

➤ **事件概述:** 公司发布2024年1月产销快报: 长城汽车批发销量10.4万辆, 同比+69.1%, 环比-7.5%。在1月批发销量中, 新能源车型约2.5万辆, 同比+296.5%, 环比-16.2%; 海外销售2.6万辆, 同比+64.9%, 环比-21.2%。

➤ **坦克表现亮眼 新能源转型逐步推进。** 2024年开年, 长城新能源转型稳步推进, 1月销售10.4万辆, 同比+69.1%; 其中新能源约2.5万辆, 新能源占比达到24.1%, 同比+13.8pts。分品牌来看, 1月坦克表现尤为亮眼, 2万辆的销量超过了皮卡的1.5万辆, 坦克/皮卡同比分别+239.3%/+32.4%。高端品牌方面, Wey在蓝山和高山的驱动下快速增长, 1月销售3,351辆, 同比+217.3%。哈弗保持领先地位, 1月销售5.9万辆, 同比+50.8%。在高端化方面, 魏牌高山行政加长版、坦克700 Hi4-T携手打造中国品牌旗舰新标杆。未来在全面新能源化战略指导下, 长城汽车有望发力多个细分赛道, 带来销量和盈利的双重提升。

➤ **海外销量高增 开拓欧洲、拉美市场。** 2024年1月, 公司海外批发销量2.6万辆, 同比+64.9%, 环比-21.2%。海外布局方面, 魏牌高山MPV正式亮相迪拜, 欧拉落地智利。长城汽车销售网络已覆盖全球170多个国家和地区。目前, 公司在欧亚地区、泰国、巴西建立了3个全工艺整车生产基地, 在厄瓜多尔、巴基斯坦等地拥有多家KD工厂。长城汽车也与卡塔尔知名经销商签约, 网络全面覆盖GCC(海合会)六国。1月12日, 长城汽车泰国罗勇新能源基地第一款本地化生产的欧拉好猫(ORA 03)下线, 标志着长城汽车成为泰国汽车市场第一个具备从油电混动、插电式混动到纯电车型完整新能源生产能力的汽车品牌。

➤ **智能化深度布局 城市NOH有望量产。** 长城在智能化方面深度布局, 业务涵盖电子架构、智能座舱、智能驾驶、智享生态、云平台等众多领域, 重点打造Coffee OS智能座舱、Coffee Pilot智能驾驶两大智能化产品。公司计划于今年年底前将NOH落地100座城市。魏牌蓝山已完成9个月以来的第四次OTA升级, 计划将在今年推出新拿铁, 新车在设计上采用了类似魏牌蓝山的设计, 动力上也搭载了1.5T+双电机组成的Hi4混动技术。2024年将成为城市辅助驾驶元年, 长城有望抓住技术变革机遇, 通过智能化技术带来销量的提升。

➤ **投资建议:** 公司新品国内外推广顺利, 智能电动化新周期开启, 新能源智能化车型占比快速提升, 高端智能化路线愈发清晰。预计2023-2025年营业收入为1,734.1/2,257.3/2,669.6亿元, 归母净利润为70.1/108.5/132.8亿元, 对应2024年2月6日收盘价21.43元/股, PE为26/17/14倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 车市下行风险; WEY、哈弗等品牌所在市场竞争加剧, 销量不及预期; 出海进度不及预期。

推荐
维持评级
当前价格:
21.43元

分析师 崔琰

执业证书: S0100523110002

邮箱: cuiyan@mszq.com

相关研究

- 1.长城汽车(601633.SH)系列点评三: 业绩符合预期 新能源+出海齐驱-2024/01/23
- 2.长城汽车(601633.SH)系列点评二: 2023销量突破120万 新能源、出海加速演绎-2024/01/04
- 3.长城汽车(601633.SH)系列点评一: 11月产销同比向上 欧洲市场布局开启-2023/12/08
- 4.长城汽车(601633.SH)2023年半年报点评: Q2单车盈利大幅改善, 电动化转型全面落地-2023/09/03
- 5.长城汽车(601633.SH)2023年一季报点评: Q1业绩低于预期, 经营拐点在即-2023/04/26

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 137,340 | 173,410 | 225,728 | 266,959 |
| 增长率(%) | 0.7 | 26.3 | 30.2 | 18.3 |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 8,266 | 7,008 | 10,852 | 13,275 |
| 增长率(%) | 22.9 | -15.2 | 54.8 | 22.3 |
| 每股收益(元) | 0.97 | 0.82 | 1.28 | 1.56 |
| PE | 22 | 26 | 17 | 14 |
| PB | 2.79 | 2.61 | 2.33 | 2.05 |

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2024年2月6日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 | 137,340 | 173,410 | 225,728 | 266,959 |
| 营业成本 | 110,739 | 144,297 | 185,424 | 218,380 |
| 营业税金及附加 | 5,121 | 5,896 | 7,900 | 9,344 |
| 销售费用 | 5,876 | 6,936 | 9,029 | 10,678 |
| 管理费用 | 4,893 | 3,988 | 5,192 | 6,140 |
| 研发费用 | 6,445 | 7,283 | 9,481 | 11,479 |
| EBIT | 4,834 | 5,009 | 8,703 | 10,938 |
| 财务费用 | -2,488 | -149 | -71 | -192 |
| 资产减值损失 | -337 | -90 | -103 | -97 |
| 投资收益 | 671 | 1,040 | 1,467 | 1,735 |
| 营业利润 | 7,967 | 7,143 | 11,602 | 14,495 |
| 营业外收支 | 840 | 617 | 600 | 600 |
| 利润总额 | 8,807 | 7,760 | 12,202 | 15,095 |
| 所得税 | 554 | 749 | 1,342 | 1,811 |
| 净利润 | 8,253 | 7,010 | 10,860 | 13,284 |
| 归属于母公司净利润 | 8,266 | 7,008 | 10,852 | 13,275 |
| EBITDA | 11,444 | 11,798 | 15,590 | 17,953 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 35,773 | 54,485 | 62,534 | 76,498 |
| 应收账款及票据 | 9,347 | 9,977 | 12,369 | 13,896 |
| 预付款项 | 2,229 | 2,025 | 3,056 | 3,686 |
| 存货 | 22,375 | 19,808 | 28,521 | 35,897 |
| 其他流动资产 | 37,957 | 50,530 | 61,694 | 70,856 |
| 流动资产合计 | 107,681 | 136,825 | 168,174 | 200,833 |
| 长期股权投资 | 10,286 | 11,221 | 12,069 | 12,961 |
| 固定资产 | 26,949 | 26,646 | 26,503 | 26,177 |
| 无形资产 | 8,197 | 9,524 | 10,741 | 12,013 |
| 非流动资产合计 | 77,677 | 82,402 | 86,001 | 88,986 |
| 资产合计 | 185,357 | 219,227 | 254,174 | 289,819 |
| 短期借款 | 5,943 | 5,943 | 5,943 | 5,943 |
| 应付账款及票据 | 59,367 | 82,567 | 103,031 | 121,125 |
| 其他流动负债 | 30,491 | 36,652 | 42,775 | 49,542 |
| 流动负债合计 | 95,802 | 125,162 | 151,749 | 176,610 |
| 长期借款 | 15,406 | 15,406 | 15,406 | 15,406 |
| 其他长期负债 | 8,934 | 8,934 | 8,934 | 8,934 |
| 非流动负债合计 | 24,339 | 24,339 | 24,339 | 24,339 |
| 负债合计 | 120,141 | 149,501 | 176,088 | 200,949 |
| 股本 | 8,765 | 8,765 | 8,765 | 8,765 |
| 少数股东权益 | 15 | 17 | 24 | 34 |
| 股东权益合计 | 65,216 | 69,726 | 78,086 | 88,870 |
| 负债和股东权益合计 | 185,357 | 219,227 | 254,174 | 289,819 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 0.69 | 26.26 | 30.17 | 18.27 |
| EBIT 增长率 | 4.06 | 3.61 | 73.75 | 25.68 |
| 净利润增长率 | 22.90 | -15.22 | 54.85 | 22.32 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 19.37 | 16.79 | 17.86 | 18.20 |
| 净利润率 | 6.01 | 4.04 | 4.81 | 4.98 |
| 总资产收益率 ROA | 4.46 | 3.20 | 4.27 | 4.58 |
| 净资产收益率 ROE | 12.68 | 10.05 | 13.90 | 14.94 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.12 | 1.09 | 1.11 | 1.14 |
| 速动比率 | 0.85 | 0.90 | 0.89 | 0.90 |
| 现金比率 | 0.37 | 0.44 | 0.41 | 0.43 |
| 资产负债率 (%) | 64.82 | 68.19 | 69.28 | 69.34 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 17.57 | 14.00 | 13.00 | 12.00 |
| 存货周转天数 | 73.75 | 50.11 | 56.14 | 60.00 |
| 总资产周转率 | 0.74 | 0.79 | 0.89 | 0.92 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.97 | 0.82 | 1.28 | 1.56 |
| 每股净资产 | 7.67 | 8.20 | 9.19 | 10.45 |
| 每股经营现金流 | 1.45 | 3.75 | 2.33 | 2.94 |
| 每股股利 | 0.29 | 0.29 | 0.29 | 0.29 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 22 | 26 | 17 | 14 |
| PB | 2.79 | 2.61 | 2.33 | 2.05 |
| EV/EBITDA | 15.47 | 13.42 | 9.64 | 7.59 |
| 股息收益率 (%) | 1.35 | 1.33 | 1.33 | 1.33 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|---------|--------|--------|
| 净利润 | 8,253 | 7,010 | 10,860 | 13,284 |
| 折旧和摊销 | 6,609 | 6,790 | 6,888 | 7,016 |
| 营运资金变动 | -1,312 | 18,926 | 3,288 | 6,165 |
| 经营活动现金流 | 12,311 | 31,910 | 19,825 | 24,980 |
| 资本开支 | -15,859 | -10,010 | -9,076 | -8,554 |
| 投资 | 4,779 | -984 | -921 | -952 |
| 投资活动现金流 | -10,505 | -9,953 | -8,530 | -7,771 |
| 股权募资 | 357 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 21,738 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -3,133 | -3,246 | -3,246 | -3,246 |
| 现金净流量 | -1,009 | 18,711 | 8,050 | 13,963 |

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026