

2021年06月22日

自主崛起优秀典范（下）

买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	103,308	145,974	192,379	221,235
同比（%）	8.6%	41.3%	31.8%	15.0%
归母净利润（百万元）	5,362	8,573	12,576	16,145
同比（%）	19.2%	59.9%	46.7%	28.4%
每股收益（元/股）	0.58	0.93	1.37	1.76
P/E（倍）	75.68	47.34	32.27	25.14

投资要点

- **人和：四大核心竞争力推动长城自主第一。** 我们认为长城能够借助这轮电动智能浪潮更上一层楼，从国产汽车制造公司向全球汽车科技出行服务公司转型能获得成功的原因：1）灵魂式创始人积极推动组织变革（强后台-大中台-小前台），且建立市场化能上能下考核机制持续吸引人才，实现作战单元打通。2）每天进步一点点，模块化平台-传统动力总成-三电-智能驾驶-核心零部件-氢能源等始终坚持技术自研，形成“柠檬-坦克-咖啡”三大技术品牌。3）始终坚持用户为中心，已经具备从打造大单品到产品矩阵的能力。4）与时俱进，从口碑营销到用户运营，始终坚持营销模式创新。
- **“5+2”品牌全面向上，新车推出速度有望持续超我们预期：**1）哈弗：持续巩固爆款车 H6 中低端 SUV 龙头地位。2）魏派：品牌焕新欲打造高端智能混动豪华汽车品牌。3）坦克：全新塑造国产豪华越野 SUV 第一品牌。4）皮卡：炮系列叠加风骏持续巩固皮卡市场第一位置。5）欧拉：全新塑造全球最爱女性的电动汽车品牌。6）储备：高端电动汽车品牌沙龙项目+宝马合资光束项目。
- **短期（3年维度）核心看长城打赢中国市场稳固自主第一位置。** 我们预计 2021-2023 年短期长城销量核心增量来源于国内市场，全球有望分别实现 143/196/246 万辆。**长期（5-10 年维度）长城进军海外市场有望取得阶段性成果，**我们预计 2025 年/2030 年全球市场长城有望分别实现 311/405 万辆。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年归属母公司净利润 85.73/125.76/161.45 亿元，同比+59.9%/+46.7%/+28.4%，对应 EPS 为 0.93/1.37/1.76 元，对应 PE 为 47/32/25 倍。长城汽车 A+H 股五家可比公司估值均值为 45/32/24 倍。鉴于长城未来几大品牌共同放量，我们认为长城应该享受更高估值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情控制进展低于预期；乘用车行业需求复苏低于预期；新能源汽车发展低于预期。

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.23
一年最低/最高价	7.67/51.72
市净率(倍)	7.07
流通 A 股市值(百万元)	268670.66

基础数据

每股净资产(元)	6.16
资产负债率(%)	61.27
总股本(百万股)	9199.16
流通 A 股(百万股)	6074.40

相关研究

- 1、《长城汽车（601633）：5月批发同比+6%，坦克品牌持续增长》2021-06-08
- 2、《长城汽车（601633）：股权激励销量目标超预期》2021-05-26
- 3、《长城汽车（601633）：4月批发同比+13.55%，坦克恢复正常交付》2021-05-10

内容目录

1. 人和：四大核心竞争力推动长城自主第一	6
1.1. “每天进步一点点”成就四大竞争力	6
1.1.1. 生生不息的组织韧性，能上能下的人才机制	6
1.1.2. 技术不断变迁，始终坚持自研构建生态	8
1.1.3. 从大单品到产品矩阵，始终坚持以用户为中心	24
1.1.4. 从口碑营销到用户运营，营销方式持续创新	28
1.2. “5+2”品牌全面向上，产品矩阵深入剖析	28
1.2.1. 哈弗：持续巩固爆款车 H6 中低端 SUV 龙头地位	29
1.2.2. 魏派：品牌焕新欲打造高端智能混动豪华汽车品牌	31
1.2.3. 坦克：全新塑造国产豪华越野 SUV 第一品牌	35
1.2.4. 皮卡：炮系列叠加风骏持续巩固皮卡市场第一位置	39
1.2.5. 欧拉：全新塑造全球最爱女性的电动汽车品牌	44
1.2.6. 储备：高端电动汽车品牌沙龙项目+宝马合资光束项目	49
1.3. 短期看打赢中国成第一，长期看进军海外新空间	49
1.3.1. 长城汽车在中国市场的成长空间 2030 年有望突破 300 万辆	49
1.3.2. 长城汽车海外市场的成长空间 2030 年有望达到 100 万辆	53
1.3.3. 逆势扩张产能为全球化战略夯实基础	60
2. 盈利预测与投资评级	61
3. 风险提示	62

图表目录

图 1: 长城 2011-2020 营收 (左轴/亿元) 及增速 (右轴/%)	6
图 2: 2017-2020 车企 ROE 情况 (%)	6
图 3: 长城汽车 2005-2020 年的销量数据走势	7
图 4: 长城汽车股权情况 (2021 年一季报)	7
图 5: 长城汽车数字化集团级中台	8
图 6: 长城总体技术生态架构	9
图 7: 长城汽车智能驾驶发展历程一览	11
图 8: 长城汽车智能车技术研发架构	11
图 9: 长城汽车智能化发展规划	12
图 10: 各家自动驾驶芯片的目前规划比较	13
图 11: 国内纯电乘用车总装机电量/万 kwh	16
图 12: 国内三元锂电池总装机电量/万 kwh	16
图 13: 2021 年 Q1 国内动力电池市场格局	16
图 14: 2021 年 3 月国内三元锂电池市场格局	16
图 15: 主流混合动力技术方案对比	17
图 16: i-MMD 与“柠檬”DHT 混动模式工况对比	18
图 17: GW4N20 发动机	20
图 18: 发动机参数对比	20
图 19: 长城汽车氢能战略规划	24
图 20: 长城 H6 自销售以来的销量趋势 (万辆)	25
图 21: H6 与竞品的销量比较分析	25
图 22: 哈弗 H6 历史销量月度变化/辆	25
图 23: 哈弗 H6 2013 款: 动力+空间领先竞品	26
图 24: 哈弗 H6 2021 款: 空间+智能水平领先竞品 (指导价/万元)	27
图 25: 长城营销方式历史回顾	28
图 26: 哈弗品牌详细产品谱系图	29
图 27: 长城哈弗 SUV 各车型 2021Q1 销量占比	29
图 28: 魏品牌详细产品谱系图	31
图 29: WEY 各车型上市以来销量/辆	32
图 30: WEY 品牌与领克销量比较/辆	32
图 31: 魏品牌和领克品牌在售车型参数比较	32
图 32: 2020 年领克和魏品牌的消费人群占比	33
图 33: 魏第一代产品发动机与哈弗品牌发动机比较	33
图 34: 魏派摩卡	35
图 35: 坦克品牌详细产品谱系图	35
图 36: 美国市场越野 SUV 销量变化/万辆	36
图 37: 销量口径: 2020 年美国市场越野 SUV 车企竞争格局	36
图 38: 美国城市/越野 SUV/轿车/皮卡占乘用车比例	36
图 39: 美国市场乘用车 (包含皮卡) 合计销量/万辆	36
图 40: 美国市场汽油价格 (元/L)	37
图 41: 美国市场人均土地面积 (平方米/人)	37
图 42: 中国市场越野 SUV 销量/万辆	37

图 43: 中国市场乘用车细分结构占比	37
图 44: 中国市场中大型 SUV 销量变化/万辆	38
图 45: 美国市场中大型 SUV 销量变化/万辆	38
图 46: 中国市场中大型 SUV 销量份额变化	38
图 47: 美国市场中大型 SUV 销量份额变化	38
图 48: 皮卡品牌详细产品谱系图	40
图 49: 美国市场皮卡销量渗透率/万辆	40
图 50: 2020 年美国市场皮卡竞争格局	40
图 51: 美国市场卡对应主要品牌销量份额变化	41
图 52: 美国市场皮卡对应明星车型销量份额	41
图 53: 2017-2020 国内分车型销量 (百万辆)	41
图 54: 2018 年主要国家皮卡渗透率对比/%	41
图 55: 近期皮卡解禁政策梳理	42
图 56: 长城皮卡销量市占率 (%)	43
图 57: 长城炮和风骏销量情况 (辆)	43
图 58: 泰国皮卡渗透率情况 (%)	44
图 59: 泰国市场皮卡 2014-2020 分车型销量及价格 (辆/万)	44
图 60: 欧拉品牌详细产品谱系图	44
图 61: 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)	46
图 62: 长城乘用车以及 SUV 占行业以及自主比例变化	50
图 63: 长城占自主比例以及自主占行业比例变化	50
图 64: 欧洲市场电动车销量增速较快/万辆	53
图 65: 泰国&印度销量变化相对稳定/万辆	53
图 66: 印度市场总体汽车销量及增速/万辆	54
图 67: 销量口径: 印度汽车市场格局	54
图 68: 印度市场总体乘用车销量及增速/万辆	54
图 69: 销量口径: 印度乘用车市场格局	54
图 70: 印度市场分车型市场销量份额变化	55
图 71: 2020 年印度 SUV/MPV 市场各车企销量份额	55
图 72: 泰国市场总销量及增速变化/万辆	55
图 73: 泰国市场各类型车辆销量份额占比变化	55
图 74: 泰国汽车市场各车企销量份额	56
图 75: 泰国皮卡市场各车企销量份额	56
图 76: 长城皮卡炮与丰田/五十铃泰国市场热销皮卡对比	56
图 77: 俄罗斯市场总销量及增速变化/万辆	57
图 78: 俄罗斯市场各车企销量份额占比变化	57
图 79: 欧洲电动车市场总量 (EV+PHEV) /万辆	58
图 80: 欧洲电动车总体渗透率	58
图 81: 销量口径: 欧洲电动车 2020 年车型份额	58
图 82: 销量口径: 欧洲电动车 2020 年车企格局份额	58
图 83: 欧洲电动车 2020 年车型销量/万辆	59
图 84: 销量口径: 欧洲电动车 2020 年车企格局	59

表 1: 长城汽车变速箱技术进步及竞品比较	20
表 2: 长城汽车自身变速箱技术比较	20
表 3: 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; 销量单位均为万辆)	49
表 4: 长城汽车国内市场空间假设以及展望 (蓝色字体为核心假设, 销量单位均为万辆) ..	51
表 5: 长城汽车海外市场空间预测/万辆 (蓝色字体为核心假设, 销量单位均为万辆,)	59
表 6: 长城汽车详细销量预计拆分/万辆	61
表 7: 长城汽车盈利预测核心变量	62
表 8: 可比公司 PE 估值 (数据采用 2021 年 6 月 21 日收盘价)	62

1. 人和：四大核心竞争力推动长城自主第一

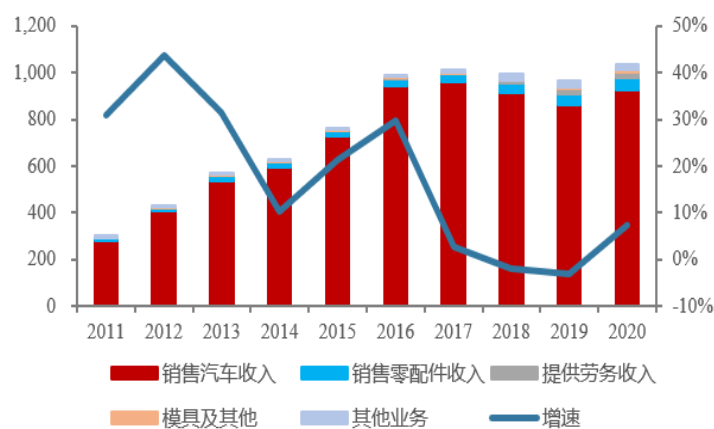
1.1. “每天进步一点点”成就四大竞争力

1.1.1. 生生不息的组织韧性，能上能下的人才机制

长城汽车成立于1984年，于2003年、2011年分别在香港H股和国内A股上市。自1996年推出首款皮卡以来，公司不断自我革新，2002年进军SUV业务，2020年欧拉换代正式进军新能源领域。目前产品涵盖SUV、皮卡两大品类，拥有哈弗、WEY、坦克欧拉和长城皮卡五个整车品牌，具备发动机、变速器等核心零部件的自主配套能力。

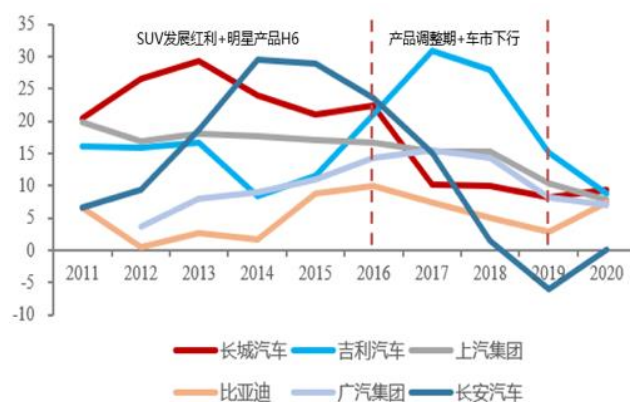
2011年-2016年营业收入及净利润规模增长迅速，借助此时SUV发展红利及明星车型H6的上市，毛利率及净利率持续高位领先其余自主车企。2017年-2019年以来公司产品周期换代进入调整期，叠加车市下行因素，总体财务表现平稳稍降。疫情影响下受益于公司全新一轮产品周期开启，产品力较强，叠加车市整体回暖，2020年公司营收实现1033.08亿，同比增速转正达到了8.6%，盈利水平也重回可比车企高位。

图1：长城2011-2020营收（左轴/亿元）及增速（右轴/%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2017-2020车企ROE情况（%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

30年时间长城汽车在创始人魏建军带领下，从造车新势力变成了自主品牌主力军，尤其是过去10年公司完整经历了一轮大周期，也让我们见证了长城强大的组织韧性。

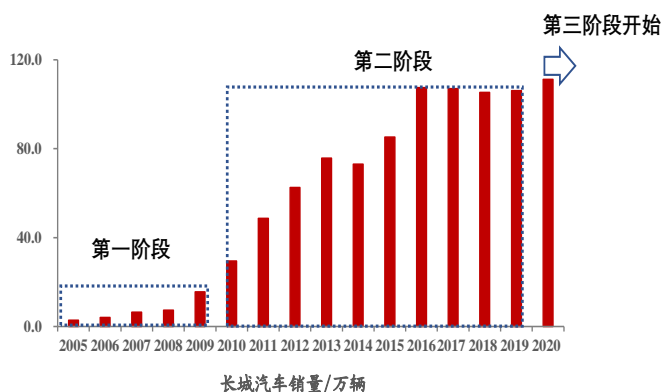
1) 个人英雄主义时代(2005-2009)。陆续推出SUV(赛弗)到轿车(腾翼, 精灵, 凌傲和炫丽等), 实现了多价位车型覆盖, 同时长城皮卡稳居国内皮卡市场销量冠军, 公司汽车销量实现从0到15万辆的突破。

2) 精英团队领导时代(2010-2019)。该阶段公司采用军事化管理, 聚焦SUV车型,

2011年爆款车哈弗H6上市，上市八年全球累计销售超过300万辆，累计81个月保持中国SUV销量冠军。2017年公司推出定位中高端SUV的WEY品牌，至今累计实现40万销量，进一步完善了SUV产品矩阵。

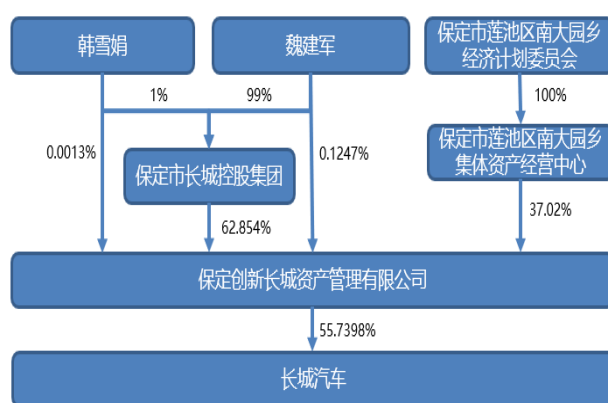
3) 队长文化时代(2020-至今)。2020年长城进行了组织架构调整，从企业组织和文化等方面进行基础层再造，重塑公司中长期的底层竞争能力。具体包括1) 品牌、商企、研发的打通。在商品企划阶段要有营销、品牌公司的共同参与，为商品企划提供信息输入。2) 作战单元的打通。打破过往组织架构中的“部门墙”，将品牌、商品企划、研发部门打通，以单车型为导向设立“作战单元”，各作战单元要能够触达用户。炮/大狗/猫系列/坦克等均创造新高点，共同助推长城汽车朝着“全球化科技出行公司”的目标全速迈进。

图 3: 长城汽车 2005-2020 年的销量数据走势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 长城汽车股权情况 (2021 年一季报)

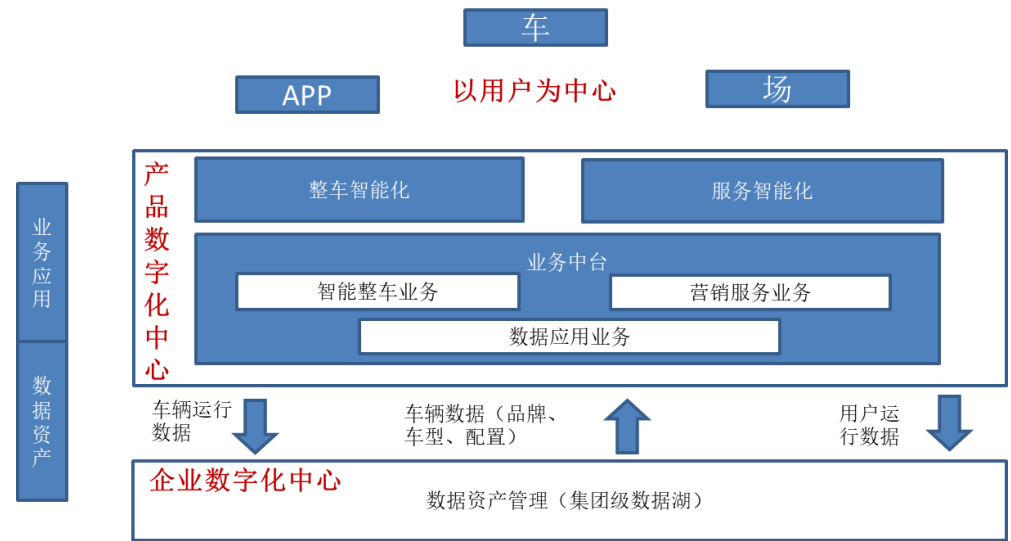


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

施行股权激励计划+创新人才管理机制+组织架构变革激发员工潜力。2019年公司提出股权激励方案，2020年和2021年先后完成了2次授予，基本覆盖了公司核心管理层和核心技术骨干。同时集团下属子公司毫末智行/蜂巢能源/蜂巢易创/诺博汽车等均在各自层面进行了激励机制的变化。2020年起为打破管理层级差异，公司实行“轮值总裁制”，进行“去总化”改革，鼓励员工由“打工者”向“创业者”，向“合伙人”的角色转变。此外，2020年公司进行了组织架构调整，从金字塔型结构向互联网组织架构转移，建设数字化集团级中台，真正实现以用户为中心组织架构搭建。

本轮组织变革最终落脚在于数字化：企业数字化和产品数字化，建立一个“强后台+大中台+小前台”的组织架构模式，一车一品牌一公司。类似互联网公司，成立产品经理中心和用户评价中心，建立强大数据运营能力。

图 5: 长城汽车数字化集团级中台



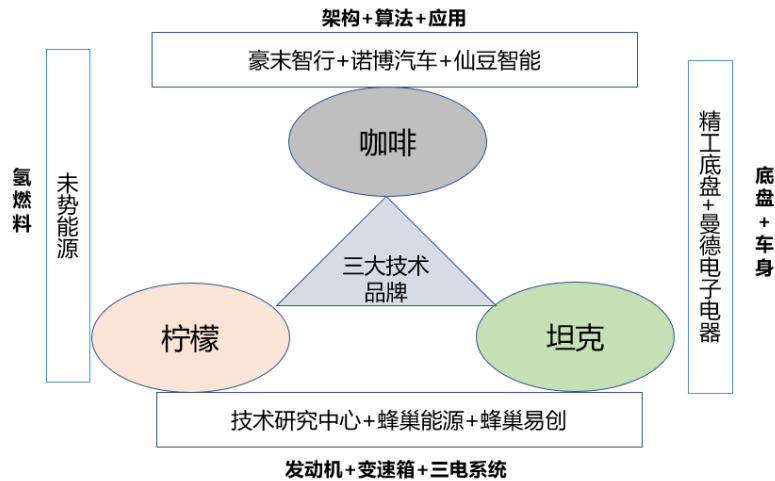
数据来源：长城汽车官网，东吴证券研究所

开放供应链，市场化运营提升公司综合竞争力。2018 年，长城汽车的零部件体系建设从垂直封闭走向了开放共生，独立成立四大零部件公司：蜂巢易创科技有限公司、曼德电子电器有限公司、精诚工科汽车系统有限公司、诺博汽车系统有限公司，分别实现动力总成引入、整车线束总成及汽车热系统业务、底盘业务、内外饰及座椅业务的独立开放，大幅提升整车在技术、质量与成本上的竞争力，形成集成度高、适应性强的全产业链供应链体系，同时也为零部件公司开拓外部市场打下基础。

1.1.2. 技术不断变迁，始终坚持自研构建生态

30 年以来长城汽车始终坚持自研技术，从逆向开发到正向开发，依靠“每天进步一点点”企业精神积累自身的技术护城河。当下电动智能变革浪潮下，在组织架构调整基础上，**技术层面公司整体思路**：1) 形成三大技术品牌“柠檬+坦克+咖啡”，持续对外宣传强化消费者对长城技术的认知度。2) 上市公司的技术研究中心+集团控股子公司双模式发展，一方面依靠市场化机制激发核心子公司的竞争能力，另一方面确保长城自身对未来汽车各项核心技术的把控能力。智能化核心：豪末智行+仙豆智能+诺博汽车（座舱部分）。动力总成核心（燃油/混动/EV/氢燃料）：蜂巢能源+蜂巢易创+未势能源。传统零部件：精工（底盘）+曼德（车身）+诺博（内外饰）等。

图 6: 长城总体技术生态架构



数据来源：长城汽车官网，东吴证券研究所

➤ 自研技术一：柠檬+坦克两大模块化平台（技术研究中心为核心）

形成柠檬+坦克两大模块化平台，分别侧重城市出行和专业越野，具备极高的延展性，支持多品类不同级别车型研发生产。“柠檬”是全球化高智能模块化技术平台，具有高性能、高安全性、轻量化等特点。“坦克”是全球化智能专业越野平台，拥有强悍动力、智能化越野模式和极致的越野能力。通过模块化平台搭建，可在降本基础上加快研发迭代速度，同时两大平台通过全球超过 600 万公里道路测试，以及 76 种全球道路和极限环境测试，汇聚了 18 种全球典型环境应用分析，确保了超长里程、多环境、顶尖标准验证的全球化品质，是长城汽车面向全球市场的基石。

“柠檬”是全球化高智能模块化技术平台，产品高性能、高安全性、轻量化。主要特点包括：1) 超高的延展性和多样化的动力适配能力。涵盖 2.65-3 米轴距即 A0-D 级别车型的开发，深度覆盖全球 SUV、轿车、MPV，并原生适配燃油动力、混合动力（混动 DHT、P2、P2+P4）、纯电动（BEV）和氢燃料电池（FCEV）四种动力方案。2) 高效燃油动力。2022 年常规发动机热效率将达到 41%、混动发动机热效率达到 2025 年，高效发动机热效率将达到 51.5%。两大发动机参数 2.0GDIT 150-180kw，扭矩为 320-385N*M 1.5GDIT 110-130kw，扭矩为 230-270N*M。3) 性能变速器。7DCT 版本蝉联世界十佳变速器，拥有 450/300N*M 两大扭矩 +96%传动效率。此外推出全球首款 9DCT 变速器，拥有 400N*M 扭矩 +96.2%传动效率。4) 全球首发混动 DHT。四种驱动模式智能切换，节油率 48%-50%，纯电续航 200km。P2/P2+P4 实现百公里加速 4.3 秒，纯电续航 184km。代表车型包括第三代全新哈弗 H6、欧拉 ES11 等。5) 更优异的车身结构。能适车身俯仰角可减小 50%，转向干扰力臂减小 16%，转向精准度提升 16%，车身侧向刚度增大 15%，整车重心降低 30mm，让车辆在协调性、操控性等方面全面提升。6) 全面安全理念。“柠檬”平台从乘员、行人、车辆三个维度，建立“全面安全”理念；

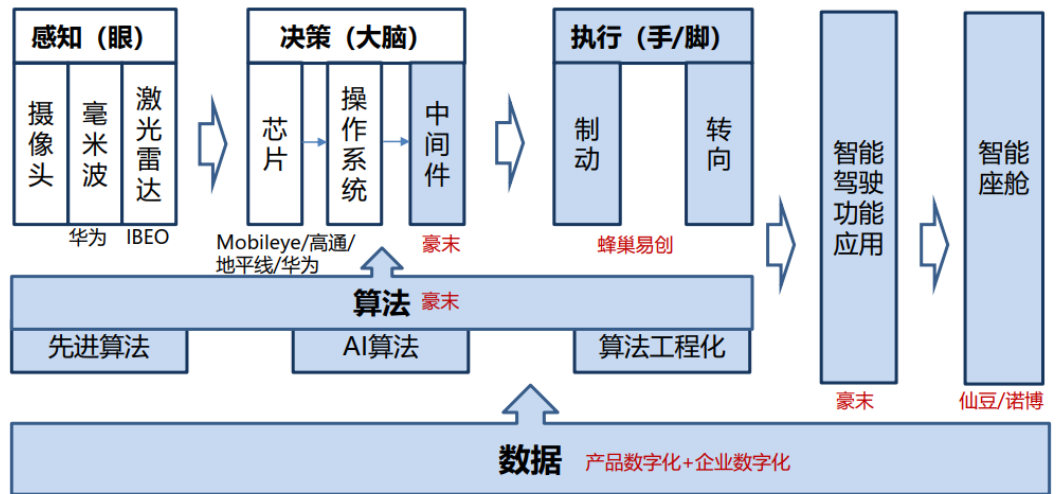
并根据 CAP 五星及北美 IIHS Good 最高等级要求开展、开发安全性能，构建了安全的开发体系，为用户提供了全方位的安全保障。

“坦克”平台定位为全球智能专业越野平台，该平台拥有强悍动力、智能化越野模式和极致的越野能力。主要特点包括 1) **极致生产效力搭配**。涵盖 2.75-3.75 米轴距范围，B-D+级别 SUV/皮卡的开发生产。配备同级前列的 3.0GDIT 以及中国首款 9AT 变速器。其中，3.0T 功率/扭矩分别达到了 260kW 和 500N·m，并实现了 38%的发动机热效率，做到了同级别领先水平；9AT 变速器涵盖常规及 P2 两种形式，最高输入扭矩可达 750Nm，行业领先。2) **极致越野参数**。最小离地间隙 224mm，爬坡度（45°），转弯直径 10.92m，基础涉水深度达 900mm，开启主动悬架提升至 965mm。3) **极致越野装备**。三把锁/主动悬架/坦克转弯/主动稳定杆/电控减震器 /专业四驱。其中硬派智能四驱系统能实现最大 50: 50 的动力前后轴分配，三把锁的加入增加极限越野的脱困能力，平台车辆基础涉水深度达 965mm，主动悬架升降范围达 120mm，爬坡角度达行业极限，为全球用户提供极致的越野体验。4) **极致越野智能**。地形自动识别/智能越野辅助/越野蠕行，其中地形自动识别技术能实时探测水面的深度，为驾驶提供安全保障。目前推出坦克*WEY 系列（专业越野型 SUV）首款坦克 300（紧凑型 SUV），未来还有中大型/全尺寸 SUV 上市。

➤ **自研技术二：咖啡智能（毫末智行+仙豆智能+诺博汽车为核心）**

长城自身智能驾驶产业链布局：基于底层芯片+操作系统和前端传感器，长城汽车具备了较强的自动驾驶开发能力，尤其是在算法+底盘控制+应用层（功能+人机交互）。通过企业数字化和产品数字化的形式，长城汽车以底层数据为基础，由毫末智行主导，坚持算法自研，核心包括先进算法+AI 算法+工程化算法三大维度；更高层面，借助华为+IBEO 等供应商利用摄像头+毫米波雷达+激光雷达全冗余感知方案，在成熟的外购芯片及操作系统的基础上，由毫末智行主导设计中间件，利用自身在整车制动以及转向设计的执行优势，完成智能驾驶“感知融合-决策执行”的全流程。更进一步，长城毫末智行/仙豆/诺博等分别对终端应用层产品智能座舱+智能驾驶进行开发。

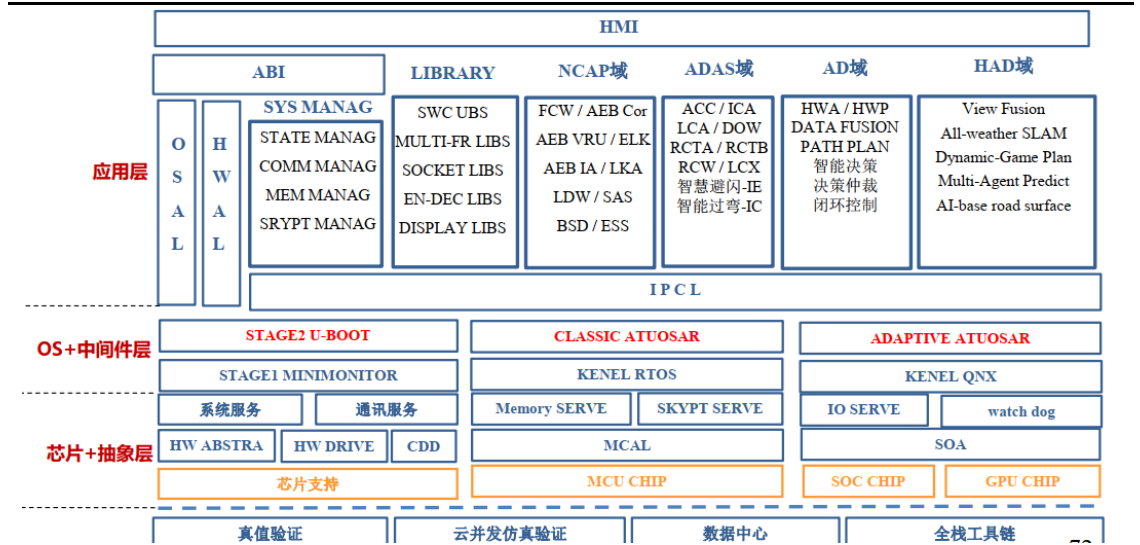
图 7：长城汽车智能驾驶发展历程一览



数据来源：东吴证券研究所绘制

分层次具体来看，长城智能化发展思路整体类比互联网思维，以解决用户需求痛点为开发目标。最底层是芯片+抽象层，其后自主搭建经典和 Adaptive AutoSAR 的中间件层，自研应用层包括多个域。此外，包括云平台开发、AI 工具链、V2X 等边缘计算的整合，使平台具有适应不同传感器、场景、天气等的强鲁棒性等。

图 8：长城汽车智能车技术研发架构



数据来源：东吴证券研究所绘制

1) 算法层面：坚持自研。毫末智行是长城汽车算法自研的核心团队，实现 AI 算法、先进算法以及工程化算法的全自研。其一是**统一技术架构**：统一感知技术、统一路径规划技术、统一仿真工具链、统一产业布局、统一算法工程化，目标实现低成本+强鲁棒性+高稳定性的感知技术，行人（驾驶员）未来行为的预测技术；高精度的车辆定位技术，复杂交通工况的路径+速度耦合规划技术；其二是**自研全栈仿真工具链**：实时数据采集工具、融合数据回放分析工具、硬件在环测试工具、软件闭环仿真工具、充分利用自研

仿真工具，降低试车验证里程，提升系统开发效率。

毫末智行：前身为长城汽车先进技术研究部，成立于2019年11月。1) **人才方面：**法人张凯原为长城汽车技术中心副总工程师兼智能驾驶系统开发部部长，实际控制人甄龙豹为原长城汽车技术中心智能驾驶系统开发部主任工程师；上海区域负责人原为伟世通 ADAS 总监、博世 ADAS 高级经理；另外，百度智能汽车事业部总经理顾维灏也加盟长城，共同助力毫末智行 ADAS 智能辅助驾驶开发工作。毫末智行现有团队规模近300人，拥有保定和北京两个研发中心。其中北京研发中心成员大部分来自一线互联网和无人驾驶公司，硕博比例高达70%，公司整体员工硕博比例达到70%。2) **业务方面，**公司官网披露，毫末智行落地业务包括2C（用户端）乘用车高级别自动驾驶解决方案及2B（行业端）车规级无人物流小车生产销售，聚焦千亿出行市场，从乘用车自动驾驶和无人驾驶物流两个方向切入。乘用车辅助自动驾驶市场未来发展空间较大，尤其高级别智能驾驶，2020年是L2+起势之年，到2025年的L2+L3市场渗透率达30%，累计市场规模超千亿。毫末智行提供自动驾驶解决方案，具有极强的产品和客户竞争力，目前已获得国内头部车企量产订单。我们预计无人驾驶物流车市场规模2025年累计达到百亿元。毫末智行作为无人物流车供应商，已拥有国内数家知名科技公司包括美团等的订单，自主研发的无人物流小车已经开始交付订单。

2) **功能层面：2021年开始快速迭代之路。**截至2021年3月，长城汽车90%车型已实现L2级智能辅助驾驶功能，2025年渗透率达70%以上。系统采用5R1V1D（5个毫米波雷达，1个视觉摄像头，1个域控制器）；HUD方案；域控制器自主设计（供应商代加工）。2021年9月量产L3+HWP高速公路自动驾驶，2025年装配率达到20%。系统采用8R7V3L2D硬件架构。1) 高速公路点对点：国内第一个量产的高速公路点到点自动驾驶系统；2) L3系统：国内首个可支持长时间脱手，脱眼驾驶的L3系统，体验堪比L4；3) 纯固态激光雷达：国内首款搭载支持量产的纯固态激光雷达；4) 冗余系统：国际领先的冗余系统设计，冗余传感器、执行系统、E/E电气架构、电源系统及控制器方案；5) 功能：可实现主动变道、自动导航驾驶等。

图9：长城汽车智能化发展规划

	域类型	芯片	tier1	tier2	算法	应用车型	支持功能
现在	智能座舱	瑞萨 R-car H3	安波福+博世	中科创达	博世	全系列	L2+
	智能驾驶		博世				
2021年3月	智能座舱	高通8155	仙豆+诺博			魏品牌率先实用	L2.5
	智能驾驶	Moblieye Q4	豪末+诺博		豪末		
2021年9月	智能座舱	高通8155	仙豆+诺博			魏品牌率先实用	全冗余L3
	智能驾驶	Moblieye Q4	豪末+诺博		豪末		
2022年	智能座舱	高通8155	仙豆+诺博			待定	L3+
	智能驾驶	高通8540+9000	豪末+诺博	中科创达	豪末		
	合作企业	合作内容					
战略投资	地平线	战略入股（持股比例低于5%），智能座舱/自动驾驶未来均探讨深入合作					
战略合作	华为	华为MDC610平台，配合激光雷达评估和测试，支持L3和L4级，预计高端电动车项目合作					

数据来源：公司官网，东吴证券研究所绘制

仙豆智能：成立于 2019 年 3 月，是一家面向万物互联时代专注于出行场景的科技公司，助力汽车行业的数字化升级，从汽车制造商变革为用户服务商。仙豆智能构建的基于双智融合（智能驾驶和智能座舱）的整车产品智能化、智能营销多端整体解决方案及各模块化能力输出、智能服务系列产品和数据智能闭环平台四大业务体系，将重塑用户体验全链路，实现整车智能、营销智能再到服务智能的全面升级。仙豆智能以长城作为主要客户，联合爱奇艺、百度、抖音、京东、QQ 音乐等终端应用层；阿里云、华为、百度平台层以及移动、联通等通信层和博世、德赛等硬件层一起，构建自身仙豆生态。目前在德国、美国、上海具有三大产学研一体化研究中心，**仙豆智能核心技术壁垒能力在于：以智能座舱为切入点，构建个体在线到万物共生的出行世界。**详细包括：1) 六大引擎：场景引擎、搜索引擎、推荐引擎、语音引擎、意图判断引擎、数据挖掘引擎；2) 智能感知：环境感知、身份识别、状态识别、手势识别、多模交互、姿态识别；3) 手机互联；4) 整车 OTA；5) IoT 开放平台；6) 高精地图等多维度智能座舱/驾驶辅助功能。基于此，其核心推荐产品包括 FUN-Life 智能网联座舱系统以及智能后视镜等智能硬件，仙豆智能打造的 MO.Life 1.0 智能系统，助力 WEY 摩卡实现智能驾驶、智能座舱、智能服务的完美融合。

3) 总体节奏上，长城略晚于新三宝，但快于传统车企。基于目前布局情况，全球来看，特斯拉领先其余车企约 5 年，国内车企中，小鹏领先其余车企约 1 年，蔚来/理想/长城/吉利/上汽次之，长安/比亚迪/广汽再次之。传统车企中长城汽车重视程度最高，且执行力最强。

图 10：各家自动驾驶芯片的目前规划比较

自动驾驶芯片选择	2014	2016	2019	2020	2021 E	2022 E	2023 E
特斯拉	mobileye Q3	英伟达 DRIVE PX2		自研FSD芯片			
小鹏				英伟达Xavier		英伟达orin	
蔚来				Mobileye Q4		英伟达orin	考虑自研
理想				Mobileye Q4		英伟达orin	
长城				Mobileye Q4		高通8540+9000/华为	
吉利				Mobileye Q4/Q5		英伟达（沃尔沃）	考虑自研
比亚迪				Mobileye Q4		待定	
上汽				Mobileye Q4		英伟达Xavier/orin	
广汽				Mobileye Q4		待定	
长安				Mobileye Q4		华为	

数据来源：盖世汽车，东吴证券研究所

进一步的，我们详细比较长城与其余自主品牌智能化推进的发展思路：

1) 吉利汽车：最核心的芯片领域，吉利采用 Mobileye、高通以及自研三条路线齐步推进。总体智能化遵循三条路线——自研最为核心（Zenseact + 亿咖通），Waymo（Robotaxi+高端车），Mobileye（短期阶段）。第一条：Mobileye（芯片+算法），吉利极氪 001 搭载 Eye Q5 芯片，感知方面前期使用视觉方案，后期拓展激光雷达。第二条路线：与 Waymo 以及百度合作，其提供整套软硬件解决方案和算法。一方面布局无人驾

驶出租车队，另一方面领克与沃尔沃高端车型会率先搭载 L4 级智能驾驶解决方案面向终端消费市场。第三条路线：以 Zenseact+亿咖通+ARM 投资公司为基础进行技术自研，首次搭载于沃尔沃。根据 Zenseact 规划，2023 年实现结构道路的自动驾驶（L3-L4），2025 年实现开放道路的自动驾驶（L4-L5），目前 600 余人研发团队。而亿咖通主要负责研发座舱+智能驾驶芯片（2023 年流片，256TOPS，企业自身预计 2024-25 年使用）。

2) 长安汽车：零部件级软件科技开发公司以及整车级系统研究院双向发力。软件科技公司（软件中心）：2019 年 12 月成立软件科技公司，负责零部件级/软件开发，聚焦 1+5+1 软件核心能力，支撑动力/底盘/安全/驾驶/车身/座舱/云端应用。包括：中间件（基于操作系统内核的基础软件平台）-ADAS 算法软件（软件的工程化应用）-数据（云平台）。公司规模：由 300+人（2019 年）→400 人（2020）→5000 人（2025E）（2025 年公司规模预测来自长安汽车科技有限公司总经理公开演讲）。

3) 上汽自主：采用英伟达/恩智浦/高通/地平线合作芯片，阿里共建车联网体系；通过零束实现工程化，并以人工智能实验室提供算法支持。对于上汽零束，2020 年 7 月上汽集团软件中心更名成立上汽集团零束软件分公司。上汽零束主要聚焦智能驾驶系统工程、软件架构、基础软件平台和数据工厂等。包括：芯片-中间件（基于操作系统内核的基础软件平台）-ADAS 算法软件（软件的工程化应用）-数据（云平台）。公司规模计划由 2020 年的 500 人逐步扩充至 2023 年的 2200 人左右。另外，上汽 2018 年中建立人工智能实验室，聚焦 ADAS 算法，至核心研发人员由 2018 年的 30+提升至 2020 年的 100+名。

4) 广汽自主：聚焦域控制器以及算法集成开发，实施双平台战略，分阶段实现落地。搭建辅助驾驶、自动驾驶两个平台，聚焦掌握智驾“车脑”域控制器和算法的集成开发。分阶段实施智能驾驶平台规划，2022 年推动第一阶段 L3 量产落地，2024 年推动第二阶段 L4 量产落地。根据不同的智能化水平，制定高低配置的辅助驾驶平台（L2）和自动驾驶平台（L3/L4）双平台规划。

5) 比亚迪：以 D++开放生态及 DiLink 智能网联系统为核心，不断整合外部资源。具体包括四个方向：BNA 架构为基础：智造平台、智联平台、开放车机硬件的自动驾驶平台；D++开放生态：开放全车 341 个传感器和 66 项控制权，通过 OTA 智能远程升级；DiLink 智能网联系统：含 Di 平台、Di 云、Di 生态和 Di 开放四大能力平台；与华为、百度深度合作，打造自动驾驶解决方案；完成对 AI 芯片公司地平线的战略投资。

➤ 自研技术三：动力电池（蜂巢能源将为核心）

长城汽车目前已成为全球少数掌握了核心新能源汽车三电技术，**在动力电池方向，蜂巢能源研发强劲，产能逐步上量。**1) **核心产品技术**：蜂巢能源主攻下一代电池材料、电芯、模组、PACK、BMS、储能和太阳能技术的研发、制造及创新，包括无钴电池、四元电池、果冻电池以及蜂云平台。2) **产能**：蜂巢能源在全球拥有 7 个研发中心，5 个生产基地，根据 ggii 及汽车之家相关数据，**2020 年全年蜂巢能源实现电芯装机量**

0.47GWh，位列中国市场第 15 位。2021 年最新湖州生产基地正式签订，总产能规划提升至 200GWh。3) 融资：2021 年 2 月，蜂巢能源引入 A 轮融资，引入资本市场，总融资额 35 亿元，用途为研发新技术和进一步扩大产能。并预计尽快启动 B 轮融资计划，2022 年进军资本市场，2025 年实现全球 200GWh 的产能规划目标。4) 人才研发：根据公司官网，公司拥有超过 3100 名员工，包含 1400 名研发人员。到 2020 年研发投入约 30 亿元，到 2025 年全球工厂建设计划投入超过 260 亿元。5) 管理团队：董事长杨红新拥有 17 年整车及动力电池研发和管理经验，历任长城汽车技术中心副主任、长城汽车动力电池事业部总经理等职，全面负责新能源三电系统开发，EV、PHEV 整车开发。其余包括王志坤、马忠龙、刘嘉和等副总裁均具有 15 年以上动力电池领域深耕经验，专一性较强。

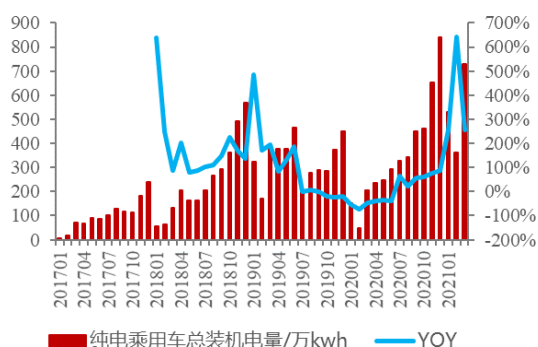
产研全球布局，以电芯、模组、电池包、iBMS 四类产品为核心，发展电动出行、储能及太阳能领域业务。1) 电芯：蜂巢能源提供方形电芯以及软包电芯两类产品，方形电芯包括 51Ah-156Ah 范围，适合纯电续航 80km 的 PHEV 车型以及续航范围在 300km 以上的任意 A00-A 级车型；软包电芯则适用于快充版纯电动车型以及增程式混合动力车型。2) 模组：模组产品包括 VDA-PHEV/VDA-BEV/MEB-590 和非标准模组四种形式，同样适用于 PHEV 以及不同标准续航的 BEV 车型。3) 电池包：针对欧拉不同品牌以及 WEY 品牌察浑车型推出定制化电池包。4) iBMS：包含五类产品，提供从需求、软件、硬件、测试到标定一体化最完整、最安全解决方案的产品。

短期来看，蜂巢能源电池领域主要有三大电芯发展方向以及一成熟的电池包技术：1) 高能量密度高镍材料（适应高续航车型）；2) 无钴材料（非磷酸铁锂），高能量密度，安全测试已经通过，正在做循环寿命，蜂巢自身预计 2021 年上市；目前安全性、能量密度、寿命接近 622，比 811 低 10%-15% 的材料成本；3) 低成本磷酸铁锂。另外，蜂巢还推出 CTP 无模组电池包技术，根据盖世汽车数据，与传统 590 模组相比，蜂巢 CTP 第一代减少 24% 的零部件，第二代成组效率提升 5-10%，空间利用率提升 5%，零部件数量再减少 22%，未来会首先应用在方形电池上。

长期来看，蜂巢能源主要发展三类全栈式解决方案，1) 电动出行：布局丰巢（城际出行，前沿化学体系，带来超高能量密度；根据蜂巢能源官网，高首效硅氧使能量密度高达 320Wh/kg，降低电芯膨胀率）+固巢出行（优化寿命和快充性能，保障生命周期运营；2C 快速充电，可实现 5 年 50 万公里质保）+智巢出行（兼顾能量密度和成本，低碳出行明智之选；无钴高镍正极材料、天然石墨负极材料、PP 干法隔离膜，降低成本、提升压实密度），并推出全球首款高速叠片电池以及纯电汽车专属电池平台，提高生产效率。2) 储能：同步布局风/光储能、微网储能、用户储能、基站储能和移动储能五种模式，实现减少弃风弃光、用电供需平衡、储充结合提供高效电力保障，同时减少维护运营成本，满足灵活性用电需求。3) 太阳能：布局钙钛矿太阳能电池技术，从原料端出发，实现原料用量少（晶硅的 0.1%）+叠层电池效率高（33%）+温度系数低（单瓦发电量高 5-10%）+光电转换效率高（超 30%）。

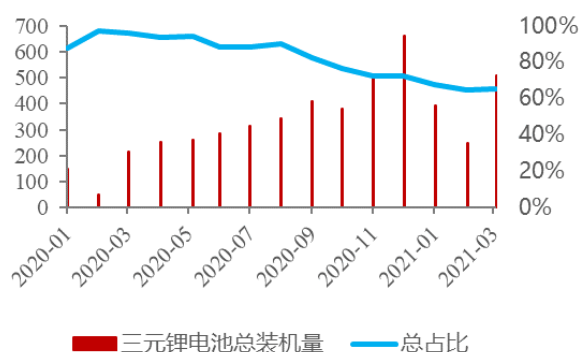
动力电池装机电量不断提升，三元锂电池装机量份额维持高位。2017 年以来，随着我国电动化汽车发展速度不断加快，动力电池领域增长迅速，国家政策扶持下孕育全球动力电池龙头宁德时代以及一大批优秀的动力电池企业。总量维度，根据 ggii 数据，我国动力电池装机量规模不断上升，同比维持高增速，2021 年一季度装机量 16.22GWh，同比 2019 年同期+84.55%。其中三元锂电池保持较高占比，20 年上半年总体超 90%，下半年以来磷酸铁锂电池不断发展，三元电池份额略有下降但仍然超 60%。未来随电动化进程不断加快，动力电池市场潜力较大。受益行业红利，电池龙头以及整车企业均有较好发展机会。

图 11: 国内纯电乘用车总装机电量/万 kwh



数据来源: ggii, 东吴证券研究所

图 12: 国内三元锂电池总装机电量/万 kwh

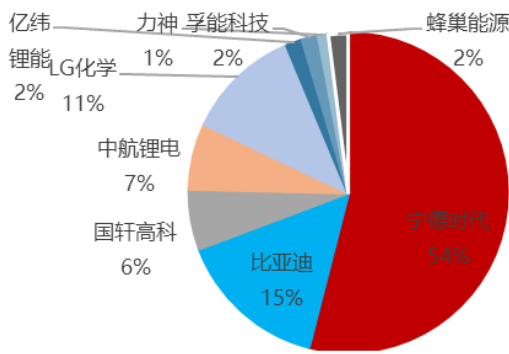


数据来源: ggii, 东吴证券研究所

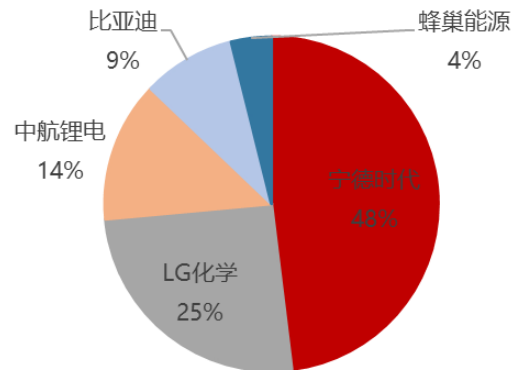
蜂巢能源自 2020Q2 以来，总装机量不断提升，客户范围不断拓展。根据 ggii 数据，迄今为止四个季度装机总量依次为 2836、113849、372471、344253kwh，2021 年一季度占全国动力电池总装机量规模的 2%，细分三元锂电池市占率更高，达到 4%。未来，借助动力电池行业发展红利以及长城汽车自身稳定增长的电动车电池需求，蜂巢能源总装机量有望不断提升，提升国内市占率水平。根据 ggii 数据，2020Q1 长城汽车装机总电量为 95.63 万 KWh，其中磷酸铁锂 12.87 万 KWh，三元锂电池 82.69KWh，三元占比 86.53%。（假设蜂巢能源目前全部内供）长城电动车自身电池内供占比为 36.00%。外部客户方面，蜂巢能源目前已有包括欧洲 PSA（提供动力电池设备配套）以及土耳其企业 OTOKAR 电动大巴供应动力电池，外部客户面不断增加。

图 13: 2021 年 Q1 国内动力电池市场格局

图 14: 2021 年 3 月国内三元锂电池市场格局



数据来源: ggii, 东吴证券研究所



数据来源: ggii, 东吴证券研究所

➤ 自研技术四：柠檬 DHT 混动（蜂巢易创/能源为核心供应商）

“柠檬 DHT”混动技术经济性及动力性超越合资品牌，有望树立市场新标杆。作为自主品牌首次推出的双电机拓扑混架构，“柠檬 DHT”混动技术实现全速域、全场景下的经济性和动力性的平衡，打破合资品牌技术垄断。以“1-2-3”动力组合的前瞻性技术理念搭建多样化动力组合，满足市场的多样化需求，经济性和动力性指标超越合资品牌。

图 15: 主流混合动力技术方案对比

主流厂商	类型	本田	丰田	长城			比亚迪				吉利	
		HEV	HEV	HEV	PHEV	PHEV	PHEV	PHEV	PHEV	PHEV	HEV	HEV
技术路线	代表技术	i-MMD	THS	柠檬DHT	柠檬DHT	柠檬DHT	DM-p	DM-i			ePro	ePro
	架构	P1+P3	E-CVT	P1+P3	P1+P3	P1+P3+P4	P0+P4	P1+P3			P2.5	P2.5
内燃机 + 变速箱	排量	2.0L	2.5L	1.5L	1.5T	1.5T	2.0T	1.5L	1.5L	1.5T	1.5T	1.5T
	热效率	40.6%	41%	综合热效率43%-50%			<40%	43%	43%	40%	37%	38%
	扭矩	175Nm	221Nm	135Nm	285Nm	285Nm	320Nm	135Nm	135Nm	231Nm	255Nm	215Nm
变速箱	功率	107kw	131kw	75kw	124Kw	124Kw	141kw	81Kw	81Kw	102kw	130kw	105kw
	变速箱	单档变速箱	行星齿轮系	两档DHT100	两档DHT130	两档DHT130	6速DCT	单档EHS132	单档EHS145	单档EHS160	7速DCT	7速DCT
电动系统	电机数量	2	2	2	2	3	2	2	2	2	1	1
	功率	135kw	88kw	115kw	130kw	TM:130kw P4:135kw	P0: 25kw P4:180KW	132KW	145KW	160KW	60KW	40KW
	扭矩	315Nm	202Nm	250Nm	300Nm	TM:300Nm P4:233Nm	P0: 60Nm P4:330Nm	316Nm	325Nm	325Nm	160Nm	130Nm
系统总功率	电池	1.3kwh	1.8kwh	1.8kwh	45kwh	45kwh	15kwh	刀片电池B. 3-21.5kwh			11kwh	小于9kwh
	电机+内燃机	158Kw	160kw	140kw	240kw	320kw	321kw	160Kw	173Kw	254Kw	190kw	145kw

数据来源: 企业官网, 汽车之家, 东吴证券研究所

高集成度双电机拓扑混联, 实现用户全场景覆盖。“柠檬混动 DHT”系统将发动机、两档定轴变速箱、TM/GM 双电机、TM/GM 双电机控制器、DC-DC 单元组成高集成度的“七合一”双电机拓扑混动方案, 能够覆盖纯电、串联、并联、动能回收等多种工作模式, 实现全场景燃油经济与动力性的平衡。

- 1) EV 模式, 纯电行驶体验, 发动机与车轮解耦, TM 电机直接驱动车轮;
- 2) 串联模式, 适用市区场景, 发动机驱动 GM 电机充电, TM 电机直接驱动车轮;
- 3) 并联模式, 适用中高速场景, 发动机驱动直接驱动车轮, GM 电机和 TM 电机负责调节发动机工作点和辅助驱动车轮, 使发动机始终工作在高效区域;
- 4) 能量回收模式, 适用制动/

减速场景，TM 电机作为发电机反向进行能量回收。

两套架构 + 三套动力总成，满足多元化用户需求。“柠檬 DHT” 混动系统，搭配 1.8kwh 和 45kwh 两种不同容量的动力电池，实现 HEV 及 PHEV 两种架构，分别适用不同场景的用户群体。而 1.5L/1.5T 两款发动机+DHT100/DHT130 两款变速箱 +P4 三合一电机可以组成系统功率分别为 140/240/320kw 的三套动力总成，满足不同级别车型配置要求。

打破合资品牌技术垄断，弥补本田 i-MMD 方案短板。“柠檬混动 DHT” 是由长城汽车完全独立自主设计、研发，具备完全自主知识产权的全新架构，打破了合资品牌在该领域的技术垄断，全新双电机拓扑架构的经济性和动力性能测试结果均优于市场主流的串联、串并联及动力分流架构。目前市场上架构与“柠檬 DHT” 架构比较相似的是本田的 i-MMD 架构，均是通过双电机和离合器的开合来实现串并联行驶的切换，“柠檬 DHT” 系统增加了一个定轴式两档变速箱，使得发动机直驱的工况范围比 i-MMD 更宽广，让整车获得了更好的经济性与动力性。不同于 i-MMD 混动模式时 发动机仅参与发电，“柠檬 DHT” 混动驱动模式为发动机与电动机并联驱动，从而达到更好的动力性，有效弥补了 i-MMD 高速再加速能力弱的短板。

图 16: i-MMD 与“柠檬” DHT 混动模式工况对比



数据来源：企业官网，汽车之家，东吴证券研究所

自主品牌首推双电机 HEV 方案 引领行业实现自主崛起。从 2010 年开始，国家对于新能源汽车的补贴就将 HEV 排除在外，虽然经历了补贴的不断滑坡，但国内厂商除日系强混之外，仍然普遍选择了纯电里程超过 50km 的 PHEV 方案，如比亚迪 DM-p/DM-i 方案以及吉利的 ePro 家族。目前仅领克 01 推出基于 P2.5 单电机方案的 HEV 车型。长城“柠檬 DHT” 混动系统作为自主品牌首次推出的双电机 HEV 方案，精确覆盖目标客户，油耗及动力性均优于竞品，完善自身产品能源矩阵，引领行业实现自主崛起。

对比丰田/本田/吉利/比亚迪等混动技术：

丰田：历经四代升级，丰田 THS 是目前应用最广泛、最成熟的混合动力系统。丰田 1997 年通过普锐斯推出第一代 THS 技术(P111)，经历第二代(P112)、第三代(P410)

的迭代，目前已经发展到第四代（P610），于 2015 年首次上市，目前国内销售的卡罗拉双擎、雷凌双擎以及凯美瑞、亚洲龙均搭载的 P610 系统。

本田：绕过丰田专利壁垒，达到媲美 THS 的燃油效率及更加优秀的动力性能。2014 年，搭载本田混动技术 i-MMD(Intelligent Multi Mode Drive)的雅阁九代正式上市，成为丰田之外，强混领域的另一强者。通过双电机三种模式的布局，绕过了丰田行星齿轮组的专利壁垒，达到了媲美丰田的燃油效率及更佳的动力表现，2017 年，本田推出第三代 i-MMD 技术，发动机热效率从 38.9%提升到 40.6%。

吉利：不同于丰田 THS 系统的动力分流以及本田的双电机串并联混动，吉利 ePro 技术利用双离合变速器自身的耦合特性，通过单电机与偶数挡位耦合的 P2.5 架构来实现混动方案。

比亚迪：比亚迪 08 年发布初代混动技术 DM 1.0，目前已经进化到 DM 3.0，从 DM3.0 开始划分为两大平台 DM-p 和 DM-i，分别主打性能和经济。1) P0+P4 双电机四驱架构，DM-p 带来强劲动力。DM-p 架构通过前轴的高性能 BSG 电机调节发动机转速，使其工作在最高效区域。后轴电机通过地面与发动机耦合，共同为车辆提供加速动力，系统功率高达 321kw，带来 4.7s 的百公里加速。2) 主打“超低油耗”，DM-i 混动技术。DM-i 平台是比亚迪在 DM3.0 平台上划分出来的新技术路线，主打燃油经济性。该平台比亚迪研发了一款“骁云”1.5L 阿特金森循环发动机，取消所有轮系，压缩机、水泵、起动机等附件均进行电气化，加入了 EGR 废气再循环以及取消排气 VVT，将直喷变成了进气歧管喷射，获得高达 43%的热效率。

➤ 自研技术五：发动机+变速箱+电机电控（蜂巢易创为核心）

长城发动机共经历了由外采三菱技术引进、自身逐步模仿自研以及全技术领域自研三大阶段，在降低油耗、提高热效率方面不断进步。2020 年旗下蜂巢易创科技有限公司历经 4 年自主研发到量产的 GW4N20 发动机具有良好的燃油经济性，采用米勒循环、电子水泵、12:1 高压比、中置喷油器、缸盖集成排气歧管等先进技术，最低油耗 6.8L/100km，热效率高达 38%，跻身世界内燃机热效率第一梯队，整机重量同比上一代机型降低 10%，进一步展现出长城汽车在核心技术上的突破与创新。

最新技术布局方面，长城汽车推出 3.0T V6 双涡轮增压发动机（可能搭载于坦克 600 等高端越野车型），额定功率 260kW，峰值扭矩 500Nm，与 BBA 的同排量发动机性能表现一致。同时还配备有 P2 混动系统，加成后可以实现最大 380KW 的功率和 750Nm 峰值扭矩输出，最高热效率 38%，适用于大型 SUV、皮卡、中巴、房车、轻客等车型，双喷射系统+米勒循环+双 VGT 涡轮增压器+连续可变机油泵等核心技术保障该款发动机优越性能。此外，搭载于玛奇朵和赤兔混动版等车型的长城新一代混动发动机，可以实现最大总功率为 140kW，最大扭矩为 370N·m，0-60m 加速 4.1s 的参数性能，百公里综合油耗低至 4.7L，优于市场 2.0T 大功率燃油车性能表现。

图 17: GW4N20 发动机



数据来源：长城官网，东吴证券研究所

图 18: 发动机参数对比

品牌	发动机型号	排量	进气形式	最大功率/最大功率转速 (kW/rpm)	最大扭矩/最大扭矩转速 (N·m/rpm)	最大热效率
长城	EB06	1.5L	涡轮增压	120/5500-6000	249	0.38
	EB07	1.5L	涡轮增压	135/5500-6000	285	0.365
	GW4B15A	1.5L	涡轮增压	124/5000-5600	285/1400-3000	0.35
	GW4C20B	2.0L	涡轮增压	165/5500	385/1800-3600	0.35
大众	4N20	2.0L	涡轮增压	150/6000-6300	320/1500-4000	0.383
	4N20A	2.0L	涡轮增压	180/5500-6000	385/1750-4000	0.383
	EA211	1.5L	涡轮增压	110/5000-6000	250/1750-3000	0.375
	EA888-DPL	2.0L	涡轮增压	137/4100-6000	320/1500-4000	0.372
丰田	M15C	1.5L	自然吸气	87	146	0.38
	8AR-FTS	2.0L	涡轮增压	162/5200-5600	350/1800-4000	0.38
	M20C	2.0L	自然吸气	126	207	0.4
本田	L15b8	1.5L	涡轮增压	130/6000	220/1700-5500	0.38
长安	蓝鲸	1.5L	涡轮增压	132/5500	300/1250-3500	0.4
	NE1.5T	1.5L	涡轮增压	132/5500	300/1250-3500	0.4
广汽传祺	4A15J1	1.5L	涡轮增压	124/5000	265/1700-4000	0.36
	4B20J1	2.0L	涡轮增压	185/5250	390/1750-4000	0.38
一汽	CA4GC	2.0L	涡轮增压	165/4500-5500	340/1650-4500	0.39

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

长城汽车于 2014 年起立项开发变速器，由 6MT/6AT 逐步进阶发展向 7DCT/8AT 进阶，2021 年发布 9DCT/9HDCT，扭矩提升同时油耗降低。长城汽车的 9DCT 变速器是全球首款横置 9 速湿式双离合变速器，采用高度集成的电子模块设计、紧凑同步器设计等技术。根据长城汽车对外披露数据，9DCT 变速器性能优化主要包括：承载扭矩提升 54%，轴向空间节约 5.8mm，平均重量降低 2.6%，搭载空间与量产 7DCT450 变速器几乎相同，单挡位换挡耐久高达 58 万次。同时在常规变速器的基础上集成 P2 模块，研发设计了全球首款横置 P2 混动湿式 9HDCT。相较老款 7DCT 产品，9DCT 变速器百公里油耗降低 7%，9HDCT 变速器百公里油耗降低 70%。

表 1: 长城汽车变速箱技术进步及竞品比较

参数	长城 7DCT450	格特拉克 7DCT300	大众 DQ500	吉利 7DCT330	奔驰 7G-DCT	上汽 DCT360
类型	7DCT湿式	7DCT湿式	7DCT湿式	7DCT湿式	7DCT湿式	6DCT湿式
扭矩 (Nm)	450	300	500	330	450	360
长度 (mm)	389	369	400	385	367	359
中心距 (mm)	197	188	197	-	188	-
重量 (kg)	81.5	68	95.6	75	86	-
传动比范围	>8	8.5	-	-	7.9	-

数据来源：懂车帝，东吴证券研究所

表 2: 长城汽车自身变速箱技术比较

参数	7DCT	9DCT
扭矩 (Nm)	450	400
中心距 (mm)	197	197
长宽高 (mm)	389*643*414	385*527*465
重量 (Kg)	81.5	78.5
双离合	湿式多片式	湿式多片式
驻车系统	机械/电液驻车	电液驻车

数据来源：懂车帝，东吴证券研究所

动力总成领域，长城设立蜂巢易创子公司，主攻节能环保系统解决方案方向，蜂巢易创业务涵盖范围广，生产研发全球领先。蜂巢易创主营业务包括动力系统、传动系统、电驱动系统和智能转向系统四大板块。根据蜂巢易创官网数据，其研发中心遍布中国(上海、保定)、奥地利、印度等地，先后投入近 10 亿元，建设完成总占地面积 20000m²的发动机、变速器、电驱动、转向 4 大测试中心及配套整车试验场，拥有从零部件到整车的 CAE 仿真分析和试验测试标定能力。生产统一采用国际进口先进自动化设备，工厂布局保定、徐水、天津、扬中、泰中等五大生产基地，年产能过百万；并有奥地利、印度、上海、保定四地研发中心全球布局。人才方面，根据蜂巢易创官网数据，截至 2021

年5月初，其共有研发人员2922人，国内行业顶尖学者189人。具有动力系统、传动系统、电驱动系统以及转向系统从零部件到总成，从概念设计到SOP的成熟的开发经验，且借助平台化生产使具备优良的成本优势。目前，蜂巢易创已有扁线电机供货欧拉，发动机/变速器等项目定点也逐步展开。

蜂巢易创未来基地/生产/产能/技术以及产品等五大领域都有详细发展规划：根据蜂巢易创官网信息，**1) 基地规划：**保定工厂（已建成，2019年投产），扬中工厂（已建成，2021年投产），保定研发中心（已建成），上海研发中心（已建成），日本研发中心（筹建中），印度研发中心（筹建中）。**2) 生产规划：**徐水工厂：计划年产50万套。第一条线年产25万套，已建成投产；第二条线：年产25万套，设备策划。扬中工厂：计划年产100万套。工厂建设中，计划2020年底建成；生产线体策划中，计划2021年初投产。**3) 产能规划：**2019年7月，开始批量生产（长城H9越野车、长城炮皮卡、纯电动皮卡）；2022年，达到50万套，2024年达到100万套，2025年达到150万套；2025年，长城客户比例40%，其他客户50%，国外销售10%。**4) 技术路径规划：**Gen.1: 冗余（越野车，城市SUV，皮卡）；Gen.2: 部分冗余（3G电机产品）；Gen.3: 全冗余（研发中，预计2023年量产）。**5) 产品规划：**越野车平台：齿条推力可达12KN，可搭载整备质量2.0-2.5吨车型；城市SUV平台：齿条推力可达10KN，可搭载整备质量1.8-2.0吨车型；皮卡平台：齿条推力可达10KN，可搭载整备质量2.0-2.5吨车型；部分冗余平台：齿条推力可达13KN，可搭载整备质量2.0-2.5吨车型。

➤ 自研技术六：精工（底盘）+诺博（座舱）+曼德（车身）

精工底盘：致力于汽车底盘业务，成熟车规级制造方案。1995年成立，精工底盘现已发展成为具备底盘、压铸、装备3大工作板块；**底盘悬架系统、传动系统、制动系统、排气系统、燃油系统五大系统；底盘、机械、冲焊、压铸、铸造、模具、自动化、再生能源等8大业务**的独立设计、试制、验证及生产能力并具备系统化、模块化集成能力的现代化企业。根据公司官网数据，精工底盘下设1家研究院，2个商务技术中心（上海、法兰克福），现有24个制造工厂，区域分布在俄罗斯、泰国和中国（河北、天津、江苏、重庆、山东、浙江和湖北），拥有员工11000余人。

主要产品方面，精工底盘主要生产汽车底盘前后悬总成、排气系统、主减速器及驱动桥总成、EPB，根据公司官网数据，其中制动钳前后悬总成160万套/年，排气系统总成120万套/年，主减速器及驱动桥总成50万套/年，EPB制动钳150万套/年。

2) 诺博汽车：深耕汽车座舱零部件解决方案，iNest智能座舱助力打造高端化、差异化产品竞争力。诺博汽车深耕零部件行业27年，拥有系统的独立自主的产品研发、生产体系及科学的战略布局规划，根据诺博汽车官网，公司分布在国内外的1万余名员工（包括2140名专业技术研发人员以及200余名行业学者）、6大研发基地可为客户提供安全、舒适、智能、差异化的系统解决方案，诺博汽车产品覆盖汽车智能座舱、外装、橡胶三大系统，涵盖汽车座椅、内饰、汽车电子、外饰、橡胶5个品类。

分详细产品来看，汽车电子领域，根据诺博汽车官网，诺博汽车拥有 150 万套智能化汽车电子（中控仪表设备）产能，包含贴片、组装、插件、焊接、EOL 测试以及喷涂等生产线；外饰领域，其产品包括前后保险杠、尾翼以及行李架等装饰品，具备 220 万套产能规模；内饰领域，其产品包括汽车软硬仪表盘、门板、顶棚、地毯等，具备 220 万套产能规模；座椅领域，其产品包括整椅、骨架、头枕以及扶手等攻击 220 万套产能；橡胶领域，其产品包括减震器、密封条等共计 160 万套产能。

其最新产品包括：1) iNest 智巢 2.0 智能座舱（以下简称“iNest 智巢 2.0”），是以域控制器为核心，整合座舱端技术，共计采用 45 项创新技术，包括智能灯语、三区驾驶、屏幕跟随等行业领先技术，将座舱显示五联屏布局、座舱场景化交互模式进行融合，可为乘客打造具备感官特性、互联服务、灵活空间及个性化体验的未来生活“新空间”。此外还提供“三区驾驶模式”，依据用户需求，进行座舱布局的调整，方向盘及仪表也可以左、中、右多位置移动，从而衍生出移动出行（驾驶）、移动办公（会议）、娱乐空间（娱乐）三大模式。2) NFT 非金属轻量化技术，通过对非金属材料的改性研发，线性分子链经过反应发生交联，刚性提高，同时内部形成网状蜂窝结构，降低材料重量。

3) 曼德电子电器：分为光电分公司、热系统分公司、电气系统分公司三个业务单元，主要产品有子元器件、照明灯具、电线电缆、运输设备及生产用计数仪表、模具、工业自动控制系统装置、机械零部件等。其拥有 7400 名员工，其中包括 800 余名技术人员在保定、徐水、天津、上海拥有 7 个生产基地以及 4 个研发中心，工厂面积超过 21 万平方米。

细分三大业务业务板块来看：

首先，曼德光电从“科技、智能、交互、感知”展示未来车灯照明系统，全球首发的全激光光源远近光模组，更好地拓展安全驾驶视野，对全激光照明进行了革命性的创新。具体产品包括车灯、模组以及侧踏三部分，掌握 ADB/AFS 等前沿车灯技术，实现车间全自动组装生产工艺，为长城哈弗、魏以及欧拉、皮卡等品牌提供前后主要大灯，此外还与奇瑞、凯翼等汽车品牌建立长期合作关系。

其次，曼德热系统有限公司位于河北保定，占地面积 5.6 万平方米。拥有国内外研发人员及技术人员 200 多人，生产及管理人员 1000 余人。现有保定、徐水两大生产基地，随着公司业务的不拓展，现年产具备空调系统 160 万套，冷却模块 140 万套，换热器 550 万只的生产配套能力。除传统燃油动力车型空调（空调总成/蒸发器/暖风芯体）、冷却系统产品（前端冷却模块/冷凝器/散热器/中冷器/油冷器）外，公司还拥有水暖 PTC、电子水泵、电池冷却器等新能源车热系统零部件的研发及制造能力，可满足各类型乘用车空调及动力冷却系统产品需求。公司最新产品——全场景智能空调系统“悟空”，打造特定用户群体智能空调体验包，助力智慧舒适出行，让消费者享受更有魅力的移动舒适空间。公司主要客户包括长城自身主要车型品牌以及北汽、比亚迪、领途、奇瑞等品牌。

再次，曼德电气系统分公司为专业研发制造汽车全车高低压线束总成的独资公司，注册资金 9500 万，厂房总面积 8.2 万 m²。公司拥有保定、天津两大生产基地。保定工厂位于保定徐水大王店工业区，占地 5.4 万 m²，产能 70 万套，天津工厂位于天津开发西区，占地 2.8 万 m²，产能 50 万套。公司现有人员 4000 余人，其中技术人员 400 余人。公司具体产品包括低压线束、高压线束、特殊线束以及保险盒等四类，最新推出“多形态”变化的 FPC 柔性扁平保险盒，为客户提供异形、狭窄空间内保险盒应用方案，顺应未来小型化发展趋势。公司主要客户依然集中于长城自身。

➤ 自研技术七：氢能战略布局（未势能源）

行业端：热值高+无污染+重量轻+形式多样+政策支持，氢能源利用长期来看市场潜力较大。氢能利用具有以下优点：质量轻便于运输；发热值高，热量更大，效率更高；元素较为普遍，储量丰富；导热性好，使用相对便捷；状态易改变，储运形式多样化降低门槛；利用形式多，使用范围较广，规模效应更强；清洁，使用后产生纯净水无任何污染；燃烧性能好，直接充分燃烧，避免不充分燃烧造成的危险物残留。对于汽车而言，**氢燃料电池汽车相对于混动和 BEV 发展路线，具有零排放，效率高，运行平稳、耐低温，续航稳定这些优点。**在以上几大优点下，我国山西、河北、四川、湖北、山东、江苏、广东等地已经先后开展制氢用氢计划，根据长城汽车氢能源战略会议，国家规划在 2030 年高压储氢设备轻量化+安全控制等技术，并在 2050 年完全实现掺氢天然气管道输送技术和长距离高压氢气管道运输技术，使氢气的使用成本逐步降低，安全性逐渐提高。氢能源燃料电池是氢能源清洁高效利用的核心，同样也是整条氢能源主产业链的核心所在，我国预计在 2030 年建成 1000 座加氢站，构建氢能高速公路。目前，已有包括中国石化、福田汽车、时代新材、阳光电源等多家龙头企业布局氢能源技术板块，申请多项专利技术。看好未来氢能利用领域，市场潜在空间较大。

长城端：开发氢柠平台，三段式发展，制储运结合，助力实现氢燃料电池汽车的量产。

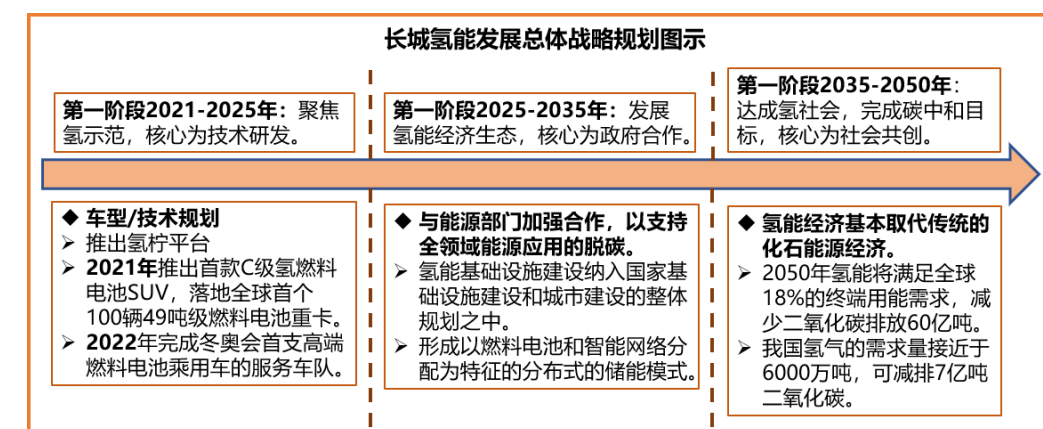
1) 三段式发展战略：长城提出氢能三段式发展战略 2021-2025 年为第一阶段，聚焦氢示范，核心为技术研发；2025-2035 年为第二阶段，发展氢能经济，开放氢生态，核心为政府合作；2035-2050 为第三阶段，努力达成氢社会，完成碳中和目标，核心为社会共创。据国际氢能理事会预测，到 2050 年氢能将满足全球 18% 的终端用能需求，减少二氧化碳排放 60 亿吨。而根据中国氢能联盟的预计，到 2050 年，我国氢气的需求量接近于 6000 万吨，可减排 7 亿吨二氧化碳。

2) 具体车型规划：具体车型方面，长城汽车将会在 2021 年推出首款 C 级氢燃料电池 SUV，并首先落地全球首个 100 辆 49 吨级燃料电池重卡的全面应用，到 2022 年完成冬奥会首支高端燃料电池乘用车的服务车队。

3) 氢柠平台落地：目前现有的技术落地上，长城氢柠平台涵盖燃料电池发动机技术，车载储氢技术、氢安全技术，瞄准高性能，高安全长续航，全气候和全领域等行业痛点，开发出的零碳交通解决方案。其拥有一套车规级的研发体系+三大技术平台（氢电平台+电堆平台+储氢平台）支持，最终实现高功率大于 200 千瓦，高效率大于 60%，高温大于一百度，高耐久大于 2 万小时，和新能源的物联网和智联网的高互联，达到全球领

先水平。

图 19: 长城汽车氢能战略规划



数据来源：长城氢能战略发布会，东吴证券研究所绘制

未势能源：人才+研发高投入，保障技术高壁垒，实现氢燃料电池核心技术权杖我和市场化运营。未势能源汇聚了来自美日韩印加等多国具备数10年以上研发经验的外籍研发人员，组建了国内规模最大的430余人的关键技术国际化研发团队，其中仅研发人员就达到50多人，硕博比例占比50%以上，并且研发人员仍然在快速的增长。建立了德国慕尼黑、加拿大温哥华、日本横滨、上海保定五大研发中心，以四国五地的全球化研发体系，围绕**氢能和燃料电池核心技术解决方案和未来发展方向**，开展精准的研发。目前已经实现了电堆及核心组件，燃料电池发动机及核心组件，高压阀门，四行储氢瓶、氢安全，液氢工艺，6大核心技术和产品的自主知识产权的完全掌握。未势能源已经参与了国内四大燃料电池示范城市群的申报工作，包括北京、上海、河北、河南，先期布局了北京新发地农批物流，砂石物料运输，天津滨海新区物流运输等多个明星场景应用。规划的燃料电池推广数量达到数千台以上，包括乘用车、商用车、重卡、物流、公交，甚至船舶、轨道交通和家庭用的热电联动系统等多种应用。其自主开发的商用车110千瓦和乘用车95千瓦大功率的燃料电池发动机产品已经完成了公告的认证和整车的搭载；并且，根据长城汽车氢能战略全球发布会，第一代金属板电堆的单堆大功率达到150千瓦，峰值功率可以达到160千瓦。第二代的功率密度可以达到7千瓦/L，未来会突破200千瓦以上。总结来看，未势能源实现了燃料电池系统电堆膜电极，空压机轻循环，储氢系统和关键零部件多方面的核心技术实质性突破。为燃料电池，汽车真正实现**高效、高性能、长续航和全天候全场景的应用**，提供了产品和解决方案。

1.1.3. 从大单品到产品矩阵，始终坚持以用户为中心

哈弗H6销量连续SUV市场第一的打造见证了长城汽车打造大单品能力。这款车性能最大限度满足家庭用车的场景需求，综合性价比较高的国产SUV（动力强劲+外观

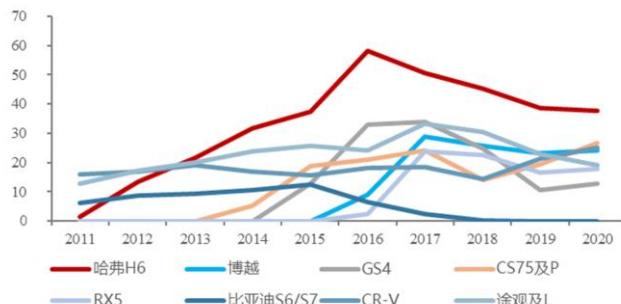
大气+空间宽敞+内饰质感)，自 2011 年以来经历了三代车型，始终保持国内 SUV 龙头地位，是目前自主品牌汽车生命周期最长的车型。总结 H6 成功原因：1) 长城对中国消费者心智把握精准，且能够顺应主力消费群体变化而相应升级配置且保证卖点清晰。2) 不断迭代的技术实力去支撑每一代车型升级的需求。3) 渠道把控能力强，量与价的平衡做到了国产车型的前列位置。

图 20: 长城 H6 自销售以来的销量趋势 (万辆)



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

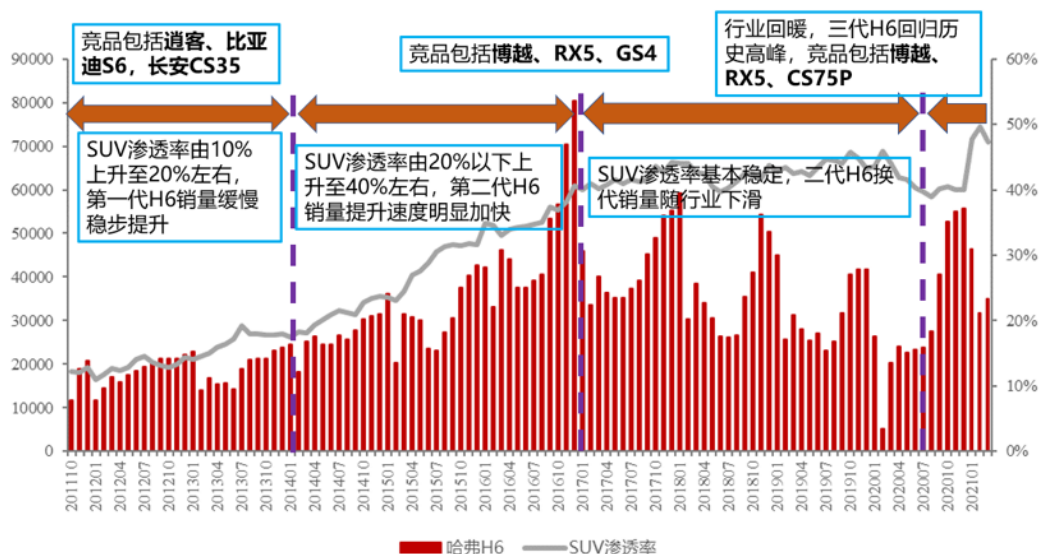
图 21: H6 与竞品的销量比较分析



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

从哈弗 H6 月度销量变化中可以发现：第一代 H6（包括换代）上市以来月度销量稳步上升，领先其余紧凑型家用 SUV 品牌车型销量，至 2013 年底乘用车行业 SUV 渗透率保持基本同频波动，由 10% 上升至 18% 左右；第二代哈弗 H6 在第一代基础上成功换代，2014 年以来增长迅速，与此同时乘用车行业 SUV 渗透率迅速提升，2014 年至 2016 年底由 18% 上升至 40%，哈弗 H6 月度销量也于 2016 年底达到峰值水平，月销超 8 万。随后，SUV 乘用车行业渗透率保持基本稳定，二代半 H6 换代后销量依然保持与行业同频波动下行，进入调整期。2019-2020 年行业见底后，三代 H6 换代成功，与二代同堂销售量最高突破 5 万。

图 22: 哈弗 H6 历史销量月度变化/辆



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

哈弗 H6 “大单品”成功原因：核心是保持紧跟消费者需求变化趋势，不断进行配置升级，保持卖点清晰，综合性价比最高。

动力+科技智能不断升级，紧跟时代潮流。总结三代 H6 各代车型在外观和空间上都紧密贴合中国消费者基本需求，外观大气，空间充足。各代纵向比较变化来看：1) 哈弗第一代、一代中期改款以及二代车型核心变化在于发动机、变速器不断升级，经历由外购到模仿到自研的改变，油耗不断降低。一代为逆向模仿开发，二代开始真正自主研发，实现发动机国产替代，技术升级，百公里油耗不断下降，由 7.5-8L 下降至 7L 左右。行业彼时 SUV 发展红利正当时，H6 稳坐 SUV 销量冠军宝座。2) 二三代升级核心集中于：油耗进一步降低+智能科技配置升级领先行业。自 2017 年以来，SUV 发展红利消失，行业竞争相对加剧，哈弗 H6 车型参数性能进化速率加快，二代改款车型相对第二代 H6 动力方面有明显提升，马力更强，最大扭矩转速更低；三代 H6 相对二代改款车型在汽车科技智能化包括座舱以及 ADAS 辅助驾驶等方面提升更大，紧跟行业变革趋势，持续领先保持龙头地位。

总结来看，H6 三代车型历史迭代三大核心：1) 外观大气，空间大，满足中国消费者的最基本需求。2) 长城动力总成技术从逆向模仿开发到正向自研，不断迭代，技术自主掌握，百公里油耗不断下降。3) 智能化水平迭代核心体现在第三代 H6，达到行业领先水平。

横向比较来看，H6 以充分迎合市场需求塑造最强产品卖点：初代 H6 以耐用+空间+外形取胜，2013 年第一代哈弗 H6 动力表现和车内空间轴距等参数性能领先竞品车型，符合当时追求“大空间+外形好+动力强劲”的消费需求。二代 H6 竞争相对较为激烈，吉利、奇瑞、上汽、广汽等自主品牌纷纷发力 SUV 市场，彼此间产品力相差较小，哈弗 H6 凭借 SUV 红利以及较强的品牌力依然领先。其后 SUV 发展红利消失，市场竞争加剧，变革相对较快，三代 H6 借由时下智能化汽车发展趋势，深度开发汽车 ADAS 辅助驾驶智能化、5G 应用 OTA 网联化功能，以大空间+强智能取胜，位列榜首。

图 23：哈弗 H6 2013 款：动力+空间领先竞品

■为标配 ○为选配	哈弗H6	比亚迪S6	长安CS75
上市时间	2013.12	2012.07	2014.04
最大功率 (kW)	110	118	130
最大扭矩 (N·m)	210	215	230
发动机	1.5T 150马力L4	2.4L 160马力 L4	1.8T 177马力 L4
变速箱	6挡手动	4档手自一体	6档手自一体
油耗 (L/100Km)	7.4	10.6	8.8
长*宽*高 (mm)	4649*1852*1710	4810*1855*1725	4650*1850*1705
轴距(mm)	2680	2720	2700
最大功率转速(rpm)	5600	5000-6000	5000-5500
最大扭矩转速(rpm)	2200-4500	3500-4500	1700-5000
刹车辅助 (EBA/BAS/BA等)	■	-	■
牵引力控制 (ASR/TSC/TRC等)	■	-	■
车身稳定控制 (ESC/ESP/DSC等)	■	-	■
近光灯光源	■氙气	-	■卤素
远光灯光源	■卤素	-	■卤素
LED日间行车灯	■	-	-
转向辅助灯	■	-	-
车前雾灯	■	■	■
大灯清洗装置	■	-	-
车内环境氛围灯	■	-	-

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

图 24：哈弗 H6 2021 款：空间+智能水平领先竞品（指导价/万元）

■ 为标配 ○ 为选配	哈弗H6	长安CS75P	博越	荣威RX5 MAX
厂商指导价	13.49	13.19	13.88	13.88
上市时间	2020.08	2020.09	2020.03	2020.12
发动机	1.5T 169马力L4	1.5T 178马力L4	1.5T 177马力L3	1.5T 173马力L4
油耗 (L/100Km)	6.6	6.7	6.4	7.2
变速箱	7档湿式双离合	6档手自一体	7档湿式双离合	6档手自一体
长*宽*高 (mm)	4653*1886*1730	4690*1865*1710	4544*1831*1713	4647*1891*1725
轴距(mm)	2738	2710	2670	2760
最大功率转速(rpm)	5000-5600	5500	5500	5600
最大扭矩转速(rpm)	1400-3600	1450-4500	1500-4000	1750-4000
并线辅助	■	■	-	-
车道偏离预警	■	-	■	-
车道保持辅助	■	-	■	-
道路交通识别标识	■	-	■	-
主动刹车/主动安全系统	■	■	■	-
疲劳驾驶提示	■	■	■	-
前/后驻车雷达	前■/后■	前-/后■	前■/后■	前-/后■
驾驶辅助影像	■360度全景影像	■360度全景影像	■360度全景影像	倒车影像
巡航系统	■全速自适应巡航	■全速自适应巡航	■全速自适应巡航	定速巡航
自动泊车入位	■	-	-	-
全液晶仪表盘	■	■	■	-
液晶仪表尺寸	■10.25英寸	■7英寸	■12.3英寸	■7英寸
HUD抬头数字显示	■	-	-	-
车联网	■	■	■	■
OTA升级	■	■	■	■
自适应远近光	■	-	■	-
自动头灯	■	■	■	■

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

而基于 H6 成功经验，加上公司积累的动力总成迭代+组织架构层面进化，长城当下已经具备了产品矩阵能力。这个能力背后，最本质在于公司一切以用户为中心，认为在未来相当长一段时间内，个性化消费依然是主流市场。根据 2021 年上海车展长城汽车对外发布的产品谱系，可以看出长城进一步将用户需求进行细化品类，基于品类去打造品牌。1) 魏品牌：全新换代后推出摩卡+玛奇朵+拿铁三款车型，以柠檬 DHT 混动+长城最高级别 L3 级智能化水平为核心竞争力，冲刺 15-30 万元高端市场，目标是自主品牌对应价格区间第二。2) 哈弗品牌：以哈弗 H6 为主力，大狗+M6 PLUS 等核心车型以及赤兔+初恋等细分对标车型主打 5-20 万元国内主流乘用车市场，目前已经竞争较为充分，主要覆盖家庭及部分年轻用户群体，智能化处于市场主流水平。总体销量目标为细分市场自主品牌第一。3) 坦克品牌：开辟全新细分市场——智能越野，主要针对有一定消费力和越野爱好偏好的年轻用户群体，全新细分空白蓝海市场有望带动企业总销量和高盈利的爬升。总体销量目标为细分市场自主品牌第一。4) 皮卡系列：以长城炮+风骏系列为首主打实用+高性价比，随皮卡乘用车化趋势发展以及皮卡进城政策的放开，未来定位中高端市场，车型进一步细分对标的炮系列以及定位低端市场的风骏系列有望实现高度覆盖。总体销量目标为细分市场自主品牌第一。5) 欧拉品牌：定位 5-20 万元中小型电动车女性群体的蓝海市场，主打粉色系、萌宠系特色。总体销量目标为细分市场自主品牌第一。6) 长城额外布局高端电动车品牌：主要对标男性市场的沙龙品牌以及与

宝马合资的主要对标女性市场的光束品牌，同步发力新能源。

目前进展来看：皮卡系列的炮和坦克 300 再一次见证了长城打造大单品能力。这两款车型的均在上市后不断超出我们预期，炮已经月销量稳定在 1 万辆，坦克 300 供不应求。

1.1.4. 从口碑营销到用户运营，营销方式持续创新

长城汽车变革品牌营销理念，由产品价值向用户价值转移。回顾长城营销历史，经历了性能口碑营销—硬性广告营销—情境/IP 赋能营销三大阶段：1) 2014 年及以前：口碑营销。汽车消费群体以 60/70 年龄段为主，线下直接购买的熟人生意消费模式导致口碑营销事半功倍。在该阶段长城汽车由长城汽车总裁王凤英负责销售，牢牢把握口碑营销方向，用较低的广告费用塑造长城高性能品牌形象；2) 2015-2019 年：KOL 营销。该阶段汽车消费群体主要为 80 后，线上汽车垂直平台及汽车测评人对消费者心智影响较大，线下则主要承担体验和提车功能。在该阶段长城与汽车媒体关系与吉利相比较一般。3) 2020 年以来：私域流量营销。该阶段车企传播语境发生较大变化，短视频和各类细分流量平台崛起（快手/抖音/小红书等），新型消费群体更加关注品牌与自身价值品味的契合程度，通过个性化/潮流化的私域流量经营以提高品牌认同度和忠诚度为营销关键。长城通过携手用户共创品类品牌（欧拉、哈弗大狗等）、借势直播探索新零售（“哈罗”直播等）、管理层微电影公开信破圈等创新玩法，让品牌形象更富生机，数字化运营中心的建立也将营销重要性提升至用户运营层面，对用户进行全生命周期管理，在与用户不断地情感沟通中撬动更广阔的市场空间。

图 25： 长城营销方式历史回顾



数据来源：企业官网，东吴证券研究所

1.2. “5+2” 品牌全面向上，产品矩阵深入剖析

5+2 品牌布局全面向上。1) 已经推出 5 大品牌覆盖 5-30 万元，满足实用/越野/运动/科技/家用/女性等多个应用场景。长城以目前哈弗+魏+皮卡+欧拉+坦克五大品牌分别对标 5-20 万燃油 SUV、15-30 万燃油 SUV、5-20 万皮卡、5-20 万电动轿车，20-30 万元

城市越野，并以性别、年龄、尺寸详细对标各类消费人群和需求，定位均保持自主领先水准。2) 两大储备项目(沙龙+光束)。沙龙定位 20 万以上男性消费市场，光束定位 20 万以上女性消费市场，均以 EV 为动力，核心对标新势力等车型，提升自身品牌形象。

1.2.1. 哈弗：持续巩固爆款车 H6 中低端 SUV 龙头地位

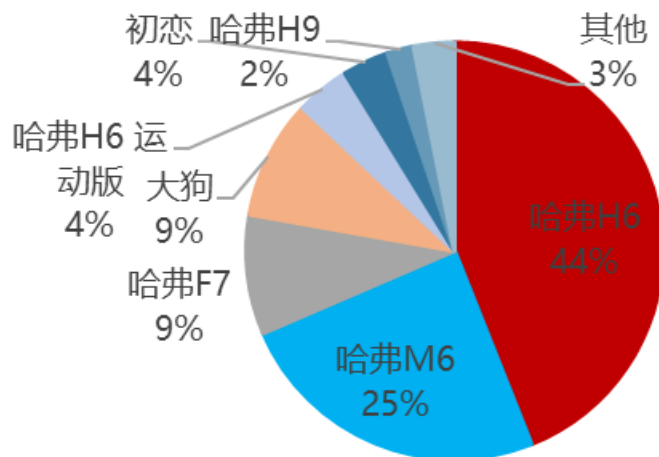
以 H6 爆款车为核心，大狗系列+XY+F 系列+赤兔+初恋+M6++H5/H9，持续巩固中低端 SUV 龙头地位。

图 26: 哈弗品牌详细产品谱系图

品牌	车型品类	具体车型	定价 (指导价/万元)	尺寸	燃料	发动机	变速器	ADAS级别
哈弗	H6	运动版	10.4-12	4681*1827*1710	汽油	1.5T	6MT/7DCT	L2
		coupe版	7.99-11.9	4590*1845*1700	汽油	1.5T/1.5GDIT	6MT/7DCT	L2
		国潮版	9.89-12.89	4645*1860*1720	汽油	1.5T/1.5GDIT/2.0GDIT	7DCT	L2.5
		第三代H6	11.59-15.49	4653*1886*1730	汽油	1.5GDIT/2.0GDIT	7DCT	L2.5
	大狗	大狗	11.99-16.29	4620*1890*1780	汽油	1.5GDIT/2.0GDIT	7DCT	L2
		XDOG	-	-	-	-	-	-
	初恋	-	7.89-11.29	4472*1841*1619	汽油	1.5T	6MT/7DCT	L2
	赤兔	-	10.98-12.68	4470*1898*1625	汽油	1.5T	7DCT	L2
	F7	-	11.18-15.18	4620*1846*1690	汽油	1.5GDIT/2.0GDIT	7DCT	L2
	H1 (停售)	-	5.49-7.39	3995(3898)*1728*1617	汽油	1.5L	5MT/6AMT	L1
	H5	-	10.78-12.78	4645*1800*1775	汽油	2.0T	6MT	L2
	H7	-	14.2-17.3	4715*1925*1718	汽油	2.0GDIT	7DCT	L2
	H9	-	20.98-27.28	4856*1926*1900	汽油	2.0GDIT	8AT	L2
	M6	-	7.19-9.29	4664*1830*1729	汽油	1.5T	6MT/7DCT	L2
XY	-	-	-	-	-	-	-	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所绘制

图 27: 长城哈弗 SUV 各车型 2021Q1 销量占比



数据来源：交强险，东吴证券研究所绘制

第一类：H6 及其“同胞们”。

智能驾驶+空间+动力全面升级，三代 H6 开启新周期。三代 H6 2020H2 上市以来与二代产品同堂销售，综合月均销量 5 万台。1) 产品六大卖点支撑核心竞争力：整车 FOTA+5G 扩展+循迹倒车+应用 2000MPa 热成型钢+全场景识别 AEB 紧急制动+超感未

来智能座舱。2) **加配不加价打造高性价比**: 三代 H6 空间较二代增加, 车身尺寸及轴距分别为 4653/1886/1730/2738mm, 相比上代分别+53/+26/+10/+58mm。动力系统全面升级, 搭载 1.5T/2.0T 涡轮增压发动机, 最大功率 169/224 马力, 配置国产 7DCT 双离合变速箱。售价保持 11.59-13.49 万元。智能驾驶方面, 第三代 H6 采用 mobileyeQ4 芯片, 具备整车 FOTA、语音交互、360 全景影像、智能远近光灯、全自动泊车、自动循迹倒车、ACC/ICA/TJA/AEB、前后碰撞预警、车道居中保持、道路监测及预警等多种 L2+级别功能, 产品力表现强劲; 另外, 柠檬平台收款搭载 7nm 制程车规级芯片的 5G 车型——哈弗 H6 5G 版正式亮相, 搭载长城咖啡智驾平台, 有望成为新一代爆款。

全新细分市场硬派 SUV (3/4 刻度), 对标年轻人独立品类, 主打敢性力量美学。 哈弗大狗四大卖点: 1) 空间大: 车身尺寸分别为 4620×1890×1780mm, 轴距为 2738mm; 2) 外观潮: 奔驰大 G/路虎风格, 外观造型富有个性化; 3) 动力强: 配置 1.5T/2.0T+7DCT, 四驱系统, 提供后差速锁; 4) 智能化: 液晶仪表+中控屏+抬头显示, 三屏联动。售价 11.8-16.2 万元, 月均销量 0.8-1 万辆, 涨势强劲。大狗品类第二款新车 XDOG 于 2021 年上海车展正式发布, 主打敢性力量美学, 外观棱角分明, 内饰错落有致并搭配撞色材质, 具备较强的差异化和产品辨识度。

全新哈弗旗舰车型: 哈弗 XY (预计 2021 年下半年上市) 定位哈弗最高端, 提升品牌形象。 1) **外形方面**: 采用“超时空锋锐美学”, 从时空与星空中猎取灵感, 展现永恒与未来相融合的美学设计, 全新定义扩大产品受众范围。2) **基本配置方面**: XY 以长城顶级技术与理念武装, 采用柠檬平台与咖啡智能两大核心技术平台打造, 车身尺寸 4781*1890*1679mm, 轴距 2800mm, 达到中大型 SUV 门槛。3) **智能科技配置方面**, 除了 L2+自动驾驶、记忆自动泊车、车内智能检测、生命体征监测等量产智能配置以外, 哈弗 XY 还拥有 5G-AVP 代客泊车、一公里远程控车等依托于 5G 网络实现的远程控制功能, 满足未来智能汽车不断进阶的智能科技水平。4) **动力配置方面**, XY 搭载柠檬高阶 DHT 混动系统, 由 1.5T 混动专用发动机与 DHT130 变速箱组成, 在最大功率可达 180kW 的情况下, 拥有超过 2.0T 燃油发动机的动力的同时, 官方宣称可以实现同级最低的油耗。

F 系列 (F5+F7/X): 运动风格。 1) **哈弗 F5: 紧凑型 SUV, 外观年轻时尚, 性价比较高。** 车身尺寸 4470*1857*1638mm, 轴距 2680mm, 偏小紧凑型 SUV, 风格偏时尚运动型, 7.98-12.58 万元, 实际价格区间在 10 万元以内。精品包括奇瑞瑞虎 7、比亚迪宋 pro、长安 CS55 等动力方面, 采用 1.5T 排量发动机, 根据不同配置采用 7DCT/6 挡手自一体变速箱, 最大功率 110kW, 峰值扭矩 210Nm, 具备较高的性价比优势。2) **哈弗 F7: 哈弗系列轿跑 SUV, 外观+空间表现出色。** 指导价 8.00-12.49 万元, 相比 F5 略高。外观潮玩版设计风格, 格栅六边形设计, 配以深邃大灯, 车头大气, 车侧运动, 车尾敦实。尺寸 4620*1846*1660mm, 轴距 2725mm。动力方面同样采用 1.5T 发动机, 最大功率 169 马力, 峰值扭矩 285Nm。

第二类：M6PLUS+初恋+赤兔，哈弗品牌小型 SUV

初恋+赤兔：填补小型 SUV 空白市场。柠檬平台为基，入门级紧凑 SUV：车身尺寸为 4472/1841/1619mm，轴距 2700mm；售价 7.9-11.3 万元，“大一到大四“四大配置，差异化命名吸引消费者，”年轻人第一辆车”的定位。**动力配置：**1.5T 发动机，工信部综合综合油耗 6.4-6.7L，最大功率 110kW，最大扭矩 220M·m，最大马力 150P。**智能辅助驾驶：**配备 L2 级自动驾驶，并线辅助+车道偏离预警+车道保持辅助+道路交通标识识别+主动安全+疲劳驾驶提示+360 全景影像+全速自适应巡航+自动泊车+远程启动+HUD，12.3 英寸中控，自适应远近大灯等，达到自主领先水平。

第三类：H5+H9，哈弗旗下越野 SUV。

H5 和 H9 同为哈弗品牌旗下两款城市型越野 SUV，采用非承载式车身。官方指导价分别为 9.28-31.88 万元、17.68-33.58 万元，二者在外观方面差距较小，具体差异包括：1) H5 注重中低端户外越野市场，H9 相对更高端，主打豪华越野市场。2) H5 手动挡为分时四驱，H9 则为电控多片离合，H5 锁止性能更优越，但 H9 采用 8AT 变速箱，操控性好于 H5 的 6MT 变速箱，动力性能更优越，脱困能力更强，轴距更大，通过性更好。

1.2.2. 魏派：品牌焕新欲打造高端智能混动豪华汽车品牌

图 28：魏品牌详细产品谱系图

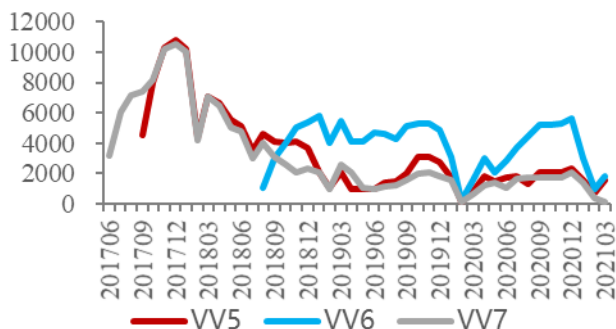
品牌	车型品类	具体车型	定价(指导价/万元)	尺寸	燃料	发动机	变速器	ADAS级别
魏	老款	VV5	12.58-14.78	4462*1857*1638	汽油	1499ml/1967ml	7DCT	L2
		VV6	14.8-17.5	4625*1860*1720	汽油	2.0L	7DCT	L2
		VV7	16.98-19.28	4760*1931*1655	汽油	2.0L	7DCT	L2
	新款	摩卡	17.98-22.08	4875*1960*1690	汽油	2.0T	9DCT	L3
		拿铁	-	-	-	-	-	L2.5
		玛奇朵	-	-	-	-	-	L2.5

数据来源：公司官网，东吴证券研究所绘制

➤ 第一代魏品牌经营结果从两个维度客观分析

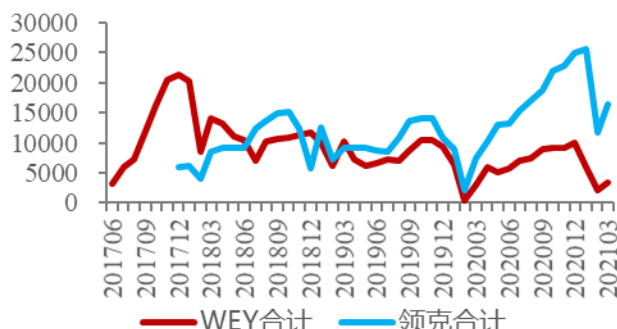
维度一：横向比较。长城和吉利的高端品牌数据比较：从 2017-2020 年表现来看，领克好于魏。魏品牌上市整体早于领克品牌约 1 年时间。2018-2019 年两个品牌表现差异性不大，月均销量 0.8-1 万辆。2020 年以来领克品牌车型数量增加了 2 款，月均销量逐步攀升至 2 万辆以上，而魏仍然徘徊在 1 万辆水平，两者差距拉大。

图 29: WEY 各车型上市以来销量/辆



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

图 30: WEY 品牌与领克销量比较/辆



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

魏和领克的产品力比较: 沃尔沃技术背书给领克带来明显的加分。 **动力总成:** 1) 领克品牌: 基于沃尔沃 Drive-E 系列打造, 分高功率 2.0T 版本和低功率 1.5T 版本, 配套自主研发 7DCT, 其中 1.5T 是三缸机。2) 魏品牌: 基于自主研发的 2.0T/1.5T 发动机, 配套自主研发的 7DCT, 质疑点核心在于实际油耗高。 **车型矩阵:** 领克品牌产品丰富度好于魏品牌, 且定价区间相对更大, 消费者选择范围更广。

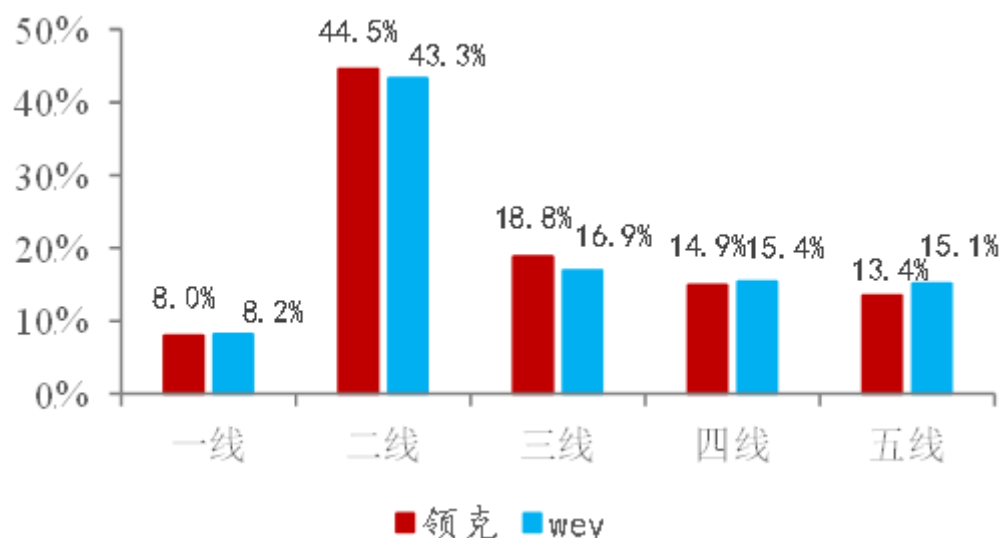
图 31: 魏品牌和领克品牌在售车型参数比较

车型	类别	在售款式	排量	指导价/万元	成交价/万元	轴距	车长	变速箱	油耗/L	最大功率	驱动版本	气缸数
VV5	SUV	2021款	1.5T	12.58-14.68	11.71-13.89	2680	4462	7DCT	6.7	126	两驱	4
领克06	SUV	2020款	1.5T	11.86-14.56	11.28-14.14	2640	4340	7DCT	6.6	130	两驱	3
领克02	SUV	2021款	1.5T	11.98-15.38	10.99-14.09	2702	4448	7DCT	6.4	132	两驱	3
VV5	SUV	2021款	2.0T	14.78	13.91	2680	4462	7DCT	7.1	167	两驱	4
VV6	SUV	2021款	2.0T	14.8-17.5	13.26-15.90	2680	4625	7DCT	7.1/7.8	167	两驱/四驱	4
VV7	SUV	2020-21款	2.0T	16.98-19.28	14.60-17.69	2950	4760	7DCT	7.7	167	两驱	4
领克02	SUV	2021款	2.0T	16.68-18.88	15.28-17.49	2702	4448	7DCT	6.4	140	两驱/四驱	4
领克01	SUV	2021款	2.0T	17.98-20.18	17.29-19.49	2734	4549	8AT	7.4/7.8	160/187	两驱/四驱	4
领克05	SUV	2020款	2.0T	17.58-23.58	16.82-20.52	2734	4592	8AT	7.5/7.8	187	两驱/四驱	4
领克03	轿车	2021款	1.5T	11.38-14.88	10.32-13.52	2730	4639/4657	7DCT	5.5/6.2	115/132	两驱	3
		2021款	2.0T	15.48-24.88	14.27-24.21	2730	57/4677/46	8AT	6.5/7.4	140/187	两驱/四驱	4

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所绘制

魏和领克的消费人群比较: 领克用户人群更偏年轻化。 **产品定位营销:** 1) 魏品牌是源于长城汽车创始人魏总, 而且创始人为自身代言, 着重定位是豪华 SUV 市场, 主打安全。2) 领克品牌依托于沃尔沃技术背书, 基于 CMA/BMA 平台化打造的产品, 产品定位着重全球化, 年轻化, 个性化。 **购买人群分析:** 根据 2020 年上险数据分析来看, 领克品牌在一二三线城市消费占比高于魏品牌, 而四五线城市魏品牌占比相对更高。

图 32: 2020 年领克和魏品牌的消费人群占比



数据来源: 交强险, 东吴证券研究所绘制

第二维度: 长城内部比较。魏与哈弗品牌区分度较小魏与哈弗比较分析: 魏是 H6 升级版, 区分度小。类似丰田的雷克萨斯, 日产的英菲尼成功路径, 长城汽车希望通过一步一步纯靠自主研发, 从哈弗品牌成功基础上, 开辟出属于自己的豪华品牌魏。然而从过去 3 年消费者反馈来看, 魏与哈弗无本质区别, 背后原因总结如下: 1) **动力总成**: 参数有所升级, 但并没有质的飞跃。2) **外观内饰**: 外观上魏采用与哈弗完全不同风格, 内饰等用料品质更佳。3) **品牌内涵**: 宣传上强调安全, 需要技术上的长期积累, 且受制于已有外资豪华品牌。最终导致: 魏的实际成交价区间依然围绕在 15 万元附近, 无法与哈弗形成人群上本质区隔。

图 33: 魏第一代产品发动机与哈弗品牌发动机比较

发动机	排量	应用品牌	最大马力	最大功率	最大功率转速(rpm)	最大扭矩	最大扭矩转速(rpm)	工信部油耗
4B15	1.5T	哈弗	169	124	5000-5600	285	1400-3000	6.8
4C20B	2.0T	魏	224	165	5500	385	1800-3600	7.1/7.8/7.7
发动机	匹配变速箱	排量(ml)	进气方式	气缸排列形式	气缸数/每缸气门数	配气结构	发动机特有技术	供油方式
4B15	7DCT	1499	涡轮增压	直列	4/4	DOHC	CVVL、垂直喷油嘴、低惯量增压机、缸盖集成排气歧管	缸内直喷
4C20B	7DCT	1967	涡轮增压	L	4/4	DOHC	DVVT、电控涡轮增压器、缸盖集成排气歧管、声学正时链条罩	缸内直喷

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所绘制

➤ 摩卡/玛奇朵/拿铁开启新一代魏品牌周期

魏品牌重新焕新: 将生活融入技术, 咖啡+柠檬打造高端品牌力。全新魏派品牌定位新一代智能汽车, 高等级辅助驾驶+配合全自研混动技术, 品牌焕然一新。**咖啡智能:** 1) 三智融合, 打造以用户为中心的移动智能空间, 感知-数据-HMI-体验。2) 核心配置: 全固态激光雷达, 全球首次搭载 8155 芯片, 率先量产车规级 5G+V2X 车载无线终端, 全球首款横置 9DCT 变速箱/电磁主动悬架。**全新混合: 柠檬混动 DHT+48V 轻混。**搭载

自主研发最新 E20N2.0T 发动机，应用米勒循环、轻量化设计和全新优化燃烧系统等核心专利，全球首款横置 9DCT 湿式双离合变速箱。

新车上市计划及销量目标：根据目前已公布数据，魏品牌已经披露新车型有三款：摩卡/玛奇朵/拿铁，分别为换代 VV7/VV5/VV6。摩卡主打智能科技于 2021 年 4 月上海车展已经上市，玛奇朵主打柠檬混动将于 2021 年 6 月上市，拿铁主打轻混具体上市时间待定。长城自身预计 2021 年 6 月发布魏品牌的轿车计划，且未来还将推出魏品牌 MPV/机甲车型等，实现 15-30 万元价格带全覆盖，目标到 2023 年魏品牌实现 65 万辆销量。


魏品牌用户画像及运营方式：魏品牌未来将会明确自身覆盖一二三线城市 25-35 岁高消费势能人群的用户定位，线上线下营销结合，建立全新经销商网络，并涉及多种店面模式，探索 APP 内部 To C 的销售模式，实现从公域流量到私域流量的转化，从车型开发到最后的不断升级全周期考评，完成用户运营机制的全贯穿。以未来智能服务改变传统服务模式，提供专项定制化服务。利用大数据 AI 技术全方位了解车辆出行保养维修信息，改变以往客户主动寻求服务的模式，转而主动预约为客户提供个性化服务。促进研发、商企、营销三位一体，建立用户中心的共融共生体系，实现对产品的长期运营，形成庞大的用户池

首款车型摩卡分析：

智能驾驶领先+大空间&低价位。全新魏派首款车型摩卡智能驾驶技术领先：1) 六大冗余：实现感知冗余、电源冗余、控制器冗余、架构冗余、制动冗余、转向冗余；2) 智能泊车：实现手势挪车+记忆泊车+遥控泊车+融合泊车；3) 激光雷达：以 1 远程激光雷达+2 中程激光雷达配合，最远探测 250 米，高分辨率；4) 驾驶辅助：配置紧急转向制动 ESS、紧急车道保持 ELK、循迹倒车等；5) NOH 领航辅助：5 毫米波雷达+1 前视摄像头模组，智能探测周边环境，实时监控行车安全。**摩卡空间及价位优势明显。**1) 相比 VV7，尺寸全面提升，轴距有所缩减，空间利用率降低；动力略微下降，百公里油耗由 7.5L 下降至 7.5L；摩卡相比 VV7 多配置激光雷达、NOH(高速自动领航辅助驾驶)等功能。2) 相比比亚迪唐 DM，空间利用率较唐 DM 高，尺寸略大，整备质量较低，纯电续航较低(电池包更小)，油耗较低。3) 相比领克 01，具备更大车身尺寸。摩卡车型售价 17.98-21.88 万元，后续不断进行 OTA 升级，上市两个月后推出 NOH 高速自动领航辅助功能，实现自主上下匝道；11 月推出搭载 3 个激光雷达的顶配车型，实现高速公路全场景自动驾驶和部分城市道路自动驾驶，达到 L3 级别。

图 34: 魏派摩卡

六大冗余篇:	智能泊车篇:	激光雷达篇:	柠檬DHT篇	驾驶辅助篇:	NOH领航辅助篇:
<ul style="list-style-type: none"> 感知冗余: 8毫米波雷达+7摄像头+3固态激光雷达+12超声波雷达; 电源冗余: 双电, 500微秒内隔离故障 控制器冗余: 20MS切换接管控制车辆 架构冗余: 双通讯架构, 30+传感器 制动冗余: 2套独立的电子制动控制单元 转向冗余 	<ul style="list-style-type: none"> 手势挪车: 手势操作, 控制汽车驶入、驶出 记忆泊车: 50米范围内自主完成低速巡航及泊车入位 遥控泊车: APP控制车辆泊车, 告知完成状态 融合泊车: 自动控制完成转向、换挡、制动操作 	<ul style="list-style-type: none"> 概述: 1远程激光雷达+2中程激光雷达, 最远探测250米 高分辨率: 一次脉冲发射256000点, 角分辨率0.05度*0.07度 一眼百米: 130米范围发现路障, 为决策规划争取4s; 激光雷达距离分辨率0.05m 	<ul style="list-style-type: none"> 强动力+低油耗: 2.0 T高效发动机+48V轻混 +9DCT湿式双离合变速箱 双动力架构: HEV动力系统综合效率超50%; PHEV超200公里纯电续航 	<ul style="list-style-type: none"> 紧急转向辅助ESS: 车辆超出安全阈值下系统自动介入 紧急车道保持ELK: 紧急状态车辆自动施加方向修正 循迹倒车: 系统记录50米路线, 自动控制原路退回 	<ul style="list-style-type: none"> 智能探测周边环境: 5毫米波雷达+1前视摄像头模组+mobileye芯片, 高精度地图自动识别 实时监控, 安全行车: DMS系统检测驾驶员或当前运行环境



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所绘制

摩卡 VS VV7: 1) 尺寸全面提升, 轴距有所缩减, 空间利用率降低; 2) 动力略微下降, 百公里油耗由 7.7L 下降至 7.5L; 3) 摩卡相比 VV7 多配置激光雷达、NOH(高速自动领航辅助驾驶)等功能。摩卡 PHEV VS 比亚迪唐 DM: 空间利用率较唐 DM 高, 尺寸略大, 整备质量较低, 纯电续航较低(电池包更小), 油耗较低。售价较低, 月均销量有望超 2000 辆。摩卡 VS 领克 01 (燃油版): 车身尺寸更大, 空间利用率较低。

1.2.3. 坦克: 全新塑造国产豪华越野 SUV 第一品牌

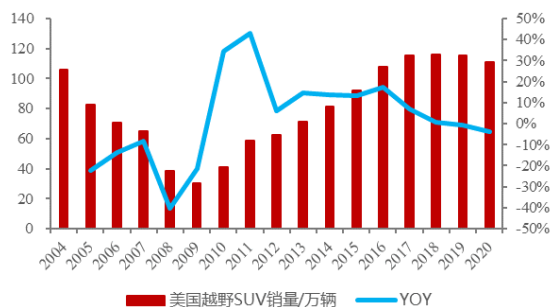
图 35: 坦克品牌详细产品谱系图

品牌	车型品类	具体车型	定价 (指导价/万元)	尺寸	燃料	发动机	变速器	ADAS级别
坦克	坦克300	-	17.58-22	4760*1930*1903/1927	汽油	2.0L	AT自动变速箱	L2.5
	坦克700	-	-	-	-	-	-	-
	坦克800	-	-	-	-	-	-	-

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所绘制

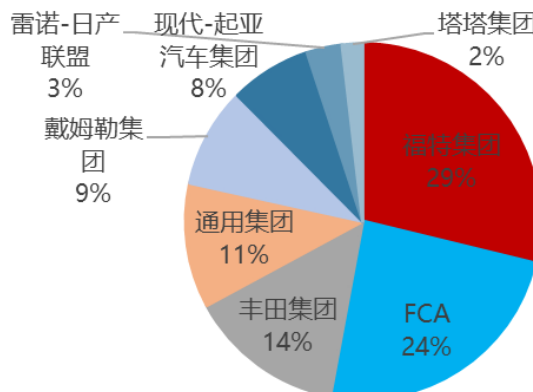
根据 Marklines 数据, 美国市场越野车(承载式底盘&非承载式车身架构)市场销量规模 100-120 万台, 格局相对集中。我们将美国市场主流中大型 SUV 车型根据“是否为承载式底盘+非承载式车身架构 (Body on Frame)”进行筛选, 选出包括 Explorer、Grand Cherokee、4Runner 以及 Expedition 等在内的十余款主流越野车型, 合计年销量在 100-120 万台左右, 在乘用车市场(包含皮卡)总体渗透率在 7%-8%左右。车企维度来看, 美国越野 SUV 市场以福特、FCA 和丰田集团为前三甲, 细分市场销量份额分别为 29%、24%、14%, 其余为美系通用、韩系和欧系等车企占据。细分市场龙头车型为福特探险者以及克莱斯勒大切诺基, 年销量均在 20 万台以上。

图 36: 美国市场越野 SUV 销量变化/万辆



数据来源: marklines, 东吴证券研究所

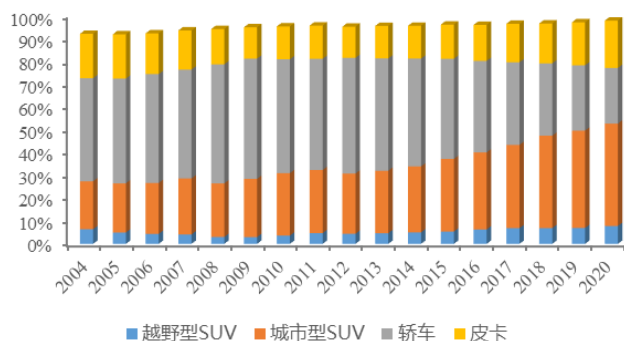
图 37: 销量口径: 2020 年美国市场越野 SUV 车企竞争格局



数据来源: marklines, 东吴证券研究所

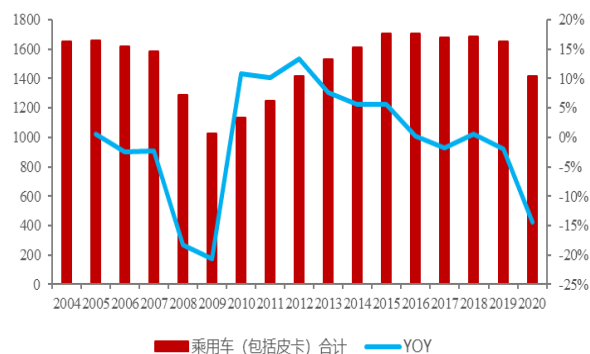
美国市场 SUV 比重逐年增加, 轿车占比降低, 皮卡维稳微增; 城市 SUV 贡献最大增量。乘用车市场 (包含皮卡) 整体来看, 2004 年以来, 美国经历 2008 年金融危机的阵痛后, 基本恢复到危机之前的正常规模, 2010 年以来为 1600-1700 万辆。分车型级别来看, 2004-2012 年 SUV 整体销量份额变化较小, 轿车市场逐步扩大侵占皮卡份额, 核心原因在于 2000 年 911 事件发生后, 环保主义在美国兴起, 消费者认为可以通过减少大中型车型的购买来支持环保事业, 悍马变成美国人毫无节制的浪费的反面典型, 轿车更受当时的消费者偏爱。2012 年起, SUV 尤其是城市 SUV 销量份额迅速扩张, 彼时皮卡市场同时反弹, 双向压缩, 轿车市场份额被迅速侵占, 城市 SUV 以及皮卡成为市场主流; 从消费观念上来看, 美国人民自豪感上升, 对冷战时期军用大尺寸车辆的认同感复苏, 更为重要的是, 金融危机后经济水平的进一步回暖加速了消费观念走向个性化、差异化的发展进程, 实用个性消费崛起。至 2020 年, 全美乘用车市场中轿车仅占 30% 左右的销量份额, SUV 占比超过 50%, 皮卡占比超过 20%。

图 38: 美国城市/越野 SUV/轿车/皮卡占乘用车比例



数据来源: marklines, 东吴证券研究所

图 39: 美国市场乘用车 (包含皮卡) 合计销量/万辆



数据来源: marklines, 东吴证券研究所

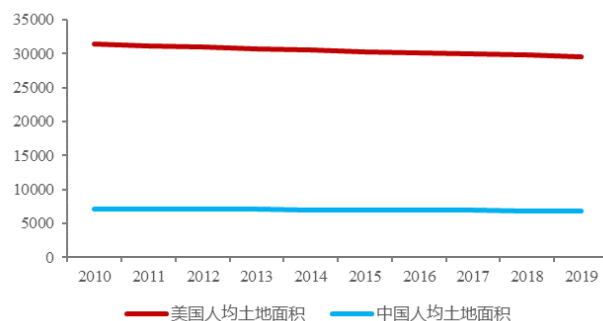
美国市场大型越野 SUV 发展规模较大，核心原因在于吉普 SUV 文化深种+燃油成本低+单人土地面积多+经济水平较高，消费更为个性化等多因素叠加。其一，文化方面，美国 SUV 市场最早起源于二战时期 Jeep 车型，将越野风格深深地赋予美国 SUV；其二，美国市场燃油成本更低，（按照 1 加仑=3.78L，1 美元=6.5 元折算）美国汽油价格稳定在 4.7-4.8 元/L，相比中国 8-9 元/L 的油价，美国市场中大型高油耗越野 SUV 使用成本低 50%。其三，美国地貌广阔，单人平均土地面积接近 3 万平方米，远超中国的不到 7000 平米；城际间交通依靠个人驾驶，并且基础设施建设相对较差，越野型 SUV 地高通过性和对不同路面地强适应性更符合消费者出行的日常使用。其四，美国居民经济水平更高，汽车千人保有量更多，则汽车消费更为理性化，同时个性化消费居多，会更加追求车辆本身地个性和动力；相比之下中国消费者则对空间和家庭实用性以及价格等方面较为敏感。

图 40: 美国市场汽油价格 (元/L)



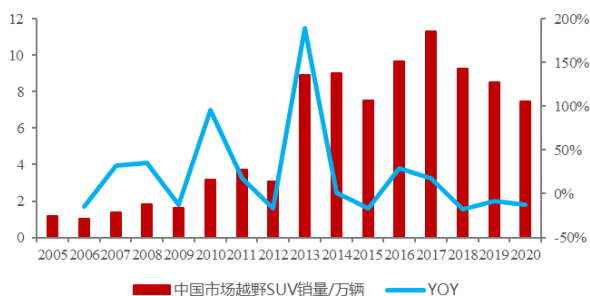
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 41: 美国市场人均土地面积 (平方米/人)



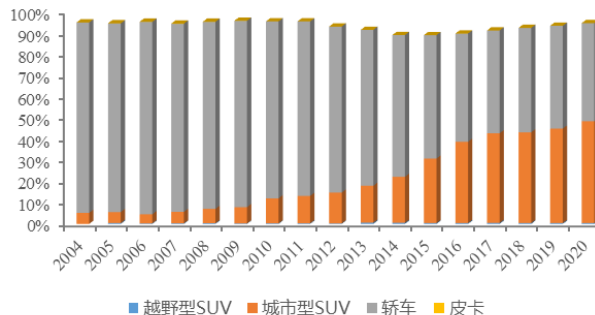
数据来源: marklines, 东吴证券研究所

图 42: 中国市场越野 SUV 销量/万辆



数据来源: marklines, 东吴证券研究所

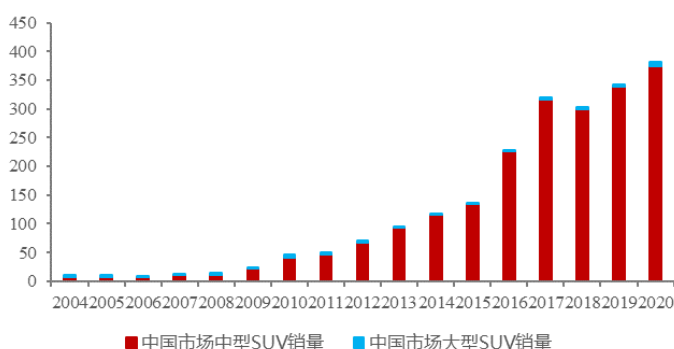
图 43: 中国市场乘用车细分市场结构占比



数据来源: marklines, 东吴证券研究所

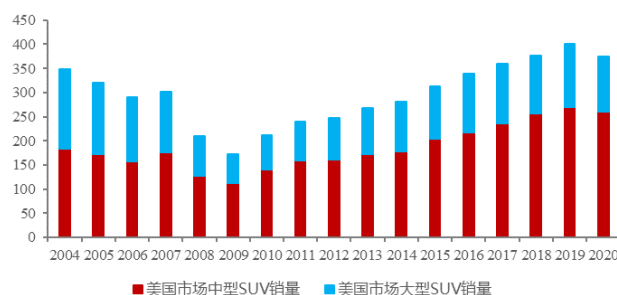
我们对中美两国中大型 SUV 的销量以及细分比例，可以发现：进入成熟期后，两国中大型 SUV（国内市场分级为 B/C 级 SUV，marklines 分级为 D/E 级 SUV）市场总规模差异较小，均为 300-350 万辆，但考虑总体乘用车市场规模，中美销量份额分别为 20%-25%和 25%-30%。中美两国中大型 SUV 市场差异核心体现在中型、大型 SUV 彼此份额占比上，美国占比大致为 1: 2，而国内市场大型 SUV 占比仅为中大型 SUV 市场总量的 2%不到。大型 SUV（越野多集中于该领域）未来提升空间较大。

图 44: 中国市场大型 SUV 销量变化/万辆



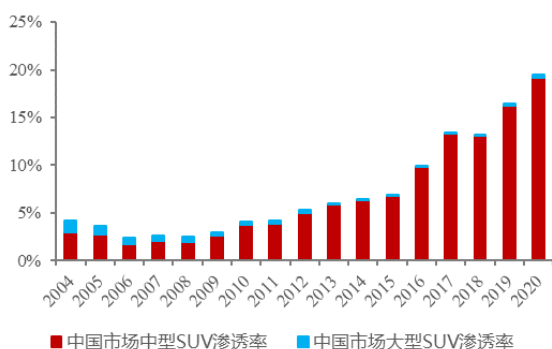
数据来源: marklines, 东吴证券研究所

图 45: 美国市场大型 SUV 销量变化/万辆



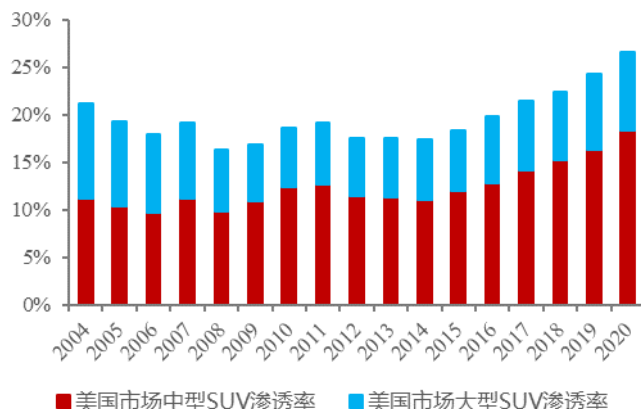
数据来源: marklines, 东吴证券研究所

图 46: 中国市场大型 SUV 销量份额变化



数据来源: marklines, 东吴证券研究所

图 47: 美国市场大型 SUV 销量份额变化



数据来源: marklines, 东吴证券研究所

考虑 1)中美消费习惯观念的差异性,美国消费更加偏爱大尺寸以及运动越野风格;2)中国市场经济消费水平较低,人均 GDP 约为美国的五分之一; 3)中国人均国土面积较少,约为美国的 20%-25%左右; 4)中国市场燃油价格相对更高,比美国市场超出接近 100%。中国市场越野型 SUV 市场销量份额天花板相比美国会更低,我们预计总体渗透

率 3.5%左右，接近美国市场渗透率的一半，考虑中国市场总体规模更大，越野车市场空间约为 90 万辆。

国内市场具体来看，随人均 GDP 逐步提升，与美国差距逐渐缩小，汽车消费作为家用必需品的需求逐步降低，以个性化、潮玩等为代表的消费风气逐渐兴起，自驾游等生活方式的适用人群也在迅速增加。对比中国市场 SUV 比例以及乘用车（包含皮卡）的细分结构来看，中国市场越野 SUV 目前全市场渗透率不足 1%，销量仅有 10 万辆左右，以国产日系+长城汽车+进口越野为主。城市型 SUV 在国内 SUV 市场占据绝对主流地位，销量市占率在 47%-50%左右，轿车市场 2005 年至今份额逐步减少，由 80%下降至现在 46%左右。与美国越野市场发展过程类似，国内市场来看，随经济消费水平逐步提升，个性化崛起的过程催生越野车等中大型 SUV 市场规模的扩大，我们预计未来国内越野 SUV 占乘用车市场比例在 3%-4%左右，市场规模成熟后维持在 90 万辆附近。

长城汽车坦克 300 成功原因：1) 主要价格段位于国内空白细分市场 20-60 万元区间，目前国内销量较好的丰田普拉多等车型价格带相对更高，20-60 万元价格带尚处于空白蓝海细分市场；2) 越野相关非承载式车身设计、差速锁、碰撞安全、驾驶操纵性、通过性等专业技术上长城军积累较深，坦克平台作为专用的承载式底盘生产模块，品牌形象较为牢固。3) **坦克 300 高性能+高性价比+智能化配置完美匹配此类用户需求，开创全新细分市场。**越野性能方面，坦克 300 拥有专业非承载式越野底盘，并搭配分时四驱及差速锁，拥有 33° 接近角、34° 离去角、23.1° 纵向通过角，最小离地间隙 224mm，最大爬坡度可达 70%，同时搭载了蠕行模式、坦克掉头模式、透明底盘、主动稳定杆、电控减震器等软硬件，最大限度保证了其极致的越野性能。**智能化配置方面**，坦克 300 智能驾驶、智能网联、智能越野以及沉浸式科技座舱配置，能够更加适应当下消费者对智能生活及用车体验的追求。**性价比方面**，坦克 300 指导价 17.58-21.38 万元，与传统硬派越野普拉多、牧马人相比定价低约 30 万元。

主打商务豪华的坦克 800 以及主打机甲科技的坦克 700，对标不同越野细分市场，越野城市化趋势明显。坦克 700 及 800 进一步扩充长城碳库频偏产品矩阵，塑造更为强大的越野品牌里。2025 年长城自身预计坦克品牌全球销量 50 万辆，成为全球知名越野品牌。

1.2.4. 皮卡：炮系列叠加风骏持续巩固皮卡市场第一位置

长城汽车皮卡产品矩阵谱系如下：

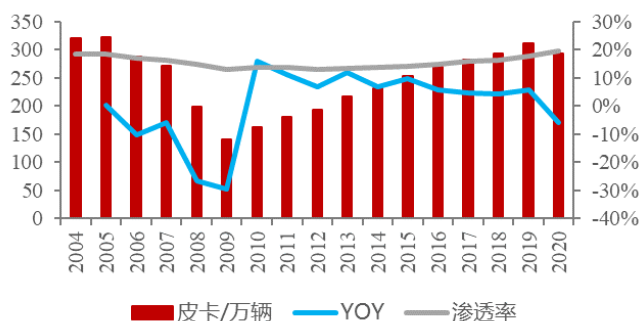
图 48: 皮卡品牌详细产品谱系图

品牌	车型品类	具体车型	定价 (指导价/万元)	尺寸	燃料	发动机	变速器
皮卡	炮	全尺寸皮卡	-	-	-	3.0T	9AT/9HAT
		火炮	17.98	4963*1975*1970	汽油	2.0T	8AT
		旅装炮	26-29	5425*1883*1882	汽油	2.0T	6MT
		商用炮	9.78-12.08	5362/5602*1883*1884	汽油	2.0T	6MT/8AT
			11.78-12.88	5362/5602*1883*1884	柴油		
		越野炮	16.98-20.08	5437*1958*1893/1918	汽油	2.0T	8AT
			15.38-20.78	5437*1958*1893/1918	柴油		6MT/8AT
		乘用炮	12.68-15.98	5410*1934*1886	汽油	2.0T	8AT
			13.38-16.68	5410*1934*1886	柴油		8AT
		黑弹	23-25	5437*2070*1993	汽油	2.0T	8AT
	龙弹	-	-	-	-	-	-
	火弹	-	-	-	-	-	-
	风骏	风骏5	7.98-9.98	5395/5523*1800*1730/1400	柴油	2.0T/2.4L	6MT
			7.68-9.38	5395/5523*1800*1730/1740	汽油		5MT
		风骏7	9.28-12.28	5395/5095*1800*1760/1740	柴油	2.0T	6MT
8.68-11.38			5395/5095*1800*1760/1740	汽油	6MT		
其他	行业用车	风骏7冠军版	13.88	5395*1800*1760	汽油	2.0T	6MT
		房车	26-29	-	-	-	-

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所绘制

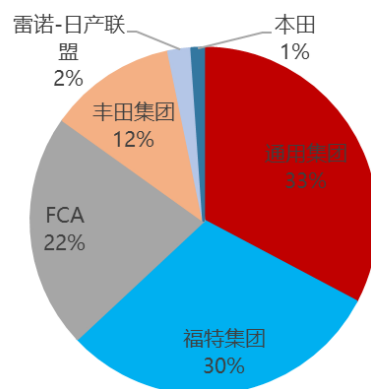
美国皮卡市场发展时间较长, 稳定为 300 万辆左右的市场规模, 占美国乘用车总体比例接近 20%左右, 格局相对集中。根据 marklines 数据, 2008 年经济危机之后, 美国皮卡市场逐步恢复至之前的峰值水平 300 万辆左右, 渗透率接近 20%。格局来看, 皮卡市场以本土品牌通用+福特销量份额最高, FCA 和丰田等次之, 2020 年前四大集团合计销量市占率达 97%, 高度垄断。具体品牌来看, 福特以及通用雪佛兰牢牢占据榜首位置, 二者合计销量市占率接近 60%, Ram 以及丰田次之, 前四大品牌合计销量份额占比超 80%。具体车型来看, 福特 F 系列以及雪佛兰西尔弗拉多占比最高, 2020 年销量份额分别为 27%和 20%, FCA 的 Ram 与通用 GMC 车型细分市场销量市占率分别达到 19%和 9%, CR4 合计 75%, 份额更为集中。

图 49: 美国市场皮卡销量渗透率/万辆



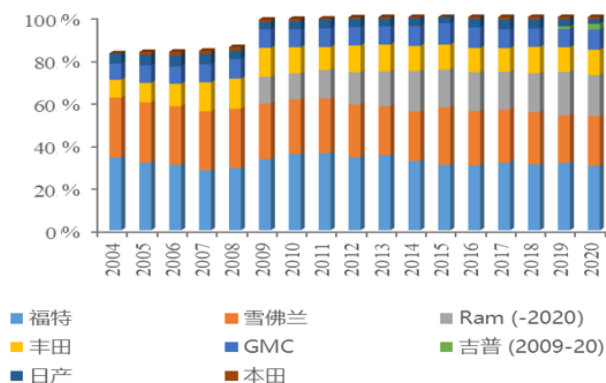
数据来源: marklines, 东吴证券研究所

图 50: 2020 年美国市场皮卡竞争格局



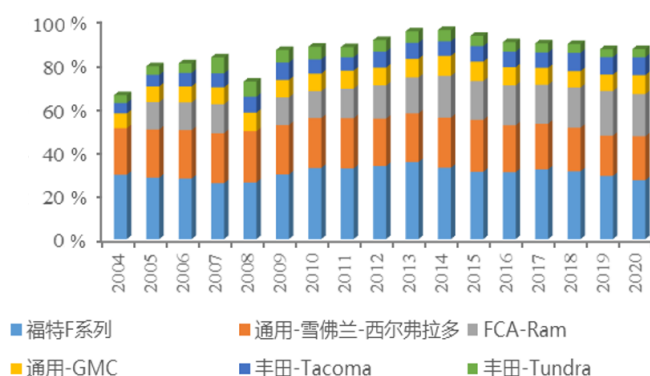
数据来源: marklines, 东吴证券研究所

图 51: 美国市场卡对应主要品牌销量份额变化



数据来源: marklines, 东吴证券研究所

图 52: 美国市场皮卡对应明星车型销量份额

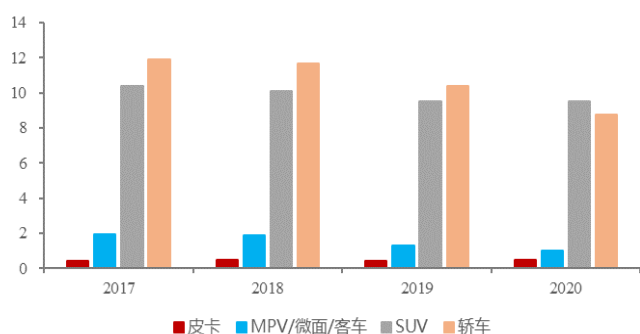


数据来源: marklines, 东吴证券研究所

人力成本高+地域广阔+消费理性化为美国市场高皮卡渗透率的核心原因。如前分析美国市场越野车型, 美国总体人力成本相对更高, 同时人均土地面积更大, 广阔的地域和居住面积使得消费者在日常出行和居家生活时, 汽车扮演的角色更为重要, 不仅是载人, 更多的是载货。因而皮卡在美国有其存在的合理性和必然性。

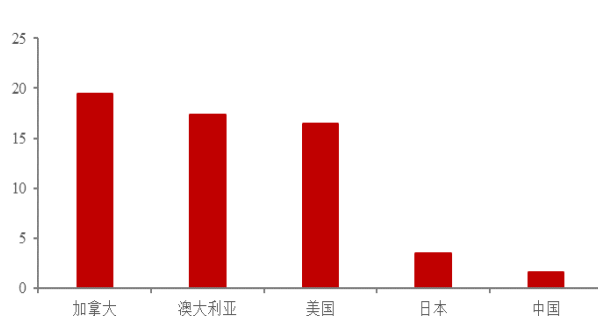
国内皮卡销量逆势增长, 对标国外市场仍然广阔, 空间约为 100 万辆左右。2017 年以来国内车市下行, 除皮卡外主要车型销量均同比下滑, 而皮卡销量逆势增长, 在疫情冲击下 2020 年同比增速仍达到了 8.6%, 实现年销量 49.1 万台。由于政策限制等因素, 国内皮卡渗透率仅为 2%, 远低于全球 6%~7% 的渗透率水平, 对标美国等成熟市场仍有广阔市场空间, 随皮卡进城政策放开以及皮卡乘用化等消费观念转化, 我们最终判断国内市场规模有望增长至年销量 100 万辆左右。

图 53: 2017-2020 国内分车型销量 (百万辆)



数据来源: 中国皮卡网, 东吴证券研究所

图 54: 2018 年主要国家皮卡渗透率对比/%



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

具体来看, 国内皮卡市场主要的发展驱动因素包括:

1) 外生政策催化: 皮卡政策逐步松绑, 扩大需求基本盘。皮卡在我国被归类为轻型货车, 在部分城市限制进入市区, 同时必须在车身喷字、车尾张贴反光条, 影响车辆

的实用性和美观性，此外还存在年检频繁等诸多使用不便，抑制了皮卡的消费需求。2016年起皮卡解禁放宽政策在全国各地区有序开展，目前云南、河北、辽宁、河南、新疆、湖北、吉林、江西、山东、重庆等多个省市地区在限行、贴标等方面放宽了皮卡管制，从政策层面进行引导消费，实质性推动了皮卡需求的增长。

图 55：近期皮卡解禁政策梳理

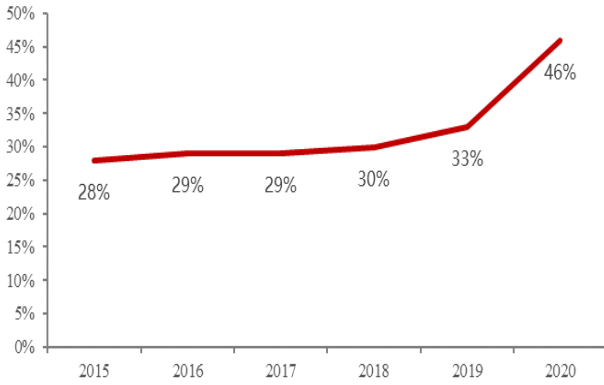
时间	发布单位	相关政策
2020/3/24	商务部、国家发展改革委、国家卫生健康委	三部委联合发布《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》，指出要稳住汽车消费，各地商务主管部门要积极推动出台新车购置补贴、汽车“以旧换新”补贴、 取消皮卡进城限制 、促进二手车便利交易等措施，组织开展汽车促销活动，实施汽车限购措施地区的商务主管部门要积极推动优化汽车限购措施，稳定和扩大汽车消费。
2020/5/27	陕西	陕西省人民政府办公厅关于印发促进市场消费积极应对新冠肺炎疫情影响若干措施的通知，提出在实施国六排放情况下，逐步减少城市车辆限行次数。支持各市（区）对达到国家排放标准、符合相关技术特征的 皮卡车型，适当放宽或全面取消进城限制 。
2020/6/2	山东淄博	山东省淄博市人民政府发布《关于调整货运车辆限行区域的通告》，在轻型货车的限行规定内标注了“多用途货车”除外的字样， 将皮卡排除在限行范围外 。
2020/6/11	湖北	湖北省人民政府办公厅印发《应对疫情影响进一步促进商业消费若干措施》的通知，多渠道推动商业消费提质扩容，并在第三条“提振汽车消费”中提出 “取消皮卡车进城限制” ，再次在全省范围内提出皮卡解禁。
2020/6/12	山东烟台	烟台市公安局交通警察支队发布了《关于解除多用途货车（皮卡车）城市道路限行措施的公告》，决定自2020年6月20日起， 解除多用途货车（皮卡车）城市道路限行措施 。
2020/6/18	内蒙古二连浩特市	6月18日，二连浩特市环保局发布《高污染燃料禁燃区》、《柴油货车禁限行区》等一系列通知， 皮卡车不在禁限范围内 。
2020/7/1	黑龙江哈尔滨市	哈尔滨市公安局出台了《优化城市管理助力经济发展二十三条》，通知中提出 临时取消蓝牌照货车晚高峰通行限制 ，每日9时后可在市区23条全天禁货道路以外的区域通行。
2020/9/28	新疆	新疆维吾尔自治区商务厅、自治区发展改革委等15家部门联合印发《关于进一步促进汽车消费增长若干措施的通知》， 将落实皮卡进城政策 。有通行主城区需求的多用途货车（皮卡车），对登记地在城区的，实施备案通行管理。
2020/12/14	河北唐山	对《唐山市人民政府关于主城区部分道路实施禁止载货汽车通行措施的公告》（唐政通字〔2019〕11号）进行调整。凡禁止小型货车通行的区域、道路， 全部允许车辆的大气污染物排放达到环保部门规定标准的皮卡车通行 。

数据来源：中国皮卡网，政府官网，东吴证券研究所

2) 内生观念转换：满足个性化需求，高端乘用车有望释放消费潜力。皮卡兼具商用车属性和乘用车属性，目前国内需求以商用为主，主要满足工程或货运需求。对标美国皮卡市场发展形态，在使用限制放开前提下，皮卡将从工具型用车逐步发展为满足休闲越野需求的乘用车型。根据中欧协会自主汽车行业分会信息，目前我国消费者对皮卡的认知也在逐步转换为宜家宜越野的多用途车型，皮卡观念的变化将催生旺盛高端乘用车需求。从中国皮卡分价格区间销量变化情况来看，高端皮卡销量占比不断提高，根据乘联会数据，10万元以上区间市场销量份额从2012年10.1%稳步提升至2019年的17.5%，进一步佐证了皮卡高端化乘用车发展趋势。

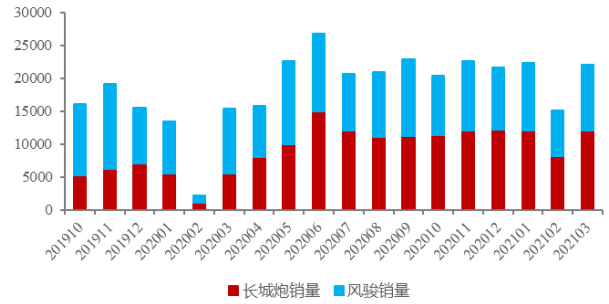
长城汽车为国内皮卡绝对龙头，在行业变革中具有领先优势。1996年长城首次推出迪尔皮卡，历经20余年发展长城不断提高皮卡产品质量与品牌实力，连续23年皮国内销量第一，在品牌力、产品力、渠道等方面均拥有明显的领先优势。目前长城皮卡主要包括主打商用的风骏系列以及主打高端乘用车的炮系列。我们预计在国内皮卡行业逐步向高端化、乘用车趋势发展过程中，皮卡市场尾部厂商将逐步出清，长城将凭借龙头地位和先发优势最大程度上受益于行业东风。

图 56: 长城皮卡销量市占率 (%)



数据来源: 中国皮卡网, 公司公告, 东吴证券研究所

图 57: 长城炮和风骏销量情况 (辆)



数据来源: 长城汽车公司公告, 东吴证券研究所

具体分不同地区市场来看:

1) 海内市场来看, 皮卡乘用化大势下, 长城炮优势明显。炮自 19 年推出起市场反响热烈, 主要优势在于, 1) 在动力系统方面, 炮乘用版搭载型号为 GW4C20B 的 2.0T 涡轮增压发动机(汽油), 匹配采埃孚的 8AT, 实现动力的平稳输出, 发动机的最大扭矩达到 400Nm, 明显领先其他皮卡车型; 2) 在内外饰设计方面, 整体车型张扬且富有个性气息, 前脸配备多孔式进气格栅, 搭配硕大的前包围, 内饰配置采用软性真皮材质覆盖, 搭配四幅式多功能方向盘、9 英寸中控大屏、竖向空调出风口和游艇式档把, 兼具实用性和舒适性。3) 选择空间广阔。长城炮包含汽油机、柴油机、纯电动三种动力形式以及乘用版、商用版、越野版三款车型, 价格区间也相应较宽, 可满足不同消费者用车需求。

2) 海外市场来看, 长城汽车正式进入泰国市场, 皮卡销量有望迈入新台阶。由于皮卡尺寸适中、发动机稳定耐用、整体使用成本低, 同时皮卡消费税低政策倾斜, 皮卡为泰国汽车行业的重要车型, 承担代步出行、货运等多种功能, 根据 Marklines 数据, 2019 年泰国市场皮卡销量 43 万辆, 渗透率达到 40% 以上。同时泰国消费者注重皮卡车型的适用性和经济型, 畅销皮卡车型价位在 13-21 万元之间。长城汽车于 2020 年起布局泰国市场, 收购罗勇工厂并按照长城汽车全球智能整车工厂标准进行改造升级, 满足包括内燃车、插电式混动汽车和纯电动汽车在内的生产需求, 本地化生产将更好地满足当地市场需求, 全品类产品阵营+高性价比产品+高质量服务体系将为长城皮卡打开泰国市场想象空间。

图 58: 泰国皮卡渗透率情况 (%)



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

图 59: 泰国市场皮卡 2014-2020 分车型销量及价格 (辆/万)

厂商	车型	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	价格 (万)
五十铃	D-Max	125559	118708	118331	133794	143226	148236	146412	13.98-21.48
丰田	Hilux	141866	121468	117697	109988	137608	154847	125078	18.6-31.6
福特	Ford Ranger	23651	23662	29516	44533	53267	45755	26512	29.98
三菱	Triton(L200)	32475	24754	22535	32450	39276	36047	26391	13.76-23.12
日产	Frontier(Navara)	15005	19090	16778	20453	23735	25571	15581	13.98-18.79
雪佛兰	Chevrolet Colorado	11300	11280	11744	16950	17621	13875	5697	54.99-59.99
马自达	BT-50	12259	7803	6720	5939	6893	6328	3674	33.1
MG	MG Extender	—	—	—	—	—	56	3541	12.59-17.4
塔塔	Xenon	1347	1155	1058	598	443	489	192	9.78-20.78
北汽福田汽车	Tunkand	—	—	—	—	81	123	72	7.78-19.88
起亚	Kia K Series	292	237	201	—	—	—	—	—
吉普	Wrangler	46	81	8	—	—	—	—	—
铃木	Carry	3766	3043	3043	—	—	—	—	—

数据来源: Marklines, 东吴证券研究所绘制

未来新车规划: “五炮三弹” 长城全尺寸皮卡、火炮、旅装炮、越野炮、乘用车、黑弹、龙弹、火弹组建 “5 炮 3 弹” 陆上最强皮卡矩阵。全尺寸皮卡基于坦克平台打造, 以未来科技+私密空间+智能越野开创休闲旅行皮卡新品类。并推出炮弹仔 IP 形象代言皮卡, 分为以 “量产基型车及特装车” 为核心的炮系列, 和以 “个性化共创改装车” 为核心的弹系列, 定位不同细分市场, 充分挖掘潜在消费。

长城国内市场皮卡销量有望增长至 50 万辆, 海外市场 20 万辆水平。考虑 2025 年, 随国内消费者对皮卡的接受程度更高, 不仅是 10 万元以下低端市场, 10-30 万元中高端皮卡市场逐步开拓, 有望占据国内皮卡市场 50% 左右的销量份额, 并在泰国皮卡市场的开拓初见成效, 海外市场销量进入增长期。

1.2.5. 欧拉: 全新塑造全球最爱女性的电动汽车品牌

图 60: 欧拉品牌详细产品谱系图

欧拉	欧拉白猫	-	7.18-10.68	3625*1660*1530	纯电动	动力电池	固定齿比	L2
	欧拉好猫	-	10.39-16.09	4235*1825*1596	纯电动	动力电池	固定齿比	L2.5
	欧拉黑猫	-	6.98-10.28	3495*1660*1560	纯电动	动力电池	固定齿比	L2
	欧拉闪电猫	-	-	-	-	-	-	-
	欧拉朋克猫	-	-	-	-	-	-	-
	欧拉大猫 (待定)	-	-	-	-	-	-	-

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所绘制

➤ 国内新能源市场需求趋势分析

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。

新能源市场需求趋势性明显：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，我们预计 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%，并且我们预计到 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 万元及 20-30 万元市场渗透率则提升相对较慢。

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 万元以下/10-20 万元/20-30 万元/30 万元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。

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 万元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。

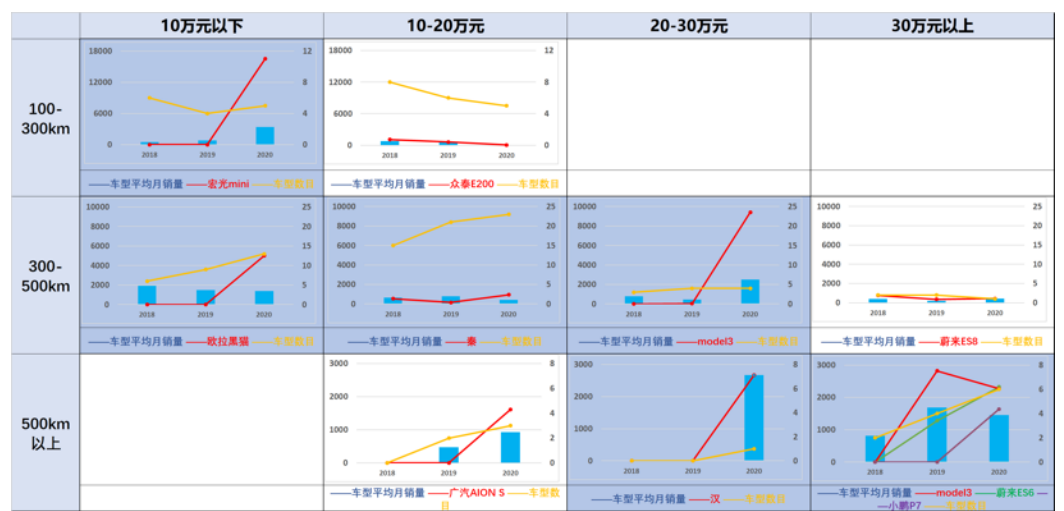
2) 10-20 万元价格带：代表车型——广汽 Aion S、欧拉好猫、特斯拉 Model 2（未上市）。300-500km 细分市场以比亚迪秦/元为主。作为自主品牌新能源汽车龙头企业，比亚迪在 10-20 万元价格带细分市场深耕多年，有着较强的品牌影响力，比亚迪秦也以

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。对 500km 以上续航里程细分市场，我们预计销量爬升较快，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。根据交强险数据，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。我们预计至 2025 年，新能源汽车中 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。

图 61：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

➤ 欧拉核心竞争力分析

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。

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。

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 万元，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，未来销量有望持续突破。

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，未来有望实现销量的迅速提升，站稳 10-15 万元 A 级轿车市场。

思维步步紧化，“白一黑一好”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。

全新闪电猫+朋克猫+大猫（待定）发布，“全球最爱女人”汽车品牌上线。于2021年上海车展发布的欧拉品牌全新电动轿跑，闪电猫具有4s百公里加速、无框车门、隐藏门把手、自动升降尾翼，兼顾颜值和动感，采用高性能无钴电池以及基于柠檬平台最新技术的运动取向调校，重新定义超跑世界。另有集复古美学与前瞻智能为一体，个性化消费产品朋克猫以及全新系列紧凑型电动SUV大猫（名称待定）同时发布，欧拉品牌电动产品矩阵同步丰富。

运营方面，欧拉品牌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；根据汽车之家，截至2019年10月，欧拉外出便捷充电配备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年长城自身预计将实现一级网点建设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。

经我们测算，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销量市占率为 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销量市占率为 16%左右，2025 年达到 59 万辆，年均复合增速 67%。

表3: 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; 销量单位均为万辆)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
20万元以下新能源车	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%
10万元以下			4.41	10.08	15.00	17.00	25.00	30.00
10-20万元			0.20	5.00	15.00	23.00	25.00	35.00
欧拉海外销量/万辆				0.1	1	3	5	10
欧拉总销量/万辆				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

1.2.6. 储备: 高端电动汽车品牌沙龙项目+宝马合资光束项目

与宝马合资“光束汽车”，定位女性用户高端电动市场，打响品牌力。成立于 2018 年，由长城和宝马双方各自持股 50%，投资总额达 51 亿元，董事长和副董事分别由长城汽车、宝马汽车任命。全新品牌由宝马提供技术，长城负责场地、资金及生产。2020 年中光束汽车工厂与张家港开始施工，年标准产能 16 万台，计划在 2022 年建成，首款纯电汽车光束 mini 于 2023 年投产。

纯电+氢燃料电池汽车同步发展，对标 BBA 高端电动品牌沙龙 2022 年量产面世。与光束项目并列，长城沙龙项目是由长城自身主导研发，100%控股，长城汽车数字化执行官李鹏和哈弗品牌总经理文飞先后任哈弗 CEO。沙龙智行被长城汽车方面称为“对未来汽车发展的思考”，是加速企业向全球化科技出行公司转型的重要一环。目前定位为最高端的品牌，其业务模式以高基础、高科技化、高服务能力和服务水平为特征，即产品+服务综合的高端豪华品牌。产品价格价格在 30-50 万元之间。沙龙智行将采用全新运作方式，走氢能和纯电动路线，长城自身计划于 2022 年量产，第一款车型将面向全球市场销售。

1.3. 短期看打赢中国成第一，长期看进军海外新空间

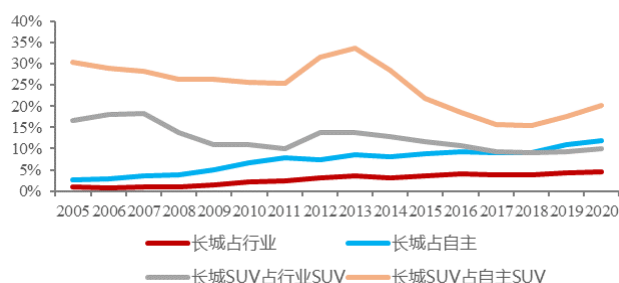
1.3.1. 长城汽车在中国市场的成长空间 2030 年有望突破 300 万辆

自主品牌实现国内市场崛起，长城有望成为自主龙头。国内市场 SUV 的兴起为自主品牌整体销量市占率由 20%-30%上升至 30%-40%提供机遇，新一轮电动智能车行业红利的来临又为自主品牌提供了由 40%上升至 50%甚至更高水平的行业性机遇。其中，长城汽车自身体量处于自主前列水平，电动智能化架构布局从最底层出发，实现核心领

域全自研，掌握核心竞争力，冲击自主龙头的机率最大。长期维度自主品牌国内销量市占率有望达到 50% 以上的水平（1300-1500 万年销量），长城实现自主品牌内接近 25% 的市场份额，即国内市场销量突破 300 万辆的水平。

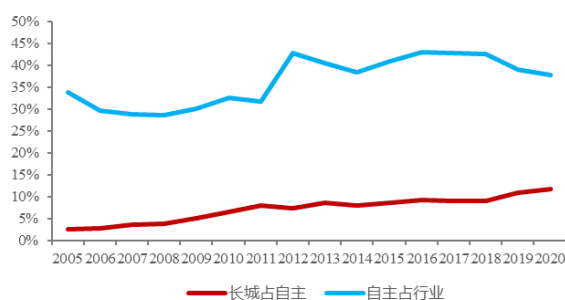
借助 SUV 发展红利以及自身技术实力和品牌形象不断累积，长城汽车全国销量市占率稳步提升。1) 乘用车全行业来看，长城发展稳健。2005 年至今，长城汽车从不到 1% 的行业销量市占率逐步提升至行业 5%。2) 自主品牌内部来看，长城崛起迅速。凭借 2011-2013 年国内首轮 SUV 发展红利，长城推出爆款车型哈弗 H6，长期持续占据国内 SUV 市场销量榜首位置，品牌力坚挺，迅速跻身自主前列水平。

图 62：长城乘用车以及 SUV 占行业以及自主比例变化



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 63：长城占自主比例以及自主占行业比例变化



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

我们对长城汽车未来国内市场销量成长空间测算，

行业端总体核心假设如下：1) 全国乘用车销量总体保持低速增长；2) 新能源总体市场渗透率 2025/2030 年分别达到 20%/50%；3) 燃油车领域自主市占率稳步提升：由 2020 年 35% 提升至 2030 年的 43% 左右，电动车领域自主品牌渗透率由高点逐渐下降，2030 年下降至 60% 左右。

分长城汽车各品牌核心假设如下：1) 燃油 SUV 占燃油总体比例由 2020 年的 45% 缓慢提升至 2030 年的 50%。2) 考虑哈弗品牌集中于 15 万元以下价格带，15 万元以下 SUV 销量占燃油 SUV 总体比例由 2020 年 55% 下降至 45%，短期来看绝对销量小幅增长，长期逐步萎缩；该细分市场哈弗品牌销量市占率逐步提升，市场出清，由 2020 年 15% 提升至 2030 年 18%。3) 长城魏品牌 SUV、坦克品牌分别对表 15 万元以上燃油城市型以及越野型 SUV 市场，越野 SUV 占比由 2020 年 2% 提升至 2030 年 25%；魏品牌占 15 万元以上城市型 SUV 比例由 2020 年 2% 提升至 2030 年 10%；坦克品牌占 15 万元以上越野型 SUV 比例由 2021 年（截至 4 月）的 80% 逐步稳定至 40%。（新兴细分市场规模高速扩张，新进入者增加）。4) 燃油车市场轿车以及 MPV 销量市占率分别由 2020 年的 42%/13% 变化为 2030 年的 35%/15%，自主品牌燃油轿车销量市占率稳步提升，2030 年达到 30% 左右。轿车/MPV 领域长城魏品牌分别在 2022/2023 年进入放量期，细

分市场销量市占率至 2030 年提升至 8%/5%。5) 新能源领域, 自主品牌销量市占率 2030 年稳定在 60% 左右, 其中, 20 万元以下市场新能源市场销量比例由 2020 年 52% 缓慢提升至 2030 年 60%, 细分市场欧拉品牌销量份额由 13% 提升至 15%。6) 20 万元以上新能源市场长城沙龙以及光束品牌电动车销量市占率 2030 年达到 10%/3% 左右。7) 皮卡市场, 随政策放开+消费升级, 销量逐步增加, 长城皮卡销量市占率稳定为 40% 全市场第一水平。

表4: 长城汽车国内市场空间假设以及展望 (蓝色字体为核心假设, 销量单位均为万辆)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2025E	2030E
1. 全国乘用车销量	2369.87	2120.97	1983.85	2110.00	2250.00	2350.00	2528.00	2791.12
YOY		-10.50%	-6.47%	6.36%	6.64%	4.44%	3.72%	2.00%
自主品牌销量	1010.00	827.84	749.94	834.93	926.10	1008.15	1167.94	1437.42
		-18.04%	-9.41%	11.33%	10.92%	8.86%	7.63%	4.24%
自主市占率	42.62%	39.03%	37.80%	39.57%	41.16%	42.90%	46.20%	51.50%
1.1 燃油车销量	2273.45	2028.59	1869.89	1888.45	1980.00	1997.50	2022.40	1395.56
YOY		-10.77%	-7.82%	0.99%	4.85%	0.88%	0.62%	-7.15%
占比	95.93%	95.64%	94.26%	89.50%	88.00%	85.00%	80.00%	50.00%
自主品牌销量	923.08	752.64	667.69	679.84	742.50	779.03	849.41	600.09
市占率	40.60%	37.10%	35.71%	36.00%	37.50%	39.00%	42.00%	43.00%
1.2 新能源销量	96.43	92.38	113.96	221.55	270.00	352.50	505.60	1395.56
YOY		-4.19%	23.36%	94.41%	21.87%	30.56%	19.76%	22.51%
占比	4.07%	4.36%	5.74%	10.50%	12.00%	15.00%	20.00%	50.00%
自主品牌销量	86.92	75.20	82.25	155.09	183.60	229.13	318.53	837.33
市占率	90.14%	81.40%	72.17%	70.00%	68.00%	65.00%	63.00%	60.00%
2. 燃油车SUV销量	855.53	864.59	840.41	887.57	950.40	958.80	990.98	697.78
YOY		1.06%	-2.80%	5.61%	7.08%	0.88%	1.66%	-6.78%
占比/燃油车	37.63%	42.62%	44.94%	47.00%	48.00%	48.00%	49.00%	50.00%
2.1 15万以下SUV销量	520.76	502.79	459.77	470.41	494.21	488.99	495.49	314.00
占比	60.87%	58.15%	54.71%	53.00%	52.00%	51.00%	50.00%	45.00%
2.1.1 哈弗SUV销量	76.22	78.36	70.91	75.27	84.02	83.13	89.19	56.52
YOY		2.81%	-9.51%	6.14%	8.24%	-1.06%	3.58%	-8.72%
市占率	14.64%	15.58%	15.42%	16.00%	17.00%	17.00%	18.00%	18.00%
2.2 15万以上SUV销量	334.77	361.80	380.64	417.16	456.19	469.81	495.49	383.78
占比	39.13%	41.85%	45.29%	47.00%	48.00%	49.00%	50.00%	55.00%
2.2.1 城市型SUV销量	325.50	353.26	373.19	404.64	428.82	422.83	421.16	287.83
占比	97.23%	97.64%	98.04%	97.00%	94.00%	90.00%	85.00%	75.00%
魏SUV销量	13.62	10.28	7.99	12.14	25.73	33.83	33.69	28.78
YOY		-24.49%	-22.32%	51.97%	58.96%	31.47%	-0.20%	-3.10%

市占率	4.18%	2.91%	2.14%	3.00%	6.00%	8.00%	8.00%	10.00%	
2.2.2 越野性SUV销量	9.27	8.54	7.45	12.51	27.37	46.98	74.32	95.94	
占比/15万元以上SUV	2.77%	2.36%	1.96%	3.00%	6.00%	10.00%	15.00%	25.00%	
占比/全部SUV	1.08%	0.99%	0.89%	1.41%	2.88%	4.90%	7.50%	13.75%	
坦克SUV销量				10	16.42	23.49	33.45	38.38	
YOY					64.23%	43.04%	19.32%	2.79%	
市占率				79.91%	60.00%	50.00%	45.00%	40.00%	
3. 燃油车轿车销量	996.40	958.23	784.03	755.38	772.20	759.05	748.29	488.45	
YOY		-3.83%	-18.18%	-3.65%	2.23%	-1.70%	-0.71%	-8.18%	
占比/燃油车	43.83%	47.24%	41.93%	40.00%	39.00%	38.00%	37.00%	35.00%	
3.1 自主轿车销量	133.69	146.79	122.44	128.41	142.86	151.81	172.11	146.53	
市占率	13.42%	15.32%	15.62%	17.00%	18.50%	20.00%	23.00%	30.00%	
3.1.1 魏轿车销量					4.29	7.59	8.61	11.72	
市占率					3.00%	5.00%	5.00%	8.00%	
4. 燃油车MPV销量	421.52	205.77	245.46	245.50	257.40	279.65	283.14	209.33	
YOY		-51.18%	19.29%	0.02%	4.85%	8.64%	0.62%	-5.86%	
占比/燃油车	18.54%	10.14%	13.13%	13.00%	13.00%	14.00%	14.00%	15.00%	
4.1 魏MPV销量						5.59	8.49	10.47	
市占率						2.00%	3.00%	5.00%	
5. 自主新能源销量	86.92	75.20	82.25	155.09	183.60	229.13	318.53	837.33	
自主占比	90.14%	81.40%	72.17%	70.00%	68.00%	65.00%	63.00%	60.00%	
5.1 20万元以下新能源销量	79.33	63.10	43.15	82.20	99.14	126.02	184.75	502.40	
占比	91.27%	83.92%	52.46%	53.00%	54.00%	55.00%	58.00%	60.00%	
5.1.1 欧拉销量	0.35	3.89	5.63	11.51	14.87	20.16	31.41	75.36	
市占率	0.44%	6.16%	13.04%	14.00%	15.00%	16.00%	17.00%	15.00%	
5.2 20万元以上新能源销量	1.03	5.80	11.68	72.89	84.46	103.11	133.78	334.93	
占比	1.18%	7.71%	14.20%	47.00%	46.00%	45.00%	42.00%	40.00%	
5.2.1 沙龙项目					3	6.2	10.7	33.5	
YOY						106.21%	31.53%	25.63%	
市占率						3.55%	6.00%	8.00%	10.00%
5.2.2 光束项目					0.8	2.1	4.0	10.0	
YOY						144.17%	39.51%	20.15%	
市占率						1.00%	2.00%	3.00%	3.00%
6. 全国皮卡销量	47.5	45.2	49.1	56.47	67.76	81.31	97.57	100.50	
YOY		-4.84%	8.63%	15.00%	20.00%	20.00%	20.00%	3.00%	

6.1 长城皮卡销量	13.8	15	23	24.28	28.46	32.52	39.03	40.20
YOY		10.10%	48.09%	7.91%	17.21%	14.29%	9.54%	0.59%
市占率	29.05%	33.61%	45.83%	43%	42%	40%	40%	40%

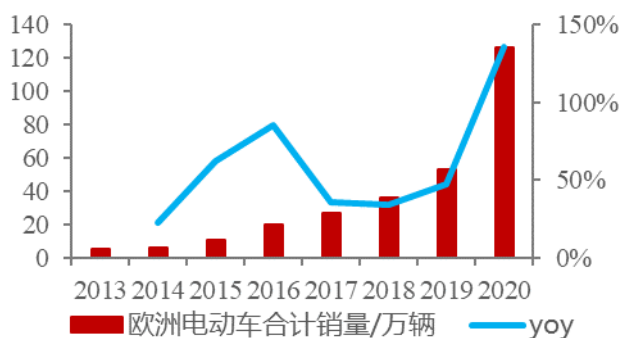
数据来源：乘联会，交强险，东吴证券研究所测算

1.3.2. 长城汽车海外市场的成长空间 2030 年有望达到 100 万辆

海外市场为自主品牌尤其长城汽车崛起重要阵地。

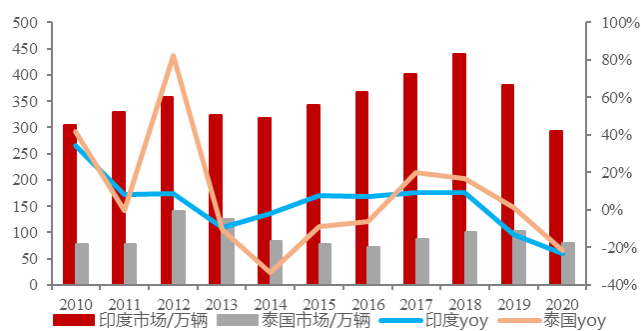
自主品牌海外路径发展规划，由简入难：东南亚——欧洲——美国——日韩。比较全球几大核心汽车消费地，彼此间发展阶段和格局稳定性均有较大差异。1) 日韩市场：自供为主，国内基本封闭。20 世纪美系福特、通用等对日韩市场的进军均以失败告终，以日系丰田/本田/日产/马自达/铃木以及韩系现代等为代表的众多国际化车企对日韩国国内市场有较高的覆盖率。2) 美国市场：20 世纪 70 年代之前由福特以及通用占据核心地位，70 年代石油危机的出现以及丰田/本田等日系车企生产方式的变革打破美系垄断美国市场的局面，形成美系/日系基本平分天下的局面。3) 欧洲市场：全球汽车发源地，消费地区较多，单一市场较小十分分散，品牌众多，格局分散，总体来看以德系大众/奔驰/宝马为主，日系/美系均份额有限。但欧洲电动车市场发展较快，本土企业电动化布局相对缓慢，是未来国内自主品牌进军欧洲市场的重要突破口。4) 东南亚市场：地区经济相对稳定，单一市场规模较小，以日系为主导。凭借地域优势有望成为中国车企发力海外市场全球化的重要突破口。

图 64: 欧洲市场电动车销量增速较快/万辆



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图 65: 泰国&印度销量变化相对稳定/万辆



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

总结来看，未来 5-10 年，对于吉利/长城等自主头部企业而言，海外市场为重要增量市场，打开长期发展空间。中国汽车市场 2005-2010 年为轿车发展期间，2011-2017 年 SUV 发展带动中国汽车总销量和保有量规模迅速提升，国内汽车市场逐步进入稳定期。借鉴海外龙头丰田、大众等的发展经验来看，本国龙头向海外扩张是车企全球化的必由之路。而经济正在迅速腾飞的印度等东南亚以及非洲、南美等地将成为未来的重要

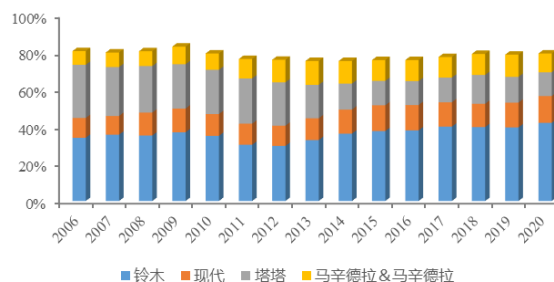
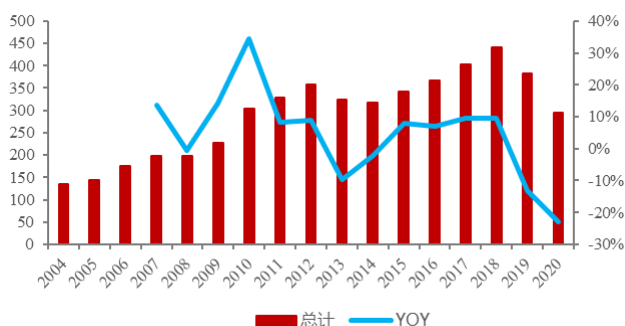
阵地。

➤ 印度：SUV 市场天花板高，长城机会较大。

总体市场来看，2010 年之前市场保持快速增长，2010 年之后增速放缓，2018 年达到峰值水平 440 万辆，其中铃木占据绝对龙头地位，份额超 40%。乘用车占印度市场消费的比例逐年提升，由 2004 年不到 50% 提升至 2020 年 80%。乘用车市场以铃木为龙头，销量市占率接近 50%，龙头集中度较高。

图 66: 印度市场总体汽车销量及增速/万辆

图 67: 销量口径：印度汽车市场格局



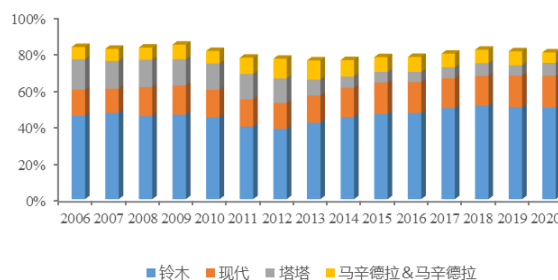
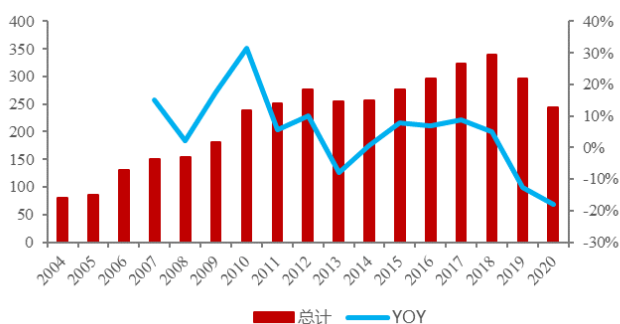
数据来源：Marklines，东吴证券研究所

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

印度市场乘用车占汽车总体的比例相对较高，2005 年以来维持在超过 80% 的水平，其中铃木依然占据龙头地位，销量市占率在 50% 左右较为稳定，现代、印度塔塔、马辛德拉等次之。

图 68: 印度市场总体乘用车销量及增速/万辆

图 69: 销量口径：印度乘用车市场格局



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

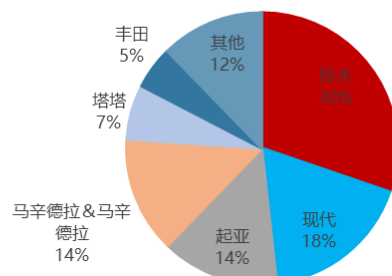
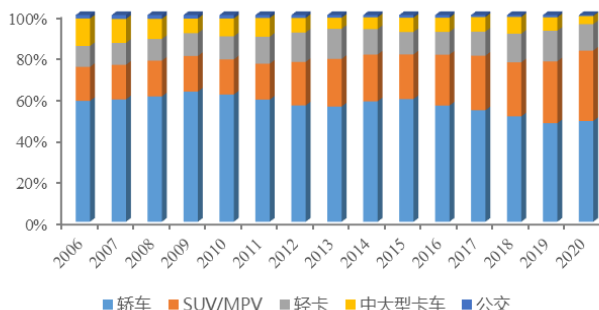
数据来源：Marklines，东吴证券研究所

就车型来看，轿车在印度市场占据主流地位单销量份额逐年下降，销量市占率由超 60% 下降至不到 50%。SUV/MPV 市场逐年兴起，2020 年上升至超 30% 的水平，蓝海市场潜力较大，有望复制中国 2010-2016 年 SUV 市场兴起带动乘用车市场迅速增长的发

展路径。格局来看，2020年数据，印度市场SUV/MPV格局分散，铃木/现代/起亚/马辛德拉份额分别为30%/18%/14%/14%，尚未形成垄断式的品牌力，格局变化的机会更大。

图 70：印度市场分车型市场销量份额变化

图 71：2020年印度SUV/MPV市场各车企销量份额



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

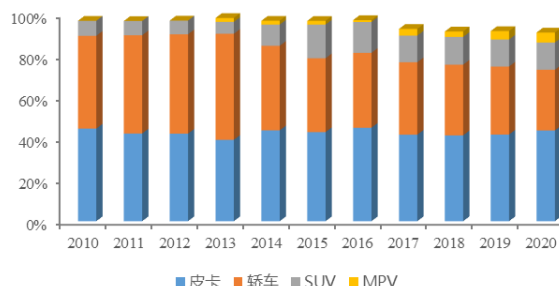
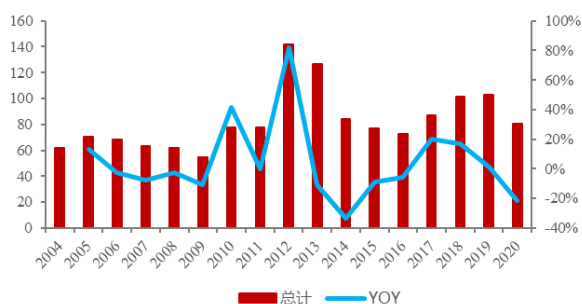
数据来源：Marklines，东吴证券研究所

➤ 泰国：皮卡占据主要地位，长城竞争力较强

总体市场规模较小，皮卡占据最大销量份额，乘用车占比较低。泰国市场汽车年销量稳定于100万台左右，2012年达到峰值140万台其后迅速下滑。格局来看，日系车企占据垄断地位，以丰田+五十铃为首，CR2合计超50%。乘用车市场格局与汽车市场总体较为类似，丰田与五十铃占据首位。分车型来看，由于地域和居民生活习惯因素，乘用车占比相对较低，2012年之后保持相对稳定在50%并缓慢下滑，皮卡占比奇高，超40%。轿车占比逐年下降，2020年占比不足30%。皮卡市场来看，五十铃与丰田份额接近，而这合计占比接近80%，二者分别以D-MAX和Hilux单品占据主要地位。

图 72：泰国市场总销量及增速变化/万辆

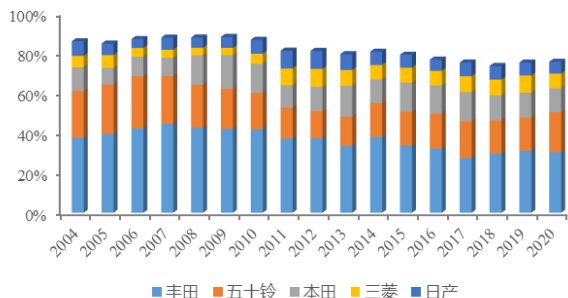
图 73：泰国市场各类型车辆销量份额占比变化



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

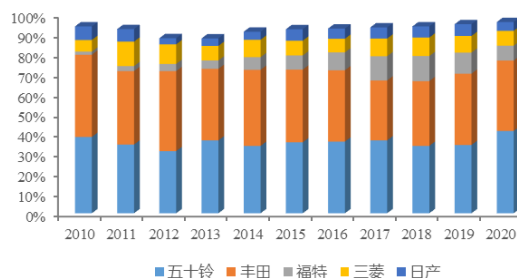
数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图 74: 泰国汽车市场各车企销量份额



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

图 75: 泰国皮卡市场各车企销量份额



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

比较长城皮卡炮与 D-MAX 和 Hilux 性能, 长城炮动力、智能配置、空间等全面占据优势地位, 性价比更高, 未来有望助力长城皮卡海外市场销量持续提升。

图 76: 长城皮卡炮与丰田/五十铃泰国市场热销皮卡对比

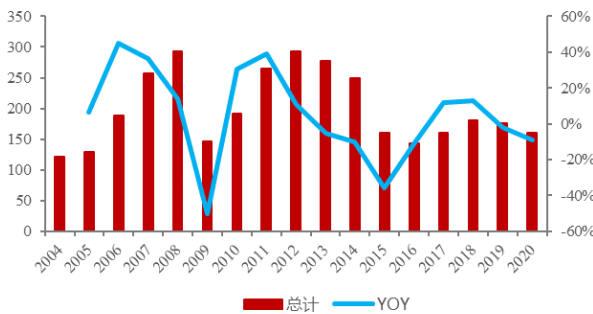
	炮	D-MAX	Toyota Hilux E
厂商指导价(元)	16.68万	13.48万	18.6万
厂商	长城汽车	江西五十铃	丰田
能源类型	柴油/汽油	柴油	柴油
最大功率(kW)	120	120	110
最大扭矩(Nm)	400	360	400
发动机	2.0T 163马力L4	1.9T 163马力 L4	2GD-FTV 2.4L柴油发动机
变速箱类型	8档自动	6档自动	6档手动
长*宽*高(mm)	5410*1934*1886	5295*1860*1830	5330*1855*1810
0-100km/h加速 (s)	8.6	10.59	13.2
油耗(L/100km)	8	9.4	8.1
轴距(mm)	3230	3095	3085
排量(mL)	1996	1899	1170
最大功率(kW)	120	120	110
最大扭矩(Nm)	400	360	400
并线辅助	■	-	-
前/后驻车雷达	前■/后■	前-/后■	-
驾驶辅助影像	■360度全景影像	-	-
巡航系统	■自适应巡航	-	-
自动驻车	■	-	-
上坡辅助	■	■	-
陡坡缓降	■	■	-
中央差速器锁止功能	■	-	-
限滑差速器/差速锁	■后桥差速锁	-	-
天窗类型	■电动天窗	-	-
轮圈材质	■铝合金	■铝合金	-
发动机电子防盗	■	-	-
车内中控锁	■	■	-
钥匙类型	■遥控钥匙	■遥控钥匙	-
无钥匙启动系统	■	-	-
无钥匙进入功能	■前排	-	-
车侧脚踏板	■	-	-
行车电脑显示屏	■彩色	■单色	-
全液晶仪表盘	■	-	-
中控彩色液晶屏幕	■触控液晶屏	-	-
GPS导航系统	■	-	-
道路救援呼叫	■	-	-
蓝牙/车载电话	■	-	-

数据来源: 汽车之家, 丰田官网, 五十铃官网, 东吴证券研究所

➤ 俄罗斯：汽车市场总体及 SUV 细分市场均属于蓝海

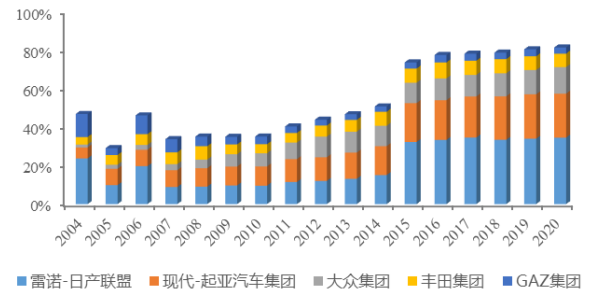
俄罗斯市场总体规模较大，2008 年之前达到峰值水平接近 300 万辆的水平，其后国际金融危机/天然气价格下跌/经济制裁等环境下俄罗斯国内经济水平迅速下滑，汽车销量规模萎缩 100+万辆至 150-200 万辆左右。格局方面，俄罗斯汽车市场品牌格局较为分散，本土品牌 LADA 销量份额接近 20%，韩系起亚+现代合计占比超 20%，雷诺/大众/斯柯达占比分别为 8%/7%/6%。整车制造商来看，2020 年，雷诺/日产（收购本土第一大品牌 LADA 一跃成为首位）+现代/起亚+大众+丰田+GAZ 合计占比超 80%。车型种类来看，俄罗斯市场集中于轿车+轻卡，轿车占比超 90%。其余 SUV、皮卡等布局较少，处于新兴蓝海市场。

图 77：俄罗斯市场总销量及增速变化/万辆



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图 78：俄罗斯市场各车企销量份额占比变化



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

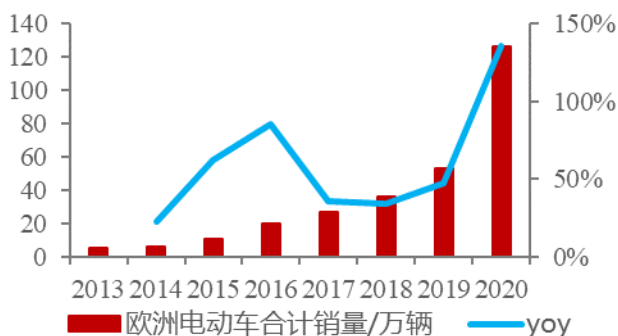
SUV 新兴蓝海市场，在俄本土品牌较弱，长城哈弗 F 系/H 系有望打开在俄中低端 SUV 消费市场。考虑未来俄罗斯经济消费逐步恢复到 2013 年左右的峰值水平，汽车市场总体销量也随之逐步恢复至 300 万辆左右，市场规模增量空间高达 100-150 万辆。格局方面，俄罗斯本土强势品牌被收购，目前来看以雷诺-日产联盟销量份额最高超 30%，未来市场高增量背景下，长城品牌以自身强势 SUV 产品为媒介，避开俄罗斯竞争相对激烈的轿车市场，以 F 系/H 系中低端年轻化运动风产品，有望开拓俄罗斯全新细分市场。

➤ 欧洲：2020 年市场规模 (EV+PHEV) 126 万辆，格局整体较为分散，进入快速提升通道。

欧洲电动车市场起步较早，2020 年增速加快，相比 2019 年增速超 130%。渗透率来看，电动车渗透率由 5% 左右上升至 16%，碳排放积分压力下，各车企加快电动车推出节奏，疫情冲击不改电动车发展大势。未来，随欧洲电动车供应链逐渐成熟，车企全新电动车型推出逐步步入正规，智能化自动驾驶、智能座舱等新功能更为电动车增加更多卖点，欧洲电动车市场将迎来黄金发展红利期。2021 年全年我们预计欧洲电动车 (含 EV

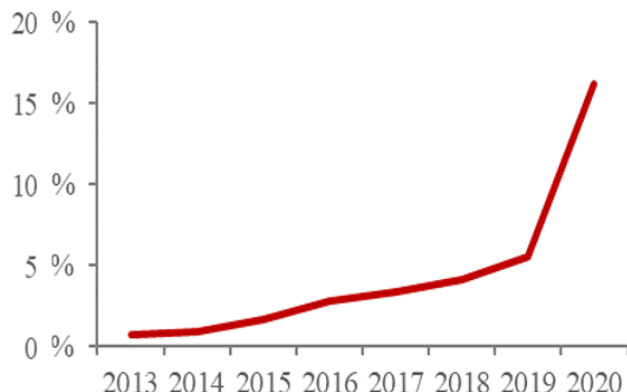
及 PHEV) 销量突破 200 万辆, 渗透率达到 20% 的水平。

图 79: 欧洲电动车市场总量 (EV+PHEV) / 万辆



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

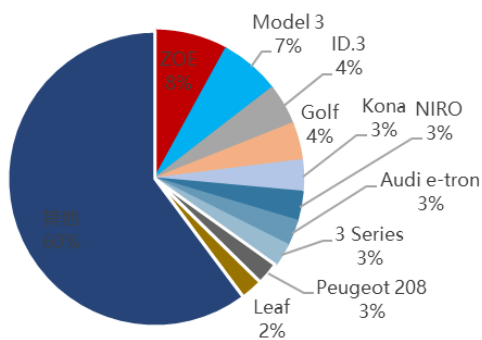
图 80: 欧洲电动车总体渗透率



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

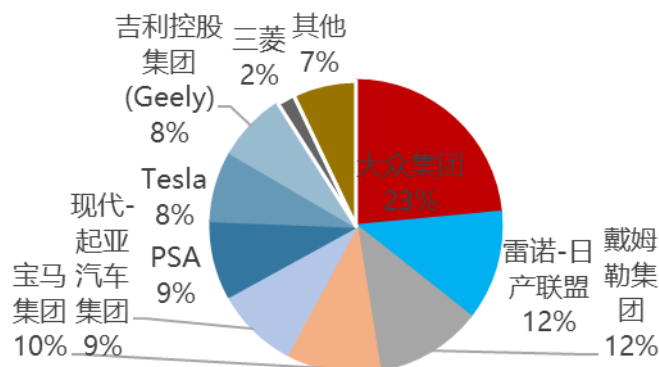
格局方面, 1) 分车型来看, 欧洲电动车市场以雷诺 ZOE+特斯拉 Model3+大众 ID.3 分列前三, 销量市占率分别为 20%、17%、11%, 其后, 高尔夫、Kona、NIRO、奥迪 e-tron 以及宝马 3 系等车型销量份额差距均较小, 前十大车型合计销量市占率仅为 39.79%, 整体格局较为分散。2) 分车企来看, 以大众集团、雷诺-日产联盟和戴姆勒等欧系强势车企位居前三, 销量市占率分别为 25%、13%、13%, 特斯拉以 9% 的销量市占率位居第七。前十大车企合计销量市占率 93%。

图 81: 销量口径: 欧洲电动车 2020 年车型份额



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

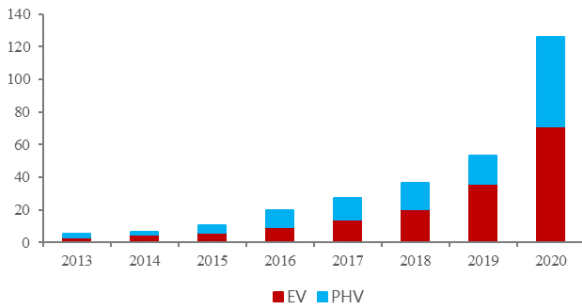
图 82: 销量口径: 欧洲电动车 2020 年车企格局份额



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

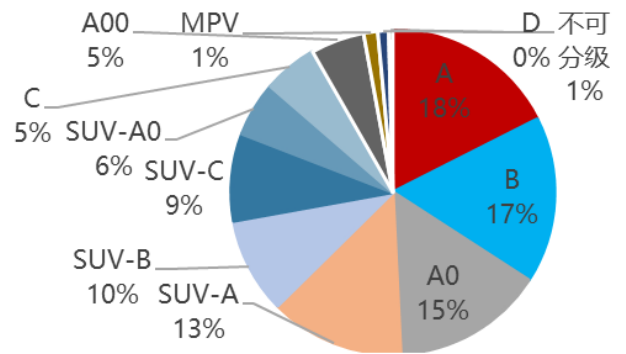
欧洲电动车市场广阔, 插混车型占比超过 40%, A 级以下小车占比更高。规模快速增长的同时, 欧洲电动车细分市场格局特点也较为明晰: 1) 插混占比较高。2020 年插电混动占新能源车型总比例达到 43%, 远超国内, 核心原因为欧洲政府对插混车型补助额度超过国内同期, 但长期发展来看, 市场化趋势下纯电车型才是未来主流技术方向, 相比下欧洲仍然有较大的提升空间。2) A 级以下车型占比较高, 根据国内市场同级别车型分类, 欧洲市场 A 级、A0 级和 A00 级轿车和 SUV 合计占比达 57%, 与燃油车市场类似, 因路况和居民出行习惯等原因, 欧洲小尺寸车型销量占据较大比例。

图 83: 欧洲电动车 2020 年车型销量/万辆



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

图 84: 销量口径: 欧洲电动车 2020 年车企格局



数据来源: Marklines, 东吴证券研究所

2021 年 200 万销量大背景下, 2025 年欧洲市场电动车销量规模有望突破 500 万辆, 大增量孕育更大变局, 长城有望受益。国内市场来看, 长城以较低价格的纯电 A 级轿车欧拉品牌销量排名市场前三, 欧拉品牌定位“全球最爱女性未来有望利用成熟的细分领域产能技术布局进入欧洲市场, 提升自身电动车销量。**其核心竞争力包括:** 1) 小车 (A 级及以下) 市场把握能力较强, 国内女性纯电市场开发路径有望复制至欧洲地区。并且考虑欧洲人口密度以及汽车使用习惯, 小尺寸车型相比大尺寸车型竞争力更强。2) 目前格局相对分散, 大众 ID.4 以及雷诺 ZOE 销量市占率均较低, 定义某一细分市场行业标准的车型尚未出现。借助国内市场领先全球智能化发展水平, 长城欧拉以及未来沙龙高端汽车市场潜力较大。

综合来看长城汽车海外市场销量预测如下:

- 1) 欧洲市场: 假设总体销量长期保持平稳, 欧洲电动车渗透率快速提升, 2030 年提升至 50%。中国车企销量占比由 2020 年 0.7% 提升至 2030 年 15%, 长城于欧洲电动车销量 (光束+沙龙) 2030 年合计达 30 万辆。
- 2) 泰国市场: 假设总体保持低速增长。中国车企销量占比由 2020 年 3% 提升至 2030 年 30%, 长城泰国 (哈弗+皮卡+欧拉) 2030 年销量合计达 30 万辆。
- 3) 印度市场: 假设后续疫情缓解后汽车销量逐步恢复。中国车企销量占比由 2020 年 1% 提升至 2030 年 10%, 长城印度 (哈弗) 2030 年销量合计达 10 万辆。
- 4) 俄罗斯市场: 假设随竞技水平提升, 销量总体缓慢增长。中国车企销量占比由 2020 年 4% 提升至 15%, 长城俄罗斯 (哈弗) 2030 年销量合计达 15 万辆。
- 5) 其他海外: 预计总体保持稳定, 2030 年达 15 万辆左右。

表5: 长城汽车海外市场空间预测/万辆 (蓝色字体为核心假设, 销量单位均为万辆,)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2025E	2030E
欧洲	10	15	20	30	40	50	100	150
泰国	5	10	15	20	25	30	30	30
印度	2	3	4	5	6	7	10	10
俄罗斯	3	4	5	6	7	8	15	15
其他海外	5	5	5	5	5	5	15	15

1. 欧洲乘用车销量	1652.53	1661.24	1277.93	1469.62	1543.10	1,543.10	1,543.10	1,543.10
YOY		0.53%	-23.07%	15.00%	5.00%	0.00%	0.00%	0.00%
1.1 欧洲电动车销量	36.36	53.49	126.16	176.35	231.47	308.62	462.93	771.55
YOY		47.12%	135.83%	39.79%	31.25%	33.33%	22.47%	10.76%
占比	2.20%	3.22%	9.87%	12.00%	15.00%	20.00%	30.00%	50.00%
1.2 中国车企销量	4.97	5.79	8.89	14.70	46.29	77.16	123.45	231.47
市占率	0.30%	0.35%	0.70%	1.00%	3.00%	5.00%	8.00%	15.00%
1.2.1 长城电动车欧洲销量						5	13	30
欧拉						5	10	20
沙龙							3	10
2. 泰国乘用车销量	101.70	102.91	80.44	88.48	92.90	95.69	98.56	101.52
YOY		1.19%	-21.84%	10.00%	5.00%	3.00%	3.00%	3.00%
2.1 中国车企销量	2.09	2.42	2.60	4.42	6.50	9.57	14.78	30.46
市占率	2.06%	2.35%	3.23%	5%	7%	10%	15%	30%
2.1.1 长城泰国销量				1.00	6.00	10.00	18.00	30.00
哈弗				0	3	5	10	15
皮卡				1	2	4	7	10
欧拉					1	1	1	5
3 印度乘用车销量	439.99	381.69	293.83	200.00	210.00	216.30	229.47	266.02
YOY		-13.25%	-23.02%	-31.93%	5.00%	3.00%	3.00%	3.00%
3.1 中国车企销量		1.59	2.82	2.00	4.20	8.65	13.77	26.60
市占率		0.42%	0.96%	1.00%	2.00%	4.00%	6.00%	10.00%
3.1.1 长城印度销量				0	1	3	5	10
哈弗等				0	1	3	5	10
市占率/中国车企				0.0%	23.8%	34.7%	36.3%	37.6%
3 俄罗斯乘用车销量	180.06	175.95	159.88	200.00	206.00	212.18	225.10	260.95
YOY		-2.28%	-9.13%	6.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
3.1 中国车企销量	4.33	4.88	6.52	10.00	12.36	16.97	22.51	39.14
市占率		2.77%	4.08%	5.00%	6.00%	8.00%	10.00%	15.00%
3.1.1 长城俄罗斯销量	0.3	1.2	1.7	3	5	7	10	15
哈弗等	0.3	1.2	1.7	3	5	7	10	15
4. 长城其他海外销量	4.4	5.3	5.3	6	6	6	6	15

数据来源: marklines, 东吴证券研究所

1.3.3. 逆势扩张产能为全球化战略夯实基础

长城汽车已有产能统计约 130 万台, 未来 2-3 年为重要产能爬坡期。根据公司公告,

截至 2020 年，长城汽车在国内保定、徐水、天津、重庆、泰州等地以及海外俄罗斯等地均有产能建设共计 134 万台。未来，长城于国内市场荆门、平湖、张家港等地以及印度和泰国工厂布局电动车、SUV 以及皮卡产能，有望于 2023 年达到接近 200 万台。利用自身明显大单品车型起跑海外市场，有望迅速提升销量规模，提升全球市场知名度，建立强有力的品牌形象。

2. 盈利预测与投资评级

基于以下核心假设，对长城汽车 2021-2023 年盈利进行预测。1) 营收收入同比增速分别为 +41.3%/+31.8%/+15.0%。2) 公司综合毛利率 2021-2023 年假设分别为 17.8%/18.1%/18.6%。3) 管理费用占比 2021-2023 年假设分别为 2.3%/2.0%/2.0%；研发费用占比 2021-2023 年假设分别为 2.5%/2.5%/2.5%；销售费用占比 2021-2023 年分别为 4.0%/4.0%/4.0%。

表6: 长城汽车详细销量预计拆分/万辆

长城汽车销量	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2025E	2030E
总销量/万辆	108.7	114.2	114.0	143.2	195.6	245.6	310.6	405.0
YOY		5.09%	-0.17%	25.58%	30.77%	25.53%	12.46%	5.45%
魏品牌	13.6	10.3	8.0	12.1	30.0	47.0	50.8	51.0
坦克品牌	0.0	0.0	0.0	10.0	16.4	23.5	33.4	38.4
哈弗品牌	79.9	82.9	75.9	84.3	99.0	104.1	120.2	111.5
国内	76.2	78.4	70.9	75.3	84.0	83.1	89.2	56.5
国外	3.7	4.5	5.0	9.0	15.0	21.0	31.0	55.0
皮卡品牌	14.8	17.2	24.5	25.3	30.5	36.5	46.0	50.2
国内	13.8	15.2	22.5	24.3	28.5	32.5	39.0	40.2
国外	1.0	2.0	2.0	1.0	2.0	4.0	7.0	10.0
欧拉品牌	0.4	3.9	5.6	11.5	15.9	26.2	42.4	100.4
国内	0.4	3.9	5.6	11.5	14.9	20.2	31.4	75.4
国外	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	6.0	11.0	25.0
沙龙项目	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	6.2	13.7	43.5
国内	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	6.2	10.7	33.5
国外	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.0	10.0
光束项目	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	2.1	4.0	10.0
国内	100.6	99.9	104.0	133.2	177.6	214.6	258.6	305.0
出口	4.7	6.5	7.0	10.0	18.0	31.0	52.0	100.0

数据来源：乘联会，marklines，东吴证券研究所

我们预计公司 2021-2023 年营业收入 1459.74/1923.79/2212.35 亿元，归属母公司净

利润 85.73/125.76/161.45 亿元，同比+59.9%/+46.7%/+28.4%，对应 EPS 为 0.93/1.37/1.76 元，对应 PE 为 47/32/25 倍。长城汽车 A+H 股五家可比公司估值均值为 45/32/24 倍。鉴于长城未来几大品牌共同放量，我们认为长城应该享受更高估值，维持“买入”评级。

表 7: 长城汽车盈利预测核心变量

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收增速	8.6%	41.3%	31.8%	15.0%
毛利率	17.2%	17.8%	18.1%	18.6%
管理费用占比	2.5%	2.3%	2.0%	2.0%
研发费用占比	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%
销售费用占比	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%

数据来源: wind, 东吴证券研究所测算

表 8: 可比公司 PE 估值 (数据采用 2021 年 6 月 21 日收盘价)

证券代码	公司简称	收盘价	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE/倍		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
000625.SZ	长安汽车	23.63	1,128.41	45.1	58.76	69.55	28.47	21.88	18.46
0175.HK	吉利汽车	25.05	2,041.79	69.89	99.97	140.45	29.22	20.42	14.54
600104.SH	上汽集团	21.26	2,483.90	210.00	231.00	251.00	11.83	10.75	9.90
002594.SZ	比亚迪	242.58	6,167.95	50.78	76.14	107.6	136.68	91.16	64.50
601238.SH	广汽集团	11.90	1,041.95	69.64	89.94	105.6	17.69	13.70	11.67
可比公司算术平均 PE							44.78	31.58	23.81
601633.SH	长城汽车	44.23	3,331.85	85.73	125.76	161.45	47.34	32.27	25.14

数据来源: wind, 东吴证券研究所 (注: 可比公司盈利预测均来自东吴预测。收盘价为当地货币; 市值及归母净利润为人民币, 汇率采用当日中间价, 1 港元=0.83 元)

3. 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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	99,399	97,109	128,676	112,165	营业收入	103,308	145,974	192,379	221,235
现金	14,588	4,825	33,280	13,446	减:营业成本	85,531	119,990	157,558	180,086
应收账款	3,936	6,117	7,146	8,098	营业税金及附加	3,192	4,744	6,733	7,301
存货	7,498	11,771	13,530	15,388	营业费用	4,103	5,839	7,695	8,849
其他流动资产	73,377	74,397	74,720	75,233	管理费用	2,553	3,357	3,848	4,425
非流动资产	54,613	70,629	86,289	95,000	研发费用	3,067	3,649	4,809	5,531
长期股权投资	8,415	14,022	19,704	25,481	财务费用	397	-143	-877	-1,238
固定资产	28,609	37,411	45,906	48,257	资产减值损失	676	508	983	1,116
在建工程	2,936	3,637	4,244	4,258	加:投资净收益	956	329	380	420
无形资产	9,267	10,190	11,080	11,678	其他收益	887	443	512	596
其他非流动资产	5,385	5,370	5,355	5,325	资产处置收益	-9	22	29	21
资产总计	154,011	167,739	214,965	207,165	营业利润	5,752	9,871	14,511	18,466
流动负债	81,166	87,834	125,691	105,565	加:营业外净收支	476	356	350	376
短期借款	7,901	7,901	7,901	7,901	利润总额	6,227	10,226	14,861	18,842
应付账款	49,841	54,078	89,895	69,849	减:所得税费用	865	1,614	2,223	2,628
其他流动负债	23,423	25,854	27,895	27,815	少数股东损益	0	40	62	69
非流动负债	15,504	13,927	12,290	10,053	归属母公司净利润	5,362	8,573	12,576	16,145
长期借款	10,777	9,201	7,564	5,326	EBIT	6,980	10,744	15,045	18,833
其他非流动负债	4,727	4,727	4,727	4,727	EBITDA	11,732	15,794	21,807	27,089
负债合计	96,670	101,761	137,982	115,618	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	40	102	171	每股收益(元)	0.58	0.93	1.37	1.76
归属母公司股东权益	57,342	65,938	76,882	91,377	每股净资产(元)	6.25	7.18	8.38	9.96
负债和股东权益	154,011	167,739	214,965	207,165	发行在外股份(百万股)	9176	9199	9199	9199
					ROIC(%)	11.6%	14.1%	32.3%	24.6%
					ROE(%)	9.4%	13.1%	16.4%	17.7%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	17.2%	17.8%	18.1%	18.6%
经营活动现金流	5,181	10,923	52,699	-745	销售净利率(%)	5.2%	5.9%	6.5%	7.3%
投资活动现金流	-11,588	-20,685	-22,017	-16,496	资产负债率(%)	62.8%	60.7%	64.2%	55.8%
筹资活动现金流	11,368	-2	-2,227	-2,592	收入增长率(%)	8.6%	41.3%	31.8%	15.0%
现金净增加额	4,814	-9,764	28,455	-19,834	净利润增长率(%)	18.4%	60.6%	46.8%	28.3%
折旧和摊销	4,752	5,051	6,762	8,257	P/E	75.68	47.34	32.27	25.14
资本开支	8,062	10,410	9,977	2,934	P/B	7.08	6.16	5.28	4.44
营运资本变动	-4,138	-2,214	34,580	-23,506	EV/EBITDA	35.05	26.65	17.93	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>