



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年03月17日

基础数据

03月14日收盘价（元）	26.57
总市值（亿元）	2,275.10
总股本（亿股）	85.63

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证汽车】长城汽车 2024 年中报点评：2024Q2 营收同环比高增长，海外加速拓展-2024.09.01

【兴证汽车】长城汽车 2023 年报点评：2023Q4 业绩同比高增长，静待新车放量-2024.03.30

分析师：董晓彬

S0190520080001  
dongxiaobin@xyzq.com.cn

分析师：刘馨遥

S0190524070005  
liuxinyao@xyzq.com.cn

长城汽车(601633.SH)

# 长城汽车： 出口坦克稳中求进，哈弗魏牌逐新而上

投资要点：

- **出口增长趋势持续，预计俄罗斯销量平稳，2025 年南美与右舵市场贡献主要增量。** 2024 年长城在俄罗斯/南美/右舵市场分别销售 22.9 万辆/5.8 万辆/7.5 万辆。**(1) 南美市场：**2024 年南美汽车市场销量约 515 万辆，长城汽车在南美/巴西销量约 6 万辆/3 万辆，后续通过引入更多车型+本地化生产，公司有望在南美保持销量和利润高增长。**(2) 右舵市场：**2024 年右舵市场汽车销量约 1647 万辆，长城在右舵市场销售 7.5 万辆，后续有望通过拓展印度/马来西亚等国家和推出大狗等更多产品提升销量。**(3) 俄罗斯市场：**2025 年中性情形下预计俄罗斯市场总量下滑 10%。地缘政治冲突结束后，考虑到美日欧系车企出清工厂，韩系与长城在俄价格带错位，预计公司销量潜在下滑的风险有限。同时由于公司实现了本地化生产，报废税影响相对较小。
- **坦克与皮卡保持细分市场强竞争力，盈利继续向好。(1) 坦克：越野赛道竞争力强，Hi4Z 锦上添花。**2023 年开始“方盒子”细分市场快速扩容。2025 年坦克品牌通过推出 Hi4Z 版本，覆盖专业越野+泛越野偏好的消费者，销量有望进一步提升。**(2) 皮卡：公司 2022 年起市占率 45% 以上，主销车型炮与风骏 5 量利稳定。**2024 年皮卡车市场总销量约 28.7 万辆，长城汽车 2021 年-2024 年的皮卡汽车市场占有率稳中有进，从 43% 提升至 46%，长城皮卡畅销车型如炮和风骏 7 竞争力较强，预计保持量利稳定。
- **哈弗与 WEY 边际改善，高端化+智能化赋能。**2022 年-2024 年，公司在主流价格带市场竞争乏力。2024 年公司开始产品调整+渠道改革，蓝山与猛龙改款销量止跌并反弹。2025 年开始，公司发力智能化，全品牌均有中高阶智驾车型推出，上车速度在行业中名列前茅。同时，WEY 品牌新车周期有望上量，高端化或带动公司量利齐升。
- **投资建议：出口与坦克趋势向上保障高盈利，哈弗与 WEY 积极变化有望提估值。**公司积极拓展南美与右舵市场，以及坦克品牌推出 Hi4Z 车型，销量与利润有望保持增长，目前估值处于低位。我们认为压制公司估值的核心因素在于内销转型，2025 年哈弗与 WEY 较多新品推出，公司有望从“上一轮电动化竞争的落后生”，转变为“这一轮智能化竞争的优生”，中性假设下，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 127.12 亿元/158.78 亿元/182.76 亿元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**新车销量不及预期，海外经营政策风险，新工厂投产节奏不及预期

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	173212	207592	268401	310262
同比增长	26.1%	19.8%	29.3%	15.6%
归母净利润（百万元）	7022	12712	15878	18276
同比增长	-15.1%	81.0%	24.9%	15.1%
毛利率	18.7%	19.1%	18.7%	18.4%
ROE	10.3%	16.2%	18.3%	18.6%
每股收益（元）	0.82	1.48	1.85	2.13
市盈率	32.2	17.8	14.2	12.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 目录

一、 出口增长，中短期盈利有支撑	4
(一) 长城出口主要区域：俄罗斯/南美/右舵市场	4
(二) 南美市场：2024 年南美市场总量约 515 万辆，以巴西为基础拓展	5
(三) 右舵市场：2024 年右舵市场总量约 1647 万辆，拓展国家与车型	7
(四) 俄罗斯市场：公司市占率有望维持较高水平	8
二、 坦克与皮卡竞争力强，盈利继续向好	11
(一) 坦克：在越野赛道竞争力强，Hi4Z 锦上添花	11
(二) 皮卡：公司 2022 年起市占率超 45%，炮与风骏 5 量利稳定	13
三、 哈弗与 WEY 边际改善，高端化+智能化赋能	14
(一) 产品调整+渠道改革，蓝山/猛龙改款初见成效	14
(二) 全品牌落地中高阶智驾，WEY 牌新车带动高端化	16
四、 新车梳理与情景测算	17
五、 投资建议	18
六、 风险提示	19

## 图目录

图 1、 2020 年以来长城汽车出口月销（单位：辆）	4
图 2、 2020 年以来长城汽车和中国乘用车出口（单位：万辆）	4
图 3、 长城汽车 2022-2024 年海外分区域销量（单位：万辆）	4
图 4、 长城汽车 2022-2024 年出口分车型销量（单位：万辆）	4
图 5、 2024 年巴西市场销量 Top20 车型情况	5
图 6、 2015 年以来巴西汽车产销量(单位：万辆)	5
图 7、 巴西市场新车注册量(单位：万辆)	5
图 8、 2022-2024 年南美各国汽车销量（单位：万辆）	6
图 9、 2022-2024 年长城在南美各国销量（单位：辆）	6
图 10、 长城在巴西销售产品	6
图 11、 长城汽车海外工厂梳理（单位：万辆）	6
图 12、 巴西市场紧凑型 SUV 产品对比	6
图 13、 2022-2024 年右舵市场各国汽车销量（单位：万辆）	7
图 14、 2022-2024 年长城在右舵市场各国销量（单位：辆）	7
图 15、 2022-2024 年长城在右舵市场分产品销量（单位：辆）	7
图 16、 2022-2024 年长城在左舵市场分产品销量（单位：辆）	7
图 17、 截至 2025 年 1 月中国品牌俄罗斯市场保有量（单位：万辆）	8
图 18、 2015-2024 年俄罗斯市场新车销量（单位：万辆）	8
图 19、 2021 年俄罗斯市场品牌结构	8
图 20、 2024 年俄罗斯市场品牌结构	8
图 21、 2024 年俄罗斯分价格带市场份额	9
图 22、 长城在俄罗斯产品定价	9
图 23、 2024 年俄罗斯分价格带最畅销车型	10
图 24、 坦克/方程豹/捷途“方盒子”产品月销（单位：辆）	11
图 25、 坦克/方程豹/捷途“方盒子”产品分区域销售占比	11

图 26、	Hi4Z/Hi4T/Hi4 动力系统的区别 .....	12
图 27、	长城汽车越野产品谱系 .....	12
图 28、	坦克 500Hi4Z 与竞品对比 .....	12
图 29、	2021-2024 年皮卡汽车总销量及增速（单位：万辆） .....	13
图 30、	2021-2024 年皮卡汽车各品牌市场占有率 .....	13
图 31、	2021-2024 年长城皮卡汽车分车型销量（单位：辆） .....	13
图 32、	2020-2024 年哈弗销量（单位：万辆） .....	14
图 33、	2020-2024 年魏牌销量（单位：万辆） .....	14
图 34、	枭龙 MAX 与竞品销量（单位：辆） .....	14
图 35、	蓝山与竞品销量（单位：辆） .....	14
图 36、	蓝山和猛龙月销（单位：辆） .....	15
图 37、	长城汽车渠道改革历程 .....	15
图 38、	猛龙改进和升级的方面 .....	15
图 39、	蓝山改进和升级的方面 .....	15
图 40、	WEY 品牌现有车型梳理 .....	16
图 41、	乘用车相关标的财务与估值汇总（单位：亿元） .....	19

## 表目录

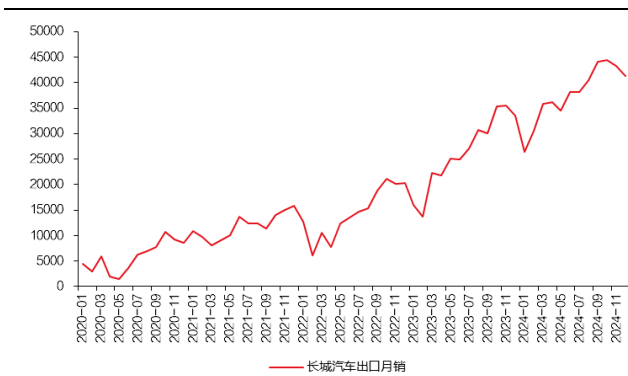
表 1、	欧美日韩主要汽车品牌 2022-2024 年工厂变动 .....	9
表 2、	俄罗斯乘用车报废税金额（单位：百万卢布） .....	10
表 3、	长城汽车 2025 年销量，汽车业务营收与利润弹性测算 .....	17

## 一、出口增长，中短期盈利有支撑

### (一) 长城出口主要区域：俄罗斯/南美/右舵市场

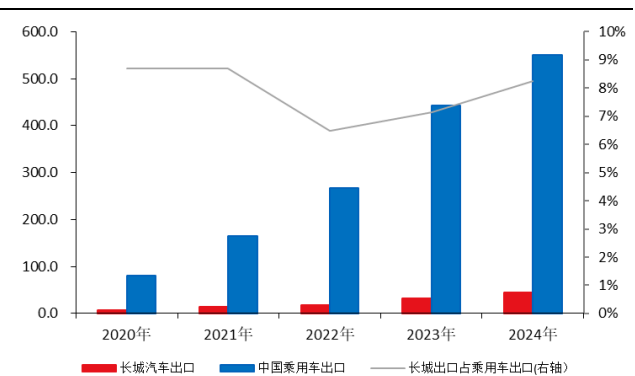
长城汽车产品出口区域主要在俄罗斯/南美/右舵市场。长城汽车 2022-2024 年在海外销售 17.3 万辆/31.6 万辆/45.3 万辆。(1) 分区域看，2024 年长城在俄罗斯/南美/右舵市场分别销售 22.9 万辆/5.8 万辆/7.5 万辆，占出口量的比例分别为 59.5%/15.2%/19.1%，增量分别 9.0 万辆/3.2 万辆/-0.1 万辆（右舵区域包括澳大利亚，新西兰，英国等地）。(2) 分车型看，哈弗 F&L/哈弗 H6/哈弗 M6 分别在海外销售 13.5 万辆/6.2 万辆/4.4 万辆，均为燃油车。

图1、2020 年以来长城汽车出口月销 (单位: 辆)



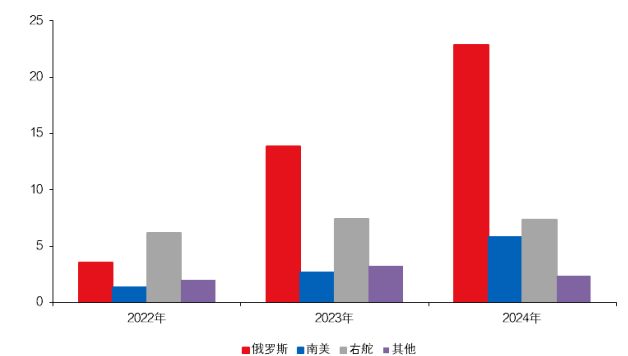
数据来源：长城汽车公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2020 年以来长城汽车和中国乘用车出口 (单位: 万辆)



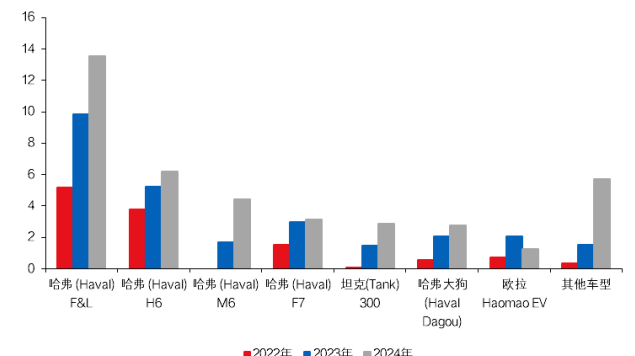
数据来源：长城汽车公告，海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、长城汽车 2022-2024 年海外分区域销量 (单位: 万辆)



数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、长城汽车 2022-2024 年出口分车型销量 (单位: 万辆)



数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

## (二) 南美市场：2024 年南美市场总量约 515 万辆，以巴西为基础拓展

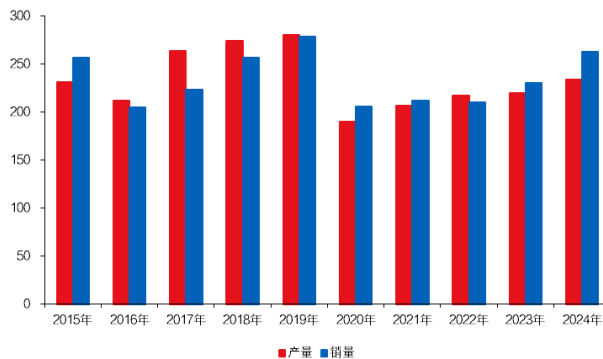
**2024 年南美市场汽车销量约 515 万辆。**南美包括墨西哥，巴西，阿根廷，哥伦比亚，智利，乌拉圭等国，其中最大的市场在巴西。根据巴西全国汽车经销商联盟 (Fenabrave)，2024 年巴西乘用车和轻型商用车销量合计 248.5 万辆，预计 2025 年增长 5%。(1) 从动力类型看，根据巴西电动汽车协会 (ABVE)，2024 年巴西电动汽车销量达到 17.7 万辆，同比增长 89%，其中 PHEV 销售 6.4 万辆，EV 销售 6.2 万辆。(2) 从畅销车型价格带看，巴西 2024 年乘用车销量 Top20 产品中，最畅销的产品为大众 Polo，售价 10-15 万雷亚尔，销量约 14 万辆，紧随其后的包括通用 ONIX/现代 HB20/菲亚特 ARGO，售价均在 8-10 万雷亚尔 (1 雷亚尔约合 1.24 人民币)。

图5、2024 年巴西市场销量 Top20 车型情况

销量排名	品牌	车型	售价 (雷亚尔)	2024年销量 (万辆)
1	大众	POLO	9-13万	14.02
2	通用	ONIX	6-10万	9.75
3	现代	HB20	8-12万	9.71
4	菲亚特	ARGO	8-10万	9.11
5	大众	T CROSS	14-19万	8.40
6	通用	TRACKER	10-16万	6.94
7	现代	CRETA	13-18万	6.91
8	菲亚特	MOBI	6-8万	6.74
9	日产	KICKS	8-10万	6.05
10	通用	ONIX PLUS	6-8万	6.00
11	雷诺	KWID	5-6万	5.72
12	大众	NIVUS	14-17万	5.59
13	吉普	RENEGADE	8-12万	5.39
14	现代	HR-V	15-19万	5.04
15	吉普	COMPASS	17-22万	5.01
16	菲亚特	FASTBACK	13-17万	4.82
17	丰田	COROLLA CROSS	22-27万	4.78
18	菲亚特	CRONOS	8-12万	4.44
19	菲亚特	PULSE	11-15万	3.91
20	丰田	COROLLA	16-20万	3.77

数据来源：Fenabrave (巴西机动车经销商协会)，Webmotors，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2015 年以来巴西汽车产销量(单位：万辆)



数据来源：Marklines，Fenabrave (巴西机动车经销商协会)，兴业证券经济与金融研究院整理

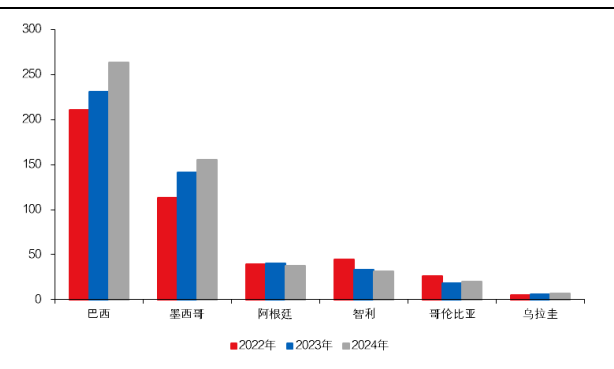
图7、巴西市场新车注册量(单位：万辆)

	2023年	2024年
乘用车—1L以下	95.4	107.6
乘用车—1至2L	73.5	83.4
乘用车—2L以上	3.2	3.8
<b>乘用车合计</b>	<b>194.8</b>	<b>172.1</b>
轻型商用车—1L以下	1.3	3.2
轻型商用车—1至2L	29.9	34.2
轻型商用车—2L以上	14.7	16.3
<b>轻型商用车</b>	<b>53.7</b>	<b>45.8</b>

数据来源：Fenabrave (巴西机动车经销商协会)，兴业证券经济与金融研究院整理

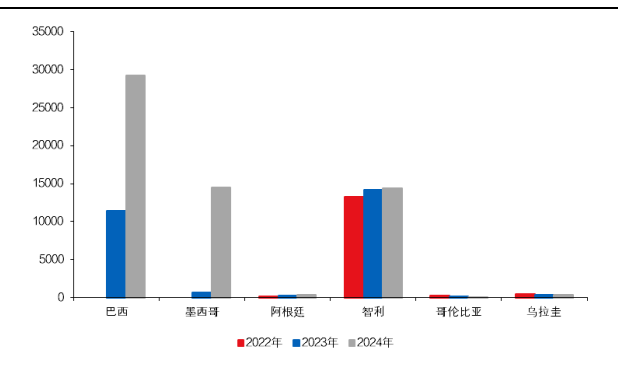
2024年长城汽车在拉美/巴西销量约6万辆/3万辆,通过引入更多车型并实现本地化生产,2025年有望在拉美保持销量和利润的高增长。2024年长城在巴西销售2款车型,销量约3万辆。其中哈弗H6的PHEV版本售价30-35万雷亚尔,HEV版本售价23-28万雷亚尔,2024年共销售22892辆,欧拉ORA03售价13-17万雷亚尔,2024年销售6326辆。2025年开始,长城将在巴西投放坦克和皮卡品牌的更多车型,公司从梅赛德斯奔驰收购的伊拉塞马波利斯工厂将完成改造,预计产能有望达到5万辆,2025Q2有望开始生产哈弗H6 PHEV版本,并有望在2026年实现60%的本土化采购率。

图8、2022-2024年南美各国汽车销量(单位:万辆)



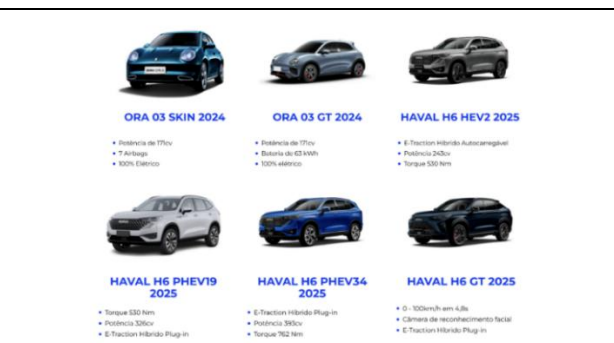
数据来源: Marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

图9、2022-2024年长城在南美各国销量(单位:万辆)



数据来源: Marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

图10、长城在巴西销售产品



数据来源: 长城汽车巴西官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图11、长城汽车海外工厂梳理(单位:万辆)

工厂所在国家	类型	规划产能	车型
俄罗斯	整车工厂	8-12万	哈弗, 坦克, 皮卡
泰国	整车工厂	8万	哈弗, 欧拉, 坦克
巴西	整车工厂	10万	H6插混
巴基斯坦	KD		哈弗
马来西亚	KD		右舵车型
印尼	KD		哈弗
埃及	KD		哈弗
乌兹别克斯坦	KD		哈弗
厄瓜多尔	KD		皮卡

数据来源: Marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

图12、巴西市场紧凑型SUV产品对比

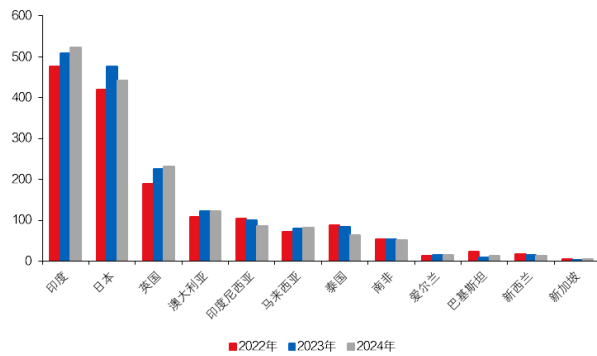
参数/车型	哈弗H6	丰田Corolla Cross	大众T-Cross	现代Creta
最低售价(巴西雷亚尔)	R\$ 165,900	R\$ 111,899	R\$ 78,990	R\$ 97,900
发动机	1.5L Turbo	2.0L自然吸气	1.4L Turbo	1.6L自然吸气
马力	150 hp	170 hp	150 hp	123 hp
扭矩	210 Nm	200 Nm	250 Nm	151 Nm
变速箱	7速双离合	CVT	6速自动	6速自动
燃油经济性(km/L)	12 km/L(城市)/15 km/L(高速)	10 km/L(城市)/14 km/L(高速)	11 km/L(城市)/14 km/L(高速)	10 km/L(城市)/13 km/L(高速)
驱动方式	前轮驱动	前轮驱动	前轮驱动	前轮驱动
安全配置	6气囊、ESP、车道保持	7气囊、ESP、自动紧急制动	6气囊、ESP、盲点监测	6气囊、ESP、倒车雷达
屏幕	10.25英寸触摸屏	8英寸触摸屏	8英寸触摸屏	7英寸触摸屏
车机	Apple CarPlay、Android Auto	Apple CarPlay、Android Auto	Apple CarPlay、Android Auto	Apple CarPlay、Android Auto
保修	5年或15万公里	3年或10万公里	3年或10万公里	5年或10万公里
2024年销量	22892辆	47796辆	83990辆	69116辆

数据来源: Webmotors, 兴业证券经济与金融研究院整理

### （三）右舵市场：2024 年右舵市场总量约 1647 万辆，拓展国家与车型

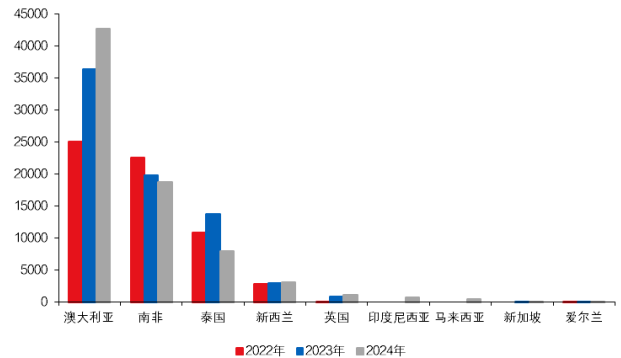
2024 年长城在右舵市场销售约 7.5 万辆，2025 年通过拓展印度/马来西亚等国家和推出大狗等更多产品提升销量。右舵市场国家包括澳大利亚、南非、泰国、新西兰、英国等地，2022-2024 年全球右舵市场汽车销量为 1570 万辆/1693 万辆/1647 万辆，长城在右舵市场销量分别为 6.15 万辆/7.40 万辆/7.52 万辆。（1）从区域看，目前长城汽车主要销售在澳大利亚/南非和泰国，后续有望拓展印度/马来西亚/英国/巴基斯坦等更多右舵国家市场。（2）从车型看，目前长城汽车右舵产品线仍少于左舵，哈弗 M6/F7/大狗/H7 等产品后续有望推出右舵版本，随着右舵市场新产品推出，公司出海销量有望进一步增长。

图13、2022-2024 年右舵市场各国汽车销量（单位：万辆）



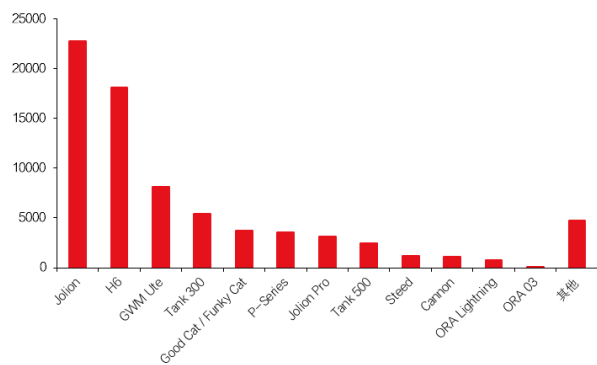
数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、2022-2024 年长城在右舵市场各国销量（单位：辆）



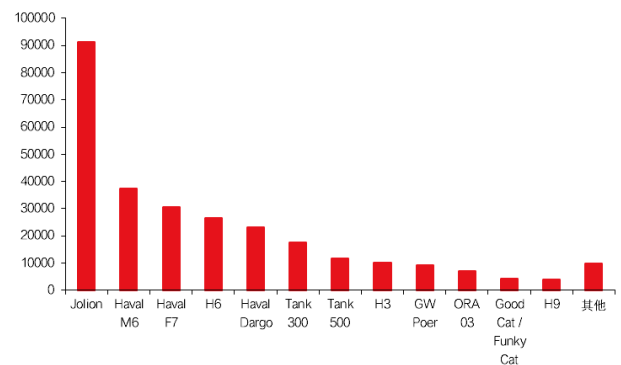
数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、2022-2024 年长城在右舵市场分产品销量（单位：辆）



数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、2022-2024 年长城在左舵市场分产品销量（单位：辆）

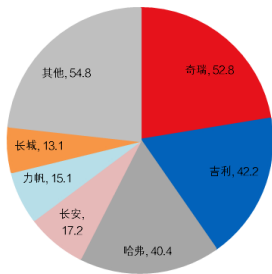


数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

#### (四) 俄罗斯市场：公司市占率有望维持较高水平

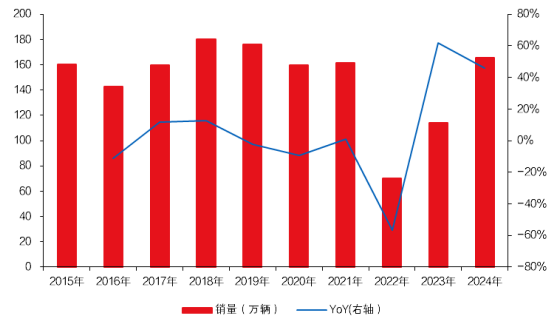
**2025 年中性情形下预计俄罗斯市场总量下滑 10%，不会出现大幅下滑。**（1）2015-2021 年，俄罗斯市场新车销量在 140-180 万辆之间波动。2022 年受公共卫生事件与地缘政治冲突影响，俄罗斯乘用车新车销量有所下滑至 62.6 万辆。2023/2024 年俄罗斯乘用车销量恢复至 105.9 万辆/157.1 万辆，主要依赖进口车销量的增加。（2）结合 AUTOSTAT 以及俄罗斯乘联会专家预测，考虑到递延需求（70%的汽车车龄超过 10 年）、俄央行利率潜在下调以及购车补贴的影响，2025 年乐观/中性/悲观情形下预计俄罗斯市场总量持平/下滑 10%/下滑 20%。

图17、截至 2025 年 1 月中国品牌俄罗斯市场保有量（单位：万辆）



数据来源：Autostat，兴业证券经济与金融研究院整理

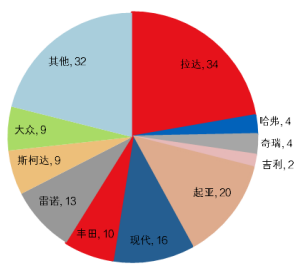
图18、2015-2024 年俄罗斯市场新车销量(单位：万辆)



数据来源：Autostat，兴业证券经济与金融研究院整理

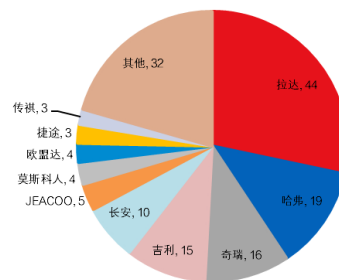
市场格局看，中国品牌在 2022-2024 年间快速提升俄罗斯市占率。从市场格局角度，2021 年俄罗斯市场销量 Top5 品牌为拉达/起亚/现代/雷诺/丰田，销量分别为 33.7 万辆/19.9 万辆/15.9 万辆/13.0 万辆/9.6 万辆，2024 年俄罗斯市场销量 Top5 品牌为拉达/哈弗/奇瑞/吉利/长安，销量分别为 43.6 万辆/19.1 万辆/15.7 万辆/14.9 万辆/10.6 万辆。一方面，从保有量看，截至 2025 年 1 月 1 日，俄罗斯中国品牌汽车保有量为 235.6 万辆，占俄罗斯注册汽车总数的 5%，其中奇瑞/吉利/哈弗品牌保有量分别为 52.8 万辆/42.2 万辆/40.4 万辆，中国品牌在当地已逐步建立了一定的认知度。

图19、2021 年俄罗斯市场品牌结构



数据来源：Autostat，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、2024 年俄罗斯市场品牌结构



数据来源：Autostat，兴业证券经济与金融研究院整理

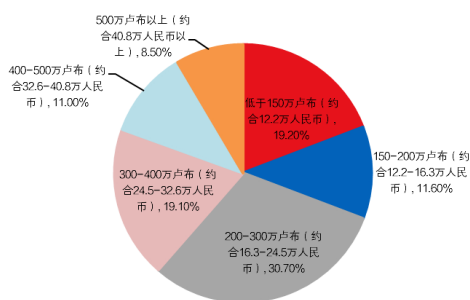
预计地缘政治冲突结束后，长城汽车在销量潜在下滑的风险有限。一方面，2022-2024年，欧美日主要车企已经将在俄罗斯的工厂转让，预计短期内很难回归。韩国如现代和起亚由于保留了回购条款，有回归俄罗斯市场的可能性。但是韩系主要车型集中在200万卢布以下细分市场，如起亚通过AGR在圣彼得堡生产Solaris品牌的汽车（换标的现代悦纳、起亚锐欧等入门车型），售价在200万卢布左右。长城在俄罗斯销售车型起售价在200-400万卢布（约合人民币16-32万元），同时公司Jolion是200-300万卢布价格带最畅销的车型，已占据消费者心智，公司有望通过H5/H7/H9扩张350万卢布以上细分市场份额。

表1、欧美日韩主要汽车品牌2022-2024年工厂变动

工厂变动	
起亚	2024年1月交易现代汽车在圣彼得堡的工厂现在归AGR控股公司所有，起亚保留两年的回购选择权。AGR在圣彼得堡生产Solaris品牌的汽车（实际车型为换标的现代悦纳、起亚锐欧等入门车型）
现代	2023年确认了出售俄罗斯工厂（HMMR）股份的议案，同时还宣布将把2020年收购来的通用汽车圣彼得堡工厂也一并出售。不过考虑到后续可能会返回俄罗斯市场的可能，现代方面附加“2年内可回购”的条件
雷诺	2022年5月，雷诺宣布退出俄罗斯，同意将雷诺俄罗斯公司（Renault Russia）全部股权出售给莫斯科市政府，并将所持AvtoVAZ的67.69%股权出售给俄罗斯政府支持的汽车研发中心NAMI，保留了6年回购权。
丰田	2022年3月，丰田在官网发布声明称，将从3月4日开始暂停在俄罗斯圣彼得堡工厂的生产，2023年3月该协议包括工厂建筑物和土地所有权的完全转让给俄罗斯汽车与发动机中央科学研究所
大众	2023年5月，大众在汽车经销商集团Avilon支持下最终将工厂及其在当地的子公司出售给Art-Finance，后者随后将工厂更名为AGR Automotive。
马自达	2022年11月，马自达决定以1欧元的象征性价格，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）的全部股份转让给俄罗斯汽车制造商索勒斯集团（Sollers）
日产	2022年10月，日产宣布，其在俄罗斯子公司的所有股份将作价1欧元，转售给总部位于莫斯科的中央研究与发展汽车发动机研究所（NAMI）。

数据来源：Autostat，腾讯新闻，澎湃新闻，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、2024年俄罗斯分价格带市场份额



数据来源：Autostat，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、长城在俄罗斯产品定价

车型	起售价 (万卢布)	起售价 (约合人民币万元)
M6	192.9	15.8
JOLION	194.9	16.0
HAVAL H3	219.9	18.0
F7	264.9	21.7
DARGO	284.9	23.4
KINGKONG POER	309.9	25.4
DARGO X	314.9	25.8
POER	344.9	28.3
НОВЫЙ POER	379.9	31.2
HAVAL H5	379.9	31.2
HAVAL H7	暂未定价	暂未定价
HAVAL H9	429.9	35.3

数据来源：长城俄罗斯官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、2024年俄罗斯分价格带最畅销车型



数据来源：长城俄罗斯官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在俄罗斯实现本地化生产，报废税影响相对较小。中国出口俄罗斯的汽车涉及的费用包括：关税、消费税、20%增值税、清关费和报废税等。从 2024 年 10 月 1 日起，俄罗斯提高汽车报废税金额，2024 年 10 月增加 70-85%。2025 年至 2030 年间，每年将提高 10-20%。在俄罗斯本地化生产的车企可以获得报废税补贴。长城汽车在俄罗斯有整车工厂，其中图拉工厂在 2019 年正式竣工投产，产能约 15 万辆，此外公司在俄罗斯卡卢加州的“PSMA”工厂有 KD 工厂，组装哈弗的跨界车 M6 等车型。相对于其他没有本土工厂的车企，长城汽车受到报废税的影响较小。

表2、俄罗斯乘用车报废税金额（单位：百万卢布）

时间	调整次数	电动车辆	1L 以下	1-2L	2-3L	3-3.5L	3.5L 以上
2012 年	第 1 次			税率随排量递增，早期基数较低			
2016 年	第 2 次	3.26 万	3.30	8.40	12.60	11.46	18.16
2020 年	第 3-4 次	3.26 万	4.82	17.84	28.16	25.96	44.50
2023 年	第 5 次	未变动	8.12	30.6	84.48	97.00	123.52
2024 年	第 6 次	-未变动	未变动	55.62	156.28	179.46	228.52
2025 年	第 7 次	未变动	未变动	66.70	187.56	215.34	274.23

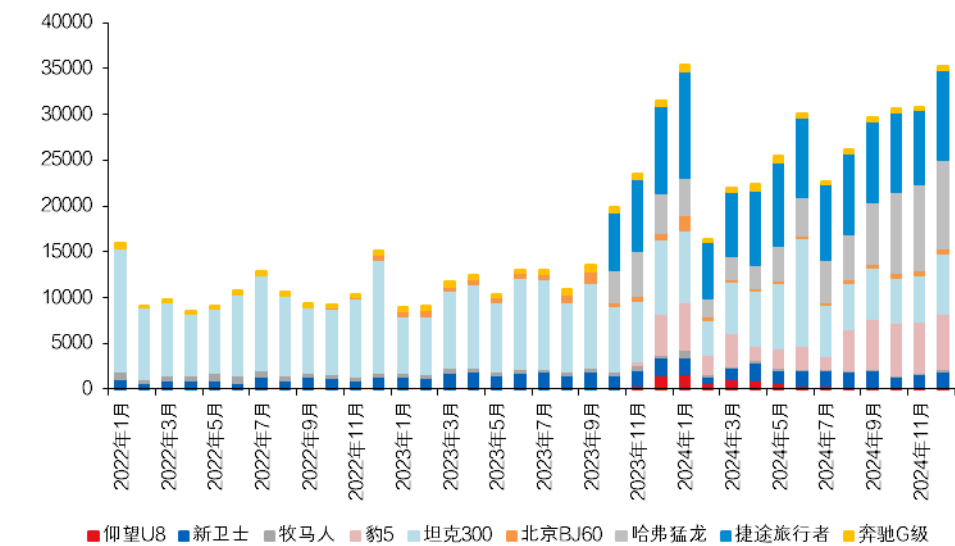
数据来源：俄罗斯联邦政府第 1457 号联邦政府令，俄工贸部第 1118 号法令，俄罗斯联邦政府第 1225 号法令，网易新闻，易车网，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、坦克与皮卡竞争力强，盈利继续向好

### (一) 坦克：在越野赛道竞争力强，Hi4Z 锦上添花

“方盒子”产品细分市场扩容，坦克越野属性较强。2023 年前，“方盒子”造型产品主要是坦克 300 以及新卫士/牧马人等进口车，2023 年开始哈弗猛龙/奇瑞捷途旅行者/方程豹 5 等产品上市，“方盒子”细分市场快速扩容。从销售的区域结构看，坦克品牌在陕甘宁云贵川黑吉辽销售占比更高，捷途和方程豹属在江浙和中部平原区域销售占比较高，由此预计坦克品牌专业越野属性较强，捷途和方程豹的泛越野属性更强。

图24、坦克/方程豹/捷途“方盒子”产品月销（单位：辆）



数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、坦克/方程豹/捷途“方盒子”产品分区域销售占比

	内蒙古	新疆	青海	宁夏	甘肃	陕西	西藏	黑龙江	吉林	辽宁	贵州	云南	四川	重庆	浙江	江苏	山东	河南	湖北	湖南	江西	山西	天津	福建	广西	海南	北京	上海	河北	广东	安徽
坦克300	4%	4%	1%	0%	2%	5%	1%	3%	2%	5%	2%	4%	6%	2%	6%	4%	4%	4%	4%	3%	2%	3%	1%	1%	1%	0%	6%	2%	10%	7%	3%
坦克400	6%	9%	1%	1%	2%	4%	0%	3%	2%	5%	1%	2%	5%	2%	5%	4%	5%	3%	4%	3%	1%	3%	2%	1%	1%	1%	5%	1%	10%	7%	3%
坦克500	9%	11%	1%	1%	3%	6%	1%	3%	2%	4%	1%	2%	7%	1%	4%	2%	4%	4%	3%	2%	1%	4%	1%	1%	1%	0%	5%	1%	9%	4%	2%
坦克700	3%	6%	0%	1%	2%	4%	0%	2%	1%	4%	1%	2%	6%	2%	6%	4%	4%	4%	3%	2%	1%	2%	3%	1%	1%	2%	8%	1%	13%	9%	2%
方程豹 豹5	3%	4%	1%	2%	2%	7%	0%	2%	1%	2%	2%	2%	7%	3%	7%	6%	5%	5%	5%	4%	2%	3%	1%	2%	2%	1%	2%	1%	4%	11%	3%
方程豹 豹8	2%	2%	1%	1%	1%	5%	0%	2%	1%	2%	1%	2%	7%	2%	8%	6%	5%	5%	3%	3%	1%	2%	1%	3%	2%	1%	3%	2%	20%	3%	3%
捷途X70 PLUS	2%	2%	1%	2%	3%	4%	1%	2%	1%	2%	6%	5%	8%	2%	8%	6%	6%	4%	4%	4%	4%	2%	1%	2%	3%	0%	0%	1%	4%	6%	5%
捷途X90 PLUS	2%	3%	1%	1%	3%	3%	0%	2%	0%	3%	6%	7%	7%	1%	8%	8%	6%	3%	4%	2%	2%	3%	1%	3%	3%	1%	0%	2%	3%	6%	5%
捷途大圣	4%	2%	1%	1%	3%	4%	0%	2%	1%	2%	5%	4%	5%	1%	8%	8%	6%	3%	4%	5%	5%	3%	1%	3%	3%	0%	0%	1%	4%	6%	6%
捷途旅行者	4%	4%	2%	1%	2%	5%	1%	4%	2%	3%	3%	4%	6%	1%	9%	4%	5%	4%	4%	3%	2%	2%	1%	2%	1%	1%	2%	1%	5%	6%	6%
山海L7	4%	7%	1%	2%	1%	4%	0%	2%	1%	3%	5%	2%	5%	1%	6%	6%	9%	2%	4%	2%	2%	3%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	5%	8%	5%
山海L9	5%	6%	1%	1%	2%	5%	0%	2%	1%	2%	4%	2%	7%	2%	5%	8%	6%	3%	5%	2%	2%	2%	4%	2%	2%	0%	1%	1%	5%	6%	4%
山海T2	6%	5%	1%	1%	1%	4%	0%	2%	1%	3%	3%	3%	6%	2%	8%	4%	6%	3%	5%	2%	2%	2%	3%	2%	1%	1%	1%	1%	4%	9%	5%

数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

Hi4Z 的推出，让坦克品牌覆盖专业越野+泛越野偏好的消费者。2025 年 1 月 1 日，长城推出坦克 500Hi4Z，后续预计推出其他车型的 Hi4Z 版本。相较于 Hi4T 版本，Hi4Z 虽然适配非承载式车身，但采用了解耦四驱，没有中央传动轴和差速器，而是通过前后桥之间通过电控实现扭矩分配，既能够满足一定的越野需求，又兼顾城市日常使用。预计坦克 500/400/700 推出 Hi4Z 版本后，坦克品牌会覆盖专业越野+泛越野偏好的消费者，销量有望进一步提升。

图26、Hi4Z/Hi4T/Hi4 动力系统的区别

技术特点	
普通DHT混动	电四驱需要通过前后驱动电机以及充电电机实现
Hi4	将前桥中的P1和P3电机替换为P2电机，P2电机既可以给电池充电，又可以驱动，再加上后轴的P4电机，从而实现双电机四驱
Hi4-T	前后桥非解耦，搭载纵置发动机，P2电机，9HAT变速，有传动轴，有大梁，在一些极端工况下，脱困能力更强
Hi4-Z	解耦四驱，没有中央传动轴和差速器，而是通过前后桥之间通过电控实现扭矩分配，左右车轮则都配备有电控机械差速锁

数据来源：汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、长城汽车越野产品谱系

产品谱系	
强越野	坦克300/坦克500Hi4T/坦克400Hi4T/坦克700Hi4T/二代哈弗H9
泛越野	坦克500Hi4Z/哈弗猛龙/哈弗大狗
城市SUV	蓝山/哈弗H6四驱/枭龙MAX/魏牌摩卡

数据来源：懂车帝，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、坦克 500Hi4Z 与竞品对比

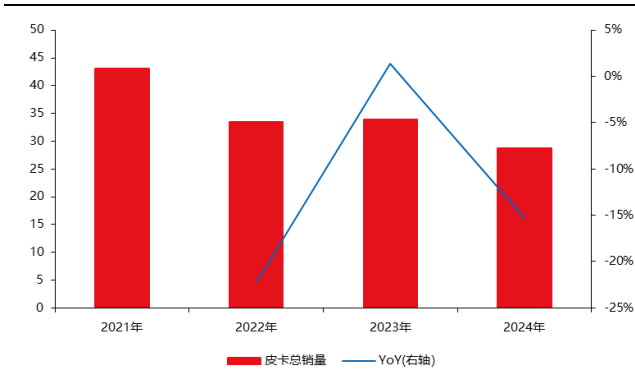
	坦克500Hi4-Z	坦克500Hi4-T 黑武士版	坦克500Hi4-T	方程豹8 智勇豪华版7座	方程豹8 智勇豪华版6座	方程豹8 智勇旗舰版7座	方程豹8 智勇旗舰版6座
价格(万元)	36.38	34.5	33.5	37.98	38.78	39.98	40.78
上市时间	2025.01	2024.01	2024.03	2024.11	2024.11	2024.11	2024.11
长*宽*高(mm)	5078*1934*1905	5078*1934*1905	5078*1934*1905	5195*1994*1905	5195*1994*1905	5195*1994*1905	5195*1994*1905
轴距(mm)	2850	2850	2850	2920	2920	2920	2920
车身结构	非承载式	非承载式	非承载式	非承载式	非承载式	非承载式	非承载式
动力类型	插混	插混	插混	插混	插混	插混	插混
最低荷电状态油耗(L/100km)	8.6	8.8	8.8	8.5	8.5	8.5	8.5
WLTC综合油耗(L/100km)	0.71	2.06	2.06	1.79	1.79	1.79	1.79
电池能量(kWh)	59.05	37.1	37.1	36.8	36.8	36.8	36.8
WLTC综合续航(km)	1096	790	790				
WLTC纯电续航里程(km)	201	110	110	100	100	100	100
电池快充时间(小时)	0.25	0.4	0.4	0.27	0.27	0.27	0.27
电池快充电量范围(%)	30-80	30-80	30-80	30-80	30-80	30-80	30-80
电动机总马力(Ps)	619	163	163	680	680	680	680
官方0-100km/h加速(s)	4.6	6.9	6.9	4.8	4.8	4.8	4.8
车机系统	Coffee OS			DiLink	DiLink	DiLink	DiLink
网络	5G	4G	4G	5G	5G	5G	5G
辅助驾驶等级	L2	L2	L2	L2+(华为ADS)	L2+(华为ADS)	L2+(华为ADS)	L2+(华为ADS)
ADAS硬件	5V2R/6V2R	5V2R	5V2R	11V3R1L	11V3R1L	12V3R1L	12V3R1L
语音分区唤醒识别	四区域	双区域	双区域	四区域	四区域	四区域	四区域
变速箱	3档DHT	9挡手自一体	9挡手自一体	E-CVT无级变速	E-CVT无级变速	E-CVT无级变速	E-CVT无级变速
发动机排量(L)	2	2	2	2	2	2	2
进气形式	涡轮增压	涡轮增压	涡轮增压	涡轮增压	涡轮增压	涡轮增压	涡轮增压
最大马力(Ps)	252	252	252	272	272	272	272
最大功率(kW)	635	300	300	200	200	200	200
最大扭矩(N·m)	1195	750	750	380	380	380	380

数据来源：汽车之家，兴业证券经济与金融研究院整理

## (二) 皮卡：公司 2022 年起市占率超 45%，炮与风骏 5 量利稳定

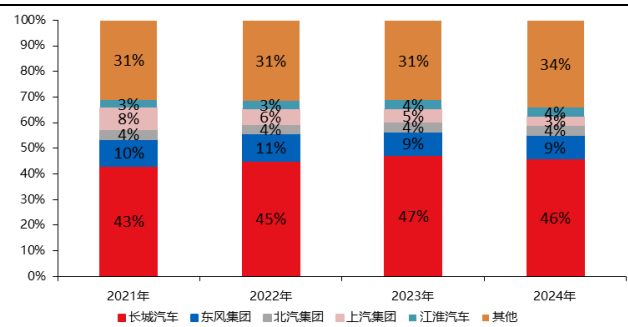
2024 年皮卡车市场总销量约 28.7 万辆，长城汽车 2021 年-2024 年的皮卡汽车市场占有率稳中有进，从 43% 提升至 46%。2021-2024 年，皮卡汽车市场前五大品牌厂商为长城汽车、东风汽车、上汽集团、北汽集团、江淮汽车。

图29、2021-2024 年皮卡汽车总销量及增速（单位：万辆）



数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

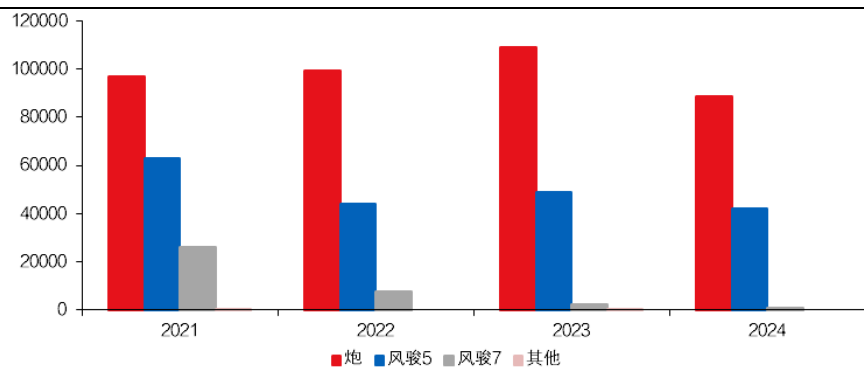
图30、2021-2024 年皮卡汽车各品牌市场占有率



数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

长城皮卡主流车型如炮和风骏 7 销量保持在较高水平。长城皮卡汽车 2021-2024 年最畅销的车型为炮，年销量均在 9 万左右，占长城皮卡汽车总销量的一半以上，第二畅销的车型为风骏 5，年销量均在 5 万左右。风骏 7 在 2021 年的销量为 2.6 万辆，于 2024 年降低至 984 辆，其他车型的占比较小。预计炮与风骏 5 两款热销车型将在未来较长时间内能够支持长城皮卡汽车的市场销量在较高水平。

图31、2021-2024 年长城皮卡汽车分车型销量（单位：辆）



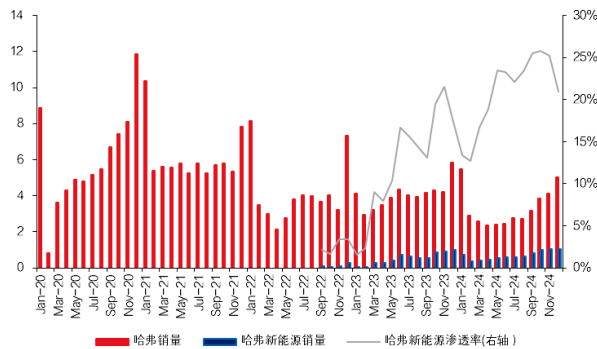
数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

### 三、哈弗与 WEY 边际改善，高端化+智能化赋能

#### (一) 产品调整+渠道改革，蓝山/猛龙改款初见成效

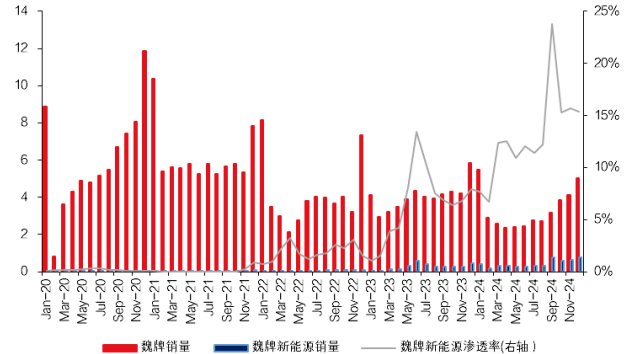
2022 年-2024 年，公司在主流价格带市场竞争乏力。长城汽车主流市场两个品牌：哈弗和 WEY，在 2022 年开始销量有所下滑，且没有推出持续爆款产品。我们认为背后的原因系：一方面，公司电动化节奏较慢，2024 年才开始推出更多插电混车型。另一方面，枭龙 MAX 与蓝山初代产品定价和产品力弱于竞品，且营销与渠道支持不足。因此我们看到，初代蓝山于 2023 年 4 月正式上市，销量于 2023 年 6 月达到最高，为 4778 辆，此后销量开始下滑；而初代猛龙于 2023 年 10 月正式上市，销量于 2023 年 11 月达到最高，为 4,833 辆，此后销量开始下滑。

图32、2020-2024 年哈弗销量（单位：万辆）



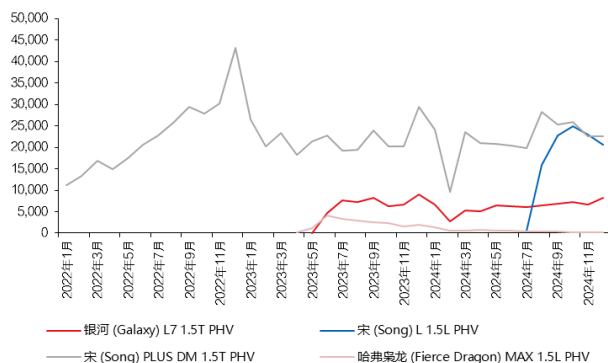
数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、2020-2024 年魏牌销量（单位：万辆）



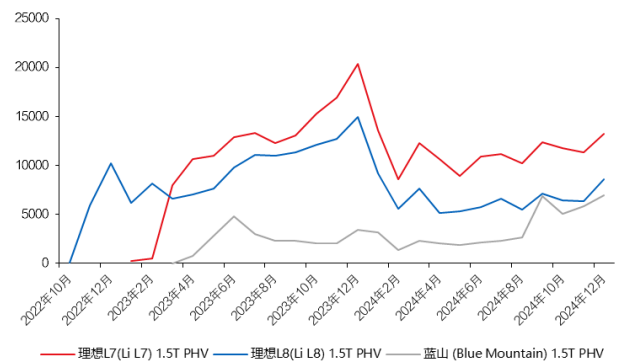
数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、枭龙 MAX 与竞品销量（单位：辆）



数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、蓝山与竞品销量（单位：辆）



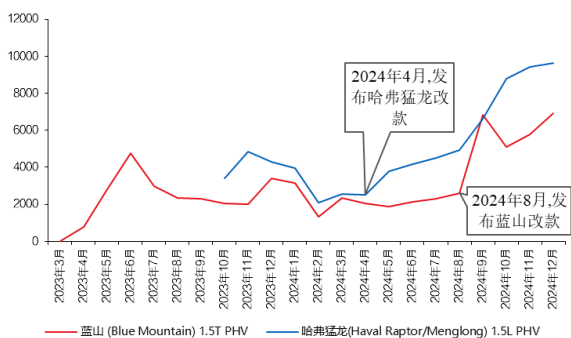
数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年公司开始产品调整+渠道改革，蓝山与猛龙改款销量止跌并反弹。（1）

一方面，长城汽车针对初代汽车外观与内饰等方面的痛点与不足进一步完善。2024 年，蓝山与猛龙发布改款之后，销量明显提升：2024 年 12 月蓝山与猛龙销量分别为 6931 辆与 9632 辆。（2）另一方面，公司开展渠道改革来解决渠道支持不足的问题。公司在 2022 年有近 1000 家经销商门店，2024 年开始经营直营店，

2024 年底直营门店数量达到 300+, 预计到 2025 年底达到 350+。直营门店的建设有助于提高用户在试驾、购买与售后等方面的体验, 提高品牌影响力, 同时吸引更多的潜在购买客户。长城汽车预计将在 2025 年进一步推出二代枭龙 MAX、高山等、WEY 牌全新 SUV 等车型, 随着产品的升级和渠道的变化, 公司销量有望提升。

图36、蓝山和猛龙月销 (单位: 辆)



数据来源: Marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

图37、长城汽车渠道改革历程



数据来源: 搜狐汽车, 每日经济新闻, 网易汽车, 兴业证券经济与金融研究院整理

图38、猛龙改进和升级的方面

	2023款哈弗猛龙	2024款哈弗猛龙改版内容
外观	硬朗的方正线条设计, 圆润且略显复古的圆形大灯设计, 车头与车尾几乎呈90度的垂直设计。车身侧面笔直的腰线贯穿前后, 顶部配备了行李架, 尾部有配备备用轮胎, 两侧有鲜艳的红色尾灯组。	新款哈弗猛龙的前脸进行了显著调整, 进气格栅从原有的横向多辐式变为直瀑式结构, 并采用了和全新一代哈弗H9“方灯版”相类似的方形头灯。这一变化不仅提升了前脸的硬派属性, 还升华了科技美感
智驾	车辆搭载了1.5T 167马力的L4插电式混合动力发动机, 最大扭矩243N·m, 配置双电机, WLTC综合油耗为1.15L/100km, 发动机输出功率为123kW, 马力为167Ps, 扭矩为243N·m; 双电机综合功率为220kW, 综合马力为299Ps, 综合扭矩为510N·m, 百公里加速仅需6.2秒。其传动系统为2档DHT, 其电池容量为27.54kWh, 工信部的纯电续航里程为115km。搭载快充, 快充仅需0.47小时。	新款哈弗猛龙搭载了全新的1.5T发动机, 搭载了Hi4混动系统。这一系统由1.5T发动机和前置+后置双电机组成, 提供了强劲的动力输出, 优化了能耗和续航能力。根据车型的不同, NEDC纯电续航里程分别为102公里和145公里, 综合续航里程更是高达1100至1300公里
动力	搭载了L2级别的Coffee Pilot智能辅助驾驶系统以及Coffee OS智能车机系统, 具备4个超声波雷达与2个毫米波雷达	更新系统, 搭载了L2+级别的智能辅助驾驶系统以及26个智能传感器, 可以实现车辆的远程控制、循迹倒车等功能。此外, 新款车型还增加了许多越野之外的配置, 如内置的行车记录仪、后桥差速锁、后排遮阳帘、方向盘加热、HUD、自动防眩目、前排座椅通风、驾驶位电动记忆和氛围灯等
越野性能	接近角为24度, 离去角为30度, 纵向通过角为19度, 最大的爬坡高度可达60°。同时, 涉水深度也达到了560mm, 具备相当的越野能力。车顶的行李架选用了铝合金材料, 停车静态负载可达75公斤。其内部空间表现同样优秀, 常规后备箱容积为586L, 放平后排座椅后可扩容至1404L, 具备强大的装载能力。针对野外露营场景, 它还配备了驱蚊灯、护眼阅读、频闪信号灯等附加功能。	新款车型的接近角和离去角分别提升至25°和32°, 相较于老款车型 (接近角24°、离去角30°) 有了明显进步。同时, 新款车型还标配了更大的轮毂 (19英寸), 相较于老款车型 (18英寸) 在通过性方面也有所提升

数据来源: 汽车之家, 易车网, 哈弗品牌官网, 太平洋汽车, 兴业证券经济与金融研究院整理

图39、蓝山改进和升级的方面

	2023款蓝山	2024款蓝山改版内容
外观	采用新能源简约设计语言, 车身线条硬朗, 强调科技感与未来感。采用封闭式进气格栅 (保留小面积通风口) 与分体式LED大灯, 悬浮式车顶设计, 隐藏式门把手	新款蓝山换装了全新轮毂样式, 并新增了“沧浪青”漆面颜色, 使车辆外观更加时尚和个性化
内饰	采用六座设计, 一二排标配NAPPA真皮座椅, 搭载了12.3英寸全液晶仪表+27英寸4K一体式大屏, 并且具有哈曼卡顿音响、双层隔音玻璃、手机无线充电、冷暖扶手箱等配置	采用了更为精致的组合式屏幕布局, 具体包括一块12.3英寸的独立全液晶仪表盘, 以及两块15.6英寸、分辨率为2.5K的LCD大屏 (分别用于中控和副驾驶娱乐)。高配车型还额外在后排安装了一块17.3英寸、3K分辨率的LCD娱乐屏, 屏幕边框变窄, 显示质感提升, 且操作流畅。
智能驾驶	搭载 Coffee Pilot 2.5辅助驾驶系统, 配备 25颗毫米波雷达、12颗超声波雷达、9颗摄像头。具备高速NOH、HWA高速辅助、自动泊车及疲劳监测等功能	新款蓝山在车顶增设了一颗128线激光雷达, 显著提升了车辆的智能驾驶感知能力。同时, 车辆还配备了单颗英伟达Orin-X芯片、800万像素双目摄像头、多颗300万像素摄像头以及毫米波雷达等, 全车共计提供了27个传感器。此外, 新款蓝山搭载Coffee OS 3。
动力续航	基于长城柠檬混动DHT技术, 搭载 1.5T高热效率发动机与前后双电机, 综合功率380kW (四驱版), 峰值扭矩933N·m, 零百加速4.9秒, CLTC纯电续航为180公里, 满油满电续航超 1200公里, 配备两档DHT变速箱, 四驱版带扭矩分配功能。	新款蓝山在动力架构上进行了升级, 引入了四档Hi4技术, 油电平衡得到优化; 添加了防晕车调教功能以及CDC的电控悬架, 车辆起步刹车都更加平稳, 但百米加速时间依旧保持在4.9秒

数据来源: 汽车之家, IT之家, 新浪汽车, 魏牌官网, 懂车帝, 兴业证券经济与金融研究院整理

## （二）全品牌落地中高阶智驾，WEY 牌新车带动高端化

全品牌均有中高阶智驾车型推出，上车速度在行业中名列前茅。公司有三个智驾平台，覆盖全品牌，2025 年开始陆续搭载到新车和改款上：（1）中阶智驾平台 ADC2.0 可实现城市记忆行车、高速 NOA、记忆泊车功能，预计最先搭载在二代枭龙 MAX 上，后续会搭载在哈弗和欧拉的其他改款上。（2）高阶智驾平台 ADC3.0 英伟达 OrinX 芯片开发，可实现城区 NOA 功能，已在蓝山上搭载，后续会搭载到 WEY 和坦克品牌的其他车型上。（3）超高阶智驾平台 ADC4.0 基于英伟达最新的 Thor 芯片开发，可实现城区 NOA，流畅度拟人度更好，预计在下半年首搭于 WEY 品牌的 SUV 新车。2025 年是头部车企快速落地中高阶智驾的大年，如比亚迪和吉利等车企都陆续发布智驾方案和车型，公司 3 月底 4 月初上市的二代枭龙 MAX 就可落地中高阶智驾，上车速度在行业中处于第一梯队。

**WEY 品牌新车周期有望上量，高端化带动量利齐升。**WEY 品牌 2025 年年内有望推出高山系列车型和 2 款 SUV，价格预计均在 30 万元。叠加蓝山改款持续放量，预计全年维度，WEY 品牌销量同比有较大提升。同时，一般而言，30 万元以上的车型盈利能力好于 20 万元以下车型，2025 年 WEY 品牌有望量利齐升。

图40、WEY 品牌现有车型梳理



数据来源：WEY 品牌官网，兴业证券经济与金融研究院整理

## 四、新车梳理与情景测算

新品角度: 坦克推出 **Hi4Z** 系列预计量利齐升, 高阶智驾赋能哈弗与 **WEY** 品牌。

(1) 坦克品牌推出 **Hi4Z** 系列产品, 有望覆盖更多泛越野消费者。(2) 哈弗品牌推出枭龙 **MAX** 改款等车型, 并有望搭载高速 **NOA** 功能, 产品力进一步升级。(3) **WEY** 品牌在蓝山继续放量的同时, 将推出高山改款和 2 款具有高阶智驾能力的 **SUV**。(4) 皮卡将推出换代产品, 欧拉推出好猫换代等车型。

中性假设下, 公司 **2025** 年利润有望达到 **161** 亿元, 若智能化赋能 **WEY** 与哈弗新车, 公司销量/营收/利润均有望超预期。我们结合对 **2025** 年国内外市场环境和公司新车周期进行测算, 预计: (1) 乐观情景下, 智能化赋能 **WEY** 与哈弗新车, 销量或超预期。**2025** 年公司国内销售/海外销售分别达到 **118** 万辆/**70** 万辆, 对应营收/归母净利润分别为 **3240** 亿元/**189** 亿元。(2) 中性情景下, 预计 **2025** 年公司国内销售/海外销售分别达到 **96** 万辆/**60** 万辆, 对应营收/归母净利润分别为 **2684** 亿元/**161** 亿元。(3) 悲观情景下, 若南美等海外市场拓展低于预期, 国内新车没有贡献太多增量, **2025** 年公司国内销售/海外销售分别达到 **80** 万辆/**50** 万辆, 对应营收/归母净利润分别为 **2198** 亿元/**138** 亿元。

表3、长城汽车 **2025** 年销量, 汽车业务营收与利润弹性测算

	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年		
				乐观	中性	悲观
销量 (万辆)	106.6	121.7	126.7	188	156	130
哈弗	49.7	48.6	39.9	55	45	40
WEY	2.5	3.3	5.2	15	10	5
坦克	12.4	13.6	17.9	25	22	20
皮卡	15.1	16.1	13.2	15	13	11
欧拉	9.6	8.5	5.3	8	6	4
内销合计	89.3	90.1	81.4	118	96	80
出口合计	17.3	31.6	45.3	70	60	50
营收 (亿元)	1373.4	1732.1	2078.0	3,240	2,684	2,198
利润 (亿元)	82.7	70.2	127.0	189.0	161.0	137.5

数据来源: 兴业证券经济与金融研究院测算

## 五、投资建议

出口增长趋势持续，预计俄罗斯销量平稳，**2025年南美与右舵市场贡献主要增量**。2024年长城在俄罗斯/南美/右舵市场分别销售22.9万辆/5.8万辆/7.5万辆。  
(1) 南美市场：2024年南美汽车市场销量约515万辆，长城汽车在南美/巴西销量约6万辆/3万辆，后续通过引入更多车型+本地化生产，公司有望在南美保持销量和利润高增长。  
(2) 右舵市场：2024年右舵市场汽车销量约1647万辆，长城在右舵市场销售7.5万辆，后续有望通过拓展印度/马来西亚等国家和推出大狗等更多产品提升销量。  
(3) 俄罗斯市场：2025年中性情形下预计俄罗斯市场总量下滑10%。地缘政治冲突结束后，考虑到美日欧系车企出清工厂，韩系与长城在俄价格带错位，预计公司销量潜在下滑的风险有限。同时由于公司实现了本地化生产，报废税影响相对较小。

**坦克与皮卡保持细分市场强竞争力，盈利继续向好。**  
(1) 坦克：**越野赛道竞争力强，Hi4Z锦上添花**。2023年开始“方盒子”细分市场快速扩容。2025年坦克品牌通过推出Hi4Z版本，覆盖专业越野+泛越野偏好的消费者，销量有望进一步提升。  
(2) 皮卡：**公司2022年起市占率45%以上，主销车型炮与风骏5量利稳定**。2024年皮卡车市场总销量约28.7万辆，长城汽车2021年-2024年的皮卡汽车市场占有率稳中有进，从43%提升至46%，长城皮卡畅销车型如炮和风骏7竞争力较强，预计保持量利稳定。

**哈弗与WEY边际改善，高端化+智能化赋能**。2022年-2024年，公司在主流价格带市场竞争乏力。2024年公司开始产品调整+渠道改革，蓝山与猛龙改款销量止跌并反弹。2025年开始，公司发力智能化，全品牌均有中高阶智驾车型推出，上车速度在行业中名列前茅。同时，WEY品牌新车周期有望上量，高端化或带动公司量利齐升。

**投资建议：出口与坦克趋势向上保障高盈利，哈弗与WEY积极变化有望提估值。**公司积极拓展南美与右舵市场，以及坦克品牌推出Hi4Z车型，销量与利润有望保持增长，目前估值处于低位。我们认为压制公司估值的核心因素在于内销转型，2025年哈弗与WEY较多新品推出，公司有望从“上一轮电动化竞争的落后生”，转变为“这一轮智能化竞争的优等生”，中性假设下，我们预计公司2024-2026年归母净利润为127.12亿元/158.78亿元/182.76亿元，维持“增持”评级。

**图41、乘用车相关标的财务与估值汇总（单位：亿元）**

股票代码	公司简称	总市值1 (A+H)	总收入			归母净利润			净利率			PS		PE	
			2023年	2024E	2025E	2023年	2024E	2025E	2023年	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
9868.HK	小鹏汽车	1645	307	424	836	-104	-60	-15	-34%	-14%	-2%	3.9	2.0		
2015.HK	理想汽车	2096	1239	1445	1928	117	80	131	9%	6%	7%	1.5	1.1	26	16
0175.HK	吉利汽车	1640	1798	2428	3195	53	162	128	3%	7%	4%	0.7	0.5	10	13
002594.SZ	比亚迪	11254	6029	7617	9453	300	393	521	5%	5%	6%	1.5	1.2	29	22
601633.SH	长城汽车	1968	1732	2076	2684	70	127	157	4%	6%	6%	0.9	0.7	15	13
601127.SH	赛力斯	1931	349	1462	1879	-24	60	102	-7%	4%	5%	1.3	1.0	32	19
600733.SH	北汽蓝谷	470	143	182	460	-54	-62	-32	-38%	-34%	-7%	2.6	1.0		
000625.SZ	长安汽车	1144	1465	1719	2023	113	64	88	8%	4%	4%	0.7	0.6	18	13

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理；注：总市值按照 2025 年 3 月 17 日收盘价估计，以 wind 总市值 1 为准，长城汽车以外公司收入与利润预测采用 wind 一致估计，港币汇率按照 0.94 折算，单位统一为人民币。

## 六、风险提示

**新车销量不及预期。**长城汽车预计 2025 年推出较多新产品，如二代枭龙 MAX、好猫换代等，新产品销量存在不及预期的可能。

**海外经营政策风险。**长城汽车 2024 年海外销量超 40 万辆，2025 年有望达到 60 万辆，公司在海外销售受当地税收等政策影响较大。如果出现更多国家对中国汽车加征关税，公司在海外的销量和盈利有不及预期的风险。

**新工厂投产节奏不及预期。**长城汽车在巴西等地建立本土化生产工厂，海外工厂建设的节奏受到地方政策、务工环境、供应链体系的影响较大，新工厂投产节奏存在不及预期的可能。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>118584</b>	<b>142777</b>	<b>182203</b>	<b>215196</b>
货币资金	38337	48191	61950	77041
交易性金融资产	4112	4512	4912	5312
应收票据及应收账款	10145	12110	15657	18099
预付款项	3873	5040	6543	7597
存货	26628	32668	42410	49237
其他	35489	40256	50730	57909
<b>非流动资产</b>	<b>82686</b>	<b>81018</b>	<b>80394</b>	<b>80045</b>
长期股权投资	10751	11251	11751	12251
固定资产	30235	31903	33502	33782
在建工程	6477	3739	2369	1685
无形资产	11310	10127	8794	8100
商誉	28	28	28	28
其他	23885	23970	23950	24200
<b>资产总计</b>	<b>201270</b>	<b>223795</b>	<b>262598</b>	<b>295241</b>
<b>流动负债</b>	<b>110835</b>	<b>126411</b>	<b>157921</b>	<b>179955</b>
短期借款	5701	5701	5701	5701
应付票据及应付账款	68486	79336	102996	119577
其他	36648	41374	49224	54677
<b>非流动负债</b>	<b>21926</b>	<b>19053</b>	<b>18053</b>	<b>17053</b>
长期借款	13286	10286	9286	8286
其他	8640	8767	8767	8767
<b>负债合计</b>	<b>132762</b>	<b>145464</b>	<b>175975</b>	<b>197008</b>
股本	8498	8563	8563	8563
未分配利润	52729	58808	66509	75374
少数股东权益	8	10	13	17
<b>股东权益合计</b>	<b>68509</b>	<b>78331</b>	<b>86623</b>	<b>98233</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>201270</b>	<b>223795</b>	<b>262598</b>	<b>295241</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	7022	12712	15878	18276
折旧和摊销	7828	9824	10479	10204
营运资金的变动	3679	742	6244	4532
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>17754</b>	<b>22307</b>	<b>31418</b>	<b>31581</b>
资本支出	-16229	-6401	-8377	-8377
长期投资	4223	-1150	-1150	-1150
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-10451</b>	<b>-6470</b>	<b>-8285</b>	<b>-8076</b>
债权融资	18988	-2253	-1000	-1000
股权融资	682	0	6	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1052</b>	<b>-5896</b>	<b>-9373</b>	<b>-8414</b>
现金净变动	8374	9854	13759	15091

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>173212</b>	<b>207592</b>	<b>268401</b>	<b>310262</b>
营业成本	140773	168005	218110	253221
税金及附加	5986	6435	8320	9618
销售费用	8285	8926	11273	12721
管理费用	4735	4775	6173	6205
研发费用	8054	8823	11407	13186
财务费用	-126	398	321	505
投资收益	761	1038	1342	1551
公允价值变动收益	-26	0	0	0
信用减值损失	-62	0	0	0
资产减值损失	-488	5	5	5
<b>营业利润</b>	<b>7201</b>	<b>13349</b>	<b>16828</b>	<b>19464</b>
营业外收支	623	623	623	623
<b>利润总额</b>	<b>7824</b>	<b>13972</b>	<b>17451</b>	<b>20087</b>
所得税	801	1257	1571	1808
净利润	7023	12715	15881	18279
少数股东损益	1	2	3	3
<b>归属母公司净利润</b>	<b>7022</b>	<b>12712</b>	<b>15878</b>	<b>18276</b>
<b>EPS 元</b>	<b>0.82</b>	<b>1.48</b>	<b>1.85</b>	<b>2.13</b>

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	26.1%	19.8%	29.3%	15.6%
营业利润增长率	-9.6%	85.4%	26.1%	15.7%
归母净利润增长率	-15.1%	81.0%	24.9%	15.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	18.7%	19.1%	18.7%	18.4%
归母净利率	4.1%	6.1%	5.9%	5.9%
ROE	10.3%	16.2%	18.3%	18.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	66.0%	65.0%	67.0%	66.7%
流动比率	1.07	1.13	1.15	1.20
速动比率	0.75	0.80	0.82	0.86
<b>营运能力</b>				
资产周转率	89.6%	97.7%	110.4%	111.2%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.82	1.48	1.85	2.13
每股经营现金	2.07	2.61	3.67	3.69
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	32.2	17.8	14.2	12.4
PB	3.3	2.9	2.6	2.3

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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%
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业评级	推荐	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	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn