

长城汽车(601633.SH)

海外盈利强劲、主流家用车新能源转型任重道远

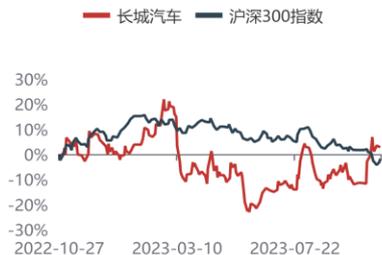
推荐（维持）

股价：29.79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 /60.20%
实际控制人	
总股本(百万股)	8,496
流通A股(百万股)	6,166
流通B/H股(百万股)	2,319
总市值(亿元)	2,055
流通A股市值(亿元)	1,837
每股净资产(元)	7.70
资产负债率(%)	65.6

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
WANGGENHAI964@pingan.com.cn



事项：

公司发布2023年三季度业绩报告。2023年前三季度公司实现营业收入1195.0亿元，同比增加20.1%，实现归母净利润49.9亿元，同比下滑38.8%，实现扣非归母净利润38.1亿元，同比下滑12.3%。单三季度公司实现营业收入495.3亿元，同比增长32.6%，实现归母净利润36.3亿元，同比增长41.9%，实现扣非归母净利润30.6亿元，同比增长34.0%。

平安观点：

- **3Q23 单车均价提升，毛利率环比增长至 21.7%**。3Q23 长城汽车 ASP 达 14.36 万元。盈利较好的皮卡业务表现稳健，坦克品牌同环比均增长，更高单价的坦克 500/坦克 400 插混版订单饱满。3Q23 毛利率增长，主要是海外业务毛利率高+供应链降本所致。3Q23 公司研发费用增长 30% 达 19.9 亿，与公司同期收入增幅接近。
- **出口表现亮眼，贡献强劲业绩**。2023 前三季实现出口 21.2 万台 (+89%)，2023 年 8/9 月单月出口超 3 万台，2023 上半年海外单车收入接近 17 万元，高于公司总体单车均价水平。1H23 俄罗斯哈弗公司实现收入 67.7 亿，净利润 13.6 亿，净利率达 20%，盈利强劲。预计 3Q23 海外业务继续贡献强劲业绩，是长城汽车三季度业绩超预期的主要原因。
- **积极推进插混转型，目前哈弗枭龙/WEY 蓝山表现低于预期，坦克表现佳，哈弗猛龙/WEY 牌 MPV 高山爆款潜力初显**。公司以两档 DHT、Hi4、Hi4-T 越野混动等插混技术赋能哈弗及 WEY 品牌插混转型。哈弗新能源枭龙系列于 5 月中旬上市，但目前表现低于预期。哈弗品牌于 2Q23 正式上线了新能源产品专属、独立的销售服务体系，融合 4S 店、城市地标店、商超快闪店等多种模式的渠道布局，截至 2023 年 8 月，长城汽车旗下新能源终端已超千家，预计年内将增长至 1200 家。高端插混魏牌蓝山上半年销量达 1.1 万辆，但到第三季度热度未能持续。纯电方面，欧拉继续坚定女性品牌定位，目前价格中枢有所下移，销量表现一般。硬派 SUV 坦克品牌市场地位稳固，表现强劲。定位大型全用途硬派 SUV Hi4 架构全新插电混动哈弗猛龙定位“新能源越野 SUV 普及者”，拓宽龙序列的产品布局，

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	136405	137340	176666	243812	253802
YOY(%)	32.0	0.7	28.6	38.0	4.1
净利润(百万元)	6726	8266	5783	8851	10803
YOY(%)	25.4	22.9	-30.0	53.1	22.0
毛利率(%)	16.2	19.4	18.7	19.0	19.6
净利率(%)	4.9	6.0	3.3	3.6	4.3
ROE(%)	10.8	12.7	8.5	11.9	13.2
EPS(摊薄/元)	0.79	0.97	0.68	1.04	1.27
P/E(倍)	37.6	30.6	43.8	28.6	23.4
P/B(倍)	4.1	3.9	3.7	3.4	3.1

配备电控后桥差速锁有望成为同级差异化亮点。魏牌首款高端 MPV 高山已上市，竞争力较强。2023 年第四季度及 2024 年，长城汽车将进一步推出哈弗新枭龙 MAX，魏牌全新全尺寸旗舰级 SUV、蓝山高阶智驾版本、新拿铁，欧拉闪电猫暗夜版以及坦克旗下新车等十余款全新车型。

- **盈利预测与投资建议：**由于出口盈利强劲，坦克品牌销售前景向好，由此我们调整公司业绩预测，预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润为 57.8 亿/88.5 亿/108.0 亿元（前次预测值为 49.4 亿/80.7 亿/99.1 亿元），长城汽车插混技术定位独特，皮卡及硬派越野品牌坦克护城河突出，公司长期深耕出口业务，海外盈利能力强劲，我们维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1）在国内主流家用产品领域，公司新能源转型尚不成功；2）出口业务面临汇率、地缘政治风险；3）插混及纯电转型带来各项费用高增长。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	107681	138370	189017	204801
现金	35773	31034	41798	51827
应收票据及应收账款	31504	63668	87867	91467
其他应收款	2416	2108	2910	3029
预付账款	2229	2036	2810	2925
存货	22375	19724	27094	28012
其他流动资产	13385	19799	26538	27541
非流动资产	77677	78184	77995	75418
长期投资	10286	13043	15837	18672
固定资产	28042	28658	29280	27673
无形资产	8197	8495	8460	8092
其他非流动资产	31152	27989	24418	20981
资产总计	185357	216554	267013	280219
流动负债	95802	123993	168204	173786
短期借款	5943	5943	5943	5943
应付票据及应付账款	59367	80344	110361	114101
其他流动负债	30491	37706	51900	53742
非流动负债	24339	24339	24339	24339
长期借款	19896	19896	19896	19896
其他非流动负债	4444	4444	4444	4444
负债合计	120141	148333	192544	198126
少数股东权益	15	5	-9	-26
股本	8765	8496	8496	8496
资本公积	2126	1319	1319	1319
留存收益	54310	58401	64663	72305
归属母公司股东权益	65201	68216	74478	82120
负债和股东权益	185357	216554	267013	280219

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	11863	5423	22107	20640
净利润	8253	5773	8837	10785
折旧摊销	6161	7212	8650	9745
财务费用	-2488	550	759	790
投资损失	-671	-705	-740	-777
营运资金变动	-1909	-7238	4328	-173
其他经营现金流	2517	-170	273	271
投资活动现金流	-10505	-6845	-7994	-6661
资本支出	16931	4555	5666	4333
长期投资	4754	-2000	-2000	-2000
其他投资现金流	-32190	-9400	-11660	-8994
筹资活动现金流	-3133	-3318	-3349	-3951
短期借款	739	0	0	0
长期借款	7287	0	0	0
其他筹资现金流	-11159	-3318	-3349	-3951
现金净增加额	-1457	-4740	10765	10028

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	137340	176666	243812	253802
营业成本	110739	143686	197369	204057
税金及附加	5121	6587	7558	7868
营业费用	5876	8038	11337	11421
管理费用	4893	5300	7558	7614
研发费用	6445	7700	10655	11167
财务费用	-2488	550	759	790
资产减值损失	-337	0	0	0
信用减值损失	-26	0	0	0
其他收益	850	800	840	882
公允价值变动收益	50	0	0	0
投资净收益	671	705	740	777
资产处置收益	5	0	0	0
营业利润	7967	6310	10157	12544
营业外收入	886	400	300	200
营业外支出	46	74	60	55
利润总额	8807	6636	10397	12689
所得税	554	863	1559	1903
净利润	8253	5773	8837	10785
少数股东损益	-13	-9	-14	-17
归属母公司净利润	8266	5783	8851	10803
EBITDA	12480	14398	19806	23223
EPS(元)	0.97	0.68	1.04	1.27

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	0.7	28.6	38.0	4.1
营业利润(%)	25.1	-20.8	61.0	23.5
归属于母公司净利润(%)	22.9	-30.0	53.1	22.0
获利能力				
毛利率(%)	19.4	18.7	19.0	19.6
净利率(%)	6.0	3.3	3.6	4.3
ROE(%)	12.7	8.5	11.9	13.2
ROIC(%)	9.5	9.1	12.0	14.3
偿债能力				
资产负债率(%)	64.8	68.5	72.1	70.7
净负债比率(%)	-15.2	-7.6	-21.4	-31.7
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	4.8	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	3.8	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.97	0.68	1.04	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	0.64	2.60	2.43
每股净资产(最新摊薄)	7.63	7.99	8.73	9.63
估值比率				
P/E	30.6	43.8	28.6	23.4
P/B	3.9	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	20.8	18.2	13.0	10.7

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

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 2023 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