2021 年 10 月 31 日
公司研究●证券研究报告

长城汽车（601633.SH）

公司快报

股权激励费用影响 Q3 业绩，看好 Q4 产品结构升级

投资要点

- **事件：公司发布 2021 年三季报，**2021 年前三季度实现营收 907.97 亿元，同比增长 46.1%；实现归母净利润 49.45 亿元，同比增长 91.1%；实现扣非归母净利润 36.53 亿元，同比增长 94.6%。21Q3 公司实现营收 288.69 亿元，同比增长 10.1%；实现归母净利润 14.16 亿元，同比下降 1.7%；实现扣非归母净利润 8.11 亿元，同比下降 24.6%。业绩略低于预期。

- **计提股权激励费用致期间费用上升，剔除后 Q3 净利润环比微降：**21Q3 公司计提股权激励费用 3.7 亿元，致管理费用增加。公司 21Q3 期间费用同比增长 17.5%至 34.4 亿元，期间费用率为 11.93%，比上年同期增长 0.75 个百分点。其中，销售、管理、研发费用同比分别+21.2%、+87.1%、+48.0%至 14.6 亿元、10.7 亿元和 9.9 亿元；费用率分别增长 0.46 个百分点、增长 1.53 个百分点、增长 0.98 个百分点至 5.07%、3.72%、3.46%。若剔除 3.7 亿元的股权激励费用，则 21Q3 公司归母净利润同比增长 23.9%，环比微降 5.4%，表现较为稳健。

- **单车营收同比上升，产品结构持续优化：**21Q3 公司实现销量 26.58 万辆，单车收入达到 10.86 万元，比去年同期增长 18.3%。单车净利润达到 5327 元，比去年同期增长 5.6%，如果剔除掉股权激励费用，单车净利润可达到 6718 元，比去年同期增长 33.2%。主要原因在于高毛利车型销量占比提升，公司自 2020 年起推出多款新平台新车型，如坦克 300 等均为较高毛利水平产品，产品结构逐步优化，盈利能力将会持续提升。

- **投资建议：**随着芯片短缺逐渐缓解，叠加公司产品结构持续改善，公司 Q4 及明年销量及单车盈利有望持续提升。但考虑到股权激励费用的计提，我们下调公司盈利预测，预测 2021 年至 2023 年归母净利润分别为 79.5 亿元、121.3 亿元和 137.9 亿元，净资产收益率分别为 12.2%、16.1% 和 15.7%。维持“买入-B”的投资评级。

- **风险提示：**新上市车型销量不及预期；车用芯片紧缺影响产量；上游原材料价格大幅上涨。

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	96,211	103,308	136,647	139,753	160,268
YoY(%)	-3.0	7.4	32.3	2.3	14.7
净利润(百万元)	4,497	5,362	7,954	12,130	13,791
YoY(%)	-13.6	19.2	48.3	52.5	13.7
毛利率(%)	17.2	17.2	19.3	22.6	22.5
EPS(摊薄/元)	0.49	0.58	0.86	1.31	1.49

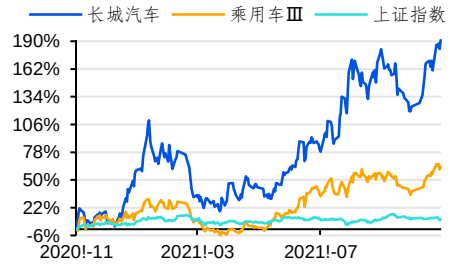
汽车 | 乘用车 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2021-10-29)	68.00 元

交易数据

总市值（百万元）	628,095.24
流通市值（百万元）	413,396.05
总股本（百万股）	9,236.69
流通股本（百万股）	6,079.35
12 个月价格区间	23.58/69.80 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	32.53	17.35	172.99
绝对收益	32.85	21.77	183.0

分析师 林帆
SAC 执业证书编号：S0910520120001
linfan@huajinsc.cn
021-20377188

报告联系人 王欢
wanghuan@huajinsc.cn
021-20655765

相关报告

长城汽车：缺芯不改“金九”旺季，爆款车型再添增量 2021-10-12

长城汽车：2021H1 业绩高增长，新车周期依然强劲 2021-08-29

长城汽车：品类创新战略效果持续显现，7 月销量淡季不淡 2021-08-10

长城汽车：2021H1 净利润同比高增长，业绩符合预期 2021-07-20

长城汽车：6 月销量同比劲增，新车型稳步上量 2021-07-09

ROE(%)	8.3	9.4	12.2	16.1	15.7
P/E(倍)	139.7	117.1	79.0	51.8	45.5
P/B(倍)	11.5	11.0	9.6	8.3	7.1
净利率(%)	4.7	5.2	5.8	8.7	8.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	68502	99399	103758	95190	126679
现金	9723	14588	13926	10413	32262
应收票据及应收账款	3193	3936	5494	4150	6910
预付账款	441	571	768	601	969
存货	6237	7498	10211	7161	12787
其他流动资产	48907	72806	73359	72865	73752
非流动资产	44594	54613	68568	72435	81269
长期投资	3113	8415	14022	19704	25027
固定资产	29743	28609	35454	33103	35383
无形资产	6899	9267	10076	11057	12248
其他非流动资产	4839	8321	9017	8571	8612
资产总计	113096	154011	172326	167625	207949
流动负债	54600	81166	93121	80292	110420
短期借款	1180	7901	7901	7901	7901
应付票据及应付账款	35460	49841	60143	47750	76137
其他流动负债	17959	23423	25076	24641	26382
非流动负债	**4097**	**15504**	**13813**	**11390**	**9392**
长期借款	1206	10777	9086	6664	4666
其他非流动负债	2892	4727	4727	4727	4727
负债合计	58697	96670	106933	91682	119813
少数股东权益	0	0	37	97	156
股本	9127	9176	9237	9237	9237
资本公积	1411	1779	1779	1779	1779
留存收益	44102	47170	53133	63777	74991
归属母公司股东权益	54399	57342	65356	75846	87981
负债和股东权益	113096	154011	172326	167625	207949

现金流量表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13972	5181	17455	8960	39316
净利润	4531	5362	7990	12190	13850
折旧摊销	4583	4752	3893	4567	5070
财务费用	-351	397	379	374	26
投资损失	-16	-956	-329	-400	-20
营运资金变动	4541	-4138	5553	-7774	20420
其他经营现金流	683	-236	-32	4	-30
投资活动现金流	-15802	-11588	-17488	-8038	-13855
筹资活动现金流	3944	11368	-630	-4435	-3612
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.58	0.86	1.31	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	0.56	1.89	0.97	4.26
每股净资产(最新摊薄)	5.89	6.21	7.07	8.20	9.52

利润表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	96211	103308	136647	139753	160268
营业成本	79684	85531	110280	108183	124220
营业税金及附加	3169	3192	4099	4193	4808
营业费用	3897	4103	5193	5311	6090
管理费用	1955	2553	3553	3564	3526
研发费用	2716	3067	4373	4542	5770
财务费用	-351	397	379	374	26
资产减值损失	-504	-676	0	0	160
公允价值变动收益	-73	165	32	-4	30
投资净收益	16	956	329	400	20
营业利润	4777	5752	9132	13983	15719
营业外收入	342	494	370	365	393
营业外支出	18	18	14	15	16
利润总额	5101	6227	9488	14333	16095
所得税	570	865	1497	2144	2245
税后利润	4531	5362	7990	12190	13850
少数股东损益	34	0	37	60	59
归属母公司净利润	4497	5362	7954	12130	13791
EBITDA	9543	11732	13760	19274	21191

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-3.0	7.4	32.3	2.3	14.7
营业利润(%)	-23.4	20.4	58.8	53.1	12.4
归属于母公司净利润(%)	-13.6	19.2	48.3	52.5	13.7
获利能力					
毛利率(%)	17.2	17.2	19.3	22.6	22.5
净利率(%)	4.7	5.2	5.8	8.7	8.6
ROE(%)	8.3	9.4	12.2	16.1	15.7
ROIC(%)	7.1	7.4	9.4	12.9	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	51.9	62.8	62.1	54.7	57.6
流动比率	1.3	1.2	1.1	1.2	1.1
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	29.4	29.0	29.0	29.0	29.0
应付账款周转率	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
估值比率					
P/E	139.7	117.1	79.0	51.8	45.5
P/B	11.5	11.0	9.6	8.3	7.1
EV/EBITDA	65.2	53.9	46.0	32.9	28.8

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn