

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

出海+硬派越野赋能品牌高质量增长

——长城汽车深度报告

买入 (首次)

行业: 汽车
日期: 2024年05月28日

分析师: 仇百良

Tel:

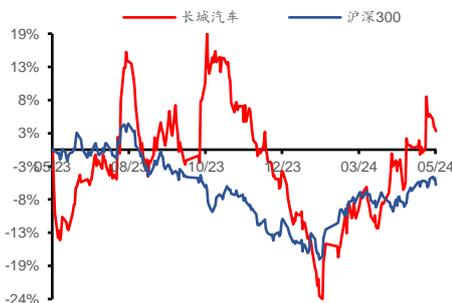
E-mail: qiubailiang@shzq.com

SAC 编号: S0870523100003

基本数据

最新收盘价 (元)	26.90
12mth A 股价格区间 (元)	19.87-30.98
总股本 (百万股)	8,541.93
无限售 A 股/总股本	72.21%
流通市值 (亿元)	2,283.08

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

产品大年新车发布密集, 垂直产业链布局如虎添翼。公司现已发展成为国内 SUV 和皮卡巨头。2023 年旗下哈弗品牌龙系列、魏牌蓝山高山、坦克 Hi4 系列新车密集发布, 带动公司销量明显回升, 2023 年公司累计销量 123.07 万辆, 同比+15.29%。公司六大核心零部件公司织网密布, 为电动化智能化转型奠基蓄力。

柠檬混动开新能源转型新篇, 推陈出新 Hi4 接力完善产品布局。2020 年 12 月公司发布柠檬 DHT, 助力魏牌和哈弗新能源转型。通过在柠檬混动的基础上持续改进, 2023 年 3 月和 4 月发布全新智能四驱电混 Hi4 和越野混动架构 Hi4-T, 推出哈弗品牌龙系列和坦克品牌 Hi4-T 系列, 丰富新能源车型品类。

出口盈利强劲成增长新动力, 研产销生态出海促高质量发展。2023 年, 公司海外销量 31.60 万辆, 占比总销量 25.68%; 2023 海外营收 531.14 亿元, 占比公司总营收 30.66%。三大海外整车厂+KD 工厂构建全线海外生产能力, 全球化研发销售体系形成体系化竞争实力。

咖啡+毫末助力智能化, 硬派越野坦克拉动盈利。2021 年, 公司瞄准硬派越野赛道, 打造高端品牌坦克, 抬升平均单车价格贡献盈利。2023 年通过 Hi4-T 技术走越野+新能源路线, 助力品牌持续增长。公司旗下的咖啡智能平台从智能座舱、自动驾驶到电子电器架构和线控底盘, 四位一体辅助整车智能化。子公司毫末智行致力于乘用车辅助驾驶产品和 MANA 雪湖自动驾驶数据智能体系, 构建全方位智能驾驶体系。

■ 投资建议

首次覆盖, 给予“买入”评级。公司新能源转型稳步推进, 硬派越野坦克崛起+海外销量稳步增长助力营收、利润快速增长, 预计 2024/2025/2026 年实现归母净利润分别为 100.63/119.11/140.64 亿元, 同比分别+43.31%、+18.37%、+18.07%; 2024 年 5 月 23 日收盘价对应的 PE 分别为 22.83X/19.29X/16.34X。

■ 风险提示

宏观经济周期性波动风险; 产业政策风险; 行业竞争风险; 新能源、电动化转型风险。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	173212	219367	256740	292338
年增长率	26.1%	26.6%	17.0%	13.9%
归母净利润	7022	10063	11911	14064
年增长率	-15.1%	43.3%	18.4%	18.1%
每股收益 (元)	0.82	1.18	1.39	1.65
市盈率 (X)	32.72	22.83	19.29	16.34
市净率 (X)	3.35	2.90	2.51	2.17

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024 年 05 月 23 日收盘价)

目录

1 三十三年积淀造车，新能源转型势不可挡	4
1.1 从“改装厂”到“皮卡+SUV”巨头，再向科技出行公司转型..	4
1.2 公司迎来触底反弹，量价齐升.....	5
1.3 公司股权集中，控股子公司布局清晰.....	7
2 柠檬混动+Hi4，助力电动化转型加速	8
2.1 PHEV 发展迅猛，市场竞争格局集中.....	8
2.2 自主研发混动技术，旗下品牌加速电动化转型.....	9
2.3 柠檬 DHT+Hi4 双重布局，打造核心混动技术.....	10
3 海外销量稳步提升，开辟第二增长点	12
3.1 海外销量持续增长，提振公司营收.....	12
3.2 全球研、产、销布局，高质量海外发展成新增长动力....	13
4 智能化技术赋能品牌向上，硬派越野坦克拉动盈利	14
4.1 四合一咖啡智能平台，打造全方位智能化布局.....	14
4.2 专注硬派越野赛道，Hi4-T 加持越野+新能源发展.....	16
5 盈利预测与投资建议	18
5.1 盈利预测.....	18
5.2 投资建议.....	19
6 风险提示	20

图

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：五大品牌主要在售车型.....	5
图 3：2024Q1 公司汽车销量同比+25.11%（万辆）.....	6
图 4：平均单车价格稳步提升（万元）.....	6
图 5：2023 年营收 1732.12 亿元（亿元）.....	6
图 6：2023 年归母净利润 70.22 亿元（亿元）.....	6
图 7：公司股权结构与部分控股公司（截至 2024 年 3 月 31 日）.....	7
图 8：国内新能源汽车和 PHEV 销量（万辆）.....	8
图 9：PHEV 在新能源汽车中占比逐步提升.....	8
图 10：2022-2023 PHEV 市场竞争格局.....	8
图 11：近三年公司插混销量占公司总销量比重逐年攀升（万辆）.....	9
图 12：“七合一”高效能多模混动总成.....	10
图 13：公司重点 PHEV 车型销量（辆）.....	11
图 14：中国汽车出口数量及增速（万辆）.....	12
图 15：中国汽车出口数量占比中国汽车销量.....	12
图 16：公司海外销量及其占比公司总销量（万辆）.....	12
图 17：公司海外销量占比中国汽车出口总量.....	12
图 18：公司国内营收/国外营收增速.....	13
图 19：公司国内/国外毛利率.....	13
图 20：公司全球研发中心.....	13

图 21: 咖啡智能驾驶系统.....	14
图 22: 咖啡电子架构示意图.....	15
图 23: 毫末乘用车智能驾驶产品布局.....	15
图 24: 坦克品牌发布历程.....	16
图 25: 公司旗下各品牌主销车型价格带对比 (万元)	16
图 26: 坦克品牌销量及占比公司总销量 (万辆)	17
图 27: 坦克品牌中 PHEV 车型占比	17

表

表 1: 公司核心零部件公司	7
表 2: 哈弗/魏牌/坦克主销车型混动搭载情况.....	9
表 3: 公司分业务营收预测 (百万元人民币)	18
资产负债表 (单位: 百万元)	21
利润表 (单位: 百万元)	21

1 三十三年积淀造车，新能源转型势不可挡

1.1 从“改装厂”到“皮卡+SUV”巨头，再向科技出行公司转型

长城汽车是全球知名的 SUV 制造企业，产品涵盖 SUV、皮卡、轿车三大品类，及具备发动机、变速器等核心零部件的自主配套能力。长城汽车股份有限公司前身为成立于 1984 年长城汽车制造厂，历经 40 年发展，成为中国最大的 SUV 和皮卡制造企业之一，旗下拥有哈弗、魏牌、欧拉、坦克、长城皮卡五大整车品牌，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。

2020 年至今，公司先后发布“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”三大技术平台，全新智能四驱电混技术 Hi4，自动驾驶生成式大模型，加快电动化智能化转型。

图 1：公司发展历程

发展历程	1994年	2000年	2005年	2010年	2015年	2020年	2025年				
公司	1984年 长城汽车 制造厂成立	2001年 改制为长城汽车 股份有限公司	2003年 H股上市	2011年 A股上市	2015年 俄罗斯图拉 工厂启动	2019年 光东项目 启动	2020年 泰国罗勇 工厂揭牌	2021年 2025战略 发布			
皮卡	1995年 迪尔皮卡 下线	2001年 赛铃皮卡 投产	2006年 风骏皮卡 下线	2010年 风俊5 上市		2018年 长城皮卡 独立	2019年 长城炮 发布	2021年 5炮3弹皮卡 发布	2022年 山海炮 上市		
SUV		2002年 赛弗投产	2003年 赛骏投产	2009年 酷熊上市	2011年 哈弗H6 上市	2013年 哈弗品牌 独立	2017年 魏牌VV7 上市	2020年 坦克300 上市	2021年 赤兔 上市	2022年 坦克500 上市	2023年 枭龙系列 上市
轿车			2007年 获得轿车资质 长城精灵下线	2008年 炫丽 上市	2010年 腾翼C30 上市		2018年 欧拉品牌 发布	2020年 好猫上市		2022年 闪电猫上市	2023年 机甲龙欧拉 合并
零部件/ 核心技术		2000年 长城内燃机 成立	2006年 INTEC柴油发动 机量产	2008年 自主研发变速器 试制成功			2020年 柠檬/坦克/咖啡智能 技术平台发布	2021年 大禹电池 技术亮相		2023年 Hi4技术 发布	

资料来源：公司官网，Wind，新浪财经，搜狐网，牛车网，百度百科，上海证券研究所

五大品牌全面发力，构建多元产品矩阵。公司旗下拥有哈弗、魏牌、欧拉、长城皮卡和坦克五大品牌，产品矩阵丰富。

■ 哈弗：持续在燃油车市场和新能源市场双线发力。目前正在从“SUV 专家”向“新能源 SUV 专家”的全新定位转型。以全新 Hi4 技术为支撑，全面向新能源赛道转型。2023 年哈弗销量 71.52 万辆，同比+16.00%。

- **魏牌：**重新定义高端智能新能源，做更懂用户的智能出行伙伴。依托智能 DHT 与咖啡智能两大技术，构建摩卡、拿铁、蓝山、高山等“咖啡系列”车型矩阵。
- **欧拉：**坚定“更爱女人的新能源汽车”品牌定位。目前在售有好猫、芭蕾猫、闪电猫等车型，2023 年 3 月，欧拉与沙龙品牌整合，机甲龙登陆欧拉 APP。
- **坦克：**定位于高端豪华越野 SUV 品牌。目前在售有坦克 300、坦克 500，坦克 400、坦克 700 等 4 个车系。2023 年坦克系列销量 16.25 万辆，同比+31.21%。
- **长城皮卡：**中国皮卡销冠，连续 26 年销量第一。在售有风骏、炮系列，2023 年公司皮卡销量 20.23 万辆，国内终端市占率近 50%。

图 2：五大品牌主要在售车型



资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.2 公司迎来触底反弹，量价齐升

2023 年公司迎来量价齐升。2016 年公司销量首次突破百万规模，达到 107.45 万辆。2022 年受到疫情、零部件供应和物流受限、原材料成本上涨以及转型新能源库存结构调整影响，销量略有下滑。2023 年公司销量明显回升，累计销量超 120 万辆，增速高于国内汽车市场增速。2024Q1 公司累计销量 27.53 万辆，同比 +25.11%。

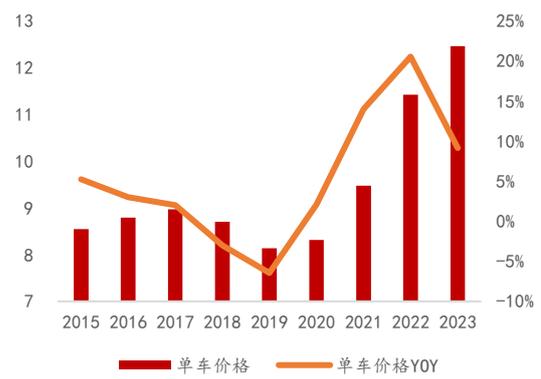
公司单车平均售价成上升走势，2023 年公司平均单车售价再创新高，达到 12.46 万元。

图 3: 2024Q1 公司汽车销量同比+25.11% (万辆)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 4: 平均单车价格稳步提升 (万元)

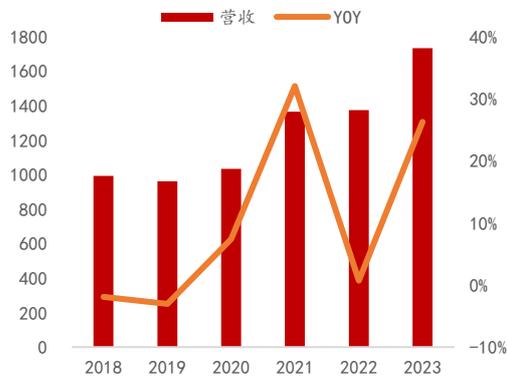


资料来源: Wind, 上海证券研究所

随着公司销量提升, 及单车价格提升, 公司营收快速增长, 2023 全年公司营收达 1732.12 亿元, 同比+26.12%, 高于汽车销量增速, 同期公司实现归母净利润 70.22 亿元, 同比-15.06%。2024Q1 公司实现营收 428.6 亿元, 同比+47.60%, 归母净利润 32.28 亿元, 同比增长 17.52 倍。

汽车业务贡献主要营收, 零配件业务是公司毛利率最高的业务。2023 年, 整车销售业务实现营收 1532.79 亿元, 占比 88.49%; 2023 年公司整体毛利率为 18.73%, 主要业务板块汽车/零配件/提供劳务/模具及其他毛利率分别为 18.38%/23.46%/21.31%/16.34%。

图 5: 2023 年营收 1732.12 亿元 (亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 6: 2023 年归母净利润 70.22 亿元 (亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

1.3 公司股权集中，控股子公司布局清晰

公司股权集中，实控人持股近 40%，有利于统一管理。公司于 2003 年在香港 H 股上市，2011 年在国内 A 股上市。截至 2024 年 3 月 31 日，公司实际控制人魏建军共计持股比例为 37.33%。

图 7：公司股权结构与部分控股公司（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，上海证券研究所

加快打造垂直产业链布局。精工汽车主要负责汽车底盘、车身、铝合金铸造、精密模具、资源再生、零部件再制造的全产业系统解决方案；诺博汽车致力于汽车智能座椅、内外饰、橡胶三大系统；蜂巢易创负责发动机、变速器、电驱动和智能转向；曼德电子电器负责照明系统、热管理系统、电子电器架构等；蜂巢能源（实控人魏建军）产品主要有汽车动力电池、储能系统等。在智能驾驶领域，公司智能驾驶前瞻部于 2019 年 11 月独立为毫末智行，主要业务有乘用车辅助驾驶、末端物流自动配送车、智能硬件、MANA 数据智能等。

表 1：公司核心零部件公司

核心零部件公司	成立时间	股比	主要产品
精工汽车	2018年6月	100%	汽车底盘、车身、铝合金铸造、精密模具、资源再生、零部件再制造的全产业系统解决方案
诺博汽车	2018年6月	100%	汽车内饰、外饰、座椅、橡胶、汽车电子等
蜂巢易创	2018年6月	100%	发动机、变速器、电驱动、智能转向等
曼德电子电器	2003年3月	100%	汽车照明系统、热管理系统、电子电器架构、智慧出行等
蜂巢能源	2018年6月	/	汽车动力电池、储能系统；包含电芯、模组、电池包及大型储能、单元储能、中型储能、家储、便携等全序列储能产品
毫末智行	2019年11月	/	乘用车辅助驾驶、末端物流自动配送车、智能硬件、MANA数据智能等

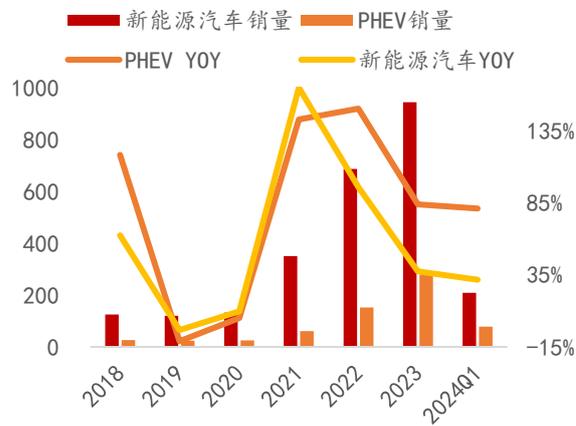
资料来源：Wind，公司官网，上海证券研究所

2 柠檬混动+Hi4，助力电动化转型加速

2.1 PHEV 发展迅猛，市场竞争格局集中

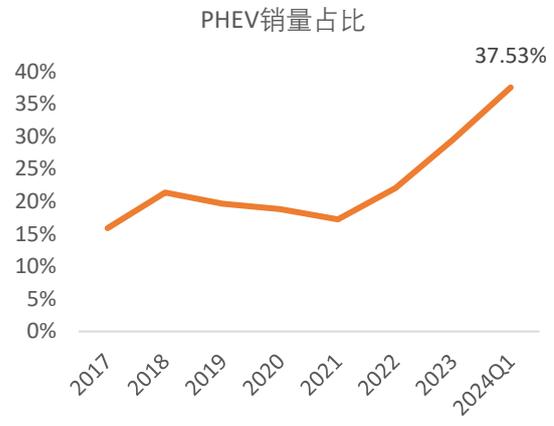
国内 PHEV（含增程）销量增速高于新能源汽车整体增速，占新能源汽车整体比例不断提高，2024Q1 达到 37.53%。根据 Wind 数据，2023/2024Q1 PHEV 销量分别为 278.79/78.40 万辆，同比 +83.92%/+81.13%，同期国内新能源汽车销量增速分别为 +37.48%/+31.76%，PHEV 占新能源汽车整体比例不断提高，2023/2024Q1 分别为 29.51%/37.53%。我们认为，PHEV 车型有望成为国内新能源汽车发展的新增长点。

图 8：国内新能源汽车和 PHEV 销量（万辆）



资料来源：Wind，上海证券研究所

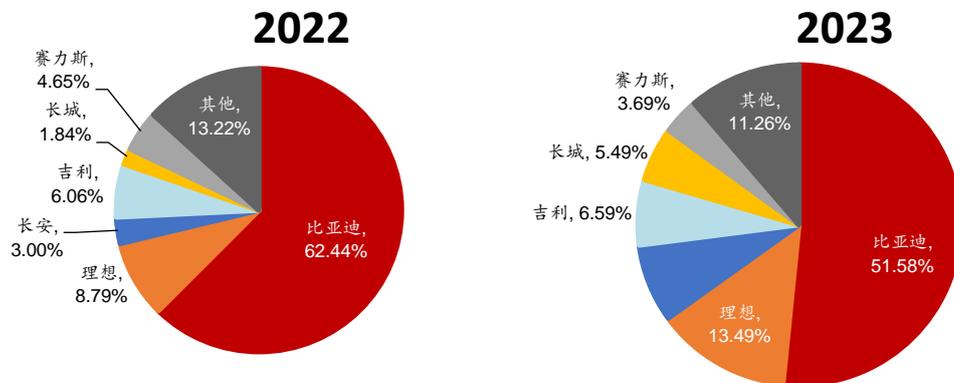
图 9：PHEV 在新能源汽车中占比逐步提升



资料来源：Wind，上海证券研究所

插混市场竞争格局较为集中，2023 年比亚迪市场占有率 52%。2022/2023 比亚迪占比分别为 62.44%/51.58%；理想占比分别为 8.79%/13.49%。我们认为，随着各主机厂加速混动产品布局，插混市场竞争加剧，比亚迪市占率呈现缩小趋势，长城汽车凭借在混动技术上的持续创新，有望赢得更多的市场份额。

图 10：2022-2023 PHEV 市场竞争格局



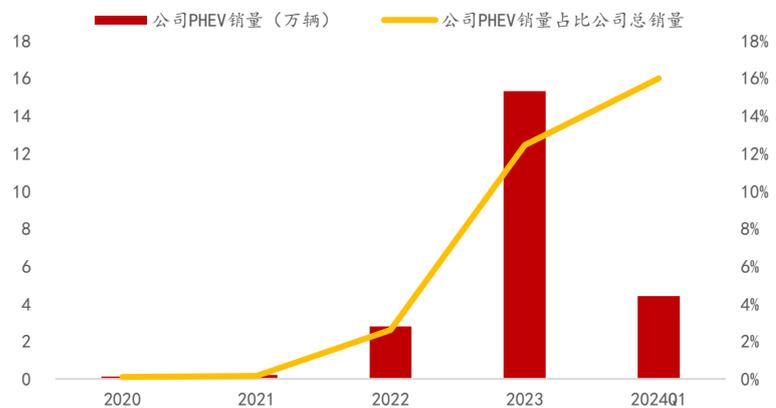
资料来源：Wind，Marklines，上海证券研究所

2.2 自主研发混动技术，旗下品牌加速电动化转型

从 Pi4 到柠檬 DHT 再到 Hi4，公司不断致力于混动平台迭代，魏牌、坦克主销车型实现插混化。公司 PHEV 销量逐步提升，2023 年达到 15.3 万辆，占比公司总销量 12.43%。

- Pi4 平台：2018 年正式推出，魏品牌首个新能源平台，首搭车型是 P8。
- 柠檬混动 DHT 系统：2018 年开始研发，2020 年 12 月发布，首搭车型是玛奇朵 DHT-PHEV。目前该系统已搭载于魏牌全系车型、哈弗品牌部分车型，赋能哈弗、魏牌向新能源转型。
- Hi4 技术+Hi4-T 技术：公司于 2023 年 3 月发布 Hi4、4 月发布 Hi4-T 技术，Hi4 已在哈弗猛龙、枭龙 MAX 上搭载，Hi4-T 已在坦克 500、400 等上搭载。

图 11：近三年公司插混销量占公司总销量比重逐年攀升（万辆）



资料来源：Marklines，上海证券研究所

表 2：哈弗/魏牌/坦克主销车型混动搭载情况

品牌	车型	混动技术	级别	燃油	MHEV	HEV	PHEV
哈弗	H6	柠檬DHT	紧凑型SUV	√		√	√
	二代大狗	柠檬DHT	中型SUV	√			√
	猛龙	Hi4	中型SUV				√
	枭龙系列	Hi4	紧凑型SUV				√
	H5	/	中大型SUV	√			
魏牌	高山	柠檬DHT	中大型				√
	蓝山	柠檬DHT	中大型SUV				√
	摩卡	柠檬DHT	中型SUV		√		√
	拿铁	柠檬DHT	紧凑型SUV			√	√
	玛奇朵	柠檬DHT	紧凑型SUV			√	√
坦克	300	/	紧凑型SUV	√	√		
	500系列	Hi4-T	中大型SUV		√		√
	400Hi4-T	Hi4-T	中大型SUV				√
	700Hi4-T	Hi4-T	/				√

资料来源：搜狐汽车，上海证券研究所

2.3 柠檬 DHT+Hi4 双重布局，打造核心混动技术

柠檬混动 DHT：是一套高集成油电混动系统，以“七合一”高效能多模混动总成为核心构建混合动力技术体系。可概括为一个混动系统、两种动力架构、三套动力总成。

- 一套 DHT 高集成度油电混动系统，实现动力、油耗完美平衡。可实现 EV 行驶、串联驱动、并联驱动、发动机直驱、能量回收等多重工作模式，实现各种驾驶场景下动力与油耗的平衡。
- HEV、PHEV 两种动力形式。HEV 架构，充分发挥发动机与电动机各自优势，动力系统综合效率可达50%。PHEV 架构搭载高能量密度动力电池，可实现更长的纯电续航里程。
- 在 HEV/PHEV 两种架构下，有“1.5L +DHT100”和“1.5T +DHT130”的动力总成。在 PHEV 架构下，还有“1.5T +DHT130+P4”四驱动力总成。

图 12：“七合一”高效能多模混动总成

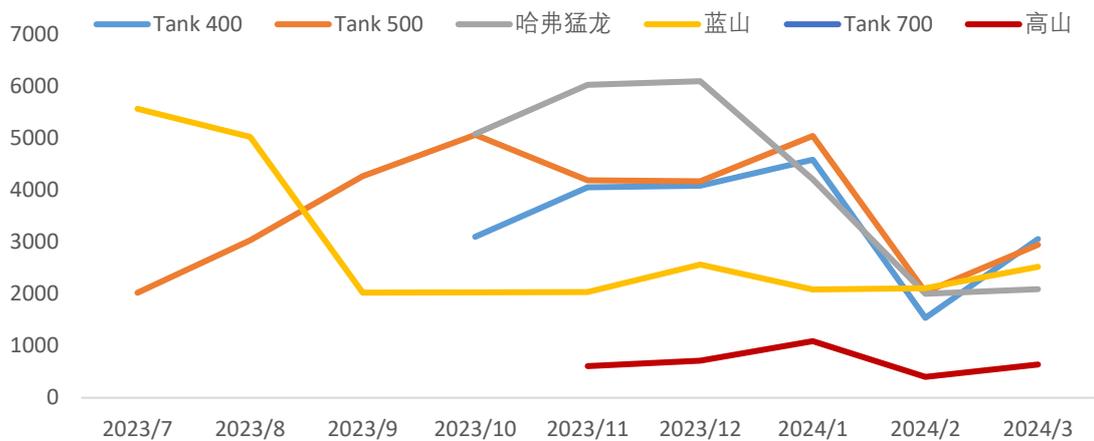


资料来源：长城汽车官网，上海证券研究所

Hi4 技术是现款公司柠檬 DHT 混动 (P1P3) 的换代产品，其专为城市 SUV 设计，是 P2+P4 后驱主导的四驱技术。核心组件包括：混动专用发动机、前驱动模块总成，以及低内阻动力电池组。混动车型实现四驱，一般的结构是发动机+发电机+前轴驱动电机+后轴驱动电机。长城第一代 DHT 是 P1+P3，现在的 Hi4 是将前轴上 P1+P3 的电机组合改为 P2 电机，在后轴上增加 P4 电机，从而构建了一个前后轴双电机的串并联架构。

围绕越野的需求，Hi4-T 采用 P2 电机架构。其中 P2 电机集成于变速箱内，保留了传统的非解耦机械四驱结构，前后轴之间使用 TOD 和传动轴连接，可以实现 0-100%的扭矩的无缝切换。

图 13: 公司重点 PHEV 车型销量 (辆)



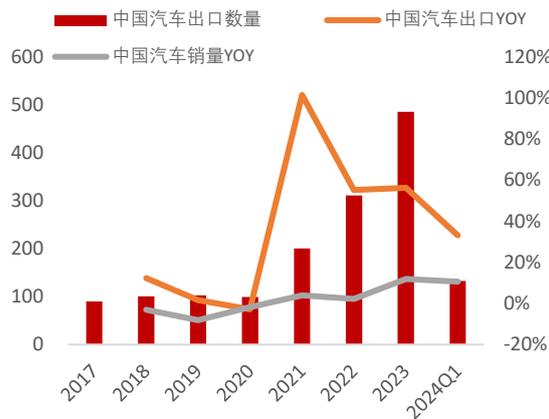
资料来源: Marklines, 上海证券研究所

3 海外销量稳步提升，开辟第二增长点

3.1 海外销量持续增长，提振公司营收

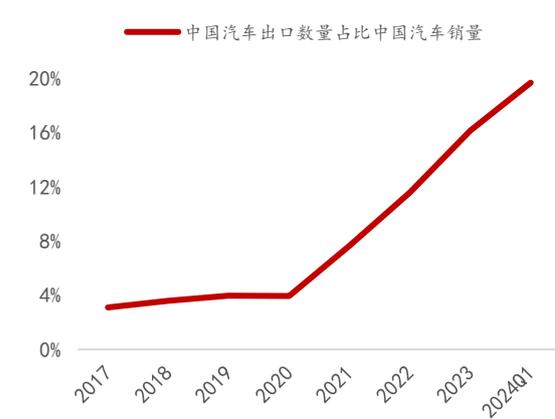
中国汽车出口逐步加速。2021 年实现从 100 万辆到 200 万辆的突破，根据 Wind 数据，2023 年汽车出口近 500 万辆，占比国内汽车销量 16.15%。2024Q1 汽车出口 132.22 万辆，占比中国汽车销量 19.68%

图 14：中国汽车出口数量及增速（万辆）



资料来源：Wind，上海证券研究所

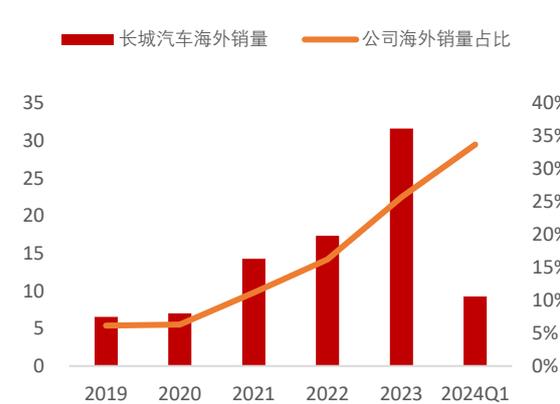
图 15：中国汽车出口数量占比中国汽车销量



资料来源：Wind，上海证券研究所

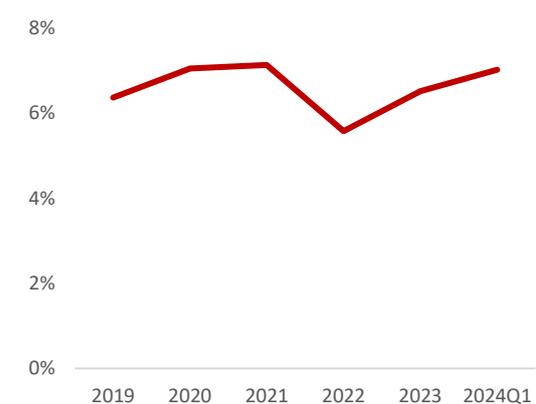
公司海外销量增长迅速，有望成为公司增长的主要动力。2023 年，公司海外销量 31.60 万辆，占比公司总销量 25.68%，同比+9.46pcts，公司海外销量占比国内汽车出口总量 6.51%。2024Q1，公司出口汽车 9.28 万辆，占比公司总销量 33.70%，占比国内汽车出口总量 7.02%。

图 16：公司海外销量及其占比公司总销量（万辆）



资料来源：Wind，公司产销快报，上海证券研究所

图 17：公司海外销量占比中国汽车出口总量

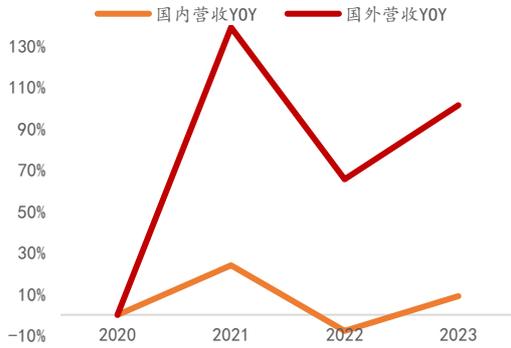


资料来源：Wind，上海证券研究所

出口表现亮眼助力公司总营收提升。2022/2023 公司海外营收分别为 263.56 亿元/531.14 亿元，占比公司总营收分别为 19.19%/30.66%。

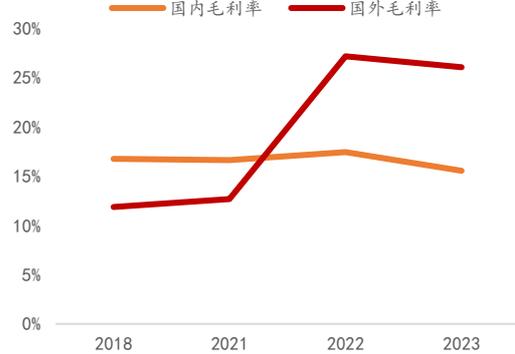
盈利能力上，海外毛利率快速提升，2023 年海外毛利率为 26.01%（同期公司在国内毛利率 15.52%）。

图 18：公司国内营收/国外营收增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 19：公司国内/国外毛利率



资料来源：Wind，上海证券研究所

3.2 全球研、产、销布局，高质量海外发展成新增长动力

公司将制造体系、产品以及销售体系同步出海，形成了研、产、销一体的生态出海体系，海外全产业链的建设推动公司高质量海外发展。截至 2023 年 12 月，公司汽车销售网络覆盖全球，已出口到 170 多个国家和地区，海外销售渠道超过 700 家，海外累计销售超 140 万辆。我们认为高质量海外发展已经成为公司业绩和营收增长新的推动力。

公司在海外（俄罗斯、泰国、巴西）建立了 3 个全工艺整车生产基地，同时在厄瓜多尔、马来西亚、突尼斯、巴基斯坦等地拥有 KD 工厂。

公司加大海外研发布局，先后在日本、美国、德国、印度、加拿大、奥地利和韩国设立海外研发中心和科技创新中心，形成以中国总部为核心，涵盖欧洲、亚洲、北美的全球化研发布局，全面覆盖整车、核心零部件、新能源及智能化等诸多领域的研发。

图 20：公司全球研发中心



资料来源：公司官网，上海证券研究所

4 智能化技术赋能品牌向上，硬派越野坦克拉动

盈利

4.1 四合一咖啡智能平台，打造全方位智能化布局

以咖啡智能为智能化基石，为整车提供全域智能化解决方案。公司旗下咖啡智能技术平台形成了全方位的智能化布局并进化到2.0，包括自动驾驶、智能座舱、智能线控底盘、全新 E/E 电子电器架构。

咖啡智慧座舱系统：1+2+N 设计架构，硬件高通 8155 芯片+软件自研。硬件架构上，率先采用高通 8155 数字座舱计算平台。软件层面，公司已经形成智能座舱 OS、语音、地图/导航、视觉算法等软件全栈自研能力，其中智能座舱搭载量已突破 20 万辆（截至 2023 年 3 月）。目前，Coffee OS 2 系统已在哈弗二代大狗、枭龙 MAX、猛龙和魏牌摩卡、蓝山、高山等车型上搭载。

咖啡智能驾驶系统：自研第三代自动驾驶计算平台 ICU 3.0+与高通、华为通力合作，打造一流自动驾驶系统。公司与旗下毫末智行共同研发 ICU3.0 平台，单板算力可达 360T，通过板间极联方式可持续升级至 1440T。使用多视觉+多毫米波+多激光雷达的强融合感知算法，打造从高速到城市全贯通的领航自动驾驶功能。

- 与高通公司就车载智能芯片展开深度合作，在 2022 年将高通 Snapdragon Ride 平台应用到公司智能驾驶系统当中；
- 与华为在智能网联、智能驾驶等领域合作，华为将为公司提供以 MDC 为基础的高算力智能驾驶计算平台，并配合公司完成智能驾驶所需的感知组件评估和测试。

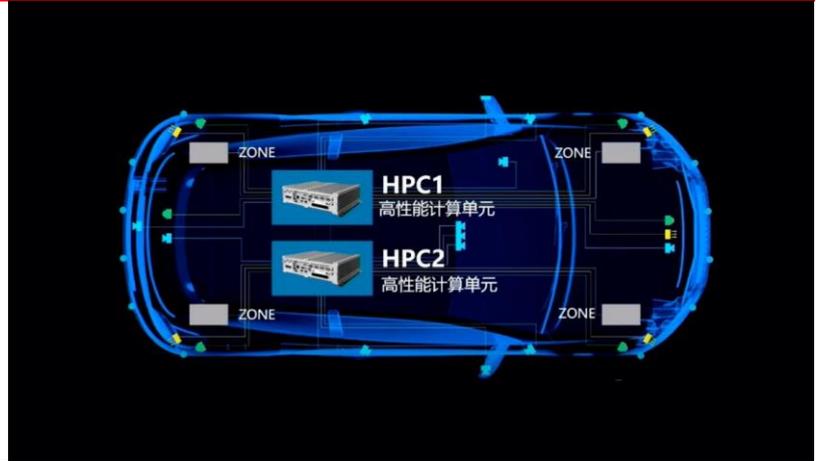
图 21：咖啡智能驾驶系统

等级	L2+		L2+		L3		L4	
场景	HWA、高速/城快NOH		行泊一体 高速/城快NOH 记忆泊车、代客泊车		高速/城快/城市NOH E2E智能驾驶 记忆泊车、代客泊车		实现自动驾驶场景覆盖率100% 全场景连接多次通过率接近100% 单次全连接场景接管接近0次	
平台	IDC.0 5R1V1D	IDC1.5 算力10T 5R5V4S12U1D	3J3 算力15T 5R6V4S12U1D	IDC3.0* 算力360T 5R8V3L4S12U1D	双MDC610 算力400T 5R8V4L4S12U2D	IDC4.0 算力>1000T 5R12V4L12U1D		
	2021	2022			2023	2024		
核心主张	数据智能 自动AI设计和离线验证系统 大规模自主持续学习系统 数据可视化和自动挖掘系统		感知智能 视觉 激光雷达 高精地图		认知智能 预测 规划 决策			

资料来源：盖世汽车，上海证券研究所

咖啡电子架构 Coffee EEA “中央化”、“智能化”、“服务化”。2022 年，长城汽车发布基于中央计算及区域化的电子架构 GEEP4.0。GEEP4.0 架构真正做到了“中央化”、“智能化”和“服务化”的计算架构平台。全面完成整车标准化软件平台的搭建，这是一个高度智能化、全方位预知用户需求、创造用户需求、极致用户体验的智能电子架构。未来新一代电子架构的终极形态，全车只有一个大脑，完全形成智能机居人，100%SOA 化。

图 22：咖啡电子架构示意图



资料来源：长城汽车官网，上海证券研究所

千里智行始于毫末，乘用车辅助驾驶产品+MANA 雪湖数据智能体系驱动公司进入自动驾驶 3.0。2019 年毫末智行成立，目前已稳居中国量产自动驾驶第一名。毫末三款 Hpilot 乘用车辅助驾驶产品，整体已搭载至魏牌、坦克、欧拉、长城炮等近 20 款车型。截至 2024 年 5 月，毫末用户辅助驾驶行驶里程突破 1.41 亿公里。

图 23：毫末乘用车智能驾驶产品布局



资料来源：毫末智行官网，上海证券研究所

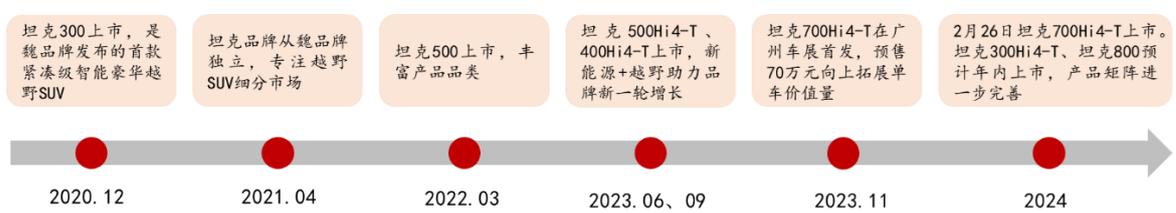
4.2 专注硬派越野赛道，Hi4-T 加持越野+新能源发展

瞄准越野 SUV 蓝海市场，依托坦克平台快速丰富产品矩阵。2020 年 12 月，推出首款硬派越野车型坦克 300，2021 年坦克 300 销售 8.46 万辆，成为硬派越野车市场销冠。

2023 年基于 Hi4-T 技术的发布，推出坦克 500Hi4-T、坦克 400Hi4-T、坦克 700Hi4-T 三款车型，占位 25-70 万元价格区间，乘 Hi4 混动技术东风，拓展坦克品牌第二增长曲线。

坦克 700 Hi4-T 于 2024 年 2 月 26 日上市，坦克 800 已开发完成，预计将在 2024 年内发布，Hi4-T 品类进一步完善。

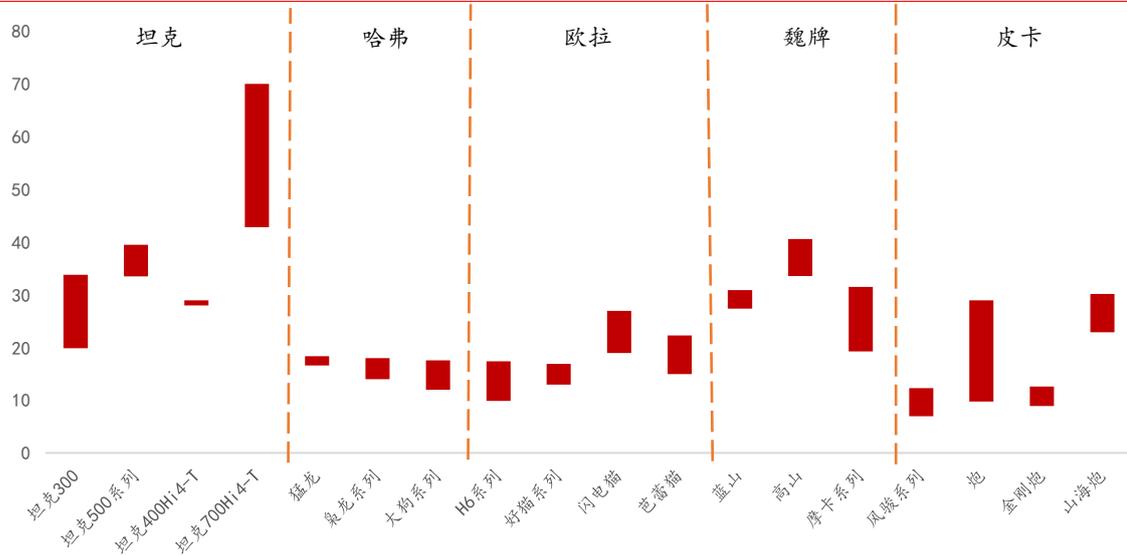
图 24：坦克品牌发布历程



资料来源：中国质量新闻网，太平洋汽车，汽车消费网，坦克 SUV 官网，上海证券研究所

打造高端品牌坦克有助于提升公司平均单车价值，拉动总营收。目前坦克品牌在售车型价格区间与魏品牌持平，高于公司旗下其他品牌，同时相比魏品牌坦克销量持续增长、表现亮眼。

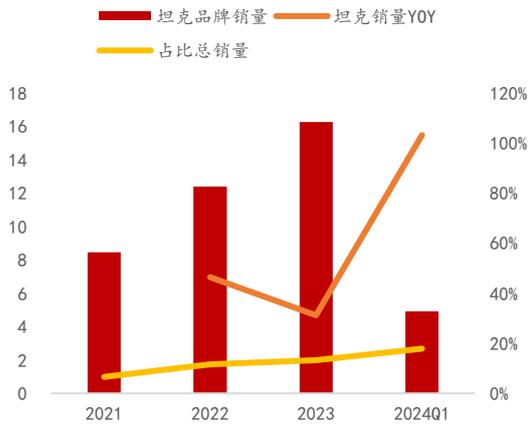
图 25：公司旗下各品牌主销车型价格带对比（万元）



资料来源：搜狐汽车，上海证券研究所

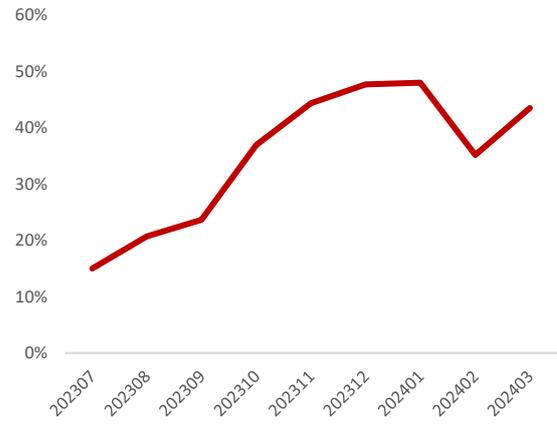
新能源赋能坦克品牌发展新动力，以技术优势赋能高端化品牌。坦克品牌销量占比公司总销量持续提升，Hi4-T 车型销量逐月攀升，2024Q1 坦克品牌新能源产品销量占比达 43.61%。

图 26: 坦克品牌销量及占比公司总销量 (万辆)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 27: 坦克品牌中 PHEV 车型占比



资料来源: Marklines, 上海证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

根据 Wind 主营构成和公司年报对公司主要业务进行拆分处理, 将业绩构成按产品分为: **销售汽车业务、零配件业务、提供劳务业务、模具及其他业务**。结合披露的 2023 年度及 2024Q1 数据, 基本假设如下:

1.销售汽车业务: (1) 收入: 2023 年公司汽车销量为 123.07 万辆, YOY+15.29%, 同时公司单车平均售价成上升走势, 2024/2025/2026 年整体业务增速为+26.50%/+15.36%/+11.24%; (2) 毛利率: 假设毛利率稳定为 18.80%。

2.零配件业务: 2023 年零配件业务营收增长 57.52%, 假设 2024/2025/2026 年营收增速均为+40.00%, 毛利率维持稳定 25.00%。

3.提供劳务业务: 假设 2024/2025/2026 年营收保持 5.00%增速, 毛利率维持稳定 18.00%。

4.模具及其他业务: 假设 2024/2025/2026 年维持 10.00%增速, 毛利率维持稳定 20.00%

表 3: 公司分业务营收预测 (百万元人民币)

	2023	2024E	2025E	2026E
销售汽车业务				
营业收入	153,278.81	193,897.70	223,680.38	248,822.06
同比增长	25.75%	26.50%	15.36%	11.24%
毛利率	18.38%	18.80%	18.80%	18.80%
零配件业务				
营业收入	12,614.40	17,660.16	24,724.23	34,613.92
同比增长	57.52%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	23.46%	25.00%	25.00%	25.00%
提供劳务业务				
营业收入	2,853.37	2,996.04	3,145.84	3,303.13
同比增长	11.22%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	21.31%	18.00%	18.00%	18.00%
模具及其他业务				
营业收入	2,479.93	2,727.92	3,000.72	3,300.79
同比增长	9.80%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	16.34%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务				
营业收入	1,985.56	2,084.84	2,189.08	2,298.54
同比增长	-24.13%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	14.51%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

5.2 投资建议

公司新能源转型稳步推进，硬派越野坦克崛起+海外销量稳步增长助力营收、利润快速增长，预计 2024/2025/2026 年实现归母净利润分别为 100.63/119.11/140.64 亿元，同比分别+43.31%、+18.37%、+18.07%；2024 年 5 月 23 日收盘价对应的 PE 分别为 22.83X/19.29X/16.34X。首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示

1.宏观经济周期性波动风险：汽车产业是国民经济的支柱性产业之一，汽车行业的经营业绩、财务状况和发展前景在很大程度上受我国经济发展状况、宏观经济政策和产业结构调整的影响。

2.产业政策风险：若国家产业发展政策、环保政策及地方扶持优惠政策等在未来出现重大调整，可能对公司的生产经营方针及经营业绩产生影响。

3.行业竞争风险：国内外主要新能源汽车制造厂商均看准我国新能源汽车的市场空间，纷纷在我国境内建立生产基地并开展销售业务，国内汽车及其相关产品的市场竞争愈加激烈。

4.新能源、电动化转型风险：随着全球碳中和进一步推进，新能源市场份额进一步增长，燃油车份额受到挤压，公司电动化和智能化还处于转型阶段，转型进度和效果可能不及预期。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	38337	66638	83477	102365
应收票据及应收账款	10145	10968	11054	11531
存货	26628	29500	34484	39199
其他流动资产	43474	50665	58766	66522
流动资产合计	118584	157771	187781	219617
长期股权投资	10751	11315	11846	12389
投资性房地产	450	500	543	588
固定资产	30235	31281	32396	33022
在建工程	6477	6538	5969	5610
无形资产	11310	13755	16422	19015
其他非流动资产	23463	22712	22667	22667
非流动资产合计	82686	86101	89843	93291
资产总计	201270	243872	277624	312908
短期借款	5701	6693	7232	7792
应付票据及应付账款	68486	91164	105324	119312
合同负债	9583	12176	14276	16232
其他流动负债	27065	31703	35639	39248
流动负债合计	110835	141737	162471	182583
长期借款	13286	14286	15286	16286
应付债券	3463	3413	3363	3313
其他非流动负债	5177	5073	4973	4873
非流动负债合计	21926	22772	23622	24472
负债合计	132762	164509	186093	207056
股本	8498	8544	8544	8544
资本公积	2055	2823	2823	2823
留存收益	58242	68529	80695	95014
归属母公司股东权益	68501	79353	91520	105838
少数股东权益	8	10	11	14
股东权益合计	68509	79363	91531	105852
负债和股东权益合计	201270	243872	277624	312908

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	17754	38565	27799	29764
净利润	7023	10064	11913	14066
折旧摊销	7828	7549	8056	8353
营运资金变动	3679	20903	7999	7580
其他	-776	48	-168	-234
投资活动现金流量	-10451	-10730	-11341	-11203
资本支出	-16229	-10572	-10418	-10376
投资变动	4223	-1739	-1702	-1714
其他	1555	1581	780	887
筹资活动现金流量	1052	497	380	327
债权融资	18988	920	1419	1440
股权融资	682	786	0	0
其他	-18618	-1209	-1039	-1112
现金净流量	8374	28301	16839	18888

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	173212	219367	256740	292338
营业成本	140773	176997	206903	235192
营业税金及附加	5986	7652	8986	10199
销售费用	8285	10968	12324	14032
管理费用	4735	5484	6419	7308
研发费用	8054	10530	12324	14032
财务费用	-126	-194	-960	-1392
资产减值损失	-488	-244	-244	-244
投资收益	761	658	770	877
公允价值变动损益	-26	0	0	0
营业利润	7201	10528	12550	14907
营业外收支净额	623	654	687	721
利润总额	7824	11182	13237	15629
所得税	801	1118	1324	1563
净利润	7023	10064	11913	14066
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司股东净利润	7022	10063	11911	14064

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	18.7%	19.3%	19.4%	19.5%
净利率	4.1%	4.6%	4.6%	4.8%
净资产收益率	10.3%	12.7%	13.0%	13.3%
资产回报率	3.5%	4.1%	4.3%	4.5%
投资回报率	5.4%	9.0%	8.9%	9.2%
成长能力指标				
营业收入增长率	26.1%	26.6%	17.0%	13.9%
EBIT 增长率	28.7%	84.6%	11.7%	16.0%
归母净利润增长率	-15.1%	43.3%	18.4%	18.1%
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.18	1.39	1.65
每股净资产	8.02	9.29	10.71	12.39
每股经营现金流	2.08	4.51	3.25	3.48
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
营运能力指标				
总资产周转率	0.90	0.99	0.98	0.99
应收账款周转率	25.10	29.03	32.57	36.62
存货周转率	5.75	6.31	6.47	6.38
偿债能力指标				
资产负债率	66.0%	67.5%	67.0%	66.2%
流动比率	1.07	1.11	1.16	1.20
速动比率	0.75	0.85	0.89	0.93
估值指标				
P/E	32.72	22.83	19.29	16.34
P/B	3.35	2.90	2.51	2.17
EV/EBITDA	14.95	10.47	8.78	7.13

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。