



买入（首次）

所属行业：汽车/汽车整车
当前价格(元)：26.10

证券分析师

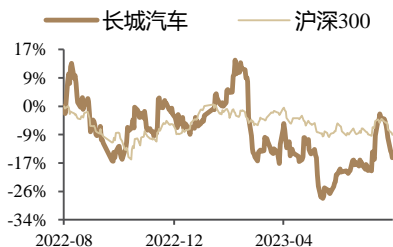
俞能飞

资格编号：S0120522120003

邮箱：yunf@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.23	6.26	-2.02
相对涨幅(%)	5.50	9.91	1.56

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

长城汽车：深蹲蓄力，潜龙在渊

投资要点

- 复盘：三周期共振，催化2020-2021年8倍超级大行情。**长城汽车股价由行业、战略与产品三周期共同驱动：1) 行业周期。长城销量表现与乘用车市场景气度高度相关；2) 战略周期。长城积极拥抱市场变化，动态进行战略调整，2010-2022年经历了四个战略周期；3) 产品周期。战略调整后以新思路推出新车型，进行产品换代。长城股价大幅上行大都发生在行业景气度高、战略调整后新品得到市场验证的阶段，2020-2021年行业、战略、产品三周期共同演绎，涨幅近8倍。
- 困局：新能源转型迟缓，变革时代软实力成为短板。**2021年11月以来，软实力短板导致长城销量落后于乘用车市场水平，股价持续低迷：1) 品牌。长城定位新能源行业追随者，2020-2021年，旗下仅有欧拉品牌定位新能源。魏牌品牌定位变化剧烈，导致客群流失；2) 产品。2020-2021年，长城投放新品仍以燃油车为主，新能源转型迟缓。同时，新能源车型售价明显高于同系列油车，价格缺乏竞争力。长城与乘用车市场新能源渗透率逐渐拉大，2022年差距达16.83%；3) 渠道。魏牌转型定位“新一代智能汽车”后，与造车新势力直接竞争，线下门店远离用户成为明显短板。哈弗油电同店销售，渠道形象、销售策略仍停留在燃油时代。
- 破茧：硬实力强劲+软实力短板补齐，软硬兼修有望深蹲起跳。**硬实力强劲：长城打造科技长城森林生态系统，全面覆盖智能化与新能源两大领域，混动+纯电+氢能三轨并行，自动驾驶+智能座舱+智慧底盘全面布局。软实力短板补齐：1) 品牌。打造集团化品牌矩阵，全面拥抱新能源；2) 产品。开启新一轮产品周期，密集投放混动车型，2023年以来新能源渗透率提升明显，6月达25.41%；3) 渠道。哈弗新能源销售网络独立，魏牌全面发力渠道变革，首批商超店已完成布局。
- 出海：“生态出海”布局全球，海外扩张打开新增长极。**海外业务已成为长城重要战略版图，2022年收入占比达19.19%，2023H1海外销量占比达23.87%。长城生态系统全面出海，研发、生产、销售体系布局全球。强大产品实力助力长城海外开疆拓土，多款车成为当地爆款。长城在海外以GWM母品牌为核心，打造聚合渠道与明星大单品。2023年以来，长城海外持续发力，全球市场加速突破。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年归母净利润52.37、95.60、118.48亿元，对应PE为43、23、19倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**新车型投放速度不及预期、新车型销量表现不及预期、市场竞争加剧影响公司盈利能力。

股票数据

总股本(百万股):	8,495.54
流通A股(百万股):	6,165.33
52周内股价区间(元):	22.33-35.23
总市值(百万元):	221,733.60
总资产(百万元):	178,098.16
每股净资产(元):	7.45

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	136,405	137,340	161,380	245,461	276,669
(+/-)YOY(%)	32.0%	0.7%	17.5%	52.1%	12.7%
净利润(百万元)	6,726	8,266	5,237	9,560	11,848
(+/-)YOY(%)	25.4%	22.9%	-36.6%	82.5%	23.9%
全面摊薄EPS(元)	0.79	0.97	0.62	1.13	1.39
毛利率(%)	16.2%	19.4%	17.5%	18.0%	18.0%
净资产收益率(%)	10.8%	12.7%	7.7%	12.3%	13.2%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 复盘：三周期共振，催化 2020-2021 年 8 倍超级大行情	6
1.1. 行业、战略与产品周期：理解长城股价的三重维度	6
1.2. 2020-2021 年行情复盘：三周期共同演绎，股价高歌猛进	9
2. 困局：新能源转型迟缓，变革时代软实力成为短板	11
2.1. 2021 年 11 月以来，长城股价持续低迷	11
2.2. 品牌：缺少新能源主航道主力品牌，魏牌定位漂移导致客群流失	12
2.3. 产品：2020-2021 年产品投放仍以燃油车为主，2022 年油电高价差削弱产品竞争力	13
2.4. 渠道：传统 4S 门店远离用户，油电同店拖累新能源产品上量	14
3. 破茧：硬实力强劲+软实力短板补齐，软硬兼修有望深蹲起跳	15
3.1. 造车硬实力强劲，森林生态体系铸就科技长城	15
3.1.1. 新能源：混动+纯电+氢能三轨并行	16
3.1.2. 智能化：自动驾驶+智能座舱+智慧底盘全面布局	20
3.2. 品牌：打造集团化品牌矩阵，全面拥抱新能源	22
3.3. 产品：全新混动产品密集投放，魏牌产品线逐步理顺	23
3.4. 渠道：哈弗新能源销售网络独立，魏牌探索合伙直营商超店模式	24
4. 出海：“生态出海”布局全球，海外扩张打开新增长极	25
4.1. 海外收入增长迅猛，2023 年上半年海外销量占比近 1/4	25
4.2. 研发、生产、销售体系布局全球，生态系统全面出海	26
4.3. 依托强大产品力，五大海外区域开疆拓土	27
4.4. 聚焦“ONE GWM”，全球市场加速突破	30
5. 盈利预测与相对估值	33
5.1. 盈利预测	33
5.2. 相对估值	33
6. 风险提示	34

图表目录

图 1: 长城汽车销量与乘用车市场销量同比增速走势较为一致	6
图 2: 长城 2010-2022 年经历了长城时期、哈弗时期、多元化布局时期和科技出行升级时期等四个战略周期.....	7
图 3: 长城产品周期与战略周期匹配, 在战略调整后密集投放新车型	7
图 4: 长城股价由行业、战略与产品三周期共同作用.....	8
图 5: 2020 年 6 月-2021 年 10 月, 长城股价涨幅近 8 倍	9
图 6: 长城销量增速大幅领先行业.....	9
图 7: 长城发布“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”三大技术品牌	10
图 8: 柠檬混动 DHT 系统主要零部件拆解.....	10
图 9: 三款新车占哈弗销量比例逐步提升至 30%左右	10
图 10: 欧拉销量同比持续高速增长.....	10
图 11: 长城股价快速下行, 随后开始持续震荡.....	11
图 12: 长城销量增速明显落后于市场平均水平	11
图 13: 长城汽车 2020-2021 年品牌矩阵	12
图 14: 2021 年下半年魏牌销量短暂爬坡, 之后开始持续下滑.....	13
图 15: 魏牌摩卡“咖啡风”颜色命名.....	13
图 16: 2020-2021 年, 长城投放新品仍以燃油车为主	13
图 17: 哈弗 H6 新能源售价明显高于哈弗 H6.....	13
图 18: 哈弗 H6 新能源与哈弗 H6 销量差距极大	13
图 19: 2021 年起, 长城与乘用车新能源渗透率差距逐渐拉大.....	14
图 20: 理想在北京四环内有多家零售中心.....	14
图 21: 魏牌北京经销商专营店几乎都分布在五环外	14
图 22: 哈弗渠道形象仍停留在燃油时代	15
图 23: 比亚迪海洋网渠道凸显年轻感与科技感	15
图 24: 长城汽车森林生态系统全面覆盖智能化、新能源及动力、整车制造等领域	15
图 25: 柠檬混动 DHT 高度集成七合一构型设计	16
图 26: 柠檬混动 DHT 有四种工作模式, 能最大化发动机效率.....	16
图 27: 全新 Hi4 混动专用发动机+变速器	17
图 28: 全新 Hi4 后驱动模块总成	17
图 29: Hi4 前后轴双电机串并联电四驱创新设计架构	17
图 30: iTVC 智能扭矩矢量控制系统工作示意	18
图 31: 全新 Hi4 能够实现 3 擎 9 模智能动态切换	18

图 32: 长城汽车布局纯电安全、电池系统、极速充电、电驱动系统与控制策略五大技术领域.....	18
图 33: 魏建军为长城汽车与蜂巢能源实际控制人.....	19
图 34: 2019-2023H1, 长城汽车始终为蜂巢能源第一大客户	19
图 35: 长城氢能技术中心	20
图 36: 睿博感知 4D 毫米波雷达与车载摄像头	20
图 37: 诺博科技 IDC3.0 自动驾驶域控制器	20
图 38: 新摩卡 DHT-PHEV 是 DriveGPT 首发落地车型	20
图 39: DriveGPT 入选北京首批 10 个行业大模型典型应用案例	20
图 40: 长城汽车智能座舱具备车内智能检测、生命体征检测、个性化专属服务等多项功能.....	21
图 41: 长城汽车智慧线控底盘结构.....	22
图 42: 战略聚焦“一个长城”, 旗下品牌全面转型新能源, 发力打造明星大单品.....	22
图 43: 长城汽车 2023 年以来密集投放混动车型, 发力主流价格带新能源产品覆盖	23
图 44: 2023 年以来, 长城汽车新能源渗透率快速提升	23
图 45: 魏牌产品线逐步理顺, 目前已初步形成“大五座 SUV-大六座 SUV-七座 MPV”产品布局.....	24
图 46: 门店营造新能源科技氛围, 展示哈弗全新品牌形象	24
图 47: 哈弗渠道转变为以客户需求为中心.....	24
图 48: 魏牌已在上海重点商圈布局三家商超店	24
图 49: 魏牌深圳商超店布局在福田 CBD	24
图 50: 上海浦东尚悦湾广场坦克魏牌门店形象	25
图 51: 上海浦东尚悦湾广场坦克魏牌展厅形象	25
图 52: 2021 年以来海外收入快速增长	25
图 53: 海外收入占比快速提升, 2022 年达 19.19%.....	25
图 54: 2021 年以来海外销量快速增长	26
图 55: 海外销量占比快速提升, 2023 年上半年达 23.87%.....	26
图 56: 长城汽车全球研发体系.....	26
图 57: 长城汽车全球生产体系.....	26
图 58: 长城汽车全球销售中心布局.....	27
图 59: 长城汽车 2004 年进入俄罗斯市场, 逐步进行海外拓展.....	28
图 60: 2022 年前五大区域市场占长城海外收入比例达 76.4%.....	28
图 61: 2018-2022 年, 俄罗斯市场收入快速放量.....	28

图 62: 哈弗 Jolion、F7 位居俄罗斯 SUV 销量榜第三、第五位.....	28
图 63: 2019-2022 年, 澳大利亚市场收入增长迅猛.....	28
图 64: 2020-2022 年, 澳大利亚市场三款主力车型销量快速爬坡.....	28
图 65: 2020-2022 年, 南非市场收入快速增长.....	29
图 66: 2022 年, 哈弗 Jolion 位居南非 SUV 销量排行榜第四位.....	29
图 67: 2022 年, 哈弗 H6 位居泰国 SUV 销量排行榜第十位.....	29
图 68: 2022 年, 欧拉好猫位居泰国纯电动车销量排行榜首位.....	29
图 69: 2019-2022 年, 沙特市场收入 CAGR 为 33.63%.....	30
图 70: 2023 年 6 月 8 日, 坦克 500 在沙特隆重上市.....	30
图 71: 长城在 2022 年海外经销商大会上发布“ONE GWM”全球品牌行动纲领.....	30
图 72: 2022 年, 东南亚乘用车销量达 237 万辆.....	31
图 73: 2022 年, 东南亚新能源乘用车销量增长迅猛.....	31
图 74: 中国驻泰大使韩志强参观长城汽车泰国罗勇工厂.....	31
图 75: 2022 年, 拉丁美洲乘用车销量达 343 万辆.....	32
图 76: 2021 年, 拉丁美洲新能源乘用车渗透率仅为 0.7%.....	32
图 77: 巴西副总统杰拉尔多·阿尔克明、中国驻巴西大使祝青桥等与长城汽车巴西团队合影.....	33
表 1: 长城汽车盈利预测.....	33
表 2: 相对估值.....	34

1. 复盘：三周期共振，催化 2020-2021 年 8 倍超级大行情

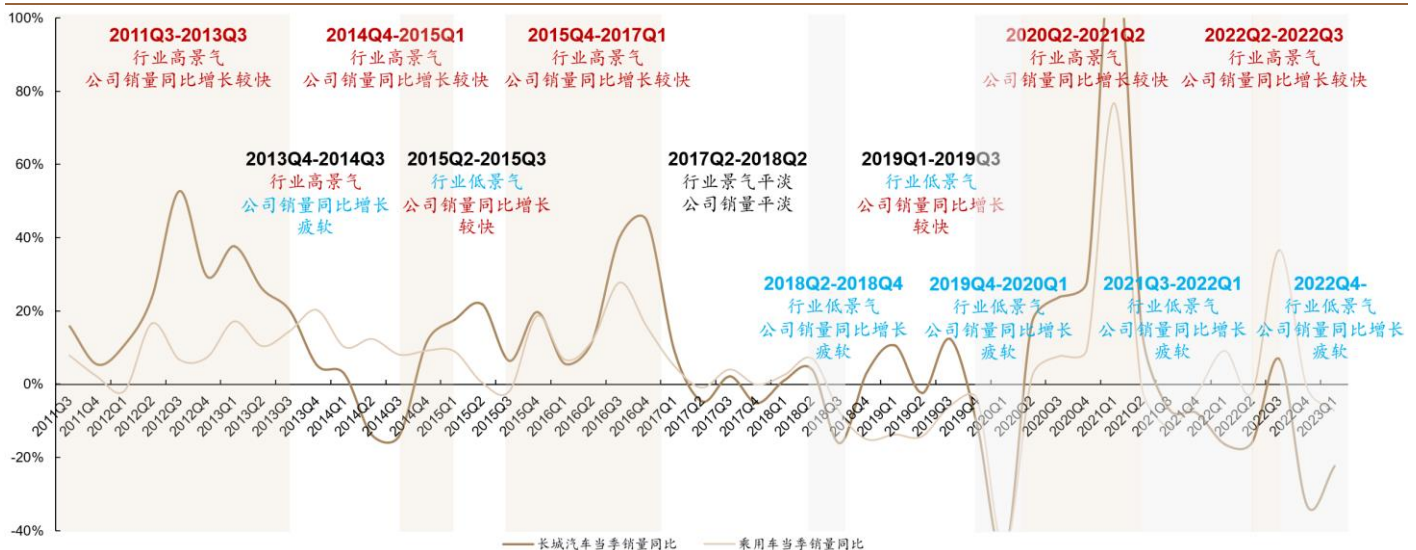
1.1. 行业、战略与产品周期：理解长城股价的三重维度

长城汽车股价由行业、战略与产品三周期共同驱动：

1、行业周期：销量表现与乘用车市场景气度高度相关

结合行业景气度，长城历史销量表现可划分为三种阶段：**1) 行业高景气，公司销量同比增长较快。**包括 2011Q3-2013Q3、2014Q4-2015Q1、2015Q4-2017Q1、2020Q2-2021Q2 和 2022Q2-2022Q3；**2) 行业低景气，公司销量同比增长疲软。**包括 2013Q4-2014Q3、2015Q2-2015Q3、2017Q2-2018Q2、2018Q2-2018Q4、2019Q4-2020Q1、2021Q3-2022Q1 和 2022Q4-2023Q1；**3) 公司销量表现与行业景气度出现背离。**2013Q4-2014Q3，行业高景气，公司销量同比增长疲软。2015Q2-2015Q3、2019Q1-2019Q3，行业低景气，公司销量同比增长较快。整体来看，长城汽车销量与乘用车市场销量同比增速走势存在较强的一致性，行业景气度是影响长城汽车销量的关键因素。

图 1：长城汽车销量与乘用车市场销量同比增速走势较为一致



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，德邦研究所

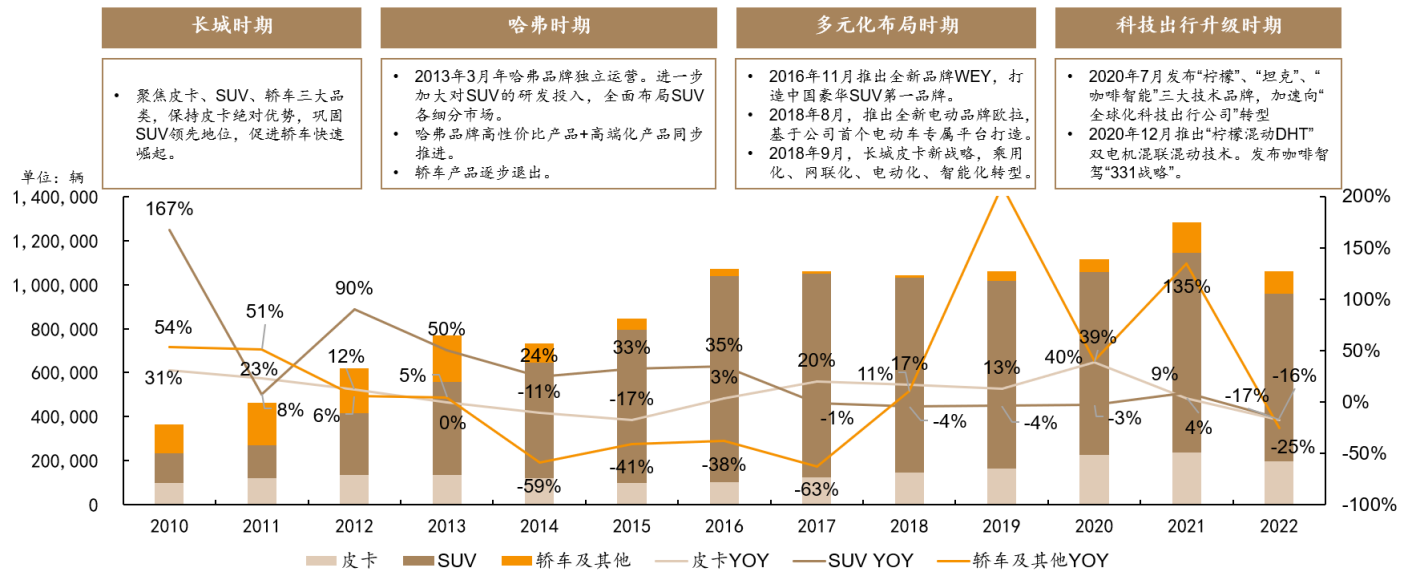
注：浅棕色/浅灰色/白色分别代表行业高景气、公司销量同比增长较快/行业低景气，公司销量同比增长疲软/公司销量表现与行业景气度出现背离的时间段

2、战略周期：积极拥抱市场变化，动态进行战略调整

长城 2010-2022 年经历了四个战略周期：**1) 长城时期。**聚焦“长城汽车”整体品牌，发力 SUV、皮卡及经济型轿车三大品类，保持皮卡绝对优势，巩固 SUV 领先地位，促进轿车快速崛起。依托产品品质及成本优势，采取高性价比定价策略；**2) 哈弗时期。**2013 年 3 月哈弗品牌独立，聚焦 SUV 品类，加大对 SUV 品类研发投入与推广力度，全面布局 SUV 各细分领域，开始进军高端市场；**3) 多元化布局时期。**2016 年 11 月，发布豪华 SUV 品牌 WEY，致力于打造中国豪华轻奢 SUV 第一品牌。2018 年 8 月，推出新能源汽车独立品牌欧拉 ORA，在主流车企中第一个将新能源汽车业务进行品牌化管理，基于 ME 纯电动平台打造。2018 年 9 月，长城皮卡新战略正式发布，长城皮卡正式成为独立品类品牌，开始乘用车化、网联化、电动化、定制化、智能化转型；**4) 科技出行升级时期。**2020 年 7

月，发布“柠檬、坦克、咖啡智能”三大技术品牌，专注技术研发，聚焦前瞻科技，赋能产业变革，向全球化科技出行公司加速转型。

图 2：长城 2010-2022 年经历了长城时期、哈弗时期、多元化布局时期和科技出行升级时期等四个战略周期

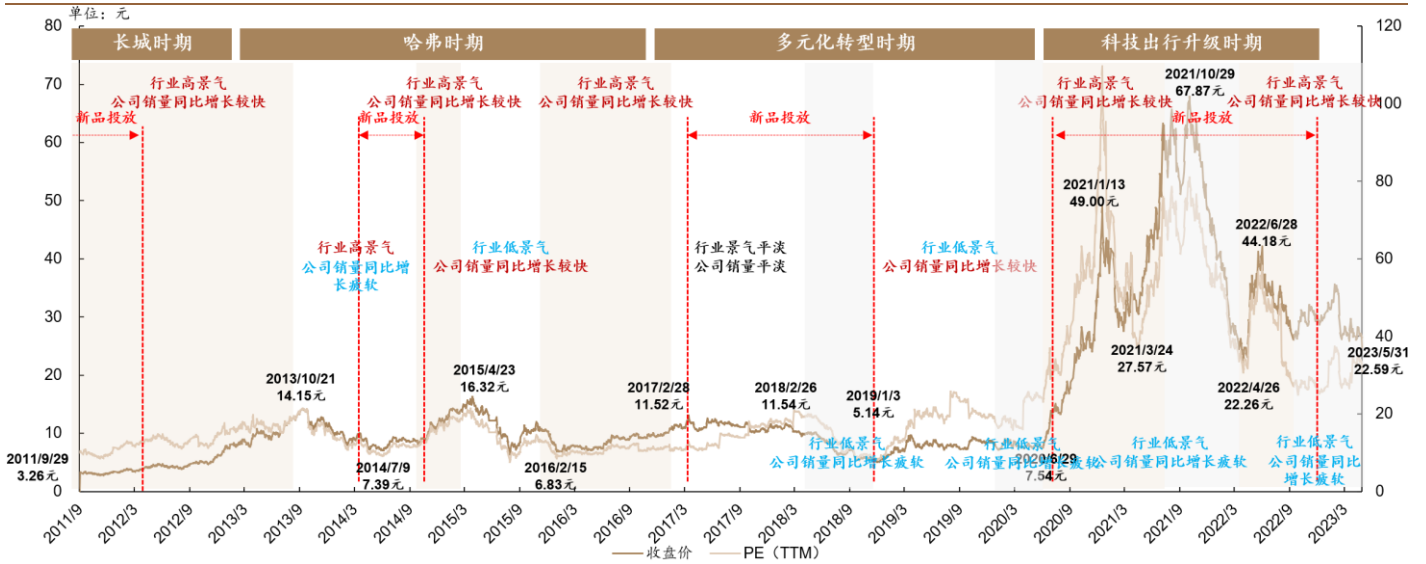


资料来源：Wind，公司官网，公司公告，德邦研究所

3、产品周期：战略调整后以新思路推出新车型，进行产品换代

长城产品周期与战略周期匹配，战略调整后密集推出新一代车型：1) 长城时期。2008 年正式进军轿车行业，持续投放低价格段微型、小型轿车新品，以促进轿车业务快速崛起。同时持续投放 SUV 新品，以巩固 SUV 领先地位。2011 年 8 月，哈弗 H6 上市后迅速成为爆款；2) 哈弗时期。以哈弗 H6 为基点，向上推出中大型 SUV 哈弗 H8、哈弗 H9，向下布局小型 SUV 哈弗 H1、哈弗 H2，全面布局 SUV 各细分领域；3) 多元化布局时期。WEY 推出高端 SUV 系列车型 VV5、VV6、VV7，P8 上探 25w+ 价格区间。哈弗推出 M、F 新系列，继续加密 SUV 产品线。欧拉以 IQ、R1 两款纯电新车打开市场；4) 科技出行升级时期。形成哈弗+魏牌+欧拉+坦克品牌矩阵，新产品全线爆发。魏牌产品线全面换代，推出全新咖啡系列。哈弗小型、紧凑型 SUV 产品线全面更新，H、F 系列大部分车型逐步退出，大狗、初恋、赤兔、神兽等新车型开始上量。欧拉聚焦女性市场，完成微型、小型、紧凑型、中型车全产品线覆盖。坦克定位硬派越野 SUV，坦克 300、坦克 500 快速成为细分领域爆款。

图 3：长城产品周期与战略周期匹配，在战略调整后密集投放新车型



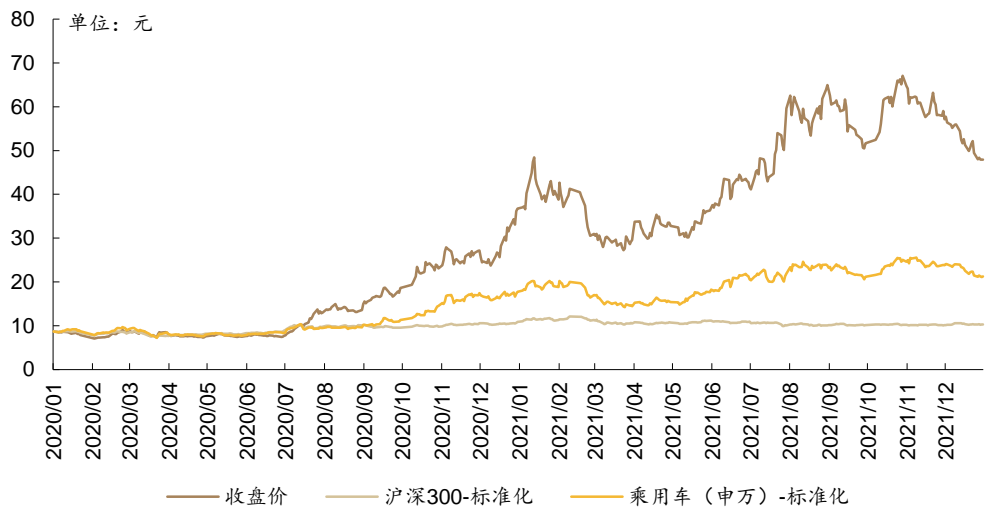
资料来源: Wind, 懂车帝, 汽车之家, 乘联会, 德邦研究所

注: 浅棕色/浅灰色/白色分别代表行业高景气、公司销量同比增长较快/行业低景气, 公司销量同比增长疲软/公司销量表现与行业景气度出现背离的时间段

1.2. 2020-2021 年行情复盘: 三周期共同演绎, 股价高歌猛进

三周期共同演绎, 长城股价涨幅近 8 倍。2020 年 6 月 30 日-2021 年 10 月 29 日, 长城汽车股价由 7.51 元升至 67.08 元, 涨幅达 794%, 同期乘用车 (申万) 指数上涨 202%, 沪深 300 上涨 18%。其中 2021 年 1 月 13 日-3 月 24 日, 受缺芯事件影响, 长城股价快速下行, 跌幅达 44%。

图 5: 2020 年 6 月-2021 年 10 月, 长城股价涨幅近 8 倍



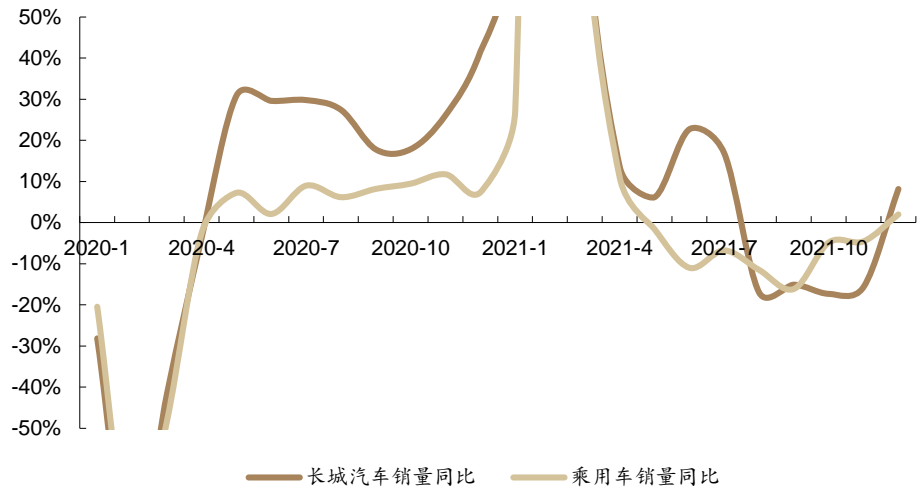
资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 以长城汽车 2020 年 1 月 2 日股价为基准, 将沪深 300、乘用车 (申万) 指数值进行标准化处理

1、行业周期: 乘用车市场温和复苏, 长城销量增速大幅领先行业

2020 年 5 月起, 随着疫情得到控制、各地学生开始复课, 家庭购车与换购需求得到释放。同时, 各地促消费政策陆续出台, 消费者信心逐步恢复, 乘用车市场开始温和复苏。长城开启新一轮战略与产品周期, 密集投放新车型, 市场认可度高, 销量增速一度大幅领先行业水平。

图 6: 长城销量增速大幅领先行业



资料来源: Wind, 乘联会, 德邦研究所

2、战略周期：发布三大技术品牌，向全球化科技出行公司转型

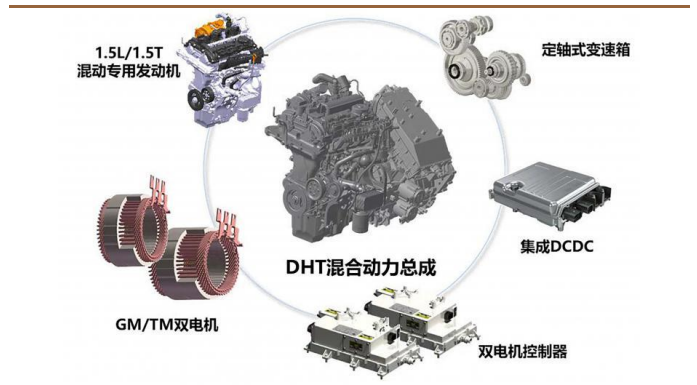
2020年7月20日，长城发布全球化高智能模块化技术平台“柠檬”、全球化智能专业越野平台“坦克”和面向未来出行的智能系统“咖啡智能”，宣布向全球化科技公司转型。2020年12月15日，长城发布“柠檬混动 DHT”技术，以一套 DHT 高集成度油电混动系统，实现两种动力架构及三套动力总成。

图 7：长城发布“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”三大技术品牌



资料来源: 新浪汽车, 新车型, 德邦研究所

图 8：柠檬混动 DHT 系统主要零部件拆解



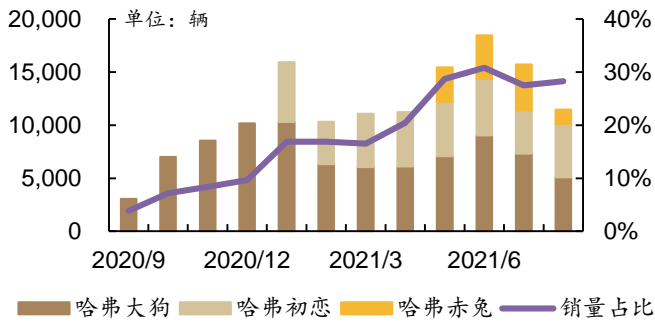
资料来源: 公司官网, 德邦研究所

3、产品周期：哈弗、欧拉、坦克新车型表现强劲

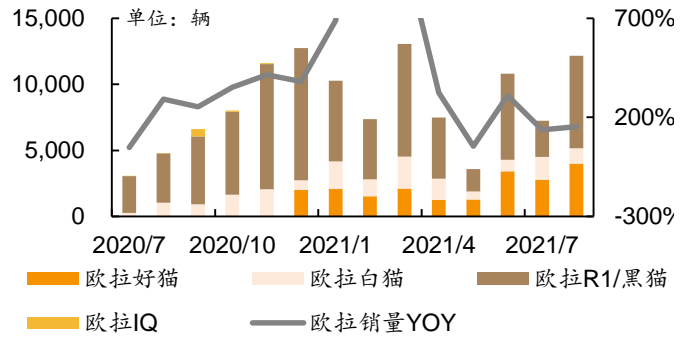
1) 哈弗三款新车销量表现优秀，在哈弗品牌销量占比逐步提升至 30%左右。哈弗大狗上市后销量快速爬坡，2020 年底月销突破万辆。2021 年 1-8 月，哈弗初恋月销在 5000 辆左右，哈弗赤兔月销在 3000-4000 辆。2021 年 6 月，哈弗三款新车销量占哈弗销量比例超过 30%；2) 欧拉精准切入女性细分市场，销量增长迅猛。欧拉定位女性增购需求，开辟全新蓝海市场。欧拉黑猫极具产品力与性价比优势，成为欧拉主力车型。欧拉白猫、好猫销量逐渐爬坡；3) 坦克 300 大获成功，领跑硬派越野细分赛道。2021 年，坦克 300 位列中国市场越野车销量排行榜首位，销量大幅超越竞品车型。

图 9：三款新车占哈弗销量比例逐步提升至 30%左右

图 10：欧拉销量同比持续高速增长



资料来源：乘联会，德邦研究所



资料来源：乘联会，德邦研究所

2. 困局：新能源转型迟缓，变革时代软实力成为短板

2.1. 2021年11月以来，长城股价持续低迷

长城股价快速下行后，开始持续震荡。2021年10月29日-2022年4月26日，长城汽车股价由67.08元下跌至22.01元，跌幅达67%，同期乘用车（申万）指数下跌37%，沪深300下跌23%。随后长城股价进入震荡区间，波动剧烈。

图 11：长城股价快速下行，随后开始持续震荡

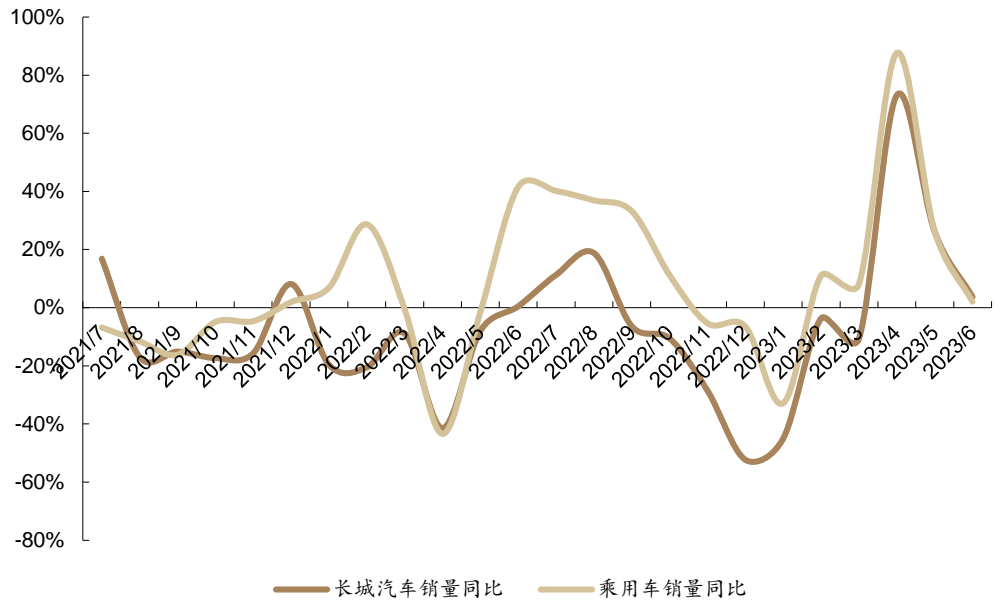


资料来源：Wind，德邦研究所

注：以长城汽车2021年7月1日股价为基准，将沪深300、乘用车（申万）指数值进行标准化处理

多因素作用下乘用车市场波动较大，长城销量增速落后于市场水平。疫情影响下，2022年4月乘用车市场陷入冰点，6月起随着乘用车购置税减半政策出台，景气度迅速回升，到年底又快速转弱。长城销量增速明显落后于市场水平。

图 12：长城销量增速明显落后于市场平均水平

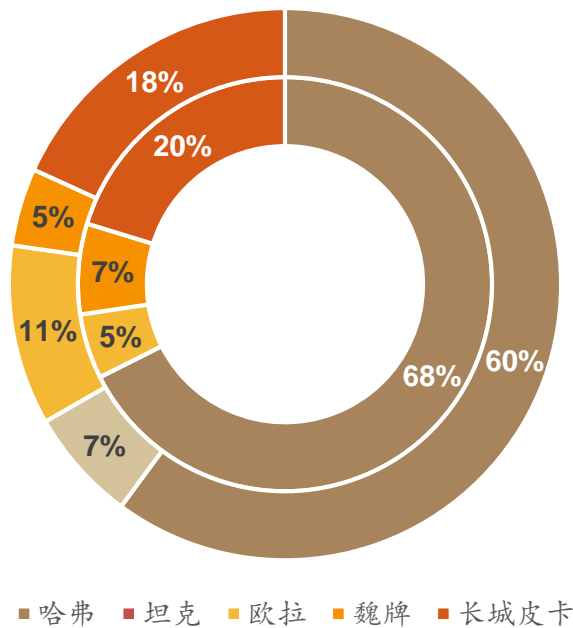


资料来源: Wind, 乘联会, 德邦研究所

2.2. 品牌: 缺少新能源主航道主力品牌, 魏牌定位漂移导致客群流失

定位新能源行业追随者, 缺少新能源主航道主力品牌。2016年, 长城汽车董事长魏建军在股东大会上定调, 长城只能做新能源行业的追随者。2020-2021年, 长城汽车旗下哈弗、魏牌、坦克、欧拉和长城皮卡五大品牌中, 仅有欧拉品牌定位新能源, 其他品牌在售车型均以燃油车为主。而2020、2021年, 欧拉品牌销量占长城汽车总销量比例分别仅有5%、11%, 长城缺乏新能源主航道主力品牌。

图 13: 长城汽车 2020-2021 年品牌矩阵

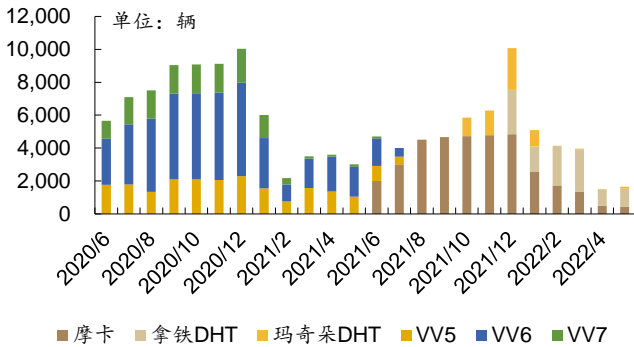


资料来源: 乘联会, 德邦研究所
注: 内圈为 2020 年数据, 外圈为 2021 年数据

魏牌品牌定位频繁变化, 导致客群流失。2021年, 魏牌进行品牌全新升级, 定位“新一代智能汽车”, 瞄准“崇尚智能的年轻一代”。2021年, 魏牌陆续推出

全新咖啡系列车型，产品调性向年轻化转型，原有的VV+数字系列逐步退出。从“中国豪华SUV第一品牌”到“新一代智能汽车”，从VV+数字到咖啡系列，2021年下半年，魏牌产品线换代之销量短暂爬坡，之后开始持续下滑。

图 14: 2021 年下半年魏牌销量短暂爬坡，之后开始持续下滑



资料来源: 乘联会, 德邦研究所

图 15: 魏牌摩卡“咖啡风”颜色命名

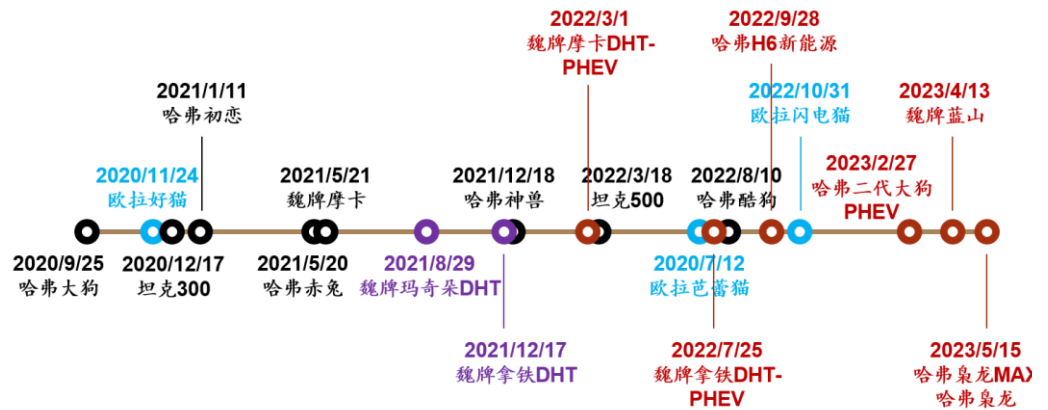


资料来源: 汽车之家, 德邦研究所

2.3. 产品: 2020-2021 年产品投放仍以燃油车为主, 2022 年油电高价差削弱产品竞争力

2020-2021 年, 长城投放新品仍以燃油车为主, 新能源转型迟缓。长城 2020 年仅投放欧拉好猫一款纯电车型, 定位女性细分市场, 2021 年仅投放玛奇朵 DHT、拿铁 DHT 两款油混车型。长城新能源转型迟缓, 未能及时推出新能源主力车型。

图 16: 2020-2021 年, 长城投放新品仍以燃油车为主

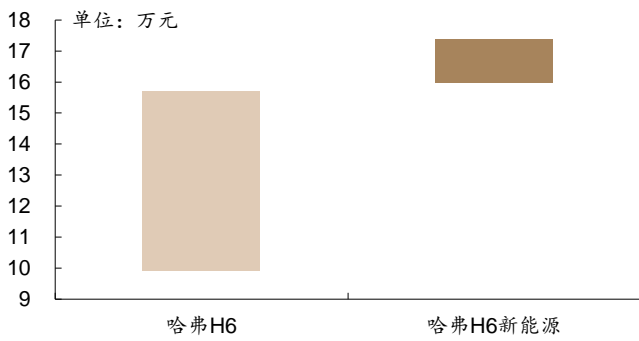


资料来源: 汽车之家, 德邦研究所

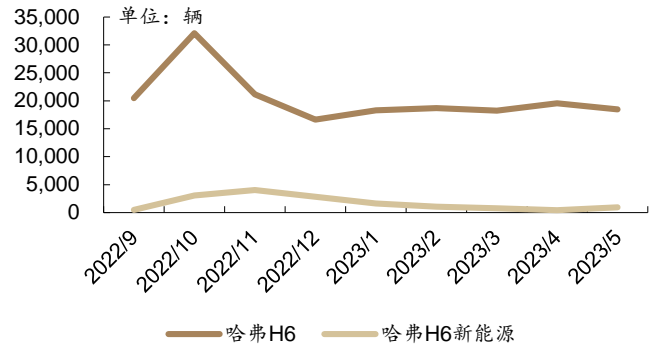
新能源车型售价明显高于同系列油车, 价格缺乏竞争力。2022 年 9 月, 哈弗 H6 新能源上市, 基于哈弗 H6 改造而来, 但售价明显高于哈弗 H6, 油电高价差导致新能源车型缺乏竞争力。

图 17: 哈弗 H6 新能源售价明显高于哈弗 H6

图 18: 哈弗 H6 新能源与哈弗 H6 销量差距极大



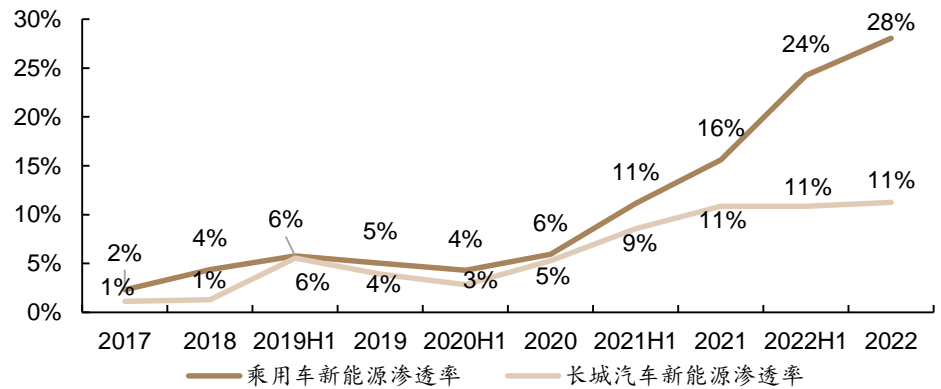
资料来源：汽车之家，德邦研究所



资料来源：乘联会，德邦研究所

长城与乘用车市场新能源渗透率逐渐拉大，2022年差距达16.83%。2020年以前，长城汽车新能源渗透率与乘用车市场新能源渗透率相差不大，2021年开始差距逐渐拉开。2020-2022年，长城汽车与乘用车市场渗透率差距分别为0.66%、4.75%和16.83%。

图 19：2021 年起，长城与乘用车新能源渗透率差距逐渐拉大



资料来源：Wind，乘联会，公司公告，德邦研究所

2.4. 渠道：传统 4S 门店远离用户，油电同店拖累新能源产品上量

品牌转型定位“新一代智能汽车”后，与造车新势力直接竞争，线下门店远离用户成为明显短板。魏牌前期定位豪华 SUV 品牌，渠道体系建设以经销商 4S 店为主，门店外观风格、内部区域划分、装饰品味等方面向传统豪华品牌看齐。新势力厂商引领汽车渠道变革，把传统 4S 店功能拆解为两部分：1) 零售体验店。开设在核心商圈，以直营为主，承担展示、体验和销售功能，拉近与消费者距离，塑造品牌形象；2) 交付与售后中心。仍布局在传统 4S 店聚集区域或其他郊区地带。魏牌转型后，目标客群与新势力重叠，而门店仍以传统 4S 店为主，经销模式之下渠道转型较慢，与新势力相比，在消费者触达度、品牌塑造等方面劣势明显。

图 20：理想在北京四环内有多家零售中心

图 21：魏牌北京经销商专营店几乎都分布在五环外



资料来源：理想官网，德邦研究所



资料来源：魏牌官网，德邦研究所

哈弗油电同店销售，渠道形象、销售策略仍停留在燃油时代。造车新势力等新能源品牌门店着力打造年轻感与科技感，与传统燃油车渠道形成明显差异，以凸显品牌新能源调性。此外，新能源车与燃油车在卖点宣传、销售话术上差异较大，需要对销售人员进行专门培训。哈弗油电同店销售，可能削弱经销商对销售新能源车型的动力，拖累新能源产品上量。

图 22：哈弗渠道形象仍停留在燃油时代



资料来源：汽车之家，德邦研究所

图 23：比亚迪海洋网渠道凸显年轻感与科技感



资料来源：汽车之家，德邦研究所

3. 破茧：硬实力强劲+软实力短板补齐，软硬兼修有望深蹲起跳

3.1. 造车硬实力强劲，森林生态体系铸就科技长城

打造科技长城森林生态系统，全面覆盖智能化与新能源两大领域。长城汽车以整车业务为核心，全面布局新能源、智能化相关技术产业，坚持全栈自研自产：**1) 新能源领域**，长城已构建完成“光伏+分布式储能+集中式储能”的能源体系，完成“太阳能-电池-氢能-车用动力”全价值链布局；**2) 智能化领域**，长城已具备智能驾驶技术从感知硬件到计算平台的全域自研能力，以及智能座舱技术全栈软硬件自研能力。依托森林生态系统，长城能够实现核心技术自主可控、组织体系高效协同，铸就强大造车硬实力。

图 24：长城汽车森林生态系统全面覆盖智能化、新能源及动力、整车制造等领域



资料来源：公司官网，德邦研究所

3.1.1. 新能源：混动+纯电+氢能三轨并行

1、混动：由柠檬混动 DHT 向全新 Hi4 进化

1) 柠檬混动 DHT

2020 年 12 月，长城汽车柠檬混动 DHT 全球首发，率先打破合资技术垄断。柠檬混动 DHT 可概括为“1-2-3”，即 1 套系统、2 种架构、3 套动力总成：

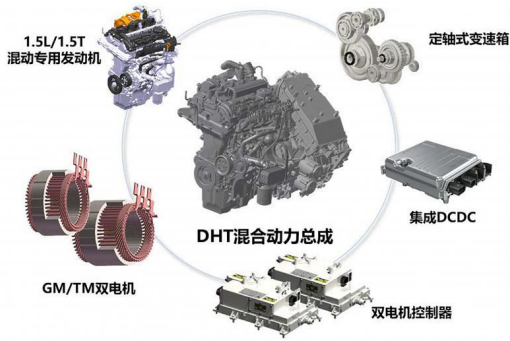
①一套混动系统。指采用混动专用发动机和 TM（驱动电机）/GM（发电机）双电机混联拓扑结构，能够实现纯电、串联、并联、能量回收等多种工况，通过控制系统智能切换，智能匹配最优工况。

②两种动力架构。指 HEV 与 PHEV 两种动力架构，HEV 架构主打城区路况超低油耗以及中高速路况瞬时加速，动力系统综合效率超 50%；PHEV 架构致力于消除用户的“续航焦虑”，其最高纯电续航可达 200km。

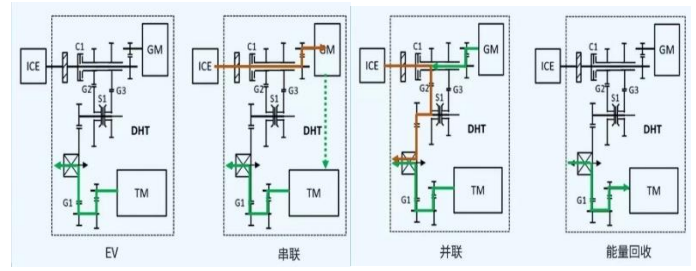
③三套动力总成。指在 HEV/PHEV 架构下，有 1.5L+DHT100 和 1.5T+DHT130 两套动力总成，在 PHEV 架构下，有 1.5T+DHT130+P4 四驱动力总成。

图 25：柠檬混动 DHT 高度集成七合一构型设计

图 26：柠檬混动 DHT 有四种工作模式，能最大化发动机效率



资料来源：公司官网，德邦研究所



资料来源：公司官网，德邦研究所

2) 全新智能四驱电混技术 Hi4

2023 年 3 月，长城汽车正式发布了全新智能四驱电混技术 Hi4，以两驱价格实现四驱体验。Hi4 全球首创智控四驱电混技术，能够实现全优配置、全新构型和全能智控：

①全优配置。全新 Hi4 包含两套动力总成，技术模块核心部件行业领先。1.5L/1.5T 两款混动专用发动机，最高工程热效率达 41.5%，油耗降低 6-7%；全新 Hi4 前驱动模块总成，传动效率高达 98%，能够实现换挡无顿挫和工作模式智能切换；后驱动模块总成电机功率达 150kW，电机效率高达 96.5%；低内阻动力电池具备快充功能，可满足 100km 以上纯电续航。

图 27：全新 Hi4 混动专用发动机+变速器

图 28：全新 Hi4 后驱动模块总成



资料来源：公司官网，德邦研究所



资料来源：公司官网，德邦研究所

②全新构型。采用前后轴双电机串并联电四驱构型，相比市场主流三电机混动四驱方案具有结构简单、成本低的优势，从而实现“四驱的体验、两驱的价格，四驱的性能、两驱的能耗”。Hi4 实现前后轴双电机动力解耦，扩大传统双电机串并联构型使用场景。同时，Hi4 前后轴荷接近 50:50，前后轴扭矩可在 0-100%之间自由分配，提高整车驾控性能，轻松应对复杂路况。

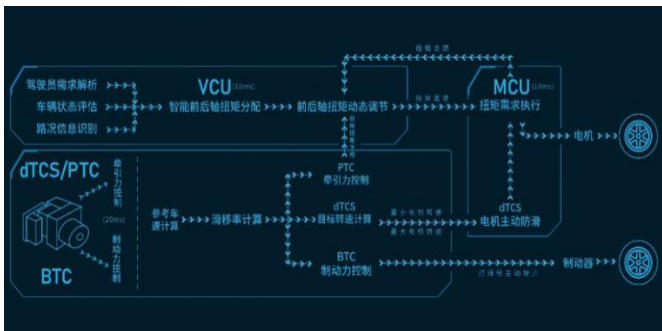
图 29：Hi4 前后轴双电机串并联电四驱创新设计架构



资料来源：公司官方微信公众号，德邦研究所

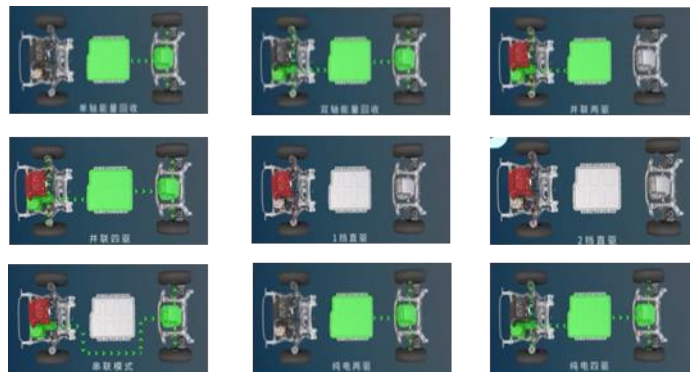
③全能智控。采用 iTVC 智能扭矩矢量控制系统，实时对前后轴扭矩进行智能分配和动态调节，有效抑制低附路面打滑，以及过弯时的转向不足或转向过度，提高车辆操稳性、安全性和舒适性。iTVC 还能精准识别实时路况，实现 3 擎 9 模智能动态切换，使整车能效提升 8%。

图 30：iTVC 智能扭矩矢量控制系统工作示意



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 31：全新 Hi4 能够实现 3 擎 9 模智能动态切换



资料来源：公司官网，德邦研究所

2、纯电：布局五大技术领域，与蜂巢能源深度绑定

长城汽车与生态链企业全面布局纯电安全、电池系统、极速充电、电驱动系统与控制策略五大技术领域：**1) 纯电安全。**长城汽车 2021 年推出大禹电池技术，以“变堵为疏”为设计理念，将气火流按照设计通道安全疏导出电池包外，可解决热失控起火和爆炸问题。蜂巢能源 2022 年 12 月推出高安全动力电池系统化解决方案——龙鳞甲电池，从电池系统热失控的本源出发，创新热失控隔断技术，聚焦电池安全性提升；**2) 电池系统。**蜂巢能源打造全品类电芯产品体系，覆盖三元、磷酸铁锂、无钴等主流品类，正在推进钠电池、高比能锂金属电池、全固态锂电池等新兴技术的储备性研发；**3) 极速充电。**长城汽车推出 800V 高压快充技术，蜂巢能源正在开发长薄化 4C 快充三元电芯，可实现 20-80% SOC 快充时间 10 分钟；**4) 电驱动系统。**长城汽车推出新一代三合一电驱动系统，电机功率范围覆盖 35kW-200kW，可覆盖各级别新能源车型；**5) 控制策略。**长城汽车打造智能能量管理系统，能够实现多种动力模式灵活切换。

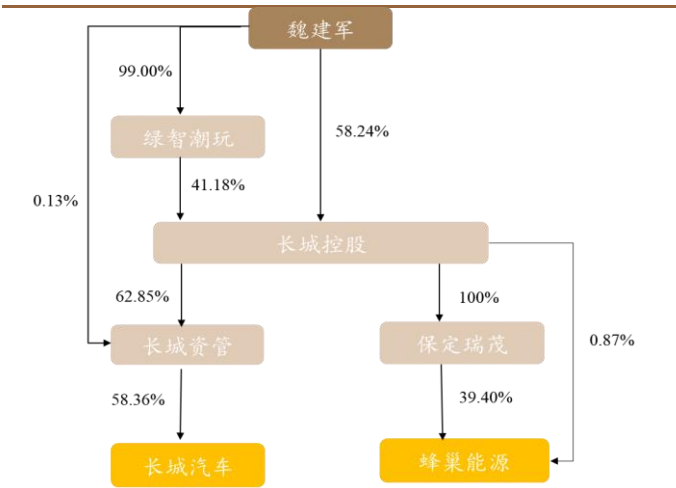
图 32：长城汽车布局纯电安全、电池系统、极速充电、电驱动系统与控制策略五大技术领域



资料来源：公司官网，公司 2022 年度业绩路演材料，德邦研究所

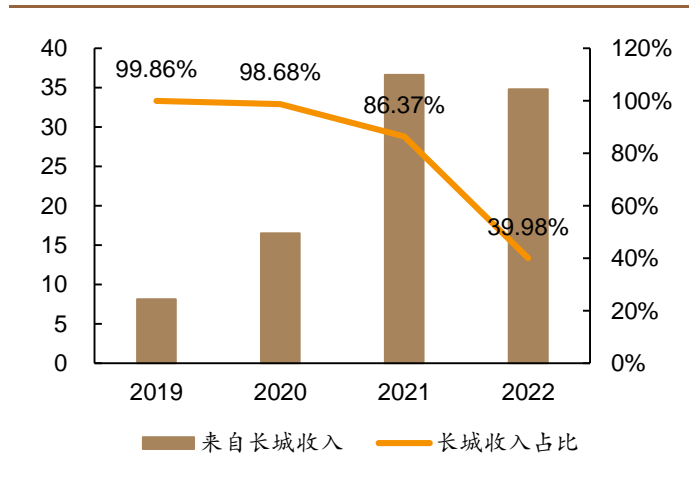
深度绑定蜂巢能源，与生态链企业共同成长。蜂巢能源前身为长城汽车动力电池事业部，2018 年独立。长城汽车实际控制人魏建军同时也是蜂巢能源实际控制人，合计控制蜂巢能源 40.26% 股权、76.81% 表决权。根据韩国锂电池市场研究机构 SNE Research 统计，蜂巢能源 2021 年及 2022 年 1-6 月动力电池装机量世界排名第十，根据中国汽车动力电池产业创新联盟统计，蜂巢能源 2021 年度及 2022 年 1-6 月动力电池装车量国内排名第六。长城汽车与蜂巢能源深度合作，2019-2023H1，来自长城汽车及下属公司的收入占蜂巢能源主营业务收入比例分别为 99.86%、98.68%、86.37%、39.98%。

图 33：魏建军为长城汽车与蜂巢能源实际控制人



资料来源：公司公告，蜂巢能源招股说明书，德邦研究所
注：蜂巢能源持股比例截至 2022 年 11 月，长城汽车持股比例截至 2022 年末

图 34：2019-2023H1，长城汽车始终为蜂巢能源第一大客户

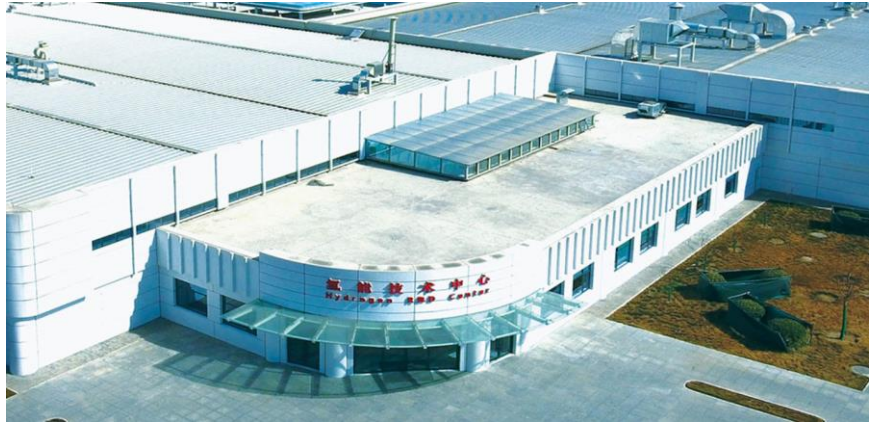


资料来源：蜂巢能源招股说明书，德邦研究所

3、氢能：构建氢能“制-储-运-加-应用”一体化生态

2016 年，长城开始布局氢能及燃料电池技术，进行氢燃料电池车型及零部件开发。2019 年氢能板块正式以“未势能源”身份开启独立运营，全面布局氢能与燃料电池产业。“未势能源”致力于构建氢能产业“制-储-运-加-应用”一体化供应链生态，目前能够满足 40kW 级-400+kW 级净功率定制化需求，覆盖乘用车、重卡、客车、轨道车辆、船舶、热电联供六大应用领域。

图 35: 长城氢能技术中心



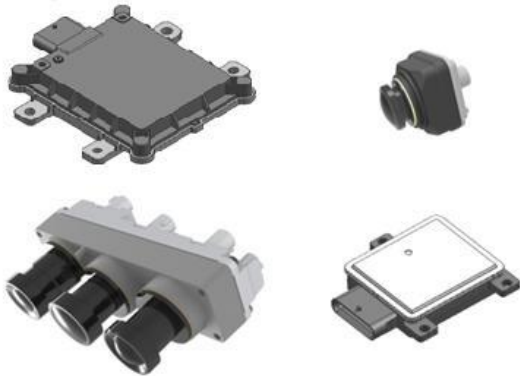
资料来源: 公司官网, 德邦研究所

3.1.2. 智能化: 自动驾驶+智能座舱+智慧底盘全面布局

1、自动驾驶: 硬件架构与软件生态全域自研, 构建数据智能体系

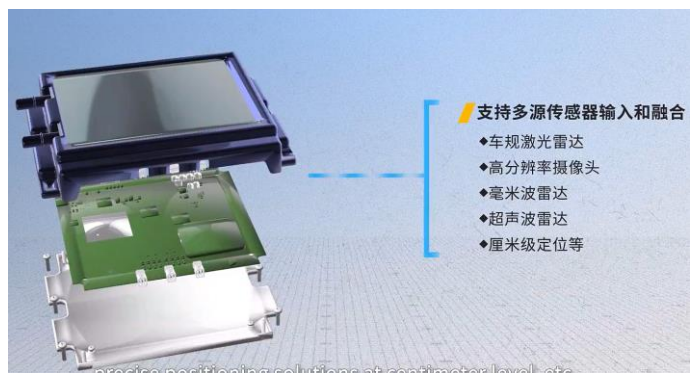
①**硬件架构**。长城具备从感知硬件到计算平台的全域自研能力, 睿博感知自研自制国内首例采用 1700 万像素感光芯片的车载摄像头, 以及业内首个媲美激光雷达的高分辨率成像 4D 毫米波雷达, 结合诺博科技自主开发的高算力计算平台, 共同组成长城智能驾驶硬件架构。

图 36: 睿博感知 4D 毫米波雷达与车载摄像头



资料来源: 盖世汽车咨询速递, 德邦研究所

图 37: 诺博科技 IDC3.0 自动驾驶域控制器



资料来源: 盖世汽车资讯网, 德邦研究所

②**软件生态**。毫末智行前身为长城汽车的智能驾驶前瞻分部, 2019 年 11 月独立, 可实现从底层软件、中间件上层应用软件的全栈自研, 发布国内首个可大规模量产落地的城市 NOH 导航辅助驾驶产品。截至 2023 年 3 月, 长城汽车用户的辅助驾驶行驶里程已经突破 3600 万公里。

③**数据智能体系**。2021 年 12 月, 毫末智行率先发布国内首个全栈自研的自动驾驶数据智能体系 MANA (雪湖), 由 BASE、TARS、LUCAS、VENUS 四个子系统组成; 2023 年 1 月, 宣布与火山引擎联合打造智算中心雪湖·绿洲 (MANA OASIS), 全面提升感知和认知层面系统化的底层技术能力; 2023 年 4 月, 发布全球首个自动驾驶生成式大模型 DriveGPT, 通过引入驾驶数据建立 RLHF (人类反馈强化学习) 技术, 对自动驾驶认知决策模型进行持续优化。

图 38: 新摩卡 DHT-PHEV 是 DriveGPT 首发落地车型

图 39: DriveGPT 入选北京首批 10 个行业大模型典型应用案例



资料来源：北京日报，德邦研究所



资料来源：澎湃新闻，德邦研究所

2、智能座舱：具备全栈软硬件自研能力，定义未来汽车座舱形态

①**硬件层面**。诺博科技自研 V3.5 高算力座舱平台，搭载车型销量超 20 万辆，更高算力的 V4 座舱平台蓄势待发。

②**软件层面**。长城汽车联合嘉峪智能、仙林智能等生态系统合作伙伴，打造新一代座舱系统 Coffee OS 2，车机和系统全部自研，语音交互功能优异，具备超高唤醒率、超高识别率与迅速响应能力，并在多指令执行、多音区识别、后排抗干扰等能力上实现突破。

图 40：长城汽车智能座舱具备车内智能检测、生命体征检测、个性化专属服务等多项功能



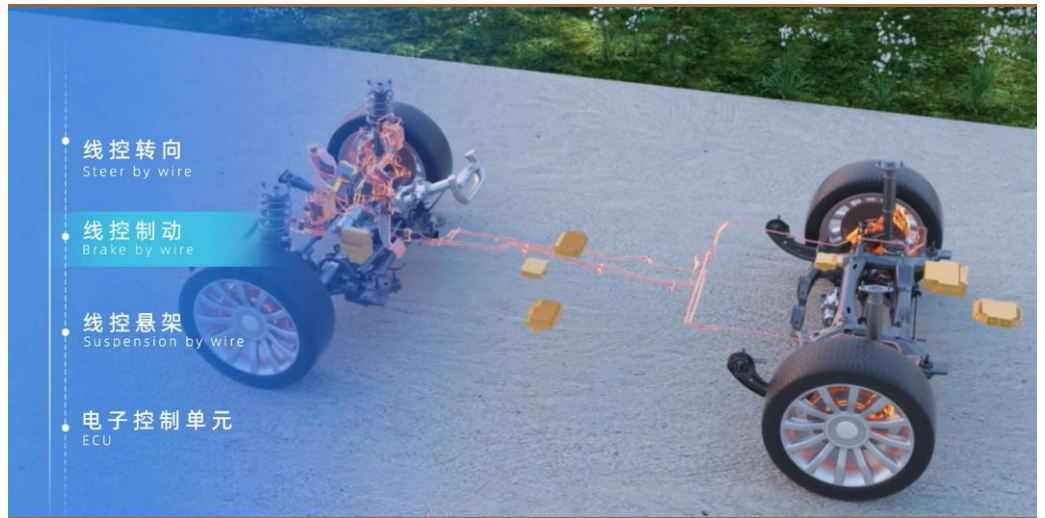
资料来源：公司官网，德邦研究所

3、智慧底盘：五大核心底盘系统实现线控，支持 L4 级以上自动驾驶

①**技术路线**。基于长城 GEEP 4.0 全新电子电气架构，全面整合线控转向、线控制动、线控换挡、线控油门、线控悬挂五大核心底盘系统。**线控转向方面**，由私有 CANFD 完成系统内信号传递，省去转向器与转向管柱之间的转向传动轴；**线控制动方面**，采用电机直接夹紧摩擦片，取代了 EHB 线控制动系统中的 ESP、ibooster、液压管路和 EPB 四大部件，可实现减重 10%，响应时间可缩短 0.35s，100km/h-0 制动距离可缩短 4.8m。

②**安全保障**。采用三冗余系统，从电源到传感器、控制器、执行器均采用三重备份设计，优于市面主流双冗余系统。在最极端情况下，三套系统全部失效，还有跨系统冗余系统确保安全。

图 41：长城汽车智慧线控底盘结构



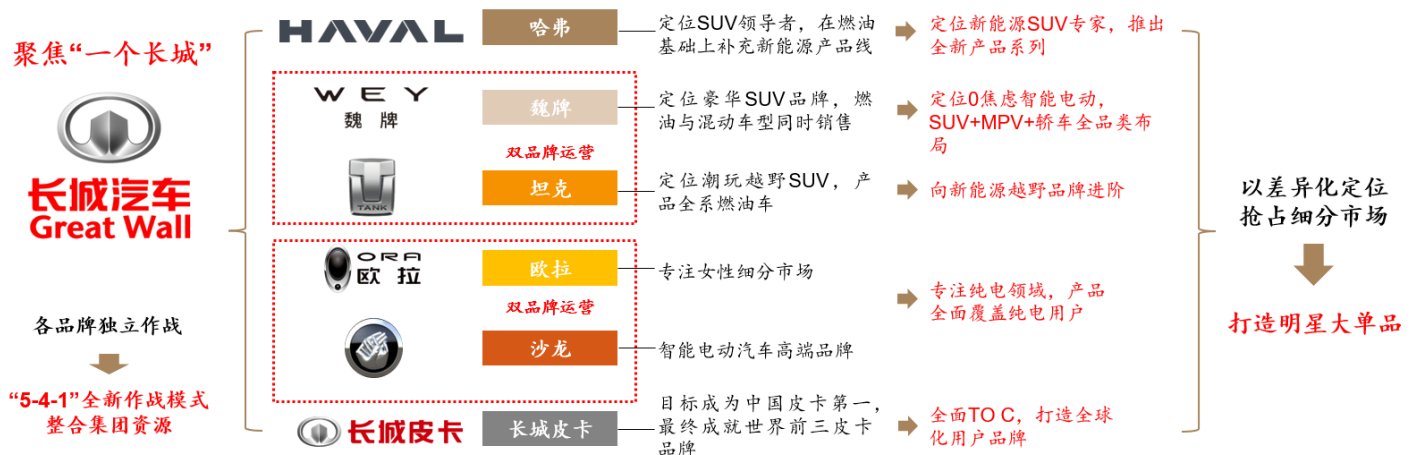
资料来源：公司官网，德邦研究所

3.2. 品牌：打造集团化品牌矩阵，全面拥抱新能源

全面转型，打造新能源品牌矩阵。2023 年，长城汽车全面发力新能源、智能化，旗下品牌全面进行新能源转型：1) 哈弗品牌，定位由“SUV 领导者”转型为“新能源 SUV 专家”；2) 魏牌，定位由“中国豪华 SUV 品牌”转变为“0 焦虑智能电动”；3) 坦克品牌，定位“潮玩越野 SUV”，开始发力新能源越野细分赛道；4) 欧拉、沙龙品牌，欧拉定位“更爱女人的汽车品牌”，沙龙定位“40-80 万元中国豪华纯电第一品牌”，欧拉与沙龙双品牌整合后将全面覆盖纯电用户的购车需求。

战略聚焦“一个长城”，组织模式全新调整。2022 年底，长城进行战略转型，引入“5-4-1”管理模式：“5”成立品牌、渠道、用户、数字化及销售服务五大中台，“4”魏和坦克、欧拉和沙龙、哈弗和皮卡、海外市场四大营销组织，“1”聚焦“一个长城汽车”，提高组织运营效率。

图 42：战略聚焦“一个长城”，旗下品牌全面转型新能源，发力打造明星大单品

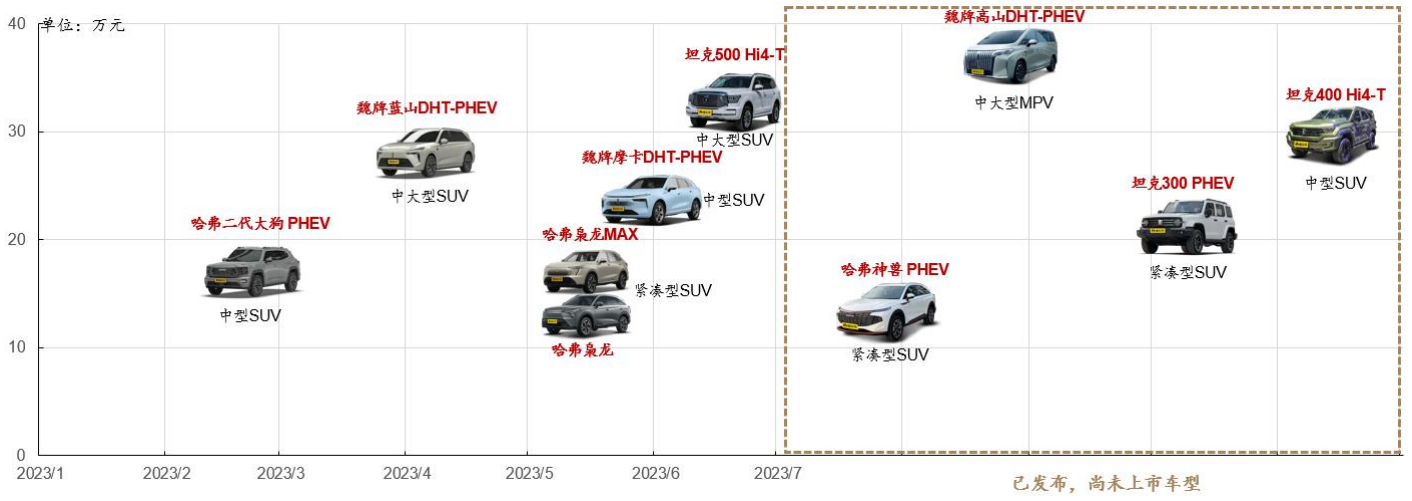


资料来源：公司公告，公司官网，凤凰汽车，凤凰财经，车讯网，中国工业新闻网等，德邦研究所

3.3. 产品：全新混动产品密集投放，魏牌产品线逐步理顺

开启新一轮产品周期，密集投放混动车型。2023 年以来长城密集投放混动车型，通过哈弗枭龙 MAX、哈弗枭龙等车型，发力 10-20 万主流价格带的新能源产品覆盖，向新能源全面转型。

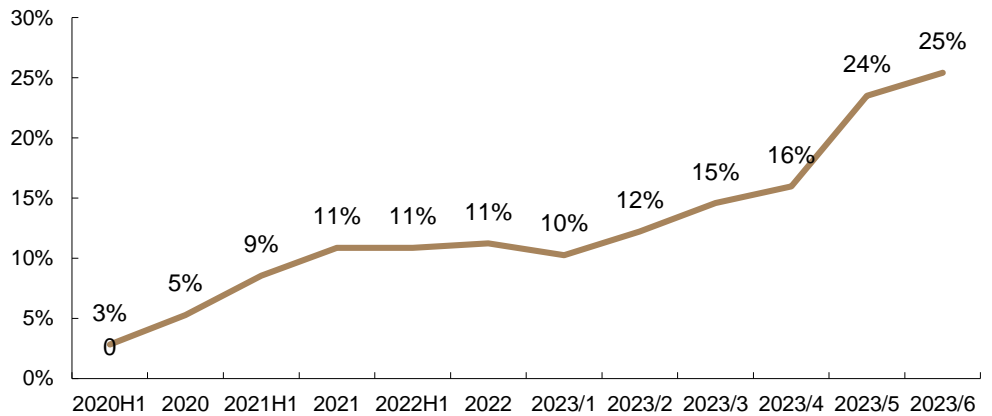
图 43：长城汽车 2023 年以来密集投放混动车型，发力主流价格带新能源产品覆盖



资料来源：懂车帝，新浪财经，EV 视界，中央广电总台国际在线，德邦研究所

2023 年以来新能源渗透率快速提升。2021-2022 年，长城汽车新能源渗透率仅为 11% 左右，2023 年以来新能源渗透率提升明显，6 月渗透率达 25.41%，新能源转型初显成效。

图 44：2023 年以来，长城汽车新能源渗透率快速提升

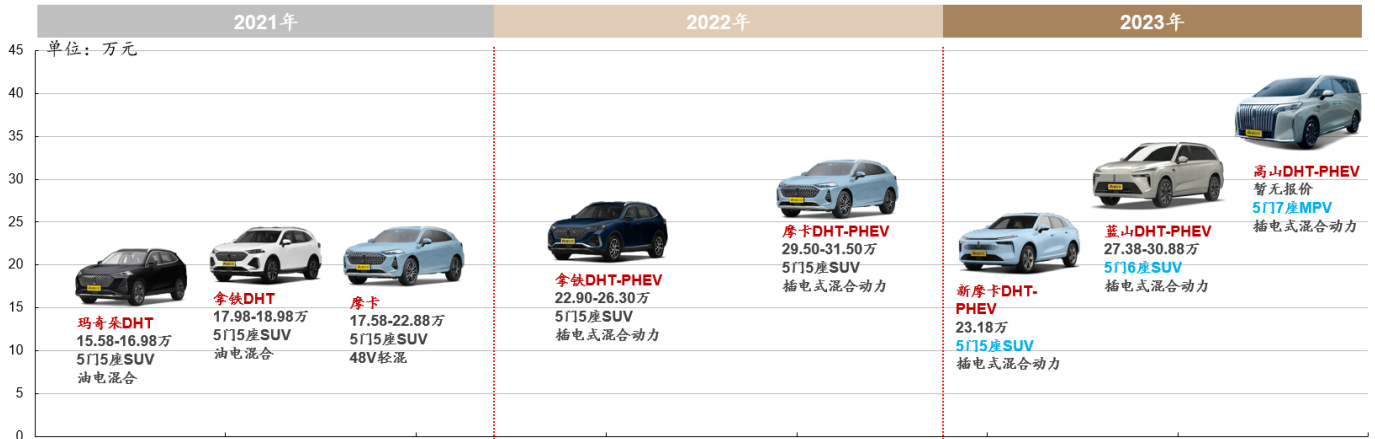


资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

魏牌产品线逐步理顺，实现全方位差异化布局。2022 年 1 月，魏牌推出长续航智能 DHT-PHEV 全新架构，发布“0 焦虑智能电动”新品类，定位高端智能新能源，聚焦插电混动赛道，宣布从传统燃油车向新能源全面转型。2022 年魏牌发布摩卡 DHT-PHEV、拿铁 DHT-PHEV 两款插电混动车型，但由于两款车型均基于同款燃油/油混车型改造开发，延续原车型产品设计、命名与定位，销量表现一般。2023 年 4 月，魏牌推出全新车型蓝山 DHT-PHEV，定位大六座 SUV。高山 DHT-PHEV 也于上海车展亮相，定位七座 MPV。2023 年 6 月，魏牌发布新摩卡 DHT-PHEV，定位大五座 SUV。魏牌对产品线逐步进行梳理，已形成“新摩卡-蓝山-高山”产品矩阵，实现“大五座 SUV-大六座 SUV-七座 MPV”产品差异化布

局。

图 45：魏牌产品线逐步理顺，目前已初步形成“大五座 SUV-大六座 SUV-七座 MPV”产品布局



资料来源：汽车之家，懂车帝，中关村在线，德邦研究所
注：高山 DHT-PHEV 预计于 2023 年 8 月上市

3.4. 渠道：哈弗新能源销售网络独立，魏牌探索合伙直营商超店模式

哈弗新能源产品采用独立销售网络，定名哈弗龙网，形象体验全面升级。2023 年 3 月，哈弗正式发布新能源销售网络——哈弗龙网，新网络拥有全新形象、全新布局，并进行全面升级。哈弗计划 6 月底在全国布局 350 家门店，年内布局 500 家门店。哈弗龙网计划推出融合 4S 店、城市地标店、商超快闪店等多种模式的渠道布局，持续缩短用户购车半径。以“服务+产品”的新模式，取代传统的“产品+促销”的销售模式，优化用户购车体验。

图 46：门店营造新能源科技氛围，展示哈弗全新品牌形象



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 47：哈弗渠道转变为以客户需求为中心



资料来源：公司微信公众号，德邦研究所

魏牌全面发力渠道变革，首批商超店已完成布局。2022 年初，魏牌开始发力渠道变革，积极学习新势力渠道模式，提出三点改革方向：（1）线下触点要到达用户生活圈、工作圈，进驻一线城市核心商超；（2）现有传统 4S 店向交互中心升级；（3）商超店由厂家投资，采取合伙直营方式，拥有终端客户资源即可申请成为合伙人。魏牌于 2022 年 7 月完成在深圳、广州、上海、郑州、成都、重庆等 6 个城市的商超店选址，目前均已入驻，正式开始运营。

图 48：魏牌已在上海重点商圈布局三家商超店

图 49：魏牌深圳商超店布局在福田 CBD



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 50：上海浦东尚悦湾广场坦克魏牌门店形象



资料来源：德邦研究所拍摄



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 51：上海浦东尚悦湾广场坦克魏牌展厅形象



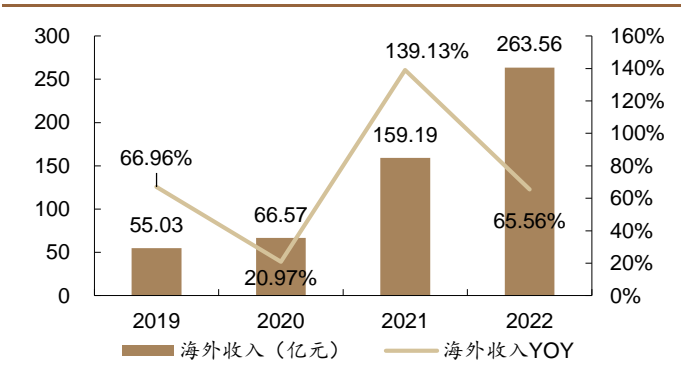
资料来源：德邦研究所拍摄

4. 出海：“生态出海”布局全球，海外扩张打开新增长极

4.1. 海外收入增长迅猛，2023 年上半年海外销量占比近 1/4

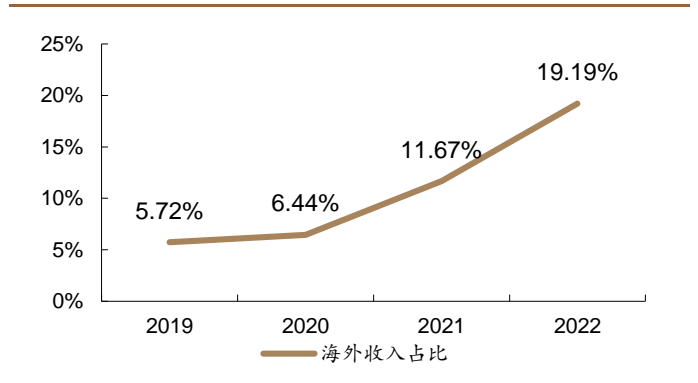
海外业务已成为长城重要战略版图，2022 年收入占比达 19.19%。2021 年，长城提出 2025 战略目标，定位“全球大布局”，向全球化科技公司转型，发力全球化研发、生产、销售体系及人才建设，全球化战略全面推进。2019 至 2022 年，长城汽车海外收入占比由 5.72% 提升至 19.19%，海外业务已成为长城重要收入来源。

图 52：2021 年以来海外收入快速增长



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 53：海外收入占比快速提升，2022 年达 19.19%

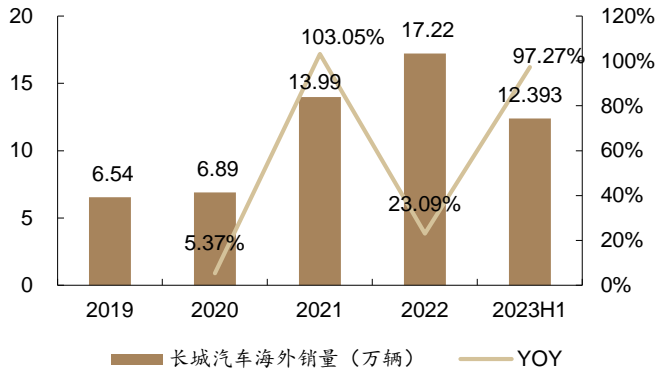


资料来源：公司公告，德邦研究所

2021 年以来海外销量快速增长，2023 年上半年海外销量占比达 23.87%。全球化战略推进之下，长城汽车海外销量快速增长，2021/2022/2023H1 销量同比增速达 103.05%/23.09%/97.27%，海外销量占比提升明显，由 2019 年的 6.17% 提

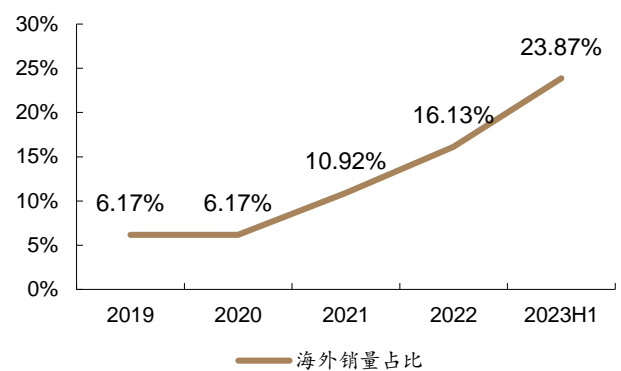
升至 2023 年上半年的 23.87%。

图 54：2021 年以来海外销量快速增长



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 55：海外销量占比快速提升，2023 年上半年达 23.87%



资料来源：公司公告，德邦研究所

4.2. 研发、生产、销售体系布局全球，生态系统全面出海

长城已形成以中国总部为核心，覆盖欧洲、亚洲、北美的全球化研发布局。长城已在日本、美国、德国、印度、奥地利和韩国设立海外研发中心，与国内研发基地形成高度协同。长城现已形成 1.5 万人的全球研发团队，未来将扩张到 3 万人，全面覆盖整车、核心零部件、新能源及智能化领域。

图 56：长城汽车全球研发体系



资料来源：公司官网，德邦研究所

积极推进海外产能布局，已设立 3 个海外全工艺整车生产基地。在国内，长城拥有天津、徐水、日照、泰州、张家港、平湖等 10 个全工艺整车生产基地；在海外，长城已在俄罗斯图拉、泰国罗勇、巴西圣保罗建立了 3 个全工艺整车生产基地，并在厄瓜多尔、巴基斯坦等地拥有多家 KD 工厂。

图 57：长城汽车全球生产体系



资料来源：公司官网，德邦研究所

以客户为中心，构建国际销售网络与销售服务体系。长城汽车出口始于 1998 年，已形成覆盖全球 170 多个国家和地区的销售网络，海外销售渠道超 700 家，海外累计销售超 100 万辆。在销售服务方面，长城已在澳大利亚、南非、中东等重点市场建立海外配件中心库，以满足售后市场需求。

图 58：长城汽车全球销售中心布局



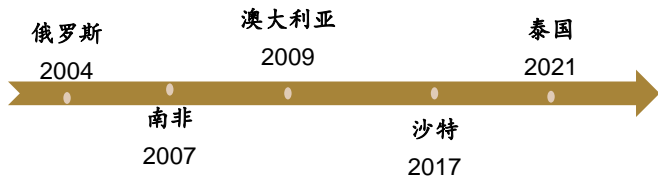
资料来源：公司官网，德邦研究所

4.3. 依托强大产品力，五大海外区域开疆拓土

俄罗斯、澳大利亚、南非、泰国、沙特是长城前五大海外销售区域，合计占长城海外收入 76.36%。长城汽车出口始于 1998 年，2004 年进入俄罗斯市场，2007 年进入南非市场，2009 年进入澳大利亚市场。乘一带一路政策东风，2017 年进入沙特市场，2021 年进入泰国市场，海外业务持续发力。2022 年，俄罗斯、澳大利亚、南非、泰国、沙特阿拉伯是长城前五大海外区域市场，占长城海外收入

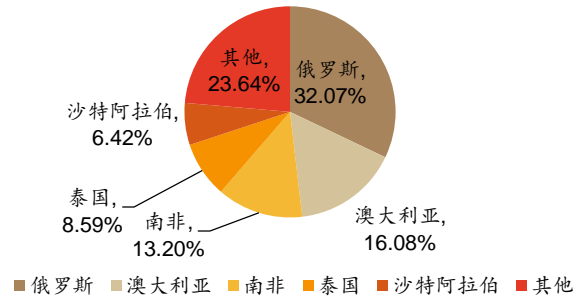
比例分别为 32.07%、16.08%、13.20%、8.59%、6.42%。

图 59：长城汽车 2004 年进入俄罗斯市场，逐步进行海外拓展



资料来源：新浪汽车，公司公告，公司官网，公司官方微信公众号，德邦研究所

图 60：2022 年前五大区域市场占长城海外收入比例达 76.4%



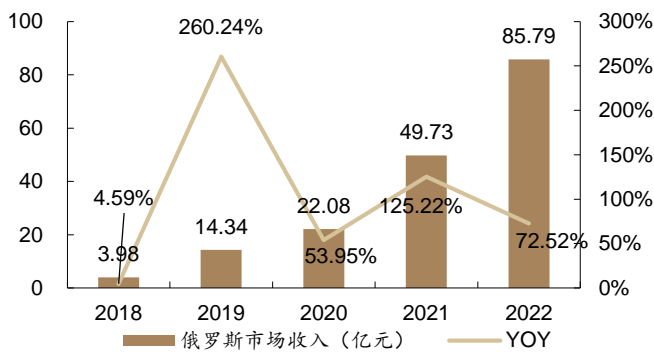
资料来源：公司公告，德邦研究所

强大产品实力助力长城汽车海外开疆拓土，哈弗 Jolion、哈弗 F7、哈弗 H6 和欧拉好猫等多款车型成为当地爆款。分区域来看：

1) 俄罗斯

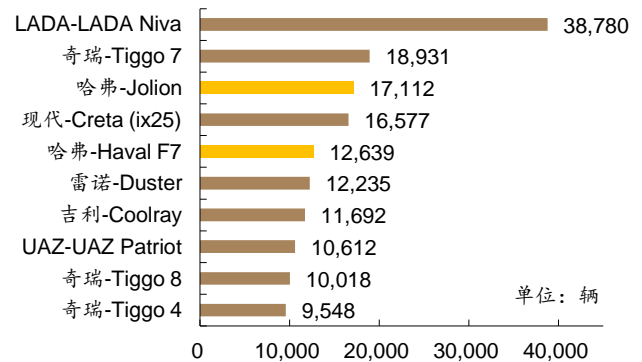
长城 2004 年进入俄罗斯市场，不断完善渠道网络布局，本土化战略持续推进。2019 年，长城海外首个全工艺独资制造工厂——俄罗斯图拉工厂竣工投产，哈弗 F7、哈弗 F7x、哈弗 H9 等多款车型实现本土化生产。2020 年，长城获俄罗斯权威汽车媒体 Za Rulem “中国品牌领导者”大奖。2018-2022 年俄罗斯市场收入快速放量，由 3.98 亿元提升至 85.79 亿元，CAGR 达 115.45%。2022 年，哈弗 Jolion（即哈弗初恋）、哈弗 F7 分别位居俄罗斯 SUV 销量排行榜第三、第五位。

图 61：2018-2022 年，俄罗斯市场收入快速放量



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 62：哈弗 Jolion、F7 位居俄罗斯 SUV 销量榜第三、第五位



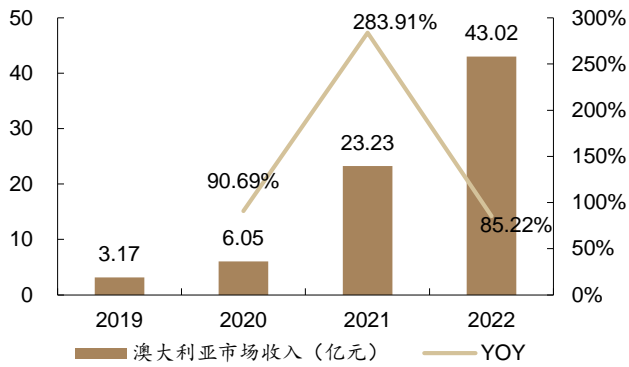
资料来源：Marklines，德邦研究所

2) 澳大利亚

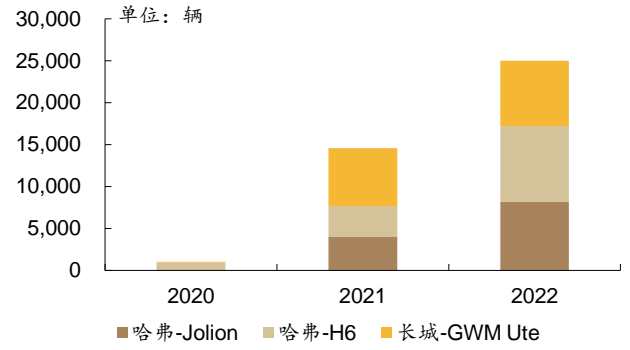
长城 2009 年进入澳大利亚市场，澳大利亚区域营销中心共有 32 家经销商，覆盖澳大利亚、新西兰两大主要区域。2022 年，第三代哈弗 H6 斩获澳大利亚最佳中型 SUV 大奖。2019-2022 收入增长迅猛，由 3.17 亿元提升至 43.02 亿元，CAGR 达 138.46%。哈弗 Jolion、哈弗 H6 和 GWM Ute（即长城炮）是澳大利亚市场主力车型，销量快速爬坡。

图 63：2019-2022 年，澳大利亚市场收入增长迅猛

图 64：2020-2022 年，澳大利亚市场三款主力车型销量快速爬坡



资料来源：公司公告，德邦研究所

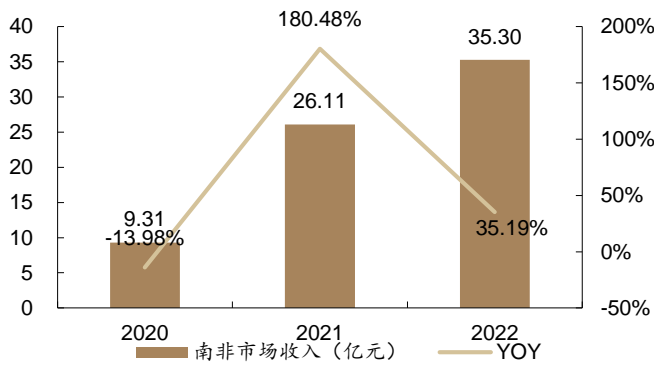


资料来源：Marklines，德邦研究所

3) 南非

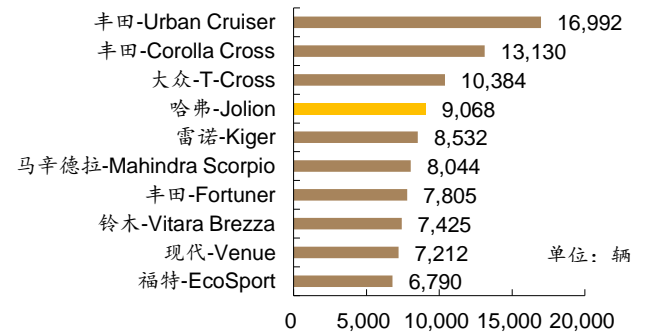
长城于 2007 年进入南非市场，2017 年哈弗品牌在南非发布，南非市场再度发力。2020-2022 年南非市场收入快速增长，由 9.31 亿元提升至 35.30 亿元。2022 年，哈弗 Jolion 位居南非 SUV 销量排行榜第四位。

图 65: 2020-2022 年，南非市场收入快速增长



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 66: 2022 年，哈弗 Jolion 位居南非 SUV 销量排行榜第四位



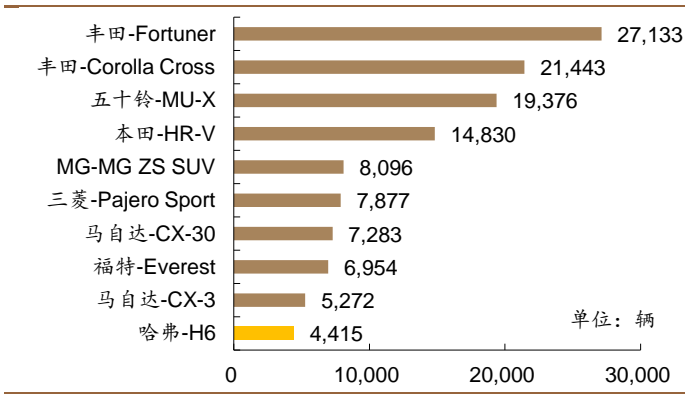
资料来源：Marklines，德邦研究所

4) 泰国

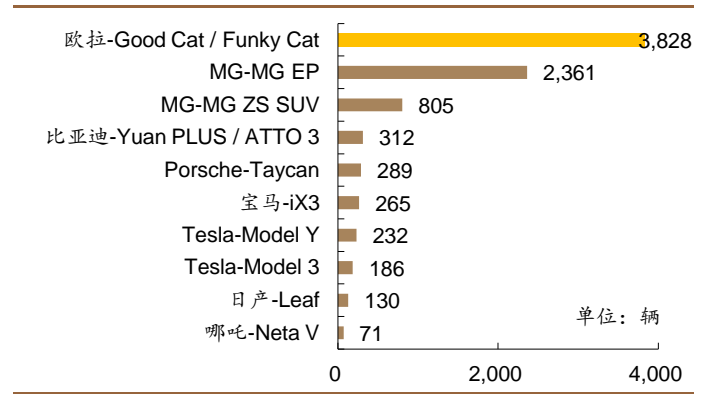
长城 2021 年进入泰国市场，致力于成为泰国新能源领导品牌。长城在泰国市场引入哈弗 H6 HEV，哈弗 JOLION HEV 两款混动车型，以及欧拉好猫一款纯电车型，率先提出“新零售服务模式”，构建涵盖 GWM 品牌体验中心、商超体验店、合伙人门店、GWM APP 在内的“线上+线下”四位一体的服务网络。2021 年泰国市场收入为 7.96 亿元，2022 年收入达 22.97 亿元，同比增长 188.57%。2022 年，据 Marklines 数据，哈弗 H6 位居泰国 SUV 销量排行榜第十位，欧拉好猫销量占泰国纯电动车销量比例达 40%，长城先发优势明显，处于绝对领先地位。

图 67: 2022 年，哈弗 H6 位居泰国 SUV 销量排行榜第十位

图 68: 2022 年，欧拉好猫位居泰国纯电动车销量排行榜首位



资料来源: Marklines, 德邦研究所

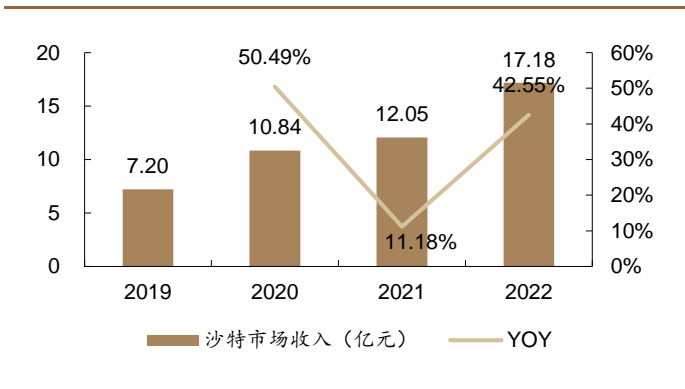


资料来源: Marklines, 德邦研究所

5) 沙特阿拉伯

长城于2017年进入沙特市场,先后在沙特上市哈弗H2、长城炮、哈弗Jolion、哈弗大狗、坦克300等多款车型。2019-2022年,沙特市场收入由7.20亿元提升至17.18亿元,CAGR为33.63%。截至2023年6月,据公司官网,长城在沙特SUV和皮卡细分市场占有5%以上的市场份额,2017年至2022的复合销售增长率达到140%。

图 69: 2019-2022 年, 沙特市场收入 CAGR 为 33.63%



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 70: 2023 年 6 月 8 日, 坦克 500 在沙特隆重上市



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

4.4. 聚焦“ONE GWM”，全球市场加速突破

长城在海外市场以 GWM 母品牌为核心,打造聚合渠道与明星大单品。2022年12月2日,在2022海外经销商大会上,长城汽车发布“ONE GWM”全球品牌行动纲领,在海外以 GWM 母品牌统领旗下各子品牌,聚焦全球资源,强化品牌认知。长城汽车发力主品类、主风格、主价格、主级别四大主航道,以提升产品竞争力,打造全球明星大单品。

图 71: 长城在 2022 年海外经销商大会上发布“ONE GWM”全球品牌行动纲领



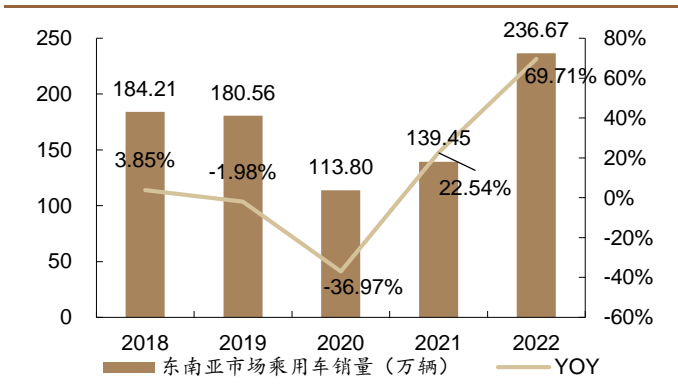
资料来源：公司官网，德邦研究所

2023 年以来，长城汽车海外持续发力，全球市场加速突破。分区域来看：

1) 东南亚

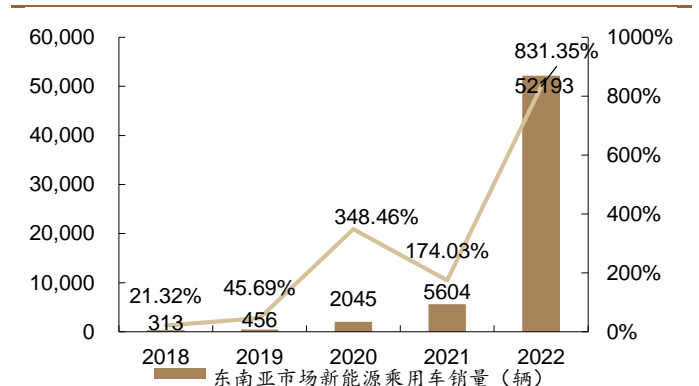
东南亚占全球乘用车市场份额约 4%，新能源乘用车销量增长迅猛。2022 年，东南亚乘用车销量达 237 万辆，占全球乘用车市场份额约 4%。2022 年，东南亚新能源乘用车销量暴增，达 5.2 万辆，同比增长 831%，但渗透率仅有 2.2%，未来提升空间值得期待。

图 72：2022 年，东南亚乘用车销量达 237 万辆



资料来源：Marklines，德邦研究所

图 73：2022 年，东南亚新能源乘用车销量增长迅猛



资料来源：Marklines，德邦研究所

长城以泰国为起点，2023 年底将完成覆盖东南亚主要市场。2021 年以来，长城汽车以泰国为起点，在马来西亚、老挝、文莱、菲律宾、柬埔寨等国家实现常态化运营。2023 年下半年，长城将陆续进入越南、新加坡、印度尼西亚 3 个国家市场，年底实现对东南亚主要市场的覆盖。

泰国罗勇工厂是长城海外第二家全工艺整车制造工厂，将成为东盟区域研发制造基地。罗勇工厂主要进行新能源车型生产，年产能可达 12 万辆。同时，长城汽车还在泰国引入精工汽车、曼德电子、诺博汽车、蜂巢易创等生态系统合作伙伴，进行零部件的本地化生产，以实现新能源产业链的高度本地化经营，在降低经营成本的同时，为罗勇当地创造更多经济和社会价值。

图 74：中国驻泰大使韩志强参观长城汽车泰国罗勇工厂

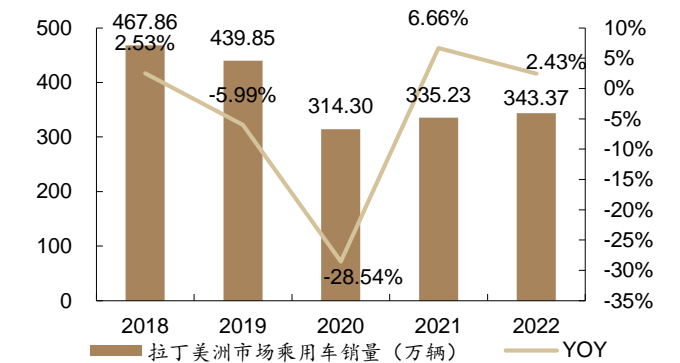


资料来源：公司官网，德邦研究所

2) 拉丁美洲

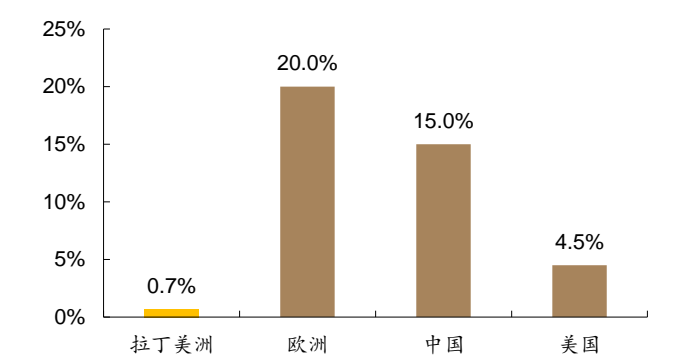
拉丁美洲占全球乘用车市场份额约 **5.46%**，**新能源渗透率提升空间巨大**。2022 年拉丁美洲乘用车销量达 343 万，占全球乘用车市场份额约 5.46%。2021 年拉丁美洲新能源乘用车渗透率仅为 0.7%，远低于欧洲、中国、美国等其他国家和地区水平。中国机电产品进出口商会汽车分会秘书长孙晓红预计 2023 年拉丁美洲新能源乘用车的渗透率或将攀升至 10% 左右，其中，巴西、墨西哥等购买力优势市场潜力较大。

图 75：2022 年，拉丁美洲乘用车销量达 343 万辆



资料来源：Wind, Marklines, 德邦研究所

图 76：2021 年，拉丁美洲新能源乘用车渗透率仅为 0.7%



资料来源：BNEF, 德邦研究所

长城积极布局拉美市场，2023 年战果初显。2022 年，据中国经营报，长城汽车向拉美出口 2.67 万辆，占出口总量 14%；2023 年 1-5 月，长城汽车位居智利市场中国品牌销量首位；2023 年 5-6 月，长城汽车在巴西新能源汽车市场中连续排名第一。

巴西工厂将成为长城全球第四大生产基地，辐射拉美新能源市场。2021 年 8 月，长城汽车与戴姆勒集团签订协议，收购巴西伊拉塞马波利斯工厂产权。2023 年上半年，长城汽车巴西工厂启动生产线现代化改造和扩建，计划于 2024 年 5 月

1日正式投入运营，将成为巴西首个新能源汽车工厂，预计产能将达10万辆，供应整个拉丁美洲新能源市场。

图 77：巴西副总统杰拉尔多·阿尔克明、中国驻巴西大使祝青桥等与长城汽车巴西团队合影



资料来源：公司官网，德邦研究所

5. 盈利预测与相对估值

5.1. 盈利预测

由于长城汽车 2023 年全面发力新能源，新一轮战略周期与产品周期开启，预计今明两年销量有望快速增长。我们基于以下核心假设，对长城汽车 2023-2025 年盈利进行预测：1) 汽车销量。2023-2025 年，汽车销量同比增速分别为 15.83%/34.45%/10.34%；2) 营业收入。2023-2025 年，收入同比增速分别为 17.50%/52.10%/12.71%；3) 毛利率。2023-2025 年，毛利率分别为 17.50%/18.00%/18.00%。

表 1：长城汽车盈利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	1,364.05	1,373.40	1,613.80	2,454.61	2,766.69
YOY	32.04%	0.69%	17.50%	52.10%	12.71%
其中：销售汽车 (亿元)	1,213.07	1,218.91	1,452.42	2,209.15	2,490.02
占营业收入比例	88.93%	88.75%	90.00%	90.00%	90.00%
销量 (万辆)	128.10	106.75	123.65	166.25	183.44
YOY	14.80%	-16.66%	15.83%	34.45%	10.34%
毛利率	16.16%	19.37%	17.50%	18.00%	18.00%

资料来源：公司公告，德邦研究所

5.2. 相对估值

我们选取国内主要汽车集团比亚迪、长安汽车、江淮汽车，以及家庭电动豪华品牌理想汽车作为可比公司。

预计公司 2023-2025 年归母净利润 52.37、95.60、118.48 亿元，对应 PE 为 43、23、19 倍，参考可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2: 相对估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002594.SZ	比亚迪	7,161.70	166.22	269.47	375.70	488.62	43.08	26.58	19.06	14.66
000625.SZ	长安汽车	1,352.00	77.98	93.46	94.00	111.79	17.34	14.47	14.38	12.09
600418.SH	江淮汽车	274.31	-15.82	1.80	4.30	6.40	-	152.61	63.85	42.84
2015.HK	理想汽车	3,195.37	-20.12	59.19	124.46	258.08	-	53.98	25.67	12.38
PE 平均值							-	61.91	30.74	20.49
601633.SH	长城汽车	2,242.82	82.66	52.37	95.60	118.48	32.55	42.82	23.46	18.93

资料来源: Wind 一致预期, 德邦研究所 (截至 8 月 17 日收盘)

注: 长城汽车、理想汽车来自德邦研究所测算, 其他来自 Wind 一致预期。单位: 人民币。

6. 风险提示

新车型投放速度不及预期、新车型销量表现不及预期、市场竞争加剧影响公司盈利能力。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.91	0.62	1.13	1.39
每股净资产	7.44	7.96	9.14	10.59
每股经营现金流	1.40	1.85	3.28	2.67
每股股利	0.30	0.30	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	32.55	42.82	23.46	18.93
P/B	3.98	3.32	2.89	2.49
P/S	1.68	1.39	0.91	0.81
EV/EBITDA	22.24	19.01	12.08	9.74
股息率%	1.0%	1.1%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.4%	17.5%	18.0%	18.0%
净利润率	6.0%	3.2%	3.9%	4.3%
净资产收益率	12.7%	7.7%	12.3%	13.2%
资产回报率	4.5%	2.6%	3.6%	4.0%
投资回报率	4.7%	5.8%	9.2%	9.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.7%	17.5%	52.1%	12.7%
EBIT 增长率	4.1%	28.4%	73.4%	20.4%
净利润增长率	22.9%	-36.6%	82.5%	23.9%
偿债能力指标				
资产负债率	64.8%	67.0%	70.5%	69.4%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	15.8	15.5	13.7	15.7
存货周转天数	59.1	61.8	54.1	62.1
总资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.0
固定资产周转率	5.1	5.8	8.4	9.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	8,266	5,237	9,560	11,848
少数股东损益	-13	0	0	0
非现金支出	6,972	5,606	5,956	6,198
非经营收益	-1,602	-946	-547	-547
营运资金变动	-1,312	5,789	12,906	5,199
经营活动现金流	12,311	15,687	27,875	22,698
资产	-15,859	-8,830	-8,310	-8,186
投资	4,779	0	0	0
其他	576	982	890	890
投资活动现金流	-10,505	-7,848	-7,419	-7,296
债权募资	21,738	889	0	0
股权募资	357	-301	0	0
其他	-25,228	-3,943	-1,142	-1,142
融资活动现金流	-3,133	-3,355	-1,142	-1,142
现金净流量	-1,009	4,398	19,313	14,260

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 17 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	137,340	161,380	245,461	276,669
营业成本	110,739	133,139	201,278	226,869
毛利率%	19.4%	17.5%	18.0%	18.0%
营业税金及附加	5,121	5,326	8,100	9,130
营业税金率%	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%
营业费用	5,876	7,101	10,309	11,067
营业费用率%	4.3%	4.4%	4.2%	4.0%
管理费用	4,893	5,326	7,855	8,577
管理费用率%	3.6%	3.3%	3.2%	3.1%
研发费用	6,445	6,455	9,328	10,237
研发费用率%	4.7%	4.0%	3.8%	3.7%
EBIT	4,834	6,207	10,764	12,963
财务费用	-2,488	606	540	250
财务费用率%	-1.8%	0.4%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-337	-404	-404	-404
投资收益	671	890	890	890
营业利润	7,967	4,792	9,415	11,903
营业外收支	840	810	810	810
利润总额	8,807	5,602	10,224	12,713
EBITDA	11,444	11,349	16,255	18,696
所得税	554	364	665	864
有效所得税率%	6.3%	6.5%	6.5%	6.8%
少数股东损益	-13	0	0	0
归属母公司所有者净利润	8,266	5,237	9,560	11,848

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	35,773	40,171	59,484	73,744
应收账款及应收票据	9,347	10,715	16,434	18,472
存货	22,375	23,353	37,093	41,137
其它流动资产	40,186	48,053	64,513	71,613
流动资产合计	107,681	122,292	177,523	204,965
长期股权投资	10,286	10,286	10,286	10,286
固定资产	26,949	28,497	30,070	31,497
在建工程	8,306	9,100	9,941	10,545
无形资产	8,197	9,451	10,655	11,876
非流动资产合计	77,677	82,580	86,198	89,449
资产总计	185,357	204,872	263,720	294,415
短期借款	5,943	5,943	5,943	5,943
应付票据及应付账款	59,367	72,377	108,914	122,951
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	30,491	34,391	46,677	51,021
流动负债合计	95,802	112,711	161,535	179,916
长期借款	15,406	15,406	15,406	15,406
其它长期负债	8,934	9,096	9,096	9,096
非流动负债合计	24,339	24,502	24,502	24,502
负债总计	120,141	137,213	186,037	204,418
实收资本	8,765	8,487	8,487	8,487
普通股股东权益	65,201	67,645	77,669	89,982
少数股东权益	15	15	15	15
负债和所有者权益合计	185,357	204,872	263,720	294,415

信息披露

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。