

长城汽车 (601633)

单车收入逐季提升，“生态出海”未来可期

行业：汽车/乘用车
投资评级：买入（首次）
当前价格：22.15元
目标价格：39.00元

事件：

2024年1月23日，公司发布2023年业绩快报，预计23年全年实现营业收入1734.1亿元，同比增长26.26%；归母净利润70.08亿元，同比下降15.22%；扣非归母净利润46.82亿元，同比增长4.58%。

➤ 产品结构持续优化，量价齐升助力营收高增

公司2023年全年营业收入1734.01亿元，同比增长26.26%；其中Q4营收539.06亿元，同比增长42.4%，环比增长8.8%。2023年公司全年实现销量123.1万辆，同比增长15.29%。公司车型结构持续优化，23年公司20万元以上车型销量22.6万辆，占比18.34%，同比提升3.07pct。单车收入呈现逐季提升特点，23年1-4季度，单车平均收入分别为13.20/13.68/14.36/14.70万元，全年单车平均收入为14.09万元，同比提升1.23万元/车。

➤ 致力高质量发展，经营持续向好

2023年公司实现扣非归母净利润为46.82亿元，同比增长4.58%；其中Q4扣非归母净利8.75亿元，同比增长543.4%，环比降低71.4%。受同期汇率影响，2023年公司净利润70.1亿元，同比下滑15.06%。四季度归母净利润20.13亿元，环比三季度有所下滑，主要系年终奖金计提影响。2023年公司总资产达2019亿元，同比增长8.94%，1-4季度分别为1781/1842/1914/2019亿元，逐季稳步提升。

➤ 海外销量再创新高，“生态出海”未来可期

公司2023年海外销量31.6万辆，同比增长82.48%，创历史新高。公司旗下五大品牌实现全面出海，涵盖哈弗H6新能源、坦克500新能源、欧拉好猫、魏牌摩卡PHEV等多款智能新能源产品。为进一步拓展海外市场，2023年公司加速推进巴基斯坦KD工厂、厄瓜多尔KD工厂，马来西亚KD工厂新项目的签约和投产；在乌兹别克斯坦等市场，公司联合合作伙伴积极推动本土化生产，走出“生态出海”的新路，有望支撑海外销量的持续高增。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2025年营业收入分别为2589/3514亿元，同比增速分别为49.33%和35.70%，归母净利润分别为132.4/141.2亿元，同比增速分别为88.9%和6.69%，EPS分别为1.56/1.66元/股。鉴于公司产品结构优化效果持续释放，盈利有望加速向上，参照可比公司估值，我们给予公司2024年25倍PE，目标价39元，给予“买入”评级。

风险提示：车辆交付不及预期；行业竞争加剧；上游原材料涨价风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	8,498.03/8,487.05
流通A股市值(百万元)	136,627.25
每股净资产(元)	7.70
资产负债率(%)	65.64
一年内最高/最低(元)	35.97/21.60

股价相对走势



作者

分析师：高登
执业证书编号：S0590523110004
邮箱：gaodeng@glsc.com.cn
分析师：黄程保
执业证书编号：S0590523020001
邮箱：huangcb@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	136405	137340	173409	258948	351393
增长率(%)	32.04%	0.69%	26.26%	49.33%	35.70%
EBITDA(百万元)	12392	12480	15135	22190	23257
归母净利润(百万元)	6726	8266	7008	13239	14124
增长率(%)	25.43%	22.90%	-15.22%	88.90%	6.69%
EPS(元/股)	0.79	0.97	0.82	1.56	1.66
市盈率(P/E)	28.0	22.8	26.9	14.2	13.3
市净率(P/B)	3.0	2.9	2.7	2.3	2.1
EV/EBITDA	35.5	20.8	12.5	7.8	6.6

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年01月24日收盘价

相关报告

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	33048	35773	27374	46821	68724	营业收入	136405	137340	173409	258948	351393
应收账款+票据	40376	31504	62494	93322	126637	营业成本	114367	110739	141298	214846	294951
预付账款	1749	2229	1999	2985	4050	营业税金及附加	4234	5121	6069	1683	2284
存货	13966	22375	19397	29493	40490	营业费用	5192	5876	7283	3107	4603
其他	19227	15800	21542	31148	41530	管理费用	8533	11339	12208	26032	35417
流动资产合计	108366	107681	132805	203768	281431	财务费用	-448	-2488	845	425	91
长期股权投资	9524	10286	11169	12052	12935	资产减值损失	-471	-337	-466	-673	-878
固定资产	27668	28042	24816	21373	17714	公允价值变动收益	306	50	0	0	0
在建工程	4467	8306	6921	5537	4153	投资净收益	1109	671	912	912	912
无形资产	7091	8197	8495	8460	8092	其他	897	829	831	814	812
其他非流动资产	18292	22846	21068	18881	16828	营业利润	6369	7967	6981	13908	14892
非流动资产合计	67042	77677	72469	66304	59722	营业外净收益	1113	840	810	810	810
资产总计	175408	185357	205274	270072	341153	利润总额	7482	8807	7791	14717	15701
短期借款	5204	5943	0	0	0	所得税	757	554	787	1486	1585
应付账款+票据	63892	59367	79009	120134	164926	净利润	6725	8253	7004	13231	14116
其他	26500	30491	36977	55878	76445	少数股东损益	-1	-13	-4	-8	-8
流动负债合计	95597	95802	115986	176012	241371	归属于母公司净利润	6726	8266	7008	13239	14124
长期带息负债	12608	19896	14186	8674	3427						
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他	5074	4444	4444	4444	4444	财务比率					
非流动负债合计	17683	24339	18629	13118	7870		2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	113280	120141	134615	189130	249241	成长能力					
少数股东权益	4	15	11	3	-6	营业收入	32.04%	0.69%	26.26%	49.33%	35.70%
股本	9236	8765	896	896	896	EBIT	6.18%	-10.17%	36.67%	75.33%	4.30%
资本公积	4872	2126	9995	9995	9995	EBITDA	8.93%	0.71%	21.27%	46.62%	4.81%
留存收益	48017	54310	59758	70048	81027	归属于母公司净利润	25.43%	22.90%	-15.22%	88.90%	6.69%
股东权益合计	62128	65216	70659	80942	91912	获利能力					
负债和股东权益总计	175408	185357	205274	270072	341153	毛利率	16.16%	19.37%	18.52%	17.03%	16.06%
						净利率	4.93%	6.01%	4.04%	5.11%	4.02%
						ROE	10.83%	12.68%	9.92%	16.36%	15.37%
						ROIC	7.52%	9.48%	10.78%	18.12%	20.73%
						偿债能力					
						资产负债率	64.58%	64.82%	65.58%	70.03%	73.06%
						流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
						速动比率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
						营运能力					
						应收账款周转率	3.7	4.8	2.9	2.9	2.9
						存货周转率	8.2	4.9	7.3	7.3	7.3
						总资产周转率	0.8	0.7	0.8	1.0	1.0
						每股指标(元)					
						每股收益	0.8	1.0	0.8	1.6	1.7
						每股经营现金流	4.1	1.4	0.7	3.4	3.6
						每股净资产	7.3	7.6	8.3	9.5	10.8
						估值比率					
						市盈率	28.0	22.8	26.9	14.2	13.3
						市净率	3.0	2.9	2.7	2.3	2.1
						EV/EBITDA	35.5	20.8	12.5	7.8	6.6
						EV/EBIT	62.5	41.1	21.9	11.4	9.8

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 01 月 24 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼