

公司研究

4Q22 业绩承压，静候转型效果逐步显现

——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2022 年业绩预告点评

要点

2022 年业绩快报公布：2022 年营业收入同比+1%至 1,374 亿元，归母净利润同比+23%至人民币 83 亿元，扣非后归母净利润同比+7%至人民币 45 亿元。其中，4Q22 营业收入同比-17%至 379 亿元，归母净利润同比-93%至 1 亿元。4Q22 业绩低于预期，主要由于 1) 年末冲量不及预期；2) 基于新能源车渠道转型的燃油车库存管理+终端返利增加；3) 员工激励年终发放。

2023 年侧重于插混，同步推动新能源车+全球化布局：受限于物料供应、新车上市节奏调整、以及疫情波动，2022 年长城销量同比-16.7%至 106.7 万辆；其中，新能源车销量同比-3.7%至 13.2 万辆，海外销量售同比+21.3%至 17.3 万辆。我们判断，1) 管理层明确以强化新能源车转型+全球化布局为核心，2023 年以股权激励的 160 万辆为销量目标（新能源车占比达 40%+）；2) 预计 2023 年公司合计推出 10+款新车型，插混仍为侧重点（其中，2022/12 广州车展已首发亮相哈弗 H-DOG PHEV 版以及大六座 SUV 魏牌蓝山）；3) 公司基于插混的产品矩阵规划丰富，预计外观设计+定位/配置功能+渠道等因素或为销量爬坡的关键。

组织架构全面调整，新能源车专有渠道加快布局：2022/12/8 公司对组织架构进行调整，具体内容包括欧拉与沙龙、魏牌与坦克采用双品牌运营模式，哈弗与长城皮卡仍保持独立运作模式。预计长城本轮架构调整的重点为资源整合、渠道协同、以及差异化品牌定位。1) 纯电：欧拉面向 15-25 万元的主流市场、沙龙聚焦 40 万元以上的高端细分市场，形成纯电市场全价格带覆盖；2) 插混：基于 DHT 混动技术进行大单品燃油车改款+具备竞品力的全新车型上市，拓展插混中高端市场。我们判断，长城处于传统车企转型的头部阵营，已基于新能源车对组织架构+资源/品牌、渠道等方面进行改革，同时也已陆续完善对核心零部件的自研量产。预计公司依然有望成为转型智能电动化最有可能成功的传统车企之一。

维持 A/H 股“增持”评级：鉴于 4Q22 业绩承压，我们下调 2022E 归母净利润 18%至人民币 82.7 亿元。鉴于 2023E-2024E 补贴取消+市场竞争加剧，我们下调 2023E-2024E 归母净利润 18%/15%至人民币 77.2 亿元/110.1 亿元。我们看好长城作为头部车企的较强成本控制能力，维持 A/H 股“增持”评级。

风险提示：原材料价格上涨；芯片等供应链短缺不及预期；新车型上市与销量爬坡不及预期；股权激励等费用计提；疫情反复；市场/金融风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	103,308	136,405	137,445	195,217	242,367
营业收入增长率	8.62%	32.04%	0.76%	42.03%	24.15%
净利润（百万元）	5,362	6,726	8,273	7,722	11,005
净利润增长率	19.25%	25.43%	23.00%	-6.66%	42.51%
EPS（元）	0.58	0.73	0.95	0.89	1.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.35%	10.83%	11.96%	10.15%	12.75%
P/E（A 股）	55	44	34	36	25
P/E（H 股）	17	14	11	11	8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-02-03；汇率：按 1HKD=0.85905CNY 换算

A 股：增持（维持）

当前价：32.10 元

H 股：增持（维持）

当前价：11.60 港元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

nijj@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	86.79
总市值(亿元):	2785.95
一年最低/最高(元):	21.31/44.52
近 3 月换手率:	13.91%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.99	-5.89	-11.27
绝对	10.35	3.82	-21.74

资料来源：Wind

相关研报

品类优化带动盈收同比增长，关注 2023E 新能源布局——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2022 年三季度业绩点评（2022-10-23）
深入布局柠檬 DHT 插混技术，2H22 加速新能源转型——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2022 年半年报业绩点评（2022-08-31）
1Q22 业绩表现稳健，看好 2H22E 爬坡——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2022 年一季度业绩点评报告（2022-04-23）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	103,308	136,405	137,445	195,217	242,367
营业成本	85,531	114,367	111,095	161,289	196,542
折旧和摊销	4,782	5,312	4,194	4,295	4,391
税金及附加	3,192	4,234	4,261	6,052	7,513
销售费用	4,103	5,192	5,223	7,418	9,695
管理费用	2,553	4,043	4,398	6,637	9,452
研发费用	3,067	4,490	5,910	8,590	11,149
财务费用	397	-448	-84	-198	-456
投资收益	956	1,109	0	0	0
营业利润	5,752	6,369	7,937	7,381	10,896
利润总额	6,227	7,482	8,856	8,266	11,781
所得税	865	757	583	544	775
净利润	5,362	6,725	8,273	7,722	11,005
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	5,362	6,726	8,273	7,722	11,005
EPS(元)	0.58	0.73	0.95	0.89	1.27

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,181	35,316	9,717	23,997	29,803
净利润	5,362	6,726	8,273	7,722	11,005
折旧摊销	4,782	5,312	4,194	4,295	4,391
净营运资金增加	3,758	-21,535	3,909	-9,068	-11,924
其他	-8,721	44,813	-6,659	21,048	26,330
投资活动产生现金流	-11,588	-11,175	-3,737	-12,042	-11,300
净资本支出	-7,780	-12,473	-5,905	-10,050	-10,300
长期投资变化	8,415	9,524	4,524	2,000	1,500
其他资产变化	-12,224	-8,226	-2,356	-3,992	-2,500
融资活动现金流	11,368	-9,632	-5,910	-4,464	-4,873
股本变化	49	60	-557	0	0
债务净变化	14,004	1,434	-869	1,010	0
无息负债变化	23,968	15,176	-1,849	24,430	22,087
净现金流	4,814	14,316	71	7,490	13,630

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	17.2%	16.2%	19.2%	17.4%	18.9%
EBITDA 率	10.9%	8.0%	8.8%	5.9%	6.1%
EBIT 率	6.2%	4.1%	5.8%	3.7%	4.3%
税前净利润率	6.0%	5.5%	6.4%	4.2%	4.9%
归母净利润率	5.2%	4.9%	6.0%	4.0%	4.5%
ROA	3.5%	3.8%	4.6%	3.6%	4.5%
ROE (摊薄)	9.4%	10.8%	12.0%	10.1%	12.7%
经营性 ROIC	9.4%	10.8%	17.8%	21.1%	53.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	63%	65%	62%	64%	65%
流动比率	1.22	1.13	1.35	1.34	1.38
速动比率	1.13	0.99	1.20	1.18	1.22
归母权益/有息债务	2.93	2.96	3.44	3.60	4.08
有形资产/有息债务	7.33	7.53	8.43	9.47	10.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	154,011	175,408	179,760	212,095	244,415
货币资金	14,588	33,048	47,062	68,552	95,932
交易性金融资产	4,826	6,046	8,046	11,046	13,046
应收账款	3,936	5,422	5,498	9,761	12,118
应收票据	0	3,182	2,749	4,295	5,332
其他应收款 (合计)	1,032	1,122	1,374	1,952	2,424
存货	7,498	13,966	13,331	19,355	23,585
其他流动资产	64,565	41,312	41,208	35,431	30,716
流动资产合计	99,399	108,366	125,176	159,052	192,949
其他权益工具	8	813	1,000	2,000	2,500
长期股权投资	8,415	9,524	5,000	3,000	1,500
固定资产	28,609	27,441	25,031	22,459	19,742
在建工程	2,936	4,467	4,925	4,744	4,608
无形资产	5,543	7,091	6,998	6,908	6,819
商誉	0	28	28	28	28
其他非流动资产	1,220	4,879	5,035	5,035	5,035
非流动资产合计	54,613	67,042	54,584	53,043	51,466
总负债	96,670	113,280	110,561	136,001	158,088
短期借款	7,901	5,204	4,500	6,000	5,500
应付账款	33,185	37,083	35,550	51,612	62,893
应付票据	16,656	26,809	24,441	33,871	41,274
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	9,182	9,410	9,420	9,998	10,470
流动负债合计	81,166	95,597	92,993	118,724	139,381
长期借款	10,777	8,656	8,656	8,656	8,656
应付债券	0	3,476	2,480	1,990	2,490
其他非流动负债	4,183	4,705	4,725	5,881	6,824
非流动负债合计	15,504	17,683	17,568	17,277	18,708
股东权益	57,342	62,128	69,198	76,094	86,327
股本	9,176	9,236	8,679	8,679	8,679
公积金	7,955	11,549	11,549	11,549	11,549
未分配利润	40,995	41,893	49,519	56,414	66,648
归属母公司权益	57,342	62,124	69,194	76,089	86,323
少数股东权益	0	4	4	4	4

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	3.97%	3.81%	3.80%	3.80%	4.00%
管理费用率	2.47%	2.96%	3.20%	3.40%	3.90%
财务费用率	0.38%	-0.33%	-0.06%	-0.10%	-0.19%
研发费用率	2.97%	3.29%	4.30%	4.40%	4.60%
所得税率	14%	10%	7%	7%	7%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.07	0.10	0.09	0.13
每股经营现金流	0.56	3.82	1.12	2.76	3.43
每股净资产	6.25	6.73	7.97	8.77	9.95
每股销售收入	11.26	14.77	15.84	22.49	27.93

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE (A股)	55	44	34	36	25
PB (A股)	5.1	4.8	4.0	3.7	3.2
EV/EBITDA	26.4	25.9	20.8	20.6	14.4
股息率	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE