



公司研究 | 深度报告 | 长城汽车 (601633.SH)

# 长城汽车：行业之上亦有超额，生态出海行稳致远

## 报告要点

长城汽车进入盈利新阶段，出海成为未来重要的成长方向。得益于外部环境的契机以及产品竞争力的提升，中国车企出海正处于历史机遇期。长城汽车具备全球化成功的基因，在行业之上亦有超额，具备优异的产品力、深入的本土化以及皮卡的差异化优势，远期有望领跑中国汽车出海。展望未来，长城汽车国内新车周期大年有望实现销量同比回升，海外在 $\alpha$ 支撑和短期确定性下贡献较好盈利弹性。

## 分析师及联系人



高伊楠

SAC: S0490517060001

SFC: BUW101



王子豪

SAC: S0490524070004

长城汽车 (601633.SH)

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

# 长城汽车：行业之上亦有超额，生态出海行稳致远

## 现状：突破瓶颈进入盈利新阶段，海外成为未来重要增量

2021 年以来，长城汽车进入盈利新阶段，得益于坦克等高价车型占比的提升以及出海的贡献，公司的财务指标稳健向上，2024 前三季度公司单车利润达 1.2 万元，创历史新高。从销量结构看，近年公司国内市场在皮卡和硬派越野的细分赛道保持较大优势，但在主流市场有所承压；海外市场为公司近年及未来重要成长方向，公司海外收入及盈利占比不断提高，2023 年海外收入占比 31%，毛利占比 43%，处于行业前列。

## 机遇：中国车企出海方兴未艾，长城汽车具有较大潜力

由于海外供应短缺、通胀抬头造成海外生产及购车成本不断攀升，加之地缘政治冲突形成的外部环境契机以及中国汽车产品力的提升，中国车企出海处于历史机遇期，出海增速远高于国内市场，2024 年 1-8 月销量 352 万辆，同比增长 31%。全球化龙头视角来看，优质产品力+深耕本土化是出海的成功要素，中国出海车型多在价格、尺寸、动力、智能化等配置领先海外竞品。长城汽车抓住出海机遇期，2021 年以来出海明显加速，2024 年 1-8 月海外销量达 28 万辆，同比增长 54%，并呈现“一超多强”局面，其中俄罗斯占比超过 50%，澳大利亚、巴西、南非、墨西哥等市场也贡献重要增量，长城海外总份额保持加速上升趋势。分品牌来看，公司五个品牌车型均参与出海，2023 年哈弗、皮卡、坦克、欧拉海外销量占比分别为 71.2%、13.9%、8.1%、6.6%，其中坦克今年增量明显，2024 年 1-8 月销量达 3.0 万辆，占比升至 10.8%。

## 杰出：坚持研产销全面布局的长期主义，具备全球化成功的基因

长城汽车具备全球化成功的基因：1) 公司出海车型产品竞争力优异，兼具配置和性价比。如哈弗 Jolion 的尺寸、动力、油耗基本全面优于俄罗斯本土第一热销 SUV 拉达 Niva Travel。2) 公司以长期主义坚持产能、渠道、研发、售后、品牌文化全布局，深耕海外本土化。长城在海外具备 3 个全工艺制造工厂，超过 7 个 KD 工厂，海外总产能超过 46 万辆/年，7 个海外研发中心，超 1300 家海外渠道，硬实力显著。3) 海外皮卡市场广阔，长城具有显著差异化优势。公司新进巴西、墨西哥等市场具有放量潜力，海外将持续推出新车型，过去一年加速布局的渠道也将迎来收获期，如 2023 年长城皮卡在俄罗斯销量 0.6 万辆，市占率达 56.9%。在  $\alpha$  支撑和短期确定性下，长城海外有望贡献较好的收入和利润弹性。

## 投资建议：把握机遇走向全球，海外开启广阔天地

1) 国内：公司国内市场总量有所承压，以坦克为代表的高价车型占比提高将提升盈利能力，2025 年公司将进入新车周期大年，国内有望实现销量同比回升，坦克、魏牌、欧拉有望实现重要新车成长。2) 海外：海外部分成为公司销量和盈利成长的重要来源，中国车企出海大背景下公司亦有超额，公司出海车型产品竞争力优异，以长期主义坚持产能、渠道、研发、售后、品牌文化深入布局，同时拥有皮卡的差异化优势，公司具备全球化成功的基因。 $\alpha$  支撑和短期确定性下看好公司未来领跑中国车企出海，在全球不断提升影响力和竞争力，贡献较好的盈利弹性。预计公司 2024-2026 年公司归母净利润为 126.9、160.5、179.5 亿元，对应 A 股 PE 为 17.9X、14.1X、12.6X，对应港股 PE 为 7.8X、6.2X、5.5X。

## 风险提示

1、经济增长不及预期风险；2、行业竞争加剧风险；3、海外拓展速度及销量不及预期；4、全球政策环境变化；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

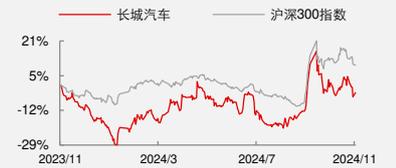
请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	26.55
总股本(万股)	854,504
流通A股/B股(万股)	618,183/0
每股净资产(元)	9.01
近12月最高/最低价(元)	33.34/19.11

注：股价为 2024 年 11 月 25 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《长城汽车 2024 年 10 月销量点评：海外销量超 4.4 万辆连续新高，国内销量环比改善》2024-11-13
- 《长城汽车季报点评：出海及坦克贡献核心利润，汇兑等因素影响盈利略低于预期》2024-11-06
- 《长城汽车 2024 年 9 月销量点评：海外销量连续新高，新车带动国内销量环比改善》2024-10-12



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

现状：突破瓶颈进入盈利新阶段，海外成为未来重要增量.....	6
机遇：中国车企出海方兴未艾，长城汽车具有较大潜力.....	9
中国车企把握出海历史机遇期，海外销量快速增长.....	9
长城汽车海外销量屡创新高，未来出海潜力巨大.....	17
杰出：坚持研产销全面布局的长期主义，具备全球化成功的基因.....	21
出海车型产品竞争力优异，配置和性价比兼具.....	21
以长期主义坚持产能、渠道、研发、售后、品牌文化全布局，深入扎根海外市场.....	24
海外皮卡市场广阔，长城具有显著差异化优势.....	28
投资建议：把握机遇走向全球，海外开启广阔天地.....	30
风险提示.....	32

## 图表目录

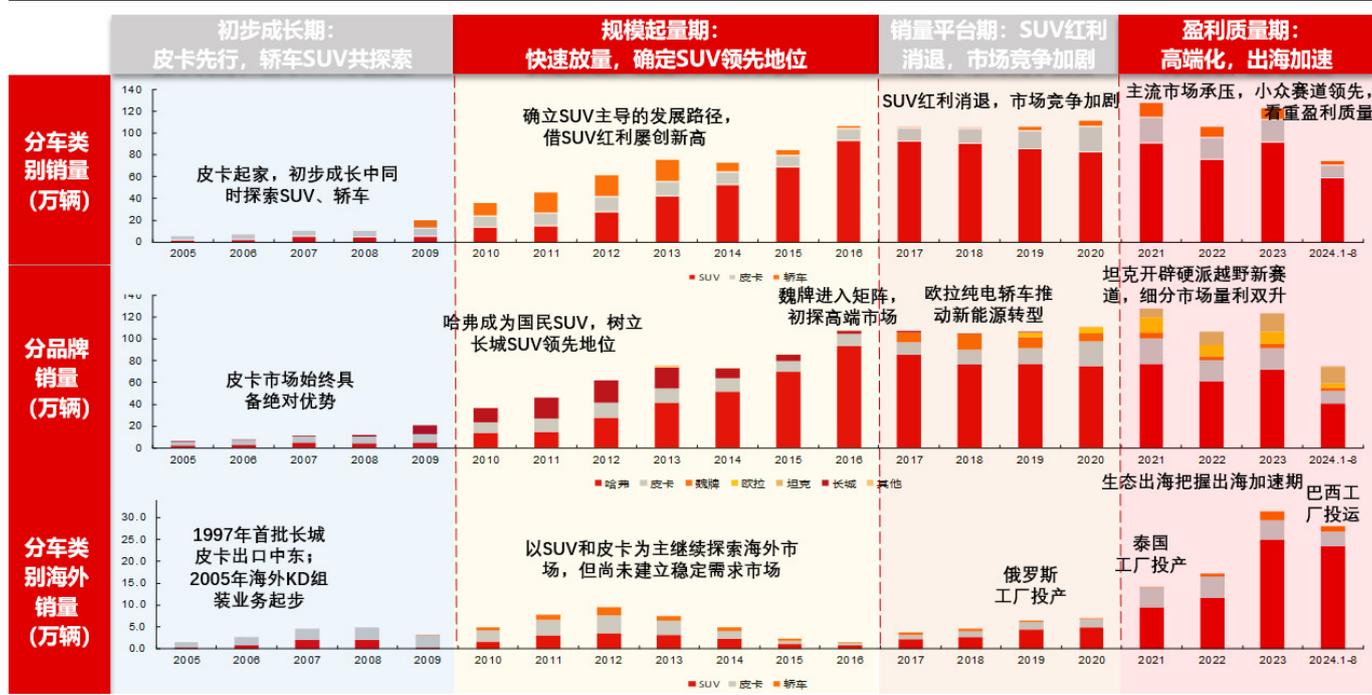
图 1：长城汽车销量发展阶段.....	6
图 2：长城汽车进入盈利新阶段.....	7
图 3：长城汽车国内 SUV 销量及市占率.....	8
图 4：长城汽车国内轿车销量及市占率.....	8
图 5：长城汽车国内皮卡销量及市占率.....	8
图 6：长城汽车国内硬派越野销量及市占率.....	8
图 7：长城汽车海外销量变化.....	8
图 8：长城汽车分区域营业收入占比.....	8
图 9：中国头部出海车企海外收入占比.....	9
图 10：中国头部出海车企海外毛利占比.....	9
图 11：中国汽车海外销量及增速.....	9
图 12：中国汽车海外销量分国家占比.....	10
图 13：中国汽车海外各国合计市占率.....	10
图 14：2024 年 1-8 月中国汽车出口前十目的地排名前五车企.....	10
图 15：美国汽车市场库存与销量之比.....	11
图 16：海外汽车产销量变化.....	11
图 17：海外汽车市场销量较 2019 年差异（万辆）.....	11
图 18：各国通货膨胀率变化（单位：%）.....	12
图 19：美国市场主流品牌热销车型起售均价（单位：美元）.....	12
图 20：中国汽车出口中俄罗斯占比.....	13
图 21：2021 年俄罗斯汽车市场格局.....	13
图 22：2023 年俄罗斯汽车市场格局.....	13
图 23：丰田日本及海外销量变化.....	15
图 24：丰田丸 1 号汽车运输船载有丰田汽车出口.....	15
图 25：丰田海外汽车制造公司遍布全球.....	17
图 26：丰田自 2007 年开始海外产量超过日本产量.....	17

图 27: 丰田海外售后维修服务推进.....	17
图 28: 丰田提供汽车金融服务.....	17
图 29: 长城汽车海外销量、占比及增速.....	18
图 30: 长城汽车各国份额与中国车企平均份额差值.....	18
图 31: 长城汽车各国增速与中国车企整体增速差值.....	18
图 32: 长城汽车海外销量分国家 (辆).....	19
图 33: 长城汽车海外销量分国家占比.....	19
图 34: 长城汽车海外销售国家市场总空间 (万辆).....	19
图 35: 长城汽车已进入市场总份额.....	19
图 36: 长城汽车海外分品牌销量 (万辆).....	20
图 37: 长城汽车海外销量分品牌占比.....	20
图 38: 2024 年 1-8 月长城汽车乘用车出口前十车型.....	20
图 39: 2024 年 1-8 月长城汽车皮卡出口车型.....	20
图 40: 长城汽车哈弗 H6、皮卡、坦克 300 国内具有较高销量.....	23
图 41: 长城汽车哈弗 H6、皮卡、坦克 300 海外获得成功.....	23
图 42: 丰田 Crown 初入美国市场碰壁.....	24
图 43: 本地化适配的丰田 Corona 取得成功.....	24
图 44: 长城汽车海外渠道数 (家) 加速布局.....	26
图 45: 头部出海车企 2024H1 海外渠道数 (家) 对比.....	26
图 46: 长城汽车全球研发中心分布.....	26
图 47: 头部出海车企海外研发布局.....	26
图 48: 长城汽车泰国提供车辆和电池保修服务.....	27
图 49: 长城汽车巴西提供保修等完善的售后服务.....	27
图 50: 长城汽车海外 ONE GWM 战略, 形成品牌合力向上.....	28
图 51: 长城汽车在全球赞助举行赛事活动, 提升品牌影响力.....	28
图 52: 哈弗 H6 PHEV/GT/欧拉好猫获巴西“最值得购买车型”奖.....	28
图 53: 哈弗 H6 HEV 获巴西“混动车型最低用车成本”奖.....	28
图 54: 海外皮卡市场具有较大空间.....	29
图 55: 中国自主车企出海前十目的地皮卡市场占比.....	29
图 56: 各车企皮卡出口销量 (辆).....	30
表 1: 外资车企退出俄罗斯市场.....	12
表 2: 自主品牌车型具备较高竞争力.....	14
表 3: 1980 年代日本汽车出口遭到限制.....	16
表 4: 长城汽车各品牌主力出口车型.....	21
表 5: 哈弗 Jolion、哈弗 H6 与俄罗斯、澳大利亚热销车型对比.....	22
表 6: 坦克 300、坦克 500、长城炮与俄罗斯、澳大利亚热销越野/皮卡车型对比.....	22
表 7: 长城汽车海外工厂建设.....	24
表 8: 头部出海车企海外工厂情况.....	25
表 9: 长城汽车海外研发中心研发内容.....	26
表 10: 前十出海车企中长城在皮卡领域具有绝对领先地位.....	29
表 11: 公司收入和利润的敏感性分析 (单位:亿元).....	32

## 现状：突破瓶颈进入盈利新阶段，海外成为未来重要增量

长城汽车的销量发展可以分为四个阶段。1) 初步成长期 (2009 年及之前)：长城汽车以皮卡起家，于 1996 年推出第一款皮卡车型长城迪尔，并自 1998 年开始蝉联皮卡市场冠军，1997 年首批皮卡出口中东，拉开了长城的出海序幕。2002 年长城推出了第一款 SUV 赛弗，2008 年长城正式进军轿车行业。2) 规模起量期 (2010-2016 年)：2010 年起，哈弗开始放量，长城汽车开始了以 SUV 为主导的发展路径，借 SUV 红利销量屡创新高，规模迅速攀升。3) 销量平台期 (2017-2020 年)：SUV 红利消退，市场竞争加剧，长城汽车总体销量规模进入平台期。2016 年末长城推出魏牌初探高端市场，2018 年推出欧拉品牌推动新能源转型。4) 盈利质量期 (2021 年至今)：主流市场竞争激烈，长城销量承压，2021 年坦克品牌独立，开辟硬派越野新赛道，细分市场量利双升。生态出海战略把握出海机遇期，海外销量快速增长，高端化和出海加速贡献高质量盈利。

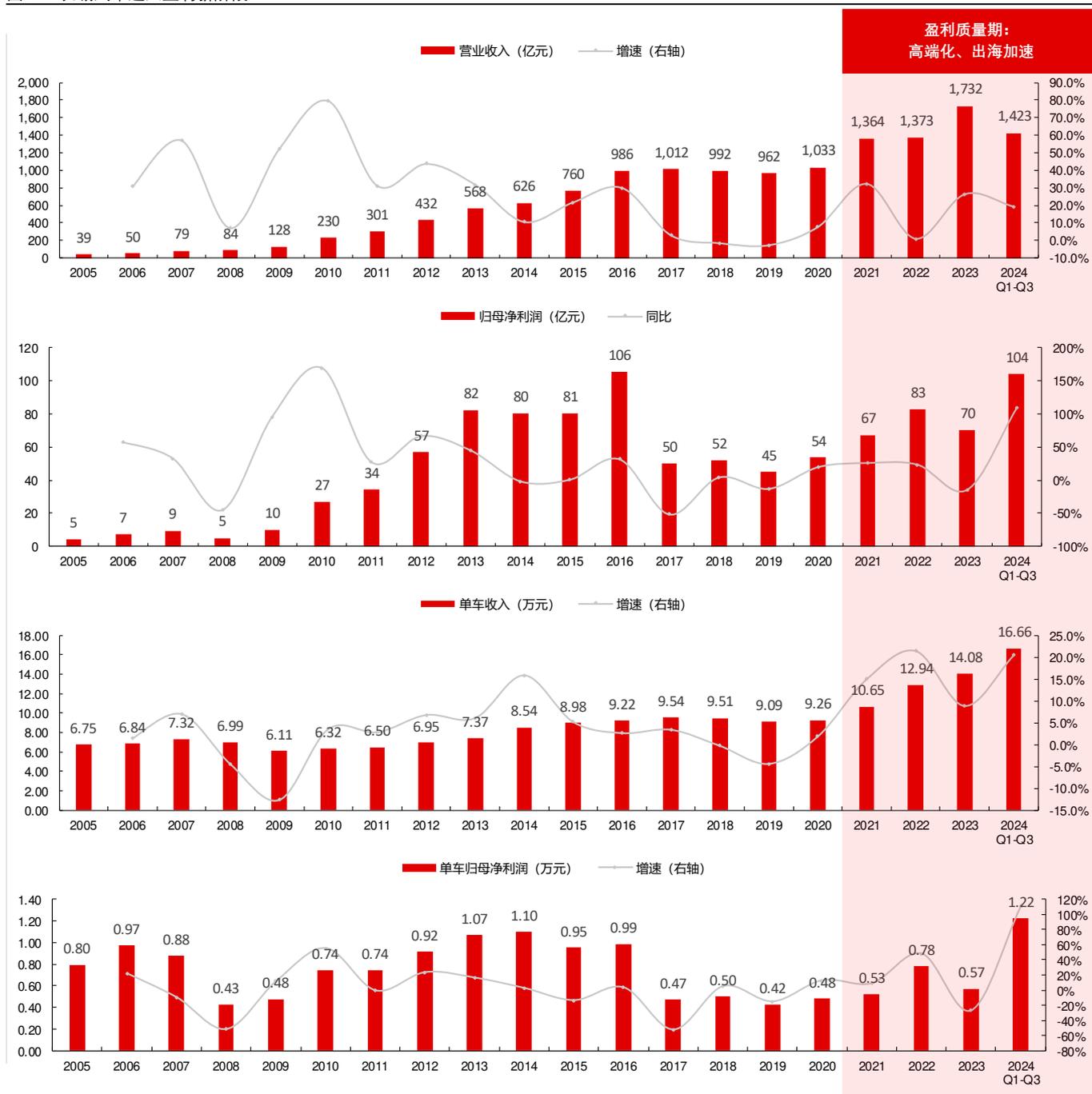
图 1：长城汽车销量发展阶段



资料来源：公司公告，官网，长江证券研究所

2021 年以来，长城汽车进入盈利新阶段。2017 年进入平台期以来，长城汽车的销量波动较小，稳定在百万量级规模。2017-2020 年，长城汽车营业收入稳定在一千亿元左右，单车收入在 9-10 万元区间，单车归母净利润在 4000-5000 元左右。2021 年以来，长城汽车进入盈利新阶段，销量规模仍相对稳定，但营收和利润继续增长。2021 年公司单车收入迈入 10 万元以上，并逐年提高，2024Q1-Q3 长城单车收入创历史新高，达到 16.66 万元。2021 年长城汽车单车归母净利润回到 5000 元以上，并继续提高，2023 年同比下降系由于 2022 年汇率收益导致基数高，影响净利润同期表现，2024 前三季度公司单车归母净利润创历史新高，达到 1.22 万元。

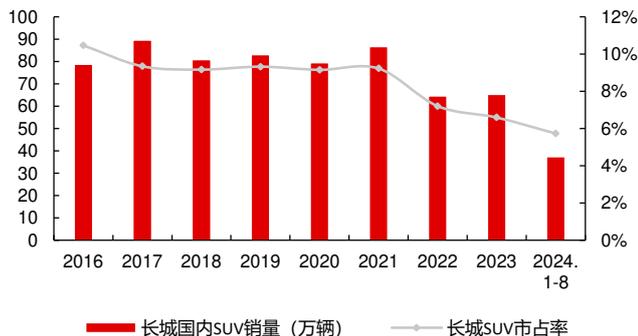
图 2：长城汽车进入盈利新阶段



资料来源：Wind，长江证券研究所

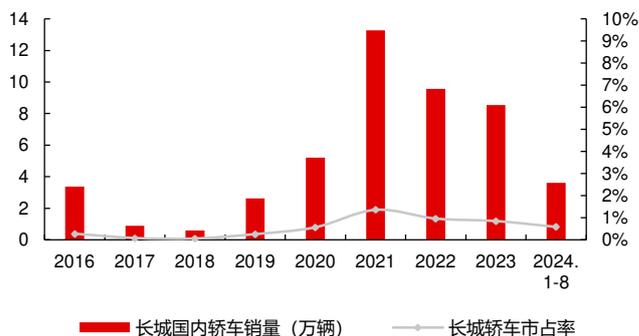
长城汽车当前国内现状为主流市场承压，细分赛道保持优势地位。当前长城汽车在国内主流市场承压，SUV、轿车销量及市占率有所下降。SUV 市场来看，2023 年长城国内 SUV 销量为 65.3 万辆，市占率 6.60%，而峰值时期长城国内 SUV 市占率超过 10%。轿车市场来看，2023 年长城国内轿车销量为 8.5 万辆，市占率 0.85%。在细分赛道长城汽车保持优势地位。皮卡市场来看，长城汽车自 1998 年以来始终保持国内皮卡销量冠军的地位，2023 年长城皮卡国内市占率为 41.51%。硬派越野市场来看，自 2021 年长城推出坦克品牌以来，长城在国内硬派越野领域始终保持优势地位，2021 年以来市占率均超过 60%，其中主要由坦克品牌贡献。

图 3：长城汽车国内 SUV 销量及市占率



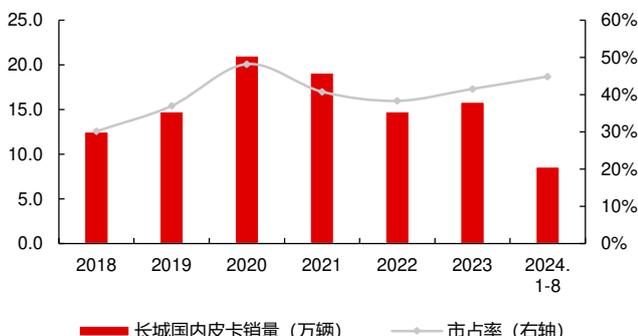
资料来源：公司公告，中保信，长江证券研究所

图 4：长城汽车国内轿车销量及市占率



资料来源：公司公告，中保信，长江证券研究所

图 5：长城汽车国内皮卡销量及市占率



资料来源：公司公告，乘联会，长江证券研究所

图 6：长城汽车国内硬派越野销量及市占率



资料来源：中保信，Marklines，长江证券研究所

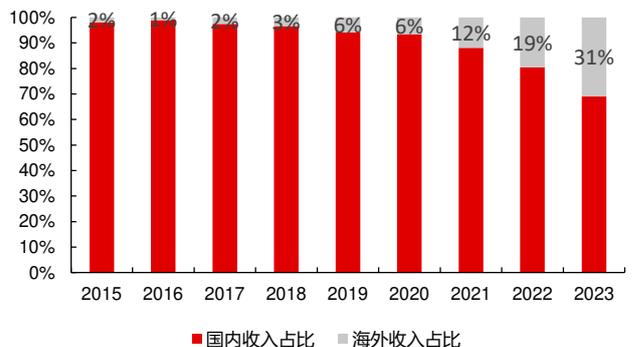
海外销量和收入占比持续提升，出海成为长城汽车未来成长的主要方向。长城汽车在国内总体销量承压，而海外自 2021 年以来快速增长，贡献主要销量增量。2023 年长城在海外销量 31.4 万辆，同比增长 82%，2024 年 1-8 月海外销量 28.0 万辆，同比增长 54%。长城海外营收占比在 2021 年开始超过 10%，2023 年占比为 31%，是重要的收入贡献部分。长城汽车具有超过二十年的出海历史，产、销、研逐步深入，通过生态出海布局全球化，抓住了 2021 年以来的出海机遇期实现规模提升，未来长城新四化出海布局进一步落地，出海将成为长城汽车未来成长的重要方向。

图 7：长城汽车海外销量变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

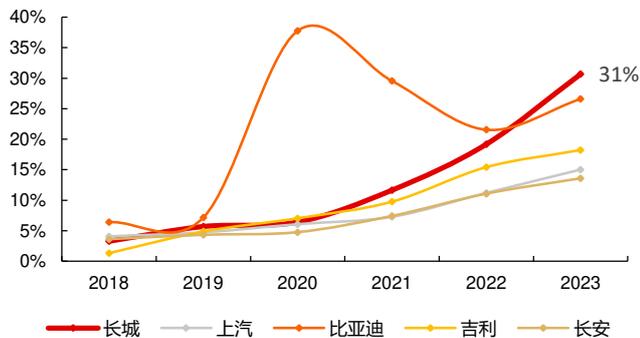
图 8：长城汽车分区域营业收入占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

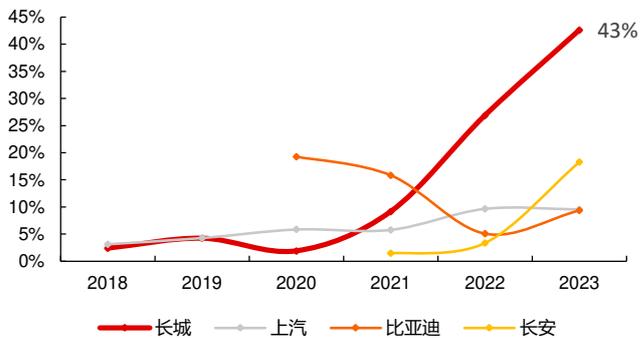
头部出海车企中，长城汽车拥有较高的海外收入和毛利占比，出海对长城盈利更具有弹性。在头部出海车企中，长城的海外收入、毛利占比均较高，且斜率提升快，2023 年海外收入占比 31%，毛利占比 43%，处于行业前列，因此出海对于长城汽车的盈利提升具有较好的弹性。

图 9：中国头部出海车企海外收入占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：中国头部出海车企海外毛利占比



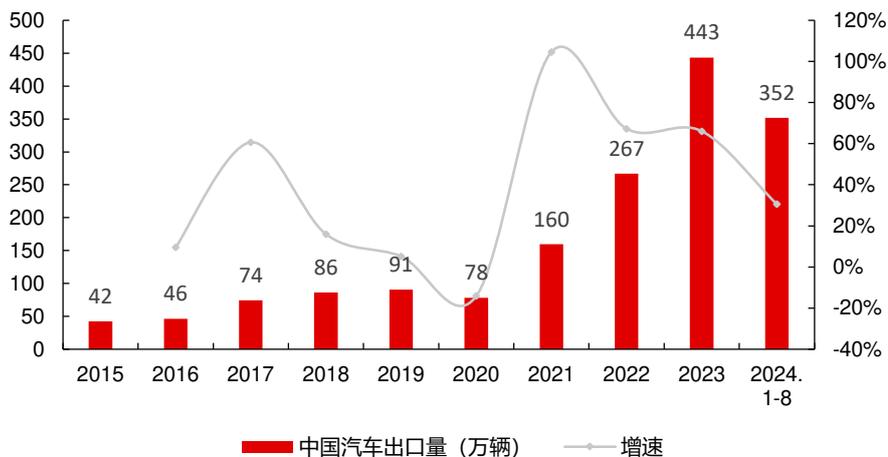
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 机遇：中国车企出海方兴未艾，长城汽车具有较大潜力

### 中国车企把握出海历史机遇期，海外销量快速增长

2021 年以来中国汽车出海加速，中国车企进入出海机遇期。2015-2020 年，中国汽车海外销量规模位于百万量级以内。2021 年以来，中国自主车企出海销量显著加速，2021 年便实现同比翻倍，2023 年中国汽车海外销量为 443 万辆，同比增长 66%，远高于国内市场增速，2024 年 1-8 月销量为 352 万辆，同比增长 31%。

图 11：中国汽车海外销量及增速



资料来源：海关总署，长江证券研究所

分国家来看，2024 年 1-8 月中国自主车企出海销量前五目的地为俄罗斯、墨西哥、阿联酋、巴西、比利时。中国汽车 2024 年 1-8 月出口至俄罗斯、墨西哥、阿联酋、巴西、比利时的销量分别占比 18%、7%、5%、5%、5%，位列出海目的地前五。从中国汽车

在各国的合计市占率来看，中国汽车在以上前五大出海目的地的市占率分别为 62%、27%、56%（2023 年占比）、12%、54%，此外还在哈萨克斯坦、菲律宾、智利等地有较高市占率。前十目的地中，长城汽车表现突出，主要位列第 2-4 位，其他排位靠前自主车企包括上汽、奇瑞、比亚迪。

图 12：中国汽车海外销量分国家占比

国家	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.1-8
俄罗斯	6%	4%	2%	4%	5%	7%	4%	17%	18%
墨西哥	1%	8%	12%	12%	4%	5%	8%	8%	7%
阿联酋	1%	0%	0%	1%	1%	1%	3%	3%	5%
巴西	0%	1%	2%	3%	3%	3%	1%	3%	5%
比利时	0%	1%	1%	0%	2%	6%	8%	5%	5%
英国	1%	1%	2%	2%	3%	4%	5%	5%	4%
沙特阿拉伯	3%	1%	2%	5%	11%	8%	8%	4%	4%
澳大利亚	0%	0%	1%	2%	4%	5%	5%	4%	3%
土耳其	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	2%	3%
菲律宾	1%	0%	1%	3%	2%	2%	5%	3%	2%
泰国	0%	0%	0%	0%	0%	3%	3%	4%	2%
白俄罗斯	1%	1%	1%	2%	3%	2%	1%	2%	2%
马来西亚	0%	0%	0%	4%	5%	3%	2%	2%	2%
西班牙	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	3%	2%
意大利	0%	0%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%
美国	12%	7%	7%	4%	5%	3%	2%	1%	2%
哈萨克斯坦	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	2%
印度	5%	5%	5%	9%	6%	3%	2%	1%	2%
吉尔吉斯斯坦	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	2%
智利	6%	6%	6%	6%	5%	8%	5%	1%	1%

资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 13：中国汽车海外各国合计市占率

国家	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.1-8
俄罗斯	2%	2%	1%	2%	2%	7%	17%	51%	62%
墨西哥	0%	4%	8%	8%	3%	8%	19%	25%	27%
阿联酋	2%	17%	19%	3%	4%	10%	40%	56%	-
巴西	0%	0%	1%	1%	2%	2%	2%	5%	12%
比利时	0%	2%	1%	0%	3%	20%	48%	39%	54%
英国	0%	0%	1%	1%	1%	3%	7%	9%	9%
沙特阿拉伯	2%	1%	4%	9%	19%	22%	33%	24%	-
澳大利亚	0%	0%	1%	2%	3%	7%	12%	15%	13%
土耳其	0%	0%	0%	0%	1%	1%	3%	8%	12%
菲律宾	1%	1%	3%	6%	8%	13%	33%	34%	28%
泰国	0%	0%	0%	0%	0%	6%	9%	20%	18%
马来西亚	0%	0%	1%	6%	7%	8%	12%	9%	16%
西班牙	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	12%	8%
意大利	0%	0%	0%	0%	0%	1%	4%	5%	5%
美国	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
哈萨克斯坦	1%	2%	2%	3%	3%	3%	14%	43%	59%
印度	1%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	2%
智利	9%	12%	13%	15%	15%	30%	31%	20%	26%

资料来源：海关总署，Marklines，长江证券研究所

图 14：2024 年 1-8 月中国汽车出口前十目的地排名前五车企

2024.1-8	俄罗斯	墨西哥	阿联酋	巴西	比利时	英国	沙特	澳大利亚	土耳其	菲律宾
1	奇瑞	上汽	上汽	比亚迪	上汽	上汽	长安	上汽	奇瑞	上汽
2	长城	奇瑞	江淮	奇瑞	比亚迪	比亚迪	上汽	长城	上汽	奇瑞
3	吉利	江淮	长安	长城	吉利	长城	吉利	比亚迪	比亚迪	吉利
4	广汽	长城	吉利	北汽	东风	奇瑞	长城	奇瑞	赛力斯	广汽
5	一汽	长安	长城	江淮	北汽	-	-	北汽	零跑	北汽

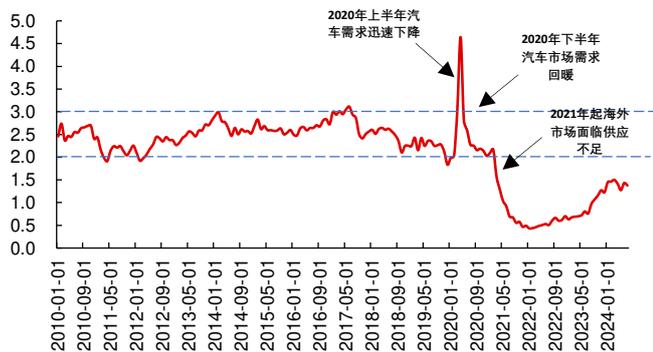
资料来源：Marklines，长江证券研究所

注：阿联酋和沙特为按 2023 年数据排名

## 海外产销端不平衡，巨大需求缺口提供契机

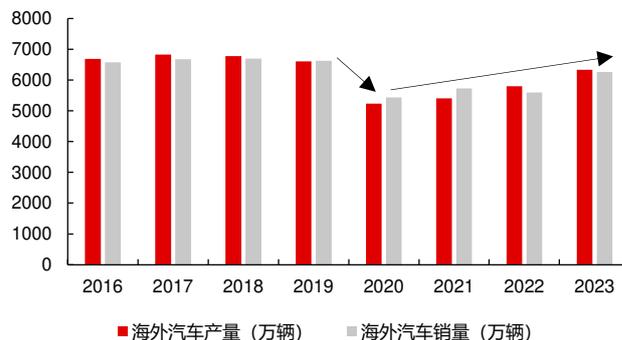
自 2021 年以来，海外汽车市场需求逐步恢复但供应相对短缺，为我国汽车出海实现跨越式增长提供契机。2020 年起，受各国不同程度运输限制、工厂暂停、芯片短缺等影响，全球汽车供应链面临供给不足的挑战，2021 年开始，海外汽车市场需求逐步恢复，但供应相对短缺。以美国汽车市场库存/销量比率来看，该指标常年稳定于 2-3 之间，2020 年上半年，汽车市场需求骤降导致指标升高，随后 2020 年下半年需求有所恢复，2021 年起，由于供给不足导致美国汽车市场库存/销量指标低于 2-3 的稳态区间。从海外汽车产销量来看，海外汽车产销量在 2020 年有较大下滑，随后逐年有所恢复。

图 15: 美国汽车市场库存与销量之比



资料来源: FRED, 长江证券研究所

图 16: 海外汽车产销量变化

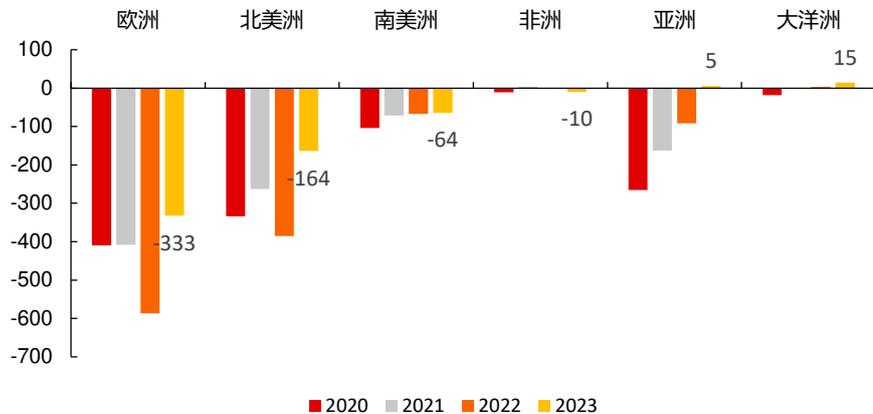


资料来源: OICA, 长江证券研究所

注: 海外口径为全球剔除中国

**海外汽车市场需求逐步恢复, 但 2023 年较 2019 年水平仍有 550 万辆的缺口。**自 2021 年以来, 海外汽车市场需求逐步恢复, 但仍较 2019 年的销量有所差距, 其中欧洲市场在 2023 年仍低于 2019 年销量 333 万辆, 北美市场低于 2019 年销量 164 万辆, 南美市场低于 2019 年销量 64 万辆, 非洲市场低于 2019 年销量 10 万辆, 亚洲和大洋洲市场已恢复缺口。直至 2023 年海外市场销量合计仍较 2019 年低约 550 万辆, 中国车企出海仍存在较大恢复空间。

图 17: 海外汽车市场销量较 2019 年差异 (万辆)

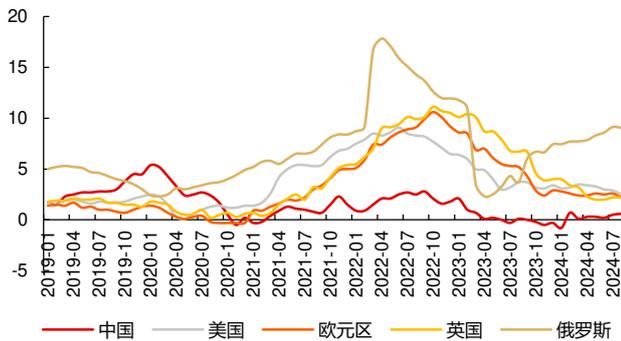


资料来源: Marklines, 长江证券研究所

注: 缺口计算为当年销量减去 2019 年销量的差值, 亚洲市场已剔除中国

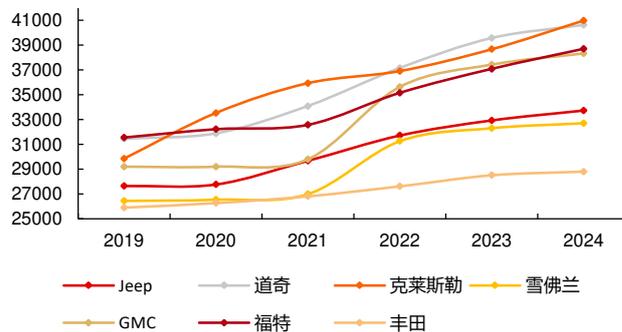
**2021 年下半年开始全球通胀抬头, 海外品牌汽车价格有所上升, 利好具有成本和价格优势的中国汽车。**由于海外需求、生产成本、地缘政治冲突、主要经济体长期以来的量化宽松和财政刺激政策等, 全球出现通胀压力, 2021 年下半年开始海外各主要地区的通胀率上升明显。海外品牌汽车价格出现上升, 如在美国市场, Jeep、RAM、道奇、克莱斯勒、雪佛兰、GMC、福特、丰田等主要销售品牌的部分热销车型起售均价 2021 年起出现了明显提升, 2020-2024 年的价格年复合增长率从 2.3%-15.9%不等。中国汽车品牌具有更低的成本和价格, 在出海进程中有更大的价格优势。

图 18: 各国通货膨胀率变化 (单位: %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 19: 美国市场主流品牌热销车型起售均价 (单位: 美元)



资料来源: Car and Driver, 长江证券研究所

注: 数据为该品牌热销车型起售价的平均

**因地缘政治冲突外资车企逐步退出俄罗斯市场, 为中国车企提升份额创造空间。**2022 年 2 月俄乌冲突开始以来, 受经济制裁、零部件物流困难等因素影响, 许多外资车企在俄罗斯业务面临中断, 迫于政治和经济压力, 外资车企开始逐步退出俄罗斯市场。如冲突前在俄罗斯市场销售较好的雷诺在 2022 年 5 月宣布以 1 卢布价格出售其持有的伏尔加汽车 (Avtovaz) 68% 的股份给俄罗斯国家汽车工程研究院 (NAMI), 其他日系、德系、美系、韩系等外资车企也逐步退出俄罗斯市场。外资车企撤出俄罗斯市场导致在俄汽车供给存在严重短缺, 中国品牌抓住机会填补俄罗斯市场空白, 俄罗斯市场在近年来为中国车企出海贡献了重要增量。以中国汽车出口来看, 俄乌冲突爆发后, 中国汽车出口俄罗斯占比从 2022 年的 4% 提升至 2023 年的 17%, 成为中国乘用车出口的第一大目的国。

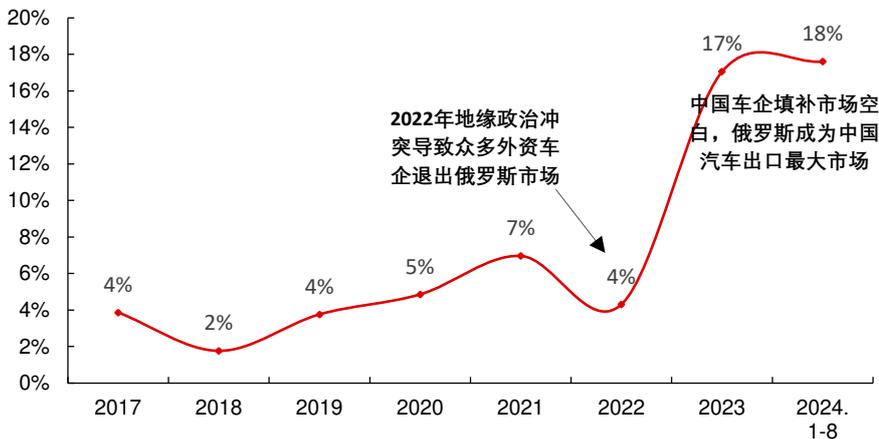
表 1: 外资车企退出俄罗斯市场

所属地区	外资车企	退出时间	退出方式	附加条款
法系	雷诺	2022 年 5 月	以 1 卢布的价格将其持有的伏尔加汽车 (Avtovaz) 的 68% 股份转让给俄罗斯工业和贸易部下属的国家汽车工程研究院 (NAMI)	保留 6 年的回购伏尔加汽车 (Avtovaz) 股份的选择权
日系	丰田	2022 年 9 月	终止其在圣彼得堡工厂的汽车生产业务	-
日系	日产	2022 年 10 月	以 1 欧元将其圣彼得堡生产研发基地、莫斯科营销中心转让给 NAMI	有权在 6 年内回购股份
日系	马自达	2022 年 10 月	以 1 欧元将在俄罗斯符拉迪沃斯托克的汽车制造和销售公司马自达索勒斯制造俄罗斯有限责任公司 (MSMR) 的全部股份转让给合作伙伴索勒斯 (Sollers)	有权在 3 年内以同样价格回购
德系	梅赛德斯奔驰	2022 年 10 月	将其在俄罗斯子公司的股份出售给当地汽车经销商 Avtodom	拥有 6 年内按市场价格回购子公司股票的权利
美系	福特	2022 年 10 月	以面值出售其在俄罗斯的合资企业索勒斯福特 (Sollers Ford) 的 49% 股份	保留 5 年内回购股票的选择权
德系	大众	2023 年 5 月	以 1.25 亿欧元出售俄罗斯资产给俄罗斯当地经销商 Avilon 旗下的风险投资公司 Art Finance, 包括工厂	-
日系	五十铃	2023 年 7 月	将俄罗斯子公司股份转让给当地公司索勒斯 (Sollers)	-
韩系	现代	2023 年 12 月	以 1 万卢布价格将 HMMR (现代汽车当地法人, 旗下有现代汽车 23 万辆产能的圣彼得堡工厂以及 2020 年从通用收购的 10 万辆产能圣彼得堡工厂) 出售给当地公司索勒斯 (Sollers)	2 年内可回购条款, 回购价格另谈

堡工厂)的全部股权出售给俄罗斯当地经销商 Avilon 旗下的风险投资公司 Art Finance。

资料来源：中国汽车报，长江证券研究所

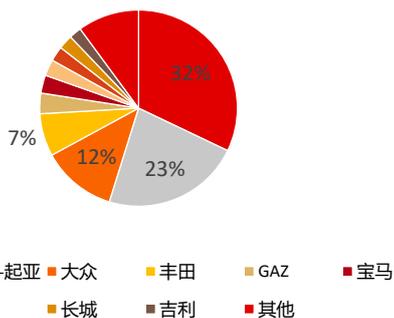
图 20：中国汽车出口中俄罗斯占比



资料来源：乘联会，长江证券研究所

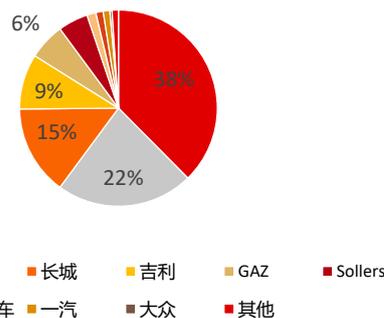
**俄乌冲突后中国车企在俄罗斯份额提升明显。**在俄乌冲突爆发前的完整汽车销售年份 2021 年，俄罗斯市场主要由法系、日系、韩系、德系等外资车企主导，中国车企奇瑞、长城、吉利则分别只占约 2% 份额。冲突爆发后，外资企业逐步退出俄罗斯市场，中国车企抓住机会提升份额，2023 年俄罗斯市场前五份额中仅有俄罗斯本土和中国车企，其中奇瑞、长城、吉利份额分别提升至 22%、15%、9%。

图 21：2021 年俄罗斯汽车市场格局



资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 22：2023 年俄罗斯汽车市场格局



资料来源：Marklines，长江证券研究所

## 中国车企多年磨炼提升竞争力，同级别车型产品力明显领先

中国车企把握历史机遇快速出海扩张的核心是产品综合竞争力的提升。在中国市场多年的激烈竞争中，磨炼提升了中国自主品牌燃油车品质，甚至较外资品牌更具有配置和性价比优势；新能源车方面中国汽车发展更快速，技术更领先已经是世界的共识。因此，产品竞争力提升是本轮中国汽车出海加速的支撑逻辑，也是中长期看未来中国汽车出海仍具机会的根基所在。

表 2: 自主品牌车型具备较高竞争力

	哈弗 H6	奇瑞 Tiggo7	名爵 ZS	吉利博越 L	丰田 RAV4	大众探歌	雪佛兰探界者	现代途胜
所属集团	长城	奇瑞	上汽	吉利	丰田	大众	通用	现代
所属派系	自主	自主	自主	自主	日系	德系	美系	韩系
价格区间 (万元)	9.89-14.69	7.49-14.99	8.58-9.98	10.37-15.07	16.98-26.38	15.89-17.99	18.49-23.99	16.18-22.58
款式	2024 款 2.0T 两驱 Max	2023 款 1.5T CVT 新动版	2022 款 180DVVT 自动运动版	2024 款 1.5TD DCT 旗舰版	2024 款 2.0L CVT 两驱都市版	2024 款 280TSI DSG 两驱时光版	2023 款 1.5T 驰界版	2023 款 1.5T 自动两驱 GLS 领先版
官方指导价 (万元)	13.39	14.99	9.98	13.57	16.98	15.89	18.49	16.18
级别	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	小型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	中型 SUV	紧凑型 SUV
动力类型	燃油	燃油	燃油	燃油	燃油	燃油	燃油	燃油
<b>尺寸 (mm)</b>								
长度	4703	4500	4323	4670	4600	4336	4646	4670
宽度	1886	1842	1809	1900	1855	1819	1843	1865
高度	1730	1746	1653	1705	1680	1592	1688	1690
轴距	2738	2670	2585	2777	2690	2680	2725	2755
<b>动力&amp;续航</b>								
驱动方式	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱
发动机排量	2.0T	1.5T	1.5L	1.5T	2.0L	1.4T	1.5T	1.5T
最大功率 (kW)	175	115	88	133	126	110	124	147
最大扭矩 (N·m)	385	230	150	290	206	250	250	253
变速箱	9 档湿式双离合	CVT 无级变速	CVT 无极变速	7 档湿式双离合	CVT 无级变速	7 档干式双离合	6 档手自一体	8 档手自一体
最高车速 (km/h)	200	186	170	195	180	200	190	205
WLTC 综合油耗 (L/100km)	7.5	7.75	-	6.8	6.27	6.4	7.4	6.9
<b>辅助驾驶</b>								
并线辅助	-	-	-	-	-	-	-	-
车道偏离预警	•	-	-	•	•	-	-	-
车道保持	•	-	-	•	•	-	-	-
道路交通标识识别	•	-	-	•	-	-	-	-
主动刹车	•	-	-	•	•	•	-	-
辅助驾驶影像	360 度全景影像 / 车侧盲区影像	倒车影像	倒车影像	360 度全景影像	-	倒车影像	-	倒车影像/车侧盲区影像
巡航系统	全速自适应巡航	-	定速巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航	定速巡航	定速巡航	定速巡航
自动泊车入位	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>其他配置</b>								
车载智能系统	Coffee OS	-	维纳斯智能系统	吉利银河 OS	-	-	-	-
OTA 升级	•	-	•	•	-	-	•	-
HUD 抬头数字显示	•	-	-	-	-	-	-	-

前悬架类型	麦弗逊式独立悬架							
后悬架类型	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	扭力梁式独立悬架	多连杆式独立悬架	双叉臂式独立悬架	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架	多连杆式独立悬架
座椅材质	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮	织物	仿皮	仿皮	织物
中控屏幕尺寸(英寸)	14.6	10.25	10.1	13.2	10.25	8	8	10.4

资料来源：汽车之家，长江证券研究所

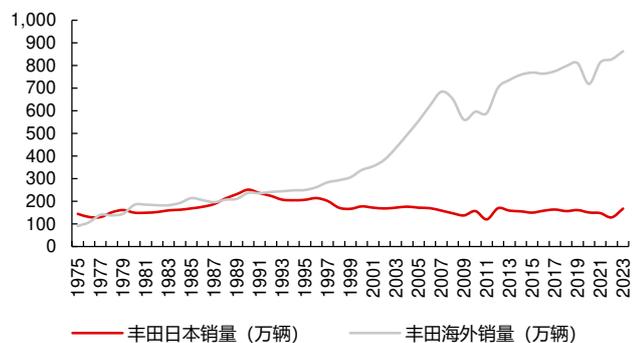
注：选取对比车型为国内版本

## 中长期来看，深耕本土化才能长远共赢

深耕本土化，在收获盈利的同时为当地带来税收、就业，促进当地经济发展，共生共赢才是公平且持续的长久之道。以全球龙头视角来看，深度本土化是实现全球成功的必经之路。

丰田海外销量自 1992 年起便始终高于日本销量，出海是丰田销量扩张的重要部分。1949 年 4 月，日本为了恢复自由贸易，成立了汽车出口促进协会，并任命丰田汽车株式会社社长丰田喜一郎为会长，汽车出口恢复。1962 年 2 月，丰田汽车株式会社成立了出口部，丰田汽车销售株式会社成立了出口集团，旨在加强丰田的出口。期初，丰田通过 KD 散装出口和整车出口方式进入海外市场，后来为了应对各区域不同程度的贸易限制和本地化要求，丰田同时布局本地化工厂生产。1992 年以来，丰田海外销量始终高于日本本土销量，全球化成就了当今丰田全球第一车企集团的地位。

图 23：丰田日本及海外销量变化



资料来源：丰田官网，JAMA，长江证券研究所

图 24：丰田丸 1 号汽车运输船载有丰田汽车出口



资料来源：丰田官网，长江证券研究所

丰田的出海之路并非一帆风顺，1980 年代开始，贸易摩擦逐渐加剧，来自日本的汽车受到更多限制。1980 年，在欧洲，共同汽车制造商委员会和欧洲金属工人联合会要求欧共体采取措施抵制日本汽车进口；在美国，美国汽车工人联合会和国会议员声称日本正在输出失业，请愿限制日本车辆的进口。欧共体开始对日本乘用车等进行监控，此外，各国采取限制份额、进口管制等措施限制日本车辆；美国则对日本施压，使其进行自愿限制出口。日本汽车对外的大量输出引起了贸易摩擦，丰田的出海之路并非一帆风顺。

表 3: 1980 年代日本汽车出口遭到限制

时间	内容
欧洲	
1977 年	法国发布了一项行政指令, 规定日本汽车在整个市场的份额不应超过 3%
1980 年	共同市场汽车制造商委员会 (Comite des Constructeurs d'Automobiles du Marche Commun) 和欧洲金属工人联合会 (European Metalworkers' Federation) 要求当时的欧洲共同体 (EC) 有关当局采取措施, 抵制日本汽车的进口
1980 年 11 月	欧共体外交事务委员会发表声明, 要求日本尽早有效控制出口车辆
1981 年	西德、比利时和荷兰都要求对日本出口进行管制
1981 年 1 月	欧共体议会决定将制定一项共同政策, 保护欧洲车辆免受日本竞争
1981 年 3 月	欧共体开始对日本乘用车、彩色电视机和数控机床的进口进行监控, 以纠正日本与欧共体各成员国之间的贸易不平衡
1986 年	欧共体委员会和日本政府商定自愿出口限制措施
美国	
1980 年 6 月	美国汽车工人联合会 (UAW) 向美国国际贸易委员会 (ITC) 请愿限制日本车辆进口
1981 年 5 月	日本通产省 (MITI) 宣布从 1981 财年起的三年内, 自愿限制日本制造的乘用车对美国出口, 第一年为 168 万辆
1984 年	继续实施自愿限制, 1984 财年的汽车限制为 185 万辆
1985 年	继续实施自愿限制, 每年限制 230 万辆, 直到 1993 财年结束
加拿大	
1981 年 6 月-1982 年 6 月	将 1981 财年汽车出口增速限制在 10%
南非	
1960 年代	对整车出口实施限制, 鼓励 KD 出口

资料来源: 丰田官网, 长江证券研究所

**随着贸易摩擦加剧, 丰田在欧洲、美国等地区进行本地化生产。**在贸易摩擦加剧下, 出口环境不利, 丰田将进行本地化生产以应对。作为在美国本地化生产的开拓, 1984 年 2 月, 丰田和通用各出资一半成立了合资公司 New United Motor Manufacturing, Inc. (NUMMI), 合资企业需要较少的投资, 且更了解当地生产。而后在 1986 年 1 月, 丰田又独立成立了 Toyota Motor Manufacturing, U.S.A., Inc. (TMM) 负责美国的生产和运营, 本地化率目标是 75%。作为在欧洲本地化生产的开拓, 丰田于 1987 年 6 月与德国大众签订委托生产协议, 在大众汉诺威工厂生产 Hilux 车型。1989 年 12 月, 当北美的全面生产站稳脚跟时, 丰田在英国成立了 Toyota Motor Manufacturing (UK) Ltd. (TMUK), 将于 1992 年开始生产, TMUK 在 1994 年实现了 80% 的欧洲本地化率目标。**历史数次证明, 进行本地化生产, 企业在从当地获得盈利的同时为当地带来就业和经济的贡献, 共生共赢, 才是公平且可持续的长久之道。**

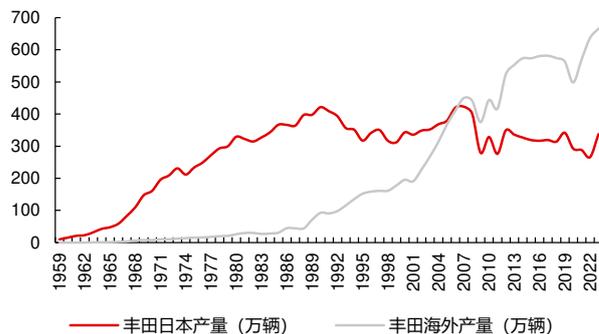
**2007 年, 丰田的海外产量首次超过日本产量。**1980 年代随丰田开始更多布局本地化生产, 丰田海外产量开始上升, 在 2007 年, 丰田海外产量为 450 万辆, 日本产量为 423 万辆, 海外产量首次超过日本本土产量。

图 25: 丰田海外汽车制造公司遍布全球



资料来源: 丰田官网, 长江证券研究所

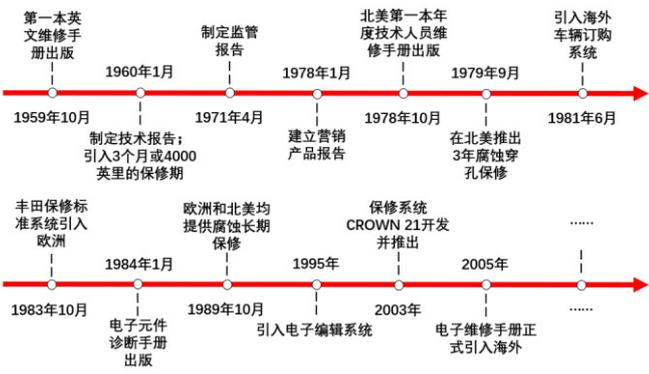
图 26: 丰田自 2007 年开始海外产量超过日本产量



资料来源: 丰田官网, 长江证券研究所

丰田深耕本土化, 除产能外, 丰田注重质量、售后、金融等深入的服务布局。丰田并非仅将汽车出售到海外市场, 同时十分注重售出产品的后续质量维护和保证, 包括成立海外早期发现早期解决委员会、设立全球质量特别委员会等, 以及在全球推动技术服务培训、完善售后服务和网络, 同时提供汽车金融服务。**产品质量可靠, 售后服务完善, 车保值, 是丰田汽车在全球建立口碑的重要基石。**

图 27: 丰田海外售后维修服务推进



资料来源: 丰田官网, 长江证券研究所

图 28: 丰田提供汽车金融服务



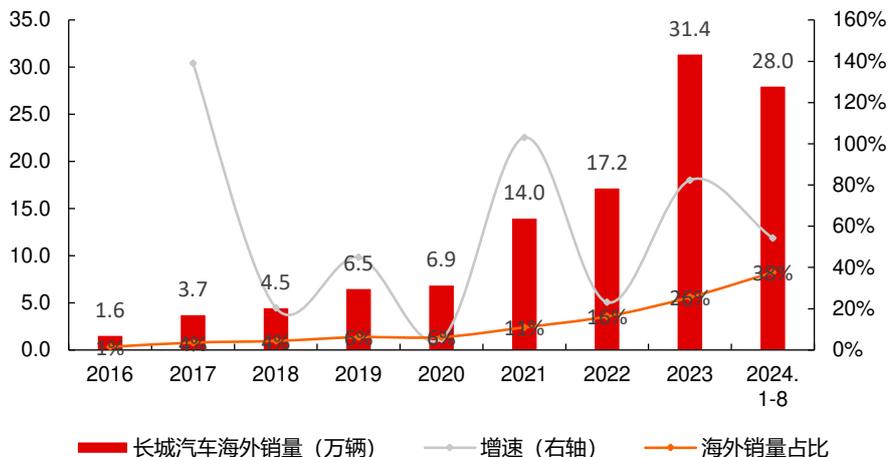
资料来源: 丰田官网, 长江证券研究所

注: 数据截至 2012 年

## 长城汽车海外销量屡创新高, 未来出海潜力巨大

抓住出海机遇期, 长城汽车海外销量屡创新高。2016-2020 年, 长城汽车的海外销量和占比保持温和增长, 但并未实现量级突破。长城抓住了中国车企出海的机遇期, 2021 年出海销量首次突破 10 万辆, 并在此后屡创新高, 2023 年海外销量 31.4 万辆, 同比增长 82%, 海外销量占比 26%。2024 年 1-8 月海外销量 28.0 万辆, 同比增长 54%, 海外销量占比达到 38%。2016 年至今, 除 2022 年外, 长城汽车出海增速均高于行业。

图 29：长城汽车海外销量、占比及增速



资料来源：公司年报，长江证券研究所

行业之上亦有超额，2024 年 1-8 月长城汽车在出海目的地前十国家份额均超过中国自主车企平均，其中五国增速超过中国自主车企整体增速。从长城汽车 2024 年 1-8 月出海目的地前十国家来看，均超过同期中国自主车企平均份额，最高为俄罗斯市场，份额超过平均约 20.1pct。长城在各国增速来看，俄罗斯、澳大利亚、巴西、智利、新西兰增速超过中国自主车企整体增速。2019 年以来长城汽车均位列中国自主车企出海销量第三位，仅次于上汽集团和奇瑞集团。

图 30：长城汽车各国份额与中国车企平均份额差值

国家	2019	2020	2021	2022	2023	2024.1-8
俄罗斯	0.6pct	0.9pct	2.1pct	4.5pct	13.1pct	20.1pct
澳大利亚	0.2pct	0.5pct	1.5pct	4.5pct	2.6pct	3.0pct
巴西	-0.0pct	-0.0pct	-0.1pct	-0.1pct	0.4pct	0.9pct
南非	1.7pct	2.3pct	3.9pct	4.0pct	3.4pct	3.2pct
智利	1.5pct	1.3pct	1.6pct	1.8pct	3.4pct	3.5pct
墨西哥	-0.0pct	-0.0pct	-0.1pct	-0.3pct	-0.4pct	0.4pct
哈萨克斯坦	-0.1pct	-0.2pct	0.9pct	0.8pct	3.5pct	4.9pct
泰国	-0.1pct	-0.2pct	-0.1pct	1.0pct	1.2pct	0.8pct
新西兰	0.7pct	1.0pct	2.1pct	1.5pct	1.7pct	2.4pct
德国	0.0pct	-0.0pct	-0.0pct	-0.0pct	0.1pct	0.1pct

资料来源：Marklines，长江证券研究所

注：以 2024 年 1-8 月长城出海筛选的前十国家

分国家来看，当前长城出海销量呈现“一超多强”局面，俄罗斯占比超过 50%。2019 年以来，俄罗斯市场便成为长城重要的出海目的地，俄乌冲突后加速了俄罗斯市场占比的提升，2023 年俄罗斯市场占比达到 53%，2024 年 1-8 月俄罗斯市场占比达到 60%，俄罗斯市场具有较大优势，其他重要出口国有澳大利亚、巴西、南非、智利等，其中巴西和墨西哥为长城新进潜力市场，具备增速快，空间大的特点。

图 31：长城汽车各国增速与中国车企整体增速差值

国家	2019	2020	2021	2022	2023	2024.1-8
俄罗斯	270pct	-1pct	29pct	-8pct	14pct	88pct
澳大利亚	-39pct	-11pct	71pct	3pct	-2pct	10pct
巴西	-45pct	3pct	-106pct	10pct	-68pct	3pct
南非	108pct	-5pct	23pct	-42pct	-34pct	-28pct
智利	12pct	-18pct	-37pct	1pct	43pct	1pct
墨西哥	-280pct	19pct	-323pct	-198pct	-63pct	-4pct
哈萨克斯坦	5pct	-67pct	-46pct	-130pct	209pct	-12pct
泰国	-16pct	-8pct	-16pct	1229pct	-82pct	-39pct
新西兰	-17pct	-20pct	11pct	-55pct	-24pct	37pct
德国	0pct	0pct	-6900pct	-1468pct	-58pct	-26pct

资料来源：Marklines，长江证券研究所

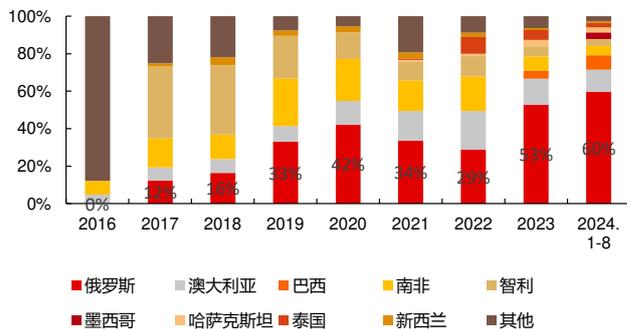
注：以 2024 年 1-8 月长城出海筛选的前十国家

图 32: 长城汽车海外销量分国家 (辆)



资料来源: Marklines, 长江证券研究所

图 33: 长城汽车海外销量分国家占比



资料来源: Marklines, 长江证券研究所

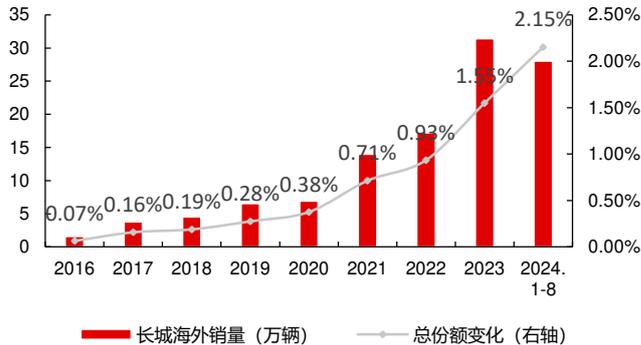
长城汽车海外持续攻城略地, 已进入市场总空间为两千万量级, 海外市场总份额持续增长。以长城汽车当前已进入市场总和来看, 2023 年市场空间为 2027 万辆, 但尚未完全恢复至 2019 年水平, 仍存在 342 万辆的缺口, 市场仍存在恢复期机会。尽管海外需求在 2020 年受到冲击且逐步恢复, 长城汽车在已进入市场的总份额自 2016 年以来便持续不断增长, 在 2024 年 1-8 月总份额为 2.15%。海外市场空间仍存在恢复机会, 叠加份额提升有望为长城带来可观出海增量。

图 34: 长城汽车海外销售国家市场总空间 (万辆)



资料来源: Marklines, 长江证券研究所

图 35: 长城汽车已进入市场总份额



资料来源: Marklines, 公司年报, 长江证券研究所

分品牌来看, 哈弗是长城出海的主力品牌, 坦克在近一年增量明显。长城汽车当前所有国内品牌均参与出海, 其中哈弗为绝对的主力品牌, 近年来哈弗出海销量占比均在 70% 左右。2023 年哈弗出海占比 71.2%, 其次是皮卡 13.9%、坦克 8.1%、欧拉 6.6%。2022 年坦克品牌首次出海, 占比 0.5%, 2023 年坦克在海外开始起量, 售出 2.51 万辆, 占比提升到 8.1%, 2024 年 1-8 月坦克售出 3.03 万辆, 占比为 10.8%。哈弗仍承担着长城出海的主要力量, 坦克则提供了更好的盈利, 坦克品牌出海销量的提升将为公司带来更好的盈利。

图 36: 长城汽车海外分品牌销量 (万辆)



资料来源: 年报, Marklines, 中国皮卡网, 长江证券研究所

图 37: 长城汽车海外销量分品牌占比

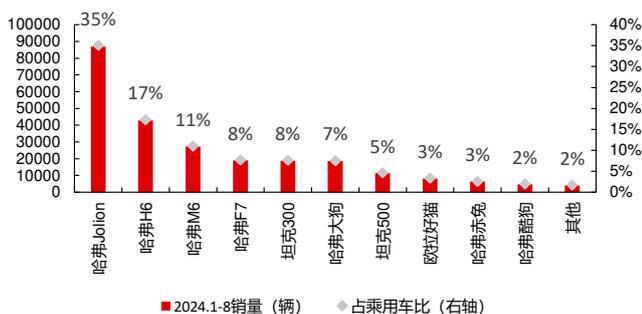


资料来源: 年报, Marklines, 中国皮卡网, 长江证券研究所

从车型来看, 乘用车中哈弗 Jolion 销量领先, 皮卡中长城炮占据主导。2024 年 1-8 月乘用车出口中, 哈弗 Jolion 销量为 8.69 万辆, 占乘用车比为 35%, 哈弗 H6、哈弗 M6 销量分别为 4.28 万辆、2.72 万辆, 分别占比 17%、11%。坦克 300、坦克 500 两款车型表现亮眼, 销量分别为 1.88 万辆、1.14 万辆, 分别占比 8%、5%。欧拉好猫销量 0.82 万辆, 占比 3%。皮卡车型中以长城炮为主, 2024 年 1-8 月销量占皮卡比 85%。

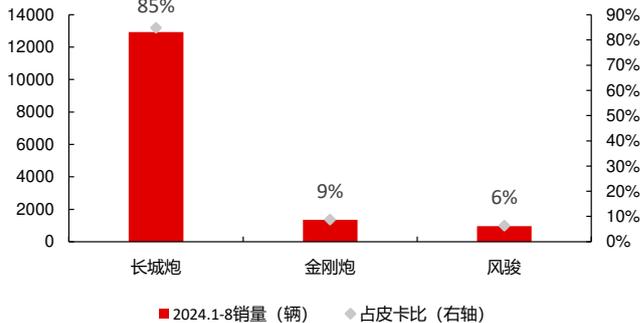
长城汽车海外车型定价较国内更高, 在 2024 年 1-8 月前三大市场俄罗斯、澳大利亚、巴西市场有较高溢价。以外销最高车型哈弗 Jolion 来看, 俄罗斯定价中枢比国内中枢高约 8.62 万元, 溢价倍数 1.90, 澳大利亚定价中枢比国内中枢高 6.10 万元, 溢价倍数 1.64, 两市场其他车型也具有较高溢价。长城在巴西市场当前则主要出售新能源车型, 巴西哈弗 H6 插混版的定价中枢比国内中枢高 16.71 万元, 溢价倍数 2.00。总体来看前三大市场俄罗斯和巴西的溢价更高, 澳大利亚市场由于免汽车关税而溢价相对低, 长城在俄罗斯和澳大利亚的车型选择更为丰富。

图 38: 2024 年 1-8 月长城汽车乘用车出口前十车型



资料来源: 海关总署, 长江证券研究所

图 39: 2024 年 1-8 月长城汽车皮卡出口车型



资料来源: Marklines, 长江证券研究所

注: Marklines 来源皮卡总量数据与公司披露数据有部分差异

表 4：长城汽车各品牌主力出口车型

品牌	哈弗		坦克		欧拉	皮卡
车型	哈弗 Jolion (国内初恋)	哈弗 H6	坦克 300	坦克 500	欧拉 03 (国内好猫)	长城炮
图片						
长/宽/高/轴距 (mm)	4472/1874/ 1581/2700	4653/1886/ 1724/2738	4760/1930/ 1903/2750	5078/1934/ 1905/2850	4235/1825/ 1603/2650	5410/1934/ 1886/3230
国内价格	7.89-11.29	11.79-14.39 15.98-17.38	19.98-33.00	33.50-39.50	10.58-13.58	12.58-18.88
俄罗斯价格 (对应人民币价 格)	199.9-279.9 (15.17-21.24)	-	419.9-479.9 (31.87-36.42)	649.9-769.9 (49.33-58.44)	349.9-369.9 (26.56-28.08)	344.9-374.9 (26.18-28.45)
俄罗斯 中枢价格溢价	8.62	-	7.66	17.39	15.24	11.59
俄罗斯溢价倍数	1.90	-	1.29	1.48	2.26	1.74
澳大利亚价格 (对应人民币价 格)	2.599-3.899 (12.55-18.83)	3.099-4.299 (14.96-20.76)	4.699-5.599 (22.69-27.03)	6.649-7.399 (32.10-35.72)	3.599-4.399 (17.38-21.24)	3.649-4.899 (17.62-23.65)
澳大利亚 中枢价格溢价	6.1	4.77	-1.63	-2.59	7.23	4.91
澳大利亚溢价倍 数	1.64	1.36	0.94	0.93	1.60	1.31
巴西价格 (对应人民币价 格)	-	23.9-28.1 (30.69-36.08)	-	-	15.0-18.7 (19.26-24.01)	-
巴西 中枢价格溢价	-	16.71	-	-	9.56	-
巴西溢价倍数	-	2.00	-	-	1.79	-

资料来源：长城汽车官网，汽车之家，长江证券研究所

注：黑色价格表示燃油车型，橙色价格表示插混车型，蓝色价格表示纯电车型；各货币计价单位均为万；各国中枢价格溢价为该车型该国中枢价格减去国内中枢价格，各国溢价倍数为该车型该国中枢价格除以国内中枢价格；海外价格以 2024 年 9 月 25 日汇率折算为人民币

## 杰出：坚持研产销全面布局的长期主义，具备全球化成功的基因

### 出海车型产品竞争力优异，配置和性价比兼具

已经过国内市场充分验证，长城出海车型产品力领先，配置和性价比兼具。以长城汽车出海最大的前两个目的地俄罗斯和澳大利亚举例：**1) 从主流 SUV 市场来看**：哈弗 Jolion 的尺寸、动力、油耗基本全面优于俄罗斯本土第一热销 SUV 拉达 Niva Travel，但起售价较之高约 5 万元左右；哈弗 Jolion 与同样俄罗斯热销的奇瑞 Tiggo 7 对比来看，尺寸、油耗基本相当，动力略低于奇瑞 Tiggo 7，但起售价较之低约 4 万元左右。哈弗 H6 与澳大利亚热销 SUV 丰田 RAV4、马自达 CX-5 对比来看，哈弗 H6 拥有最低的价格，且尺寸空间最大，动力更好，但油耗低于两者；而哈弗 Jolion 对比两者具有更低的价格、相近的动力和更高的油耗。

表 5: 哈弗 Jolion、哈弗 H6 与俄罗斯、澳大利亚热销车型对比

	拉达 Niva Travel	奇瑞 Tiggo 7	哈弗 Jolion	哈弗 H6	丰田 RAV4	马自达 CX-5
选取市场	俄罗斯	俄罗斯	俄罗斯、澳大利亚	澳大利亚	澳大利亚	澳大利亚
级别	C-SUV	C-SUV	C-SUV	D-SUV	D-SUV	C-SUV
动力类型	燃油	燃油	燃油	燃油	HEV	燃油
俄罗斯价格 (对应人民币价格)	131.4-160.1 (9.97-12.15)	250-288 (18.98-21.86)	199.9-279.9 (15.17-21.24)	-	-	-
2023 年 俄罗斯销量 (辆)	92003	52754	58229	-	-	-
澳大利亚价格 (对应人民币价格)	-	3.70-4.72 (17.86-22.78)	2.599-3.899 (12.55-18.83)	3.099-4.299 (14.96-20.76)	4.70-6.38 (22.70-30.80)	3.80-5.30 (18.34-25.61)
2023 年 澳大利亚销量 (辆)	-	520	11252	13071	29627	23083
<b>基本参数</b>						
长 (mm)	4099	4500	4472	4653	4600	4575
宽 (mm)	1804	1842	1874	1886	1855	1845
高 (mm)	1690	1705	1581	1724	1685	1675
轴距 (mm)	2450	2670	2700	2738	2690	2700
发动机排量	1.7L	1.6T	1.5T	2.0T	2.0L	2.0L
最大功率 (kW)	58.5	110	105	150	160	115
最大扭矩 (Nm)	127.4	275	210	320	221	200
油耗 (L/100km)	10.2	7.7	7.5	7.4	4.7	6.9

资料来源: 各品牌官网, 长江证券研究所

注: 各货币计价单位均为万; 海外价格以 2024 年 9 月 25 日汇率折算为人民币

2) 从硬派越野和皮卡市场来看: 俄罗斯由于外资车企退出, 车型供给较少, 澳大利亚则是皮卡和越野车型热销市场。从硬派越野来看, 坦克 500 与丰田 Land Cruiser 在尺寸、动力、油耗、越野通过性方面互有优势, 但坦克 500 的价格远低于丰田 Land Cruiser, 坦克 300 则是具有最好的越野通过性和最低的价格。从皮卡来看, 长城炮具有比澳大利亚第一热销车型福特 Ranger 更大的长宽高, 更小的轴距, 相近的动力、更高的油耗, 但价格更低。长城炮相较于丰田 Hilux 两座版基本全面领先, 但动力和油耗弱于其四座版。俄罗斯市场车型供应较少, UAZ 皮卡尺寸、动力、油耗弱于长城炮, 但价格较低。

表 6: 坦克 300、坦克 500、长城炮与俄罗斯、澳大利亚热销越野/皮卡车型对比

	坦克 300	坦克 500	丰田 Land Cruiser	长城炮	UAZ 皮卡	福特 Ranger	丰田 Hilux 两座版/四座版
选取市场	俄罗斯、澳大利亚	俄罗斯、澳大利亚	澳大利亚	俄罗斯、澳大利亚	俄罗斯	澳大利亚	澳大利亚
级别	D-SUV	D-SUV	E-SUV	皮卡	皮卡	皮卡	皮卡
动力类型	燃油	HEV	燃油	燃油	燃油	燃油	燃油
俄罗斯价格 (对应人民币价格)	419.9-479.9 (31.87-36.42)	649.9-769.9 (49.33-58.44)	-	344.9-374.9 (26.18-28.45)	122-150 (9.26-11.39)	-	-
2023 年俄罗斯	7226	6715	-	3318	4579	-	-

销量 (辆)							
澳大利亚价格 (对应人民币价格)	4.699-5.599 (22.69-27.03)	6.649-7.399 (32.10-35.72)	10.56-15.86 (51.00-76.56)	3.649-4.899 (17.62-23.65)	-	4.85-9.70 (23.43-46.82)	3.84-8.03 (18.54-38.77)
2023 年澳大利亚 销量 (辆)	1932	1028 (2024 年 1-8 月)	26449	9616	-	63356	61111
<b>基本参数</b>							
长 (mm)	4760	5078	4980	5410	5125	5225	5265/5320
宽 (mm)	1930	1934	2000	1934	1915	1910	1800/1855
高 (mm)	1903	1905	1950	1886	1915	1872	1690/1860
轴距 (mm)	2750	2850	2850	3230	3000	3270	3085/3085
发动机排量	2.0T	2.0T	3.3T	2.0T	2.7L	2.0T	2.7L/2.8T
最大功率 (kW)	162	255	227	120	110	125	122/150
最大扭矩 (Nm)	380	648	700	400	235	405	245/500
油耗 (L/100km)	9.5	8.5	8.9	9.4	12.8	7.6	11.1/7.5
驱动方式	四驱	四驱	四驱	四驱	-	-	后驱
离地间隙 (mm)	224	224	235	232	-	224	-
接近角 (度)	33	30	32	27	35	29	-
离去角 (度)	34	24	25	25	21	29	-

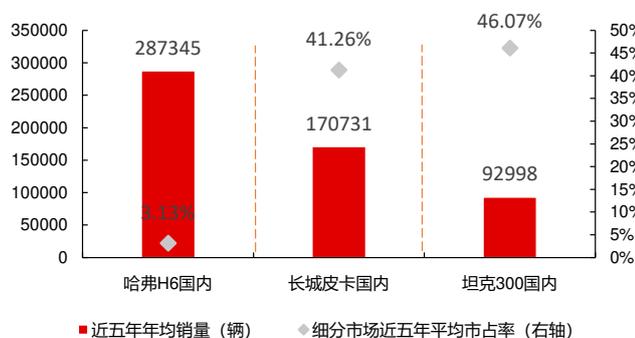
资料来源: 各品牌官网, 长江证券研究所

注: 各货币计价单位均为万; 海外价格以 2024 年 9 月 25 日汇率折算为人民币

### 得益于成熟的产品力和性价比, 长城汽车导入海外的国内高销车型已取得一定销量规模。

以“国民神车”哈弗 H6、长城皮卡、坦克 300 为例, 在 2019-2023 年的国内年均销量分别为 28.73 万辆、17.07 万辆、9.30 万辆, 其中哈弗 H6 近五年平均市占率为 3.13%, 皮卡和坦克 300 市占率均超过 40%。哈弗 H6、皮卡、坦克 300 均属于在国内市场已获得成功的车型, 也是各品牌中较早导出海外的车型, 当前已在海外取得一定销量规模。以 2023 年销量来看, 哈弗 H6 在澳大利亚销量为 1.31 万辆, 市占率为 1.89%, 长城皮卡在澳大利亚销量为 0.96 万辆, 市占率 4.09%, 坦克 300 在澳大利亚销量 0.19 万辆; 长城皮卡在俄罗斯销量 0.57 万辆, 市占率 56.88%, 坦克 300 在俄罗斯销量 0.72 万辆。

图 40: 长城汽车哈弗 H6、皮卡、坦克 300 国内具有较高销量



资料来源: 中保信, 乘联会, 长江证券研究所

图 41: 长城汽车哈弗 H6、皮卡、坦克 300 海外获得成功



资料来源: Marklines, 长江证券研究所

长城出海车型针对当地进行本地适配化，以满足不同地区差异化消费者需求。长城汽车在海外推出优异产品竞争力车型的同时，针对不同地区的差异化条件进行本地适配化。如长城在俄罗斯组建 60 人研发团队，进行本土化研发改造，以满足当地大雪长时覆盖、底盘高度和抗腐蚀性、脱困能力等要求。长城在泰国建立了超过 60 人的本土研发团队，负责产品的本地化适应，包括驾驶调校、底盘调整等，如针对泰国乡村道路水平条件调整车辆悬架高度，避免底盘受损。在巴西市场，长城基于当地多高海拔地区，当地人追求驾控等将哈弗 H6 PHEV 从外观、悬挂、续航方面做出调整，成为适合当地市场的长续航新能源车型，并针对巴西市场专门研发了可加入乙醇的灵活燃料皮卡。

历史龙头视角看，优质产品力+本地化适配是必要的成功条件。丰田 1958 年以 Crown 车型第一次出口到美国，但针对日本拥挤道路设计而未考虑高速道路需求的 Crown 车型，在美国出现了高速行驶动力不足、高速稳定性不足、噪音和异常振动等问题，导致该车型销量出现了失利。而后来丰田在 1965 年将较为成熟，国内市场最畅销的车型 Corona 出口到美国时，它具有更好的性能，并明确针对美国道路进行了重新设计，获得了美国市场销售的成功，在次年销量便超过了 2 万辆，并于 1969 年被评为年度进口车。

图 42: 丰田 Crown 初入美国市场碰壁



资料来源：丰田官网，长江证券研究所

图 43: 本地化适配的丰田 Corona 取得成功



资料来源：丰田官网，长江证券研究所

## 以长期主义坚持产能、渠道、研发、售后、品牌文化全布局，深入扎根海外市场

长城汽车当前拥有俄罗斯、泰国、巴西三个全工艺制造工厂，以及在厄瓜多尔、突尼斯、保加利亚、巴基斯坦等多地拥有 KD 组装工厂。长城汽车具有海外产能布局意识，早在 2005 年便成为第一个在海外进行 KD 组装的中国车企，2012 年在厄瓜多尔、保加利亚等地建立了 KD 工厂，2019 年长城第一个全工艺制造工厂俄罗斯图拉工厂投产，2021 年、2024 年在泰国、巴西的全工艺制造工厂分别投产。当前长城汽车在海外具备 3 个全工艺制造工厂，超过 7 个 KD 工厂，海外总产能超过 46 万辆/年，其中全工艺制造工厂产能 33 万辆/年，俄罗斯、泰国、巴西工厂本地化率分别为 65%、超过 50%、超过 60%。高本地化率的生产将为当地带来更多就业和税收，促进当地经济发展，能够实现双赢，提升企业的社会责任感，塑造良好的品牌形象，也降低了潜在的贸易风险可能性。

表 7: 长城汽车海外工厂建设

名称	大洲	国家	工厂类型	投产时间	产能	本地化率	生产品牌
俄罗斯图拉工厂	欧洲	俄罗斯	全工艺制造工厂	2019 年 6 月	15 万辆	65%	哈弗

泰国罗勇工厂	亚洲	泰国	全工艺制造工厂	2021年6月	8万辆	超过50%	欧拉、哈弗、坦克
巴西伊拉塞马波利斯工厂	南美洲	巴西	全工艺制造工厂	2024年5月	10万辆	超过60%	哈弗、皮卡
厄瓜多尔KD工厂	南美洲	厄瓜多尔	KD工厂	2012年建立	3万辆	-	哈弗、风骏、长城炮
突尼斯KD工厂	非洲	突尼斯	KD工厂	-	1万辆	-	皮卡、哈弗
保加利亚KD工厂	欧洲	保加利亚	KD工厂	2012年2月	5万辆	-	风骏、长城、哈弗
巴基斯坦KD工厂	亚洲	巴基斯坦	KD工厂	2022年11月	2万辆	-	哈弗
乌兹别克斯坦KD工厂	亚洲	乌兹别克斯坦	KD工厂	2024年6月	超过1万辆	-	哈弗
印度尼西亚KD工厂	亚洲	印度尼西亚	KD工厂	2024年9月	-	-	哈弗
马来西亚KD工厂	亚洲	马来西亚	KD工厂	2024年投产	第一期1万辆, 第二期扩至3万辆	-	哈弗、风骏
-	亚洲	哈萨克斯坦	KD工厂	2022年9月签约	-	-	-
-	亚洲	越南	KD工厂	2024年9月签约	-	-	-
-	非洲	塞内加尔	KD工厂	2024年9月签约	-	-	-

资料来源：长城汽车公众号，36氪，长江证券研究所

**中国头部出海车企来看，长城汽车具有领先的工厂和产能布局优势，将拥有更多的出海主动权和抗风险能力。**当前头部出海车企海外已投产工厂布局来看，长城汽车具有最大的合计海外产能以及全工艺工厂产能。其中奇瑞汽车仅有KD组装工厂，已投产工厂产能超过20万辆/年；比亚迪海外工厂建设较晚，最早产能均为2024年开始投产，已投产工厂产能为20万辆/年；上汽集团海外总产能较小，已投产工厂超过18.8万辆/年。对比来看，头部出海车企中长城汽车具有更早布局、更多产能、更完整生产的优势，在国际贸易形势恶化时将拥有更多的出海主动权和抗风险能力。

表 8：头部出海车企海外工厂情况

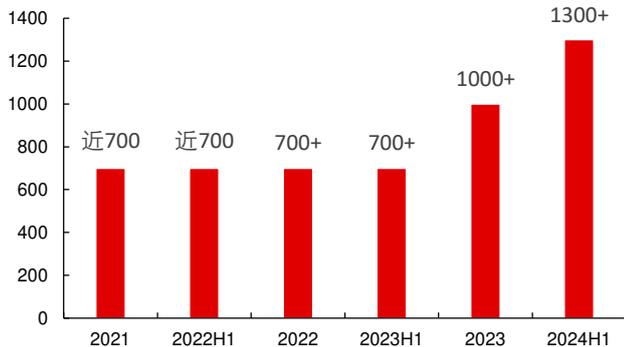
企业	海外全工艺工厂数	海外KD工厂数	合计投产产能
长城汽车	3	7	超过46万辆/年
奇瑞汽车	-	10	超过20万辆/年
比亚迪	2	1	20万辆/年
上汽集团	3	1	超过18.8万辆/年

资料来源：长城汽车公众号，比亚迪官网，上汽集团年报，Marklines，长江证券研究所

注：均指已投产工厂产能

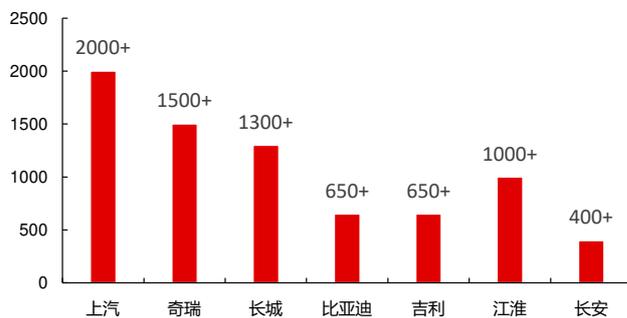
**长城汽车2023年来海外渠道布局加速扩张，当前有望进入收获期。**长城汽车在海外的渠道布局采取与海外伙伴共建本土化销售网络+创新渠道运营结合的方式，截至2023年上半年，海外渠道数量超过700家，截至2023年底海外渠道数超过1000家，截至2024年上半年海外渠道数超过1300家，在2023年以来海外渠道布局加速。从头部出海车企渠道对比来看，长城汽车当前海外门店数量仅次于上汽和奇瑞，领先于其他中国出海车企，长城汽车近一年来渠道布局加速，当前有望进入收获期。

图 44：长城汽车海外渠道数（家）加速布局



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 45：头部出海车企 2024H1 海外渠道数（家）对比



资料来源：公司年报，Marklines，迪声飘洋，盖世汽车，徽匠出海，汽车观察 OA，长江证券研究所

注：奇瑞为截至 2023 年 2 月数，江淮为截至 2024 年 4 月数，长安为截至 2023 年 10 月一带一路沿线国家数

**研发本土化，建立海外研发中心，针对用户需求研发产品。**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，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。长城汽车进行研发本土化，针对用户需求改进产品，如长城在泰国的本土研发团队针对当地消费者需求和使用习惯对车辆底盘、车机系统等进行调整，如针对泰国乡村道路水平条件调整车辆悬架高度，避免底盘受损；如在欧洲基于城市道路限速、标识等差异在智能辅助软件中单独标定。头部出海车企海外研发布局对比来看，长城汽车当前拥有最多的海外研发中心布局。

图 46：长城汽车全球研发中心分布



资料来源：长城汽车官网，长江证券研究所

图 47：头部出海车企海外研发布局

头部出海车企	海外研发中心所在地	海外研发中心数
长城	美国洛杉矶、美国底特律、日本横滨、加拿大温哥华、印度班加罗尔、奥地利科廷布伦、韩国京畿道	7
上汽	美国硅谷、以色列特拉维夫、英国伦敦	3
奇瑞	美国、德国、巴西、伊朗	4
比亚迪	-	-
吉利	瑞典哥德堡、英国考文垂、德国法兰克福	3
江淮	日本东京、意大利都灵	2
长安	意大利都灵、日本横滨、英国伯明翰、美国底特律、德国慕尼黑	5

资料来源：长城官网，奇瑞官网，上汽官网，吉利官网，经济参考报，潮汐商业评论，长江证券研究所

表 9：长城汽车海外研发中心研发内容

研发中心所在地	研发内容
美国洛杉矶	自动驾驶及传统技术模块工程开发
美国底特律	自动驾驶技术
日本横滨	整车造型及内外饰设计
加拿大温哥华	燃料电池堆研发
印度班加罗尔	新能源控制器及自动驾驶软件开发

奥地利科廷布伦	新能源驱动电机及电机控制器开发
韩国京畿道	新能源（前沿电池材料）项目开发

资料来源：洞见学堂，长江证券研究所

长城汽车重视本土化售后服务，为海外消费者提供零部件供应和保养维修等服务，不断提升服务质量和客户满意度。零部件供应方面，长城汽车目前已在澳大利亚、南非、中东等市场建立海外配件中心库，保障售后市场需求。同时，长城还将在全球市场范围内升级优化配件保障和技术支持，不断提升用户体验，进一步做好品牌口碑。在保养维修方面，长城汽车也非常重视用户体验，如借助手机 APP，用户可以对售后服务进行预约，维修过程中的所有进度也会通过手机 APP 实时更新，用户也可以通过直播实时查看车辆在门店的维修情况。提升售后服务是建立消费者信任，提升品牌口碑的重要环节。

图 48：长城汽车泰国提供车辆和电池保修服务



资料来源：长城汽车官网，长江证券研究所

图 49：长城汽车巴西提供保修等完善的售后服务

**服务业**

- 保证**  
我们的汽车提供 5 (五) 年保修，无里程限制，混合动力系统提供 8 (八) 年保修 (限 200,000 公里)。
- 移动车间**  
客户能够依靠移动车间进行简单的修车和快速维修。如有必要，您可以依靠这项服务将车辆移至最近的经销商处。
- 24 小时协助**  
客户有权在紧急情况、故障或轮胎漏气的情况下，每天 24 小时获得 GWM 道路救援。为高海拔，请拨打 0800 838 8000，并且您也可以通过 G-call 按钮通过汽车本身拨打号码。

**经验**

- 免费汽车**  
GWM 确保其客户不会没有汽车。如果车辆需要在我们的车间停留超过 2 个工作日，我们将证在维修结束之前有备用的备用车，车辆维修除外。
- 保证满意**  
满意是我们为客户提供，我们致力于提供客户需要的东西。当我们需要改进时，我们会倾听客户的意见，一切为了享受 GWM 的最佳体验。
- 服务**  
我们以客户喜欢的渠道为他们提供服务。通过电话 0800 838 8000 或通过 WhatsApp，我们全天 24 小时提供服务。提供 100% 人性化的服务。如果您需要，也可以在我们的社交媒体上与我们互动，或访问我们的商店。

资料来源：长城汽车官网，长江证券研究所

长城汽车以“ONE GWM”战略形成品牌合力，加强品牌文化输出。2022 年末，长城汽车发布“ONE GWM”战略，以 GWM 母品牌统领品类，合力实现品牌向上，全球形象更加统一，强化海外消费者对长城的品牌认知，在此阶段长城的海外本土化运营将更注重质的提升，坚持生态出海。此外，长城投入资源打造粉丝节、购车节、体育营销等活动，如助力世界冲浪顶级赛事、澳大利亚铁人三项、南非 New Beach 一英里沙滩跑等国际赛事，提升品牌影响力。此外，长城的出海车型哈弗 H6、欧拉好猫、长城炮等多次获得海外市场奖项，有利于提升长城汽车的品牌影响力，如在巴西市场，2024 年哈弗 H6 PHEV、哈弗 H6 GT、欧拉好猫分别荣获巴西权威媒体主办的“最值得购买车型”评选奖项，哈弗 H6 HEV 荣获“混动车型最低用车成本”奖，表明长城新能源车型在当地的强劲实力和广泛认可。

图 50：长城汽车海外 ONE GWM 战略，形成品牌合力向上



资料来源：长城汽车官网，长江证券研究所

图 51：长城汽车在全球赞助举行赛事活动，提升品牌影响力



资料来源：长城汽车公众号，长江证券研究所

图 52：哈弗 H6 PHEV/GT/欧拉好猫获巴西“最值得购买车型”奖



资料来源：界面新闻，长江证券研究所

图 53：哈弗 H6 HEV 获巴西“混动车型最低用车成本”奖

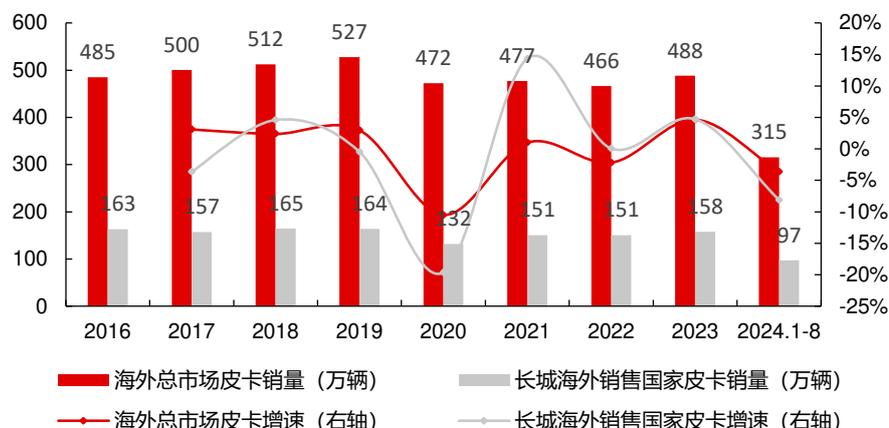


资料来源：长城汽车官网，长江证券研究所

## 海外皮卡市场广阔，长城具有显著差异化优势

海外皮卡市场总空间接近五百万量级，从目前长城已进入的海外市场来看，各国 2023 年皮卡车型合计销量达 150 万量级。受到地理、人文条件等差异影响，皮卡在海外多国都是最受欢迎的车型之一。我国国内皮卡市场 2023 年销量约为 38 万辆，对比来看海外市场同期皮卡总空间为 488 万辆，当前长城已进入的海外市场中 2023 年皮卡总销量为 158 万辆，海外皮卡市场较大。长城汽车在皮卡领域深耕多年，在国内已然建立优势，未来出海有望抢占更多海外皮卡份额。

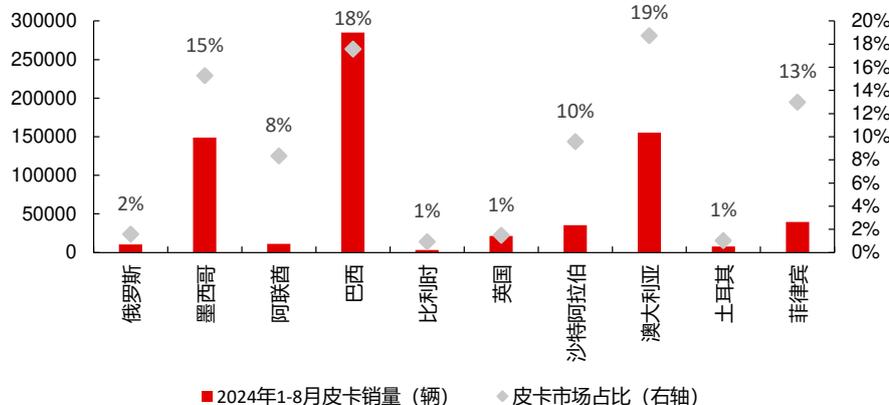
图 54：海外皮卡市场具有较大空间



资料来源：Marklines，长江证券研究所

中国自主车企出海前十目的地中，即有众多皮卡文化国家。前十目的地中，墨西哥、巴西、沙特阿拉伯、澳大利亚、菲律宾的皮卡市场占比分别为 15%、18%、10%、19%、13%，远高于国内皮卡市场占比。其中巴西销量第一车型（菲亚特 Strada）、墨西哥销量第二车型（日产 NP300）、澳大利亚销量前五车型中的三款车型（第一福特 Ranger、第三丰田 Hilux、第四五十铃 D-Max）均为皮卡，表明在我国出口前十目的国中皮卡市场受欢迎，有较大潜力。

图 55：中国自主车企出海前十目的地皮卡市场占比



资料来源：Marklines，长江证券研究所

在我国前十出海车企中，长城在皮卡领域具有绝对的领先地位。从 2024 年 1-8 月中国出海前十自主车企来看，得益于多年的积累和优异产品力，长城汽车在国内皮卡市场的份额近乎半数，2023 年、2024 年 1-8 月份额分别为 49.33%、48.62%，而其他车企份额均不超过 5%，其中奇瑞集团缺乏皮卡车型，比亚迪仅在 2024 年于墨西哥推出第一款皮卡车型。长城在国内积累的产品力优势有望在出海时获得更大的竞争力。

表 10：前十出海车企中长城在皮卡领域具有绝对领先地位

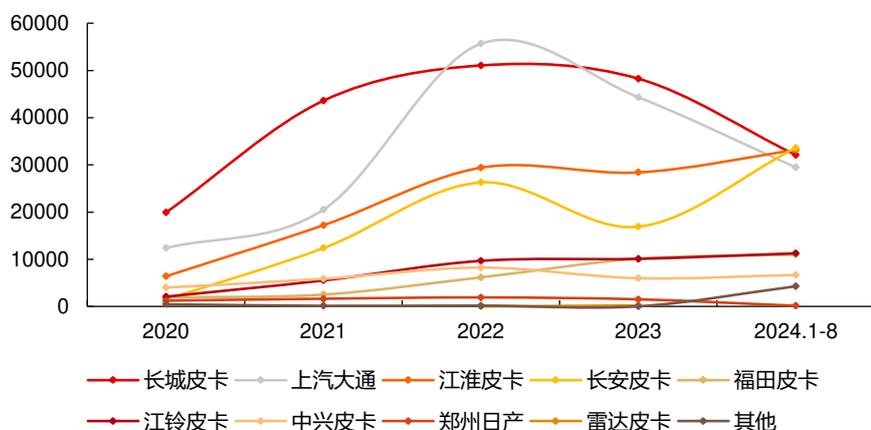
2024 年 1-8 月 出海销量排名	车企	2023 年国内 皮卡份额	2024 年 1-8 月国内 皮卡份额
1	上汽集团	2.98%	2.37%
2	奇瑞集团	-	-
3	长城汽车	49.33%	48.62%

4	吉利集团	1.49%	1.67%
5	比亚迪	-	-
6	长安汽车	1.45%	2.05%
7	江淮汽车	3.85%	3.38%
8	东风集团	-	-
9	广汽集团	-	-
10	北汽集团	3.92%	4.02%

资料来源：中国皮卡网，长江证券研究所

**长城皮卡出口较其他中国自主车企具有优势地位。**从中国自主车企皮卡出口来看，长城汽车具有优势地位，多年位于出口第一。2023 年长城皮卡出口 4.83 万辆，2024 年 1-8 月出口 3.21 万辆。其他车企中长安皮卡出口主力车型 F70 在海外换标为标致品牌，上汽大通皮卡在海外采用换标雪佛兰、名爵、LDV 等品牌推向不同市场。长城坚持生态出海，皮卡车型在智利、南非、澳大利亚、新西兰等地获奖，未来随长城进一步建立品牌认知度、建立更完善的出海生态、更好发挥长城皮卡的产品力优势，皮卡市场将贡献更多海外增量。截至 2024 年上半年，长城炮进入了全球 50 多个国家，江淮皮卡进入了 130 多个国家，上汽大通皮卡进入了 70 多个国家，未来随长城皮卡进入巴西、泰国等更多市场，将具备更大的增长潜力。

图 56：各车企皮卡出口销量（辆）



资料来源：中国皮卡网，长江证券研究所

## 投资建议：把握机遇走向全球，海外开启广阔天地

**1) 国内：**公司国内市场总量有所承压，以坦克为代表的高价车型占比提高将提升盈利能力，2025 年公司将进入新车周期进攻年，新能源有望迎来爆发期，国内有望实现销量重启成长。**2) 海外：**海外部分成为公司销量和盈利成长的重要来源，中国车企出海大背景下公司亦有超额，公司出海车型产品竞争力优异，以长期主义坚持产能、渠道、研发、售后、品牌文化深入布局，同时拥有皮卡和硬派越野领域的差异化优势，公司具备全球化成功车企的基因。看好公司未来领跑中国车企出海，在全球不断提升影响力和竞争力，贡献更优质的销量和盈利。预计公司 2024-2026 年公司归母净利润为 126.9、

160.5、179.5 亿元，对应 A 股 PE 为 17.9X、14.1X、12.6X，对应港股 PE 为 7.8X、6.2X、5.5X。

## 风险提示

- 1、经济增长不及预期风险。**公司的收入主要来自于汽车销售，汽车销量受宏观经济、居民购买力影响，若下游需求下滑，汽车总量增速不及预期可能影响公司销量空间。
- 2、行业竞争加剧风险。**国内汽车市场品牌众多，竞争激烈，可能存在新车推出、定位不及预期，影响公司国内销量，以及激烈竞争下可能出现行业价格战而影响公司盈利表现。
- 3、海外拓展速度及销量不及预期。**可能存在公司海外消费者认知提升缓慢、营销效果不及预期，新车推出不能适应当地需求，导致公司海外销量增速不及预期。
- 4、全球政策环境变化。**海外地缘政治可能出现新变化，各国关税及贸易政策可能出现变化，影响公司现有海外经营环境。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。国内伴随新车周期，公司以优质产品力持续提升销量，高价车型占比提升；海外在  $\alpha$  支撑和短期确定性下，将贡献主要的销量和盈利增量。预计公司 2024-2026 年销量分别为 123、154、179 万辆，归母净利润分别为 126.9、160.5、179.5 亿元。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若行业竞争加剧、国内销量不及预期以及海外销量拓展不及预期，公司未来收入/业绩可能会受到影响。假设极端悲观情况下，2024、2025 年收入分别降至 1844.6 亿元、2427.1 亿元，增速分别为 6.49%、31.58%，毛利率分别降低至 21.02%、20.22%，则对应测算归母净利润同比增速分别变为 55.90%、26.18%。

表 11：公司收入和利润的敏感性分析 (单位:亿元)

	基准情形			悲观情形		
	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
营业收入	1732.12	2022.80	2664.16	1732.12	1844.60	2427.13
——YOY	26.12%	16.78%	31.71%	26.12%	6.49%	31.58%
毛利率	18.73%	21.40%	20.58%	18.73%	21.02%	20.22%
归母净利润	70.22	126.92	160.46	70.22	109.47	138.12
——YOY	-15.1%	80.76%	26.43%	-15.1%	55.90%	26.18%

资料来源：Wind，长江证券研究所

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>173212</b>	<b>202280</b>	<b>266416</b>	<b>319461</b>	货币资金	38337	50325	69799	91725
营业成本	140773	158986	211592	255506	交易性金融资产	4112	4112	4112	4112
<b>毛利</b>	<b>32439</b>	<b>43294</b>	<b>54824</b>	<b>63955</b>	应收账款	7193	8796	11355	13664
%营业收入	19%	21%	21%	20%	存货	26628	30756	40630	49184
营业税金及附加	5986	7383	9591	11501	预付账款	3873	3982	5474	6540
%营业收入	3%	4%	4%	4%	其他流动资产	38441	44168	56754	67233
销售费用	8285	9709	12522	15015	<b>流动资产合计</b>	<b>118584</b>	<b>142140</b>	<b>188124</b>	<b>232458</b>
%营业收入	5%	5%	5%	5%	长期股权投资	10751	11315	11846	12389
管理费用	4735	4855	6128	7348	投资性房地产	450	500	543	588
%营业收入	3%	2%	2%	2%	固定资产合计	30235	31872	33429	34383
研发费用	8054	9103	11989	14376	无形资产	11310	13755	16422	19015
%营业收入	5%	5%	5%	5%	商誉	28	28	28	28
财务费用	-126	437	198	-192	递延所得税资产	4660	4939	4939	4939
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	25252	24750	23564	22722
加：资产减值损失	-488	6	6	6	<b>资产总计</b>	<b>201270</b>	<b>229298</b>	<b>278894</b>	<b>326522</b>
信用减值损失	-62	-50	-50	-50	短期贷款	5701	5785	5761	5773
公允价值变动收益	-26	0	0	0	应付款项	40547	44553	59845	72044
投资收益	761	922	1200	1444	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>7201</b>	<b>14283</b>	<b>17730</b>	<b>19890</b>	应付职工薪酬	4394	5322	6924	8425
%营业收入	4%	7%	7%	6%	应交税费	2390	2793	3678	4410
营业外收支	623	300	500	500	其他流动负债	57804	69137	84936	100176
<b>利润总额</b>	<b>7824</b>	<b>14583</b>	<b>18230</b>	<b>20390</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>110835</b>	<b>127590</b>	<b>161143</b>	<b>190828</b>
%营业收入	5%	7%	7%	6%	长期借款	13286	13286	13286	13286
所得税费用	801	1896	2188	2447	应付债券	3463	3463	3463	3463
净利润	7023	12687	16043	17943	递延所得税负债	1064	1171	1171	1171
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>7022</b>	<b>12692</b>	<b>16046</b>	<b>17948</b>	其他非流动负债	4113	4133	4133	4133
少数股东损益	1	-5	-3	-5	<b>负债合计</b>	<b>132762</b>	<b>149643</b>	<b>183196</b>	<b>212881</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.82</b>	<b>1.49</b>	<b>1.88</b>	<b>2.10</b>	归属于母公司所有者权益	68501	79652	95698	113646
					少数股东权益	8	3	-1	-6
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>68509</b>	<b>79655</b>	<b>95698</b>	<b>113641</b>
	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>负债及股东权益</b>	<b>201270</b>	<b>229298</b>	<b>278894</b>	<b>326522</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>17754</b>	<b>23808</b>	<b>30253</b>	<b>32425</b>	<b>基本指标</b>				
取得投资收益收回现金	1169	922	1200	1444		2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	-466	-564	-531	-542	每股收益	0.82	1.49	1.88	2.10
资本性支出	-16229	-10797	-10602	-10591	每股经营现金流	2.09	2.79	3.54	3.79
其他	5075	5	-116	-117	市盈率	30.76	17.87	14.14	12.64
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-10451</b>	<b>-10434</b>	<b>-10050</b>	<b>-9806</b>	市净率	3.13	2.85	2.37	2.00
债券融资	-48	0	0	0	EV/EBITDA	14.95	9.16	7.07	5.79
股权融资	682	1238	0	0	总资产收益率	3.5%	5.5%	5.8%	5.5%
银行贷款增加(减少)	-2362	85	-24	12	净资产收益率	10.3%	15.9%	16.8%	15.8%
筹资成本	-3538	-3266	-705	-704	净利率	4.1%	6.3%	6.0%	5.6%
其他	6319	644	0	0	资产负债率	66.0%	65.3%	65.7%	65.2%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1052</b>	<b>-1299</b>	<b>-729</b>	<b>-693</b>	总资产周转率	0.90	0.94	1.05	1.06
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>8355</b>	<b>12075</b>	<b>19474</b>	<b>21926</b>					

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。