

销量边际改善明显，静待新车+渠道全面发力

2023 年 04 月 10 日

➤ **事件概述：**2023 年 4 月 7 日，长城汽车发布 3 月产销快报，3 月汽车产量 9.4 万辆，同比-9.54%；汽车销量 9.02 万辆，同比-10.59%。

➤ **3 月销量环比回正，销量拐点将至。**长城汽车 3 月汽车销量 9.02 万辆，同比-10.59%/环比+32.3%，环比大幅增长，边际改善明显。分品牌来看，哈弗/WEY/皮卡/欧拉/坦克销量分别为 4.74/0.13/2.0/0.96/1.20 万辆，同比-13.1%/-73.2%/+8.3%/-32.6%/+33.9%；环比+21.1%/+18.9%/+16.5%/+114.9%/+88.4%，各品牌环比均有明显好转。欧拉同比下滑明显主要系去年同期黑白猫在售导致的高基数影响，环比显著提升主要系好猫改款增配降价；WEY 同比表现不佳，主要系新款及改款车型即将上市，终端持币待购明显。哈弗同比有所下滑，主要系 3 月行业“价格战”冲击哈弗主流价格区间市场所致。皮卡、坦克环比表现亮眼，产品力强劲保障品牌放量。4 月开始，随着各品牌新车和改款车型的逐步落地，叠加渠道改造的持续推进，销量有望逐步好转。

➤ **电动化转型加速，强产品周期开启。**2022 年 9 月公司发布重磅车型 H6 phev，宣告全面开启电动化转型。2023 年 3 月新能源汽车销量 1.32 万辆，同比-12.6%/环比+58%。今年公司 5 大品牌预计将投放十余款新能源车型，进一步加速电动化转型节奏。分品牌来看。1) **哈弗：**新能源销售网络命名为哈弗龙网，二季度即将上市重磅车型枭龙、枭龙 MAX，首搭 Hi4 技术，创新四驱新能源 SUV；首款大型 SUV 回归 H5 系列，4 月将亮相上海车展；2) **WEY：**大六座 SUV 蓝山 DHT-PHEV 开启预定以来订单破万，2+2+2 超大空间豪华体验，夯实高端品牌形象；3) **皮卡：**金刚炮上市，定价 9.78-12.08 万元，高性价比“十万元级自动挡皮卡”有望快速放量；4) **欧拉：**2023 款好猫上市，推出 5 款不同配置，限时优惠 2.2 万元；闪电猫改款，增强用户体验 5) **坦克：**2023 款坦克 500 已上市(售价 33.5-39.5 万元)，未来还将推出坦克 500 PHEV、坦克 700 (定位豪华越野图腾)。公司电动化转型加速，渠道整合推进，强产品周期开启。

➤ **海外销量亮眼，加速新能源出海步伐。**2023 年 3 月海外销量 2.23 万辆，同比+111.6%/环比+62.9%，创历史新高。公司积极推进“ONE GWM”全球品牌行动纲领助力公司整合优势资源、加速出海。3 月，长城时尚商用皮卡登陆中东、智能新能源产品登陆新加坡市场，并在巴西圣保罗举办拉美市场首届经销商年会。海外布局加快推进，后续有望凭借皮卡+新能源强产品力实现持续放量。

➤ **投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利润为 61.16/97.94/120.76 亿元，对应当前股价 PE 分别为 37/23/19 倍。2023 年公司积极推进组织架构、营销渠道改革，产品定位聚焦主航道竞争策略，Hi4 核心技术全面加持。看好公司全面改革后产品周期拐点来临，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品推出不及预期，新车放量不及预期，行业竞争加剧超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	137340	196680	231796	268329
增长率 (%)	0.7	43.2	17.9	15.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	8266	6116	9794	12076
增长率 (%)	22.9	-26.0	60.1	23.3
每股收益 (元)	0.97	0.72	1.15	1.42
PE	28	37	23	19
PB	3.5	3.3	3.0	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 10 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.01 元



分析师 邵将

执业证书：S0100521100005

邮箱：shaojiang@mszq.com

研究助理 谢坤

执业证书：S0100121120049

邮箱：xiekun@mszq.com

相关研究

- 1.长城汽车 (601633.SH) 2022 年年报点评：Q4 业绩短期承压，2023 年拐点已至-2023/04/01
- 2.长城汽车 (601633.SH) 10 月产销快报点评：产销环比改善，全球化加速推进-2022/11/08
- 3.长城汽车 (601633.SH) 2022 年三季报点评：产品结构优化，利润大幅超预期-2022/10/24
- 4.长城汽车 (601633.SH) 7 月产销快报点评：产销持续恢复，全球化加速落地-2022/08/10
- 5.长城汽车 (601633.SH) 6 月产销快报点评：供需有序恢复，下半年增速有望持续改善-2022/07/13

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	137340	196680	231796	268329
营业成本	110739	162794	188686	217030
营业税金及附加	5121	6097	7302	8587
销售费用	5876	7867	9504	11136
管理费用	4893	6884	8113	9526
研发费用	6445	9047	10431	12209
EBIT	4834	3991	7761	9842
财务费用	-2488	597	439	285
资产减值损失	-337	-76	-45	-38
投资收益	671	1180	1391	1610
营业利润	7967	5947	10175	12704
营业外收支	840	700	706	711
利润总额	8807	6647	10881	13416
所得税	554	532	1088	1342
净利润	8253	6116	9793	12074
归属于母公司净利润	8266	6116	9794	12076
EBITDA	11444	10615	14576	17004

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	35773	48046	59448	68417
应收账款及票据	9347	12077	14812	17109
预付款项	2229	2649	3282	3793
存货	22375	22348	29023	35675
其他流动资产	37957	64086	66401	75129
流动资产合计	107681	149206	172966	200123
长期股权投资	10286	11286	12242	13148
固定资产	26949	27873	28183	28344
无形资产	8197	9197	10197	11197
非流动资产合计	77677	79442	80372	82383
资产合计	185357	228648	253337	282506
短期借款	5943	5943	5943	5943
应付账款及票据	59367	89763	103307	118693
其他流动负债	30491	39384	43675	49006
流动负债合计	95802	135090	152925	173642
长期借款	15406	15406	15406	15406
其他长期负债	8934	8934	8934	8934
非流动负债合计	24339	24339	24339	24339
负债合计	120141	159429	177264	197982
股本	8765	8487	8487	8487
少数股东权益	15	15	13	12
股东权益合计	65216	69219	76073	84525
负债和股东权益合计	185357	228648	253337	282506

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	43.21	17.85	15.76
EBIT 增长率	4.06	-17.45	94.47	26.82
净利润增长率	22.90	-26.00	60.13	23.29
盈利能力 (%)				
毛利率	19.37	17.23	18.60	19.12
净利率	6.01	3.11	4.22	4.50
总资产收益率 ROA	4.46	2.68	3.87	4.27
净资产收益率 ROE	12.68	8.84	12.88	14.29
偿债能力				
流动比率	1.12	1.10	1.13	1.15
速动比率	0.85	0.90	0.91	0.91
现金比率	0.37	0.36	0.39	0.39
资产负债率 (%)	64.82	69.73	69.97	70.08
经营效率				
应收账款周转天数	17.57	15.94	16.24	16.36
存货周转天数	73.75	57.06	60.54	61.58
总资产周转率	0.74	0.86	0.91	0.95
每股指标 (元)				
每股收益	0.97	0.72	1.15	1.42
每股净资产	7.68	8.15	8.96	9.96
每股经营现金流	1.45	2.62	2.51	2.45
每股股利	0.37	0.22	0.35	0.43
估值分析				
PE	28	37	23	19
PB	3.5	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	19.59	19.96	13.76	11.26
股息收益率 (%)	1.37	0.80	1.28	1.58

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	8253	6116	9793	12074
折旧和摊销	6609	6625	6815	7162
营运资金变动	-1312	10036	5476	2529
经营活动现金流	12311	22245	21289	20751
资本开支	-15859	-6772	-6106	-7571
投资	4779	-1033	-1000	-964
投资活动现金流	-10505	-6625	-5716	-6925
股权募资	357	0	0	0
债务募资	21738	0	0	0
筹资活动现金流	-3133	-3347	-4172	-4856
现金净流量	-1009	12273	11401	8970

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。	公司评级	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