

汽车

长城汽车 (601633.SH)

买入

报告原因：深度报告

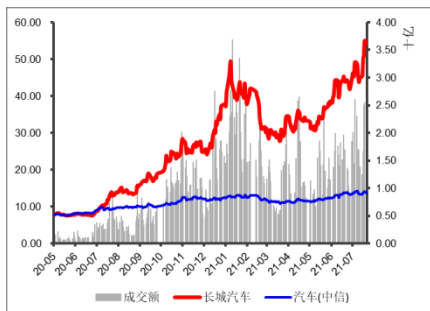
各类风格新车型持续更新，业绩有望向上

维持评级

2021年7月28日

公司研究/深度报告

公司上市以来股价表现



市场数据：2021年7月27日

收盘价(元):	54.43
年内最高/最低(元):	56.00/27.11
流通A股/总股本(亿):	60.78/92.03
流通A股市值(亿):	3308.36
总市值(亿):	3322.05

基础数据：2021年3月31日

基本每股收益(元/股):	0.18
每股净资产(元):	6.16
净资产收益率(%):	2.88

分析师：张 湃

执业登记编码：S0760519110002

电 话：0351-8686797

邮 箱：zhangpai@sxzq.com

分析师：李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电 话：010-83496304

邮 箱：lizhaoqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- 公司深耕整车制造多年，逐步完善产品矩阵。长城汽车旗下整车品牌包括哈弗、WEY、欧拉、坦克和长城皮卡，产品涵盖SUV、轿车、皮卡，盈利能力和营运能力均好于行业平均水平。2021年上半年，公司汽车月销量表现持续领先行业，归母净利润同比预增205.19%。
- 自主品牌SUV龙头，产品线完善扩大竞争优势。SUV是我国乘用车市场主要赛道，行业竞争持续加剧，消费升级趋势显著。长城汽车是国内SUV龙头，近几年在自主品牌SUV中市场份额稳步回升。公司SUV产品空间大、配置丰富、性价比较高，且各车型售价形成了合理的价格梯度，与市场有较好的契合度，产品矩阵较为完善，市场认可度较高，具备较强的竞争优势。同时，公司逐步布局SUV高端市场和差异化市场，进一步吸引年轻消费群体。依托自身较高的价格竞争力、差异化竞争优势和高市场认可度，公司SUV产品市场份额有望提升，并为公司提供稳定增量。
- 皮卡产品成熟，长城炮重塑皮卡形象稳固龙头地位。2016年以来，国内皮卡市场规模有明显扩大趋势，后续随着我国城镇化工作持续开展，叠加皮卡解禁政策逐步落地推进，有望刺激皮卡需求释放，进而拉动皮卡销量提升。长城汽车是国内领先的皮卡车型制造商，2020年国内市场份额超过45%，旗下皮卡产品成熟，价格梯度合理。长城炮系列重塑了皮卡形象，随着消费升级趋势、换车趋势的推进以及皮卡解禁政策的更大范围推广，长城皮卡系列车型有望进一步扩大销量，稳固公司在皮卡市场的竞争地位。
- 全面发力新能源市场，依托差异化竞争优势快速打开市场。长城汽车新能源汽车产品在自主品牌新能源汽车市场中的份额逐步上升，旗下欧拉品牌定位女性市场，个性化、定制化属性较强，细分市场竞争力较强，叠加精准营销，有望带动销量提升。同时，公司持续高研发投入，逐步建立了全球研发和生产体系，并打造了“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”三大技术品牌，形成了以“自动驾驶、智能座舱、高效燃油、新能源”相互融合的技术生态，将有助于进一步提升公司的产品力和品牌形象，而国内新能源汽车逐步替代燃油的基调基本确立，新能源汽车发展空间巨大，随着公司新能源产品线和价格梯度逐步完善，以及研发成果逐步转换，有望助力





公司做大新能源汽车业务，为公司业绩提供增长点。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**公司手握优质品牌，产品口碑较好，开发设计速度较快，价格区间与市场契合度较高，各种风格的新系列车型发布频繁，具备较强的竞争优势。近年来，公司逐步提升品牌形象与产品品质，未来将有较大可能出现爆款；与此同时，公司在 SUV、皮卡市场的龙头地位稳固，有望为公司提供稳定增量，而公司逐步加深在 SUV 高端市场和差异化市场布局，全面发力新能源汽车市场，有望为公司提供业绩增长点，支撑公司估值提升，维持公司“买入”评级。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 1384.32 亿元、1713.79 亿元、2082.25 亿元，每股收益分别为 0.88 元、1.23 元、1.44 元，对应公司 2021 年 7 月 27 日收盘价 52.16 元/股，PE 分别为 58.95 倍、42.25 倍、36.24 倍。

**风险提示：**宏观经济下行；汽车销量不及预期；新产品消费者接受度不高；行业政策大幅调整；芯片短缺问题持续；原材料成本持续加大。

## 目录

1. 深耕整车制造多年，自主品牌 SUV 龙头地位稳固 .....	9
1.1 历经 37 年发展，稳居国内自主品牌 SUV 龙头地位 .....	9
1.2 各业务稳健发展，持续发力新能源汽车与高档 SUV .....	10
2. 行业：汽车市场仍有增长空间，长城汽车布局优质赛道.....	13
2.1 汽车市场仍有增长空间.....	13
2.2 SUV 热度不减，行业竞争持续加剧.....	14
2.3 新能源汽车逐步替代燃油车的基调基本确立，后续增量空间广阔 .....	17
2.3.1 渗透率显著提升，新能源汽车销量屡创新高 .....	17
2.3.2 行业竞争加局，品牌向上成果显著 .....	18
2.3.3 设施完善、政策支持，助力新能源汽车需求释放.....	21
2.3.4 行业预判及市场空间预测.....	23
2.4 皮卡市场稳中有升，后续仍有增长空间 .....	24
2.5 汽车出口有待扩量.....	26
3. 公司：以 SUV 和皮卡为依托，新能源汽车拉动，公司未来可期.....	27
3.1 SUV 份额稳步回升，爆款车型频出.....	27
3.2 新能源汽车份额快速提升，产品线有待完善 .....	34
3.3 皮卡产品成熟，龙头地位稳固 .....	37
3.4 综合竞争优势明显.....	38
3.4.1 二手车保值率较高.....	38
3.4.2 建立全球研发与生产体系.....	40
3.4.3 打造三大先进技术平台，筑成“科技长城” .....	40
4. 财务数据分析 .....	44
5. 投资建议、盈利预测和估值分析 .....	47
5.1 投资建议 .....	47
5.2 估值比较 .....	48
5.3 盈利预测 .....	48

6. 风险提示 ..... 49

## 图表目录

图 1：公司发展历程 ..... 9

图 2：公司股权结构 ..... 9

图 3：长城汽车各业务收入 ..... 10

图 4：长城汽车 2020 年各业务收入占比 ..... 10

图 5：长城汽车各业务毛利率 ..... 10

图 6：长城近几年年销量对比 ..... 11

图 7：公司及行业月销量同比增速对比（%） ..... 11

图 8：哈弗和 WEY 近几年销量 ..... 12

图 9：长城旗下新能源汽车近几年销量 ..... 12

图 10：欧拉品牌近几年销量 ..... 12

图 11：长城汽车皮卡销量 ..... 12

图 12：乘用车和商用车销量（万辆，%） ..... 13

图 13：各级城市汽车销量占比 ..... 14

图 14：SUV 年销量情况（万辆，%） ..... 15

图 15：乘用车市场销售结构 ..... 15

图 16：SUV 车型零售量 ..... 15

图 17：SUV 车型市场份额 ..... 15

图 18：SUV 各级别车型销量 ..... 16

图 19：各级别 SUV 分品牌销量 ..... 16

图 20：SUV 各级别车型分品牌、价格销量气泡图 ..... 16

图 21：国内旅行及自驾游市场规模 .....	16
图 22：新能源汽车年销量情况（万辆，%） .....	17
图 23：新能源汽车月销量情况（万辆，%） .....	17
图 24：新能源汽车保有量情况（万辆，%） .....	18
图 25：新能源汽车分车型销量增量拆分（万辆） .....	18
图 26：纯电动、插混乘用车月销量对比（辆，%） .....	18
图 27：主要国家新能源车年度份额变化 .....	19
图 28：新能源汽车市场份额 .....	19
图 29：新能源汽车各级别车型销量 .....	20
图 30：各级别新能源轿车分品牌销量 .....	20
图 31：各级别新能源 SUV 分品牌销量 .....	20
图 32：新能源轿车各级别车型分品牌、价格销量气泡图（气泡大小代表销量大小） .....	21
图 33：新能源 SUV 各级别车型分品牌、价格销量气泡图（气泡大小代表销量大小） .....	21
图 34：国内新能源汽车充电桩规模 .....	21
图 35：我国汽车销售规模情况及预测（不含燃料电池汽车，万辆） .....	24
图 36：2019 年全球主要经济体皮卡渗透率 .....	25
图 37：自主品牌皮卡国内销量 .....	25
图 38：2020 年皮卡销量相比 2015 年增长倍数 .....	25
图 39：2020 年皮卡各品牌销量份额 .....	25
图 40：发布解禁政策省份一览 .....	25
图 41：汽车进出口数量 .....	26
图 42：汽车进出口金额 .....	26
图 43：平均单车进出口金额 .....	27



图 44：哈弗品牌各车型销量 .....	28
图 45：WEY 品牌各车型销量.....	28
图 46：坦克 300 销量 .....	28
图 47：哈弗品牌部分主要车型 .....	28
图 48：WEY 品牌车型.....	29
图 49：坦克品牌车型 .....	29
图 50：长城汽车 SUV 车型销量及市场份额 .....	30
图 51：长城汽车占自主品牌 SUV 市场份额 .....	30
图 52：长城汽车 SUV 价格区间 .....	30
图 53：部分合资品牌 SUV 价格变化对比 .....	30
图 54：哈弗 H6 历代车型 .....	31
图 55：VV7 和摩卡 .....	32
图 56：坦克 300 限定版车型 .....	32
图 57：欧拉品牌车型销量 .....	34
图 58：长城汽车新能源汽车市场份额 .....	34
图 59：欧拉品牌车型 .....	35
图 60：长城汽车占自主品牌新能源 SUV 市场份额 .....	35
图 61：长城汽车占自主品牌新能源轿车市场份额 .....	35
图 62：长城汽车新能源车型价格区间 .....	36
图 63：欧拉好猫 .....	36
图 64：长城皮卡销量 .....	37
图 65：长城皮卡占自主品牌皮卡市场份额 .....	37
图 66：长城汽车皮卡车型价格区间 .....	37

图 67: 长城皮卡车型 .....	38
图 68: 自主品牌厂商保值率 .....	39
图 69: 自主品牌小型 SUV 保值率 .....	39
图 70: 自主品牌紧凑型 SUV 保值率 .....	39
图 71: 自主品牌中型 SUV 保值率 .....	39
图 72: 自主品牌中大型 SUV 保值率 .....	39
图 73: 长城汽车全球研发与生产体系 .....	40
图 74: 长城汽车技术品牌与技术生态 .....	41
图 75: 长城“柠檬平台” .....	41
图 76: 长城“坦克平台” .....	42
图 77: 长城“咖啡智能平台” .....	43
图 78: 长城汽车主要国际零部件供应商 .....	43
图 79: 公司近年来营收情况（亿元，%） .....	44
图 80: 公司及板块单季度营收同比对比（%） .....	44
图 81: 公司及可比公司营收同比对比（%） .....	44
图 82: 公司及可比公司营收规模对比（亿元） .....	44
图 83: 公司近年来归母净利润情况（亿元，%） .....	45
图 84: 公司及可比公司归母净利润同比对比（%） .....	45
图 85: 公司毛利率/净利率/ROE 表现（%） .....	45
图 86: 可比公司近五年毛利率对比（%） .....	45
图 87: 公司费用率表现（%） .....	46
图 88: 公司及可比公司研发费用对比（亿元） .....	46
图 89: 公司及可比公司净营业周期对比（天） .....	46



图 90：公司及可比公司总资产周转率对比（次） .....	46
表 1：近年来汽车行业部分主要政策梳理 .....	22
表 2：哈弗 H6 与主要竞品对比 .....	33
表 3：WEY 摩卡与主要竞品对比 .....	33
表 4：可比公司估值比较 .....	48
表 5：公司重要财务指标盈利预测（百万元） .....	48

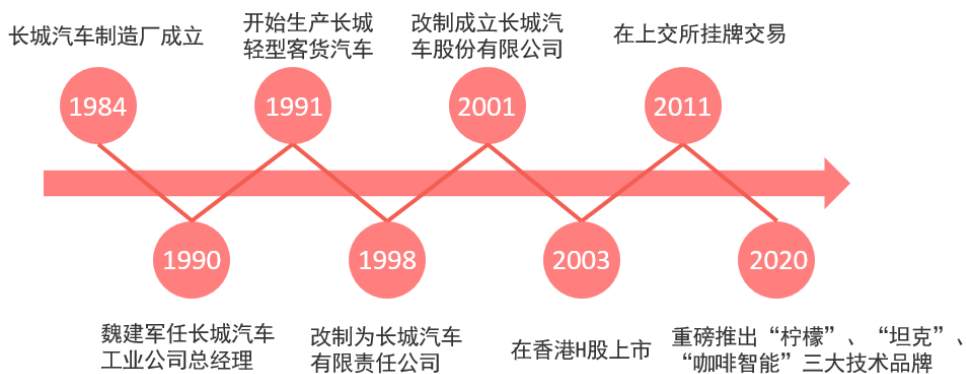


# 1. 深耕整车制造多年，自主品牌 SUV 龙头地位稳固

## 1.1 历经 37 年发展，稳居国内自主品牌 SUV 龙头地位

37 年成长，长城汽车已是国内 SUV 龙头企业。长城汽车股份有限公司（后称“长城汽车”或“公司”）是中国 SUV 及新能源汽车制造品牌，成立于 1984 年，总部位于河北省保定市，于 2003 年、2011 年分别在香港 H 股和国内 A 股上市。公司旗下拥有哈弗、WEY、欧拉、坦克和长城皮卡五个整车品牌，产品涵盖 SUV、轿车、皮卡三大品类，具备发动机、变速器等核心零部件的自主配套能力，下属控股子公司 80 余家。

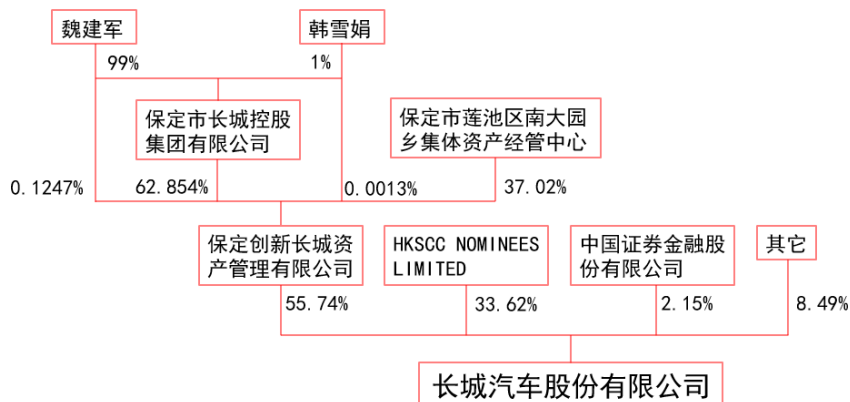
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，山西证券研究所

民营企业，股权集中度较高。长城汽车股份有限公司是民营股份有限公司，实际控制人为魏建军先生。魏建军先生实际控制的保定创新长城资产管理有限公司拥有长城汽车股份有限公司 55.74% 的股份，具有对公司的控制权。长城汽车股份有限公司的股权结构有利于提高企业决策效率和促进企业经营。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

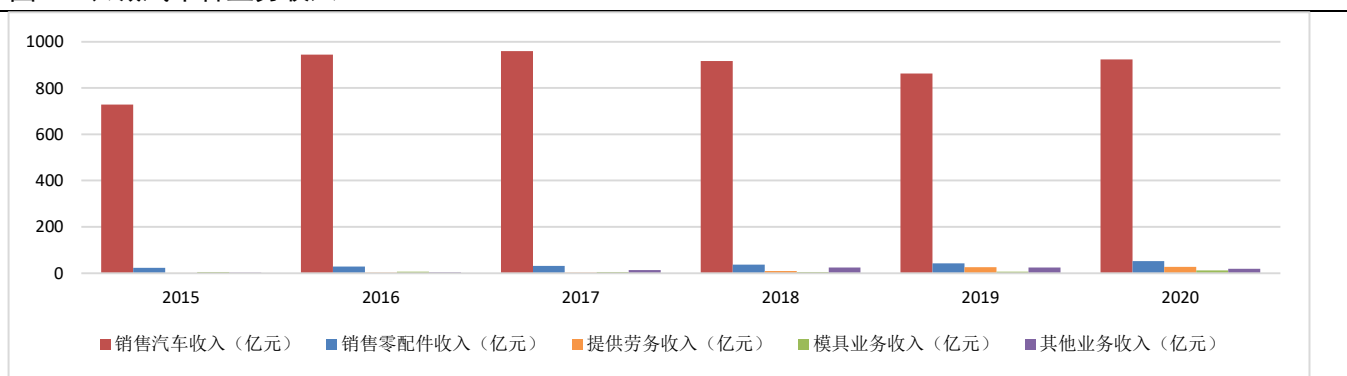
2025 发展战略发布，指引企业高速发展。长城汽车制定了 2025 发展规划，其中指出公司将于 2025 年

实现全球年销量 400 万辆，其中 80% 为新能源汽车，营业收入超 6000 亿元；将于 2023 年全球研发人员达到 3 万人，其中软件开发人才 1 万人，未来 5 年累计研发投入将达到 1000 亿元；欧拉品牌将于 2023 年实现全球产销 100 万台，沙龙定位于高端品牌，将在 2022 年上市第一款产品。在新能源产业链方面，旗下蜂巢能源自主研发的无钴叠片电池，预计到 2025 年将会形成 215GWh 的产能。在氢能方面，构建制氢、储氢、运氢、加氢、应用一体化的产业链生态，到 2025 年实现全球氢能市场的占有率前三。在智能驾驶领域，2025 年高级自动驾驶前装渗透率 40% 以上。在智能服务领域，软件收入占比也将从现在的 15% 上升到 60%。

## 1.2 各业务稳健发展，持续发力新能源汽车与高档 SUV

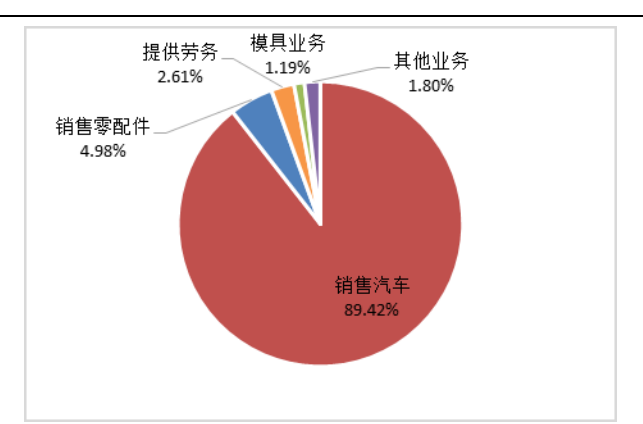
**公司各业务稳健发展。**公司业务由销售汽车、销售零配件、提供劳务、模具业务及其他业务构成，其中汽车销售是公司收入最主要的业务来源，其销售收入在 2016 年之前保持较高速增长，2017 年至 2019 年有所下滑，2020 年回升至 923.9 亿元，当期营收占比达 89.4%，其次依次是销售零配件、提供劳务、其他业务以及模具业务。同时，公司各项业务毛利率均在一定范围内波动，呈现稳健发展态势，其中销售汽车业务毛利率探底回升，销售零部件业务毛利率稳步增长。

图 3：长城汽车各业务收入



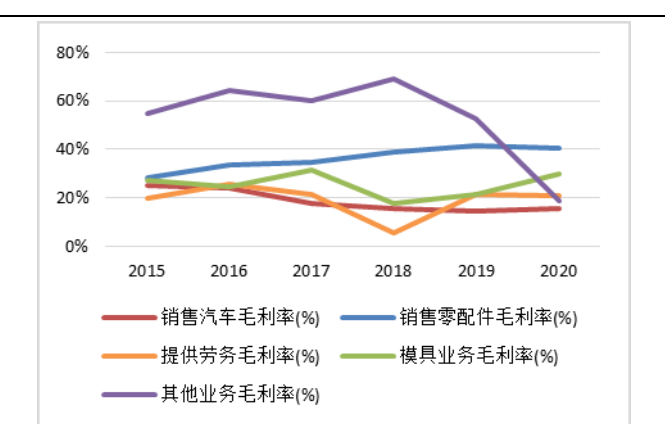
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：长城汽车 2020 年各业务收入占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

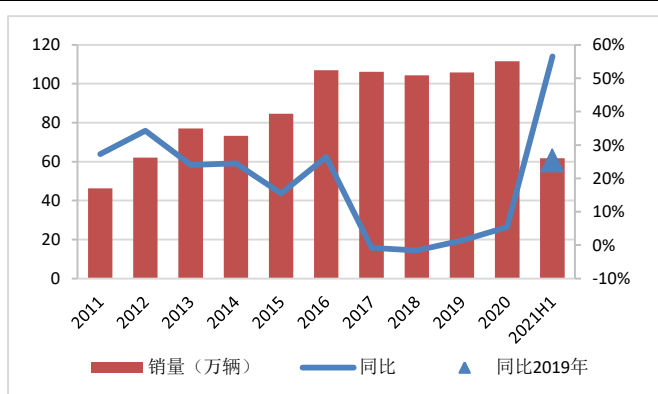
图 5：长城汽车各业务毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

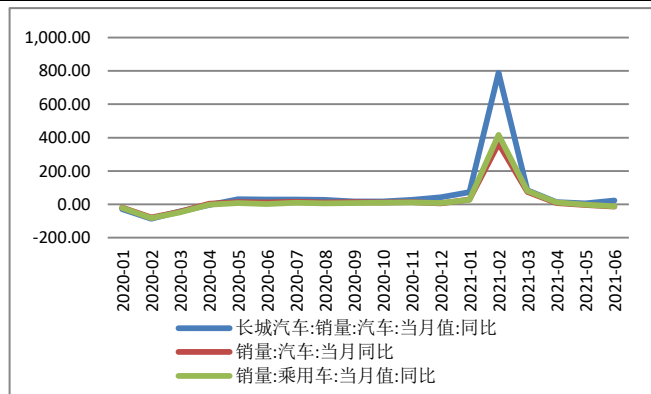
汽车年销售规模持续突破百万辆，年销量稳步提升。2016年，公司汽车产品年销量突破百万辆，且年销售规模至今持续保持年销百万辆以上。2019年、2020年，行业面临销售下行压力，国内汽车年销量均同比下降，公司年销量逆势增长，连续两年实现同比增长，并在2020年达到111.6万辆的公司历史新高。2021年上半年，一是2020年同期疫情因素一定程度抑制购车需求释放，二是公司优质品牌持续拉动，公司月销量持续领跑行业，上半年公司累计销量达61.82万辆，同比增长56.47%，较2019年同期增长25.26%。

图6：长城近几年年销量对比



资料来源：根据公司年报及产销快报整理，山西证券研究所

图7：公司及行业月销量同比增速对比 (%)



资料来源：公司公告，wind，中汽协，山西证券研究所

**SUV 业务地位稳固，高端 SUV 业务探索中前进。**长城汽车作为国内领先的 SUV 汽车产品制造商，旗下主要 SUV 品牌有哈弗和 WEY，其中哈弗定位于经济型 SUV，WEY 定位于轻奢 SUV。近年来，哈弗品牌的产品销量有所下降，并于最近三年稳定在年销 75 万辆左右，WEY 品牌自推出后销量先升后降，2020 年年销量达 7.9 万辆。2021 年上半年，哈弗品牌销量为 39.2 万辆，同比增长 49.3%，较 2019H1 增长 11.0%；WEY 品牌销量为 2.3 万辆，同比减少 13.7%，较 2019H1 减少 51.0%。近期，WEY 品牌基于全新“柠檬”和“咖啡智能”技术平台推出的车型即将上市，已曝光的车型有“摩卡”、“拿铁”、“玛奇朵”三款。全新“咖啡”系列车型在设计上保留了 WEY 车型的家族式设计语言，但整体造型更加年轻动感，且具备更丰富更先进的智能技术，上市后有望拉升 WEY 品牌销量。

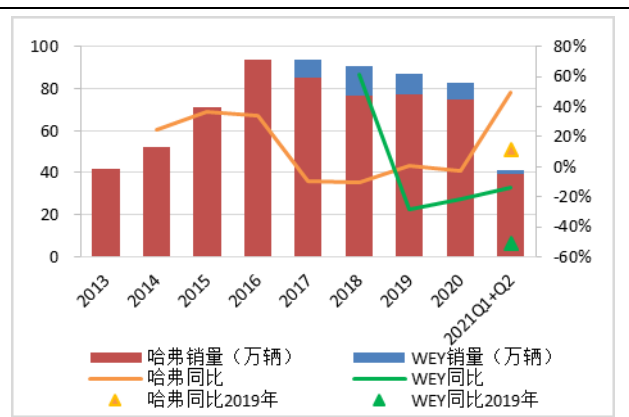
**新能源汽车业务逐步发力。**长城汽车逐渐构建新能源动力模式，构造全维度、全过程的新能源动力解决方案，打造行业领先的新能源汽车产品。公司 2017 年推出 C30EV，2018 年推出 P8，并发布欧拉品牌，推出 iQ 与 R1，2019 年推出 VV7 PHEV 与 VV7 GT PHEV；2020 年推出欧拉猫系新能源汽车。自 2017 年推出第一款新能源汽车以来，新能源汽车销量逐年提升，2020 年年销量达到 5.8 万辆，同比增长 55.3%。2021 年上半年销量为 5.3 万辆，同比 2020H1、2019H1 分别增长 457.4%、90.2%。一方面由于 2020 年同期受疫情影响购车需求一定程度受到抑制，进而一定程度拉低 2020 年同期基数，同比实现超高速增长；另一方面，公司新能源汽车累计销量同比增速显著高于行业的 206.96%，且较 2019H1 同样实现高速增长，公司新能源

汽车业务表现出较强的竞争力。

**欧拉品牌独立，专注于新能源汽车。**长城旗下新能源汽车品牌欧拉自 2018 年推出以来，为公司贡献了新能源汽车的主要销量，且销量显著提升。2020 年，欧拉品牌年销量达 5.6 万辆，同比增长 44.8%。2021 年上半年，欧拉品牌销量为 5.3 万辆，同比 2020H2、2019H1 均实现高速增长，增速分别为 456.9%、94.5%。

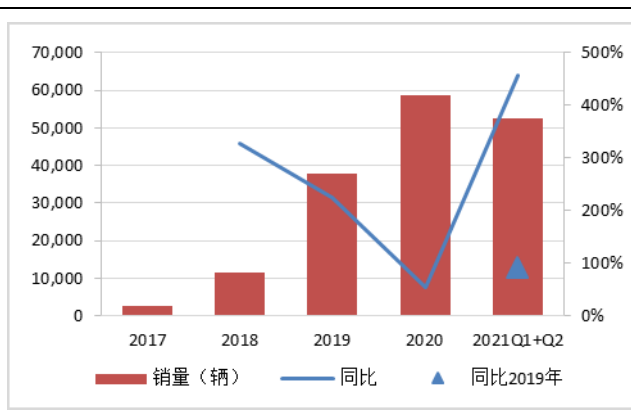
**皮卡业务龙头地位稳固。**长城汽车皮卡销量同比先降后升，自 2015 年来销量逐步回升，2020 年皮卡销量达到 22.9 万辆，同比增长 38.7%，2021 年上半年销量达到 11.8 万辆。

图 8：哈弗和 WEY 近几年销量



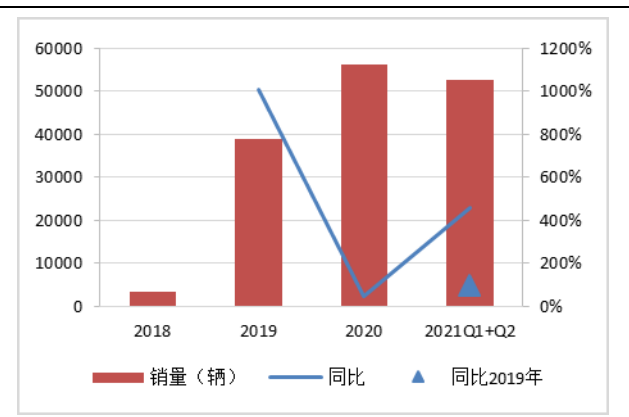
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 9：长城旗下新能源汽车近几年销量



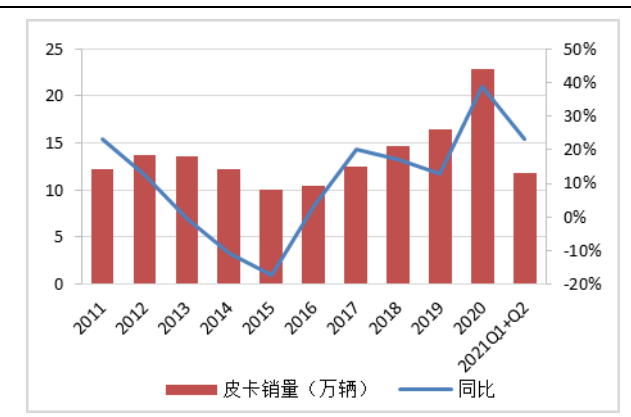
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 10：欧拉品牌近几年销量



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 11：长城汽车皮卡销量



资料来源：公司公告，山西证券研究所

**布局新赛道，完善产品矩阵。**随着新能源汽车的普及和汽车消费升级趋势的延续，长城汽车逐步发力打造新能源汽车以及消费升级高档 SUV，一方面在这两个未来潜在增长空间较大的领域实现了提前布局，成为公司主要业务亮点，并有望为公司业务提供持续增量；另一方面，进一步完善公司产品矩阵，拓宽业务空间。

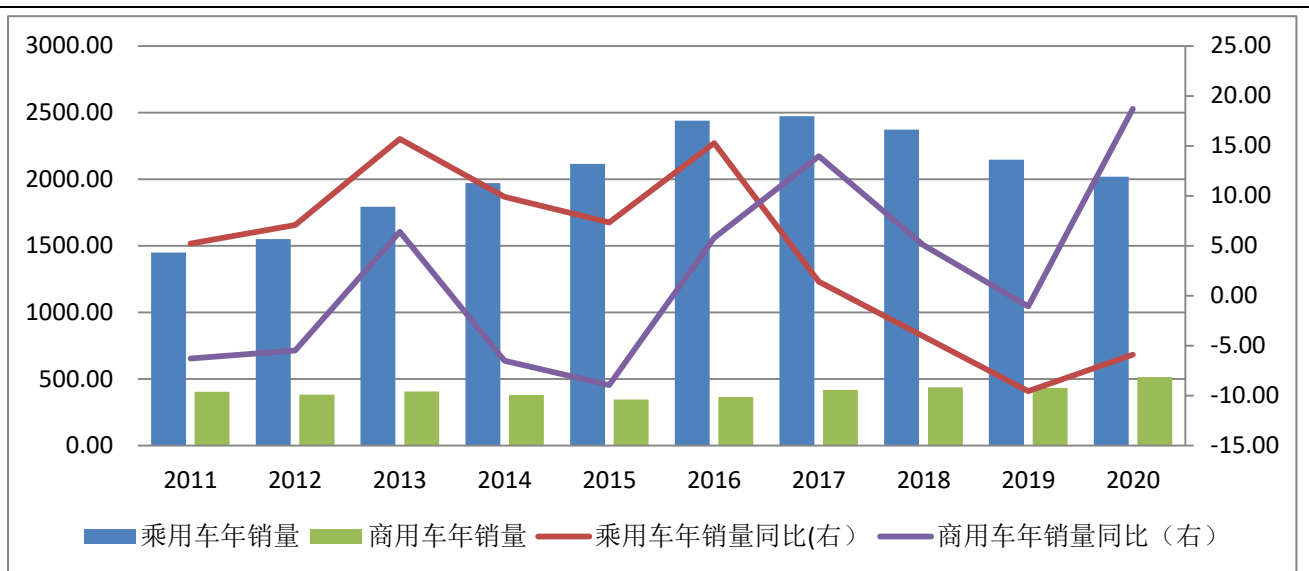
## 2. 行业：汽车市场仍有增长空间，长城汽车布局优质赛道

正如前文所述，公司汽车销售业务营收占比接近 90%，是公司最主要的收入来源，而公司整车产品涵盖 SUV、轿车、皮卡三大品类，本章节主要对以上汽车细分市场以及公司有所布局的汽车出口市场进行分析，探讨公司主要布局赛道的发展空间。

### 2.1 汽车市场仍有增长空间

乘用车市场转向存量竞争，商用车市场高位运行。在 2017 年之前，国内乘用车市场经历了快速增长的时期，2017 年乘用车销量达峰，之后缓慢下降，我国乘用车市场逐步转向存量竞争时代。商用车市场在 2017 年之后稳步增长，后续在需求、环保等因素支撑下有望维持高位运行。

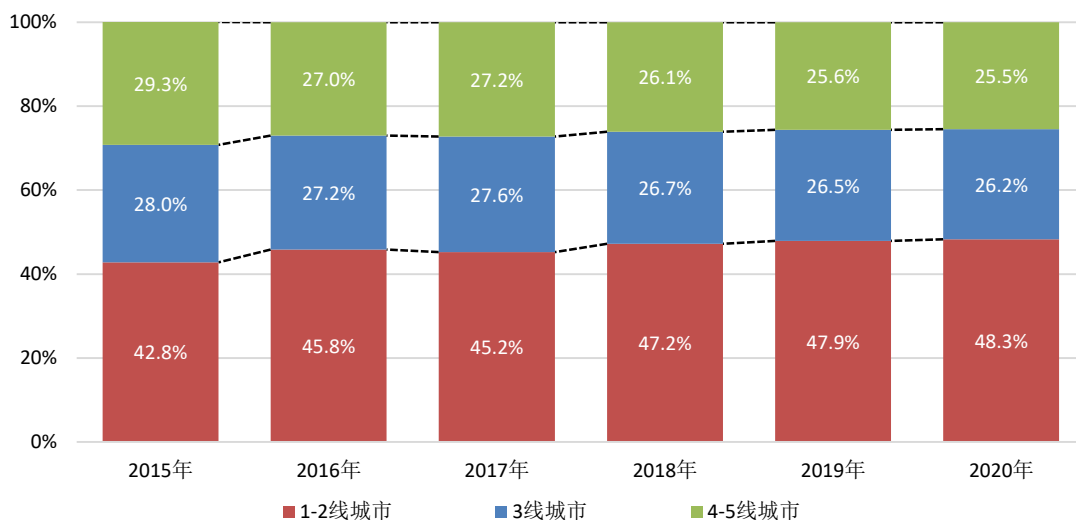
图 12：乘用车和商用车销量（万辆，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

汽车下沉市场待开发空间广阔。从汽车消费城市来看，1-2 线城市仍是汽车消费的主力城市，并且销量占比逐年扩大，稳占近半销量，4-5 线城市销量占比则逐年萎缩，区域下沉成果不佳。对比 2015 年与 2020 年的汽车销量占比数据，1-2 线城市汽车销量占比由 42.8% 提升至 48.3%；3 线城市汽车销量占比由 28.0% 下滑至 26.2%；4-5 线城市汽车销量占比由 29.3% 下滑至 25.5%。可见，未来的汽车下沉市场仍有巨大开发空间，随着三四线城市经济回暖、城市化建设逐步推进，以及汽车下乡政策逐步落地推广，有望带动下沉市场购车需求释放。

图 13：各级城市汽车销量占比



资料来源：大智云搜车，山西证券研究所

目前，虽然汽车销售仍然面临一定下行压力，但是汽车市场仍有增长空间，而汽车下乡政策逐步发力，有望带动下沉市场需求释放。叠加我国汽车消费者的换车周期大多在 3-6 年，随着汽车换购潮的到来，未来乘用车市场下行压力有望得到有效缓解，进而带动乘用车市场拐头向上。

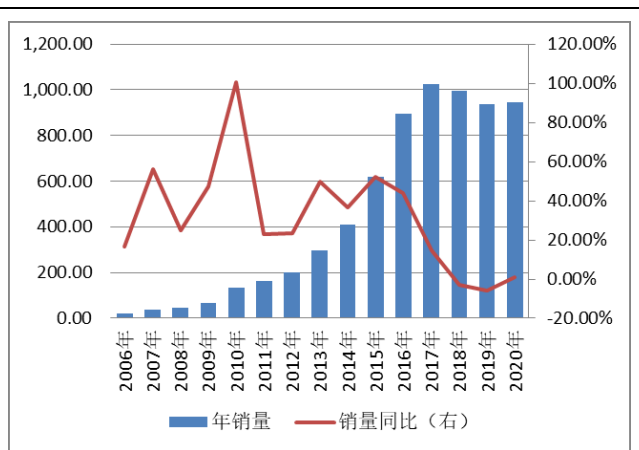
## 2.2 SUV 热度不减，行业竞争持续加剧

**SUV 销量增速趋缓，市场份额连年攀升。**国内 SUV 销量变化趋势与乘用车销量变化趋势较为相似，2017 年以前，SUV 为我国乘用车市场提供了主要增量，且 SUV 年销量持续高速增长，2006-2017 年同比增速维持在 10%以上，2018 年随着汽车行业销量同比转负，SUV 销量同样下行，年销量同比中枢显著下移。从乘用车市场的销售结构来看，SUV 销售份额持续上升，并在 2020 年度首次超越轿车，份额达到 46.9%。但自 2017 年以来，份额增速已有所放缓，其中自主品牌的份额增速由 2017 年的 60.0%下滑至 2021 年 6 月的 47.4%，自主品牌 SUV 份额也有所下降。然而，从长远来看，第一方面国内各大整车厂在 SUV 车型开发及技术研发层面投入了大量资源，随着开发经验及相关技术的持续积累，SUV 车型用户认可度、性能优越性均有明显提升；第二方面，国内消费者本身对 SUV 车型具有较高的偏好性；第三方面，乘用车市场倾向于存量竞争。基于以上原因，我们认为后续我国 SUV 市场将趋向于高份额、低增长。

**小型 SUV 热度不再，大尺寸 SUV 更受欢迎，SUV 的消费升级趋势明显。**分车型看，对比 2017 年与 2020 年数据，小型 SUV 销量占比由 23.2%下滑至 17.6%；紧凑型 SUV 销量占比由 51.9%提升至 54.7%；中型 SUV 销量占比由 22.6%提升至 24.3%；中大型 SUV 销量占比由 2.3%提升至 3.4%。

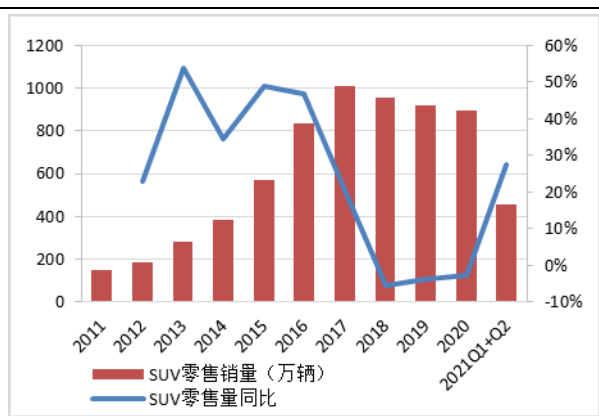
自主品牌 SUV 份额总体下滑，消费升级与消费分化并存。SUV 各级别车型分为自主品牌与合资品牌，对比 2017 年与 2020 年数据，在小型 SUV 市场，自主品牌份额由 16.7% 下滑至 9.6%；在紧凑型 SUV 市场，自主品牌份额由 35.1% 下滑至 31.3%；在中型 SUV 市场，自主品牌份额由 7.8% 微升至 8.0%；在中大型 SUV 市场，自主品牌份额由 1.0% 升至 1.4%。

图 14：SUV 年销量情况（万辆，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

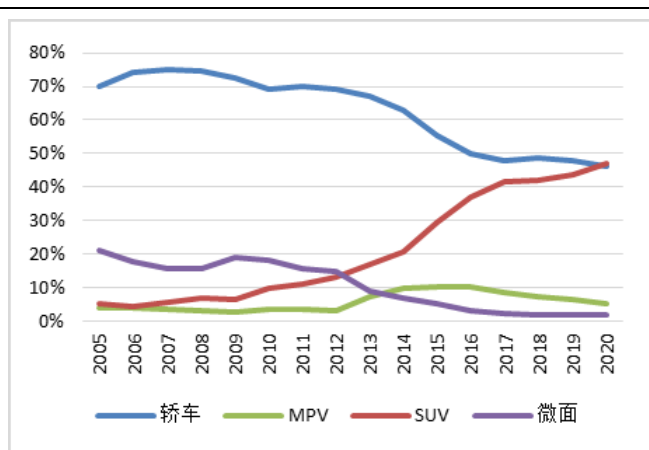
图 16：SUV 车型零售量



资料来源：乘联会，山西证券研究所

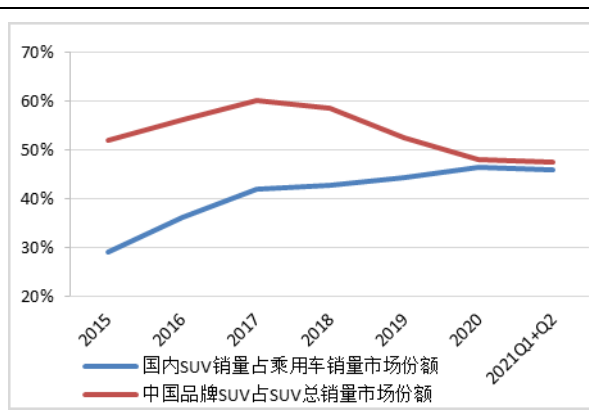
自主品牌 SUV 售价总体低于合资品牌，品牌向上空间巨大。对比自主品牌和合资品牌 SUV 车型的价格分布情况，合资品牌主要集中在中高价位区间，而自主品牌主要集中在低价区间，自主品牌仍需不断向高端突破。自主品牌销量占比高的车型主要集中在 5-10 万元的小型、紧凑型 and 中型 SUV、10-15 万元的紧凑型 and 中型 SUV；合资品牌销量占比高的车型主要集中在 10-15 万元的小型 SUV、15-20 万元的紧凑型 SUV、20-35 万元的紧凑型中型 SUV、25-35 万元的中大型 SUV 以及 35 万元以上的中型和中大型 SUV。

图 15：乘用车市场销售结构



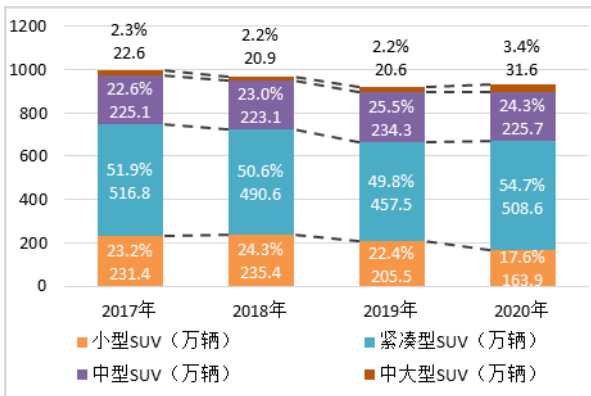
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 17：SUV 车型市场份额



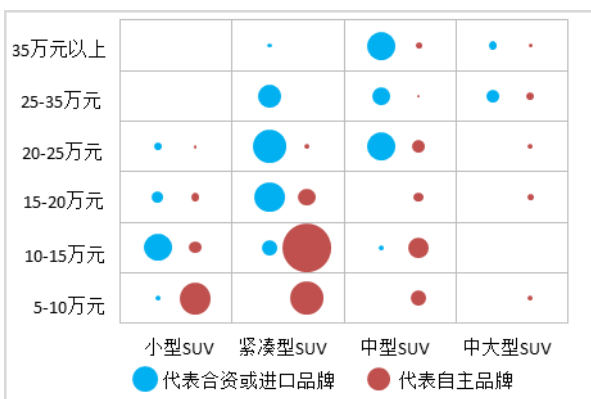
资料来源：乘联会，山西证券研究所

图 18：SUV 各级别车型销量



资料来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 20：SUV 各级别车型分品牌、价格销量气泡图

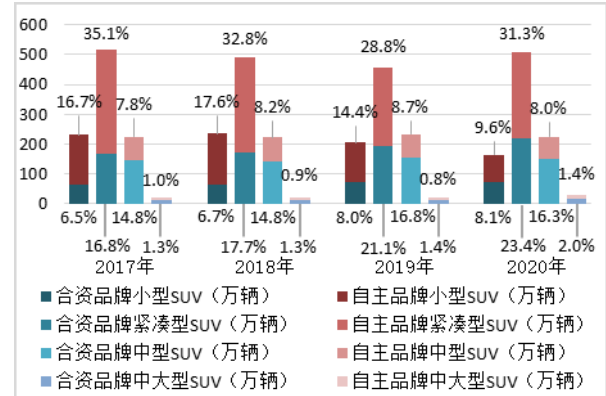


注：气泡大小代表销量大小

资料来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

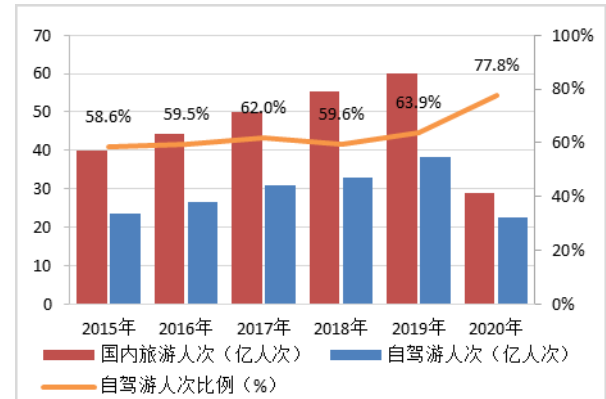
**自驾旅行、“大即面子”、多胎政策，有望促进 SUV 需求持续释放。**近几年来，国内旅游出行人次不断增长，其中自驾旅行需求也不断增长，自驾旅行已成为首选出游方式，选择自驾游的人次占比常年稳定在半数以上，且占比不断提升。随着国民经济的快速发展和人们对生活品质的不断追求，每年的旅行总人次快速增长，2019 年已达 60.1 亿人次，其中自驾人次比例高达 63.9%。2020 年受疫情影响，出游人次大幅减少至 28.8 亿人次，但自驾人次比例快速增长至 77.8%，同比提升 13.9pct。根据途牛网资料，长线自驾游热门目的地主要集中在以内蒙古、青海、四川、云南、新疆、甘肃等为主的西部地区。SUV 由于具有良好的通过性，是极适合于自驾游的车型。后续来看，随着自驾出行需求的进一步增长，人们对 SUV 的需求有望进一步释放。此外，在国内消费者的消费观当中，“面子”仍是其中一个重要考量因素。在中国当前的汽车消费阶段，汽车产品仍是家庭“大件”消费，占据很大一部分家庭消费支出。相当一部分中国汽车消费者，仍存“大即面子”的消费观念，对 SUV 产品的销售有促进作用。此外，随着二胎、三胎政策的施行，多孩家庭将在汽车消费中考虑空间更大的 SUV，比如 6 座、7 座 SUV 产品，可能会进一步推高 SUV 热潮。

图 19：各级别 SUV 分品牌销量



资料来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 21：国内旅行及自驾游市场规模



资料来源：公开资料整理，山西证券研究所



长城汽车发力品牌向上，迎合汽车消费升级趋势，积极布局高端 SUV。WEY 品牌诞生即定位高端，以潮流豪华的理念打造高端精品 SUV，在自主品牌中实现了高端化的率先布局。哈弗品牌旗下 SUV 产品在保持高实用性、高性价比特点的基础上，逐步向时尚精致化发展，积极开拓年轻消费市场。坦克品牌开创了自主品牌潮玩硬派越野新风尚，强化了长城汽车“SUV 专家”的品牌形象，吹响了长城汽车决胜高端 SUV 汽车市场的号角。

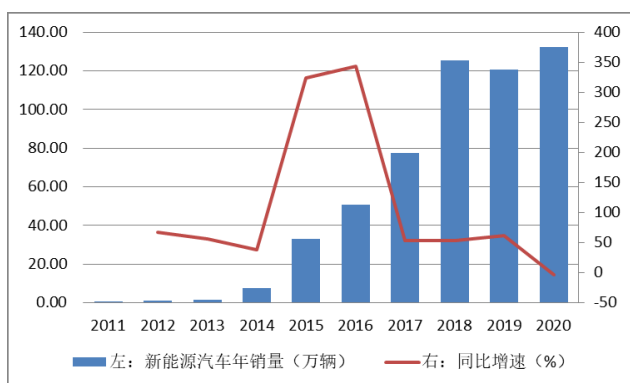
## 2.3 新能源汽车逐步替代燃油车的基调基本确立，后续增量空间广阔

### 2.3.1 渗透率显著提升，新能源汽车销量屡创新高

**渗透率显著提升，新能源汽车销量重回高速增长。**从销量表现来看，2010-2018 年，国内新能源汽车市场快速发展，年销量持续高速增长；2019H2-2020H1，受政策、需求、经济等因素影响，新能源汽车销量增速趋缓；2020H2 随着疫情防控形势好转，以及国民经济好转、政策支持，新能源汽车销量增速逐步重回高速增长；2021 上半年，新能源汽车销量持续领跑行业，月销量规模屡创新高，同比增速均维持在 140%以上，月销量持续同比超高速增长。从渗透率情况来看，2021 年新能源汽车渗透率显著提升，根据中汽协披露数据，新能源汽车渗透率也由年初的 5.4%提高至 2021 年上半年的 9.4%。此外，截止 2021 年 6 月底，我国新能源汽车保有量达 603 万辆，在汽车保有量中的占比由 2014 年 0.14%提升至 2.07%。

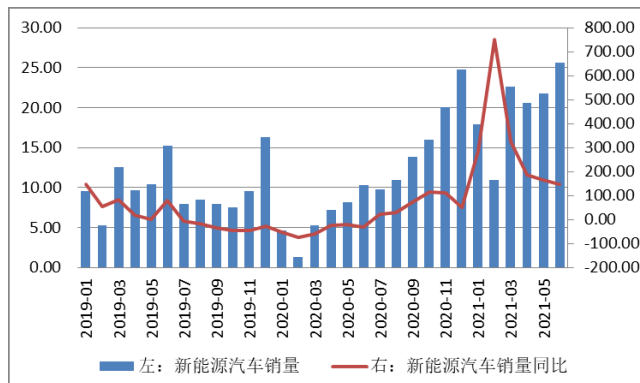
**新能源乘用车提供主要增量，市场化发展取得长足进步。**分车型看，受市场规模、使用场景、技术限制、需求差异等因素影响，新能源乘用车整体表现好于新能源商用车，为新能源汽车销售市场提供了主要增量，且随着新能源乘用车认可度逐步提升，新能源乘用车市场化发展取得了长足进步，后续发展空间广阔。分动力形式看新能源汽车市场，纯电动乘用车表现优于插电混合动力乘用车，销售规模更大，且增速表现整体领先。

图 22：新能源汽车年销量情况（万辆，%）



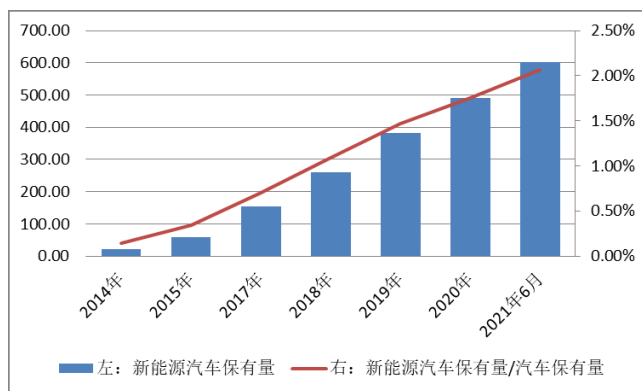
资料来源：wind，中汽协，山西证券研究所

图 23：新能源汽车月销量情况（万辆，%）



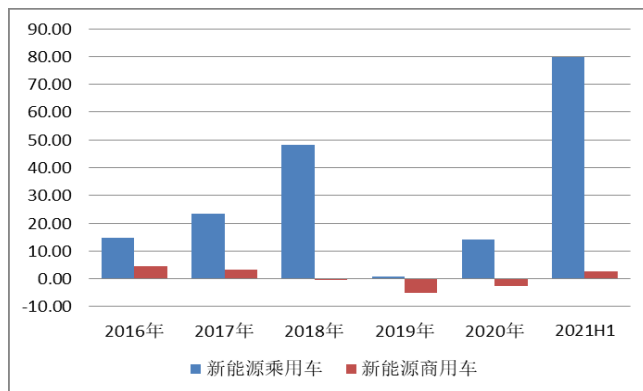
资料来源：wind，中汽协，山西证券研究所

图 24：新能源汽车保有量情况（万辆，%）



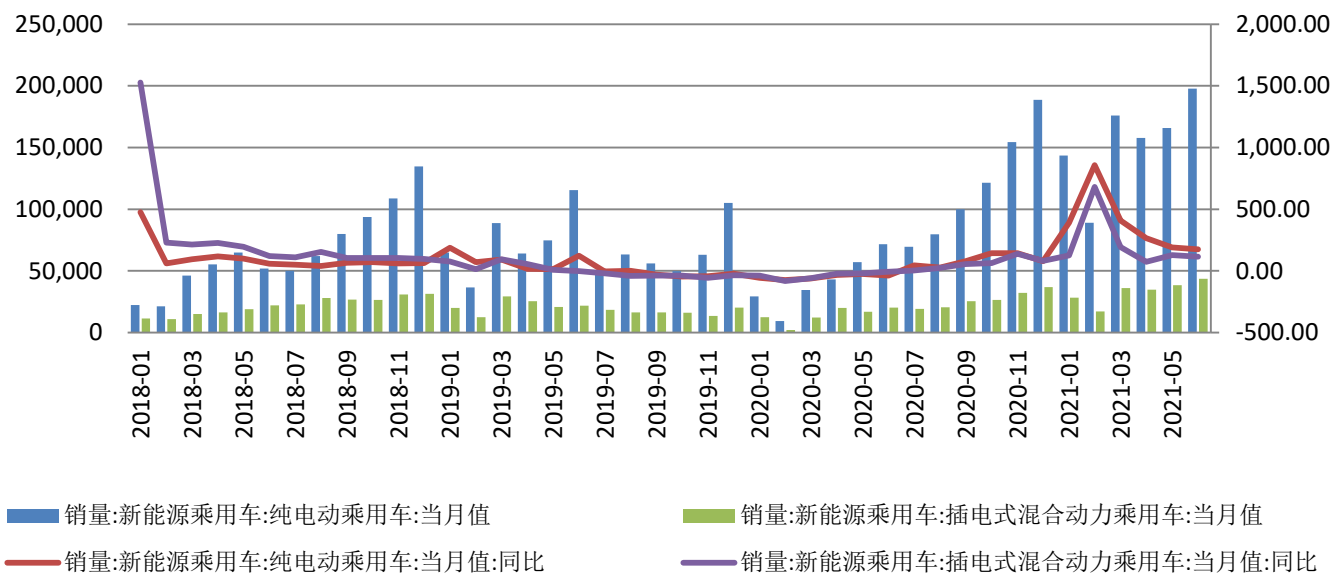
资料来源：wind，中汽协，山西证券研究所

图 25：新能源汽车分车型销量增量拆分（万辆）



资料来源：wind，中汽协，山西证券研究所

图 26：纯电动、插混乘用车月销量对比（辆，%）



资料来源：wind，中汽协，山西证券研究所

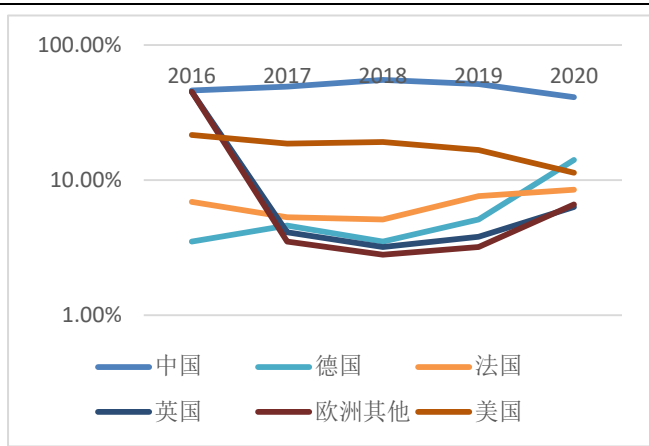
长城汽车新能源汽车产品份额稳步提升，旗下欧拉品牌以差异化定位锁定消费者。长城汽车的新能源汽车产品份额自上市以来显著提升，其欧拉品牌目标消费人群定位于女性消费者，所推出的车型大多小巧、精致、时尚，力求在功能性和设计性上迎合女性消费者的需求。依托差异化市场定位，欧拉品牌快速打开新能源汽车市场，为长城汽车贡献了可观增量。

### 2.3.2 行业竞争加剧，品牌向上成果显著

行业竞争加剧，自主品牌新能源汽车市场份额遇下行压力。中国作为全球最大的新能源汽车市场，合资和进口品牌逐步加大新能源汽车的研发力度和投放力度，行业竞争持续加剧。越来越多的整车企业布局

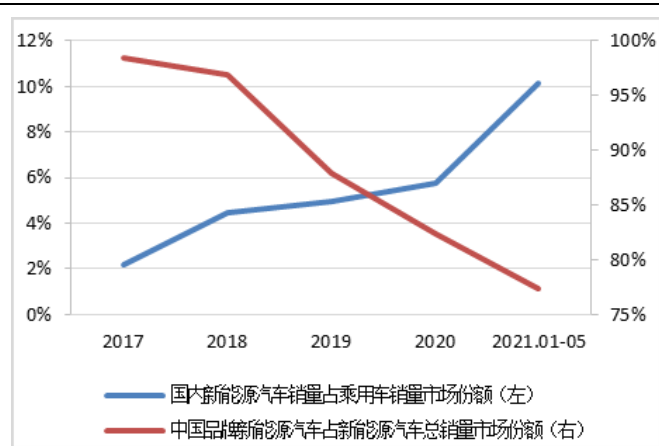
新能源汽车，一方面大大增加了自主品牌新能源汽车市场的竞争压力，导致自主品牌新能源汽车的市场份额连年下滑，由 2017 年的 98% 下滑至 2021 年 5 月的 77%；另一方面，有望加快行业降本、提质，进而进一步加速新能源汽车市场的市场化进程，而龙头企业有望依托自身成本、布局、优质车型等优质基因进一步扩大竞争优势。

图 27：主要国家新能源车年度份额变化



资料来源：乘联会，山西证券研究所

图 28：新能源汽车市场份额

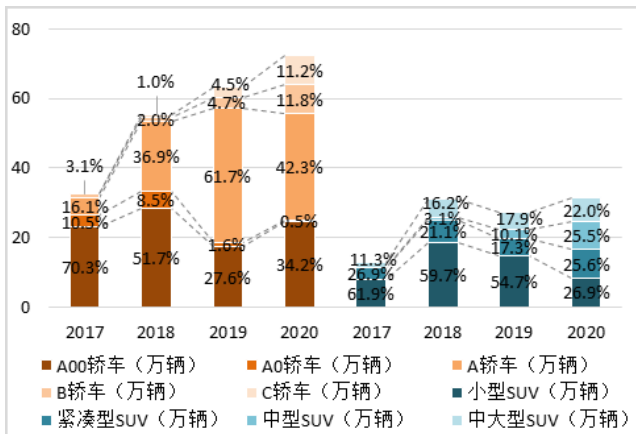


资料来源：乘联会，车主之家网，山西证券研究所

**新能源车消费升级趋势明显。**分车型来看，对比 2017 年与 2020 年数据，A00 和 A0 级轿车的销量占比下滑，A、B、C 级轿车销量占比提升，小型和紧凑型 SUV 销量占比有所下滑，中型和中大型 SUV 销量占比提升。轿车方面，A00 轿车销量占比由 70.3% 下滑至 34.2%，A0 轿车销量占比由 10.5% 下滑至 0.5%，A 轿车销量占比从 16.1% 提升至 42.3%，B 轿车销量占比由 3.1% 提升至 11.8%，C 轿车销量占比由 0 提升至 11.2%。SUV 方面，小型 SUV 销量占比由 61.9% 下滑至 26.9%，紧凑型 SUV 销量占比由 26.9% 略微下滑至 25.6%，中型 SUV 销量占比由 0% 提升至 25.5%，中大型 SUV 销量占比由 11.3% 提升至 22.0%。可以看出，小型新能源车型份额下滑，中大型新能源车型份额提升，新能源汽车市场表现出明显的消费升级趋势。

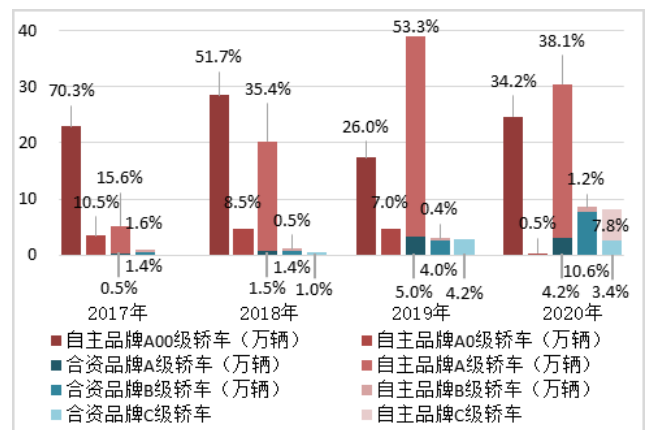
**自主品牌与合资品牌齐发力中高端新能源车型。**对比 2017 年与 2020 年新能源汽车各级别车型自主品牌与合资品牌的销售数据，就轿车而言，自主品牌 A00 级与 A0 级轿车销量占比大幅降低，且合资品牌始终未推出该级别车型；A 级轿车中，自主品牌销量占比由 15.6% 提升至 38.1%，合资品牌由 0.5% 提升至 4.2%；B 级轿车中，自主品牌销量占比由 1.6% 下降至 1.2%，合资品牌由 1.4% 提升至 10.6%；C 级轿车中，自主品牌与合资品牌销量占比分别由 0 提升至 7.8% 和 3.4%。就 SUV 而言，小型 SUV 中，自主品牌销量占比由 61.9% 下降至 24.4%，合资品牌由 0 提升至 2.5%；紧凑型 SUV 中，自主品牌销量占比由 26.9% 下降至 25.5%，合资品牌未推出该级别车型；中型 SUV 中，自主品牌销量占比由 0 提升至 15.9%，合资品牌由 0 提升至 9.6%；中大型 SUV 中，自主品牌销量占比由 11.3% 提升至 22.0%，合资品牌未推出该级别车型。可以看出，无论是新能源轿车市场，还是新能源 SUV 市场，销售结构都向中高端市场偏移。

图 29：新能源汽车各级别车型销量



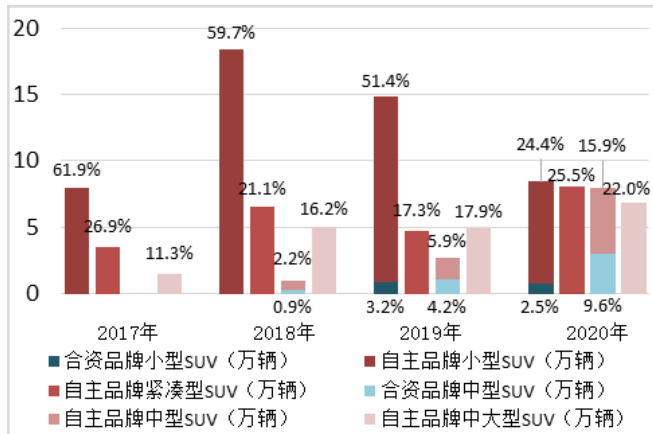
资料来源：车主之家网，山西证券研究所

图 30：各级别新能源轿车分品牌销量



资料来源：车主之家网，山西证券研究所

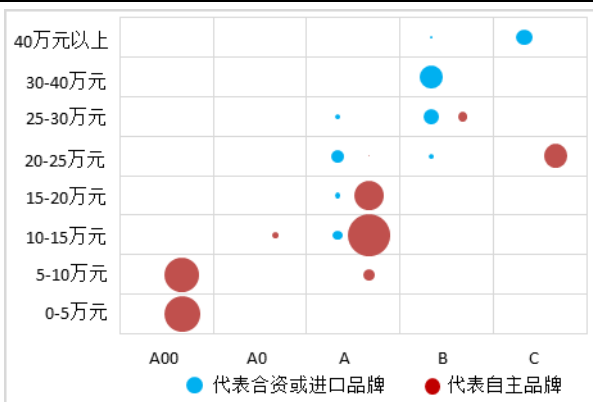
图 31：各级别新能源 SUV 分品牌销量



资料来源：车主之家网，山西证券研究所

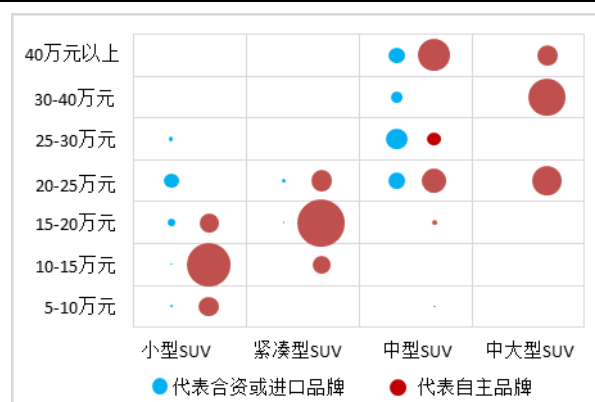
自主品牌新能源 SUV 总体价格高于合资品牌，品牌向上成果显著。对比自主品牌和合资品牌的新能源车型的价格特征：（1）**新能源轿车**：自主品牌销量占比高的车型主要集中在 0-10 万元的 A00 级轿车、10-20 万元的 A 级轿以及 20-25 万元的 C 级轿车；合资品牌销量占比高的车型主要集中在 20-25 万元的 A 级轿车、25-40 万元的 B 级轿车以及 40 万元以上的 C 级轿车。合资品牌轿车主要集中在高价区间，自主品牌轿车主要集中在中低价区间，可见自主品牌轿车仍有向高端突破的空间。（2）**新能源 SUV**：自主品牌销量占比高的车型主要集中在 5-20 万元的小型 SUV、10-25 万元的紧凑型 SUV、25-40 万元以上的中型和中大型 SUV；合资品牌销量占比高的车型主要集中在 20-25 万元的小型 SUV、20-40 万元以上的中型 SUV。合资品牌 SUV 主要集中在中高价位，而自主品牌 SUV 在各价位上均有分布，价格矩阵更为完善，且高价位车型销量表现并不亚于合资品牌。

图 32：新能源轿车各级别车型分品牌、价格销量气泡图（气泡大小代表销量大小）



资料来源：车主之家网，山西证券研究所

图 33：新能源 SUV 各级别车型分品牌、价格销量气泡图（气泡大小代表销量大小）

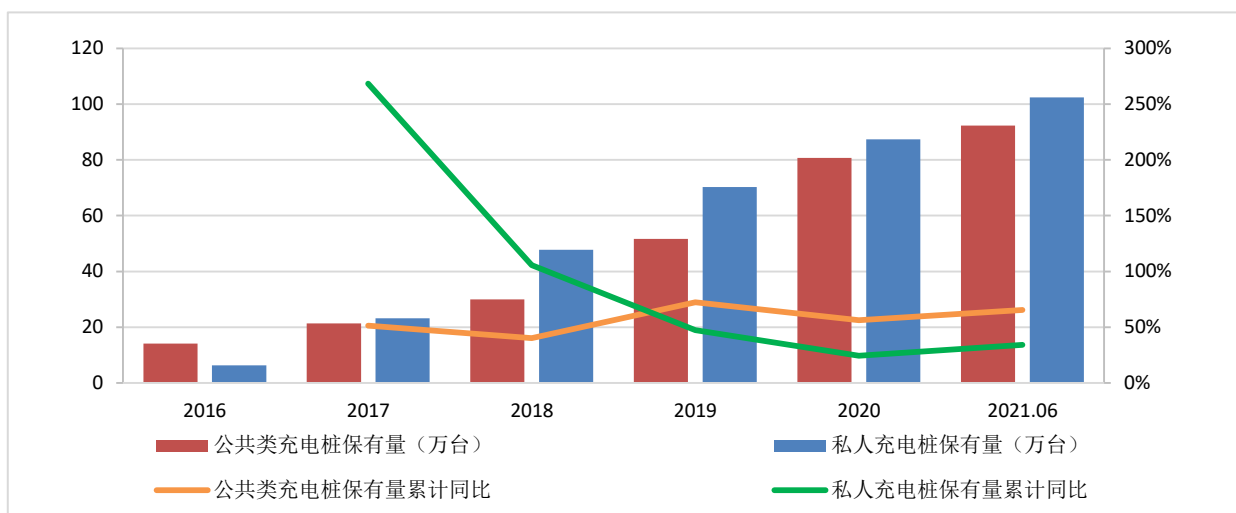


资料来源：车主之家网，山西证券研究所

### 2.3.3 设施完善、政策支持，助力新能源汽车需求释放

充电桩建设速度维持在高位。近几年，国内新能源汽车充电桩数量持续增加，2021年6月，公共类充电桩达92.3万台，私人充电桩达102.4万台。截至2021年6月，公共类充电桩保有量同比增长65.3%，私人充电桩保有量同比增长34.2%。对于新能源汽车来说，充电环节在很大程度上影响着汽车消费者的消费决策，充电设施充足以及充电条件便利，能够有效支撑新能源汽车购车需求释放。

图 34：国内新能源汽车充电桩规模



资料来源：中国电动汽车充电基础设施促进联盟，山西证券研究所

补贴政策调整缓解下行压力，政策驱动逐步向市场驱动过渡。一方面，随着安全标准、基础设施建设、后处理、相关标准逐步发布，新能源政策体系逐步完善，为行业长续发展营造了优质的政策环境。另一方面，2017年以来，新能源汽车补贴逐步退坡，新能源汽车整车制造商成本压力逐步加大，而补贴额度与续

航里程、能量密度挂钩，导向行业“提质降本”。虽然目前延长了新能源汽车的补贴期限，一定程度缓解了新能源汽车的下行压力，但是“低补贴”、“补贴退坡”导向新能源汽车由政策驱动向市场驱动过渡。

**新能源汽车逐步替代燃油的基调逐步确立。**一是，新能源汽车产业作为国家战略性新兴产业之一，其作为我国汽车产业重要发展方向之一的趋势不变。二是，补贴政策、双积分政策、限行限购等相关政策逐步推进，从消费者和制造者两个层面双向推动新能源汽车需求增长。三是，2020年，中国在联合国大会上承诺，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。较高基数与持续碳排放增长的双重压力下，交通运输行业的减排对实现“碳中和”具有重要意义，而汽车的新能源化是推动交通运输行业实现“碳中和”的重要举措。可以说，国家明确碳中和时间表，间接确立新能源逐步替代燃油车基调。

**政策体系逐步完善，有望加速行业发展、技术升级。**回顾今年我国新能源汽车行业相关政策，主要政策方向有推动智能汽车体系建设、推动新能源汽车行业高质量发展、推进新能源汽车核心零部件关键技术攻关、推动新能源汽车基础服务设施建设、补贴退坡、促进汽车消费、促进新能源汽车下乡等。新能源汽车生产销售，以及充电、换电等基础服务设施政策体系逐步完善，有望驱动行业技术升级、需求提升，进而从需求端和供给端带动产业良性发展。

表 1：近年来汽车行业部分主要政策梳理

发布时间	政策	主要内容
2021.03	《四部门关于开展2021年新能源汽车下乡活动的通知》	活动时间为2021年3月至2021年12月。选择三四线城市、县区举办若干场专场、巡展、企业活动。鼓励各地出台更多新能源汽车下乡支持政策，改善新能源汽车使用环境。
2021.01	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	加大僵尸企业退出力度，鼓励优势企业兼并重组。新能源乘用车、商用车企业单次申报购置补贴清算车辆数量应分别达到10000辆、1000辆。
2020.11	《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》	到2025年，纯电动乘用车新车平均电耗降至12.0千瓦时/百公里，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右。到2035年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化。
2020.08	《交通运输部关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》	引导在城市群等重点高速公路服务区建设超快充、大功率电动汽车充电设施。
2020.06	《关于修改〈乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法〉的决定》	2021年度、2022年度、2023年度的新能源汽车积分比例要求分别为14%、16%、18%。
2020.04	《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至2022年底，2020-2022年补贴标准分别在上一基础上退坡10%、20%、30%。原则上每年补贴规模上限约200万辆。
2020.04	《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》	调整国六排放标准实施有关要求，完善新能源汽车购置相关财税支持政策，加快淘汰报废老旧柴油货车，畅通二手车流通交易，用好汽车消费金融。
2020.02	《智能汽车创新发展战略》	到2025年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法规标准、产品监管和网络安全体系基本形成。实现有条件自动驾驶的智能汽车

		达到规模化生产,实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用。
2019.03	《关于在部分地区开展甲醇汽车应用的指导意见》	加快甲醇汽车制造体系建设、推进甲醇燃料生产及加注体系建设、加快标准体系建设、鼓励甲醇汽车应用、加强甲醇汽车监管、完善保障措施。
2019.01	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案》	有序推进老旧汽车报废更新,持续优化新能源汽车补贴结构,促进农村汽车更新换代,稳步推进放宽皮卡车进城限制范围,加快繁荣二手车市场,进一步优化地方政府机动车管理措施。
2018.12	《提升新能源汽车充电保障能力行动计划》	提高充电设施产品质量,加快完善充电标准体系,全面优化充电设施布局,显著增强充电网络互联互通能力,快速升级充电运营服务品质,进一步优化充电基础设施发展环境和产业格局。
2018.12	《车联网(智能网联汽车)产业发展行动计划》	到2020年以后,技术创新、标准体系、基础设施、应用服务和安全保障体系将全面建成,高级别自动驾驶功能的智能网联汽车和5G-V2X逐步实现规模化商业应用。
2018.11	《六部委关于加强低速电动车管理的通知》	开展低速电动车生产销售企业清理整顿,严禁新增低速电动车产能,建立长效监管机制。
2017.04	《汽车产业中长期发展规划》	到2025年,我国汽车产量达到3500万辆左右,形成若干家进入全球前十的汽车零部件企业集团,若干中国品牌汽车企业产销量进入世界前十,新车平均燃料消耗量乘用车降到4.0升/百公里,新能源汽车占汽车产销20%以上,动力电池系统比能量达到350瓦时/公斤。
2017.02	《促进汽车动力电池产业发展行动方案》	到2025年,新体系动力电池技术取得突破性进展,单体比能量达500瓦时/公斤,

资料来源：山西证券研究所根据公开资料整理

### 2.3.4 行业预判及市场空间预测

综上所述,我们认为**新能源汽车逐步替代燃油的基调逐步确立**,且对行业预判如下:

短期来看,疫情防控形势整体好转,叠加汽车下乡等政策活动驱动,新能源汽车2021年增长确定性较强,根据中汽协预测数据,2021年新能源汽车有望达到180万辆,同比增长40%。

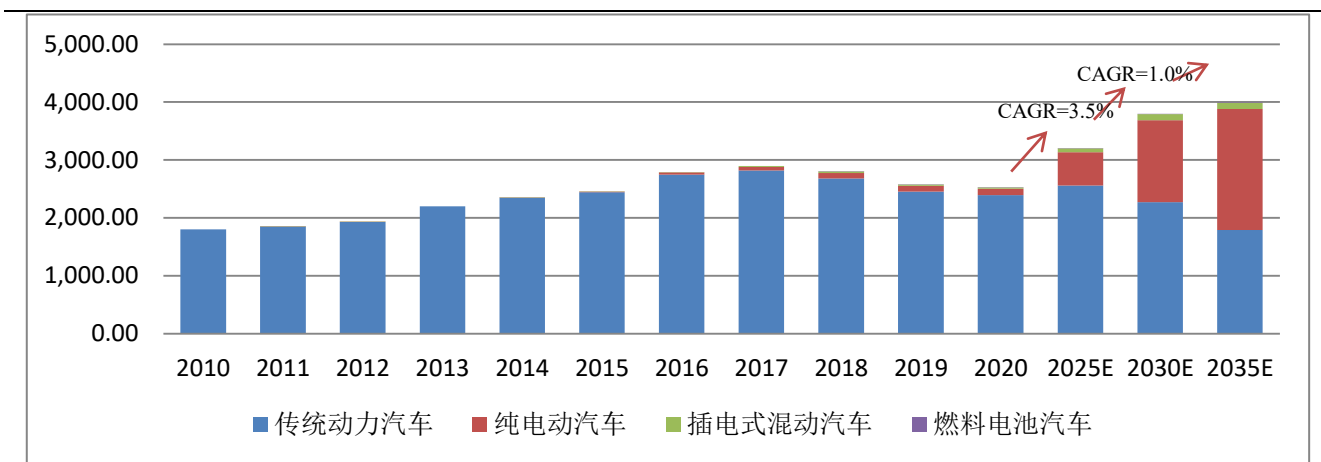
中期来看,汽车市场仍有增长空间,政策体系和技术创新体系不断优化完善,叠加国内外整车厂布局加码,有望带动新能源汽车产品矩阵不断完善,竞争力整体提升,支撑新能源汽车渗透率不断提升,需求持续释放。

长期来看,技术体系整体趋于完善,一方面扩充新能源汽车需求边际,另一方面弥补纯电动汽车现存薄弱环节,燃料电池汽车从示范向推广转变,叠加节能减排需求加快新能源汽车行业进程,新能源汽车有望逐步替代传统动力汽车成为主流。

**新能源汽车空间测算:**预计2025年,汽车年产销规模达3200万辆,新能源汽车新车销售量达总量20%左右;2030年,汽车产销规模达3800万辆,新能源汽车新车销售量达总量30%左右;2035年,汽车产销规模达4000万辆,新能源汽车销量占比达50%以上。《节能与新能源汽车技术路线图2.0》制定了我国汽车产业的总体路线图以及重点领域路线图,其中明确了我国汽车产业产销规模、油耗目标、产销占比、技术

路线等，我们对其中油耗发展目标及产销结构相关内容进行了整理，并在我国汽车产销历史表现基础上，对关键时间节点不同动力形式汽车的销量规模进行了测算，图中 2025 年、2030 年、2035 年，汽车销量规模采用《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》中目标值，纯电动汽车销量分别为 576 万辆、1414 万辆、2090 万辆。

图 35：我国汽车销售规模情况及预测（不含燃料电池汽车，万辆）



资料来源：wind，中国汽车工程协会，《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》，山西证券研究所

## 2.4 皮卡市场稳中有升，后续仍有增长空间

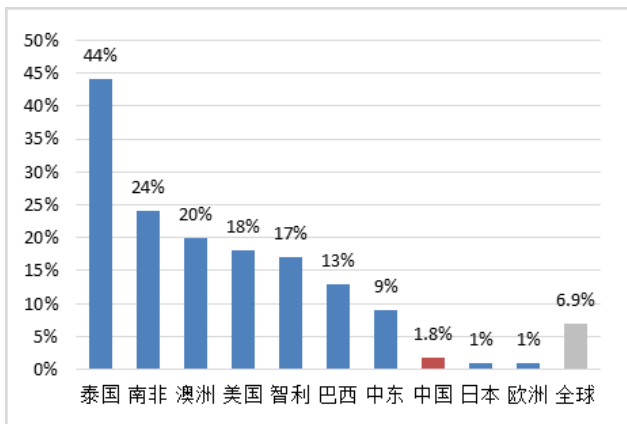
**皮卡市场增量空间广阔。**我国皮卡车型的渗透率处于较低水平，低于全球平均水平，还有很大增长空间。国内皮卡车型销量 2013 年至 2015 年有所下滑，自 2015 年后进入稳步上行阶段，2020 年销量达 49.1 万辆。自 2016 年以来，皮卡车型增长倍数高于汽车总体，**市场规模有明显的扩大趋势**。2020 年皮卡销量情况分品牌来看，长城皮卡销量份额最高，达 45.8%，之后分别是江铃皮卡、郑州日产、江西五十铃、上汽大通、江淮皮卡以及其它品牌。随着我国城镇化工作持续推进、各行业建设需求持续释放以及皮卡车型加速乘用车化，**皮卡销量有望持续增长**。

**解禁政策将释放更多皮卡车型需求。**近几年来，国内皮卡市场迎来了一波解禁潮。2016 年首次开始皮卡解禁试点工作，到 2020 年底，全国已有约 90 个城市响应并制定了解禁政策，不限行皮卡的区域市场占比由 20%提升到 40%，制定了皮卡车型完全解禁或部分解禁政策的省市有云南、辽宁、吉林、河北、河南、新疆、湖北、山东、江西、贵州、浙江、广西、湖南、上海、重庆等。同时，国家也出台了“可以使用 ETC”、“取消喷字/反光条”、“取消双证”等政策，有利于进一步促进皮卡车型走进普通家庭。此外，商用皮卡车型在我国主要用于工程、运输、市政等领域，根据中国皮卡网资料，皮卡解禁政策还将加速释放皮卡在民用领域的越野、冲砂、攀岩、露营、骑行、路亚、机车等八大需求。后续，随着我国城镇化工作的持续开展，叠加皮卡解禁政策逐步落地推进，有望刺激皮卡需求释放，进而拉动皮卡销量提升，我国皮卡销售规



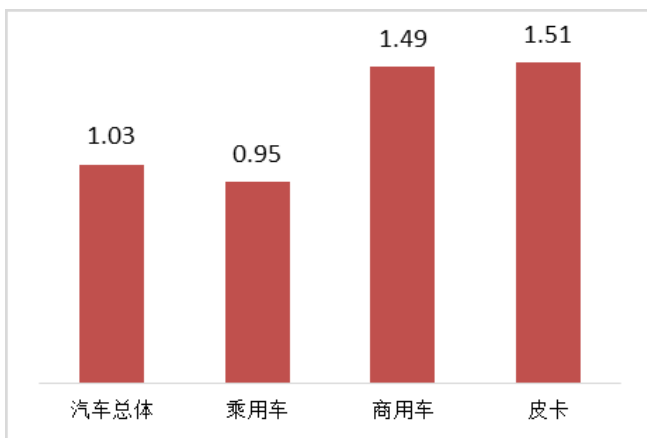
模仍有提升空间。

图 36：2019 年全球主要经济体皮卡渗透率



资料来源：中国皮卡网，山西证券研究所

图 38：2020 年皮卡销量相比 2015 年增长倍数



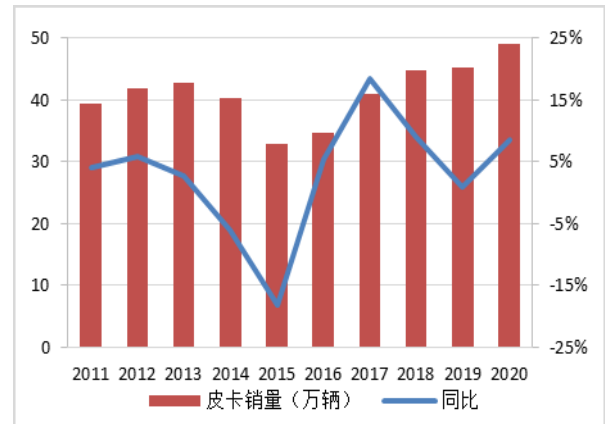
资料来源：中国皮卡网，山西证券研究所

图 40：发布解禁政策省份一览



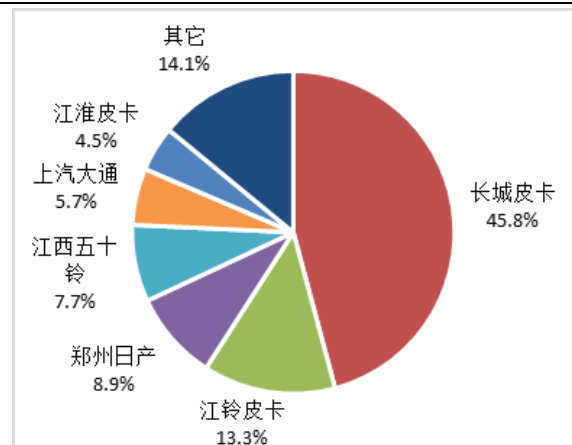
资料来源：皮卡车网，中国皮卡网，山西证券研究所

图 37：自主品牌皮卡国内销量



资料来源：中国皮卡网，山西证券研究所

图 39：2020 年皮卡各品牌销量份额



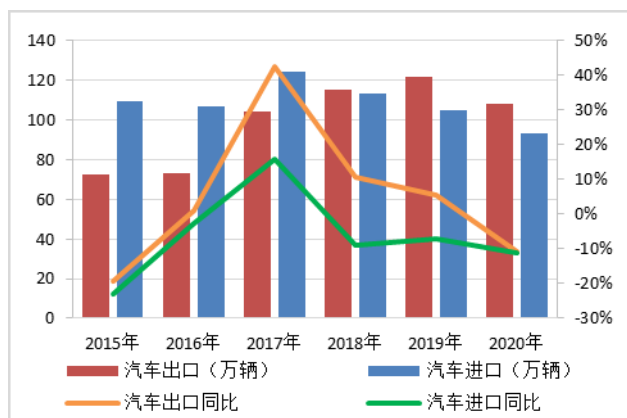
资料来源：中国皮卡网，山西证券研究所

长城汽车皮卡产品商乘市场并进，表现优异。皮卡商用市场来看，长城汽车旗下风骏系列皮卡已是商用皮卡领域的明星产品，在多年的市场表现中树立了良好的口碑。乘用车市场来看，炮系列皮卡一经推出便收获了超高话题度，重新点燃了乘用车市场的关注度，强化了长城汽车“皮卡专家”的品牌形象，进一步稳固公司在国内皮卡市场的龙头地位。

## 2.5 汽车出口有待扩量

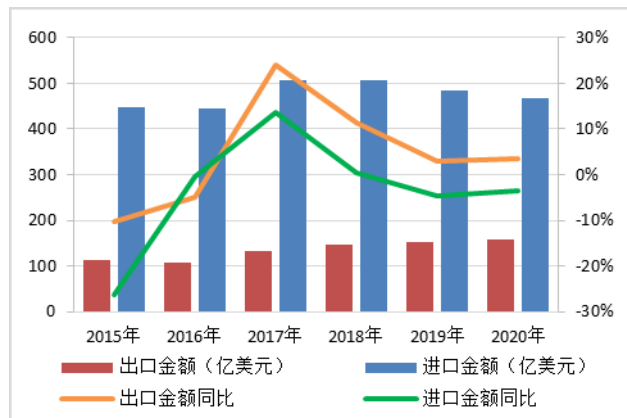
汽车出口总体增长，出口车型有待高端化。2015年至2020年，我国汽车出口数量和出口金额总体上呈现不断增长的趋势；进口数量和进口金额总体上呈现先升后降的趋势；平均单车出口金额总体上先降后升，平均单车进口金额总体上震荡上行。2019年，我国汽车出口数量达到121.5万辆，为近年来最高，2020年受全世界范围内的疫情影响，出口数量为108.2万辆，而2020年的出口金额达到157.4亿美元，高于2019年的152.1亿美元，为近年来最高。2017年，汽车进口数量达到124万辆，随后缓慢下行，2019年为104.8万辆，2020年则为93.8万辆。汽车进口金额2018年达到506.8亿美元，2019年为483.8亿美元，2020年则为467亿美元。我国汽车出口金额与进口金额相比仍有较大差距，同样地，平均单车出口金额与平均单车进口金额相比也有较大差距。平均单车出口金额在2017年低至12760美元，随后回升至2020年的14547美元，而平均单车进口金额则逐渐上升至2020年的50054美元。在当前我国汽车出口数量已经超过汽车进口数量的情况下，平均单车出口金额仅为平均单车进口金额的29%。因此，打造高端品牌和优质产品，将成为自主品牌车企的主攻课题之一。

图 41：汽车进出口数量



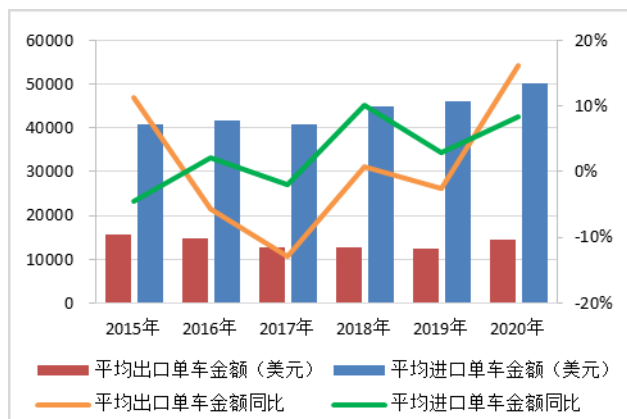
资料来源：海关总署，国家统计局，中汽协，山西证券研究所

图 42：汽车进出口金额



资料来源：海关总署，国家统计局，中汽协，山西证券研究所

图 43：平均单车进出口金额



资料来源：海关总署，国家统计局，中汽协，山西证券研究所

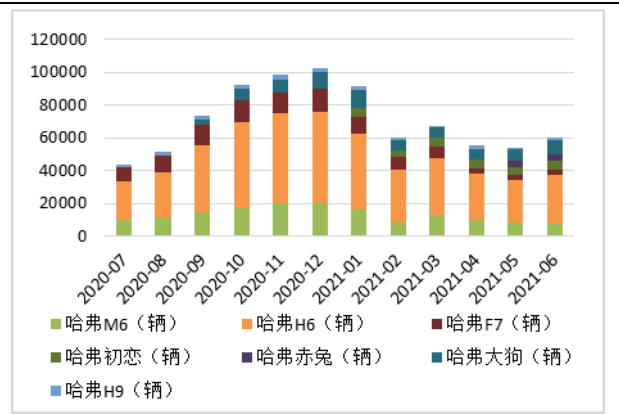
**长城汽车积极扩展海外市场。**长城汽车早在 1998 年就实现了汽车出口，是中国第一批走出国门的汽车企业。目前依托俄罗斯、澳大利亚、南非、南美、中东 5 大区域营销中心，完成了 60 多个国家和地区的市場布局，2020 年出口达 6.9 万辆。

### 3. 公司：以 SUV 和皮卡为依托，新能源汽车拉动，公司未来可期

#### 3.1 SUV 份额稳步回升，爆款车型频出

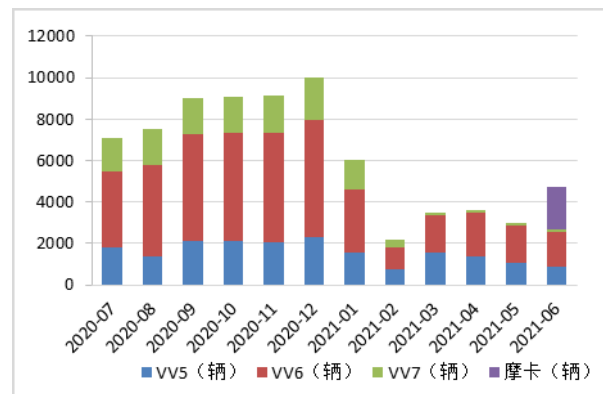
**SUV 产品线丰富，总体市场表现优秀。**从具体车型来看，回顾近一年销售数据，哈弗品牌车型销量先升后降，2020 年 11 月和 12 月，月销量超过 10 万辆，2021 年 6 月销量则为 6.0 万辆。哈弗品牌车型中 H6 的销量最高，常年位于 SUV 销量榜第一位。WEY 品牌车型同样先升后降，2020 年 12 月月销量突破 1 万辆，2021 年 6 月销量则为 0.47 万辆。WEY 品牌车型中新上市的“摩卡”车型销量最大，其次是 VV6。未来即将上市的新车型有“玛奇朵”、“拿铁”。坦克 300 是基于长城汽车智能专业越野平台打造的首款“智能豪华越野 SUV”，自 2020 年 12 月上市以来，迎来了口碑与销量的双丰收，上市后的第一个完整月，便收获了超过 6 千辆的销量，2021 年 6 月销量 7160 辆。目前由于产能受限，提车周期已达 3 个月以上。随着产能修复提升和坦克品牌其他车型的陆续推出，销量有望继续提升。

图 44：哈弗品牌各车型销量



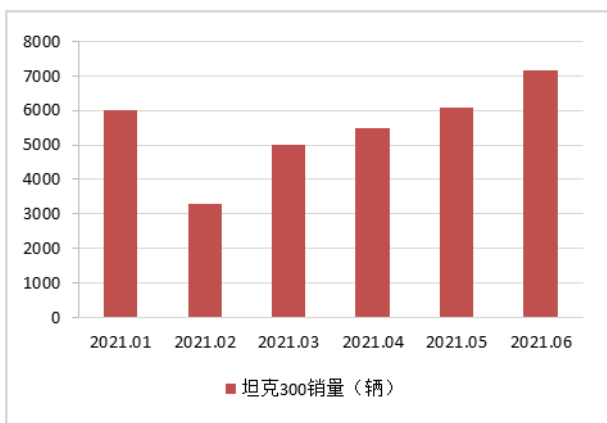
资料来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 45：WEY 品牌各车型销量



资料来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 46：坦克 300 销量



资料来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 47：哈弗品牌部分主要车型



资料来源：公司官网，山西证券研究所

图 48：WEY 品牌车型



资料来源：公司官网，山西证券研究所

图 49：坦克品牌车型

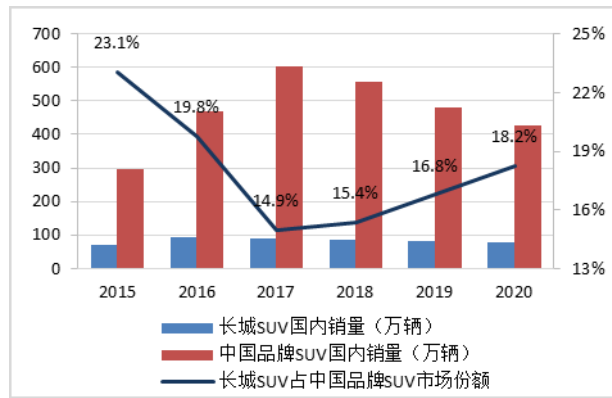


资料来源：公司官网，山西证券研究所

长城汽车 SUV 在自主品牌 SUV 中市场份额稳步回升。从 SUV 车型的销量份额来看，长城汽车的 SUV 产品在自主品牌 SUV 市场中的份额先降后升，由 2015 年的 23% 下降至 2017 年的 15%，随后一路上行至 2020 年的 18%。

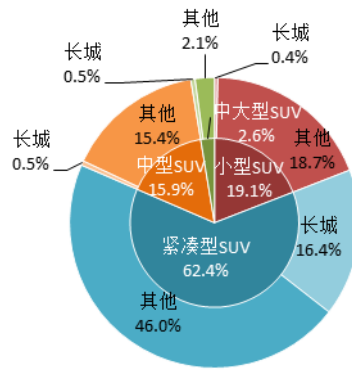
紧凑级 SUV 市场认可度高，其他车型增量空间巨大。分车型级别来看，2020 年长城汽车的紧凑型 SUV 产品市场表现最好，在自主品牌 SUV 中市场份额占 16.4%，而长城汽车的小型 SUV、中型 SUV、中大型 SUV 则销量不佳，在自主品牌 SUV 中市场份额仅分别为 0.4%、0.5%、0.5%。长城汽车在紧凑型 SUV 领域，拥有明星产品哈弗 H6，常年占据紧凑型 SUV 销量排行榜第一名的位置，此外还通过哈弗 M6、哈弗 F7、哈弗 F5、哈弗 H4、哈弗 H5、哈弗大狗、WEY VV6、WEY VV5 等产品进一步形成了丰富的紧凑型 SUV 产品线，在该车型领域形成了强大的优势和统治力。而目前长城汽车在售的小型 SUV 产品仅有哈弗 H1、哈弗 H2，中型 SUV 产品仅有哈弗 H7、WEY VV7，中大型 SUV 产品仅有哈弗 H9，产品线不够丰富，产品更新速度较慢。随着长城汽车产品线的不断丰富，未来在小型、中型、中大型 SUV 领域还有较大增长空间。

图 50：长城汽车 SUV 车型销量及市场份额



资料来源：乘联会，公司公告，山西证券研究所

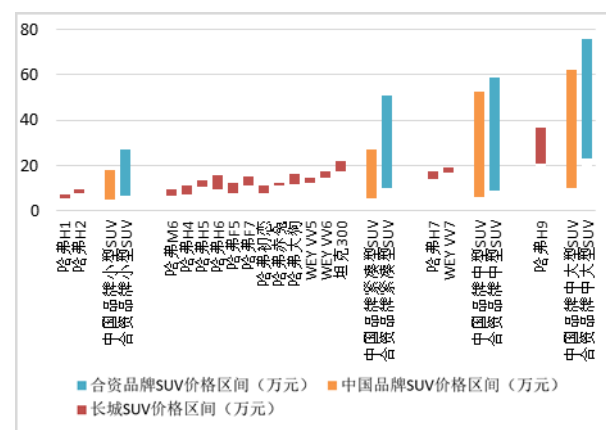
图 51：长城汽车占自主品牌 SUV 市场份额



资料来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

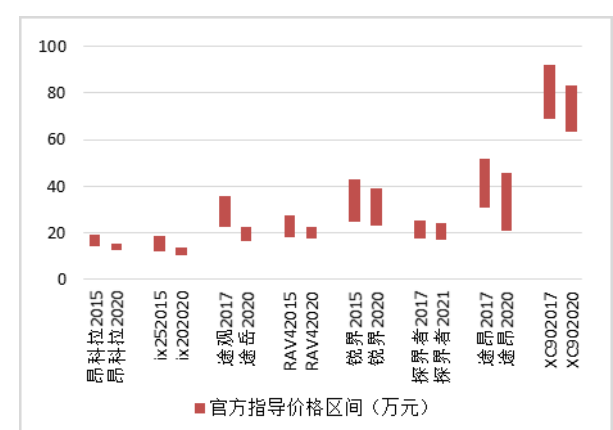
长城汽车 SUV 价格梯度合理，给消费者提供了丰富选择。选取市场上年销量大于 5000 辆的 SUV 车型对比其售价，从各车型的售价范围来看，长城汽车各车型售价形成了合理的价格梯度，且价格与市场有较好的契合度，有较强的价格竞争力。小型 SUV 价格低于自主品牌小型 SUV 平均价格；长城汽车的紧凑型 SUV 产品丰富，价格基本覆盖了自主品牌紧凑型 SUV 价格的全部范围，为消费者提供了丰富的选择；中型 SUV 价格大幅低于自主品牌中型 SUV 的平均价格；中大型 SUV 价格略低于自主品牌中大型 SUV 的平均价格。此外，合资品牌为了进一步抢占市场份额，合资 SUV 产品有价格下探的趋势，这也是导致自主品牌 SUV 市场份额连年下滑的主要原因之一。随着国内外竞争对手新能源 SUV 产品线的进一步丰富和完善，SUV 产品价格的持续下探，自主品牌 SUV 制造商将面临更大的市场份额争夺压力。

图 52：长城汽车 SUV 价格区间



资料来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 53：部分合资品牌 SUV 价格变化对比



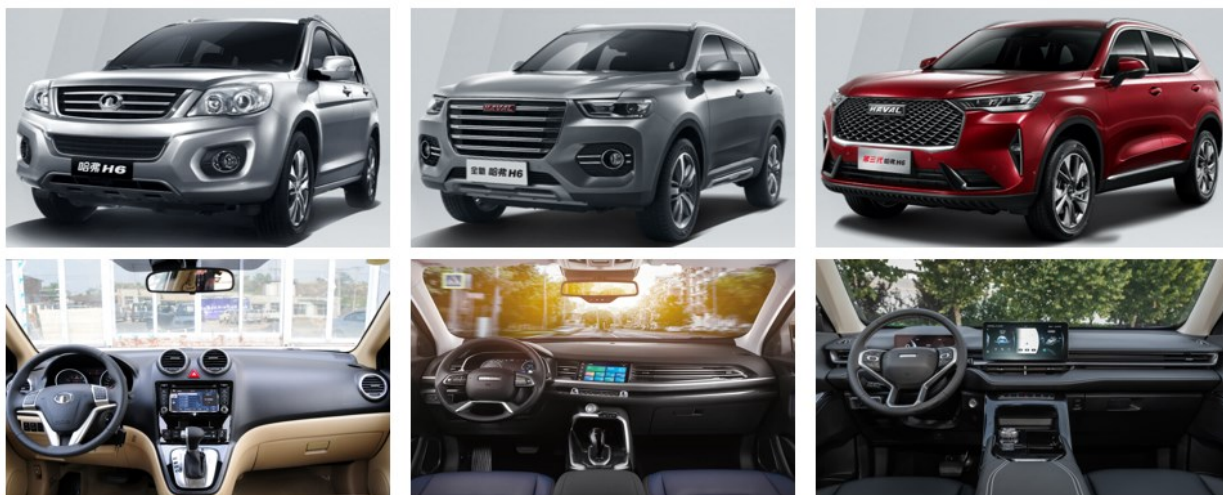
资料来源：有驾网，山西证券研究所

打造专家形象，有望收复并扩大市场份额。在竞争日益激烈的 SUV 市场中，差异化的品牌竞争力是长城汽车独特的优势。长城汽车以“专注、专业、专家”的品牌理念，专注聚焦 SUV 领域，在消费者心目中形成了独特的品牌印象。随着长城汽车产品矩阵的完善和丰富、新技术新车型的持续推出，有望进一步收

复并持续扩大市场份额。

**H6 “大哥”地位稳固，哈弗品牌产品矩阵完善。**哈弗 H6 是长城汽车旗下的明星车型，常年位居 SUV 销量排行榜前列，并已连续 8 年获得国内 SUV 年度销量冠军。第一代哈弗 H6 于 2011 年下半年推出，同时期的自主品牌紧凑级 SUV 产品很少，仅有吉利全球鹰 GX7、华泰圣达菲等。但由于以大众途观、本田 CRV、丰田 RAV4 等为代表的合资品牌紧凑级 SUV 在彼时已十分畅销，使得紧凑级 SUV 空间大、实用性好、“面子”强等产品形象已经深入人心，因此合资品牌早早的在中国市场完成了紧凑级 SUV 的市场拓展。长城汽车选择在彼时推出紧凑级 SUV 哈弗 H6，一是**无需重新开拓市场**，二是**抢占了自主品牌先机**，三是**为消费者提供了价格低于合资品牌的同级别 SUV 产品**。因而哈弗 H6 一经推出，便凭借自身成熟稳重的造型设计和良好的产品力，迅速积累起良好的口碑并形成口碑传播，同时早早地建立起了良好的品牌形象，且快速建立起了统治地位。此后以点带线，依靠明星车型建立起了优质形象与口碑，哈弗品牌建立起了包含小型、紧凑型、中型和中大型的完善的 SUV 产品序列，**为消费者提供了丰富的产品选择，进一步增强自身竞争力。**

图 54：哈弗 H6 历代车型



第一代哈弗H6

第二代哈弗H6

第三代哈弗H6

资料来源：公司官网，汽车之家，山西证券研究所

**WEY 品牌产品主打轻奢豪华、时尚、科技概念，贴合中国消费者需求。**WEY 品牌是创始人魏建军先生用自己的姓命名的品牌，成立于 2016 年，定位为中国豪华 SUV 品牌。WEY 品牌的打造是长城汽车“品牌向上”的重要战略环节，也是自主品牌高端化的经典范例。以旗舰车型 VV7 为例，外形动感优雅、内饰大气豪华，驾辅、互联等智能科技配置齐全，**符合中国年轻消费者的审美和需求**。新一代“咖啡系列”车型则在造型设计上进一步年轻化和精致化，并增强智能化配置的功能和应用，**进一步吸引年轻消费群体。**

图 55：VV7 和摩卡



VV7

摩卡

资料来源：公司官网，汽车之家，山西证券研究所

坦克品牌精准命中消费升级痛点，开启“潮玩越野”时代。坦克品牌定位于硬派越野 SUV 车型，并已成为独立品牌。坦克 300 上市后随即广受欢迎，引爆了细分市场热点，销量远高于同类车型。坦克 300 的造型设计兼具了硬派与时尚的特点，精准击中了消费升级年轻用户的需求。坦克 300 还推出了赛博坦克、坦克游侠、风林铁骑等限定版潮流车型，坦克品牌化身为“潮玩”汽车品牌，针对年轻潮流用户圈层精准营销。坦克品牌还将推出坦克 700 和坦克 800 两款重磅车型，有望进一步开创和引爆中大型和全尺寸硬派越野车型市场。

图 56：坦克 300 限定版车型



坦克游侠

风林铁骑

赛博坦克

资料来源：公司官网，汽车之家，山西证券研究所

长城旗下 SUV 空间大、配置丰富、性价比高。与自主品牌同类车型相比，哈弗品牌与 WEY 品牌车型在空间尺寸、安全类配置、科技类配置等方面具有明显优势，综合来看具备较高的性价比。



表 2：哈弗 H6 与主要竞品对比

	哈弗 H6 2021 款 第三代 1.5T 自动两驱 Supreme	长安 CS75 PLUS 2021 款 1.5T 自动尊贵型	吉利博越 pro 2020 款 1.5TD DCT 智能四驱版 PRO	荣威 RX5 2021 款 PLUS 1.5T 自动 Ali 国潮 旗舰荣麟版
				
指导价（万）	13.49	13.19	13.88	13.28
最大功率（kW）	124	131	140	127
最大扭矩（Nm）	285	265	300	275
NEDC 油耗（L/100km）	6.6	6.7	6.4	6.8
长*宽*高（mm）	4653*1886*1730	4690*1865*1710	4544*1831*1713	4571*1855*1719
轴距（mm）	2738	2710	2670	2708
变速器	7 挡湿式双离合	6 挡手自一体	7 挡湿式双离合	7 挡干式双离合
灯光	自适应矩阵式 LED	LED	自适应 LED	矩阵式 LED
L2 级自动驾驶功能	全部	少部分	大部分	无
主/被动安全与辅助操控配置	前/后排头部气囊 全车安全带未系提醒 并线辅助 车道偏离预警 交通标识识别 倒车车侧预警 发动机启停	前/后排头部气囊 全车安全带未系提醒 并线辅助 倒车车侧预警	车道偏离预警 交通标识识别	
其他配置	HUD 抬头显示 内置行车记录仪 方向盘换挡 蓝牙钥匙 手机无线充电 车内氛围灯 空气净化器	手机无线充电 空气净化器		蓝牙钥匙 大灯雨雾模式

资料来源：汽车之家，山西证券研究所

表 3：WEY 摩卡与主要竞品对比

	WEY 摩卡 2021 款 2.0T 两驱特香版	领克 01 2021 款 2.0TD 两驱型 Pro	长安 UNI-K 2021 款 2.0T 全轮驱动卓越型	星途揽月 2021 款 1.6T 两驱星享版
				
指导价（万）	17.58	17.98	16.89	16.89
最大功率（kW）	158	160	171	145
最大扭矩（Nm）	388	325	390	290
NEDC 油耗（L/100km）	7.0	7.4	8.9	7.9

长*宽*高 (mm)	4875*1960*1690	4549*1860*1689	4865*1948*1690	4970*1940*1795
轴距 (mm)	2915	2734	2890	2900
变速器	9 挡湿式双离合	8 挡手自一体	8 挡手自一体	7 挡湿式双离合
灯光	自适应 LED	自适应 LED	LED	LED
L2 级自动驾驶功能	大部分	大部分	少部分	无
主/被动安全与辅助操控配置	并线辅助 车道偏离预警 交通标识识别 倒车车侧预警	并线辅助 车道偏离预警 交通标识识别 倒车车侧预警	全车安全带未系提醒	
其他配置	通风盘式后制动 主动闭合式进气格栅 方向盘换挡 内置行车记录仪 面部识别 多色车内氛围灯 后排隐私玻璃 负离子发生器	手机无线充电 前排座椅加热 驾驶位座椅通风 驾驶位座椅记忆 手机互联映射 多色车内氛围灯 负离子发生器	内置行车记录仪 手机无线充电 后排座椅靠背调节 流媒体后视镜	方向盘换挡 后排座椅靠背调节 后排独立空调

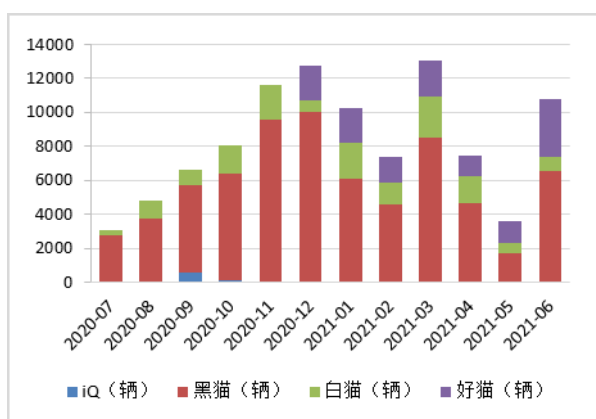
资料来源：汽车之家，山西证券研究所

### 3.2 新能源汽车份额快速提升，产品线有待完善

欧拉品牌各新能源车型表现有所分化。欧拉品牌黑猫车型更受市场欢迎，占据较大销量份额，2020 年 12 月黑猫单车销量突破 1 万辆，而 2021 年 6 月黑猫销量为 0.65 万辆。好猫销量逐渐超过白猫，2021 年 6 月达到 0.34 万辆。

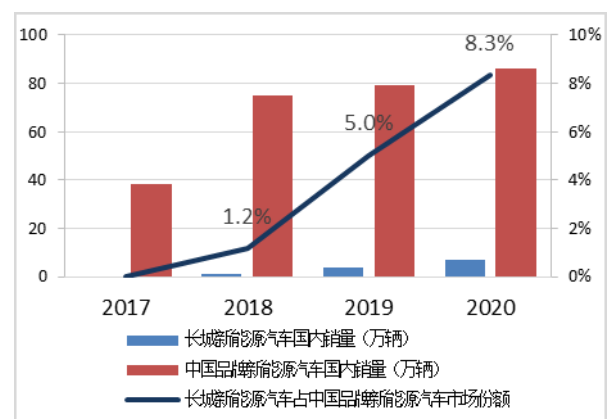
长城新能源汽车产品市场份额稳步攀升。从新能源汽车的销量份额来看，近年来中国乘用车市场新能源汽车销量不断增长，长城汽车新能源汽车产品在自主品牌新能源汽车市场中的份额逐步上升，由 2017 年的 1.2% 提升至 2020 年的 8.3%。

图 57：欧拉品牌车型销量



资料来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 58：长城汽车新能源汽车市场份额



资料来源：乘联会，公司公告，山西证券研究所

图 59：欧拉品牌车型

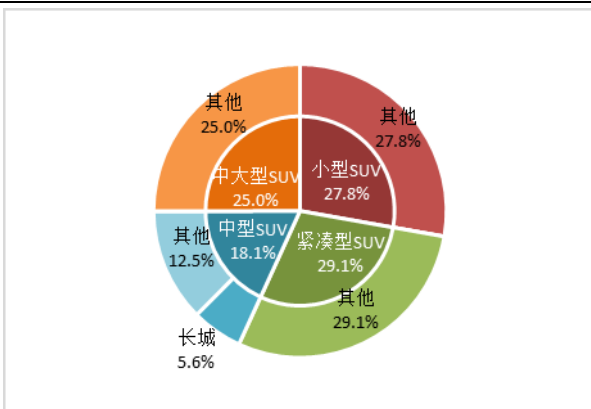


资料来源：公司官网，山西证券研究所

分车型级别来看，A00 级车表现优秀，其他产品线有待完善。2020 年长城汽车的新能源 SUV 在售产品只有一款中型 SUV，为 WEY VV7 新能源，在自主品牌新能源 SUV 中市场份额占 5.6%，其它级别 SUV 产品则没有进行产品投放。新能源轿车领域，长城汽车主要投放了 A00 级车黑猫和白猫，在自主品牌新能源轿车中市场份额占 9.1%，A0 级车好猫，在自主品牌新能源轿车中市场份额占 0.3%；A 级车 iQ 在自主品牌新能源轿车中市场份额占 0.1%，其它级别轿车产品则没有进行产品投放。长城汽车目前新能源车型的产品线还不完善，未来在各个级别车型中都有较大增长空间。

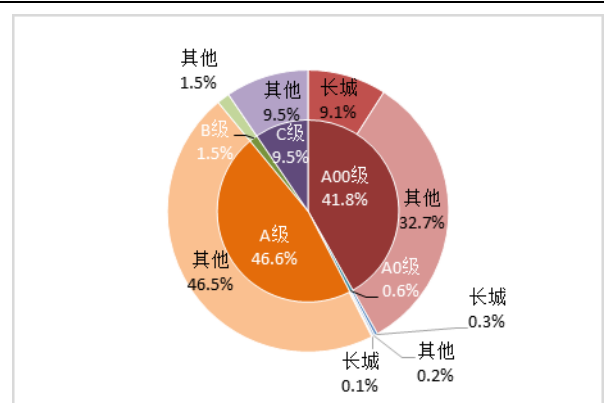
从产品价格来看，已投放车型价格区间合理，有待完善价格梯度。选取市场上年销量大于 1000 辆的新能源汽车，从各车型的售价范围来看，长城汽车已投放的新能源车型，价格区间合理。A00 级车价格区间略高于自主品牌 A00 级车平均价格；A0 级车价格区间与自主品牌 A0 级车价格区间一致，A 级车价格区间接近自主品牌 A 级车平均价格，中型 SUV 价格区间则大幅低于自主品牌中型 SUV 平均价格。目前长城汽车新能源汽车产品线还不完善，后续随着长城汽车新能源车型的逐步投放，价格区间分布将更加趋于完善和合理，进而带动公司 SUV 份额及收入规模进一步向上。

图 60：长城汽车占自主品牌新能源 SUV 市场份额



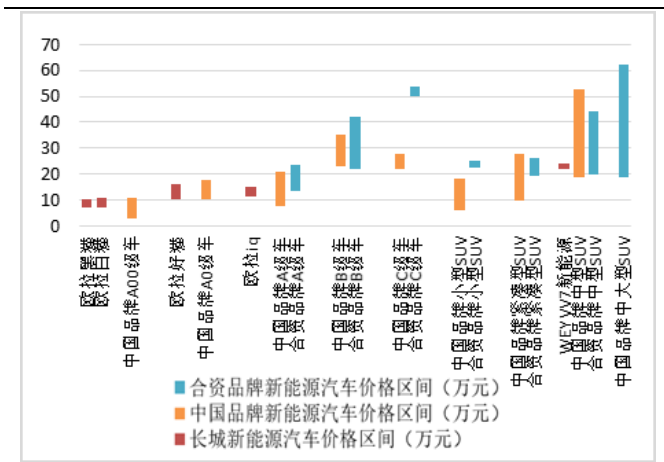
资料来源：车主之家网，山西证券研究所

图 61：长城汽车占自主品牌新能源轿车市场份额



资料来源：车主之家网，山西证券研究所

图 62：长城汽车新能源车型价格区间



资料来源：车主之家网，山西证券研究所

**电动 SUV 进程有待提速。**尽管长城汽车在自主品牌 SUV 产品领域内处于领先者的地位，但来自竞争对手的压力依然不容小觑。除电动汽车品牌欧拉外，长城汽车在 SUV 产品的电动化进程中动作稍显迟缓，尚待提速。目前在售的哈弗品牌和 WEY 品牌 SUV 产品绝大多数为燃油车型，WEY 品牌曾经推出过插电混合动力车型 P8，但并未在市场上获得成功，最后草草退市。目前在售的插电混合动力车型，也均销量不佳。目前销量较高的自主品牌新能源 SUV 车型有理想 ONE、哪吒 V、蔚来 ES6、EC6、ES8、荣威 ERX5、小鹏 G3、威马 EX5、比亚迪宋 pro 新能源、唐新能源、元新能源、广汽 AION V、AION Y、奇瑞小蚂蚁等；销量较高的合资或进口品牌新能源 SUV 车型有特斯拉 Model Y、Model X、奥迪 Q2L e-tron、奔驰 EQC、本田 CR-V 新能源、大众探岳 GTE、ID.4 系列等。

图 63：欧拉好猫



资料来源：公司官网，汽车之家，山西证券研究所

欧拉汽车定位于“更爱女人的汽车品牌”。欧拉是中国汽车品牌中首个专为女性用户打造的汽车品牌，也是中国主流自主车企中第一个独立的新能源汽车品牌。在车型方面，女性消费者往往更喜爱小巧的汽车，目前欧拉推出的车型均为 A 级及以下尺寸的车型，满足了女性消费者对小型车的偏好。在汽车设计方面，女性消费者更偏爱精致时尚的设计，以好猫车型为例，采用了可爱复古的外观设计和潮流简约的内饰设计

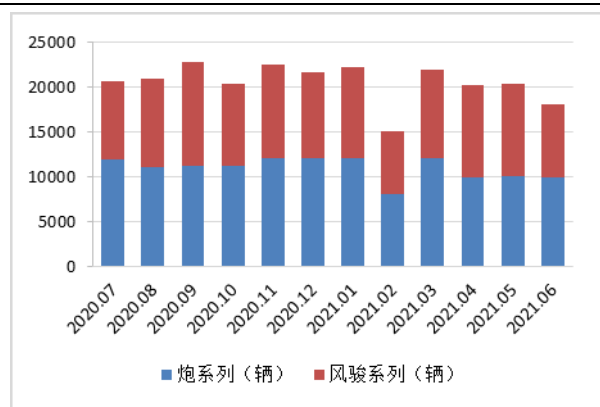
风格，满足了女性消费者对汽车的审美偏好，加强了产品自身的个性化、定制化属性，大大增强了在细分市场竞争力。在营销方面，与美妆、彩妆品牌开展合作，不断制造精细，提出要尊重、关注、满足女性需求，让每一位女性用户都能真正感受到被尊重、被关心、被爱护，持续加码情感营销，与女性消费者产生情感共鸣，有望助力公司吸引客户群体，带动产品销量提升。

### 3.3 皮卡产品成熟，龙头地位稳固

**皮卡销量维持高位。**长城汽车股份有限公司同时也是国内领先的皮卡车型制造商，旗下的皮卡车型主要包括风骏系列和炮系列。其中风骏系列主要为商用用途，而炮系列则有商用版、乘用版、越野版。长城炮系列皮卡自上市以来，广受消费者欢迎，月销量稳定在1万辆左右。长城皮卡自2018年以来市场份额快速增长，2020年已占国内皮卡市场份额的45.8%。

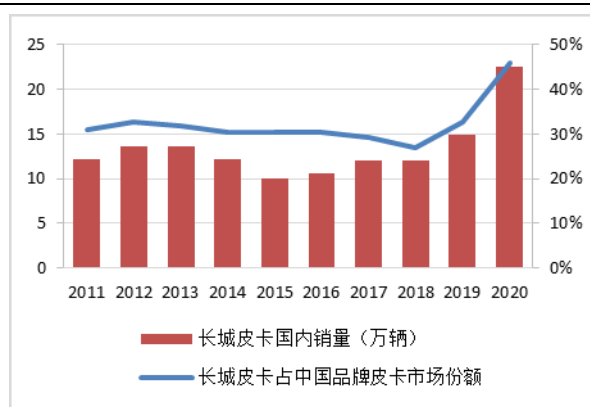
**皮卡产品线丰富，价格合理。**从皮卡各车型的售价范围来看，长城汽车的皮卡产品形成了合理的价格梯度，覆盖了主流皮卡产品的各价位区间，为皮卡消费者提供了丰富的选择空间。

图 64：长城皮卡销量



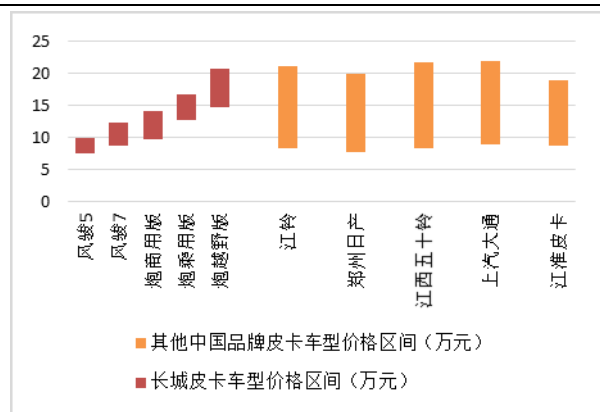
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 65：长城皮卡占自主品牌皮卡市场份额



资料来源：中国皮卡网，公司公告，山西证券研究所

图 66：长城汽车皮卡车型价格区间



资料来源：汽车之家网，山西证券研究所

图 67：长城皮卡车型



资料来源：公司官网，山西证券研究所

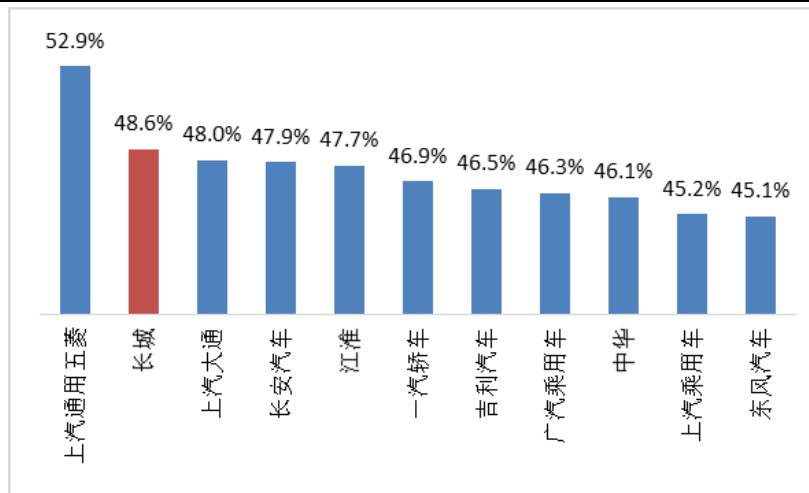
长城炮系列皮卡正在重塑皮卡形象。长城炮乘用版采用前双叉臂式独立悬架和后多连杆整体桥式非独立悬架，注重日常驾驶的舒适性，长城炮越野版配备中央差速锁、前后桥电控差速锁、超速自动解锁，硬派越野专属强悍越野装备，极大增强了车辆脱困能力。长城炮系列皮卡正在摆脱人们对传统皮卡的工具化印象，推动皮卡进入日常生活甚至成为越野大玩具，重新塑造皮卡车型的形象。随着消费升级趋势、换车趋势的推进以及皮卡解禁政策的更大范围推广，长城皮卡系列车型有望进一步扩大销量和市场份额。

### 3.4 综合竞争优势明显

#### 3.4.1 二手车保值率较高

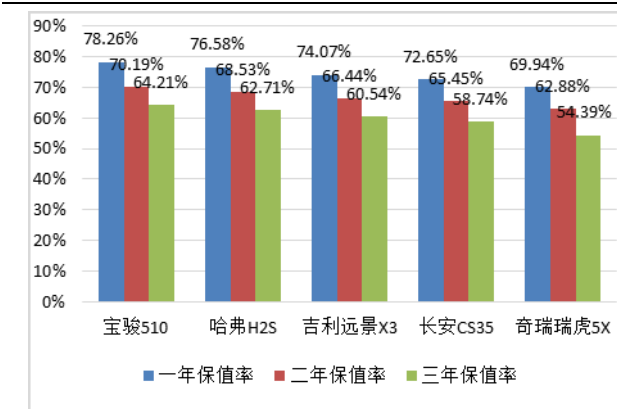
长城汽车的二手车保值率较高。与其它自主品牌相比，长城汽车在自主品牌保值率排名中位列第二名，仅次于上汽通用五菱。其中，上汽通用五菱保值率大幅领先其他厂商的主要原因是旗下走量车型的售价较低，且保有量大。小型 SUV 中，哈弗 H2S 位列第二名；紧凑型 SUV 中，哈弗 H6 位列第一名，中型 SUV 中，WEY VV7 位列第四名，哈弗 H7 位列第五名；中大型 SUV 中，哈弗 H9 位列第一名。高保值率反映了长城汽车质量过硬、品质较好、保有量大、受欢迎程度高。车企往往需要通过很长时间的发展和积累，才能形成较高保值率的市场格局现状，高保值率也是车企竞争过程中的深护城河与高壁垒，将为长城汽车持续向上发展提供便利条件，并为公司进一步开展汽车出口业务提供有力支撑。

图 68：自主品牌厂商保值率



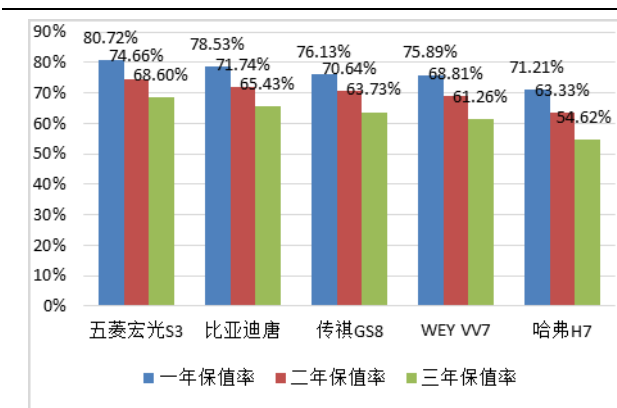
资料来源：58 汽车，J.D.POWER，优信，山西证券研究所

图 69：自主品牌小型 SUV 保值率



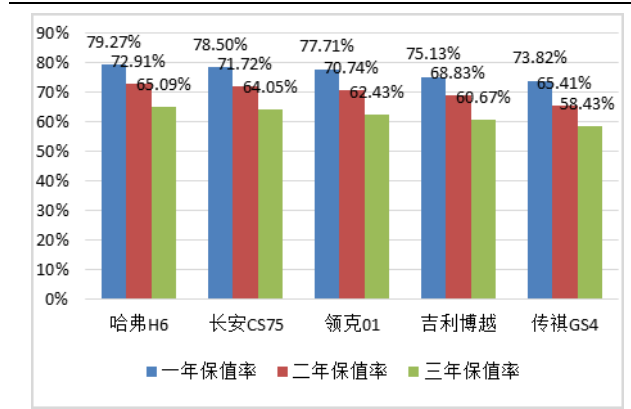
资料来源：车 e 估，山西证券研究所

图 71：自主品牌中型 SUV 保值率



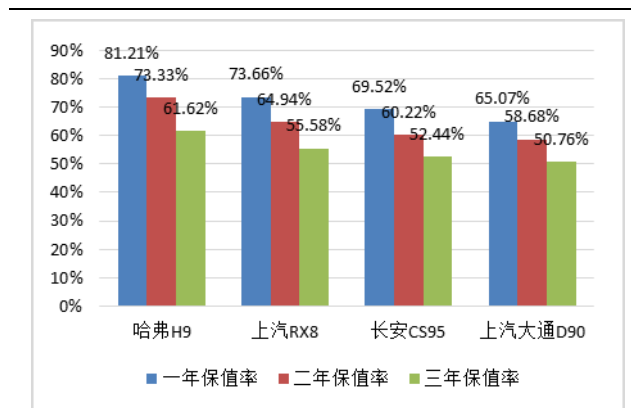
资料来源：车 e 估，山西证券研究所

图 70：自主品牌紧凑型 SUV 保值率



资料来源：车 e 估，山西证券研究所

图 72：自主品牌中大型 SUV 保值率



资料来源：车 e 估，山西证券研究所

### 3.4.2 建立全球研发与生产体系

逐步建立了全球协同体系。长城汽车先后在日本、美国、德国、印度、奥地利和韩国设立海外研发中心，构建以中国总部为核心，涵盖欧洲、亚洲、北美的全球化研发布局。长城汽车在国内已形成八大生产基地，保定、徐水、天津、重庆永川、江苏泰州生产基地已经建成投产，江苏张家港、山东日照和浙江平湖几大项目已经启动或开工建设。在海外，长城汽车还在厄瓜多尔、马来西亚、突尼斯和保加利亚等多国建设了KD工厂，并在俄罗斯建立了独资工厂，这是自主品牌汽车企业在海外首个具备四大工艺的整车工厂。全球协同体系的搭建，进一步提升了公司研发实力和生产效率，进而支撑公司业务持续释放。

图 73：长城汽车全球研发与生产体系



资料来源：公司官网，山西证券研究所

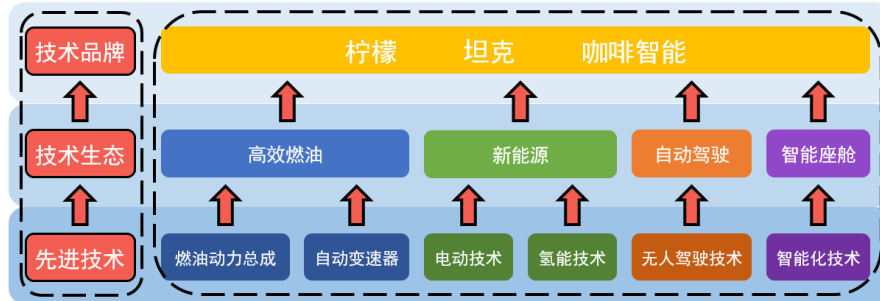
### 3.4.3 打造三大先进技术平台，筑成“科技长城”

构建技术生态与技术品牌，提升品牌形象与综合竞争力。长城汽车整合全球优质资源、历时五年、研发投入超过 200 亿元，打造了“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”三大技术品牌，形成了以“自动驾驶、智能座舱、高效燃油、新能源”相互融合的技术生态。公司发布的柠檬混动 DHT 是全球领先的高效、高性能混动方案，打破了合资垄断，树立了中国混动技术新的方向标；同时本公司在传统燃油动力总成、自动变速器、氢能、无人驾驶等领域都保持着行业领先的技术实力。模块化技术平台的运用将大幅度的降低汽车企业的生产研发成本以及研发周期，继而带来汽车企业利润的最大化，并提升汽车产品的性价比，从而大幅提升企业的竞争力。此外，打造技术品牌也是品牌营销的重要组成部分，早年间外国品牌车企大力进行技术品牌的打造与营销，如大众的 MQB 和 MEB 平台、丰田的 TNGA 架构、奥迪的 quattro 等，起到了很好



的宣传效果。长城汽车作为中国自主品牌车企的领军企业，打造和宣传自己的技术品牌，将有助于提升品牌认知度和品牌形象，拉近与消费者之间的距离。

图 74：长城汽车技术品牌与技术生态



资料来源：公司公告，山西证券研究所

**模块化柠檬平台，对标国际先进水平，提升产品竞争力。**长城汽车柠檬平台具备 5 大核心点，分别为全球化、模块化、高性能、高安全、轻量化。柠檬平台是一个模块化技术平台，可覆盖 A0 至 D 级 SUV、轿车、MPV 车型，可以通过快速调整平台尺寸来降低造车成本和造车时间。柠檬平台可兼备四种动力方案，分别为高效燃油动力、混合动力、纯电动、氢能源动力。据长城汽车规划，2022 年常规动力与混合动力发动机的热效率将分别达到 41%和 42%，2025 年达到 51.5%。现阶段，柠檬平台可打造出 NEDC 最高 700km 续航的纯电动车型。首款基于柠檬平台打造的氢燃料汽车也将于不久后推出。在车辆安全方面，柠檬平台建立了基于乘员安全、行人安全、车辆安全的“全面安全”理念，在车辆的开发阶段就全面参考欧洲、美国等严苛的安全标准。轻量化方面，柠檬平台遵循“合适的材料用在合适的位置”设计理念，从设计、材料、结构、工艺全过程确保轻量化性能打造。柠檬平台车身高强度钢比例超 70%且支持全铝车身设计，数据显示，第三代哈弗 H6 的 A、B 柱表层强度都已经超过 1000 兆帕，A 柱里层结构接近 1500 兆帕，B 柱里层接近 2000 兆帕。柠檬平台的推出和使用，将有助于提升长城汽车产品的综合竞争力。

图 75：长城“柠檬平台”



资料来源：公司官网，山西证券研究所

**硬派坦克平台，打造差异化竞争优势。**坦克平台是专为硬派越野车型而打造的专业纵置非承载越野技术平台。坦克平台是模块化技术平台，具备高延展性，支持 B 至 D+级 SUV 与皮卡车型的开发。动力方面，坦克平台涵盖 ICE、PHEV、HEV 三种动力形式，常规高效发动机实现了 38%的同级最优发动机热效率。匹配中国首款纵置 9AT 变速器，扭矩密度和齿比跨度同级领先，实现了重量更轻、动力性能更好、效率更高。在越野配置上，坦克平台搭载了可靠的硬派智能四驱系统、超大行程的主动悬架系统、电控减震器、主动稳定杆以及三把差速锁等，从容应对各种复杂路况。极致的越野参数和超强的越野能力使得坦克平台的车型具备了超强的竞争力。自主品牌推出硬派越野汽车技术平台，尚属首次，这使得长城汽车弥补了自主品牌在该领域的空白，具备了差异化竞争优势，将有力推动“品牌向上”。

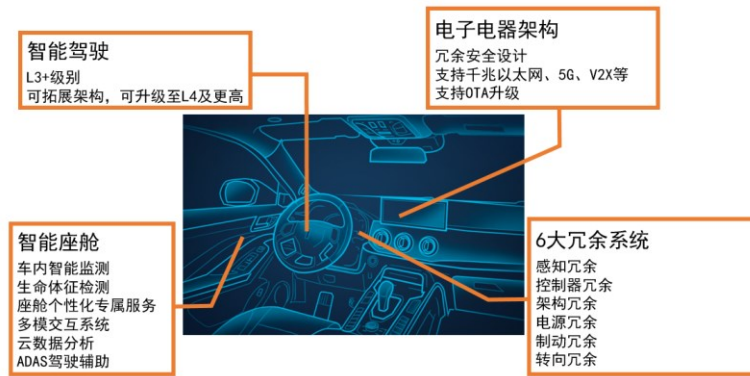
图 76：长城“坦克平台”



资料来源：公司官网，山西证券研究所

**智能化咖啡平台，智能化先走先行。**咖啡智能平台是长城汽车整车智能化品牌,涵盖智能座舱、智能驾驶和智能电子电气架构,是面向未来出行的智能系统。对于智能驾驶来说，安全的重要性不言而喻，咖啡智能平台具备的 6 大冗余系统，将为智能驾驶保驾护航。感知冗余系统，包含 8 个毫米波雷达、8 个摄像头、3 个固态激光雷达、12 个超声波雷达、高精地图及多种传感器方案；控制器冗余，采用双控制器，全时运转；架构冗余，采用双通讯架构，有三条独立物理通讯链路，互为支撑；电源冗余，采用了双电源供应、双回路设计；制动冗余，搭载 ESP 和 IBOOSTER 两套独立的电子制动控制单元；转向冗余，具备双绕组电机、双电机位置传感器、双 CPU、双控制器。与其他自主品牌车企主要以智能车机系统和智能驾驶系统为主要研发方向不同，长城汽车推出的咖啡智能平台是一个涵盖了软、硬件系统的综合性智能化平台，在智能化技术领域先走先行。

图 77：长城“咖啡智能平台”



资料来源：公司官网，山西证券研究所

“一线大牌”供应商，打造高品质车辆。供应链方面，上游供应商主要有蜂巢易创、博世、大陆、法雷奥、哈曼、舍弗勒、德尔福、采埃孚、天合、博格华纳、海拉、马勒、奥托立夫、江森自控、博泽等。蜂巢易创是长城汽车旗下零部件全资子公司，业务涵盖动力系统、传动系统、电驱动系统和智能转向系统四大板块。其自主研发的 GW4N20 发动机、9HDCT 横置 P2 混动 9 速湿式双离合变速器等产品具有国际先进的技术竞争力。蜂巢易创先后投入近 10 亿元，建设完成总占地面积 20000m<sup>2</sup> 的发动机、变速器、电驱动、转向 4 大测试中心及配套的整车试验场，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，以柔性化、自动化、信息化的生产理念，进行标准化生产，为满足客户需求，工厂布局保定、徐水、天津、扬中等地，年产能过百万。其他国际“大牌”厂商为长城汽车提供的零部件主要有底盘系统、动力传动系统、转向系统、电子电器系统、控制系统、安全设备和其他设备等。每辆汽车通常都由上万个零部件组成，长城汽车坚持从源头出发，与世界知名汽车零部件巨头通力合作，打造具备高品质的汽车产品。

图 78：长城汽车主要国际零部件供应商

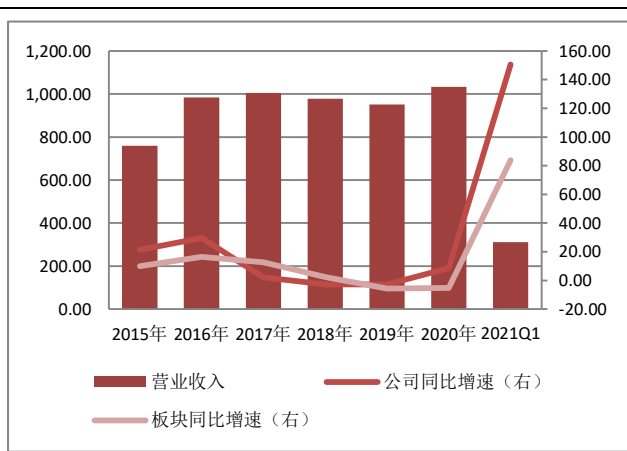


资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 4. 财务数据分析

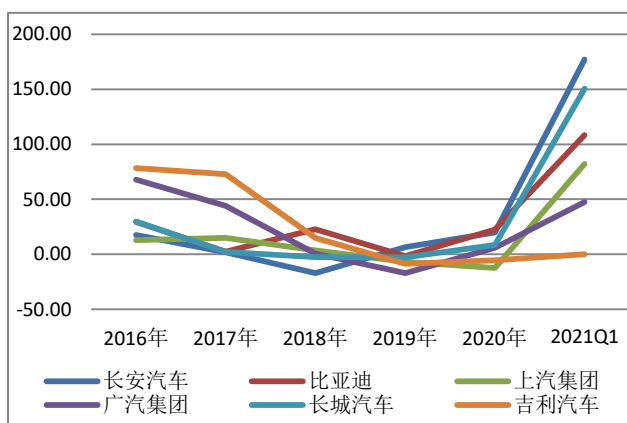
收入端来看，长城汽车营收增速持续领先行业。2020年，疫情环境下，公司销量逆市增长，长城汽车营收实现同比增长，全年营收合计1033.08亿元，营收规模下降趋势得以扭转，并重回千亿量级，与可比公司相比，公司营收规模仅次于上汽集团和比亚迪，同比增速为8.62%，同期乘用车板块（中信分类）营收同比下降5.25%，同比表现显著领先行业。2021Q1，公司营业收入为311.17亿元，较2019Q1、2020Q1分别增长40.89%、150.62%，其中同比增速显著领先于板块整体的83.79%，与可比公司相比，公司营收同比仅次于长安汽车，且自2019Q3以来，公司单季度营收同比持续领先板块营收同比。

图 79：公司近年来营收情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 81：公司及可比公司营收同比对比（%）

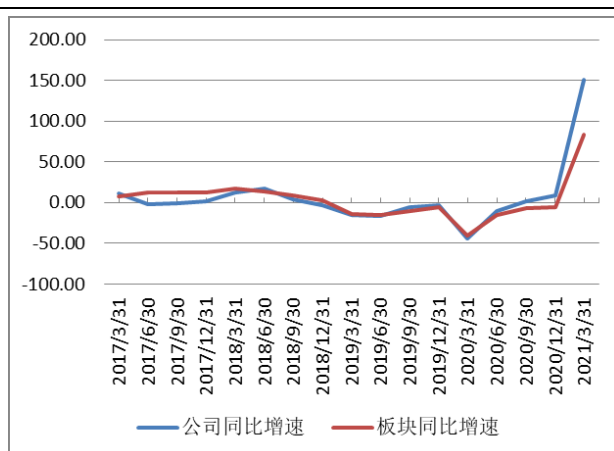


资料来源：wind，山西证券研究所

注：可比公司选取中信三级分类乘用车板块，并剔除（1）B股（长安B）；（2）业务构成差异较大的海马汽车、一汽解放、中国铁物、江淮汽车、小康股份；（3）可比数据不足的北汽蓝谷，新增吉利汽车。下同，但营运指标对比不含吉利汽车。

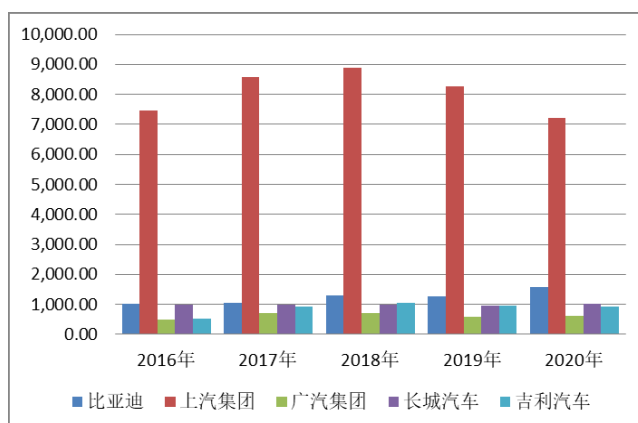
指标币种均统一为人民币

图 80：公司及板块单季度营收同比对比（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

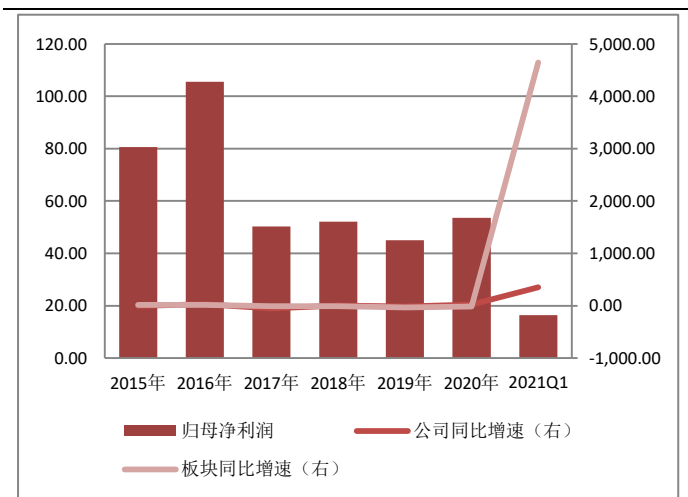
图 82：公司及可比公司营收规模对比（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

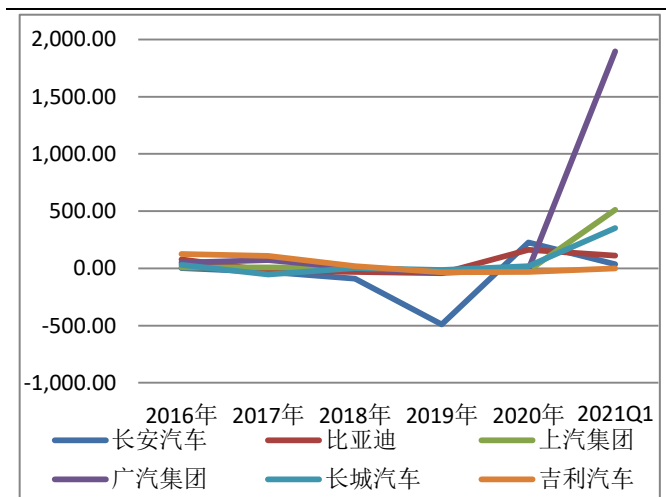
从盈利能力来看，长城汽车总体盈利水平高于行业平均。2020年及2021Q1，公司归母净利润分别为53.62亿元、16.39亿元，同比增长19.25%、352.17%，均实现高速增长，且与可比公司相比均处于中高位；根据公司《2021年中期业绩快报》，2021H1，公司预计上半年归母净利润合计34.98亿元，同比增长205.19%，同比高增长态势将延续。利润率表现来看，2020年及2021Q1，公司毛利率、净利率、净资产收益率均同比提升，且高于板块同期表现，且与可比公司相比，公司毛利率持续处于高位。

图 83：公司近年来归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

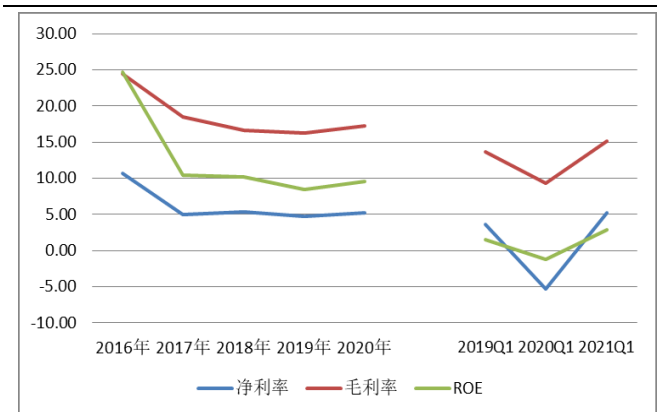
图 84：公司及可比公司归母净利润同比对比（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

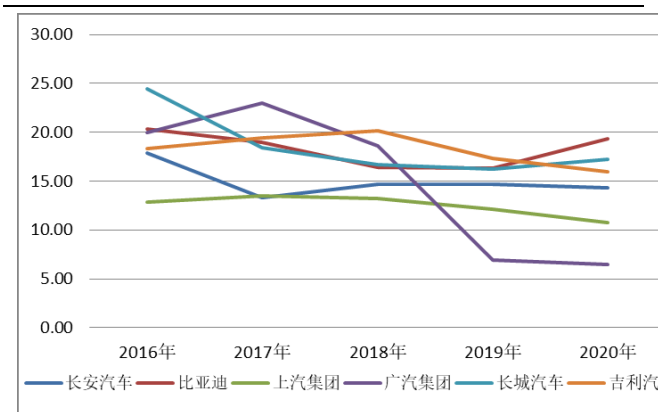
费用率下行，高研发持续，盈利能力整体向好。费用率表现来看，2021Q1，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为3.68%、5.05%、-0.32%，同比分别+0.15pct、-3.40pct、-4.20pct，费用率整体下行。此外，公司2020年及2021Q1研发费用分别为30.67亿元、9.08亿元，同比分别+12.93%、+48.56%，对比可比公司，公司研发费用规模与上汽集团、比亚迪差距较大，显著高于广汽集团、吉利汽车，略低于长安汽车，但差距逐步缩小，随着研发成果转化，有望助力公司进一步提升盈利能力。

图 85：公司毛利率/净利率/ROE 表现（%）



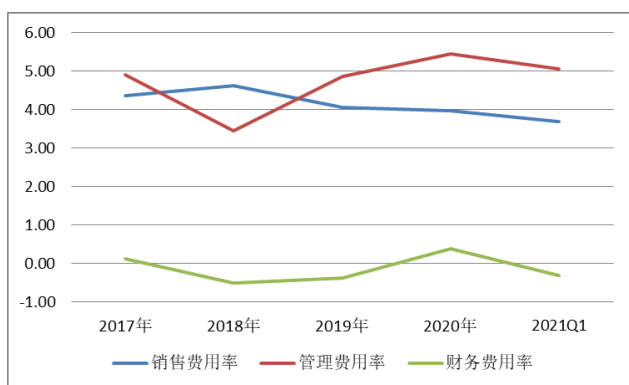
资料来源：wind，山西证券研究所

图 86：可比公司近五年毛利率对比（%）



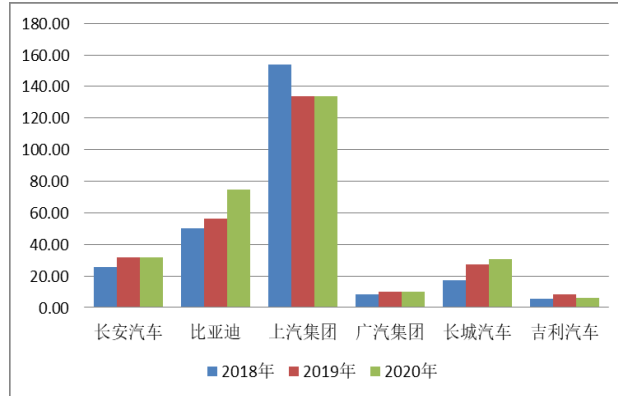
资料来源：wind，山西证券研究所

图 87：公司费用率表现（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

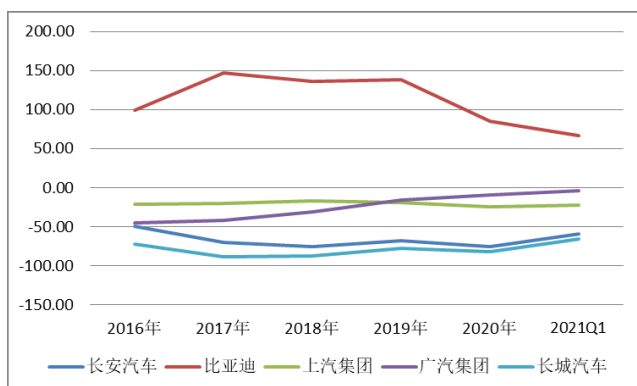
图 88：公司及可比公司研发费用对比（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

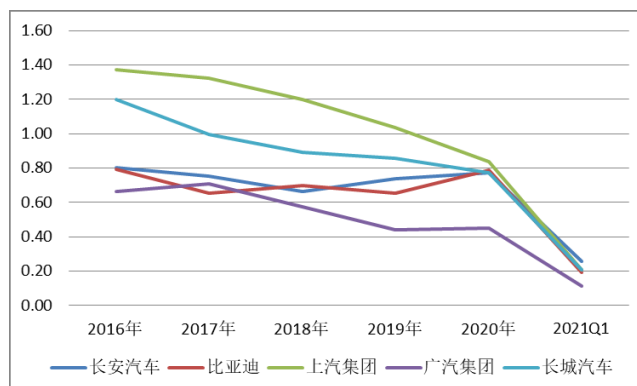
从营运能力来看，长城汽车总体营运水平高于行业平均。2020 年及 2021Q1，长城汽车净营业周期天数均显著低于同类可比公司，公司的资产运营效率高，对上下游资金的占用能力及自身资产的营运能力强；2020 年，公司总资产周转率为 0.77 次，总资产周转速度较快，销售能力较强，资产利用效率较高，与可比公司相比，公司总资产周转率 2020 年及 2021Q1 均位于中上游水平。

图 89：公司及可比公司净营业周期对比（天）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 90：公司及可比公司总资产周转率对比（次）



资料来源：wind，山西证券研究所

## 5. 投资建议、盈利预测和估值分析

### 5.1 投资建议

公司各项业务稳健发展，盈利能力和营运能力均好于行业平均水平，且费用率下行，高研发持续，盈利能力整体向好。2021年上半年，依托旗下哈弗、欧拉、坦克等优质品牌，汽车月销量表现持续领先行业，归母净利润预计同比增长 205.19%。后续来看，公司开发速度较快，新系列车型发布频繁，产品口碑较好，出现爆款的可能性较大，有望带动销量进一步提升。

就 SUV 而言，公司作为国内 SUV 龙头，近几年在自主品牌 SUV 中市场份额稳步回升。一是公司 SUV 空间大、配置丰富、性价比较高，且各车型售价形成了合理的价格梯度，与市场有较好的契合度，二是哈弗品牌产品矩阵完善，且拥有爆款车 H6，市场认可度较高，而 WEY 品牌定位轻奢 SUV，坦克品牌定位硬派越野 SUV，依托差异化竞争优势进一步吸引年轻消费群体。随着公司产品线进一步完善，依托自身较高的价格竞争力、差异化竞争优势和优质品牌，公司 SUV 产品市场份额有望提升，并为公司提供稳定增量。

就皮卡而言，公司是国内领先的皮卡车型制造商，2020 年国内市场份额超过 45%，稳坐国内皮卡整车制造商龙头。公司旗下皮卡产品成熟，并形成了合理的价格梯度。长城炮系列重新塑造了皮卡形象，随着消费升级趋势、换车趋势的推进以及皮卡解禁政策的更大范围推广，长城皮卡系列车型有望进一步扩大销量和市场份额，稳固公司在皮卡市场的竞争地位。

就新能源汽车而言，长城汽车新能源汽车产品在自主品牌新能源汽车市场中的份额逐步上升，且具备爆款车型，欧拉品牌定位女性市场，个性化、定制化属性较强，细分市场竞争力较强，叠加精准营销，有望带动销量提升。同时，公司持续高研发投入，逐步建立了全球研发和生产体系，打造了“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”三大技术品牌，形成了以“自动驾驶、智能座舱、高效燃油、新能源”相互融合的技术生态。此外，国内新能源汽车逐步替代燃油的基调基本确立，新能源汽车发展空间巨大，随着公司新能源产品线和价格梯度逐步完善，以及研发成果逐步转换，有望助力公司做大新能源汽车业务，为公司业绩提供增长点。

综上所述，公司手握优质品牌，产品口碑较好，开发设计速度较快，价格区间与市场契合度较高，各种风格的新系列车型发布频繁，具备较强的竞争优势。近年来，公司逐步提升品牌形象与产品品质，未来将有较大可能出现爆款；与此同时，公司在 SUV、皮卡市场的龙头地位稳固，有望为公司提供稳定增量，而公司逐步加深在 SUV 高端市场和差异化市场布局，全面发力新能源汽车市场，有望为公司提供业绩增长点，支撑公司估值提升，维持公司“买入”评级。

## 5.2 估值比较

表 4：可比公司估值比较

代码	证券简称	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	市销率 PS(TTM)	企业价值 /EBITDA(倍)
		TTM	2021E	2022E			
601633.SH	长城汽车	62.22	58.95	42.25	8.49	3.93	62.22
002594.SZ	比亚迪	156.68	131.25	96.28	8.47	3.84	156.68
000625.SZ	长安汽车	38.43	27.73	23.06	2.49	1.3	38.43
601238.SH	广汽集团	17.04	16.65	12.89	1.62	2.05	17.04
600104.SH	上汽集团	8.86	9.03	7.85	0.86	0.28	8.86

注：基于 2021 年 7 月 27 日收盘价

资料来源：Wind，山西证券研究所

## 5.3 盈利预测

由于公司营业构成基本来自于汽车销售收入，我们的盈利预测基于以下假设条件：

（一）假设 2021-2023 年各系列销售量增长率为：（1）哈弗系列年增长（25%、15%、10%），（2）WEY 系列（-18%、10%、5%），（3）长城皮卡（12%、10%、10%）、（4）欧拉系列（240%、120%、80%），（5）坦克系列（---、20%、20%）。

（二）假设 2021-2023 综合毛利率分别为 18.9%、19.1%、19.3%。

基于以上假设，公司 2021-2023 年营业收入分别为 1384.32 亿元、1713.79 亿元、2082.25 亿元，每股收益分别为 0.88 元、1.23 元、1.44 元，对应公司 2021 年 7 月 27 日收盘价 52.16 元/股，PE 分别为 58.95 倍、42.25 倍、36.24 倍。

表 5：公司重要财务指标盈利预测（百万元）

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	103307.6	138432.2	171379.1	208225.6
收入同比(%)	7.4%	34.0%	23.8%	21.5%
归属母公司净利润	5362.5	8119.2	11328.5	13207.0
净利润同比(%)	19.2%	51.4%	39.5%	16.6%
每股收益(元)	0.58	0.88	1.23	1.44
P/E	89.51	58.95	42.25	36.24
P/B	8.37	7.34	6.28	5.39

资料来源：wind，山西证券研究所





## 6. 风险提示

- (1) 宏观经济下行；
- (2) 汽车销量不及预期；
- (3) 新产品消费者接受度不高；
- (4) 行业政策大幅调整；
- (5) 芯片短缺问题持续；
- (6) 原材料成本持续加大。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	99,399.0	108,416.8	123,342.1	141,016.9
现金	14,588.5	19,281.0	31,901.7	44,700.7
应收账款	4,963.5	6,060.0	7,703.6	9,493.1
其他应收款	1,027.3	1,215.7	1,631.9	1,960.7
预付账款	570.9	570.9	570.9	570.9
存货	7,704.4	8,495.4	11,421.0	13,938.8
其他流动资产	70,544.4	72,793.8	70,113.1	70,352.7
<b>非流动资产</b>	54,612.5	56,682.4	67,843.1	78,631.4
长期投资	8,415.2	3,842.6	5,123.5	5,793.8
固定资产	28,609.2	35,958.8	43,593.4	51,461.6
无形资产	5,543.4	5,173.8	4,828.9	4,507.0
其他非流动资产	12,044.7	11,707.2	14,297.3	16,869.1
<b>资产总计</b>	154,011.5	165,099.2	191,185.3	219,648.3
<b>流动负债</b>	81,165.7	83,327.6	98,654.5	115,312.3
短期借款	7,901.3	6,794.2	5,599.7	4,327.9
应付账款	33,185.1	38,086.2	48,403.9	60,465.7
其他流动负债	40,079.4	38,447.1	44,650.9	50,518.8
<b>非流动负债</b>	15,503.9	16,628.9	17,888.5	18,807.8
长期借款	10,777.2	12,017.2	13,218.2	14,138.2
其他非流动负债	4,726.7	4,611.7	4,670.3	4,669.6
<b>负债合计</b>	96,669.6	99,956.5	116,543.0	134,120.1
少数股东权益	0.0	41.2	88.7	129.5
股本	9,176.0	9,176.0	9,176.0	9,176.0
资本公积	1,779.3	1,779.3	1,779.3	1,779.3
留存收益	47,170.2	54,483.0	65,436.5	78,060.5
归属母公司股东权益	57,341.8	65,438.3	76,391.7	89,015.7
<b>负债和股东权益</b>	154,011.5	165,436.0	193,023.5	223,265.3

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	5,181.2	11,847.4	27,370.8	31,834.6
净利润	5,362.5	8,119.2	11,328.5	13,207.0
折旧摊销	4,826.0	2,800.9	3,456.9	4,176.4
财务费用	405.6	797.2	683.0	494.4
投资损失	-1,105.2	-321.0	-124.0	-141.0
营运资金变动	-21,260.0	1,096.0	11,550.1	13,985.6
其他经营现金流	16,952.3	-645.0	476.2	112.3
<b>投资活动现金流</b>	-11,588.3	2,438.0	993.7	-1,144.5
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	-5,302.5	4,572.6	-1,280.9	-670.3
其他投资现金流	-6,285.8	-2,134.6	2,274.6	-474.2
<b>筹资活动现金流</b>	11,367.5	-925.7	-652.3	-1,877.1
短期借款	6,720.8	-1,107.1	-1,194.5	-1,271.9
长期借款	9,571.5	1,240.0	1,201.0	920.0
普通股增加	48.7	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	368.1	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-5,341.6	-1,058.6	-658.8	-1,525.3
<b>现金净增加额</b>	4,960.4	13,359.7	27,712.2	28,813.0

利润表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	103307.6	138432.2	171379.1	208225.6
营业成本	85531.0	112406.9	138817.0	168662.7
营业税金及附加	3191.9	4153.0	4952.9	6246.8
销售费用	4103.4	5260.4	6341.0	7912.6
管理费用	2552.7	3183.9	3941.7	4789.2
研发费用	3067.5	4014.5	4970.0	6038.5
财务费用	397.0	797.2	683.0	494.4
加:其他费用	886.6	900.0	900.0	900.0
资产减值损失	-676.4	17.8	113.9	46.8
公允价值变动收益	165.2	-704.0	314.8	24.8
投资净收益	956.4	321.0	124.0	141.0
<b>营业利润</b>	5751.6	9115.4	12898.3	15100.4
营业外收入	493.9	500.0	500.0	500.0
营业外支出	18.2	14.8	14.8	14.8
<b>利润总额</b>	6227.3	9600.5	13383.5	15585.6
所得税	864.8	1440.1	2007.5	2337.8
<b>净利润</b>	5362.5	8160.5	11376.0	13247.8
少数股东损益	0.0	41.2	47.5	40.7
<b>归属母公司净利润</b>	5362.5	8119.2	11328.5	13207.0
EBITDA	14508.2	15828.0	21108.3	24909.7
EPS (元)	0.6	0.9	1.2	1.4

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.38%	34.00%	23.80%	21.50%
营业利润	20.41%	58.48%	41.50%	17.07%
归属于母公司净利润	19.25%	51.41%	39.53%	16.58%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	17.21%	18.80%	19.00%	19.00%
净利率(%)	5.19%	5.87%	6.61%	6.34%
ROE(%)	9.35%	12.46%	14.87%	14.86%
ROIC(%)	13.34%	17.19%	22.49%	25.28%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	62.77%	60.42%	60.38%	60.07%
净负债比率(%)	67.22%	88.30%	62.51%	57.42%
流动比率	1.22	1.30	1.25	1.22
速动比率	1.13	1.20	1.13	1.10
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.77	0.87	0.96	1.01
应收账款周转率	28.98	31.53	31.40	30.61
应付账款周转率	3.52	3.88	3.96	3.83
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.88	1.23	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	1.29	2.97	3.46
每股净资产(最新摊薄)	6.23	7.11	8.30	9.67
<b>估值比率</b>				
P/E	89.5	58.9	42.2	36.2
P/B	8.4	7.3	6.3	5.4
EV/EBITDA	23.50	29.46	21.62	17.75

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

