

➤ **事件:** 公司发布 11 月产销快报: 批发销量 12.7 万辆, 同比+3.7%, 环比+9.1%。1-11 月累计批发 109.8 万辆, 同比-1.8%。其中, 哈弗 7.8 万辆, 同比+4.5%, 环比+7.9%; 1-11 月累计批发 62.3 万辆, 同比-4.1%。Wey 牌 0.7 万辆, 同比+145.9%, 环比+8.6%; 1-11 月累计批发 4.6 万辆, 同比+20.6%。皮卡 1.6 万辆, 同比-2.7%, 环比+23.0%; 1-11 月累计批发 16.1 万辆, 同比-13.7%。欧拉 0.6 万辆, 同比-42.1%, 环比+4.4%; 1-11 月累计批发 5.9 万辆, 同比-40.6%。坦克 2.0 万辆, 同比+8.7%, 环比+5.6%; 1-11 月累计批发 20.9 万辆, 同比+44.0%。

➤ **坦克销量同比上升 哈弗销量稳定。** 公司 11 月批发销量 12.7 万辆, 同比+3.7%, 环比+9.1%。1-11 月累计批发 109.8 万辆, 同比-1.8%; 分品牌来看, 坦克 11 月批发销售 2.0 万辆, 同比+8.7%, 环比+5.6%; 1-11 月累计批发 20.9 万辆, 同比+44.0%。哈弗 11 月销量环比上升, 批发销售 7.8 万辆, 同比+4.5%, 环比+7.9%; 1-11 月累计批发 62.3 万辆, 同比-4.1%。高端化方面, 20 万元以上车型 11 月销售 3.1 万辆, 同比+36.7%。随着长城全新魏牌蓝山的热销, 公司有望重塑高端品牌形象, 打开盈利空间。

➤ **海外销量同比延续增长 全球化稳步推进。** 11 月, 公司海外批发销量为 4.3 万辆, 同比+21.7%, 环比-2.8%, 再创历史新高; 1-11 月海外批发销量为 41.2 万辆, 同比+45.8%。2024 年 11 月, GWM 品牌在哥伦比亚发布。我们认为, 公司燃油及混动产品具有优质产品力, 在海外市场极具竞争力。看好公司海外布局加速推进带来销量的持续提升。

➤ **“智能化+越野”实力凸显 高端市场稳步开拓。** 11 月, 长城汽车与华为签署《智能化生态合作协议》, 基于 Coffee OS 3 和 HMS for Car 展开合作。12 月, 坦克 500Hi4-Z 正式开启预售, 搭载全新解耦四驱插电混动 Hi4-Z 平台, WLTC 工况下纯电续航里程超过 200 公里, 同时支持高达 163 千瓦的快充技术, 充电 15 分钟即可增加 120 公里的纯电续航。2024 年为城市辅助驾驶元年, 公司有望抓住技术变革机遇, 通过智能化技术和产品力进阶带来销量提升。

➤ **投资建议:** 公司新产品国内外推广进展顺利, 智能电动化新周期开启, 新能源智能化车型占比快速提升, 高端智能化路线愈发清晰。预计 2024-2026 年营业收入为 2,029.1/2,471.5/2,718.6 亿元, 归母净利润为 131.6/160.7/179.8 亿元, 对应 2024 年 12 月 3 日收盘价 27.77 元/股, PE 为 18/15/13 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 车市下行风险; WEY、哈弗等品牌所在市场竞争加剧, 销量不及预期; 出海进度不及预期及欧盟关税相关风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	173,212	202,907	247,148	271,862
增长率 (%)	26.1	17.1	21.8	10.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,022	13,155	16,071	17,980
增长率 (%)	-15.1	87.4	22.2	11.9
每股收益 (元)	0.82	1.54	1.88	2.10
PE	34	18	15	13
PB	3.47	3.00	2.56	2.19

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 12 月 3 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
27.77 元

分析师 崔琰

执业证书: S0100523110002

邮箱: cuiyan@mszq.com

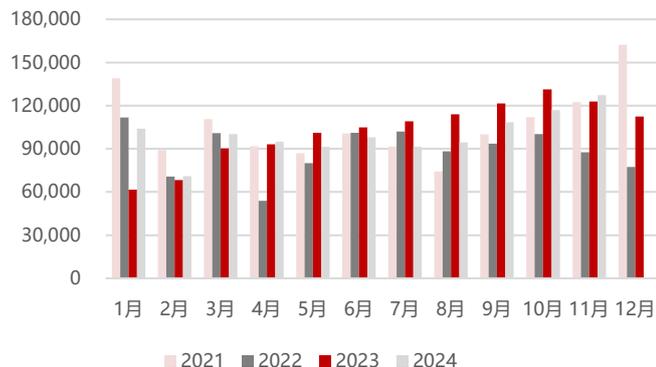
分析师 乔木

执业证书: S0100524100002

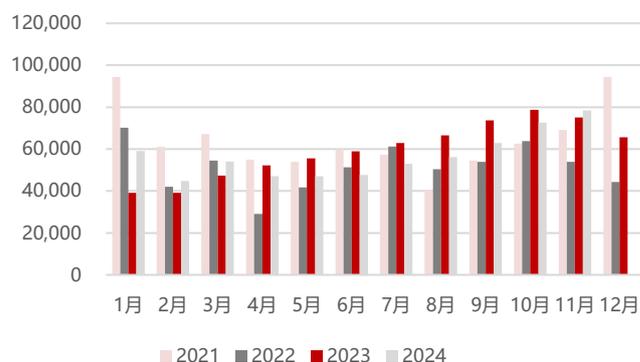
邮箱: qiaomu@mszq.com

相关研究

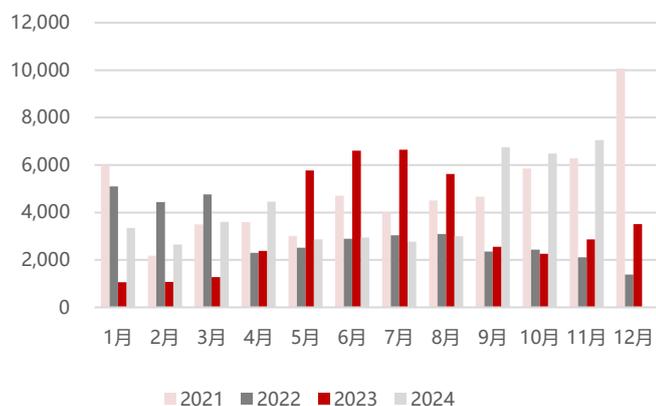
1. 长城汽车 (601633.SH) 系列点评十七: “智能化+越野”实力凸显 高端出海创新高-2024/11/02
2. 长城汽车 (601633.SH) 系列点评十六: 2024Q3 营收增长 高端+出海优化结构-2024/10/27
3. 长城汽车 (601633.SH) 系列点评十五: 出海销量创新高 产品结构高端化-2024/09/02
4. 长城汽车 (601633.SH) 系列点评十四: 2024Q2 盈利改善 高端+出海优化结构-2024/08/30
5. 长城汽车 (601633.SH) 系列点评十三: 出海销量创新高 全球化稳步推进-2024/08/02

图1: 21-24 年长城汽车单月销量 (辆)


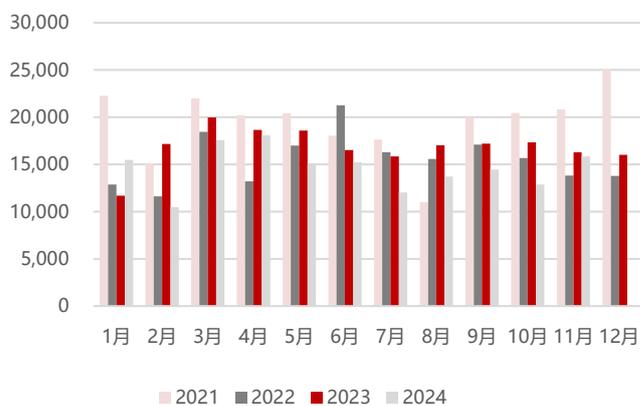
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图2: 21-24 年哈弗品牌单月销量 (辆)


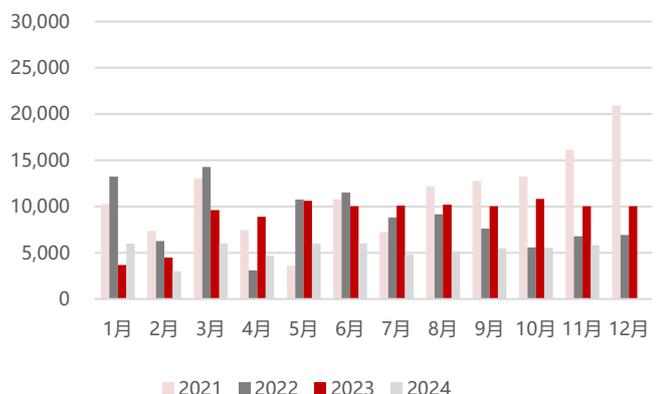
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图3: 21-24 年魏品牌单月销量 (辆)


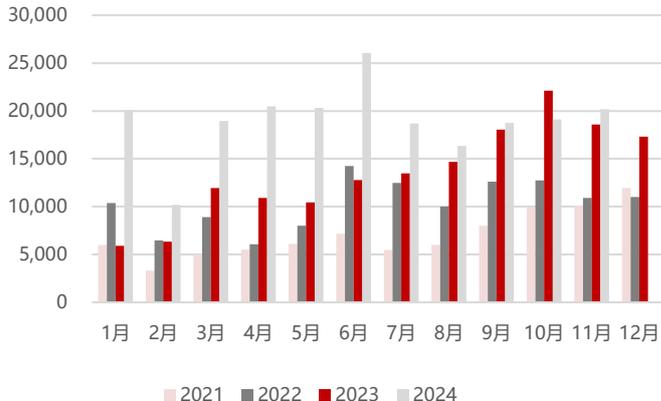
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图4: 21-24 年皮卡单月销量 (辆)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图5: 21-24 年欧拉品牌单月销量 (辆)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 21-24 年坦克品牌单月销量 (辆)


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	173,212	202,907	247,148	271,862
营业成本	140,773	161,311	195,440	214,771
营业税金及附加	5,986	7,102	8,650	9,515
销售费用	8,285	8,522	10,380	11,418
管理费用	4,735	5,681	6,920	7,612
研发费用	8,054	9,334	11,369	12,506
EBIT	5,951	10,957	14,388	16,040
财务费用	-126	-285	-121	-279
资产减值损失	-488	-55	-86	-70
投资收益	761	812	989	1,087
营业利润	7,201	14,021	17,876	20,046
营业外收支	623	600	400	400
利润总额	7,824	14,621	18,276	20,446
所得税	801	1,462	2,193	2,454
净利润	7,023	13,159	16,083	17,993
归属于母公司净利润	7,022	13,155	16,071	17,980
EBITDA	13,779	19,558	23,370	25,179

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	38,337	52,939	63,491	79,380
应收账款及票据	10,145	11,674	13,542	14,152
预付款项	3,873	3,384	4,470	5,109
存货	26,628	27,601	36,632	39,210
其他流动资产	39,601	51,821	61,530	66,552
流动资产合计	118,584	147,419	179,666	204,402
长期股权投资	10,751	11,365	11,904	12,480
固定资产	30,235	31,360	32,941	33,655
无形资产	11,310	13,420	16,032	18,392
非流动资产合计	82,686	87,464	89,761	91,950
资产合计	201,270	234,883	269,427	296,352
短期借款	5,701	5,701	5,701	5,701
应付账款及票据	68,486	86,927	101,725	110,670
其他流动负债	36,648	41,116	47,280	49,768
流动负债合计	110,835	133,745	154,706	166,138
长期借款	13,286	13,286	13,286	13,286
其他长期负债	8,640	8,640	8,640	8,640
非流动负债合计	21,926	21,926	21,926	21,926
负债合计	132,762	155,671	176,632	188,065
股本	8,498	8,542	8,542	8,542
少数股东权益	8	12	23	36
股东权益合计	68,509	79,212	92,795	108,287
负债和股东权益合计	201,270	234,883	269,427	296,352

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	26.12	17.14	21.80	10.00
EBIT 增长率	28.72	84.12	31.32	11.48
净利润增长率	-15.06	87.35	22.17	11.88
盈利能力 (%)				
毛利率	18.73	20.50	20.92	21.00
净利润率	4.05	6.49	6.51	6.62
总资产收益率 ROA	3.49	5.60	5.96	6.07
净资产收益率 ROE	10.25	16.61	17.32	16.61
偿债能力				
流动比率	1.07	1.10	1.16	1.23
速动比率	0.78	0.86	0.88	0.95
现金比率	0.35	0.40	0.41	0.48
资产负债率 (%)	65.96	66.28	65.56	63.46
经营效率				
应收账款周转天数	15.16	14.00	13.00	12.00
存货周转天数	69.04	62.45	68.41	66.64
总资产周转率	0.86	0.86	0.92	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.54	1.88	2.10
每股净资产	8.01	9.27	10.85	12.66
每股经营现金流	2.08	3.48	2.77	3.39
每股股利	0.29	0.29	0.29	0.29
估值分析				
PE	34	18	15	13
PB	3.47	3.00	2.56	2.19
EV/EBITDA	16.62	10.96	8.72	7.47
股息收益率 (%)	1.04	1.05	1.05	1.05

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	7,023	13,159	16,083	17,993
折旧和摊销	7,828	8,601	8,982	9,140
营运资金变动	3,679	8,675	-733	2,586
经营活动现金流	17,754	29,759	23,709	28,983
资本开支	-16,229	-12,165	-10,387	-10,378
投资	4,223	-675	-584	-630
投资活动现金流	-10,451	-12,029	-9,983	-9,920
股权募资	682	44	0	0
债务募资	18,988	0	0	0
筹资活动现金流	1,052	-3,129	-3,173	-3,173
现金净流量	8,374	14,601	10,553	15,889

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048