

长城汽车(601633)

报告日期: 2025年08月31日

## 聚焦产品优势, 开拓“高端+海外”差异化新赛道

### ——长城汽车深度报告

#### 投资要点

- 产品定位清晰, 聚焦哈弗 SUV+硬派越野+高端新能源细分赛道, 打造差异化竞争优势。插混技术服务于品牌建设, Hi4/Hi4-T 主打高性价比四驱混动系统, 助力突出产品个性化标签定位。依托国内较强产品实力, 开拓高毛利海外汽车市场, 提升公司整体盈利能力。**
- 全球化产业布局, 依托强产品力打开高毛利海外汽车市场, 2025 第一季度各指标稍有下降**  
 2024 年公司毛利率水平达到 19.51%, 海外市场毛利率达到 18.8%。  
 2024 年公司汽车出口销量的快速增长, 叠加海外市场高毛利率, 成为拉动公司业绩快速增长的核心动力。另外, “产研销”一体化全球布局, “长期主义”贯穿海外高质量发展。  
 2025 年 Q1 营业收入 400.19 亿元, 同比下降 6.63%; 归母净利润 17.51 亿元, 同比下降 45.60%; 毛利率 17.84%, 净利率 4.38%。各指标下降的主要原因是报告期处于产品换代升级周期, 销量同比下降, 且直营体系建设投入增加。
- 插混技术服务于品牌, Hi4/Hi4-T/Hi4-z 插混技术赋能打造差异化竞争优势**  
 2023 年公司正式推出全新智能四驱电混 Hi4 系统, 四驱的体验, 两驱的价格。采用前后轴双电机串并联四驱架构, 实现 3 擎 9 模智能动态切换, 主打更具性价比的四驱效果, 结合自身哈弗 SUV 等车型产品定位, 打造差异化竞争优势。另外推出坦克平台专用 Hi4-T、Hi-4Z 插混技术, 助力坦克车型在硬派越野领域抢占更多市场份额。
- 坦克车型聚焦硬派越野细分市场, 打造高端品牌**  
 2024 年全年国内硬派越野车型销量第一为坦克 300, 共计 7.4 万辆, 占据着该细分市场相当可观的份额。且随着硬派越野车型的逐渐丰富, 该细分市场有望进一步扩大。坦克车型借助 Hi4-T、Hi-4Z 插混系统扩大产品竞争优势, 打造硬派越野高端品牌。
- 盈利预测与估值**  
 预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 2427.1/2825.8/3458.1 亿元, YOY 为 20.0%/16.4%/22.4%; 预计 2025-2027 年归母净利分别为 169.25/193.75/235.67 亿元, YOY 为 33.35%/14.48%/21.64%, EPS 为 1.98/2.26/2.75 元/股, 对应 PE 为 13.07/11.42/9.39 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示**  
 新能源汽车渗透不及预期; 整车价格竞争加剧; 智能驾驶发展不及预期; 海外出口政策变化等。

#### 投资评级: 买入(首次)

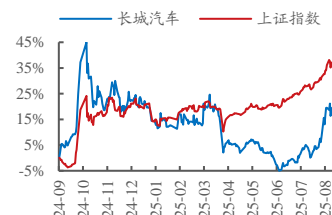
分析师: 刘巍  
 执业证书号: S1230524040001  
 liuweio3@stocke.com.cn

分析师: 白浪  
 执业证书号: S1230525010003  
 bailang@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 25.85
总市值(百万元)	221,248.76
总股本(百万股)	8,558.95

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《【浙商汽车刘文婷】长城汽车动态分析: 缺芯下依然强势增长》 2021.06.11
- 2 《【浙商汽车】长城汽车季报点评: 原材料挤压利润, 新品有望持续放量》 2021.04.21
- 3 《【浙商汽车】长城汽车 3 月销量点评: 产品周期强势, 销量持续高增长》 2021.04.09

## 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	202195.47	242708.36	282584.78	345809.07
(+/-) (%)	16.73%	20.04%	16.43%	22.37%
归母净利润	12692.20	16924.67	19374.99	23567.12
(+/-) (%)	80.76%	33.35%	14.48%	21.64%
每股收益(元)	1.48	1.98	2.26	2.75
P/E	17.43	13.07	11.42	9.39
ROE	17.21%	19.60%	19.07%	19.70%

资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 公司介绍</b>	<b>6</b>
1.1 发展历程	6
1.2 股权结构	7
1.3 产品定位清晰，打造差异化竞争优势	8
1.4 财务分析	9
<b>2 汽车全球化产业布局，“产研销”一体齐头并进</b>	<b>11</b>
2.1 “产研销”一体全球化发展，开拓海外汽车市场新赛道	11
2.2 聚焦优势产品，快速开拓差异化优势汽车市场	13
2.3 俄罗斯汽车市场规模逐渐恢复，前瞻布局抓住机遇	14
2.4 巴西汽车市场替代空间大，本土建厂发挥竞争优势	15
<b>3 插混技术服务于品牌，共同打造差异化竞争优势</b>	<b>16</b>
3.1 柠檬混动 DHT 迭代为 Hi4/Hi4-T/Hi4-Z 四驱混动系统	16
3.2 坦克借助 Hi4-T、Hi4-Z 插混系统扩大产品竞争优势	19
<b>4 魏牌全新高山，开启家庭 MPV 新时代</b>	<b>20</b>
4.1 高山：四驱混动中大型家庭 MPV	20
4.2 全新高山兼顾动力与性能、安全与防护	20
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>21</b>
5.1 盈利预测	21
5.2 估值与投资建议	22
<b>6 风险提示</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 长城汽车发展历程.....	7
图 2: 长城汽车实际控制人为魏建军先生 (截止 2025 年一季度报) .....	7
图 3: 长城汽车主要品牌矩阵.....	8
图 4: 长城汽车产品矩阵.....	9
图 5: 多品牌助力电动智能化转型.....	9
图 6: 坦克、长城皮卡、欧拉等占比逐渐提升.....	9
图 7: 2025Q1 公司营业收入 400.19 亿元, 同比下降 6.63%.....	10
图 8: 2025Q1 公司单车营收达到 15.6 万元.....	10
图 9: 2024 公司归母净利润为 126.92 亿元, 同比增长 80.76%.....	10
图 10: 公司归母净利润增长迅速.....	10
图 11: 公司近三年毛利率明显改善.....	11
图 12: 2024 年公司单车毛利达到 3.2 万元, 提升明显.....	11
图 13: 2024 年海外汽车销量为 45.3 万辆, 同增 43.4%.....	11
图 14: 海内外市场毛利水平及毛利率.....	11
图 15: 长城汽车海外高质量发展四大阶段.....	12
图 16: 公司在欧亚地区、泰国、巴西拥有 3 个全工艺整车生产基地.....	12
图 17: 2023 年长城汽车出口主要以哈弗品牌为主.....	13
图 18: 2023 年长城汽车哈弗出口占比为 70.1%.....	13
图 19: 2024 年公司汽车出口主要去向为俄罗斯.....	14
图 20: 2024 年公司汽车俄罗斯出口量占总出口的 50.4%.....	14
图 21: 2024 年俄罗斯汽车销量 155 万辆, 同增 65%.....	14
图 22: 2024 年俄罗斯品牌销量排行榜中, 哈弗位列第二.....	14
图 23: 俄罗斯本土畅销车型 LADA NIVA (起售价: 11.1 万元) .....	15
图 24: 俄罗斯本土畅销车型 LADA NIVA 内饰设计.....	15
图 25: 俄罗斯市场畅销车型哈弗初恋 (起售价: 24.9 万元) .....	15
图 26: 俄罗斯市场畅销车型哈弗初恋内饰设计.....	15
图 27: 巴西近几年汽车市场规模约为 230 万辆上下.....	16
图 28: 2024 年巴西汽车市场竞争格局.....	16
图 29: 2024 年巴西汽车市场各种车型结构占比.....	16
图 30: 巴西汽车市场畅销车型——菲亚特 Strada.....	16
图 31: 柠檬混动: 两档 DHT 混动系统.....	17
图 32: 柠檬混动核心部件.....	17
图 33: 前后桥 P2+P4 电机四驱系统更具性价比.....	18
图 34: Hi4“三擎九模”应对不同工况.....	18
图 35: Hi4-T 油电并联, 保证动力持续强劲.....	18
图 36: 9HAT 混动专用变速箱实现与电机的集成设计.....	18
图 37: Hi4-Z 架构示意图.....	19
图 38: 2023 年国内硬派越野市场销量约为 22.3 万辆.....	19
图 39: 2024 年全年国内硬派越野车型销量第一为坦克 300 (辆) .....	19
图 40: 长城坦克 400 Hi4-T (售价: 28.98 万元起) .....	20
图 41: 丰田普拉多 (售价: 45.98 万元起) .....	20
图 42: 全新高山 8 .....	20

图 43: 全新高山 9 .....	20
图 44: 全新高山标配 Hi4-T 性能版 .....	21
图 45: 全新高山标配健康安全设计 .....	21
表 1: 长城汽车盈利预测 (亿元) .....	22
表 2: 可比公司估值表 .....	23
表附录: 三大报表预测值 .....	24

## 1 公司介绍

### 1.1 发展历程

长城汽车前身为长城工业公司，成立于1984年，拥有40年造车历史，是国内SUV和皮卡制造头部企业。作为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，旗下拥有哈弗、魏牌、欧拉、坦克及长城皮卡五大核心品牌。公司打造以能源、智能化为导向的森林生态体系，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。

**成功打造长城皮卡和哈弗SUV品牌。**公司于1997年第一批长城皮卡出口中东，拉开了中国汽车进军海外的序幕。1998年长城工业公司进行改制，正式更名为长城汽车有限责任公司；2000年长城内燃机制造有限公司成立，成为自主品牌最早拥有核心动力的企业；2001年改制成立长城汽车股份有限公司；2002年赛弗SUV首开中国经济SUV先河，进入当年全国SUV市场前三名；2003年成为国内首家在香港H股上市的民营汽车企业；2004年，公司皮卡连续7年中国市场销量第一，SUV连续两年在SUV市场销量第一；2005年，10万辆生产基地竣工，哈弗投产；2011年08月，长城汽车天津生产基地正式启动，首款智能SUV哈弗H6成功上市；2011年成功在A股上市；2013年，哈弗品牌正式独立，进入哈弗与长城双品牌时代。

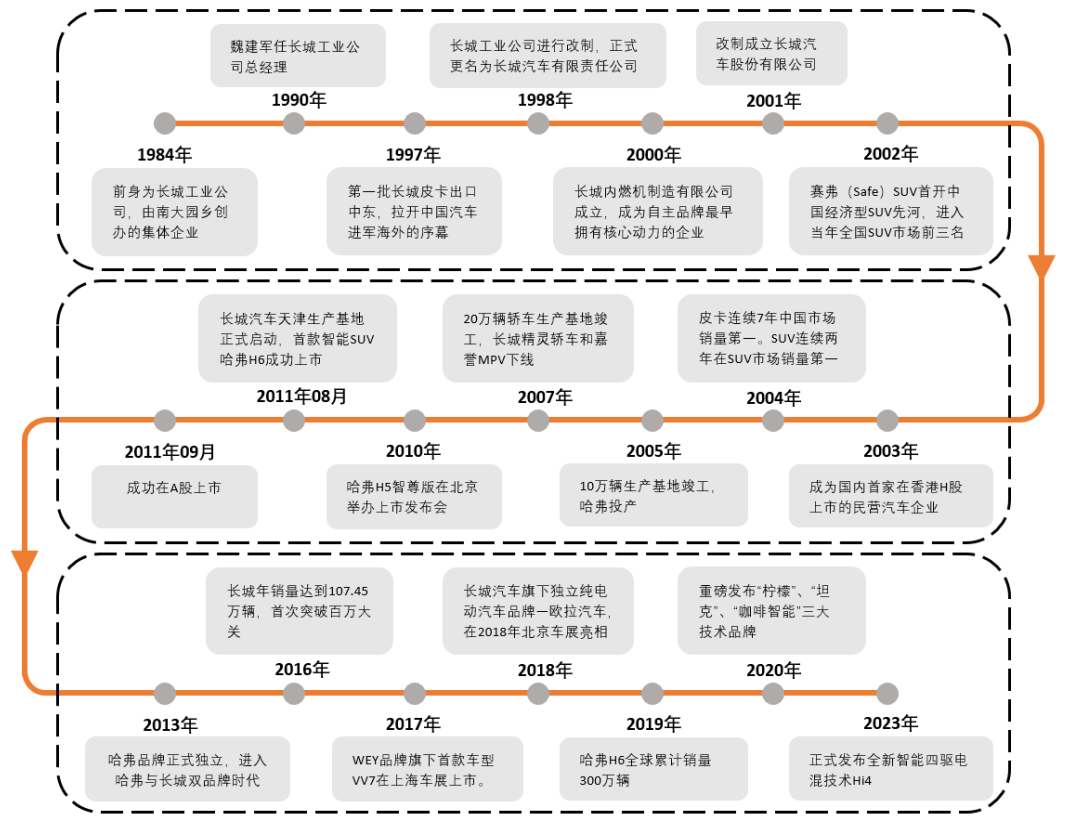
**推进多品牌战略，加快向电动智能化转型。**2016年，长城年销达到107.45万辆，首次突破百万大关；2017年，WEY品牌旗下首款车型VV7在上海车展上市；2018年，长城汽车旗下独立纯电动汽车品牌—欧拉汽车，在北京车展亮相；2019年，哈弗H6全球累计销量300万辆；2020年，重磅发布“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”三大技术品牌；2023年，正式发布全新智能四驱电混技术Hi4，加快向电动智能化转型。

**拥有全球化研发中心，在全球范围内布局10个技术中心。**分别位于中国保定、上海、德国、日本、美国、印度、奥地利和韩国等国家。形成了以保定为中心，涵盖欧洲、亚洲、北美的“七国十地”全球化研发布局。在新能源核心技术上一直保持高质量的研发投入和技术积累，完成了完整的新能源核心产业链布局，同时围绕动力、新能源、智能座舱、自动驾驶、智能底盘等领域，已立项前瞻性项目110多项。

**生产布局方面，实行国内、海外“双轮驱动”，形成“10+3+N”的全球化生产布局。**在全球范围内拥有多家整车及KD工厂，国内，保定、徐水、天津、重庆永川、平湖、泰州、荆门等多个生产基地，涵盖SUV、轿车、皮卡、MPV多款车型的生产；在海外，东南亚、欧亚、中南美等地建有3个整车生产基地，还通过合作、收购等方式，在多地设立了KD组装工厂，进一步扩大全球生产网络。

**营销领域，打造覆盖全球的销售服务网络，目前海外市场已覆盖170多个国家和地区，海外销售渠道超过1300家。**通过重构组织经营体系和机制变革、改善终端服务品质、数字化营销升级，建立行业领先、运营质量卓越的销售服务体系，将优质服务体验贯穿用户从购车到用车的全生命周期。

图1: 长城汽车发展历程

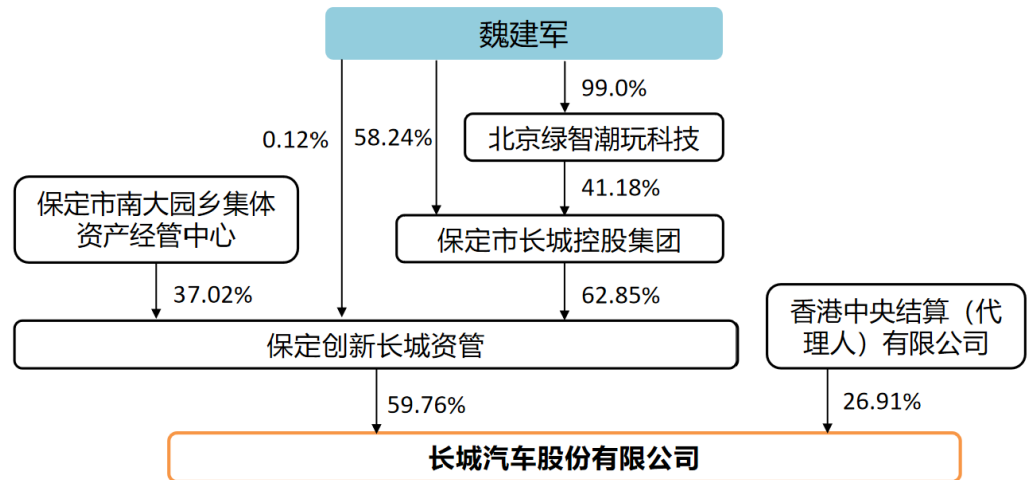


资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

## 1.2 股权结构

公司实际控制人为魏建军先生, 股权相对集中, 有利于公司决策。魏建军先生自1990年加入保定长城汽车工业公司, 2001年6月至今任公司董事长, 负责集团整体战略规划及业务发展。整体上, 公司管理层经验丰富, 具有长期汽车行业工作经验, 有利于充分把握汽车行业发展机遇。

图2: 长城汽车实际控制人为魏建军先生 (截止2025年一季度报)



资料来源: 2025年一季度报、Wind、浙商证券研究所

### 1.3 产品定位清晰，打造差异化竞争优势

长城汽车产品定位清晰，瞄准优势细分市场打造差异化竞争。公司旗下主要分为5大品牌阵营，分别为哈弗、魏牌、欧拉、坦克和长城皮卡。哈弗品牌主打以“城市+越野+轻越野”的SUV全品类阵容，定位为全球SUV专家。2023年进行了品牌战略扩容，正式推出全新的新能源产品序列。魏牌以高山+蓝山组成“大六/七座双旗舰”，持续夯实智能新能源品牌形象。欧拉品牌定位为女性市场，践行“更爱女人的新能源汽车”理念，打造差异化竞争优势。坦克品牌以“越野+新能源”为主要技术路线，主打硬派越野SUV细分市场，成为兼顾城市与越野、商务与家用、豪华又节能的新选择。长城皮卡主要分为长城炮、风骏两个子品牌，长城炮基于长城汽车悠久的皮卡造车历史，打造中国高端皮卡品牌，结合Hi4-T引领“皮卡4.0全场景智能新能源”时代。

图3：长城汽车主要品牌矩阵

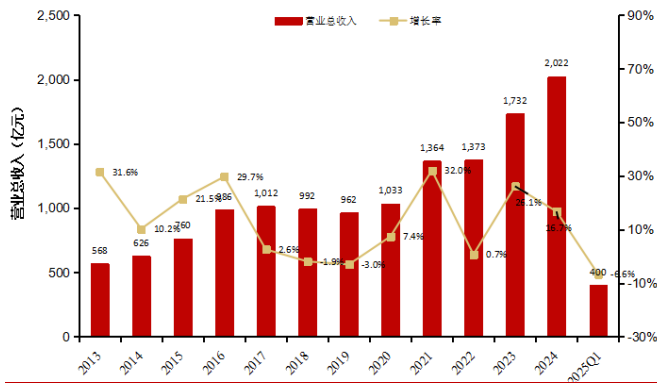


资料来源：公司官网、懂车帝、浙商证券研究所

长城汽车逐渐布局高端市场，价格区间通过坦克、魏牌等突破20万价格区间。整体上，哈弗品牌主要定位为20万以下SUV市场，主打经济性家庭用车场景，主要分为H系列、大狗和龙系列，主要从偏家庭用的H系列，向新能源化、轻越野化的大狗和龙系列过渡，通过与市场主流车型进行差异化竞争。魏牌系列车型主要定位于20万以上高端市场，如拿铁、摩卡、蓝山、高山等车型。欧拉价格带主要分布在10~25万主流价格带区间，主打女性用车细分市场。坦克车型借助公司多年开发经验，成功站稳20万以上高端市场，近期加持Hi4-T、Hi4-Z插混技术，增长明显。

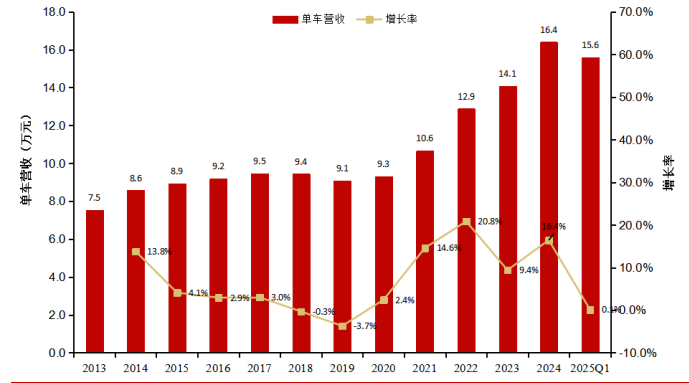


图7: 2025Q1 公司营业收入 400.19 亿元, 同比下降 6.63%



资料来源: Wind、浙商证券研究所

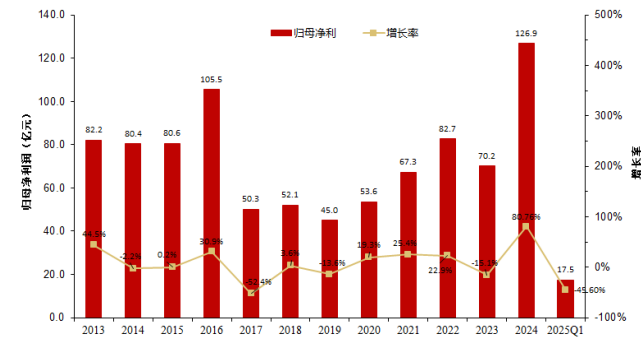
图8: 2025Q1 公司单车营收达到 15.6 万元



资料来源: Wind、公司公告、浙商证券研究所

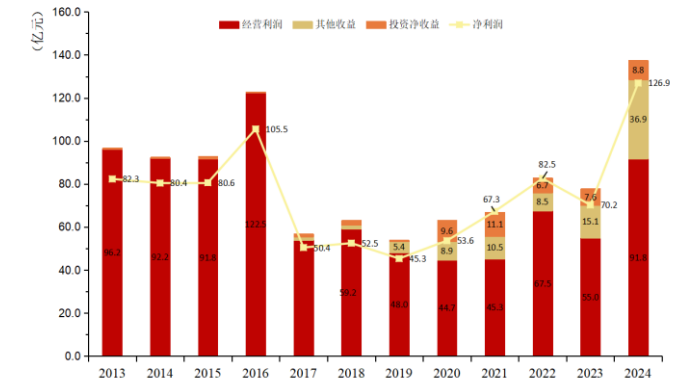
2024 公司归母净利润为 126.92 亿元, 同比上升 80.76%。公司经营改善成为利润快速增长的主要驱动力。其他收益为 36.9 亿元, 同比增长 144.05%。投资净收益为 8.8 亿元, 较为稳健。

图9: 2024 公司归母净利润为 126.92 亿元, 同比增长 80.76%



资料来源: Wind、浙商证券研究所

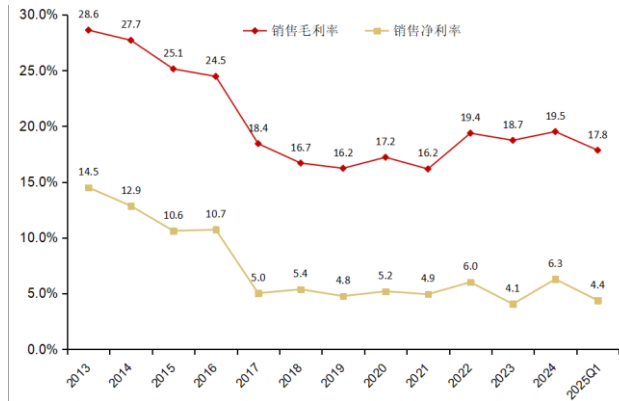
图10: 公司归母净利润增长迅速



资料来源: 公司公告、Wind、浙商证券研究所

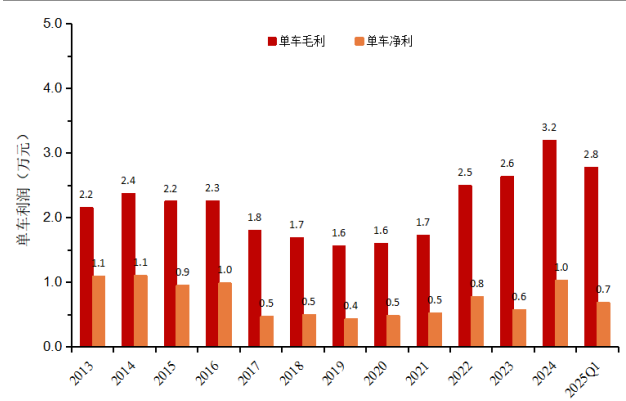
2021-2024 年, 公司毛利率持续提升, 盈利能力明显改善。公司毛利率水平从 2021 年的 16.2% 提升至 2024 年的 19.5%, 上升 3.3 个百分点, 盈利能力提升明显; 净利率水平从 4.9% 提升至 6.3%, 上升 1.4 个百分点。从单车来讲, 单车毛利从 1.7 万元提升至 3.2 万元, 实现了大幅增长; 单车净利从 0.5 万元提升至 1 万元, 实现翻倍增长, 主要得益于公司高端车型占比提升以及海外市场带来的较高利润。

图11: 公司近三年毛利率明显改善



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图12: 2024年公司单车毛利达到3.2万元,提升明显

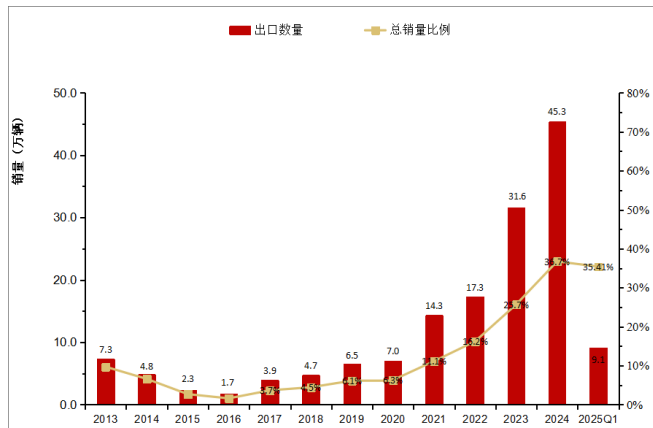


资料来源: Wind、公司公告、Marklines、浙商证券研究所  
单车净利=净利润/销量

汽车出口单车高毛利结合海外销量的快速提升成为公司业绩快速增长的核心驱动力。

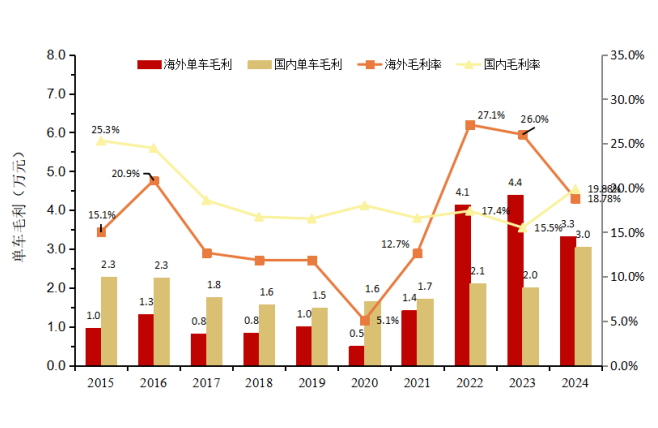
2024年,公司共计出口45万辆,同比增长43.4%,占总销量比例约为36.7%。2024年海外毛利率为18.78%,国内毛利率为19.88%。2020年以来,公司逐渐加强汽车出口业务,海外汽车销量占比逐渐提高。从单车毛利的角度来讲,海外市场单车毛利达到3.3万元,而国内市场单车毛利为3万元。海外市场销售占比的提升,结合海外市场高毛利水平,成为公司业绩快速增长的核心驱动因素。

图13: 2024年海外汽车销量为45.3万辆,同增43.4%



资料来源: 公司公告、Wind、浙商证券研究所

图14: 海内外市场毛利水平及毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、浙商证券研究所

## 2 汽车全球化产业布局,“产研销”一体齐头并进

### 2.1 “产研销”一体全球化发展,开拓海外汽车市场新赛道

公司坚持海外高质量发展,“长期主义”贯穿其中。1997年开始,长城汽车首批皮卡出口中东,开启出海漫漫路;2005年海外KD组装业务起步,“生态出海”战略雏形渐始,并创造中国品牌出口欧盟纪录;2013-2014年,在澳大利亚、欧亚地区、南非哈弗子公司分别成立;2014年陆续建立欧亚工厂、泰国、巴西投建全工艺工厂,开启海外全产业链布局;2015~2019年哈弗品牌在澳大利亚、南非、欧亚地区、厄瓜多尔、智利、沙特等市

场上市；2021年收购巴西伊拉塞马波利斯工厂；2023年深化一个长城运营战略，登陆墨西哥市场，发布长期主义投资战略。

图15：长城汽车海外高质量发展四大阶段



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

长城汽车在欧亚地区、泰国、巴西拥有3个全工艺整车生产基地。欧亚地区项目总投资5亿美元，历时4年，规划年产15万辆，本地化率达到65%，涵盖冲压、焊接、涂装、总装四大生产工艺，是长城汽车海外首家全工艺整车制造工厂；泰国罗勇新能源工厂是公司第二个海外全工艺整车制造工厂，占地面积65.88万平方米，初期规划年产能达8万辆，实现本地化率达40%；巴西伊拉塞马波利斯工厂于2016年建成，占地面积1875亩，配套资源丰富。另外，在厄瓜多尔、巴基斯坦等地拥有多家KD工厂，积极布局全球市场，抢占全球市场份额。

图16：公司在欧亚地区、泰国、巴西拥有3个全工艺整车生产基地



欧亚地区工厂



泰国罗勇新能源工厂



巴西伊拉塞马波利斯工厂

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

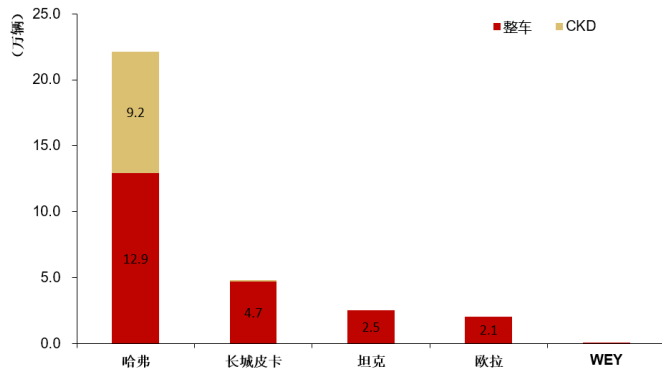
**建立涵盖欧洲、亚洲、北美的全球化研发布局。**长城汽车先后在日本、美国、印度、加拿大、奥地利和韩国设立海外研发中心，在中国保定、北京、上海、江苏构建以中国总部为核心，涵盖欧洲、亚洲、北美的全球化研发布局。

**公司在国内和海外具备较为完善的销售网络。**哈弗品牌运营国内市场有 1000 余个 4S 店，200 余个城市展厅，1500 个专营店。全国地级行政区覆盖率 100%；县级市场销售服务网点覆盖率高达 80%。在国际市场，长城汽车销售网络覆盖欧亚地区、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，海外渠道已达 1000 家。在澳大利亚、南非、中东等重点市场建立海外配件中心库，满足售后市场需求，提升客户满意度。整体上，可以划分为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。

## 2.2 聚焦优势产品，快速开拓差异化优势汽车市场

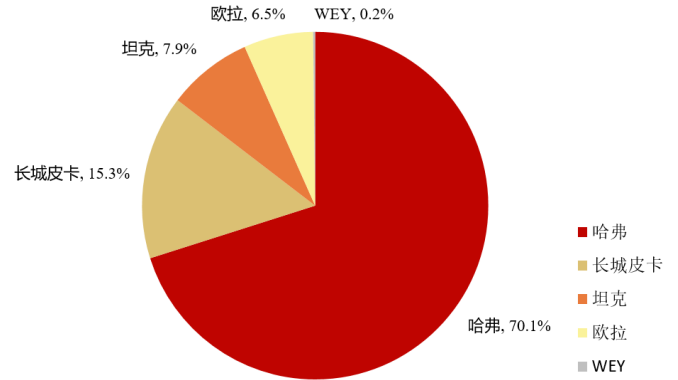
**公司汽车出口目前仍主要以哈弗为主。**2023 年长城汽车共计出口 31.6 万辆，其中哈弗品牌共计出口 22.1 万辆，占比为 70.1%，其中 CKD 出口约为 9.2 万辆。长城皮卡出口 4.8 万辆，占比为 15.3%，其中整车出口 4.72 万辆；坦克出口 2.5 万辆，占比为 7.9%。品牌结构上来讲，哈弗、长城皮卡、坦克为出口的核心品牌。从出口量比较大的车型有哈弗 H6、哈弗初恋、坦克 300、坦克 500 以及海外工厂生产的特供车型等。

图17：2023 年长城汽车出口主要以哈弗品牌为主



资料来源：乘联会、浙商证券研究所

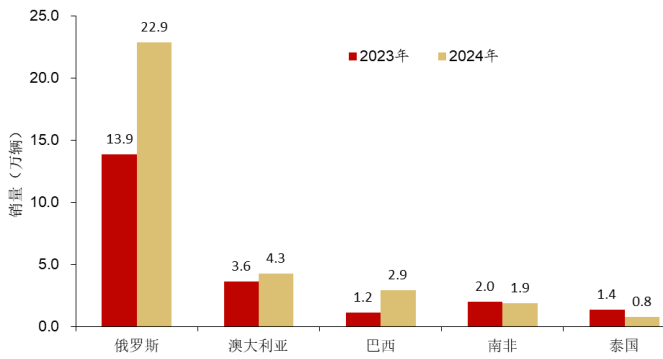
图18：2023 年长城汽车哈弗出口占比为 70.1%



资料来源：乘联会、浙商证券研究所

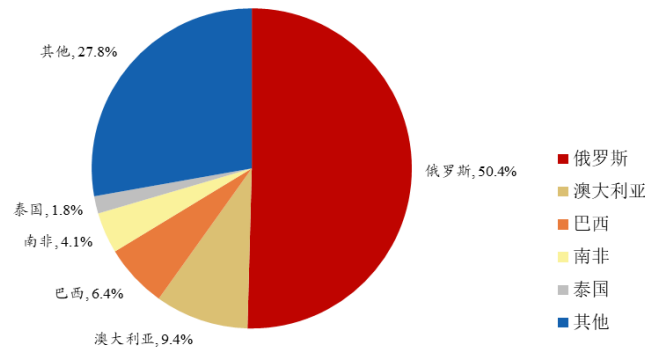
**公司汽车出口主要去向为俄罗斯、澳大利亚、巴西等地。**2024 年公司汽车在俄罗斯市场销量达到 22.9 万辆，占公司总出口量的 50.4%。由此可见，俄罗斯市场为公司汽车出口的核心市场。另外，2024 年澳大利亚市场销量为 4.3 万辆，占总出口量的 9.4% 左右。同时，巴西、南非、泰国等地同样有所开拓。

图19: 2024年公司汽车出口主要去向为俄罗斯



资料来源: Marklines、浙商证券研究所

图20: 2024年公司汽车俄罗斯出口量占总出口的50.4%

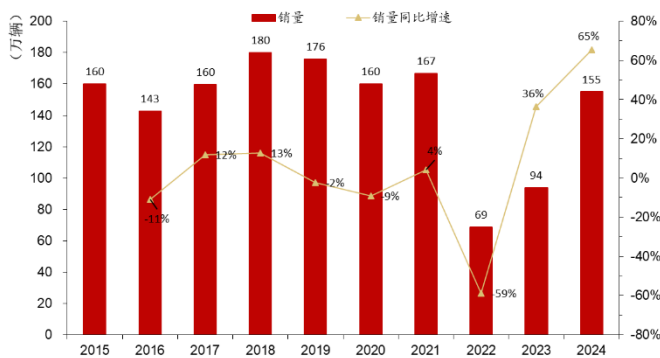


资料来源: Marklines、浙商证券研究所

### 2.3 俄罗斯汽车市场规模逐渐恢复, 前瞻布局抓住机遇

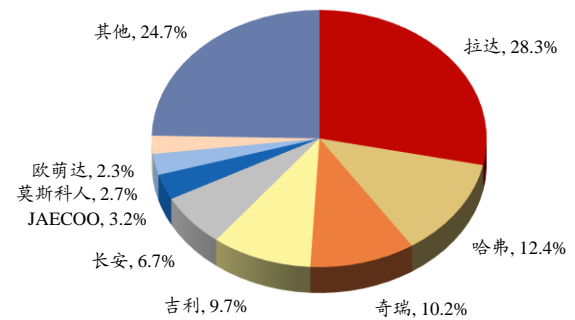
2024年俄罗斯汽车销量约为155万辆, 同比增长65%, 市场规模有所恢复。2021年前俄罗斯汽车市场规模约为170万辆上下, 之后由于各种原因, 2022年下降至69万辆左右。近几年由于经济环境改善, 汽车消费能力有所恢复。2024年1-12月份, 俄罗斯汽车市场销售达到155万辆, 同比增长65%。从结构上来讲, 随着欧系、韩系车型在俄罗斯市场的逐渐退出, 市场份额逐渐被中国自主品牌占领。根据中汽数研数据, 2024年, 俄罗斯品牌销量前八名中, 有5家来自中国自主品牌。随着俄罗斯市场规模的逐渐恢复, 我国自主品牌在俄汽车销售量有望逐步提升。

图21: 2024年俄罗斯汽车销量155万辆, 同增65%



资料来源: Marklines、中汽数研、浙商证券研究所

图22: 2024年俄罗斯品牌销量排行榜中, 哈弗位列第二



资料来源: 中汽数研、浙商证券研究所

自主品牌车型在内外饰设计、电动智能化方面领先俄罗斯本土品牌。俄罗斯本土汽车品牌主要为LADA, 其畅销车型如LADA NIVA, 轴距约为2450mm, 车型长度为4099mm, 定位为紧凑型SUV车型, 本土起售价为123.4万卢布, 约合人民币为11.07万人民币(以8月18日的汇率进行换算), 其内饰设计风格较为陈旧。相对而言, 长城汽车在俄罗斯畅销车型, 如哈弗初恋, 轴距约2700mm, 车身长度为4472mm, 定位为紧凑型SUV车型, 其内外饰设计风格相对较为现代, 在俄起售价约为277.9万卢布, 约合人民币24.93万元(以8月18日的汇率进行换算)。其较强的产品实力支撑终端销售价格。

图23: 俄罗斯本土畅销车型 LADA NIVA (起售价: 11.1 万元)



资料来源: LADA 官网、浙商证券研究所

图24: 俄罗斯本土畅销车型 LADA NIVA 内饰设计



资料来源: LADA 官网、浙商证券研究所

图25: 俄罗斯市场畅销车型哈弗初恋 (起售价: 24.9 万元)



资料来源: 懂车帝、浙商证券研究所

图26: 俄罗斯市场畅销车型哈弗初恋内饰设计

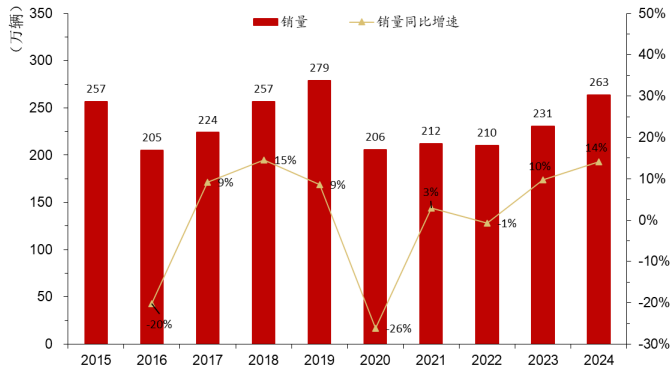


资料来源: 懂车帝、浙商证券研究所

## 2.4 巴西汽车市场替代空间大，本土建厂发挥竞争优势

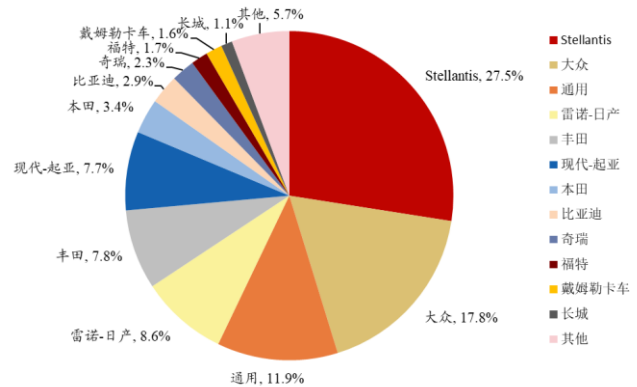
巴西汽车市场规模约为 230 万辆左右，市场主要被欧美系、日韩系车企所占据。巴西作为南美洲面积最大的国家，拥有较大的汽车市场。2024 年，巴西共计销售 263 万辆汽车，整体汽车销量较为稳健。市场结构来看，主要为欧美系、日韩系占比较大，如 Stellantis 所占市场比例为 27.5%，大众集团为 17.8%，通用集团为 11.9%，欧美系、日韩系所占市场份额共计约 88%。而国内自主品牌，如比亚迪、奇瑞、长城等目前所占市场份额较低，未来仍有较大的拓展空间。

图27: 巴西近几年汽车市场规模约为 230 万辆上下



资料来源: Marklines、浙商证券研究所

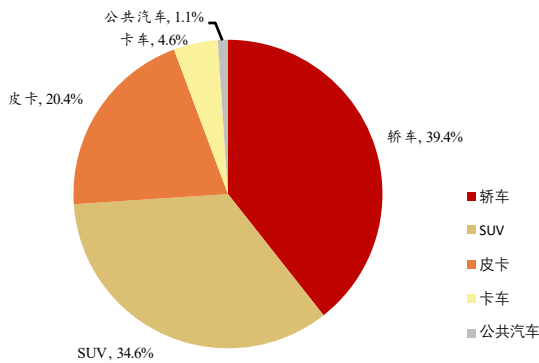
图28: 2024 年巴西汽车市场竞争格局



资料来源: Marklines、浙商证券研究所

巴西汽车市场更加青睐皮卡和 SUV，该特征符合长城汽车优势车型。2024 年，巴西汽车中皮卡占比为 20.4%，占比较高；SUV 车型占比为 34.6%，轿车占比为 39.4%。在巴西市场比较畅销的车型如菲亚特 Strada，本地起售价约合人民币 8.2 万元，既能满足载客的需求，又可以满足载货的需求，较为适合巴西的应用场景。而长城汽车在皮卡车型以及 SUV 车型方面较强的技术沉淀，有望打开巴西汽车市场，未来发展前景广阔。

图29: 2024 年巴西汽车市场各种车型结构占比



资料来源: Marklines、浙商证券研究所

图30: 巴西汽车市场畅销车型——菲亚特 Strada



资料来源: 懂车帝、浙商证券研究所

### 3 插混技术服务于品牌，共同打造差异化竞争优势

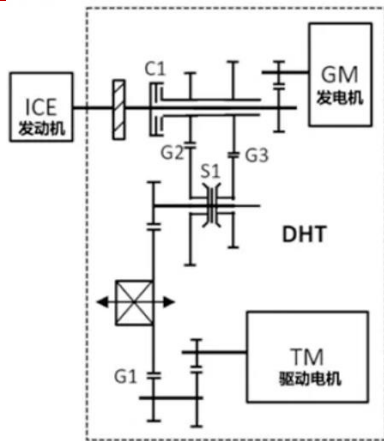
#### 3.1 柠檬混动 DHT 迭代为 Hi4/Hi4-T/Hi4-Z 四驱混动系统

柠檬混动 DHT 系统是一种高度集成的、高效能、多模油电混动系统。2020 年 12 月，长城汽车在保定哈弗技术中心正式全球首发“柠檬混动 DHT”技术，该插混系统可以实现 HEV 和 PHEV 两种动力架构，覆盖了城区道路中低速出行、长时间驻车、高速/城市环路等几乎全部出行场景，能为用户带来油耗更低、动力更强、体验更舒适的出行生活。采用

HEV 动力的 A 级 SUV 综合油耗低至 4.6L/100km；PHEV 架构具有纯电续航达 200km，实现了油耗与动力的双双取胜。

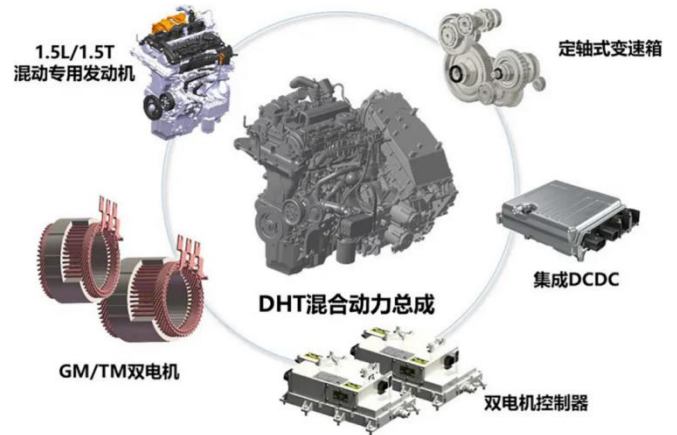
**柠檬混动 DHT 采用 P1+P3 架构，变速箱采用两档变速。** GM 发电机作为 P1 电机，主要承担发电的作用，在低速亏电、高速发动机动力富余或制动动能回收时，将能量转化为电能供 TM 驱动电机（P3 电机）使用或储存至电池中，从而实现纯电、串联、并联三种动力模式，兼顾动力和经济性的平衡。两档变速解决了单档串并联架构在中等或中高等车速时遇到的动力、能量效率和 NVH 问题，可以更好地使发动机工作在高效区间。

图31：柠檬混动：两档 DHT 混动系统



资料来源：长城汽车微信公众号、浙商证券研究所

图32：柠檬混动核心部件

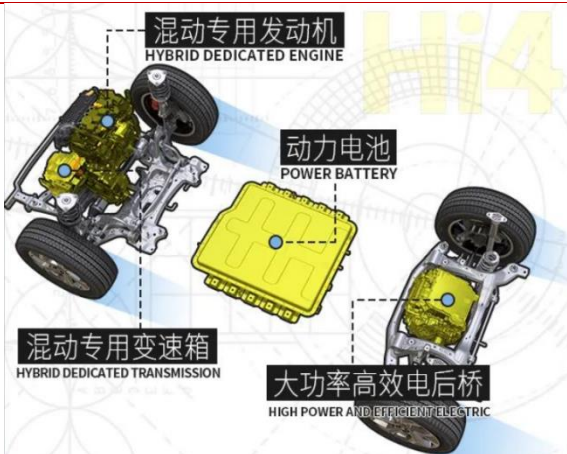


资料来源：长城汽车微信公众号、浙商证券研究所

**Hi4 插混技术服务于品牌定位。** 2023 年长城汽车正式推出全新智能四驱电混技术 Hi4 正式发布，H(Hybrid)代表混动，i(Intelligent)代表智能，4(4WD)代表四驱系统，全新混动架构 Hi4 代表全球首创智能四驱电混技术。具体方案来讲，采用前后轴双电机串并联四驱架构，实现 3 擎 9 模智能动态切换，主打性价比更好的四驱系统。相比于柠檬混动，在同样采用两个电机的情况下，实现了四驱的效果，更加适合哈弗 SUV 硬派的品牌形象，遵从技术服务品牌的指导路线。

**长城汽车 Hi4 系统采用 P2+P4 四驱系统，相比主流四驱 P1+P3+P4 电机更具性价比。** 相比市场主流四驱方案 P1+P3+P4 架构，长城 Hi4 系统省去了一个电机。通过在前后桥分别布局一个电机，便可实现九种驾驶模式，主打“四驱的体验，两驱的价格”。九种模式中，新增的模式有纯电四驱、并联四驱、双轴能量回收功能。在四驱系统中，实现较强的性价比。

图33: 前后桥 P2+P4 电机四驱系统更具性价比



资料来源: 长城汽车微信公众号、浙商证券研究所

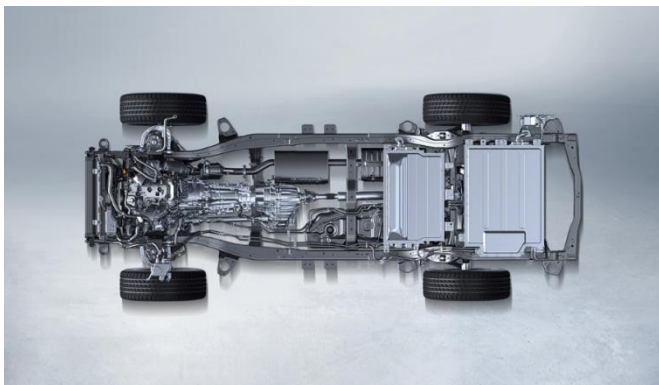
图34: Hi4 “三擎九模” 应对不同工况



资料来源: 哈弗 SUV 官网、浙商证券研究所

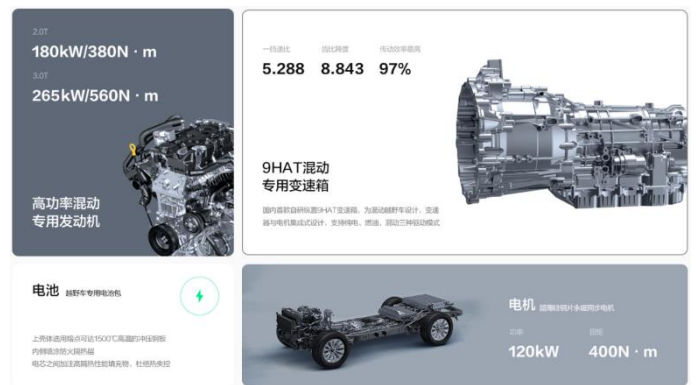
Hi4-T 采用 P2.0 插混架构, 油电并联实现实时优势互补。其中字母 T 代表着 Tank (坦克), 该技术主要应用在硬派越野车型, 设计原则上遵从“以油为主, 以电为辅”的策略, 相比以电驱动为主的新能源越野, 能够提供够强劲、可持续、更稳定的动力输出。技术路线上, 采用 P2.0 电机, 国内首款自研纵置 9HAT 变速箱, 为混动越野车专业设计, 将电机与变速箱进行集成, 支持纯电、燃油、混动三种驱动模式。车身结构上, 亦采用非承载式车身, 给予车身耐久抗冲击性更强。整体上, Hi4-T 插混系统是专门为硬派越野车型开发的插混系统, 在保证越野性能的前提下, 降低油耗并提升动力性能。

图35: Hi4-T 油电并联, 保证动力持续强劲



资料来源: 长城汽车官网、浙商证券研究所

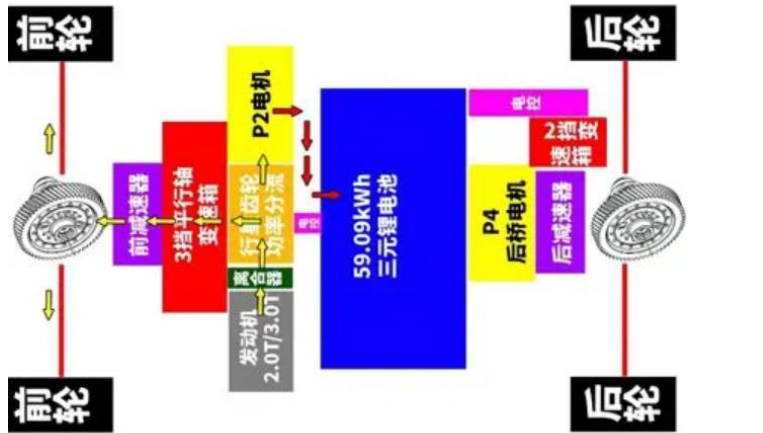
图36: 9HAT 混动专用变速箱实现与电机的集成设计



资料来源: 长城汽车官网、浙商证券研究所

Hi4-Z 采用 P2.0、P4.0 电机, 发动机可实现直驱、并联、增程。长城 Hi4-Z 架构首款匹配坦克 500, 电动四驱, 同时可以实现发动机驱动三挡, 1 挡专门用于脱困设计; 电机也实现驱动三挡, 可以让电动力和效率更好的表现, 被称为泛越野, 越野能力远远超过电动四驱。

图37: Hi4-Z 架构示意图

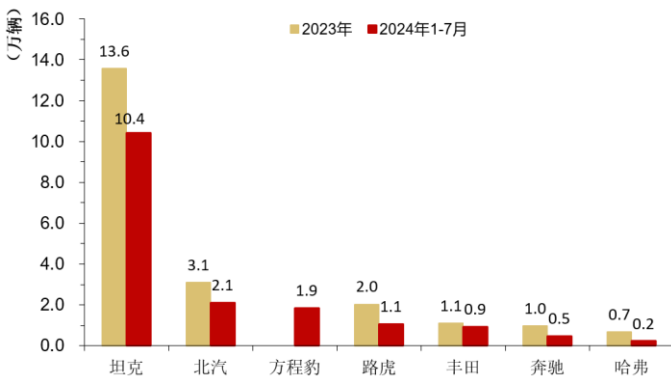


资料来源: 电动车千人会微信公众号、浙商证券研究所

### 3.2 坦克借助 Hi4-T、Hi4-Z 插混系统扩大产品竞争优势

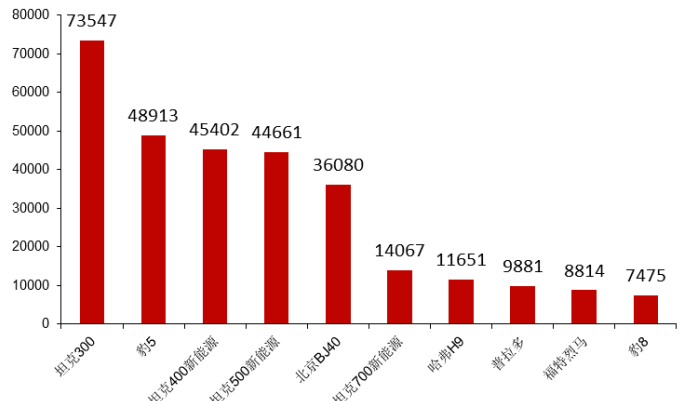
2023 年国内硬派越野汽车市场销量约为 22.3 万辆，自主品牌占比约为 77.9%。硬派越野车型市场较为小众，原来主要为海外进口车型，如奔驰 G 级，丰田兰德酷路泽、普拉多、Jeep 牧马人等车型，国内自主品牌已逐渐布局该细分市场，如长城坦克、比亚迪方程豹、北汽越野等车型。2024 年全年国内硬派越野车型销量第一为坦克 300，共计 7.4 万辆，占据着该细分市场的较大市场。且随着硬派越野车型的逐渐丰富，该细分市场有望进一步扩大。

图38: 2023 年国内硬派越野市场销量约为 22.3 万辆



资料来源: Marklines、浙商证券研究所

图39: 2024 年全年国内硬派越野车型销量第一为坦克 300 (辆)



资料来源: 易车榜、浙商证券研究所

坚守长期主义发展理念的坦克品牌，用全动力布局自己的技术价值护城河。动力形式方面，坦克品牌拥有 ICE、HEV、PHEV 等全动力形式，来满足全球不同用户的需求。城市版搭载智能四驱系统，配备 12 种驾驶模式的智能全地形系统及坦克掉头、蠕行模式等智能越野操控配置。越野版采用双速电控分时四驱，且可轻松实现两驱/四驱切换，城市出行更加经济。目前来看，坦克品牌以长期技术沉淀打破外资品牌技术壁垒，且以较高性价比撬动硬派越野市场。

图40: 长城坦克 400 Hi4-T (售价: 28.98 万元起)



资料来源: 长城坦克官网、浙商证券研究所

图41: 丰田普拉多 (售价: 45.98 万元起)



资料来源: 丰田官网、浙商证券研究所

## 4 魏牌全新高山, 开启家庭 MPV 新时代

### 4.1 高山: 四驱混动中大型家庭 MPV

全新高山品牌定义为高端智能新能源 MPV 品牌, 主攻高端 MPV 市场。在销售模式上, 采用符合市场主流的渠道模式进行销售, 建立了专业的研发和管理体系。生产制造方面, 依托长城汽车体系内成熟的生产基地进行生产, 保证产品的品质和工艺。这种科学的运营模式让全新高山能够高效地投入市场竞争。

全新高山系列包括已经上市的高山 8、高山 9 和即将上市高山 7。2025 年 1-6 月魏牌高山的累计销量为 9623 辆, 其中六月份销量 5949 辆。高山售价范围涵盖为 30-36 万元。

图42: 全新高山 8



资料来源: 懂车帝、浙商证券研究所

图43: 全新高山 9



资料来源: 懂车帝、浙商证券研究所

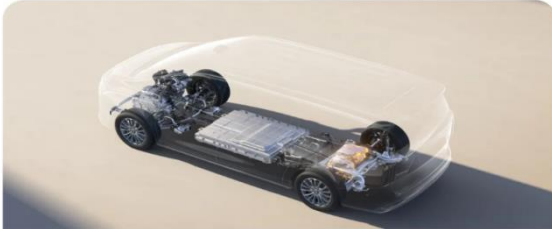
### 4.2 全新高山兼顾动力与性能、安全与防护

标配 Hi4-T 满足日常通勤和长途旅行需求, 高山系列采用 1.5T 四缸+双电机动力组合,

配备四挡混动专用变速箱，提供强劲动力输出。零百加速时间为 5.7 秒，最高车速可达 200 公里/小时。高山 8 的 WLTC 纯电续航里程为 172 公里，高山 9 的 WLTC 纯电续航里程为 201 公里。

图44: 全新高山标配 Hi4-T 性能版

**标配Hi4性能版**



- 智能电混四驱
- 1.5T四缸+双电机动力组合
- 四挡混动专用变速箱
- 零百加速5.7秒\*
- 最高车速200公里/小时
- 全铝悬架系统\*

资料来源: 微信公众号 魏牌新能源、浙商证券研究所

图45: 全新高山标配健康安全设计

**标配座座安心的健康安全设计**



- A柱、B柱集成2000兆帕高强度钢
- 贯穿A柱1500兆帕热胀成型管
- 6秒保压前后贯穿式侧气帘
- 空气质量自动控制系统
- 等离子空气净化
- 紫外线远程除菌系统

资料来源: 微信公众号 魏牌新能源、浙商证券研究所

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

**1) 国内市场:** 预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1435.3/1646.5/2223.9 亿元, YOY 为 19.1%/14.7%/35.1%。

**销量:** 由于国内汽车市场竞争加剧, 公司国内汽车销量整体持稳。从结构上来讲, Hi4-T 插混技术的推出提升了坦克车型燃油经济型和性能, 预估在国内市场有着不错的表现。而坦克车型具有较高的售价, 从而带动公司国内汽车市场单车平均营收。魏牌车型由于后续新车型较多, 作为公司冲击高端化市场的重心, 预计后续车型销量有所提升。

**单价:** 国内市场预计汽车平均单价略有上升。

**毛利率:** 国内市场整体毛利率稳步提升。分结构来看, 坦克车型和魏牌车型售价较高, 这两种系列车型具有较高的毛利率水平, 随着该车型国内销量的提升, 其毛利率水平有所上升, 拉动国内整体毛利率水平。

**2) 海外市场:** 预计公司 2025-2027 年海外市场营业收入为 969.8/1154.3/1208.2 亿元, 同比增长 21.9%/19.0%/4.7%。

**销量:** 公司积极布局海外市场, 在欧亚、泰国、巴西等地设立工厂, 积极出口俄罗斯、澳大利亚、巴西等地。分结构来看, 随着俄罗斯市场逐渐饱和, 哈弗汽车销量增速略有下降。但坦克品牌竞争力较强, 长城皮卡销量也稳中有升, 叠加巴西等其他海外市场的不断渗透, 公司海外市场汽车销量有望实现较快增长。

**单价:** 从平均单车营收来看, 随着坦克等较高售价车型占比的提升, 海外单车平均营收略有提升。

**毛利率:** 预计公司海外市场毛利率保持稳定。

**3) 其他业务:** 预计 2025-2027 年营业收入为 22.0/25.0/26.0 亿元, 同比增长 4.3%/13.6%/4.0%。该业务占比不高, 预计逐年略有提升。

**表1: 长城汽车盈利预测 (亿元)**

地区	类别	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
国内市场	销量合计 (万辆)	91.4	78.7	87.8	96.5	103.6
	单车平均营收 (万元)	12.9	15.3	16.4	17.1	21.5
	营业收入 (亿元)	1181.1	1205.6	1435.3	1646.5	2223.9
	YOY	9.0%	2.1%	19.1%	14.7%	35.1%
	毛利率	15.5%	16.3%	17.7%	18.1%	18.5%
	业务收入占比	68.2%	59.6%	59.1%	58.3%	64.3%
	销量合计 (万辆)	31.6	44.7	54.0	63.0	65.4
海外市场	平均单车营收 (万元)	16.8	17.8	18.0	18.3	18.5
	营业收入 (亿元)	531.2	795.3	969.8	1154.3	1208.2
	YOY	101.5%	49.7%	21.9%	19.0%	4.7%
	毛利率	26.0%	24.5%	25.8%	25.8%	25.8%
	业务收入占比	30.7%	39.3%	40.0%	40.8%	34.9%
	营业收入 (亿元)	19.9	21.1	22.0	25.0	26.0
	YOY	-24.1%	6.2%	4.3%	13.6%	4.0%
其他	毛利率	14.5%	14.0%	17.0%	18.0%	18.0%
	业务收入占比	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%
	销量合计 (万辆)	123.0	123.4	141.8	159.5	169.0
合计	营业总收入 (亿元)	1732.2	2021.95	2427.1	2825.8	3458.1
	YOY	26.1%	16.7%	20.0%	16.4%	22.4%
	毛利率	18.7%	19.5%	20.9%	21.2%	21.0%

资料来源: 公司公告、Wind、浙商证券研究所

## 5.2 估值与投资建议

长城汽车逐渐发力电动智能化产品, 且积极拓展海外市场, 有望依托国内较为成熟的产品技术, 在全球汽车市场获得一定的市场份额。选取主营业务同样为乘用车的比亚迪、长安汽车、赛力斯作为可比公司。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 2427.1/2825.8/3458.1 亿元, YOY 为 20.0%/16.4%/22.4%; 预计 2025-2027 年归母净利分别为 169.25/193.75/235.67 亿元, YOY 为 33.35%/14.48%/21.64%, 对应 PE 为 13.07/11.42/9.39 倍, 低于可比公司平均 PE。后续随着公司海外市场的逐步开拓, 以及坦克、魏牌、欧拉等高端车型占比的提升, 公司盈利能力有望稳步提升。基于以上发展趋势, 首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表2: 可比公司估值表

代码	公司名称	现价	PE		
		2025/8/29	2025E	2026E	2027E
002594	比亚迪	114.06	19.11	15.53	12.89
000625	长安汽车	12.57	16.62	13.35	10.97
601127	赛力斯	136.91	21.38	16.64	13.92
	可比公司平均	/	19.04	15.17	12.59
601633	长城汽车	25.85	13.07	11.42	9.39

资料来源: wind、可比公司采用 Wind 一致预期、浙商证券研究所

## 6 风险提示

**新能源行业增速不及预期:** 新能源汽车渗透率目前已达到较高水平, 可能会受到新能源汽车行业增速的影响;

**整车价格竞争加剧:** 汽车市场由于供求关系, 导致价格竞争压力较大, 可能会影响公司单车利润;

**智能驾驶发展不及预期:** 华为乾崮智驾 ADS SE 实际效果可能不及预期, 带来的技术赋能可能有限;

**海外出口政策变化:** 公司汽车出口可能会受到国际政策的影响, 出口增速可能不及预期等。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	133,435	161,928	194,572	240,969
现金	30,741	59,089	82,962	111,586
交易性金融资产	14,181	10,825	11,944	11,571
应收账款	9,638	13,497	15,517	19,871
其它应收款	3,384	3,757	4,184	5,420
预付账款	1,942	3,287	3,426	4,361
存货	25,408	33,134	36,588	46,016
其他	48,140	38,339	39,952	42,144
<b>非流动资产</b>	83,831	83,359	83,707	83,388
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	11,551	11,000	11,500	11,700
固定资产	30,014	30,152	29,619	28,481
无形资产	12,345	13,399	13,824	14,293
在建工程	3,960	3,720	3,465	3,199
其他	25,961	25,088	25,298	25,716
<b>资产总计</b>	217,266	245,288	278,279	324,358
<b>流动负债</b>	122,229	136,099	153,212	178,951
短期借款	6,665	6,183	6,424	6,303
应付款项	79,571	93,685	108,708	133,345
预收账款	0	0	0	0
其他	35,993	36,231	38,081	39,302
<b>非流动负债</b>	16,041	15,526	15,563	15,710
长期借款	6,481	6,481	6,481	6,481
其他	9,560	9,045	9,082	9,229
<b>负债合计</b>	138,270	151,625	168,775	194,661
少数股东权益	8	6	3	(1)
归属母公司股东权	78,988	93,657	109,501	129,698
<b>负债和股东权益</b>	217,266	245,288	278,279	324,358

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	27,783	33,704	35,090	37,675
净利润	12,692	16,922	19,372	23,564
折旧摊销	9,413	8,226	8,478	8,487
财务费用	91	(752)	(827)	(1,389)
投资损失	(877)	(920)	(1,030)	(1,210)
营运资金变动	45	17,885	13,138	18,408
其它	6,418	(7,658)	(4,041)	(10,185)
<b>投资活动现金流</b>	(23,296)	(4,710)	(8,857)	(6,434)
资本支出	2,738	(4,000)	(3,400)	(2,800)
长期投资	(782)	549	(504)	(196)
其他	(25,252)	(1,259)	(4,953)	(3,438)
<b>筹资活动现金流</b>	(12,178)	(645)	(2,360)	(2,617)
短期借款	964	(482)	241	(121)
长期借款	(6,805)	0	0	0
其他	(6,337)	(163)	(2,601)	(2,497)
<b>现金净增加额</b>	(7,691)	28,349	23,873	28,623

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	202,195	242,708	282,585	345,809
营业成本	162,747	191,932	222,585	273,082
营业税金及附加	7,409	8,980	10,456	12,622
营业费用	7,830	10,679	12,292	14,870
管理费用	4,756	6,310	7,347	8,818
研发费用	9,284	10,922	12,575	15,216
财务费用	91	(752)	(827)	(1,389)
资产减值损失	(774)	(562)	(629)	(655)
公允价值变动损益	42	42	42	42
投资净收益	877	920	1,030	1,210
其他经营收益	3,698	3,133	2,313	2,524
<b>营业利润</b>	13,921	18,170	20,913	25,711
营业外收支	363	517	440	478
<b>利润总额</b>	14,283	18,687	21,353	26,189
所得税	1,591	1,765	1,981	2,626
<b>净利润</b>	12,692	16,922	19,372	23,564
少数股东损益	0	(3)	(3)	(3)
<b>归属母公司净利润</b>	12,692	16,925	19,375	23,567
EBITDA	23,135	26,662	29,000	33,323
EPS (最新摊薄)	1.48	1.98	2.26	2.75

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.73%	20.04%	16.43%	22.37%
营业利润	93.32%	30.53%	15.10%	22.94%
归属母公司净利润	80.76%	33.35%	14.48%	21.64%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19.51%	20.92%	21.23%	21.03%
净利率	6.28%	6.97%	6.86%	6.81%
ROE	17.21%	19.60%	19.07%	19.70%
ROIC	12.54%	14.82%	14.45%	15.06%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.64%	61.82%	60.65%	60.01%
净负债比率	12.17%	11.75%	10.75%	8.98%
流动比率	1.09	1.19	1.27	1.35
速动比率	0.88	0.95	1.03	1.09
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.97	1.05	1.08	1.15
应收账款周转率	27.95	29.10	28.31	29.16
应付账款周转率	3.87	3.99	3.93	4.04
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.48	1.98	2.26	2.75
每股经营现金	3.25	3.94	4.10	4.40
每股净资产	9.23	10.94	12.79	15.15
<b>估值比率</b>				
P/E	17.43	13.07	11.42	9.39
P/B	2.80	2.36	2.02	1.71
EV/EBITDA	7.22	6.39	5.02	3.51

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>