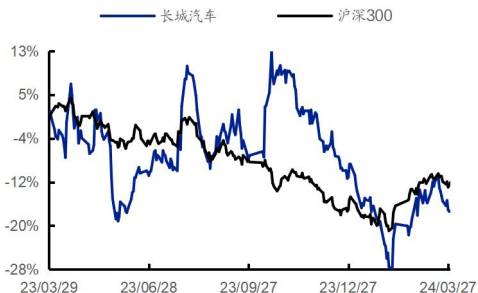


研究所:
 证券分析师: 戴畅 S0350523120004
 daic@ghzq.com.cn
 证券分析师: 王璟 S0350523120006
 wangj15@ghzq.com.cn

结构改善叠加出海放量, 业绩符合预期

——长城汽车 (601633) 2023 年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/03/29

表现	1M	3M	12M
长城汽车	-2.4%	-9.4%	-17.0%
沪深 300	0.6%	3.1%	-11.7%

市场数据

2024/03/29

当前价格(元)	22.84
52 周价格区间(元)	19.11-31.55
总市值(百万)	195,139.82
流通市值(百万)	140,887.57
总股本(万股)	854,377.50
流通股本(万股)	616,845.74
日均成交额(百万)	195.18
近一月换手(%)	0.29

相关报告

《长城汽车 (601633) 点评报告: 1-2 月累计销量同比稳步提高, 全球化布局加速推进 (增持) *乘用车*戴畅, 王璟》——2024-03-07

《长城汽车 (601633) 2023 业绩快报点评: 结构改善叠加出海放量, 2023Q4 业绩符合预期 (增持) *乘用车*戴畅, 王璟》——2024-01-26

《长城汽车 (601633) 2023 年中报点评报告: 营收增长利润承压, 海外市场未来可期 (增持) *乘用车*薛玉虎》——2023-08-31

《长城汽车 (601633) 2022 年报点评: 盈利能力

事件:

长城汽车 2024 年 3 月 28 日发布 2023 年年度报告: 公司 2023 年全年实现营业总收入 1732.12 亿元, 同比+26.12%。2023 年全年实现扣非归母净利润 48.34 亿元, 同比+7.98%。2023 年度拟向股东派发现金股利人民币 0.3 元/股 (含税), 占归属于公司股东净利润的 36.50%。

投资要点:

■ **2023Q4 公司业绩同比大幅提升, 费用端有所增长。** 2023Q4 公司实现营业总收入 537.09 亿元, 同/环比分别为+41.86%/+8.43%; 归母净利润 20.27 亿元, 同/环比分别为+1818.21%/-44.22%; 扣非归母净利润 10.26 亿元, 同/环比分别为+652.03%/-66.44%。公司营收业绩双增符合市场预期, 原因主要由总销量增长带动, 2023Q4 公司实现销量 36.7 万辆, 同/环比分别为+38.25%/+6.33%。2023Q4 实现毛利率 18.47%, 同/环比分别为+0.54pct/-3.19pct。费用端, 2023Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.92%/3.06%/4.75%/-0.75%, 同比分别为+0.57pct/-0.72pct/+0.16pct/-1.43pct。其中, 2023Q4 销售费用率同比提升的原因是公司加大了新能源车型的营销投放力度; 财务费用率下降主要受汇率收益波动影响。

■ **2023Q4 单车营收稳步提高, 新能源转型持续推进。** 2023Q4 单车收入提升至 14.6 万元, 同比+0.37 万元, 环比+0.28 万元, 同/环比分别为+2.61%/+1.97%。我们认为, 单车营收的增长主要原因在于海外市场的拓展和产品结构的优化: 1) 2023Q4 实现汽车出海 10.43 万辆, 同/环比分别+69.81%/+18.86%。2) 公司高价值品牌坦克品牌销量持续提升, 2023Q4 实现销量 5.80 万辆, 同/环比分别为+67.16%/+25.48%。此外, 2023 年公司销售 20 万元以上车型销量为 22.58 万辆, 占比达 18.34%, 同比+3.07pct。依托智能电混技术平台, 2023Q4 公司实现新能源汽车销量 9.17 万辆, 同/环比分别为+162.49%/+18.85%, 智能新能源转型成效初显。2024 年, 随坦克品牌主力车型坦克 300 混动产品上市, 将深化“越野+新能源”品牌标签, 兼顾城市与越野, 有望带动硬派越野 SUV 细分市场整体扩容。此外, 欧拉品牌即将迎来产品大年, A 级、C 级等多款车型将陆续推出, 实现市场全面覆盖。全面布局混动+纯电新能源领域, 进一步加

同比改善，重点关注海外+新能源+智能（增持）*
乘用车*薛玉虎》——2023-04-01

快新能源战略落地。

- **“新能源+智能化+全球化”三轨并行，长期践行高质量发展战略。**

1) 新能源方面，公司实现“Hi4 技术体系”研发量产应用，自研电控、电驱等核心零部件，前瞻布局车规级“氢动力系统”。2) 智能化方面，公司已实现从电子电气架构、智能辅助驾驶、智慧线控底盘、智能座舱等智能领域的全面布局，2024 年基于大模型算法架构的全场景智能辅助驾驶预期量产交付。3) 全球化方面，2023 年公司持续开发东盟、GCC 区域覆盖，聚焦产品规划、渠道传播和用户服务并进行资源整合，展望 2024 年，公司将进一步开拓海外市场，实现五大品牌全部出海。
- **盈利预测和投资评级** 公司研发实力强劲，战略布局全面，在保持内销稳定增长的同时，不断深入开拓海外市场，提升品牌竞争力，我们预计随着公司迎来产品大年，未来业绩将持续向好，看好公司长期发展，预计公司 2024-2026 年实现主营业务收入 2397、2743、2995 亿元，同比增速为 38%、14%、9%；实现归母净利润 109.9、138.2、192.0 亿元，同比增速为 56%、26%、39%；EPS 为 1.29、1.62、2.25 元，对应当前股价的 PE 估值分别为 18、14、10 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示** 汽车（新能源汽车）销量增速不及预期；国际贸易环境不稳定；品牌出海及海外销量或不及预期；汇率波动风险；智能化水平不及预期；数字化趋势冲击行业竞争格局。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	173212	239723	274256	299478
增长率(%)	26	38	14	9
归母净利润（百万元）	7022	10985	13817	19202
增长率(%)	-15	56	26	39
摊薄每股收益（元）	0.82	1.29	1.62	2.25
ROE(%)	10	14	16	18
P/E	30.76	17.76	14.12	10.16
P/B	3.13	2.54	2.22	1.87
P/S	1.24	0.81	0.71	0.65
EV/EBITDA	13.27	7.79	6.07	4.10

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：长城汽车盈利预测表

证券代码:	601633				股价:	22.84		投资评级:	增持		日期:	2024/03/29		
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值		2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标									
ROE	10%	14%	16%	18%	EPS	0.82		1.29		1.62		2.25		
毛利率	19%	20%	20%	22%	BVPS	8.06		9.01		10.31		12.23		
期间费率	7%	7%	7%	7%	估值									
销售净利率	4%	5%	5%	6%	P/E	30.76		17.76		14.12		10.16		
成长能力					P/B		3.13		2.54		2.22		1.87	
收入增长率	26%	38%	14%	9%	P/S		1.24		0.81		0.71		0.65	
利润增长率	-15%	56%	26%	39%										
营运能力					利润表 (百万元)									
总资产周转率	0.90	1.10	1.10	1.07	营业收入	173212	239723	274256	299478					
应收账款周转率	25.10	29.03	27.44	26.84	营业成本	140773	192618	218661	234387					
存货周转率	5.75	5.77	5.10	4.97	营业税金及附加	5986	9109	10422	11380					
偿债能力					销售费用	8285	11267	13164	14674					
资产负债率	66%	67%	67%	65%	管理费用	4735	5993	6582	6888					
流动比	1.07	1.14	1.21	1.31	财务费用	-126	141	-254	-835					
速动比	0.75	0.78	0.85	0.96	其他费用/(-收入)	8054	11267	13439	14974					
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	7201	11591	14754	20751					
现金及现金等价物	42450	56732	79072	106764	营业外净收支	623	616	600	587					
应收款项	10145	13318	14475	15806	利润总额	7824	12208	15354	21338					
存货净额	26628	40129	45554	48831	所得税费用	801	1221	1535	2134					
其他流动资产	39362	46875	51023	54803	净利润	7023	10987	13819	19205					
流动资产合计	118584	157054	190124	226204	少数股东损益	1	2	2	3					
固定资产	30235	28053	24813	20610	归属于母公司净利润	7022	10985	13817	19202					
在建工程	6477	4588	3360	2561	现金流量表 (百万元)									
无形资产及其他	35223	35312	35812	36812	经营活动现金流	17754	23401	31237	36237					
长期股权投资	10751	10751	10751	10751	净利润	7022	10985	13817	19202					
资产总计	201270	235757	264860	296938	少数股东损益	1	2	2	3					
短期借款	5701	5451	5151	4851	折旧摊销	7828	9772	9668	9501					
应付款项	68486	82933	97183	110683	公允价值变动	26	0	0	0					
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	3679	3105	8454	8386					
其他流动负债	36648	49494	54428	57701	投资活动现金流	-10451	-5227	-5460	-5268					
流动负债合计	110835	137878	156761	173235	资本支出	-16229	-5186	-5112	-4926					
长期借款及应付债券	16749	15749	14849	14049	长期投资	4223	-1000	-1500	-1600					
其他长期负债	5177	5177	5177	5177	其他	1555	959	1152	1258					
长期负债合计	21926	20926	20026	19226	筹资活动现金流	1052	-4910	-4937	-4877					
负债合计	132762	158804	176787	192461	债务融资	18988	-1250	-1200	-1100					
股本	8498	8544	8544	8544	权益融资	682	39	0	0					
股东权益	68509	76953	88072	104477	其它	-18618	-3700	-3737	-3777					
负债和股东权益总计	201270	235757	264860	296938	现金净增加额	8374	13282	20840	26092					

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车小组介绍】

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。

王琿，汽车行业分析师，中国人民大学管理学硕士、新加坡管理大学财务分析专业硕士、吉林大学汽车设计专业学士。3年主机厂汽车设计经验，2年汽车市场研究经验。曾任职于一汽汽研负责自主品牌造型设计工作，目前主要覆盖整车及重点主机厂产业链。

【分析师承诺】

戴畅，王琿，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。