(1,706)	(2,099)	23.1%	-3,253	-3,805	17.0%
管理费用	(1,178)	(1,035)	(1,248)	(1,432)	(1,061)	(1,010)	(1,023)	(1,641)	(1,002)	(997)	-0.5%	-2,071	-2,000	-3.4%
研发费用	(1,324)	(1,853)	(1,530)	(1,738)	(1,534)	(1,975)	(1,992)	(2,553)	(1,960)	(2,225)	13.5%	-3,509	-4,185	19.2%
财务费用	(291)	3,223	(188)	(257)	(12)	236	(500)	403	(94)	254	-370.4%	224	160	-28.4%
税金及附加	(1,048)	(1,006)	(1,574)	(1,493)	(946)	(1,452)	(1,828)	(1,760)	(1,493)	(1,889)	26.5%	-2,398	-3,382	41.0%
其他收益	275	195	90	290	154	278	267	813	1,114	934	-16.1%	433	2,048	373.4%
投资收益	178	199	169	125	255	209	201	97	232	272	17.5%	464	504	8.7%
资产减值损失	0	(78)	0	(259)	(166)	(138)	(23)	(160)	(53)	(160)	200.5%	-304	-213	-29.9%
信用减值损失	25	(32)	(21)	1	(13)	(2)	(47)	(1)	(4)	(4)	3.8%	-14	-8	-47.3%
公允价值变动收益	(19)	(103)	303	(131)	47	(179)	202	(96)	30	40	32.2%	-132	70	-152.6%
资产处置收益	(4)	(28)	(15)	51	(8)	6	(2)	4	(18)	1	-103.4%	-2	-17	708.3%
营业利润	1,341	3,962	2,743	(79)	(71)	1,296	4,130	1,846	3,633	4,501	23.9%	1,225	8,134	563.8%
营业外收入	520	65	194	107	140	65	110	429	137	55	-60.0%	205	191	-6.6%
营业外支出	(14)	(8)	(2)	(23)	(7)	(31)	(29)	(53)	(11)	(25)	115.2%	-38	-36	-5.3%
利润总额	1,847	4,019	2,935	6	62	1,330	4,210	2,222	3,758	4,532	20.6%	1,392	8,289	495.4%
所得税	(215)	(59)	(378)	98	113	(143)	(575)	(196)	(531)	(679)	28.0%	-30	-1,210	3988.0%
净利润	1,632	3,960	2,557	104	176	1,187	3,635	2,026	3,227	3,852	19.4%	1,363	7,079	419.5%
少数股东损益	2	7	3	2	(1)	0	(1)	1	1	(1)	-343.3%	-1	-1	-40.2%
归母净利润	1,634	3,967	2,560	106	174	1,187	3,634	2,027	3,228	3,851	19.3%	1,361	7,079	420.0%
扣非归母净利润	1,303	756	2,281	136	(217)	966	3,058	1,026	2,024	3,627	79.2%	749	5,651	654.0%
费用%														
销售费用	-3.1%	-4.1%	-4.4%	-5.3%	-5.0%	-4.4%	-3.7%	-5.9%	-4.0%	-4.3%		-4.6%	-4.2%	
管理费用	-3.5%	-3.6%	-3.3%	-3.8%	-3.7%	-2.5%	-2.1%	-3.1%	-2.3%	-2.1%		-3.0%	-2.2%	
研发费用	-3.9%	-6.5%	-4.1%	-4.6%	-5.3%	-4.8%	-4.0%	-4.8%	-4.6%	-4.6%		-5.0%	-4.6%	
利润率%														
毛利	17.2%	19.8%	22.5%	17.9%	16.1%	17.4%	21.7%	18.5%	20.0%	21.4%		16.9%	20.7%	
营业利润	4.0%	13.9%	7.3%	-0.2%	-0.2%	3.2%	8.3%	3.4%	8.5%	9.3%		1.8%	8.9%	
归母净利润	4.9%	13.9%	6.9%	0.3%	0.6%	2.9%	7.3%	3.8%	7.5%	7.9%		1.9%	7.7%	
扣非归母净利润	3.9%	2.6%	6.1%	0.4%	-0.7%	2.4%	6.2%	1.9%	4.7%	7.5%		1.1%	6.2%	

资料来源: 公司资料

图表 2: 长城汽车 (2333 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
689009 CH	九号公司	买入	48.02	51.47	7.2%	2024年08月07日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	10.80	13.55	25.4%	2024年08月26日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.57	6.24	-5.1%	2024年07月02日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	19.26	26.49	37.5%	2024年03月26日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	11.78	18.60	57.9%	2024年03月14日	重卡
9868 HK	小鹏汽车	买入	29.40	39.29	33.6%	2024年08月27日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	10.46	16.30	55.8%	2024年07月11日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	73.15	120.34	64.5%	2024年05月24日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	30.35	59.88	97.3%	2024年05月16日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	227.60	306.48	34.7%	2024年03月27日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	8.63	12.50	44.8%	2023年08月23日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.48	3.34	34.7%	2024年04月01日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 8 月 29 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	137,340	173,212	183,556	193,377	208,454
主营业务成本	(110,739)	(140,773)	(146,566)	(153,551)	(165,593)
<b>毛利</b>	<b>26,601</b>	<b>32,439</b>	<b>36,989</b>	<b>39,826</b>	<b>42,860</b>
销售及管理费用	(10,770)	(13,021)	(11,380)	(11,989)	(12,507)
研发费用	(6,445)	(8,054)	(7,893)	(7,928)	(8,338)
其他经营净收入/费用	(4,270)	(4,474)	(5,507)	(5,995)	(6,462)
<b>经营利润</b>	<b>5,116</b>	<b>6,890</b>	<b>12,209</b>	<b>13,913</b>	<b>15,553</b>
财务成本净额	2,488	126	133	141	152
应占联营公司利润及亏损	671	761	184	193	208
其他非经营净收入/费用	532	47	77	82	88
<b>税前利润</b>	<b>8,807</b>	<b>7,824</b>	<b>12,604</b>	<b>14,329</b>	<b>16,001</b>
税费	(554)	(801)	(793)	(901)	(1,006)
非控股权益	13	(1)	(2)	(2)	(3)
<b>净利润</b>	<b>8,266</b>	<b>7,022</b>	<b>11,809</b>	<b>13,425</b>	<b>14,992</b>
作每股收益计算的净利润	8,266	7,022	11,809	13,425	14,992

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	35,773	38,337	47,990	58,667	77,314
有价证券	2,054	4,112	4,112	4,112	4,112
应收账款及票据	13,992	16,132	16,045	21,881	23,120
存货	22,375	26,628	25,509	26,725	28,821
其他流动资产	33,488	33,375	33,503	33,637	33,778
<b>总流动资产</b>	<b>107,681</b>	<b>118,584</b>	<b>127,159</b>	<b>145,022</b>	<b>167,146</b>
物业、厂房及设备	26,949	30,235	29,692	28,809	27,480
无形资产	20,473	23,659	23,785	23,912	24,041
合资企业/联营公司投资	10,286	10,751	11,289	11,853	12,446
长期应收收入	1,755	1,791	1,881	1,975	2,073
其他长期资产	18,213	16,250	16,346	16,447	16,552
<b>总长期资产</b>	<b>77,677</b>	<b>82,686</b>	<b>82,992</b>	<b>82,995</b>	<b>82,593</b>
<b>总资产</b>	<b>185,357</b>	<b>201,270</b>	<b>210,151</b>	<b>228,017</b>	<b>249,739</b>
短期贷款	5,943	5,701	6,032	6,381	6,751
应付账款	59,367	68,486	64,248	67,310	72,589
其他短期负债	30,491	36,648	36,959	37,285	37,628
<b>总流动负债</b>	<b>95,802</b>	<b>110,835</b>	<b>107,238</b>	<b>110,977</b>	<b>116,968</b>
长期贷款	18,917	16,749	17,413	18,111	18,843
其他长期负债	5,422	5,177	5,177	5,177	5,177
<b>总长期负债</b>	<b>24,339</b>	<b>21,926</b>	<b>22,591</b>	<b>23,288</b>	<b>24,021</b>
<b>总负债</b>	<b>120,141</b>	<b>132,762</b>	<b>129,829</b>	<b>134,265</b>	<b>140,989</b>
股本	8,765	8,498	8,498	8,498	8,498
储备及其他资本项目	56,437	60,003	71,814	85,242	100,237
<b>股东权益</b>	<b>65,201</b>	<b>68,501</b>	<b>80,312</b>	<b>93,740</b>	<b>108,734</b>
非控股权益	15	8	10	13	15
<b>总权益</b>	<b>65,216</b>	<b>68,509</b>	<b>80,322</b>	<b>93,752</b>	<b>108,750</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	8,253	7,023	11,811	13,428	14,995
折旧及摊销	6,093	7,210	4,582	5,229	5,967
营运资本变动	(3,507)	1,438	(2,811)	(3,758)	2,188
其他经营活动现金流	1,472	2,083	(51)	(97)	(112)
<b>经营活动现金流</b>	<b>12,311</b>	<b>17,754</b>	<b>13,530</b>	<b>14,802</b>	<b>23,037</b>
资本开支	(35,246)	(30,852)	(4,776)	(5,072)	(5,386)
投资活动	18,948	14,178	663	692	721
其他投资活动现金流	5,793	6,223	(759)	(792)	(827)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(10,505)</b>	<b>(10,451)</b>	<b>(4,872)</b>	<b>(5,173)</b>	<b>(5,492)</b>
负债净变动	8,447	2	995	1,047	1,103
其他融资活动现金流	(11,580)	1,050	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(3,133)</b>	<b>1,052</b>	<b>995</b>	<b>1,047</b>	<b>1,103</b>
汇率收益/损失	317	18	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>27,908</b>	<b>26,899</b>	<b>38,337</b>	<b>47,990</b>	<b>58,667</b>
<b>年末现金</b>	<b>35,773</b>	<b>38,337</b>	<b>47,990</b>	<b>58,667</b>	<b>77,314</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (人民币)</b>					
核心每股收益	0.965	0.819	1.378	1.567	1.750
全面摊薄每股收益	0.965	0.819	1.378	1.567	1.750
每股股息	0.114	0.310	0.521	0.592	0.661
每股账面值	7.609	7.994	9.372	10.939	12.689
<b>利润率分析 (%)</b>					
毛利率	19.4	18.7	20.2	20.6	20.6
EBIT利润率	4.1	4.1	6.6	7.2	7.4
净利率	6.0	4.1	6.4	6.9	7.2
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	4.6	3.6	5.7	6.1	6.3
ROE	13.0	10.5	15.9	15.4	14.8
<b>其他</b>					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年8月30日  
长城汽车 (2333 HK)

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

**交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。**