

长城汽车 (601633.SH/02333.HK)

如何看待坦克品牌的全球化之路

核心观点:

- **写在前面:** 站在当下, 我们基于公司的新一轮周期变化, 我们认为公司又在做一轮自己擅长的事情, 其中坦克品牌的全球化将成为公司新一轮向上发展“新”周期的核心支持变量, 进一步打开公司的盈利天花板, 同时为公司的高端化和主流新能源转型提供底层支撑。
- **从中长期来看, 公司掌舵者有定力, 顶层决策效率高, 拥有比较优势, 奠定其中长期生命力。** 公司掌舵者长期追求有质量的增长, 发展战略与时俱进。在比较优势方面: (1) 公司坦克和皮卡将继续作为现金奶牛为公司提供足够的腾挪空间, 同时坦克品牌的全球化值得期待; (2) 公司组织廉洁高效, 执行力强, 具备快速调整和落地的实力; (3) 产业链垂直整合, 打造共赢“森林生态”, 相关方关系良好。
- **国内坦克 Hi4-Z 用户破圈持续兑现, 海外坦克品牌有望成为海外市场越野需求的引领者。** 根据交强险, 25 年国内非承载式车身 SUV 销量为 40.9 万辆, 同比+18.2%, 国内市场规模创历史新高。坦克 Hi4-Z 技术上市以来实现用户破圈, 有望继续切分城市 SUV 份额。海外非承载式 SUV 市场规模修复至 169 万辆, 坦克品牌 25 年在海外非美/非美俄地区份额提升至 6.8/4.0%, 同比+0.5/2.0pct。 往后展望, 坦克品牌有望凭借性价比优势和 PHEV 技术的引领者角色, 实现海外份额的进一步提升, 预计 26-27 年坦克品牌出口销量分别为 7.9/12.7 万辆。
- **盈利预测与投资建议:** 面对行业变革, 公司将迎接一轮适合自己的向上发展“新”周期。预计 25-27 年 EPS 为 1.16/1.94/2.34 元/股, 考虑到公司高端化品牌的销量增长, 同时结合公司新一轮强产品周期带来的成长性, 参考三家可比公司 26 年平均 PE 估值为 15 倍, 给予公司 A 股 26 年 15 倍 PE, 合理价值为 29.07 元/股, 给予“买入”评级; 给予港股 26 年 10 倍 PE, 合理价值为 21.90 港元/股 (港元/人民币汇率=1.13), 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 销量不及预期; 战略转型不及预期; 消费者需求变化风险。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	173,212	202,195	222,790	285,766	330,672
增长率 (%)	26.1%	16.7%	10.2%	28.3%	15.7%
EBITDA	14,718	24,014	18,350	27,263	31,702
归母净利润	7,022	12,692	9,912	16,569	20,002
增长率 (%)	-15.1%	80.8%	-21.9%	67.2%	20.7%
EPS (元/股)	0.83	1.48	1.16	1.94	2.34
市盈率 (P/E)	30.5	17.7	17.8	10.7	8.8
ROE (%)	10.3%	16.1%	11.0%	16.3%	17.3%
EV/EBITDA	13.5	8.8	8.3	5.2	3.9

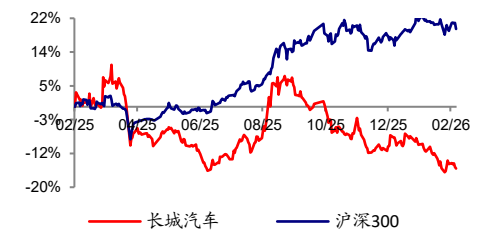
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	20.67 元/13.21 港元
合理价值	29.07 元/21.90 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2026-02-20

基本数据

股票代码	601633.SH	02333.HK
总股本 (百万股)	8557.87	8557.87
流通股本 (百万股)	6209.24	2318.78
总市值 (百万)	176,891 元	111,423 港元
一年内最高/低价	27.52-20.44 元	19.4-11.1 港元
30 日日均成交量 (百万股)	14.87	17.57
30 日日均成交额 (百万)	314 元	233 港元
近 3 个月涨跌幅 (%)	-8.94	-16.65

相对市场表现



分析师: 陈飞彤
 SAC 执证号: S0260524040002
 SFC CE No. BWZ819
 021-38003726
 gfchenfeitong@gf.com.cn

分析师: 闫俊刚
 SAC 执证号: S0260516010001
 021-38003682
 yanjungang@gf.com.cn

请注意, 闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

长城汽车 2025-10-27
 (601633.SH/02333.HK):25
 年 Q3 收入创历史同期新
 高, 还原后业绩符合预期

目录索引

一、国内：非承载车身 SUV 市场规模 25 年创历史新高，坦克用户破圈持续兑现	5
（一）非承载式车身 SUV 市场：25 年市场规模创历史新高，坦克品牌 H14Z 带来用户破圈	5
（二）“方盒子” SUV 市场销量 25 年同样再创新高，对非承载车身 SUV 影响较小	9
二、海外：如何看到坦克品牌的全球化之路？	11
（一）海外非承载车身 SUV 市场规模修复至 169 万辆，品牌集中度呈现下滑趋势	11
（二）海外 PHEV 越野车型销量显著增长，PHEV 海外需求值得期待	15
（三）坦克品牌海外终端份额持续提升，出口销量中枢有望进一步上移	16
三、投资建议	20
四、风险提示	21

图表索引

图 1: 长城汽车中长期投资逻辑和中短期关注节奏梳理	4
图 2: 非承载式车身 SUV 销量年度数据 (万辆)	5
图 3: 非承载式车身 SUV 分国产/进口销量 (万辆)	6
图 4: 非承载式车身 SUV 分国产/进口销量占比 (%)	6
图 5: 非承载式车身 SUV 代表车型油耗 (L/100km)	6
图 6: 非承载式车身 SUV 代表车型指导价 (万元)	6
图 7: 非承载式车身 PHEV SUV 月度交强险销量 (万辆) 和同比增速 (%)	6
图 8: 长城汽车 Hi4-T 架构	7
图 9: 长城汽车 Hi4-Z 架构	7
图 10: 坦克品牌 Hi4-Z 技术迭代方向和坦克扩容逻辑梳理	7
图 11: 坦克 500 Hi4-T 和坦克 500Hi4-Z 销量占比月度变化 (%)	8
图 12: 国内非承载式车身 SUV 市场分品牌份额变化情况 (%)	8
图 13: 泛越野 SUV 市场销量 (万辆) 和同比增速 (%)	9
图 14: 越野车型分类/使用场景和典型车型代表	9
图 15: 方程豹钛 7 和坦克 300 月度交强险销量 (万辆)	10
图 16: 海外非承载越野 SUV 车型销量 (万辆) 及同比增速 (%)	11
图 17: 美国非承载越野 SUV 车型销量 (万辆) 及同比增速 (%)	11
图 18: 海外非承载越野 SUV 车型销量分国家占比 (%)	12
图 19: 海外非承载越野 SUV 车型分国家销量 (万辆) 变化情况	12
图 20: 海外非承载越野 SUV 市场 TOP7 品牌销量年度变化 (万辆)	13
图 21: 海外非承载越野 SUV 市场 TOP7 品牌份额年度变化 (%)	13
图 22: 海外非承载越野 SUV 市场集中度变化 (%)	14
图 23: 海外非承载越野 SUV 市场 TOP5 车型份额 (%)	14
图 24: 海外非承载越野 SUV 市场 TOP5 车型销量 (万辆)	15
图 25: 牧马人燃油版本与 PHEV 版本销量对比 (万辆)	15
图 26: 坦克品牌出口销量 (万辆) 和同比增速 (%)	16
图 27: 长城汽车坦克品牌 23-25 年海外分国家终端销量 (辆)	16
图 28: 长城汽车坦克品牌海外市场终端份额 (%)	17
图 29: 泰国市场坦克品牌非承载车身 SUV 份额变化情况 (%)	17
图 30: 泰国市场非承载车身 SUV 分车型销量 (辆)	18
图 31: 泰国市场各车系价格 (万泰铢) 与车长 (mm)	18
图 32: 坦克品牌有望成为海外市场越野需求的引领者	19
图 33: 坦克品牌年度出口销量 (万辆) 和同比增速 (%) 预测	19
表 1: 公司盈利预测 (百万元)	21
表 2: 可比公司估值表	21

写在前面:

站在当下，我们基于公司的新一轮周期变化，我们认为公司又在做一轮自己擅长的事情，其中坦克品牌的全球化将成为公司新一轮向上发展“新”周期的核心支持变量，进一步打开公司的盈利天花板，同时为公司的高端化和主流新能源转型提供底层支撑。

从中长期来看，公司掌舵者有定力，顶层决策效率高，拥有比较优势，奠定其中长期生命力。公司掌舵者长期追求有质量的增长，发展战略与时俱进。同时公司拥有比较优势：（1）坦克和皮卡作为现金奶牛可以为公司提供足够的腾挪空间来应对竞争；（2）组织廉洁高效，执行力强，具备快速调整和落地的实力；（3）产业链垂直整合，打造共赢“森林生态”，相关方关系良好。此外，公司积极寻找适合自己的革新道路去挑战和赢得机会。

从公司的新能源转型及实现增长的节奏来看，我们认为核心关注变量依次如下：（1）魏牌的高端化探索之路；（2）坦克品牌的国内扩容和全球化；（3）欧拉品牌的大众化逻辑节奏和兑现；（4）海外市场多年深耕后的出口销量弹性。

图1：长城汽车中长期投资逻辑和中短期关注节奏梳理



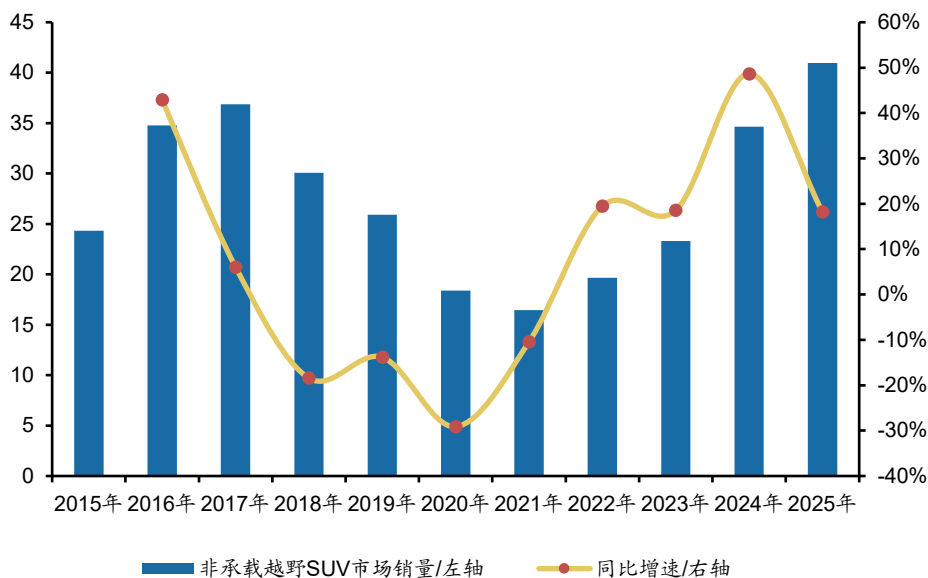
数据来源：广发证券发展研究中心

一、国内：非承载车身 SUV 市场规模 25 年创历史新高，坦克用户破圈持续兑现

（一）非承载式车身 SUV 市场：25 年市场规模创历史新高，坦克品牌 Hi4Z 带来用户破圈

优势供给价格下探，叠加混动技术降低消费者使用成本，拉动非承载式车身 SUV 市场空间持续扩容。根据交强险，2025 年非承载式车身 SUV 销量为 40.9 万辆，同比 +18.2%，市场规模创历史新高。该市场 21 年以来的持续扩容，主要受益于以坦克为代表的自主优质供给降低了购买成本和使用成本。

图2：非承载式车身 SUV 销量年度数据（万辆）

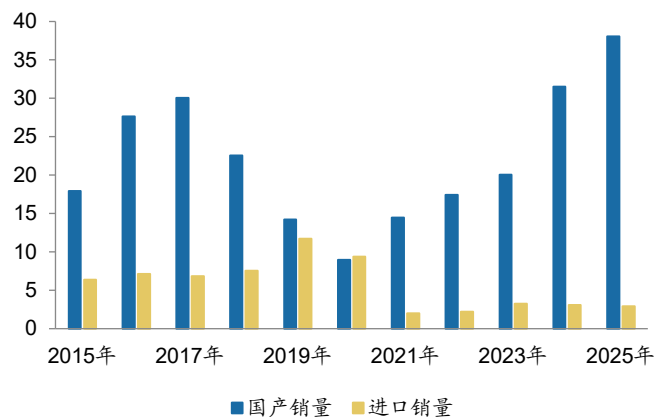


数据来源：交强险、广发证券发展研究中心

非承载式车身 SUV 市场中进口车型占比持续下降。历史复盘来看，2017 年国内非承载式车身 SUV 市场规模达到 36.9 万辆的历史高点。随国内乘用车排放标准升级，海外品牌因没有相应开发符合排放标准的车型，进口销量逐步下降的同时，部分外资品牌的国产车型也从 2021 年开始阶段性停产。非承载式车身 SUV 进口车型销量在 2018 年达到 11.7 万辆，2025 年下降至 2.9 万辆。

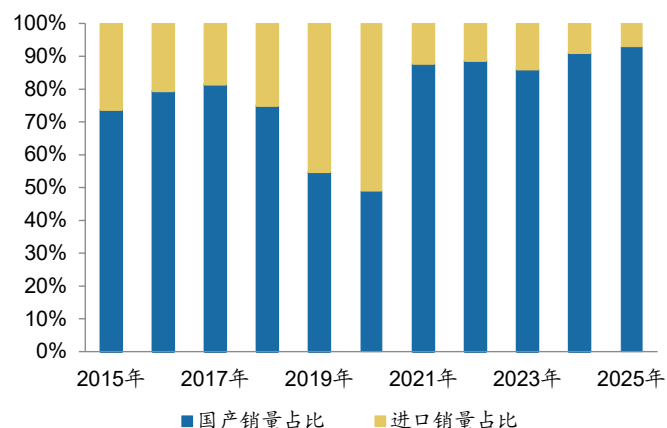
非承载式车身 SUV 市场中 PHEV 销量占比持续提升。根据交强险，2025 年非承载式车身 SUV 市场中的 PHEV 销量为 23.5 万辆，同比 +50.0%，占非承载式车身 SUV 的销量比例已经提升 57.5%。PHEV 销量比例的持续提升，主要因为使用成本的大幅下降。其中以坦克 500Hi4-T 为例，其馈电油耗降低至 8.8L/100km。而在燃油车时代，兰德酷路泽的油耗高达 14.6L/100km，中国品牌非承载 SUV 降低了初始购置成本的同时，也通过 PHEV 技术大幅降低了用户使用成本。

图 3: 非承载式车身SUV分国产/进口销量 (万辆)



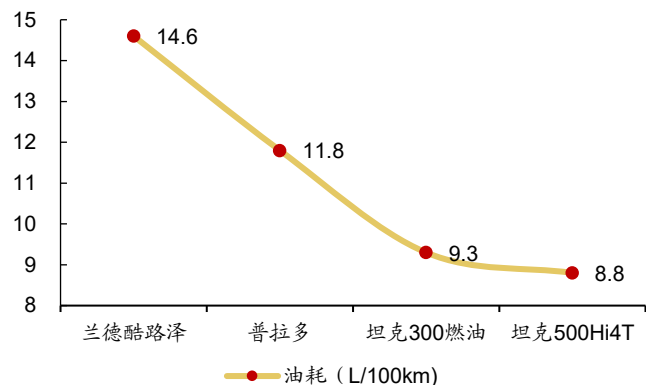
数据来源: 交强险、广发证券发展研究中心

图 4: 非承载式车身SUV分国产/进口销量占比 (%)



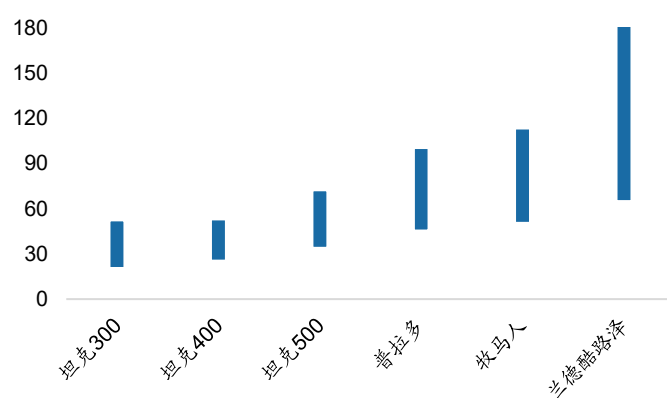
数据来源: 交强险、广发证券发展研究中心

图 5: 非承载式车身SUV代表车型油耗 (L/100km)



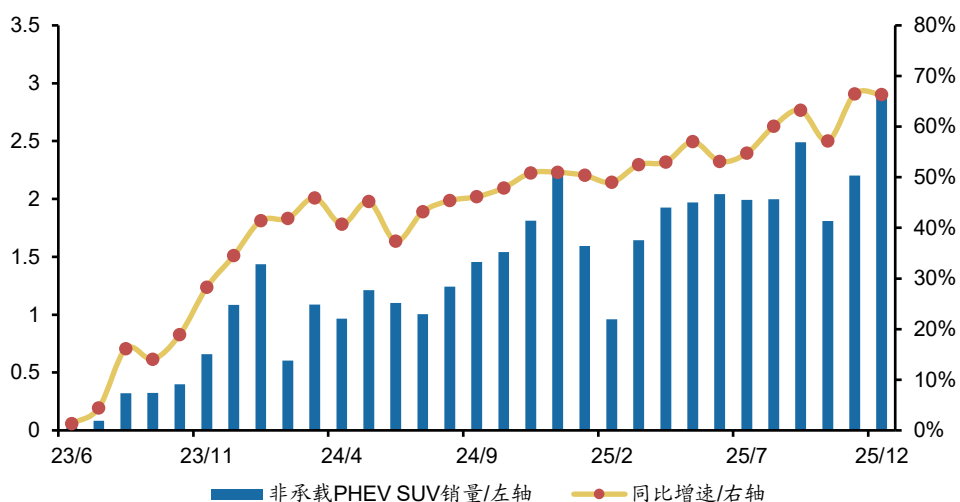
数据来源: 太平洋汽车、汽车之家、广发证券发展研究中心

图 6: 非承载式车身SUV代表车型指导价 (万元)



数据来源: 太平洋汽车、汽车之家、广发证券发展研究中心

图 7: 非承载式车身PHEV SUV月度交强险销量 (万辆) 和同比增速 (%)



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

长城汽车通过Hi4-Z技术创新进一步降低城区使用成本。长城汽车Hi4-T技术主打硬派越野，保留了独立变速器，可以实现低速大扭矩，依然是传统的机械四驱系统（非解耦）。Hi4-Z技术采用前后解耦的电四驱解决方案，增加了WTLC纯电续航至201km，大幅降低城市通勤用车成本，同时提高了舒适性配置，符合消费者对“轻度户外+城市通勤”的需求。

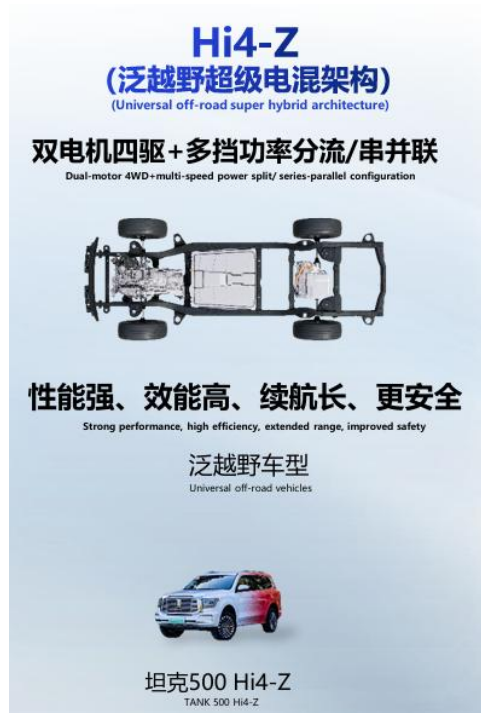
长城汽车Hi4-Z技术上市以来需求表现亮眼，切分城市SUV份额实现用户破圈。根据交强险，坦克500Hi4-Z在25年1月上市，相比Hi4-T在价格更贵的前提下，其终端销量持续超过Hi4-T，占坦克500系列销量60%以上，证明了坦克品牌用户群体的破圈。往后展望，Hi4-Z通过降低城区使用成本和提升舒适性，有望切分城市SUV份额进一步带来非承载越野车身SUV市场的扩容。

图 8: 长城汽车Hi4-T架构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 9: 长城汽车Hi4-Z架构



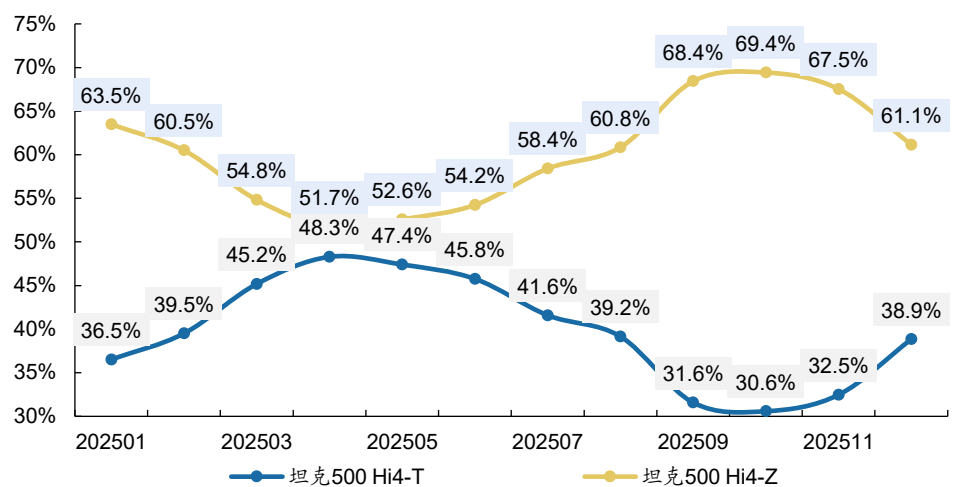
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10: 坦克品牌Hi4-Z技术迭代方向和坦克扩容逻辑梳理



数据来源：广发证券发展研究中心

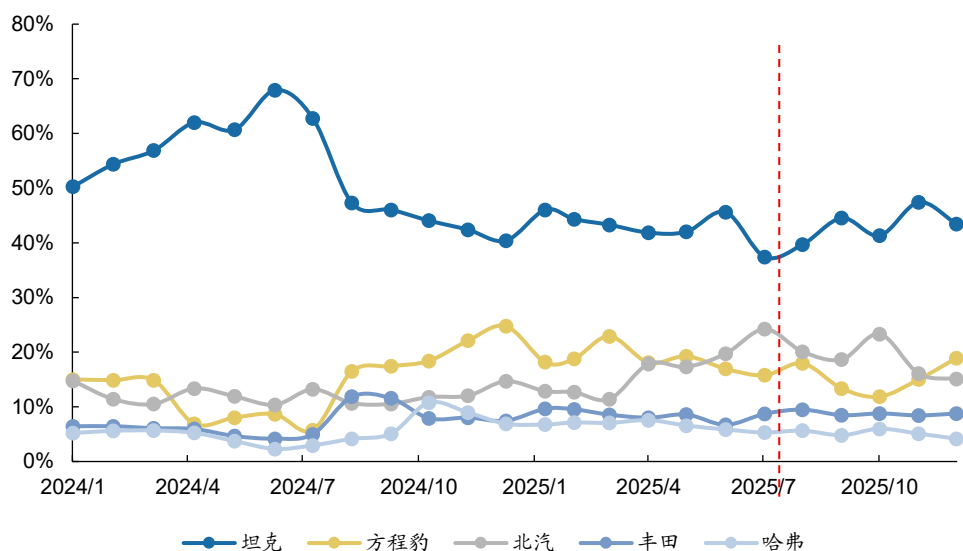
图 11: 坦克500 Hi4-T和坦克500Hi4-Z销量占比月度变化 (%)



数据来源: 交强险、广发证券发展研究中心

Hi4-Z上市以来坦克品牌在非承载车身SUV市场中月度份额企稳回升。根据交强险, 2025年非承载车身SUV市场中坦克/哈弗/丰田/比亚迪/北汽的销量分别为17.6/7.0/7.2/3.5/2.4万辆, 份额为43.0/17.2/17.7/8.6/5.9%。其中坦克品牌在25年8月坦克500 Hi4-Z上市后份额整体呈现回升趋势, 其中在25年12月的份额为43.4%, 同比+3.0pct, 主要系坦克500/坦克400智驾版Hi4Z的拉动。

图 12: 国内非承载式车身SUV市场分品牌份额变化情况 (%)

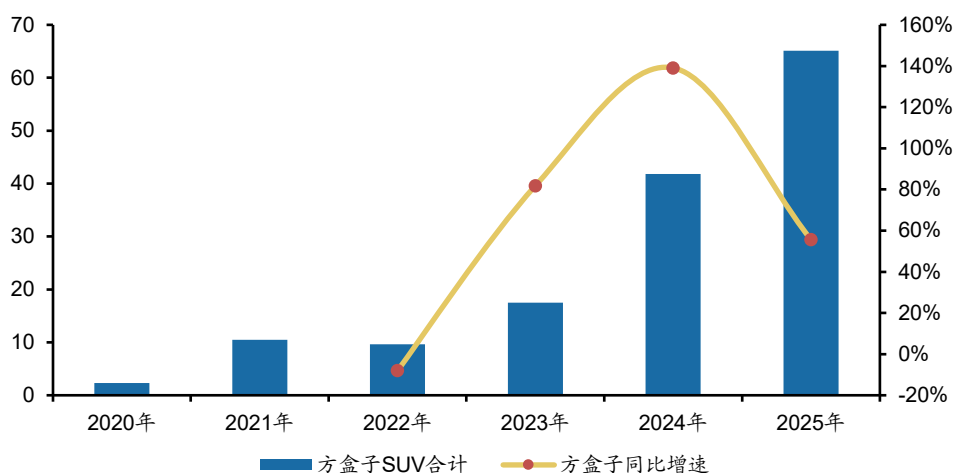


数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

(二) “方盒子” SUV 市场销量 25 年同样再创新高，对非承载车身 SUV 影响较小

长城哈弗、奇瑞捷途和比亚迪方程豹2020年以来持续推出优质供给，拉动“方盒子”SUV市场持续扩容。根据交强险，2025年“方盒子”SUV市场销量为65.1万辆，同比+55.7%，创历史新高。“方盒子”SUV通常为承载式车身，满足消费者个性化需求的同时，使用成本较非承载越野车型大幅降低。

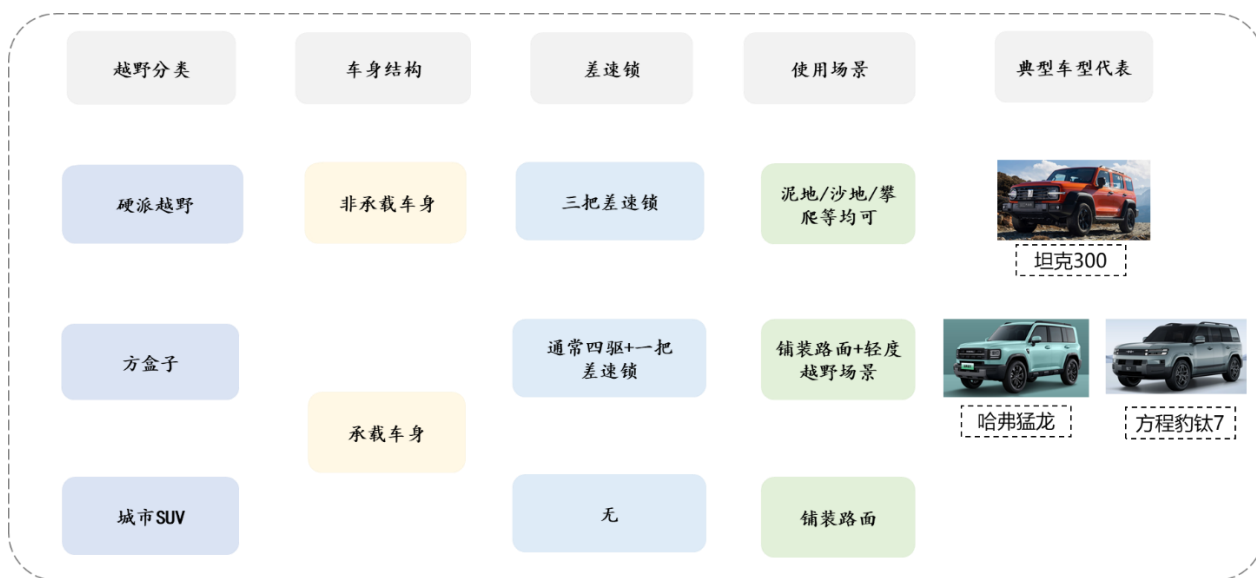
图 13: 泛越野SUV市场销量(万辆)和同比增速(%)



数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

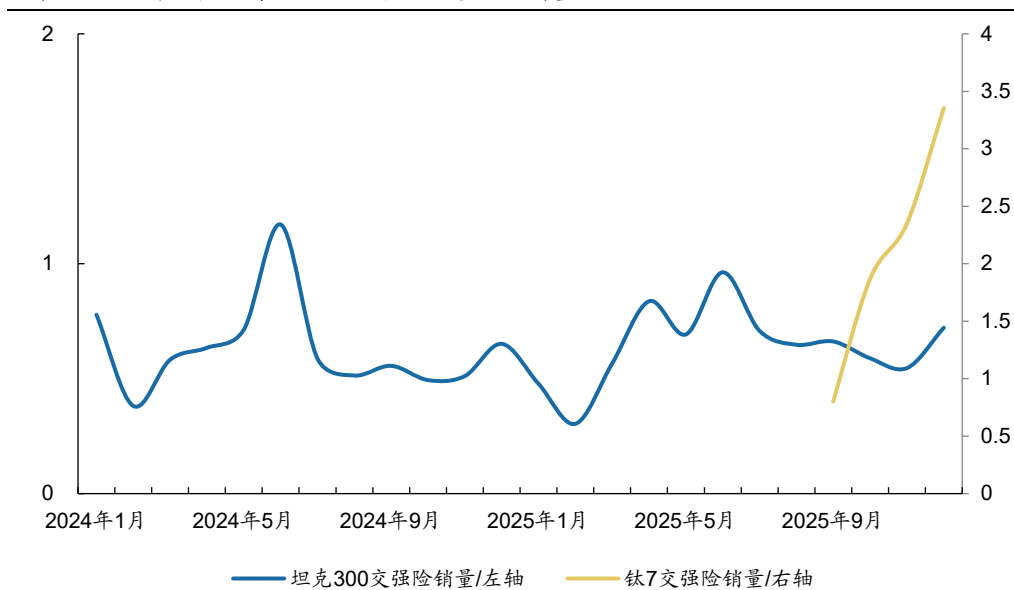
方程豹钛7上市后拉动“方盒子”市场销量持续提升，对非承载车身SUV冲击较小。根据交强险，比亚迪方程豹钛7自25年9月上市以来交强险销量持续提升，25年12月销量提升至3.4万辆，同期坦克300的交强险销量整体表现平稳。作为价格区间定位相近的车型，坦克300销量受影响较小或主要因为使用场景/用户群体的差异。

图 14: 越野车型分类/使用场景和典型车型代表



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 15: 方程豹钛7和坦克300月度交强险销量 (万辆)



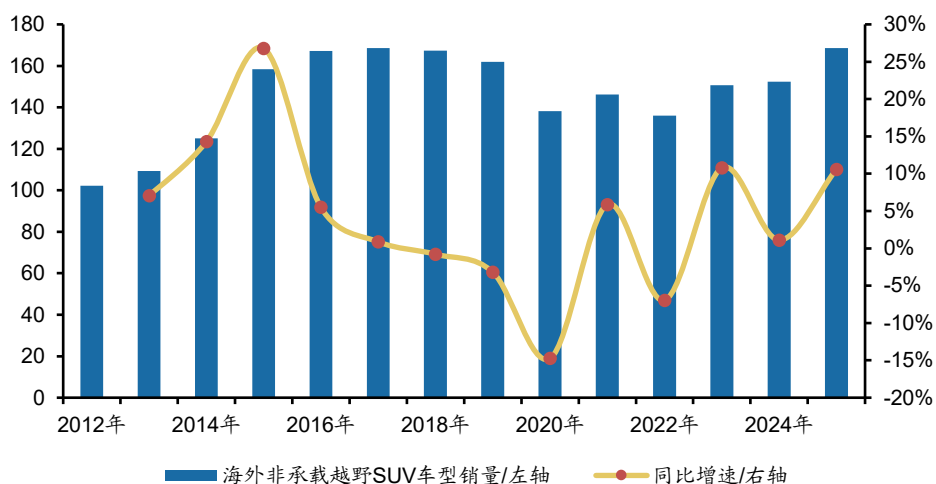
数据来源: 交强险, 广发证券发展研究中心

二、海外：如何看到坦克品牌的全球化之路？

（一）海外非承载车身 SUV 市场规模修复至 169 万辆，品牌集中度呈现下滑趋势

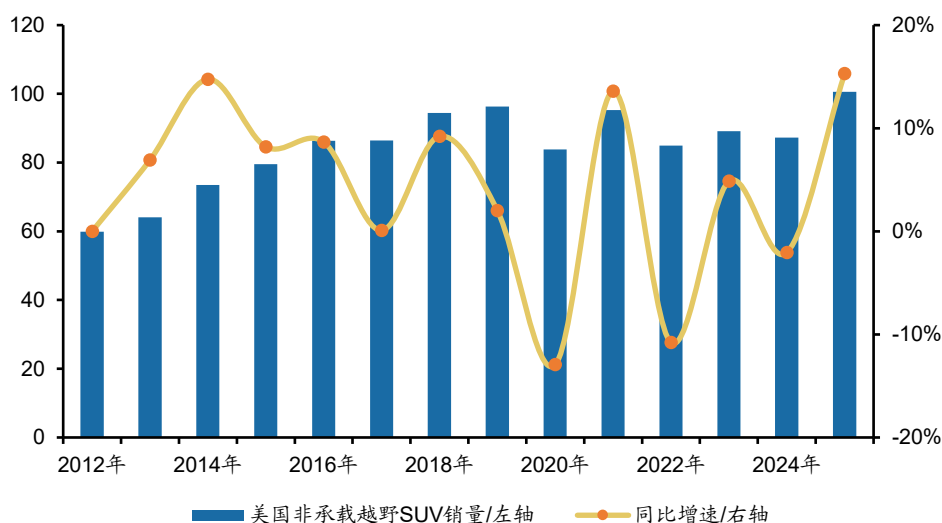
25年海外非承载车身SUV市场修复至169万辆。根据Marklines数据，2025年全球非承载车身SUV市场规模为168.6万辆，同比+10.6%。分国家来看，美国非承载车身SUV市场规模最大，其2025年销量为100.6万辆，占海外非承载车身SUV市场销量比例为60%。澳大利亚、韩国和加拿大2025年销量分别为11.5、10.6和6.8万辆，同比分别+8.2%、+6.8%和+17.4%。

图16：海外非承载越野SUV车型销量（万辆）及同比增速（%）



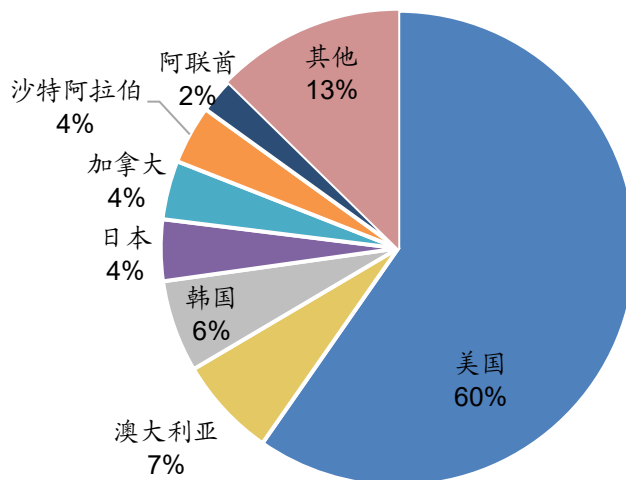
数据来源：Marklines，广发证券发展研究中心

图17：美国非承载越野SUV车型销量（万辆）及同比增速（%）



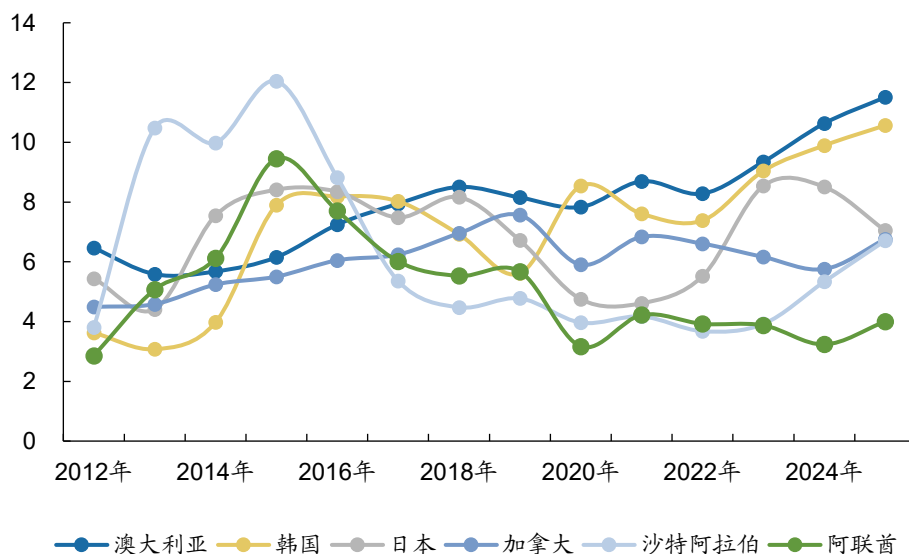
数据来源：Marklines，广发证券发展研究中心

图18: 海外非承载越野SUV车型销量分国家占比 (%)



数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

图19: 海外非承载越野SUV车型分国家销量 (万辆) 变化情况

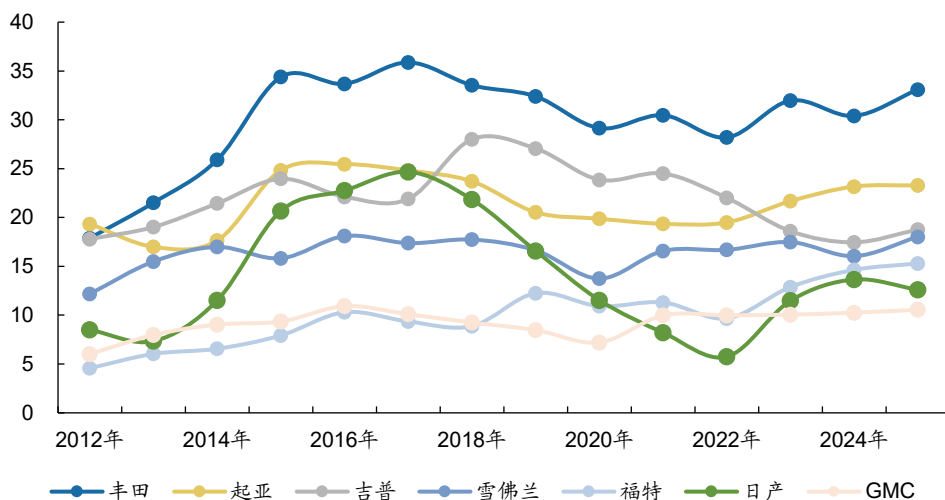


数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

海外非承载车身SUV市场品牌集中度较高。根据Marklines数据, 2025年丰田/起亚/吉普/雪佛兰/福特在海外非承载车身SUV市场中的销量分别为33.1/23.3/18.8/18.0/15.3万辆, 同比分别+8.0/+0.5/+7.4/+12.4/+4.5%, 市占率分别为20.3/14.3/11.5/11.1/9.4%。

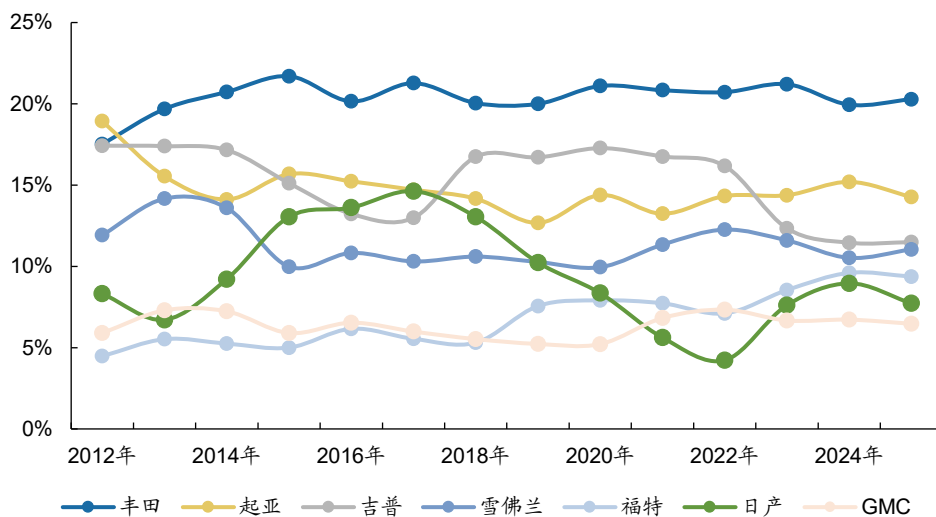
海外非承载车身SUV市场20年以来品牌集中度呈现下滑趋势。根据Marklines数据，2025年海外非承载车身SUV市场CR3/CR5/CR7分别为44.6/64.4/78.1%，较2020年分别下滑8.2/6.7/6.1pct。预计随着以长城汽车坦克品牌为代表的车型加速出海，行业集中度或进一步下降。

图 20: 海外非承载越野SUV市场TOP7品牌销量年度变化 (万辆)



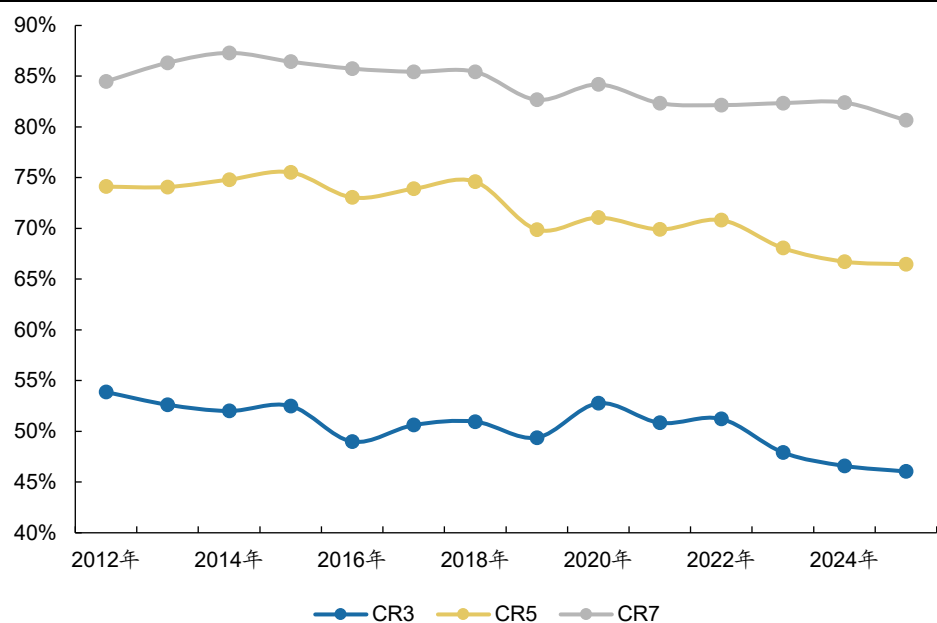
数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

图 21: 海外非承载越野SUV市场TOP7品牌份额年度变化 (%)



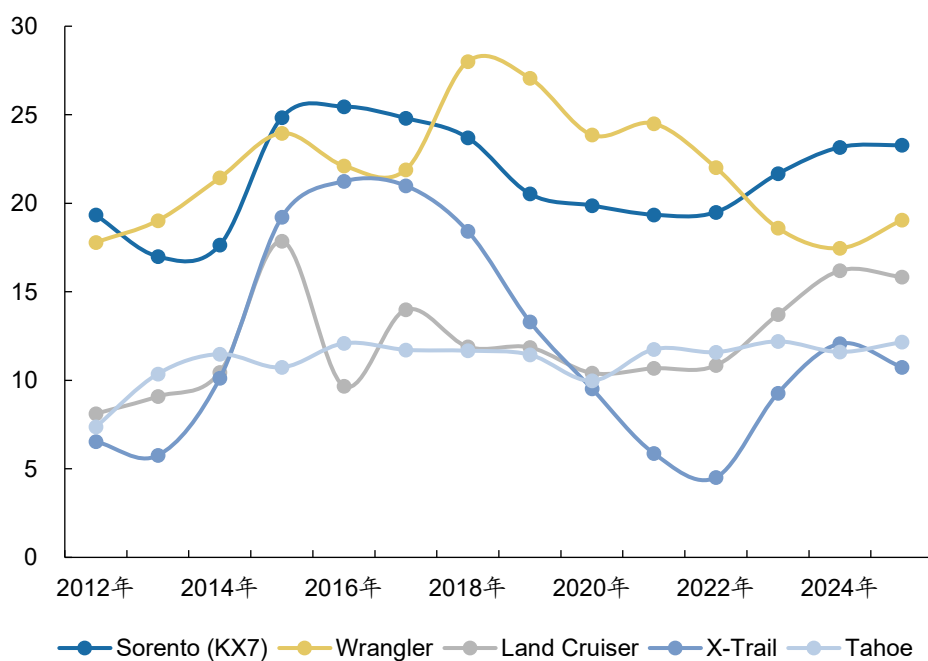
数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

图22: 海外非承载越野SUV市场集中度变化 (%)



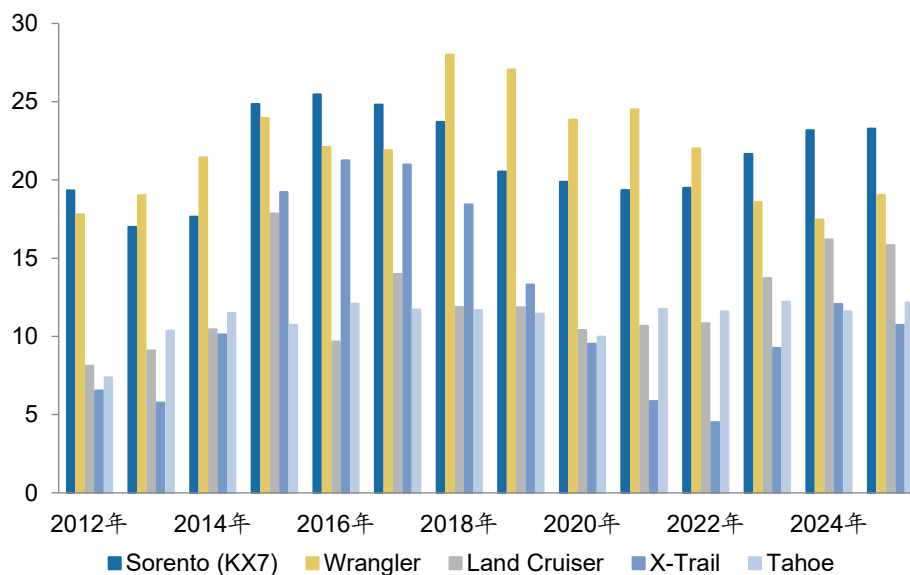
数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

图23: 海外非承载越野SUV市场TOP5车型份额 (%)



数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

图24: 海外非承载越野SUV市场TOP5车型销量(万辆)

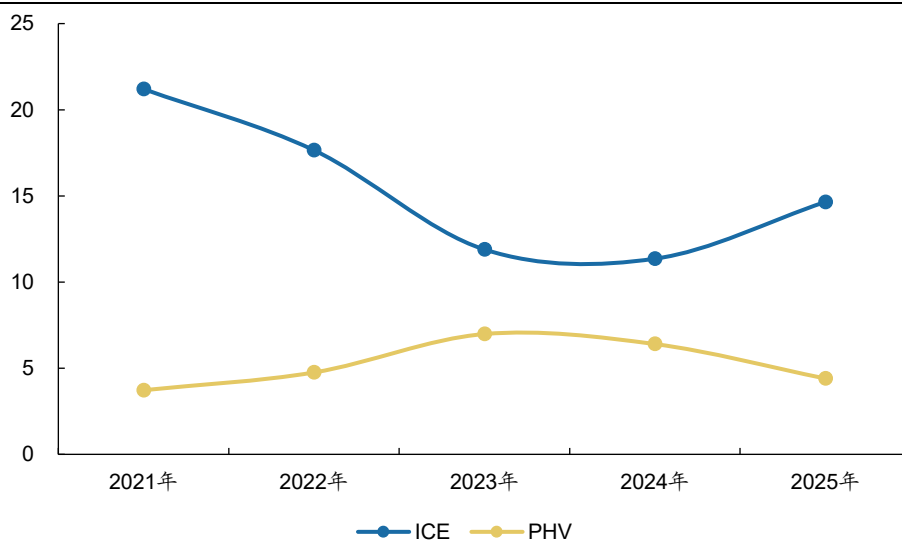


数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

(二) 海外 PHEV 越野车型销量显著增长, PHEV 海外需求值得期待

受益于混动技术降低使用成本, 海外非承载式PHEV市场需求快速提升。以牧马人为例, 自2020年北美上市牧马人4xe, 通过2.0T+双电机技术方案在保留越野性能的同时实现低油耗, 解决了传统越野车的高油耗痛点。根据Marklines, 2025年牧马人PHEV版本销量达4.4万辆, PHEV销量占比为23.1%。

图25: 牧马人燃油版本与PHEV版本销量对比(万辆)

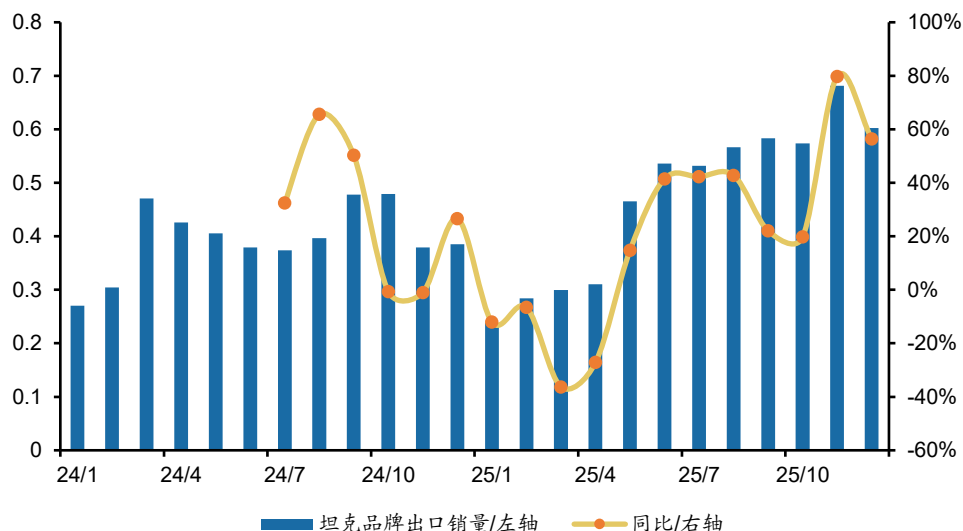


数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

（三）坦克品牌海外终端份额持续提升，出口销量中枢有望进一步上移

坦克品牌出口销量持续提升，当前主要是坦克300/500的燃油版贡献增量。根据中汽协，2025年12月坦克品牌出口销量为0.6万辆，同比+56.4%。其中坦克300/500的12月出口销量分别为0.4/0.2万辆，同比分别+51.8%/+42.7%。后续随坦克400/700新车型的出口和坦克品牌PHEV车型的出口，坦克品牌出口销量中枢将进一步上移。

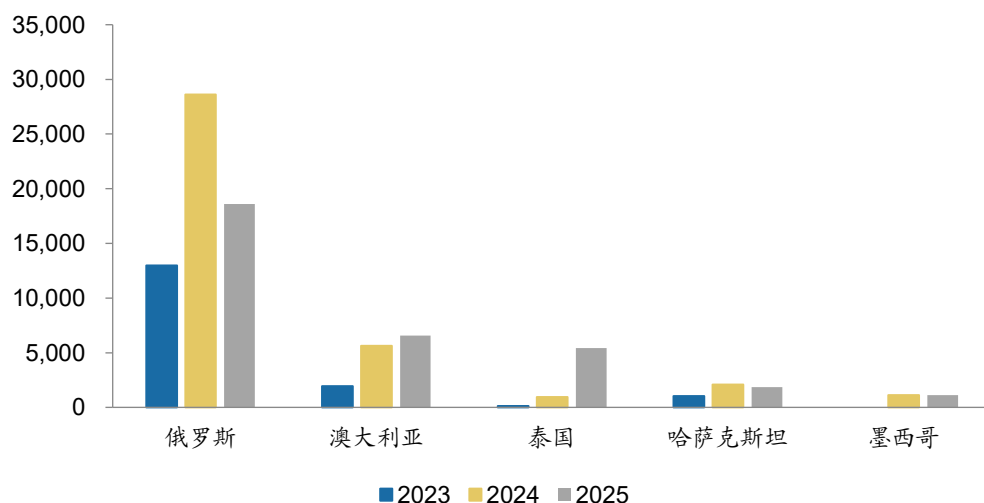
图 26: 坦克品牌出口销量（万辆）和同比增速（%）



数据来源：中汽协，广发证券发展研究中心

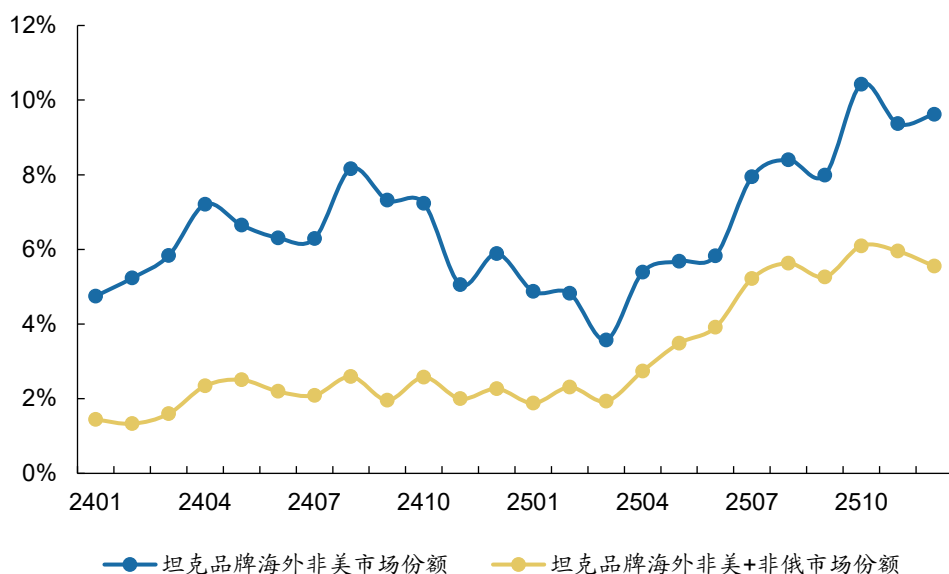
坦克品牌海外终端份额持续提升，中长期视角下销量中枢有望进一步上移。根据Marklines，2025年坦克品牌海外/非俄地区终端销量为4.4/2.5万辆，同比分别+4.7%/+91.1%。分国家来看，坦克品牌25年在俄罗斯/澳大利亚/泰国的销量分别为1.9/0.7/0.5万辆。从海外非承载越野SUV市场份额来看，坦克品牌25年在海外非美/非美俄地区的份额提升至6.8/4.0%，同比分别+0.5/2.0pct。

图 27: 长城汽车坦克品牌23-25年海外分国家终端销量（辆）



数据来源：Marklines，广发证券发展研究中心

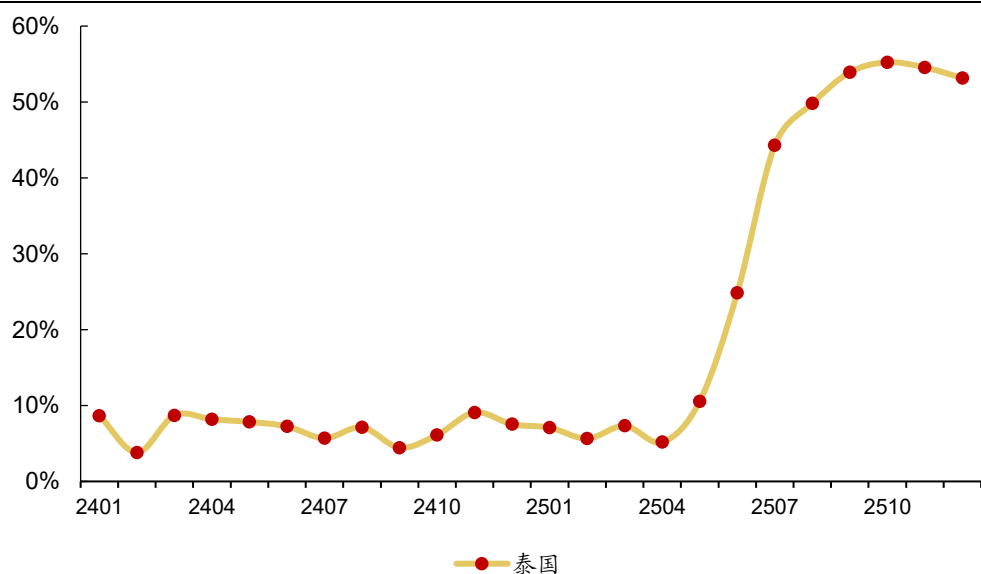
图 28: 长城汽车坦克品牌海外市场终端份额 (%)



数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

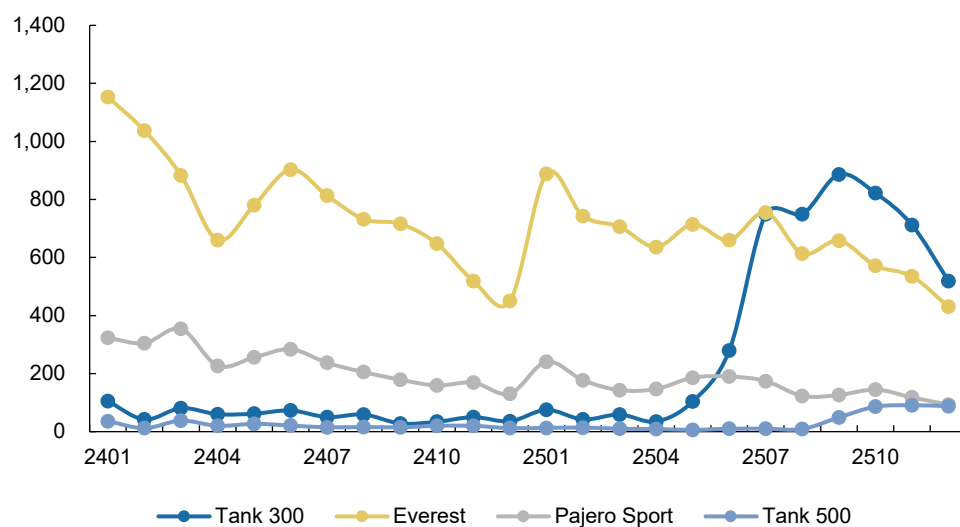
以泰国市场为例, 坦克品牌凭借性价比优势, 在泰国非承载车身SUV市场份额中枢快速上移。根据Marklines, 2025年12月坦克品牌在泰国市场的销量为607辆, 在非承载车身SUV里面的市场份额快速提升至53.2%。坦克300/500凭借空间、价格上的优势体现性价比, 持续抢夺外资品牌份额。

图 29: 泰国市场坦克品牌非承载车身SUV份额变化情况 (%)



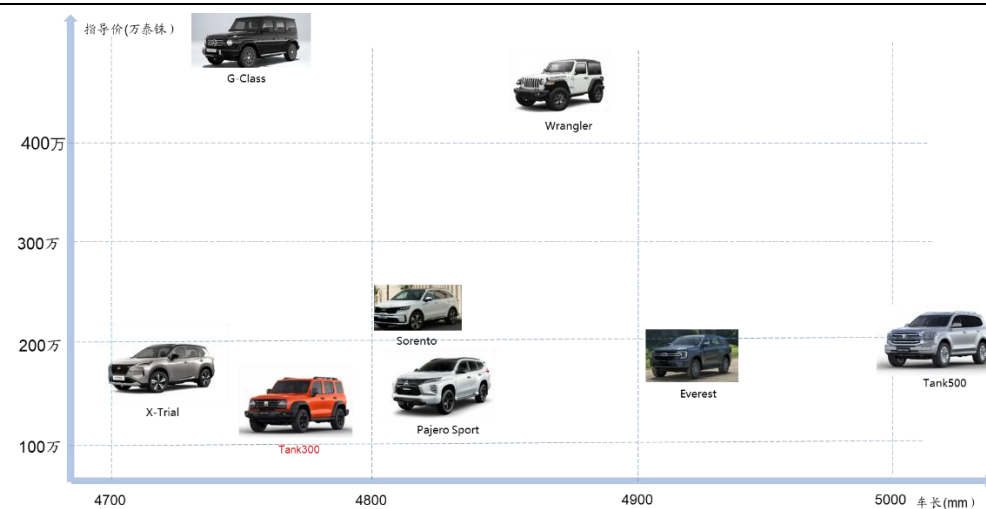
数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

图 30: 泰国市场非承载车身SUV分车型销量 (辆)



数据来源: Marklines, 广发证券发展研究中心

图 31: 泰国市场各车系价格 (万泰铢) 与车长 (mm)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

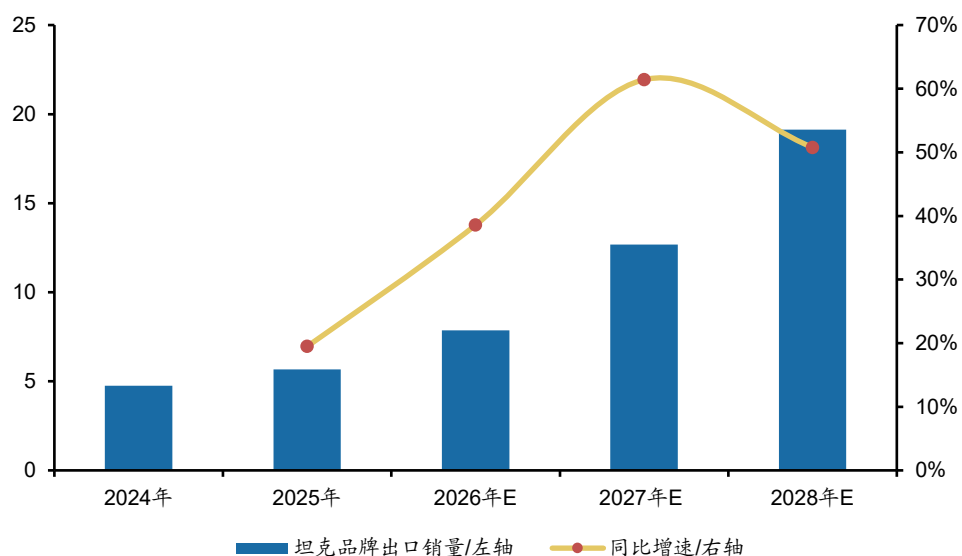
往后展望, 坦克品牌有望成为海外市场越野需求的引领者。国内市场中坦克品牌已经证明过相比外资品牌的优势, 坦克品牌在海外市场有望凭借性价比优势和PHEV技术的引领者角色, 实现海外终端份额的进一步提升。考虑海外分国家非承载SUV市场的持续扩容, 坦克品牌更多车型和动力类型的出口供给拉动份额提升, 我们预计26-28年坦克品牌的出口销量分别为7.9/12.7/19.1万辆, 同比分别+38.6%/+61.4%/+50.8%, 后续我们将核心跟踪澳大利亚、泰国、中东和北美地区坦克品牌的月度销量。

图 32: 坦克品牌有望成为海外市场越野需求的引领者



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 33: 坦克品牌年度出口销量(万辆)和同比增速(%)预测



数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

三、投资建议

在行业处于深刻变革期和消费者需求日趋多元化的背景下，公司中短期凭借在非承载式车身及纵置动力总成领域长期经营积累下的领先优势，中长期通过组织变革和差异化的比较优势以支撑其转型突破，销量和ASP有望迎来进一步增长。

销量预测：综合考虑公司分品牌的新车规划和行业需求变化，我们预计26-27年销量分别为160/180万辆，同比分别+20.9%/+12.5%，其中分品牌来看：

- (1) 哈弗品牌：公司哈弗品牌国内销量24年触底，25年哈弗出口销量增长和国内市场方盒子扩容带来增量。往后展望，方盒子SUV市场预计持续扩容，公司将通过推出优质供给新车型实现进一步增长，同时考虑到哈弗出口带来的增量和国内燃油车型的销量下降，我们预计哈弗品牌26-27年的销量分别为75/80万辆；
- (2) WEY品牌：公司25年MPV新车型高山持续兑现爆款，考虑到公司主流新平台新车的集中上市、高端方盒子SUV的竞争格局较好和直营门店的建设，预计WEY品牌26-27年的销量分别为20/27万辆；
- (3) 欧拉品牌：24-25年欧拉品牌缺乏有市场竞争力的新车销量持续下滑。往后展望，综合考虑国内中低端新能源车受定比例以旧换新补贴政策的影响、公司欧拉新车型的竞争力和公司出口的规划，我们预计欧拉品牌26-27年的销量分别为15/17万辆；
- (4) 坦克品牌：坦克品牌24-25在面对竞争加剧的背景下，国内市场通过新技术实现“用户破圈”带来销量企稳。往后展望，考虑到当前非承载SUV市场需求扩容的背景下，坦克品牌“用户破圈”的持续兑现和坦克品牌的全球化之路有望加速，我们预计坦克品牌26-27年的销量分别为32/38万辆；

ASP和收入预测：综合考虑坦克品牌销量中枢持续上移、WEY高端化和哈弗品牌出口增长对公司ASP的正面拉动，以及欧拉品牌销量增长对ASP的拖累，我们预计26-27年公司ASP分别为17.5/18.0万元，对应公司整车收入26-27年分别为2800.0/3240亿元，同比分别+28.3%/15.7%。参考历史数据，我们假设公司26-27年整车营收占比分别为98%/98%，对应公司26-27年整体营收分别为2857.7亿元和3306.7亿元，同比分别+28.3%/+15.7%。

毛利率预测：考虑到公司坦克和WEY品牌高端化新车销量的增长、出口销量中枢的上移，我们预计26-27年公司毛利率分别为19.5%/20.0%，同比分别+1.4%/0.5pct。

公司掌舵者有定力，顶层决策效率高，拥有比较优势，奠定其中长期生命力。面对行业变革，公司将迎接一轮适合自己的向上发展“新”周期。预计25-27年EPS为1.16/1.94/2.34元/股，考虑到公司高端化品牌的销量增长，同时结合公司新一轮强产品周期带来的高成长性，参考三家可比公司26年平均PE估值为15倍，给予公司A股26年15倍PE，合理价值为29.07元/股，给予“买入”评级；给予港股26年10倍PE，合理价值为21.90港元/股（港元/人民币汇率=1.13），给予“买入”评级。

表1: 公司盈利预测 (百万元)

	2023	2024	2025 (E)	2026E	2027E
营业收入	173,212	202,195	222,790	285,770	330,670
其中: 整车营收	153,300	175,500	218,300	280,000	324,000
销量 (万辆)	123.1	123.3	132.3	160	180
哈弗品牌	71.5	70.6	75.9	75.0	80.0
WEY 品牌	4.2	5.5	10.2	20.0	27.0
欧拉品牌	10.9	6.3	4.8	15.0	17.0
坦克品牌	16.3	23.1	23.3	32.0	38.0
皮卡	20.2	17.7	18.2	18.0	18.0
ASP (万元)	12.5	14.8	16.5	17.5	18.0
营业收入 YoY	55.7%	16.7%	10.2%	28.3%	15.7%
营业成本	140,769	162,747	182,420	250,774	298,645
毛利润	32,443	39,448	40,370	60,747	74,661
毛利率	18.7%	19.5%	18.1%	19.5%	20.0%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表2: 可比公司估值表

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元, Wind 一致预期)			PE		
		2026/2/14	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
002594.SZ	比亚迪	8,230	402.5	373.8	483.9	20	22	17
02015.HK	理想汽车	1,903	59.5	90.2	125.1	34	21	15
00175.HK	吉利汽车	1,094	73.2	57.5	77.5	18	19	14

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、风险提示

行业景气度下降。受宏观经济、消费环境、通胀预期等多重因素影响,汽车行业景气度存在下降的可能性。

行业竞争加剧。汽车市场竞争日趋激烈,整车企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递,同时,零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产能效率优化等多重压力。

关税政策存在不确定性。海外关税政策存在不确定性,可能影响车企海外出口销量的提升。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	118,584	133,435	164,766	206,849	246,779
货币资金	38,337	30,741	42,112	53,815	70,648
应收及预付	14,070	11,607	17,272	22,846	25,716
存货	26,628	25,408	35,471	46,008	55,112
其他	39,549	65,680	69,911	84,180	95,303
非流动资产总额	82,686	83,831	72,033	69,864	66,098
长期股权投资	10,751	11,551	12,000	12,500	13,000
固定资产	30,235	30,014	31,585	31,396	29,815
在建工程	6,477	3,960	2,480	1,490	1,195
使用权资产	736	1,831	1,831	1,831	1,831
无形资产	11,310	12,345	12,345	11,045	8,945
其他	23,177	24,130	11,792	11,602	11,312
资产总额	201,270	217,266	236,799	276,714	312,877
流动负债总额	110,835	122,229	130,567	158,600	180,591
短期借款	5,701	6,665	7,000	7,000	7,000
应付及预收	78,070	91,282	94,701	119,693	137,890
其他	27,065	24,282	28,866	31,907	35,700
非流动负债总额	21,926	16,041	16,025	16,365	16,605
长期借款	13,286	6,481	7,000	7,500	8,000
应付债券	3,463	3,675	3,675	3,675	3,675
其他	5,177	5,885	5,350	5,190	4,930
负债总额	132,762	138,270	146,592	174,965	197,195
股本	8,498	8,556	8,556	8,556	8,556
其他	60,003	70,432	81,643	93,184	107,117
归母权益合计	68,501	78,988	90,199	101,740	115,674
少数股东权益	8	8	8	8	8
负债和股东权益	201,270	217,266	236,799	276,714	312,877

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	173,212	202,195	222,790	285,766	330,672
营业成本	140,773	162,747	182,424	230,041	264,537
营业税金及附加	5,986	7,409	8,243	10,430	12,003
销售费用	8,285	7,830	10,694	14,288	16,864
管理费用	4,735	4,756	4,010	5,144	5,952
研发费用	8,054	9,284	9,357	13,145	15,542
财务费用	-126	91	-1,638	-134	-161
资产信用减值损失	-550	-774	-85	-85	-85
公允价值变动收益	-26	42	20	50	20
投资收益	761	877	500	700	300
营业利润	7,201	13,921	11,536	18,605	22,144
营业外收支	623	363	147	330	330
利润总额	7,824	14,283	11,683	18,935	22,474
所得税费用	801	1,591	1,771	2,367	2,472
合并净利润	7,023	12,692	9,912	16,569	20,002
少数股东损益	1	0	0	0	0
归母净利润	7,022	12,692	9,912	16,569	20,002
EPS (元/股)	0.83	1.48	1.16	1.94	2.34

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	17,754	27,783	7,439	23,944	29,762
合并净利润	7,023	12,692	9,912	16,569	20,002
折旧摊销	7,828	10,153	8,889	9,459	9,956
营运资金变动	3,521	4,382	-11,109	-1,911	-570
其他	0	0	140	-1,000	-1,000
投资活动现金流净额	-10,451	-23,296	6,368	-7,059	-6,489
资本性开支	-16,229	-11,082	3,337	-7,000	-6,000
投资	4,223	-12,288	-1,229	-1,011	-1,011
其他	1,555	75	4,260	952	522
融资活动现金流净额	1,052	-12,178	1,095	-5,182	-6,440
股本融资	682	1,066	0	0	0
债权融资	18,464	-9,886	693	500	400
股利分配与偿付利息	-3,538	-3,346	-426	-5,472	-6,530
其他	-14,555	-13	828	-210	-310
现金净增加额	8,374	-8,062	14,902	11,703	16,833
期初现金余额	26,899	35,272	27,210	42,112	53,815
期末现金余额	35,272	27,210	42,112	53,815	70,648

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	26.1%	16.7%	10.2%	28.3%	15.7%
营业利润增长率	-9.6%	93.3%	-17.1%	61.3%	19.0%
归母净利增长率	-15.1%	80.8%	-21.9%	67.2%	20.7%
获利能力					
毛利率	18.7%	19.5%	18.1%	19.5%	20.0%
净利率	4.1%	6.3%	4.4%	5.8%	6.0%
ROE	10.3%	16.1%	11.0%	16.3%	17.3%
偿债能力					
资产负债率	66.0%	63.6%	61.9%	63.2%	63.0%
有息负债率	11.2%	7.7%	7.5%	6.6%	6.0%
流动比率	1.1	1.1	1.3	1.3	1.4
利息保障倍数	7.3	15.7	22.2	40.0	47.1
营运能力					
应收账款周转率	25.1	28.0	22.5	21.2	21.2
存货周转率	5.3	6.4	5.1	5.0	4.8
应付账款周转率	3.5	3.7	4.0	4.0	4.0
每股指标					
每股收益	0.83	1.48	1.16	1.94	2.34
每股净资产	8.06	9.24	10.55	11.90	13.53
每股经营现金流	2.09	3.25	0.87	2.80	3.48
估值比率					
PE	30.5	17.7	17.8	10.7	8.8
PB	3.1	2.9	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.5	8.8	8.3	5.2	3.9

广发汽车行业研究小组

闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
 陈飞彤：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
 周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年加入广发证券发展研究中心。
 张力月：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
 罗英：高级分析师，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。