

长城汽车(601633.SH)

利润率保持高位，越野扩品类与高阶智驾移植是后续亮点

推荐（维持）

股价：27.82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 /59.88% |
| 实际控制人 | 魏建军 |
| 总股本(百万股) | 8,542 |
| 流通A股(百万股) | 6,178 |
| 流通B/H股(百万股) | 2,319 |
| 总市值(亿元) | 2,011 |
| 流通A股市值(亿元) | 1,719 |
| 每股净资产(元) | 9.01 |
| 资产负债率(%) | 62.2 |

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
BVG944
WANGGENHAI964@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2024 三季度业绩报告，2024 年三季度公司实现营业收入 508 亿（同比+3%），实现营业利润 37 亿（同比-10%），实现归母净利润 34 亿（同比-8%），扣非归母净利润 27 亿（同比-11%）。

平安观点：

- 毛利率连续三个季度超 20%，归母净利润连续三个季度突破 30 亿。汽车业价格战大背景下，长城汽车保持战略定力，保持较强的盈利能力。销量规模下降，单车收入增长，季度利润规模保持高位。根据公司产销数据显示，2024 年前三季度公司销量略减为 85 万台，坦克品牌销量增长 62% 达到 17 万台，累计销量突破 50 万辆。根据公司官方微信公众号披露，三季度公司海外销售 12.3 万辆，同比增长 40%，预计 2024 全年出口 45 万台以上，生态出海行稳致远，2025 年增量市场提供海外销售增量。三季度二十万元以上车型销售 7.2 万台，同比增 9%，前三季度单车综合收入 16.66 万元，同比提升 2.83 万元。
- 发布解耦越野技术平台 Hi4-Z，发动机全速域可直驱。目前长城汽车在售的坦克系列产品为纯燃油或 Hi4-T 强越野架构，新发布的 Hi4-Z 则专为泛越野场景量身定制，配备 59kWh 大容量电池，满足一周的城市代步需求，Hi4-Z 将 3 挡 DHT 和无级变速深度集成带来全速域发动机直驱效果，降低动力传递损失，至此长城汽车在城市 SUV（蓝山等）、泛越野（Hi4-Z、猛龙、二代大狗）、强越野（坦克在售系列、二代哈弗 H9）领域均有产品布局。
- 蓝山智驾版销量稳定，智驾方案有望快速移植至魏品牌其它车型及坦克品牌。蓝山智驾版以单片英伟达 Orin-X 实现无图城市领航，数据驱动代替规则算法，逐步向端到端演进。蓝山智驾版上市以来销量表现稳定，智驾 OTA 节奏明显加快，有望于 2024 年内实现全国无图城市领航，2025 年蓝山智驾版方案有望快速移植至其它车型，我们判断公司 25 万+新能源乘用车有望标配高阶智驾方案，2025 年长城汽车有望发布搭载英伟达下一代高算力芯片 Thor 的车型。

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 137340 | 173212 | 193239 | 212585 | 237653 |
| YOY(%) | 0.7 | 26.1 | 11.6 | 10.0 | 11.8 |
| 净利润(百万元) | 8266 | 7022 | 12683 | 14030 | 15882 |
| YOY(%) | 22.9 | -15.1 | 80.6 | 10.6 | 13.2 |
| 毛利率(%) | 19.4 | 18.7 | 20.6 | 20.8 | 21.0 |
| 净利率(%) | 6.0 | 4.1 | 6.6 | 6.6 | 6.7 |
| ROE(%) | 12.7 | 10.3 | 16.3 | 16.0 | 16.0 |
| EPS(摊薄/元) | 0.97 | 0.82 | 1.48 | 1.64 | 1.86 |
| P/E(倍) | 28.7 | 33.8 | 18.7 | 16.9 | 15.0 |
| P/B(倍) | 3.7 | 3.5 | 3.1 | 2.7 | 2.4 |

- **盈利预测与投资建议：**长城汽车继续做强长板，发布解耦越野技术平台 Hi4-Z，将进一步丰富各类越野产品，场景适应性进一步增强。蓝山智驾版上市开启长城汽车在智能化方面的上行通道，随着高阶智驾方案向其它车型移植及英伟达 Thor 芯片上车，公司智能化标签将进一步增强。海外业务盈利能力强，2025 年新市场提供新增量，基于最新情况，我们维持公司 2024 年净利润预测为 127 亿元，并上调公司 2025-2026 年净利润预测 140 亿/159 亿(原预测值为 137 亿/155 亿元)。公司盈利能力强，拥有高份额+高壁垒的皮卡及越野品牌，生态出海行稳致远，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 主流经济型车竞争日趋激烈，公司在该领域份额继续下降；2) 高阶智驾车保有量增长低于预期；3) 越野赛道竞争对手增加，份额未能提升；4) 海外业务增长不及预期，盈利能力下降。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 118584 | 131998 | 146001 | 166708 |
| 现金 | 38337 | 34836 | 39593 | 48345 |
| 应收票据及应收账款 | 39121 | 48389 | 53234 | 59511 |
| 其他应收款 | 2114 | 2449 | 2694 | 3012 |
| 预付账款 | 3873 | 3311 | 3643 | 4072 |
| 存货 | 26628 | 26257 | 28817 | 32108 |
| 其他流动资产 | 8511 | 16756 | 18020 | 19659 |
| 非流动资产 | 82686 | 93825 | 101765 | 107715 |
| 长期投资 | 10751 | 15671 | 20137 | 25151 |
| 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 | 225823 | 247767 | 274423 |
| 流动负债 | 110835 | 126196 | 137972 | 153117 |
| 短期借款 | 5701 | 5701 | 5701 | 5701 |
| 应付票据及应付账款 | 68486 | 80885 | 88771 | 98908 |
| 其他流动负债 | 36648 | 39610 | 43500 | 48508 |
| 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 | 148122 | 159898 | 175044 |
| 少数股东权益 | 8 | 10 | 13 | 16 |
| 股本 | 8498 | 8542 | 8542 | 8542 |
| 资本公积 | 2055 | 2010 | 2010 | 2010 |
| 留存收益 | 57948 | 67138 | 77304 | 88811 |
| 归属母公司股东权益 | 68501 | 77691 | 87856 | 99363 |
| 负债和股东权益 | 201270 | 225823 | 247767 | 274423 |

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 | 20187 | 28849 | 34413 |
| 净利润 | 7023 | 12686 | 14032 | 15885 |
| 折旧摊销 | 7317 | 9936 | 13025 | 16065 |
| 财务费用 | -126 | -140 | -155 | -173 |
| 投资损失 | -761 | -1000 | -1050 | -1103 |
| 营运资金变动 | 3521 | -1555 | 2530 | 3192 |
| 其他经营现金流 | 269 | 261 | 465 | 547 |
| 投资活动现金流 | -10451 | -20335 | -20381 | -21459 |
| 资本支出 | 16641 | 16000 | 16500 | 17000 |
| 长期投资 | 4223 | -4000 | -3500 | -4000 |
| 其他投资现金流 | -31315 | -32335 | -33381 | -34459 |
| 筹资活动现金流 | 1052 | -3353 | -3710 | -4202 |
| 短期借款 | -242 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -2485 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 3779 | -3353 | -3710 | -4202 |
| 现金净增加额 | 7862 | -3502 | 4757 | 8752 |

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 173212 | 193239 | 212585 | 237653 |
| 营业成本 | 140773 | 153456 | 168418 | 187651 |
| 税金及附加 | 5986 | 6678 | 7347 | 8213 |
| 营业费用 | 8285 | 8309 | 9205 | 10338 |
| 管理费用 | 4735 | 4831 | 5336 | 5989 |
| 研发费用 | 8054 | 8831 | 9673 | 10742 |
| 财务费用 | -126 | -140 | -155 | -173 |
| 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 | 2100 | 2205 | 2315 |
| 公允价值变动收益 | -26 | 85 | 116 | 106 |
| 投资净收益 | 761 | 1000 | 1050 | 1103 |
| 资产处置收益 | 0 | 2 | -6 | -5 |
| 营业利润 | 7201 | 13906 | 15571 | 17889 |
| 营业外收入 | 744 | 725 | 802 | 864 |
| 营业外支出 | 121 | 50 | 57 | 64 |
| 利润总额 | 7824 | 14581 | 16317 | 18688 |
| 所得税 | 801 | 1896 | 2284 | 2803 |
| 净利润 | 7023 | 12686 | 14032 | 15885 |
| 少数股东损益 | 1 | 2 | 3 | 3 |
| 归属母公司净利润 | 7022 | 12683 | 14030 | 15882 |
| EBITDA | 15015 | 24377 | 29187 | 34580 |
| EPS (元) | 0.82 | 1.48 | 1.64 | 1.86 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 26.1 | 11.6 | 10.0 | 11.8 |
| 营业利润(%) | -9.6 | 93.1 | 12.0 | 14.9 |
| 归属于母公司净利润(%) | -15.1 | 80.6 | 10.6 | 13.2 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 18.7 | 20.6 | 20.8 | 21.0 |
| 净利率(%) | 4.1 | 6.6 | 6.6 | 6.7 |
| ROE(%) | 10.3 | 16.3 | 16.0 | 16.0 |
| ROIC(%) | 9.8 | 18.5 | 16.6 | 17.3 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 66.0 | 65.6 | 64.5 | 63.8 |
| 净负债比率(%) | -22.2 | -15.1 | -18.8 | -25.4 |
| 流动比率 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 1.1 |
| 速动比率 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.9 | 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 | 1.48 | 1.64 | 1.86 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.02 | 2.36 | 3.38 | 4.03 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.98 | 9.06 | 10.25 | 11.59 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 33.8 | 18.7 | 16.9 | 15.0 |
| P/B | 3.5 | 3.1 | 2.7 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 14.0 | 9.8 | 8.1 | 6.7 |

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