

公司研究

三季度业绩符合预期，高端化+国际化进程积极推进

——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2024 年三季报业绩点评

要点

三季度业绩符合预期：2024 年前三季度营业收入同比+19.0%至 1422.54 亿元，归母净利润同比+108.8%至 104.3 亿元，扣非后归母净利润同比+119.9%至 83.7 亿元，毛利率同比+1.9pcts 至 20.8%。3Q24 营业收入同比+2.6%/环比+4.6%至 508.3 亿元，归母净利润同比-7.8%/环比-13.0%至 33.5 亿元，扣非归母净利润同比-11.0%/环比-24.9%至 27.2 亿元，毛利率同比-0.9pcts/环比-0.6pcts 至 20.8%。我们测算，公司 3Q24 扣非后单车盈利环比-27.4%至 0.9 万。单季度盈利环比下降的原因为，1) 2Q24 盈利中包括约 6 亿元的额外增值税加计抵减补贴。2) 3Q24 存在汇率浮亏、以及约 2 亿元增值税加计抵减补贴未实现。若剔除掉以上影响，对应扣非后单车盈利未存在明显波动。

智能化+差异化技术助力公司迈向高端化产品周期：3Q24 公司汽车销量同比-14.7%/环比+3.4%至 29.4 万辆，新能源汽车销量同比+2.6%/环比+8.1%至 7.9 万辆（占销量总量约 26.9%）。公司一方面阶段性完成高端品牌的直营渠道建设，另一方面通过智能化、差异化技术在高端+智能新能源两大类市场全面发力。**1) 魏牌：**2024/8 上市的蓝山于 9 月交付 6,108 辆，10 月单周交付量稳定过千。魏牌 2025E 会投入 4 款全新车型强化在 25 万市场的品牌势能，其中有 2 款车为插混轿车以拓宽产品边界。**2) 坦克：**10/22 坦克品牌首发 Hi4-Z，该技术将首次搭载于坦克 500，后续将升级至 400/700 车型。Hi4-Z 更强调“泛越野”概念，兼顾越野场景的动力输出与城市场景下的低油耗属性。**3) 智能化：**首次搭载于蓝山的 Ultra 智驾系统+CoffeeOS3.0 已获得市场好评，预计公司后续侧重于性价比、高性能方向的迭代，为消费者提供多样产品选择。

拉美计划为海外最大增量，量利齐增为核心目标：公司制定的 2024E、2025E 海外销量目标分别为 45 万（2024 年前 9 月已完成 72.1%）、58 万，增量或主要来自于拉美市场。公司通过贯穿产品全生命周期的布局提升竞争优势，以拉美市场为例，**1) 产品：**公司针对性布局皮卡/越野、蓝山车型，在贴合当地用车习惯的同时，树立了高端化产品形象。**2) 制造：**公司南美地区（厄瓜多尔）拥有 KD 工厂，并确定巴西全工艺工厂将于 2025/5 投产并生产 H6 车型。后续公司将逐步提升零部件本地化率以保证税收优惠、成本优势。综上，公司在渠道、战略、以及研发体系推进等方面处于新能源转型头部阵营，车型具备竞争力，预计公司有望成为转型智能电动化成功的传统车企之一。

维持 A/H 股“增持”评级：我们维持 2024E-2026E 归母净利润预测至人民币 131.5 亿元/147.4 亿元/167.6 亿元。维持 A/H 股“增持”评级。

风险提示：新车型上市与销量爬坡不及预期；出海不及预期；市场/金融风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	137,340	173,212	192,355	210,878	229,275
营业收入增长率	0.69%	26.12%	11.05%	9.63%	8.72%
净利润（百万元）	8,266	7,022	13,148	14,735	16,756
净利润增长率	22.90%	-15.06%	87.26%	12.07%	13.71%
EPS（元）	0.94	0.83	1.54	1.72	1.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.68%	10.25%	17.08%	16.80%	16.75%
P/E（A 股）	29	34	18	16	14
P/E（H 股）	14	16	9	8	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-25 汇率：按 1HKD=0.91496CNY 换算（注：2022 年股本为 87.65 亿，2023 年股本为 84.98 亿，2024 年及以后股本为 85.42 亿）

A 股：增持（维持）

当前价：27.82 元

H 股：增持（维持）

当前价：14.38 港元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

分析师：孟祥庭

执业证书编号：S0930524070001

021-52523685

mengxiangting@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	85.42
总市值(亿元):	2376.25
一年最低/最高(元):	18.88/33.34
近 3 月换手率:	13.54%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.41	-0.95	-19.51
绝对	6.18	15.10	-6.92

资料来源：Wind

相关研报

中报业绩符合预告，海外布局持续领跑行业——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2024 年半年报业绩点评（2024-08-30）
1H24 业绩持续超预期，高端化+出海增厚现金流——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2024 年半年报业绩预告点评（2024-07-12）
全年业绩平稳落地，持续聚焦生态化发展——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2023 年业绩点评（2024-04-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	137,340	173,212	192,355	210,878	229,275
营业成本	110,739	140,773	151,575	165,306	179,103
折旧和摊销	6,114	7,257	8,708	8,868	9,053
税金及附加	5,121	5,986	6,540	7,170	7,795
销售费用	5,876	8,285	8,464	9,279	10,088
管理费用	4,893	4,735	4,809	5,272	5,732
研发费用	6,445	8,054	9,041	9,911	10,776
财务费用	-2,488	-126	114	295	18
投资收益	671	761	800	500	500
营业利润	7,967	7,201	13,759	15,522	17,767
利润总额	8,807	7,824	14,609	16,372	18,617
所得税	554	801	1,461	1,637	1,862
净利润	8,253	7,023	13,148	14,735	16,756
少数股东损益	-13	1	0	0	0
归属母公司净利润	8,266	7,022	13,148	14,735	16,756
EPS(元)	0.94	0.83	1.54	1.72	1.96

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	12,311	17,754	23,340	25,690	28,729
净利润	8,266	7,022	13,148	14,735	16,756
折旧摊销	6,114	7,257	8,708	8,868	9,053
净营运资金增加	2,807	1,216	2,465	4,169	3,398
其他	-4,876	2,259	-981	-2,082	-478
投资活动产生现金流	-10,505	-10,451	-6,647	-7,160	-9,340
净资本支出	-15,859	-16,229	-4,935	-5,000	-6,500
长期投资变化	10,286	10,751	0	0	0
其他资产变化	-4,931	-4,973	-1,712	-2,160	-2,840
融资活动现金流	-3,133	1,052	-10,788	-9,716	-7,265
股本变化	-471	-267	45	0	0
债务净变化	8,739	-403	-5,815	-5,239	-2,500
无息负债变化	-1,877	13,024	5,656	9,208	11,216
净现金流	-1,009	8,374	5,904	8,814	12,125

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	19.4%	18.7%	21.2%	21.6%	21.9%
EBITDA 率	8.5%	8.5%	11.5%	11.6%	11.6%
EBIT 率	4.0%	4.3%	7.0%	7.4%	7.6%
税前净利润率	6.4%	4.5%	7.6%	7.8%	8.1%
归母净利润率	6.0%	4.1%	6.8%	7.0%	7.3%
ROA	4.5%	3.5%	6.3%	6.6%	6.8%
ROE (摊薄)	12.7%	10.3%	17.1%	16.8%	16.8%
经营性 ROIC	6.7%	8.1%	15.0%	16.8%	18.3%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	65%	66%	63%	61%	59%
流动比率	1.12	1.07	1.17	1.25	1.31
速动比率	0.89	0.83	0.90	0.94	0.98
归母权益/有息债务	2.19	2.33	3.27	4.80	6.33
有形资产/有息债务	5.43	5.89	7.66	10.63	13.59

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	185,357	201,270	209,592	224,299	245,301
货币资金	35,773	38,337	44,242	53,056	65,180
交易性金融资产	2,054	4,112	6,000	7,000	8,000
应收账款	6,611	7,193	7,694	8,435	9,171
应收票据	2,736	2,952	3,847	5,272	6,878
其他应收款 (合计)	2,416	2,114	1,934	2,119	2,303
存货	22,375	26,628	30,115	36,067	42,585
其他流动资产	31,542	31,483	29,569	27,716	25,877
流动资产合计	107,681	118,584	130,008	147,015	168,323
其他权益工具	1,482	1,921	2,000	2,000	2,500
长期股权投资	10,286	10,751	10,751	10,751	10,751
固定资产	26,949	30,235	24,299	18,385	12,614
在建工程	8,306	6,477	6,433	6,925	7,819
无形资产	8,197	11,310	11,720	12,109	12,966
商誉	28	28	28	28	28
其他非流动资产	3,524	1,798	2,755	4,422	6,262
非流动资产合计	77,677	82,686	79,584	77,284	76,978
总负债	120,141	132,762	132,603	136,572	145,288
短期借款	5,943	5,701	2,739	0	0
应付账款	29,306	40,547	45,473	49,592	53,731
应付票据	30,061	27,940	30,315	34,714	41,194
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	11,720	13,306	13,497	13,683	13,867
流动负债合计	95,802	110,835	111,557	117,711	128,703
长期借款	15,406	13,286	12,286	10,286	8,286
应付债券	3,511	3,463	3,500	3,500	3,500
其他非流动负债	3,673	3,451	3,260	3,075	2,799
非流动负债合计	24,339	21,926	21,046	18,861	16,585
股东权益	65,216	68,509	76,989	87,727	100,013
股本	8,765	8,498	8,542	8,542	8,542
公积金	9,144	7,568	7,523	7,523	7,523
未分配利润	49,177	52,729	63,328	74,118	86,453
归属母公司权益	65,201	68,501	76,981	87,719	100,004
少数股东权益	15	8	8	8	8

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	4.28%	4.78%	4.40%	4.40%	4.40%
管理费用率	3.56%	2.73%	2.50%	2.50%	2.50%
财务费用率	-1.81%	-0.07%	0.06%	0.14%	0.01%
研发费用率	4.69%	4.65%	4.70%	4.70%	4.70%
所得税率	6%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.30	0.30	0.46	0.52	0.59
每股经营现金流	1.40	2.09	2.73	3.01	3.36
每股净资产	7.44	8.06	9.01	10.27	11.71
每股销售收入	15.67	20.38	22.52	24.69	26.84

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE (A 股)	29	34	18	16	14
PB (A 股)	3.7	3.5	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	22.2	17.2	11.0	9.7	8.5
股息率	1.1%	1.1%	1.7%	1.9%	2.1%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP