

长城汽车 (601633.SH)

生态出海效果显著，智能化业务加速发展

围绕“整车制造+供应链体系”出海模式，长城汽车率先开辟生态出海新路线，构建全球化研产销体系，聚焦产能在地化、经营本土化、品牌跨文化和供应链安全化的“国际新四化”。智能驾驶系统 Coffee Pilot Ultra 实现无高精地图、全场景覆盖、点到点领航。新一代智慧空间系统 Coffee OS 3 成为全球首个基于多桌面、多屏互动的 AI 智慧空间。

- **以长期主义践行高质量发展。**长城汽车深耕品牌优势，拥有哈弗、魏牌、欧拉、长城皮卡和坦克五大品牌，产品涵盖 SUV、轿车、皮卡、MPV 四大品类，动力包括传统动力和新能源。2024 年上半年长城汽车单车平均售价 16.5 万元，同比提升 3.0 万元，品牌向上的成效显著。
- **植根森林生态体系，生态出海成效显著。**长城汽车构建研、产、供、销、服全面出海新模式，以全品类、全动力、全场景优势，实现全产品矩阵出海。开辟产能在地化、经营本土化、品牌跨文化和供应链安全化的“国际新四化”。2022 年，面向全球市场发布了全球品牌战略及“ONE GW”全球品牌行动纲领，结合不同国家和地区市场的产业政策差异化布局、构建本土化生态。长城汽车目前已出口到 170 多个国家和地区，海外销售渠道超过 1300 家，拥有全球超 300 万注册会员。
- **智能化水平持续提升，技术沉淀赋能产品。**新一代智驾系统 Coffee Pilot Ultra，实现无高精地图全场景 NOA，从行车到泊车，从高速到城乡，去哪都能开，在哪都好停。全栈自研智能座舱系统 Coffee OS 3 系统深度采用 AI 和大模型，具备毫秒级交互响应，全球首搭立体声动态转全景声技术，具备广适用、高效率、可成长、重安全等特点，拥有“五好”特质。智慧底盘融合了线控转向、线控制动、CTC、一体化压铸铝车身等核心技术，同时基于全新的电子电气架构和 IDC3.0 自动驾驶系统，实现了超感知、高集成、强扩展。魏牌蓝山智驾版搭载最新一代智驾系统 Coffee Pilot Ultra，智慧空间系统 Coffee OS 3 和四挡 Hi4+CDC 电控悬架，实现产品进阶。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**依托森林生态体系，长城汽车正通过持续性创新与产品结构调整，深化全场景、全品类覆盖。长城汽车将继续坚持长期主义，以更卓越的技术研发，更优质的资金链条和产业生态，发力全球化战略，锁定智能新能源赛道，构建更为显著的全球核心竞争力。预计 24-26 年归母净利润分别为 125.3/155.9/182.0 亿元，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**国际贸易环境变化对汽车行业产生影响的风险；汽车行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

强烈推荐（维持）

中游制造/汽车
目标估值：NA
当前股价：23.13 元

基础数据

总股本（百万股）	8541
已上市流通股（百万股）	6178
总市值（十亿元）	197.5
流通市值（十亿元）	142.9
每股净资产（MRQ）	8.7
ROE（TTM）	17.2
资产负债率	62.8%
主要股东 保定创新长城资产管理有限	
主要股东持股比例	59.88%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-2	-16
相对表现	9	9	-0



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《长城汽车 (601633) — 生态出海成效显著，智能化水平持续提升》
2024-08-30
- 《长城汽车 (601633) — 海外销量稳步提升，生态出海持续加速》
2024-08-03
- 《长城汽车 (601633) — 出口销量保持高增，多款新车即将上市》
2024-06-06

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

杨献宇 S1090519030001

yangxianyu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	137340	173212	225176	281470	337764
同比增长	1%	26%	30%	25%	20%
营业利润(百万元)	7967	7201	13419	16864	19809
同比增长	25%	-10%	86%	26%	17%
归母净利润(百万元)	8266	7022	12533	15587	18197
同比增长	23%	-15%	78%	24%	17%
每股收益(元)	0.97	0.82	1.47	1.83	2.13
PE	23.9	28.1	15.8	12.7	10.9
PB	3.0	2.9	2.5	2.2	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、以长期主义践行高质量发展.....	6
1、营收稳定增长，单车均价向上.....	6
2、五大品牌全品类布局，全面发力智能新能源.....	7
二、生态出海成效显著，海外市场提供发展新动力.....	11
1、中国汽车出口规模逐步扩大，亚欧为主要出口地.....	11
2、全球化发展拾级而上，“新”百万征程持续开拓.....	13
3、海外营收强势增长，盈利空间可观.....	19
三、智能化水平持续提升，技术沉淀强势赋能.....	20
四、盈利预测.....	23
五、风险提示.....	23

图表目录

图 1: 长城汽车发展历程.....	6
图 2: 2018-1H2024 长城汽车销量（万台）.....	7
图 3: 2018-1H2024 长城汽车营业收入（亿元）.....	7
图 4: 2018-1H2024 长城汽车归母净利润（亿元）.....	7
图 5: 2018-1H2024 长城汽车毛/净利率.....	7
图 6: 哈弗车型价格图.....	8
图 7: 哈弗月度销量（万台）.....	8
图 8: 坦克车型价格图.....	8
图 9: 1H2024 越野 SUV 销量前五车型及市占率（千台）.....	9
图 10: 坦克月度销量（万台）.....	9
图 11: 魏牌车型价格图.....	9
图 12: 魏牌月度销量（万台）.....	9
图 13: 长城皮卡车型价格图.....	10
图 14: 2024 上半年皮卡销量前五车型及市占率（千台）.....	10
图 15: 长城皮卡月度销量（万台）.....	10
图 16: 欧拉车型价格图.....	11
图 17: 欧拉月度销量（万台）.....	11

图 18: 中国汽车出口量及增长率 (万台)	11
图 19: 近三年月度汽车出口量 (万台)	11
图 20: 中国汽车出口金额及增长率 (亿元)	12
图 21: 中国汽车出口均价 (万元/台)	12
图 22: 全球各地区整车出口量 (万台)	12
图 23: 全球各地区整车出口增速	12
图 24: 2024 年 1-7 月前十大整车出口目的国出口量 (万台)	13
图 25: 2024 年 1-7 月前十大整车出口目的国出口占比超 50%	13
图 26: 长城汽车出海进程	14
图 27: 长城汽车全球研发中心	14
图 28: 2023 年海外核心市场投放车型	15
图 29: 2018-1H2024 海外销量 (万台)	16
图 30: 2022-2024 年海外月度销量 (万台)	16
图 31: 长城汽车分车型海外销量 (万台)	17
图 32: 2023 年主要销售车型	17
图 33: 长城汽车海外主要销售市场销量 (万台)	17
图 34: 长城汽车历年前五大海外市场营收 (亿元) (2018-2022 年)	17
图 35: 俄罗斯图拉工厂	18
图 36: 2023 年俄罗斯市场主要销售车型	18
图 37: 长城汽车国内/外收入 (亿元)	19
图 38: 长城汽车国内、国外毛利率	19
图 39: 长城汽车国内、国外单车售价 (万元)	20
图 40: 构建集成化 AI 超算开发平台	21
图 41: 全新蓝山亮相	22
图 42: 长城 Hi4 技术体系	22
表 1: 近 5 年前十大整车出口目的国排名	12
表 2: 长城汽车生产工厂	15
表 3: 海外上市车型	16
表 4: 重要海外市场事件	19

表 5: 2024 年上半年长城汽车智能化重要事件.....	20
附: 财务预测表.....	24

一、以长期主义践行高质量发展

1、营收稳定增长，单车均价向上

长城汽车是一家全球化智能科技公司，业务包括汽车及零部件设计、研发、生产、销售和服务。长城汽车基于“柠檬、坦克、咖啡智能”三大技术品牌，打造了汽车研发、设计、生产以及汽车生活的全产业链价值创新技术体系。在智能驾驶、智能座舱、智慧底盘等方面，进行了全产业链布局；在新能源赛道上确立了混动、纯电、氢能三轨并行、多条技术路线并举的发展策略。2023年，推出智能四驱混动技术 Hi4，斩获第二届世界十佳混合动力系统殊荣，“中国心”2023年度十佳发动机及混动系统。

图 1：长城汽车发展历程

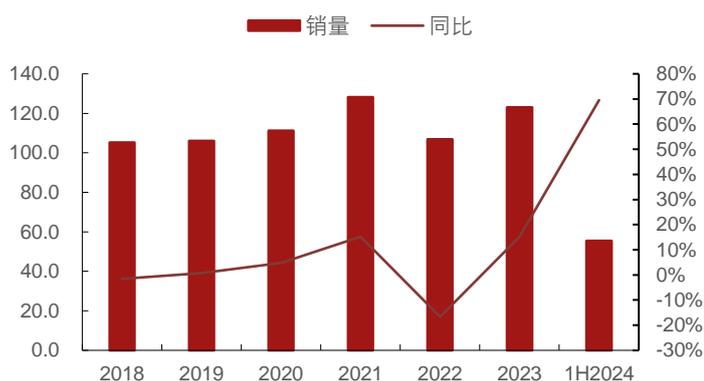


资料来源：公司微博、招商证券

长城汽车致力于建立全球化研发体系，研发足迹遍及欧洲、东盟、南美。截至 2023 年 12 月 31 日，长城汽车股份有限公司累计获得授权专利 15119 件，其中授权发明专利 2508 件，授权实用新型专利 9025 件，授权外观设计专利 3586 件。长城集团的汽车专利公开量和授权量连续第三年获中国民营车企集团第一，在新能源汽车领域的专利公开量和授权量连续第三年获在华车企第一，在智能化领域的专利公开量获中国民营车企集团第一。

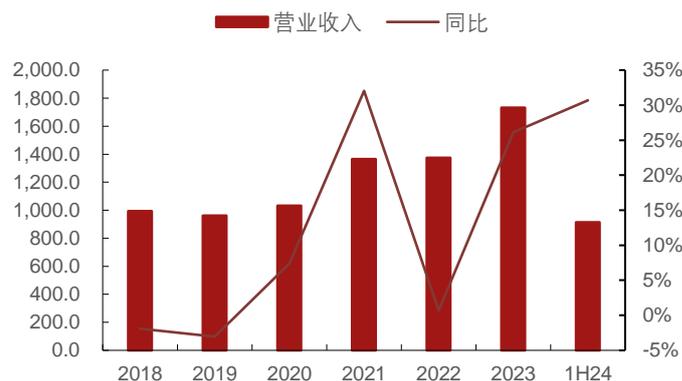
营业收入稳步增长，毛利率保持稳定。2023 年销售新车达到 123 万台，历史累计销量突破 1300 万台，单车平均收入 14.1 万元。2024 年上半年累计销售 55.5 万台，单车平均售价 16.5 万元，比 2023 年上半年提升 3.0 万元，品牌向上的成效显著。其中，海外销售 20.0 万台，同比增长 62.1%；新能源车型销售 13.0 万台，同比增长 44.9%，继续保持硬派越野车型销量第一，越野新能源车型销量第一，皮卡车型销量第一。2018-2023 年营业收入由 992.3 亿元增长至 1732.1 亿元，年度复合增长率 11.8%。2024 年上半年营收 914.3 亿元，同比增长 30.7%。2018-2023 年长城汽车归母净利润由 52.1 亿元增长至 70.2 亿元，年度复合增长率 4.4%。2018-2023 年毛利率维持在 16% 以上，净利率维持在 4% 以上。2024 年上半年毛利率达到 20.7%，持续走高。

图 2: 2018-1H2024 长城汽车销量 (万台)



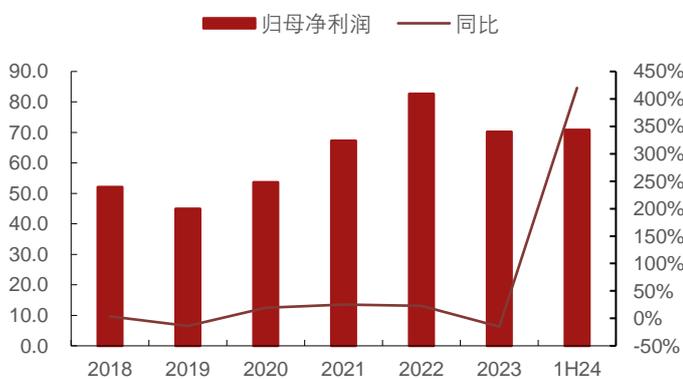
资料来源: 公司公告、招商

图 3: 2018-1H2024 长城汽车营业收入 (亿元)



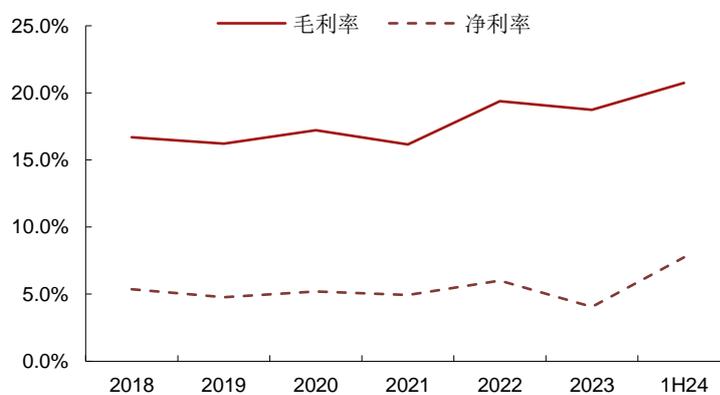
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4: 2018-1H2024 长城汽车归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 2018-1H2024 长城汽车毛/净利率



资料来源: 公司公告、招商证券

2、五大品牌全品类布局，全面发力智能新能源

公司拥有哈弗、魏牌、欧拉、长城皮卡和坦克五大品牌，产品涵盖 SUV、轿车、皮卡、MPV 四大品类，动力包括传统动力和新能源。2023 年，长城汽车五大品牌全品类布局、商乘并举，新车型接连上市，实现全场景、全品类覆盖，全面发力智能新能源，品牌影响力与日俱增。

(1) 哈弗品牌

哈弗品牌定位于“全球 SUV 专家”，战略聚焦 SUV 领域，形成了大中小、高中低、多规格、多品种的车型阵容。哈弗品牌以“国民神车”哈弗 H6 为代表，全球累计用户已超过 400 万。哈弗作为全球 SUV 专家，2023 年，进行了品牌的战略扩容，正式推出全新的新能源产品序列，以城市+越野+轻越野的 SUV 全品类阵容，取得在新能源时代的阶段性成果。2024 上半年，新一代哈弗 H6 实现上市，以设计、智能、舒享、动力的全面进阶回馈全球 400 万用户，再次定义 10 万级国民家用 SUV。同时，哈弗品牌推出新哈弗 H5、哈弗二代大狗 Hi4 版、2024 款哈弗猛龙等车型，进一步提升产品竞争力及品牌认知度。

哈弗品牌 2023 年全年销量达 72.1 万台，同比增长 16.7%。其中，哈弗新能源全年销量达 7.6 万台，同比增长 1014.9%。2023 年，哈弗品牌全球累计销量突

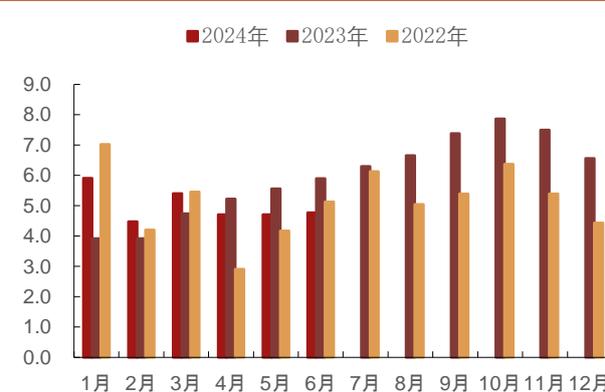
破 900 万台，成为首个全球销量接近千万的中国 SUV 品牌。2024 年上半年哈弗品牌销售 29.7 万台，同比增长 0.17%。

图 6: 哈弗车型价格图



资料来源: 公司官网、招商证券

图 7: 哈弗月度销量 (万台)



资料来源: 公司公告、招商证券

(2) 坦克品牌

坦克品牌是长城汽车面向 SUV 新趋势推出的高端越野品牌，以硬派越野 SUV 为特色。以“铁汉柔情”为品牌主张，持续夯实中国越野 SUV 市场的领导者地位，并率先进军全球市场，加速实现全系产品全球战略落地。自成立以来，长城汽车已成功上市坦克 300、坦克 400、坦克 500、坦克 700 等多种动力的车型，完成紧凑级到中大型越野 SUV 的布局。2023 年，坦克以“越野+新能源”技术路线，越野超级混动架构 Hi4-T 为基础，布局越野新能源家族矩阵，拓展越野用户使用场景，成为兼顾城市与越野、商务与家用、豪华又节能的新选择。自 2023 年 6 月坦克 500 Hi4-T 上市以来，一年内坦克品牌旗下坦克 400 Hi4-T、坦克 700 Hi4-T 相继入市。截止 2024 年 6 月，坦克 Hi4-T 车型总计销售达 8.4 万台，越野新能源品类稳居第一。

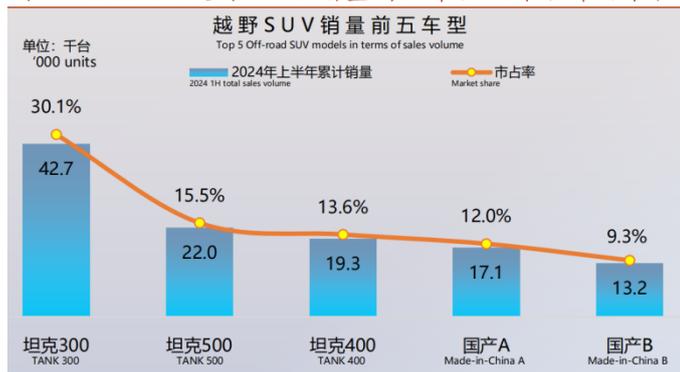
坦克品牌 2023 年累计销售 16.3 万台，同比增长 29.6%，其中，坦克 Hi4-T 车型累计销量 3.4 万台。2024 年上半年坦克品牌累计销售 11.6 万台，同比增长 97.7%。截至 2024 年 6 月，坦克品牌国内累计销量已突破 42 万台，连续 42 个月蝉联中国越野 SUV 销量第一。

图 8: 坦克车型价格图

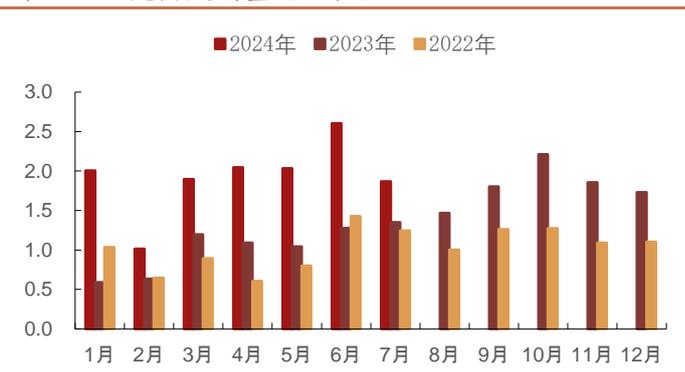


资料来源: 公司官网、招商证券

图 9: 1H2024 越野 SUV 销量前五车型及市占率(千台) 图 10: 坦克月度销量(万台)



资料来源: 公司公告、招商证券



资料来源: 公司公告、招商证券

(3) 魏牌品牌

魏牌是长城汽车旗下的高端品牌,以高端智能新能源车型为特色。品牌拥有包括摩卡/摩卡 DHT-PHEV、拿铁 DHT/拿铁 DHT-PHEV、高山、蓝山等多款车型。截止 2023 年,魏牌以高山+蓝山组成“大六/七座双旗舰”,高山四驱行政加长版率先搭载长城汽车领先的“Hi4 性能版”智能四驱电混技术,拓宽中大型新能源汽车高端化发展路径。魏牌蓝山智驾版搭载长城汽车最新一代智驾系统 Coffee Pilot Ultra,实现无高精地图全场景 NOA,并首搭新一代智慧空间系统 Coffee OS 3,为车内每个家人提供智能的个性化体验。同时,魏牌蓝山智驾版还搭载全新四挡 Hi4+CDC 电控悬架,实现全场景驾驶更优,持续进阶广大用户的美好出行生活。

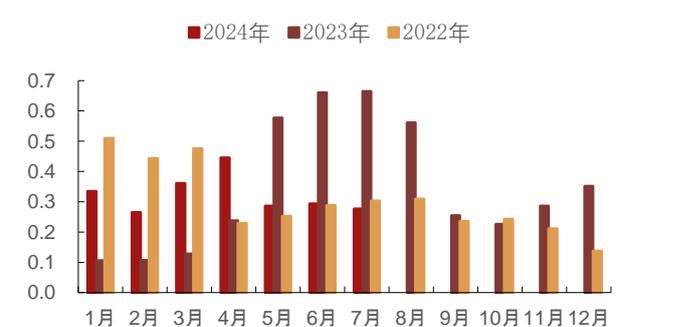
魏牌品牌 2023 年累计销售 3.5 万台,同比增长 81.3%。2024 年上半年累计销售 2.0 万台,同比增长 43.5%。

图 11: 魏牌车型价格图



资料来源: 公司官网、招商证券

图 12: 魏牌月度销量(万台)



资料来源: 公司公告、招商证券

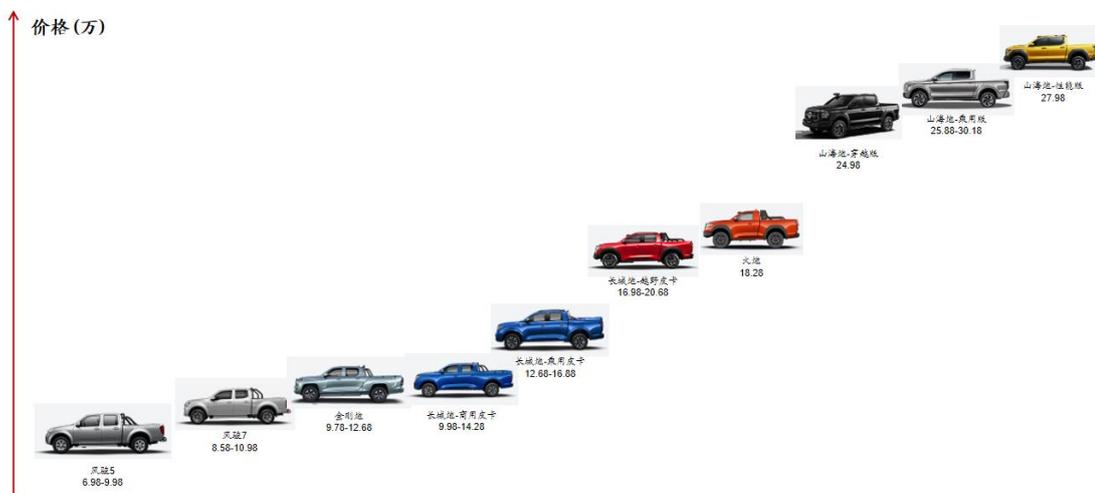
(4) 长城皮卡

长城皮卡是连续多年在中国皮卡市场销量领先的皮卡品牌,拥有长城炮等知名车型。2023 年,长城炮发布中国首个 6X6 超级越野平台,基于 Hi4-T 打造中国首款大型高性能混动皮卡山海炮 PHEV,引领“皮卡 4.0 全场景智能新能源”时代。同时,长城炮用户运营体系全面进阶,形成山海营、山海行、山海好物的山海文化体系。

长城皮卡 2023 年累计销售 20.1 万台,同比增长 2.5%; 2024 年上半年累计销售 9.0 万台。连续 26 年全国销量第一,国内终端市占率近 50%。其中,海外累计销售 2.4 万台,同比增长 14.1%,保持中国品牌出口销量领先。长城炮累计 45

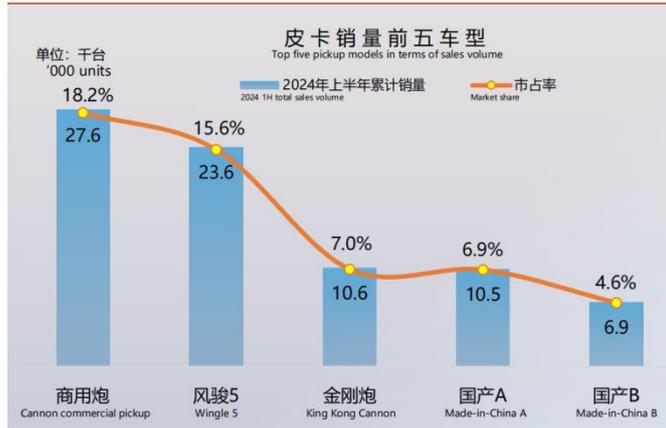
个月销量过万,蝉联皮卡销量冠军;仅用时4年10个月,长城炮累计销量突破60万台,成为首个销量突破60万的中国皮卡品牌。

图 13: 长城皮卡车型价格图

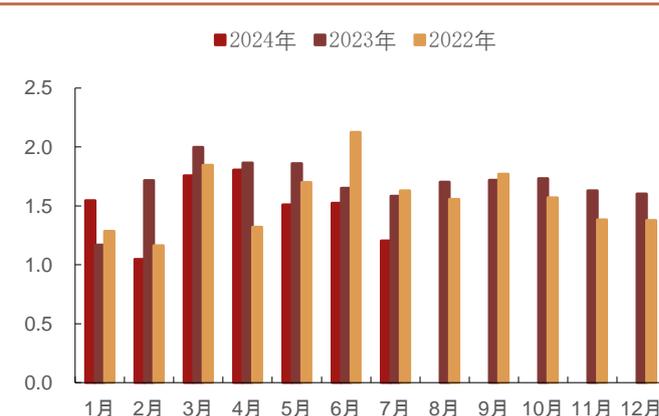


资料来源: 公司官网、招商证券

图 14: 2024 上半年皮卡销量前五车型及市占率 (千台) 图 15: 长城皮卡月度销量 (万台)



资料来源: 公司公告、招商证券



资料来源: 公司公告、招商证券

(5) 欧拉品牌

欧拉是长城汽车旗下的独立新能源品牌,以“更爱女人的新能源汽车”为品牌定位。欧拉品牌以女性需求为主导,专注于为女性用户造车,拥有好猫、闪电猫、芭蕾猫等车型。2023年,欧拉深耕品牌差异化价值,全面进阶品牌2.0时代。欧拉品牌成立五年,全球用户达到44.6万。

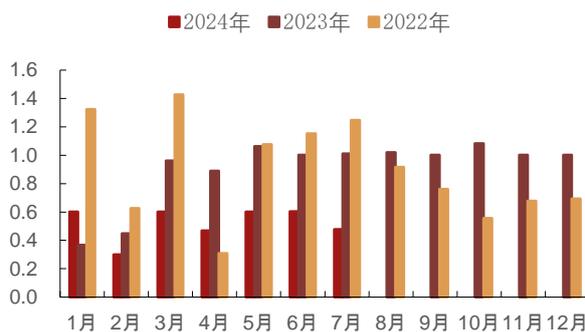
欧拉品牌2023年累计销售10.9万台,同比增长6.6%。2024年上半年累计销售3.1万台。欧拉从产品覆盖、市场布局和出海模式三个维度不断深化,向全价值体系“生态出海”进阶,开启品牌全球化2.0新时代。

图 16: 欧拉车型价格图



资料来源: 公司官网、招商证券

图 17: 欧拉月度销量 (万台)



资料来源: 公司公告、招商证券

二、生态出海成效显著，海外市场提供发展新动力

1、中国汽车出口规模逐步扩大，亚欧为主要出口地

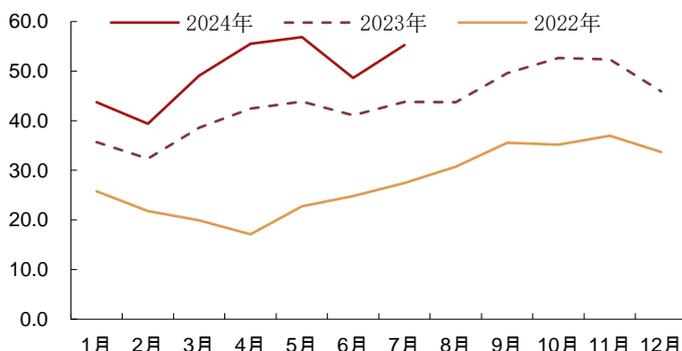
汽车出口表现强劲，海外市场发展进入快车道。近年来，我国汽车出口进入高速增长期，出口数量快速攀升，同比增速超过 50%。2024 年 1-7 月出口 348.4 万台，同比增长 25.4%。中国品牌汽车企业加快海外市场布局，通过海外建厂、联合海外销售渠道、独立建设海外销售渠道等方式加快市场开拓，促使我国汽车出口量持续攀升。

图 18: 中国汽车出口量及增长率 (万台)



资料来源: 海关总署、招商证券

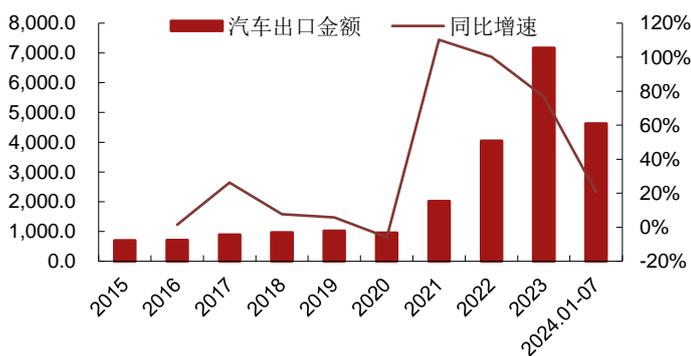
图 19: 近三年月度汽车出口量 (万台)



资料来源: 海关总署、招商证券

出口贸易规模逐步扩大，整车出口均价明显增长。伴随着汽车出口量的提升，我国汽车出口金额也呈现强劲增长的态势。据海关总署出口数据，2024 年 1-7 月，我国汽车出口金额为 4628.6 亿元，同比+20.7%。据测算，中国汽车出口均价自 2018 年后逐步提升，2024 年 1-7 月我国汽车出口均价提升至 13.3 万元/台。

图 20: 中国汽车出口金额及增长率 (亿元)



资料来源: 海关总署、招商证券

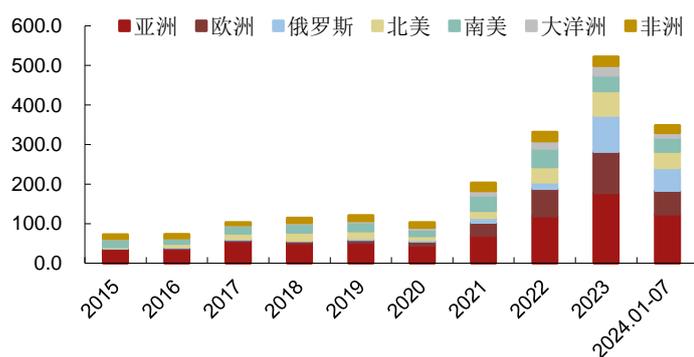
图 21: 中国汽车出口均价 (万元/台)



资料来源: 海关总署、招商证券

从出口地区的分布来看, 亚洲地区仍为中国汽车出口的主要目的地。2024 年 1-7 月, 我国汽车主要出口地区为亚洲、欧洲 (除俄罗斯, 下同)、俄罗斯和北美地区。其中出口亚洲地区 123.7 万台, 占总出口比例为 35.5%; 出口欧洲地区 104.6 万台, 占总出口比例为 17.2%; 出口俄罗斯 57.4 万台, 占总出口比例 16.5%; 出口北美市场 41.1 万台, 占总出口比例 11.8%。从各地区增速来看, 2024 年 1-7 月亚洲、南美和非洲的出口增长较快, 大洋洲和欧洲增长疲软。

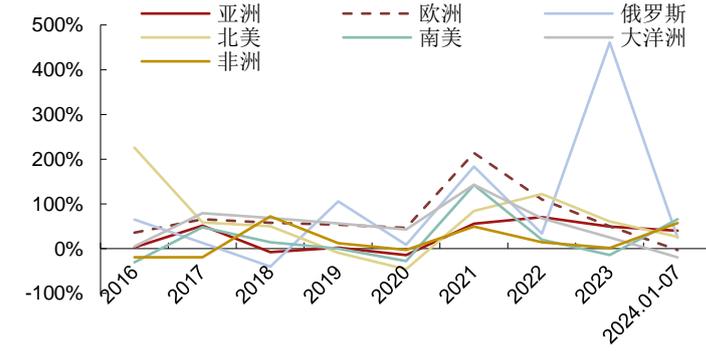
图 22: 全球各地区整车出口量 (万台)



资料来源: 海关总署、招商证券

注: 由于出口俄罗斯的体量及增速较大, 单独列示

图 23: 全球各地区整车出口增速



资料来源: 海关总署、招商证券

出口国家集中度较高, 前十大出口国占据了出口总数 50% 以上。从出口目的国的分布来看, 俄罗斯、墨西哥以及沙特阿拉伯多年位居中国整车出口目的地国家前 10 位, 市场较为稳定。2024 年 1-7 月, 俄罗斯、墨西哥、巴西、阿联酋、比利时、沙特阿拉伯、英国、澳大利亚、菲律宾、土耳其是中国整车出口量最大的十个国家, 对前十大出口目的国的出口量占我国出口份额的 55%, 其中发展中国家是出口的主要目的国家。2024 年俄罗斯和墨西哥继续保持第一、二出口国的位置, 土耳其和巴西近五年来首次进入前十名。

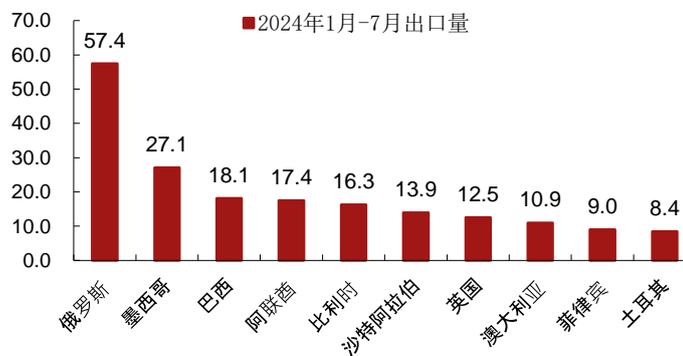
表 1: 近 5 年前十大整车出口目的国排名

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-7 月
第 1 名	孟加拉国	沙特阿拉伯	智利	墨西哥	俄罗斯	俄罗斯
第 2 名	墨西哥	孟加拉国	沙特阿拉伯	沙特阿拉伯	墨西哥	墨西哥
第 3 名	印度	埃及	俄罗斯	智利	比利时	巴西
第 4 名	智利	智利	澳大利亚	比利时	澳大利亚	阿联酋
第 5 名	沙特阿拉伯	印度	墨西哥	俄罗斯	英国	比利时
第 6 名	菲律宾	俄罗斯	比利时	澳大利亚	沙特阿拉伯	沙特阿拉伯
第 7 名	秘鲁	美国	埃及	英国	菲律宾	英国

第 8 名	马来西亚	澳大利亚	孟加拉国	菲律宾	泰国	澳大利亚
第 9 名	美国	马来西亚	英国	马来西亚	阿联酋	菲律宾
第 10 名	俄罗斯	墨西哥	秘鲁	阿联酋	西班牙	土耳其

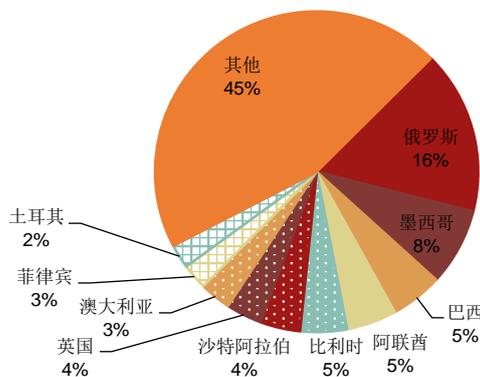
资料来源：海关总署、招商证券

图 24: 2024 年 1-7 月前十大整车出口目的国出口量(万台)



资料来源：海关总署、招商证券

图 25: 2024 年 1-7 月前十大整车出口目的国出口占比超 50%



资料来源：海关总署、招商证券

2、全球化发展拾级而上，“新”百万征程持续开拓

森林生态体系加持，构建研、产、供、销、服全面出海新模式。长城汽车是第一批走出国门的中国汽车企业，1997 年第一台长城皮卡—迪尔正式出口至中东。目前长城汽车以全品类、全动力、全场景优势，实现全产品矩阵出海。2022 年，面向全球市场发布了全球品牌战略及“ONE GWM”全球品牌行动纲领，聚焦 GWM 品牌，以不同品牌的品类特点制定发展路径全面出海，结合不同国家和地区市场的产业政策，差异化布局、构建本土化生态。从产品规划、传播效率、渠道效能、用户服务等维度，全面提升品牌势能。长城汽车目前已出口到 170 多个国家和地区，海外销售渠道超过 1300 家，拥有全球超 300 万注册会员，旗下五大品牌全部实现出海。哈弗、坦克、欧拉、魏牌、长城皮卡五大品牌获得多项海外认证，安全测试屡获 5 星安全评级，海外市场实现“高质高价”发展。

图 26: 长城汽车出海进程



资料来源: 公司官网、招商证券

研发方面,长城汽车在中国、美国、日本、加拿大、韩国、奥地利及印度等国家设立研发中心和科技创新中心。在国内,长城汽车采取“京津冀、长三角”为两核,其他优势区域多点互动的模式,集各地产业优势,建立9大研发基地、5大软件研发中心。在海外,长城汽车先后在日本、美国、印度、加拿大、奥地利和韩国设立研发中心,在中国保定、北京、上海、江苏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。

图 27: 长城汽车全球研发中心



资料来源: 公司官网、招商证券

在生产端,长城积极推进国外建厂,开辟产能在地化、经营本土化、品牌跨文化和供应链安全化的“国际新四化”。长城汽车在全球范围内拥有多家整车及KD工厂,国内拥有10大全工艺整车生产基地,在俄罗斯、泰国、巴西建立了3个全工艺整车生产基地,在厄瓜多尔、巴基斯坦等地拥有多家KD工厂。俄罗斯图拉项目是长城汽车海外首家全工艺整车制造工厂,涵盖冲压、焊接、涂装、总装四大生产工艺,本地化率达到65%;泰国罗勇新能源工厂是长城汽车第二个海

外全工艺整车制造工厂、第一个海外新能源汽车生产制造厂，实现本地化率达40%；巴西伊拉塞马波利斯工厂于2016年建成，2021年被长城汽车收购，配套资源丰富，油漆、座椅、内饰件、车轮、变速器等供应商均在周边4小时物流经济圈内。巴基斯坦KD工厂在2023年12月迎来了第3000台哈弗H6 HEV下线，截至2023年12月项目一阶段已实现哈弗H6/H6 HEV、哈弗JOLION两款SUV组装；2024年6月26日乌兹别克斯坦工厂实现哈弗Dargo本土化生产，是继M6、H6、JOLION之后，第四款实现本土化生产的哈弗车型；2023年10月26日厄瓜多尔CIAUTO工厂举办了长城炮CKD项目首台长城炮下线仪式，CIAUTO是长城汽车在拉美地区首个授权生产的CKD海外组装工厂，也是厄瓜多尔三大KD组装厂之一。

表 2: 长城汽车生产工厂

所在地区	生产车型	产能	2023年产量	备注
巴基斯坦	哈弗	20000	2761	KD工厂，于2022年11月投产
乌兹别克斯坦	哈弗	35000	24865	KD工厂，于2023年7月签约
泰国	哈弗；坦克；欧拉	80000	7250	原通用汽车泰国工厂，2020年11月全部转让给长城汽车
巴西	皮卡；坦克	20000	0	巴西Iracemapolis工厂，计划于2024年下半年开始生产
俄罗斯	哈弗	80000	98900	2019年3月投产，规划产能15万台
厄瓜多尔	哈弗；皮卡	10000	6053	CKD组装基地

资料来源：marklines、公司公众号、公司官网、招商证券

销售方面，长城汽车销售网络覆盖全球。海外销售区域覆盖欧亚地区、泰国、巴西、澳大利亚、沙特、南非、智利、厄瓜多尔以及欧洲区域内多个国家和地区的核心城市商圈。长城汽车在澳大利亚、南非、中东等重点市场建立海外配件中心库，拥有欧亚地区区域营销中心、澳大利亚区域营销中心、南非区域营销中心、沙特区域营销中心、智利区域营销中心等重点建设区域。长城汽车海外销售渠道快速完善。2023年1月，长城汽车与TAG成安集团签约；3月，长城汽车与新加坡Cycle & Carriage集团签署合作协议，计划将智能新能源汽车引入新加坡市场；6月，长城汽车与全球最大的汽车经销商之一英之杰正式达成全球战略合作伙伴关系，双方就印度尼西亚市场达成合作意向。此外，长城汽车还和海外数十家新经销商建立合作伙伴关系，加速拓展全球销售网络。

图 28: 2023 年海外核心市场投放车型



资料来源：公司官网、招商证券

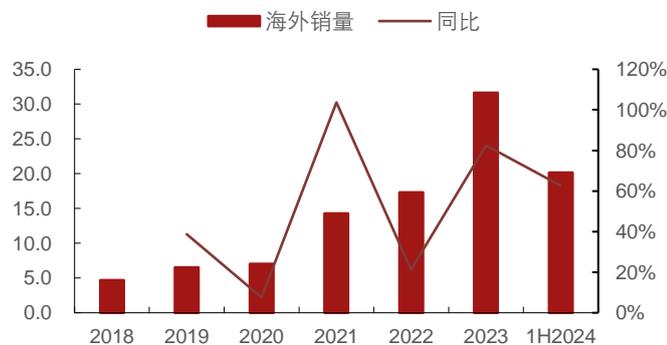
表 3: 海外上市车型

国家	时间	车型
巴西	2022 年	哈弗 H6
	2023 年	欧拉好猫
墨西哥	2023 年	哈弗 H6 HEV、长城汽车 (GWM)、哈弗 JoLION HEV、欧拉好猫
	2024 年	坦克 300 HEV、长城炮
泰国	2023 年	坦克 300 HEV、坦克 500 HEV、欧拉闪电猫
	2024 年	欧拉好猫、山海炮 HEV
智利	2023 年	哈弗 JOLION HEV、哈弗 H6 HEV、哈弗 H6 GT
	2024 年	欧拉好猫
南非	2022 年	哈弗 H6HEV、哈弗 JOLION HEV
	2024 年	坦克 300
印尼	2024 年	坦克 500、哈弗 H6
澳大利亚	2024 年	山海炮 2.4T、山海炮 HEV、坦克 500
迪拜	2024 年	魏牌高山
欧洲	2023 年	魏牌拿铁 PHEV

资料来源: 公司公众号、招商证券

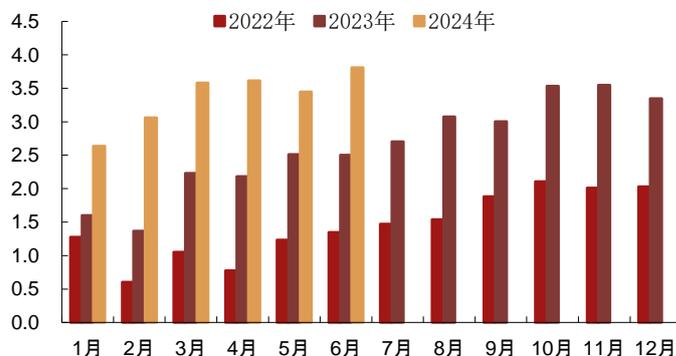
长城汽车海外销量持续增长, 贡献新的利润增长点。2023 年公司持续开发新市场, 实现东盟、GCC 区域全覆盖。2023 年, 长城汽车海外年销量首次突破 30 万台, 达 31.4 万台, 同比增长 82.4%。随着更多全球化战略车型成功出海, 2024 年上半年长城汽车海外销量达 20.2 万台, 同比增长 62.6%。截至 2024 年 6 月, 海外累计销量突破 160 万台。

图 29: 2018-1H2024 海外销量 (万台)



资料来源: 公司公告、招商证券

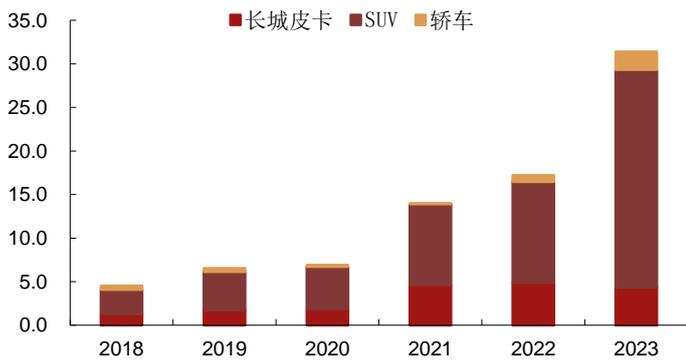
图 10: 2022-2024 年海外月度销量 (万台)



资料来源: 公司公告、招商证券

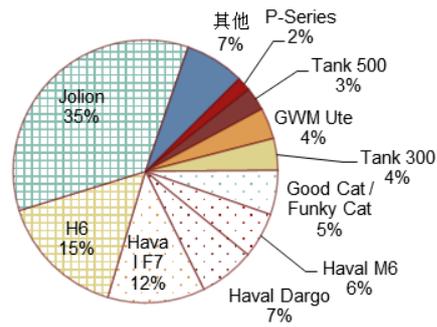
长城海外销售主要车型为 SUV, 涉及哈弗、坦克、魏牌等多个品牌。2023 年 SUV 海外销量达 25.0 万台; 2024 年上半年 SUV 海外销量 16.8 万台, 同比增长 81.8%。2023 年主要海外销售车型包括哈弗品牌哈弗 Jolion、哈弗 H6、哈弗 F7 等; 坦克品牌坦克 300 和坦克 500; 欧拉品牌欧拉好猫等多种车型。其中, 坦克 300 和坦克 500 作为近年出海车型, 表现优异, 体现了长城汽车优秀的产品力。

图 31: 长城汽车分车型海外销量 (万台)



资料来源: 公司公告、招商证券

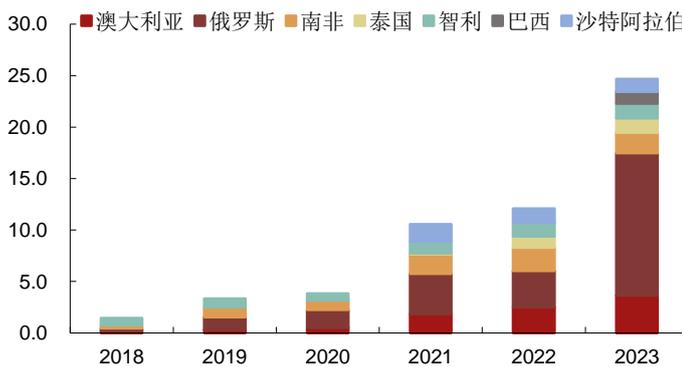
图 32: 2023 年主要销售车型



资料来源: marklines、招商证券

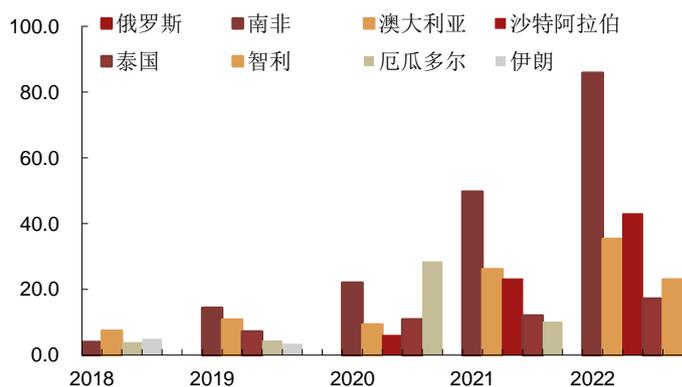
从销售市场看, 长城汽车深耕优势市场的同时, 加快布局拉美和东盟等新市场。公司海外销量增长主要来自于俄罗斯市场, 2023 年实现销量 13.8 万台, 占公司总出口量的 44.1%。2018-2023 年俄罗斯市场营收持续增长, 复合增长率达到 107.0%。2023 年俄罗斯分公司营收占长城汽车营收的 8.7%。此外, 澳大利亚、巴西、泰国等市场也提供了增量, 长城汽车全面出海布局成效显著。

图 33: 长城汽车海外主要销售市场销量 (万台)



资料来源: marklines、招商证券

图 34: 长城汽车历年前五大海外市场营收 (亿元) (2018-2022 年)



资料来源: 公司公告、招商证券 (23 年未披露)

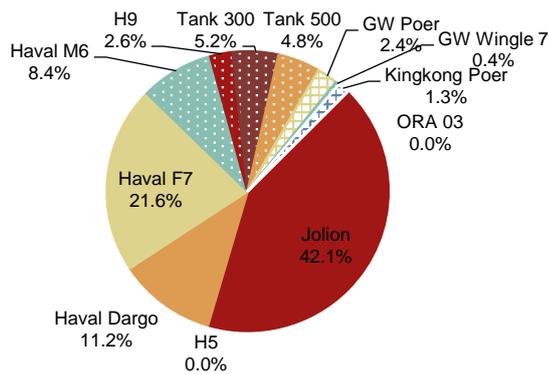
在俄罗斯市场, 2021 年长城汽车就已实现核心销量城市 100% 覆盖, 包括中央、南部、北高加索、西北、伏尔加、乌拉尔和西伯利亚地区, 同时辐射俄罗斯周边独联体国家, 已实现对白俄罗斯、哈萨克斯坦、阿塞拜疆的网络覆盖。长城汽车俄罗斯市场的快速增长受益于图拉工厂本地化生产和完整的销售网络。2023 年俄罗斯市场主要销售车型为哈弗品牌哈弗 Jolion、哈弗 F7、哈弗 Dargo 等。

图 35: 俄罗斯图拉工厂



资料来源: 公司公众号、招商证券

图 36: 2023 年俄罗斯市场主要销售车型



资料来源: marklines、招商证券

在南非市场，长城汽车秉持高质量发展，聚焦“ONE GWM”，践行“生态出海”战略。长城汽车先后布局了哈弗 H6、哈弗 JOLION、长城炮等明星车型，也是首家将豪华越野 SUV 车型带入南非的中国品牌企业。长城汽车在南非市场连续 16 年位居中国品牌销量第一。

中东地区是长城汽车出海的首站。多年来，长城汽车已陆续登陆沙特阿拉伯、阿联酋、科威特、巴林、阿曼等国家市场。2022 年初，长城汽车在迪拜成立区域总部，进一步深入区域在地化运营；2023 年初，长城汽车在迪拜成立配件中心库，辐射中东、北非区域市场。2023 年 12 月长城汽车在沙特利雅得车展发布中东“ONE GWM”品牌战略以来，“一个长城”的战略理念在中东各国家市场深度落地。截至 2024 年 2 月，服务网络已覆盖 GCC 六国，拥有超过 50 家经销商。

以巴西市场为中心，加速拓展拉美市场。长城汽车将导入丰富的产品，以纯电、混动、氢能源等多种技术路线，打造“一个 GWM”聚合渠道发展模式，不断强化品牌认知，加快布局渠道网络建设，为用户购车与用车提供满意的服务。2021 年底，长城汽车和戴姆勒完成工厂交割，收购巴西工厂，开启了本地化生产运营的大幕。2022 年底，长城汽车在巴西发布 GWM 品牌，以全系新能源产品颠覆市场。2023 年一季度，GWM 销售网络正式上线。自 2021 年进入巴西市场以来，长城汽车就以科技布局为先，引入领先的新能源、智能化产品。长城汽车哈弗 H6 登陆巴西市场第一年便成为当地最畅销的混合动力车型，其中哈弗 H6 GT 销量占比超过 33%，连续多个月占领巴西新能源细分市场的冠军位置；在墨西哥市场，自 2023 年 9 月以来，长城汽车凭借三款新能源车迅速打开市场，不断创新服务体验，与金融银行、物流等企业合作，打造更好的服务生态。长城汽车与星巴克、DHL、BBVA 等银行、保险、物流、生活方式等领域品牌达成合作，真正扎根当地，服务当地；在智利市场，2024 年 1 月 25 日长城汽车正式推出欧拉品牌，完成了在智利市场纯电+混动的产品布局，向新能源转型迈出关键一步。2023 年智利全面禁售燃油车，车企新能源的转型之路势在必行。截止 2023 年 12 月，长城汽车在智利强混 HEV 市场中销量排名第二，市占率达 27.4%。

在东盟市场，2023 年 9 月长城汽车完成了对东盟核心区域市场的全面覆盖。该区域包括泰国、马来西亚、新加坡、菲律宾、老挝、文莱、柬埔寨、越南、印度尼西亚在内的国家市场，组成了长城汽车全球化布局的最新东盟汽车市场版图。长城汽车在 2020 年 11 月收购泰国罗勇工厂，成为首个全资进入泰国的中国汽车品牌。自 2021 年 2 月正式在泰国发布 GWM 品牌，以新能源、新智能、新体验为品牌价值，致力成为泰国的新能源领导品牌。2024 年 1 月 12 日，本地化欧

拉好猫的下线，使泰国成为长城汽车全球首个本地生产纯电动车型的市场。欧拉好猫在 2022 年成功占领泰国纯电市场 1/3 份额；2023 年尽管市场竞争激烈，仍然是泰国消费者首选电动车型之一。自 2021 年 2 月提出“9IN3”品牌口号以来，长城汽车在泰国市场三年内成功引入九款领先的新能源车型，同时积极打造东南亚电动车制造中心。2023 年 10 月，欧拉闪电猫已经在泰国成功上市，圆满履行对泰国消费者“9IN3”的承诺。

表 4: 重要海外市场事件

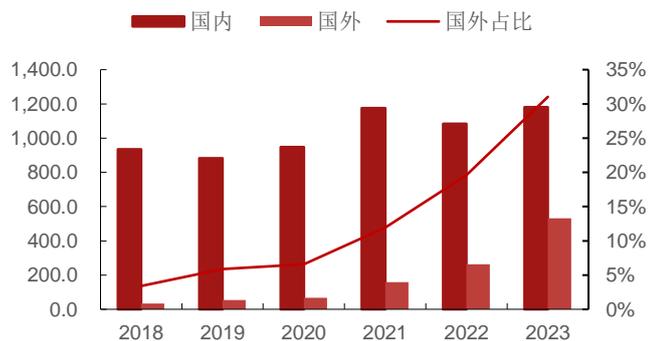
时间	地区	事件	备注
2024 年 1 月	马来西亚	与马来西亚大型制造业上市集团公司 EP Manufacturing Berhad (EPMB) 正式完成 CKD 组装合作的签约	
2024 年 1 月	泰国	与泰国消费税部正式签署了谅解备忘录 (MOU)，成为泰国首批获得政府批准的 EV 3.5 政策的汽车品牌。	EV 3.5 政策于 2024 年 1 月 1 日正式实施，为期 4 年。该政策通过向新车提供现金补助、调降进口关税和消费税等多方面措施，全面激发泰国纯电动车产业的发展。
2024 年 2 月	卡塔尔	与卡塔尔当地知名汽车经销商 Teyseer Motors 正式签署战略合作协议	标志着长城汽车自此全面覆盖 GCC(海湾阿拉伯国家合作委员会) 六国市场，开启 GCC 市场新征程
2024 年 6 月	巴西	长城汽车董事长魏建军与巴西联邦共和国副总统兼发展、工业、贸易和服务部部长杰拉尔多·阿尔克明在北京会谈	

资料来源：公司公众号、招商证券

3、海外营收强势增长，盈利空间可观

随着生态出海战略展开，国外收入占比逐渐加大。2018-2023 年长城汽车海外收入由 33.0 亿元上升至 531.1 亿元，海外收入占比由 3.4% 提升至 31.0%，海外市场提供了重要增量。自 2022 年开始，长城汽车海外毛利率高于国内毛利率，2023 年海外毛利率高于国内毛利率的部分超过 10%。

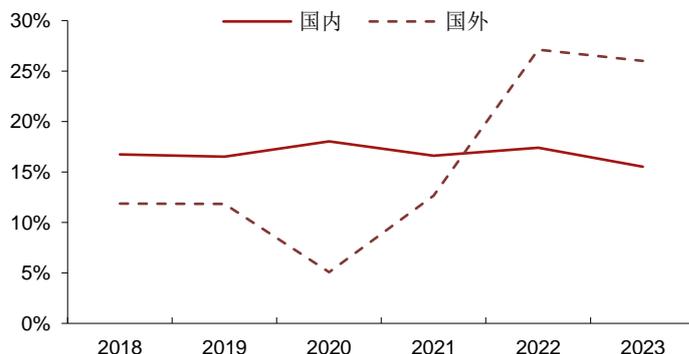
图 37: 长城汽车国内/外收入 (亿元)



资料来源：公司公告、招商证券

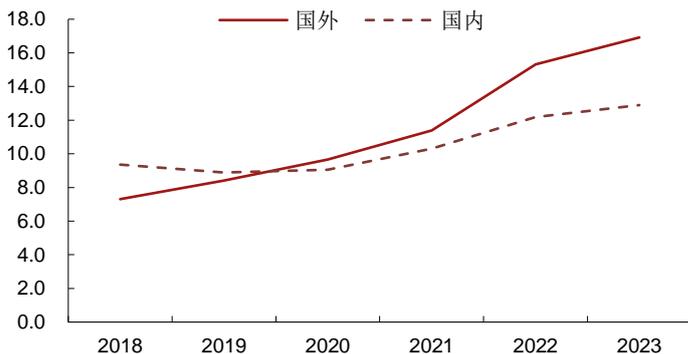
总体来看，公司单车平均收入不断提升，海外业务贡献明显。2024 年上半年公司单车平均售价 16.5 万元，同比提升 3 万元；单车毛利润 3.4 万元，同比提升 1.1 万元。2018-2023 年，国内外单车售价均呈现上升趋势，2020 年国外售价首次高于国内售价，2020-2023 年售价差距逐渐拉大，2023 年价差达到 4 万元。长城汽车海外业务盈利能力更好，未来成长持续性高。

图 38: 长城汽车国内、国外毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

图 39: 长城汽车国内、国外单车售价 (万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

三、智能化水平持续提升, 技术沉淀强势赋能

森林生态助力智能化和新能源发展。森林生态体系以整车为核心, 全面布局新能源、智能化相关产业, 赋能全产业链。在智能化领域, 长城汽车拥有电子电气架构、智能辅助驾驶、智慧线控底盘、智能座舱等前瞻核心技术全栈自研能力。

在智能驾驶领域, 长城汽车推出全栈自研的咖啡智能驾驶系统 Coffee Pilot。该系统包含智能感知架构、智能驾驶计算平台、智能驾驶软件系统等全域软硬件, 具备重感知、强安全、快迭代的特点, 能够实现从高速路到城市路的智慧领航功能。最新一代、最强能力的智能驾驶系统—Coffee Pilot Ultra 能够实现从行车到泊车、从高速到城乡的全场景连接, 为用户提供无高精地图、全场景覆盖、点到点领航的智能化出行体验。长城汽车具备智能驾驶技术从感知硬件到计算平台的全域自研能力, 并且自研自制了国内首例采用 1700 万像素感光芯片的车载摄像头及业内首个高分辨率成像 4D 毫米波雷达, 结合自主开发的高算力计算平台, 共同搭建了智能驾驶硬件架构。2023 年, 长城汽车用户累计智驾里程突破一亿公里。

表 5: 2024 年上半年长城汽车智能化重要事件

时间	事件	备注
2024 年 4 月	董事长魏建军在河北保定亲测智驾直播首秀完成, 全程零失误	
2024 年 6 月	长城汽车与华为签署《HUAWEI HiCar 集成开发合作协议》	长城汽车将成为首批获得 HUAWEI HiCar 产品源代码、开发工具等深度开发资源的汽车公司
2024 年 6 月	董事长魏建军在重庆驾驶魏牌蓝山智驾版, 以直播形式展示长城汽车全场景 NOA 智能驾驶系统	
2024 年 7 月	副总裁刘艳钊, 资深媒体人吴佩在成都驾驶蓝山智驾版, 雨天直播验证长城汽车全场景 NOA 技术实力	

资料来源: 公司公众号、招商证券

端到端大模型——SEE (safety; efficiency; experience) 实现感知、决策、规控等环节的全链路一体化整合。模型能够大幅提升可应对的路况复杂度、可决策的驾驶行为更贴近人类, 能够基于深度学习技术, 通过输入数据对模型进行联合训练。

2024 年长城汽车正式推出九州超算中心, 为 Coffee Pilot Ultra 提供超

1.64EFLOPS 算力支持。九州超算中心算力布局河北、北京、甘肃三地，作为长城汽车的计算中枢，覆盖长城汽车研产供销服用六大板块，为长城汽车 AI 时代的转型奠定坚实的算力基础。可处理的 Case 数量由 10 万量级提升至千万量级，实现 100 倍提升。未来将实现天级别的算法迭代速度、周级别的发版周期。相较于模块式架构，端到端架构的单月处理量和算法总能力大幅提升。

图 40: 构建集成化 AI 超算开发平台



资料来源：公司公众号、招商证券

智能座舱技术拥有全栈软硬件自研能力。在硬件方面，长城汽车自研了 V3.5 高算力座舱平台，搭载车型销量已破 20 万台。在软件层面，长城汽车联合生态伙伴，深度共创了座舱操作系统 Coffee OS，奠定了可生长、可插拔、生态互换、软硬件兼容的系统基础。Coffee OS 3 是长城汽车全栈自研的第三代智慧空间系统，以 AI 智慧空间为产品理念，通过 AI 赋能，满足车内全体用户的个性化需求，实现“五好”智慧空间系统——好看、好用、好玩、好听、好聪明。

智能化研发成果进入收获期，全新蓝山搭载全新智能系统亮相。2024 年 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，使用车规级高性能硬件底座和 Coffee OS 3 系统，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 41: 全新蓝山亮相



资料来源: 公司官网、招商证券

混动实力持续升级, Hi4、Hi4-T 搭载多款车型。依托森林生态体系, 长城汽车推出新能源四驱混动技术架构—Hi4 技术体系。其衍生出智能四驱电混架构 Hi4、全新智能四驱电混架构 Hi4 性能版、越野超级混动架构 Hi4-T 三大技术序列, 以“天花板”级别混动技术为新能源产品赋能, 实现从日常城市驾乘到潮酷越野的全品类覆盖, 满足用户更广泛四驱需求场景。全新智能四驱电混技术 Hi4 实现三大革新, 分别为三动力源双轴分布的混动“新构型”、iTVC 智能扭矩矢量控制系统的“新突破”、机电耦合传动系统的“新高度”。Hi4 拥有三擎九模, 包括一档直驱、二档直驱、纯电两驱、单轴能量回收、串联、并联两驱、纯电四驱、并联四驱、双轴能量回收等 9 种工作模式, 通过三擎九模智能动态切换, 能在各工况场景下找到最优的工作模式, 实现全工况效率最优。

图 42: 长城 Hi4 技术体系



资料来源: 公司公告、招商证券

四、盈利预测

长城汽车保持战略定力持续深耕核心科技,聚焦新能源、智能化赛道,确立混动、纯电、氢能三轨并行发展,在智能驾驶、智能座舱、智慧底盘等方面进行全产业链布局。同时,长城汽车构建研、产、供、销、服全面出海新模式,以全品类、全动力、全场景优势,实现全产品矩阵出海。

长城汽车以长期主义践行高质量发展。目前,拥有哈弗、魏牌、欧拉、坦克、长城皮卡等品牌,动力包括传统动力车型和插电式混动、纯电动等新能源车型。产品主要涵盖 SUV、轿车、皮卡、MPV 四大品类,以及相关主要汽车零部件的生产及供应。2023 年销售新车达到 123 万台,单车平均收入 14.1 万元。2024 年 1-7 月销量达到 65.1 万台,同比增长 3.6%;其中,海外销售 24.0 万台,同比增长 58.8%;新能源销售 15.7 万台,同比增长 28.1%。

长城汽车全面深化智能新能源战略布局,加速回归主品类航道、主价格航道、主级别航道和主风格航道,以技术创新赋能智能新能源产品焕新。2024 年 1-7 月海外销售 24.0 万台,同比增长 58.8%;20 万以上车型销售 16.3 万台,同比增长 48.6%。

依托森林生态体系,长城汽车正通过持续性创新与产品结构调整,深化全场景、全品类覆盖。长城汽车将继续坚持长期主义,以更卓越的技术研发,更优质的资金链条和产业生态,发力全球化战略,锁定智能新能源赛道,构建更为显著的全球核心竞争力。预计 24-26 年归母净利润分别为 125.3/155.9/182.0 亿元,维持“强烈推荐”投资评级。

五、风险提示

国际贸易环境变化对汽车行业产生影响。2024 年,中国经济转型升级、国际贸易存在不确定性等因素可能对汽车行业产生波动影响。

汽车行业竞争更加激烈。2024 年,汽车行业的竞争更加激烈,产品更加丰富,供给增加,获取用户心智认知将更具挑战;新能源汽车、智能驾驶、共享出行等新技术和新业态将成为主流,对各车企的技术领先性、迭代速度及资源整合能力提出更高要求,行业价格竞争激烈。

原材料价格波动风险。铜、铝等原材料价格波动影响整车企业利润,给企业带来较大成本压力。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	107681	118584	144477	183008	223588
现金	35773	38337	42258	56326	72366
交易性投资	2067	4124	4124	4124	4124
应收票据	2736	2952	3837	4797	5756
应收款项	6611	7193	9351	11689	14027
其它应收款	2404	2113	2746	3433	4120
存货	22375	26628	33861	42273	50754
其他	35715	37237	48298	60365	72442
非流动资产	77677	82686	83088	83316	83407
长期股权投资	10286	10751	10751	10751	10751
固定资产	26949	30235	33028	35403	37423
无形资产商誉	20206	23403	21063	18956	17061
其他	20236	18297	18246	18205	18172
资产总计	185357	201270	227565	266324	306996
流动负债	95802	110835	127100	154029	181177
短期借款	5943	5701	5700	5700	5700
应付账款	59367	68486	87091	108727	130538
预收账款	7753	9583	12186	15214	18266
其他	22739	27065	22123	24389	26673
长期负债	24339	21926	21926	21926	21926
长期借款	15406	13286	13286	13286	13286
其他	8934	8640	8640	8640	8640
负债合计	120141	132762	149027	175956	203103
股本	8765	8498	8541	8541	8541
资本公积金	2	1586	1586	1586	1586
留存收益	56435	58417	68401	80228	93749
少数股东权益	15	8	10	13	16
归属于母公司所有者权益	65201	68501	78528	90355	103876
负债及权益合计	185357	201270	227565	266324	306996

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	12311	17754	18270	22780	25668
净利润	8253	7023	12535	15590	18201
折旧摊销	6161	7317	6916	7090	7227
财务费用	46	730	(120)	(120)	(120)
投资收益	(869)	(852)	(2247)	(2247)	(2247)
营运资金变动	(552)	4766	1176	2457	2598
其它	(728)	(1231)	10	10	10
投资活动现金流	(10505)	(10451)	(5072)	(5072)	(5072)
资本支出	(16301)	(16713)	(7319)	(7319)	(7319)
其他投资	5796	6262	2247	2247	2247
筹资活动现金流	(3133)	1052	(9277)	(3640)	(4556)
借款变动	2850	2825	(6891)	0	0
普通股增加	(471)	(267)	43	0	0
资本公积增加	(4564)	1584	0	0	0
股利分配	(3417)	(2629)	(2549)	(3760)	(4676)
其他	2470	(461)	120	120	120
现金净增加额	(1327)	8355	3921	14068	16040

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	137340	173212	225176	281470	337764
营业成本	110739	140773	179015	223487	268319
营业税金及附加	5121	5986	7782	9728	11673
营业费用	5876	8285	10606	13215	15841
管理费用	4893	4735	6192	7595	8951
研发费用	6445	8054	10529	12948	15537
财务费用	(2488)	(126)	(120)	(120)	(120)
资产减值损失	(358)	(550)	0	0	0
公允价值变动收益	50	(26)	(26)	(26)	(26)
其他收益	850	1512	1512	1512	1512
投资收益	671	761	761	761	761
营业利润	7967	7201	13419	16864	19809
营业外收入	886	744	744	744	744
营业外支出	46	121	121	121	121
利润总额	8807	7824	14042	17487	20432
所得税	554	801	1507	1897	2232
少数股东损益	(13)	1	2	3	3
归属于母公司净利润	8266	7022	12533	15587	18197

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	1%	26%	30%	25%	20%
营业利润	25%	-10%	86%	26%	17%
归母净利润	23%	-15%	78%	24%	17%
获利能力					
毛利率	19.4%	18.7%	20.5%	20.6%	20.6%
净利率	6.0%	4.1%	5.6%	5.5%	5.4%
ROE	13.0%	10.5%	17.0%	18.5%	18.7%
ROIC	6.0%	6.8%	12.3%	14.4%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	64.8%	66.0%	65.5%	66.1%	66.2%
净负债比率	14.2%	12.9%	8.3%	7.1%	6.2%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.1	1.2
存货周转率	6.1	5.7	5.9	5.9	5.8
应收账款周转率	15.3	17.8	19.3	19.0	18.6
应付账款周转率	1.8	2.2	2.3	2.3	2.2
每股资料(元)					
EPS	0.97	0.82	1.47	1.83	2.13
每股经营净现金	1.44	2.08	2.14	2.67	3.01
每股净资产	7.63	8.02	9.19	10.58	12.16
每股股利	0.31	0.30	0.44	0.55	0.64
估值比率					
PE	23.9	28.1	15.8	12.7	10.9
PB	3.0	2.9	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	32.2	27.4	15.1	12.8	11.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。