

2025年1月2日
 长城汽车(2333.HK)

公司动态分析

证券研究报告

汽车

投资评级: **买入**

维持买入评级

6个月目标价 **18.0 港元**

股价 2024-12-31 **13.7 港元**

24年销量同比持平，追求有质量的市占率

2024年长城汽车累计销售123.3万辆，同比持平，连续第九年销量破百万。我们看好长城汽车高质量的发展战略，其业绩在逐步提升，上调目标价至18.0港元，对应25年的8.3倍预测市盈率，距离现价有32%上涨空间，买入评级。

报告摘要

24年销量123.3万辆，同比持平。2024年12月长城汽车总销量达13.5万台，同比增长20.3%。具体来看，哈弗品牌12月销量8.3万台，同比增27.2%；WEY品牌销量8808台，同比增150.8%；长城皮卡销量1.6万台，同比增1.3%；欧拉品牌销量4740台，同比降52.7%；坦克品牌销量2.2万台，同比增26.4%。2024年长城汽车累计销售123.3万辆，同比持平，连续第九年销量破百万。哈弗品牌全年销量为70.6万辆，同比下降1.3%；WEY品牌累计销量为5.5万辆，同比增长31.6%；欧拉品牌累计销售6.3万辆，同比下降41.7%；坦克品牌累计销量为23.1万辆，同比增长42.1%，皮卡累计销量为17.7万辆，同比下降12.5%。

全球化生产稳步推进，出口销量向好。2024年长城汽车海外销量达到45.3万辆，占整体销量比重为37%。我们看好长城在海外市场发展，正处在收获期。长城汽车率先开辟生态出海新路线，在海外建立了3个全工艺整车生产基地，在厄瓜多尔、巴基斯坦等地拥有5家KD工厂。海外销售渠道超1300家，足迹遍及欧洲、澳洲、非洲、中南美洲、东南亚和中东等170多个国家和地区。2025年长城汽车巴西工厂将会投产，助力销量提升。我们预计2025年长城汽车出口销量将会达到57万辆，同比增长26%。

25年新车较多，巩固高端及越野优势。2025年长城汽车新车包括哈弗H7、高山智驾版、WEY新的全尺寸SUV、坦克500 HI4-Z、坦克400 HI4-Z、坦克800等。我们认为2025年长城汽车将加速推动智驾车型落地，巩固高端与越野市场的竞争优势。24年长城推出新一代智驾系统Coffee Pilot Ultra，具备强感知、重安全、快速迭代等特点，实现了100%去高精地图，推出行业领先的全场景NOA，能够覆盖高速、城区、乡镇等各种驾驶场景。2025年长城的WEY品牌、坦克品牌都会推出搭载Coffee Pilot Ultra的新车型。

投资建议。我们看好长城汽车高质量的发展战略，其业绩在逐步提升，上调目标价至18.0港元，对应25年的8.3倍预测市盈率，距离现价有32%上涨空间，买入评级。

风险提示：行业竞争加剧；价格不及预期

(年结31/12; RMB百万元)	FY 2022A	FY 2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
销售收入	137,340	173,212	219,009	259,417	301,312
增长率(%)	1%	26%	26%	18%	16%
净利润	8,266	7,022	13,686	16,946	20,415
增长率(%)	23%	-15%	95%	24%	20%
毛利率(%)	19%	19%	21%	21%	21%
净利润率(%)	6%	4%	6%	7%	7%
ROE,平均(%)	13%	10%	18%	20%	21%
每股盈利(元)	0.91	0.82	1.61	1.99	2.40
每股净资产(元)	7.4	8.1	9.0	10.2	11.7
市盈率(x)	13.8	15.3	7.8	6.3	5.2
市净率(x)	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1
股息收益率(%)	2%	3%	5%	6%	8%

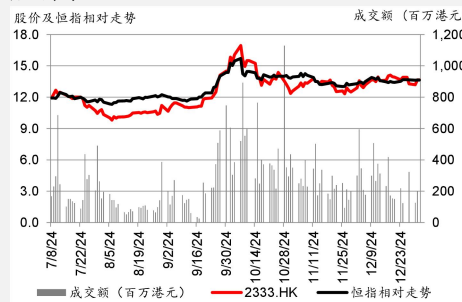
数据来源：公司资料，国证国际预测

总市值(亿港元)	1,97.75
H股市值(亿港元)	300.97
总股本(亿股)	85.50
H股股本(亿股)	23.19
12个月低/高(港元)	7.5/17.1
平均成交(百万港元)	330.19

股东结构

魏建军	60.3%
其他	39.7%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.00	-3.14	20.32
绝对收益	9.28	-13.76	37.99

数据来源：彭博、港交所、公司

王强 消费行业分析师

+852 2213 1422

jimmywang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

利润表					
单位:百万人民币					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	137,340.0	173,212.1	219,009.3	259,416.6	301,312.4
营业成本	(110,739.3)	(140,773.1)	(174,112.4)	(205,198.5)	(237,132.8)
毛利	26,600.7	32,438.9	44,896.9	54,218.1	64,179.5
销售费用	(5,120.7)	(5,986.3)	(7,227.3)	(8,560.7)	(9,943.3)
管理费用	(4,893.5)	(4,735.1)	(5,694.2)	(6,485.4)	(7,532.8)
研发费用	(6,445.2)	(8,054.3)	(10,074.4)	(11,673.7)	(13,860.4)
其他收入	(2,174.4)	(6,462.3)	(7,274.4)	(9,133.6)	(10,512.9)
营业利润	7,967.0	7,201.0	14,626.6	18,364.5	22,330.1
营业外收入	840	623	669	602	542
利润总额	8,806.6	7,824.1	15,295.9	18,966.9	22,872.3
所得税	(553.7)	(801.2)	(1,608.9)	(2,020.1)	(2,456.3)
净利润	8,252.8	7,022.8	13,687.0	16,946.8	20,416.0
少数股东损益	(13.2)	1.3	1.3	1.3	1.3
归母公司净利润	8,266.0	7,021.6	13,685.7	16,945.6	20,414.7
调整后EPS(元)	0.91	0.83	1.61	1.99	2.40
主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性(%)					
营业收入	1%	26%	26%	18%	16%
净利润	23%	-15%	95%	24%	20%
盈利能力(%)					
毛利率	19%	19%	21%	21%	21%
净利率	6%	4%	6%	7%	7%
ROE	13%	10%	18%	20%	21%
偿债能力(%)					
流动比率	112%	107%	106%	109%	112%
资产负债率	65%	66%	63%	60%	58%

资产负债表					
单位:百万人民币					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	107,680.7	118,583.8	121,106.4	125,446.8	134,582.8
现金及等价物	35,773.5	38,337.2	38,167.2	33,635.0	35,600.6
应收账款	22,152.5	28,923.6	28,746.9	31,297.6	32,035.4
其他应收款项	49,755	51,323	54,192	60,514	66,947
非流动资产	77,676.6	82,686.4	88,128.9	93,136.1	99,224.2
物业、厂房及设备	26,949.0	30,235.1	31,141.0	30,784.6	30,470.8
预付土地租赁款	8,305.8	6,477.4	5,829.6	5,246.7	4,722.0
无形资产	8,197.3	11,310.3	12,215.2	13,192.4	14,247.8
其他非流动资产	34,224.5	34,663.7	38,943.1	43,912.4	49,783.7
资产总计	185,357.3	201,270.3	209,235.3	218,582.8	233,807.1
流动负债	95,802.0	110,835.1	114,035.8	115,117.4	119,707.8
合约负债	7,752.8	9,583.1	9,870.6	10,166.7	10,471.7
应付款项	59,367.3	68,486.4	71,367.7	73,943.1	79,602.4
计息银行及其他借款	4,884	6,890	8,268	7,442	6,697
其他流动负债	23,798	25,875	24,529	23,566	22,936
非流动负债	24,339.3	21,926.4	18,483.3	16,581.9	14,967.0
借款	15,406	13,286	10,629	9,353	8,231
其他非流动负债	8,163	7,576	6,737	6,055	5,504
递延税项	770.9	1,064.5	1,117.7	1,173.6	1,232.2
负债合计	120,141.4	132,761.5	132,519.1	131,699.3	134,674.7
非控股权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	65,215.9	68,508.8	76,716.1	86,883.5	99,132.3
现金流量表					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生现金流量	12,311	17,754	25,583	27,526	32,814
投资活动产生现金流量	-10,505	-10,451	-5,537	-8,237	-7,386
融资活动产生现金流量	(3,133.0)	1,052.0	(17,150.5)	(23,821.6)	(23,462.8)
现金净变动	-1,009.20	8,373.52	2,895.00	-4,532.13	1,965.51

数据来源：公司资料，国证国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010