

2023年04月14日

蓝山重磅发布 魏牌旗舰启航

长城汽车(601633)系列点评七十三

事件概述

北京时间4月13日，魏牌正式发布全新中大型六座电动SUV——蓝山 DHT-PHEV。车身尺寸为 5,156/1,980/1,805mm，轴距为 3,050mm。蓝山分为两个版本：两驱长续航版和四驱超长续航版，指导价分别为 27.38 万元/30.88 万元。

分析判断：

► 定位主流大六座 极致性价比破圈

蓝山定位大六座主流 SUV，相比竞品在空间和价格上有明显优势。我们认为主流家用市场需求在优质供给下将快速扩容，对标主要竞品理想 L8，蓝山 DHT-PHEV 在空间及价格方面（轴距 3,050mm vs 3,005mm、四驱价格相比 L8 Air 便宜 3.1 万元）优势明显，有望成为魏牌新旗舰。

1) 舒适空间：定位 6 座家用市场，外观内饰彰显主流定位。外观上整体偏简洁前卫，设计回归主流。车身方面具备同级领先的车身尺寸，2+2+2 的三排座椅布局，对标竞品，蓝山在第二三排空间提升明显：二排中央通道宽达 276mm，地板到顶棚高度 1,234mm；三排坐姿和靠背最大宽度 540mm。此外，副驾女神座驾标配零重力座椅，较竞品升级明显，彰显家庭属性。

2) 超强动力：两挡 DHT 加持，实现全速域效率更优。搭载由 1.5T 发动机和前后双电动机组成的 DHT-PHEV 动力系统，支持多种模式丰富驾乘体验：纯电、纯电优先和智能混动。电机最大功率可达到：前 130kw/后 220kw。相比增程，两挡 DHT 多出并联及混联模式，使用场景更多元，在全速域下效率更优。续航及油耗方面，WLTC 工况纯电续航里程 180 公里，WLTC 综合续航里程超过 1000 公里，四驱馈电状态油耗 6.7L/100km (L8 为 7.7L/100km)。

3) 极致安全：定位家庭，极致用料打造安全。高强度与热成型钢应用占比为 81%，车身骨架承压能力更强。通过 3 拳的三排头枕到后风挡距离以及搭载管框式骨架全金属背板 (0.6mm)，提供更高级别的膨胀及支撑防护，为安全护航。高标准健康座舱配备婴幼儿级内饰面料，车内优质空气质量控制和全防磕碰设计，以高于国家标准的技术树立行业标杆。

4) 领先智能：辅助驾驶同级标配，座舱差异化明显。Coffee Pilot 2.5 咖啡智驾系统采用 26 颗高精探测元件，实现 NOH、HWA 等 30 项 L2+级智能驾驶辅助功能，可实现复杂路口通行，自动变道超车等功能。核心技术持续进阶，从安

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	25.86
股票代码：	601633
52 周最高价/最低价：	44.52/21.35
总市值(亿)	2,194.58
自由流通市值(亿)	1,585.86
自由流通股数(百万)	6,132.50



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：

分析师：胡惠民

邮箱：huhm@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522120003

联系电话：

相关研究

1. 【华西汽车】长城汽车(601633.SH)3月销量点评：新产品新渠道 产销边际向上

2023.04.09

2. 【华西汽车】长城汽车(601633.SH)2022：研发布局加码 2023 深蹲起跳

2023.03.30

3. 【华西汽车】长城汽车(601633.SH)2月销量点评：新品密集上市 转型拐点向上

2023.03.09

全，轻松，简便多维度大幅提升驾驶体验。智能座舱上，蓝 DHT-PHEV 采用贯穿一体屏布局，相比 L8 中控屏更大（27 英寸 vs 15.7 英寸）。

► 新能源加速出海 再拓新布局

海外销量稳健，新能源出口提速。2023 年 3 月，公司海外批发销量 2.2 万辆，同比+111.6%，环比+62.9%。3 月中旬，长城炮旗下首款时尚商用皮卡金刚炮于中东正式上市；智能新能源产品矩阵亮相曼谷车展，公司正式于泰国发布坦克品牌，坦克 500 新能源在泰国开启首发预售；公司与新加坡 Cycle & Carriage 正式签署合作协议，智能新能源产品将登陆新加坡，东盟市场版图再扩大。公司新能源产品积极拓展海外市场，产品力与品牌力强势凸显，出海增长空间广阔。

► 战术积极调整 2023 深蹲起跳

品牌管理整合，2023 深蹲起跳。2023 年，公司坚定转型决心，全力抢占份额：销量目标不低于 160 万辆，净利润不低于 60 亿元，快速调整战略布局：

- 1) **整合品牌重回主航道：**扭转产品定位思路，调整产品回归主流市场，全力打造大单品；
 - 2) **整合组织架构：**由一车一品牌到聚焦一个长城，高管自上而下迎来调整；
 - 3) **整合渠道：**推出哈弗新能源龙网，全新独立渠道有望快速建立用户认知；
 - 4) **全新产品&全新技术：**全新技术 Hi4 主打两驱价格+四驱性能，首搭新车枭龙 Max 即将上市，有望驱动需求增长；
- 我们判断公司低谷时刻已过，随疫后复苏、搭载全新 Hi4 技术的新品推出，行业及公司周期共振，公司需求有望边际改善，以价换量全力抢占份额。

投资建议

公司新产品国内外推广进展顺利，智能电动化新周期开启，新能源智能化车型占比快速提升，豪华化领跑地位愈发清晰，非车业务收入有望加速释放。维持盈利预测，预计 2023-2025 年营业收入为 1,994.6/2,437.8/2,807.5 亿元，归母净利润为 72.1/116.3/149.3 亿元，对应 EPS 为 0.81/1.31/1.68 元，对应 2023 年 4 月 13 日收盘价 25.86 元/股 PE 为 32/20/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示

缺芯影响超预期；车市下行风险；WEY、沙龙、哈弗等品牌所在市场竞争加剧，销量不及预期；出海进度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	136,405	137,340	199,461	243,780	280,748
YoY (%)	32.0%	0.7%	45.2%	22.2%	15.2%
归母净利润(百万元)	6,726	8,266	7,214	11,627	14,926
YoY (%)	25.4%	22.9%	-12.7%	61.2%	28.4%
毛利率 (%)	16.2%	19.4%	16.4%	18.2%	19.1%
每股收益 (元)	0.73	0.91	0.81	1.31	1.68
ROE	10.8%	12.7%	10.0%	14.0%	15.3%
市盈率	35.42	28.42	31.90	19.79	15.42

资料来源: Wind, 华西证券

表 1 蓝山 DHT-PHEV 与竞品对比

车型	蓝山 DHT-PHEV	蓝山 DHT-PHEV	理想 L8	理想 L9
版本	两驱长续航版	四驱超长续航版	Air 版	Max
售价 (万元)	27.38	30.88	33.98	45.98
尺寸 (mm)	5156/1980/1805	5156/1980/1805	5080/1995/1800	5218/1998/1800
轴距 (mm)	3050	3050	3005	3105
动力类型	插电混合	插电混合	增程式	增程式
纯电续航 (km)	153	180	175	180
百公里电耗量 (kWh/100km)	21.0	22.3	24.2	22.2
发动机类型	1.5T	1.5T	1.5T	1.5T
发动机最大功率 (kW)	113	113	113	113
电动机总功率 (kW)	130	350	330	330
电池容量 (kWh)	36.7	44.5	42.8	44.5
变速箱	2 挡 DHT	2 挡 DHT	单速变速箱	单速变速箱
前悬架	麦弗逊	麦弗逊	双叉臂	双叉臂
后悬架	多连杆	多连杆	多连杆	多连杆
座椅材质	仿皮	Nappa 真皮	Nappa 真皮	Nappa 真皮
副驾腿托	标配	标配	-	-
AR-HUD	标配	标配	-	-
辅助驾驶操作系统	Coffee Pilot	Coffee Pilot	理想 AD Pro 系统	理想 AD Pro 系统
车外摄像头数量	6	10	10	11
车内摄像头数量	1	2	1	1
超声波雷达数量	8	12	12	12
毫米波雷达数量	5	5	1	1
激光雷达数量	-	-	-	1
扬声器数量	16	16	19	21

资料来源：汽车之家，懂车帝，华西证券研究所

图 1 蓝山 DHT-PHEV 外观



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 2 蓝山 DHT-PHEV 车内空间



资料来源：公司官网，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	137,340	199,461	243,780	280,748	净利润	8,253	7,213	11,626	14,924
YoY (%)	0.7%	45.2%	22.2%	15.2%	折旧和摊销	6,609	6,090	6,588	6,716
营业成本	110,739	166,833	199,442	227,212	营运资金变动	-1,312	25,400	-176	4,399
营业税金及附加	5,121	6,384	7,676	8,913	经营活动现金流	12,311	39,360	18,633	27,494
销售费用	5,876	7,017	8,955	10,656	资本开支	-15,859	-8,657	-9,708	-9,193
管理费用	4,893	5,686	7,153	8,542	投资	4,779	-984	-921	-952
财务费用	-2,488	1,458	2,301	2,606	投资活动现金流	-10,505	-7,962	-8,544	-7,763
研发费用	6,445	6,504	8,643	9,835	股权募资	357	133	0	0
资产减值损失	-337	-90	-103	-97	债务募资	21,738	12,000	15,000	18,000
投资收益	671	1,678	2,085	2,382	筹资活动现金流	-3,133	9,548	11,942	13,647
营业利润	7,967	8,110	13,141	16,825	现金净流量	-1,009	40,946	22,032	33,378
营业外收支	840	0	0	0	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	8,807	8,110	13,141	16,825	成长能力				
所得税	554	897	1,515	1,901	营业收入增长率	0.7%	45.2%	22.2%	15.2%
净利润	8,253	7,213	11,626	14,924	净利润增长率	22.9%	-12.7%	61.2%	28.4%
归属于母公司净利润	8,266	7,214	11,627	14,926	盈利能力				
YoY (%)	22.9%	-12.7%	61.2%	28.4%	毛利率	19.4%	16.4%	18.2%	19.1%
每股收益	0.91	0.81	1.31	1.68	净利率率	6.0%	3.6%	4.8%	5.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	4.5%	2.9%	3.9%	4.3%
货币资金	35,773	76,719	98,751	132,129	净资产收益率 ROE	12.7%	10.0%	14.0%	15.3%
预付款项	2,229	2,341	3,288	3,836	偿债能力				
存货	22,375	22,902	30,677	37,349	流动比率	1.12	1.10	1.12	1.15
其他流动资产	47,304	67,587	78,915	88,438	速动比率	0.85	0.92	0.93	0.96
流动资产合计	107,681	169,549	211,631	261,752	现金比率	0.37	0.50	0.52	0.58
长期股权投资	10,286	11,221	12,069	12,961	资产负债率	64.8%	71.2%	71.9%	72.1%
固定资产	26,949	26,646	26,503	26,177	经营效率				
无形资产	8,197	9,524	10,741	12,013	总资产周转率	0.74	0.80	0.82	0.80
非流动资产合计	77,677	81,102	85,001	88,286	每股指标 (元)				
资产合计	185,357	250,651	296,631	350,038	每股收益	0.91	0.81	1.31	1.68
短期借款	5,943	17,943	32,943	50,943	每股净资产	7.44	8.11	9.36	10.96
应付账款及票据	59,367	95,462	110,820	126,023	每股经营现金流	1.40	4.42	2.09	3.09
其他流动负债	30,491	40,720	45,235	51,174	每股股利	0.00	0.04	0.06	0.07
流动负债合计	95,802	154,125	188,999	228,141	估值分析				
长期借款	15,406	15,406	15,406	15,406	PE	28.42	31.90	19.79	15.42
其他长期负债	8,934	8,934	8,934	8,934	PB	3.98	3.19	2.76	2.36
非流动负债合计	24,339	24,339	24,339	24,339					
负债合计	120,141	178,464	213,338	252,480					
股本	8,765	8,898	8,898	8,898					
少数股东权益	15	14	13	11					
股东权益合计	65,216	72,187	83,293	97,557					
负债和股东权益合计	185,357	250,651	296,631	350,038					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。