

长城汽车 (601633.SH)

2022 年单车盈利持续提升，新能源战略转型提速

买入

核心观点

品牌向上叠加产品结构改善，22 年净利润增长 23%。长城汽车 22 年营收 1373.4 亿元，同比+0.7%，其中整车销售收入 1218.9 亿元，同比+0.5%，销量（销量 106.1 万辆，同比-17.1%，其中海外销量 17.2 万辆，同比+23.1%）与售价（单车均价 12.9 万元，同比+2.3 万元，其中出口单车均价 15.3 万元，同比+3.9 万元）综合作用的结果；22 年公司主营业务国内收入 1083.7 亿元，同比-7.8%，国外收入 263.6 亿元，同比+65.6%；22 年公司归母净利润 82.7 亿元，同比+22.9%，扣非 44.8 亿元，同比+6.5%；22Q4 营收 378.6 亿元，同环比-17.0%/+1.4%，归母 1.1 亿元，同环比-94.1%/-95.9%，扣非 1.4 亿元，同环比-75.2%/-94.0%；22 年长城汽车智能化车型销量占比达 86.2%，20 万元以上车型销量占比增至 15.3%，产品结构持续改善，品牌向上成效显著。

2022 年单车利润同比提升，费用增长短期影响 Q4 利润率。22 年公司毛利率 19.4%（整车销售毛利率+3.9pct 至 18.8%），同比+3.2pct，主要得益于产品结构持续优化；22Q4 毛利率 17.9%，同环比+2.6pct/-4.5pct，净利率 0.3%，同环比-3.6pct/-6.6pct，预计 Q4 利润率下滑主要系 1）多项费用增长：22 年员工成本总额（不含股权激励成本）营收占比 12.5%，同比+2.6pct；22Q4 销售费率同比+2.5pct，研发费率同比+1.0pct，四费费率 14.4%，同环比+4.5pct/+2.1pct；2）规模效应承压：22Q4 长城汽车销量 26.5 万辆，同环比-33.2%/-6.5%，一定程度影响规模效应的充分释放；22 年单车净利润 0.77 万元，同比+0.25 万元，Q4 单车净利润 0.04 万元，同环比-0.49/-0.90 万元。

技术升级叠加新车放量，新能源战略有望加速落地。1）新品维度：哈弗二代大狗 2 月上市，哈弗枭龙、枭龙 MAX、魏牌蓝山 DHT-PHEV 等多款重磅车型也有望陆续上市带来销量增长；2）技术维度：混动、纯电、氢能三大领域精准投入，推出各项战略及先进技术，近期发布智能四驱电混技术 Hi4（将首搭近期上市的全新哈弗新能源车型）；3）组织变革维度：通过“强后台、大中台、小前台”，建立 3.0 版组织架构。长城已经构建一整套贯穿整车到核心零部件的森林生态体系，正持续赋能长城汽车新能源转型及向上发展。

风险提示：行业销量下滑风险，新车型销售不达预期风险。

投资建议：考虑到 2023 年新能源汽车补贴退坡，多家车企陆续推出降价措施保障销量，行业终端销量增速放缓且价格竞争激烈，下调盈利预测，预计 23-25 年归母净利润 62.5/100.7/137.9 亿元（原 114.8/137.9/170.0 亿元），EPS 为 0.71/1.15/1.57 元（原 1.24/1.49/1.84 元），对应 PE 为 39/24/18x，继续看好长城新能源战略转型带来的业绩上行动力，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	136,405	137,340	199,357	255,059	318,525
(+/-%)	32.0%	0.7%	45.2%	27.9%	24.9%
净利润(百万元)	6726	8266	6247	10065	13793
(+/-%)	25.4%	22.9%	-24.4%	61.1%	37.0%
每股收益(元)	0.73	0.94	0.71	1.15	1.57
EBIT Margin	3.0%	3.1%	2.9%	5.0%	5.3%
净资产收益率 (ROE)	10.8%	12.7%	9.1%	13.7%	17.2%
市盈率 (PE)	38.4	29.6	39.2	24.3	17.7
EV/EBITDA	39.5	35.2	38.8	20.8	17.4
市净率 (PB)	4.15	3.75	3.58	3.34	3.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·乘用车

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	27.93 元
总市值/流通市值	237030/237030 百万元
52 周最高价/最低价	44.52/21.35 元
近 3 个月日均成交额	706.61 百万元

市场走势



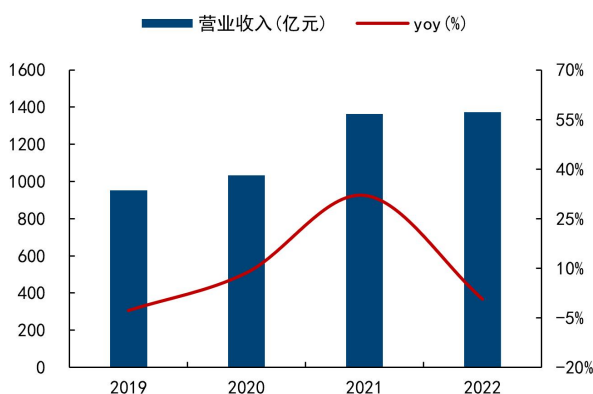
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《长城汽车 (601633.SH) - 三季度点评：单三季度业绩同比提升 81%，坚定推进新能源转型》——2022-10-25
- 《长城汽车 (601633.SH) - 中报点评：上半年业绩同比提升 59%，哈弗品牌开启新能源全面转型》——2022-09-01
- 《长城汽车 (601633.SH) - 哈弗 H6 混动版发布，开启新能源转型》——2022-08-24
- 《长城汽车 (601633.SH) - 中报业绩预告点评：产品结构优化叠加汇兑收益，业绩提升》——2022-07-17
- 《长城汽车 (601633.SH) - 一季度单车营收历史新高，单车盈利能力大幅提升》——2022-04-24

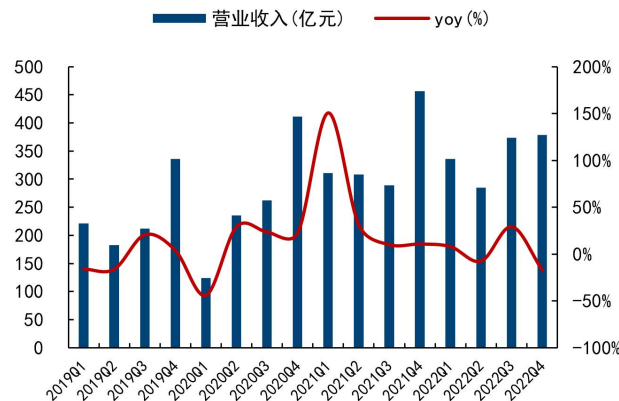
业绩：长城汽车 2022 年实现营收 1373.4 亿元，同比+0.7%，其中整车销售收入 1218.9 亿元，同比+0.5%；销售零配件业务实现营收 80.1 亿元，同比+16.5%；模具及其他业务实现营收 22.6 亿元，同比+2.8%；提供劳务业务实现营收 25.7 亿元，同比-16.2%；2022 年公司主营业务中，国内收入 1083.7 亿元，同比-7.8%，国外收入 263.6 亿元，同比+65.6%；2022 年公司归母净利润 82.7 亿元，同比+22.9%，扣非 44.8 亿元，同比+6.5%；22Q4 营收 378.6 亿元，同环比-17.0%/+1.4%，22Q4 归母 1.1 亿元，同环比-94.1%/-95.9%，扣非 1.4 亿元，同环比-75.2%/-94.0%。

图1：长城汽车营业收入及增速（单位：亿元、%）



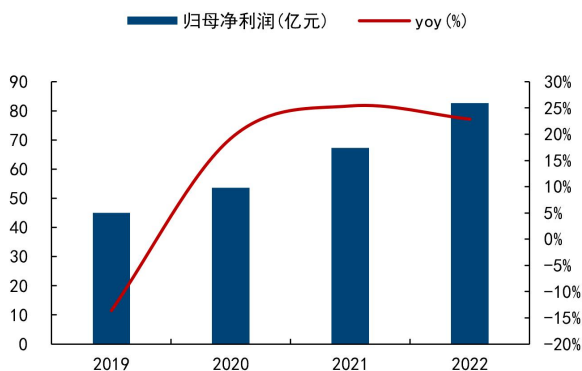
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：长城汽车单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



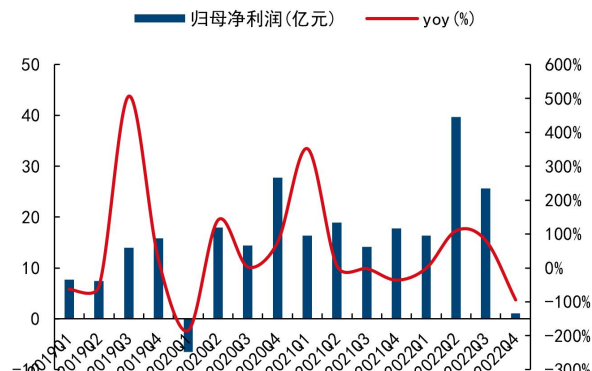
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：长城汽车归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：长城汽车单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用提升叠加销量下滑，单四季度盈利能力承压。2022 年公司毛利率为 19.4%（整车销售毛利率+3.9pct 至 18.8%），同比+3.2pct，主要得益于产品结构持续优化；另外公司主营业务中国内销售的毛利率为 17.4%，同比+0.81pct，国外销售业务毛利率为 27.1%，同比+14.5pct，主要系公司出口业务的持续推进；22Q4 公司整体毛利率为 17.9%，同环比分别+2.6pct/-4.5pct，净利率 0.3%，同环比分别-3.6pct/-6.6pct，预计 Q4 利润率下滑主要系：

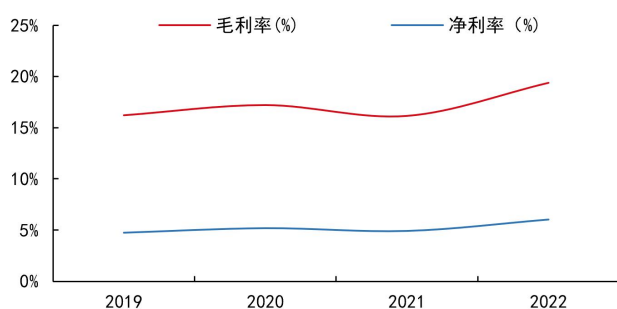
1) 多项费用增长：22 年员工成本总额（不含股权激励成本）营收占比 12.5%，同比+2.6pct；22Q4 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 5.3%/3.8%/4.6%/0.7%，同比+2.5pct/+0.2pct/+1.0pct/+0.8pct，环比分别+1.0pct/+0.4pct/+0.5pct/+0.2pct，四费费率 14.4%，同环比+4.5pct/+2.1pct；公司 2022 年销售/管理/研发/财务费率为

4.3%/3.6%/4.7%/-1.8%，同比+0.5pct/+0.6pct/+1.4pct/-1.5pct。

2) 规模效应承压：22Q4 长城汽车汽车销量 26.5 万辆，同环比-33.2%/-6.5%，一定程度降低产能利用率并影响规模效应的充分释放。

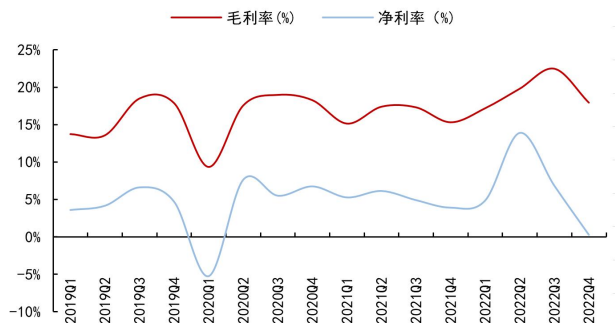
重视研发，持续加强科技创新。2022 年长城汽车研发投入 121.8 亿元，同比+34.3%，占营业总收入比例达 8.9%，不断强化技术研发能力，以技术创新夯实企业根基，助推企业核心竞争力进一步提升。**2022 年长城汽车专利公开量、授权量再创新高。**专利公开量达 6042 份，同比+62.9%，蝉联中国民营车企第一；专利授权量达 4652 份，同比增长 42.9%，位居在华车企第一。在新能源汽车领域，专利公开量和授权量分别为 1966 份、1650 份，分别同比+51.1%和+80.5%，均蝉联在华车企第一。

图5：长城汽车毛利率、净利率变化情况



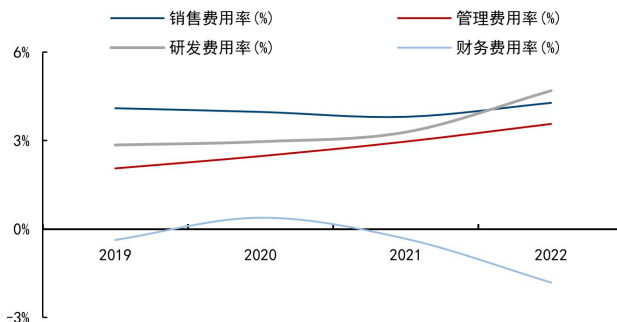
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：长城汽车季度毛利率、净利率变化情况



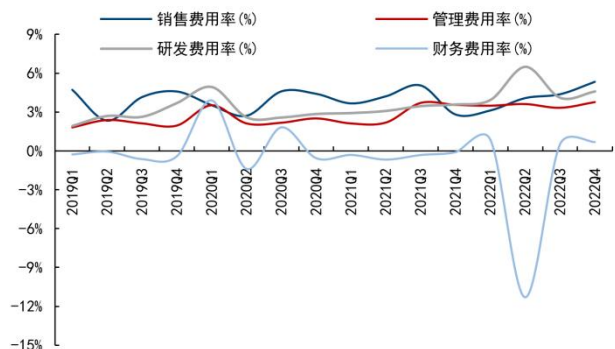
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：长城汽车年度四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：长城汽车季度四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

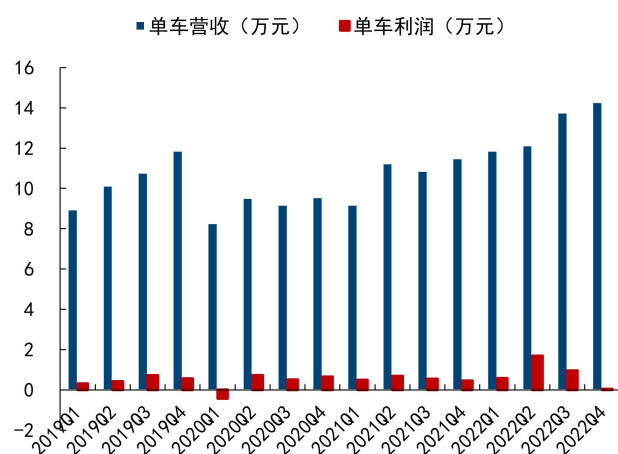
2022 年单车营收及盈利同比提升。2022 年长城汽车单车均价为 12.9 万元，同比+2.3 万元，其中出口销售的单车均价为 15.3 万元，同比+3.9 万元；22 年长城汽车单车归母净利润为 0.77 万元，同比+0.25 万元，单车扣非归母净利润为 0.42 万元，同比+0.09 万元；22Q4 公司单车利润为 0.04 万元，同环比分别-0.49/-0.90 万元，单车扣非归母净利润为 0.05 万元，同环比分别-0.09/-0.75 万元。

表1: 长城汽车财务摘要及单车盈利情况

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
营收 (亿元)	123.8	235.5	262.1	411.6	311.2	308.1	288.7	456.1	336.2	285.1	373.5	378.6
同比 (%)	-44	29	24	22	151	31	10	11	8	-7	29	-17
环比 (%)	-63	90	11	57	-24	-1	-6	58	-26	-15	31	1
销售毛利率 (%)	9.3	17.6	19.0	18.3	15.1	17.4	17.3	15.3	17.2	19.8	22.5	17.9
销售净利率 (%)	-5.3	7.6	5.5	6.7	5.3	6.1	4.9	3.9	4.9	13.9	6.9	0.3
归母净利润 (亿元)	-6.5	18.0	14.4	27.8	16.4	18.9	14.2	17.8	16.3	39.7	25.6	1.1
同比 (%)	-184	141	3	76	352	5	-2	-36	0	110	81	-94
环比 (%)	-141	376	-20	93	-41	15	-25	26	-8	143	-35	-96
扣非净利润 (亿元)	-7.5	15.5	10.7	19.6	13.4	15.1	8.1	5.5	13.0	7.6	22.8	1.4
同比 (%)	-216	160	-20	40	278	-3	-25	-72	-2	-50	181	-75
环比 (%)	-154	307	-31	82	-32	13	-46	-32	137	-42	202	-94
汽车销量 (万辆)	15.0	24.5	28.6	43.1	33.9	27.9	26.6	39.7	28.4	23.5	28.4	26.5
同比 (%)	-32	17	24	28	125	14	-7	-8	-16	-16	7	-33
环比 (%)	-55	63	17	51	-21	-18	-5	49	-29	-17	21	-7
单车营收 (万元)	8.2	9.6	9.2	9.6	9.2	11.0	10.9	11.5	11.9	12.1	13.2	14.3
单车净利润 (万元)	-0.4	0.7	0.5	0.6	0.5	0.7	0.5	0.4	0.6	1.7	0.9	0.0
单车扣非 (万元)	-0.5	0.6	0.4	0.5	0.4	0.5	0.3	0.1	0.5	0.3	0.8	0.1

资料来源: 公司公告, choice, 国信证券经济研究所整理

图9: 长城汽车分季度单车营收及利润情况 (万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 长城汽车分年度单车营收及利润情况 (万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

销量情况: 公司 2022 年汽车合计销量 106.2 万辆, 其中海外市场销量 17.2 万辆, 同比+23.1%, 新能源汽车销量 12.0 万辆, 同比-13.8%, 新能源车实现销售收入 146.6 亿元, 单车均价达 12.3 万元。22 年长城汽车智能化车型销量占比达 86.2%, 20 万元以上车型销量占比增至 15.3%, 产品结构持续改善, 品牌向上成效显著。长城汽车旗下拥有哈弗、魏牌、欧拉、长城皮卡和坦克五大品牌; 产品涵盖 SUV、轿车、皮卡三大品类, 动力包括传统动力车型和新能源车型:

✓ 分品牌视角

哈弗品牌: 2022 年销量为 61.7 万辆, 同比-19.3%, 哈弗 H6 全年销售 285010 辆。以“新能源 SUV 专家”全新定位, 哈弗品牌向新能源赛道全面进阶, 已上市第三代哈弗 H6 DHT-PHEV、亮相哈弗二代大狗, 持续打造新能源 SUV 价值的新标杆。

WEY 品牌: 夯实“0 焦虑智能电动”品牌定位, 依托智能 DHT 与咖啡智能两大核心

技术，先后上市摩卡 DHT-PHEV、拿铁 DHT-PHEV，亮相全新旗舰大六座智能 SUV 蓝山 DHT-PHEV，不断完善咖啡智能系列产品矩阵，22 年销量 3.6 万辆，同比+37.7%。

长城皮卡：22 年销量 19.6 万辆，**连续 25 年蝉联国内和出口销量第一，全球累计销售突破 200 万辆**。2022 年长城炮正式开启品牌 2.0 时代，全面 T0 C。长城炮全面发力时尚商用和乘用休闲两大品类，以品类创新推动市场扩容，时尚商用皮卡金刚炮、2022 款黑弹、户外之王山海炮于年内相继上市。其中山海炮配备高性能 3.0T V6+9AT 动力系统，致力成为全球高端皮卡第一阵营。

欧拉品牌：22 年销量 10.4 万辆，同比+23.0%；2022 年上市芭蕾猫、闪电猫两款纯电新车型，以全产品能力、前沿潮流设计、安全产品塑造理念和专利技术应用。

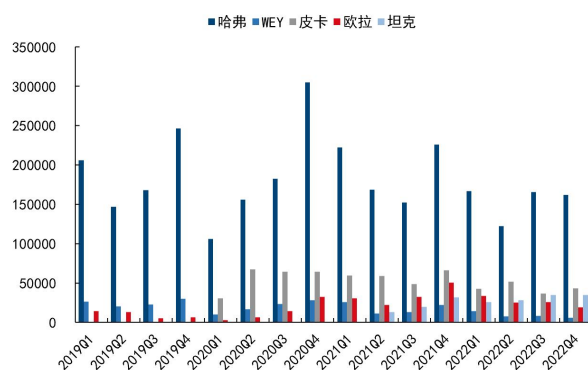
坦克品牌：22 年销量 12.6 万辆，同比+47.2%；坦克品牌累计销量突破 20 万大关，坦克 300 年销售超 10 万辆，推出赛博骑士、铁骑 02 等多款共创车型，坦克 500 重新定义中大型商务豪华 SUV 标准。22 年年底坦克品牌新能源越野再次进阶，正式亮相坦克 500 PHEV 长续航版，以新能源属性带来全方位的体验升级。

图11：长城汽车销量（万辆）及增速（%）



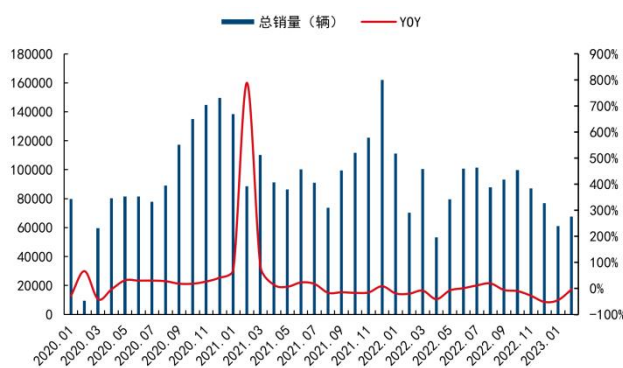
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：长城汽车分品牌销量（万辆）及增速（%）



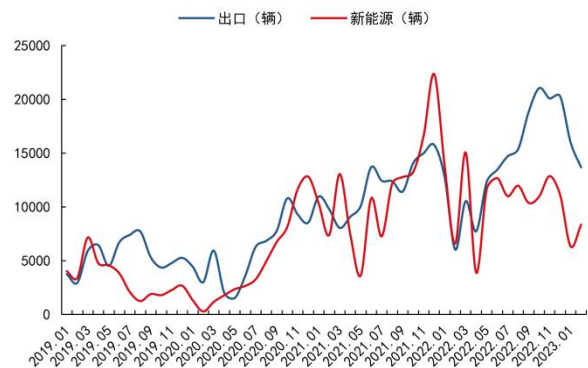
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图13：长城汽车季度销量（辆）及增速（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图14：长城汽车出口及新能源车销量（辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

✓ 分车型视角

SUV 长城汽车 2022 年销量为 76.3 万辆，同比-15.9%，其中内销 64.7 万辆，同比-20.6%，出口 11.6 万辆，同比+24.6%；皮卡 2022 年销量为 19.6 万辆，同比-17.3%，

其中出口 4.9 万辆，同比+5.7%，内销 14.7 万辆，同比-22.7%；轿车及其他（主要为新能源车）2022 年销量为 10.3 万辆，同比-25.0%，其中出口 7440 辆，同比+999.0%，内销 9.5 万辆，同比-30.0%。

✓ 分市场视角

在国内国际双循环相互促进的发展格局下，长城汽车依靠完整的研产销体系及本土化用户运营，全面加速“生态出海”。2022 年长城汽车海外销售 17.2 万辆，同比增长 23.1%，创历史新高，其中哈弗、欧拉、长城皮卡在南非、智利、澳大利亚、泰国等细分市场多次获得单月销冠。“ONE GWM”全球品牌行动纲领也将助力长城全面整合优势资源，在海外聚焦以一个 GWM 品牌为核心，打造以 GWM 母品牌统领品类的聚合渠道，不断强化品牌认知；2022 年内销 89.0 万辆，同比-22.0%。

图15: 长城汽车 GWM 母品牌统领品类



资料来源：长城汽车、国信证券经济研究所整理

展望 2023 年，长城在新一届管理团队领导下，在更完善森林生态体系赋能下，深化新能源、智能化和全球化发展，为新一轮高质量增长蓄力，实力启航新征程：

（1）森林生态体系持续发力，赋能智能新能源快速发展

长城汽车作为中国唯一、世界唯二完成了能源、智能化两大领域扁平化、网络化、去中心化的全产业链布局的车企，已经建立起多物种相互作用并持续进化的森林生态体系，形成完备的产业布局，实现核心技术自主可控和组织体系高效协同。

图16: 长城汽车森林生态体系



资料来源：长城汽车、国信证券经济研究所整理

（2）新车型蓄势待发

哈弗枭龙、魏牌蓝山 PHEV 等十余款新能源产品有望于 2023 年陆续上市。覆盖哈弗/魏牌/欧拉等不同品牌 2023 年,长城汽车森林生态体系将持续发力,在新序列、新渠道、新造型、新技术、新产品的举措下,全面布局智能新能源,以持续完善的产品阵营,满足消费者多样化需求。2 月 27 日上市的哈弗二代大狗,传承家族轻越野基因,为用户提供“可城、可野、可电”的全场景出行体验。哈弗新能源序列——重磅车型哈弗枭龙 MAX、哈弗枭龙,魏牌蓝山 DHT-PHEV 也将于近期上市。

图17: 长城汽车魏牌 蓝山



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图18: 长城汽车哈弗枭龙



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

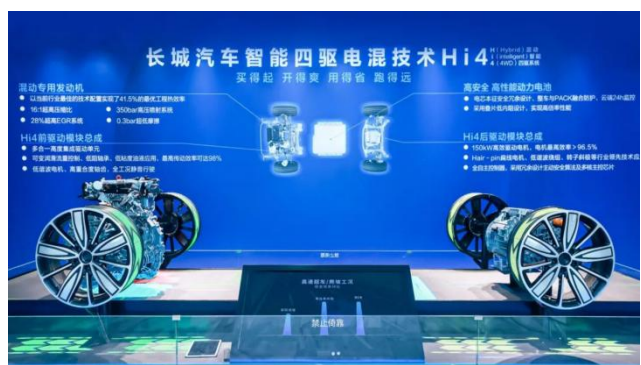
（3）纯电、混动、氢能三轨并行，新能源战略加速落地

混动领域，DHT 成为长城汽车扩大新能源产品矩阵的重要支撑，在旗下多品牌新品上实现落地，满足用户对长续航和纯电体验的双重需求。随着 DHT 产能的扩增以及产品的不断升级，长城汽车在新能源领域的技术优势和市场占有率将进一步提升。长城也在近期发布了全新智能四驱电混技术 Hi4，实现三动力源双轴分布的混动“新构型”、iTVc 智能扭矩矢量控制系统的“新突破”、机电耦合传动系统的“新高度”；专为新能源全场景高阶驾驶需求设计，真正实现“四驱的体验、两驱的价格，四驱的性能、两驱的能耗”。该技术将首搭近期上市的全新哈弗新能源车型，长城汽车的全系新能源产品也将在 2024 年全面普及四驱，未来更将全面实现技术开源，开启全民电四驱时代。3 月，由汽车评价研究院主办的“龙蟠杯”第六届世界十佳变速器及首届世界十佳混合动力系统评价结果正式发布。长城汽车 DHT 荣获首届世界十佳混合系统，长城汽车 9AT 荣膺世界十佳变速器。

图19: 长城汽车 9AT 荣膺世界十佳变速器



图20: 全新智能四驱电混技术 Hi4



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

纯电驱动领域，长城新一代三合一电驱动系统，电机功率范围覆盖 35kW-200kW，可应用于各级别新能源车型。欧拉闪电猫成功完成国内首次电动车高速螺旋翻滚跌落挑战，获得 Top Safety 年度挑战成功车型殊荣。

氢能领域，长城汽车积极加强多层次、宽领域的务实合作，共建合作共赢的产业生态体系，实现产业生态闭环，未来将构建氢能产业“制-储-运-加-应用”一体化供应链生态。

投资建议：持续看好长城汽车新能源战略加速落地，维持“买入”评级

1) 新品维度：哈弗二代大狗 2 月上市，哈弗枭龙 MAX、枭龙、魏牌蓝山 DHT-PHEV 等多款重磅车型 23 年也有望陆续上市带来销售增量；2) 技术维度：混动、纯电、氢能三大领域精准投入，推出各项战略及先进技术，近期发布智能四驱电混技术 Hi4（将首搭近期上市的全新哈弗新能源车型）等；3) 组织变革维度：通过“强后台、大中台、小前台”，建立面向全球的 3.0 版组织架构。长城汽车已经构建一整套贯穿整车到核心零部件的森林生态体系，正持续赋能长城汽车向上发展，我们持续看好长城汽车新能源战略加速落地，推动业绩持续上行。

调整盈利预测的原因：考虑到 2023 年新能源汽车补贴退坡，中国新能源汽车行业销量增速放缓，多家车企陆续推出降价措施保障销量，终端销量增速放缓且价格竞争激烈。我们下调盈利预测，预计 2023/2024/2025 年长城汽车的销量分别为 144/174/217 万辆，单车售价大约为 14 万元，则汽车销售业务收入分别为 1859/2416/3050 亿元，营业总收入分别为 1994/2551/3185 亿元。考虑到 2023 年新能源汽车补贴退坡，汽车行业价格竞争较为激烈，我们预计 23/24/25 年公司毛利率分别为 18.5%/19.2%/19.4%。

表2: 长城汽车经营数据预测

	2022	2023E	2024E	2025E
销量（万辆）	107	144	174	217
单价（万元）	13	14	14	14
汽车销售业务收入（亿元）	1219	1859	2416	3050
营业总收入（亿元）	1373	1994	2551	3185
毛利率	19%	18%	19%	19%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

长城汽车 2022 年销售/管理/研发/财务费率为 4.3%/3.6%/4.7%/-1.8%，同比分别 +0.5pct/+0.6pct/+1.4pct/-1.5pct；我们考虑到长城汽车持续重视研发，且考虑到公司组织架构的调整和新车型的推出，我们预计 2023-2025 年公司的费率将在之前的水平上略有降低，预计 2023-25 年研发费率分别为 4.7%/4.5%/4.3%，销售费率分别为 4.3%/4.3%/4.3%，管理费率为 3.7%/3.7%/3.5%。

表3: 长城汽车财务数据预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（亿元）	1373	1994	2551	3185
毛利率	19%	18%	19%	19%
研发费用率	4.7%	4.7%	4.5%	4.4%
销售费用率	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
管理费用率	3.6%	3.7%	3.7%	3.5%
归母净利润（亿元）	82.7	62.5	1007	137.9
净利率	6.0%	3.1%	3.9%	4.3%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

基于以上条件假设，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年长城汽车归母净利润分别为 62.5/100.7/137.9 亿元（原预测 114.8/137.9/170.0 亿元），EPS 分别为 0.71/1.15/1.57 元（原预测 1.24/1.49/1.84 元），对应 PE 为 39/24/18x，持续看好长城汽车新能源战略落地带来的业绩上行动力，维持“买入”评级。

表4：可比公司估值表（20230401）

	证券简称	最近收盘价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益			市盈率		
				22A/E	23E	24E	22A/E	23E	24E
000625.SZ	长安汽车	11.92	1183	1.19	1.25	1.52	10	10	8
601238.SH	广汽集团	11.14	1168	1.05	1.22	1.38	11	9	8
002594.SZ	比亚迪	256.02	7453	5.71	9.66	12.61	45	27	20
	平均						22	15	12
601633.SH	长城汽车	27.93	2370	0.94	0.71	1.15	30	39	24

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	33048	35773	10000	10000	10000	营业收入	136405	137340	199357	255059	318525
应收款项	9715	11751	19116	10482	13090	营业成本	114367	110739	162575	206194	256749
存货净额	13966	22375	36527	34472	43007	营业税金及附加	4234	5121	7476	7907	9938
其他流动资产	43349	33800	49839	45911	57334	销售费用	5192	5876	8772	10712	13442
流动资产合计	108366	107681	119465	104847	127414	管理费用	4043	4893	5206	6176	7509
固定资产	31909	35255	46421	52056	57034	研发费用	4490	6445	9569	11223	13856
无形资产及其他	7091	8197	7379	6560	5741	财务费用	(448)	(2488)	(1307)	1297	1103
投资性房地产	18519	23939	23939	23939	23939	投资收益	1109	671	120	120	120
长期股权投资	9524	10286	13286	16286	19286	资产减值及公允价值变动	777	387	150	150	150
资产总计	175408	185357	210489	203687	233413	其他收入	(4534)	(6290)	(9569)	(11223)	(13856)
短期借款及交易性金融负债	8872	10827	26150	1407	17503	营业利润	6369	7967	7336	11820	16198
应付款项	63892	59367	63923	68944	86014	营业外净收支	1113	840	0	0	0
其他流动负债	22832	25608	26972	33866	22540	利润总额	7482	8807	7336	11820	16198
流动负债合计	95597	95802	117045	104217	126057	所得税费用	757	554	1100	1773	2430
长期借款及应付债券	12132	18917	18687	18687	18687	少数股东损益	(1)	(13)	(11)	(18)	(24)
其他长期负债	5550	5422	6422	7422	8422	归属于母公司净利润	6726	8266	6247	10065	13793
长期负债合计	17683	24339	25109	26109	27109	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	113280	120141	142154	130327	153166	净利润	6726	8266	6247	10065	13793
少数股东权益	4	15	10	3	(6)	资产减值准备	(206)	(134)	588	120	108
股东权益	62124	65201	68325	73357	80254	折旧摊销	5312	6114	4215	5215	5883
负债和股东权益总计	175408	185357	210489	203687	233413	公允价值变动损失	(777)	(387)	(150)	(150)	(150)
						财务费用	(448)	(2488)	(1307)	1297	1103
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	16628	(8325)	(30050)	27654	(15715)
每股收益	0.73	0.94	0.71	1.15	1.57	其它	206	122	(593)	(127)	(118)
每股红利	0.64	0.14	0.36	0.57	0.79	经营活动现金流	27889	5657	(19743)	42777	3801
每股净资产	6.73	7.44	7.80	8.37	9.16	资本开支	0	(7600)	(15001)	(10001)	(10001)
ROIC	14%	16%	16%	25%	32%	其它投资现金流	(1576)	4305	0	0	0
ROE	11%	13%	9%	14%	17%	投资活动现金流	(2685)	(4056)	(18001)	(13001)	(13001)
毛利率	16%	19%	18%	19%	19%	权益性融资	(192)	357	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	3%	5%	5%	负债净变化	(2121)	6749	(230)	0	0
EBITDA Margin	7%	8%	5%	7%	7%	支付股利、利息	(5878)	(1226)	(3123)	(5032)	(6897)
收入增长	32%	1%	45%	28%	25%	其它融资现金流	9446	(10279)	15323	(24743)	16096
净利润增长率	25%	23%	-24%	61%	37%	融资活动现金流	(6745)	1125	11970	(29776)	9200
资产负债率	65%	65%	68%	64%	66%	现金净变动	18459	2726	(25773)	0	0
息率	2.4%	0.5%	1.3%	2.1%	2.8%	货币资金的期初余额	14588	33048	35773	10000	10000
P/E	38.4	29.6	39.2	24.3	17.7	货币资金的期末余额	33048	35773	10000	10000	10000
P/B	4.2	3.8	3.6	3.3	3.1	企业自由现金流	0	(5813)	(35941)	33788	(5356)
EV/EBITDA	39.5	35.2	38.8	20.8	17.4	权益自由现金流	0	(9343)	(21861)	7942	9802

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032