

扬长补短新能源转型再起航，全力拥抱 电动化+智能化新时代

长城汽车(601633.SH)

推荐

维持评级

核心观点:

- 三十年整车制造经验铸就自主品牌龙头，产品结构优化助力业绩高景气。**公司成立于1984年，最早以轻型客货汽车起家，后逐渐拓展至皮卡、SUV、轿车等产品品类，具备丰厚的整车制造经验，并广泛布局动力系统、底盘系统、车身结构件、车规级半导体、智能化系统等汽车核心零部件。公司目前布局有哈弗、坦克、WEY、皮卡、欧拉、机甲龙六大品牌，在国内储备了充足产能，并在泰国、巴基斯坦、俄罗斯、巴西等多地建厂，引领国内主机厂“生态出海”。得益于以坦克为代表的豪华品牌销量占比提升和出口的高速增长，公司产品结构优化，助力业绩高景气，2023年/2024年Q1公司分别实现营业收入1732.12亿元/428.60亿元，同比分别+26.12%/+47.60%，实现扣非归母净利润48.34亿元/20.24亿元，同比分别+7.98%/大幅扭亏，产品结构优化带动产品均价和毛利率增长。
- 扬长：科技研发反哺产品，巩固坦克品牌与出口领先优势。**公司构建了以资源层-工具层-应用层为架构的森林生态技术体系，广泛布局新能源智能汽车核心零部件，依靠高强度的研发投入积累，公司进入成果收获期，技术成果赋能产品走向新能源+智能化第一梯队，成为公司核心竞争力，助力公司优势品牌进一步提升产品实力。当前坦克品牌实现对20-70万元越野SUV市场的全覆盖，具备了较为成熟的产品矩阵，并依靠专为越野产品打造的Hi4-T混动系统快速实现新能源转型，产品销量稳居细分市场首位，未来品牌还将发布高端产品800，持续提升品牌豪华属性，有望为销量带来新增长动能。出海方面，公司拥有二十余年的产品出海历史，目前已完成旗下全部品牌的出海布局，坦克品牌出口量快速提升，国内品牌优势开始向全球辐射，当前公司主要布局的出口市场如巴西、墨西哥、俄罗斯、泰国等地中国自主品牌渗透率仍有广阔提升空间，且在“ONE GW”的战略统筹下，公司快速深化全品牌海外布局，因地制宜推出适合当地市场特征的产品，预计海外销量将继续成为全年业务亮点，推动盈利能力的持续提升。
- 补短：产品焕新+技术升级+渠道调整再次拥抱新能源与智能化浪潮。**由于产品定价、技术、渠道、品牌定位等方面的不足，公司首代新能源产品的市场拓展有所失利，新能源转型落后于整体市场，但公司及时调整产品策略，叠加研发成果进入收获期带来的智能化技术的明显进步，公司正快速补齐过去短板，推动新能源转型的再次启航。哈弗：利用Hi4系统的性能优势深挖细分市场，带来定价高但性能、尺寸等具备显著差异性优势的猛龙等紧凑型产品，提升品牌辨识度与知名度；WEY：全新正向研发产品蓝山市场拓展取得初步成效，智驾版于北京车展首发，智能驾驶、智能座舱全面升级，智能化性能有望跃居行业第一梯队，有望驱动销量再增长。同时公司试水直营模式，计划于年底实现200+零售中心开业，适配高端品牌销售特性，提升销售效能；欧拉：纯电动市场扩容速度放缓，产品迭代加速推动市场竞争程度上升，公司放缓纯电品牌新品推出节奏，稳固纯电产品盈利能力，公司全品类优势以及平台化技术工具有望平滑纯电品牌暂时缺位带来的弊端，在前沿智能化技术成果在高端品牌的率先应用达到提升公司品牌形象的效果后，智能化技术的平行迁移有望为经过产品与技术沉淀后的欧拉品牌带来市场竞争力的提升，进而激发销量增长潜力。

分析师

石金漫

☎: 010-80927689

✉: shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030002

研究助理

秦智坤

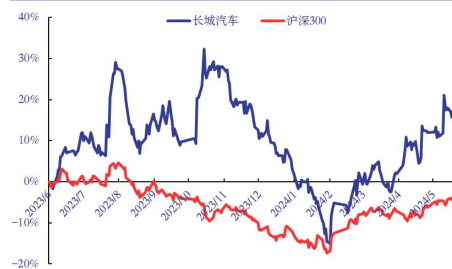
✉: qinzhikun_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2024-5-31

股票代码	601633.SH
A股收盘价(元)	25.97
上证指数	3,086.81
总股本(万股)	854,193.29
实际流通A股(万股)	616,850.65
流通A股市值(亿元)	1,601.96

相对沪深300表现图



资料来源: 同花顺 iFind, 中国银河证券研究院

- **投资建议：**预计 2024~2026 年公司将分别实现营收 2235.03 亿元、2599.79 亿元、2841.97 亿元，分别实现归母净利润 102.51 亿元、131.52 亿元、157.98 亿元，对应 EPS 分别为 1.20 元、1.54 元、1.85 元。基于公司新能源销量低基数下的增长潜力和“生态出海”的布局优势，综合考虑绝对估值与相对估值，公司合理每股价值区间为 29.97 元-40.31 元，对应市值区间为 2560.02 亿元-3443.25 亿元，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**新能源汽车销量不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；智能化技术研发不及预期的风险。

主要财务指标预测（数据截止 5.31）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	173,212.08	223,503.15	259,979.49	284,197.31
收入增长率（%）	26.12	29.03	16.32	9.32
归母净利润（百万元）	7,021.56	10,250.95	13,151.89	15,797.72
利润增速（%）	-15.06	45.99	28.30	20.12
毛利率（%）	18.73	19.24	19.70	20.17
摊薄 EPS（元）	0.82	1.20	1.54	1.85
PE	30.52	21.64	16.86	14.04

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

目 录

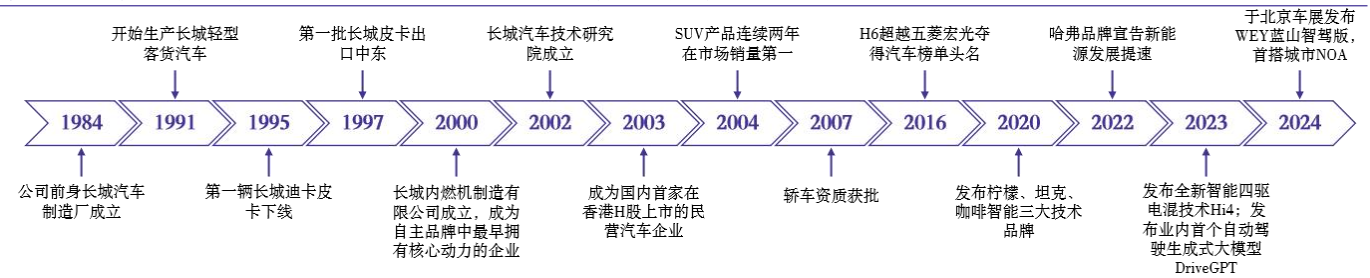
一、三十年整车制造经验铸就自主品牌龙头，产品结构优化助力业绩高景气.....	4
（一）深厚历史积淀铸就自主品牌龙头，海外产能扩展引领生态出海.....	4
（二）高端越野+出口销量高增长，带动公司产品优化，利润增速高于收入增速.....	7
二、扬长：科技研发反哺产品，巩固越野品牌与出口领先优势.....	9
（一）技术：打造森林生态技术体系，构建自主可控核心供应链.....	9
（二）坦克：Hi4-T 系统加持引领硬派越野市场，继续丰富产品矩阵夯实龙头地位.....	11
（三）出海：二十余年历史成就出海龙头，加速推进全品牌海外市场拓展.....	12
三、补短：产品焕新+技术升级+渠道调整再次拥抱新能源与智能化浪潮.....	14
（一）复盘：燃油产品转混动缺乏市场竞争力，纯电品牌定位小众销量延续性不强.....	14
（二）哈弗：产品焕新重拾市场竞争力，Hi4 加持深挖细分市场.....	16
（三）WEY：智能化剑指行业第一梯队，建立直营渠道提升销售效率.....	18
（四）欧拉：纯电市场竞争程度加剧，放缓产品发布进程应对市场竞争.....	20
四、投资建议及估值.....	21
五、风险提示.....	23
附录：公司财务预测表.....	24

一、三十年整车制造经验铸就自主品牌龙头，产品结构优化助力业绩高景气

（一）深厚历史积淀铸就自主品牌龙头，海外产能扩展引领生态出海

纵观发展历程，公司在动力系统、整车制造、出口布局等方面具有较为深厚的积淀。公司前身是成立于1984年的长城汽车制造厂，最早以轻型客货汽车起家，后逐渐拓展至皮卡、SUV、轿车等乘用车全品类产品，具备丰厚的整车制造经验。零部件方面，公司于2000年实现核心动力系统自研自制，位列自主品牌前列，对核心零部件的自主掌控是助力公司在燃油车市场成为SUV领军者并依托自身技术实力快速转型新能源的核心依仗。出口方面，1997年公司便实现了第一批皮卡的出口，此后不断开拓海外市场，目前已在俄罗斯、乌兹别克斯坦、泰国等多地拥有海外工厂，是自主品牌从产品出海到生态出海的领航者。纵观公司发展历程，丰厚的历史积淀为公司带来了自主可靠的供应链和杰出的产品定义能力和整车制造能力，助力公司成长为自主品牌主机厂龙头企业。

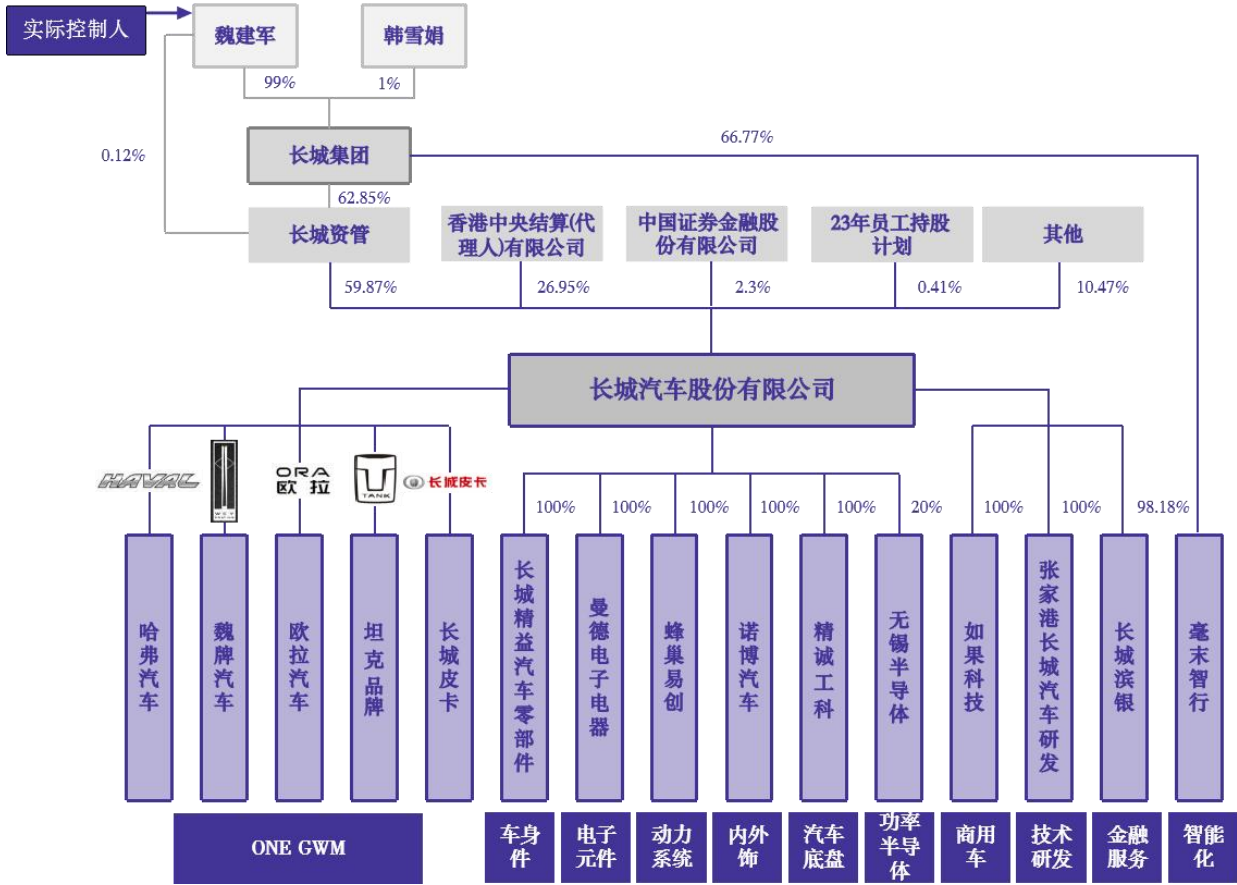
图1：纵观发展历程，公司在动力系统、整车制造、出口布局等方面具有较为深厚的积淀



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

高股权集中度提升决策效率，子公司广泛布局核心零部件业务。公司实控人为魏建军，截止2024年3月31日，魏建军间接持有公司37.70%的股份，其余股东占比均未超过5%，得益于集中度较高的股权结构，公司战略决策效率高，产品推陈出新、生态出海、新能源转型等关键性战略决策能够得到快速落实和执行，这也成为公司长期保持自主品牌龙头地位的关键新因素之一。公司旗下子公司广泛布局包括车身结构件、电子元器件、动力系统、内外饰、底盘、智能化系统等在内的核心零部件产业，为公司整车制造提供支持，保障产业链自主可控。

图 2：公司形成乘用车+商用车+动力系统的完备产品矩阵，国内+国外市场深度布局



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

全价格带 SUV 产品构成品牌核心，品牌整合提升资源利用效率。公司旗下目前拥有六大品牌，分别为全球性 SUV 品牌“哈弗”、豪华越野 SUV 品牌“坦克”、智能豪华新能源品牌“WEY”、专属女性的纯电品牌“欧拉”、高性能机甲品牌“沙龙”和皮卡品牌。从当前产品布局来看，SUV 产品是产品矩阵中的主力，轿车品牌集中于纯电。2022 年末，为进一步提升资源利用效率，减少由于各品牌销售热度差异所带来的资源浪费，公司进行了品牌销售渠道的整合，其中坦克和 WEY 整合至同一销售渠道，欧拉与沙龙整合至同一销售渠道，规避了由于单品牌车型较少、市场热度不高带来的销售渠道资源浪费，并通过发挥热销品牌销售渠道作用，提升其他品牌的市场知名度。

图 3：公司旗下拥有六大整车品牌，SUV 是公司产品矩阵的主力车型



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

多点布局海外市场，抢占出口先机。公司在国内的保定（公司总部所在地）、天津、日照、重庆、嘉兴、泰州、荆门拥有整车工厂，全部产能达146万辆，储备较为充分，为爆款车型交付量的快速爬升打下坚实基础。海外产能方面，相比国内制造出口的“产品出海”模式，本地化生产的“生态出海”模式能够为当地带来可观税收与就业支持，因而更易受到当地政府与国民支持，伴随我国汽车工业制造能力的不断提升，“生态出海”成为中国自主品牌汽车走向全球化的必经之路，公司作为“生态出海”模式的领航者，在海外建成包括巴基斯坦、乌兹别克斯坦、俄罗斯、厄瓜多尔、巴西、泰国在内的多个工厂，为公司打开了出口增长的天花板。

表1：国内产能完备，快速拓展海外产能引领生态出海

国家	省份	年产能	主要品牌	备注
巴基斯坦		2.4 万辆	哈弗	-
乌兹别克斯坦		2.5 万辆	哈弗	计划 2024 年起生产哈弗车型，年产能计划扩展至 10 万辆
俄罗斯		8 万辆	哈弗	2019 年 3 月投产，规划产能 15 万辆
厄瓜多尔		1 万辆	哈弗、皮卡	CKD 组装基地
巴西		2 万辆	皮卡、坦克	原奔驰工厂，计划于 2024 年 5 月开始生产，2025 年规划 10 万辆年产能
泰国		8 万辆	哈弗、坦克、欧拉	原通用整车工厂，2020 年 11 月全部转让，规划年产能 12 万辆
	天津	30 万辆	哈弗、欧拉	
	山东日照	10 万辆	WEY、轿车	2021 年 7 月投产，二期竣工扩张至 30 万辆
	重庆	16 万辆	皮卡、坦克、哈弗	
中国	河北保定	60 万辆	哈弗、坦克	其中 30 万辆全部为新能源车型产能
	浙江嘉兴	10 万辆	哈弗、欧拉、皮卡	2020 年 12 月投产
	江苏泰州	10 万辆	欧拉、哈弗	2020 年 11 月投产
	湖北荆门	10 万辆	坦克、皮卡、WEY、哈弗	2021 年 7 月投产

资料来源：Marklines，公司公告，中国银河证券研究院

多轮、多种方式推行股权激励，深度绑定员工利益。公司分别于 2019 年、2020 年、2021 年、2024 年实施了不同的股权激励计划，覆盖人数最高超过 9000 人，是股权激励覆盖范围最广的主机厂之一，践行“与员工共同成长”的理念，将公司与广大骨干员工的核心利益进行绑定，通过设定业绩目标激发员工积极性，助力公司业绩稳中向好发展。

表2：公司多次实行股权激励，覆盖范围从 2000 人到 9000 人不等

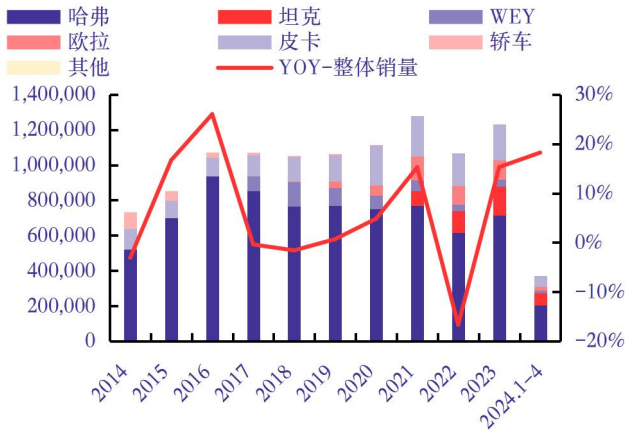
授予日期	人员	目标股票数量	授予价	兑现条件
2019/9/7	1,915 人	限制性股票 7,329.76 万份； 股票期权 11,074.40 万份	限制性股票：4.12 元/股； 期权行权价格：8.23 元/股	2019/2020/2021 年公司汽车销量不低于 107/115/125 万辆， 净利润不低于 42/45/50 亿元。
2020/4/16	1,958 人	限制性股票 6,742.08 万份； 股票期权 10,975.74 万份	限制性股票：4.37 元/股； 期权行权价格：8.73 元/股	2020/2021/2022 年公司汽车销量不低于 102/121/135 万辆， 净利润不低于 40.5/50/55 亿元。
2021/7/23	9,370 人	限制性股票 4,318.40 万份； 股票期权 39,710.10 万份	限制性股票：16.78 元/股； 期权行权价格：33.56 元/股	2021/2022/2023 年公司汽车销量不低于 149/190/160 万辆， 净利润不低于 68/82/60 亿元。
2024/1/27	2,005 人	限制性股票 7000 万份； 股票期权 9687.50 万份	限制性股票：13.61 元/股； 期权行权价格：27.22 元/股	2024/2025/2026 年公司汽车销量不低于 190/216/249 万辆， 净利润不低于 72/85/100 亿元。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 高端越野+出口销量高增长，带动公司产品优化，利润增速高于收入增速

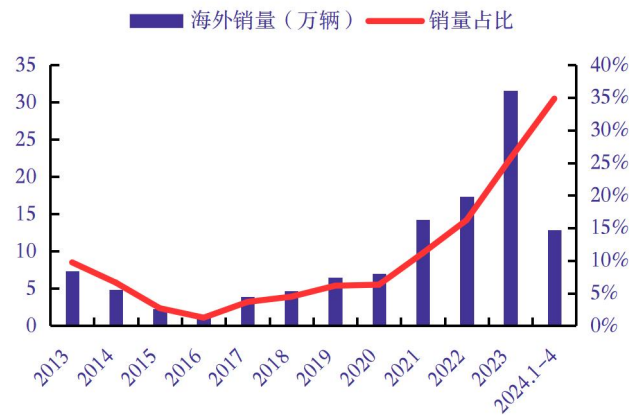
产品结构持续优化，海外销量占比快速提升。2023年，公司实现总销量123.07万辆，同比+15.29%，其中高端越野SUV品牌坦克销售同比增长31.21%至16.25万辆，占总销量比重上升至13.21%，2024年Q1，公司实现总销量37.01万辆，同比+18.22%，其中坦克品牌销售6.70万辆，同比+98.30%，占销量比重进一步上升至18.82%，带动公司产品结构持续改善。2023年，公司海外销量同比增长82.48%至31.60万辆，占总销量比重上升至25.68%，2024年Q1公司实现海外销量12.89万辆，同比+74.71%，继续保持高速增长，占销量比重上升至34.83%。

图 4：2024Q1 公司销量同比+18.22%，坦克品牌占比上升至 18.82%（辆）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

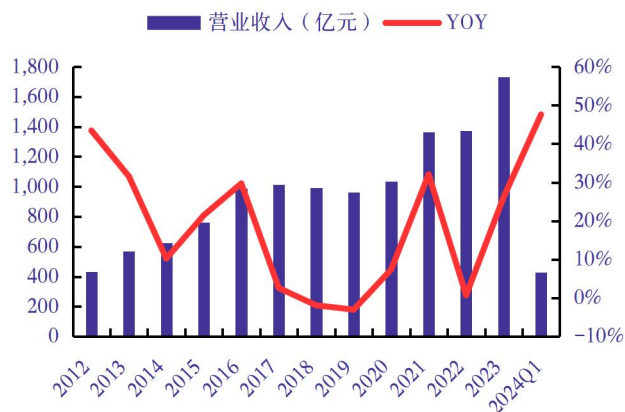
图 5：2024 年 Q1 公司海外销售同比+74.71%，海外销量占比接近 35%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

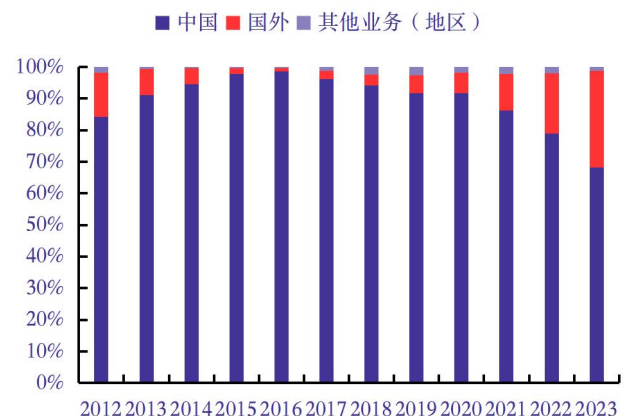
销量增长带动营收高增，海外市场占比明显提升。2023年公司实现营业收入1732.12亿元，同比+26.12%，公司收入主要来源于整车销售，2024年Q1，公司实现营业收入428.60亿元，同比+47.60%，得益于销量的高速增长与产品结构改善带来的产品单价提升。受益于海外销量高增，2023年公司在海外实现营业收入531.14亿元，同比+101.53%，占总收入比重的30.66%，同比+11.47pct。

图 6：2024Q1 公司营收同比+47.60%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：2023 年公司海外业务收入占比提升至 30.66%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

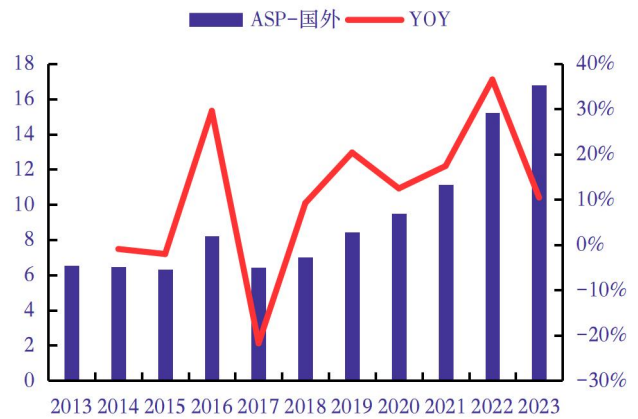
国内外产品均价齐升，产品高端化进展顺利。在假设公司海外收入全部为整车销售收入的情况下，我们计算得出2023年公司国内市场单车价格约为10.95万元/辆，同比+2.51%，主要受益于以坦克品牌为代表的高端车型销售占比的上升，对冲了由于行业价格战兴起带来的降价影响。海外市场方面，2023年公司海外产品单价约为16.81万元/辆，同比+10.44%，绝对值与增速均高于国内，我国自主品牌汽车产品竞争力强，在海外能够享受更高溢价，为公司贡献更可观的盈利能力。

图 8：2023 年公司国内产品均价同比增长 2.51%至 10.95 万元（万元/辆）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

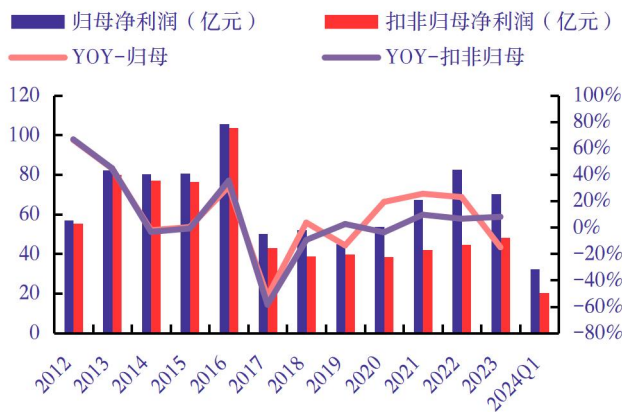
图 9：2023 年公司国外产品均价同比增长 10.44%至 16.81 万元（万元/辆）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

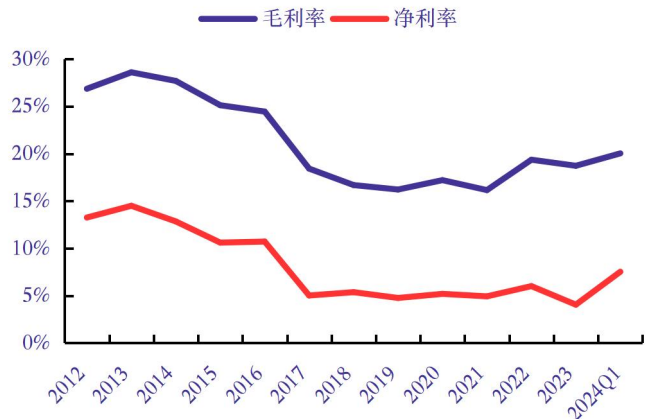
海外市场贡献可观盈利能力，2024 年 Q1 毛利率反转向上。2023 年，公司分别实现归母净利润/扣非归母净利润 70.22 亿元/48.34 亿元，同比分别-15.06%/+7.98%，盈利能力波动主要受到非经常性因素的影响，公司主业盈利能力提升，2024 年 Q1，公司分别实现归母净利润/扣非归母净利润 32.28 亿元/20.24 亿元，同比分别增长 17.5 倍/大幅扭亏，主要受益于产品结构改善和海外销量增长带来的毛利率提升，2023 年公司毛利率/净利率分别为 18.73%/4.05%，同比分别-0.64pct/-1.96pct，主要受到价格战影响，降价车型毛利率有所降低，且老款产品产能利用率有所下降拖累毛利率。2024 年 Q1，公司毛利率/净利率分别为 20.04%/7.53%，同比分别+3.97pct/+6.93pct，公司一季度未过度参与价格战，坦克与海外销量高增带动毛利率反转回升。

图 10：2023 年/2024 年 Q1 公司扣非归母净利润同比分别+7.98%/大幅扭亏



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：2024 年 Q1 公司毛利率/净利率分别回升至 20.04%/7.53%

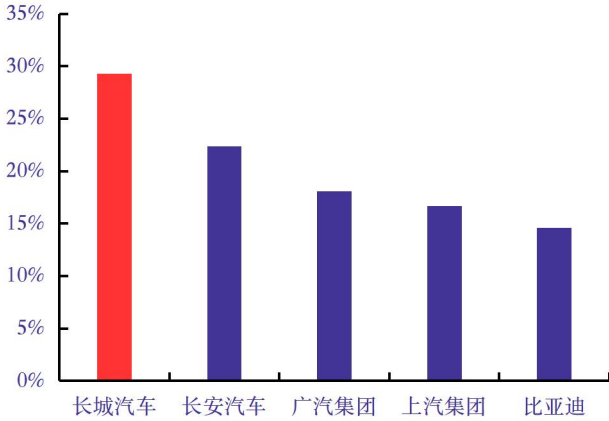


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三费结构优化，保持高强度研发支出。2023 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.78%、2.73%、-0.07%，同比分别+0.50pct、-0.83pct、+1.74pct，销售费用率的增长来源于价格战背景下的产品促销以及渠道建设费用增长，财务费用率的增长主要是由于汇兑损益的减少，管理费用率受益于规模效应优化。2024 年 Q1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.98%、2.34%、0.22%，同比分别+0.59pct、-0.14pct、+0.19pct，延续前期变动趋势。2023 年公司研发费用为 80.54 亿元，同比+24.97%，研发费用率为 4.65%，同比-0.04pct，2024 年 Q1，公司研发费用为 19.60 亿元，同比+27.77%，研发费用率为 4.57%，同比-0.71pct，由于收入的高速增长，公司研发费用率有所降低，但绝对值保持增长趋势，公司始终重视研发投入以提升技术实力。

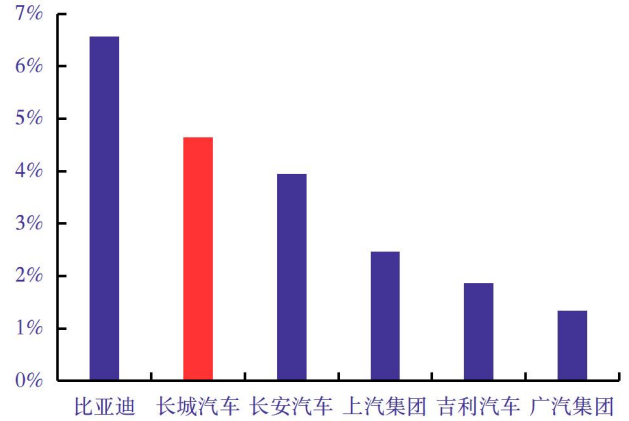
到 2.4 万人，占总人员比重的 29.3%，超过长安、广汽、上汽、比亚迪等头部自主品牌主机厂，2023 年公司研发费用率为 4.65%，低于比亚迪，高于长安、上汽、吉利、广汽等，对研发的高度重视是推动公司技术实力保持行业领先水平的必要前提，为公司前沿技术成果的加速落地奠定基础。

图 15：2023 年公司研发人员数量占比高于其他头部自主品牌



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

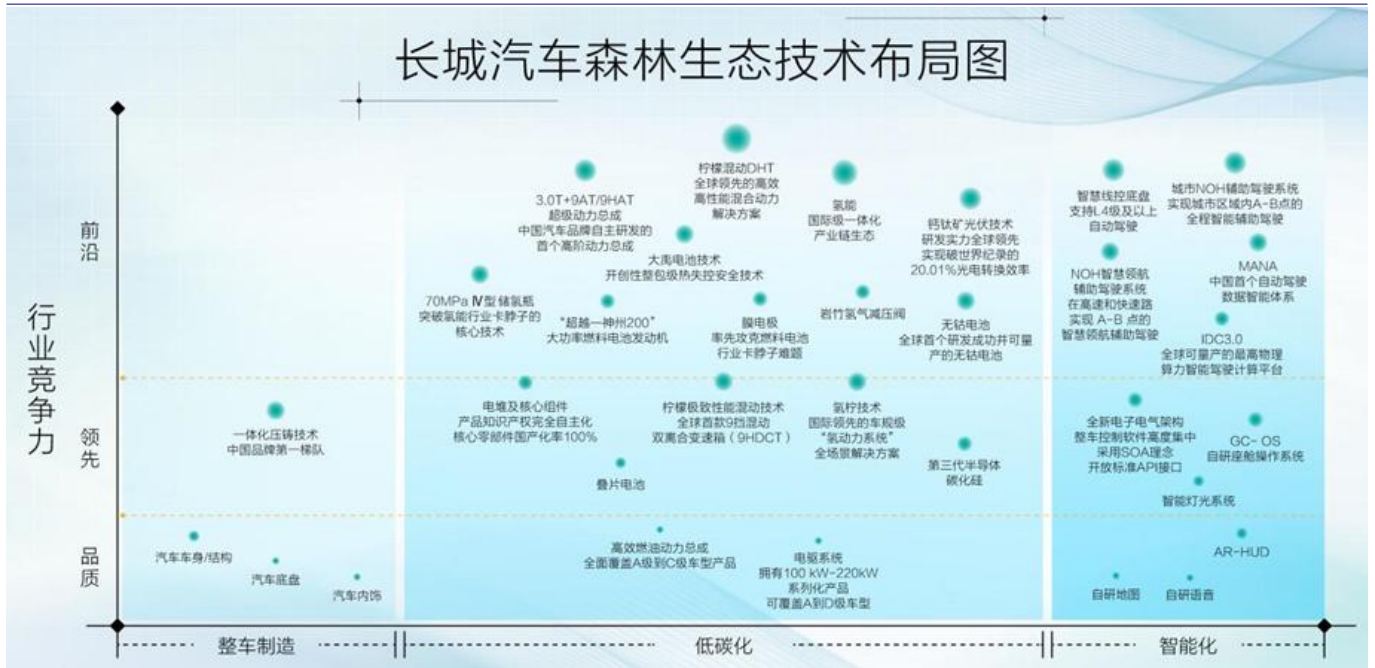
图 16：2023 年公司研发费用率位居自主品牌前列



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

技术成果进入收获期，赋能产品走向新能源+智能化第一梯队。在森林生态体系的优势下，经过前期高强度技术研发投入的积淀，公司进入技术成果的收获期，形成高性能燃油、混动、纯电动动力系统、Sic 芯片、一体化压铸、智能驾驶系统、智能座舱系统等技术成果，赋能产品在新能源和智能化功能上走向行业第一梯队。技术研发作为提升产品竞争力的基石，为公司各品牌在市场推广中提供了核心助力。

图 17：公司森林生态体系进入技术成果收获期

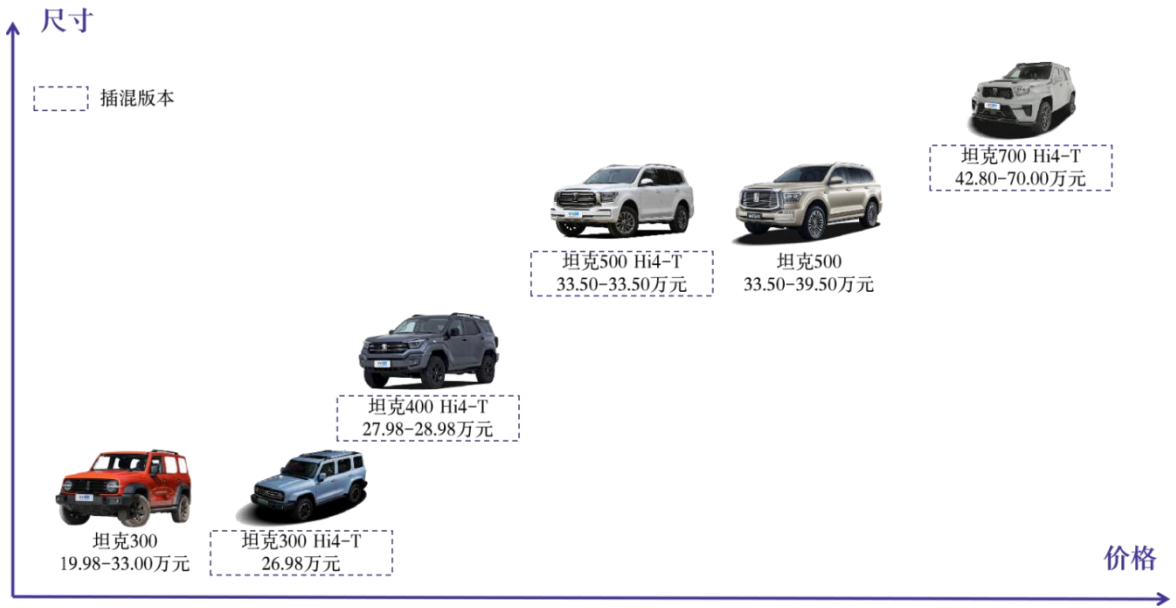


资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

（二）坦克：Hi4-T 系统加持引领硬派越野市场，继续丰富产品矩阵夯实龙头地位

产品矩阵趋向成熟，覆盖 20-70 万元越野 SUV 市场。公司坦克品牌定位于豪华越野 SUV，目前拥有 300、400、500、700 四个系列产品，覆盖 20-70 万元价格区间，已经形成了较为完整的产品矩阵布局。动力类型方面，坦克品牌的初代产品 300 为燃油动力，后公司混动技术成熟后，将 Hi4-T 技术赋能至坦克品牌，逐渐拓展了 300、400、500、700 的 Hi4-T 版本，进一步增强产品竞争力，未来公司还将发布 800 Hi4-T，进一步提升产品矩阵成熟度。

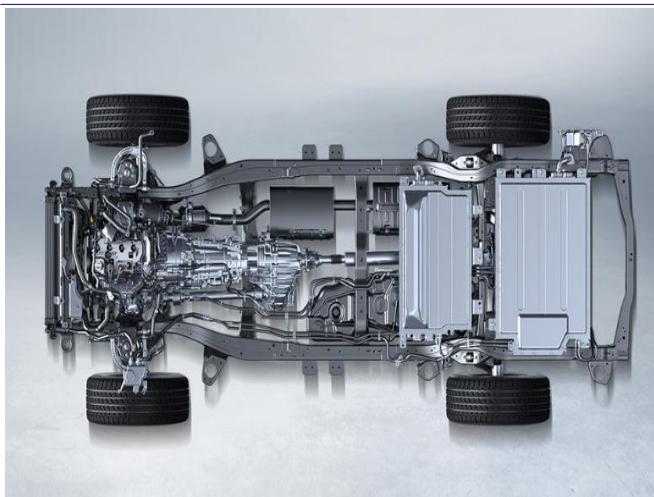
图 18：坦克品牌覆盖 20-70 万元的越野 SUV 市场



资料来源：搜狐汽车，中国银河证券研究院

Hi4-T 创新结构打造真正适配越野 SUV 的插混系统，开创越野 SUV 电混新时代。Hi4-T 是公司专为越野 SUV 打造的混动架构，不同于传统混动架构的油电串并联模式，Hi4-T 采用了油电并联架构，并保留了非解耦结构的机器四驱模式，利用电机助力实现动力系统的削峰填谷效果，保证发动机始终处于最高效的运转区间，做到让越野 SUV “要劲儿有劲儿、要电有电、要省能省”，适配驾驶全场景。对比来看，坦克 500 Hi4-T 的亏电油耗（9.55L/100km）低于同款燃油版（11.19L/100km），零百加速能够达到 6.9s，动力与能耗均有明显优化。

图 19：Hi4-T 采用油电并联架构，并保留了非解耦的机械四驱



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

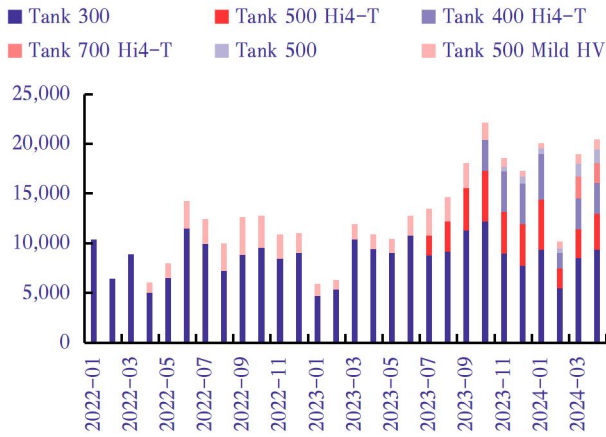
图 20：Hi4-T 的油电并联架构适配越野多种场景



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

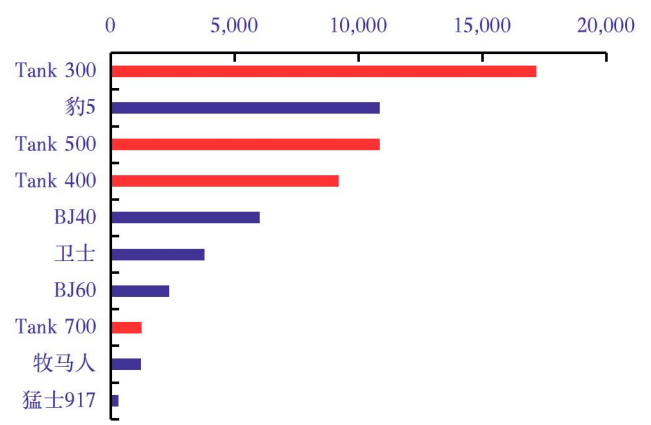
销量伴随产品矩阵的成熟持续提升，占据越野 SUV 市场半壁江山。伴随产品矩阵的不断丰富，坦克品牌销量呈现持续上涨的趋势，2024 年 1-4 月，坦克品牌累计销售 6.97 万辆，同比+98.30%，主要的增量来源于坦克 500 Hi4-T、坦克 400 Hi4-T 等新品。目前坦克品牌在越野 SUV 市场占据绝对的龙头地位，2024 年 Q1，国内零售越野 SUV 排行中，坦克 300、500、400 分列第一、三、四位，坦克品牌占据越野 SUV 市场“半壁江山”，品牌声誉深入人心，市场地位卓越。

图 21：2023 年下半年以来，产品矩阵的丰富带动坦克品牌销量增长（辆）



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

图 22：2024 年 Q1 越野 SUV 零售排行中坦克品牌单品排名前列（辆）



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

横纵双向继续完善产品矩阵，销量再迎增长新动能。今年以来坦克品牌已发布 300 Hi4-T 和 330 两款新品，其中 300 Hi4-T 限量 3000 台，一经发布即被订购一空，公司强大的品牌声誉助力公司新品保持卓越产品竞争力，330 搭载 3.0T V6 双涡轮增压发动机，继续引领越野 SUV 的技术进步，首批限量 1000 台已售罄。在横向拓展产品矩阵的同时，公司也在引领坦克品牌走向更高端价格区间，年内有望发布全新高端产品坦克 800，相比越野市场现有高端产品路虎、牧马人等，坦克 800 有望继续凭借强悍性能的动力系统与智能化配置取得差异化竞争优势，为坦克品牌的销量的持续增长注入新动能。

图 23：坦克 800 有望年内发布



资料来源：有驾网，中国银河证券研究院

图 24：公司发布坦克 330，首批 1000 台限量售罄



资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

（三）出海：二十余年历史成就出海龙头，加速推进全品牌海外市场拓展

90 年代开启出海历程，“ONE GW”战略开启“生态出海”新篇章。公司最早于 1997 年开始将第一批皮卡出口至中东地区，自此开启产品出海历程，2005-2013 年公司着重布局海外子公司，提前了解当地文化与消费习惯，2014-2021 年公司开始全面布局海外市场，在欧亚、泰国、巴西等地建设或收购全工艺工厂，并推进品牌在海外市场的上市，2022 是公司出海新时代标志性的一年，公司发布“ONE GW”全球出海战略，不同于国内多品牌战略，基于公司深厚的出海历史积淀，海外“一个长

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

城”的品牌战略更易提升品牌知名度，从而推动包括生产工艺、核心软硬件、整车在内的全产业链“生态出海”。

图 25：公司自 90 年代开启产品出海，2022 年发布“ONE GWM”战略开启“生态出海”新篇章

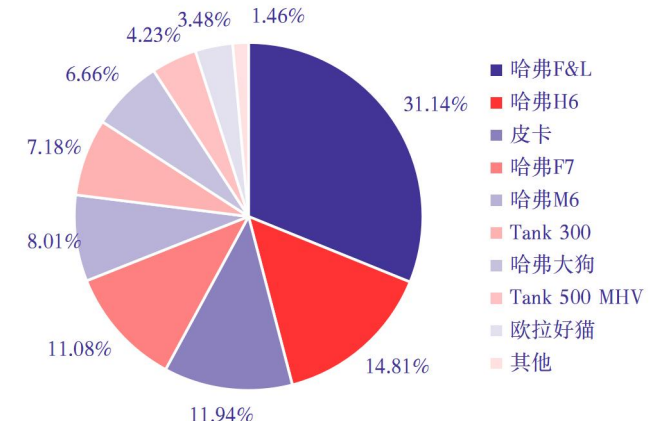
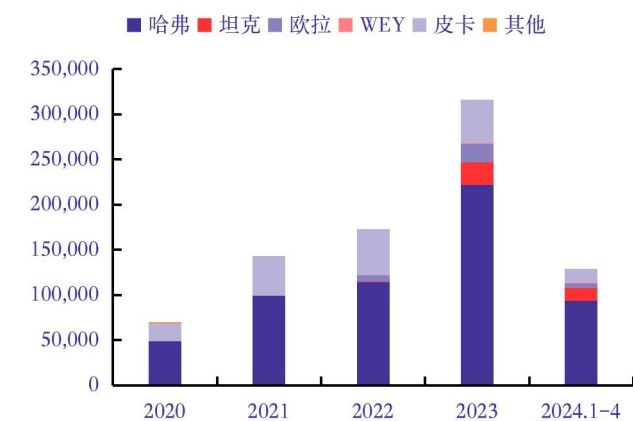


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

已完成全品牌出海布局，坦克品牌出口量快速提升。2023 年公司完成旗下全部品牌的出海，目前出口结构中仍由哈弗和皮卡占据主体，2023 年哈弗品牌出口 22.15 万辆，同比+94.63%，以哈弗 F&L（初恋）、H6、F7 等产品为主，皮卡出口 4.83 万辆，同比-5.49%，哈弗产品多为经济车型，与发展中国家消费习惯契合，因而受到海外市场的青睐。坦克、欧拉品牌增长迅速，2023 年分别出口 2.51 万辆和 2.05 万辆，同比分别增长 26.21 倍和 1.8 倍，坦克品牌的高速增长得益于其快速提升的产品竞争力，2024 年 1-4 月，哈弗/坦克/欧拉/皮卡出口量同比分别+77.71%/+600.48%/-25.30%/+23.48%，公司优势品牌仍维持出口高景气度，欧拉主要受欧洲新能源市场发展放缓影响，WEY 牌定位高端车型，出口量仍较小，但已在迪拜等消费能力强的地区取得亮眼业绩。

图 26：2024 年 1-4 月哈弗、坦克、皮卡等强势品牌延续出口高景气度（辆）

图 27：2024 年 1-4 月哈弗品牌仍占据出口主要产品



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

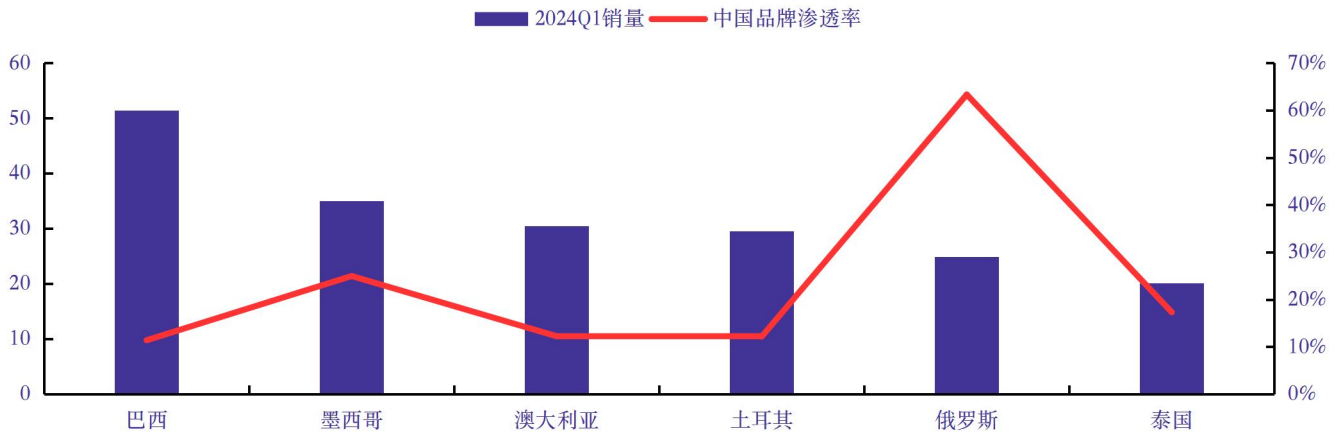
资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

公司出口主要国家当前自主品牌渗透率仍有较大提升空间，有望支撑公司出口保持高增速。公司主要出口地区与我国汽车出口的主要地区具有一定的相似性，主要包括巴西、墨西哥、俄罗斯、澳大利亚、土耳其、泰国等地，自主品牌对上述地区尚未实现充分布局，2024 年 Q1，除俄罗斯市场中国品

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

市占率超过 50%外，其他国家的中国品牌渗透率普遍在 10%-25%，具备较大的提升空间。另外，公司在巴西、泰国、俄罗斯等地均布局有工厂，相比单纯的“产品出海”，公司“生态出海”模式在当地的接受度更高，出口量增长所遇到的政策、文化等阻力较小，预计公司出口仍有较大增长空间。

图 28：公司出口的主要国家当前中国品牌渗透率仍有较大提升空间（万辆）



资料来源：海关总署，Marklines，中国银河证券研究院

注：各国总销量数据来源为 Marklines，出口量数据来源于海关总署，由于数据统计口径存在差异，渗透率的计算结果可能存在一定偏差

“ONE GWM”战略取得初步成效，继续深化全品牌海外布局。基于“ONE GWM”战略带来的品牌声誉优势，公司近期在海外的品牌拓展继续提速，公司产品覆盖全部动力种类，能够因地制宜推出适合当地市场的产品，如在泰国推进欧拉本地化生产、在欧洲、迪拜等消费能力高的地区上市 WEY 等，全品类布局优势开始体现。海外市场的加速布局有望成为公司全年业务亮点，为公司带来盈利能力的进一步提升。

表 3：公司近期加速布局海外市场，推动各品牌在适配市场的快速拓展

时间	国家或地区	具体出海情况
2024 年 4 月 12 日	迪拜	魏牌高山在迪拜完成首批交付
2024 年 3 月 25 日	泰国	皮卡旗舰车型山海炮 HEV 在泰国首发并预售，将于 5 月份在当地上市
2024 年 2 月 3 日	卡塔尔	与当地知名汽车经销商 Teyseer Motors 正式签署战略合作协议，筹划建设 GWM 全新展厅
2024 年 1 月 26 日	智利	在智利推出欧拉品牌，旗下欧拉好猫正式上市
2024 年 1 月 12 日	泰国	欧拉好猫下线于泰国罗勇新能源基地，是该基地的第一款本地化生产的新能源产品
2023 年 11 月 22 日	欧洲	魏牌拿铁 PHEV (WEY 03) 在欧洲上市
2023 年 10 月 26 日	厄瓜多尔	长城炮 CKD 项目首台长城炮在厄瓜多尔 CIAUTO 工厂下线
2023 年 10 月 14 日	乌兹别克斯坦	哈弗 H6 在乌兹别克斯坦首都塔什干举办上市发布会
2023 年 9 月 30 日	墨西哥	亮相墨西哥车展，发布 ORA 品牌，好猫正式上市，现场开启预定
2023 年 9 月 29 日	泰国	坦克 300、坦克 500 在泰国发布

资料来源：搜狐，有驾网，易车网，新浪网，公司官网，中国银河证券研究院

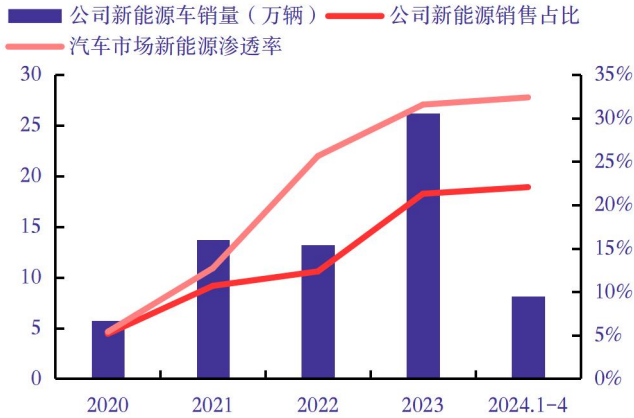
三、补短：产品焕新+技术升级+渠道调整再次拥抱新能源与智能化浪潮

（一）复盘：燃油产品转混动缺乏市场竞争力，纯电品牌定位小众销量延续性不强

公司新能源转型暂落后于整体市场，主因哈弗、WEY 两大品牌的混动转型失利与欧拉销量的下滑。2023 年公司实现新能源车总销量 26.20 万辆，同比+98.74%，2024 年 Q1，公司实现新能源汽车总销量 8.16 万辆，同比+91.27%，2023 年以来公司新能源车销量实现几乎翻倍增长，但渗透率落后于行业整

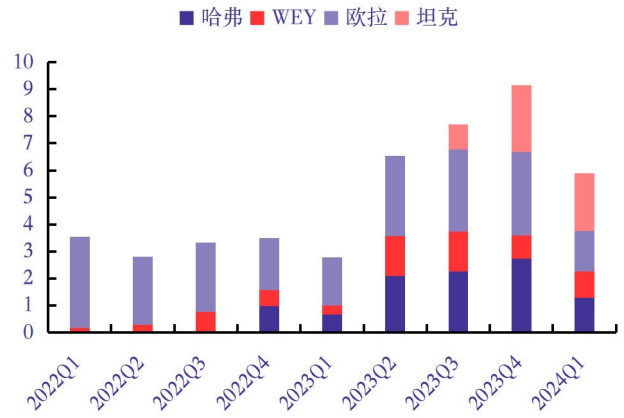
体，2023年/2024年Q1公司新能源车渗透率分别为21.29%/22.05%。从细分销量来看，哈弗、WEY品牌在发布多款插混产品后销量增势较弱，叠加欧拉品牌销量下滑，影响公司新能源车销量总体增速。

图 29：2021 年以来公司新能源渗透率增长总体落后于行业



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

图 30：哈弗、WEY 销量增势弱叠加欧拉品牌销量下滑拖累公司新能源转型 (万辆)

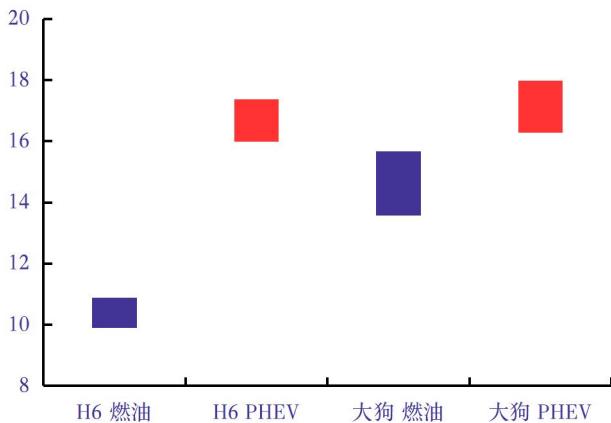


资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

1、插混产品转型失利原因：价格缺乏市场竞争力，未及时跟进渠道变革

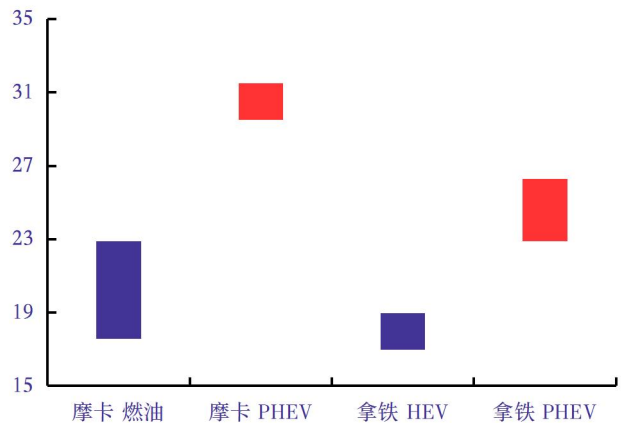
①基于燃油产品推出插混版本，价格缺乏市场竞争力。公司第一代插混产品主要为基于公司前期热卖燃油车型所推出的插混版本，如 H6、大狗、摩卡、拿铁等，相比于燃油版本，插混版本价格普遍高 3 万元以上，最高价差可达 12 万元，受制于燃油产品在消费者心中的固有印象，初代插混产品的大幅涨价容易引起消费者的对比，不利于其新款产品的市场拓展，同时，受制于前期规模效应不明显，相比市场热卖的宋 PLUS、唐 PLUS 等产品，价格缺乏市场竞争力，因而产品初期推广受阻，未取得亮眼的消费表现。

图 31：哈弗品牌产品插混版本比燃油贵 3-6 万元 (万元)



资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

图 32：WEY 牌产品插混版本比燃油版本贵 6-12 万元 (万元)



资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院 (注：摩卡 PHEV 采用 2022 款定价)

②初代产品智能化功能较少，对传统外资/合资品牌未形成有效替代。由于智能座舱、智能驾驶的研发周期较长，公司在首代插混产品发布之时尚未拥有足够的智能化技术成果，产品的智能化功能较弱，在与传统外资/合资品牌的竞争中，由于外资/合资品牌在燃油产品上具备明显的品牌声誉优势，具备智能化优势的插混产品更易对外资/合资形成有效替代，例如理想 L9 设计了创新性的智能座舱，实现了对 BBA 等豪华产品的替代，但公司首代插混产品缺乏智能化能力，因而在与燃油车的竞争中落入下风。

图 33: WEY 牌首代插混产品智能化功能较弱



资料来源: 有驾网, 中国银河证券研究院

图 34: 理想 L9 设计了创新性的智能座舱



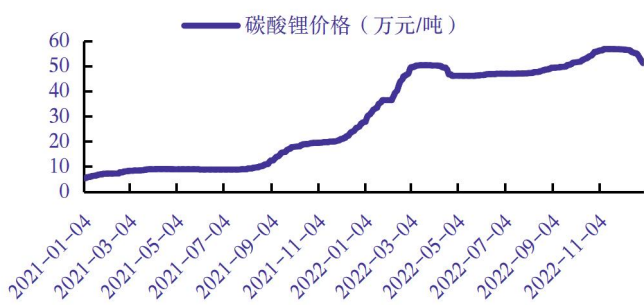
资料来源: 易车网, 中国银河证券研究院

③渠道未及时跟进新能源转型变化, 终端销售能力有所欠缺。首先, 由于前期插混产品品类较少, 公司在终端采用油电同店的销售模式, 终端经销商的销售人员未能充分适应插混新品的销售特点, 在销售推介中缺乏对插混产品特性的深度了解, 未能对插混新品的销售起到足够的宣传作用; 其次, 公司过去产品主要集中于经济型产品, 对于定位于高端豪华品牌的 WEY 品牌的销售经验不足, 影响了高端品牌的市场扩展; 最后, 相比于新势力位于城市中心的商超店, 传统经销门店位置较为偏僻, 在新能源产品的推广中存在地区性劣势, 影响了新能源新品的市场推广。

2、纯电产品销量下滑原因: 成本压力停产热销产品, 品牌定位小众不利于产品销量的持续上涨

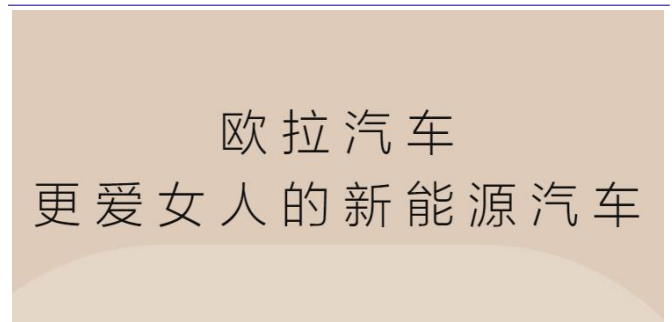
碳酸锂价格飙升迫使欧拉黑白猫停产, 定位女性品牌销量持续增长动能较弱。由于下游需求的高速增长与产能建设的滞后, 碳酸锂在 2022 年进入供需失衡状态, 价格快速飙升至 50 万元以上, 电池成本快速上升, 迫使公司停产了前期热卖的小型纯电动产品欧拉黑白猫, 进而将产品重心放在了紧凑型以上的产品。欧拉好猫推出后得益于其独特的定位和靓丽的外观内饰设计, 产品延续了一段时间热销, 但由于品牌定位于女性市场, 设计造型风格小众, 细分市场潜力不及主流市场, 销量上涨的可持续性较弱。

图 35: 由于供需失衡, 碳酸锂价格在 2022 年快速飙升至 50 万元/吨之上



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 36: 欧拉定位女性群体, 小众风格不利于销量的持续增长



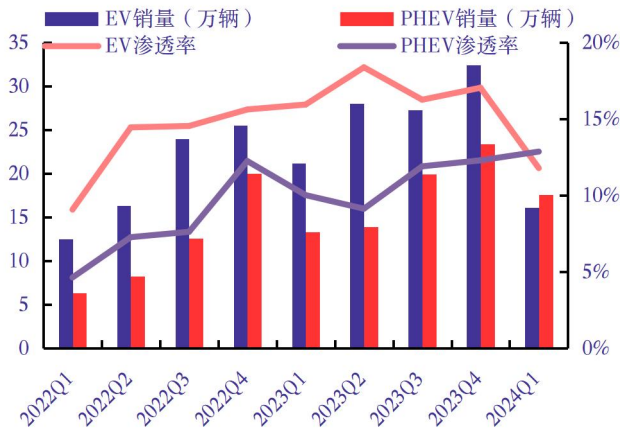
资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

(二) 哈弗: 产品焕新重拾市场竞争力, Hi4 加持深挖细分市场

紧凑型插混产品具备较大市场增长空间, 以旧换新补贴政策刺激效果明显。2024 年 Q1, 紧凑型 SUV 市场总销量为 136.94 万辆, 同比+3.22%, 其中 EV 销售 16.12 万辆, 渗透率为 11.80%, 同比-4.16pct, PHVE 销售 17.63 万辆, 渗透率为 12.88%, 同比+2.85pct, 渗透率首次超过 EV。紧凑型产品多为家庭首次购车选择, 里程焦虑等问题影响了 EV 产品销量的延续性, 在新能源车继续向更广范围渗透的过程中, PHEV 成为家庭的更优选择, 预计 PHEV 将成为驱动紧凑型市场新能源渗透率上涨的主要动力。紧凑型产品的主力价格区间集中在 10-20 万元, 中央以旧换新补贴政策 (1 万元) 能够为购车带来

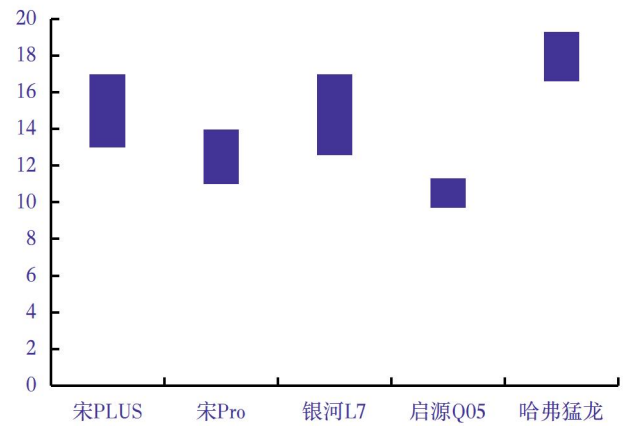
5%-10%的购车优惠，刺激效果明显，另外，地方性的补贴政策也能够为消费者购车叠加额外优惠，多因素叠加下紧凑型插混 SUV 市场仍具备较大的市场扩容空间。

图 37：2024 年 Q1 紧凑型 SUV 市场 PHEV 渗透率首次超过 EV



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

图 38：紧凑型产品主要位于 10-20 万元价格带（万元）



资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院

猛龙焕新上市，Hi4 系统加持提升全场景驾驶性能。4 月 23 日，哈弗猛龙 2024 款上市，相比 2023 款在保持价格一致的情况下提升了整车尺寸、胎宽、座舱配置，降低了能耗水平。哈弗混动产品搭载了公司自主研发的 Hi4 系统，通过 3 擎 9 模的动态切换与智能能量管理系统实现“四驱的体验、两驱的价格，四驱的性能、两驱的能耗”，做到“全工况效率最优，全场景驾驶无忧”，相比于串联增程和单档串并联插混系统，Hi4 系统在市區、高速等全场景驾驶模式下均实现了效率的提升，为产品带来技术竞争优势。

图 39：2024 款哈弗猛龙在整车尺寸、胎宽、座舱、动力能方面全面升级



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图 40：Hi4 系统实现对全驾驶场景的效率提升



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

猛龙定位具备明显差异化，深挖细分市场增长潜力。对于紧凑型市场而言，哈弗品牌新能源产品处于后发地位，为提升销量增长潜力，哈弗猛龙定位具备明显的差异化，相比于市场主流的宋 PLUS、银河 L7 等产品，猛龙的定价更高，采用了更大尺寸的“方盒子”车型设计，并采用四驱系统，在能耗水平小幅增长的情况下实现动力性能的大幅提升，打造了一款区别于市场主流的差异化产品，避免了与市场热门车型的直接竞争，通过深挖细分消费者群体的消费潜力，提升品牌辨识度与知名度。

表 4：猛龙定位与市场主流紧凑型产品具备明显的差异化

车型	哈弗猛龙 Hi4	银河 L7	宋 PLUS DM-i
售价	16.58-18.38 万元	12.57-16.97 万元	12.98-16.98 万元
长*宽*高 (mm)	4800*1916*1822	4700*1905*1685	4775*1890*1670
轴距 (mm)	2738	2785	2765
WLTC 纯电续航里程 (km)	81-115	43-90	55-116
发动机最大功率 (kW)/最大扭矩 (N·m)	123/243	120/255	81/135

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

电动机最大功率 (kW) /最大扭矩 (N·m)	220/510	107/338	145/325
驱动方式	前置四驱	前置前驱	前置前驱
零百加速 (s)	6	6.9	8.5
最低荷电状态油耗 (L/100km)	5.98	5.23	5.4

资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院

继续推进产品更新迭代, 提升产品矩阵完备度。2024 年哈弗品牌还将继续推进旗下产品的更新迭代, 有望在年内推出 H9 和枭龙 MAX 改款, 其中 H9 将采用与猛龙相似的方盒子造型, 在动力系统、内外饰上较老款呈现较大改进, 新能源版有望搭载公司具备优势的 Hi4-T 越野混动系统, 显著提升产品竞争力; 枭龙 MAX 是哈弗品牌全新设计的车型, 摆脱了过去老款改混动带来的销售弊端, 在上市后取得不错的销量成绩, 单月销量曾超过 6000 辆, 显著好于哈弗品牌其他插混产品, 预计 2024 年改款后产品竞争力的提升有望带来销量的进一步增长, 为哈弗新能源品牌知名度的提升贡献助力。

图 41: 2024 年哈弗有望推出 H9 改款



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

图 42: 2024 年哈弗有望推出枭龙 MAX 改款



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

(三) WEY: 智能化剑指行业第一梯队, 建立直营渠道提升销售效率

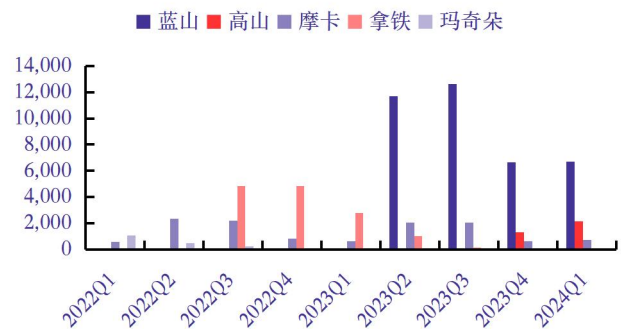
正向研发产品市场竞争力卓越, 蓝山上市快速带动 WEY 牌销量增长。蓝山是 WEY 牌旗下首款正向研发的新能源产品, 是 WEY 牌新能源转型的重要里程碑, 也是带动 WEY 牌走向高端豪华品牌的代表性车型, 在外观、内饰、智能化等方面的全面焕新为蓝山带来了卓越的产品竞争力, 上市后取得了良好的市场反响, 2023 年 Q3, 蓝山单季度销量达到 1.2 万辆以上, 扭转了 WEY 牌的销量低迷, 尽管后续由于市场竞争的加剧, 蓝山销量有所下滑, 但仍维持了较为稳定的市场热度。2024 年 Q1, 蓝山实现销量 0.67 万辆, 环比微增, 在车市传统淡季仍维持了稳定的销量表现。

图 43: 蓝山是 WEY 牌首款正向研发的新能源产品



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

图 44: 2023 年 Q3 蓝山单季度销量超过 1.2 万辆 (辆)



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

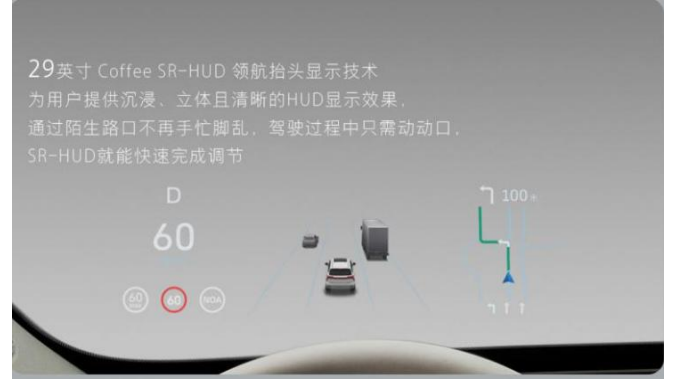
智能化研发成果进入收获期，性能剑指行业第一梯队。4月25日，蓝山智驾版于北京车展首发，智能化功能全面升级。智能驾驶方面，搭载包括激光雷达在内的共计27个传感器和最新一代Coffee Pilot Ultra 智驾系统，支持无高精地图的全场景NOA，实现100%去高精地图，还应用了行业第一梯队的全融合泊车系统，具备跨层记忆泊车、自动泊车、循迹倒车等功能；智能座舱方面，采用悬浮式双15.6英寸联屏和17.3英寸后排娱乐屏，与仪表盘形成四屏联动，全球首搭车内空间微动手势交互技术——Coffee Air Touch。另外，蓝山智驾版还搭载了29英寸的SR-HUD，与智能驾驶功能形成联动。一系列的性能升级有望助力蓝山智能化功能跃居行业第一梯队，带动产品力的显著提升，助力产品销量的二次增长。

图 45：蓝山智驾版全面升级智能座舱系统



资料来源：太平洋汽车，中国银河证券研究院

图 46：蓝山智驾版搭载 29 英寸的 SR-HUD



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

试水直营模式，长城智选渠道提升高端品牌销售效能。5月1日，公司旗下首批33家零售中心开业，这是公司首次尝试直营模式，将分为零售中心（体验、试驾、下单、服务）、交付中心（交付、试驾）、用户中心（交付、用户活动）三种形态，并计划于Q2开业100+家零售中心，到2024年底形成200+家零售中心，覆盖重点新能源市场。直营模式率先应用于WEY和坦克两大高端品牌，直营模式能够在一定程度上解决公司前期因经销渠道缺乏对高端品牌的了解而带来的销售效能低下等问题，并形成对重点城市核心商圈的覆盖，弥补经销渠道地理位置偏僻的不足，打造更适合高端品牌的销售模式，预计有望提升高端品牌的销售效能，配合蓝山智能化性能的大幅提升，助力新品的顺利推广。

图 47：公司计划于 2024 年底形成 200+ 的直营销售渠道

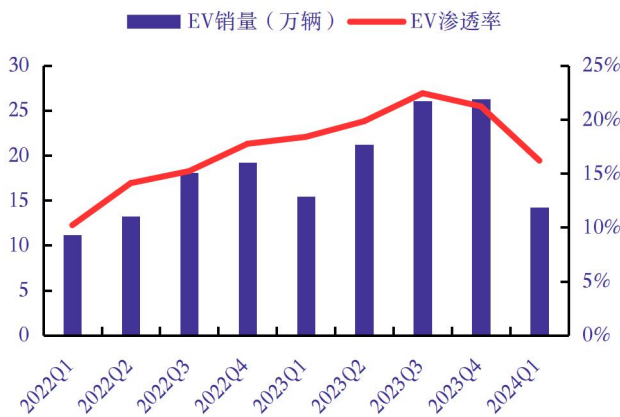


资料来源：腾讯，中国银河证券研究院

(四) 欧拉：纯电市场竞争程度加剧，放缓产品发布进程应对市场竞争

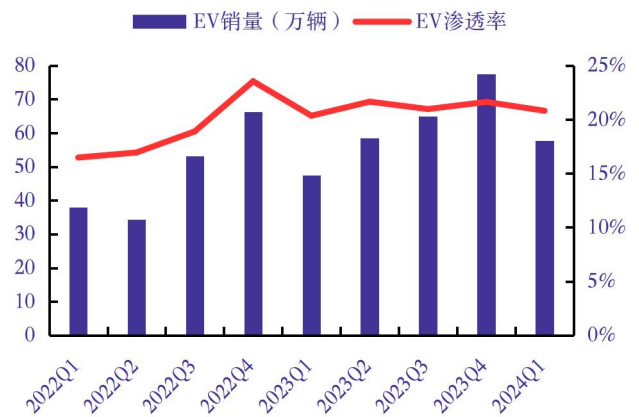
纯电动市场销量增速放缓，市场竞争加剧。2024年Q1，纯电动紧凑型轿车市场实现销量14.26万辆，渗透率为16.19%，同比-2.20pct，环比-5.02pct，纯电动中大型市场实现销量57.82万辆，渗透率为20.80%，同比+0.46pct，环比-0.82pct，结合前文提到的纯电动紧凑型SUV渗透率的下滑，整个纯电动市场发展当前进入一定的瓶颈期，主要是由于在新能源车销量持续提升和覆盖范围继续扩大的过程中，换购消费群体的占比进一步增长，消费者在首个用车产品的选择中对“可油可电”特性的插混产品的倾向性提升。在整体市场扩容放缓的背景下，市场参与者的众多和新车型迭代的加速推升了市场竞争的激烈程度，不具备规模优势的产品面临的大额亏损风险提升。

图 48：2024 年 Q1 纯电动紧凑型轿车渗透率下降至 16.19%



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

图 49：2024 年 Q1 中大型纯电动渗透率为 20.80%，同环比维稳



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

欧拉品牌当前主要进行现有产品更新换代，放缓新品推出节奏应对市场竞争。在整体市场竞争加剧的背景下，公司有意放缓欧拉品牌新品推出进程，将重点放在对现有产品的更新换代上，4月26日，2024年欧拉好猫>木兰版上市，新款好猫定价10.58-13.58万元，较2023年款降价2.5-3万元，GT木兰版定价11.98-12.98万元，较2023款降级2.4万元，价格竞争力明显提升。由于欧拉品牌前期经历了销量下滑，品牌竞争力有所下降，在当前市场状况下，盲目推出新款产品所取得的市场反响可能不及预期，放缓产品节奏对稳固产品盈利能力反而有所帮助。同时，公司多品牌战略的广泛产品布局优势和平台化技术优势能够弥补欧拉品牌暂时缺位带来的弊端，借助前沿智能化技术在高端品牌的率先应用所带来的品牌声誉的提升，在经过产品与技术沉淀后，欧拉品牌未来新品有望迅速实现技术迁移，依靠产品力进行市场快速推广，进而激发欧拉品牌销量增长潜力。

图 50：2024 年欧拉好猫上市



资料来源：搜狐，中国银河证券研究院

图 51：2024 年欧拉好猫 GT 木兰版上市



资料来源：搜狐，中国银河证券研究院

四、投资建议及估值

预计公司全年销量可达 142.9 万辆，坦克品牌和出口贡献主要增量。我们认为公司的产品战略调整适应了当前的新能源市场发展趋势和公司各品牌市场竞争地位的变化，预计在公司“扬长补短”的市场策略下，公司优势品牌销量有望得到快速提升，预计公司全年销量可达 142.9 万辆，同比+16.11%，其中国内销量为 93.1 万辆，同比+1.78%，坦克品牌销售 24 万辆，WEY 牌销售 7.9 万辆；出口 49.8 万辆，同比+57.59%，哈弗出口 34.0 万辆，坦克出口 5.5 万辆。

表 5：预计坦克品牌和出口将成为公司销量增长的核心动力

地区	品牌	动力类型	销量（万辆）
国内	哈弗	燃油	34.3
		新能源	7.3
	坦克	燃油	12.0
		新能源	12.0
	WEY		7.9
	欧拉		4.7
	皮卡		15.0
	合计		93.1
出口	哈弗		34.0
	坦克		5.5
	WEY		0.3
	欧拉		4.0
	皮卡		6.0
	合计		49.8

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

公司是国内自主品牌主机厂龙头，在越野 SUV 和皮卡市场具备稳固的龙头地位，并较早开启出海进程，海外销量有望保持高速增长。新能源转型方面，公司插混系统 Hi4、Hi4-T 性能行业领先，有望带动产品竞争力的提升，并依靠逐渐成熟的智能化成果成长为位于行业第一梯队的新能源智能化主机厂。我们预计 2024~2026 年公司分别实现营收 2235.03 亿元、2599.79 亿元、2841.97 亿元，分别实现归母净利润 102.51 亿元、131.52 亿元、157.98 亿元，对应 EPS 分别为 1.20 元、1.54 元、1.85 元。

表 6：公司主要财务摘要预测表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	173,212.08	223,503.15	259,979.49	284,197.31
收入增长率（%）	26.12	29.03	16.32	9.32
归母净利润（百万元）	7,021.56	10,250.95	13,151.89	15,797.72
利润增速（%）	-15.06	45.99	28.30	20.12
毛利率（%）	18.73	19.24	19.70	20.17
摊薄 EPS（元）	0.82	1.20	1.54	1.85
PE	30.52	21.64	16.86	14.04

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

绝对估值法：采用 DCF 绝对估值法进行估值，无风险利率取最新十年期国债收益率，市场收益率取 10 年沪深 300 指数平均收益率（年化）。在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.5%、永续增长率（g）正负波动 0.5% 的情况下，公司合理每股价值区间为 29.13 元-42.12 元，对应市值区间为 2488.26 亿元-3598.72 亿元。

表 7：基本假设及关键参数

估值假设	
预测期年数	3
过渡期年数	3
过渡期增长率	12.00%
永续增长率 g	2.00%
贝塔值（ β ）	1
无风险利率 Rf（%）	2.31%
市场的预期收益率 Rm（%）	7.73%
有效税率 T（%）	15.00%
债务资本成本 Kd	3.50%
债务资本比重 Wd	20.39%
股权资本成本 Ke	7.73%
加权平均资本成本 WACC	6.76%

资料来源：中国银河证券研究院预测

表 8：现金流折现估值表

估值假设	
FCFF 预测期现值（百万元）	23,164.42
FCFF 过渡期现值（百万元）	28,998.20
FCFF 永续价值现值（百万元）	217,098.46
企业价值（百万元）	269,261.07
加：非核心资产价值（百万元）	53,608.29
减：付息债务（百万元）	30,178.90
减：少数股东权益（百万元）	7.59
股权价值（百万元）	292,682.87
总股本（百万股）	8,541.93
每股价值（元）	34.26

资料来源：中国银河证券研究院预测

表 9：敏感性分析

永续增长率	WACC						
	5.26%	5.76%	6.26%	6.76%	7.26%	7.76%	8.26%
0.50%	36.21	32.91	30.18	27.89	25.94	24.26	22.80
1.00%	39.54	35.54	32.31	29.65	27.41	25.50	23.86
1.50%	43.75	38.80	34.90	31.74	29.13	26.94	25.07
2.00%	49.25	42.92	38.08	34.26	31.17	28.62	26.48
2.50%	56.75	48.31	42.12	37.39	33.65	30.62	28.12
3.00%	67.56	55.65	47.39	41.34	36.70	33.05	30.09
3.50%	84.96	66.68	55.03	46.95	41.02	36.48	32.90

资料来源：中国银河证券研究院预测

相对估值法：采用 PE 估值法对公司进行相对估值，选取比亚迪、长安汽车、赛力斯作为可比公司，三家公司 2025 年平均 PE 为 16.51，公司 2025 年预估 PE 为 16.86，我们认为公司估值溢价主要来源于两方面，一方面，公司新能源车销量处于低位，智能化、动力系统核心零部件的技术进步有望带动新能源车销量的快速增长；另一方面，公司是国内“生态出海”的引领者，海外销量有望保持高速增长，二者赋予公司高成长性，基于以上判断，给予公司 2025 年 20-25 倍 PE，合理每股价值区间为 30.8 元-38.5 元，对应市值区间为 2630.38 亿元-3287.97 亿元，综合考虑绝对估值与相对估值，公司合理每股价值区间 29.97 元-40.31 元，对应市值区间为 2560.02 亿元-3443.25 亿元，维持公司“推荐”评级。

表 10：可比公司 PE 估值表（截止 2024.5.31）

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (TTM)	EPS (摊薄)			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000625.SZ	长安汽车	13.79	1,197.64	24.80	1.14	0.91	1.16	14.73	15.15	11.89
002594.SZ	比亚迪	229.02	6,340.60	18.89	10.32	12.82	16.23	19.19	17.86	14.11
601127.SH	赛力斯	88.93	1,342.65	-83.65	-1.62	1.70	3.78	-	52.31	23.53
	平均	-	2,960.30	-	-	-	-	16.96	28.44	16.51
601633.SH	长城汽车	25.97	1,900.37	22.02	0.82	1.20	1.54	30.52	21.64	16.86

资料来源：Wind，中国银河证券研究院预测（*采用 Wind 一致预期）

五、风险提示

1、**新能源汽车销量不及预期的风险。**公司新能源转型暂时落后，作为市场追赶者，新能源新品的市场推广可能出现不及预期的情况，从而影响销量增长。

2、**市场竞争加剧的风险。**新能源市场参与者众多，产品重合度的提升可能引起市场竞争的加剧，影响公司的市场份额及产品盈利水平。

3、**智能化技术研发不及预期的风险。**高阶智能驾驶对安全性、可靠性提出更高要求，需要更为成熟的技术研发能力，智能化技术向更高阶发展的速度可能因技术进步的放缓而放缓。

图表目录

图 1: 纵观发展历程,公司在动力系统、整车制造、出口布局等方面具有较为深厚的积淀	4
图 2: 公司形成乘用车+商用车+动力系统的完备产品矩阵,国内+国外市场深度布局	5
图 3: 公司旗下拥有六大整车品牌,SUV 是公司产品矩阵的主力车型	5
图 4: 2024Q1 公司销量同比+18.22%,坦克品牌占比上升至 18.82%(辆)	7
图 5: 2024 年 Q1 公司海外销售同比+74.71%,海外销量占比接近 35%	7
图 6: 2024Q1 公司营收同比+47.60%	7
图 7: 2023 年公司海外业务收入占比提升至 30.66%	7
图 8: 2023 年公司国内产品均价同比增长 2.51%至 10.95 万元(万元/辆)	8
图 9: 2023 年公司国外产品均价同比增长 10.44%至 16.81 万元(万元/辆)	8
图 10: 2023 年/2024 年 Q1 公司扣非归母净利润同比分别+7.98%/大幅扭亏	8
图 11: 2024 年 Q1 公司毛利率/净利率分别回升至 20.04%/7.53%	8
图 12: 2023 年公司期间费用率结构有所优化	9
图 13: 2023 年-2024 年 Q1 公司继续保持高强度研发投入	9
图 14: 公司构建以资源层-工具层-应用层为架构的森林生态技术体系	9
图 15: 2023 年公司研发人员数量占比高于其他头部自主品牌	10
图 16: 2023 年公司研发费用率位居自主品牌前列	10
图 17: 公司森林生态体系进入技术成果收获期	10
图 18: 坦克品牌覆盖 20-70 万元的越野 SUV 市场	11
图 19: Hi4-T 采用油电并联架构,并保留了非解耦的机械四驱	11
图 20: Hi4-T 的油电并联架构适配越野多种场景	11
图 21: 2023 年下半年以来,产品矩阵的丰富带动坦克品牌销量增长(辆)	12
图 22: 2024 年 Q1 越野 SUV 零售排行中坦克品牌单品排名前列(辆)	12
图 23: 坦克 800 有望年内发布	12
图 24: 公司发布坦克 330,首批 1000 台限量售罄	12
图 25: 公司自 90 年代开启产品出海,2022 年发布“ONE GWM”战略开启“生态出海”新篇章	13
图 26: 2024 年 1-4 月哈弗、坦克、皮卡等强势品牌延续出口高景气度(辆)	13
图 27: 2024 年 1-4 月哈弗品牌仍占据出口主要产品	13
图 28: 公司出口的主要国家当前中国品牌渗透率仍有较大提升空间(万辆)	14
图 29: 2021 年以来公司新能源渗透率增长总体落后于行业	15
图 30: 哈弗、WEY 销量增势弱叠加欧拉品牌销量下滑拖累公司新能源转型(万辆)	15
图 31: 哈弗品牌产品插混版本比燃油贵 3-6 万元(万元)	15
图 32: WEY 牌产品插混版本比燃油版本贵 6-12 万元(万元)	15
图 33: WEY 牌首代插混产品智能化功能较弱	16
图 34: 理想 L9 设计了创新性的智能座舱	16
图 35: 由于供需失衡,碳酸锂价格在 2022 年快速飙升至 50 万元/吨之上	16
图 36: 欧拉定位女性群体,小众风格不利于销量的持续增长	16
图 37: 2024 年 Q1 紧凑型 SUV 市场 PHEV 渗透率首次超过 EV	17
图 38: 紧凑型产品主要位于 10-20 万元价格带(万元)	17
图 39: 2024 款哈弗猛龙在整车尺寸、胎宽、座舱、动力能方面全面升级	17
图 40: Hi4 系统实现对全驾驶场景的效率提升	17
图 41: 2024 年哈弗有望推出 H9 改款	18
图 42: 2024 年哈弗有望推出枭龙 MAX 改款	18
图 43: 蓝山是 WEY 牌首款正向研发的新能源产品	18

图 44: 2023 年 Q3 蓝山单季度销量超过 1.2 万辆 (辆)	18
图 45: 蓝山智驾版全面升级智能座舱系统	19
图 46: 蓝山智驾版搭载 29 英寸的 SR-HUD	19
图 47: 公司计划于 2024 年底形成 200+ 的直营销售渠道	19
图 48: 2024 年 Q1 纯电动紧凑型轿车渗透率下降至 16.19%	20
图 49: 2024 年 Q1 中大型纯电动渗透率为 20.80%，同环比维稳	20
图 50: 2024 年欧拉好猫上市	20
图 51: 2024 年欧拉好猫 GT 木兰版上市	20

表格目录

表 1: 国内产能完备, 快速拓展海外产能引领生态出海	6
表 2: 公司多次实行股权激励, 覆盖范围从 2000 人到 9000 人不等	6
表 3: 公司近期加速布局海外市场, 推动各品牌在适配市场的快速拓展	14
表 4: 猛龙定位与市场主流紧凑型产品具备明显的差异化	17
表 5: 预计坦克品牌和出口将成为公司销量增长的核心动力	21
表 6: 公司主要财务摘要预测表	21
表 7: 基本假设及关键参数	22
表 8: 现金流折现估值表	22
表 9: 敏感性分析	23
表 10: 可比公司 PE 估值表 (截止 2024.5.31)	23

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

石金漫 汽车行业首席分析师。香港理工大学理学硕士、工学学士。8年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、II上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn