



长城汽车 (601633.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

中高端产品大年，差异化打开长期出海空间

投资逻辑

2026年出口增长有望提速，差异化布局打开长期空间。2026年1-4月公司出口批发销量18万台、同比增长46.7%，其中燃油车为主、占比94%，短期来看在巴西工厂等产能爬坡、新车导出加速、欧洲等区域渠道加速扩张下，欧洲、巴西、东盟、澳新等非俄市场将贡献主要增量，同时俄罗斯市场有望迎来温和复苏。长期来看，公司出口的核心优势除了成熟的渠道网络、完善的产能布局外，HEV、越野、皮卡等差异化产品品类在海外竞争格局及溢价能力更好，是公司未来出口最大的预期差来源，有望打开长期空间。我们预计2026-2028年公司出口批发销量分别为66/85/100万台，同比+30%/+29%/+18%。

中高端新车大年，有望贡献业绩弹性。增换购成为消费主力、补贴退坡影响弹性小带动中高端车型销量跑赢大盘（2026年1-4月20万以上/整体内销增速分别为17.3%）。1) 坦克：2026年预计有全新坦克700、坦克300上市，动力形式丰富且在内饰、智能化等升级，有望贡献销量与业绩增量；长期来看技术、产品迭代、营销发力助力销量&ASP&品牌力向上，向城市SUV渗透，越野扩容逻辑持续验证；2) 魏牌：归元平台带来产品性能与降本能力全面提升，营销上推动组织变革，增强KOL、KOC联动以及CEO个人IP打造，渠道上先补直营短板再协同代理模式，2026年V9X、V8X等新车上市将贡献销量及盈利增量，店效爬坡有望带来直营店盈利向上；3) 哈弗：轻越野市场快速扩容，大狗、猛龙两大IP持续强化，充分发挥泛越野长板，年内有猛龙PLUS、长城H10等新车上市，产品结构有望显著优化。4) 综上我们预计2026-2028年公司国内批发销量分别为95/116/123万台，同比+16%/+22%/+6%。

盈利预测、估值和评级

预计公司2026-2028年营业收入2777/3464/3854亿元，归母净利润126/160/181亿元，同比+28.2%/+26.3%/+13.1%，对应当前市值分别为12x/9x/8xPE。参考可比公司估值，考虑到公司出口持续亮眼增长、中高端车型加速放量，给予2026年15xPE，目标市值1897亿元，对应目标价22.16元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

新车型销量不及预期，原材料价格上涨，国际政治经济与贸易政策变化，出口新能源转型不及预期等风险。

汽车组

分析师：徐慧雄 (执业S1130525110005)

xuhuixiong@gjzq.com.cn

分析师：夏心怡 (执业S1130525110007)

xiaxinyi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.04元

目标价 (人民币)：22.16元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	202,195	222,824	277,731	346,384	385,422
营业收入增长率	16.73%	10.20%	24.64%	24.72%	11.27%
归母净利润(百万元)	12,692	9,865	12,644	15,971	18,055
归母净利润增长率	80.76%	-22.27%	28.17%	26.31%	13.05%
摊薄每股收益(元)	1.483	1.153	1.478	1.867	2.111
每股经营性现金流净额	3.28	4.75	2.61	2.88	3.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.07%	11.22%	13.12%	14.85%	15.03%
P/E	17.75	19.63	11.53	9.13	8.07
P/B	2.85	2.20	1.51	1.36	1.21

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 2026 年出口增长有望提速，差异化布局打开长期空间	5
1.1. 短期：非俄市场加速布局，2026 年公司出口增长有望提速	5
1.2. 长期：公司出口差异化优势在于多品类及多动力布局，是最大的预期差来源	7
2. 中高端新车大年，有望贡献业绩弹性	14
2.1. 中高端车型补贴退坡弹性小且自主份额仍有提升空间，1-4 月销量增速跑赢大盘	14
2.2. 坦克：越野扩容逻辑持续验证，新车周期下有望持续贡献高盈利	17
2.3. 魏牌：底层能力全面变革，基于归元-S 平台开启新产品周期	22
2.4. 哈弗：充分发挥泛越野长板，产品结构有望显著优化	25
3. 盈利预测与投资建议	27
3.1. 盈利预测	27
3.2. 投资建议	29
风险提示	29

图表目录

图表 1： 2020-2026 年公司出口批发销量及增速	5
图表 2： 2017-2026 年公司出口能源结构	5
图表 3： 长城汽车对俄罗斯及非俄市场出口销量及占比	5
图表 4： 2024-2026 年长城汽车出口前十大车型结构销量（万台）及占比	6
图表 5： 2017-2026M4 我国乘用车出口销量、增速及新能源渗透率	6
图表 6： 2024-2026 年我国乘用车出口月度销量（万台）及增速	6
图表 7： 长城汽车在海外各区域渠道模式	7
图表 9： 公司在不同动力形式上的技术布局	8
图表 10： 长城汽车海外各区域主销车型	8
图表 11： 2004-2025 年海外 HEV 市场规模、增速及渗透率	9
图表 12： 不同国家代表性车型燃油/PHEV/HEV 售价对比	9
图表 13： 2004-2025 年海外分区域 HEV 销量结构	9
图表 14： 2025 年海外部分区域 HEV 渗透率	9
图表 15： 2024-2025 年海外 HEV 销量 TOP5 车企	10
图表 16： 长城汽车不同平台 HEV 车型参数对比	10
图表 17： 欧拉 5 在泰国售价以及关税税率、消费税税率对比	10
图表 18： 2021-2025 年海外硬派越野市场销量及增速	11
图表 19： 2025 年海外硬派越野市场分国家销量结构	11



图表 20:	2025 年海外硬派越野市场分车企销量结构	11
图表 21:	2023-2026Q1 公司硬派越野车型及其中坦克车型出口批发销量及增速	11
图表 22:	2023-2025 年公司在主要市场硬派越野销量	12
图表 23:	2023-2025 年公司在主要市场硬派越野市占率	12
图表 24:	澳大利亚市场坦克 500 与竞品部分参数对比	12
图表 25:	泰国市场坦克 300 与竞品部分参数对比	12
图表 26:	2024-2025 年海外皮卡市场总销量及增速	13
图表 27:	2025 年海外皮卡主要消费市场及份额	13
图表 28:	海外皮卡市场（美国以外）TOP5 车企及部分中国车企销量及市占率	13
图表 29:	长城皮卡出口批发销量及增速	14
图表 30:	泰国市场长城皮卡与竞品配置对比	14
图表 31:	乘用车首购/换购/增购用户分布	14
图表 32:	各价位段用户换购新车价位分布（2024 年）	15
图表 33:	各价位段用户换购新车价位分布（2025H1）	15
图表 34:	购置税政策调整对各价格带新能源车购车所需购置税的影响	15
图表 35:	2025/2026 年以旧换新补贴金额对比	15
图表 36:	2023-2026 年不同价格带自主以及合资&外资品牌份额	16
图表 37:	2024-2026 年我国乘用车月度零售销量（万台）及同比增速	16
图表 38:	2016-2026 我国 20 万元+市场乘用车销量（万辆）及同比增速	17
图表 39:	2016-2025 全国乘用车市场不同价格带销量占比	17
图表 40:	2025 年坦克 500/400PHEV 零售月销（台）	17
图表 41:	坦克 500Hi4-T 新老款配置对比	18
图表 42:	坦克 500Hi4-Z 新老款配置对比	18
图表 43:	坦克 700 新老款配置对比	18
图表 44:	坦克 300 新老款配置对比	19
图表 45:	Hi4-T、Hi4-Z 技术特点及优势	19
图表 46:	长城提出越野分级标准	20
图表 47:	2021-2026 年坦克品牌零售销量及增速	20
图表 48:	2021-2025 年坦克内销平均 ASP（万元）测算	20
图表 49:	2016-2025 年我国硬派越野销量、增速及新能源渗透率	21
图表 50:	消费者购买坦克 500Hi4-T 主要对比的品牌及车型	22
图表 51:	归元-S 平台核心技术能力及技术特点	22
图表 52:	归元平台有望增效降本	23
图表 53:	部分车企 CEO 抖音账号数据（截至 2026M5）	23
图表 54:	部分车企 CEO 小红书账号数据（截至 2026M5）	23



图表 55: 魏牌渠道变革时间轴	24
图表 56: 公司直营网点数量变化	24
图表 57: 全新高山 9 与 2023 款高山配置对比表	24
图表 58: 高山零售月销以及在 20 万以上 MPV 市场市占率	24
图表 59: 2022-2026 年魏牌批发销量及增速	25
图表 60: 魏牌 V8X 与 2026 款蓝山配置对比	25
图表 61: 魏牌 V9X 和主要竞品领克 900 配置对比	25
图表 62: 2012-2024 年自驾游人数占国内出游总人数比例	26
图表 63: 2020-2025 年轻越野销量、增速及新能源渗透率	26
图表 64: 2025 年轻越野分车企销量及占比	26
图表 65: 2020-2026 年哈弗大狗系列/猛龙系列零售销量及增速	26
图表 66: 2025 年国内轻越野市场销量 TOP5 车型 (销量单位: 万台)	26
图表 67: 猛龙 PLUS 与竞品参数对比	27
图表 68: 长城 H10 参数及外观申报图	27
图表 69: 2026 年公司部分重点新车型参数	28
图表 70: 2023A-2026E 公司关键财务指标及预测	28
图表 71: 长城汽车及可比公司 PE 估值对比	29

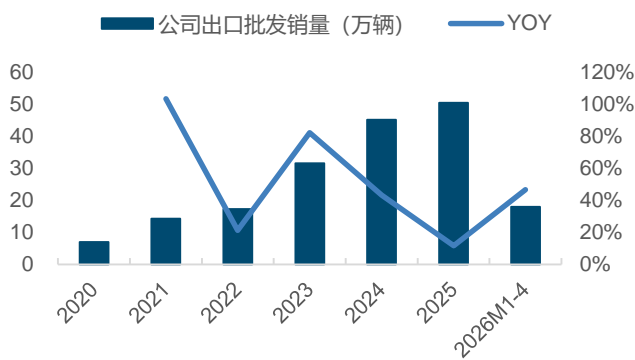


1.2026 年出口增长有望提速，差异化布局打开长期空间

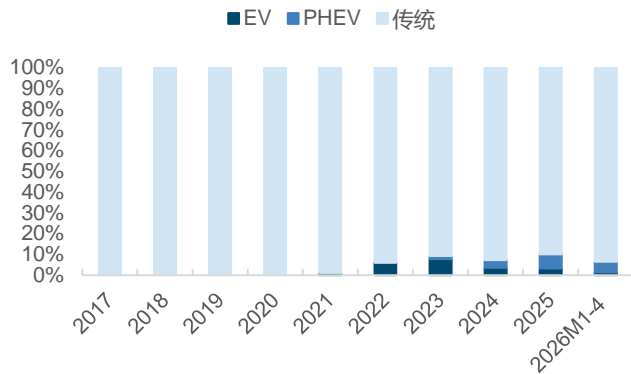
1.1. 短期：非俄市场加速布局，2026 年公司出口增长有望提速

复盘：2025 年公司出口受俄罗斯市场影响增速放缓，2026 年以来增长亮眼。2020 年以来，受益于俄乌冲突爆发后日韩欧美车企撤出俄罗斯市场带来的机遇，以及巴西、澳大利亚等非俄市场车型导入放量，长城汽车出口业务保持持续增长态势，根据公司公告，出口批发销量从 2020 年的 7.0 万辆增长至 2025 年的 50.6 万辆，期间 CAGR 达到 48.5%；其中 2025 年同比增长 12%，增速放缓主要受俄罗斯市场拖累，俄罗斯央行持续维持高基准利率推高汽车贷款成本，以及报废税连续上调导致进口车价普遍上涨等因素叠加影响，俄罗斯汽车市场需求显著承压，2025 年俄罗斯汽车总体销量同比下滑 16%，而长城汽车受益于本地化生产和成熟的渠道优势，在俄罗斯市场占有率小幅提升。2026 年 1-4 月，公司实现出口销量 18 万台、同比增长 46.7%。

图表1：2020-2026 年公司出口批发销量及增速



图表2：2017-2026 年公司出口能源结构



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：乘联会，国金证券研究所

非俄市场占比及销量快速增长，哈弗燃油车型仍为助力。从区域结构看，根据 Marklines，俄罗斯仍为公司第一大出口市场，2025 年长城对俄出口 19.8 万台、同比-13%，占公司出口比重下滑 10pct 至 39%，对非俄出口 30.8 万台、同比+37%，其中澳大利亚、巴西、南非、沙特、智利、墨西哥等为主要市场。从出口能源结构看，传统燃油车仍是主力、贡献 90% 以上出口销量。从车型结构来看，哈弗初恋、哈弗 H6、哈弗 M6 仍为助力车型，哈弗 H6PHEV、坦克 300PHEV 等新能源车型增量显著。

图表3：长城汽车对俄罗斯及非俄市场出口销量及占比

	2023	2024	2025	2025 年同比增速
长城对俄出口销量 (万台)	13.1	22.9	19.8	-16.4%
——长城在俄市占率	11.3%	13.5%	14.0%	-13.3%
——对俄出口占比	41.4%	50.4%	39.2%	0.5%
长城对非俄出口销量 (万台)	18.5	22.5	30.8	-11.3%
——对非俄出口占比	58.6%	49.6%	60.8%	37.1%
——分国家：澳大利亚	3.6	4.3	5.3	11.3%
巴西	1.1	2.9	4.0	23.4%
南非	1.4	1.4	2.1	36.7%
沙特阿拉伯	1.3	1.3	1.9	48.3%
智利	1.4	1.4	1.5	41.6%
墨西哥	0.1	1.4	1.5	6.3%
哈萨克斯坦	0.9	1.4	1.4	6.1%
泰国	1.4	0.8	1.4	5.9%
马来西亚	0.0	0.2	0.6	79.2%
其他	7.3	7.3	11.0	162.7%

来源：公司公告，Marklines，国金证券研究所 注：Marklines 由于数据可得性，存在国家及车型统计不全的问题，下同



图表4: 2024-2026年长城汽车出口前十大车型结构销量(万台)及占比

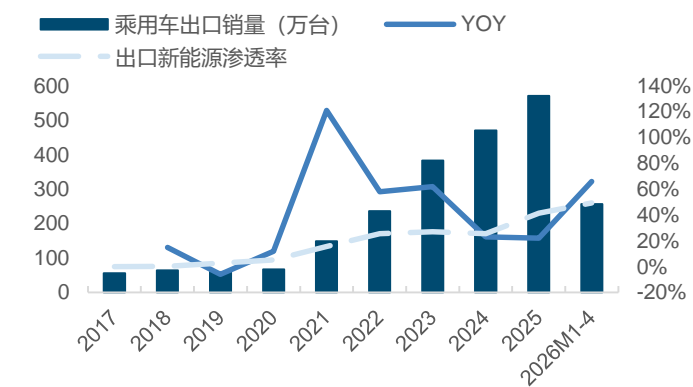
车型	能源类型	2024 销量	2024 占比	2025 销量	2025 占比	2026M1-4 销量	2026M1-4 占比	2026M1-4 销量 YOY
初恋	ICE	13.5	29.9%	11.0	21.8%	3.76	20.8%	29%
哈弗 H6	ICE	5.0	11.1%	7.5	14.7%	3.12	17.3%	90%
哈弗 M6	ICE	4.4	9.8%	4.3	8.4%	1.31	7.3%	48%
坦克 300	ICE	2.9	6.3%	3.0	6.0%	1.19	6.6%	112%
大狗	ICE	2.7	6.1%	2.7	5.4%	0.98	5.4%	84%
哈弗 H9	ICE	0.8	1.7%	2.6	5.2%	0.95	5.2%	102%
哈弗 F7	ICE	3.1	6.9%	2.7	5.3%	0.89	4.9%	27%
赤兔	ICE	1.3	2.9%	2.0	3.9%	0.80	4.4%	41%
坦克 500	ICE	1.8	4.0%	1.7	3.3%	0.59	3.3%	37%
酷狗	ICE	1.1	2.5%	1.5	2.9%	0.45	2.5%	16%

来源: 乘联会, 国金证券研究所

展望: 在非俄市场加速布局、俄罗斯市场温和复苏下, 我们预计公司 2026 年出口增长较 2025 年有望明显提速。

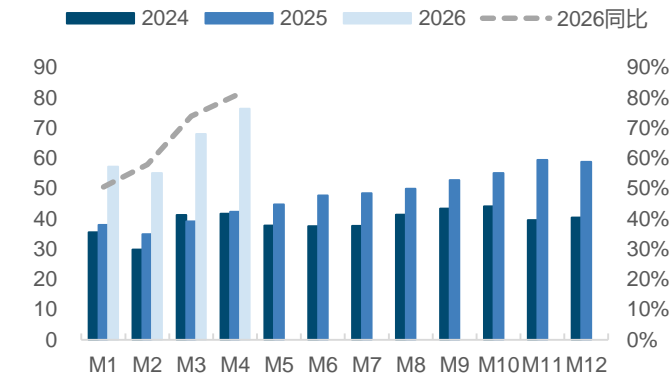
1) 预计全年行业出口维持高增。2026 年 1-4 月我国整体乘用车出口销量达到 257 万台、同比增长 66%, 其中新能源出口 127 万台、同比增长 118%、渗透率已大幅提升至 49.4%。我们认为出口高速增长一方面来自优质产品加速出海、爬坡放量, 另一方面中国车企在海外市场的运营经过前期积累趋于成熟, 此外国际油价上涨推动海外市场新能源加速渗透, 利好中国新能源车出口。产品持续导出、渠道网络搭建加速、本地化产能集中落地、研供销服体系全面出海, 叠加国际油价处于高位有望带来海外消费者消费习惯与认知长期转变, 我们预计全年行业出口有望维持高增。

图表5: 2017-2026M4 我国乘用车出口销量、增速及新能源渗透率



来源: 乘联会, 国金证券研究所

图表6: 2024-2026 年我国乘用车出口月度销量(万台)及增速



来源: 乘联会, 国金证券研究所

2) 产能&产品&渠道共振下, 欧洲、巴西、东盟、澳新等非俄市场将贡献长城出口主要增量。①本地化产能爬坡: 2025 年 8 月长城汽车巴西工厂正式投产, 初始产能 3 万辆/年, 目标到 2026 年达 5 万辆, 本地化率 60%; 2026 年 2 月, 长城汽车宣布在巴西圣埃斯皮里图州建设第二家工厂, 规划年产能 20 万辆, 将配备完整生产流程。②产品导出加速: 2026 年 1 月, 本地组装的 WEY G9 PHEV 在马来西亚上市; 2 月, 哈弗 Jolion Pro 在德国上市; 2026 年 3 月, 欧拉 5 在泰国全球首发, 后续还将在巴西、欧洲市场上市; 此外, Cannon Alpha PHEV 将于 Q3 在新西兰发布, 公司还计划未来两年内在欧洲推出至少 10 款新车型。③渠道持续扩张: 2026 年不同市场均有渠道拓展计划, 如在欧洲市场, 已通过成立全资子公司进军西班牙市场, 年内计划在马德里、巴塞罗那等地铺设 50 个销售网点, 将于 6 月在西班牙和意大利启动销售, 与 Astana Motors 达成合作正式进入波兰、年底前计划扩张至 20 家门店, 未来 12 个月内还将在欧洲新增 10 个市场; 计划年内将澳大利亚门店扩张至 135 个(增加 12 个)等。

3) 俄罗斯市场有望迎来温和复苏。一方面, 根据 Marklines 2026 年 1-3 月俄罗斯乘用车



车市场销量 27.9 万辆，同比增长 5%，国际油价维持高位带来俄罗斯石油出口收入增长，有望推动政府财政收入和居民收入水平提升、从而刺激汽车消费，我们预计低基数效应下，2026 年俄罗斯整体车市有望迎来温和复苏，根据前三个月市场表现、考虑 2025 年基数情况、参考 AEB 对俄罗斯车市预测，我们预计 2026 年俄罗斯乘用车市场总量或将小幅增长，2027-2028 年或将基本维持稳定，预测 2026-2028 年俄罗斯乘用车销量增速分别为 +3%/+0%/+0%。另一方面，在图拉工厂早期投产、实现哈弗以及皮卡车型地产基础上，根据俄罗斯公报以及坦克俄罗斯官网报道，图拉工厂第二冲压车间有望启动，同时坦克将从 2026 年二季度开始在加里宁格勒的 Avtotor 工厂启动当地生产，本地化水平的进一步提高有望对冲报废税上调的部分负面影响。

1.2. 长期：公司出口差异化优势在于多品类及多动力布局，是最大的预期差来源

1.2.1. 核心优势：成熟的渠道网络、完善的产能布局、丰富的技术及产品储备支撑下的差异化

我们认为公司出口的核心优势在于成熟的渠道网络、完善的产能布局、丰富的技术及产品储备支撑下的差异化。

1) 渠道布局：根据公司年报截至 2025 年公司已出口到 170 多个国家和地区、海外渠道已达 1500 余家，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；建立覆盖欧亚、澳大利亚、南非、沙特、智利等核心市场的区域营销中心，并在俄罗斯、泰国、巴西、南非等战略市场通过设立子公司实现深度本地化运营。

图表7：长城汽车在海外各区域渠道模式

区域	渠道模式	不同国家设立子公司以及合作经销商情况
欧洲	子公司+经销商+总代	已在意大利、西班牙成立全资子公司 GWM Italia、GWM Spain，其他市场采取总代或经销商模式，例如德国、英国、瑞典、保加利亚等市场保留此前经销商，26 年 3 月波兰市场总代权交给中亚大型汽车经销商集团 Astana Motors。
拉美	子公司+经销商+总代	在巴西、墨西哥设立全资子公司 GWM Brasil、GWM México，其他市场采取总代/经销商模式，如智利与秘鲁委任 Derco 集团、阿根廷携手 Antelo 集团等
东盟	子公司+经销商+总代	在泰国、马来设立全资子公司，其他市场采取总代/经销商模式，如印尼与英之杰集团合作、在菲律宾与汇鸿集团合作等
澳新	子公司+经销商	在澳大利亚设立全资子公司 GWM Australia，新西兰与 Ebbett 等经销商合作
俄罗斯	子公司+经销商	在俄罗斯设立全资子公司
中东	总代模式为主	在阿联酋代理商为 Swaidan Trading（当地富豪家族集团 Al Naboodah Group 的子公司）、卡塔尔代理商为 Teyseer Motors、阿曼代理商为 Bahwan 集团子公司 OTE 等
南非	子公司+经销商+总代	在南非设立全资子公司，其他市场采取总代或经销商模式，如埃及市场和 GB 汽车集团合作（当地最大的乘用车分销商）、摩洛哥与太非卡汽车销售公司（Tractafric Motors）合作等

来源：长城汽车公众号，公司公告，长城汽车欧洲官网，中国新闻网等，国金证券研究所

2) 产能布局：公司已建成三大全工艺整车基地和多家 KD 工厂，其中俄罗斯图拉工厂规划产能 15 万辆，本地化率超 65%；泰国罗勇工厂初期规划年产能 8 万辆，可实现燃油、混动、插电、纯电多动力车型共线生产，实现本地化率达 40%；巴西伊拉塞马波利斯工厂已于 2025 年 8 月投产，年产能 5 万辆，2026 年 2 月宣布在巴西圣埃斯皮里图州建设第二家工厂，规划年产能 20 万辆；在厄瓜多尔、巴基斯坦、马来西亚、越南等地还布局了 KD 组装工厂，形成覆盖全球的产能网络；此外，公司正积极布局南非本地化生产，已与多方展开洽谈。

图表8：长城汽车海外产能梳理

工厂类型	国家	投产时间	规划产能	投资金额、生产车型等
整车工厂	巴西	2025 年 8 月	5 万	巴西首个专门生产混合动力汽车和电动汽车的新能源汽车工厂；首批生产车型包括 H6、H9、2.4T 长城炮等车型；产品将辐射墨西哥、阿根廷、智利等周边国家
	泰国	2021 年	8 万	60%在泰国本地销售、40%出口到其他海外市场。哈弗 H6 HEV、JOLION HEV、坦克 300/500 HEV、欧拉好猫均已实现本地生产
	俄罗斯	2019 年	15 万	投资 5 亿美元，涵盖冲压、焊接、涂装、总装四大生产工艺



工厂类型	国家	投产时间	规划产能	投资金额、生产车型等
KD 工厂	厄瓜多尔	2013 年		组装哈弗、皮卡，辐射出口乌拉圭、秘鲁、玻利维亚、巴拉圭、阿根廷、哥伦比亚和智利等
	保加利亚	2012 年	5 万	和保加利亚利泰克斯汽车双方共同投资建成，组装哈弗、皮卡
	巴基斯坦	2022 年	2 万	组装哈弗 H6/H6 HEV、哈弗初恋等车型
	印尼	2024 年 9 月		首款本地组装车型为哈弗 JOLION HEV
	马来西亚	2024 年	初期 1 万	组装哈弗 H6 HEV 等
	哈萨克斯坦	2025 年	9 万	阿斯塔纳汽车公司 100%持有，生产奇瑞、长安、哈弗汽车，生产能力达年产 9 万辆汽车，其中 60%计划出口到独联体国家。
	越南	2025 年		24 年 9 月与越南成安集团签署合作备忘录合作 CKD 组装工厂

来源：长城汽车官网，长城汽车全球官网，驻泰国大使馆经济商务处等，国金证券研究所

3) 丰富的技术及产品储备支撑下的差异化：

技术布局：公司实现了全动力总成自主研发与生产，从新能源到汽柴油、从 HEV 到 PHEV、从 4 缸到 6 缸及 8 缸、从 4 挡电混到 9AT/9HAT，可满足全球不同市场的多元化需求。在此基础上，公司于 2026 年 1 月发布全球首个原生 AI 全动力平台“归元”，该平台兼容纯电、混动、插混、燃油及氢燃料电池五种动力形式，可实现“一车多动力、一车多品类、一车多姿态”体系化能力，真正实现全动力、全品类、全价格带的覆盖，可灵活适配全球各区域市场的技术路线偏好与法规要求。同时公司在日本、美国、德国、印度、加拿大等国家均设立了海外研发中心，有利于出口车型适应性开发和调整。

图表9：公司在不同动力形式上的技术布局

动力形式	布局要点
燃油领域	攻克大排量柴油机、4.0T 发动机系列技术难题，V8 热效率达到同级最高
混动领域	打造 Hi4 家族四大技术架构：智能四驱电混架构 Hi4、越野超级混动 Hi4-T、泛越野超级混动 Hi4-Z、重卡超级混动架构 Hi4-G
纯电领域	四大维度打造电驱动产品；坚持多元化技术路线，实现三元、铁锂、钠电、固态等多种化学体系电池布局，覆盖方形、短刀等多种电池形式；电控领域深入布局第三代功率半导体碳化硅
氢能领域	参股未势能源科技有限公司，推进燃料电池产品迭代升级；金属堆燃料电池系统额定功率达 120kw，可拓展 80kw、100kw 级别产品，同步降低产品成本；石墨堆燃料电池系统采用国际领先的超薄石墨板（厚度≤1.4mm），平台产品可覆盖 180kW 级功率需求，适配长途重载卡车需求

来源：长城汽车 2025 年报，国金证券研究所

产品储备：依托于全动力布局，公司产品涵盖 SUV、轿车、皮卡、MPV、摩托车、重卡等多种品类，根据乘联会截至 2026 年 4 月，公司出海车型已达 20 余款。后续除了现有出海车型扩大地区覆盖面外，仍有新车陆续导出，产品矩阵将持续丰富。

我们认为 HEV、越野、皮卡等差异化产品品类在海外竞争格局及溢价能力更好，空间广阔，是公司未来出口最大的预期差来源。

图表10：长城汽车海外各区域主销车型

地区	出海主销车型
澳新	哈弗初恋、长城炮、坦克 300、哈弗 H6、欧拉好猫、坦克 500、哈弗 H7、长城炮
东南亚	坦克 300、欧拉好猫、坦克 500、哈弗 H1、哈弗 H6、哈弗 H2、哈弗初恋、长城炮
南非	初恋 pro、初恋、哈弗 H6、坦克 300、哈弗 H7、坦克 500、好猫
南美	H6、初恋、长城炮、哈弗 H9、坦克 300、好猫、风骏 7、哈弗 H6、风骏 5、坦克 500、哈弗 H7
西欧	魏牌 05、魏牌 03、好猫、初恋、欧拉 07
中东&北非	坦克 300、哈弗 H7、哈弗 H6、坦克 500、初恋 pro、H6、初恋、魏牌 05
中欧&东欧（除俄罗斯）	初恋、哈弗 M6、坦克 300、H5、坦克 500、哈弗 H6、哈弗 H9、哈弗大狗、长城炮、魏牌 05、坦克 700、魏牌 03
俄罗斯	M6、初恋、大狗、大狗 X、F7、F7X、长城炮、H3、H5、H7、H9、坦克 300、坦克 400、坦克 500、坦克 700、



地区 出海主销车型

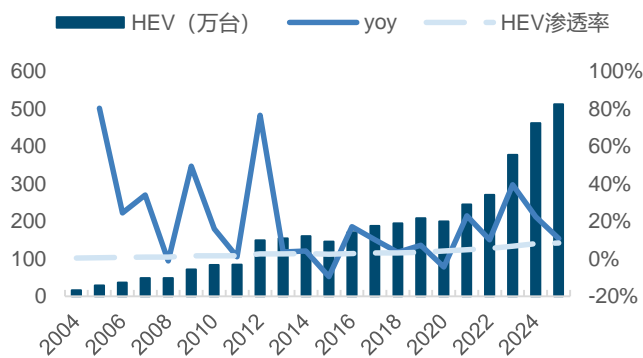
魏牌 05、魏牌 07、魏牌 80 豪华版、欧拉 03、欧拉 03 GT

来源：Marklines、长城汽车俄罗斯官网、国金证券研究所

1.2.2. HEV：海外市场存在长期需求，公司有望依托混动技术优势打开成长空间

HEV 优势显著，在海外具备长期需求。根据 Marklines，2025 年海外 HEV 市场规模 513 万辆，同比增长 11%，2021-2025 年 CAGR 达到 20%，渗透率持续提升、2025 年达到 8.5%。我们认为 HEV 优势显著，一方面与油车相比，HEV 具备行驶品质平顺安静、节油、支持更高阶的智能化等优势，另一方面与 PHEV 相比无需充电、续航焦虑小、故障率和维修成本低、保值率更高。在当前国际油价处于高位的背景下，我们认为 HEV 仍然具备长期需求，原因在于：1) 油价上涨会推高天然气价格，电力市场定价机制与天然气价格深度绑定且天然气发电占比较高的国家电价会随之上涨，EV/PHEV 车型的绝对优势会被削弱；2) 不同国家居民消费能力存在差异，而当前海外大多市场 PHEV 较燃油车购买价格仍存在较高溢价可能会影响消费者对新能源车的消费意愿（我们选取不同国家同一款车型不同燃料类型的售价进行对比，普遍 HEV 较燃油的溢价在 10-15%、PHEV 较燃油的溢价在 25%以上、PHEV 较 HEV 溢价在 10%左右）；3) 海外部分国家存在充电网络数量不足、覆盖不均以及电网容量不足或稳定性差等问题，限制了新能源车的快速发展。

图表11：2004-2025 年海外 HEV 市场规模、增速及渗透率



图表12：不同国家代表性车型燃油/PHEV/HEV 售价对比

国家	车型	燃料类型	售价 (含税, 万元)	HEV/PHEV 较燃油溢价率	PHEV 较 HEV 溢价率
德国	起亚 Sorento	燃油	44.7	-	-
		HEV	45.1	1%	-
	现代 TUCSON	燃油	28.8	-	-
		HEV	32.5	13%	-
英国	雷克萨斯 RX	燃油	57.3	-	-
		PHEV	59.3	3%	-
	现代 TUCSON	燃油	28.2	-	-
		HEV	31.7	13%	-
法国	现代 TUCSON	燃油	33.4	-	-
		HEV	30.3	-19%	-
	现代 TUCSON	燃油	30.3	-	-
		PHEV	34.1	12%	-
西班牙	MG3	燃油	11.0	-	-
		HEV	13.7	24%	-
	MG ZS	燃油	11.8	-	-
		HEV	15.7	32%	-
巴西	丰田卡罗拉	燃油	17.2	-	-
		HEV	21.6	26%	-
	丰田卡罗拉	燃油	25.4	-	-
		PHEV	23.5	-9%	-
澳大利亚	丰田 RAV4	燃油	25.8	-	-
		HEV	26.9	4%	-
	丰田 RAV4	燃油	33.5	-	-
		PHEV	24.6	-26%	-
丰田 RAV4	燃油	31.5	-	-	
	PHEV	31.5	0%	-	

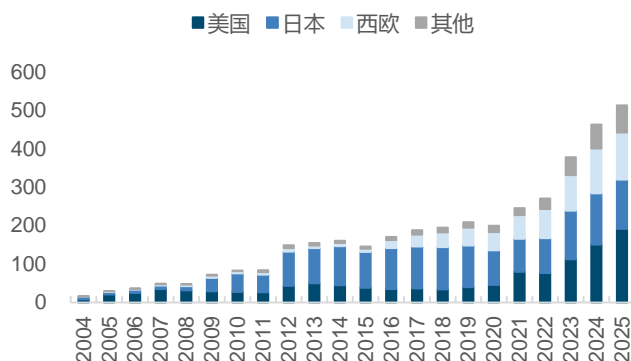
来源：Marklines, 国金证券研究所

来源：各品牌海外官网，国金证券研究所

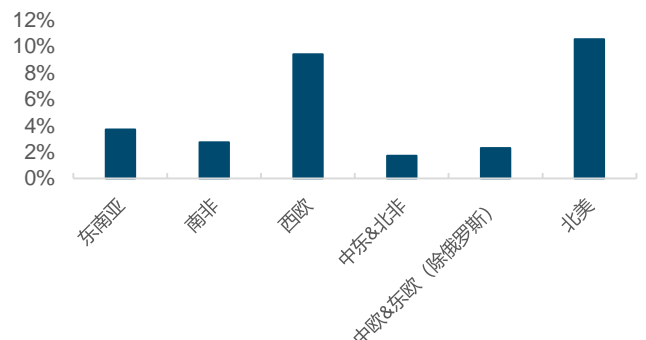
注：部分国家动力类型标签缺失，故存在统计不全的问题，下同

丰田占据近半份额，中国品牌出海起步、空间广阔。根据 Marklines，从竞争格局来看，海外 HEV 市场丰田占据主导地位、占近半份额，其次为现代起亚、本田、雷诺，四家合计贡献 85%以上，而中国车企 HEV 还处于起步阶段、合计占比仅 3%、以上汽为主。根据 Marklines 数据我们计算得到，即使剔除短期因贸易壁垒难以进入的美国市场，海外其他国家 HEV 市场容量仍超过 300 万台、且处于持续增长中，空间广阔；同时相较于传统燃油市场，HEV 市场供给者少、高度集中，因此竞争格局相对更好。

图表13：2004-2025 年海外分区域 HEV 销量结构



图表14：2025 年海外部分区域 HEV 渗透率



来源：Marklines、国金证券研究所

来源：Marklines、国金证券研究所



图表15: 2024-2025年海外HEV销量TOP5车企

车企	2024年销量(万台)	2024年市占率	2025年销量(万台)	2025年市占率
丰田	245.3	53.0%	254.1	49.6%
现代-起亚	62.7	13.6%	78.3	15.3%
本田	63.1	13.6%	68.6	13.4%
雷诺	35.2	7.6%	40.8	8.0%
日产	28.6	6.2%	23.0	4.5%
其他	22.8	5.9%	39.2	9.3%

来源: Marklines, 国金证券研究所

长城 HEV 技术布局充分, 归元平台下产品性能进一步提升。2020 年长城发布柠檬混动 DHT 技术(双电机混联拓扑结构, 开创性加入两档减速器, 扩大发动机高效直驱范围), 提供 HEV/PHEV 两种动力架构、其中 HEV 架构主打城区路况超低油耗以及中高速路况瞬时加速能力, 动力系统综合效率可达 50% 以上, 其 A 级 SUV 综合油耗低至 4.6L/100km, B 级 SUV 比同类燃油车型节油 35-50%, 基于该架构, 长城曾推出拿铁/初恋/赤兔/H6 等多款 HEV 车型; 2020 年推出的坦克平台也涵盖 ICE、PHEV、HEV 三种动力形式, 其中 2.0T HEV 混动系统搭载 2.0T 高热效率米勒循环发动机+9HAT 混动变速箱+纵置 P2 混动系统, 最大功率/扭矩 224kW/640Nm, 电量 1.7kwh, 基于该平台曾推出坦克 300/坦克 500/山海炮 HEV 等产品主要销往海外市场; 2026 年 1 月发布归元平台, 其中 HEV 实现 5 秒级零百加速、油耗下降 14.4%、新能源同阶智能化, 柴油超级混动零百加速能力提升 40%, 相比汽油混动综合油耗降低 9%, 市区油耗降低 15%, 基于该平台打造的欧拉 5 HEV 已于泰国市场上市, 后续还将销往巴西、欧洲等市场。以泰国市场为例, 欧拉 5 HEV 版本比 EV 版本售价高了 1.3 万元人民币, 考虑到二者 BOM 成本以及消费税率的差异, 我们认为 HEV 规模爬坡后有望获得比 EV 更好的盈利。

图表16: 长城汽车不同平台 HEV 车型参数对比

平台	柠檬平台	坦克平台	归元平台
代表车型	拿铁	坦克 300 (泰国版)	欧拉 5
上市时间	2021.12	-	2026.4
指导价(万元)	16.98-18.98	折合人民币 36 万	8.98-9.98
车长(mm)	4668	4760	4471
轴距(mm)	2745	2759	2720
发动机排量	1.5T	2.0T	1.5T
发动机最大功率(kw)	115	180	115
变速箱	2 挡 DHT	9HAT	2 挡 DHT
电动机总功率(kw)	130	78	140
WLTC 综合油耗(L/100km)	5.3	未知	4.5
带电量(kwh)	1.7	1.7	1.09
零百加速(s)	7.5	未知	7.7

来源: 懂车帝、欧拉泰国官网、国金证券研究所

注: 因坦克 HEV 版本未在国内上市, 所以我们选取泰国上市版本进行对比、存在部分参数披露缺失

图表17: 欧拉 5 在泰国售价以及关税税率、消费税税率对比

	HEV 版	EV 版
低配版售价(万元, 折合人民币)	15.31	14.05
高配版售价(万元, 折合人民币)	16.78	15.52
本地化之后关税税率	0	0
本地化之后消费税税率	9%	2%

来源: 国金证券研究所 注: 按照汇率 1 泰铢=0.21 人民币换算

1.2.3. 硬派越野: 海外市场持续扩容, 公司产品矩阵丰富、出口增长提速

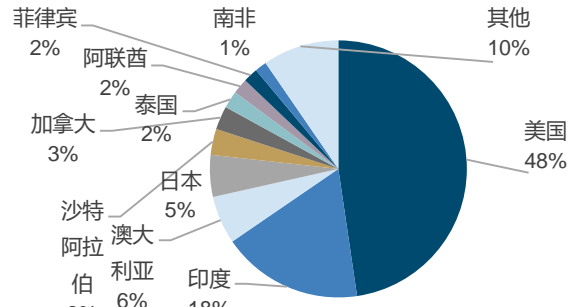
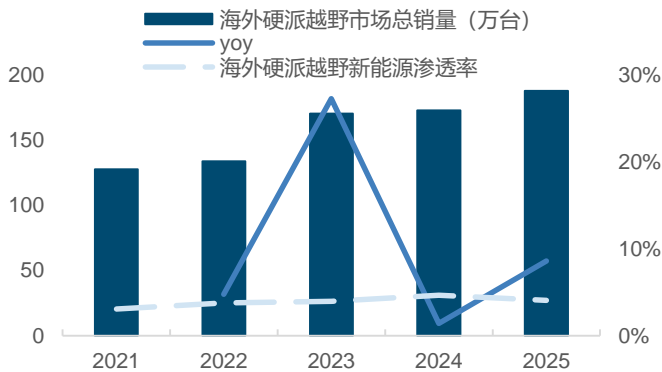
海外硬派越野市场持续扩容, 中国车企出口处于起步阶段。根据 Marklines 数据, 2025 年海外硬派越野市场销量为 188 万台、同比增长 8.6%, 2021-2025 年 CAGR 达到 10%, 其中



美国占据近半份额，其次印度、澳大利亚、日本、沙特等为主要消费市场，若剔除短期因贸易壁垒难以进入的美国和印度市场，则计算得到中国硬派越野车型出口可触达市场容量为 65 万台。从竞争格局来看，海外主要供给为丰田、马辛德拉、通用、福特等，合计占比 60% 以上，市场集中度较高，中国车企出口处于起步阶段，目前仅长城、北汽为主，根据 Marklines 我们估算合计份额不足 3%。

图表18: 2021-2025 年海外硬派越野市场销量及增速

图表19: 2025 年海外硬派越野市场分国家销量结构



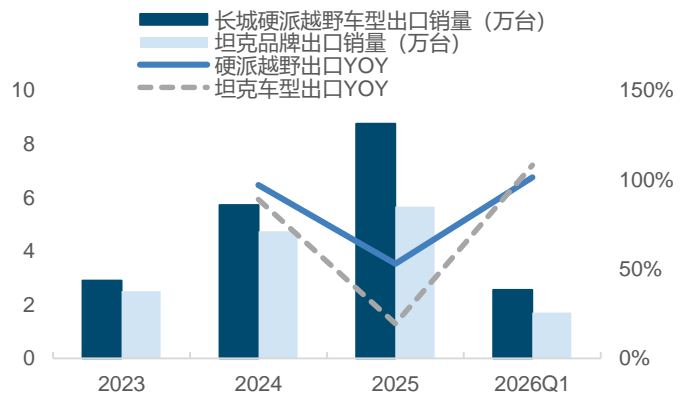
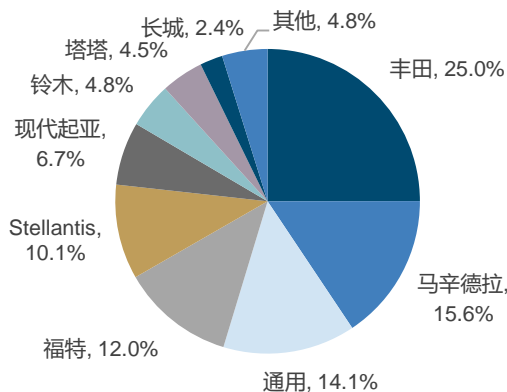
来源: Marklines, 国金证券研究所

来源: Marklines, 国金证券研究所

公司硬派越野产品矩阵丰富，出口销量高增。目前，公司出海的硬派越野车型包括坦克 300、坦克 400、坦克 500、坦克 700，以及哈弗 H5、哈弗 H9 等，形成覆盖各价位各尺寸的丰富产品矩阵。根据公司公告，批发口径下 2023 年以来公司硬派越野出口持续高增，2025 年达到 8.8 万台、同比+53%，2026 年一季度达到 2.6 万台、增速突破 101%，主要为坦克 300、坦克 500PHEV、坦克 700PHEV 等贡献增量；根据 Marklines，主要出口国家为俄罗斯、澳大利亚、泰国、巴西、哈萨克斯坦等，其中在泰国、澳大利亚当地硬派越野市场市占率均实现显著增长，在哈萨克斯坦市场市占率已接近 30%。

图表20: 2025 年海外硬派越野市场分车企销量结构

图表21: 2023-2026Q1 公司硬派越野车型及其中坦克车型出口批发销量及增速

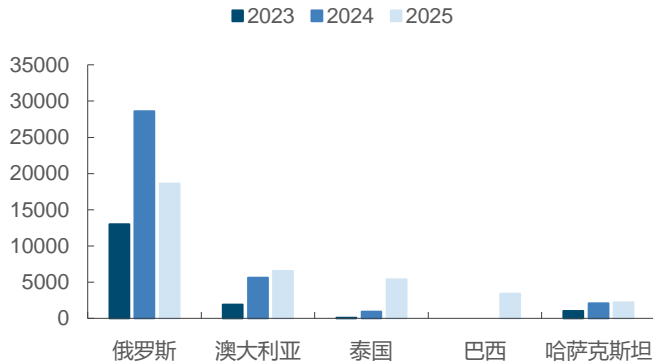


来源: Marklines, 国金证券研究所 注: 因 Marklines 数据反映海外终端零售情况，且存在部分国家或车型统计不全的问题，故此口径下长城硬派越野海外销量与乘联会批发口径下出口销量存在一定差异

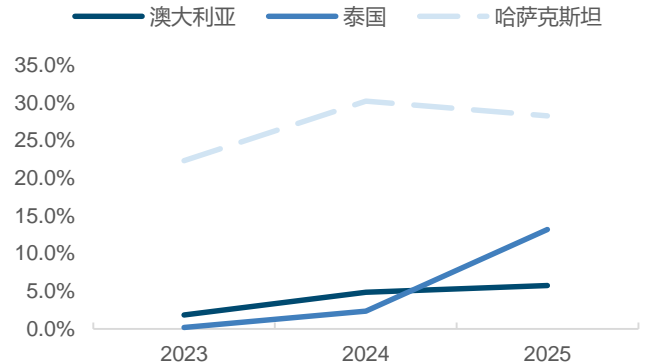
来源: 乘联会, 国金证券研究所



图表22：2023-2025 年公司在主要市场硬派越野销量



图表23：2023-2025 年公司在主要市场硬派越野市占率



来源：Marklines，国金证券研究所

来源：Marklines，国金证券研究所

以强产品力为基础，新车型导出、全动力布局、本地化布局完善，公司海外硬派越野销量有望迎来加速放量。以澳大利亚和泰国市场为例，坦克车型在动力、内饰、座舱等方面均领先竞品，我们认为强产品竞争力是公司硬派越野全球化的基础，展望未来其长期增长逻辑主要来自于三方面：一是车型持续导入并进入新市场，2026 年以来，坦克 700 在阿联酋上市并在菲律宾 MIAS 车展亮相、坦克 300Hi4-T 新进入澳洲市场、哈弗 H9 新进入菲律宾市场、坦克 500 新进入印尼市场，后续有望加速贡献销量增量；二是“燃油+混动+柴油”的全动力布局适配不同市场需求，面对中东地区常年高温干燥、沙尘严重的环境，推出坦克 700 搭载 3.0T V6 发动机、保留机械四驱系统，保障其在沙漠越野和高温环境下的稳定性；柴油机的物理特性使其在越野和长途穿越场景中具有不可替代的优势，其低转速即可爆发峰值扭矩，在攀爬、脱困时动力响应更直接和持续，油耗也显著低于同级别汽油车，同时其高可靠性与耐用性、低维护成本更适配硬派越野车型的属性，在地形复杂、皮卡文化盛行的市场需求旺盛，例如澳洲、南非、东盟等市场柴油越野车销量占比超 70%，坦克 300/500 柴油版本已在澳大利亚、泰国、南非等核心市场上市；而 HEV 和 PHEV 版本在今年国际油价高位震荡的背景下，在澳大利亚、东盟等对新能源接受程度更高、油价波动大的市场更具优势；三是本地化生产能力逐步完善，截至目前哈弗 H9 已在巴西、俄罗斯、坦克已在泰国等市场实现地产业化，2026 年，坦克还将在俄罗斯、巴基斯坦等市场以 KD 方式实现本地化生产，我们认为有望为后续更多越野车型海外导入和规模放量提供支撑。

图表24：澳大利亚市场坦克 500 与竞品部分参数对比

车型	坦克500 HEV Lux	丰田普拉多GX
售价 (万元, 折合人民币)	36.8	38.9
尺寸 (mm)	5078*1934*1905	4990*1980*1925
轴距 (mm)	2850	2850
发动机排量	2.0T	2.8T
系统最大功率 (kW)	255	150
系统最大扭矩 (N·m)	648	500
变速箱	9AT	8AT
综合油耗 (L/100km)	8.5	7.6
仪表盘尺寸 (英寸)	12.3	7
娱乐屏尺寸 (英寸)	14.6	12.3
前排座椅加热	✓	×

来源：长城汽车澳大利亚官网，丰田澳大利亚官网，国金证券研究所

图表25：泰国市场坦克 300 与竞品部分参数对比

车型	坦克300 HEV pro	丰田Fortuner Leader四驱
售价 (万元, 折合人民币)	34.6	33.6
尺寸 (mm)	4760*1930*1903	4795*1855*1835
轴距 (mm)	2750	2750
发动机排量	2.0T	2.4T
发动机最大功率 (kW)	180	110
发动机最大扭矩 (N·m)	380	400
电动机最大功率 (kW)	78	×
电动机最大扭矩 (N·m)	268	×
变速箱类型	9HAT	6AT
仪表盘尺寸 (英寸)	12.3	4.2
娱乐屏尺寸 (英寸)	12.3	8

来源：长城汽车泰国官网，丰田泰国官网，国金证券研究所

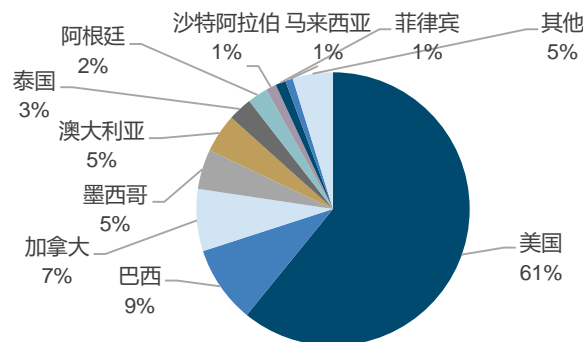
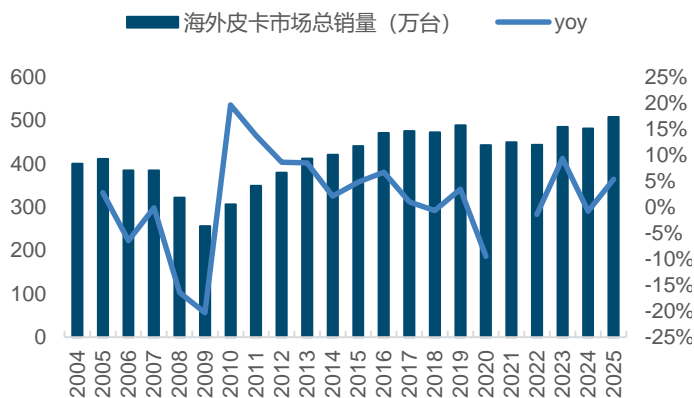
1.2.4. 皮卡：公司具备出海先发优势，高价值产品有望成为核心增长来源

海外皮卡市场短期中国车企可进入市场容量约为 200 万台，竞争格局高度集中。根据 Marklines，海外皮卡市场规模约 500 万辆，其中美国为第一大消费市场、占 60% 以上份额，其他主要市场为巴西、加拿大、墨西哥、澳大利亚、泰国、阿根廷等，合计份额达到 30%，因此剔除短期因贸易壁垒难以进入的美国市场，我们计算得到中国车企可进入市场容量在 200 万台左右。竞争格局高度集中，主要供给者为福特、通用、丰田、斯特兰蒂斯，根据 Marklines，其市占率合计超过 85% (在美国以外市场超过 70%)，中国车企皮卡出海仍处于起步阶段，主要为长城、比亚迪、江淮等，我们计算得到在美国以外市场合计市占率约 4%。



图表26: 2024-2025 年海外皮卡市场总销量及增速

图表27: 2025 年海外皮卡主要消费市场及份额



来源: Marklines, 国金证券研究所

来源: Marklines, 国金证券研究所

图表28: 海外皮卡市场 (美国以外) TOP5 车企及部分中国车企销量及市占率

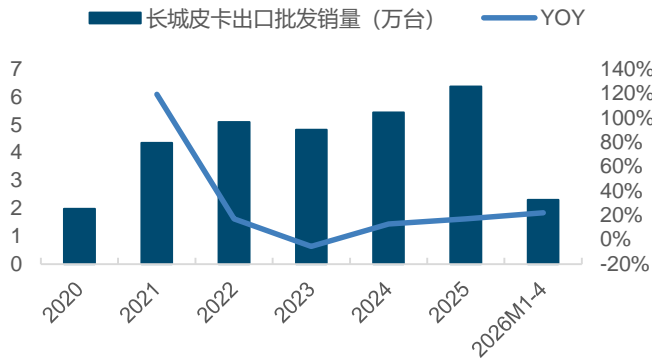
车企	2024 年销量 (万台)	2024 年市占率	2025 年销量 (万台)	2025 年市占率
丰田集团	41.0	20.9%	41.8	21.0%
福特集团	40.4	20.5%	40.3	20.2%
Stellantis	33.2	16.9%	33.6	16.9%
通用集团	24.7	12.6%	25.0	12.6%
大众集团	12.1	6.2%	12.9	6.5%
长城汽车	2.3	1.2%	2.3	1.2%
比亚迪	0.0	0.0%	2.0	1.0%
江淮汽车	1.6	0.8%	1.7	0.9%
其他	327.2	21.0%	348.9	19.8%

来源: Marklines, 国金证券研究所 注: 因 Marklines 数据反映海外终端零售情况, 且存在部分国家或车型统计不全的问题, 故此口径下长城皮卡海外销量与公司公告口径下出口批发销量存在一定差异

公司皮卡出海具备先发优势, 品牌与品质已在核心市场充分验证, 混动皮卡、2.4T 柴油版等高价值产品有望成为核心增长来源。长城皮卡出海起步早, 1997 年首批长城皮卡即出口中东, 早期主要以功能性、性价比导向的中低端皮卡切入中东、非洲、拉美等对耐用性和价格更敏感的市场, 完成了海外渠道和品牌认知的原始积累。2024 年开始, 公司明显加快高价值皮卡产品出海步伐, 山海炮 HEV、山海炮 2.4T 柴油版等产品相继进入澳洲、泰国、南非、哥伦比亚等核心市场。混动皮卡相较于传统燃油皮卡, 在燃油经济性、综合扭矩以及加速性能、对外放电功能、驾驶与乘坐体验上具备优势, 而供给稀缺, 根据 Marklines 不完全统计 2025 年渗透率仅 4% (包括 HEV 及 PHEV), 主要供给仅有福特 F 系列、撼马者、长城山海炮 Hi4-T/HEV、长城炮 Hi4-T、比亚迪 Shark6 等。因此我们认为长城混动皮卡有望填补这一空白市场, 并凭借先发优势率先定义品类、建立用户心智, 例如山海炮 HEV 已成为澳大利亚首款 HEV 皮卡、泰国首款混动皮卡, 我们以泰国市场为例, 综合考虑价格、空间、动力、牵引能力、座舱配置等, 山海炮 HEV 具备较强竞争优势。2025 年公司皮卡出口批发销量 6.4 万台, 同比增长 17%, 2026 年 1-4 月实现出口 2.3 万台, 同比增长 22%, 混动皮卡、2.4T 柴油皮卡等高价值产品出海加速下, 公司皮卡海外销量与品牌势能有望持续提升。



图表29: 长城皮卡出口批发销量及增速



图表30: 泰国市场长城皮卡与竞品配置对比

车型	山海炮HEV (四驱版)	丰田Hilux Travo (四驱版)	比亚迪Shark6 PHEV	福特Ranger燃油 (四驱版)
售价 (万元, 折合人民币)	30.6	24	37.4	39.7
车身尺寸 (mm)	5445*1991*1924	5320*1885*1815	5457*1971*1925	5381*2028*1922
轴距 (mm)	3350	3085	3260	3270
发动机排量	2.0T	2.8T	1.5T	2.0T
变速箱	9HAT	6AT	E-CVT	10AT
发动机最大功率 (kw)	180	150	135	210
发动机最大扭矩 (Nm)	380	420	260	500
电动机最大功率 (kw)	78		170+150	
电动机最大扭矩 (Nm)	268		310+340	
馈电/综合油耗 (L/100km)	9.3	大约8	7.9	大约9.3
牵引能力 (kg)	3300	3500	2500	2500
扬声器数量	6	8	12	6
中控屏尺寸 (英寸)	12.3	12.3	15.6	12
仪表盘尺寸 (英寸)	12.3	7	10.25	

来源: 长城炮公众号、国金证券研究所

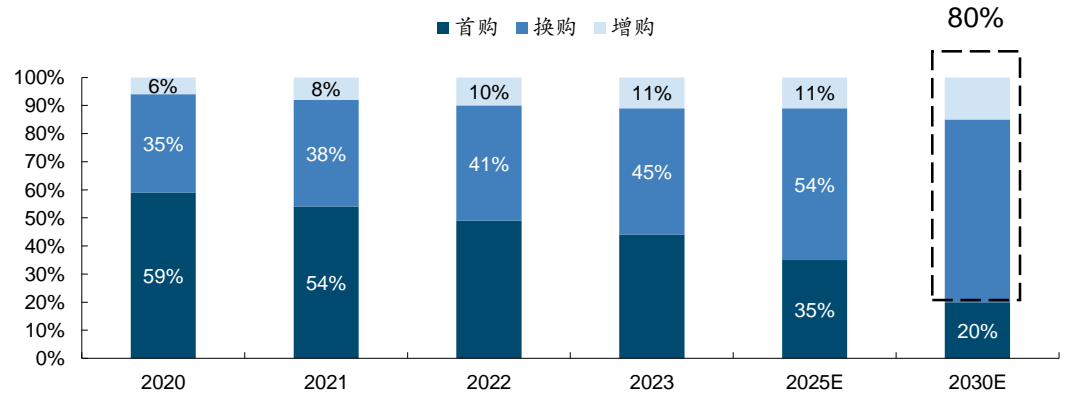
来源: 各品牌泰国官网、国金证券研究所

2. 中高端新车大年, 有望贡献业绩弹性

2.1. 中高端车型补贴退坡弹性小且自主份额仍有提升空间, 1-4月销量增速跑赢大盘

增换购人群成为乘用车新车销售市场的消费主体, 带动高端新能源车需求增长。2020-2023年, 中国乘用车新车增换购比例从41%提升至56%, 罗兰贝格预计2025年该比例将进一步提升至65%, 2030年将提升至80%, 增换购人群逐渐取代首购人群成为我国乘用车新车销售市场的消费主体。此外, 由于超充技术进步使得续航焦虑减少、智能化持续发展等, 消费者增换购时倾向于选择新能源车, 罗兰贝格数据显示, 高端新能源车车主中80%为增换购人群, 远高于燃油车车主的增换购比例。

图表31: 乘用车首购/换购/增购用户分布



来源: 罗兰贝格、国金证券研究所

增换购人群消费升级明显, 多数高端车用户置换购车预算不减。目前我国乘用车增换购消费遵循消费升级逻辑, 根据汽车之家数据, 25H1换购用户中新车价格升级的占比约82.8%, 较2024年增加1.1pct, 整体置换后新车价格比原车高4万元; 此外, 根据罗兰贝格调查数据, 约90%的高端车用户(30万元以上)增换购预算倾向于维持不变或增加, 我国高端乘用车市场相对更具发展机会。



图表32: 各价位段用户换购新车价位分布 (2024年)

旧车\新车	10万以下	10-20万	20-30万	30-40万	40-50万	50万以上
10万以下	5.5%	16.3%	4.0%	1.4%	0.5%	0.3%
10-20万	5.0%	21.4%	10.5%	5.5%	2.7%	1.1%
20-30万	1.0%	4.4%	3.2%	2.3%	1.5%	1.0%
30-40万	0.3%	1.3%	1.2%	0.9%	0.7%	0.7%
40-50万	0.2%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.7%
50万以上	0.2%	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	1.0%

图表33: 各价位段用户换购新车价位分布 (2025H1)

旧车\新车	10万以下	10-20万	20-30万	30-40万	40-50万	50万以上
10万以下	7.9%	17.5%	4.5%	1.5%	0.5%	0.3%
10-20万	6.6%	21.9%	11.0%	5.0%	2.4%	0.9%
20-30万	1.2%	3.9%	2.9%	1.8%	1.2%	0.7%
30-40万	0.3%	1.0%	0.9%	0.6%	0.5%	0.4%
40-50万	0.2%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%
50万以上	0.2%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%

来源: 汽车之家、国金证券研究所

来源: 汽车之家、国金证券研究所

中高端车型补贴退坡影响弹性小且自主品牌份额较经济型仍有提升空间。根据2023年财政部等公布的《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》，2024-2025年新能源汽车继续免征车辆购置税，每辆新能源乘用车免税额不超过3万元；对购置日期在2026年1月1日至2027年12月31日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税，每辆新能源乘用车减税额不超过1.5万元。因此对于销售价格30万元以下（不含增值税，下同）/30-100万元的车型，2026-2027年需要新增缴纳的购置税金额占销售价格的比例分别为5%/1.5%-5%。同时，以旧换新补贴从2025年的定额补贴变为2026年按照车价比例补贴，因此购置税补贴退坡对高价格带车型的边际影响相对较小。此外，相较于经济型市场，高端市场自主品牌份额提升空间更大，根据交强险数据，2026年1-4月20万以上自主品牌份额为51%、低于20万以下66%的份额水平。

图表34: 购置税政策调整对各价格带新能源车购车所需购置税的影响

车价 (不含增值税)	30万以下	30-100万
2024-2025年	0元	车价*10%-3万
2026-2027年	车价*5%	车价*10%-1.5万
差额	车价*5%	1.5万
差额占车价比	5%	1.5%-5%

来源: 财政部、税务总局、工信部、国金证券研究所

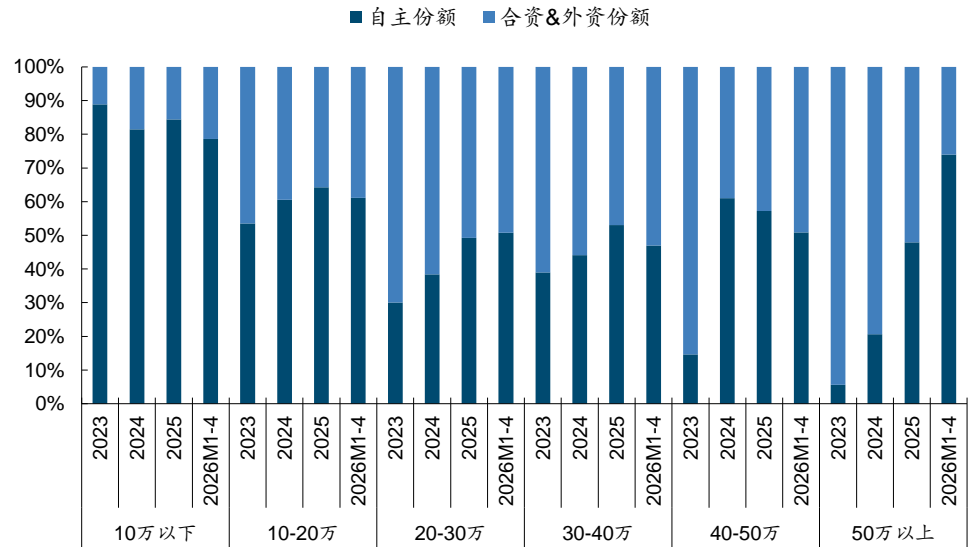
图表35: 2025/2026年以旧换新补贴金额对比

	2025年	2026年
报废补贴金额	购买新能源乘用车/2.0升及以下排量燃油乘用车单台补贴2万元/1.5万元	购买新能源乘用车/2.0升及以下排量燃油乘用车分别补贴车价的12%/10%(最高不超过2万元/1.5万元, 车价为价税合计)
置换补贴金额	购买新能源乘用车/燃油乘用车单台补贴最高不超过1.5万/1.3万元; 实施细则由各地区按照本通知要求并结合实际合理制定。	购买纳入《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车/2.0升及以下排量燃油乘用车, 分别补贴车价的8%/6%(最高不超过1.5万元/1.3万元)

来源: 国家发改委、国金证券研究所



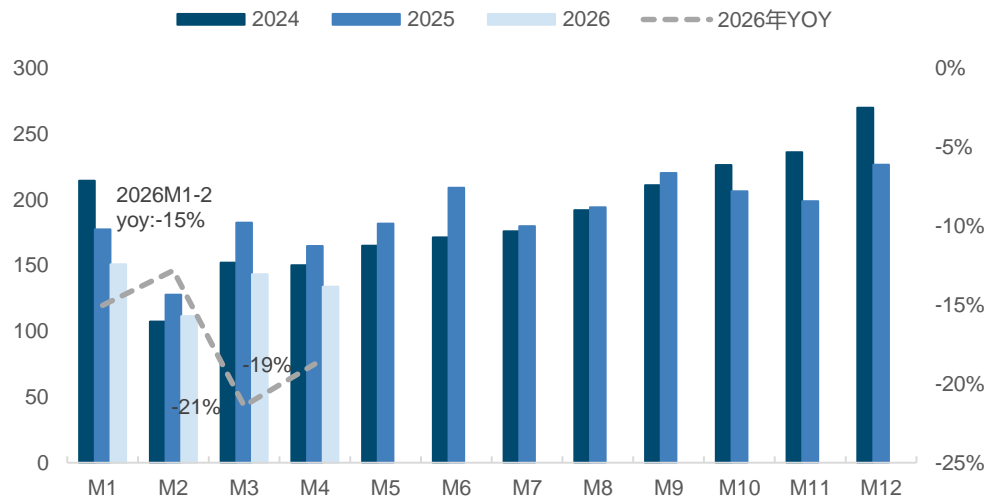
图表36: 2023-2026年不同价格带自主以及合资&外资品牌份额



来源: 交强险、国金证券研究所

2026年1-4月中高端车型销量增速跑赢整体销量大盘。根据交强险数据, 2016-2025年, 我国20万元以上汽车零售量从282万辆增至616万辆, 对应CAGR为9.1%, 占行业总体销量的比例从12.3%提升至27.1%, 我国20万元以上价位段的中高端汽车市场持续扩容。2026年1-4月, 受补贴退坡等因素影响我国乘用车零售整体销量同比下滑17.3%, 其中4月降幅环比小幅收窄, 20万元以上乘用车1-4月零售销量为159万辆, 同比-4.9%、跑赢行业总量, 占行业总体销量的比例达到29.5%。

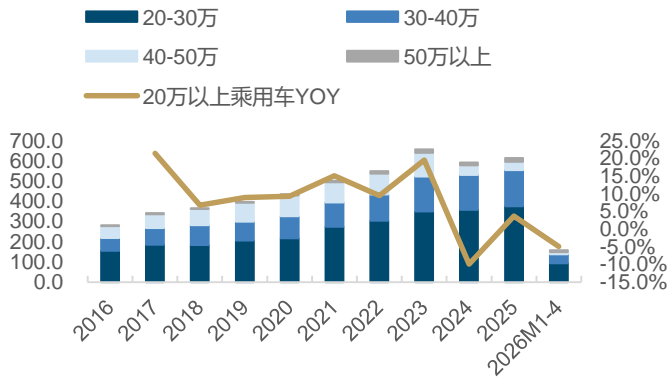
图表37: 2024-2026年我国乘用车月度零售销量(万台)及同比增速



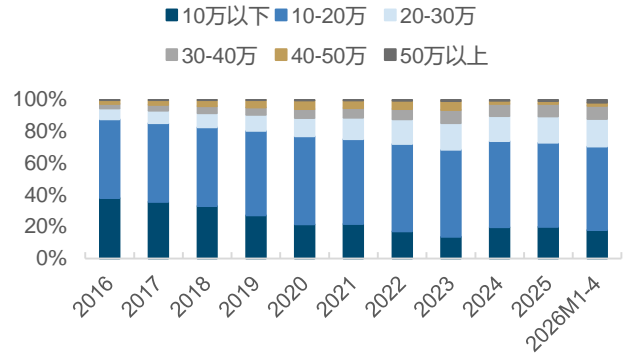
来源: 交强险, 国金证券研究所



图表38：2016-2026 我国 20 万元+市场乘用车销量（万辆）及同比增速



图表39：2016-2025 全国乘用车市场不同价格带销量占比



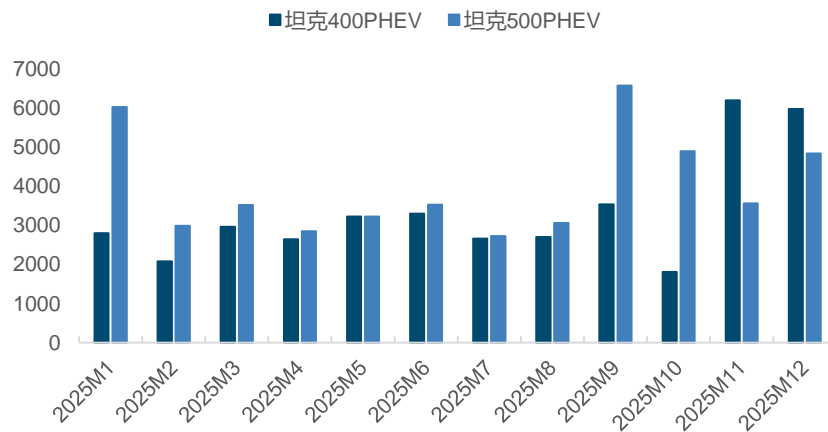
注：2024 年开始，以 BBA 为代表的车型终端成交价下滑较明显，因此我们从 24 年开始对部分价格变动较大的车型的价格带进行重新划分，导致 2024 年 20 万元以上价格带乘用车表观销量出现下滑。来源：交强险，国金证券研究所

2.2. 坦克：越野扩容逻辑持续验证，新车周期下有望持续贡献高盈利

2.2.1. 短期：坦克新品周期延续，销量与盈利有望持续上行

2025 年坦克品牌密集焕新，性能、智能化、内饰同步升级。2025 年，坦克品牌对主力产品线进行产品矩阵进一步完善，上半年推出坦克 500 Hi4-Z、坦克 400 汽油版&柴油版及 2025 款坦克 300，8 月、11 月全新坦克 500、坦克 400 分别上市，并非简单年改，而是围绕智能化、内饰进行系统性升级。以坦克 500 新老款对比为例，动力方面，Hi4-T 版本升级更大电机、Hi4-Z 版本零百加速有所提高；智能化方面，新款普遍升级 15.6 英寸中控屏和 5G 网络、增加后排娱乐屏，智驾版可实现高速&城市 NOA、记忆泊车等功能；内饰方面，扬声器升级，并新增 50W 无线充电、座椅记忆功能、车载冰箱等配置。新车上市后拉动作用较为明显，2025 年坦克 500/400PHEV 销量中枢均由改款前 2-3 千台/月提升至改款后 5 千台/月。

图表40：2025 年坦克 500/400PHEV 零售月销（台）



来源：交强险、国金证券研究所



图表41: 坦克500Hi4-T新老款配置对比

车型	坦克500Hi4-T 2026款标准版	坦克500Hi4-T 2026款智享版	坦克500Hi4-T 2024款
指导价(万元)	33.5	35.5	33.5
电动机总功率(kW)	130	130	120
电动机总扭矩(N·m)	495	495	400
系统综合功率(kW)	310	310	300
快充功率(kW)	103	103	50
对外交流放电功率(kW)	6	6	3.3
高速&城市NOA、记忆泊车	×	✓	×
中控屏幕尺寸(英寸)	15.6	15.6	14.6
后排娱乐屏尺寸(英寸)	×	17.3	×
4G/5G网络	5G	5G	4G
手机无线充电功率	50W	50W	-
副驾电动座椅记忆功能	✓	✓	×
扬声器数量(个)	14	14	12
车载冰箱	✓	✓	×

来源: 汽车之家、国金证券研究所

图表42: 坦克500Hi4-Z新老款配置对比

车型	坦克500Hi4-Z 2026款智享版	坦克500Hi4-Z 2024款
指导价(万元)	37.50	36.38
零百加速(s)	4.3	4.6
高速&城市NOA、记忆泊车	✓	×
中控屏幕尺寸(英寸)	15.6	14.6
后排娱乐屏尺寸(英寸)	17.3	×
4G/5G网络	5G	4G
手机无线充电功率	50W	-
扬声器数量(个)	14	12
车载冰箱	✓	×

来源: 汽车之家、国金证券研究所

2026年坦克品牌新品周期延续,有望贡献业绩弹性。预计有全新坦克700、坦克300等新上市。其中全新坦克700已于4月20日正式上市,指导价为42.8-50.8万元,搭载第二代3.0THi4-T/2.0THi4-Z系统,全系标配Coffee Pilot 4.0、7屏联动Coffee OS3座舱系统、22英寸超大轮毂、冷暖冰箱等,较老款补足智能化、舒适性等短板;坦克300已登陆工信部新车目录,其中Hi4-T版本较老款尺寸有所提升、轴距增加了260mm,新增Hi4-Z版本和燃油硬桥版,Hi4-Z版本配备59.6kWh大电池、对应纯电续航可达200km,此外内饰、智能化等方面预计与坦克其他车型升级思路一致;燃油硬桥版除尺寸增大外,还新增了3.0T的更强动力版本。参考坦克500/400改款之后销量表现,我们认为坦克700、坦克300新车上市后,有望贡献销量与业绩增量。

图表43: 坦克700新老款配置对比

车型	新款2.0T Hi4Z极致版	新款2.0T Hi4Z极境版	新款3.0T Hi4T	老款3.0T Hi4T极致版/极境版
指导价(万元)	42.3	46.3	50.5	42.8/46.8
购置税(万元)	2.7	3.1	5.1	4.28/4.68
考虑购置税价格	45.0	49.4	55.6	47.08/51.48
权益	本品/他品1.5万/1.2万置换补贴或1万增购补贴			
长*宽*高(mm)	5105*2061*1985	5105*2061*1985	5105*2061*1985	5090*2061*1952
发动机排量	2.0T	2.0T	3.0T	3.0T
发动机最大功率(kw)	185	185	265	265
发动机最大扭矩(Nm)	385	385	560	560
WLTC馈电油耗(L/100km)	8.45	8.45	10.9	10.9
变速箱	3DHT	3DHT	9AT	9AT
驱动电机数	双电机	双电机	单电机	单电机
电动机总功率(kw)	455	455	130	120
电动机总扭矩(Nm)	815	815	495	400
电池能量(kwh)	59.05	59.05	37.1	37.1
WLTC纯电续航(km)	190	190	90	90
中央差速器锁止功能	×	×	✓	✓
前桥差速锁	×	✓	✓	✓
智驾	Coffee Pilot 4.0 (Thor-u+激光雷达*1+VLA大模型)			×
中控屏尺寸(英寸)	15.6	15.6	15.6	16.2
后排娱乐屏(英寸)	17.3	17.3	17.3	×
换挡形式	怀挡	怀挡	怀挡	档把
扬声器数量(个)	21	21	21	16
车载冰箱	✓	✓	✓	×
手机50w无线充电	✓	✓	✓	×
激光大灯	×	✓	✓	选装

来源: 汽车之家、国金证券研究所



图表44: 坦克 300 新老款配置对比

	PHEV新款		PHEV老款	燃油硬桥版	燃油老款
尺寸 (mm)	4886*1984*1927		4750*1930*1903	4886*1984*1960	4750*1930*1903
轴距 (mm)	3010		2750	3010	2750
	Hi4Z	Hi4T	Hi4T		
整备质量 (kg)	2890	2685	2645	2510/2390	2225/2340
电池容量 (kwh)	59.6	37.1	37.1	×	×
纯电续航 (km)	200	105	105	×	×
WLTC馈电油耗 (L/100km)	8.35	8.45	8.8	×	×
发动机排量	2.0T		2.0T	3.0T/2.0T	2.0T
发动机功率 (kw)	185		185	265/175	167

来源: 汽车之家、工信部、国金证券研究所

2.2.2. 长期: 坦克销量&ASP&品牌力向上, 越野扩容逻辑持续验证

2.2.2.1. 技术、产品不断迭代, 营销发力助力品牌向上

以技术升级为基础, 坦克产品不断迭代。2020 年公司发布坦克平台, 涵盖 ICE、PHEV、HEV 三种动力形式, 动力系统采用 2.0T、3.0T 两款 GDIT 发动机和中国首款纵置 9AT 变速器的组合, 提供了强劲的动力保障, 同时该平台各项越野参数包括接近角、离去角、涉水深度等也都实现了行业领先。2023 年公司发布 Hi4-T 技术, 采用非承载式车身、非解耦式机械四驱, 保留分动箱、传动轴, 搭载纵置发动机+P2 电机+9HAT 变速箱, 拥有强动力、全地形高效四驱、智慧能量管理等优势。2024 年 10 月公司发布 Hi4-Z 技术, 纵置双电机混联架构, 定位超长续航越野平台, 采用非承载式车身、解耦电动四驱, 搭载纵置发动机、P2+P4 电机、3 挡 DHT+无级变速器, 拥有超长续航、超高能效、超级性能三大优势。以技术升级为基础, 坦克全系产品均实现不同动力形式补齐以及产品持续迭代。

图表45: Hi4-T、Hi4-Z 技术特点及优势

技术	优势	内容
Hi4-T	可持续强动力输出	通过油电并联模式, 依据场景需要实现优势互补, 例如城市拥堵时纯电驾驶节能环保, 高速长途时油电联合输出, 越野穿越时以油为主, 电机在脱困、攀爬时介入。
	全地形高效四驱	TOD+Mlock 机械四驱保证整车动力 100%输出, 提升附着力和抓地力从而脱困, 同时系统可兼容空气悬架、电子稳定杆等多种配置, 支持多种驾驶模式。
	精准化智慧能量管理	针对不同的用车和充电习惯调整电量消耗速率, 同时借助毫秒级响应的能量转换系统实现动力随时转化。
Hi4-Z	超长续航	配备了 59.05 度大容量电池, 最大快充功率可达 163kw (比其他插混越野高 60%)、电池高能量密度、放电功率达到 600kw (插混越野第一), 同时将行星排与电机系统创新嵌入式高度集成、打造全球最短的纵置 3 挡混动构型。
	超高能效	创新性的将 3 挡 DHT 和无级变速深度集成、实现全速域发动机直驱, 同时发动机通过采用米勒循环、低压 EGR 等节能技术实现了行业最高工程热效率 (2.0/3.0T 高功率发动机 40%/38.5%)。
	超级性能	能发动机和前后高功率电机, 系统综合功率达 715kW, 全速加速时三大动力源同时发力, 馈电时发动机依然可以全速域介入驱动、同时给后桥电机发电。

来源: 长城汽车公众号、坦克官网等、国金证券研究所

营销发力塑造技术标杆形象。1) 贴上“铁汉柔情”标签: 坦克提出“铁汉柔情”的品牌定位, 将硬派越野性能与智能舒适配置结合。既强调可靠的越野实力, 又满足用户对品质生活的追求, 让产品同时具备“硬核力量”与“生活温度”, 区别于传统越野车的单一形象; 2) 提出越野分级标准: 公司通过越野车辆&场景&技能分级形成“三位一体”越野分级标准, 展现出在越野领域的领先地位以及作为头部企业的社会责任感, 同时通过对 V8 发动机、功率分流技术等宣传以及参与环塔越野拉力赛、敦煌越野耐力赛等, 树立越野技术标杆形象; 3) 打造越野圈层文化: 建立线上线下用户社群, 根据中央广电总台国际在线, 截至 2025 年 7 月, 坦克 APP 汇聚了超过 260 万注册粉丝, 线下组建官方俱乐部 (坦



克团)、目前已有 72 个俱乐部, 触达 312 个城市及地区, 组织录音、音乐派对等线下活动; 首创“主机厂+改装厂”共创模式, 让用户深度参与、提高坦克“玩”的属性; 展现社会责任, 组织坦克车主参与救灾救援、公共服务等活动, 同时坦克车型也被多个城市选为特勤保障用车, 承担巡逻、应急处突等重要任务。

图表46: 长城提出越野分级标准



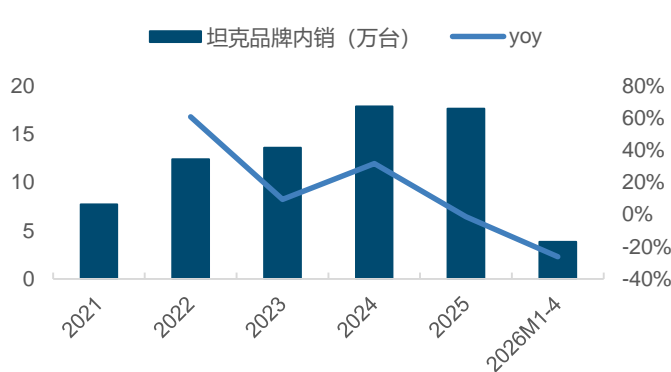
来源: 坦克 SUV、国金证券研究所

ASP&销量&盈利能力持续向上, 品牌向更高端突破。1) ASP 实现从 20 万向 40 万+的突破: 在自主硬派越野供给稀缺(基本仅有 BJ 系列、哈弗 H9)、进口越野车价格高企(例如牧马人当时指导价 40-60 万、路虎卫士 70 万以上)的背景下, 2020 年 12 月公司推出坦克 300, 售价 17.58-19.58 万元, 搭载 2.0T 发动机+8AT 变速箱, 2021 年其平均月销突破 6 千辆, 也是长城首款 20 万以上销量表现较好的车型; 2022 年 3 月坦克 500 正式上市, 售价 35.5-39.5 万元, 搭载 3.0TV6 发动机+9AT 变速箱, 开启长城燃油车以及越野车的高端化时代, 也弥补了普拉多 2020 年停产以来的供给空缺, 2022 年月均销量约 2500 台; 2023 年 6 月/9 月坦克 500/400Hi4-T 分别上市, 定价 33.5 万/27.98-28.98 万元, 成为新能源硬派越野赛道优质稀缺供给; 2024 年 2 月坦克 700Hi4-T 上市, 定价 42.8-46.8 万(限定版定价 70 万), 搭载 3.0T V6 发动机+P2 电机+9HAT 变速器, 打造越野旗舰产品。

2) 销量: 基于新品推出, 坦克品牌国内零售总销量从 2021 年 7.7 万台增长至 2025 年 17.6 万台, CAGR 达到 22.9%;

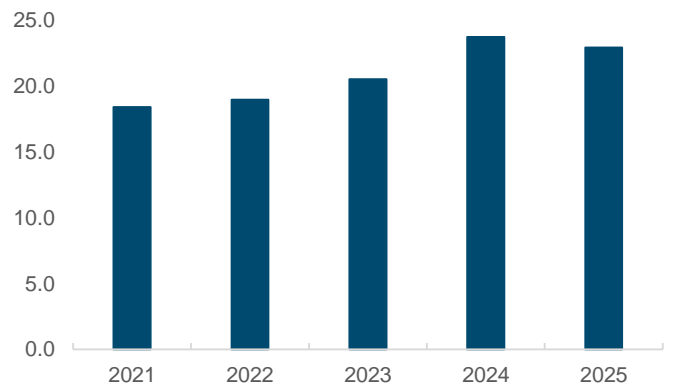
3) 盈利能力: 一方面, 公司不断推出 ASP 更高的产品系列带来产品结构优化, 此外同一产品系列下, 新版本售价及盈利能力不断走高, 例如从上文配置对比来看 Hi4-Z 版本普遍较 Hi4-T 价格高了 2 万元, 主要增配了 22 度电电池、P4 电机, 但在变速箱、传动轴、差速锁方面有所减配, 智享版较老款价格提高了 2 万元, 主要增配了冰箱彩电、智驾硬件等, 综合考虑售价提升以及 BOM 成本的增加, 我们预计每次改款都带来盈利能力提高。

图表47: 2021-2026 年坦克品牌零售销量及增速



来源: 交强险、国金证券研究所

图表48: 2021-2025 年坦克内销平均 ASP (万元) 测算



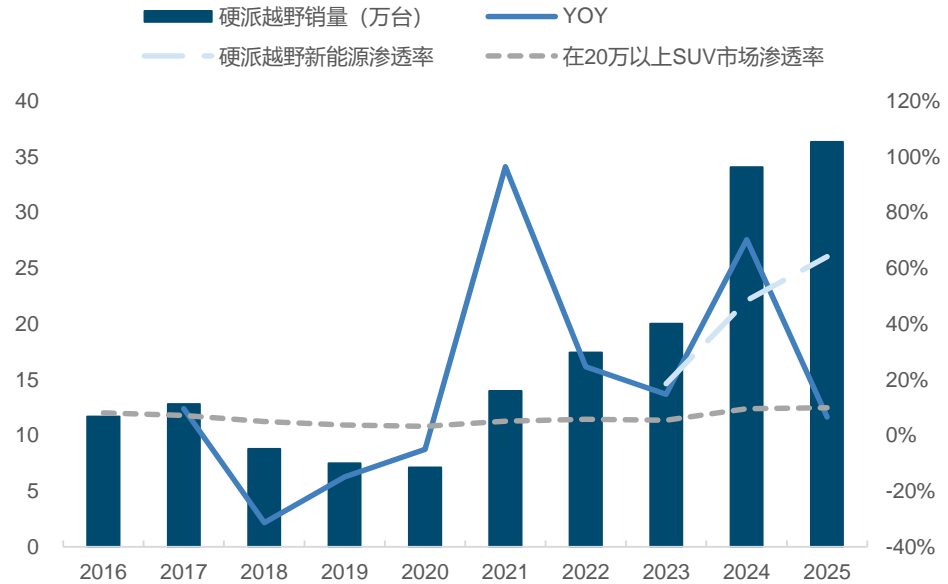
来源: 懂车帝、国金证券研究所测算 注: 车型售价按照各车型低配版官方指导价计算, 计算收入时考虑了 13% 增值税, 并按照行业水平假设 5% 的经销商返利

2.2.2.2. 越野扩容逻辑持续验证, 智享版进一步向城市 SUV 渗透



新能源越野优势显著，带动硬派越野市场快速扩容。2016-2025年，我国硬派越野市场规模从11.7万台增长至36.3万台、CAGR达到13.4%，即使在2025年中大型SUV新增供给井喷的背景下，也实现了渗透率小幅提升，在20万以上SUV市场占比达到9.9%。2023年以来的快速增长主要由新能源越野带动，新能源越野与普通新能源城市SUV相比具备空间更大、坐姿更高、使用场景更丰富等优势，相较传统燃油越野在油耗、驾乘体验、外放电及城市通勤适应性等方面具备明显优势，因此硬派越野中新能源渗透率已由2023年的19%提升至2025年的64%。

图表49：2016-2025年我国硬派越野销量、增速及新能源渗透率

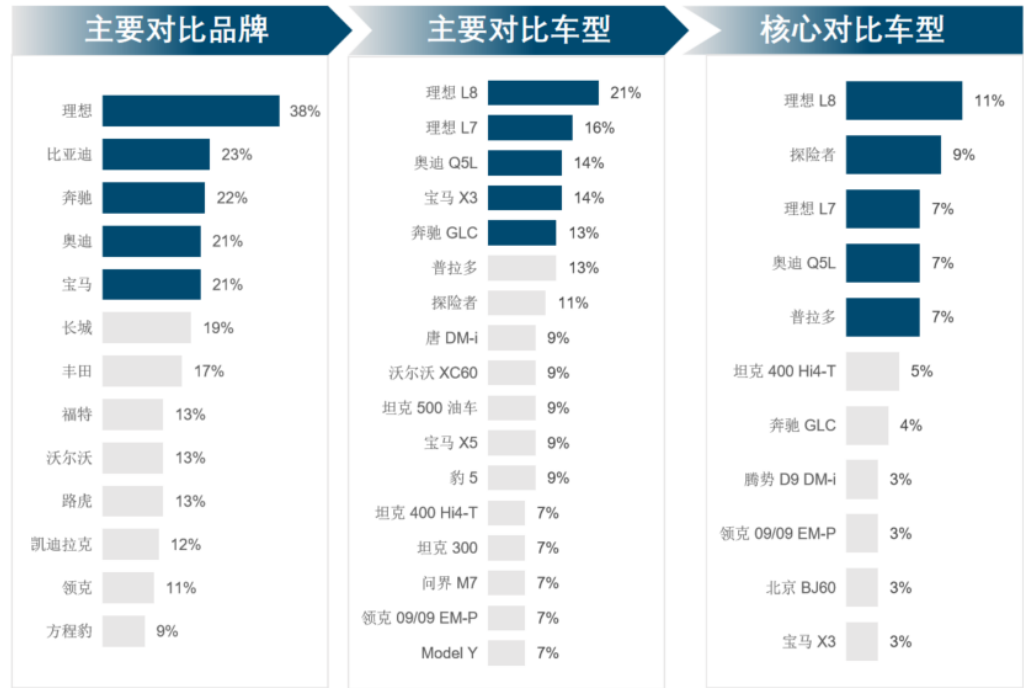


来源：交强险，国金证券研究所

坦克品牌基于Hi4-Z技术架构、智驾技术的搭载加速向城市SUV市场渗透。坦克品牌在国内硬派越野市占率维持在50%左右较高水平，通过四个阶段实现了用户圈层的扩大：1) 燃油版坦克系列主要面向硬派越野爱好者，核心对标普拉多、牧马人等传统外资越野车型，凭借较强的机械结构、通过性和性价比，在硬派越野市场建立起品牌认知；2) 2023年开始基于Hi4-T技术架构陆续推出500/400/700/300 Hi4-T等四款产品，覆盖20-50w价格带，充分发挥前文所述的新能源越野的核心优势，以坦克500Hi4-T消费者购买时主要对比车型来看，除越野车如普拉多外，加入了BBA、理想、问界等车型，实现了对城市SUV的初步渗透，推动越野文化从小圈层走向大圈层；同时坦克300女性车主占比超过35%，打破了硬派越野“性别专属”标签；3) 针对国内越野车消费者大多数用车场景还是在城市的特点，以及Hi4-T虽然具备强劲越野性能但存在续航短、油耗高、智驾与智能座舱功能少、体验较差等痛点，公司进一步推出Hi4-Z技术优化续航、油耗、动力和平顺性，更好适配城市通勤与长途出行场景；4) 智享版的推出针对城市用户最关注的智能化与舒适性痛点进行强化，重点补足智驾能力以及冰箱、彩电、大沙发等配置，解决此前产品在城市场景下“智能配置不足、舒适体验不够、对家庭用户吸引力偏弱”等痛点。因此我们认为基于硬派越野市场扩容的背景以及长城自身产品持续迭代，有望打开更大的市场空间、加速向城市SUV市场渗透。



图表50: 消费者购买坦克 500Hi4-T 主要对比的品牌及车型



来源: 电动汽车联盟, 国金证券研究所

2.3. 魏牌: 底层能力全面变革, 基于归元-S 平台开启新产品周期

2.3.1. 技术、渠道、营销三大底层能力全面变革

2.3.1.1. 技术: 归元平台带来产品性能与降本能力全面提升

归元平台构建技术底座, 实现动力、补能效率、操控性、智能化全方位提升。2026 年公司发布归元 S 技术平台: 同时兼容 FCEV (氢燃料)、BEV (纯电动)、PHEV (插电混动)、HEV (油电混动) 和 ICE (高效燃油) 五大动力形式; 搭载超级 Hi4 技术, 2.0T 混动专用发动机, 实现百公里加速 4 秒级以及 WLTC 馈电油耗 6.3L/100km, 最高 80 度大电池、WLTC 综合续航可突破 1300km, 800V 6C 超快充、最大充电功率达到 490kw; 搭载自研超级智慧底盘, 包括全自研封闭式双腔空悬、EDC 连续可变阻尼减振器、双向 20° 后轮转向等, 带来更好的操控性、滤震反馈等; 搭载原生 AI 舱驾智能体, 实现行业首个双 VLA 大模型——驾辅 VLA (Thor-U 芯片+27 颗高性能传感器矩阵, 提高主动预判风险以及全场景通信行能力)+座舱 VLA (8295P 超性能版座舱芯片+搭载车载人类记忆框架的座舱 VLA 大模型, 提高座舱主动式服务能力)。

图表51: 归元-S 平台核心技术能力及技术特点

核心技术能力	技术内容
原生兼容五大动力模式	高效燃油系统(ICE)、油电混动系统(HEV)、插电混动系统(PHEV)、纯电动系统(BEV)、氢燃料系统(FCEV)
超级 Hi4	2.0T 混动专用发动机, 满电百公里加速 4.6s, 馈电百公里加速 4.8s, WLTC 馈电油耗 6.3L/100km 超大电量(1/3c), CLTC 纯电/综合续航 470km/1700km, WLTC 纯电/综合续航 363km/1377km; 800V 6C 超快充, 最大充电功率 490kW, 30%-80% 充电最快仅需 9 分钟, 5 分钟最快补能近 200km; 主电机后置, 实现趋近 50:50 轴荷比, 配合 iTVC 智能扭矩矢量控制, 灵活性好、四驱防打滑, 有较强极限场景脱困能力
超级智慧底盘	全自研封闭式双腔空气悬架 (五挡高度调节, 100mm 升降行程); 全自研 EDC 连续可变阻尼减振器, 配合空气悬架与激光雷达等感知元件带来毫秒级滤震反馈; 全自研双向 20 度后轮转向, 土 10 度超大角度主动转向; 动态虚拟轴距调节, 实现 2.2 米-3.15 米之间虚拟轴距无级切换
原生 AI 舱驾智能体	驾辅 VLA, 能实现自然语音指挥领航、主动预判风险进行防御性驾驶、能开能停不挑路况; 座舱 VLA, 能识别身份进行偏好主动适配、识别情绪主动关怀、畅聊答疑

来源: 长城汽车公众号, 国金证券研究所



高通用化率+自研比例带来归元平台极致降本能力。一方面，归元平台零部件通用率可达80%，在统一底座下覆盖多动力、多品类车型，有助于减少重复开发、提升平台复用率并降低制造复杂度；另一方面，长城已具备150余种核心零部件自研能力，有利于提升关键总成协同效率、降低外部采购依赖。同时，平台化开发有望将前期研发投入分摊至更多车型，随着后续车型数量和销量提升，采购、制造和供应链环节的规模效应也将进一步释放，从而推动公司整体实现降本增效。

图表52：归元平台有望增效降本



来源：人民号、中国经济新闻网、公司公众号、国金证券研究所绘制

2.3.1.2. 营销：持续推动组织架构变革，增强 KOL、KOC 联动以及 CEO 个人 IP 打造

公司持续推进营销组织架构变革。2023 年底成立公关传播中台与新媒体直播中台，2024 年4月正式将新媒体直播运营中台升级为八大集团级中台之一，专门负责创始人 IP 打造、高管内容运营及全品牌直播体系建设，构建由集团新媒体直播中台统一统筹的“集团-品牌-经销商-直营店”四级联动全域官方直播矩阵，形成公私域融合、线上线下协同的立体化传播体系；2025 年7月原魏牌/坦克品牌总经理刘艳钊升任集团副总裁主管传播中台，统一统筹五大品牌营销传播资源。

增强与 KOL、KOC 协同，传播逻辑转向“头部引爆+用户共创+社群裂变”。CEO 打造个人 IP 并带动高管团队全员参与内容创作，2025 年8月与“大力仓”的热点联动实现快速响应，魏总亲自与其互动拍摄，相关话题抖音播放量超 55 亿。腰部达人通过露营、钓鱼、越野等场景精准匹配车型，同时建立“内容种草+销售转化”双轨制 KOC 孵化体系。公司还通过与 KOC 的协同，推动品牌营销由传统单向输出转向用户共创驱动，以魏牌高山系列为例，公司在新产品传播策划中已引入内部 KOC 调研机制，围绕高山 8、高山 9 等车型的核心满意点、卖点呈现方式及用户感知进行前置访谈，并据此优化传播内容与表达路径。

强化 CEO 个人 IP 打造。除了常规信息宣传外，魏总在个人 IP 打造方面通过持续拓展内容边界，加强用户触达和品牌关注度提升，具体包括：1) 与消费者深度互动，例如与网友互动征集归元平台下新车型命名，获得超 18 万条评论建议，并通过与车友线下见面等方式收集用户意见，提升企业与用户之间的沟通效率；2) 与知名公众人物或网红联动，例如喊话于东来，并随后开启全网直播与于东来参观长城汽车，提升市场关注度；3) 分享运动、饮食等日常生活内容，增强消费者亲切感和信任度等。

图表53：部分车企 CEO 抖音账号数据（截至 2026M5）

抖音账号	入驻时间	粉丝数(万人)	获赞(万次)	作品数
魏建军	2024年4月	397.6	3976.1	297
雷军	2019年7月	4260.1	26411.3	626
蔚来的李斌	2024年3月	152.3	1133.7	250
何小鹏	2020年4月	95.9	466.9	438
李想	2025年7月	33.9	92.8	46

来源：抖音，国金证券研究所

图表54：部分车企 CEO 小红书账号数据（截至 2026M5）

小红书账号	入驻时间	粉丝数(万人)	获赞与收藏(万次)	笔记数
魏建军	2025年1月	21	54.4	226
雷军	2019年6月	475.3	1138.4	797
蔚来的李斌	2024年9月	10.6	41.7	413
何小鹏	2022年6月	14	32.8	660

来源：小红书，国金证券研究所

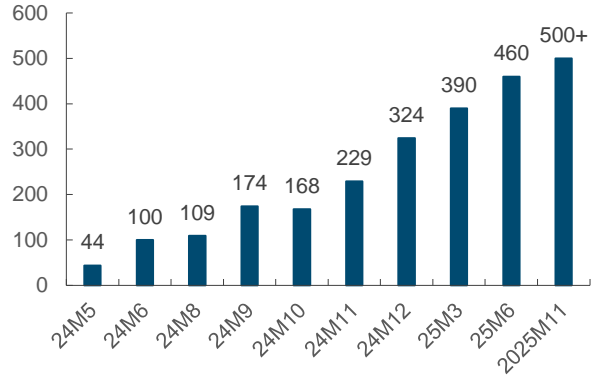
2.3.1.3. 渠道：先补直营短板巩固品牌高端定位，再协同代理模式加速产品铺开
先补直营短板巩固品牌高端定位，再协同代理模式加速产品铺开。2024 年公司推出“长城



智选”，在原有经销商体系外启动直营零售网络建设，截至 2025 年 11 月已完成 500 多家直营网点布局。为了更快向低线城市拓展，2026 年 2 月魏牌重新启动代理模式，这种模式下经销商不承担库存，用户通过官方渠道下单，厂家能够控制终端价格的同时，减少渠道投入、加速产品铺开，目前小米、极氪均使用这种代理制。

图表55：魏牌渠道变革时间轴

图表56：公司直营网点数量变化



来源：晚点 Auto，国金证券研究所绘制

来源：公司业绩说明会，晚点 Auto，澎湃新闻，国金证券研究所

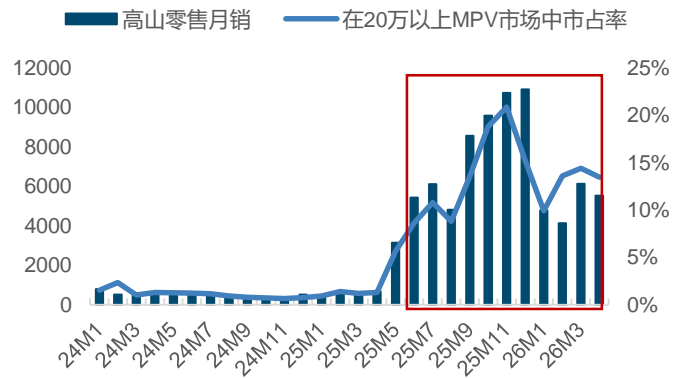
2.3.2. 全新高山初获成功，2026 年新一代产品周期开启

在底层能力变革基础上，全新高山初获成功，多次登顶新能源 MPV 销量榜首。2025 年 5、10 月全新高山 8/9 和高山 7 正式上市，打造覆盖 28-35 万元的 MPV 产品矩阵，与老款相比，除了新增适合不同场景的不同尺寸版本外，与老款相比全新高山在智驾、座舱、舒适性与豪华性配置等方面全方位升级，实现了月销从几百台到月销中枢 6 千台以上的突破，在 20 万以上 MPV 市占率提升至 13% 左右水平，曾多次登顶新能源 MPV 销量榜首，带动魏牌 2025 年批发销量达到 10.2 万台、同比+85.3%。

图表57：全新高山 9 与 2023 款高山配置对比表

图表58：高山零售月销以及在 20 万以上 MPV 市场市占率

车型	全新高山9	高山 2023款行政加长版
指导价 (万元)	35.38	40.58
尺寸 (mm)	5410*1960*1890	5405*1960*1890
电池容量 (kwh)	51.55	44.28
WLTC纯电续航 (km)	201	170
高速&城市NOA、记忆泊车等	✓	×
前排屏幕	12.3英寸仪表屏+双15.6英寸大屏	27英寸中控仪表一体屏
后排液晶屏 (英寸)	17.3	×
4G/5G网络	5G	4G
HUD抬头显示 (英寸)	26	×
副驾高低调节	✓	×
扬声器数量 (个)	23	20



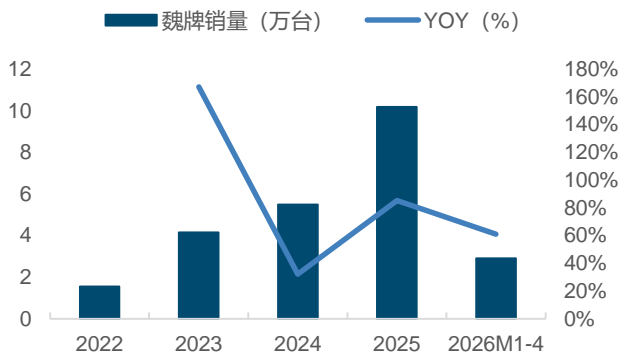
来源：汽车之家、国金证券研究所

来源：交强险、国金证券研究所

基于归元 S 平台，2026 年公司推出魏牌 V9X、V8X 等系列产品，销量增长叠加店效爬坡，有望带来品牌盈利向上。5 月 18 日，魏牌 V9X 正式上市，长轴版指导价为 34.98/38.98 万元，短轴版指导价格为 35.98 万元，搭载 2.0T 发动机+4DHT 变速箱、800V 高压架构+6C 电池、全自研闭式双腔空悬+EDC 减振+±10 度后轮转向、Coffee Pilot4 辅助驾驶系统、座舱 VLA 大模型等。选取领克 900 作为竞品对比，我们认为魏牌 V9X 在空间、动力、续航、续航、油耗、操控性能、二排零重力座椅等方面具备优势，配置及价格均具备竞争力。根据魏牌 CEO 表示，预售期间 V9X 的用户地域分布也实现重构，广东、上海订单占比合计近 35%，互联网从业者、科技及专业领域人群成为核心客群，西安、北京、天津等城市订单量较蓝山时期提升 40% 以上。魏牌 V8X 已于工信部完成申报，同样有轴距 2968/3050mm 两个版本，WLTC 纯电续航最高可达 312km，我们预计新车上市后一方面有望贡献销量及盈利增量，另一方面店效爬坡有望带来直营店盈利向上。



图表59：2022-2026年魏牌批发销量及增速



图表60：魏牌V8X与2026款蓝山配置对比

车型	魏牌V8X长轴版	魏牌V8X短轴版	蓝山2026款
尺寸 (mm)	5125*2025*1821	5040*2025*1808	5156*1980*1805
轴距 (mm)	3050	2968	3050
整备质量 (kg)	2570/2685	2580/2510	2590/2640
电池容量 (kwh)	42.8/64.7	53.6/42.8	44.5/52.3
WLTC纯电续航 (km)	200/312	251/202	185/220
馈电油耗 (L/100km)	5.9/6	5.9/5.8	6.5/6.6
发动机排量	1.5T	2.0T/1.5T	1.5T
发动机功率 (kw)	125	175/125	125
最高车速 (km/h)	200/210	210/200	190

来源：乘联会、国金证券研究所

来源：工信部、国金证券研究所

图表61：魏牌V9X和主要竞品领克900配置对比

车型	魏牌V9X 豪华加长版	领克900 2.0T Ultra
售价 (万元)	34.48	33.69
置换补贴	本品/他品置换补贴1/0.8万	本品/他品置换补贴1.5/1万
车身尺寸 (mm)	5299*2025*1825	5240*1999*1810
轴距 (mm)	3150	3160
后备箱容积 (L)	244-1024	300-1070
发动机最大功率 (kW)	175	187
发动机最大扭矩(N·m)	385	350
电动机最大功率 (kW)	340	353
电动机最大扭矩(N·m)	482	688
变速箱	4挡DHT	3挡DHT
电池容量 (kWh)	53.6	52.38
WLTC纯电续航 (km)	240	220
WLTC馈电油耗(L/100km)	6.2	7.29
百公里加速时间 (s)	4.9	4.6
最小转弯半径 (m)	5.1	6.15
后轮转向	±10°	×
自动开合门、前排侧窗手动遮阳帘	✓	×
主架坐垫软硬调节、二排座椅高低调节、第二排右侧零重力座椅	✓	×
副驾腿托调节、后排电动座椅记忆、二排座椅旋转调节、三排前后调节及座椅按摩	×	✓
液晶屏尺寸 (英寸)	12.3	12.66
中控屏幕尺寸 (英寸)	17.3	30
副驾娱乐屏尺寸 (英寸)	17.3	
后排液晶屏尺寸 (英寸)	17.3	
HUD抬头尺寸 (英寸)	29	95

来源：懂车帝、国金证券研究所

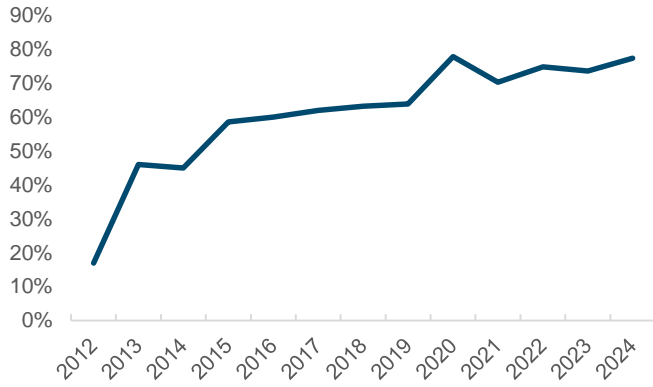
2.4. 哈弗：充分发挥泛越野长板，产品结构有望显著优化

相较于硬派越野，轻越野市场扩容更快。从车身结构来看，轻越野与硬派越野核心差异在于保留承载式车身，一般采用硬派造型、电四驱系统、带有差速锁，可实现中轻度穿越、露营、外放电等功能。周边游、本地游为代表的短途游热度攀升，越野、露营、滑雪等户外活动不断普及，自驾游渗透率显著提升，自驾游占国内出游人次比例从2012年17%增长至2024年77%；同时根据前文所述，增换购已经成为重要购车来源同时消费升级趋势明显。因此我们认为自驾游渗透率、增换购占比提高催生个性化需求(如车辆的硬核外观、越野性能、补能便捷性、装载和储物能力、长时间、长距离行驶下舒适性和功能性兼顾等)，

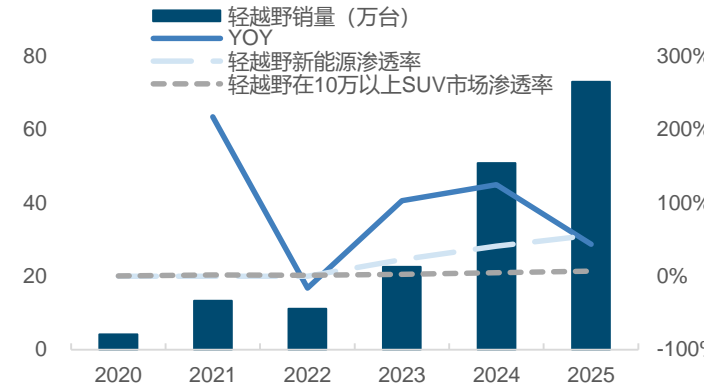


越野有望成为重要消费趋势，差异化也成为当下竞争激烈的汽车市场重要竞争优势。而由于轻越野价格普遍更低、车身质量小、能耗水平低、驾驶舒适性更好等因素，其扩容速度显著快于硬派越野市场。根据交强险数据统计，我国轻越野市场零售销量从2020年的4.2万台快速增长至2025年的73.0万台，CAGR达到77.1%，在10万元以上SUV市场中渗透率已攀升至6.8%，供给方面，奇瑞、长城、比亚迪三者合计贡献占比达到85%。

图表62：2012-2024年自驾游人数占国内出游总人数比例



图表63：2020-2025年轻越野销量、增速及新能源渗透率

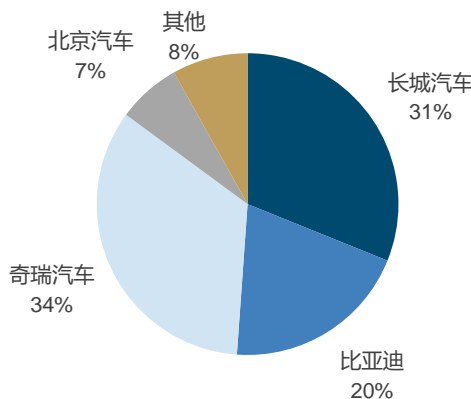


来源：《中国自驾车、旅居车与露营旅游发展报告》，国金证券研究所

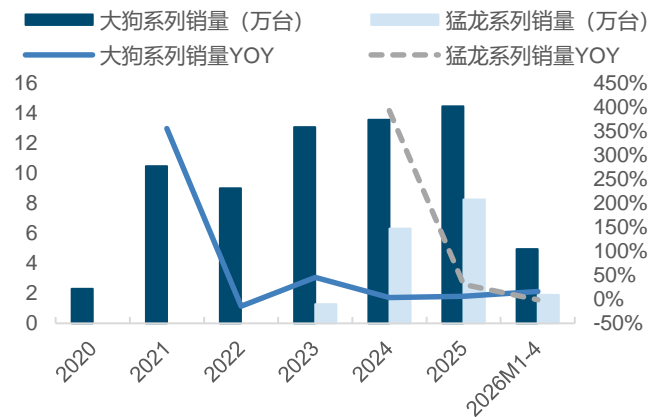
来源：交强险，Marklines，国金证券研究所

大狗、猛龙两大方盒子 IP 持续强化，改款与新品推动销量向上。2025 年哈弗围绕两大 IP 持续推进产品迭代。大狗系列，7 月上市的 2026 款哈弗大狗新增快拆前脸和多处预留改装接口，强化潮改属性；座舱换装 14.6 英寸中控屏和 Coffee OS 3，叠加座椅通风/加热、HUD 等配置，进一步提升日常通勤与轻越野场景下的综合体验；9 月哈弗大狗 PLUS 上市，提供燃油与 PHEV 双动力选择，补齐了家庭泛越野需求场景的空白。猛龙系列，5 月哈弗猛龙燃油版上市，全系标配 2.0T+9DCT+智能四驱+后桥机械差速锁，是 15 万级首款全系标配“真三大件”的方盒子产品；8 月上市的 2026 款哈弗猛龙则在造型、动力、续航和智能化上继续进阶，搭载 Hi4 2.0 智能四驱系统，并增加高快 NOA、跨层记忆泊车等功能，产品力继续向“全场景方盒子”完善。在改款与新车带动下，2025 年大狗系列/猛龙系列零售销量分别为 14.5/8.3 万台，同比+7%/+31%，2026 年 1-4 月累计增速均大幅领先行业增速（-17.3%）。

图表64：2025年轻越野分车企销量及占比



图表65：2020-2026年轻越野系列/猛龙系列零售销量及增速



来源：交强险，国金证券研究所

来源：交强险，国金证券研究所

图表66：2025年国内轻越野市场销量TOP5车型（销量单位：万台）

车企	车型	2024年销量	2024年份额	2025年销量	2025年份额	2025年YOY
长城汽车	大狗系列	13.6	27%	14.5	20%	7%



车企	车型	2024 年销量	2024 年份额	2025 年销量	2025 年份额	2025 年 YOY
比亚迪	方程豹钛 7	0.0	0%	8.4	11%	-
长城汽车	猛龙系列	6.3	12%	8.3	11%	31%
奇瑞汽车	iCAR V23	0.0	0%	6.6	9%	-
比亚迪	方程豹钛 3	0.0	0%	6.2	9%	-
北京汽车	BJ30	2.8	5%	5.0	7%	78%

来源：交强险，国金证券研究所

充分发挥泛越野长板，2026 年哈弗至少有两款方盒子新车上市，产品结构有望显著优化。2026 年哈弗品牌将推出猛龙 PLUS、长城 H10 等新车。其中猛龙 PLUS 已于 5 月 15 日正式上市，指导价为 16.98-20.98 万元，搭载 Hi4 技术、CoffeePilot3 辅助驾驶系统、女王副驾、冰箱等，与竞品相比在续航、油耗、后桥差速锁配置上具备优势，价格也具备竞争力，根据官方公众号，上市 24 小时订单突破 2 万台、表现优异；长城 H10 定位基于归元平台打造的全新旗舰方盒子 SUV，已申报工信部目录，车长 5.1m/5.3m 两个版本、轴距 3m，提供 1.5T/2.0T 发动机两套动力总成，电池容量 42.8kwh、对应 WLTC 纯电续航 180km 左右。猛龙 PLUS、长城 H10 上市一方面有望凭借产品力以及公司在轻越野市场口碑和品牌力带来销量增量，另一方面预计相较于当前哈弗品牌主力车型大狗系列燃油版（指导价 12.39-15.68 万元）、H6（指导价 9.89-14.39 万元）ASP 更高，有望带来产品结构显著优化从而带动品牌盈利上行。

图表 67: 猛龙 PLUS 与竞品参数对比

图表 68: 长城 H10 参数及外观申报图

车型	猛龙plus255 Ultra 领航版五座	钛7 190km四驱Ultra版
售价(万元)	20.28	21.98
置换补贴	8k	本品/他品 6k/5k
车身尺寸(mm)	4912x1950x1905	4999x1995x1865
轴距(mm)	2850	2920
电池容量(kwh)	44.7	35.6
WLTC纯电续航(km)	191	130
WLTC馈电油耗(L/100km)	6.2	6.4
后备箱容积(L)	最大1691	970-1880
发动机最大扭矩(N·m)	243	225
电动机最大功率(kW)	220	360
电动机最大扭矩(N·m)	420	620
百公里加速时间(s)	5.8	4.5
前悬挂形式	麦弗逊式独立悬挂	双叉臂式独立悬挂
后桥差速锁	✓	×
记忆泊车功能	×	✓
前排中央安全气囊、后排隐私玻璃、车内香氛	×	✓
后窗侧遮阳帘	✓	×
液晶仪表尺寸(英寸)	12.3	10.25
HUD尺寸(英寸)	×	26
扬声器数量(个)	12	20

尺寸(mm)	5138,5299*2050*1970		
轴距(mm)	3000		
整备质量(kg)	2510	2570	2638
电池容量(kwh)	42.8	42.8	42.8
纯电续航(km)	180	176	176
馈电油耗(L/100km)	6.6	6.7	6.8
发动机排量	1.5T	1.5T	2.0T
发动机功率(kw)	123	123	175
最高车速(km/h)	190		



来源：懂车帝，国金证券研究所

来源：工信部，国金证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 盈利预测

1、销量预测：预计公司 2026-2028 年整体批发销量分别为 161/201/223 万台，同比 +22%/+25%/+11%。

1) 出口方面：2025 年公司出口批发销量为 50 万台，由于公司仍处于新车型加速导出（如归元平台一系列新车）、产能持续爬坡（如巴西工厂、俄罗斯 KD 产线等）、渠道加速建设阶段（如欧洲布局重启），我们预计 2026-2028 年公司出口批发销量分别为 66/85/100 万台；

2) 内销方面：2025 年公司内销批发销量为 82 万台，2026 年公司重点新车型包括哈弗两款全新车型猛龙 plus、长城 H10，坦克品牌下全新坦克 700、坦克 300（均包括现有动力类型的改款以及 Hi4-Z 动力形式增补），魏牌全新车型 V9X、V8X 以及欧拉 5 燃油版 & HEV 版等，此外归元平台下还规划了涵盖 5 大动力的 50 余款全球车型，这些新车陆续上市有望扩充产品矩阵、贡献主要销量增量，我们预计 2026-2028 年公司内销批发销量分别为



95/116/123 万台。

图表69：2026年公司部分重点新车型参数

品牌	车型	上市时间	指导价 (万元)	动力类型	新车/改款	车长 (mm)	轴距 (mm)
哈弗	猛龙 plus	2026.5	16.68-20.68	PHEV	新车	4912	2850
	长城 H10	已申报	-	PHEV	新车	5138/5299	3000
坦克	全新坦克 700	2026.4	42.3-50.5	燃油/PHEV	Hi4-T 改款+Hi4-Z 动力形式增补	5105	3000
	全新坦克 300	已申报	-	燃油/PHEV	燃油&Hi4-T 改款+Hi4-Z 动力形式&硬桥版增补	4886	3010
魏牌	V9X	2026.5	34.48-35.48	PHEV	新车	5205/5299	3050/3150
	V8X	已申报	-	PHEV	新车	5000/5040/5125	2968/3050
欧拉	欧拉 5	2026.4	7.98-9.98	燃油/HEV	动力形式增补	4471	2720

来源：懂车帝，工信部，国金证券研究所

2、收入预测：预计公司 2026-2028 年整体营业收入为 2777/3464/3854 亿元，同比 +24.6%/+24.7%/+11.3%。

1) 汽车业务方面：公司 2025 年汽车业务 ASP 为 14.8 万元，根据上述销量预测、结合公司目前的销量结构、单车均价、未来新车定位以及出海规划，我们预计 2026-2028 年汽车业务 ASP 将小幅提升，分别为 15.5/15.5/15.8 万元，对应汽车业务营业收入为 2507/3194/3584 亿元；

2) 公司 2025 年零部件及其他收入为 270 亿元，预计 2026-2028 年将稳定在这一水平。

3、毛利率预测：预计公司 2026-2028 年综合毛利率为 19.2%/19.1%/19.4%。

1) 汽车业务：公司 2025 年汽车业务毛利率为 17.3%，较上年同期较大幅度下滑主要系俄罗斯、巴西等海外市场税收提高对冲了产品结构优化带来的毛利率提升；根据上述销量预测，结合公司产品结构变化及出海快速增长，考虑到规模效应释放及技术降本等因素，我们预计 2026-2028 年汽车业务毛利率分别为 19.0%/18.9%/19.2%，其中，2026 年虽面临钢铝、碳酸锂、存储等原材料价格大幅上涨产生负向影响，但考虑到公司产品结构中中高端车型以及出海销量占比提升，有望对冲原材料价格上涨影响(2026Q1 综合毛利率 18.4%、同比+0.6pct 已初步印证该判断)；2027 年由于我们预计归元平台下欧拉新车将迎来海外快速放量、销量占比提升，产品结构变化可能会导致毛利率小幅下滑；

2) 公司 2025 年零部件及其他业务毛利率为 23.5%，考虑到原材料价格上涨影响，预计零部件及其他业务毛利率 2026-2028 年下滑至 21.0%/21.0%/21.0%。

3、费用预测：

1) 销售费用率：公司 2025 年销售费用率为 5.1%，较上年同期有较大幅度增长主要系直营门店投入以及部分海外市场经销商返利计入销售费用而海外销售规模增长，考虑到 2026 年新开直营门店仍需爬坡，我们预计 2026 年销售费用仍将处于较高水平，但随着魏牌新车陆续上市销量增长带来店效爬坡以及后续将更多以代理模式开拓底线市场，我们预计 2027-2028 年直营门店带来的销售费用将有所下降，同时结合公司新车规划、海外销售规模预测以及规模效应释放，我们预计 2026-2028 年销售费用率分别为 5.1%/4.8%/4.8%；

2) 管理&研发费用率：公司 2025 年管理/研发费用率分别为 2.1%/4.7%，考虑到公司新车规划、海外市场快速扩张以及智驾等方面投入，我们预计管理&研发费用率将维持相对稳定水平，2026-2028 年管理费用率分别为 2.1%/2.1%/2.1%，研发费用率分别为 4.6%/4.6%/4.6%。

4、其他收益：公司 2025 年其他收益为 40 亿元，其中由于俄罗斯市场报废税采用“先征后返”的会计准则，税收返还体现在其他收益中且占比较大，主要与车企在当地地产销量、本地化水平有关，我们参考往年水平，假设 2026-2028 年稳定在 40 亿元左右水平。

5、综合上述假设，我们预计 2026-2028 年公司实现归母净利润 126/160/181 亿元，同比 +28.2%/+26.3%/+13.1%。

图表70：2023A-2026E 公司关键财务指标及预测

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	1732	2022	2228	2777	3464	3854
YOY		17%	10%	25%	25%	11%



	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
—汽车业务收入 (亿元)	1533	1755	1958	2507	3194	3584
整体销量 (万台)	123	123	132	161	201	223
出口销量 (万台)	32	45	50	66	85	100
国内销量 (万台)	91	78	82	95	116	123
ASP (万元)	12.5	14.2	14.8	15.5	15.5	15.8
—零部件及其他收入 (亿元)	199	267	270	270	270	270
综合毛利率	18.7%	19.5%	18.0%	19.2%	19.1%	19.4%
—汽车业务毛利率	18.4%	19.5%	17.3%	19.0%	18.9%	19.2%
—零部件及其他业务毛利率	21.4%	19.8%	23.5%	21.0%	21.0%	21.0%
销售费用率	4.8%	3.9%	5.1%	5.1%	4.8%	4.8%
管理费用率	2.7%	2.4%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用率	4.6%	4.6%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%
其他收益 (亿元)	15	37	40	39.8	40	40
归母净利润 (亿元)	70	127	99	126	160	181
YOY		81%	-22%	28%	26%	13%
净利率	4.1%	6.3%	4.4%	4.6%	4.6%	4.7%

来源：国金证券研究所

3.2. 投资建议

我们预计 2026–2028 年公司实现归母净利润 126/160/181 亿元，当前市值对应估值分别为 12x/9x/8xPE。选择与公司业务结构与发展阶段相似的比亚迪、长安汽车、上汽集团、吉利汽车、奇瑞汽车等作为可比公司，计算得到可比公司 2026–2028 年 PE 均值分别为 13x/10x/9x。考虑到可比公司中部分为港股公司、有估值折价，且公司出口持续亮眼增长、中高端车型加速放量，因此较表中计算的平均水平应享有一定估值溢价，给予公司 26 年 15xPE，目标市值 1897 亿元，对应目标价 22.16 元，给予“买入”评级。

图表 71：长城汽车及可比公司 PE 估值对比

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
002594.SZ	比亚迪	8,822	403	436	401	514	593	22	20	22	17	15
000625.SZ	长安汽车	839	73	41	55	72	78	11	21	15	12	11
600104.SH	上汽集团	1,412	17	101	122	139	148	85	14	12	10	10
0175.HK	吉利汽车	1,770	166	169	221	264	316	11	11	8	7	6
9973.HK	奇瑞汽车	1,408	141	190	216	257	304	10	7	7	5	5
	平均值							28	14	13	10	9
601633.SH	长城汽车	1,458	127	99	126	160	181	11	15	12	9	8

来源：ifind，国金证券研究所 注：市值数据时间为 2026 年 6 月 2 日，比亚迪、吉利汽车、长城汽车为国金证券预测数据，长安汽车、上汽集团、奇瑞汽车预测值采用 ifind 一致预期

风险提示

- 1) 新车型销量不及预期：受购置税补贴、以旧换新补贴双重退坡影响，2026 年以来内销持续承压，1–4 月零售销量同比下滑 17%，若总量持续承压、行业竞争加剧，可能会导致公司新车型销量及盈利不及预期；
- 2) 原材料价格上涨：2026 年以来铜、铝、碳酸锂、存储等关键原材料价格大幅上涨，若价格持续上涨或处于高位、且难以顺利向上下游传导，将对公司盈利能力产生负面影响；
- 3) 国际政治经济与贸易政策变化：海外国家宏观经济下行、发生地缘冲突等会导致当地汽车消费下滑，同时政治导向变化等会带来关税与非关税壁垒增加，损伤公司在海外销量及盈利；



- 4) 汇率波动、报废税不能及时回收等导致业绩波动：公司海外业务相关的外币币种主要为卢布、雷亚尔、欧元等，若汇率大幅波动，或俄罗斯市场报废税因审批流程等不能及时回收，可能导致业绩大幅波动。
- 5) 出口新能源转型不及预期：根据乘联会数据，2026年1-4月公司出口销量中燃油车占比94%，若海外市场受油价上涨影响对新能源车型需求爆发，可能会导致出口竞争力下滑从而销量不及预期；
- 6) 可转债集中兑付风险：根据公司公告，截至2026年4月30日，公司尚未转股的可转债金额为34.95亿元，占可转债发行总量的99.86%，大量存续可转债将在2027年6月9日到期，存在集中兑付压力；若公司股价持续低于最新转股价格39.16元/股，大规模未转股或加剧未来偿付及资本结构风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	173,212	202,195	222,824	277,731	346,384	385,422
增长率		16.7%	10.2%	24.6%	24.7%	11.3%
主营业务成本	-140,773	-162,747	-182,622	-224,512	-280,254	-310,829
%销售收入	81.3%	80.5%	82.0%	80.8%	80.9%	80.6%
毛利	32,439	39,449	40,202	53,219	66,129	74,592
%销售收入	18.7%	19.5%	18.0%	19.2%	19.1%	19.4%
营业税金及附加	-5,986	-7,409	-8,483	-10,101	-12,470	-13,875
%销售收入	3.5%	3.7%	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%
销售费用	-8,285	-7,830	-11,273	-14,095	-16,605	-18,689
%销售收入	4.8%	3.9%	5.1%	5.1%	4.8%	4.8%
管理费用	-4,735	-4,756	-4,747	-5,840	-7,169	-8,121
%销售收入	2.7%	2.4%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-8,054	-9,284	-10,432	-12,732	-15,795	-17,581
%销售收入	4.6%	4.6%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	5,378	10,168	5,267	10,451	14,090	16,326
%销售收入	3.1%	5.0%	2.4%	3.8%	4.1%	4.2%
财务费用	126	-91	1,970	-136	140	356
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.9%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-550	-774	-589	-480	-480	-480
公允价值变动收益	-26	42	167	160	120	120
投资收益	761	877	574	600	600	600
%税前利润	9.7%	6.1%	4.9%	4.0%	3.2%	2.8%
营业利润	7,201	13,921	11,534	14,575	18,470	20,922
营业利润率	4.2%	6.9%	5.2%	5.2%	5.3%	5.4%
营业外收支	623	363	224	300	320	320
税前利润	7,824	14,283	11,758	14,875	18,790	21,242
利润率	4.5%	7.1%	5.3%	5.4%	5.4%	5.5%
所得税	-801	-1,591	-1,893	-2,231	-2,818	-3,186
所得税率	10.2%	11.1%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	7,023	12,692	9,865	12,644	15,971	18,055
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	7,022	12,692	9,865	12,644	15,971	18,055
净利率	4.1%	6.3%	4.4%	4.6%	4.6%	4.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	7,023	12,692	9,865	12,644	15,971	18,055
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
非现金支出	8,378	10,927	11,881	8,062	9,219	10,293
非经营收益	-1,326	-487	-1,850	-1,782	-606	-642
营运资金变动	3,893	4,923	20,768	3,416	97	4,786
经营活动现金净流	17,968	28,055	40,664	22,339	24,680	32,493
资本开支	-16,229	-11,082	-10,911	-11,204	-11,280	-11,180
投资	4,223	-12,288	-18,261	160	120	120
其他	1,555	75	18	600	600	600
投资活动现金净流	-10,451	-23,296	-29,154	-10,444	-10,560	-10,460
股权募资	682	1,066	113	195	0	0
债权募资	526	-8,686	-6,867	-1,506	-124	-373
其他	-156	-4,558	-6,690	-4,797	-5,225	-5,814
筹资活动现金净流	1,052	-12,178	-13,445	-6,109	-5,350	-6,187
现金净流量	8,587	-7,790	-1,644	5,786	8,771	15,846

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	38,337	30,741	28,846	34,071	42,448	58,018
应收款项	41,183	54,123	39,550	44,349	62,240	69,254
存货	26,628	25,408	26,148	31,985	42,230	46,837
其他流动资产	12,436	23,164	43,103	42,771	43,342	43,656
流动资产	118,584	133,435	137,647	153,177	190,260	217,765
%总资产	58.9%	61.4%	61.1%	62.7%	67.0%	69.7%
长期投资	15,121	15,509	15,868	15,868	15,868	15,868
固定资产	36,712	33,974	35,042	36,092	36,367	35,868
%总资产	18.2%	15.6%	15.6%	14.8%	12.8%	11.5%
无形资产	23,659	25,280	25,366	27,898	30,153	32,001
非流动资产	82,686	83,831	87,641	91,184	93,566	94,772
%总资产	41.1%	38.9%	37.3%	37.3%	33.0%	30.3%
资产总计	201,270	217,266	225,288	244,361	283,826	312,538
短期借款	12,591	10,353	9,727	11,717	11,593	11,220
应付款项	74,704	85,296	83,859	95,174	117,230	130,036
其他流动负债	23,540	26,580	32,630	35,049	41,797	45,713
流动负债	110,835	122,229	126,216	141,941	170,619	186,969
长期贷款	13,286	6,481	1,069	1,069	1,069	1,069
其他长期负债	8,640	9,560	10,112	5,011	4,617	4,340
负债	132,762	138,270	137,396	148,020	176,305	192,378
普通股股东权益	68,501	78,988	87,892	96,341	107,521	120,160
其中：股本	8,498	8,556	8,558	8,558	8,558	8,558
未分配利润	52,729	61,431	66,249	75,100	86,280	98,919
少数股东权益	8	8	0	0	0	0
负债股东权益合计	201,270	217,266	225,288	244,361	283,826	312,538

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.826	1.483	1.153	1.478	1.867	2.111
每股净资产	8.061	9.232	10.270	11.263	12.571	14.048
每股经营现金净流	2.114	3.279	4.752	2.610	2.884	3.797
每股股利	0.300	0.450	0.350	0.443	0.560	0.633
回报率						
净资产收益率	10.25%	16.07%	11.22%	13.12%	14.85%	15.03%
总资产收益率	3.49%	5.84%	4.38%	5.17%	5.63%	5.78%
投入资本收益率	4.88%	8.99%	4.27%	7.87%	9.67%	10.19%
增长率						
主营业务收入增长率	26.12%	16.73%	10.20%	24.64%	24.72%	11.27%
EBIT 增长率	26.09%	89.07%	-48.20%	98.44%	34.81%	15.87%
净利润增长率	-15.06%	80.76%	-22.27%	28.17%	26.31%	13.05%
总资产增长率	8.59%	7.95%	3.69%	8.47%	16.15%	10.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.5	13.1	13.8	12.5	12.5	12.5
存货周转天数	63.5	58.4	51.5	52.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	90.6	94.3	89.4	72.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	63.7	54.2	48.0	38.2	29.7	25.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.15%	-30.92%	-56.13%	-54.56%	-56.80%	-64.09%
EBIT 利息保障倍数	-42.7	111.5	-2.7	76.9	-100.7	-45.9
资产负债率	65.96%	63.64%	60.99%	60.57%	62.12%	61.55%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	16	31	60
增持	0	1	4	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.14	1.20	1.21	1.00

来源：聚源数据

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究