

Q4 业绩短期承压，2023 年拐点已至

2023 年 04 月 01 日

► **事件概述：**2023 年 3 月 30 日，长城汽车发布 2022 年年报，2022 年公司营业总收入 1373.4 亿元，同比+0.69%；归母净利润 82.66 亿元，同比+22.90%。

► **Q4 利润短期承压，2023 年销量有望改善。**公司 2022Q4 营收 378.60 亿元，同比-16.99%，主要系四季度疫情干扰生产叠加销量下滑所致（2022Q4 销量同比-33.19%）；坦克/哈弗/WEY/皮卡/欧拉销量 2022Q4 销量分别为 3.47/16.2/0.59/4.33/1.93 万辆，同比+8.36%/-28.4%/-73.4%/-34.6%/-61.7%。受益于坦克销量增长，四季度公司 ASP 为 14.28 万元，同比+24.3%；毛利率 17.9%，同比+2.6pct。费用率方面，销售/管理/研发费用率为 5.35%/3.78%/4.59%，同比+2.53/0.21/1.01pct；销售费用率提升主要系渠道改革所致，研发费用率提升主要系公司加大在混动技术和新车型研发投入所致。2022Q4 归母净利润 1.06 亿元，同比-94.07%，利润端承压主要系年终奖计提与终端清库所致。随疫情影响消除，公司新能源转型加速，新车密集投放，公司 2023 年销量有望快速增长。

► **新能源转型加速，腾飞拐点已至。**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。分品牌来看 1) 哈弗产品+渠道改革加速混动化转型：哈弗新能源销售网络命名为哈弗龙网，计划推出重磅车型枭龙、枭龙 MAX，哈弗二狗（含 PHEV）已于 2023 年 2 月上市。2) WEY+坦克布局高端混动市场：WEY 已全系实现混动化，并计划推出全新旗舰大六座智能 SUV 蓝山 DHT-PHEV，定位家庭用车主流市场，坚定品牌高端化战略；坦克推出 500 PHEV，定位中大型豪华越野 SUV，以及坦克 700 定位豪华越野图腾，进一步丰富产品矩阵。3) 沙龙+欧拉专注纯电：欧拉锚定女性用车市场，未来将以女性用户偏好+性价比优势深耕细分赛道，沙龙将上市机甲龙，定位“高性能机甲战跑”，助力品牌站稳高端。随新能源转型加速落地，渠道改革落地，公司腾飞拐点已至。

► **森林生态体系发力，新能源出海加速。**组织架构方面，公司已形成“强后台、大中台、小前台”的 3.0 版本组织架构；营销体系方面，公司形成了“1 套渠道、1.5 套组织、2 个品牌”，采用双品牌运营模式整合欧拉和沙龙、魏牌和坦克，强化战略协同。技术布局方面，公司近期发布了全新智能四驱电混技术 Hi4，可实现“四驱的体验、两驱的价格，四驱的性能、两驱的能耗”，将首搭枭龙 MAX，有望助推销量提升，森林生态体系赋能技术发展。海外布局方面，“ONE GWM”全球品牌行动纲领助力公司整合优势资源、加速出海，陆续登陆亚洲、欧洲、南美市场。2023 年随组织架构与渠道变革落地，强产品周期下，经营拐点已至。

► **投资建议：**考虑行业竞争加剧及公司在混动产品的持续投入，下调公司 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 39/24/20 倍，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	29	39	24	20
PB	3.6	3.4	3.1	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.93 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) 10 月产销快报点评：产销环比改善，全球化加速推进-2022/11/08
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.长城汽车 (601633.SH) 4 月产销快报点评：疫情制约产销释放，科技创新推动品牌向上-2022/05/10

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	4265	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	10875	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	-8.19	-6.44	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	29	39	24	20
PB	3.6	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	21.33	20.70	14.29	11.72
股息收益率 (%)	1.33	0.77	1.24	1.53

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