

长城汽车 (601633.SH)

智能化转型持续加速，海外销量再创新高

事件：公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 2022.0 亿元，同比+16.7%，实现归母净利润 126.9 亿元，同比+80.8%，实现扣非归母净利润 97.4 亿元，同比+101.4%。

□ 2024 年业绩稳步增长，归母净利润实现高增。2024 年公司实现营业收入 2022.0 亿元，同比+16.7%，实现归母净利润 126.9 亿元，同比+80.8%，实现扣非归母净利润 97.4 亿元，同比+101.4%；利润率方面，2024 年公司实现毛利率 19.5%，实现净利率 6.3%；期间费用率方面，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.9%/2.4%/4.6%/0.0%，整体期间费用率较 2023 年下降 1.2pct。2024 年单车收入达到 16.4 万元，同比提升 2.3 万元，创历史新高；单车净利润持续增长，达 1.0 万元。4Q2024 公司实现营收 599.4 亿元，同比+11.6%，环比+17.9%，实现归母净利润 22.6 亿元，同比+11.7%，实现扣非归母净利润 13.6 亿元，同比+32.7%；利润率方面，实现毛利率 16.5%，净利率 3.8%；4Q2024 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.6%/2.9%/5.1%/-0.2%。

□ 新能源汽车销量跃升，智能化转型继续加速。2024 年新能源汽车销量实现跃升，累计销售 32.2 万辆，同比增长 25.6%，公司国内乘用车新能源渗透率达到 44.0%。Hi4 混动技术体系新增 Hi4-Z 泛越野超级混动架构，是业内首次将功率分流技术应用于越野车型。智能化方面，2024 年，公司依托森林生态体系，推出新一代智驾系统 Coffee Pilot Ultra 和新一代智慧空间系统 Coffee OS 3，公司联合培育的 RISC-V 车规级 MCU 芯片——紫荆 M100 成功点亮；建立端到端智驾大模型 SEE、新一代 AI 数据智能体系和九州超算中心。长城汽车研发投入连续 3 年超百亿，研发人员 2.3 万人为研发效力提升奠定基础。

□ 坚持高质量生态出海，海外销量再创历史新高。2024 年公司海外销量为 45.4 万台，同比增长 44.6%，创历史新高。2024 年，长城汽车持续深化全球化布局，在东南亚市场，长城汽车于 1 月在马来西亚正式完成 CKD 组装合作的签约，9 月长城汽车进一步拓展与越南 CKD 合作；在非洲市场，公司与塞内加尔签署 KD 工厂合作备忘录。长城汽车销售网络已覆盖 170 余个国家和地区，海外销售渠道超 1400 家，全球累计用户突破 1500 万，长城汽车着眼打造一线海外市场支持人才，构建一流服务团队，为海外市场持续提升技术支持、配件供应、服务策划等全方位保障能力。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。依托森林生态体系，长城汽车正致力于高质量发展，通过持续性创新与产品结构调整，深化全场景、全品类覆盖，坚守品质，打造极致产品体验，长城汽车将继续坚持长期主义，聚焦智能新能源，强化越野优势，提速全球化进程，构建更为显著的全球核心竞争力。预计 25-27 年归母净利润分别为 155.2/182.1/208.6 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：国际贸易环境变化的风险；产品竞争力下降、市场份额流失以及用户需求匹配不足的风险。

强烈推荐（维持）

中游制造/汽车

目标估值：NA

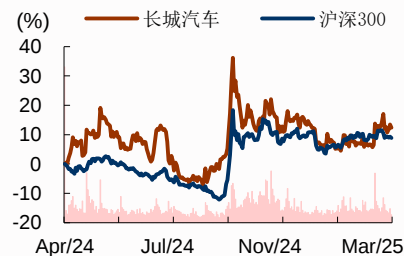
当前股价：26.42 元

基础数据

总股本（百万股）	8563
已上市流通股（百万）	6194
总市值（十亿元）	226.2
流通市值（十亿元）	163.6
每股净资产（MRQ）	9.2
ROE（TTM）	16.1
资产负债率	63.6%
主要股东	保定创新长城资产管理有限
主要股东持股比例	59.78%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	1	17
相对表现	2	-5	6



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《长城汽车（601633）—公司营收持续增长，加速推进高质量出海》2024-10-27
- 2、《长城汽车（601633）—生态出海效果显著，智能化业务加速发展》2024-09-18
- 3、《长城汽车（601633）—生态出海成效显著，智能化水平持续提升》2024-08-30

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

杨献宇 S1090519030001

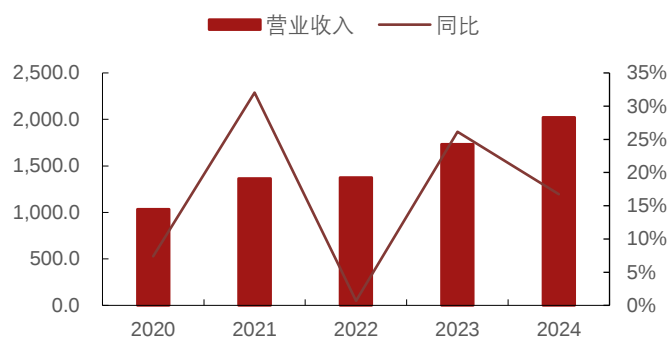
yangxianyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	173212	202195	247083	288593	336499
同比增长	26%	17%	22%	17%	17%
营业利润(百万元)	7201	13921	17140	20197	23199
同比增长	-10%	93%	23%	18%	15%
归母净利润(百万元)	7022	12692	15516	18211	20856
同比增长	-15%	81%	22%	17%	15%
每股收益(元)	0.82	1.48	1.81	2.13	2.44
PE	32.2	17.8	14.6	12.4	10.8
PB	3.3	2.9	2.5	2.2	1.9

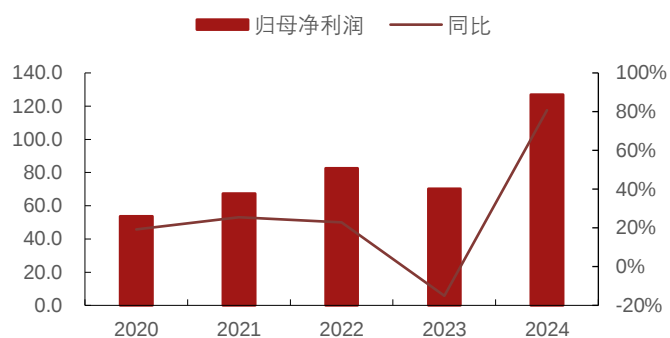
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 公司历年营收及增速 (单位: 亿元、%)



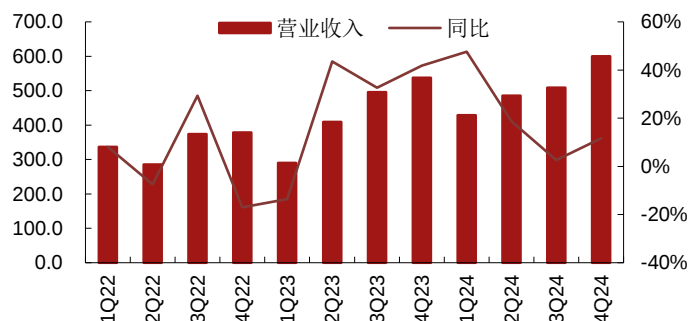
资料来源: 公司公告、招商证券

图 2: 公司历年归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



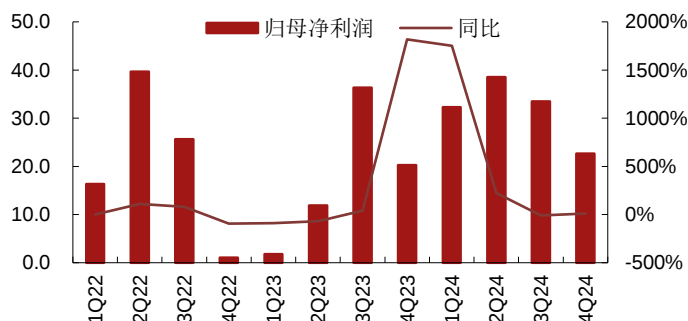
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 公司各季度营收及增速 (单位: 亿元、%)



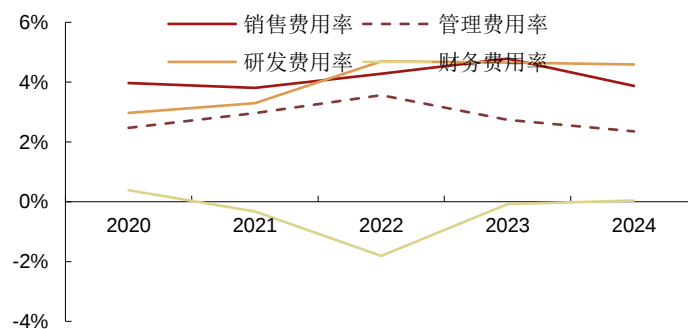
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 公司各季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



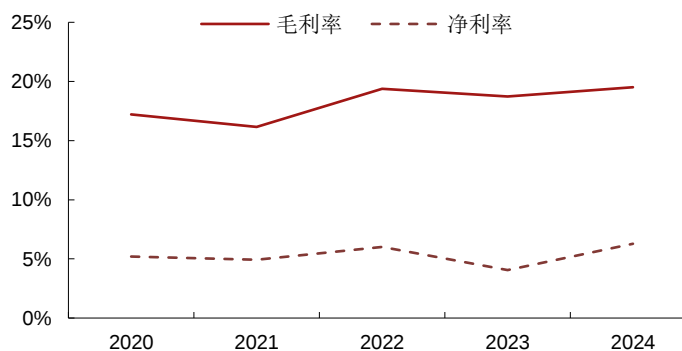
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 公司历年费用率情况 (单位: %)



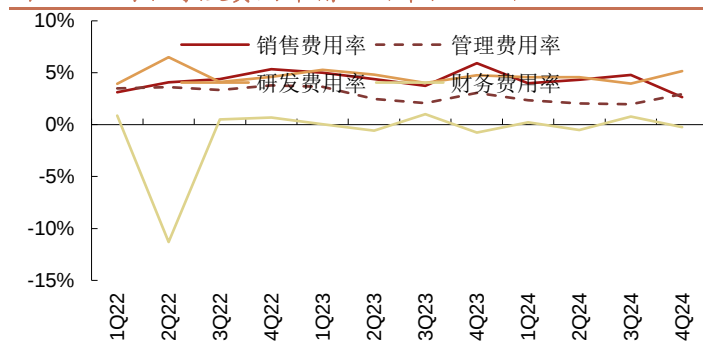
资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 公司历年销售毛利率及净利率 (单位: %)



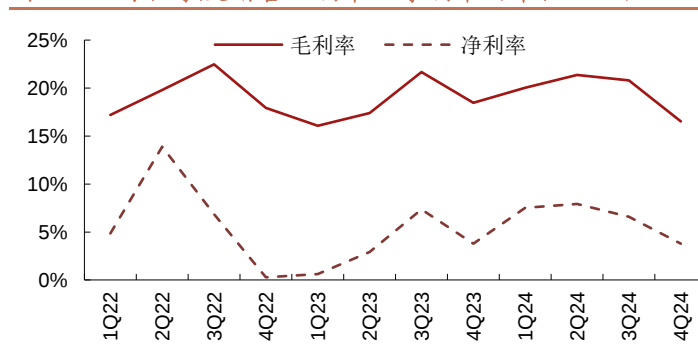
资料来源: 公司公告、招商证券

图 7：公司各季度费用率情况（单位：%）



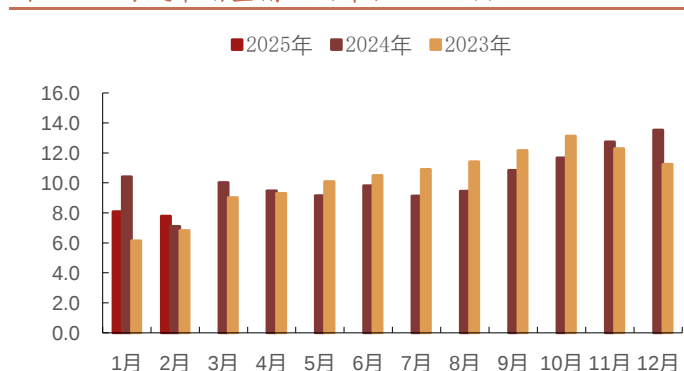
资料来源：公司公告、招商证券

图 8：公司各季度销售毛利率及净利率（单位：%）



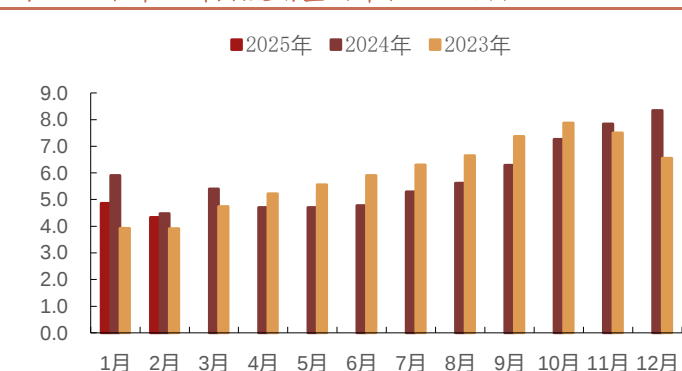
资料来源：公司公告、招商证券

图 9：公司汽车销量情况（单位：万辆）



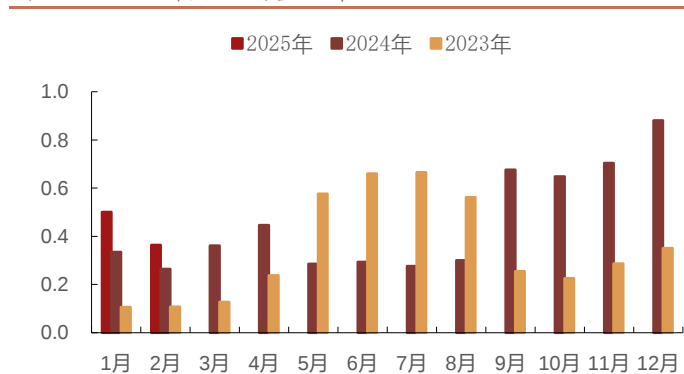
资料来源：公司公告、招商证券

图 10：哈弗品牌月度销量（单位：万辆）



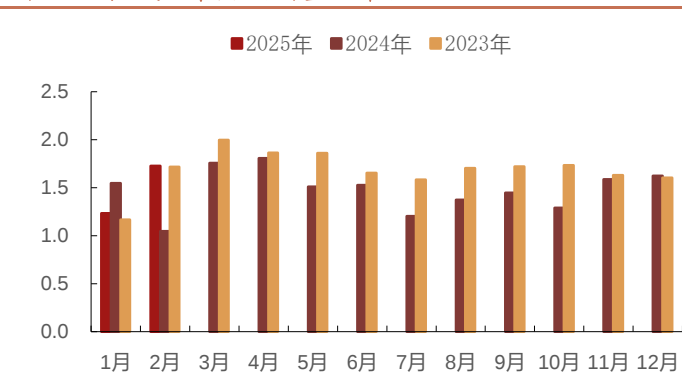
资料来源：公司公告、招商证券

图 11：魏品牌月度销量（单位：万辆）



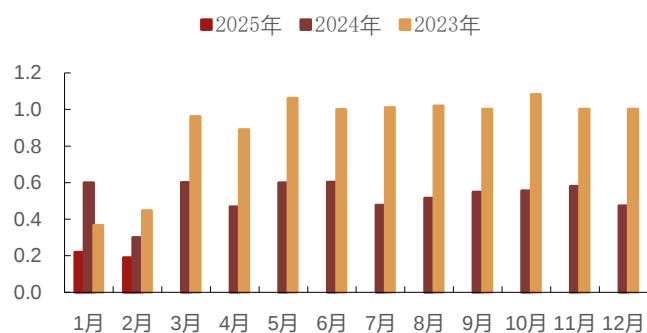
资料来源：公司公告、招商证券

图 12：长城皮卡月度销量（单位：万辆）



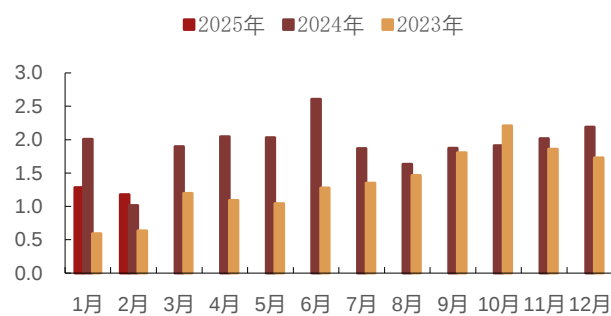
资料来源：公司公告、招商证券

图 13: 欧拉品牌月度销量 (单位: 万辆)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 坦克品牌月度销量 (单位: 万辆)



资料来源: 公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	118584	133435	157909	188312	218056
现金	38337	30741	36061	48485	57390
交易性投资	4124	14192	14192	14192	14192
应收票据	2952	2365	2890	3376	3936
应收款项	7193	7273	8888	10381	12104
其它应收款	2113	3384	4136	4831	5632
存货	26628	25408	30589	35629	41528
其他	37237	50072	61153	71419	83273
非流动资产	82686	83831	86582	89096	91405
长期股权投资	10751	11551	11551	11551	11551
固定资产	30235	30014	31350	32478	33432
无形资产商誉	23403	24709	25238	25715	26143
其他	18297	17557	18443	19352	20279
资产总计	201270	217266	244491	277408	309461
流动负债	110835	122229	137781	157141	173801
短期借款	5701	6665	6000	6000	0
应付账款	68486	79571	95798	111582	130055
预收账款	9583	11711	14100	16423	19142
其他	27065	24282	21883	23136	24604
长期负债	21926	16041	16041	16041	16041
长期借款	13286	6481	6481	6481	6481
其他	8640	9560	9560	9560	9560
负债合计	132762	138270	153822	173182	189842
股本	8498	8556	8563	8563	8563
资本公积金	1586	3011	3011	3011	3011
留存收益	58417	67421	79087	92643	108036
少数股东权益	8	8	9	9	9
归属于母公司所有者	68501	78988	90661	104216	119610
负债及权益合计	201270	217266	244491	277408	309461

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	17754	27783	20796	24357	27648
净利润	7023	12692	15517	18211	20857
折旧摊销	7317	9388	7248	7486	7691
财务费用	730	1245	91	91	91
投资收益	(852)	(960)	(2812)	(2812)	(2812)
营运资金变动	4766	6141	745	1375	1814
其它	(1231)	(725)	7	6	7
投资活动现金流	(10451)	(23296)	(7188)	(7188)	(7188)
资本支出	(16713)	(11737)	(10000)	(10000)	(10000)
其他投资	6262	(11558)	2812	2812	2812
筹资活动现金流	1052	(12178)	(8288)	(4746)	(11554)
借款变动	2825	(12012)	(4353)	0	(6000)
普通股增加	(267)	59	6	0	0
资本公积增加	1584	1424	0	0	0
股利分配	(2629)	(2549)	(3850)	(4655)	(5463)
其他	(461)	901	(91)	(91)	(91)
现金净增加额	8355	(7691)	5320	12424	8906

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	173212	202195	247083	288593	336499
营业成本	140773	162747	195937	228219	266003
营业税金及附加	5986	7409	9054	10575	12331
营业费用	8285	7830	10377	12121	14133
管理费用	4735	4756	5930	6926	8076
研发费用	8054	9284	11366	13275	15479
财务费用	(126)	91	91	91	91
资产减值损失	(550)	(769)	0	0	0
公允价值变动收	(26)	42	42	42	42
其他收益	1512	3693	2000	2000	2000
投资收益	761	877	770	770	770
营业利润	7201	13921	17140	20197	23199
营业外收入	744	435	435	435	435
营业外支出	121	72	72	72	72
利润总额	7824	14283	17502	20560	23562
所得税	801	1591	1986	2348	2705
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属于母公司净利	7022	12692	15516	18211	20856

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	26%	17%	22%	17%	17%
营业利润	-10%	93%	23%	18%	15%
归母净利润	-15%	81%	22%	17%	15%
获利能力					
毛利率	18.7%	19.5%	20.7%	20.9%	20.9%
净利率	4.1%	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%
ROE	10.5%	17.2%	18.3%	18.7%	18.6%
ROIC	6.8%	13.0%	15.3%	16.3%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	66.0%	63.6%	62.9%	62.4%	61.3%
净负债比率	12.9%	7.7%	5.1%	4.5%	2.1%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1
存货周转率	5.7	6.3	7.0	6.9	6.9
应收账款周转率	17.8	20.4	23.1	22.6	22.6
应付账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	0.82	1.48	1.81	2.13	2.44
每股经营净现	2.07	3.24	2.43	2.84	3.23
每股净资产	8.00	9.22	10.59	12.17	13.97
每股股利	0.30	0.45	0.54	0.64	0.73
估值比率					
PE	32.2	17.8	14.6	12.4	10.8
PB	3.3	2.9	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	30.0	17.8	13.6	12.0	10.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。