

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

## 长城汽车 (601633)

投资评级 无评级

上次评级

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500522060001

联系电话: 13816900611

邮箱: lujiamin@cindasc.com

## 相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 长城汽车：22H1 净利润高增，继续看好公司产品结构优化

2022 年 09 月 04 日

**事件：**2022 年 H1 公司实现营收 621.3 亿元，同比+0.3%；归母净利润 56.0 亿元，同比+58.7%；其中 Q2 实现营业收入 285.2 亿元，同比-7.5%，环比-15.2%；归母净利润 39.7 亿元，同比+110.0%，环比+142.8%。2022Q2 销售毛利率 19.79%，同比+2.40pct，环比+2.61pct；销售净利率 13.89%，同比+7.76pct，环比+9.04pct。

**点评：**

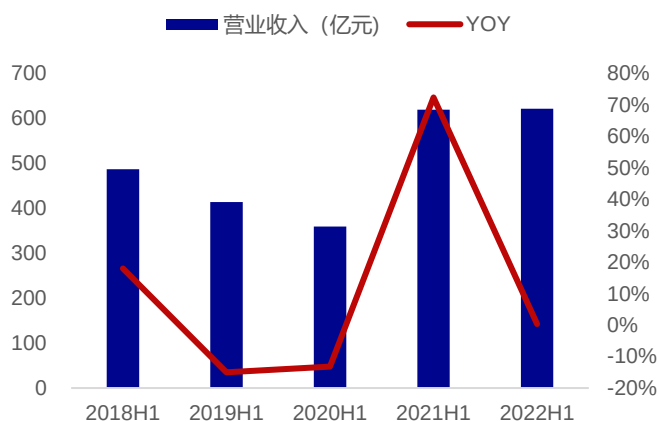
- **单车售价上升+汇率收益增加，22H1 净利润高增。**公司 22H1 受疫情影响，共实现汽车销量 51.8 万辆，同比-16.1%。在销量同比下降的背景下营收微增，净利润高增，主要原因在于：1) 公司产品升级，单车售价提升，22H1 公司实现单车营收 12.0 万元，同比+19.6%；2) 汇兑收益增加，22H1 公司实现汇兑收益 26.7 亿元。
- **剔除非经常性损益后，单车净利润环比增长。**2022 年 H1 公司实现扣非后净利润 20.6 亿元，同比-27.6%；其中 Q2 实现扣非净利润 7.56 亿元，同比-49.9%。若以归母净利润为计算口径，公司 22H1 单车净利润为 10800 元，同比+89.2%；若剔除非经常性损益，公司 22H1 单车扣非净利润为 3971 元，同比-13.6%，环比+93.4%。
- **高毛利率车型占比提升，盈利能力改善。**公司 22H1 毛利率 18.38%，比去年同期+2.13pct；净利率 9.00%，比去年同期+3.30pct，原因在于高售价车型销量占比提升。公司产品结构持续改善，较高售价车型销量占比提升，单车营收水平随之提升。公司 2021H1、2021H2、2022H1 单车营收分别为 10.0、11.2、12.0 万元，同比分别+10.2%、+19.5%、+19.6%；环比分别+6.5%、+12.2%、+6.6%，在单车营收水平提升的情况下，公司毛利率上行。公司预计上市新车哈弗 H6 插混车型、沙龙机甲龙、闪电猫均为较高售价水平车型，我们预计随着新车陆续上市及放量，公司盈利能力将进一步提升，产品结构有望继续改善。
- **新品周期延续，电动智能化向上。**8 月 22 日，公司发布哈弗品牌新能源战略，2025 年公司哈弗品牌新能源销量将占比达 80%，2030 年将正式停售燃油车。同时同步发布第三代 H6 柠檬混动 DHT 售价，DHT 售价 14.98 万元，DHT-PHEV 55km 版预售价 16.88 万元，110km 版预售价 17.68 万元。公司原有新能源车主要集中在欧拉品牌和 WEY 品牌，且均有细分市场定位，其中欧拉品牌主打女性市场，定位为“更爱女人的汽车品牌”，WEY 品牌在咖啡智能的加持下向“全新一代智能汽车”变革，而哈弗品牌的电动化转型补足了公司在 10-20 万元左右新能源 SUV 市场的短板，新能源汽车产品布局更加全面。
- **盈利预测与投资评级：**随着哈弗品牌向“新能源 SUV 专家”的转型，

公司电动化布局愈加全面，产品价格覆盖面更广，公司混动电动车型销量有望实现高增长。我们预计公司 **2022-2024 年归母净利润为 83 亿元、124 亿元、153 亿元**，对应 EPS 分别为 **0.91、1.36、1.67 元**，对应 PE 分别为 **35.0 倍、23.3 倍、19.0 倍**。

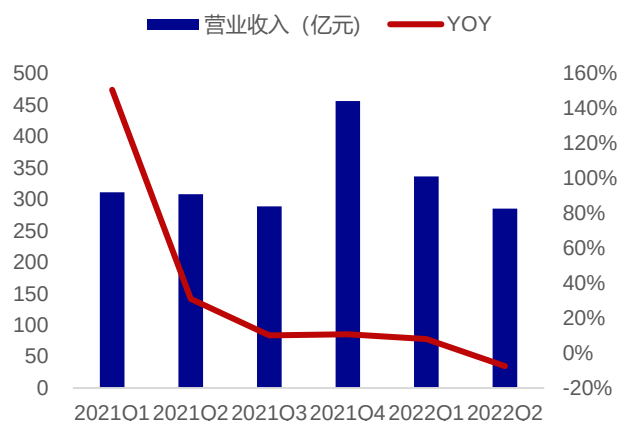
➤ **风险因素：**新车上市进程不及预期，行业销量下滑风险等。

| 重要财务指标           | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(亿元)        | 1,033 | 1,364 | 1,835 | 2,163 | 2,716 |
| 增长率 YoY %        | 7.4%  | 32.0% | 34.6% | 17.9% | 25.6% |
| 归属母公司净利润<br>(亿元) | 54    | 67    | 83    | 124   | 153   |
| 增长率 YoY%         | 19.2% | 25.4% | 23.3% | 50.0% | 22.7% |
| 毛利率%             | 17.2% | 16.2% | 17.8% | 17.8% | 17.7% |
| 净资产收益率ROE%       | 9.4%  | 10.8% | 11.5% | 14.7% | 15.3% |
| EPS(摊薄)(元)       | 0.59  | 0.73  | 0.91  | 1.36  | 1.67  |
| 市盈率 P/E(倍)       | 54.06 | 43.10 | 34.95 | 23.30 | 19.00 |
| 市净率 P/B(倍)       | 5.06  | 4.67  | 4.04  | 3.42  | 2.90  |

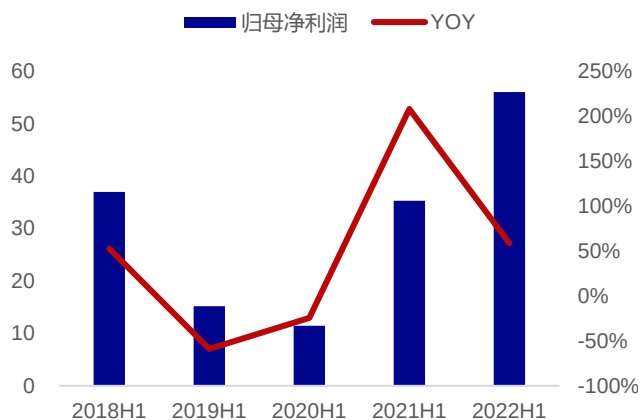
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 09 月 02 日收盘价

**图 1：长城汽车半年度营收（亿元）及增速**


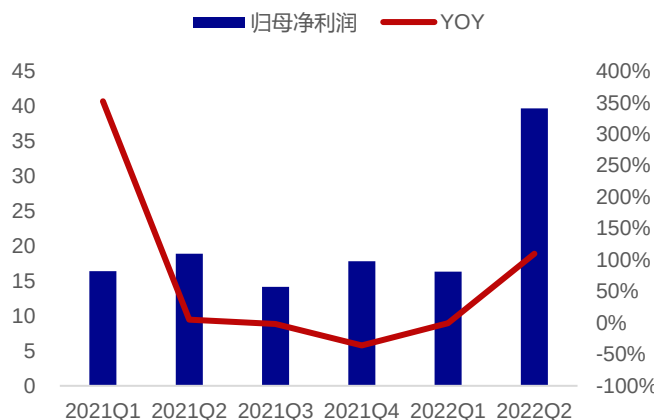
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 2：长城汽车季度营收（亿元）及增速**


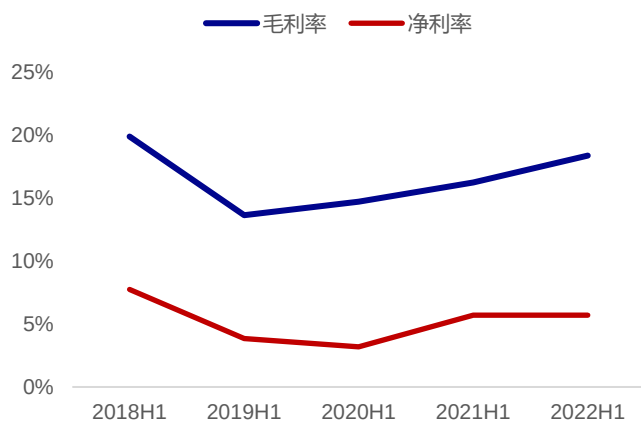
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 3：长城汽车半年度归母净利润（亿元）及增速**


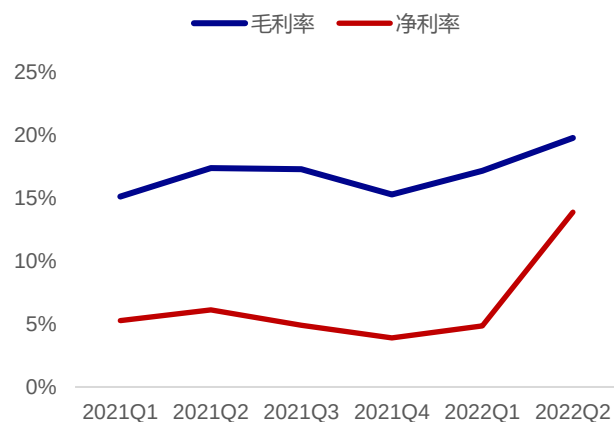
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 4：长城汽车季度归母净利润（亿元）及增速**


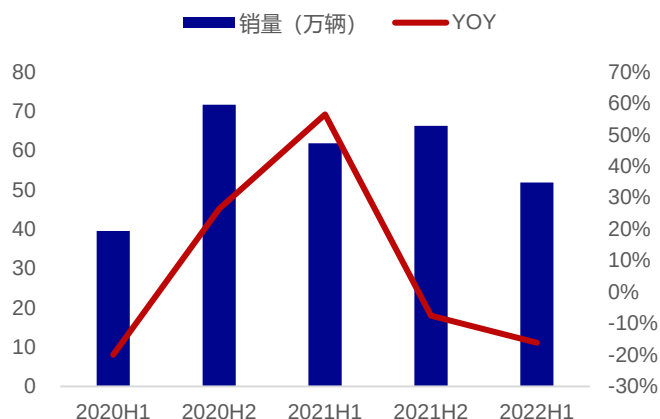
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5：长城汽车半年度毛利率和净利率**


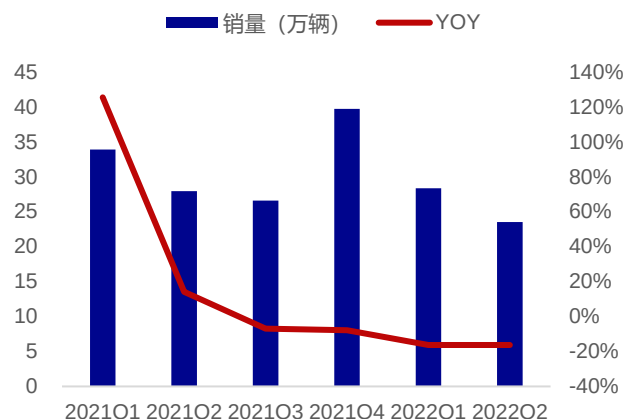
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 6：长城汽车季度毛利率和净利率**


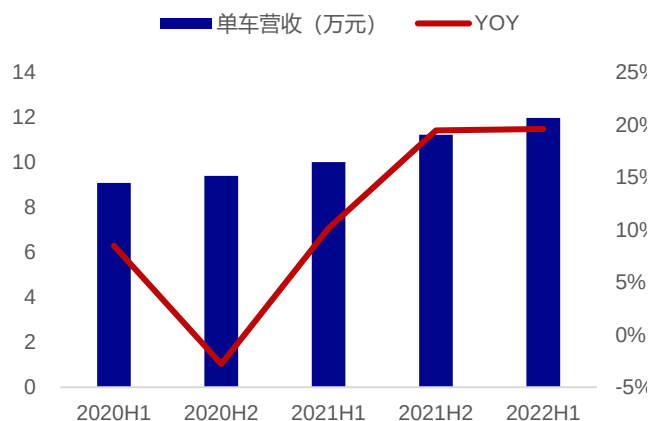
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 7：长城汽车半年度销量（万辆）及增速**


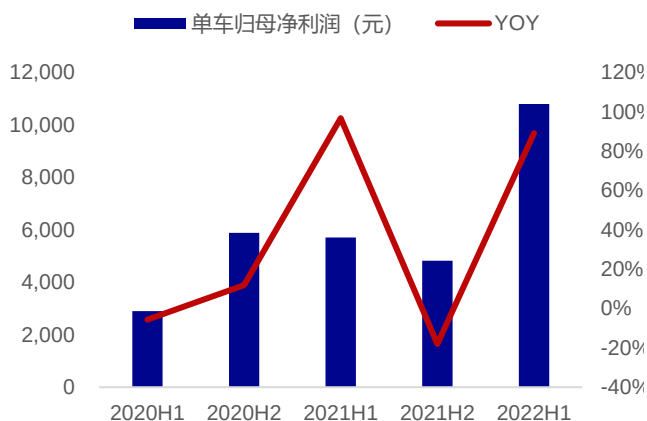
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 8：长城汽车季度销量（万辆）及增速**


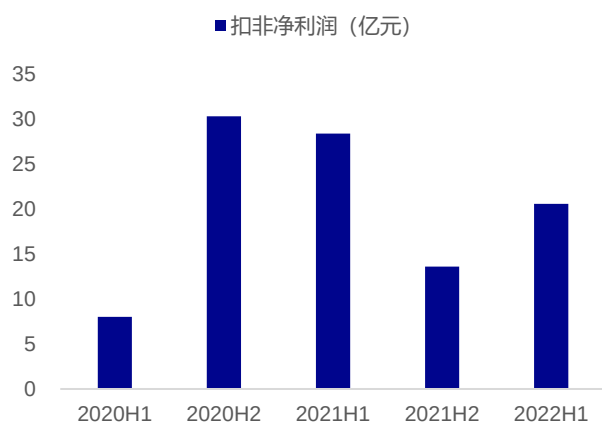
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 9：长城汽车单车营收（万元）及增速**


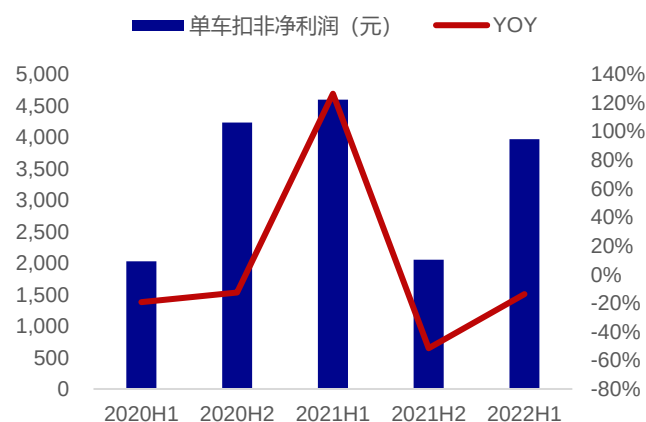
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 10：长城汽车单车归母净利润（元）及增速**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 11：长城汽车扣非净利润（亿元）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 12：长城汽车单车扣非净利润（元）及增速**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

| 资产负债表 |       | 单位:亿元 |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度  | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产  | 994   | 1,084 | 1,511 | 1,698 | 2,445 |
| 货币资金  | 146   | 330   | 605   | 751   | 1,205 |
| 应收票据  | 0     | 32    | 34    | 38    | 53    |
| 应收账款  | 39    | 54    | 68    | 75    | 104   |
| 预付账款  | 6     | 17    | 26    | 32    | 40    |
| 存货    | 75    | 140   | 216   | 173   | 297   |
| 其他    | 728   | 510   | 562   | 629   | 746   |
| 非流动资产 | 546   | 670   | 784   | 836   | 871   |
| 长期股权投 | 84    | 95    | 125   | 155   | 185   |
| 固定资产  | 286   | 274   | 301   | 316   | 324   |
| 无形资产  | 55    | 71    | 64    | 51    | 33    |
| 其他    | 120   | 230   | 294   | 314   | 329   |
| 资产总计  | 1,540 | 1,754 | 2,295 | 2,534 | 3,316 |
| 流动负债  | 812   | 956   | 1,287 | 1,343 | 1,941 |
| 短期借款  | 79    | 52    | 52    | 52    | 52    |
| 应付票据  | 167   | 268   | 402   | 438   | 681   |
| 应付账款  | 332   | 371   | 551   | 536   | 831   |
| 其他    | 234   | 265   | 282   | 317   | 378   |
| 非流动负债 | 155   | 177   | 289   | 341   | 371   |
| 长期借款  | 108   | 87    | 187   | 237   | 267   |
| 其他    | 47    | 90    | 103   | 105   | 104   |
| 负债合计  | 967   | 1,133 | 1,576 | 1,684 | 2,312 |
| 少数股东权 | 0     | 0     | 1     | 2     | 4     |
| 益     |       |       |       |       |       |
| 归属母公司 | 573   | 621   | 718   | 848   | 1,000 |
| 负债和股东 | 1,540 | 1,754 | 2,295 | 2,534 | 3,316 |
| 权益    |       |       |       |       |       |

| 重要财务指标      | 单位:亿元 |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度        | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业总收入       | 1,033 | 1,364 | 1,835 | 2,163 | 2,716 |
| 同比 (%)      | 7.4%  | 32.0% | 34.6% | 17.9% | 25.6% |
| 归属母公司净利润    | 54    | 67    | 83    | 124   | 153   |
| 同比          | 19.2% | 25.4% | 23.3% | 50.0% | 22.7% |
| 毛利率 (%)     | 17.2% | 16.2% | 17.8% | 17.8% | 17.7% |
| ROE%        | 9.4%  | 10.8% | 11.5% | 14.7% | 15.3% |
| EPS (摊薄)(元) | 0.59  | 0.73  | 0.91  | 1.36  | 1.67  |
| P/E         | 54.06 | 43.10 | 34.95 | 23.30 | 19.00 |
| P/B         | 5.06  | 4.67  | 4.04  | 3.42  | 2.90  |
| EV/EBITDA   | 34.84 | 42.65 | 14.85 | 11.24 | 8.16  |

| 利润表         | 单位:亿元 |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度        | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业总收入       | 1,033 | 1,364 | 1,835 | 2,163 | 2,716 |
| 营业成本        | 855   | 1,144 | 1,508 | 1,778 | 2,236 |
| 营业税金及附加     | 32    | 42    | 55    | 65    | 81    |
| 销售费用        | 41    | 52    | 70    | 65    | 81    |
| 管理费用        | 26    | 40    | 46    | 50    | 62    |
| 研发费用        | 31    | 45    | 59    | 65    | 81    |
| 财务费用        | 4     | -4    | 7     | 8     | 8     |
| 减值损失合计      | -7    | -5    | -10   | -8    | -7    |
| 投资净收益       | 10    | 11    | 0     | 0     | 0     |
| 其他          | 10    | 12    | 12    | 14    | 13    |
| 营业利润        | 58    | 64    | 93    | 140   | 171   |
| 营业外收支       | 5     | 11    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额        | 62    | 75    | 93    | 140   | 171   |
| 所得税         | 9     | 8     | 9     | 14    | 17    |
| 净利润         | 54    | 67    | 84    | 126   | 154   |
| 少数股东损益      | 0     | 0     | 1     | 1     | 2     |
| 归属母公司净利润    | 54    | 67    | 83    | 124   | 153   |
| EBITDA      | 101   | 102   | 176   | 224   | 257   |
| EPS (当年)(元) | 0.59  | 0.73  | 0.91  | 1.36  | 1.67  |

| 现金流量表   | 单位:亿元 |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度    | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 52    | 353   | 340   | 229   | 550   |
| 净利润     | 54    | 67    | 84    | 126   | 154   |
| 折旧摊销    | 49    | 56    | 65    | 68    | 70    |
| 财务费用    | 4     | 1     | 11    | 14    | 16    |
| 投资损失    | -11   | -12   | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动  | -45   | 247   | 173   | 13    | 303   |
| 其它      | 1     | -7    | 8     | 8     | 7     |
| 投资活动现金流 | -116  | -112  | -182  | -125  | -110  |
| 资本支出    | -78   | -125  | -149  | -95   | -80   |
| 长期投资    | -45   | 4     | -30   | -30   | -30   |
| 其他      | 7     | 9     | -3    | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流 | 114   | -96   | 116   | 43    | 13    |
| 吸收投资    | 2     | 8     | 20    | 5     | 0     |
| 借款      | 201   | 92    | 100   | 50    | 30    |
| 支付利息或股息 | -25   | -59   | -17   | -14   | -16   |
| 现金流净增加额 | 48    | 143   | 274   | 147   | 454   |

## 研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018 年金牛奖第 1 名、2020 年新财富第 2 名、2020 新浪金麒麟第 4 名团队核心成员。4 年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

## 机构销售联系人

| 区域       | 姓名  | 手机          | 邮箱                                                                       |
|----------|-----|-------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 区域       | 姓名  | 手机          | 邮箱                                                                       |
| 全国销售总监   | 韩秋月 | 13911026534 | <a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>         |
| 华北区销售总监  | 陈明真 | 15601850398 | <a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>   |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | <a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>     |
| 华北区销售    | 祁丽媛 | 13051504933 | <a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>           |
| 华北区销售    | 陆禹舟 | 17687659919 | <a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>           |
| 华北区销售    | 魏冲  | 18340820155 | <a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>           |
| 华北区销售    | 樊荣  | 15501091225 | <a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>             |
| 华北区销售    | 章嘉婕 | 13693249509 | <a href="mailto:zhangjiatie@cindasc.com">zhangjiatie@cindasc.com</a>     |
| 华东区销售总监  | 杨兴  | 13718803208 | <a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>           |
| 华东区销售副总监 | 吴国  | 15800476582 | <a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>                 |
| 华东区销售    | 国鹏程 | 15618358383 | <a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>   |
| 华东区销售    | 李若琳 | 13122616887 | <a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>           |
| 华东区销售    | 朱尧  | 18702173656 | <a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>               |
| 华东区销售    | 戴剑箫 | 13524484975 | <a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>     |
| 华东区销售    | 方威  | 18721118359 | <a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>             |
| 华东区销售    | 俞晓  | 18717938223 | <a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>               |
| 华东区销售    | 李贤哲 | 15026867872 | <a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>         |
| 华东区销售    | 孙僮  | 18610826885 | <a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>             |
| 华东区销售    | 贾力  | 15957705777 | <a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>                 |
| 华东区销售    | 石明杰 | 15261855608 | <a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>       |
| 华东区销售    | 曹亦兴 | 13337798928 | <a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>         |
| 华南区销售总监  | 王留阳 | 13530830620 | <a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>     |
| 华南区销售副总监 | 陈晨  | 15986679987 | <a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>         |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | <a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>         |
| 华南区销售    | 刘韵  | 13620005606 | <a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>               |
| 华南区销售    | 胡洁颖 | 13794480158 | <a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>         |
| 华南区销售    | 郑庆庆 | 13570594204 | <a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a> |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                               | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。