

2022年01月25日

# 单车 ASP 提升期待 2022 盈利改善

## 长城汽车 (601633)

### 事件概述

公司发布 2021 年业绩快报，公司 2021 年总营收为 1,363.2 亿元，同比+32.0%；归母净利润为 67.8 亿元，同比+26.5%；扣非归母净利润为 42.9 亿元，同比+11.8%。

### 分析判断：

#### ► 规模加速扩张 ASP 显著提升

**21Q4 营收大幅增长，规模加速扩张。**公司 21Q4 单季度营收达 455.2 亿元，同比+10.6%，环比+57.7%。四季度缺芯缓解下公司销量环比大幅提升，21Q4 销量达 39.7 万辆，环比+49.3%。公司扩张提速明显，根据半年报披露，截至 2021 年上半年，公司员工总数为 6.7 万人，同比+10.4%，较 2020 年底增加了 5.4%。展望 2022 年，我们预计公司仍将保持较快的扩张步伐。

**高端化收效显著，ASP 单季新高。**公司旗下产品矩阵不断丰富，哈弗、皮卡市场份额稳固，WEY、欧拉及坦克品牌快速增长，新品周期全面发力高端向上。单车 ASP 增长显著，21Q4 公司单车 ASP 达 11.5 万元，同比+20.0%，环比+5.6%。我们认为今年 ASP 拉动将会更加显著，新品结构上来看：

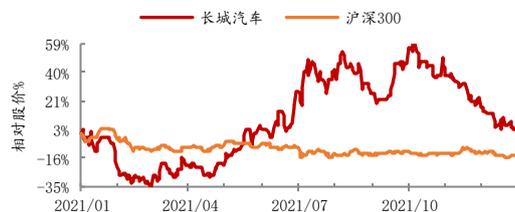
- ✓ WEY 品牌：预计全系将陆续推出 DHT PHEV 版本，巩固在 15-20 万元区间份额；
- ✓ 欧拉品牌：发力 15 万元以上纯电市场，新品芭蕾猫预计今年 Q1 上市，闪电猫和朋克猫预计将于年中上市；
- ✓ 坦克品牌：坦克 300、500 在手订单旺盛，坦克 500 预计将开启交付，产品定位更加高端。

#### ► 非经拖累短期业绩 中期盈利稳步提升

**21Q4 业绩受欧拉充电权益及股权激励等非经费用影响有所拖累。**根据业绩快报，公司 21Q4 归母净利润为 18.4 亿元，同比-33.8%，环比+29.8%；扣非归母净利润为 6.4 亿元，同比-67.5%，环比-21.6%。主要因非经常性损益拖累整体业绩，叠加今年公司人员快速扩充以及奖金发放等影响，我们预计欧拉充电权益+股权激励计提合计对单季度净利润影响约 10 亿元。此外，芯片短缺影响产能，公司目前库存处于低位，在手订单旺盛，预计 2022 年芯片供给边际好转叠加新品周期下，ASP 及销量提升有望带动整体盈利提升，快速扩张下规模效应预计将逐步体现。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	43.26
股票代码：	601633
52 周最高价/最低价：	69.8/27.11
总市值(亿)	3,995.37
自由流通市值(亿)	3,995.37
自由流通股数(百万)	9,235.71



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

### 相关研究

1. 【华西汽车】长城汽车 (601633.SH) 12 月销量点评：月销环比高增 2022 发力高端化  
2022.01.08
2. 【华西汽车】长城汽车 (601633.SZ) 11 月销量点评：缺芯缓解产能释放 PHEV 上市未来可期  
20211207  
2021.12.08

### 投资建议

公司新产品国内外推广进展顺利，智能电动化新周期开启，新能源智能化车型占比快速提升，豪华化领跑地位愈发清晰，非车业务收入有望加速释放。我们看好公司今年量价齐增，上调公司营业收入预测，2022-2023 年营业收入由 1,673.3/1,860.7 亿元上调至 2,062.0/2,702.5 亿元。考虑到短期成本及股权激励摊销影响，我们下调盈利预测，2022-2023 年归母净利润为由 137.3/165.1 亿元下调至 123.7/158.6 亿元，EPS 由 1.49/1.79 元下调至 1.34/1.72 元，对应 2022 年 1 月 24 日收盘价 43.26 元/股 PE 为 32/25 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

缺芯影响超预期；车市下行风险；WEY、沙龙、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。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	96,211	103,308	136,317	206,203	270,250
YoY (%)	-3.0%	7.4%	32.0%	51.3%	31.1%
归母净利润(百万元)	4,497	5,362	6,761	12,366	15,855
YoY (%)	-13.6%	19.2%	26.1%	82.9%	28.2%
毛利率 (%)	16.8%	17.2%	15.7%	16.9%	17.4%
每股收益 (元)	0.49	0.58	0.73	1.34	1.72
ROE (%)	8.3%	9.4%	10.3%	15.4%	16.1%
市盈率	88.85	74.51	59.10	32.31	25.20

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	103,308	136,317	206,203	270,250	净利润	5,362	6,761	12,366	15,855
YoY(%)	7.4%	32.0%	51.3%	31.1%	折旧和摊销	4,878	4,011	2,640	2,702
营业成本	85,531	114,956	171,371	223,229	营运资金变动	-4,463	5,935	25,269	21,523
营业税金及附加	3,192	4,212	6,165	8,620	经营活动现金流	5,181	15,833	39,122	37,773
销售费用	4,103	4,771	7,679	11,148	资本开支	-7,780	-2,884	-3,887	-3,373
管理费用	2,553	3,402	4,605	6,378	投资	-4,470	-5,094	-4,094	-4,094
财务费用	397	692	535	167	投资活动现金流	-11,588	-7,296	-6,330	-4,764
资产减值损失	-676	-71	-47	-55	股权募资	215	60	0	0
投资收益	956	682	1,650	2,703	债务募资	20,105	99	-900	-1,100
营业利润	5,752	6,332	13,623	17,541	筹资活动现金流	11,368	-719	-1,808	-1,951
营业外收支	476	1,113	430	476	现金净流量	4,814	7,819	30,983	31,059
利润总额	6,227	7,445	14,053	18,017	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	865	684	1,686	2,162	<b>成长能力</b>				
净利润	5,362	6,761	12,366	15,855	营业收入增长率	7.4%	32.0%	51.3%	31.1%
归属于母公司净利润	5,362	6,761	12,366	15,855	净利润增长率	19.2%	26.1%	82.9%	28.2%
YoY(%)	19.2%	26.1%	82.9%	28.2%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.58	0.73	1.34	1.72	毛利率	17.2%	15.7%	16.9%	17.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	5.2%	5.0%	6.0%	5.9%
货币资金	14,588	22,407	53,390	84,449	总资产收益率 ROA	3.5%	3.7%	5.2%	5.3%
预付款项	571	698	1,059	1,390	净资产收益率 ROE	9.4%	10.3%	15.4%	16.1%
存货	7,498	9,065	13,991	18,242	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	76,742	90,258	107,952	125,217	流动比率	1.22	1.34	1.28	1.29
流动资产合计	99,399	122,428	176,392	229,297	速动比率	1.12	1.23	1.16	1.17
长期股权投资	8,415	9,415	9,415	9,415	现金比率	0.18	0.25	0.39	0.47
固定资产	28,609	27,721	28,279	29,563	资产负债率	62.8%	63.6%	66.5%	66.8%
无形资产	5,543	6,664	7,513	8,289	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	54,613	58,129	62,963	67,863	总资产周转率	0.67	0.75	0.86	0.91
资产合计	154,011	180,558	239,355	297,160	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	7,901	0	1,100	1,000	每股收益	0.58	0.73	1.34	1.72
应付账款及票据	49,841	64,302	97,193	126,025	每股净资产	6.21	7.11	8.67	10.68
其他流动负债	23,423	27,108	39,467	51,005	每股经营现金流	0.56	1.71	4.24	4.09
流动负债合计	81,166	91,410	137,760	178,030	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	10,777	18,777	16,777	15,777	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	4,727	4,727	4,727	4,727	PE	74.51	59.10	32.31	25.20
非流动负债合计	15,504	23,504	21,504	20,504	PB	6.09	6.09	4.99	4.05
负债合计	96,670	114,914	159,264	198,534					
股本	9,176	9,236	9,236	9,236					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	57,342	65,643	80,090	98,626					
负债和股东权益合计	154,011	180,558	239,355	297,160					

资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。