

## 主流车企造车新势力

买入（维持）

2020年09月07日

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2019A  | 2020E  | 2021E   | 2022E   |
|------------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 96,211 | 97,736 | 119,893 | 137,854 |
| 同比（%）      | -3.0%  | 1.6%   | 22.7%   | 15.0%   |
| 归母净利润（百万元） | 4,497  | 5,074  | 7,583   | 9,929   |
| 同比（%）      | -13.6% | 12.8%  | 49.5%   | 30.9%   |
| 每股收益（元/股）  | 0.49   | 0.56   | 0.83    | 1.09    |
| P/E（倍）     | 33.19  | 29.41  | 19.68   | 15.03   |

### 投资要点

#### ■ 为何看多整车板块？

目前市场上存在两种认知的偏差：1）国内乘用车需求未来将长期维持在 2000 万辆及以下；2）传统整车企业全都要被颠覆掉的。我们认为不是的。疫情之后国内乘用车需求已经重新进入复苏轨道，**2021-2022 销量会回归到中枢 2300 万辆，平均增速 8.5%，且长期仍会再创历史新高（或为 3000 万辆）**。软件定义汽车大背景下，汽车行业盈利模式将从硬件为主逐步转变为软件服务为主，将实现价值重塑过程。智能化上特斯拉确实引领行业，但其他车企仍处于同一起跑线，**未来核心看变革决心和执行力速度，传统车企中不排除少数优秀企业能够转型成功。**

#### ■ 为何首选长城汽车？

1. 以管理层“变革决心+执行力”双强为核心，向全球科技出行公司转型。面对汽车百年大变革的机遇与挑战，长城在而立之年背水一战，以超强执行力坚决推动公司变革。基于“**机制创新+组织变革+文化再造**”三个层面，从底层推动，向全球科技出行公司“转型。以“**柠檬+坦克+咖啡智能**”三大技术品牌为抓手，构建下一个十年产品核心竞争力。

2. 以“**三大技术品牌+营销创新**”为支撑，开启新一轮强势产品周期。

1）“**柠檬+坦克**”构建模块化产品开发能力。“柠檬”是全球化高智能模块化技术平台，“坦克”是全球化智能专业越野平台。2）“**交互+AI+生态**”为核心变量，“咖啡智能”赋能全新一代电子电气架构。3）营销方式出彩创新，情境/IP 赋能新型营销，持续提升消费者对长城认知度。

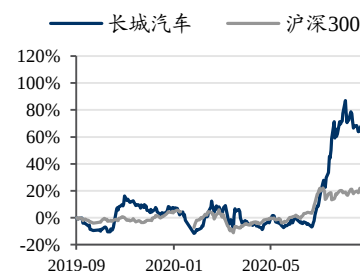
3. 以“**三代 H6+大狗**”双子星冲锋为亮点，一大波新车密集上市。2020 年已经披露上市新车有 6 款，预计 2021 年还约有 10 款新车将上市。三代 H6：价格不变，性能/智能化/空间/油耗全面升级。大狗：定位城市硬派 SUV，与 H6 形成差异化竞争，具备空间大、外观潮、动力强、智能化四大特点。坦克 300：WEY 品牌首款高端智能越野 SUV，预计搭载咖啡智能最新技术。同时**新能源三款猫系车型助力销量爬升。**

#### ■ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入 97,736/119,893/137,854 百万元，同比增长+1.6%/+22.7%/+15.0%，归母净利润 5,074/7,583/9,929 百万元，同比增长+12.8%/+49.5%/+30.9%，对应 EPS 为 0.56/0.83/1.09 元，对应 PE 为 29.41/19.68/15.03 倍。考虑到长城未来业绩迎来改善，估值处于较为低估位置，维持长城汽车 A+H 股“买入”评级。

■ 风险提示：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期。

### 股价走势



### 市场数据

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价(元)        | 16.35      |
| 一年最低/最高价      | 7.17/16.78 |
| 市净率(倍)        | 2.82       |
| 流通 A 股市值(百万元) | 98553.37   |

### 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 5.81    |
| 资产负债率(%)    | 55.37   |
| 总股本(百万股)    | 9176.57 |
| 流通 A 股(百万股) | 6027.73 |

### 相关研究

- 1、《长城汽车（601633）：预售价亲民，大狗将热卖》2020-09-06
- 2、《长城汽车（601633）：Q2 业绩靓丽，精彩才刚开始！》2020-08-30
- 3、《长城汽车（601633）：7 月产销同比维持高位，领先行业》2020-08-09

## 内容目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 1. 为何看多整车板块？ .....            | 4  |
| 1.1. 原因一：国内乘用车需求仍可再创新高 .....  | 4  |
| 1.2. 原因二：科技赋能汽车迎来价值重估 .....   | 8  |
| 2. 为何首选长城汽车？ .....            | 11 |
| 2.1. 管理层“变革决心+执行力”双强为核心 ..... | 11 |
| 2.2. 三大技术品牌+营销创新”为支撑 .....    | 12 |
| 2.2.1. “柠檬+坦克”双平台为骨 .....     | 12 |
| 2.2.2. 咖啡智能生态系统为魂 .....       | 13 |
| 2.2.3. 蜂巢能源动力电池为筋 .....       | 13 |
| 2.2.4. 营销方式创新为皮 .....         | 15 |
| 2.3. “三代 H6+大狗”双子星冲锋为亮点 ..... | 16 |
| 2.3.1. 全新第三代哈弗 H6 .....       | 16 |
| 2.3.2. 哈弗大狗+坦克 300 .....      | 17 |
| 2.3.3. 欧拉好猫+黑白猫 .....         | 18 |
| 3. 盈利预测与投资评级 .....            | 19 |
| 4. 风险提示 .....                 | 21 |

## 图表目录

|                                               |    |
|-----------------------------------------------|----|
| 图 1: 2019 国内乘用车市场到达周期底部.....                  | 4  |
| 图 2: 中国乘用车全球总占比总体呈现提升趋势.....                  | 4  |
| 图 3: 美国汽车销量波动远大于人均 GDP 走势.....                | 5  |
| 图 4: 美国汽车销量增速与 GDP 增速基本同步.....                | 5  |
| 图 5: 乘用车-房地产-GDP 三者关系基本同步.....                | 5  |
| 图 6: 传统车上险销量已于去年 12 月份同比转正.....               | 5  |
| 图 7: 乘用车各价格带消费占比变化趋势.....                     | 6  |
| 图 8: 17-19 年三四五线城市销量占比下降约 10%.....            | 6  |
| 图 9: 狭义乘用车产量同比变化 (万辆).....                    | 6  |
| 图 10: 狭义乘用车批发同比变化 (万辆).....                   | 6  |
| 图 11: 2021-2022 年乘用车需求中枢 2300 万辆.....         | 7  |
| 图 12: 1960 年至今日本国内乘用车消费四个阶段划分.....            | 7  |
| 图 13: 未来十年中国乘用车消费趋势研判.....                    | 8  |
| 图 14: 目前国内乘用车销量中报废需求占比 10%.....               | 8  |
| 图 15: 自动驾驶升级路径.....                           | 9  |
| 图 16: 汽车座舱产品正处于智能时代初级阶段.....                  | 9  |
| 图 17: 未来汽车类比智能手机分布图.....                      | 10 |
| 图 18: 苹果营收中软件服务比例持续提升.....                    | 10 |
| 图 19: 苹果毛利中软件服务比例持续提升.....                    | 10 |
| 图 20: 主流车企智能化技术发展统计.....                      | 11 |
| 图 21: 蜂巢能源发展路径.....                           | 14 |
| 图 22: 长城汽车营销方式变更.....                         | 16 |
| 图 23: 第二代 H6.....                             | 17 |
| 图 24: 第三代 H6.....                             | 17 |
| 图 25: 长城哈弗 H6 配置比较.....                       | 17 |
| 图 26: 哈弗大狗正面照.....                            | 18 |
| 图 27: 哈弗大狗智能座舱图.....                          | 18 |
| 图 28: 坦克 300 正面照.....                         | 18 |
| 图 29: 坦克 300 侧后方照.....                        | 18 |
| 图 30: 欧拉白猫.....                               | 19 |
| 图 31: 欧拉黑猫.....                               | 19 |
| 图 32: 长城欧拉新能源上险销量.....                        | 19 |
| 图 33: 欧拉好猫.....                               | 19 |
| 表 1: 长城汽车盈利预测核心变量.....                        | 20 |
| 表 2: 可比公司 PE 估值 (数据采用 2020 年 9 月 7 日收盘价)..... | 20 |

## 1. 为何看多整车板块？

国内乘用车市场自 2005 年开始一直维持正向增长的趋势,2013-2017 年得益于 SUV 发展红利扩张加速,市场规模超过 2400 万辆。2018-2019 年在宏观经济下行+车市周期震荡因素下,市场规模下调至 2100 万辆左右。2020 年疫情原因,汽车市场再遭重挫,行情萎靡,整车汽车(传统整车企业+造车新势力)之间竞争加剧。目前市场上存在两种认知的偏差:

**认知偏差一:国内乘用车需求未来将长期维持在 2000 万辆及以下。**我们认为不是的!借鉴日、美、欧等发达国家经验,未来 3 年国内乘用车需求会回归到正常估值中枢 2300 万辆,长期仍会再创历史新高。

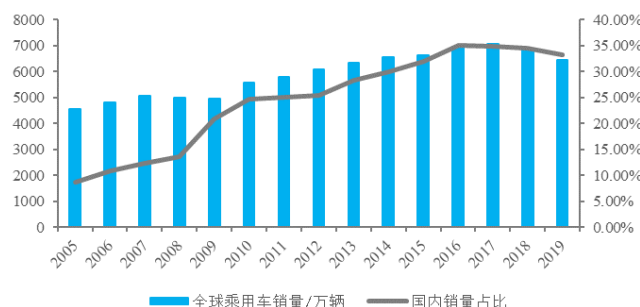
**认知偏差二:传统整车企业就是要全部被颠覆的。**我们认为不是的!新四化趋势下,面临行业前所未有的大变革,传统整车企业都在积极转型应对,而且这轮百年大变革对于整个汽车行业是一轮估值重塑过程,汽车板块整体会迎来估值重塑过程,尤其是传统车企中会出现少数优秀的车企能够转型成功。

图 1: 2019 国内乘用车市场到达周期底部



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 2: 中国乘用车全球总占比总体呈现提升趋势



数据来源: wind, 东吴证券研究所

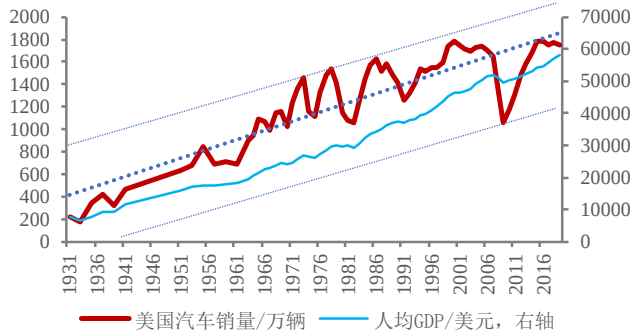
### 1.1. 原因一: 国内乘用车需求仍可再创新高

**购买人、购买力和购买意愿是乘用车需求的驱动因素。**购买人由人口规模决定,而人口规模由人口出生率决定。购买力由人均 GDP 决定。购买意愿会受消费观念影响,即是家庭为单位购车还是个人为单位购车亦或是共享出行。**经济周期波动和刺激政策是乘用车需求的波动因素。**经济周期波动会影响居民未来收入心理预期变化从而影响购车时间推迟或提前。刺激政策往往出现在经济周期下行时,政府行为去托底经济的行为而产生,从而影响购车时间推迟或提前。

以美国为例, GDP 增速从根源上决定了乘用车产销中枢上移的节奏。从 1964-2018 年 GDP 增速与乘用车增速比较数据来看,两者变化节奏基本同步,只是乘用车波动幅

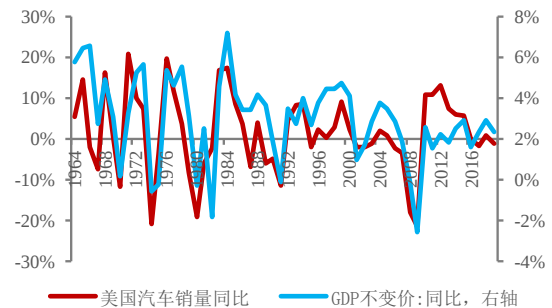
度大于 GDP。

图 3: 美国汽车销量波动远大于人均 GDP 走势



数据来源: wind, 东吴证券研究所

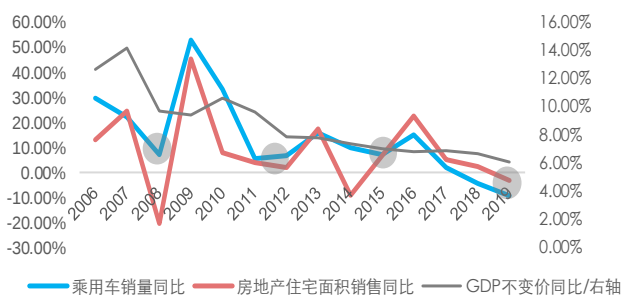
图 4: 美国汽车销量增速与 GDP 增速基本同步



数据来源: wind, 东吴证券研究所

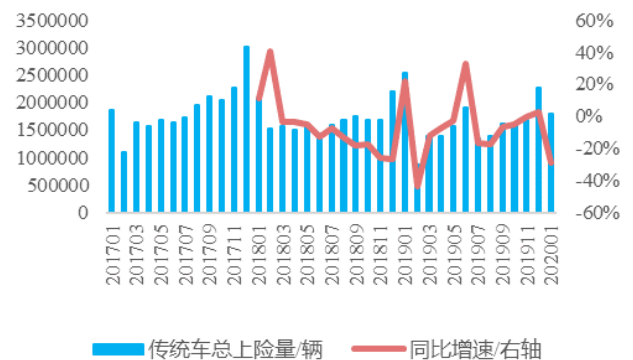
借鉴美国经验，长期来看中国乘用车市场需求将进一步提升。中国乘用车呈现周期性波动特征，与 GDP 及房地产基本同步。从 2006-2019 年三者整体周期轮回是同步的，一轮周期长度约 3-4 年。2008/2012/2015 三年均是乘用车历史上周期交替的时间点。每一轮刺激政策对国内乘用车需求拉动边际效应递减，且透支周期大约 1-1.5 年。2019 年是新一轮周期交替的开始，未来市场需求有望回暖提升。

图 5: 乘用车-房地产-GDP 三者关系基本同步



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 6: 传统车上险销量已于去年 12 月份同比转正

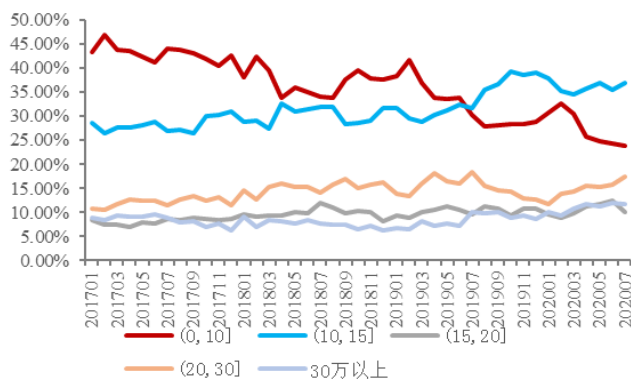


数据来源: 交强险, thinkcar, 东吴证券研究所

疫情前周期交替，乘用车复苏迹象已现。传统车需求已经过了最差阶段，正处于周期交替阶段，弱复苏迹象已经显现。2015/10-2017/12 购置税补贴的透支效应+经济下行影响+房地产挤出效应，经过 2018-2019 两年调整已经充分反应。数据佐证包括：1) 2019 年 12 月交强险销量传统车已经结束长达近 2 年负增长实现转正+3%。2) 受购置税补贴影响较大的三四五线城市汽车消费占比结束了长达 1 年半持续下降，2019/7-2020/1 企稳

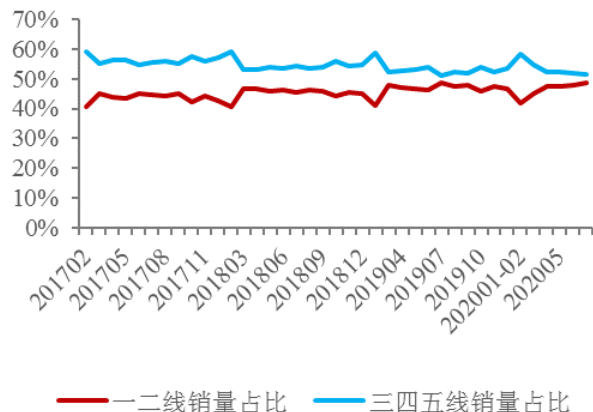
迹象显现。3)15 万元以下消费占比 2019H2 见底并持续改善, 30 万元以上消费占比 2019 年以来见底持续上升, 15-20 万元占比 2019 年以来高位微调, 20-30 万元占比 2019H2 高位开始快速下降。疫情影响逐渐消退后, 国内乘用车需求有望真正进入复苏周期。

图 7: 乘用车各价格带消费占比变化趋势



数据来源: 交强险, thinkcar, 东吴证券研究所

图 8: 17-19 年三四五线城市销量占比下降约 10%

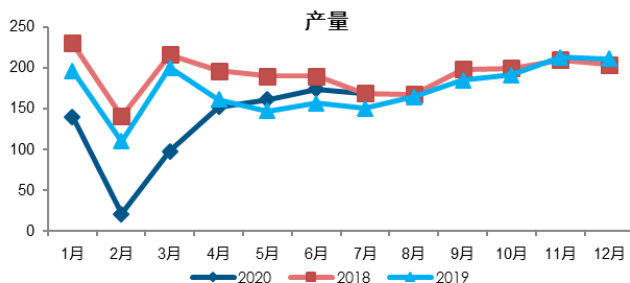


数据来源: 交强险, thinkcar, 东吴证券研究所

疫情后乘用车需求已步入复苏轨道。同比增速来看, 产量/批发优先零售均已转正。疫情后随着产业链复工复产恢复正常+车企促销+中央/地方政府刺激政策逐渐落地生效, 汽车市场触底回升出现一定反弹, 2-4 月份同比降幅不断收窄, 产量同比依次为-80.5%/-51.0%/-5.5%, 批发同比依次为-81.8%/-47.9%/-3.2%, 零售(交强险)同比依次为-79%/-31%/-8%。5 月份产量/批发销量首次同比均转正, 产量同比分别为+9.6%/+11.2%, 批发同比分别为+6.5%/+0.8%。7 月零售(交强险)同比为+13.6%, 首次转正。

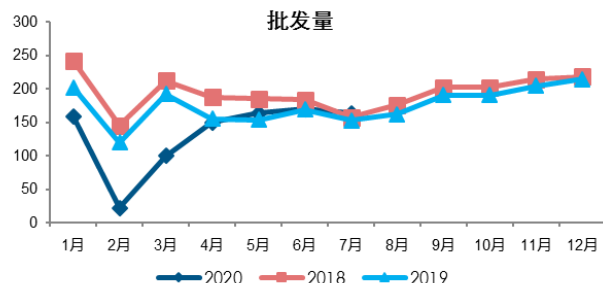
展望未来, 预计产批零将进入持续转正阶段。同比增幅向上幅度 Q4 将强于 Q3。2020 年产量/批发/零售(交强险)分别为 1878/1951/1940 万辆, 同比分别为-9.9%/-7.4%/-5.4%。

图 9: 狭义乘用车产量同比变化(万辆)



数据来源: 乘联会, 交强险, 东吴证券研究所

图 10: 狭义乘用车批发同比变化(万辆)

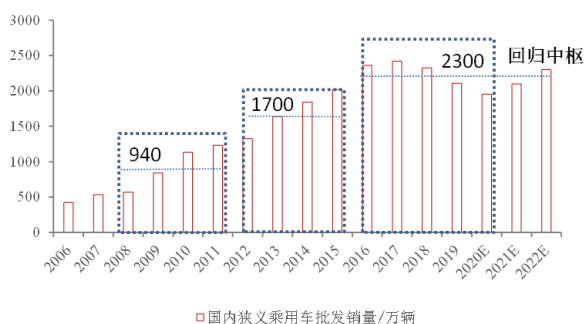


数据来源: 乘联会, 交强险, 东吴证券研究所

2021-2022 年乘用车产销有望回升到 2300 万辆。按照过往乘用车销量周期波动规

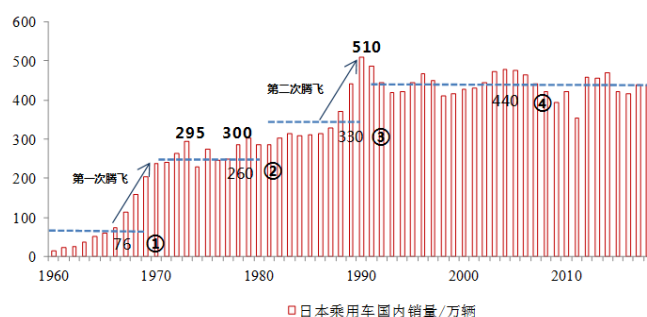
律，我们把 2008-2011 年，2012-2015 年，2016-2020 年作为三个周期阶段，并且计算出每轮周期的中枢销量。中枢销量上移更能代表乘用车随着人均 GDP 增长而逐步释放需求的消费属性（剔除经济周期&刺激政策带来的波动）。2016-2020 年这轮周期因为上一轮周期下行释放不透彻导致时间拉长，平均销量中枢是 2300 万辆，而 2018-2020 年连续三年负增长将产销规模拉低至约 1950 万辆。展望 2021-2022 年，我们认为随着宏观经济逐步复苏，乘用车需求将正常回归至销量中枢 2300 万辆过程，平均增速 8.5%。

图 11：2021-2022 年乘用车需求中枢 2300 万辆



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 12：1960 年至今日本国内乘用车消费四个阶段划分



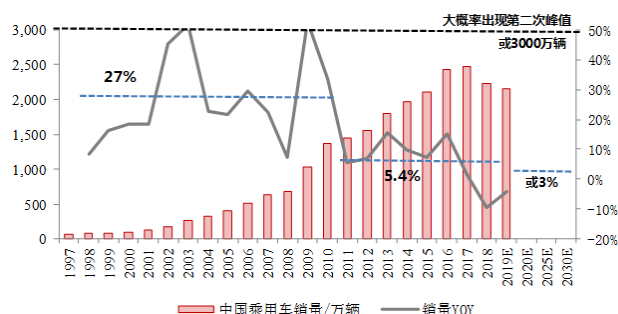
数据来源：JAMA，东吴证券研究所

借鉴日本乘用车市场发展历程，四大阶段风雨变化。1)乘用车销量复合增速 34%，峰值 295 万辆。国内 GDP 高增长（平均约 9%），人均 GDP 从 479 增加至 2038 美元。

“别人家有的，我家也要有”第二消费观念兴起。2)乘用车销量复合增速 2.7%，中枢 260 万辆。国内 GDP 增速换挡（平均 4%），面临两次石油危机+日美贸易战升级+经济转型的三重压力。“别人有的，我也要有的且个性化”第三消费观念萌芽。3)乘用车销量复合增速 4.9%，1988-1990 年平均增速 15%+，峰值 510 万辆创新高。第三消费观念盛行期，进入“买买买”节奏。4)一直在 350-500 万辆之间波动，平均值是 440 万辆，平均增速-0.23%。日本 GDP 增速平均 1%，少子化及老龄化现象日益突显，而且崇尚极简主义的第四消费观念兴起，乘用车消费核心来自报废更新需求。总结日本得出 2 条规律：

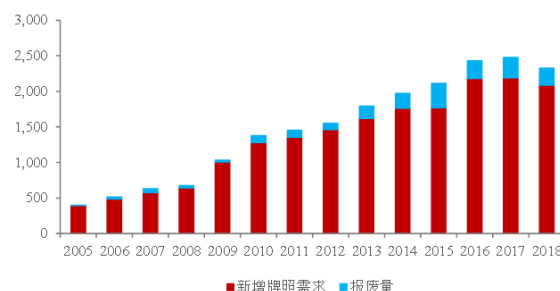
**【GDP 增速】**根源上决定了乘用车产销中枢上移的节奏。**【人口出生率+消费观念变迁】**影响乘用车出现峰值的次数及间隔时间。

图 13：未来十年中国乘用车消费趋势研判



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 14：目前国内乘用车销量中报废需求占比 10%



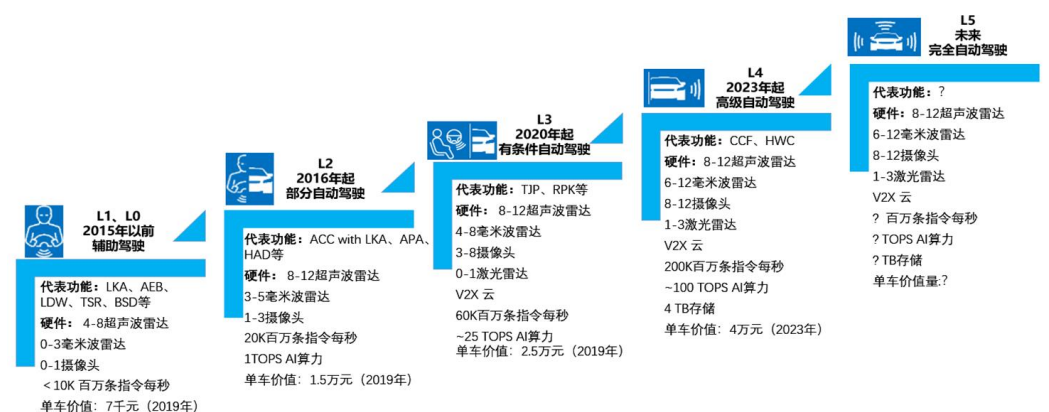
数据来源：wind，东吴证券研究所

未来十年中国乘用车趋势研判：1）进入低增长时代，销量增长中枢或 3%，仍然有上升空间，还没到日本 30 年零增长的时期。2）或将出现第二次销量峰值，或为 3000 万辆。借鉴海外国家经验：当 GDP 增速长期为 0 附近，乘用车会进入长期零增长时代，但基本都有一个共同规律是，乘用车销量基本 100%来自于报废需求。而目前国内按照保有量和新车销量数据测算，2018 年乘用车销量中报废销量占比也才 10%，剩余 90%来自于首购需求+换购需求。因此，市场上认为国内乘用车已经进入零增长时代的观点难以成立。未来 10 年国内乘用车市场三大支撑点分别为：1）中国经济增长仍具有韧性。2）全面放开二胎助于缓解中国新生人口数量下降速度。3）中国正处于第二消费观念到第三消费观念的转换时期，个性化消费潜力仍强劲。

## 1.2. 原因二：科技赋能汽车迎来价值重估

自动驾驶不断升级融入生活。从自动驾驶升级路径情况来看，现阶段处于 L3 级导入期。1）2015 年以前辅助驾驶功能主要为 L1/L0 级，L1 级可实现加减速或转向控制，驾驶员持续进行车辆横向和纵向的操作，代表功能为 LKA、AEB 等，汽车 E/E 架构为分布式，即大部分功能仍是分布式离散单元控制，即单个 ECU 对应单个功能，整体单车配套价值约 7 千元；2）2016 年进入 L2 级时代，可同时实现车速和转向自动化。驾驶必须始终保持掌控驾驶，在特定场景下系统进行横向和纵向操作，代表功能为 ACC with LKA、APA 等，部分 ECU 开始集成式发展，但仍未有域的划分，目前 L2 及以下整体单车配套价值在 1.5 万元左右。3）到 2020 年将正式进入 L3 级时代，为有条件自动驾驶，可解放双手。驾驶员不必一直监控系统，但必须时刻保持警惕并在必要时进行干预，代表功能为 TJP、RPK 等，分布式 E/E 架构逐渐发展成为域集中式架构，整车大约分为 5~6 个域，控制器算力指数级提升，以太网开始出现，L3 及以下整体单车配套价值约为 2.5 万元。4）到 2023 年将逐步进入 L4 级时代，功能将进一步升级，City Pilot、更高级的 AP 功能涌现，E/E 架构进一步升级，L4 及以下整体单车配套价值超 4 万元。

图 15：自动驾驶升级路径



数据来源：NXP，华为，东吴证券研究所绘制

智能座舱科技体验加强正在当下。从汽车座舱升级路径情况来看，座舱产品正处于智能时代初级阶段。60-90 年代为机械时代，座舱产品主要包括机械式仪表盘及简单的音频播放设备，功能结构单一；2000-2015 年为电子化时代，以机械仪表为主，但少数小尺寸中控液晶显示开始使用，此外也增加了导航系统、影音等功能，为驾驶员提供较多信息，整体单车配套价值在 2000 元以内。2015 年进入智能时代初级阶段，以大尺寸中控液晶屏为代表率先替代传统中控，全液晶仪表开始逐步替代传统仪表，中控屏与仪表盘一体化设计的方案开始出现，少数车型新增 HUD 抬头显示、流媒体后视镜等，整体单车配套价值约为 4000 元。未来，随着高级别自动驾驶逐步应用，芯片和算法等性能增加，座舱产品将进一步升级，一芯多屏、多屏互融、立体式虚拟呈现等技术普及，核心技术体现为进一步集成智能驾驶的能力，整体单车配套价值超过 8000 元。

图 16：汽车座舱产品正处于智能时代初级阶段

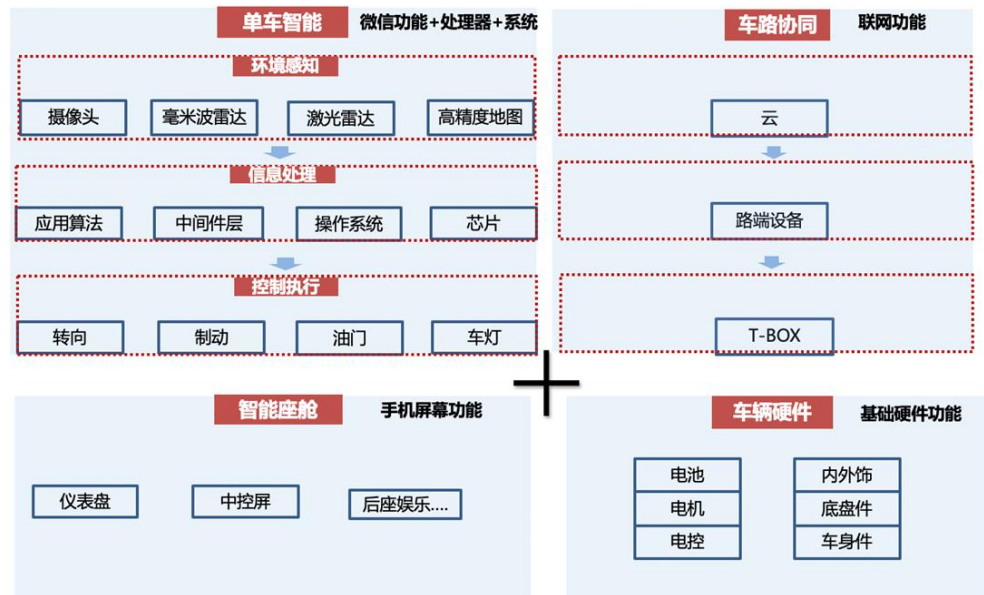


数据来源：东吴证券研究所绘制

软件定义汽车长期提价可期。未来汽车可以和智能手机进行类比。1) 单车智能包

括环境感知、信息处理、控制执行三个环节，类似于智能手机微信功能+处理器+系统；2）车路协同需要云、路端设备、车端 T-BOX，类似于智能手机联网功能；3）智能座舱有仪表盘、中控屏、后座娱乐等设施，类似于智能手机屏幕功能等；4）车辆硬件则类似于智能手机基础硬件功能。

图 17：未来汽车类比智能手机分布图



数据来源：东吴证券研究所绘制

**特斯拉类比苹果，整车公司盈利模式转变——软件服务为核心。**相同点为：都会经历从硬件主导变成软件主导的颠覆性革命，供应链发生巨变，软件价值量持续提升（类似于软件服务在苹果公司营收和毛利中的占比持续提升）。不同点为：智能手机更多的目的是娱乐功能，而智能汽车更大的意义在于解放人的手/脚/眼，对安全系数和可靠性要求更高。因为，智能汽车的变革有以下特点：1）渗透率/价格提升相对较慢；2）供应量更为复杂，机会也较多。在目前产业瞬息万变的背景下，特斯拉作为软件定义汽车的标杆，E/E 架构处于领先地位，为垂直一体化的供应链体系，类似于手机界的苹果，而谁能成为汽车界的安卓尚不明朗，谁是汽车领域未来的华为/小米/OPPO 也尚未定。

图 18：苹果营收中软件服务比例持续提升

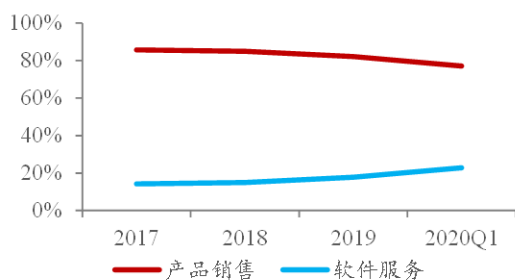
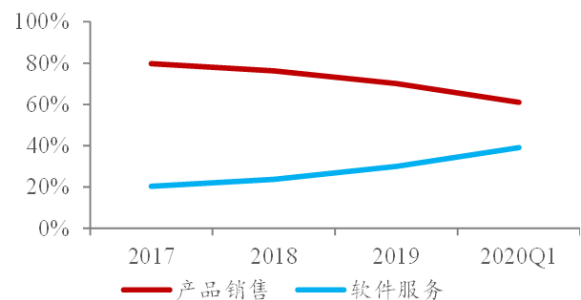


图 19：苹果毛利中软件服务比例持续提升



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

**特斯拉领先，造车新势力与传统车企均在同一起跑线追赶。**1) 从现有以上车型的智能座舱/智能驾驶能够实现功能角度看，特斯拉为代表的造车新势力更加激进，提供的功能更加丰富（如下图）。2) 从底层 EE 架构的改进看，特斯拉领先其他车企，造车新势力/传统车企均在学习改进中，目前没有非常明显的差距。3) 从核心零部件自制率维度看，特斯拉垂直一体化，其他车企基本均处于依赖供应商为主的阶段，未来规划中均加强自身研发和自制能力。4) 未来究竟谁能在软件定义汽车维度脱颖而出，我们认为最核心取决于变革的决心及执行力，速度一定是第一位，这是我们跟踪最重要的指标。

图 20：主流车企智能化技术发展统计

| 车企   |                |      | 特斯拉     | 小鹏     | 蔚来      | 威马     | 理想     | 比亚迪    | 吉利     | 长安 |        | 广汽       |        | 长城    | 上汽     | 奇瑞         |           |          |        |
|------|----------------|------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|----|--------|----------|--------|-------|--------|------------|-----------|----------|--------|
| 代表车型 |                |      | Model 3 | 小鹏P7   | ES8     | EC6    | EX5    | ONE    | 汉      | 星越 | ICON   | CS75PLUS | UNI-T  | 传祺GS8 | 传祺GS4  | Aion V(埃安) | 全新第三代哈弗H6 | RX5 PLUS | 艾瑞泽GX  |
| 上市时间 |                |      | 2016.4  | 2020.4 | 2017.12 | 2020.6 | 2018.4 | 2019.4 | 2020.7 |    | 2020.2 | 2019.9   | 2020.6 |       | 2015.4 | 2020.6     | 2020.8    | 2020.5   | 2018.1 |
| 巡航系统 | 自适应巡航          | L1   | √       |        |         | √      |        |        |        |    |        |          |        |       |        | √          | √         | √        | √      |
|      | 全速自适应巡航        | L1   |         |        |         |        |        | √      |        | √  |        |          |        |       |        |            | √         |          |        |
|      | 自适应弯道巡航        | L2   |         |        |         |        |        |        |        |    |        |          |        |       |        |            |           |          |        |
|      | 集成式自适应巡航       | L2   |         |        |         |        |        |        |        |    |        |          |        | √     | √      | √          |           |          |        |
|      | 智能领航           | L2   | √       | √      | √       | √      | √      |        | √      | √  | √      | √        | √      |       |        |            |           |          |        |
| 车道功能 | AEB自动紧急制动      | L1   | √       | √      | √       | √      | √      | √      | √      | √  | √      | √        | √      | √     | √      | √          | √         | √        | √      |
|      | 并线辅助/盲区监测      | L1   | √       | √      | √       | √      | √      | √      | √      | √  | √      | √        | √      | √     | √      | √          | √         | √        | √      |
|      | 车道偏离预警LDW      | L1   | √       | √      | √       | √      | √      | √      | √      | √  | √      | √        | √      | √     | √      |            |           | √        | √      |
|      | 车道保持辅助LKA      | L1   | √       | √      | √       | √      | √      | √      | √      | √  | √      | √        | √      | √     | √      |            | √         | √        | √      |
|      | 交通拥堵辅助TJA      | L2   | √       |        | √       | √      | √      |        | √      |    | √      |          | √      | √     | √      |            |           |          |        |
|      | 车道居中辅助LCC      | L2   | √       | √      | √       | √      |        |        |        |    |        |          | √      |       |        | √          |           |          |        |
|      | 自动变道辅助ALC      | L2   |         | √      | √       | √      |        |        |        |    |        |          | √      | √     |        | √          |           |          |        |
| 识别功能 | 道路交通标识识别TSR    | L1   | √       | √      | √       | √      | √      | √      | √      | √  |        |          | √      | √     | √      |            | √         |          |        |
|      | 特斯拉红绿灯识别       | L2   | √       | √      |         |        |        |        |        |    |        |          |        |       |        |            |           |          |        |
| 泊车功能 | 半自动泊车          | L1   | √       | √      | √       | √      | √      | √      | √      | √  | √      | √        | √      | √     |        |            | √         | √        | √      |
|      | 全自动泊车          | L2   | √       | √+     | √       | √      | √      | √      | √      | √  | √      | √        | √      | √     |        | √          | √         |          |        |
|      | 升级版全自动泊车       | L2.5 | √       |        | 后期升级    | 后期升级   |        |        |        |    |        |          |        |       |        | 后期升级       |           |          |        |
|      | 代客泊车/自主泊车/一键泊车 | L3   |         |        |         |        |        |        |        |    |        |          |        |       |        |            |           |          |        |
| 影像功能 | 360全景影像        | L1   | √       | √      | √       | √      | √      | √      | √      | √  | √      | √        | √      | √     | √      | √          | √         | √        | √      |
|      | 540度全景影像       | L2   |         | √      |         |        |        |        |        | √  | √      |          |        |       |        |            |           |          |        |
| 光源控制 | 自适应远近光灯        | L1   |         | √      | √       | √      | √      | √      | √      |    | √      | √        | √      | √     | √      |            | √         | √        | √      |
|      | IHBC智能远光灯控制    | L2   | √       |        |         | √      |        |        |        |    | √      |          |        | √     |        | √          |           |          |        |
| 主动安全 | 前向碰撞           | L1   | √       | √      | √       | √      | √      | √      | √      | √  | √      | √        | √      | √     | √      | √          | √         | √        | √      |
|      | 后向碰撞           | L1   | √       | √      | √       | √      | √      | √      | √      | √  | √      | √        | √      | √     | √      | √          | √         | √        | √      |
|      | 侧向碰撞           | L1   | √       | √      | √       | √      | √      | √      | √      | √  | √      | √        | √      | √     | √      | √          | √         | √        | √      |

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所绘制

## 2. 为何首选长城汽车？

**全新平台面世，新一轮车型周期助力盈利能力突破。**面临行业巨变，长城汽车发布“柠檬+坦克+咖啡智能”三大技术品牌，建立涵盖汽车研发、设计、生产以及汽车生活的全产业链价值创新技术体系。1) 柠檬+坦克智能模块化车型平台，构建长城产品差异化竞争力；2) “交互+AI+生态”为核心变量，“咖啡智能”形成长城未来竞争力。长城汽车大刀阔斧进行改革，机制创新+组织变革+文化再造，转型全球科技出行公司。

### 2.1. 管理层“变革决心+执行力”双强为核心

以管理层“变革决心+执行力”双强为核心，推动长城汽车向全球科技出行公司转型。面对汽车百年大变革的机遇与挑战，长城在而立之年背水一战，以超强执行力坚决推动公司变革。基于“机制创新+组织变革+文化再造”三个层面，从底层推动，向全球科技出行公司“转型。以“柠檬+坦克+咖啡智能”三大技术品牌为抓手，一切以用户为

出发点，构建下一个十年产品核心竞争力。

长城秉持“研发过度投入”原则，致力于打造企业技术核心竞争力，不断驱动品牌价值攀升。**1) 加快机制创新。**持续提高机制的质量和竞争力，以高质量管理解决动力和活力问题。**2) 加速组织变革。**核心是以用户为中心，实现商品和品牌与研发打通+作战流程打通，以数字化方式，形成用户-车企-经销商的联合。**3) 持续文化再造。**发布“诚信责任，开放，持续创新，生态共赢”的文化理念，保持开放与包容的团队氛围，吸引科技人才，致力打造核心技术。

## 2.2. “三大技术品牌+营销创新”为支撑

以“三大技术品牌+营销创新”为支撑，开启新一轮强势产品周期。**1) “柠檬+坦克”构建模块化产品开发能力。**“柠檬”是全球化高智能模块化技术平台，具有高性能、高安全性、轻量化等特点。“坦克”是全球化智能专业越野平台，拥有强悍动力、智能化越野模式和极致的越野能力。**2) “交互+AI+生态”为核心变量，“咖啡智能”赋能全新一代电子电气架构，**预计 2021 年实现真正 L3 级智能驾驶。**3) 营销方式出彩创新，情境/IP 赋能新型营销，持续提升消费者对长城品牌认知度。**

### 2.2.1. “柠檬+坦克”双平台为骨

国内乘用车已经处于存量博弈市场，车型众多，品牌名称混杂，辨识度差。为避免陷入“大众脸”困境，公司从用户角度出发，对两大平台特色命名。

**“柠檬”是全球化高智能模块化技术平台，产品高性能、高安全性、轻量化。**主要特点包括：**1) 超高的延展性和多样化的动力适配能力。**涵盖 2.65-3 米轴距，即 A0-D 级别车型的开发，深度覆盖全球 SUV、轿车、MPV，并原生适配燃油动力、混合动力（混联 DHT、P2、P2+P4）、纯电动（BEV）和氢燃料电池（FCEV）四种动力方案。**2) 高效燃油动力。**2022 年常规发动机热效率将达到 41%、混动发动机热效率达到 42%，2025 年，高效发动机热效率将达到 51.5%。两大发动机参数 2.0GDIT：150-180kw，扭矩为 320-385N\*M；1.5GDIT：110-130kw，扭矩为 230-270N\*M。**3) 高性能变速器。**7DCT 版本蝉联世界十佳变速器，拥有 450/300N\*M 两大扭矩+96%传动效率。此外推出全球首款 9DCT 变速器，拥有 400N\*M 扭矩+96.2%传动效率。**4) 全球首发混联 DHT。**四种驱动模式智能切换，节油率 48%-50%，纯电续航 200km。P2/P2+P4 实现百公里加速 4.3 秒，纯电续航 184km。代表车型包括第三代全新哈弗 H6、欧拉 ES11 等。

**“坦克”平台定位为全球化智能专业越野平台。**主要特点包括：**1) 极致生产效力搭配。**涵盖 2.75-3.75 米轴距范围，B-D+级别 SUV/皮卡的开发生产。配备同级前列的 3.0GDIT 以及中国首款 9AT 变速器。**2) 极致越野参数。**最小离地间隙 224mm，爬坡度 100%（45°），转弯直径 10.92m，基础涉水深度达 900mm，开启主动悬架提升至 965mm。**3) 极致越野装备。**三把锁/主动悬架/坦克转弯/主动稳定杆/电控减震器/专业四驱。**4) 极致越野智能。**地形自动识别/智能越野辅助/越野蠕行。目前推出坦克\*WEY 系列（专业

越野型 SUV) 首款坦克 300 (紧凑型 SUV), 未来还有中大型/全尺寸 SUV 上市。

### 2.2.2. 咖啡智能生态系统为魂

**“交互+AI+生态”为核心变量, “咖啡智能”形成长城未来竞争力。**咖啡智能是长城汽车整车智能化品牌, 面向未来出行, 是驱动长城科技化转型的数字引擎, 打造长城未来竞争力。**在智能驾驶领域,**基于咖啡智能系统的 L3 级别的自动驾驶采用可拓展架构, 将在明年开始不断迭代, 未来将成长为 L4 甚至更高级别的自动驾驶。**在智能座舱领域,**智能座舱以多元化移动空间、“端云一体”计算平台、跨系统开放架构形成内核。围绕人、车、路、环境, 提供车内 360 度加车外 360 度的 720 度感知, 借助“端云一体”超远程感知技术, 让单车融入城市大交通智能中。**在电子电器架构方面,**咖啡智能将赋能长城汽车 3.5 及 4.0 代全新电子电器架构, 支持千兆以太网、5G、V2X 等。

咖啡智能的背后, 隐藏的是**长城在智能驾驶领域不断的技术积累以及各部门/子公司的合作深化, 以至于如今的极尽升华。**

**1) 发展重要节点:** 2015 年, 长城第一款搭载 L1 级别自动驾驶系统的车型哈弗 H9 顺利上市; 2017 年推出了 AEB/交通识别功能; 2019 年新款 VV6 搭载车道紧急制动/倒车侧向制动系统; 2021 预计发布 L3+级智能驾驶 i-pilot 1.0 版本, 实现全冗余, 支持上下匝道自动驾驶。预计与 2025 年通过全新传感器的引入, 推出更安全、适应性更强的 i-pilot4.0 无人驾驶系统。

**2) 团队整体分工:** 目前, 长城汽车智能驾驶系统开发实行中国保定、美国底特律和印度班加罗尔三地协同开发的模式。其中, 中国团队负责整体项目的管理, 进行场景及需求的定义, 并进行技术方案定义、测试及验证工作。美国团队位于底特律, 吸收招纳优秀人才, 进行核心技术支持; 印度团队则依托当地资源专攻软件开发。

**3) 仙豆智能:** BeanTech, 公司致力于助力汽车行业的数字化转型, 从汽车制造商变革为用户服务商。同时为出行企业提供完整的, 面向未来的智能网联战略规划咨询, 解决方案及实施落地。长城汽车+仙豆智能+Qualcomm Technologies 合作, 自 2021 年起, 长城汽车量产车型采用第三代 Qualcomm 骁龙“汽车数字座舱平抬”并集成仙豆智能提供的应用软件。三方将进一步探索下一代数字座舱解决方案新功能, 包括多样化交互及应用场景的实现方案, 系统架构设计方案等。

**4) 毫末智行:** 2019 年 11 月注册成立, 法人代表张凯是长城汽车技术中心副总工程师兼智能驾驶系统开发部部长, 实际控制人甄龙豹则是长城汽车技术中心智能驾驶系统开发部工程师。孵化于长城技术中心的智能驾驶前瞻分部, 毫末智行实际上是长城汽车的智能驾驶关联公司, 未来将专门从事智能汽车与自动驾驶技术的研究。

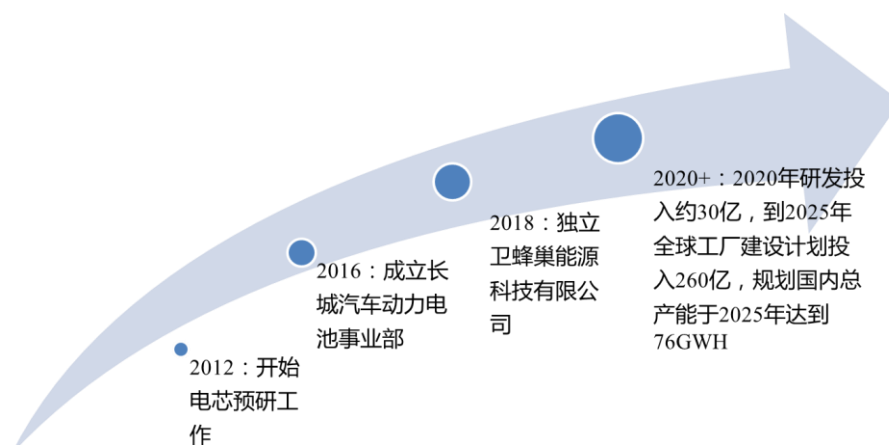
### 2.2.3. 蜂巢能源动力电池为筋

**蜂巢能源**前身为长城汽车动力电池事业部, 自 2012 年起开展电芯的预研工作, 2016

年12月成立电池事业部，2017年入股澳大利亚皮尔巴拉锂矿公司，2018年2月独立为蜂巢能源科技有限公司，随后参股广西天源。公司总部位于江苏省常州市，产研布局全球，包括保定、上海、无锡、美国、韩国、日本、印度七大研发基地，致力于下一代电池材料、电芯、模组、电池系统、BMS储能系统和太阳能技术的研发、制造及创新。公司拥有超过2700名员工，包含1400名研发人员。到2020年，公司研发投入约30亿元，2025年全球工厂建设计划投入超过260亿元。

公司拥有全球领先的电池技术平台，分为三部分：1) 丰巢，对标城际出行，高首效硅氧使能量密度高达320Wh/kg，降低电芯膨胀率，并满足续航里程400-600km；2) 固巢，对标营运共享，优化寿命和快充性能，快充性能比同行业提升25%，保障生命周期运营；2C快速充电，可实现5年50万公里质保；3) 智巢，对标短途代步，兼顾能量密度和成本，低碳出行明智之选。其采用无钴高镍正极材料、天然石墨负极材料、PP干法隔离膜，降低成本、提升压实密度；循环寿命比卷绕提升超过10%，低温加热效率提升20%。

图 21：蜂巢能源发展路径



数据来源：长城官网，东吴证券研究所绘制

**核心技术创新产品，叠片电池提升公司价值。**蜂巢能源全球首推高速叠片方形电池，采用“Z”型叠片工艺电芯，拥有四大优势：1) 能量密度高：叠片结构充分利用边角空间，能量密度高出5%；2) 安全性高：卷绕电池绝缘结构复杂，更为危险。叠片方式排气压力13-20kPa大于卷绕对应压力2-3kPa；3) 稳定性好：在变形和膨胀力方面，叠片工艺的尺寸更加稳定；4) 循环寿命长：EOL后，卷绕电芯变形和膨胀更严重，影响电芯衰减性能；5) 更快适应各种极端气候。

**性能表现优秀，成本工艺国际领先。**蜂巢能源无钴电池技术核心创新包括：1) 单晶替代多晶，解决颗粒强度和循环寿命；2) 阳离子掺杂替代钴，提高稳定性；3) 网络包覆技术，改善循环提高寿命。阳离子掺杂技术可以提高材料的上限电压，实现能量密度比磷酸铁锂提高40%，采用了两种化学键能更强大的元素替代钴，掺杂入材料中，通过强化学键稳定氧八面体结构。该技术减少了锂镍混排，改善了材料的稳定性，并可以

在 4.3-4.35 伏电压下稳定工作，从而使能量密度提高，成本降低。单晶与多晶相比，具有更强的颗粒强度和更加稳定的结构，电芯寿命可以比多晶高镍三元高出 70%。此外，蜂巢能源在无钴材料的合成过程中，采用纳米网络包覆技术，在单晶表面包覆了一层纳米氧化物，可以减少正极材料和电解液的副反应，该技术可以改善高电压下的材料循环性能。未来，蜂巢能源无钴电池产品通过提高产线良品率、联合供应商打通网络降低原材料成本、自动化生产水平提高三个角度实现产量规模的提升，扩大协同效应，实现有效降低成本。需求端来看，无钴电池更加适合大众/中低性能要求的车型，国内市场来看未来空间较大。目前蜂巢能源推出了两款电芯：第一款电芯容量 115Ah，能量密度达到 245Wh/kg，可搭载目前大部分新纯电平台上。第二款产品是 L6 薄片无钴长电芯，容量为 226Ah，正在与长城的一款高端车型做适配性开发，搭载矩阵式 PACK 设计，可以实现 880 公里的长续航。该产品预计在 2021 年下半年推向市场。

#### 2.2.4. 营销方式创新为皮

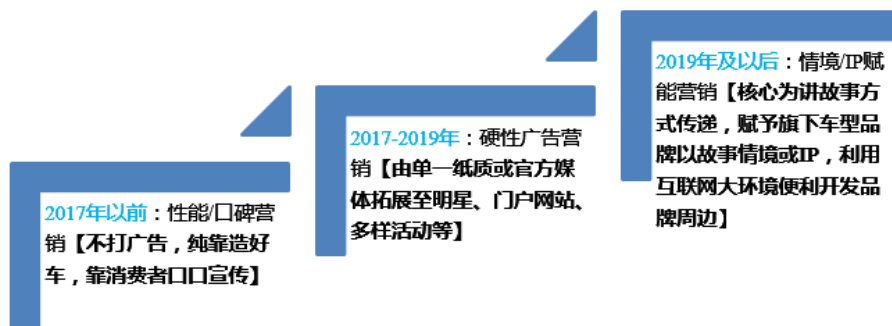
**长城汽车营销方式历史回顾：性能口碑营销—硬性广告营销—情境/IP 赋能营销。**

**1) 性能口碑营销：**广告及媒体服务费较少，2012-2016 年长期维持在 3 亿以下。广告费用仅限于报纸、杂志，例如《中国交通报》、《中国汽车报》等，公益活动参加空白，公开宣传活动限于 4S 店，社会活动参加较少。

**2) 硬性广告营销：**2017 年开始，营销模式由单一纸质或官方媒体拓展至明星、门户网站、多样活动等。2017-2019 年，长城汽车营销案例包括：孙红雷（好男人，好地位 SUV），C 罗代言 wey 系列；与北京卫视《了不起的长城》大型真人秀以及《爸爸去哪儿》等综艺合作；wey 品牌登上 CZ-11 运载火箭；搭《中国机长》电影风；长城周末工业园游玩开放远郊参观等活动，充分重视广告营销推广，改变大。

**3) 情境 IP 赋能营销：**互联网发展迅速+车市热点变更+智能化加速大背景下，网红文化、直播带货等新媒体营销涌现。**长城汽车领先开启新型营销模式：**核心为讲故事方式传递，赋予旗下车型品牌以故事情境或 IP，利用互联网大环境便利开发品牌周边。2019 年长城旗下哈弗、wey、欧拉、长城皮卡四大品牌，分品牌布局：**欧拉“欧拉酱”**于第 17 届 China Joy 漫展 C 位出道，吸引女性消费群体及二次元迷注意力；组织“**征战阿拉善**”越野挑战赛针对哈弗 SUV 以及长城越野皮卡；组织 **G318 体验旅行**针对 wey 系列。奥运冠军“跑进长城汽车”，树立将长城汽车阳光运动、创新向上的品牌形象。此外，还采取与 B 站合作+与筷子兄弟+俄罗斯顶级乐队 BI-2 合作歌曲推广等互联网模式。相比于硬广，情境赋能品牌可以更快的给人留下更深刻的印象，利于巩固品牌地位格局。

图 22：长城汽车营销方式变更



数据来源：长城官网，东吴证券研究所绘制

### 2.3. “三代 H6+大狗” 双子星冲锋为亮点

以“三代 H6+大狗”双子星冲锋为亮点，一大波新车密集上市。2020 年已经披露上市新车有 6 款：第三代 H6/哈弗大狗/坦克 300/欧拉白猫/黑猫/好猫，预计 2021 年还约有 10 款新车将上市。三代 H6：价格几乎不变，但性能/智能化/空间/油耗全面升级改善。大狗定位城市硬派 SUV，与 H6 形成差异化竞争，主打个性化/年轻化，具备空间大、外观潮、动力强、智能化四大特点。坦克 300 为 WEY 品牌首款高端智能越野 SUV，预计搭载咖啡智能最新技术。新能源三款猫系车型助力销量爬升。

#### 2.3.1. 全新第三代哈弗 H6

**价格不变，配置升级。**第三代哈弗 H6 六大卖点：具备整车 FOTA 功能；具备 5G 扩展能力；非豪华品牌搭载循迹倒车功能；2000mpa 热成型钢应用；全场景识别 AEB 紧急制动；超感未来智能座舱（三连屏）。指导价 11.59-13.49 万元，车身尺寸分别为 4653/1886/1730 毫米，轴距 2738 毫米，相比老款车型分别增加 53 毫米、26 毫米、10 毫米，轴距增加了 58 毫米。搭载 1.5T 涡轮增压发动机和 2.0T 涡轮增压发动机，最大功率分别为 169 马力和 224 马力，两款发动机均匹配国产的 7 速双离合变速箱。智能驾驶方面，采用 mobileyeQ4 芯片，配置整车 FOTA、语音交互、360 全景影像、智能远近光灯、全自动泊车、自动循迹倒车、ACC/ICA/TJA/AEB、前后碰撞预警、车道居中保持、道路监测及预警功能。

图 23: 第二代 H6



数据来源：长城官网，东吴证券研究所

图 24: 第三代 H6



数据来源：长城官网，东吴证券研究所

图 25: 长城哈弗 H6 配置比较

| 车企 | 代表车型       | 是否实现双联屏 | AEB自动紧急制动 | 自适应巡航         | 定速巡航 | 360环视 | 自动泊车  | 车道偏离预警 | 车道保持辅助 | 驾驶员疲劳检测 | AEB大灯 |
|----|------------|---------|-----------|---------------|------|-------|-------|--------|--------|---------|-------|
| 长城 | 现款哈弗H6     | 否       | 1         | 0             | 2    | 2     | 半自动泊车 | 1      | 1      | 0       | 2     |
|    | 哈弗H6 Coupe | 否       | 1         | 0             | 2    | 2     | 半自动泊车 | 1      | 1      | 0       | 2     |
|    | 哈弗H6 运动版   | 否       | 0         | 0             | 0    | 0     | 0     | 0      | 0      | 0       | 1     |
| 长安 | CS75       | 是       | 0         | 0             | 0    | 0     | 0     | 0      | 0      | 0       | 1     |
|    | CS75PULS   | 是       | 1         | 1 (顶配ACC)     | 0    | 2     | 1     | 1      | 1      | 1       | 3     |
| 吉利 | 博越         | 否       | 0         | 0             | 2    | 0     | 0     | 0      | 0      | 0       | 3     |
|    | 博越pro      | 否       | 2         | 顶配ACC, 中高配ACC | 低配   | 2     | 0     | 2      | 2      | 1       | 3     |
| 广汽 | GS4含coupe  | 否       | 1         | 1             | 3    | 1     | 0     | 1      | 1      | 0       | 1     |
| 上汽 | RX5含MAX    | 否       | 1         | 1             | 3    | 2     | 0     | 1      | 1      | 1       | 1     |

数据来源：交强险，东吴证券研究所（注：0 代表无，1 代表顶配有，2 代表中配有，3 代表全系装配）

**三代 H6 智能配置大幅升级，比肩竞品。**现有竞品比较来看，第二代哈弗 H6 智能驾驶/座舱配置明显落后于吉利/长安等代表车型。第三代哈弗 H6 在咖啡智能平台催化下，在智能座舱+智能驾驶层面预计将大幅追赶竞品并开发自己的特色创新功能。

### 2.3.2. 哈弗大狗+坦克 300

**全新细分市场硬派 SUV，对标年轻人，主打品牌力。**哈弗大狗四大卖点：1) 空间大：车身尺寸分别为 4620×1890×1780mm，轴距为 2738mm；2) 外观潮：奔驰大 G/路虎风格，外观造型富有个性化；3) 动力强：配置 1.5T/2.0T+7DCT，四驱系统，提供后差速锁；4) 智能化：液晶仪表+中控屏+抬头显示，三屏联动。预售价 12.5-14.6 万元。

图 26: 哈弗大狗正面照



数据来源：长城官网，东吴证券研究所

图 27: 哈弗大狗智能座舱图



数据来源：长城官网，东吴证券研究所

WEY 品牌首款高端越野智能 SUV, 预计搭载咖啡智能最新技术, 进一步贡献销量, 实现品牌突破。

图 28: 坦克 300 正面照



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

图 29: 坦克 300 侧后方照



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

### 2.3.3. 欧拉好猫+黑白猫

**黑白配助力欧拉小型电动车销量。**长城新能源汽车定位于精品小型电动车, 基于 ME 平台, 目前推出了欧拉 iQ/黑猫 (R1) /白猫。车型卖点包括: 1) 售价 (补贴后) 7-9 万元; 2) 轴距 2.47/2.49 米, 具备整车 OTA/360 全景等功能。预计黑白相配, 月销量有望做到 4-5 千台。

图 30: 欧拉白猫



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

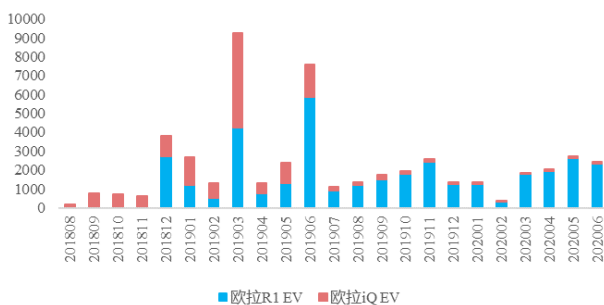
图 31: 欧拉黑猫



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

欧拉品牌首款 A 级纯电动轿车，欧拉好猫即将面世。长宽高预计 4.5/1.8/1.55 米，轴距 2.7 米，车重 1.5 吨。

图 32: 长城欧拉新能源上险销量



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 33: 欧拉好猫



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

### 3. 盈利预测与投资评级

鉴于疫情后行业需求逐步复苏，以及长城汽车新车周期启动，我们对长城汽车最新盈利预测做了调整。核心假设包括：

1) 总销量 2020-2022 年假设分别为：106/127/142 万辆，同比增长 0.2%/19.5%/11.9%。其中 SUV 2020-2022 年销量实现 81/92/103 万辆，皮卡 2020-2022 年销量实现 21/28/30 万辆，新能源 2020-2022 年销量实现 4.0/7.0/9.0 万辆。

2) 公司平均售价（不含税）2020-2022 年假设分别为：8.3/8.7/9.1 万元，随需求复苏+新车周期开启产品结构改善，平均售价稳步小幅上升。

3) 公司综合毛利率 2020-2022 年假设分别为: 16.2%/17.5%/18.4%, 随着需求复苏带动销量增长+新车周期开启产品结构改善, 公司综合毛利率稳步小幅上升。

4) 公司单车净利 2020-2022 年假设分别为: 0.48/0.60/0.70 万元, 随着毛利率改善, 公司单台净利有望稳步小幅上升。

我们预计公司 2020-2022 年营业收入 97,736/119,893/137,854 百万元, 同比增长 +1.6%/+22.7%/+15.0%, 归母净利润 5,074/7,583/9,929 百万元, 同比增长 +12.8%/+49.5%/+30.9%, 对应 EPS 为 0.56/0.83/1.09 元, 对应 PE 为 29.41/19.68/15.03 倍。考虑到汽车行业步入复苏轨道, 加上公司新平台上市催化, 长城未来业绩迎来改善, 2022 年业绩对应 PE 估值为 15.0 倍, 与四家可比公司平均值 19.0 倍相比, 仍处于较为低估位置, 维持长城汽车 A+H 股“买入”评级。

表 1: 长城汽车盈利预测核心变量

|         | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 总销量/万辆  | 106   | 106   | 127   | 142   |
| 其中: SUV | 87    | 81    | 92    | 103   |
| 其中: 皮卡  | 15    | 21    | 28    | 30    |
| 新能源     | 3.9   | 4.0   | 7.0   | 9.0   |
| 平均售价/万元 | 8.2   | 8.3   | 8.7   | 9.1   |
| 综合毛利率   | 17.2% | 16.2% | 17.5% | 18.4% |
| 单车净利/万元 | 0.42  | 0.48  | 0.60  | 0.70  |

数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所测算

表 2: 可比公司 PE 估值 (数据采用 2020 年 9 月 7 日收盘价)

| 证券代码        | 公司简称  | 股价/元 | 市值/亿元 | 归母净利润/亿元 |       |       | PE/倍  |       |       |
|-------------|-------|------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             |       |      |       | 2020E    | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 601633.SH   | 长城汽车  | 16.4 | 1500  | 50.7     | 75.8  | 99.2  | 29.4  | 19.7  | 15.0  |
| 600104.SH   | 上汽集团  | 19.4 | 2270  | 224.0    | 246.0 | 267.0 | 10.1  | 9.2   | 8.5   |
| 000625.SZ   | 长安汽车* | 12.2 | 587   | 40.1     | 45.6  | 55.5  | 14.7  | 12.9  | 10.6  |
| 002594.SZ   | 比亚迪   | 94.7 | 2585  | 31.9     | 41.2  | 54.0  | 80.9  | 62.7  | 47.9  |
| 601238.SH   | 广汽集团  | 10.1 | 1034  | 67.3     | 94.6  | 113.7 | 15.4  | 10.9  | 9.1   |
| 可比公司算术平均 PE |       |      |       |          |       |       | 30.3  | 23.9  | 19.0  |

数据来源: wind (带\*采用 wind 一致性预期), 东吴证券研究所

#### 4. 风险提示

**疫情控制进展低于预期。**如果全球疫新冠疫情控制低于预期，则对全球经济产生影响，从而影响乘用车需求的复苏。

**乘用车行业需求复苏低于预期。**乘用车需求复苏是公司业绩改善的重要行业因素，若低于预期，则会加大公司各品牌的销售难度，对盈利产生影响。

**自主品牌 SUV 价格战超出预期。**如果自主品牌 SUV 格局价格战超出预期，则会影响长城汽车 SUV 业务单车售价及毛利率，从而影响单车净利。

长城汽车三大财务预测表

| 资产负债表 (百万<br>元)         |                |                |                |                | 利润表 (百万元)        |               |               |                |                |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
|                         | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E          |                  | 2019A         | 2020E         | 2021E          | 2022E          |
| <b>流动资产</b>             | <b>68,502</b>  | <b>69,051</b>  | <b>82,190</b>  | <b>100,518</b> | <b>营业收入</b>      | <b>96,211</b> | <b>97,736</b> | <b>119,893</b> | <b>137,854</b> |
| 现金                      | 9,723          | 7,000          | 16,121         | 33,334         | 减:营业成本           | 79,684        | 81,855        | 98,914         | 112,519        |
| 应收账款                    | 3,193          | 3,132          | 5,114          | 6,438          | 营业税金及附加          | 3,169         | 3,219         | 3,949          | 4,540          |
| 存货                      | 6,237          | 5,480          | 6,587          | 7,944          | 营业费用             | 3,897         | 3,909         | 4,616          | 5,583          |
| 其他流动资产                  | 43,598         | 49,699         | 49,509         | 47,602         | 管理费用             | 1,955         | 2,004         | 2,398          | 2,688          |
| <b>非流动资产</b>            | <b>44,594</b>  | <b>45,036</b>  | <b>46,361</b>  | <b>46,607</b>  | 财务费用             | -351          | 156           | 133            | -162           |
| 长期股权投资                  | 3,113          | 1,038          | 1,383          | 1,845          | 资产减值损失           | -504          | -684          | -839           | -965           |
| 固定资产                    | 29,743         | 28,076         | 26,707         | 25,537         | 加:投资净收益          | 16            | 51            | 132            | 134            |
| 在建工程                    | 2,247          | 4,198          | 5,758          | 7,007          | 其他收益             | 586           | 543           | 543            | 543            |
| 无形资产                    | 4,710          | 5,425          | 5,913          | 6,378          | <b>营业利润</b>      | <b>4,777</b>  | <b>5,904</b>  | <b>8,924</b>   | <b>11,655</b>  |
| 其他非流动资产                 | 4,781          | 6,297          | 6,598          | 5,840          | 加:营业外净收支         | 324           | 255           | 281            | 254            |
| <b>资产总计</b>             | <b>113,096</b> | <b>114,087</b> | <b>128,550</b> | <b>147,124</b> | <b>利润总额</b>      | <b>5,101</b>  | <b>6,159</b>  | <b>9,205</b>   | <b>11,909</b>  |
| <b>流动负债</b>             | <b>54,600</b>  | <b>50,967</b>  | <b>57,650</b>  | <b>66,151</b>  | 减:所得税费用          | 570           | 1,047         | 1,565          | 1,905          |
| 短期借款                    | 1,180          | 3,671          | 2,000          | 2,000          | 少数股东损益           | 34            | 38            | 57             | 75             |
| 应付账款                    | 35,460         | 32,587         | 39,696         | 46,674         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>4,497</b>  | <b>5,074</b>  | <b>7,583</b>   | <b>9,929</b>   |
| 其他流动负债                  | 17,959         | 12,952         | 15,235         | 16,375         | EBIT             | 5,062         | 6,330         | 9,349          | 11,814         |
| <b>非流动负债</b>            | <b>4,097</b>   | <b>3,609</b>   | <b>3,749</b>   | <b>3,819</b>   | EBITDA           | 9,656         | 9,674         | 12,821         | 15,415         |
| 长期借款                    | 1,206          | 1,206          | 1,206          | 1,206          |                  |               |               |                |                |
| 其他非流动负债                 | 2,892          | 2,404          | 2,544          | 2,613          |                  |               |               |                |                |
| <b>负债合计</b>             | <b>58,697</b>  | <b>54,576</b>  | <b>61,399</b>  | <b>69,969</b>  | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2019A</b>  | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>   | <b>2022E</b>   |
| 少数股东权益                  | 0              | 38             | 95             | 170            | 每股收益(元)          | 0.49          | 0.56          | 0.83           | 1.09           |
|                         |                |                |                |                | 每股净资产(元)         | 5.96          | 6.52          | 7.35           | 8.43           |
| 归属母公司股东权益               | 54,399         | 59,473         | 67,056         | 76,985         | 发行在外股份(百万<br>股)  | 9127          | 9177          | 9177           | 9177           |
| <b>负债和股东权益</b>          | <b>113,096</b> | <b>114,087</b> | <b>128,550</b> | <b>147,124</b> | ROIC(%)          | 7.5%          | 8.0%          | 10.8%          | 12.1%          |
|                         |                |                |                |                | ROE(%)           | 8.4%          | 8.9%          | 12.0%          | 13.8%          |
|                         |                |                |                |                |                  |               |               |                |                |
| <b>现金流量表 (百万<br/>元)</b> | <b>2019A</b>   | <b>2020E</b>   | <b>2021E</b>   | <b>2022E</b>   | 毛利率(%)           | 16.2%         | 16.2%         | 17.5%          | 18.4%          |
| 经营活动现金流                 | 13,972         | 2,542          | 16,008         | 19,249         | 销售净利率(%)         | 4.8%          | 5.2%          | 6.4%           | 7.3%           |
| 投资活动现金流                 | -15,802        | -5,625         | -5,420         | -2,632         | 资产负债率(%)         | 51.9%         | 47.8%         | 47.8%          | 47.6%          |
| 筹资活动现金流                 | 3,944          | 360            | -1,468         | 597            | 收入增长率(%)         | -3.0%         | 1.6%          | 22.7%          | 15.0%          |
| 现金净增加额                  | 2,115          | -2,723         | 9,121          | 17,213         | 净利润增长率(%)        | -13.6%        | 12.8%         | 49.5%          | 30.9%          |
| 折旧和摊销                   | 4,594          | 3,344          | 3,472          | 3,601          | P/E              | 33.19         | 29.41         | 19.68          | 15.03          |
| 资本开支                    | 1,408          | -3,300         | -3,300         | -3,300         | P/B              | 2.74          | 2.51          | 2.23           | 1.94           |
| 营运资本变动                  | -1,370         | -2,448         | 6,327          | 7,230          | EV/EBITDA        | 6.32          | 15.07         | 10.50          | 7.65           |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>