

看好欧拉品牌崛起  
买入（维持）

2021年02月25日

证券分析师 黄细里

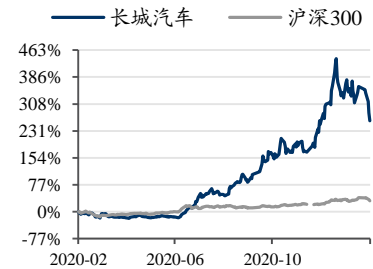
执业证号：S0600520010001

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	103,280	143,091	173,768
同比（%）	-3.0%	7.3%	38.5%	21.4%
归母净利润（百万元）	4,497	5,392	11,508	14,499
同比（%）	-13.6%	19.9%	113.4%	26.0%
每股收益（元/股）	0.49	0.59	1.26	1.59
P/E（倍）	67.77	56.52	26.48	21.02

股价走势



投资要点

■ **新能源市场需求分析：**我国乘用车市场经历了轿车-SUV的发展，目前正处于第三阶段：新能源汽车市场发展的初期阶段。**核心特征为由政策驱动消费变为市场化消费，供给端率先变革加速需求变化。**未来，我国新能源汽车市场四大核心发展方向包括：**1) EV消费成为主流。2) 非限购地区消费为未来市场主要增量。3) 10-30万元市场贡献长期核心增量。4) 家庭增购为主要方向，趋势为年轻化/女性化/科技化。**总结来看，**10万元以下&100-300/300-500km续航；10-20万元/20-30万元&300-500km续航；20-30万元/30万元以上&500km以上续航六大板块为未来新能源汽车核心增量细分市场。核心结论：**在国内乘用车市场总体销量保持稳定增长的基础上，预计2025和2035年国内新能源总体渗透率上升至20%和50%。**至2025年，新能源汽车销量突破500万辆，其中EV消费由2020年81%上升至90%，限购城市新能源渗透率由17%上升至70%。非限购城市新能源渗透率则由4%上升至14%，并预计2035年达到接近50%的水平。长期来看，限购城市新能源汽车销量占全国比例先上升后下降，由2020年38%下降至2035年的14%。分价格带方面，10万元以下及30万元以上新能源汽车市场将率先崛起，渗透率由2020年8%/13%上升至2025年的21%/27%，销量绝对值年均复合增速分别为27%/24%。10-20万及20-30万元市场渗透率则提升相对较慢。**

■ **欧拉为何异军突起：**欧拉品牌定位**5-20万元中低端电动车**，对标女性用户开辟全新细分增量市场。其核心竞争力在于：**品牌力（精准定位切入市场打响全新品牌）+产品力（高性价比强产品力打造自身卖点）+运营力（特色创新营销，全系创新打法）。****1) 品牌力：**核心定位女性增购需求，开拓新蓝海市场。**2) 产品力：**同价位车型相比，黑猫/白猫空间足+续航长+智能配置占优；同价位电动车相比，好猫空间利用率高，L2+级别辅助驾驶配置遥遥领先。**3) 运营力：**核心聚焦用户共创及创新式营销。表现为APP功能齐备，车型充电便捷；线下门店去中心化，全市场覆盖，电商合作运营拓宽销售渠道。综合行业整体和欧拉自身，销量预测如下：**1) 乐观情景：**2021-2025年欧拉品牌在20万元以下新能源汽车市场市占率为20%左右，2025年达到75万辆，年均复合增速75%。**2) 中性情景：**2021-2025年欧拉品牌在20万元以下新能源汽车市场市占率为16%左右，2025年达到59万辆，年均复合增速67%。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司2020-2022年归属母公司净利润53.92/115.08/144.99亿元，同比+19.9%/+113.4%/+26.0%，对应PE为56.52/26.48/21.02倍。A+H股五家可比公司平均估值为44.12/32.48/26.48倍。**鉴于欧拉品牌未来多款车型持续放量，全面切入中低端新能源汽车市场，我们认为长城应该享受更高估值，维持“买入”评级。**

■ **风险提示：**疫情控制低于预期；下游需求复苏低于预期；新能源市场发展低于预期。

市场数据

收盘价(元)	33.39
一年最低/最高价	7.41/51.72
市净率(倍)	5.62
流通A股市值(百万元)	201265.87

基础数据

每股净资产(元)	5.94
资产负债率(%)	57.19
总股本(百万股)	9175.95
流通A股(百万股)	6027.73

相关研究

- 1、《长城汽车（601633）：战接地平线，进军芯片产业》  
2021-02-08
- 2、《长城汽车（601633）：1月同比高增长，坦克300销量破6k》  
2021-02-08
- 3、《长城汽车（601633）：Q4业绩超预期！继续重点推荐》  
2021-01-26

## 内容目录

<b>1. 新能源汽车市场需求分析</b> .....	<b>4</b>
1.1. 趋势一：EV 消费将成为主流 .....	5
1.2. 趋势二：非限购地区消费将是未来主要增量 .....	6
1.3. 趋势三：10-30 万价位车型为长期新能源市场核心增量 .....	8
1.4. 趋势四：家庭增购贡献核心增量：年轻化/科技化/女性化 .....	9
1.5. 行业结论：EV 车型未来四大蓝海市场齐爆发 .....	10
<b>2. 长城欧拉为何异军突起</b> .....	<b>12</b>
2.1. 品牌力——精准市场定位，打响品牌特色 .....	13
2.2. 产品力——差异化配置打造高性价比 .....	15
2.3. 运营力——特色创新营销，全系创新打法 .....	16
2.4. 欧拉未来销量预测 .....	18
<b>3. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>19</b>
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 国内轿车销量及同比变化/万辆	4
图 2: 国内 SUV 销量及同比变化/万辆	4
图 3: 纯电及插混车型销量变化/辆	6
图 4: 长续航 EV 车型月均销量不断提升/辆 (忽略月均销量低于 500 的车型)	6
图 5: 全国新能源汽车总销量及非限购地区占比/辆	7
图 6: 限购/非限购地区销量及增速预计/万辆	7
图 7: 宏光 mini 限购/非限购地区销量占比	8
图 8: 欧拉黑猫限购/非限购地区销量占比	8
图 9: 比亚迪汉 EV 限购/非限购地区销量占比	8
图 10: Model 3 限购/非限购地区销量占比	8
图 11: 新能源汽车全国整体分价格带销量占比	9
图 12: 新能源汽车限购地区分价格带销量占比	9
图 13: 燃油车非限购地区分价格带销量占比	9
图 14: 新能源汽车非限购地区分价格带销量占比	9
图 15: 三款车型百度指数对比 (表示互联网用户对该关键词关注程度变化)	10
图 16: 新能源汽车 (非营运) 细分市场分析/辆 (蓝色背景为未来新能源消费核心细分市场)	11
图 17: 欧拉黑猫外观	14
图 18: 欧拉黑猫内饰	14
图 19: 欧拉白猫外观	14
图 20: 欧拉白猫内饰	14
图 21: 欧拉好猫外观	15
图 22: 欧拉好猫内饰	15
图 23: 欧拉黑猫与电动比较	15
图 24: 欧拉黑猫与燃油车比较	15
图 25: 欧拉白猫竞品比较	16
图 26: 欧拉好猫竞品比较	16
表 1: 新能源汽车销量及细分市场占比预测/万辆 (蓝色字体为核心假设数据)	5
表 2: 新能源汽车分价格带销量/万辆	12
表 3: 新能源汽车分价格带渗透率	12
表 4: 欧拉销量及市占率预测/万辆 (乐观情景, 蓝色字体为核心假设)	18
表 5: 欧拉销量预测及市占率/万辆 (中性情景, 蓝色字体为核心假设)	19
表 6: 长城汽车盈利预测核心变量	19
表 7: 可比公司 PE 估值 (数据采用 2021 年 2 月 24 日收盘价)	20

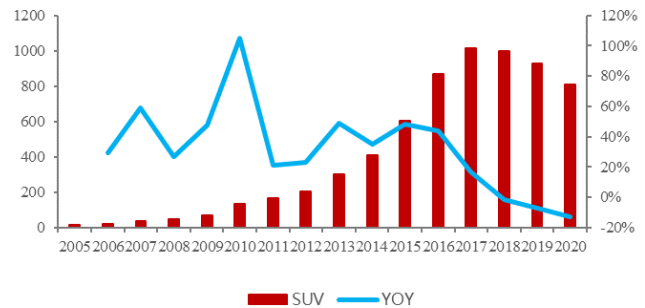
## 1. 新能源汽车市场需求分析

我国乘用车市场发展可以分为三大阶段：第一阶段起自 21 世纪初期，以轿车为主，合资品牌占据绝对垄断地位；2006/2008/2011 分别突破 300/500/1000 万辆，2013 年达到峰值 1200 万辆左右，之后维持基本稳定。2010 年开始 SUV 市场起步，进入乘用车市场发展第二阶段，自主品牌抓住机遇趋势崛起，与合资品牌分庭抗礼；2010/2013/2015/2017 分别突破 100/300/500/1000 万辆，2017 年达到峰值 1013 万辆。2017 国内乘用车市场总量突破 2400 万辆，发展放缓，进入存量竞争阶段。第三阶段是指以纯电车型为主的新能源汽车消费的兴起，目前处于发展初期，2017-2020 年销量维持在 100 万辆+的水平。

图 1：国内轿车销量及同比变化/万辆



图 2：国内 SUV 销量及同比变化/万辆



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

**政策化消费演变为市场化消费，供给驱动需求，加速市场变革。**我国新能源汽车市场发展初期因为高研发成本、充电设施不完善、行业供给端利润低等因素，市场化条件较差。国家以供给端发力，从直接购车补贴支持到实施“双积分政策”鼓励车企生产新能源汽车，限制燃油车生产；并以需求端“牌照限购”政策率先在国内几大高消费城市试点推广，加速新能源汽车普及。发展至今，新能源汽车消费已经从纯政策驱动演变为市场化驱动，2020 年初以特斯拉国产 Model3 为代表的新能源汽车真正掀起电车消费的大变革。燃料成本低+驾驶体验好+智能化水平高等几大电车专属优势占消费者购车考虑因素的比重正越来越高，市场需求推动规模增长已渐成大势。步入 2020 年，各车企顺应电动化及智能化浪潮，大力发展电动生产平台，布局智能网联驾驶业务，投资电池等三电设备以及芯片、传感器等智能驾驶板块。各领域 Tier1 厂商同样提前开展技术、人才等储备和研发布局，力求于市场前端潮头引领需求变化，深层次推动市场变革。

**新能源汽车几大趋势预判：**1) EV 纯电汽车消费成为主流，PHEV 插电混动消费占比将逐渐降低；2) 新能源汽车非限购地区销量占比逐步上升，限购地区销量天花板明显；3) 10-30 万元中高价位电动车为未来新能源汽车市场核心增量；4) 家庭增购市场将率先崛起，核心为女性化/年轻化/科技感。在以上四大趋势下，预计未来新能源汽车销量（交强险）如下：在国内乘用车市场总体销量保持稳定增长的基础上，预计 2025

和 2035 年国内新能源总体渗透率上升至 20% 和 50%。至 2025 年，新能源汽车销量突破 500 万辆，其中 EV 消费由 2020 年 81% 上升至 90%，限购城市新能源渗透率由 17% 上升至 70%，非限购城市新能源渗透率则由 4% 上升至 14%，并预计 2035 年达到接近 50% 的水平。长期来看，限购城市新能源汽车销量占全国比例先上升后下降，由 2020 年 38% 下降至 2035 年的 14%。

表1: 新能源汽车销量及细分市场占比预测/万辆 (蓝色字体为核心假设数据)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E	2035E
国内乘用车/万辆	2129.00	2048.00	1890.00	2135.00	2350.00	2410.00	2480.00	2528.00	2791.00	2791.00
YOY		-3.77%	-7.73%	12.96%	10.07%	2.55%	2.90%	1.94%	2.00%	0.00%
国内新能源/万辆	96.43	92.38	113.96	180.00	256.15	325.35	396.80	505.60	1116.45	1395.56
YOY		-4.19%	23.36%	57.95%	42.31%	27.02%	21.96%	27.42%	17.17%	4.56%
新能源总渗透率	4.53%	4.51%	6.03%	8.43%	10.90%	13.50%	16.00%	20.00%	40.00%	50.00%
EV 占新能源比例	73.91%	77.37%	80.74%	86.11%	87.00%	88.00%	89.00%	90.00%	93.00%	95.00%
其中: EV	71.27	71.48	92.01	155.00	222.85	286.31	353.15	455.04	1038.30	1325.78
YOY		0.30%	28.72%	68.46%	43.77%	28.48%	23.35%	28.85%	17.94%	5.01%
其中: PHEV	25.16	20.90	21.95	25.00	33.30	39.04	43.65	50.56	78.15	69.78
YOY		-16.92%	5.02%	13.90%	33.20%	17.25%	11.80%	15.84%	9.10%	-2.24%
限购城市销量占比	11.99%	12.57%	13.42%	13.00%	12.00%	11.50%	11.20%	11.00%	10.00%	10.00%
限购城市总销量	255.30	257.4	253.6	277.55	282.00	277.15	277.76	278.08	279.11	279.11
非限购城市总销量	1873.30	1790.97	1636.40	1857.45	2068.00	2132.85	2202.24	2249.92	2512.00	2512.00
限购新能源渗透率	15.89%	14.52%	17.25%	30.00%	40.00%	50.00%	60.00%	70.00%	70.00%	70.00%
非限购新能源渗透率	2.98%	3.07%	4.29%	5.21%	6.93%	8.76%	10.45%	13.82%	36.67%	47.78%
限购占新能源比例	42.07%	40.47%	38.39%	46.26%	44.04%	42.59%	42.00%	38.50%	17.50%	14.00%
其中: 限购	40.57	37.39	43.75	83.27	112.80	138.58	166.66	194.66	195.38	195.38
YOY		-7.84%	17.02%	90.32%	35.47%	22.85%	20.26%	16.80%	0.37%	0.00%
其中: 非限购	55.86	55.00	70.21	96.74	143.35	186.78	230.14	310.94	921.07	1200.18
YOY		-1.54%	27.67%	37.78%	48.19%	30.29%	23.22%	35.11%	24.26%	5.44%

数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

### 1.1. 趋势一: EV 消费将成为主流

纯电消费为未来新能源汽车主流方向, PHEV 劣势明显, 长期发展空间较小。

PHEV 推广效果并没有达到降低油耗的政策初衷。1) 政策角度: PHEV 即插电式混合动力汽车, 是一种介于燃油车和电动车之间的过渡型新能源汽车。其既有燃油车的发动机、变速器, 也有电动车的电池、电机、电控, 但电池容量相对电动车来说略小。政府鼓励 PHEV 消费的初衷在于其作为燃油车与纯电汽车的过渡类型更易被消费者接受, 降低油耗, 加速新能源普及。但真实市场反应 PHEV 消费多为限购地区消费者限于牌照因素购买, 并且其充电条件并不达标, 消费者多以燃油驱动行驶而空置电机, 实

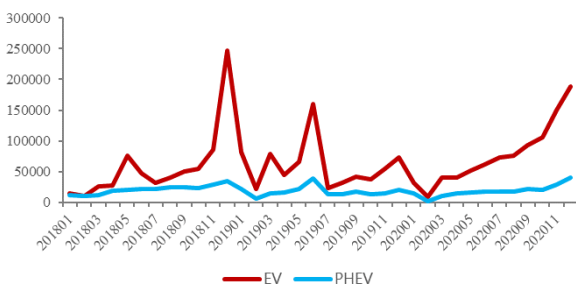


际油耗相比燃油车更高，并没有很好达到降低油耗目的，因此预计未来 PHEV 政策端支持力度预计会弱化（例如：上海 2023 年起 PHEV 不再发放专用牌照）。**2）性价比角度：**PHEV 车型可以由传统燃油车直接改装，开发简单便捷；并在理论上实现燃油和电池双动力切换的驾驶模式，解决里程焦虑。但同时，其成本相对更高，并且多余零部件的存在会压缩车内空间，降低驾驶体验。剔除牌照因素，与同级别电动车/燃油车相比，成本更高，油耗更高，性价比较低。

**产品维度：纯电车型为各车企核心车型推动方向。**筛选 2018 年以来所有月均销量超过 500 辆的新能源车型，可以发现其中 PHEV 仅 23 款，EV 纯电车型多达 73 款。其中，2020 年上市的新能源汽车仅有比亚迪汉 DM 以及荣威 RX5 PHEV 销量表现尚可。排除理想 one（EREV 增程式混合动力）以外，以比亚迪唐 DM 销量表现最佳，国内新能源市场排名已至十名开外。反观纯电，目前国内主流造车新势力蔚来/小鹏均主打纯电车型，销量爬升迅速。未来几大主流厂商车型均保持为纯电车型，且续航里程不断上升，里程焦虑问题减少，供给端 EV 方向趋势明显。

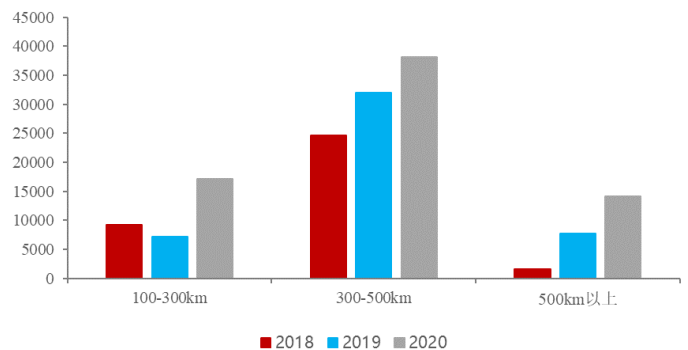
**总体销量维度：EV 遥遥领先于 PHEV。**2017-2019 年，新能源汽车市场受政策影响较大，其销量很大因素由国家补贴政策来决定。2020 年开始，新能源汽车补贴逐渐放缓退出市场，市场逐步进入自由时代，EV 销量迅速增加，由年初的不到 70% 上涨至年末 83%，EV/PHEV 年末销量相比年初分别增长 6/2 倍，差距明显。

图 3：纯电及插混车型销量变化/辆



数据来源：交强险，东吴证券研究所

图 4：长续航 EV 车型月均销量不断提升/辆（忽略月均销量低于 500 的车型）



数据来源：交强险，汽车之家，东吴证券研究所

## 1.2. 趋势二：非限购地区消费将是未来主要增量

限购地区新能源汽车销量天花板明显，总体占比将持续下降。对比发展更成熟的燃油车市场，北上广深天杭六大限购城市销量占全国乘用车市场总销量比例基本稳定为 12% 左右。而国内新能源汽车市场尚处于发展初期，由于新能源汽车成本高+限购地区牌照双重因素，限购地区销量占比较高，2018-2020 年全年占比分别为 42%/40%/38%，远高于燃油车市场。假设未来新能源市场成熟以后会保持与燃油车市场相当的限购销量比例，2025-2030 年间为 10%-15%，则预计 2030 年及以后限购地区新能源汽车销量稳

定为 190 万辆+。2020 年全年限购地区新能源汽车销量为 44 万辆，2020-2025 年年均 CAGR 为 34.79%，2025 年之后基本稳定。对比非限购地区，预计其销量从 2020 年的 70 万辆到 2025 年上涨至 311 万辆，2030 年达到 1200 万辆，2020-2025 和 2025-2030 年均 CAGR 分别为 34.67%/11.47%，远超过限购地区增速，2030-2035 仍保持较快增长，年均增速为 5.44%。

图 5: 全国新能源汽车总销量及非限购地区占比/辆

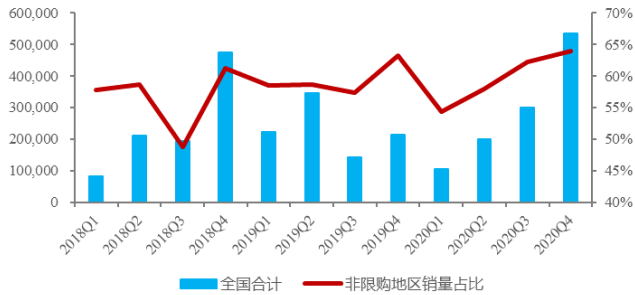
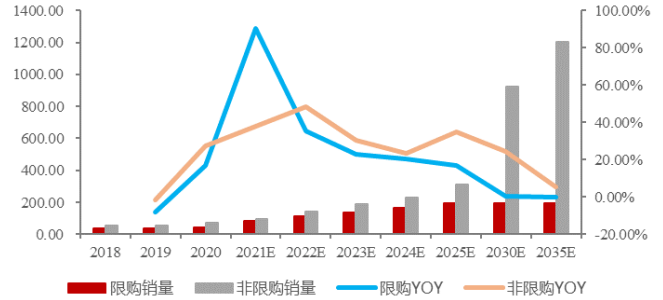


图 6: 限购/非限购地区销量及增速预计/万辆



数据来源：交强险，东吴证券研究所

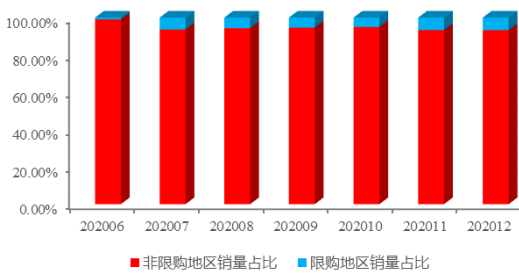
数据来源：交强险，东吴证券研究所测算

**非限购销售大幕已拉开，各价格带市场化需求均实现崛起。**根据交强险数据，2018-2020 年三年国内新能源汽车非限购地区销量占比持续上升，从 58% 上涨至 62%。随新能源汽车生产成本逐步下降+续航里程不断提升，燃油平价时代即将来临，电动车不再是高消费+绿牌+双积分任务等的代名词，市场化需求取代政府政策支持成为销量增长的核心驱动。**就目前新能源汽车销量排名前三车型来看，均切中特定细分领域，市场化需求强劲驱动。**

**一、低价格带：1) 宏光 mini (5 万以下低价格带)。**根据交强险数据，自 20 年 6 月份上市以来，非限购地区销量占比超 90%。核心原因包括：限购地区消费水平与宏光 mini 售价不在同一区间，且该车型对充电设施要求较低；宏光 mini 满足居民短途代步出行需求，受众多为中老年群体，追求高性价比。**2) 欧拉黑猫 (5-10 万元)**与宏光 mini 相似，非限购地区消费者为主要消费人群，并且随销量爬升，占比有上移趋势，20 年终已经**超过 80%**。其主要受众为消费力较低的年轻尤其是女性用户群体，多为家庭增购车型。

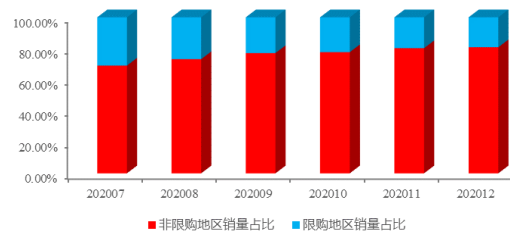
**二、高价格带：1) 比亚迪汉 (20-30 万)。**根据交强险数据，上市以来非限购地区销量占比维持在 45%-50%，高于特斯拉 Model 3。其核心受众为追求实用的中高消费家庭用户以及消费水平处于中等偏高的男性年轻用户。**2) 特斯拉 Model 3 (25-40 万)**总体非限购地区销量占比仅占 40%但呈现上升趋势。主要原因在于 Model 3 售价较高，考虑限购地区人均 GDP 超过全国平均水平的两倍，其与高端汽车消费匹配程度更高。其受众为消费力较高、追求科技驾驶体验的年轻用户群体。但随电动车燃油平价时代的到来以及新能源汽车消费的逐渐普及，非限购地区消费有望迅速崛起。

图 7: 宏光 mini 限购/非限购地区销量占比



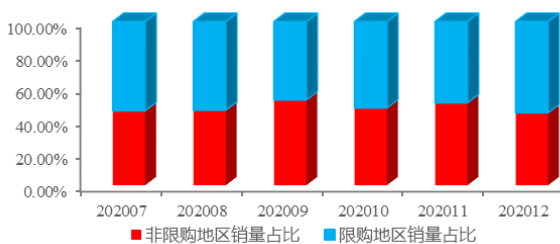
数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

图 8: 欧拉黑猫限购/非限购地区销量占比



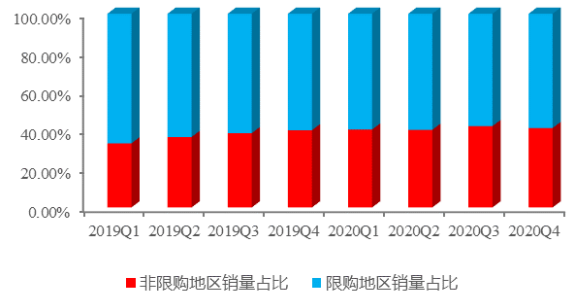
数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

图 9: 比亚迪汉 EV 限购/非限购地区销量占比



数据来源: 交强险, wind, 东吴证券研究所

图 10: Model 3 限购/非限购地区销量占比



数据来源: 交强险, 东吴证券研究所

### 1.3. 趋势三: 10-30 万价位车型为长期新能源汽车核心增量

分析 2018-2020 年交强险新能源汽车销量结构数据可知: 新能源市场仍处于发展早期, 从政策驱动到市场驱动转换阶段, 结构占比数据并不稳定, 总体而言限购城市影响权重更大。从分价格带消费占比维度数据看, 2018-2019 年年初由于新能源政策补贴以及双积分限制, 车企为获得电动车补贴以及完成 NEV 积分任务, 20 万元以下车型销量占比较高, 超 70%。2019 年下半年开始新能源补贴政策退坡, 结合限购政策下几大高消费限购城市消费者受牌照因素驱动, 新能源汽车消费意愿更强, 且集中于 30 万元以上电动豪华车型, 对应价格带市场规模迅速扩大。20 年下半年以来, 以通用五菱宏光 mini 以及欧拉黑猫为代表的 10 万元以下低端电动车市场销量迅速上升, 并集中于非限购地区。最新半年新能源汽车市场整体形成 10 万以下及 30 万元以上车型高占比的哑铃型消费结构。

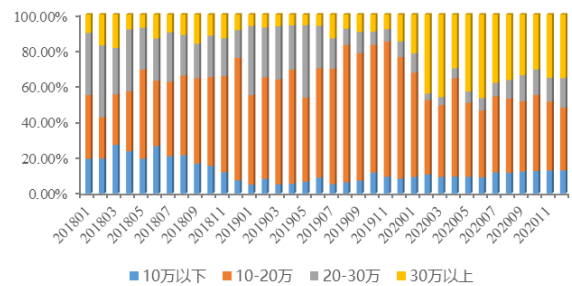
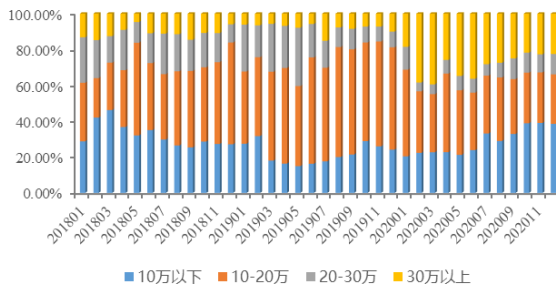
展望未来 5-10 年, 10-30 万元是新能源汽车核心增量市场。随着供给端更多优质品



质的车型推出，市场化需求驱动非限购城市需求是未来核心增量（上文 1.2 部分详细阐述）。借鉴成熟的燃油车市场非限购城市 2018-2020 年数据分析看：因购置税退出+经济下行，10 万元以下的消费占比从 37% 下降至 25%，10-20 万元消费占比从 40% 增加至 48%，20-30 万元消费占比从 15% 提升至 16%，30 万元以上占比超 10%。而对比目前新能源汽车非限购城市消费结构，明显 10 万元以下占比高于 40%，10-30 万元尤其是 10-20 万元占比明显偏低。

图 11：新能源汽车全国整体分价格带销量占比

图 12：新能源汽车限购地区分价格带销量占比

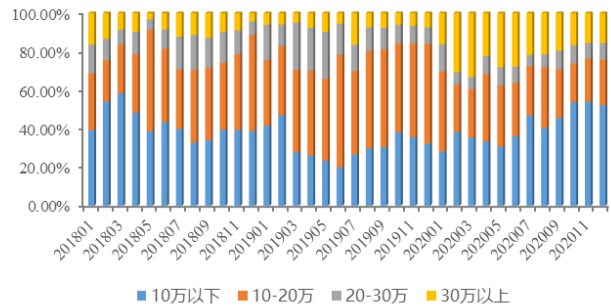
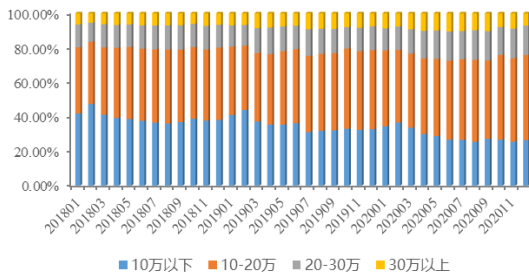


数据来源：交强险，东吴证券研究所

数据来源：交强险，东吴证券研究所

图 13：燃油车非限购地区分价格带销量占比

图 14：新能源汽车非限购地区分价格带销量占比



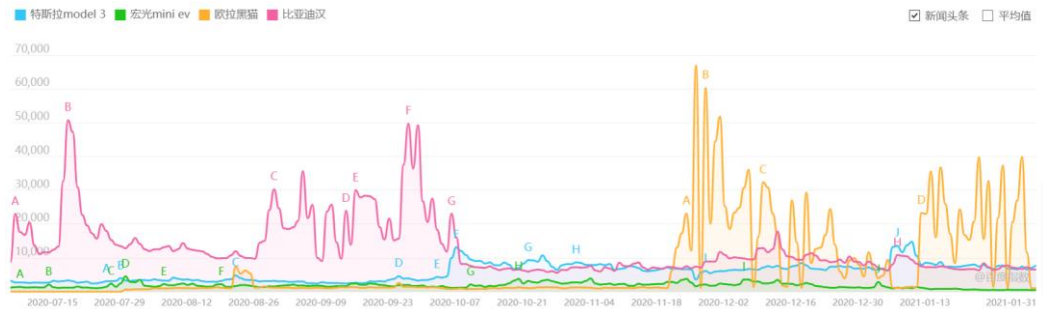
数据来源：交强险，东吴证券研究所

数据来源：交强险，东吴证券研究所

#### 1.4. 趋势四：家庭增购贡献核心增量：年轻化/科技化/女性化

细数目前国内新能源市场四款热销车型，细分对标，各有千秋。简单对比四款车型百度指数，特斯拉 Model 3、比亚迪汉以及欧拉黑猫均远高于宏光 mini，2020 年 7 月至 2021 年 1 月整体日均值分别为 5800/1830/7029/12803。结合其数据来源为 PC+移动端电子设备，可以证明：宏光 mini 的受众群体多为互联网/电子设备使用频率相对更低的中老年群体，相比 Model 3、欧拉黑猫以及比亚迪汉的消费者年龄段更高；欧拉黑猫、比亚迪汉则因为新近上市热度较高。

图 15: 三款车型百度指数对比 (表示互联网用户对该关键词关注程度变化)



数据来源: 百度指数官网, 东吴证券研究所

上述几款明星车型抽象化其核心竞争力均在于: 抓住特定蓝海市场消费者需求, 变化趋势为女性化/年轻化及科技感体验, 实现从迎合用户到挖掘用户的跨越。

**第一类: 中低价位, 主打女性用户 (家庭增购, 主打感性化/实用性), 代表车型: 欧拉系列, 宏光 mini 系列。** 1) 宏光 mini 以低端电动市场为切入点, 做“人民的代步车”, 低价位短续航, 核心满足以实用、价格为核心考虑要素, 同时有四座车辆需求的消费者, 包括老年消费者以及家庭女性用户。公司自身数据显示, 宏光 mini 接近 60% 均为女性用户。2) 欧拉黑猫则再次开辟全新细分增量市场, 考虑燃油车满足家庭主要是男性用户中长途出行需求, 而欧拉黑猫从柔性萌系外观、简约内饰、实惠价格等各个维度出发, 主要满足年轻/女性消费者的出行需求。黑猫在外观内饰、科技配置、续航里程等硬件以及价格等方面都相应高于宏光 mini, 同时在细分市场定位上又合理区分, 注重年轻消费者对外观的要求, 更深层次直接面向女性群体。

**第二类: 中高价位, 主打年轻男性用户 (家庭增换购, 主打科技化/高端豪华)。** 代表车型: 特斯拉 Model3 系列及比亚迪汉/新势力产品。1) 特斯拉 Model3 是智能汽车时代标签性产品, 以反常规的行业颠覆者的形象, 树立汽车科技化的标准, 开创性突破智能驾驶瓶颈, 真正实现智能汽车的落地。2) 蔚来 ES8/ES6 等其余中高端电动车本质上是在特斯拉基础上差异化, 从不同维度诠释自身对中高端新能源汽车的理解: 小鹏主打高智能水平叠加对中国市场/消费的深度理解, 强调本土化最优的智能汽车; 比亚迪主打安全驾驶及长续航, 以刀片电池为特色; 蔚来主打高质量用户服务及高端豪华配置, “涟漪型”形式增强用户黏性; 理想强调实用性/长续航, 追求最小成本实现最高价值。

### 1.5. 行业结论: EV 车型未来四大蓝海市场齐爆发

由下图, 依据价格带以及续航里程区间将新能源汽车 (非营运/私人消费) 市场进一步细分: 以 10 万以下/10-20 万/20-30 万/30 万以上四大价格带分别对应 100-300km 续航/300-500km 续航/500km 以上续航三大续航区间为节点, 将新能源汽车市场整体分为 12 子区间, 每一区间代表一独立细分市场, 通过分析细分市场车型月均销量以及车型推

出个数来总结对应区间的消费特点并判断未来消费趋势。依次分价格带来看：

图 16：新能源汽车（非营运）细分市场分析/辆（蓝色背景为未来新能源消费核心细分市场）



数据来源：交强险，汽车之家，东吴证券研究所

1) 10 万元以下价格带：代表车型——宏光 mini、欧拉黑猫。100-300km 续航范围，5 万元以下以宏光 mini 为代表，上市以来销量占该细分市场的份额超 80%。我们预计未来宏光 mini 将不断抢占双轮代步车出行市场份额，销量有望持续爬升，成为新能源汽车领域核心细分市场之一。300-500km 续航区间，5-10 万价格带以欧拉黑猫为代表，还包括奇瑞小蚂蚁等车型。黑猫的上市迅速抢占江淮、奇瑞等品牌在该细分市场的份额，对标女性消费蓝海市场，以高性价比及精准市场定位作为其核心竞争力，未来市场销量有望继续提升，成为新能源汽车市场又一大核心细分赛道。

2) 10-20 万元价格带：代表车型——广汽 Aion S、欧拉好猫、特斯拉 Model 2（未上市）。300-500km 细分市场以比亚迪秦/元为主。作为自主品牌新能源汽车龙头企业，比亚迪在 10-20 万元价格带细分市场深耕多年，有着较强的品牌影响力，比亚迪秦也以营运对公市场销售牢牢占据该细分市场销量榜首位置。100-300km 细分市场以北汽 EC 系列车型和众泰 E200 为主，目前已逐步退出市场，2020 年销量下滑严重且未出现有力接棒车型。未来随新能源市场发展，电池技术逐步突破，300km 以下续航里程&10-20 万元价格细分市场将会因为低性价比被其他市场所取代。500km 以上续航里程细分市场预计销量爬升较快，欧拉好猫的进入有望重新定义该细分市场车型标准，进一步拓宽市场区间。更长时间维度上，里程焦虑得以解决，国内主流燃油车型换购区间将集中于该价格带，市场规模想象空间较大。

3) 20-30 万元价格带：代表车型——比亚迪汉、特斯拉 Model 3、大众 ID.4。该价格带主要为续航 300km 以上的车型。300-500km 续航细分市场包括荣威 eRX5、特斯拉 Model 3（标准续航版）等，年度月均销量以及车型数量逐年攀升，以 Model 3 为代表的中高端电动车销量已经爬升至较高水平，成为未来电动车销量增长的核心细分市场之一。对于 500km 以上细分市场而言，比亚迪汉独领风骚，以刀片电池长续航里程+高安全系

数形成差异化产品布局，销量爬升速度较快。未来大众国内首款纯电 ID.4 将布局该细分市场，助力规模更进一步提升。

**4) 30 万以上价格带：代表车型蔚来 ES6、小鹏 P7、Model 3 等。**该价格带车型核心聚焦 500km 以上续航里程细分市场。对比相对发展较为成熟的燃油车市场，30 万元以上价格带全市场销量占比约为 10%，2020 年 30 万元以上车型燃油以及新能源车型总销量 220 万辆+，EV 渗透率在 13% 左右。预计至 2025 年，新能源汽车 30 万元以上销量占比约 17%，该价格带渗透率持续提升至 27%。长期来看，30 万元以上新能源汽车年度销量空间有望提升至接近 100 万辆。

综合考虑，预计国内未来新能源汽车市场分价格带销量及对应渗透率如下，10 万元以下及 30 万元以上新能源汽车市场将率先崛起，渗透率由 2020 年 8%/13% 上升至 2025 年的 21%/27%，绝对值由 2020 年 37/30 万辆上升至 2025 年的 121/86 万辆，年均复合增速为 27%/24%。10-20 万及 20-30 万元市场渗透率提升较慢，由 2020 年 4%/4% 提升至 2025 年的 18%/19%。

表2: 新能源汽车分价格带销量/万辆

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国内新能源/万辆	96.43	92.38	113.96	180.00	256.15	325.35	396.80	505.60
10万以下	28.83	19.16	37.43	59.40	76.85	91.10	103.17	121.34
10-20万	43.55	48.83	35.91	50.40	75.56	104.11	142.85	207.30
20-30万	15.09	17.65	11.01	21.60	37.14	52.06	67.46	91.01
30万以上	8.95	6.75	29.61	48.60	66.60	78.08	83.33	85.95

数据来源：交强险，东吴证券研究所测算

表3: 新能源汽车分价格带渗透率

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
10万以下	3.68%	2.94%	7.76%	11.03%	13.26%	15.68%	17.72%	21.05%
10-20万	5.09%	5.33%	4.06%	5.10%	6.99%	9.42%	12.61%	17.90%
20-30万	4.63%	5.67%	3.67%	6.10%	9.20%	12.18%	14.90%	19.15%
30万以上	5.50%	3.97%	13.24%	19.14%	23.25%	26.29%	26.67%	26.98%

数据来源：交强险，东吴证券研究所测算

## 2. 长城欧拉为何异军突起

欧拉品牌定位 5-20 万元中低端电动车，对标全新用户开辟细分市场，发掘市场潜在消费者。其包括 10 万元以下车型黑猫、白猫以及 10-15 万元价格带好猫车型共三款车型。目前黑猫市场表现较好，销量仅次于宏光 mini 以及特斯拉 model 3，好猫的推出



则将欧拉品牌从城市车推向主流电动乘用车市场。总结欧拉成功原因，可以概括为三点：**品牌力（精准定位切入市场打响全新品牌）+产品力（高性价比强产品力打造自身卖点）+运营力（特色创新营销，全系创新打法）。**

## 2.1. 品牌力——精准市场定位，打响品牌特色

**核心定位女性增购需求，开拓新蓝海市场。**国内乘用车市场中，以轩逸/宝来/哈弗H6/博越等为主的家用乘用车贡献主要销量，并随时间推移已逐渐饱和进入存量竞争市场，格局以及消费观念基本固定，唯有真正开拓另一全新市场的车型才能实现快速崛起。随居民消费水平逐步提升伴随相当品质的汽车价位的下沉，汽车作为仅次于住房需求外的大宗奢侈消费品的定义逐步弱化，一家一车的时代已经过去，年轻消费者拥有自己的专属车辆成为新的潮流。同时，随男女收入差距减少，女性消费力提升，对家庭消费的话语权和主导权也逐步增加，未来有望成为车市规模扩张的新生力量。因而打造适合女性消费及审美特质的针对性车型“她经济”预计将成为新兴的蓝海市场。

**瞄准女性特色，展开密集型渠道营销。**女性消费呈现四大特点：“颜值至上、社交分享、粉丝效应、周边消费”，欧拉抓准“粉红经济”机遇，以女性明星代言（沈梦辰：拒绝平庸，不被定义）、平台直播（B站）、演唱会等方式扩大影响，并开展直播带货营销，组织欧拉直播云团购、拼多多“66购车节”、618BOSS直播趴等活动，针对女性用户消费习惯，多维度全方面营销，从源头宣传到线上线下销售再到周边经济消费密集式分布，以“女性、时尚、猫系”为营销内核，打响潮玩品牌特色。

**外观内饰审美迎合目标客户群体，价位主打合理消费区间。**外观方面，欧拉全系均突出“萌系”外表，柔和线条，丰腴车身，形似宠猫，十分符合当下年轻消费者尤其是女性群体对于宠物萌猫的喜悦，营造天然热度和关注度。内饰方面，以柔和暖色调为主，整体气氛观感偏活跃，柔性线条结合圆形内饰更为颜值加分。价位方面，欧拉黑白猫以7-9万为主，较低价位减轻消费接受程度较低的年轻消费者购车压力；欧拉好猫则突破10万，定位10.39-14.39万元价格区间，给予消费者更多选择。

图 17: 欧拉黑猫外观



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

图 18: 欧拉黑猫内饰



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

图 19: 欧拉白猫外观



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

图 20: 欧拉白猫内饰



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

图 21: 欧拉好猫外观



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

图 22: 欧拉好猫内饰



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

## 2.2. 产品力——差异化配置打造高性价比

**同级别燃油车相比: 黑猫价格低, 空间足, 出行成本低。**选取与欧拉黑猫同级别的燃油车吉利远景 X6、长安 CS35 PLUS 和广汽 GS3, 欧拉黑猫在价格水平上更低, 并且用电成本低于燃油成本, 性价比优势领先。此外, 黑猫虽然绝对轴距略小, 但考虑电动车三电系统体积远小于燃油车发动机、变速器等动力系统, 实际内部空间并不逊色。在专属纯电平台下, 车长轴距比更高, 空间利用率优势更大。其较低的整备质量也能保证较长的续航里程, 满足日常出行需求。配置方面, 黑猫配置主动安全、OTA 全车升级等, 保障出行安全。

图 23: 欧拉黑猫与电动比较

	欧拉黑猫	欧拉白猫	奇瑞小蚂蚁	比亚迪E2	奔奔E-STAR
指导价	8.48	8.88	7.88	8.98	7.48
纯电续航/km	405	401	301	305	301
快充小时	0.5	0.75	0.5	0.5	0.5
最大功率	45	45	30	70	55
最大扭矩	130	130	120	180	170
轴距/mm	2475	2490	2150	2610	2410
整备质量	1000	1032	-	-	1180
车长/mm	3495	3625	3200	4240	3770
车长轴距比	70.82%	68.69%	67.19%	61.56%	63.93%
主动安全	√	√	-	-	-
巡航系统	定速巡航	定速巡航	-	定速巡航	-
无钥匙进入	√	√	-	√	-
OTA	√	√	-	√	-

数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

图 24: 欧拉黑猫与燃油车比较

	欧拉黑猫	远景X6	CS35P	传祺GS3
指导价	8.48	8.49	8.59	8.48
车长/mm	3495	4546	4335	4350
轴距/mm	2475	2661	2600	2560
车长轴距比	70.82%	58.53%	59.98%	58.85%
纯电续航/km	405			
快充小时	0.5			
主动刹车	√			
远程启动	√		√	
行车记录仪	√			
手机互联	√			
车联网OTA	√			

数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

**同价位电动车相比, 黑猫/白猫续航+智能科技配置占优。**选取同价位电动车奇瑞小蚂蚁、长安奔奔 E-Star、比亚迪 e2 进行比较, 黑猫指导价处于中等水平, 但在电池性能



包括续航里程以及充电时间上都处于领先水平，同时有较低的整备质量保障续航能力，较大的空间保障驾乘体验。另外，智能科技配置方面，黑猫拥有主动安全、智能巡航系统、无钥匙进入、OTA 等特色功能，白猫还具有 360 全景影像、车道偏离预警以及道路交通标识识别的 L2 级别辅助驾驶功能，综合性价比均领先于竞品。此外，基于纯电平台设计的欧拉黑猫/白猫在空间利用率上也优于其余竞品车型，实现最小车长的最大利用。

**同配置电动车相比，好猫保证价位友好，销量有望持续突破。**与奇瑞大蚂蚁、广汽 Aion S、小鹏 G3 等竞品车型相比，好猫在智能驾驶等级上保持达到 L2+水平，但价格低 4-6 万，并且续航里程突破 500km 关口，车内空间也较大，相比之下性价比更高，加之复古外观及内饰切中年轻消费群体审美，预计未来销量持续突破。

**同价位电动车相比，好猫空间利用率高，L2+级别辅助驾驶配置遥遥领先。**好猫抓准当下电动车三大潮流：大空间+长续航+高智能。1) 续航里程突破 500km，远超竞品车型；2) 车长轴距比突破 60%，远超竞品车型；3) 全速自适应巡航/并线辅助/车道偏离预警/车道保持辅助/道路交通标识识别/疲劳驾驶提示等 L2+级别辅助驾驶功能齐备，并具备 360 全景影像以及自动泊车入位等亮点功能。三重因素叠加，竞争力遥遥领先，且价位相对较低，未来有望实现销量爆发，站稳 10-15 万元 A 级轿车市场。

图 25: 欧拉白猫竞品比较

	欧拉白猫	哪吒N01	小蚂蚁	奔奔E-Star
指导价	8.88	13.98	7.88	7.48
纯电续航里程	401	301	301	301
快充小时	0.75	0.5	0.5	0.5
最大功率	45	55	30	55
最大扭矩	130	175	120	170
长*宽*高	3625	3872	3200	3770
轴距	2490	2370	2150	2410
整备质量	1032	-	-	1180
电池类型	三元锂电池	三元锂电池	锂离子电池	三元锂电池
驾驶辅助影像	360度全景影像	倒车影像	倒车影像	倒车影像
雷达	前√ 后√	前× 后√	前× 后√	前× 后√
无钥匙进入	驾驶位	驾驶位	-	-
OTA	√	-	-	-

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

图 26: 欧拉好猫竞品比较

	欧拉好猫	比亚迪秦	比亚迪元	小鹏G3	几何C
指导价	14.39	14.99	13	14.68	14.98
纯电续航里程	501	401	410	460	400
快充小时	0.5	0.5	0.5	0.63	0.5
最大功率	105	100	120	145	150
最大扭矩	210	180	280	300	310
车长	4235	4765	4360	4450	4432
轴距	2650	2718	2535	2625	2700
车长轴距比	62.57%	57.04%	58.14%	58.99%	60.92%
并线辅助	√				
车道偏离预警系统	√				
车道保持辅助	√				
道路交通标识识别	√				
疲劳驾驶提示	√				
智能远近光灯	√				
巡航系统	全速自适应巡航	定速巡航	定速巡航	定速巡航	定速巡航
驾驶辅助影像	360度全景影像		360度全景影像		
自动泊车	√				

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

### 2.3. 运营力——特色创新营销，全系创新打法

思维步步紧化，“白—黑—好”层层进阶。欧拉品牌三款产品：白猫、黑猫、好猫，从产品的推出时间和逻辑顺序上来讲有必然的递进关系。欧拉白猫是为迎合当下年轻消费者中盛行的猫系文化，主动接近消费者的第一步；而欧拉黑猫则是充分与消费者接触以后，吸收采纳消费者的诉求建议；全新车型好猫的推出更表明长城欧拉以更强大的阵容自下而上突围市场，底层逻辑层层推进，奠定扎实消费基础。

前期成立独立作战单元，扁平化管理；同时深入市场调研。为更好的了解终端市场



需求,找准切入契机,长城汽车为欧拉品牌成立专门的独立作战单元,实行扁平化管理,深入市场调研,了解市场目前存在的空白和可能的消费人群。组织架构的深层次变革,从根本上改变车企车型推出的前期节奏和工作模式,保证研发、销售团队与市场的充分接触,保证产品与市场消费者更好的契合。

**中期用户互联共创,实现潜在用户养成。**长城组织开展多季欧拉全球青年共创计划欧拉品牌“猫系”命名以及外观设计均实时同步与消费者互联共创,广泛征求当下消费者关注并喜爱的特点,糅合到欧拉品牌车身,丰富其内涵,充分迎合目标客户群体的消费需求,一改传统汽车设计“闭门造车,不可触摸”的模式,保证与市场消费者的接轨。此外,通过品牌从诞生到最后上市全流程的实时参与,培养消费者对产品的感情,形成用户参与产品与产品养成用户之间的正循环反馈机制,进一步增加用户与品牌的粘性。

**后期用户营销转为运营用户,宣传渠道多样化。**长城汽车自今年下半年以来,在品牌营销方式和组织架构机制上均做了较大调整:成功打通“线上+线下”销售闭环,运用 BOSS 带货、入驻顶流直播平台等新玩法,创新多、迭代快。详细来看,欧拉采用百场经销商直播、66 购物节、618 boss 直播趴、时尚明星代言等方式多样化宣传渠道,刷屏式传导,真正将欧拉猫系产品的符号打入消费者心中。其核心是企业与用户接轨的深层逻辑的转变,特斯拉以及三家主流新势力对汽车整车行业的影响不仅在于引入新技术,更在于将企业“两耳不闻窗外事,一心埋头做好车”的经营逻辑变为“扩大消费用户影响,主动运营影响用户”,技术支撑产品力辅以运营扩大影响力,建立一整套体系化运营能力,真正实现粘性化车主,减少车型销量高开低走的局面,保证销量的持续环比爬升。

**具体来看,欧拉品牌运营特色包括以下几大维度:**

**1) APP 运营简洁明了,功能齐备。**APP 主页包括五大板块,依次为:广场板块负责社交推送;电台板块负责娱乐资讯;活动板块负责车友社交打造共同爱好圈子;充电板块则为欧拉自身特色,可以实时查看附近可用充电桩,显示导航+价格等信息。与蔚来、小鹏、理想等 APP 相比,主页设计更具亲和力,必要功能齐备,特设充电服务板块环节里程焦虑。此外,APP 还有设有专门活动社区供车友讨论交流、ORA 板块以亲和 UI 界面帮助用户选择最适车型、欧品则推广周边黏性用户产品等,做到服务找人,用户体验最优化。

**2) 庞大前期充电设施投入,便捷式充电。**欧拉充电方式包括两种:家装充电桩随车免费赠送并安装,质保三年;外出便捷充电配备 220V 移动充电线缆,全国 260 余座城市接入 32.8 万根充电桩,服务全部新能源汽车用户。APP 提供充电桩所搜服务,精准选桩,结算简单。

**3) 线下门店去中心化,全市场覆盖,电商合作运营拓宽销售渠道。**2021 年 1 月官网数据显示,欧拉全国线下门店 202 家,2021 年预计将实现一级网点 277 家,其他网点 443 家。并全部采用全新运营模式,构建销售与售后分离的多元化、轻量化渠道。以欧

拉之家、城市体验店、智慧门店形成三级网络覆盖的终端店模式，从一二线市场向三四线市场覆盖，并携手天猫、京东和苏宁等，从六线向五线和四线市场向上补充，全市场覆盖。欧拉之家主要位于传统汽车商圈，从4S升级到多S，未来更鼓励欧拉之家进入城市中心位置；欧拉体验店主要位于商业圈；欧拉智慧门店主要位于居民生活圈。据欧拉官网数据，20年欧拉经销商运营相比19年提升明显，单店效能提升超300%，欧拉自身专属渠道及门店销售占比近80%，渠道建设成果颇丰。欧拉还推出独特产权交易及使用权交易体系，产权交易包括面向终端消费者的零售、面向大客户、线上的直销和第三方包销模式；使用权交易2C包括融资租赁、里程包销售和长短租三种模式，2B则推出分时租赁和网约车服务，与经销商全面转型，从单一售卖新车盈利转向车辆全生命周期和全价值链营销。

## 2.4. 欧拉未来销量预测

经测算，我们预计欧拉品牌2021-2025年销量及市占率详细如下：1) 乐观情景：2021-2025年欧拉品牌在20万元以下新能源汽车市场市占率为20%左右，2025年达到75万辆，年均复合增速75%。2) 中性情景：2021-2025年欧拉品牌在20万元以下新能源汽车市场市占率为16%左右，2025年达到59万辆，年均复合增速67%。

表4: 欧拉销量及市占率预测/万辆（乐观情景，蓝色字体为核心假设）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源20万元以下	72.38	67.99	73.35	109.80	152.41	195.21	246.02	328.64
欧拉国内销量/万辆	0.35	3.89	4.61	15.08	30.00	40.00	50.00	65.00
YOY		1011.43%	18.51%	227.11%	98.94%	33.33%	25.00%	30.00%
20万元以下市场份额	0.48%	5.72%	6.29%	13.73%	19.68%	20.49%	20.32%	19.78%
10万以下			4.41	10.08	15.00	17.00	25.00	30.00
10-20万			0.20	5.00	15.00	23.00	25.00	35.00
欧拉海外销量				0.1	1	3	5	10
欧拉总销量/万				15.18	31.00	43.00	55.00	75.00

数据来源：交强险，东吴证券研究所测算

表5: 欧拉销量预测及市占率/万辆 (中性情景, 蓝色字体为核心假设)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源20万元以下	72.38	67.99	73.35	109.80	152.41	195.21	246.02	328.64
欧拉国内销量/万辆	0.35	3.89	4.61	13.00	26.00	33.00	40.00	54.00
YOY		1011.43%	18.51%	182.00%	100.00%	26.92%	21.21%	35.00%
20万元以下市场份额	0.48%	5.72%	6.29%	11.84%	17.06%	16.90%	16.26%	16.43%
10万以下			4.41	8.00	13.00	15.00	20.00	22.00
10-20万			0.20	5.00	13.00	18.00	20.00	32.00
欧拉海外销量				0.1	1	3	5	5
欧拉总销量/万				13.10	27.00	36.00	45.00	59.00

数据来源: 交强险, 东吴证券研究所测算

### 3. 盈利预测与投资评级

基于以下核心假设, 对长城汽车 2020-2022 年盈利进行预测。1) 营收收入同比增速分别为 +7.3%/+38.5%/+21.4%。2) 公司综合毛利率 2020-2022 年假设分别为 17.5%/19.3%/19.7%。3) 管理费用占比 2020-2022 年假设分别为 2.0%/2.0%/2.0%; 研发费用占比 2020-2022 年假设分别为 2.0%/2.0%/1.9%; 销售费用占比 2020-2022 年分别为 4.0%/3.7%/3.7%。

我们预计公司 2020-2022 年营业收入 1032.80/1430.91/1737.68 亿元, 同比 +7.3%/+38.5%/+21.4%, 归属母公司净利润 53.92/ 115.08 /144.99 亿元, 同比 +19.9%/+113.4%/+26.0%, 对应 EPS 为 0.59/1.26/1.59 元, 对应 PE 为 56.52/26.48/21.02 倍。长城汽车 A+H 股五家可比公司估值均值为 44.12/32.48/26.48 倍。鉴于欧拉品牌未来多款车型持续放量, 全面切入中低端新能源汽车市场, 我们认为长城应该享受更高估值, 维持“买入”评级。

表 6: 长城汽车盈利预测核心变量

	2019	2020E	2021E	2022E
营收增速	-3.0%	7.35%	38.55%	21.44%
毛利率	17.2%	17.50%	19.29%	19.69%
管理费用占比	2.0%	2.00%	2.00%	2.00%
研发费用占比	2.8%	2.00%	2.00%	1.90%
销售费用占比	-0.4%	4.00%	3.70%	3.70%

数据来源: wind, 东吴证券研究所测算

表7: 可比公司PE估值 (数据采用2021年2月24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	33.39	3063.85	53.92	115.08	144.99	56.52	26.48	21.02
600104.SH	上汽集团	21.31	2489.75	200	236	257	12.45	10.55	9.69
000625.SZ	长安汽车*	17.13	918.75	42.54	49.15	59.45	21.60	18.69	15.45
002594.SZ	比亚迪	208.99	5979.50	45.29	65.43	80.47	132.03	91.39	74.31
601238.SH	广汽集团	10.68	1105.49	67.31	94.64	113.66	16.42	11.68	9.73
0175.HK	吉利汽车	25.90	2543.04	69.18	87.77	113.77	36.76	28.97	22.35
可比公司算数平均PE							44.12	32.48	26.48

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。

**新能源汽车发展低于预期。**如果新能源汽车三电技术发展及市场需求低于预期, 则会影响行业整体电动化发展进程, 对长城欧拉销量及自身利润产生重要影响。



长城汽车三大财务预测表

资产负债表(百万元)					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>69,750</b>	<b>94,014</b>	<b>121,953</b>	<b>营业收入</b>	<b>96,211</b>	<b>103,280</b>	<b>143,091</b>	<b>173,768</b>
现金	9,723	7,658	26,177	51,564	减:营业成本	79,684	86,243	115,486	139,560
应收账款	3,193	2,816	5,509	7,292	营业税金及附加	3,169	3,401	4,713	5,723
存货	6,237	5,774	7,690	9,853	营业费用	3,897	4,131	5,294	6,429
其他流动资产	43,598	49,699	49,509	47,602	管理费用	1,955	2,066	2,862	3,388
<b>非流动资产</b>	<b>44,594</b>	<b>45,043</b>	<b>46,389</b>	<b>46,651</b>	研发费用	2,716	2,066	2,862	3,302
长期股权投资	3,113	1,038	1,383	1,845	财务费用	-351	109	11	-374
固定资产	29,743	28,076	26,707	25,537	资产减值损失	-504	-516	-1,002	-1,216
在建工程	2,247	4,198	5,758	7,007	加:投资净收益	16	100	132	134
无形资产	4,710	5,425	5,913	6,378	其他收益	586	605	543	143
其他非流动资产	4,781	6,304	6,626	5,884	资产处置收益	43	43	43	43
<b>资产总计</b>	<b>113,096</b>	<b>114,793</b>	<b>140,403</b>	<b>168,603</b>	<b>营业利润</b>	<b>4,777</b>	<b>6,185</b>	<b>13,440</b>	<b>17,034</b>
<b>流动负债</b>	<b>54,600</b>	<b>51,352</b>	<b>65,228</b>	<b>78,751</b>	加:营业外净收支	324	282	281	254
短期借款	1,180	2,000	2,000	2,000	<b>利润总额</b>	<b>5,101</b>	<b>6,467</b>	<b>13,721</b>	<b>17,288</b>
应付账款	35,460	34,334	46,347	57,891	减:所得税费用	570	1,035	2,127	2,680
其他流动负债	17,959	13,161	16,024	17,471	少数股东损益	34	41	87	109
<b>非流动负债</b>	<b>4,097</b>	<b>3,609</b>	<b>3,749</b>	<b>3,819</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,497</b>	<b>5,392</b>	<b>11,508</b>	<b>14,499</b>
长期借款	1,206	1,206	1,206	1,206	EBIT	5,062	6,592	13,743	16,980
其他非流动负债	2,892	2,404	2,544	2,613	EBITDA	9,656	9,936	17,215	20,581
<b>负债合计</b>	<b>58,697</b>	<b>54,961</b>	<b>68,977</b>	<b>82,569</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	41	127	236	每股收益(元)	0.49	0.59	1.26	1.59
归属母公司股东权益	54,399	59,791	71,298	85,797	每股净资产(元)	5.96	6.55	7.81	9.40
<b>负债和股东权益</b>	<b>113,096</b>	<b>114,793</b>	<b>140,403</b>	<b>168,603</b>	发行在外股份(百万股)	9127	9176	9176	9176
					ROIC(%)	7.5%	8.6%	15.3%	15.8%
					ROE(%)	8.4%	9.4%	17.5%	18.4%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	毛利率(%)	17.2%	16.5%	19.3%	19.7%
经营活动现金流	13,972	4,775	23,614	27,211	销售净利率(%)	4.7%	5.3%	8.1%	8.4%
投资活动现金流	-15,802	-5,576	-5,420	-2,632	资产负债率(%)	51.9%	47.9%	49.1%	49.0%
筹资活动现金流	3,944	-1,264	325	809	收入增长率(%)	-3.0%	7.3%	38.5%	21.4%
现金净增加额	2,115	-2,065	18,519	25,388	净利润增长率(%)	-13.6%	19.9%	113.4%	26.0%
折旧和摊销	4,594	3,344	3,472	3,601	P/E	67.77	56.52	26.48	21.02
资本开支	1,408	-3,300	-3,300	-3,300	P/B	5.60	5.10	4.27	3.55
营运资本变动	-1,370	-594	11,070	11,726	EV/EBITDA	6.32	30.09	16.27	12.40

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>