

长城汽车（601633）：毛利率改善显著，产品结构优化

2022 年 9 月 2 日

推荐/维持

长城汽车

公司报告

事件：长城汽车发布 2022 年中报。报告期内，公司实现营收 621.3 亿元，同比+0.3%；实现归母净利润 56.0 亿元，同比+58.7%。第二季度实现营收 285.1 亿元，同比-7.5%；实现归母净利润 39.7 亿元，同比+110.0%。点评如下：

疫情扰动二季度营收，单车均价提升。上半年吉林、上海多地疫情爆发，对汽车行业供应链和终端消费产生较大冲击，叠加原材料价格上涨等多重压力下，公司上半年营收同比微增 0.3%。其中二季度公司营收同比下滑 7.5%，下滑幅度小于销量下滑幅度（2022Q2 公司销量同比-14.1%），主要因为公司产品结构优化，单车售价提升。2022H1 公司单车售价 10.7 万元，同比提升 1.8 万元，环比提升 0.7 万元。

毛利率环比提升得益于产品结构优化，汇兑收益增厚利润。2022Q2 公司毛利率为 19.79%，同比增加 4.66 pct，环比增加 2.61 pct，我们判断主要得益于产品结构优化，坦克等高价、高盈利车型占比提升（2022Q2 坦克品牌销量 2.8 万辆，占公司总销量 12.1%，较 2022Q1 提升 3.0 pct）。报告期内公司加大对智能化、电动化、新车型项目的研发投入，研发费用同比增长 71.0%。2022H1 公司非经常性损益 35.4 亿元，其中二季度达到 32.1 亿元，主要是当期卢布升值导致汇兑收益增加。

智能化产品占比提升，下半年新车周期将持续。公司笃定全球化智能科技公司转型，积极推进新能源与智能化发展，实现了产品结构的不断优化。根据公司官方公众号，22H1 公司基于柠檬平台（含柠檬混动 DHT）、坦克平台和咖啡智能三大技术品牌打造的车型占比由 2021 年的 57%提升至 69%，智能化车型占比从 2021 年的 74%提升至 85%，20 万元以上车型占比从 2021 年的 10%提升至 14%。我们认为，随着 8 月 23 日公司销量基石--哈弗品牌宣告全面转型新能源，公司的新能源、智能化产品占比将进一步提升。下半年公司新车周期的持续推进，哈弗品牌的酷狗和 H6 DHT HEV&PHEV、魏牌的拿铁 DHT-PHEV 和圆梦、欧拉品牌的芭蕾猫、闪电猫和朋克猫等多款电动化、智能化新品将推出或上市，将进一步丰富公司的产品矩阵。产品结构持续优化，叠加哈弗、坦克等品牌车型受益于购置税减半政策，为公司盈利能力提升提供支撑。

中长期看，体制变革与技术创新助力公司向电动智能化转型。公司对底层架构进行变革，企业定位从“汽车制造企业”转向“用户服务运营企业”，商业模式转为“产品+软件+服务”，为其有效挖掘市场需求奠定了基础。在电动化领域，公司的柠檬混动 DHT、氢能相关技术将持续落地，3.0T+9AT/9HAT 超级动力总成将在坦克 500 等车型上进一步落地。在汽车行业电动智能化变革的关键时期，公司是较早转型的传统自主车企，核心技术的长期积累和各品牌聚焦细分品类的产品战略是公司持续转型电动智能化的重要助力。

公司简介：

公司是全球知名的 SUV 制造企业，秉承“每天进步一点点”的企业理念，拥有先进的企业文化和管理团队，创建了独具特色的经营和管理模式，经营质量在国内汽车行业首屈一指。

资料来源：公司公告、WIND

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

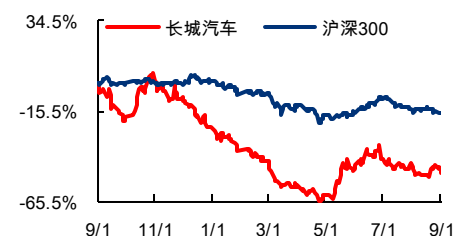
发债及交叉持股介绍：

2021-06-10 发行 35 亿元 6 年期可转债

交易数据

52 周股价区间（元）	68.0-22.31
总市值（亿元）	3,064.47
流通市值（亿元）	2,051.39
总股本/流通 A 股（万股）	915,860/616,755
流通 B 股/H 股（万股）	-/299,105
52 周日均换手率	3.29

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：李金锦

010-66554142

lijj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521030003

分析师：张觉尹

021-25102897

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070004

公司盈利预测及投资评级：随着物料供给改善，新车周期的推进是公司销量与业绩提升的重要支撑。中长期看，在自主新能源崛起的机遇下，公司电动智能化产品占比进一步提升，加速转型。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 87.3、110.8 和 126.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.95、1.21 和 1.38 元。2022 年 9 月 1 日收盘价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 34、27 和 23 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：行业缺芯缓解情况不及预期；乘用车销量不及预期；原材料价格上涨；新能源技术发展不及预期。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	103,308	136,405	177,631	210,388	228,572
增长率（%）	7.4%	32.0%	30.2%	18.4%	8.6%
归母净利润（百万元）	5,362	6,726	8,725	11,083	12,651
增长率（%）	18.4%	25.4%	29.7%	27.0%	14.1%
净资产收益率（%）	9.35%	10.83%	12.82%	14.07%	13.90%
每股收益(元)	0.59	0.73	0.95	1.21	1.38
PE	54.7	44.2	33.9	26.6	23.3
PB	5.2	4.8	4.3	3.8	3.2

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	99399	108366	124546	131926	146984	营业收入	103308	136405	177631	210388	228572
货币资金	14588	33048	46375	48410	59999	营业成本	85531	114367	148864	175116	189291
应收账款	3936	5422	6570	7609	8266	营业税金及附加	3192	4234	5507	6522	7086
其他应收款	1027	1111	1447	1714	1862	营业费用	4103	5192	6217	7364	8000
预付款项	571	1749	1972	2235	2519	管理费用	2553	4043	5329	6312	6857
存货	7498	13966	13051	15353	16595	财务费用	397	-448	-453	-457	-462
其他流动资产	11580	9813	11050	12032	12578	研发费用	3067	4490	5329	6312	6857
非流动资产合计	54613	67042	67217	69032	73495	资产减值损失	-676	-471	-260	-469	-469
长期股权投资	8415	9524	9376	10782	11861	公允价值变动收益	165	306	0	0	0
固定资产	28609	27441	28846	29701	30005	投资净收益	956	1109	1000	1000	1000
无形资产	5543	7091	6685	6349	6069	加：其他收益	887	1047	1000	1000	1000
其他非流动资产	982	4652	1500	0	0	营业利润	5752	6369	9098	11690	13412
资产总计	154011	175408	191763	200958	220479	营业外收入	494	1161	500	500	500
流动负债合计	81166	95597	107591	106057	113330	营业外支出	18	47	10	10	10
短期借款	7901	5204	6506	0	0	利润总额	6227	7482	9588	12180	13902
应付账款	33185	37083	44863	47977	51860	所得税	865	757	863	1096	1251
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	5362	6725	8725	11083	12651
一年内到期的非流动负债	892	3668	5502	5502	5502	少数股东损益	0	-1	0	0	0
非流动负债合计	15504	17683	15863	15863	15863	归属母公司净利润	5362	6726	8725	11083	12651
长期借款	10777	8656	8656	8656	8656	主要财务比率					
应付债券	0	3476	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	96670	113280	123454	121920	129193	成长能力					
少数股东权益	0	4	4	4	4	营业收入增长	7.38%	32.04%	30.22%	18.44%	8.64%
实收资本（或股本）	9176	9236	9159	9159	9159	营业利润增长	20.41%	10.73%	42.85%	28.48%	14.74%
资本公积	1779	4872	3894	3894	3894	归属于母公司净利润增长	19.25%	25.43%	29.72%	27.03%	14.14%
未分配利润	40995	41893	49658	59522	70782	获利能力					
归属母公司股东权益合计	57342	62124	67969	78697	90946	毛利率(%)	17.21%	16.16%	16.19%	16.77%	17.19%
负债和所有者权益	154011	175408	191763	200958	220479	净利率(%)	5.19%	4.93%	4.91%	5.27%	5.53%
现金流量表			单位：百万元			总资产净利润(%)	3.48%	3.83%	4.55%	5.52%	5.74%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	9.35%	10.83%	12.84%	14.08%	13.91%
经营活动现金流	5181	35316	22019	14578	20908	偿债能力					
净利润	5362	6725	8725	11083	12651	资产负债率(%)	63%	65%	64%	61%	59%
折旧摊销	4505	4850	3595	4145	4695	流动比率	1.22	1.13	1.16	1.24	1.30
财务费用	397	-448	-453	-457	-462	速动比率	1.13	0.99	1.04	1.10	1.15
应收帐款减少	0	-1486	-1148	-1039	-658	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.77	0.83	0.97	1.07	1.08
投资活动现金流	-11588	-11175	-9052	-6163	-9401	应收账款周转率	28.98	29.15	29.63	29.68	28.80
公允价值变动收益	165	306	0	0	0	应付账款周转率	3.52	3.88	4.34	4.53	4.58
长期投资减少	0	0	6	-1899	-1670	每股指标（元）					
投资收益	956	1109	1000	1000	1000	每股收益(最新摊薄)	0.59	0.73	0.95	1.21	1.38
筹资活动现金流	11368	-9632	-4946	-6381	82	每股净现金流(最新摊薄)	0.54	1.57	0.88	0.22	1.27
应付债券增加	0	0	-3476	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.25	6.73	7.42	8.59	9.93
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	49	60	-77	0	0	P/E	54.66	44.18	33.85	26.65	23.35
资本公积增加	368	3093	-978	0	0	P/B	5.16	4.79	4.35	3.75	3.25
现金净增加额	4960	14509	8021	2034	11589	EV/EBITDA	28.24	26.54	20.05	15.81	13.33

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	长城汽车（601633）：销量同环比提升，关注新车周期+政策推动下的持续改善	2022-08-09
公司普通报告	长城汽车（601633）：产品结构优化，汇兑收益增厚业绩	2022-07-18
公司普通报告	长城汽车（601633）：产销环比改善，智能化产品占比提升	2022-07-10
公司普通报告	长城汽车（601633）：供应链恢复，5月产销环比改善	2022-06-13
公司普通报告	长城汽车（601633）：产销受疫情扰动，产品结构持续优化	2022-05-15
公司普通报告	长城汽车（601633）：单车均价提升，产品结构优化带动毛利率增长	2022-04-26
公司普通报告	长城汽车（601633）：产销环比改善，3月多款新车上市	2022-04-13
公司普通报告	长城汽车（601633）：产品结构持续优化，电动智能转型加速	2022-04-11
行业普通报告	汽车行业跟踪点评：6月销量快速反弹，下半年政策拉动叠加供需改善行业复苏可期	2022-07-12
行业深度报告	汽车零部件铝压铸行业报告：铝压铸前景广阔，一体化压铸渐行渐近	2022-05-27
行业普通报告	汽车行业：新能源补贴退坡符合预期，需求驱动成主导	2022-01-04
行业深度报告	东兴证券汽车行业 2022 年度策略：行业周期复苏与零部件格局重塑	2021-12-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526