

长城汽车（601633）

证券研究报告

2022 年 10 月 23 日

受益于单车盈利能力增加，Q3 营收及利润增幅显著

产品力提升带动的单车盈利能力提升，22Q3 业绩超预期。10 月 22 日晚，公司发布 2022Q3 业绩，2022Q3 公司实现营业总收入 373.46 亿元，同比+29.37%，归母净利润为 25.60 亿元，同比+80.74%；扣非归母净利润为 22.81 亿元，同比+181.32%；毛利率 22.47%，同比+5.17pct；22 年 1-9 月公司实现营业总收入 994.80 亿元，同比+9.56%，归母净利润为 81.60 亿元，同比+65.03%，扣非归母净利润为 43.40 亿元，同比 18.81%；毛利率 19.92%，同比+3.33pct。

我们认为，三季度公司营收及扣非归母净利润大幅增长，主要系公司产品力提升、车型盈利能力增加所致，以及高单价车型坦克的贡献。三季度坦克车型销售 35093 万台，同比+79.79%，占比 12.37%。

芯片供应明显改善，高单价、智能化车型带领产品结构持续优化，出海加速。22Q3 长城汽车共计实现销量 283788 辆，同比+6.75%，环比+20.75%；1-9 月，公司累计实现销量 802313 辆，同比-9.25%。1-9 月，海外销售新车共计 111744 辆，同比增长 14.09%，月销量呈稳步提升态势。22Q3 整体销量相比去年同期微增，环比有明显改善，我们认为，芯片短缺情况已经有一定程度的缓解，四季度销量有进一步提升空间，海外销量贡献初显，后续有望成为公司利润增长点。

高单价、智能化车型占比不断提升，带领产品结构持续改善。22 年 1-9 月，长城汽车单车平均售价提升至 12.40 万元，比去年同期+20.72%。22 年 1-9 月，公司 20 万以上车型的销售占比提升至 14.56%，同比+5pct，较 2021 年的 10%增幅显著；22 年 1-9 月基于柠檬、坦克和咖啡智能三大技术品牌车型销量占比已到达 70.02%，同比+12pct，智能化车型销量占比达 85.58%，同比+11pct，品牌向上成果进一步凸显。

持续加大高新技术领域研发投入，加速公司电动化、智能化转型步伐。22 年 1-9 月公司研发费用共计 47.07 亿元，同比+64.75%，研发总投入（资本化研发投入+费用化研发投入）85.44 亿元，同比增长 64.74%，占营业收入的 8.59%；22Q3 研发费用 15.30 亿元，同比+53.15%，研发费用率为 4.10%，同比+0.52pct。研发投入主要用于新能源与智能化等高新技术领域研发布局。公司在新能源领域全面发力，加速转型步伐。1-9 月在公司销售的 802313 辆汽车中，新能源车型共计 96916 辆，同比增长 14.31%，占比达 12.08%。哈弗 H6 DHT-HEV、DHT-PHEV 版本分别于 8、9 月上市，标志着哈弗品牌全面向新能源转型，品牌重新定义为“新能源 SUV 专家”，柠檬混动 DHT 技术的领先优势为品牌赋能。

进军芯片自研领域，加强产业链垂直布局。10 月 21 日晚，公司发布公告拟使用自有资金与魏建军、稳晟科技共同出资设立芯动半导体科技有限公司。根据披露，芯动半导体的经营范围包括集成电路设计、集成电路版图设计代理服务、集成电路制造等领域，此举标志着长城汽车将开启芯片自研之路。上半年，公司产能受到博世的 ESP 芯片短缺的制约，销量出现大幅下滑。我们认为，自研芯片有助于维持供应链稳定，降低风险保证交付，收入及利润端也将收益。中长期看，掌握芯片核心技术有助于提升公司在智能化领域的核心竞争力，在智能化比拼的下半场拥有更多竞争优势，具有重要战略意义。

综上所述，在电动化、智能化转型的过程中，面对上游原材料涨价、疫情反复、芯片短缺等困扰，公司 22Q3 业绩表现超预期，经营稳健。随着四季度芯片供应有望进一步改善，产能有望进一步释放，购置税减免政策的促进，有望带动销量提升，品牌向上成果显现，盈利有望得到进一步改善。

投资建议：根据公司 22Q3 业绩及销量情况，考虑芯片短缺及原材料价格上涨等因素，考虑供应链及产能提升情况、后续车型规划以及公司经营战略，我们将公司 22-24 年的归母净利润由 90.74 亿元、112.02 亿元、148.86 亿元，调整至 110.06 亿元、100.73 亿元、123.96 亿元；22-24 年 PE 对应为 21.87 倍、23.90 倍、19.42 倍。看好公司在细分市场的定位能力，看好“品类定义品牌”策略；看好公司在智能化领域的布局；看好品牌向上转型；公司的混动 DHT 方案、高端智能电动沙龙品牌、坚定加大智能化、电动化领域研发投入，均助力公司长远发展。

风险提示：汽车芯片供应恢复不及预期、上游原材料价格大幅上涨、新车型推广及销售不及预期、部分地区由于疫情影响终端销量、市场竞争加剧影响公司销量、公司新车交付量不及预期、新能源汽车渗透率增长不及预期。

投资评级

行业	汽车/乘用车
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	26.28 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,168.12
流通 A 股股本(百万股)	6,131.46
A 股总市值(百万元)	162,098.30
流通 A 股市值(百万元)	161,134.78
每股净资产(元)	7.75
资产负债率(%)	61.39
一年内最高/最低(元)	69.80/21.35

作者

于特	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050003	
yute@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

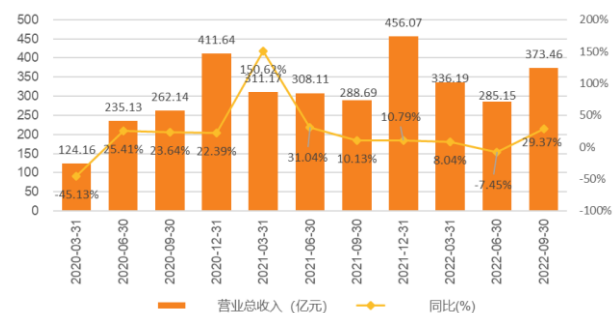
相关报告

- 1 《长城汽车-公司点评:9 月产销环比改善，全面发力新能源，海外表现亮眼》2022-10-14
- 2 《长城汽车-半年报点评:产品结构优化毛利率超预期，加速新能源全面转型》2022-09-02
- 3 《长城汽车-公司点评:7 月产销稳健增长，供应链持续修复，金九银十可期》2022-08-10

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	103,307.61	136,404.66	151,409.18	177,148.74	212,578.48
增长率(%)	7.38	32.04	11.00	17.00	20.00
EBITDA(百万元)	14,508.21	15,766.14	17,981.90	16,522.42	18,354.27
净利润(百万元)	5,362.49	6,726.09	11,005.98	10,072.61	12,395.79
增长率(%)	19.25	25.43	63.63	(8.48)	23.06
EPS(元/股)	0.59	0.73	1.20	1.10	1.35
市盈率(P/E)	44.89	35.79	21.87	23.90	19.42
市净率(P/B)	4.20	3.87	3.42	3.09	2.76
市销率(P/S)	2.33	1.76	1.59	1.36	1.13
EV/EBITDA	23.42	26.43	11.52	10.57	8.65

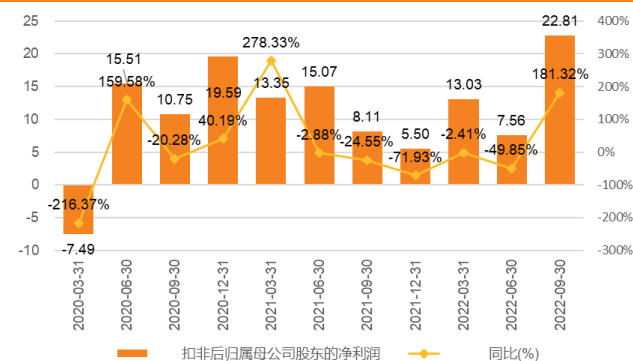
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：长城汽车历年单季度营业总收入（亿元）及增速（%）



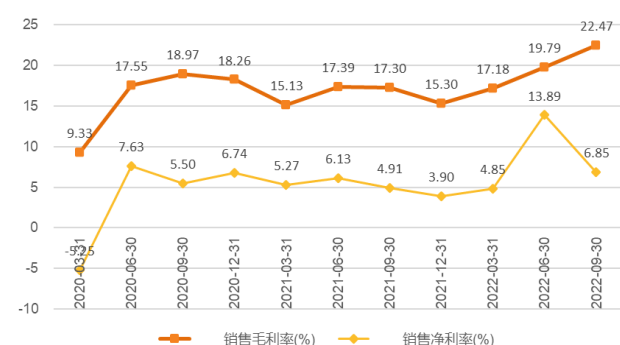
资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：长城汽车历年扣非归母净利润（亿元）及增速（%）



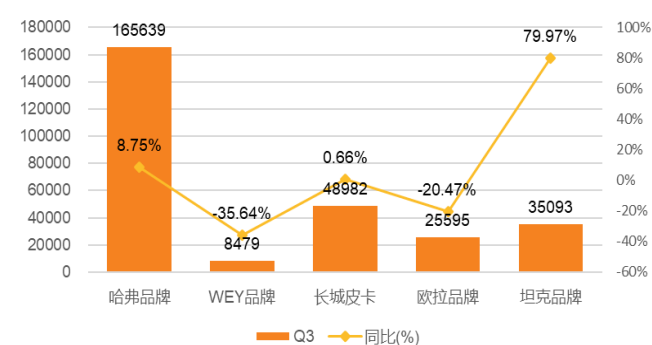
资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：长城汽车历年销售毛利率（%）及销售净利率（%）



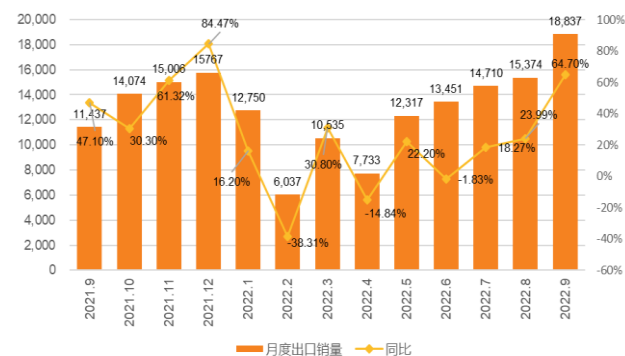
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：长城汽车 22Q3 各子品牌累计销量（辆）及增速（%）



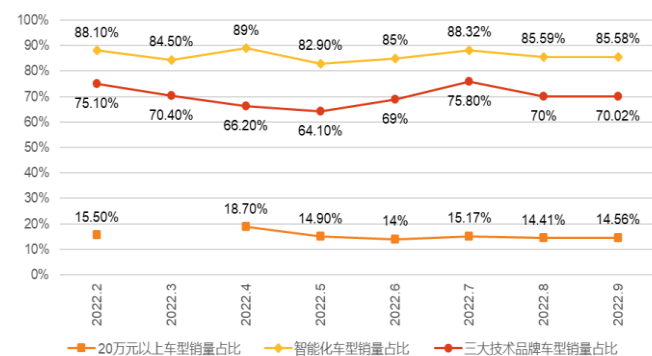
资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：长城汽车海外月销量（辆）及同比增速（%）



资料来源：官方微信公众号、天风证券研究所

图 6：长城汽车高单价、智能化车型销量占比（%）



资料来源：官方微信公众号、天风证券研究所

注：2022.2、2022.4、2022.5 为 15 万元以上车型销量占

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,588.46	33,047.56	36,682.79	55,572.94	71,640.33
应收票据及应收账款	3,936.16	8,603.93	5,315.57	10,970.24	8,572.73
预付账款	570.92	1,748.90	5.63	2,252.00	670.32
存货	7,497.64	13,966.42	5,629.21	19,078.55	11,093.64
其他	72,310.49	50,726.77	58,983.76	61,948.85	57,922.91
流动资产合计	98,903.67	108,093.57	106,616.96	149,822.57	149,899.91
长期股权投资	8,415.18	9,524.31	12,064.13	15,047.96	17,258.88
固定资产	28,609.22	27,441.39	24,808.97	21,313.05	17,625.17
在建工程	2,936.38	4,467.24	2,692.67	2,063.68	1,697.85
无形资产	9,266.85	14,235.54	15,406.03	16,851.81	18,466.30
其他	5,384.89	11,373.93	3,963.94	2,209.96	733.86
非流动资产合计	54,612.52	67,042.41	58,935.75	57,486.46	55,782.06
资产总计	154,011.49	175,408.02	165,552.71	207,309.04	205,681.98
短期借款	7,901.30	5,204.46	10,657.46	200.00	100.00
应付票据及应付账款	49,841.14	63,892.39	50,100.43	91,973.89	77,216.48
其他	15,395.34	19,112.23	26,067.00	29,810.57	33,122.33
流动负债合计	73,137.78	88,209.08	86,824.89	121,984.46	110,438.82
长期借款	10,777.21	8,656.16	2,846.95	1,100.00	1,100.00
应付债券	0.00	3,476.28	1,158.76	1,545.01	2,060.02
其他	4,726.73	5,550.12	4,389.52	4,888.79	4,942.81
非流动负债合计	15,503.93	17,682.55	8,395.23	7,533.80	8,102.82
负债合计	96,669.64	113,279.54	95,220.12	129,518.26	118,541.64
少数股东权益	0.00	4.10	2.78	1.56	0.07
股本	9,175.95	9,235.71	9,159.17	9,159.17	9,159.17
资本公积	1,779.31	4,871.91	4,871.91	4,871.91	4,871.91
留存收益	47,170.22	48,570.21	56,824.70	64,379.15	73,675.99
其他	(783.64)	(553.45)	(525.97)	(621.02)	(566.81)
股东权益合计	57,341.85	62,128.48	70,332.59	77,790.78	87,140.34
负债和股东权益总计	154,011.49	175,408.02	165,552.71	207,309.04	205,681.98

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5,362.49	6,725.01	11,005.98	10,072.61	12,395.79
折旧摊销	4,826.01	5,377.37	5,736.67	5,930.70	6,133.72
财务费用	405.64	148.74	(752.57)	(1,305.81)	(2,060.21)
投资损失	(1,105.22)	(1,230.62)	(693.67)	(919.72)	(907.50)
营运资金变动	(24,111.12)	42,480.98	(4,592.36)	21,067.08	3,402.17
其它	19,803.43	(18,185.81)	(1.77)	(1.62)	(1.99)
经营活动现金流	5,181.23	35,315.67	10,702.29	34,843.24	18,961.98
资本支出	10,171.88	10,957.39	3,660.77	2,752.31	3,640.47
长期投资	5,302.53	1,109.13	2,539.82	2,983.83	2,210.92
其他	(27,062.74)	(23,241.27)	(7,458.44)	(8,364.07)	(8,672.94)
投资活动现金流	(11,588.32)	(11,174.75)	(1,257.85)	(2,627.93)	(2,821.55)
债权融资	13,607.36	1,882.63	(3,009.10)	(10,712.37)	2,971.21
股权融资	(2,695.35)	(36.08)	(2,800.11)	(2,612.80)	(3,044.25)
其他	455.51	(11,478.66)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	11,367.52	(9,632.11)	(5,809.21)	(13,325.17)	(73.04)
汇率变动影响	0.00	0.00	800.00	266.67	355.56
现金净增加额	4,960.44	14,508.82	4,435.23	19,156.81	16,422.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	103,307.61	136,404.66	151,409.18	177,148.74	212,578.48
营业成本	85,530.96	114,367.47	121,884.39	145,616.26	174,700.01
营业税金及附加	3,191.88	4,234.12	4,788.15	5,524.77	6,650.30
营业费用	4,103.39	5,192.18	5,147.91	6,600.83	7,746.79
管理费用	2,552.67	4,043.07	4,845.09	5,098.91	6,407.36
研发费用	3,067.48	4,489.57	4,542.28	5,468.36	6,645.37
财务费用	396.96	(448.31)	(752.57)	(1,305.81)	(2,060.21)
资产减值损失	(711.68)	(593.00)	(619.22)	(641.30)	(617.84)
公允价值变动收益	165.21	306.44	0.00	0.00	0.00
投资净收益	956.39	1,109.11	1,493.67	1,186.39	1,263.05
其他	(1,697.25)	(2,664.75)	0.00	0.00	0.00
营业利润	5,751.61	6,368.77	11,828.38	10,690.49	13,134.08
营业外收入	493.87	1,160.80	665.60	773.42	866.60
营业外支出	18.19	47.46	28.02	31.22	35.57
利润总额	6,227.29	7,482.10	12,465.96	11,432.69	13,965.12
所得税	864.80	757.09	1,461.74	1,361.70	1,571.31
净利润	5,362.49	6,725.01	11,004.21	10,070.99	12,393.80
少数股东损益	0.00	(1.08)	(1.77)	(1.62)	(1.99)
归属于母公司净利润	5,362.49	6,726.09	11,005.98	10,072.61	12,395.79
每股收益（元）	0.59	0.73	1.20	1.10	1.35

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	7.38%	32.04%	11.00%	17.00%	20.00%
营业利润	20.41%	10.73%	85.72%	-9.62%	22.86%
归属于母公司净利润	19.25%	25.43%	63.63%	-8.48%	23.06%
获利能力					
毛利率	17.21%	16.16%	19.50%	17.80%	17.82%
净利率	5.19%	4.93%	7.27%	5.69%	5.83%
ROE	9.35%	10.83%	15.65%	12.95%	14.23%
ROIC	12.46%	10.59%	32.11%	22.51%	83.52%
偿债能力					
资产负债率	62.77%	64.58%	57.52%	62.48%	57.63%
净负债率	8.69%	-19.38%	-27.64%	-64.72%	-75.17%
流动比率	1.22	1.13	1.23	1.23	1.36
速动比率	1.13	0.99	1.16	1.07	1.26
营运能力					
应收账款周转率	28.98	21.75	21.75	21.75	21.75
存货周转率	15.04	12.71	15.45	14.34	14.09
总资产周转率	0.77	0.83	0.89	0.95	1.03
每股指标（元）					
每股收益	0.59	0.73	1.20	1.10	1.35
每股经营现金流	0.57	3.86	1.17	3.80	2.07
每股净资产	6.26	6.78	7.68	8.49	9.51
估值比率					
市盈率	44.89	35.79	21.87	23.90	19.42
市净率	4.20	3.87	3.42	3.09	2.76
EV/EBITDA	23.42	26.43	11.52	10.57	8.65
EV/EBIT	34.94	39.85	16.91	16.49	12.99

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com