

# 长城汽车 (601633.SH)

## 持有(首次评级)

当前价格: 27.32 元  
 目标价格: 34.60 元

## 混动系统技术过硬, 2023 产品大年集中兑现

➤ **五大品牌纵横市场, 盈利空间固若金汤。**面对多样化的乘车出行诉求, 公司已形成了哈弗、魏牌、欧拉、坦克及长城皮卡五大品牌协同发展的集团格局, 且各品牌均推出旗帜鲜明的系列车型。五大品牌持续输出销量, 长城盈利空间固若金汤: 1) 营收规模稳定拓展, 2021年营收1,364亿元, 同比增长32.04%, 2022年营收1,373亿元, 同比增长0.69%; 2) 盈利能力稳中有升, 2018-2021年, 毛利率维持17%左右, 2022年毛利率达到19.37%。

➤ **柠檬DHT横空出世, 打破两田技术垄断。**混动车型研发难度高, 市场由重经济性的丰田THS混动系统, 与重动力性能的本田i-MMD混动系统, 两者长期垄断。2013年, 长城强势入局, 研发其第一代混动平台, 打破两田垄断。历时5年, 先后投入170亿元打造柠檬DHT混动系统, 采用“1-2-3”架构, 工作模式灵活, 适应多种工况。自2020年12月柠檬DHT混动系统正式发布, 长城旗下多款车逐步搭载柠檬DHT混动系统, 全面升级。

➤ **混动迎来快速增长, DHT助力长城迎风而上。**预计2022-2025年, 世界混动市场规模年复合增长率有望达20.1%, 我国混动市场规模年复合增长率有望达30.2%; 混动车型市场空间持续释放。高速增长的市场中, 长城汽车核心竞争力凸显: 1) 拥有一流研发设备、体系, 用户诉求把握精准; 2) 生产基地自动化水平高, 生产节拍良好; 3) 全球化生产基地布局, 不仅在国内建立了十大汽车工厂, 在俄罗斯、泰国、巴西也配备了涵盖全工艺流程整车生产基地, 助力公司迈出国门; 4) 旗下品牌服务网点已遍布全国, 用户触及度级高。随混动市场空间的扩张, 及DHT混动系统的推出与车型升级, 长城汽车核心竞争力得到进一步巩固, 看好未来需求端销量持续增长。

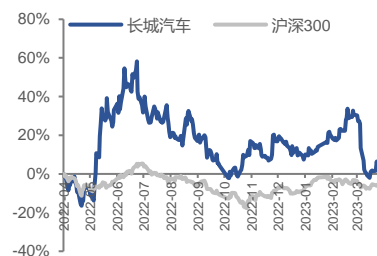
➤ **盈利预测及估值:** 我们预计公司2023-2025年营业总收入为1954/2419/2756亿元, 归母净利润为85/122/146亿元, EPS为1.00/1.44/1.72元/股。公司2023年4月3日收盘价27.32元/股, 对应2023-2025年PE为28/19/16倍, 其五年间历史PE(TTM)均值为34.6倍, 我们给予其23年34.6倍PE, 对应目标价为34.6元/股, 首次覆盖给予“持有”评级。

➤ **风险提示:** 传统燃油车销量下滑、新车型销量不及预期、海外市场拓展不及预期、原材料价格波动、估值风险等。

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	8487/6133
总市值/流通市值(百万元)	231853/167540
每股净资产(元)	7.64
资产负债率(%)	41.32
一年内最高/最低(元)	42.18/22.27

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 樊夏沛  
 执业证书编号: S0210522120001  
 邮箱: fxp3989@hfzq.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	136,405	137,340	195,428	241,852	275,643
增长率(%)	32%	1%	42.3%	23.8%	14.0%
净利润(百万元)	6,726	8,266	8,498	12,200	14,578
增长率(%)	25%	23%	2.8%	43.6%	19.5%
EPS(元/股)	0.79	0.97	1.00	1.44	1.72
市盈率(P/E)	35.2	28.7	27.9	19.4	16.3
市净率(P/B)	3.8	3.6	3.3	2.9	2.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

### 投资要件

#### 关键假设：

1) **已有车型保持稳健，新车型集中发布带动销量及收入增长：**长城 2023 年集中推出新车型如主打机甲风的高端轿跑机甲龙、搭载全速域高效能混动架构的哈弗二代大狗、10 万元级自动挡皮卡金刚炮、30 万+级别大六座旗舰型混动 SUV 魏派蓝山等；同时对已有车型进行改款，如拥有九项核心升级的 2023 款好猫。已有车型改款维持活力+新车型集中发布，叠加 22 年下半年新车型的爬坡上量，预计长城 23 年销量有望快速增长，突破 140 万辆，营收有望实现大幅增长；

2) **产品向上，带动毛利率逐步改善：**随已有燃油车型的新能源化及中高端车型（机甲龙、山海炮、蓝山 DHT phev）的发布及放量，长城整体车型均价有望上行，带动毛利率实现稳步增长；

#### 投资要点：

1) **混动技术出色，奠定车型性能基础：**混动车型研发难度高，2013 年，长城强势入局，研发其第一代混动平台，打破两田垄断。历时 5 年，先后投入 170 亿元打造柠檬 DHT 混动系统，采用“1-2-3”架构，工作模式灵活，适应多种工况。自 2020 年 12 月柠檬 DHT 混动系统正式发布，长城旗下多款车逐步搭载柠檬 DHT 混动系统，全面升级。

2) **市场空间增长迅速，公司产品力过硬，市场份额有望提升：**预计 2022-2025 年，世界混动市场规模年复合增长率有望达 20.1%，我国混动市场规模年复合增长率有望达 30.2%；混动车型市场空间持续释放。高速增长的市场中，长城汽车核心竞争力凸显，随 DHT 混动系统的推出与车型升级，长城汽车未来需求端销量有望持续增长。

**产品推出节奏优秀，叠加对用户用车需求精准把握，构建公司业绩持续增长的内生动力。**

#### 股价上涨的催化因素：

新车型推出后成为爆款；传统车型销量超预期；原材料成本下降。

#### 估值和目标价格：

我们预计公司 2023-2025 年营业总收入为 1954/2419/2756 亿元，归母净利润为 85/122/146 亿元，EPS 为 1.00/1.44/1.72 元/股。公司 2023 年 4 月 3 日收盘价 27.32 元/股，对应 2023-2025 年 PE 为 28/19/16 倍，其五年间历史 PE（TTM）均值为 34.6 倍，我们给予其 23 年 34.6 倍 PE，对应目标价为 34.6 元/股，首次覆盖给予“持有”评级。

#### 风险提示：

传统燃油车销量下滑、新车型销量不及预期、海外市场拓展不及预期、原材料价格波动、估值风险等。

## 正文目录

一、	头部自主品牌车企，发力新能源与海外市场 .....	5
1.1	自主品牌先驱，旗下车型驰骋世界 .....	5
1.2	迎汽车行业春风，营收稳定增长 .....	7
二、	柠檬 DHT 横空出世，打破两田技术垄断 .....	10
2.1	混动系统复杂度高，两田长期领导市场 .....	10
2.2	长城自研混动平台，DHT 横空出世 .....	13
2.3	柠檬 DHT 技术成熟度高，潜力大 .....	15
三、	混动迎来快速增长，DHT 助力长城迎风而上 .....	19
3.1	使用经济性优越，混动市场迅速增长 .....	19
3.2	两田垄断油混市场，插混尚处竞争中段 .....	21
3.3	研发/生产/销售持续布局，助力混动产品力持续变现 .....	23
四、	盈利预测及估值 .....	27
五、	风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1:	长城汽车发展历程 .....	5
图表 2:	长城汽车旗下品牌 .....	5
图表 3:	长城汽车股东结构及部分参股公司 .....	6
图表 4:	长城汽车股权激励计划 .....	7
图表 5:	长城汽车营业收入 .....	7
图表 6:	长城汽车毛利润 .....	7
图表 7:	长城汽车各业务营收（单位：亿元） .....	8
图表 8:	长城汽车各业务毛利率 .....	8
图表 9:	长城汽车期间费用 .....	9
图表 10:	长城汽车归母净利润 .....	9
图表 11:	混动电机位置示意图 .....	10
图表 12:	丰田、本田混动国内销量及占比（万辆） .....	11
图表 13:	丰田 THS 混动系统结构图 .....	11
图表 14:	丰田 E-CVT 变速器（第一代）拓扑结构 .....	11
图表 15:	本田第三代 i-MMD 结构图 .....	11
图表 16:	第三代 i-MMD 混动系统硬件拓扑图 .....	11
图表 17:	丰田、本田双电机混动车型对比 .....	12

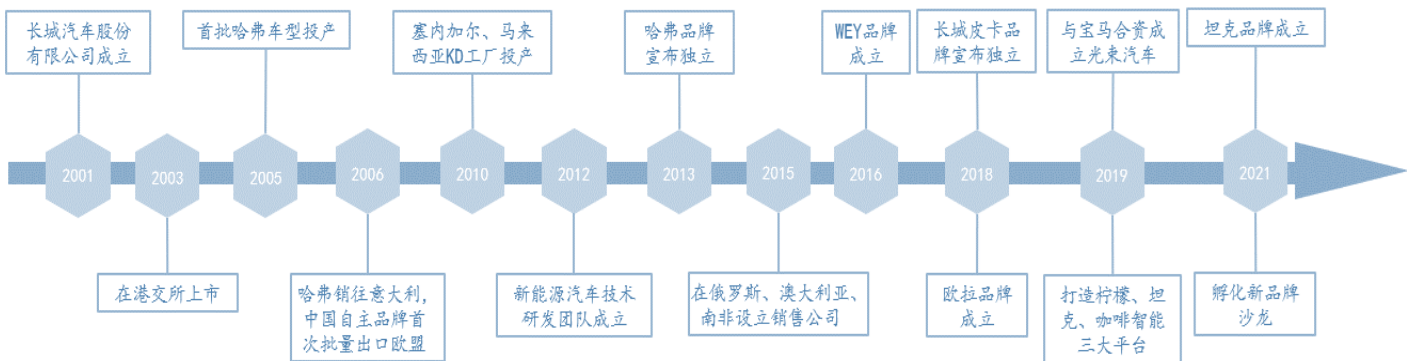
图表 18: DHT 技术演变 .....	13
图表 19: 柠檬 DHT 爆炸图 .....	13
图表 20: 柠檬 DHT 工作模式 .....	14
图表 21: 不同工作模式下柠檬 DHT 拓扑结构 .....	14
图表 22: 柠檬 DHT 与传统混动车型发动机高效区间对比 .....	15
图表 23: 柠檬 DHT、丰田 THS、本田 i-MMD 油电混动车型参数对比 .....	16
图表 24: 柠檬 DHT、丰田 THS、本田 i-MMD 插电混动车型参数对比 .....	17
图表 25: 柠檬 DHT 搭载车型 .....	17
图表 26: 长城汽车搭载柠檬 DHT 系统车型销量 (辆) .....	18
图表 27: 部分车型燃油/油混/插混经济性比较 .....	19
图表 28: 纯电、插混车续航对比 .....	19
图表 29: 全球新能源乘用车销量 (单位: 万辆) .....	20
图表 30: 全球新能源乘用车销量结构 .....	20
图表 31: 我国新能源乘用车销量 (单位: 万辆) .....	20
图表 32: 我国新能源乘用车销量结构 .....	20
图表 33: 主要插混车价格段分布 .....	21
图表 34: 全球油混乘用车市场竞争格局 .....	22
图表 35: 我国油混乘用车市场竞争格局 .....	22
图表 36: 全球插混乘用车市场竞争格局 .....	22
图表 37: 2020 年我国插混乘用车市场竞争格局 .....	22
图表 38: 2021 年我国插混乘用车市场竞争格局 .....	22
图表 39: 长城汽车全球研发中心 .....	23
图表 40: 公司 2021 年可转债募投项目 (万元) .....	24
图表 41: 长城汽车杨中工厂 .....	24
图表 42: 长城汽车泰州工厂 .....	24
图表 43: 长城汽车全球生产体系 .....	25
图表 44: 长城汽车全球销售网络 .....	25
图表 45: 长城汽车盈利预测 .....	27
图表 46: 长城汽车历史估值对比 .....	28
图表 48: 财务预测摘要 .....	30

## 一、 头部自主品牌车企，发力新能源与海外市场

### 1.1 自主品牌先驱，旗下车型驰骋世界

资深整车专家，积淀三十余载筑万里长城。长城汽车股份有限公司成立于2001年，前身为1984年成立的长城汽车制造厂。2003年公司在港交所上市，届时公司对客货汽车、皮卡等车型的生产能力已经初具规模，公司随后于2005年推出拳头车型哈弗，逐渐在国内市场站稳脚跟。

图表 1：长城汽车发展历程



资料来源：长城汽车官网，长城汽车公告，华福证券研究所

皮卡、SUV、轿车齐头并进，五大品牌纵横市场。经过多年的技术和产线积淀，公司已形成了哈弗、魏牌、欧拉、坦克及长城皮卡五大品牌协同发展的集团格局。面对多样化的乘车出行诉求，各品牌都推出了旗帜鲜明的系列车型。1) 哈弗：SUV 资深玩家，于2013年宣布独立，以用户为中心，历经多次架构沿革打造了“强后台、大中台、小前台”的组织体系；2) 魏牌：以“0焦虑智能电动”为目标，满足消费者的绿色智能出行需要，正朝着高端新能源品牌进阶；3) 欧拉：专注新能源汽车女性市场赛道，致力于成为“更爱女人的汽车”；4) 长城皮卡：公司经典之作，2018年成为独立品牌，连续24年国内、出口销量第一；5) 坦克：异军突起的高端豪华越野 SUV 品牌，主打“铁汉柔情”基调，品类实现紧凑型、中大型、全尺寸 SUV 全覆盖。除上述五大品牌外，公司正在孵化全新品牌沙龙，其以机甲科技为标签，定位于40-80万元的豪华纯电市场，后续将推出轿车、SUV、轿跑等全品类机甲产品。公司与宝马集团各出资50%成立的光束汽车也在有序推进，志在开创新能源汽车产业新格局。

图表 2：长城汽车旗下品牌

**HAVAL**

连续10年蝉联中国SUV  
销量冠军

价格：7.19-21.48万元



**WEY**

0焦虑智能电动

价格：15.58-29.5万元



**ORA**

更爱女人的汽车

价格：12.99-22.3万元



**长城皮卡**

连续24年国内及出口销  
量冠军

价格：7.58-15.38万元



**TANK**

潮玩越野SUV

价格：19.88-39.5万元



**SAR**

机甲科技，豪华纯电

价格：40-80万元

<p><b>哈弗H6新能源</b> 第三代H6 DHT-PHEV</p>	<p><b>哈弗启询</b> 2/4驱家庭版SUV</p>	<p><b>哈弗神兽</b> 我的理想坐骑</p>	<p><b>哈弗H6S</b> 新一代潮流利器</p>
<p><b>哈弗小虎</b> 新一代潮酷座驾</p>	<p><b>哈弗H6国潮版</b> 神气十足，智领潮流</p>	<p><b>第三代哈弗H6</b> 领先不止一代</p>	<p><b>哈弗大狗</b> 我的潮玩新伙伴</p>
<p><b>哈弗M6 PLUS</b> 新途家用SUV</p>	<p><b>哈弗H9</b> 智能硬派全地形 SUV</p>		
<p><b>摩卡</b> 新一代智能汽车人</p>	<p><b>摩卡DHT-PHEV</b> 0焦虑智能电动</p>	<p><b>拿铁DHT</b> 新一代智能DHT</p>	<p><b>拿铁DHT-PHEV</b> 对儿童更友好的智能电动</p>
<p><b>玛奇朵DHT</b> 新一代智能SUV</p>	<p><b>玛奇朵DHT-PHEV</b> 新一代智能SUV</p>		
<p><b>欧拉芭蕾猫</b> 女性专属优雅座驾</p>	<p><b>欧拉好猫</b> 新一代智能座驾</p>	<p><b>欧拉好猫</b> 新一代智能座驾</p>	
<p><b>欧拉闪电猫</b> 不止颜值 100%纯电</p>			
<p><b>金刚炮</b> 时尚商用皮卡</p>	<p><b>火炮</b> 硬核大玩具</p>	<p><b>长城炮-商用皮卡</b> 全球化商用大皮卡</p>	<p><b>长城炮-乘用皮卡</b> 新一代智能商用大皮卡</p>
<p><b>长城炮-越野皮卡</b> 全地形最严越野大皮卡</p>	<p><b>风骏7</b> 新一代互联网皮卡</p>	<p><b>风骏5</b> 长城品质经久耐用</p>	
<p><b>坦克500</b> 豪华智能越野SUV</p>	<p><b>坦克300</b> 智能豪华越野SUV</p>		
<p><b>机甲龙</b> 科幻机甲纯电版 2022年内上市</p>			

**SPOTLIGHT**  
开创新能源汽车  
产业新格局

首款车型预计2022年内推出

资料来源：长城汽车官网，长城汽车公告，华福证券研究所

**股权结构集中，激励计划深度绑定员工。**公司最大股东为保定创新长城资产管理有限公司，持股比例 58.36%，长城汽车董事长魏建军先生及其配偶韩雪娟女士直接及间接持股合计 36.68%的股份，股权结构集中。为深度调动核心团队和员工的积极性，公司于 2020、2021 年实施股权激励计划，分别发放限制性股票及股票期权合计约 15324 万股（占当时总股本的 1.67%）、41670 万股（占当时总股本的 4.51%），由此推动股权集中化，凝心聚力保证公司行稳致远。控股公司方面，公司的布局策略围绕整车品牌、零部件生产、技术研发、汽车金融四大板块展开，各家子公司不仅在在业务上形成协同效应，帮助公司多层次渗透市场，还通过地域上的广泛覆盖，在多个地区搭建了长城供应链，进一步提高公司降本增产和及时响应的能力。

图表 3：长城汽车股东结构及部分参股公司



资料来源: Wind, 长城汽车公告, 华福证券研究所

图表 4: 长城汽车股权激励计划

激励计划	授予轮次	激励形式	数量 (万份)	占当时股本比例	激励人数	行权价格 (元/股)
2020 年激励计划	首次授予	限制性股票	4930.35	0.537%	281	4.37
		股票期权	8706.53	0.949%	1651	8.73
	预留授予	限制性股票	114.915	0.013%	149	20.8
		股票期权	1572.1	0.170%	497	42.15
	合计	-	<b>15323.895</b>	<b>1.669%</b>	-	-
2021 年激励计划	首次授予	限制性股票	3265.32	0.354%	557	16.78
		股票期权	30059.4	3.250%	8174	33.56
	预留授予	限制性股票	795.58	0.086%	255	12.66
		股票期权	7549.71	0.820%	6612	25.38
	合计	-	<b>41670.01</b>	<b>4.510%</b>	-	-

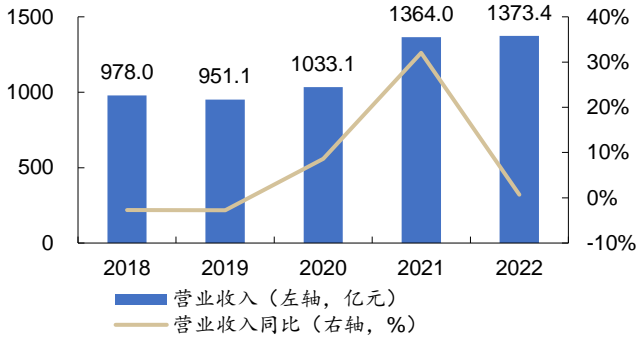
资料来源: 长城汽车公告, 华福证券研究所

## 1.2 迎汽车行业春风, 营收稳定增长

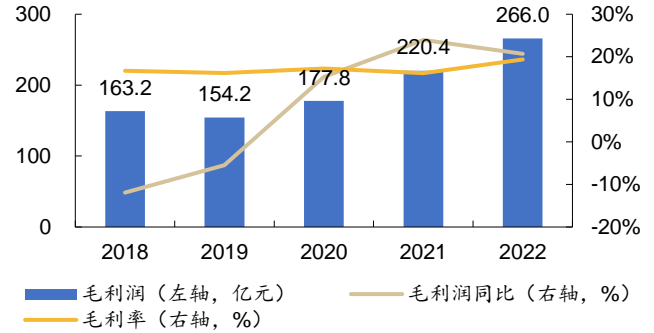
**营收规模稳定拓展, 盈利空间固若金汤。**经历 2019 年汽车行业的短暂低点后, 公司迅速重整旗鼓, 连续两年创造收入新高, 在 2021 年实现营收 1364.0 亿元, 同比增长 32.04%, 2022 年进入业务巩固阶段, 实现营收 1373.4 亿元, 同比增长 0.69%。盈利能力方面, 公司毛利率保持稳定走势, 2018-2021 年始终在 17% 左右略微浮动, 得益于单车售价的上升以及汇率的有利变动, 2022 年公司盈利能力实现突破, 毛利率升至 19.37%, 同比增加 3.21 个百分点。随着新款车型陆续登陆市场, 公司产品有望继续保持量价齐升的优异表现。

图表 5: 长城汽车营业收入

图表 6: 长城汽车毛利润

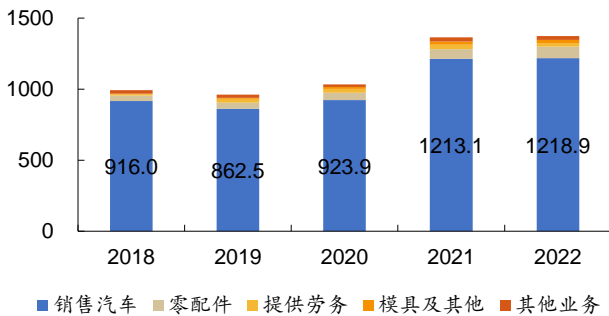


资料来源: Wind, 华福证券研究所

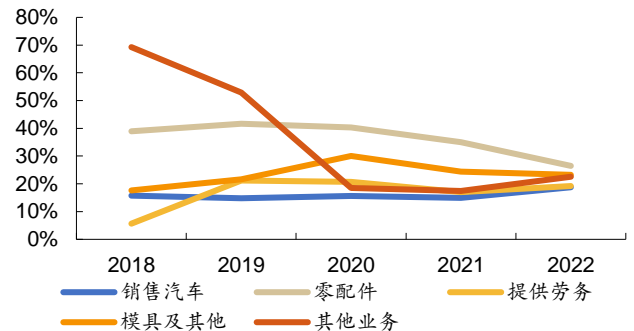


资料来源: Wind, 华福证券研究所

**整车销售占主导地位，业务格局趋于成熟。**公司核心业务当属整车销售，辅助性质的产品和服务有零配件、提供劳务、模具及其他等。近年来公司整车销售的业务地位呈略微下调趋势，其在 2018 年实现营收 916.0 亿元，占当年总营收的 93.7%，2022 年实现营收 1218.9 亿元，占当年总营收的 88.8%。产品盈利空间方面，2018-2021 年的整车销售的毛利率始终维持在 15%左右，2022 年略微上升至 18.77%，零配件毛利率相对较高，2022 年为 26.47%，同时期劳务、模具业务的毛利率分别为 19.20%、23.19%，各自遭遇了一定滑坡。公司当前正致力于升级旗下车型矩阵，随着魏牌向高端新能源汽车进阶，坦克在高端越野 SUV 赛道站稳脚跟，以及沙龙在豪华纯电市场的正式落地，预计公司的整车业务将进入新的放量节奏，毛利率也将稳中有升，零配件、劳务、模具等业务则会继续发挥辅助作用。

**图表 7：长城汽车各业务营收（单位：亿元）**


资料来源: Wind, 华福证券研究所

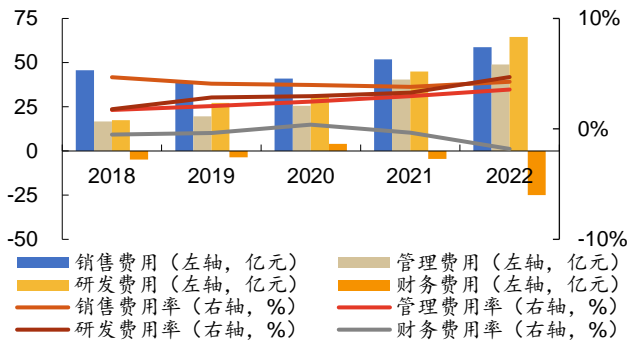
**图表 8：长城汽车各业务毛利率**


资料来源: Wind, 华福证券研究所

**研发力度逐年加大，归母净利润表现强势。**近年来公司多项期间费用均得到合理管控，销售费用率由 2018 年的 4.68% 降至 2022 年的 4.28%；财务费用率在 2021 年为 -0.33%，进入 2022 年进一步降低至 -1.81%，均得益于汇兑收益的增加；2022 年管理费用率为 3.56%，同比增加 0.60 个百分点，主要原因系股权激励费用上升；研发占比呈逐年扩大趋势，2022 年费用率为 4.28%，公司主要将其投入于智能化、电动化、新车型等研发项目。整体盈利方面，自 2019 年起公司归母净利润动能充足，2021 年为 67.3 亿元，同比增长 25.43%，2022 年再度加大马力，当期实现归母净利润 82.7 亿元，同比增长 22.90%。随着营收规模徐徐扩张，整车毛利稳中有升，期间费用继续得以高效控制，公司有望延续归母净利润的强劲增速。

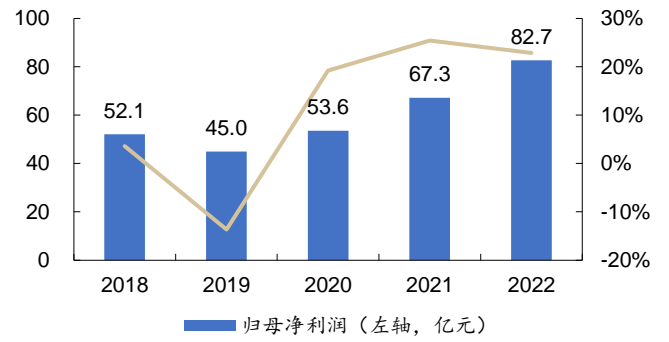


图表 9：长城汽车期间费用



资料来源：Wind，华福证券研究所

图表 10：长城汽车归母净利润



资料来源：Wind，华福证券研究所

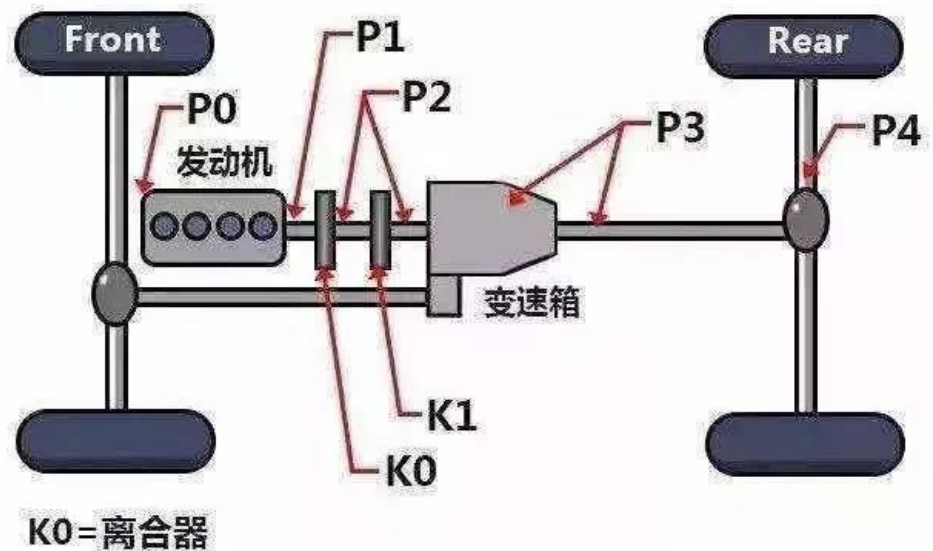
## 二、 柠檬 DHT 横空出世，打破两田技术垄断

### 2.1 混动系统复杂度高，两田长期领导市场

混动系统由来已久，为顺应用车经济性产物。19 世纪末汽车便有纯电动、混合动力、燃油车的技术路线之争，经历多年发展燃油车占据了主流，1970-1990 年三次石油危机后，一套名为“Toyota Hybrid System”的全新内燃机+电机总成的驱动系统应运而生，成为高价时代最成功的消费品。混动存在的根本逻辑是将发动机低转速下的非高效工作交由更合适的电动机，电动机高转速下的非高效工作交由发动机，以达成更高的用车经济性。

混动车型拥有多种架构，中电机分布位置不同对其性能有较大影响。P0 电机处于发动机前，具备能量回收、加速助力、快速启停功能；P1 电机处于发动机后离合器前，可实现怠速启停，停车发电，且直接放在发动机飞轮端因此驱动力可直接作用在曲轴输出端从而获得较高的驱动力，起步和急加速工况驾驶性表现更优秀；P2 电机处于离合器后变速器前，可利用变速器的所有档位，电机本身扭矩需求低，成本低、体积小；P3 代表位于变速器输出端，略过变速器，传动效率高，且可以进行分体设计，难度及成本较 P2 低；P4 电机位于后桥位置且与发动机不共享输出轴，既可以通过链条或齿轮驱动前轴/后轴，也可以直接用两个轮毂电机，布置非常灵活省去了轮轴和差速器带来的效率损失和额外车重。

图表 11：混动电机位置示意图



资料来源：西莫电机论坛，华福证券研究所

混动车型结构复杂，研发难度高，混动市场长期由两田垄断。电动车采用电机驱动，调速范围大，因此省去了传统燃油车的变速箱，传动结构简单；燃油车的控制难度高，内燃机的存在使其要监测进气量、喷油量、水温、油温、油压、氧含量等，不但有复杂尾气处理，还有庞大的衍生系统，启动、点火、冷却和润滑系统，此外燃油车还包括复杂的 NVH 处理环节，研发难度远高于电动车；混动车将燃油及电池两种不同的驱动系统混合在一起，拥有更复杂繁多的物理结构的同时，采用更复杂的米勒循环，更快速精准的发动机的进气控制和燃烧及更复杂的软件控制，研发制造难度较燃油车进一步上升。由于混动车型研发难度高，

此前我国混动市场长期由丰田、本田垄断。

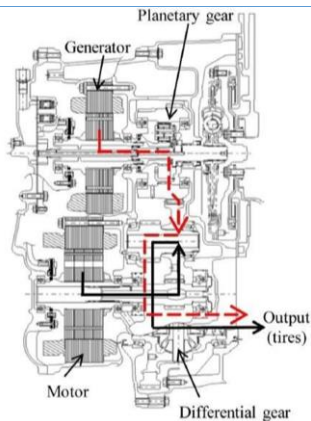
**图表 12：丰田、本田混动国内销量及占比（万辆）**

	2019	2020	2021
国内混动车型销量	30.01	42.29	62.26
丰田混动销量	16.55	21.28	37.06
丰田混动销量占比	55.16%	50.32%	59.53%
本田混动销量	12.03	19.87	24.44
本田混动销量占比	40.09%	46.99%	39.26%
两田混动销量占比	95.25%	97.31%	98.78%

资料来源：公开资料整理，华福证券研究所

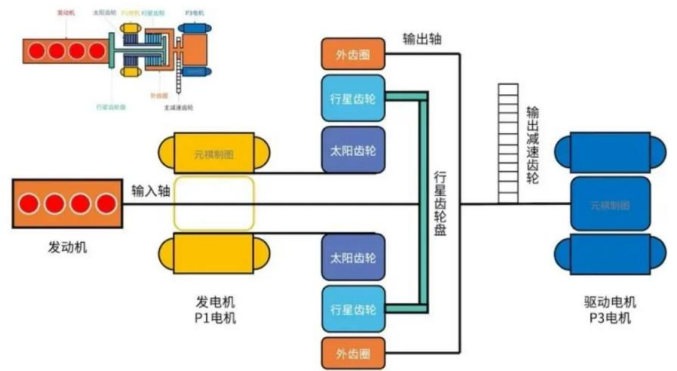
**丰田 THS 系统重经济性。**丰田 THS 采用 P1+P3 双电机架构，其功率分流系统具备良好的舒适性和成本优势，且可无极调节速比及可自由选择发动机的工作点。丰田 THS 主要工况为纯电行驶、混动巡航、行驶中启动发动机工况及超越加速工况。由于其驱动系统可不带传统的变速器、换挡和离合单元，故可在牵引力不中断和节省机械组件的情况下达到较高的行驶舒适性。同时，由于发动机可不中断地向轮端输出扭矩，降低了发电机和驱动电机的功率要求，电机电控成本相比其他系统有优势。

**图表 13：丰田 THS 混动系统结构图**



资料来源：汽车先进技术微信公众号，华福证券研究所

**图表 14：丰田 E-CVT 变速器（第一代）拓扑结构**

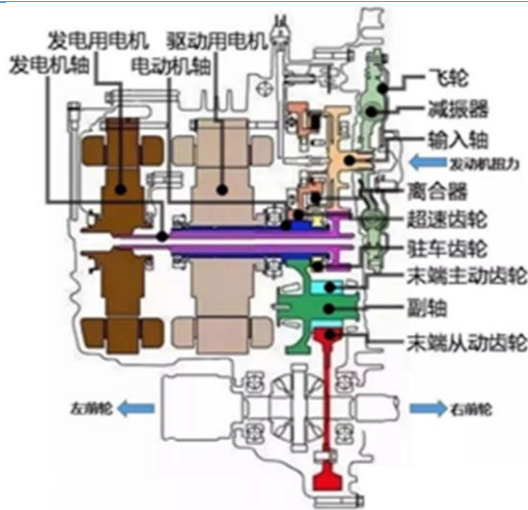


资料来源：电动邦，华福证券研究所

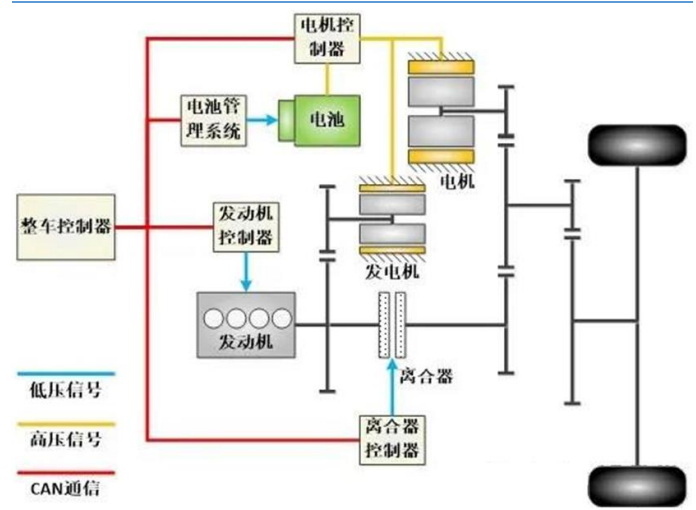
**本田 i-MMD 重动力性能。**本田 i-MMD 混动系统同样采用 P1+P3 双电机架构，但其为串并联构型，主要由阿特金森循环发动机、采用双电机的电动化无级变速器 E-CVT、动力电池系统等组成。本田 i-MMD 混动系统工作模式主要为纯电驱动、串联混动模式、并联混动模式及发动机驱动模式。与丰田 THS 系统对比来看，本田串联混动模式中发动机不直接参与驱动，而是通过 P1 电机为 P3 电机供电，P3 电机为主要驱动电机，该模式可以让发动机工作在高效工况获得更高的燃油经济性，在城市工况中运用较多。

**图表 15：本田第三代 i-MMD 结构图**

**图表 16：第三代 i-MMD 混动系统硬件拓扑构**



资料来源：汽车动力总成微信公众号，华福证券研究所



资料来源：电车之家，中国新能源汽车评价规程，华福证券研究所

由于丰田 THS 及本田 i-MMD 结构不同，两大混动车型的运行特点也会有差异：

1. 丰田 THS 混动系统的优点主要为其配套车型没有离合器，不存在内部的磨损，也能实现终身免维护，其传动系统可靠性远高于普通车型；采用镍氢电池，其安全性和稳定性高于普遍采用的大容量电池，并针对 THS 混动车型进行了电池管理系统的优化，电池稳定安全。其缺点是技术方案设计的再好，本质上还是一台燃油车，天生的基因缺陷，导致了技术方案的上限都不会太高。
2. 本田 i-MMD 系统的优点主要为其有更强劲的驱动力；具有串联、并联两种混合驱动模式，既能在城市工况具有较好的油耗表现，又能在高速工况下获得较好的燃油经济性；具有较强的扩展性，既能扩展成插电式混合动力系统（PHEV），又能演变为增程式混合动力系统（REEV）。其缺点是结构相对复杂，需要离合器及驱动离合器的电磁阀等系统，控制更复杂精细；驱动电机的功率需求更大，驱动电机及电池系统的成本更高。

图表 17：丰田、本田双电机混动车型对比

混动架构		功率分流		串并联	
车型		PRIUS(A 级)		INSIGHT(A 级)	
整备质量/kg		1380		1390	
WLTC 油耗/(L/100km)		3.68		3.91	
WLTC 市区油耗/(L/100km)		3.92		4.39	
WLTC 城郊油耗/(L/100km)		3.46		3.69	
WLTC 高速油耗/(L/100km)		3.72		3.82	
发动机	最大功率/kW	72		80	
	热效率/%	40		40.5	
MG1	额定功率/kW	15.8		45	
	额定扭矩/N·m	40		60	
MG2	最大功率/kW	53		96	
	最大扭矩/N·m	163		267	

资料来源：汽车动力总成微信公众号，华福证券研究所

## 2.2 长城自研混动平台，DHT 横空出世

两田长期垄断下，长城为首的自主车企蓄势待发。长城 2013 年着手研发其第一代混动平台，历时 5 年，先后投入 170 亿元打造，于 2018 年正式推出了第一代 DHT 混动系统，Pi4 混动平台。2020 年 12 月，长城推出了第二代 DHT 系统，柠檬 DHT，解决了初代系统中的诸多问题，是长城在燃油系统方面和电动技术方面的集大成者，于 2021 年 4 月进行全球首次实车测试直播，并于 2022 年 1 月完成巴西伊拉塞马波利斯工厂的收购交接，目前搭载了柠檬 DHT 系统的哈弗 H6 样车在巴西路测，成为打开巴西市场的第一步。

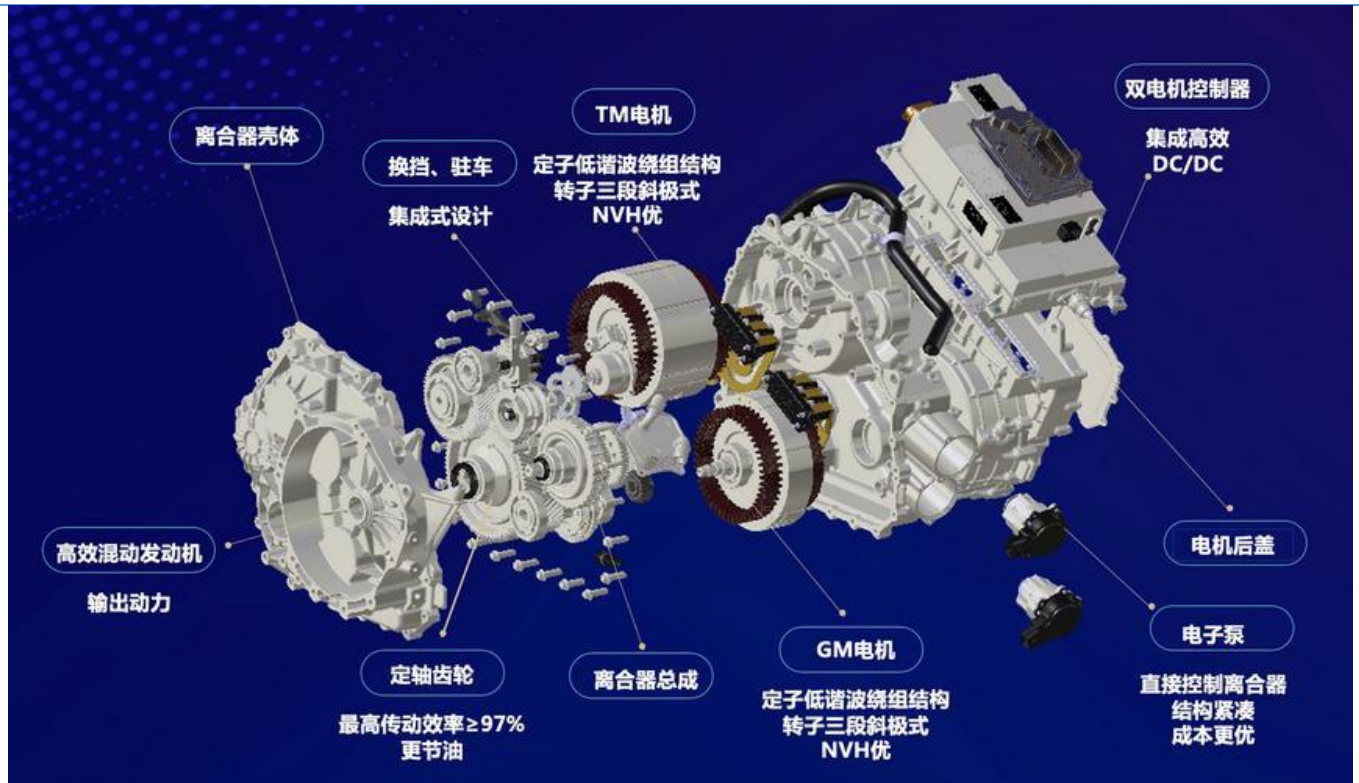
图表 18: DHT 技术演变



资料来源：长城汽车微信公众号，功夫汽车微信公众号，图说科技，华福证券研究所

柠檬 DHT 采用“1-2-3”架构，高度柔性化适配不同需求。柠檬 DHT 系统可以用“1-2-3”概括，即：1 套混动系统，柠檬混动 DHT 是多模混动总成，采用双电机混联拓扑结构；2 种动力架构，基于柠檬 DHT 系统，衍生出了 HEV 和 PHEV 两种动力架构；3 款动力总成，在两种动力架构下，柠檬混动 DHT 目前共提供了 1.5L+DHT115、1.5T+DHT130 以及 1.5T+DHT130+P4 三款动力总成。柠檬 DHT 采用七合一构型设计，由 1.5L/1.5T 混动专用发动机、发电/驱动双电机、一套离合器、定轴式两挡变速箱、双电机控制器组成。高度集成化设计，相对传统燃油系统总成，体积更小，重量更轻，传动效率更高，NVH 性能更好，可靠性更好。

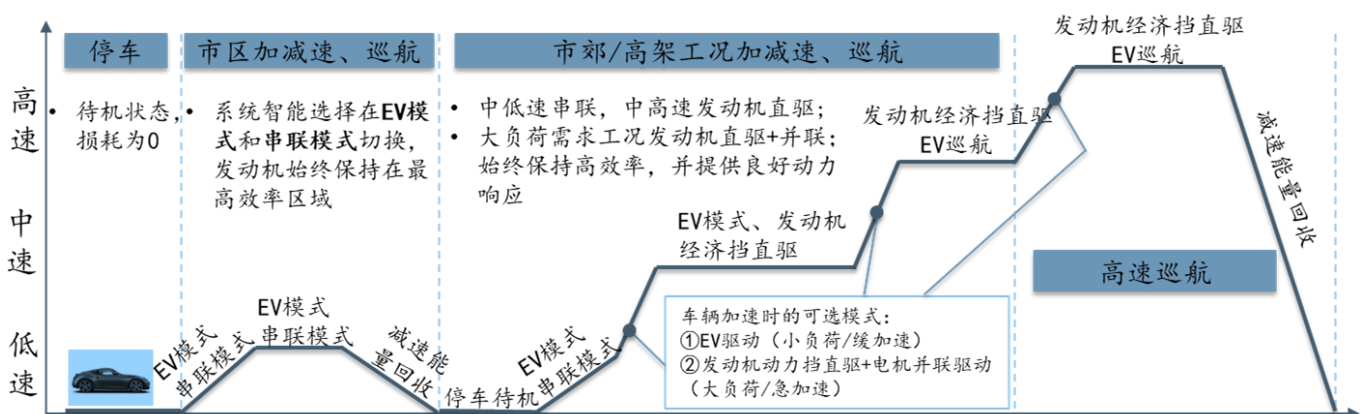
图表 19: 柠檬 DHT 爆炸图



资料来源：车市号，华福证券研究所

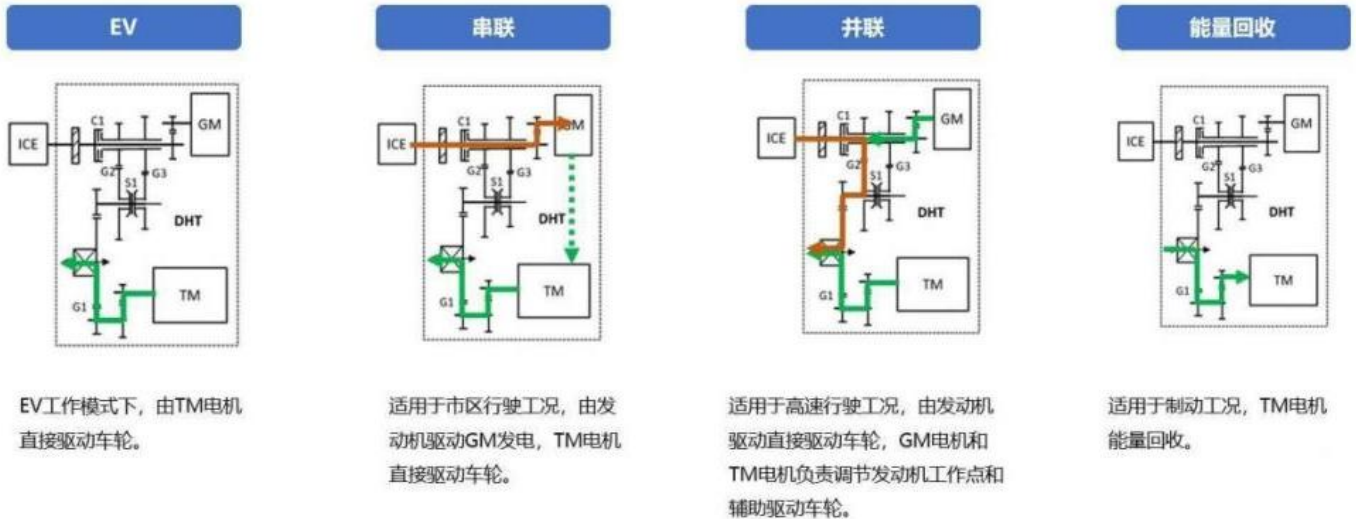
工作模式灵活，适应多种工况。柠檬DHT可以实现EV行驶、串联驱动、并联驱动、能量回收、怠速停机等各种工作模式。在EV模式下发动机不工作，单靠驱动电机工作驱动车辆；串联模式下，发动机驱动发电机发电，最终仍然由驱动电机负责驱动车轮；并联模式车轮主要由发动机驱动，发电机和驱动电机负责调解发动机工作点和辅助驱动车轮。

图表 20：柠檬 DHT 工作模式



资料来源：皆电微信公众号，华福证券研究所

图表 21：不同工作模式下柠檬 DHT 拓扑结构



资料来源：新浪汽车，华福证券研究所

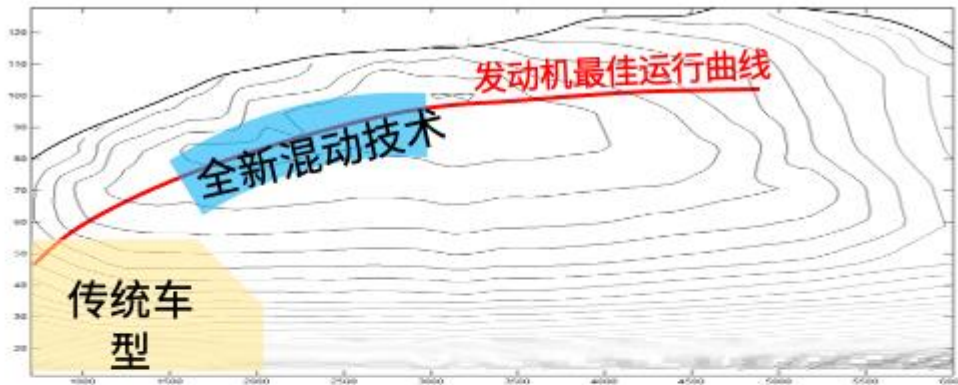
### 2.3 柠檬 DHT 技术成熟度高，潜力大

**柠檬 DHT 相较燃油车性能显著提升。**由于传统燃油车只要启动发动机就会运转，在原地怠速状态下会有燃油消耗，而发动机在达到一定转速进入高效区间后，车辆匀速稳定行驶时才最省油，一般小排量车时速 60—80 公里时油耗最低。柠檬混动 DHT 的并联模式拥有两个独立的驱动系统，即传统的发动机驱动系统和电机驱动系统。在低负荷工况下，电机可以调整发动机工作点，提升经济性；高动力输出时，发动机和电机同时输出动力，增强整车动力性，实现全速域、全场景的油耗节省。从实际数据看，柠檬混动 DHT 的 A 级 SUV HEV 车型百公里综合油耗仅为 4.9L，大幅领先同级别燃油车产品。

图表 22：柠檬 DHT 与传统混动车型发动机高效区间对比

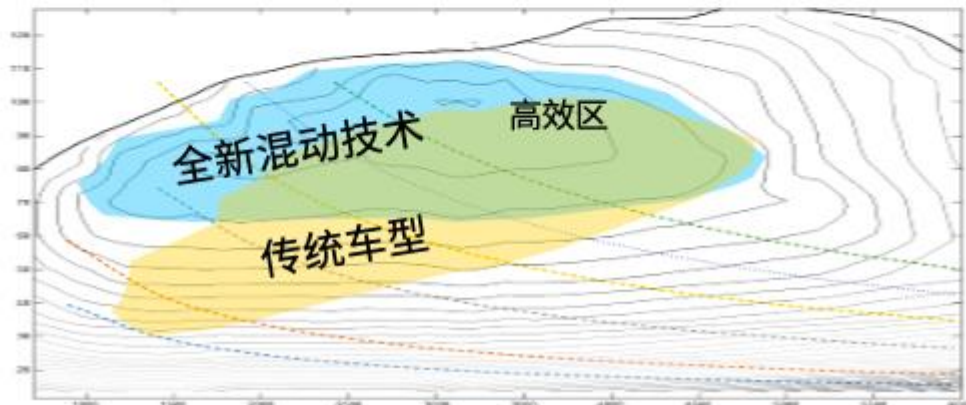
## 市区行驶发动机工作点

城市工况



## 高速行驶发动机工作点

高速工况



资料来源：电动邦微信公众号，华福证券研究所

相较其他混动架构，柠檬 DHT 性能依旧优越。不同于丰田 THS 的功率分流策略，柠檬混动 DHT 采用了与本田 i-MMD 同一技术路线的串并联结构。相较于单速混动的本田 i-MMD，柠檬混动 DHT 因加入两挡专用变速器，成为一个双速混动系统。丰田 THS 因发动机与齿轮刚性啮合，导致发动机难以保持在高效区间内工作，发动机与电机也都不能同时发挥出最大功率，动力性能表现一般；本田 i-MMD 采用定轴串并联混动，由于发动机的功率低、热效率高，整车能耗低，但其工作原理是将发动机不能高效工作的工况交由电机来驱动，发动机直驱的工况较少，在中高速工况下动力表现较弱。柠檬混动 DHT 在中低速时采用了动力档直驱、中高速时采用了经济档直驱，急加速时采用动力档直驱。不仅能够同时在串并联电机和发动机的基础上实现两挡操作，还拥有更多高效直驱挡，让发动机始终工作在高效区域，实现高速油耗最低化与高速路况/急加速时强劲的动力输出，很好地解决了丰田 THS 和本田 i-MMD 的痛点。搭载了柠檬 DHT 的油电混动车型拿铁相较于本田、丰田对标车型油耗表现接近，且对于整车空间利用率高，轴距大；插电混动车型表现相较于油电混动车型更为优异，拿铁 phev 相较于本田、丰田对标车型百公里油耗大幅下降，WLTC 下百公里油耗仅为 0.48L，亏电油耗也达到与对标车型相近水准。

图表 23：柠檬 DHT、丰田 THS、本田 i-MMD 油电混动车型参数对比

厂商	长城汽车	广汽丰田	一汽丰田	东风本田
----	------	------	------	------



车型	拿铁 DHT 2022 款 1.5T DHT 超大杯	威兰达 2022 款 改款 双擎 2.5L E-CVT 两驱 领先版	RAV4 荣放 2021 款 双 擎 2.5L E-CVT 两驱精 英版	CR-V 2021 款 锐·混 动 2.0L 两驱净行版
厂商指导价 (万元)	18.98	20.78	22.58	20.98
级别	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
能源类型	油电混动	油电混动	油电混动	油电混动
长*宽*高 (mm)	4668*1890*1730	4665*1855*1680	4600*1855*1680	4621*1855*1679
轴距 (mm)	2745	2690	2690	2661
发动机	1.5T 156 马力 L4	2.5L 178 马力 L4	2.5L 178 马力 L4	2.0L 146 马力 L4
电动机	130kw 永磁同步电机	88kw 永磁同步电机	88kw 永磁同步电机	135kw 永磁同步电机
变速箱类型	混合动力专用变速箱 (DHT)	电子无级变速箱 (E- CVT)	电子无级变速箱 (E- CVT)	电子无级变速箱 (E- CVT)
挡位个数	2	无级变速	无级变速	无级变速
供能形式	61L 油箱	55L 油箱	55L 油箱	53L 油箱
NEDC 百公里油耗 (L/100km)	4.9	4.6	4.7	4.9

资料来源：汽车之家，华福证券研究所

**图表 24：柠檬 DHT、丰田 THS、本田 i-MMD 插电混动车型参数对比**

厂商	长城汽车	广汽丰田	一汽丰田	东风本田
车型	拿铁 DHT-PHEV 2022 款 1.5T DHT 两驱超大杯	威兰达新能源 2021 款 高性能版 2.5L 两驱劲 擎版	RAV4 荣放双擎 E+ 2022 款 2.5L 两驱精英 Pro	CR-V 新能源 2021 款 锐·混动 e+ 2.0L 睿智 版
厂商指导价 (万元)	24.30	25.88	25.68	27.38
级别	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
能源类型	插电混动	插电混动	插电混动	插电混动
长*宽*高 (mm)	4668*1890*1730	4665*1855*1690	4600*1855*1685	4694*1861*1679
轴距 (mm)	2745	2690	2690	2661
发动机	1.5T 156 马力 L4	2.5L 180 马力 L4	2.5L 180 马力 L4	2.0L 146 马力 L4
电动机	130kw 永磁同步电机	134kw 永磁同步电机	134kw 永磁同步电机	135kw 永磁同步电机
变速箱类型	混合动力专用变速箱 (DHT)	电子无级变速箱 (E- CVT)	电子无级变速箱 (E- CVT)	电子无级变速箱 (E- CVT)
挡位个数	2	无级变速	无级变速	无级变速
供能形式	55L 油箱+34kWh 电池	55L 油箱+16kWh 电池	55L 油箱+16kWh 电池	26L 油箱+16kWh 电池
百公里油耗 (L/100km)	0.48 (WLTC)	1.1 (NEDC)	1.1 (NEDC) / 1.46 (WLTC)	1.3 (NEDC) / 1.84 (WLTC)
亏电油耗 (L/100km)	5.4	5.26	5.26	6.08
智能硬件	6 摄像头+12 超声波雷 达+5 毫米波雷达	-	-	-

资料来源：汽车之家，华福证券研究所

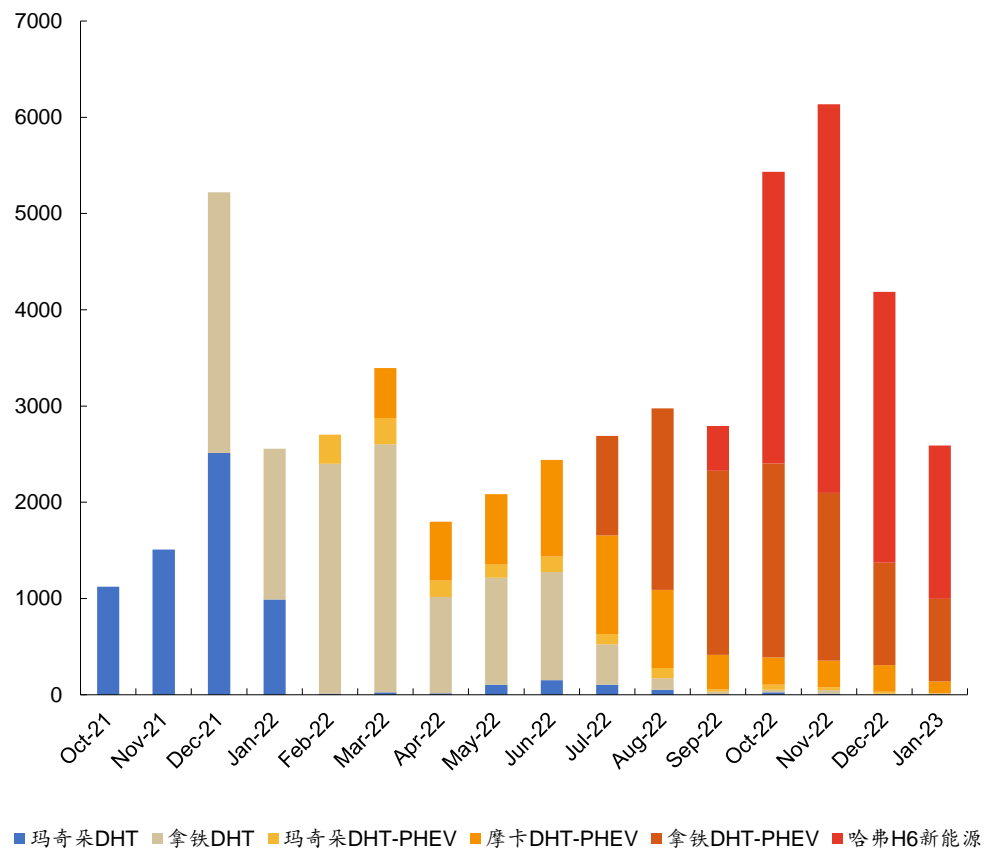
**柠檬 DHT 加速上车，旗下车型全面升级。**自 2020 年 12 月正式发布柠檬 DHT 混动系统以来，长城旗下多款車型逐步搭载柠檬 DHT 混动系统，目前已应用于魏牌拿铁 DHT/DHT-PHEV、魏牌摩卡 DHT/DHT-PHEV、魏牌玛奇朵 DHT/DHT-PHEV、哈弗第三代 H6 DHT/DHT-PHEV 等众多车型，2022 年全年销量 39,189 辆，未来还将应用到更多哈弗及魏牌新能源车型上。

**图表 25：柠檬 DHT 搭载车型**

应用品牌	车型	级别	发布时间	起售价(万)
魏牌	玛奇朵 DHT	紧凑型 SUV	2021.09	15.58
	玛奇朵 DHT-PHEV	紧凑型 SUV	2021.11	17.88
	拿铁 DHT	紧凑型 SUV	2021.12	17.98
	摩卡 DHT-PHEV	中型 SUV	2022.03	29.5
	拿铁 DHT-PHEV	紧凑型 SUV	2022.07	22.9
哈弗	哈弗 H6S DHT	紧凑型 SUV	2021.10	15.49
	哈弗赤兔 DHT	紧凑型 SUV	2021.12	13.88
	哈弗神兽 DHT	紧凑型 SUV	2022.06	15.38
	哈弗 H6 DHT/PHEV	紧凑型 SUV	2022.08	14.98

资料来源：长城汽车官网、哈弗 SUV 官网，长城汽车 2022 年半年报，汽车之家，华福证券研究所

图表 26：长城汽车搭载柠檬 DHT 系统车型销量（辆）



资料来源：车主指南，华福证券研究所

### 三、 混动迎来快速增长，DHT 助力长城迎风而上

#### 3.1 使用经济性优越，混动市场迅速增长

购置价格稍高但油耗成本显著降低，经济层面看混动车通常比燃油车更具吸引力。大部分消费者在选择心仪的座驾时，会横向比较相关车型的经济性，一般首先考虑的因素为购置价格，随后是该款车型的耗油水平，以及驾驶一定时间后二手车的保值情况。通常而言，相较于传统燃油车型，油电/插电混动车型由于电驱系统的存在，首次购置价格稍高，而油耗表现优异，后续使用成本低。以长城旗下的哈弗 H6 为例，以 3 月 2 日油价 8.25 元/升，每年行驶里程 2 万公里，3 年期燃油/油电混动/插电混动保值率分别为 56%/56%/60%进行计算，三年期总用车成本分别为 9.14/9.02/7.79 万元。

图表 27：部分车型燃油/油混/插混经济性比较

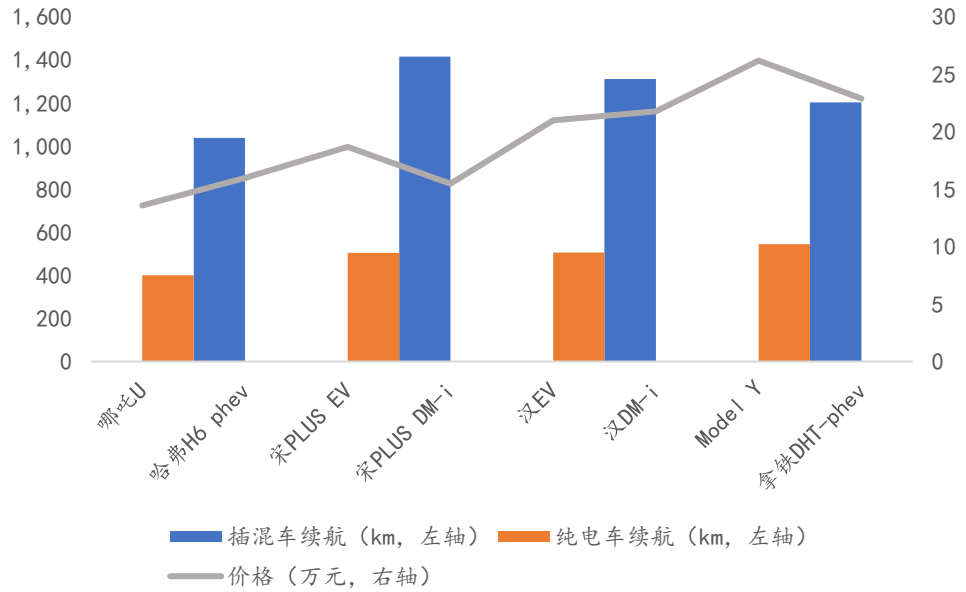
车型	哈弗 H6			威兰达			雷凌		
	燃油	油电混动	插电混动	燃油	油电混动	插电混动	燃油	油电混动	插电混动
售价 (万元)	12.89	14.98	15.98	21.28	22.08	25.88	13.98	15.28	20.38
年均行驶里程 (万公里)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
百公里油耗 (升)	7.01	4.90	2.82	5.90	4.60	2.60	5.51	4.36	1.30
油价 (元/升)	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25
3 年期保值率	56%	56%	60%	56%	56%	60%	56%	56%	60%
能源成本 (元)	34,700	24,255	13,959	29,205	22,770	12,870	27,275	21,582	6,435
置换成本 (元)	56,716	65,912	63,920	93,632	97,152	103,520	61,512	67,232	81,520
3 年总用车成本 (元)	91,416	90,167	77,879	122,837	119,922	116,390	88,787	88,814	87,955

资料来源：汽车之家，中国汽车流通协会微信公众号，油价查询助手微信小程序，华福证券研究所

注：置换成本=售价 x (1-保值率)，油价参考 2 月 3 日当日油价

续航里程相较纯电动车大幅增加，解决里程焦虑。相较于纯电动车，插混车型电池较小，纯电续航里程一般为 50-150km，插混车通过搭配油箱增加续航里程，降低成本的同时有效缓解里程焦虑，以宋 PLUS DM-i 为例，其带电量为 8.3kWh，相较于宋 PLUS EV 的 71.7kWh 电池大幅下降，成本显著降低，纯电与插混版本宋 PLUS 起售价相差 3.2 万元，同时续航相较于 EV 版本的 505km 大幅提升，插混版续航里程约 1400km，解决了终端新能源车消费者的价格与续航两大核心需求。

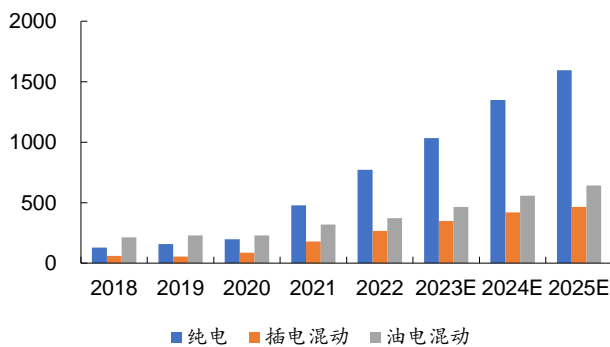
图表 28：纯电、插混车续航对比



数据来源：汽车之家，华福证券研究所

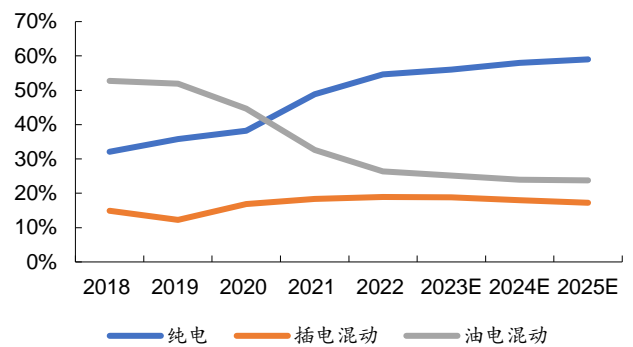
**承袭时代红利，混动车型持续放量。**随着各国环保政策趋于严格，汽车能源转型进程将不断推进，油混车型的市场份额或将部分让渡给纯电及插混车型，但传统燃油车向新能源汽车转型的时代推力足以抵消这一影响。从整体数量上看，2022年全球油混乘用车销量为372万辆，插混销量为267万辆；2022年我国油混乘用车销量为86万辆，插混销量为128万辆，以比亚迪、长城为首的自主品牌推出了大量插混车型，实现了10-60万价格段全覆盖，且同一价格区间拥有大量选择，插混的完善和不断推出有望助力销量稳定持续增长。预计2022-2025年，世界混动市场规模年复合增长率有望达20.1%，我国混动市场规模年复合增长率有望达30.2%；混动车型市场空间持续释放。

图表 29：全球新能源乘用车销量（单位：万辆）



资料来源：彭博社，微信公众号崔东树等，华福证券研究所预测

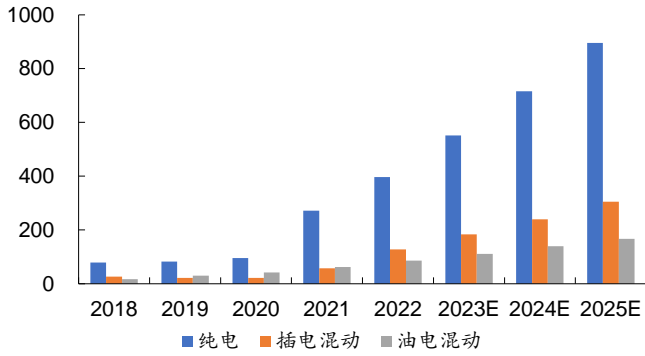
图表 30：全球新能源乘用车销量结构



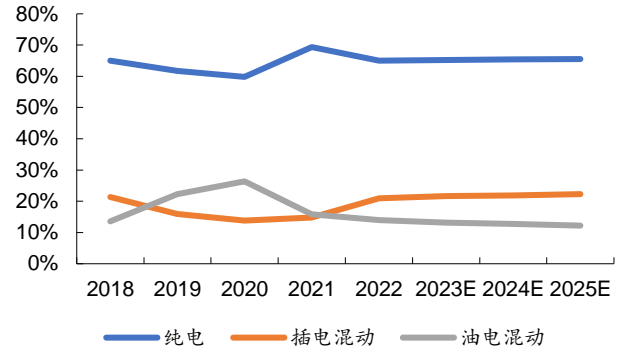
资料来源：彭博社，微信公众号崔东树等，华福证券研究所预测

图表 31：我国新能源乘用车销量（单位：万辆）

图表 32：我国新能源乘用车销量结构

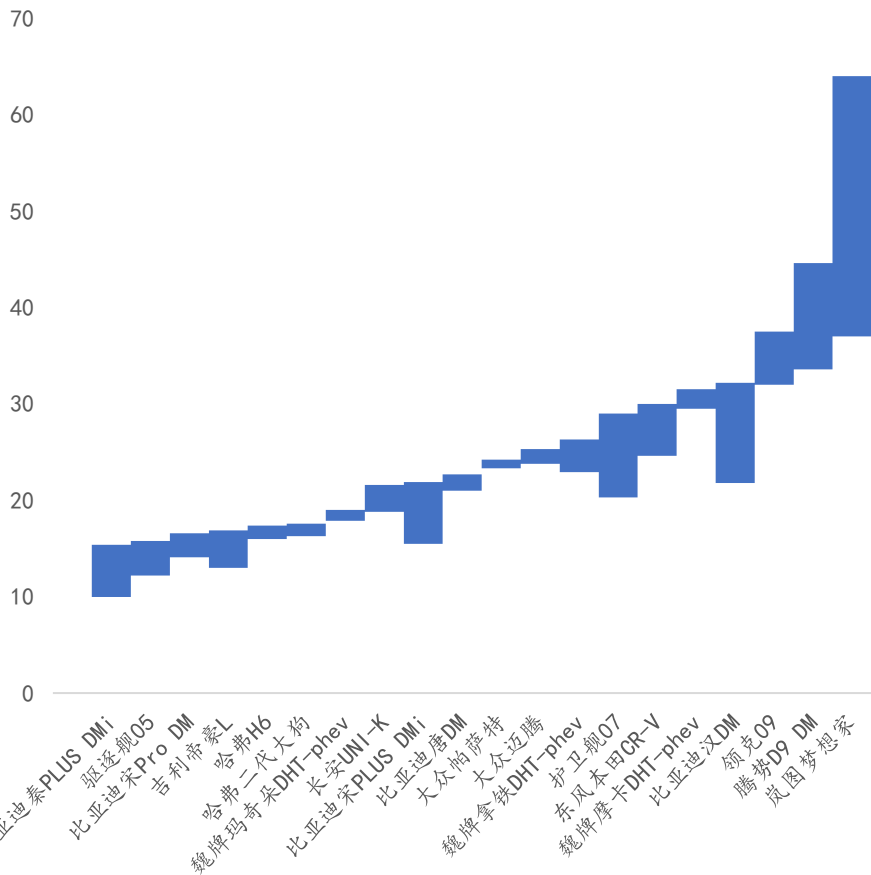


资料来源：中汽协、乘联会、彭博社等，华福证券研究所预测



资料来源：中汽协、乘联会、彭博社、国研中心等，华福证券研究所预测

**图表 33：主要插混车价格段分布**



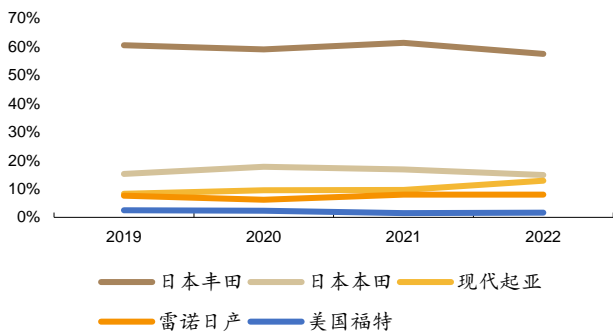
数据来源：汽车之家，华福证券研究所

### 3.2 两田垄断油混市场，插混尚处竞争中段

油电混动市场日系车企占据大幅领先地位。从全球范围看，油混乘用车赛道的绝对龙头为日本丰田，2019-2022年其市场占有率均保持在60%左右，独居第一梯队，排名第二的是日本本田，近年其销量占比呈波动趋势，在2022年达到14.9%，跟随其后的是现代起亚、雷诺日产，现代起亚市占率为12.9%，雷诺日

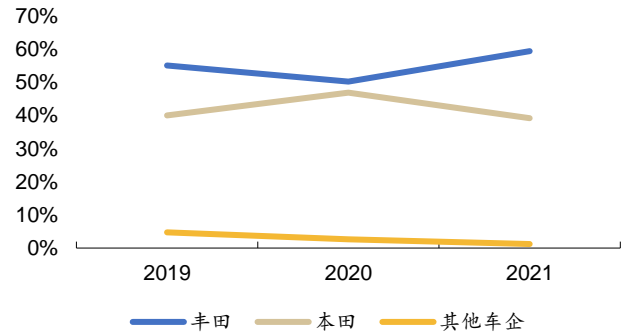
产为 8.0%，其余车企在全球混动市场的份额便相当有限。近年来混动车型在我国快速发展，2022 年我国已成为全球第一大混动市场，其中位列销量前两名的同样是丰田与本田两大日系车企，二者在我国油混市场的合计渗透率近三年均保持在 95%以上，表现较为强势。

图表 34：全球油混乘用车市场竞争格局



资料来源：微信公众号崔东树，华福证券研究所

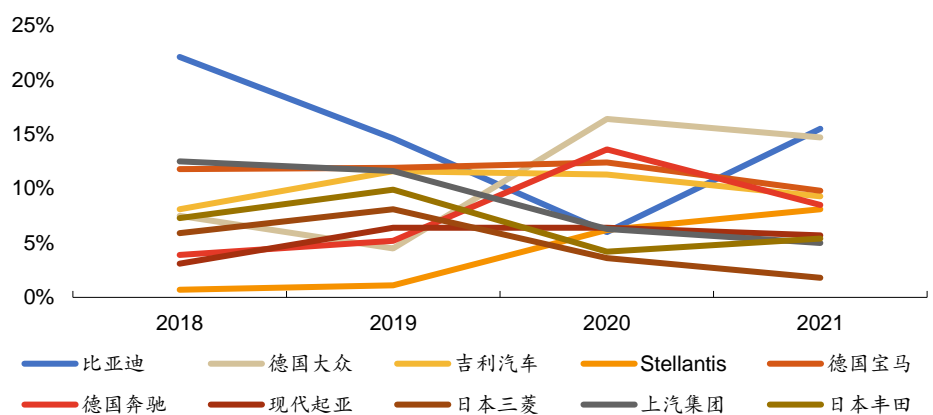
图表 35：我国油混乘用车市场竞争格局



资料来源：汽车之家，微信公众号崔东树，华福证券研究所

插混市场尚处群雄割据状态，竞争格局较为分散。从全球范围看，插混乘用车市场呈现整体向头部车企收拢的结构，2018-2021 年行业 CR10 在 85%-90% 的范围内浮动，但头部车企间的份额竞争非常激烈，尚未出现拥有绝对领先地位的品牌，2021 年比亚迪插混销量全球排名第一，其市场份额为 15.5%，排名其后的有德国大众、吉利汽车、Stellantis 等一众国际知名车企。在我国插混乘用车市场，比亚迪正逐步巩固其行业龙头的地位，凭借比亚迪秦、比亚迪宋等爆款车型的放量，其市场占有率由 2020 年的 23.3% 上升至 2021 年的 47.9%，后续的上汽乘用车、华晨宝马等品牌的市场占有率均不足 10%，差距逐渐扩大。

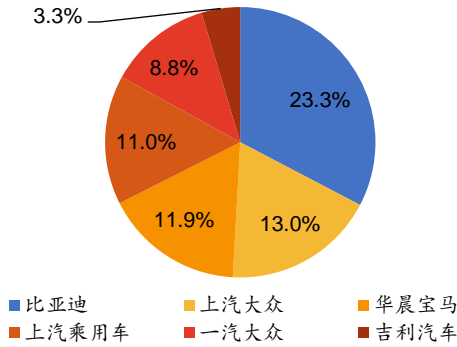
图表 36：全球插混乘用车市场竞争格局



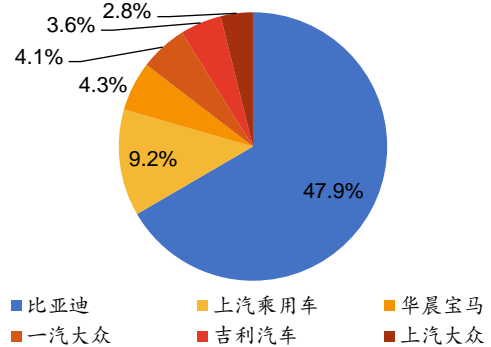
资料来源：微信公众号崔东树，华福证券研究所

图表 37：2020 年我国插混乘用车市场竞争格局

图表 38：2021 年我国插混乘用车市场竞争格局



资料来源：微信公众号崔东树，华福证券研究所



资料来源：微信公众号崔东树，华福证券研究所

### 3.3 研发/生产/销售持续布局，助力混动产品力持续变现

公司拥有一流的研发设备及体系，对用户诉求把握精准。公司于多地搭建创新网络，公司在日本、韩国、印度、美国、加拿大、德国、奥地利设置了研发中心，建立了“七国十地”全球研发科技创新体系，研发设计人员超2万人，致力于建立“全球化智能科技公司”。基于全球化目标，长城汽车结合全球法规、气候、路况、技术趋势，投资数十亿元建设研发硬件能力，包括环境风洞、电磁兼容、智慧交通等国际一流的综合实验室、试验场地。通过整合全球优质资源、公司历时五年、研发投入超百亿，在动力总成、氢能、智能化、无人驾驶等领域都保持着行业领先的技术实力。打造了“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”三大技术品牌，形成了以“自动驾驶、智能座舱、高效燃油、新能源”相互融合的技术生态。截至2022年6月，研发人员占公司总人数近30%，达到世界一流水平，公司在全球汽车专利大数据平台榜单上专利公开量达3710份、专利授权量达3256份，居中国民营车企第一。在新能源汽车领域专利公开量和授权量分别为1301份、914份，为在华车企第一。

图表 39：长城汽车全球研发中心



资料来源：长城汽车官网，华福证券研究所

**图表 40：公司 2021 年可转债募投项目（万元）**

项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
<b>新车型研发项目</b>	<b>630,971</b>	<b>350,000</b>
4 款 SUV 车型	324,896	183,300
2 款皮卡车型	137,433	77,200
3 款新能源车型	168,642	89,500
<b>汽车数字化研发项目</b>	<b>798,003</b>	-
车路协同、自动驾驶软硬件一体化研发	187,271	-
汽车智慧云端服务产品研发	113,828	-
硬件算力平台研发	349,708	-
整车级 OS 系统产品研发	147,196	-
<b>合计</b>	<b>1,428,973</b>	<b>350,000</b>

资料来源：公司公告，华福证券研究所

**生产基地自动化水平领先，生产节拍良好。**长城汽车扬中工厂在柠檬混动 DHT 变速器总成生产中采用柔性化、自动化、信息化理念设计生产线，并运用质量管理体系，实时监控生产数据，实现提前预防，稳定生产，全线额定节拍≤113 秒；组装线采用柔性化设计，防错覆盖率可达 100%；总成测试采用的综合性测试台，能够实现 100%NVH 测试；全线运用 MES 信息化系统，实现每个零件的精准追溯，以严苛的制造标准和管理体系为柠檬混动 DHT 提供坚实的品质保障。长城汽车泰州智慧工厂生产采用了 APS（高级计划排程）、MES（制造执行系统）、RFID 智能无人盘点、设备能耗最优智能分析、双料智能检测及视觉对中等全球先进生产工艺，以及大量机械手臂、全封闭自动生产线等，平均自动化率达到 79%，处于行业领先水平，尤其是涂装车间与冲压车间，在全自动生产线赋能下，自动化率高达 100%，使得工厂实现了生产计划协同、创造过程管控、质量管理、设备管理、供应链协调和信息采集与设备集成。

**图表 41：长城汽车扬中工厂**


资料来源：长城汽车微信公众号，华福证券研究所

**图表 42：长城汽车泰州工厂**


资料来源：机械工业部微信公众号，华福证券研究所

**全球化生产基地布局，助力公司迈出国门。**公司在 2006 年迈开出海步伐，时至今日，公司不仅在国内建立了十大汽车工厂，也在俄罗斯、泰国、巴西配备了涵盖全工艺流程的整车生产基地，KD 工厂广泛分布于厄瓜多尔、巴基斯坦等海外地区。2021 年 6 月 9 日，长城汽车在泰国生产的第一辆新能源车——哈弗



H6 HEV 在罗勇工厂下线，并于当年6月28日在泰国上市，到2022年9月2日，长城汽车在泰国本地化生产的新能源车：哈弗 H6 HEV 和哈弗 JOLION HEV 已达到一万辆。2022年1月27日，长城汽车正式接收巴西伊拉塞马波利斯工厂，对工厂智能化和数字化改造升级后，预计2023年下半年投产，年产能10万台，未来将辐射整个拉美地区，同时未来10年将投资超100亿雷亚尔（约合人民币115亿元）用于深化本地产业链布局，打造本地科技化企业，致力于成为巴西市场新能源汽车领导品牌。2022年9月1日，长城汽车巴基斯坦KD工厂正式投产暨首台第三代哈弗 H6 下线仪式在位于巴基斯坦拉合尔的KD工厂举行，成为长城汽车继厄瓜多尔、马来西亚、突尼斯等地之后的又一重要海外KD工厂。

图表 43：长城汽车全球生产体系



资料来源：长城汽车官网，华福证券研究所

**销售网络密布，用户触及度高。**2021年，长城汽车旗下品牌服务网点已遍布全国，其中哈弗品牌运营超1000家4S店，超1500家专营店；魏牌拥有4S店300余家，加上二级店，总数达到380余家，广泛覆盖全国230多个城市；欧拉品牌采用欧拉之家、欧拉体验店、商超店三种形态的终端店模式，从一、二线市场向三、四线市场覆盖；长城皮卡则拥有2000多家销售服务网点，具有完备的销售服务体系，年内，长城皮卡专营店先后在云南、广西、湖北、湖南四省三十个城市开业，进一步完善营销渠道布局，销售及售后服务再度升级；坦克品牌积极筹备组建销售服务网络，2021年11月，坦克品牌全球首家体验中心落户广州，打造直营渠道模式。长城汽车销售网络覆盖全球，截至2022年10月，公司产品已出口到170多个国家和地区，海外销售渠道近700家，海外累计销售超100万辆。依托完善的全球化体系，长城汽车高价值车型陆续登陆海外市场，海外业绩将有更加亮眼的表现，助推品牌向上再创新高。

图表 44：长城汽车全球销售网络



资料来源：长城汽车官网，华福证券研究所

#### 四、盈利预测及估值

##### 核心假设：

- 已有车型保持稳健，新车型集中发布带动销量及收入增长：**长城 2023 年集中推出新车型如主打机甲风的高端轿跑机甲龙、搭载全速域高效能混动架构的哈弗二代大狗、10 万元级自动挡皮卡金刚炮、30 万+级别大六座旗舰型混动 SUV 魏派蓝山等；同时对已有车型进行改款，如拥有九项核心升级的 2023 款好猫。已有车型改款维持活力+新车型集中发布，叠加 22 年下半年新车型的爬坡上量，预计长城 23 年销量有望快速增长，突破 140 万辆，营收有望实现大幅增长；
- 产品向上，带动毛利率逐步改善：**随已有燃油车型的新能源化及中高端车型（机甲龙、山海炮、蓝山 DHT phev）的发布及放量，长城整体车型均价有望上行，带动毛利率实现稳步增长；

图表 45：长城汽车业务收入、毛利率预测

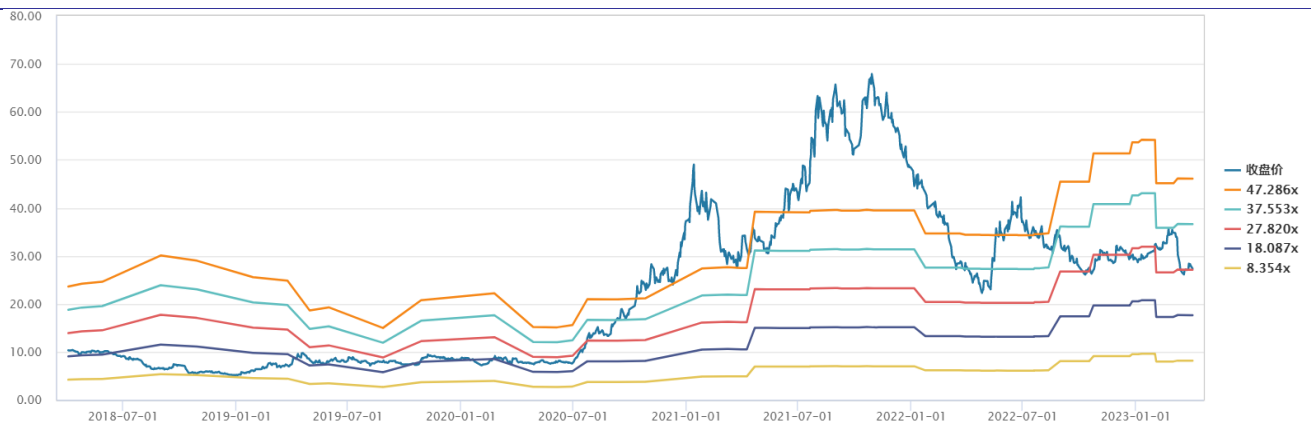
	2022	2023E	2024E	2025E
<b>总计</b>				
收入 (亿元)	1218.90	1784.22	2231.46	2550.66
销量 (辆)	106.75	145.37	175.32	195.10
均价 (万元)	11.42	12.27	12.73	13.07
毛利率	18.77%	19.64%	20.31%	20.66%
<b>哈弗</b>				
收入 (亿元)	598.07	844.27	981.90	1126.36
销量 (辆)	61.66	81.85	93.58	104.30
均价 (万元)	9.70	10.31	10.49	10.80
毛利率	15.62%	16.47%	16.68%	16.99%
<b>WEY</b>				
收入 (亿元)	65.57	85.25	143.65	181.83
销量 (辆)	3.64	3.84	6.31	7.90
均价 (万元)	18.02	22.18	22.75	23.02
毛利率	24.52%	27.87%	28.45%	28.67%
<b>欧拉</b>				
收入 (亿元)	96.35	272.43	376.03	441.11
销量 (辆)	10.40	21.33	30.73	36.50
均价 (万元)	9.26	12.77	12.24	12.09
毛利率	17.48%	19.68%	19.16%	19.00%
<b>坦克</b>				
收入 (亿元)	249.68	291.64	409.82	472.47
销量 (辆)	12.39	13.60	18.45	21.00
均价 (万元)	20.15	21.44	22.21	22.50
毛利率	26.19%	26.99%	27.64%	27.97%
<b>皮卡</b>				
收入 (亿元)	209.23	280.82	288.62	286.79
销量 (辆)	18.67	24.40	25.20	24.00
均价 (万元)	11.21	11.51	11.45	11.95
毛利率	18.32%	18.69%	18.63%	19.10%
<b>沙龙</b>				

收入（亿元）	9.81	31.44	42.12
销量（辆）	0.35	1.05	1.40
均价（万元）	28.03	29.95	30.08
毛利率	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：WIND，华福证券研究所测算

我们预计公司 2023-2025 年营业总收入为 1954/2419/2756 亿元，归母净利润为 85/122/146 亿元，EPS 为 1.00/1.44/1.72 元/股。公司 2023 年 4 月 3 日收盘价 27.32 元/股，对应 2023-2025 年 PE 为 28/19/16 倍，其五年间历史 PE（TTM）均值为 34.6 倍，我们给予其 23 年 34.6 倍 PE，对应目标价为 34.6 元/股，首次覆盖给予“持有”评级。

图表 46：长城汽车历史估值对比



数据来源：WIND，华福证券研究所  
注：数据截至 2023.4.3

## 五、 风险提示

### (1) 传统燃油车销量下滑

公司 2022 年销量为 106.75 万辆，其中纯电品牌欧拉销量为 10.40 万辆，占比为 9.74%，燃油/普混/插混占比高，主打燃油车的哈弗品牌销量为 61.66 万辆，占比达 57.76%。今年上半年受国六 B 标准切换及整体销量下滑影响，众多合资品牌对旗下燃油车进行降价，对公司前两个月销量造成一定负面影响，可能导致全年销量不及预期。

### (2) 新车型销量不及预期

今年为公司产品大年，公司密集推出新车型，快速丰富旗下各大品牌的产品矩阵，以二代大狗、枭龙、蓝山 DHT-phev 为代表的一系列新车将成为今年销量增长的生力军。若公司新车型推出后，市场反响不及预期，将对公司经营业绩有较大影响。

### (3) 海外市场拓展不及预期

2022 年长城汽车全球化不断进阶，2022 年 7 月公司海外历史累计销量达到 100 万辆，10 月起海外单月销量突破 2 万辆，全年海外销量超 17 万辆，同比增长 21.28%。泰国、澳新、南非、GCC 等重点区域市场销量增长显著。步入 2023 年，公司持续发力全球化战略：2 月好猫上市澳大利亚、同时在墨西哥举办首场预招商会等。若今年海外市场拓展不及预期，将对公司今年整体销量造成一定负面影响

#### **(4) 原材料价格波动**

整车成本中原材料成本占比高，贡献超 55%整体销量的哈弗品牌主打亲民路线，若原材料价格上涨，对公司盈利能力将有较大影响。

#### **(5) 估值风险。**

若公司业绩受整车需求低迷、原材料价格波动等因素影响，可能存在估值下降的风险，影响公司股价。

**图表 47：财务预测摘要**

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	35,773	37,036	45,682	56,533	营业收入	137,340	195,428	241,852	275,643
应收票据及账款	9,347	13,300	16,460	18,760	营业成本	110,739	156,113	191,847	217,799
预付账款	2,229	3,142	3,861	4,384	税金及附加	5,121	7,285	9,016	10,276
存货	22,375	31,542	38,762	44,005	销售费用	5,876	7,817	9,674	11,026
合同资产	4	6	7	8	管理费用	4,893	6,742	8,465	9,648
其他流动资产	37,957	53,137	65,269	74,100	研发费用	6,445	8,794	10,400	11,853
流动资产合计	107,681	138,158	170,034	197,781	财务费用	-2,488	203	-39	-28
长期股权投资	10,286	10,286	10,286	10,286	信用减值损失	-26	0	0	0
固定资产	26,949	28,036	30,165	31,184	资产减值损失	-337	0	0	0
在建工程	8,306	7,806	7,606	7,706	公允价值变动收益	50	0	0	0
无形资产	8,197	10,013	11,941	13,676	投资收益	671	0	0	0
商誉	28	28	28	28	其他收益	850	0	0	0
其他非流动资产	23,911	25,519	27,029	28,410	营业利润	7,967	8,473	12,489	15,071
非流动资产合计	77,677	81,687	87,054	91,290	营业外收入	886	800	800	800
资产合计	185,357	219,845	257,088	289,071	营业外支出	46	50	50	50
短期借款	5,943	0	0	0	利润总额	8,807	9,223	13,239	15,821
应付票据及账款	59,367	83,692	102,849	116,762	所得税	554	738	1,059	1,266
预收款项	0	0	0	0	净利润	8,253	8,485	12,180	14,555
合同负债	7,753	11,032	13,653	15,560	少数股东损益	-13	-14	-20	-23
其他应付款	0	0	0	0	归属母公司净利润	8,266	8,499	12,200	14,578
其他流动负债	22,739	29,945	35,859	40,097	EPS (按最新股本摊薄)	0.97	1.00	1.44	1.72
流动负债合计	95,802	124,669	152,361	172,418					
长期借款	15,406	15,406	15,406	15,406	<b>主要财务比率</b>				
应付债券	3,511	3,511	3,511	3,511		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	5,422	5,422	5,422	5,422	<b>成长能力</b>				
非流动负债合计	24,339	24,339	24,339	24,339	营业收入增长率	0.7%	42.3%	23.8%	14.0%
负债合计	120,141	149,008	176,701	196,758	EBIT 增长率	-10.2%	49.2%	40.0%	19.6%
归属母公司所有者权益	65,201	70,836	80,406	92,355	归母公司净利润增长率	22.9%	2.8%	43.6%	19.5%
少数股东权益	15	1	-18	-42	<b>获利能力</b>				
所有者权益合计	65,216	70,837	80,388	92,313	毛利率	19.4%	20.1%	20.7%	21.0%
负债和股东权益	185,357	219,845	257,088	289,071	净利率	6.0%	4.3%	5.0%	5.3%
					ROE	12.7%	12.0%	15.2%	15.8%
					ROIC	8.5%	13.9%	17.7%	18.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	64.8%	67.8%	68.7%	68.1%
					流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
					速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.7	0.9	0.9	1.0
					应收账款周转天数	16	15	16	16
					存货周转天数	59	62	66	68
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.97	1.00	1.44	1.72
					每股经营现金流	1.45	2.23	2.57	2.75
					每股净资产	7.68	8.35	9.47	10.88
					<b>估值比率</b>				
					P/E	29	28	19	16
					P/B	4	3	3	3
					EV/EBITDA	268	235	182	156

数据来源：公司报告、华福证券研究所

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

### 一般声明

华福证券有限责任公司（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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

### 联系方式

#### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn