长城汽车（601633）

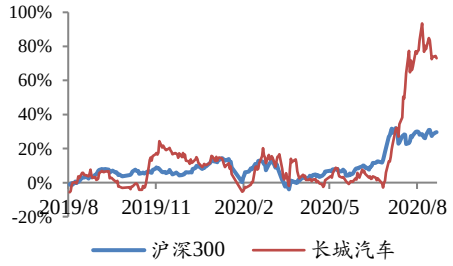
公司研究/深度研究报告

危中求变，变中进取

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-08-27
收盘价（元）	13.50
近 12 个月最高/最低（元）	15.74/7.40
总股本（百万股）	9,177
流通股本（百万股）	6,028
流通股比例（%）	65.69
总市值（亿元）	1,038
流通市值（亿元）	814

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

分析师：宋伟健

执业证书号：S0010520080002

邮箱：songwj@hazq.com

相关报告

主要观点：

基于全新技术平台，新车强周期开启

基于柠檬、坦克、咖啡三大技术平台公司开启全新产品周期。2020 年公司上市哈弗大狗、第三代哈弗 H6、坦克 300、欧拉好猫等车型，在巩固强势车型 H6 竞争力的同时，积极开拓细分市场，新车型在产品力、市场定位等方面优势明显，有望加强新车周期销量表现。同时 2021-2022 年基于三大车型的产品换代相继完成，进一步提升此轮产品周期的销量。我们预计 2020-2022 年公司销量增速分别为-2%/35%/18%。

皮卡市场大有可为，行业龙头充分受益

国内皮卡渗透率仅为 2%，远低于全球 6%~7%的渗透率水平。2016 年以来地方政府陆续放开皮卡进城限制，同时长城炮的上市弥补了国内高端乘用化皮卡的空白，国内皮卡市场有望迎来快速发展。长城汽车深耕皮卡市场，多年以来蝉联行业第一，市占率达到将近 50%，并在乘用皮卡这个蓝海市场的先发优势明显，后续凭借多方面的竞争优势保持皮卡市场的龙头地位。我们预计 2020-2022 年长城皮卡销量增速分别为 58%/16%/15%。

核心部件研发能力突出，市场化竞争提升竞争力

长城汽车在核心部件的自主性开发方面同样处于行业领先水平。诺博汽车、精工汽车、蜂巢易创、曼德电子四大零部件子公司在各细分领域具有一定竞争力，后续将在保证长城汽车需求的情况下，逐步实现产品的对外供应，以更加市场化的方式进一步提升核心部件的竞争力。

投资建议

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.61/0.86/1.11 元，当前股价对应 2020-2022 年 P/E 分别为 22x/16x/12x。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新车投放进度不及预期；新能源业务开拓不及预期等风险。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	96211	98922	135084	161362
收入同比(%)	-3%	3%	37%	19%
归属母公司净利润	4497	5618	7858	10197
净利润同比(%)	-14%	25%	40%	30%
毛利率(%)	17.2%	18.1%	19.2%	19.8%
ROE(%)	8.3%	9.6%	12.3%	14.4%
每股收益(元)	0.49	0.61	0.86	1.11
P/E	27.55	22.13	15.70	12.16
P/B	2.28	2.11	1.93	1.74
EV/EBITDA	6	13	10	8

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

总论 6
1、长城汽车—开启变革向科技出行公司转型 9
2、三大技术平台铸基石，为科技转型助力 19
2.1 柠檬平台——全球化高智能模块技术平台 19
2.2 中低端越野市场待开发，坦克平台有望树立标杆 23
2.3 专注智能化发展，打造咖啡技术平台 25
3、SUV 新车强周期开启，由点到面全面突破 28
3.1 第三代哈弗 H6 上市，标杆车型竞争力加强 28
3.2 抢占细分市场，差异化竞争逐步兑现 32
3.3 新能源车型发力，欧拉品牌打造精品小车 36
4、皮卡乘用化大势所趋，行业龙头充分受益 39
4.1 皮卡政策向好，国内发展潜力大 39
4.2 长城汽车为国内皮卡龙头，打响皮卡乘用化第一枪 43
5、垂直化整合效果突出，核心部件研发能力突出 45
6、盈利预测与估值分析 54
6.1 盈利预测 54
6.2 相对估值 56
风险提示： 57
财务报表与盈利预测 58

图表目录

图表 1：长城汽车新车规划 6
图表 2：长城汽车销量预测（辆） 7
图表 3：分业务收入及毛利率 8
图表 4：长城汽车产品矩阵 9
图表 5：2018 年长城汽车销量结构 9
图表 6：2019 年长城汽车销量结构 9
图表 7：长城汽车发展历程 10
图表 8：长城汽车生产全球化布局 11
图表 9：长城汽车研发全球化布局 11
图表 10：长城汽车产能布局 11
图表 11：长城汽车研发中心布局 12
图表 12：长城汽车（集团）旗下主要零部件子公司 12
图表 13：长城汽车股权结构 13
图表 14：长城汽车激励计划实施条件 13
图表 15：长城汽车加速全球化人才引进 14
图表 16：丰田“GE 制度”与 TNGA 架构（1） 15
图表 17：丰田“GE 制度”与 TNGA 架构（2） 15
图表 18：公司 2019 年主营业务结构情况 16
图表 19：公司历年营收情况 16
图表 20：公司历年销量情况 16
图表 21：公司历年单车价值量情况 16
图表 22：公司历年业绩情况 17
图表 23：公司历年毛利率情况 17
图表 24：公司历年单车利润情况 17
图表 25：公司历年研发投入/营收 17
图表 26：行业研发投入占比对比 17
图表 27：公司历年广告及媒体费用与占比 18
图表 28：行业广告及媒体投入占比对比（2019 年） 18
图表 29：长城柠檬平台 19
图表 30：长城柠檬平台动力布局 19
图表 31：长城汽车当前发动机平台 20
图表 32：EB 系列发动机产品 20
图表 33：EN 系列发动机产品 21
图表 34：2.0T 发动机静态参数对比 21
图表 35：长城柠檬平台变速器布局 22
图表 36：主流 DCT 产品静态对比 22
图表 37：国内部分在售越野车型 23
图表 38：2019 年国内越野 SUV 销量情况 24
图表 39：坦克平台 24
图表 40：坦克全新动力平台 24
图表 41：主流越野车型与坦克平台性能对比 24

图表 42：自动驾驶实施时间 25
图表 43：长城汽车 I-PILOT 自动驾驶平台规划 26
图表 44：特斯拉 MODEL3 网络拓扑图 27
图表 45：分域控制结构 27
图表 46：咖啡智能 27
图表 47：长城电子电器架构后续演变 27
图表 48：公司产品规划情况 28
图表 49：三代哈弗 H6 演变 29
图表 50：哈弗 H6 蝉联国内 SUV 销量冠军（辆） 29
图表 51：自主紧凑级 SUV 换代时间 29
图表 52：第二代哈弗 H6 外观 30
图表 53：第三代哈弗 H6 外观 30
图表 54：第二代哈弗 H6 内饰 30
图表 55：第三代哈弗 H6 内饰 30
图表 56：新老哈弗 H6 静态对比 31
图表 57：主流 SUV 订单破万用时（天） 31
图表 58：F 系列与 H 系列的定位 32
图表 59：F7 历史销量情况（辆） 32
图表 60：哈弗大狗介于城市 SUV 与硬派越野 SUV 之间 33
图表 61：哈弗大狗与竞品车型外观对比 34
图表 62：哈弗大狗与竞品车型内饰对比 34
图表 63：哈弗大狗与竞品车型越野性能对比 34
图表 64：坦克 300 外观 35
图表 65：坦克 300 内饰 35
图表 66：哈弗 M6 竞品车型分析 35
图表 67：ME 平台 36
图表 68：A00 纯电动市场竞争格局（2019 年） 37
图表 69：“白猫”内饰 37
图表 70：A00 竞品车型对比 37
图表 71：欧拉好猫外观 38
图表 72：欧拉好猫内饰 38
图表 73：全球皮卡主要消费市场（2019 年） 39
图表 74：部分消费市场皮卡渗透率 39
图表 75：皮卡存在政策限制 40
图表 76：美国皮卡市场销量结构（辆） 40
图表 77：泰国皮卡市场销量结构（辆） 41
图表 78：皮卡解禁政策梳理 41
图表 79：历年皮卡销售价格分布 42
图表 80：长城皮卡产品系列 43
图表 81：长城皮卡历年市占率情况 43
图表 82：长城炮销量情况（辆） 43
图表 83：长城炮上市以来市占率情况 43
图表 84：长城皮卡实现全方面提升 44
图表 85：诺博汽车发展历程 45

图表 86：诺博汽车基地布局 45
图表 87：诺博汽车主要产品与设备情况 46
图表 88：iNEST 智能座椅 47
图表 89：诺博汽车电子事业部招标情况 47
图表 90：蜂巢易创组织架构 47
图表 91：蜂巢易创研发与产能布局 47
图表 92：蜂巢易创发动机业务规划 48
图表 93：变速器产品对比 48
图表 94：蜂巢传动产品规划 48
图表 95：蜂巢电驱产品规划 49
图表 96：蜂巢电驱竞品对比 49
图表 97：蜂巢转向产品规划 50
图表 98：蜂巢转向产品规划 50
图表 99：曼德电子电器产品梳理 51
图表 100：精工汽车业务架构 52
图表 101：精工汽车业务布局 52
图表 102：精工汽车全工艺梳理 52
图表 103：精工汽车分版块业务展示 52
图表 104：整车业务销量拆分（辆） 54
图表 105：分业务收入及毛利率 55
图表 106：可比公司估值 56

总论

国内 SUV 领导者，逐步开启向上周期：

（1） 基于柠檬、坦克、咖啡三大技术平台公司开启全新产品周期。2020 年公司上市哈弗大狗、第三代哈弗 H6、坦克 300、欧拉好猫等，2021-2022 年基于三大车型的产品换代相继完成。预计 2020-2022 年公司销量增速分别为-2%/35%/18%。

（2） 国内皮卡市场大有可为，政策宽松、供给端逐步丰富，皮卡市场有望迎来高速发展。长城汽车为国内皮卡市场龙头，市占率将近 50%，并为国内皮卡乘用化先驱者。我们预计 2020-2022 年长城皮卡销量增速分别为 58%/16%/15%。

（3） 公司在动力平台、智能座舱、智能驾驶、核心铸件、新能源电池等核心零部件领域储备深厚，为公司在智能化、电动化发展奠定坚实基础。

图表 1：长城汽车新车规划

品牌	车型	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	生产工厂
哈弗	哈弗 H5	（H3 PF）							（H3 PF）				（P71 PF）					保定工厂
	哈弗 H6		（H6 PF）						（H6 PF）			（B30 PF）						徐水和天津
	哈弗 H6 Coupe						（H6 PF）			（H6 PF）			（B30 PF）					徐水
	哈弗 H2					（H2 PF）							（A30 PF）					保定和天津
	哈弗 H9					（H9 PF）							（P71 PF）					徐水
	哈弗 H7							（H6 PF）						（B30 PF）				徐水
	哈弗 M6								（H6 PF）				（B30 PF）					天津
	哈弗 F5									（H6 PF）				（B30 PF）				徐水
	哈弗 F7									（H6 PF）				（B30 PF）				徐水
	哈弗大狗											（B30 PF）						
WEY	VV7								WEY					（B30 PF）				徐水
	VV5								WEY					（B30 PF）				徐水
	VV6														（B30 PF）			徐水
	坦克 300											（P71 PF）						保定
欧拉	黑猫									（ME PF）								保定
	白猫											（ME PF）						保定
	好猫											（Lemon PF）						保定

资料来源：Marklines，华安证券研究所

图表 2：长城汽车销量预测（辆）

	2019	2020	2021	2022
合计销量	**1060298**	**1037836**	**1402149**	**1650475**
同比	1%	-2%	35%	18%
M 系列	**118811**	**132966**	**144000**	**158400**
M6	118811	132966	144000	158400
H 系列	**482980**	**402538**	**586780**	**686887**
H2	37893	16165	36000	48000
H4	27341	16413	17070	18776
H5	0	0	18000	36000
H6	386405	340494	480000	528000
H7	0	0	0	18000
H9	13434	18206	24000	26400
其他	17907	11260	11710	11710
F 系列	**167663**	**124729**	**125400**	**168000**
F5	26893	16767	17438	24000
F7	140770	107962	107962	144000
大狗		20000	72000	72000
大狗		20000	72000	72000
WEY	**100043**	**78430**	**106853**	**138093**
VV5	21997	21433	23576	36000
VV6	57724	39941	41539	45693
VV7	19678	17056	17738	30000
坦克 300			24000	26400
欧拉	**38865**	**42200**	**91410**	**109564**
IQ	28498	580	638	638
黑猫	10367	25643	30772	36926
白猫	0	6977	18000	21600
好猫		9000	42000	50400
皮卡	**148830**	**235515**	**274249**	**316074**
风骏	130531	118408	130249	143274
长城炮	18299	117107	144000	172800
轿车	**3106**	**1458**	**1458**	**1458**
C30	3106	1458	1458	1458

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3：分业务收入及毛利率

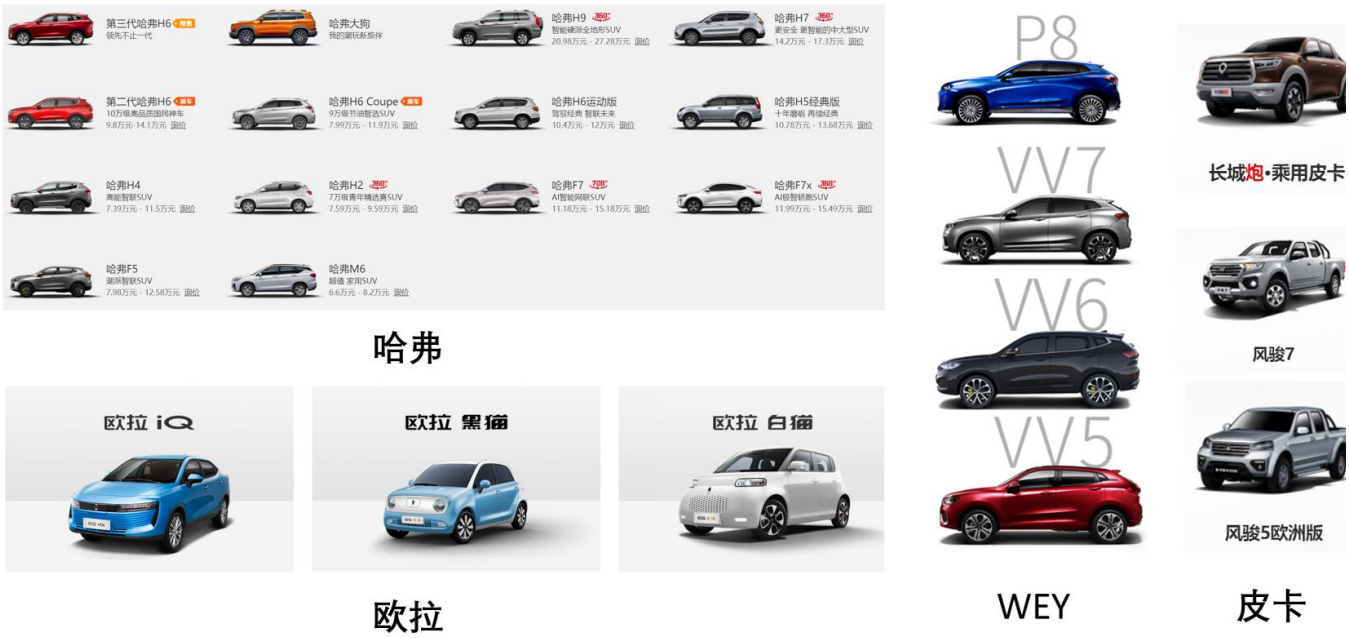
	2018	2019	2020	2021	2022
整车业务					
销量（辆）	1053039	1060298	1037836	1402149	1650475
同比		1%	-2%	35%	18%
单价（万元）	8.7	8.1	8.6	8.9	9.1
同比		-6.5%	5.7%	3.4%	2.3%
营收（亿元）	916.0	862.5	892.8	1247.4	1502.7
同比		-5.8%	3.5%	39.7%	20.5%
毛利率	15.8%	14.8%	17.0%	18.4%	19.2%
毛利（亿元）	144.4	127.7	151.8	229.5	288.5
销售零配件业务					
营收（亿元）	37.5	42.9	42.9	47.2	51.9
同比		14.6%	0%	10%	10%
毛利率	39.0%	41.7%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利（亿元）	14.6	17.9	17.2	18.9	20.8
提供劳务收入					
营收（亿元）	9.6	25.9	24.6	25.8	27.1
同比		170%	-5%	5%	5%
毛利率	5.65%	21.20%	20%	20%	20%
毛利（亿元）	0.5	5.5	4.9	5.2	5.4
其他业务					
营收（亿元）	29.3	30.8	29.0	30.4	31.9
同比		5.2%	-6%	5%	5%
毛利率	20.6%	16.3%	17.0%	17.0%	17.0%
毛利（亿元）	6.0	5.0	4.9	5.2	5.4
合计					
营收（亿元）	992.3	962.11	989.2	1350.8	1613.6
同比		-3.0%	2.8%	36.6%	19.5%
毛利率	16.7%	16.2%	18.1%	19.2%	19.8%
毛利（亿元）	165.6	156.1	178.8	258.7	320.1

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1、长城汽车—开启变革向科技出行公司转型

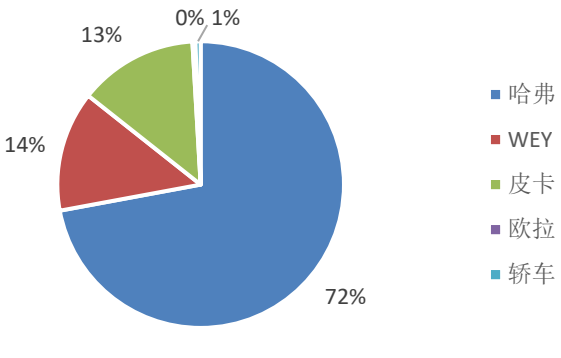
长城汽车——国内 SUV 与皮卡领导者。长城汽车是国内 SUV 与皮卡领导者，具备发动机、变速器、新能源三电系统等核心部件的自主配套能力。目前，公司旗下产品涵盖了 SUV、轿车、皮卡三大品类，在乘用车领域拥有哈弗、WEY、欧拉等品牌，并形成了哈弗 M、H、F，WEY、欧拉等产品线。在新能源领域，欧拉品牌拥有白猫、黑猫、好猫、IQ 四大车型，同时与宝马汽车合资成立光束汽车，新能源业务发展快速推进。在皮卡领域，公司连续 21 年荣登国内皮卡销量冠军，长城炮开启国内皮卡乘用化先河，并成为国内最为畅销的皮卡车型。

图表 4：长城汽车产品矩阵



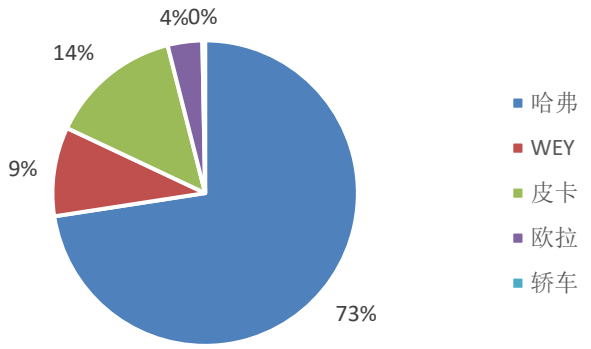
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 5：2018 年长城汽车销量结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6：2019 年长城汽车销量结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司发展历程—向科技出行公司转型：长城汽车最早追溯到 1984 年长城汽车制造厂的成立，当时从事汽车改装业务。1990 年魏建军任长城汽车的总经理，长城汽车正式进军整车制造领域，先后经历了轻型客货汽车、皮卡、SUV 三个阶段，并且在每个阶段都做到了行业的领先地位：

（1）**汽车改装阶段：**1984 年长城汽车制造厂，最早是从事汽车改装业务，1991 年~1994 年期间开始生产轻型客货汽车，并连续 4 年产销翻番。

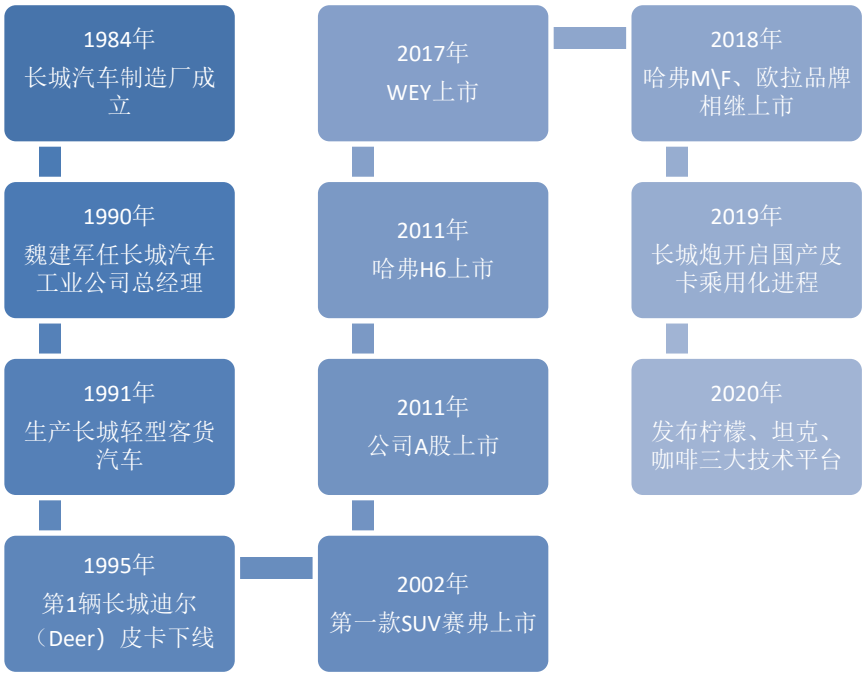
（2）**皮卡阶段：**90 年代初，公司将主要精力放在了皮卡市场的开拓上，并于 1996 年生产出第一辆迪尔皮卡，并以较高的性价比迅速占领市场，到 1998 年长城皮卡销量首次位居全国第一，并连续 21 年一直保持着国内皮卡的龙头地位。

（3）**SUV 阶段：**2002 年开始，长城汽车开始聚焦 SUV 领域，并于当年推出了第一款 SUV 产品赛弗，上市当年就进入全国 SUV 市场销量前三。后续相继推出了多款产品，得到市场高度反响。2011 年爆款车型哈弗 H6 上市，并领跑国内城市 SUV 市场多年。

（4）**多品系阶段：**2017 年长城汽车推出 WEY 品牌，差异化竞争拉开序幕。后续哈弗 M、F 系列以及欧拉品牌相继上市，长城汽车产品矩阵得以进一步完善，产品竞争力进一步加强。

（5）**向科技出行公司转型：**坚定新四化、智能化，进行彻底的自我革命，并发布柠檬、坦克、咖啡三大技术平台。

图表 7：长城汽车发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司实现研产销全方位的全球化布局：2019 年公司发布了全球化战略，利用 5 年时间，实现哈弗单年销量 200 万辆，成为全球专业 SUV 第一品牌的“5-2-1 全球化战略”。未来哈弗要在已经进入的 51 个海外国家中，实现中国品牌 SUV 第 1、所有 SUV 品牌前 3，并在 2023 年正式进入北美市场。

产能方面：公司目前拥有保定（含徐水区）、天津两大生产基地，合计产能 120 万辆，同时公司规划在重庆永川、山东日照、浙江平湖、江苏泰州等区域拓展新产能。同时俄罗斯图拉工厂已经建成，并在厄瓜多尔、马来西亚、突尼斯和保加利亚等都建有 KD 工厂。公司收购通用汽车印度塔里冈工厂，正式进军印度市场。

研发方面：公司在研发方面实现了全球化，除国内保定和上海的研发中心之外，长城汽车在美国、德国、日本、印度、奥地利、韩国等地区均设立了研发中心。

销售方面：在国内，哈弗运营 1000 余个 4S 店，200 余个城市展厅；1500 余个专营店，2000 余个销售触点，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%。在海外，哈弗品牌围绕俄罗斯、澳大利亚、南非 3 大主力市场形成销售网络连横，哈弗已在俄罗斯、澳大利亚、南非、印度、美国等设立了全资子公司，在 51 个国家和地区中都铺设了销售网络，销售商已达 400 余家，并在其中 31 个国家出口量中,排行中国品牌第 1 名。根据哈弗全球化战略的最新部署，到 2023 年，哈弗品牌将形成超 2000 家销售商的网络覆盖。

图表 8：长城汽车生产全球化布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9：长城汽车研发全球化布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10：长城汽车产能布局

地点	最大产能（万辆）	时间节点	车型
保定	25	已投产	皮卡、欧拉、哈弗
徐水	50	已投产	哈弗、WEY
天津	45	已投产	哈弗
重庆永川	16	已投产	皮卡、H9
浙江平湖	10	建设中	新能源 5 万、SUV3 万、皮卡 2 万
江苏泰州	10	建设中	哈弗、新能源车
江苏张家港（宝马合资）	16	2021 年 SOP	MINI、光束品牌汽车
俄罗斯图拉	8	已投产	H9、F7

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11：长城汽车研发中心布局

地点	方向
保定	最主要研发中心，设计整车设计、发动机、变速器以及氢能源技术等
上海	与宝马共建新能源研发中心
美国（洛杉矶、底特律）	自动驾驶技术
德国（慕尼黑）	燃料电池项目开发
日本（横滨）	整车造型和内外饰设计
印度（班加罗尔）	新能源控制器与自动驾驶软件开发
奥地利	新能源驱动电机及电机控制器研发
韩国	前沿电池材料项目研发

资料来源：公司公告，华安证券研究所

零部件业务整合独立，开拓外部市场：长城汽车拥有较为完善的内部配套与供应体系。面临日益加剧的汽车竞争市场，长城汽车相继将旗下零部件事业部整合，逐步脱离长城汽车整车业务独立运营，实现零部件业务的外部供应变现。目前长城集团旗下的主要汽车零部件业务整合了蜂巢能源、蜂巢易创、精工汽车、诺博汽车、曼德电子、未势能源、上燃动力等多家零部件子公司。

图表 12：长城汽车（集团）旗下主要零部件子公司

	主要业务	整合业务	生产基地	研发中心
诺博汽车	主要生产汽车内饰、外饰、座椅、橡胶四大品类产品	内外饰模块和橡胶模块	保定、徐水、天津、重庆永川、山东日照（在建）、张家港（在建）、泰州（在建）	保定、徐水、日本横滨、上海
精工汽车	涵盖汽车底盘系统、动力/传动系统铝合金制件、车体铝合金结构件、汽车模具铸造/加工、车体冷/热冲压结构件及总成、自动化装备开发制造、资源回收再利用等 8 大业务	底盘、压铸、装备三大业务		
蜂巢能源	动力锂电池	-	常州金坛（在建）	目前已有中国、韩国、印度研发中心，美国、日本研发中心正在规划筹备中
蜂巢易创	主要提供汽车动力总成系统解决方案，包括汽车发动机、变速箱、减速器、电驱动、智能转向、自动驾驶系统及其他零部件。	蜂巢动力，蜂巢传动，蜂巢电驱动，蜂巢智能转向	保定、徐水、天津、扬中（在建）	保定、上海、奥地利、印度、韩国、日本、德国等
曼德电子电器	线束、灯具、热管理系统等业务	光电、热系统、电气系统	保定、天津、重庆、日照	保定、上海

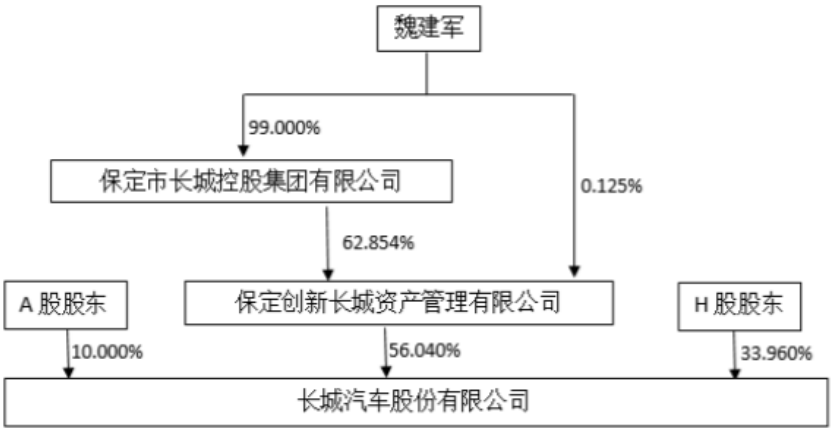
未势能源	长城控股集团旗下专注氢能及燃料电池技术和产品研发的高科技企业	燃料电池		保定
上燃动力	长城控股集团旗下研发燃料电池发动机系统的高科技企业	燃料电池		上海

资料来源：公司公告，华安证券研究所

理顺激励机制，促进内部活力：截止 2019 年底，保定创新长城资产管理有限公司持有公司约 56.0%的股权，为公司控股股东，公司董事长魏建军直接持有保定创新长城资产管理有限公司约 0.125%的股权，通过长城控股集团持有保定创新长城资产管理公司约 62.854%的股权，为公司的实际控制人。A 股持股占比 10%，H 股占比约 33.96%。

2020 年公司推出股权激励计划，通过限制性股票激励计划授予限制性股票 6742.08 万份，通过股票期权激励计划授予激励对象股票期权 10975.74 万份。其中，限制性股票的授予价格为 4.37 元/股，股票期权的行权价格为 8.73 元/股。此次激励计划的实施将进一步提高公司内部活力。

图表 13：长城汽车股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 14：长城汽车激励计划实施条件

绩效指标选取	销售量	净利润	合格门槛
各绩效指标权重	40%	60%	—
组合绩效系数	∑（绩效指标实际达成值/目标绩效指标值）×绩效指标权重		
第一个行权期/ 解除限售期	2020 年公司汽车销量不低于 102 万辆	2020 年净利润不低于 40.5 亿元	组合绩效系数≥1
第二个行权期/ 解除限售期	2021 年公司汽车销量不低于 121 万辆	2021 年净利润不低于 50 亿元	组合绩效系数≥1
第三个行权期/ 解除限售期	2022 年公司汽车销量不低于 135 万辆	2022 年净利润不低于 55 亿元	组合绩效系数≥1

资料来源：公司公告，华安证券研究所

引入全球领先人才，打造豪华人才天团。长城汽车加强全球化人才引进，用更多元的文化构成企业更加优秀的基因，实现中国汽车企业到全球化科技出行公司的蜕变。

近几年公司营销、技术等领域引入多名全球化人才。营销方面，2018 年 6 月，原英菲尼迪营销总监文飞加盟长城，担任公司营销副总经理，主要负责哈弗与全新 F 系车型的营销管理。

在研发层面，长城汽车已经形成了较为豪华的专家天团。涵盖长城汽车造型设计、动力总成、智能网联、智能驾驶、新能源五大领域全球顶级专家，助力长城汽车加速向“全球化科技出行公司”转型。

图表 15：长城汽车加速全球化人才引进

领域	细分领域	姓名	职务	履历
营销	营销	文飞	公司营销副总经理，主要负责哈弗蓝标与全新 F 系车型的营销管理	2006 年，进入东风日产工作，历任公关科科长、市场部副部长、沟通传播部副部长等职务。 2015 年 8 月，加入沃尔沃，任中国销售公司市场传播高级总监。 2016 年 11 月，加入英菲尼迪，任英菲尼迪市场战略传播总监及公关总监。
研发	造型设计	劳尔·皮雷斯	长城汽车副总裁兼先行战略副总裁	
		菲尔·西蒙斯	长城汽车专项副总裁兼哈弗品牌设计副总裁	拥有超过 30 年的汽车设计经验，也曾在福特汽车公司工作过，在路虎期间曾担任路虎外观设计的工作室总监，负责 2018 年款路虎揽胜和路虎揽胜运动款、2017 款路虎揽胜，以及 2016 款路虎揽胜、发现和发现运动款的设计。
		艾蒙	WEY 品牌造型设计执行总监	
	动力领域	格哈德·亨宁	长城汽车蜂巢易创传动系统总工程师	奔驰 AMG 系列研发设计核心传动模块设备，就任于大众、奔驰
		陈晓峰	长城汽车蜂巢传动研究院院长	先后任职中国重汽集团大齿有限公司设计师主任，华泰汽车集团科长
		焦娜永	长城汽车精工底盘研究院院长	
		王朝久	长城汽车蜂巢智能转向总经理	
		高定伟	长城汽车蜂巢易创动力研究院总工程师	
		孟祥程	长城汽车蜂巢易创动力研究院系统集成部部长	曾经在中国一拖、奇瑞汽车工作，组织开展了 EG、EV、EB、EC 等汽油机项目，以及 ED、EK、ET 柴油机项目的自主研发工作。
	智能化领域	蔡德暄	长城汽车产品数字化中心用户体验中心主任	先后在上汽、吉利、威马任职。
		张国强	长城汽车产品数字化中心网联平台专家	
		宾洋	长城控股毫末智行自动驾驶副总工程师	
	新能源领域	陈雪松	长城控股未势能源总裁	
		高飞	长城控股蜂巢能源电芯研发中心总经理	
		李义兵	长城汽车蜂巢电驱动副总经理	

		戴民	长城汽车蜂巢电驱动控制器总监	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

加速组织架构调整，适应未来竞争需求。面对未来严峻的竞争形势，长城汽车进行一系列组织架构变革，按照“两个打通”和“一个融合”的原则进行组织优化调整，旨在公司更加贴近消费者。

两个打通：1、将品牌、商品企划、研发部门打通，在商品企划阶段营销、品牌公司就要参与其中，使整个企业在该过程中更加关注市场竞争、关注消费者，获得足够多的有效信息。

2、作战单元的打通，通过数字化变革的手段强化品牌公司管理，让品牌公司的各“作战单元”有机会直接面对用户，从而更加贴近消费者的真实需求，未来长城汽车“作战单元”的地位将不断提升。所谓的“作战单元”可以类比为丰田此前的“CE 制度”，即在开发新产品时配备一个车辆开发中心 CE，该中心要与企划、研发、生产等多个部门进行沟通协调，可以直接向社长或者是董事会汇报。

一个融合：将做智能网联和自动驾驶的两个团队进行重新划分，做到“双智融合”。

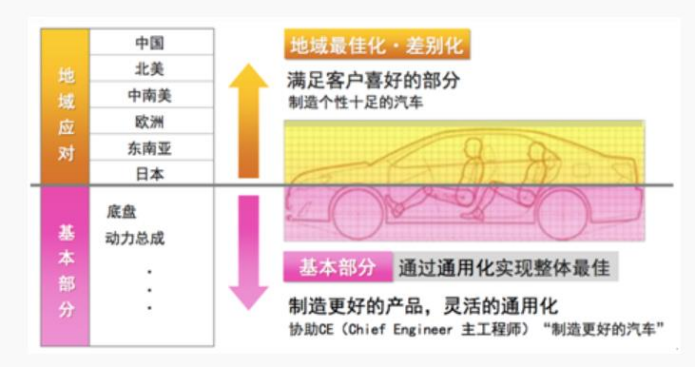
与此同时，公司成立企业数字化中心和产品数字化中心来支持长城汽车各部门的协同。

图表 16：丰田“GE 制度”与 TNGA 架构（1）



资料来源：丰田官网，华安证券研究所

图表 17：丰田“GE 制度”与 TNGA 架构（2）

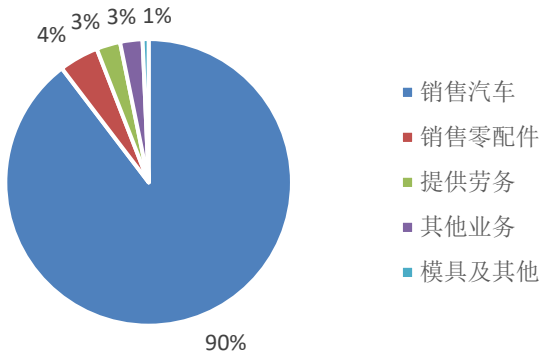


资料来源：丰田官网，华安证券研究所

公司主营业务结构：公司主要营收来源为整车销售，2019 年营收占比为 90%。近 10 年以来，凭借行业发展、SUV 红利以及公司产品竞争力的不断加强，公司营收持续保持稳定增长。2018 年受行业的影响，10 年来营收首次出现负增长。2018 年三季度开始公司开启一波全新产品周期，F 系列、M 系列、长城炮等爆款车型带动公司销量保持稳定。

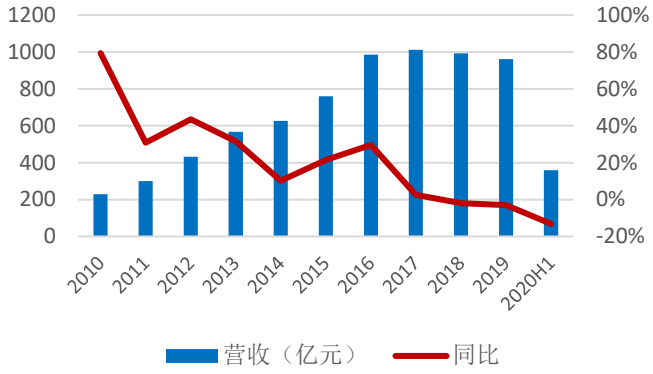
2020 年上半年公司实现营收 359 亿元，同比下滑 13%，其中 2020Q2 实现营收 235 亿元，同比增长 25%。2020 年二季度受益于国内汽车行业景气度的回暖，公司单季度实现销量 24.5 万辆，同比增长 17%。其中长城炮皮卡上市以来持续热销，5-6 月份销量持续破万辆，对公司二季度收入贡献较大。

图表 18：公司 2019 年主营业务结构情况



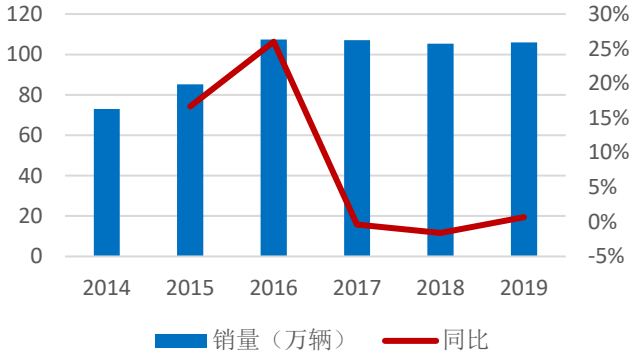
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 19：公司历年营收情况



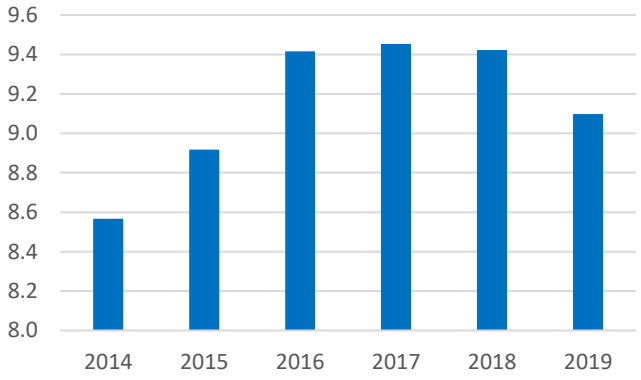
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20：公司历年销量情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 21：公司历年单车价值量情况

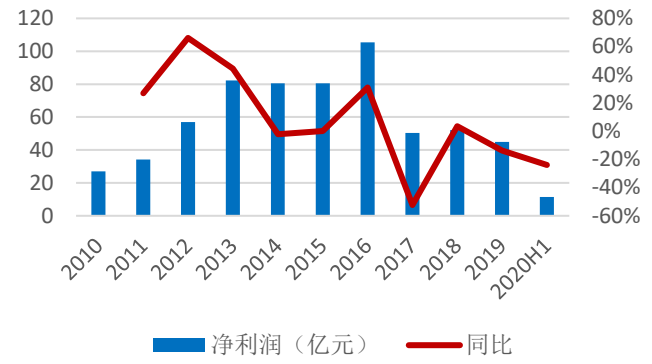


资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司业绩状况：受行业竞争、车型生命周期、终端折扣等因素的影响，公司业绩波动较大。近 5 年来看，2016 年公司业绩达到最高点，当年归母净利润为 105.5 亿元。单车利润最高点为 2014 年，达到 1.1 万元/辆。公司单季度单车利润最低点为 2018 三季度（不包含 2020Q1 疫情影响下的非正常情况），为 0.1 万元/辆。随着公司新车周期的开启以及降本增效的逐步显现，公司单车盈利于 2018 年三季度见底。

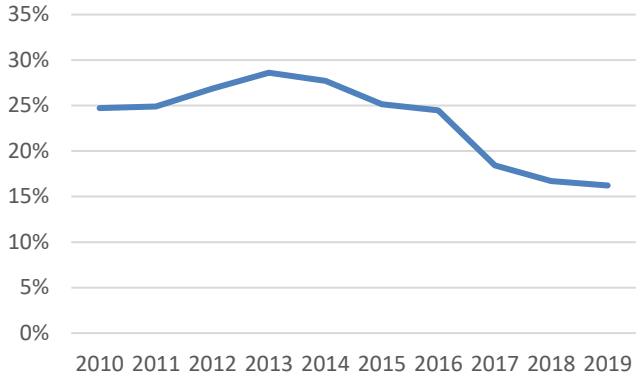
2020 年上半年公司实现净利润 11.5 亿元，同比下滑 24%。其中 2020 年二季度实现净利润 18 亿元，同比增长 138%，单车利润达到 0.74 万元。主要原因为利润率较高的皮卡车型的持续热销、终端折扣的稳定以及公司降本措施的逐步体现。

图表 22：公司历年业绩情况



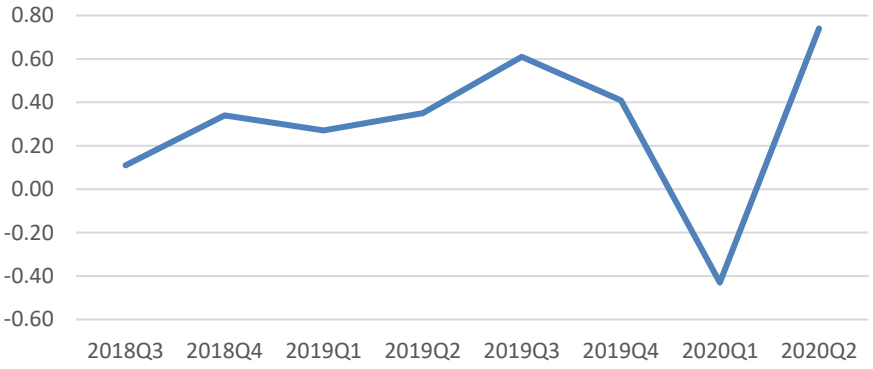
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 23：公司历年毛利率情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 24：公司历年单车利润情况

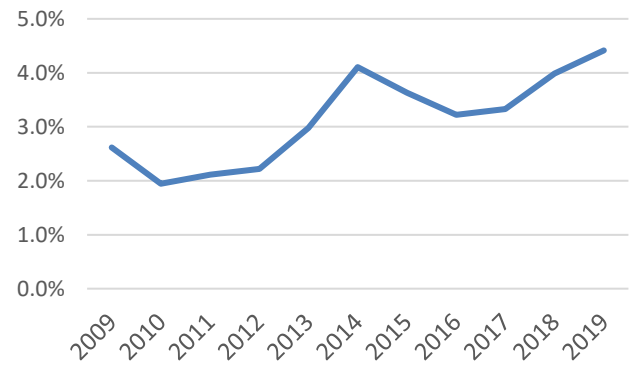


资料来源：公司公告，华安证券研究所

研发与营销投入：长城汽车目前研发投入的领域涉及传统燃油车、电动整车及三电系统、燃料电池、自动驾驶等。其中锂电池与燃料电池在集团下面研发投入，没有放在上市公司里面。纵向来看，随着投入领域的增多，公司研发占比逐步提升。横向对比，上市公司层面的研发投入（不包含锂电池与燃料电池）占比处于行业平均水平。

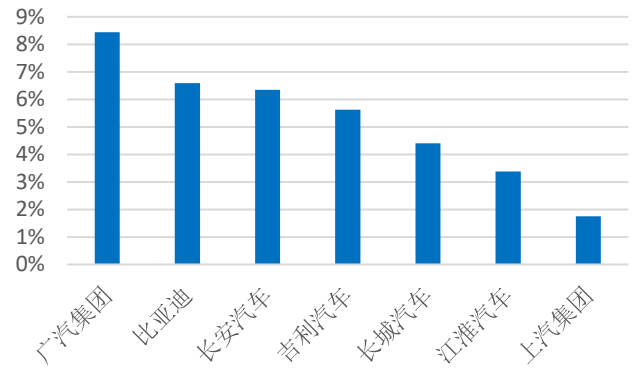
营销层面，随着公司在营销端的逐步发力，公司广告及媒体费用的投入逐步加大，逐步弥补公司前期在营销宣传端的不足。

图表 25：公司历年研发投入/营收



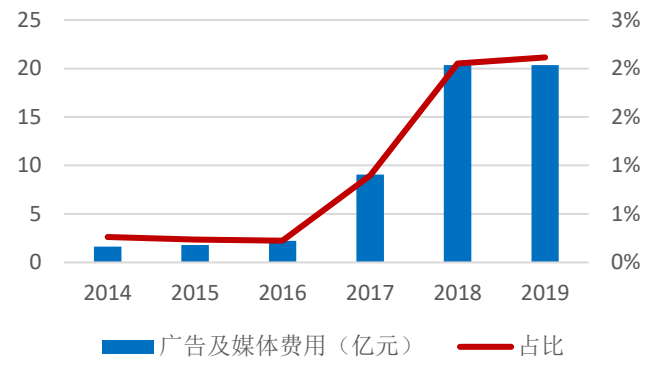
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 26：行业研发投入占比对比



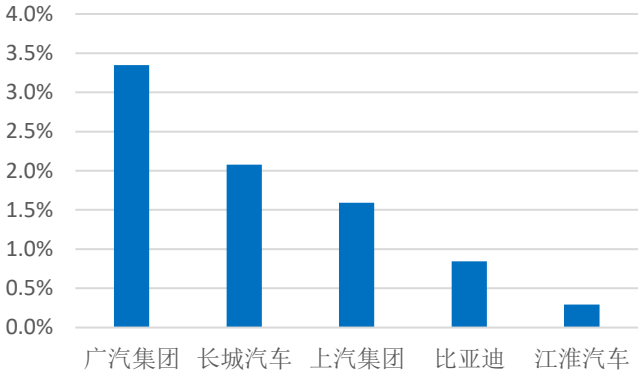
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 27：公司历年广告及媒体费用与占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 28：行业广告及媒体投入占比对比（2019 年）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

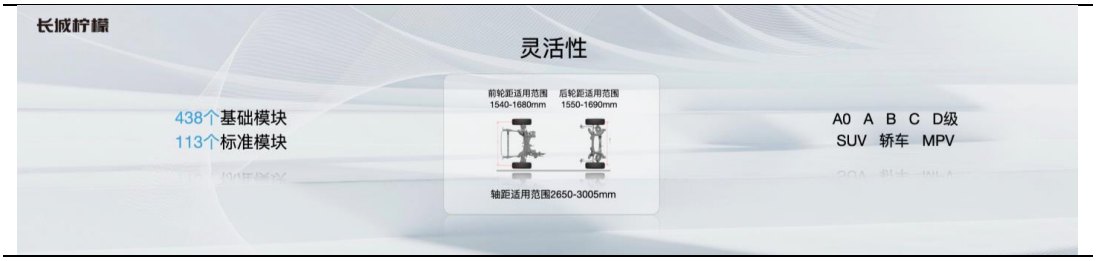
2、三大技术平台铸基石，为科技转型助力

2020 年公司发布柠檬、坦克、咖啡三大技术平台，其中柠檬和坦克为车型平台，咖啡为智能化技术平台。柠檬、坦克、咖啡三大技术平台的发布是公司向科技出行公司转型的技术基础。

2.1 柠檬平台——全球化高智能模块技术平台

柠檬平台—灵活、高效。以柠檬特有的小巧轻便、口感新鲜、营养价值丰富，以及全球受欢迎等优质品质，还原长城汽车“柠檬”平台打造出的产品更具轻量化、高性能、高安全的精匠品质。平台由 438 个基础模块，组建了 33 个标准模块，兼顾从 A0 到接近 D+级车型，轴距范围从 2050mm 到 3000mm，轮距范围从 1540mm 到 1680mm，覆盖 SUV、轿车、MPV 三个品类。

图表 29：长城柠檬平台



资料来源：公司公告，华安证券研究所

前瞻动力布局，覆盖多种动力类型。可搭载传统内燃机、混合动力（混联 DHT、P2/P2+P4）、纯电动和氢燃料电池。包括四款高效发动机和三款混动专用发动机（2.0GDIT150~180kw，1.5GDIT110-130kw），搭载 7DCT（450Nm/300Nm 扭矩容量，96%传动效率）、9DCT（400Nm 扭矩容量，96.2%传动效率）。“柠檬”平台产品具备全球领先的高效燃油动力，2022 年常规发动机热效率将达到 41%、混动发动机热效率达到 42%，2025 年，高效发动机热效率将达到 51.5%。满足国 6B 以及未来 5 年的排放要求。

图表 30：长城柠檬平台动力布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

长城汽车当前发动机平台布局：长城汽车目前拥有 EG、EB、EC、ED 发动机平台，其中 EB 和 EC 平台下的 GW4B15 和 GW4C20 两款发动机为目前主力：

(1)EG 平台：为现有平台中最早的发动机平台，目前发动机型号为 GW4G15F，搭载于哈弗 M6、H2、H6、F5、H4。

(2)EB 平台：长城汽车 1.5T 车型主力动力平台，国六发动机型号为 GW4B15A（主要用于哈弗品牌）和 E15BA（用于 WEY 品牌），曾获“中国芯”十佳发动机称号。

（3）EC 平台：长城汽车 2.0T 主力发动机平台，当前国六发动机型号为 GW4C20B（用于哈弗品牌）和 E20CB（用于 WEY 品牌）。

（4）ED 平台：长城汽车柴油发动机平台，发动机型号为 GW4D20，主要配套皮卡。

图表 31：长城汽车当前发动机平台

发动机平台	发动机型号	搭载车型
EG	GW4G15F	M6、H2、H6、F5、H4
EB	GW4B15A	F5、F7、大狗、H6
	E15BA	VV5
EC	GW4C20B	H6、F7、H7
	E20CB	vv5、vv6、vv7
ED	GW4D20	皮卡

资料来源：公司公告，华安证券研究所

全新发动机类型储备完善—EB 和 EN 平台 。当前公司 1.5L 排量车型主要用 EG 和 EB 两款发动机平台产品。其中 EB 平台发动机 GW4B15A（EB04）为公司最主流的配置。公司针对消费者更多的驾驶需求，在 GW4B15A 的基础上，推出第三代 1.5T 低版本（EB06）和第三代 1.5T 高版本（EB07），从总体静态参数表现来看，第三代 1.5T 两款发动机在功率方面不输现款 GW4B15A（EB04），但在热效率方面优于 GW4B15A（EB04）。

图表 32：EB 系列发动机产品

项目	GW4B15A（EB04）	第三代 1.5T 低版本（EB06）	第三代 1.5T 高版本（EB07）
排量	1.5L		
最大功率/转速（kw/rpm）	120/5600	120/5500-5600	135/5500-5600
升功率（kw/L）	80	80	86.7
最大扭矩/转速（Nm/rpm）	280/1400-3000	240/1400-4000	285/1400-3500
缸径*行程（mm）	76*82.6	75*84.9	
最大热效率	35.30%	38%	36.50%
燃料	92	92	92
排放水平	国六 b	国六 b、欧六 b	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

EN 系列发动机基于 4N20 平台打造，根据长城汽车此前对于该平台的规划，该平台包含四款发动机，功率达到 150-180KW，扭矩从 320 Nm 到 385Nm，热效率达 38%。当前 EN 系列发动机分为经济型（E01）和高性能（E03）两个版本，排量在 2.0L，最大热效率为 36%，满足国六、欧六、北美 SULEV 排放标准。4N20 首款发动机将搭载公司首款 9DCT 产品配套 VV7 换代产品。蜂巢易创低油耗项目 4N20B，以 4N20A 燃烧系统为基础，应用冷却低压 EGR 技术，使发动机热效率提高至 41%。与此同时，EN 平台产品模块化设计，零部件通用率在 90%以上，在有效缩短研发周期的基础上提升了产品可靠性。

图表 33：EN 系列发动机产品

机型代码	EN01	EN03	EN20	EN21	EY29	EY26
技术特征	米勒循环	可变气门升程 VVL	48V BSG 电机	电动化外附件系统	低压 EGR、停缸技术	稀薄燃烧、EGR
排量（ml）	1999					
功率（kw）	150	180	150		-	-
扭矩（Nm）	320	385	320		-	-
缸径*行程（mm）	82*94.6					75*113
压缩比	12					17
热效率	38%				41%	50%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 34：2.0T 发动机静态参数对比

项目	EN01（经济型）	EN03（高性能）	GW4C20B	EA888-DPL	EA888-DKX
排量	2.0L				
最大功率/转速（kw/rpm）	165/5500-6300	180/5500-6300	165/5500	137/4100-6000	162/4500-6200
升功率（kw/L）	75	90	-	-	
最大扭矩/转速（Nm/rpm）	320/1300-4000	385/1300-4400	385/1800-3600	320/1500-4000	350/1500-4400
缸径*行程（mm）	82*94.64		-	82.5*92.8	
最大热效率	36%	36%	-	37%	37%
燃料	92	92	92	95	95
排放水平	国六 b、欧六 b、北美 SULEV		国六 b	国六 b	国六 b

资料来源：公司公告，华安证券研究所

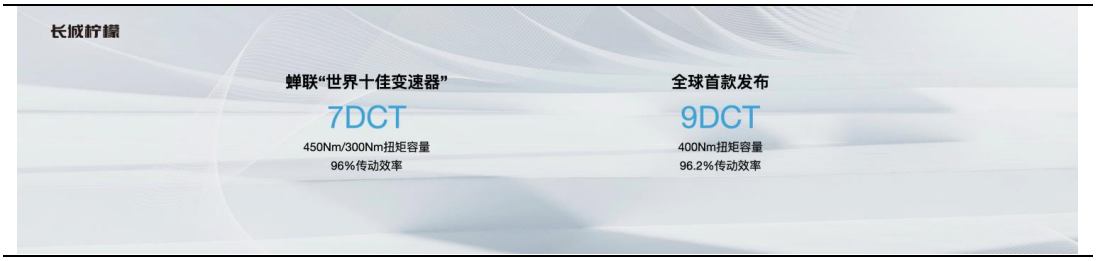
自护研发变速器，产品竞争力领先。在核心部件自动变速器方面，长城汽车逐步实现了由外部配套到自主供应。长城汽车先后采用过现代（6AT）、格特拉克(6DCT)、采埃夫的自动变速器(8AT)，后续聘用曾就职于大众和奔驰并且具有丰富自动变速器研发经验的 Gerhard Henning，通过巨额研发投入，首款 7DCT 产品于 2017 年正式量产，并搭载于高端车型 VV7 上。长城汽车 7DCT 变速器 2018~2019 连续两年被评为“世界十佳变速器”，对比主流车企和供应商的产品，产品竞争力同样领先。

目前公司 7DCT 产品匹配 1.5T 和 2.0T 两款发动机。两款发动机配套的

7DCT450 唯一相同的是壳体总成，内部齿轮齿比、齿轮机加工工艺、齿轮热处理工艺、离合器以及相应的控制逻辑都是不同的，力求在不同动力配置打造不同的驾驶感受。

与此同时公司 9DCT 产品即将进入量产阶段，全新变速器性能得到大幅提升，最大扭矩提升到 500Nm，传递效率提升了 3.5%，重量降低了近 10%，轴向长度还缩短了 4mm，预计扭重比达到 6.6 水平，传动比范围达到约 8.2。预计 9DCT 产品有望首先搭载于 VV7 换代车型。

图表 35：长城柠檬平台变速器布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 36：主流 DCT 产品静态对比

参数	格特拉克 7DCT300	大众 DQ500	长城 7DCT450	吉利 7DCT330	奔驰 7G-DCT	上汽 DCT360	杭州依维柯 Dual Dryve
类型	7DCT 湿式	7DCT 湿式	7DCT 湿式	7DCT 湿式	7DCT 湿式	6DCT 湿式	7DCT 干式
扭矩（Nm）	300	500	450	330	450	360	250
长度（mm）	369	400	375	385	367	359	-
中心距（mm）	188	197	197	-	188	-	197
重量（含油）	71	91.4	83	75	86	-	80
扭重比	4.2	5.5	5.4	4.4	5.2	-	3.1
传动比范围	8.5		>8		7.9		6.8
传动效率			96%	93.40%			

资料来源：公司公告，华安证券研究所

补齐新能源动力架构。混合动力方面，“柠檬”平台搭载两种形式的 PHEV，第一个是城市日常出行的 DHT 混动架构，主要针对大多数用户，节油率 48%-50%，续航里程 200km；第二个是 P2/P2+P4 的架构，主要针对追求动力性能的用户，其中 P2 是 2.0 升的混动发动机，配备长城发布的 9HDCT 变速箱，百公里加速 4.3s，纯电续航里程 95km/184km。纯电动方面，“柠檬”平台配三种电驱动桥，功率分别为 130kw、150kw、200kw；电池包层面，涵盖三种电芯形式，三元 811，铁锂刀片电池、无钴电池。

2.2 中低端越野市场待开发，坦克平台有望树立标杆

越野车型较少，中低端供给缺乏。合资和进口越野 SUV 车型的售价一般在 30 万以上，部分具有三把差速锁的车型的售价要达到大几十万甚至上百万的水平。而 30 万以下越野车市场的主要参与者为国内自主品牌，而主流自主品牌参与者为长城汽车、北汽集团。我们认为，越野 SUV 为 SUV 领域重要的细分市场之一，但主流车型的售价较高，而目前自主品牌在该领域的参与度不高，并且在品牌认可度方面仍需要培育，以上情况对于市场需求有所抑制。但随着自主品牌更多具有性价比车型的推出，越野市场有望迎来增长。

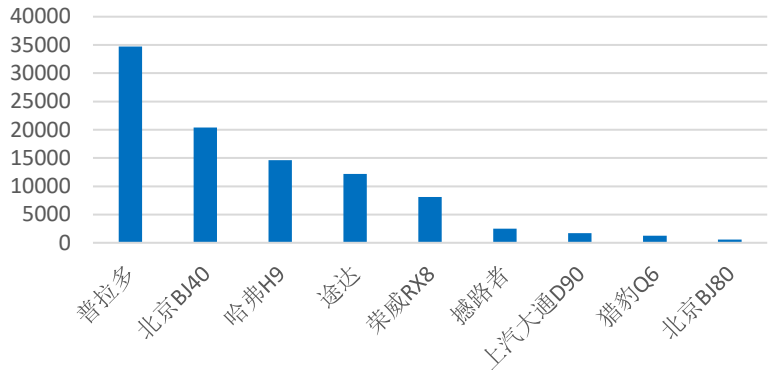
图表 37：国内部分在售越野车型

车型	厂商	指导价格（万元）	四驱形式	中间差速锁	变速器	排量
普拉多	丰田	43.58-60.48	分时四驱	无	6AT	3.5L
牧马人	克莱斯勒	42.99-55.99	分时四驱	无	8AT	2.0L
哈弗 H9	长城汽车	20.98-27.28	适时四驱	多片离合器	8AT	2.0L
奔驰 G	戴姆勒	158.8-189.88	全时四驱	开放式差速器	9AT	4.0L
北京 BJ40	北汽集团	15.98-26.99	分时四驱	开放式差速器	6AT	2.3L
途达	郑州日产	16.28-24.83	分时四驱	无	7AT	2.5L
撼路者	江铃福特	26.58-37.48	全时四驱	多片离合器	10AT	2.3L
北京 BJ80	北汽集团	29.80-39.80	分时四驱	无	8AT	3.0L
荣威 RX8	上汽集团	13.88-22.88	全时四驱	多片离合器	6AT	2.0L
驭胜 S350	江铃汽车	12.18-20.18	适时四驱	多片离合器	8AT	2.0L
上汽大通 D90	上汽集团	17.98-27.68	适时四驱	多片离合器	8AT	2.0L
猎豹 Q6	猎豹汽车	11.99-16.98	分时四驱	无	5MT	2.4L
陆风 X8	陆风汽车	11.99-15.79	分时四驱	无	5MT	2.0L
霸锐	起亚	41.68	全时四驱	多片离合器	5AT	3.8L
御风 S16	东风汽车	11.78-28.98	前置后驱	无	6AT	1.9L
萨瓦纳	福田汽车	13.53-21.18	适时四驱	无	6AT	2.8T
卫士	路虎	77.80-95.80	全时四驱	开放式差速器	8AT	3.0T

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

公司拥有越野基因，哈弗 H9 为自主标杆。哈弗 H9 为哈弗品牌首款高端越野 SUV 车型，于 2014 年 11 月正式上市。2019 年 8 月最新款哈弗 H9 正式上市，目前保持月销破千的销量规模，为国产越野标杆车型。我们认为，H9 作为公司旗舰越野车型，产品力表现得到市场认可。同时经过 H9 多年的发展，公司在越野 SUV 领域积累较多经验，对于后续持续开拓越野 SUV 市场奠定基础。

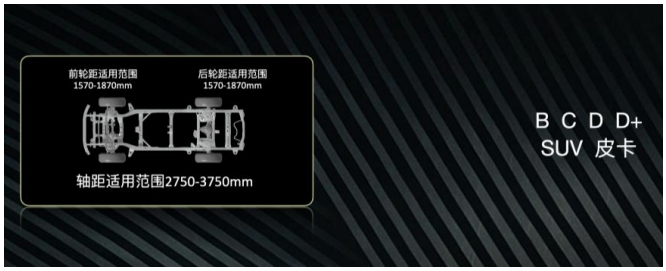
图表 38：2019 年国内越野 SUV 销量情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

打造坦克平台，深耕硬派越野领域。“坦克”平台是主要针对于硬派越野开发的纵置平台，由 425 个基础模块，组合成 38 个标准模块；支持 SUV、皮卡，甚至 MPV 车型；包含传统燃油动力和混动模式，轴距适用范围 2750-3750mm。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，其中 3.0T 功率、扭矩分别达到了 260 kW 和 500 N·m，并实现了 38%的发动机热效率。

图表 39：坦克平台



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 40：坦克全新动力平台



资料来源：公司公告，华安证券研究所

产品力提升，坦克平台有望打造更优质车型。坦克平台将配置更为丰富的越野装备，包括三把锁、主动悬架、坦克转弯、主动稳定杆、电控减震器、专业四驱。同时相比于哈弗 H9、坦克平台产品的越野性能将有大幅度提升，接近角 36.3 度，离去角 37.2 度，最小离地间距 224mm，爬坡度 100%，全面对标主流越野 SUV 车型。我们认为，坦克平台为公司全面发力越野领域的基石，基于坦克平台打造的车型有望带动公司销量与品牌的提升。WEY 坦克 300 为坦克平台第一款车型，预计 2020 年年底上市，有望重新定义豪华越野 SUV 格局。

图表 41：主流越野车型与坦克平台性能对比

车型	厂商	接近角	离去角	最小离地间距	四驱形式	中间差速锁	变速器	排量
坦克平台	长城汽车	36.3	37.2	224			9AT	2.0-3.0L
普拉多	丰田	31	26	215	分时四驱	无	6AT	3.5L
牧马人	克莱斯勒	34.8	29.2	251	分时四驱	无	8AT	2.0L
哈弗 H9	长城汽车	28	23	206	适时四驱	多片离合器	8AT	2.0L
奔驰 G	戴姆勒	30.7	29.2	241	全时四驱	开放式差速器	9AT	4.0L

北京 BJ40	北汽集团	37	31	220	分时四驱	开放式差速器	6AT	2.3L
途达	郑州日产	32	27	225	分时四驱	无	7AT	2.5L
撼路者	江铃福特	29.5	25	227	全时四驱	多片离合器	10AT	2.3L
北京 BJ80	北汽集团	39	33		分时四驱	无	8AT	3.0L
荣威 RX8	上汽集团	23	23	202	全时四驱	多片离合器	6AT	2.0L
驭胜 S350	江铃汽车	27	29	225	适时四驱	多片离合器	8AT	2.0L
上汽大通 D90	上汽集团	28	25	210	适时四驱	多片离合器	8AT	2.0L
卫士	路虎	34	30	202	全时四驱	开放式差速器	8AT	3.0T

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

2.3 专注智能化发展，打造咖啡技术平台

2020 年为 L2-L3 转换的元年。 按照 SAE 分类，自动驾驶分为 5 个阶段。其中以人参与驾驶的程度来划分，L4-L5 阶段才能够真正进入自动驾驶阶段。当前 L2 级别的系统已经逐步普及，2020 年开始进入 L3 级别自动驾驶系统的量产阶段，但是 L3 作为辅助驾驶向自动驾驶过渡的阶段，不同主机厂对于该阶段的发展产生分歧。

L3 阶段驾驶逐步由系统主导，当系统遇到无法处理的情况时会进行提示，随后用户接管车辆，变成驾驶员。而 L3 的定义带来了两个难点，一方面为技术方面，要车辆准确判断何时需要系统驾驶，何时需要人类接管；另一方面为政策方面，也是限制 L3 普及的最为关键的因素，驾驶主体的不确定性也导致责任界定问题产生，一旦事故发生，责任难以界定。而 L2 级以下和 L4 级以上自动驾驶技术则不会遇到该问题，前者的驾驶主体始终是人类，后者为系统。

目前尚未出台适用于全球范围内的 L3 级自动驾驶的法律法规与测试标准，这也致使奥迪、沃尔沃纷纷放弃 L3 级别的研发，直接研发 L4/L5 级自动驾驶技术。而国内包括广汽新能源 AION 以及长安全新序列 UNI-T 在内的自主品牌，纷纷将 L3 级别的自动驾驶作为全新车型的宣传重点。我们认为，智能化作为当前汽车消费的重要参数之一，针对于 L3 级别的自动驾驶的分歧，有望对国内市场的汽车消费带来变化。

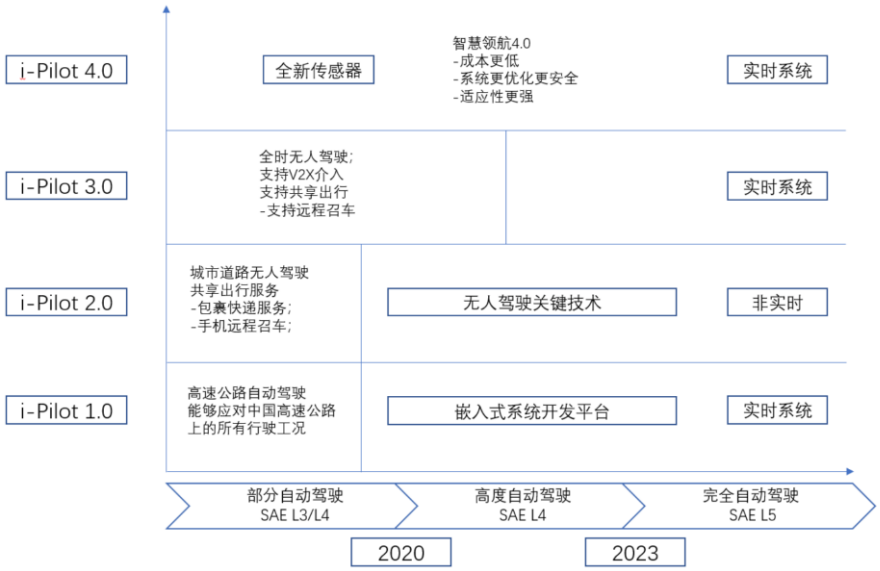
图表 42：自动驾驶实施时间

	L1	L2	L3	L4	L5
规模化起点	2015 年之前	2016	2021-2022	2025	2030
自动化程度	驾驶支援	部分自动化	有条件自动化	高度自动化	完全自动化
横向/纵向控制	人+系统	系统			
周边监测	人		系统		
应急应对	人			系统	
场景	特定场景				全部场景

资料来源：SAE International，华安证券研究所

长城汽车：打造 i-pilot 自动驾驶平台。2009 年长城汽车自动驾驶团队正式建立，2015 年第一款搭载自动驾驶系统的（L1）的哈弗 H9 上市，2017 年长城汽车正式发布“i-Pilot 智慧领航”自动驾驶平台，该平台集成了长城汽车自动驾驶软硬件系统，采用可扩展结构和车规级开发流程。根据 i-Pilot 规划，2020 年实现部分自动驾驶，达到 L3+级别。首先推出“i-Pilot 1.0”高速公路自动驾驶，能够在中国高速公路及城市快速路的主道、匝道上运行，并能够自主应对道路维修、交通拥堵及隧道等特殊工况；同步进行“i-Pilot 2.0”城市无人驾驶技术的开发，能够在市区特定路段，实现无人驾驶，用于支撑共享出行、手机远程召车等新功能。2023 年，将推出“i-Pilot 3.0”系统，通过 V2X 车辆通讯技术的引入，能够在市区及更多区域，实现高度自动驾驶，达到 L4 级别。2025 年，随着更先进技术的引入，将推出更安全、适应性更强的“i-Pilot 4.0”无人驾驶系统，实现完全自动驾驶，达到 L5 级别。

图表 43：长城汽车 i-Pilot 自动驾驶平台规划



资料来源：长城汽车官网，华安证券研究所

自动驾驶带来电子电气架构的变化。按照目前汽车的电子电气架构，整车上要添加一些简单的信息娱乐系统，只要通过增加一些电路、处理器，以及中央屏幕就能实现。但是到了 L4 的级别，在整车里增加传感器、中央处理器以及各种 L4 自动驾驶所需要的元器件之后，这让车辆的电子电气架构接近于饱和，在成本与可靠性方面将大打折扣。

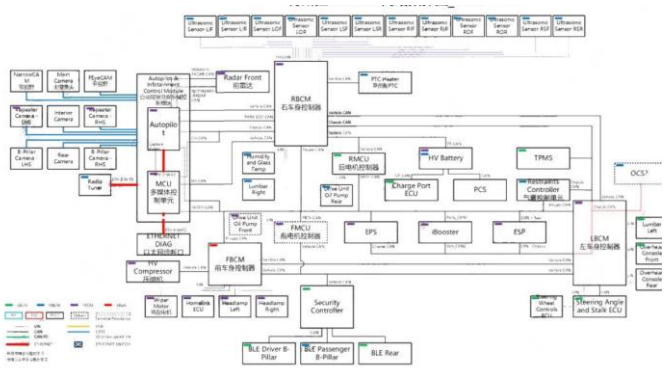
当前汽车电子电气架构设计方案可以分为四种，即以功能为导向、集中控制、以空间为导向、以模块为导向。传统汽车的电子电气架构多以功能导向为主，把每个分立元件的功能与相关的传感器及执行器结合成一个整体。该种设计方案，能够实现组件的跨平台使用，拥有部件结构简单等优点。但是所需部件的数量多，在使用中部件功能简单，布线费用高，构架费用高，并不适用于自动驾驶车辆的布局。

现阶段随着智能驾驶功能的逐步增加，衍生出来了以空间为导向（特斯拉）和以模块（域控制）为导向的电子电气架构设计方案。其中以空间为导向的架构能够控制全车的所有功能，但在使用时有主从之分，在每一个空间，主 ECU 控制相关

的从功能，信息传输只在主电脑之间进行。而以模块为导向的电子电气架构是将一个确定功能的电子设备视为一个功能模块，可组合一起进行控制。

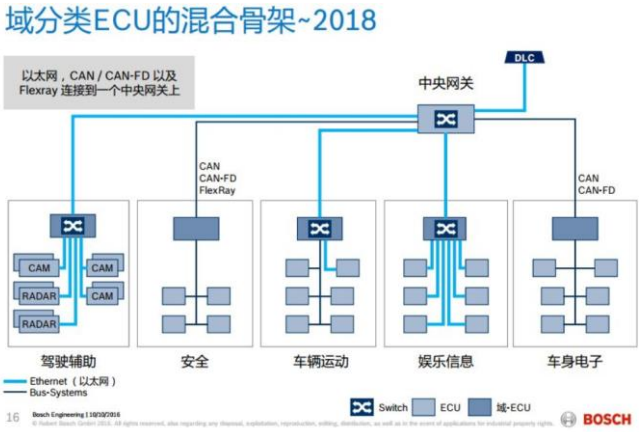
集中控制为自动驾驶阶段较为理想的布局方式，所有的功能都有一个中央电脑来进行控制。但是该设计方案的普及仍旧需要更高算力的计算平台以及更高速的通信方式。

图表 44：特斯拉 Model3 网络拓扑图



资料来源：“冷酷的冬瓜”公众号，华安证券研究所

图表 45：分域控制结构



资料来源：博世集团官网，华安证券研究所

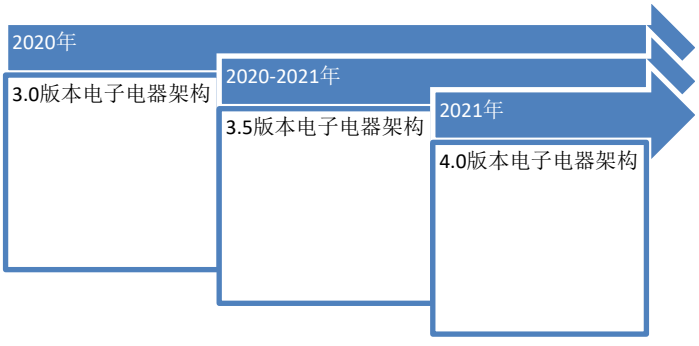
咖啡平台打造长城汽车智能驾驶核心竞争力。咖啡平台为长城汽车自动驾驶品牌，涵盖智能座舱、智能驾驶以及智能电子电气架构，公司原 V1.0、V2.0 版本的电子电气架构难以适应自动驾驶的要求。为匹配公司即将量产的更高级别智能驾驶车型，长城汽车将引入全新的电子电器架构。第三代电子电器架构部分实现域控制（分为 4 个域：车身，底盘，智能驾驶，智能座舱），哈弗大狗以及第三代哈弗 H6 已经采用第三代电子电器架构。咖啡智能基于长城全新的 V3.5 以及 V4.0 电子电气架构，支持千兆以太网、5G、V2X 等。咖啡智能的首款落地车是 WEY 品牌旗舰车型，将基于 V3.5 架构进一步进行了升级在域控制器的基础上，对软硬件进行了分离，在软件能力上灌入越来越多长城自身的研发能力，可以实现智能座舱和智能驾驶的耦合。明后年上市的部分车型将搭载目前正在开发的 V4.0 架构。

图表 46：咖啡智能



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 47：长城电子电器架构后续演变



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3、SUV 新车强周期开启，由点到面全面突破

基于全新平台，长城汽车进入产品强周期。基于三大平台的打造，公司产品进入强周期。2020 年公司推出第三代哈弗 H6、坦克 300、欧拉好猫、长城炮越野版、哈弗大狗等车型。2021 年-2022 年基于全新平台，WEY、F 系列、M 系列等车型迎来换代高峰期。我们认为，公司依托三大技术平台的产品周期，将进一步加强公司产品竞争力。

图表 48：公司产品规划情况

品牌	车型	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	生产工厂
哈弗	哈弗 H5	（H3 PF）							（H3 PF）				（P71 PF）					保定工厂
	哈弗 H6		（H6 PF）						（H6 PF）			（B30 PF）						徐水和天津
	哈弗 H6 Coupe						（H6 PF）			（H6 PF）			（B30 PF）					徐水
	哈弗 H2					（H2 PF）							（A30 PF）					保定和天津
	哈弗 H9					（H9 PF）							（P71 PF）					徐水
	哈弗 H7							（H6 PF）						（B30 PF）				徐水
	哈弗 M6								（H6 PF）				（B30 PF）					天津
	哈弗 F5									（H6 PF）				（B30 PF）				徐水
	哈弗 F7									（H6 PF）				（B30 PF）				徐水
	哈弗大狗											（B30 PF）						
WEY	VV7								WEY					（B30 PF）				徐水
	VV5								WEY					（B30 PF）				徐水
	VV6														（B30 PF）			徐水
	坦克 300											（P71 PF）						
欧拉	黑猫									（ME PF）								
	白猫											（ME PF）						
	好猫											（Lemon PF）						

资料来源：Marklines，华安证券研究所

3.1 第三代哈弗 H6 上市，标杆车型竞争力加强

H6 迎换代，SUV 再树标杆。第一代哈弗 H6 于 2011 年正式上市，拉开了自主品牌进军 SUV 领域的序幕，H6 作为早起上市的自主 SUV 车型，上市以来一直蝉联国内 SUV 销量冠军，在口碑、品牌、质量等方面受到消费者的广泛认可。第二代哈弗 H6 于 2017 年上市，第二代哈弗 H6 以智能安全为主题，进一步推动自主品牌与产品力向上。2020 年第三代哈弗 H6 上市，引领行业从智能化向智慧出行转变。

图表 49：三代哈弗 H6 演变


2011年


2017年


2020年

资料来源：长城汽车官网，华安证券研究所

图表 50：哈弗 H6 蝉联国内 SUV 销量冠军（辆）

2014 年	销量	2015 年	销量	2016 年	销量	2017 年	销量	2018 年	销量	2019 年	销量
哈弗 H6	**313347**	**哈弗 H6**	**371926**	**哈弗 H6**	**578724**	**哈弗 H6**	**500458**	**哈弗 H6**	**441879**	**哈弗 H6**	**363920**
途观	228035	途观	246023	传祺 GS4	326906	传祺 GS4	335467	宝骏 510	328103	奇骏	212629
CR-V	157448	瑞风 S3	194380	宝骏 560	321555	宝骏 510	335325	途观	283771	CR-V	211216
现代 ix35	141778	长安 CS75	186360	途观	233343	途观	319751	博越	242069	途观	207141
翼虎	135998	CR-V	168390	昂科威	223431	博越	277891	传祺 GS4	235699	宝骏 510	190492
RAV4	130050	哈弗 H2	167684	长安 CS75	208516	长安 CS75	238431	奇骏	204597	长安 CS75	188736
奥迪 Q5	106115	长安 CS35	166419	哈弗 H2	195411	哈弗 H2	212026	荣威 RX5	192856	博越	186078
奇骏	96722	幻速 S3	164436	瑞风 S3	191077	昂科威	210683	昂科威	167871	逍客	182133
比亚迪 S6	94290	奇骏	161941	CR-V	187133	荣威 RX5	207423	XR-V	166388	探岳	167749
长安 CS35	94189	昂科威	147093	奇骏	180879	CR-V	187641	逍客	165703	荣威 RX5	149673

资料来源：公司公告，华安证券研究所

换代时点良好，短期销量潜力较大。哈弗 H6 国内竞品车型以自主品牌 SUV 为主，包含吉利博越、长安 CS75、荣威 RX5、传祺 GS4 等车型。吉利博越、长安 CS75、传祺 GS4 于 2019 年已经完成换代，其中 CS75Plus 凭借更加符合消费者需求的改动获得较大成功。2020 年主流紧凑型 SUV 的换代车型为哈弗 H6、荣威 RX5plus，相较于去年，短期竞争格局更为平稳。

图表 51：自主紧凑级 SUV 换代时间

厂商	车型	换代时间
吉利	博越 pro	2019.9
广汽传祺	传祺 GS4	2019.11
长安汽车	CS75plus	2019.9
上汽集团	荣威 RX5plus	2020.6
长城汽车	哈弗 H6	2020.8

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

相较于老款，第三代哈弗 H6 全面进化。第三代哈弗 H6 基于长城柠檬平台打造，相较于老款车，其在智能化、轻量化等方面实现全方位提升：

(1) **整车空间：**第二代哈弗 H6 长宽高为 4600/1860/1720mm，轴距为 2680mm。第三代哈弗 H6 长宽高为 4653/1886/1730mm，轴距为 2738mm。整车尺寸增加，车内空间更加开阔。

(2) **外观内饰：**第三代哈弗 H6 在外观内饰方面变化较大，其中内饰方面打造智能座舱，设计更为简洁并且更加具备科技感，通过语音控制实现仪表屏（10.25 寸）、中控屏（12.3 寸）、HUD（10 寸）三屏交互。

(3) **动力平台：**变速器方面，第三代 H6 采用第二代 7DCT，传统效率由第一代的 94.4%提升至 95.6%。发动机方面，采用升级版 1.5TGDIT EVO 发动机，热效率由 35%提升至 38%。全新动力平台燃油经济性提升 14.5%。同时公司通过轻量化材料应用及工艺优化实现整车减重 100 公斤。通过动力平台、整车质量等一系列改善，公司在油耗方面的短板将逐步改善。

(4) **智能化：**第三代哈弗 H6 为全球首款支持整车 FOTA 升级的燃油 SUV，能够实现智能系统、动力、智能驾驶等所有程序共计 40 余模块、上千项功能的智能升级。第三代哈弗 H6 还是全球首款具备 5G 拓展能力的燃油 SUV,目前已实现 L2+级自动驾驶。

图表 52：第二代哈弗 H6 外观



资料来源：汽车之家 ，华安证券研究所

图表 53：第三代哈弗 H6 外观



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

图表 54：第二代哈弗 H6 内饰



资料来源：汽车之家 ，华安证券研究所

图表 55：第三代哈弗 H6 内饰



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

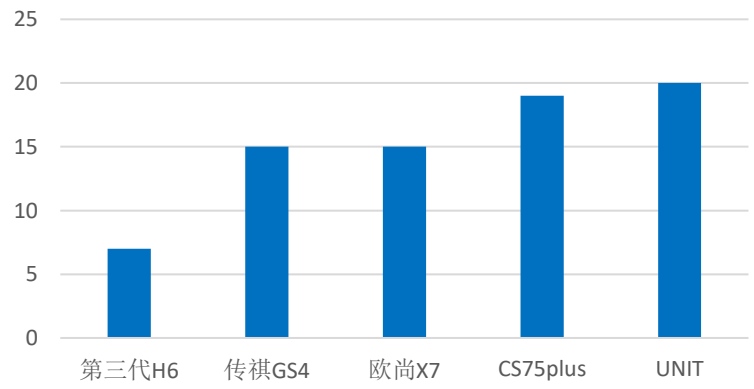
图表 56：新老哈弗 H6 静态对比

	第二代哈弗 H6	第三代哈弗 H6
整车尺寸		
长宽高（mm）	4600/1860/1720mm	4653/1886/1730mm
轴距（mm）	2680mm	2738mm
动力平台		
变速器	7DCT	7DCT
传动效率	94.40%	95.60%
发动机功率（kw）	124	124
发动机最大扭矩（Nm）	285	285
最大扭矩转速（rpm）	1400-3000	1400-3600
热效率	35%	38%
底盘		
前悬架	麦弗逊	麦弗逊
后悬架	双横臂	多连杆
智能驾驶		
OTA	SOTA	FOTA
5G 扩展		•
巡航系统	定速巡航	自适应巡航
自动驾驶级别	L2	L2+
内部配置		
HUD		•
中控液晶屏	9 英寸	12.3 英寸

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

第三代 H6 订单上量迅速，有望延续标杆水平。第三代 H6 预售以来，首日订单破千、单周订单坡万，为几款主流紧凑型 SUV 换代以来，订单上量最快的车型，彰显出消费者对于换代 H6 的认可。我们认为，H6 在紧凑级 SUV 领域的品牌力较强，老款 H6 在竞争激烈的情况下仍旧能够保持月销过 2 万的水平。第三代哈弗 H6 边际改善明显，产品竞争力较老款 H6 以及同级别竞品优势明显，有望延续紧凑 SUV 标杆的地位。

图表 57：主流 SUV 订单破万用时（天）



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

3.2 抢占细分市场，差异化竞争逐步兑现

长城汽车由大单品向精品差异化过渡。长城汽车聚焦 SUV 领域，并凭借行业标杆车型哈弗 H6 成为国内 SUV 品牌的领导者。但过分依赖于 H 系列（尤其是 H6）的销量表现，H 系列其他车型亦会受到 H6 车型的影响，难以体现产品与车型定位的差异化。同时前期长城汽车在新能源领域的空缺也制约着公司的发展。

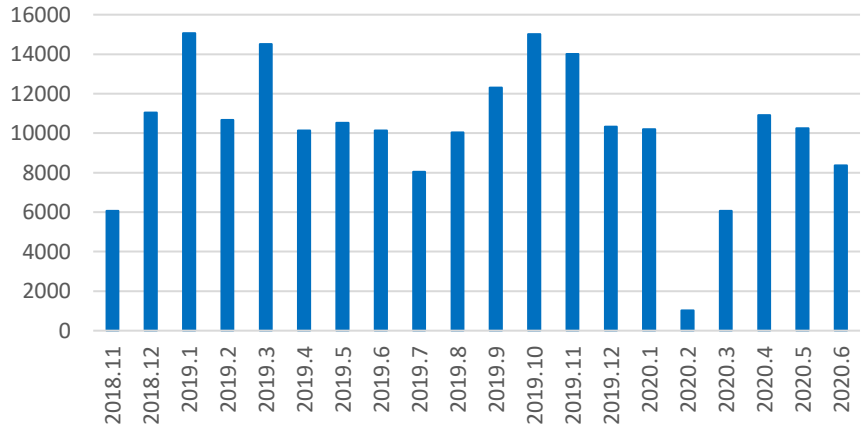
F 系列主打年轻化，差异化先下一城。哈弗 F 系列是长城汽车 2018 年年底上市的哈弗全新系列车型。H 系是均衡、高性价比的主流城市 SUV，以高实用性打动用户，F 系列是运动、潮流的个性 SUV，从外形设计上更加前卫、更加市场，通过创新设计与智能科技满足用户更多个性化需求，为面向年轻消费群体的细分产品序列。F 系列上市以来受到消费者青睐，主力车型 F7 月销最高已超 15000 辆，成为长城汽车又一爆款车型，进一步巩固公司在 SUV 领域的地位。

图表 58：F 系列与 H 系列的定位



资料来源：长城汽车官网，华安证券研究所

图表 59：F7 历史销量情况（辆）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

哈弗大狗定位于城市与硬派越野 SUV 之间，开拓全新细分市场。哈弗大狗引入“3/4 刻度座驾”概念，在哈弗的车型轴中，0 刻度代表轿车、1/4 刻度代表旅行车、2/4 刻度代表城市 SUV、3/4 刻度则是由哈弗开创的全新品类 SUV，最后的 4/4 刻度代表硬派越野 SUV。哈弗大狗为公司区别于 H 和 F 系列的又一细分市场 SUV，新车兼具城市 SUV 的舒适与越野 SUV 的性能，为公司进军“3/4 刻度座驾”市场的重磅车型。

图表 60：哈弗大狗介于城市 SUV 与硬派越野 SUV 之间



资料来源：长城汽车官网，华安证券研究所

对标竞品车型，哈弗大狗竞争优势明显，具备细分市场爆款潜质。哈弗大狗基于柠檬平台打造，由前路虎设计总监，现任长城汽车全球设计总监兼副总裁菲尔·西蒙斯主导设计，哈弗大狗定位介于城市 SUV 和硬派越野之间，兼顾舒适、智能等特点，同时具备更强劲的越野性能和更硬朗的外观造型。

当前哈弗大狗的竞品车型较少，兼具城市与硬派越野 SUV 的品牌以广汽菲克的 JEEP 为主，20 万以下哈弗大狗主要竞品车型为广汽菲克的自由光、自由侠，对比竞品车型，哈弗大狗的竞争优势明显：

（1）**整车尺寸：**新车的长宽高分别为 4620/1890/1780mm，轴距为 2738mm，车身尺寸显著优于竞品车型。

（2）**外观内饰：**哈弗大狗兼具科技感与硬派越野风，外观设计更加偏向于硬派越野风格，内饰方面较竞品车型更具科技感。

（3）**越野性能：**哈弗大狗的接近角为 24°、通过角为 22°、离去角为 30°，离地间隙为 210mm。新车搭载的后桥机械差速锁，可实现左右轮 50:50 扭矩分配，强于其他轻越野车型。新车将提供 1.5T 和 2.0T 两个版本的动力系统，其中 2.0T 版本将会配备四驱系统以及中央差速锁、后桥差速锁，配有经济、标准、运动、泥地、雪地、沙地等六种驾驶模式。对比竞品车型，哈弗大狗在越野能力方面优势明显。

图表 61：哈弗大狗与竞品车型外观对比


自由侠


自由光


哈弗大狗

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

图表 62：哈弗大狗与竞品车型内饰对比


自由侠


自由光


哈弗大狗

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

图表 63：哈弗大狗与竞品车型越野性能对比

	自由侠	自由光	哈弗大狗
整车尺寸			
长宽高（mm）	4240*1805*1678	4669*1865*1691	4620*1890*1780
轴距（mm）	2570	2707	2738
动力平台			
发动机排量	1.3L	2.0L	1.5L
发动机功率（kw）	127	109/172/195	124
变速器	7DCT	9AT	7DCT
驱动方式	前置前驱/前置四驱	前置前驱/前置四驱	四驱
备注		20 万以内售价，发动机功率 109kw，前置前驱	
越野性能			
接近角	19.1	15.8	24
离去角	22.5	21.8	30
最小离地间距（mm）	173-181	185	210

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

坦克 300 定义豪华越野 SUV，结合硬派越野与智能出行。WEY 坦克 300 预计 2020 年年底上市，为公司基于坦克平台打造的首款车型。坦克 300 定位豪华智能越野车型，在越野性能方面，基于坦克平台打造，涵盖 2.0T 和 3.0T 两款涡轮增压发动机，匹配 8AT 和纵置 9AT 变速器组合，配置三把锁、坦克转弯和蠕行模式，整体越野性能较当前车型有显著提升。在智能化方面，结合智能座舱、智能驾驶和智能网联功能，搭载底盘透视功能以及 9 种驾驶模式。坦克 300 整体产品力较哈弗大狗、H9 以及当前 30 万以下越野竞品车型竞争优势显著，有望重新定义豪华越野 SUV 竞争格局。

图表 64：坦克 300 外观



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 65：坦克 300 内饰



资料来源：公司公告，华安证券研究所

M 系列定位低端市场。2018 年长城汽车上市中低端 A 级 SUV M6，定价 6.6~8.6 万元。M 系列产品的定位低于 H 系列，为长城汽车弥补低端市场的产品。M 系列将是长城汽车在维持 H 系列产品高度的前提下，抢占低端市场份额的主力。我们对比一线自主品牌自动挡入门版车型，M6 的性价比同样出众。

图表 66：哈弗 M6 竞品车型分析

	哈弗 M6	远景 X6	宝骏 530
版本	2019 款 1.5T DCT 两驱精英型国 VI	2020 款 1.4T CVT 豪华型	2020 款 1.5T CVT 豪华互联型
指导价格（万元）	8.2	8.49	8.68
长*宽*高（mm）	4649*1830*1705	4546*1834*1715	4690*1835*1750
轴距（mm）	2680	2661	2750
动力匹配			
最大功率（kw）	110	104	108
最大扭矩（Nm）	210	235	250
最大扭矩转速（rpm）	1800-4400	1600-4000	2200-3400
工信部百公里油耗	6.8	6.4	7.5
智能驾驶辅助			
驻车雷达	●		●
发动机启停技术	●		
销量			
2019 年销量（辆）	118811	67107	87504

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

3.3 新能源车型发力，欧拉品牌打造精品小车

规划新能源发展，欧拉品牌先下一城。2018 年长城汽车发布新能源汽车规划，推出 5 大新能源汽车平台，并计划今后基于这 5 大平台推出共计 12 款车型。其中五大平台包括小型 ME 平台、跨界车型平台、紧凑型(宝马合作平台)、中大型平台和大型 XEV 平台。欧拉为当前长城汽车新能源品牌，已发布车型包括 IQ、黑猫、白猫和好猫。

整合全球研发资源，基于 ME 平台打造精品小车。在新能源汽车研发方面，长城汽车摈弃油改电的方式，直接打造纯电动专属平台 ME 平台。ME 整合了长城汽车全球研发资源，其中保定研发中心负责整车集成，蜂巢能源负责电池系统的研发，印度研发中心负责软件开发，美国研发中心负责自动驾驶技术的开发。同时，ME 平台将是长城汽车新能源战略布局的核心竞争力。

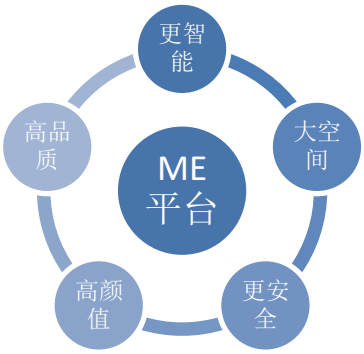
长城 ME 平台本着树立行业新能源技术标杆的目标，平台向着大空间、高颜值、高品质、更安全、更智能的方向研发：

（1）大空间：ME 平台注重产品的轻量化、小型化、高效能等核心设计，集成式的电驱动模块、电源模块布局于底板下方，实现了动力模块占用空间小、产品整体重量低、结构更加优化等特性。

（2）更安全：电池包布置在地板下部，让欧拉黑猫同比燃油车低 15%，前后轴荷比(50:50)使得 G 点重心低，使得操纵更加平稳。与此同时，ME 平台从 5 个领域(化学、机械、电气、电磁、控制)、6 个维度(电源管理、高压建立、高压使用、异常处理、维修保养、回收)，共 416 项整车电安全设计措施，40 多种工况测试，3000 多次虚拟仿真分析，涵盖中国/欧盟法规以及 NCAP 安全要求标准，对汽车进行全方位防护。

（3）更智能：自动驾驶域可实现 AEB、APA（全自动泊车），影音娱乐域可实现 FOTA、智能 ID、语音、手机钥匙、智能出行等功能。

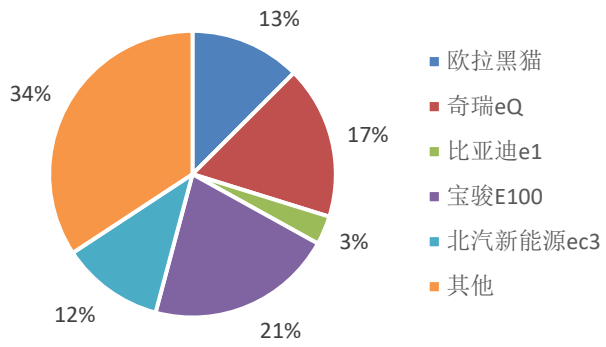
图表 67：ME 平台



资料来源：公司公告，华安证券研究所

黑猫+白猫丰富长城汽车 A00 级产品线，产品力有望加强。黑猫和白猫两款车型基于长城汽车 ME 纯电动平台打造，对比目前市场主流 A00 纯电动车，在空间、能耗、智能化配置等方面表现突出。黑猫（原 R1）上市较早，在 A00 纯电动市场销量排名靠前。白猫于 2020 年年中上市，相比于黑猫，白猫更加具有科技感，全液晶仪表盘+一体式集成化连屏设计，并且具备更加智能化的配置。我们认为，黑猫+白猫的产品组合在个性化、智能化、空间、能耗等方面较竞品车型具有一定优势，公司有望在 A00 级纯电动市场抢占更多市场份额。

图表 68：A00 纯电动市场竞争格局（2019 年）



资料来源：Marklines，华安证券研究所

图表 69：“白猫”内饰



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

图表 70：A00 竞品车型对比

	黑猫	白猫	奇瑞 eQ	比亚迪 e1	北汽新能源 EC3
版本	2021 款 351km 标准型	2020 款 360km 豪华型	2019 款 小蚂蚁 4 座 智炫版	2019 款 耀版	2019 款 灵秀版
售价（万元）	7.38	7.98	7.58	7.99	7.98
整车尺寸					
长宽高（mm）	3495*1660*1560	3625*1660*1530	3200*1670*1590	3465*1618*1500	3684*1630*1518
轴距（mm）	2475	2490	2150	2340	2360
动力平台					
续航里程（km）	351	360	301	305	301
电池能量（kwh）	33	34	30.6	32.2	30.66
百公里能耗（kwh）	9.4	9.4	10.2	10.6	10.2
主被动安全装备					
刹车辅助		•	•		
牵引力控制		•	•		
车身稳定控制		•	•		
自动驻车		•	•		
上坡辅助	•	•	•		•
内部配置					
全液晶仪表		•			•
OTA 升级	•	•		•	

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

好猫补齐新能源产品线，产品向上发力 A0 级别市场。欧拉好猫为为欧拉系列第四款车型，产品级别较黑猫、白猫更好，主打 A0 纯电动市场。欧拉好猫基于柠檬平台打造，主打潮颜值和高智能，预计与 2020 年内上市。相比于黑白猫，好猫的亮点突出：

（1） **外观内饰：**欧拉好猫设计更加前卫，外观设计由前保时捷设计师埃蒙·德尔塔亲自操刀。内饰方面搭载双屏互动+三指飞屏+10.25 寸彩色液晶触摸屏、定制化的科大讯飞 3.5 系统。

（2） **空间：**新车长宽高分别为 4235*1825*1596mm，轴距为 2650mm，内部空间达到 A 级车的水平。

（3） **动力平台：**新车提供 400km 和 500km 两个续航版本，电池来源于宁德时代和蜂巢能源。同时，新车采用峰值为 105kw 的电机，动力方面有保障。

我们认为，个性化、时尚化、年轻潮流调性与智能科技是 A0 级市场的主要驱动因素，主打潮颜值和高智能的欧拉好猫，进一步丰富了欧拉 A00 级到 A0 级的产品布局。

图表 71：欧拉好猫外观



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

图表 72：欧拉好猫内饰



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

4、皮卡乘用化大势所趋，行业龙头充分受益

4.1 皮卡政策向好，国内发展潜力大

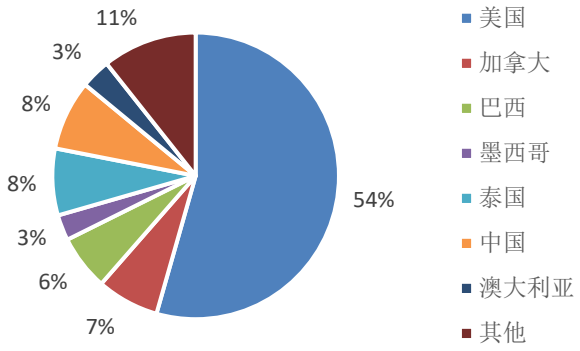
皮卡为全球重要车型，国内渗透率较低。2019 年全球范围内皮卡销量为 573 万辆。2014 年-2019 年保持 4%的复合增长率，优于汽车行业总体水平。分区域开看，当前皮卡主要的消费区域集中在美洲、东南亚地区，国内市场占比较小：

(1) **美洲：**美国、加拿大、巴西占据着全球较大的皮卡消费份额，其中美国为全球最大的皮卡消费市场，2019 年占比达到 54%，渗透率达到 18%。美国因地广人稀，油价较低等天然优势，较为适合皮卡市场的发展。

(2) **东南亚：**泰国为东南亚皮卡消费最大市场，2019 年皮卡销量 43 万辆，渗透率达到 42%。

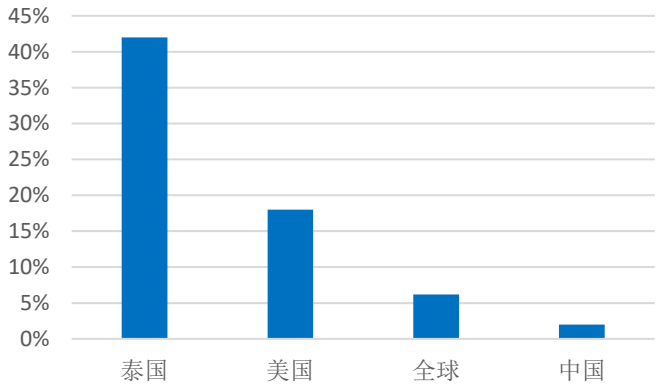
(3) **中国：**国内市场因政策限制、车型较少等多因素，皮卡国内渗透率仅为 2%，远低于全球 6%~7%的渗透率水平。

图表 73：全球皮卡主要消费市场（2019 年）



资料来源：Marklines，华安证券研究所

图表 74：部分消费市场皮卡渗透率



资料来源：Marklines，华安证券研究所

政策限制，抑制需求释放。皮卡在我国定义为轻型货车，相对于乘用车在使用方面面临诸多限制：

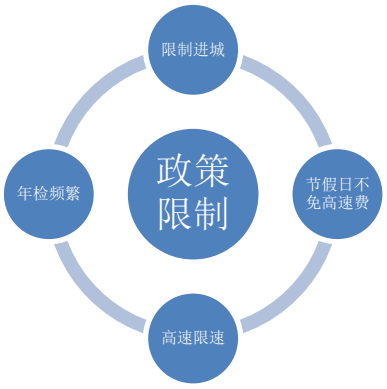
（1）部分地区禁止皮卡进入市区；

（2）年检方面：皮卡 10 年以内每年年检一次，如果超过了 10 年，则需要每年年检两次。乘用车六年内免审，超过六年不到十五年的一年一审，十五年后半年一审。

（3）高速限速：乘用车高速最高限速 120km/h；皮卡按照货车的规定，高速限速 100km/h。

（4）节假日不免费通行：国家重要节假日，7 座（含）以下的小型客车可以免费上高速，而皮卡隶属的小型货车并不在免费之列。

图表 75：皮卡存在政策限制



资料来源：工信部，华安证券研究所

国内车型单一，供给端抑制部分需求。目前国内皮卡车型多以商用为主，满足私人消费需求的车型较少，在一定程度上抑制了行业的发展。而美国皮卡车型为商乘两用车型，并且车型较为丰富，不仅有丰田 tacoma 等轻型皮卡，同样有福特猛禽、RAM、雪佛兰 Silverado 等重型皮卡，并且由于美国地广人稀、油价较低等特殊优势，重型皮卡为美国市场贡献最主要的销量。而泰国消费者更加注重车型的适用性和经济型，因此丰田海拉克斯、五十铃 D-Max 为热销车型。

图表 76：美国皮卡市场销量结构（辆）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
GMC	**214903**	**254216**	**259129**	**250049**	**253046**	**265148**
Canyon	3070	30077	37449	32106	33492	32825
GMC Sierra	211833	224139	221680	217943	219554	232323
Ram	**439789**	**451116**	**489418**	**500723**	**536980**	**633694**
Ram P/U	439789	451116	489418	500723	536980	633694
本田	**13389**	**520**	**23667**	**34749**	**30592**	**33334**
Ridgeline	13389	520	23667	34749	30592	33334
丰田	**273534**	**298442**	**307120**	**314409**	**363917**	**360474**
Tacoma	155041	179562	191631	198124	245659	248801
Tundra	118493	118880	115489	116285	118258	111673
福特	**753851**	**780354**	**820799**	**896764**	**909330**	**986097**
Ford F-Series	753851	780354	820799	896764	909330	896526
Ford Ranger	0	0	0	0	0	89571
吉普	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**40037**
Jeep Gladiator	0	0	0	0	0	40037
日产	**86850**	**74957**	**108806**	**127284**	**130105**	**103883**
Frontier (Navara)	74323	62817	86926	74360	79646	72369
Nissan Titan	12527	12140	21880	52924	50459	31514
雪佛兰	**537850**	**684974**	**683601**	**698860**	**720423**	**692943**
Avalanche	92	0	0	0	0	0
Chevrolet Colorado	8003	84430	108725	112996	134842	122304

Silverado	529755	600544	574876	585864	585581	570639

资料来源：Marklines，华安证券研究所

图表 77：泰国皮卡市场销量结构（辆）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
MG (2006-)	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**	**56**
MG Extender	0	0	0	0	0	56
北汽福田汽车	**0**	**0**	**0**	**0**	**81**	**123**
Tunland	0	0	0	0	81	123
丰田	**141866**	**121468**	**117697**	**109988**	**137608**	**154847**
Hilux	141866	121468	117697	109988	137608	154847
福特	**23651**	**23662**	**29516**	**44533**	**53267**	**45755**
Ford Ranger	23651	23662	29516	44533	53267	45755
马自达	**12259**	**7803**	**6720**	**5939**	**6893**	**6238**
BT-50	12259	7803	6720	5939	6893	6238
日产	**15005**	**19090**	**16778**	**20453**	**23735**	**25571**
Frontier (Navara)	15005	19090	16778	20453	23735	25571
三菱	**32475**	**24754**	**22535**	**32450**	**39276**	**36047**
Triton (L200)	32475	24754	22535	32450	39276	36047
塔塔	**1327**	**1155**	**1058**	**598**	**443**	**489**
Xenon	1327	1155	1058	598	443	489
五十铃	**125559**	**118708**	**118311**	**133794**	**143226**	**148236**
D-Max	125559	118708	118311	133794	143226	148236
雪佛兰	**12300**	**11280**	**11744**	**16950**	**17621**	**13875**
Chevrolet Colorado	12300	11280	11744	16950	17621	13875

资料来源：Marklines，华安证券研究所

政策逐步宽松，为皮卡需求市场奠定基础。为解决皮卡潜在消费者的顾虑，促进皮卡的消费，针对皮卡在驾驶方面的诸多限制，国家逐步出台解禁政策。2019 年 1 月取消总质量 4.5 吨及以下普通货运车辆道路运输证和驾驶员从业资格证。“双证”取消，意味着驾驶皮卡仅需持有 C1 驾照即可，皮卡解禁迈出关键一步。

与此同时，地方政府逐步放开皮卡进城的限制。2016 年辽宁、河北、河南、云南四省作为皮卡解禁首批试点省份。2017 年新疆、湖北为第二批解禁运行省份。2020 年重庆、宁波、上海等地区逐步放开限制，为皮卡的发展奠定坚实基础。

图表 78：皮卡解禁政策梳理

时间	相关政策	相关省市
2016. 2	国家工信部、公安部、发改委联合发布文件称，开展放宽辽宁、河北、河南、云南四省限制皮卡车进城试点工作，随后，四省先后出台了省级管理文件，要求各地市制定本地执行办法，截止至同年 10 月，四省所有地市均出台本地执行办法或声明遵照省级管理文件执行。	辽宁、河北、河南、云南
2016. 12	国家三部委发布扩大皮卡进城解禁试点文件，将新疆维吾尔自治区和湖北省也列入皮卡进城解禁的试点省份，新疆、湖北已于 2017 年开始逐步执行试点工作。	新疆、湖北
2018. 12	交通部通知自 2019 年 1 月 1 日起，取消总质量 4.5 吨及以下普通货运车辆道路运输证和从业资格证。	

2019.1	发改委、工信部、商务部发布《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019）》，在评估河北、辽宁、河南、云南、湖北、新疆 6 省区放开皮卡车进城限制试点政策效果基础上，稳妥有序扩大皮卡车进城限制范围。	
2019.6	山东济南在全市范围内解除多用途货车（皮卡车）和悬挂新能源机动车号牌的轻型、微型载货汽车的城市道路限行措施。	山东济南
2020.1	吉林省对于达到环保标准排放检验要求，车身长宽高分别不超过 6 米、2.2 米、2 米条件的皮卡车，取消进城和通行限制。	吉林
2020.1	重庆有通行主城区需求的多用途货车（皮卡车），对登记地在主城区的，实施备案通行管理，通过互联网自主备案，获得相应通行规定（主城区除机场路、渝航大道及部分过江桥梁外均可通行），并按规定通行即可，不再核发通行证；对登记地在我市但非主城区的，实行预约通行管理，按需按次申报进入主城，全年累计申报通行时间不超过 120 天，申办后按规定通行。	重庆
2020.1	2 月 1 日起，放宽浙 B 号牌皮卡车、浙 B 号牌新能源货车在宁波中心城区的通行限制。需要提醒的是，享受放开交通管制政策的皮卡车，需要及时备案登记。但是，中心城区快速路网 24 小时禁所有货车的道路(包括高架道路、夏禹路隧道、尹江路隧道等)和铁路宁波站南、北出发平台及上下道路，以上两类货车仍需执行禁货规定。	浙江宁波
2020.3	开放城市路权，对符合国家标准的皮卡、轻卡等商用车（含电动车），在市中心城区及各县（区）城区予以通行。	江西抚州
2020.4	地级及以下城市要优化皮卡进城管控措施。	江苏省
2020.4	4 月 15 日起，对皮卡车放开禁行措施，即皮卡车不受我市货运车辆通行限制，无需再办理货车通行证，允许正常通行	江西南昌
2020.7	轻型多用途货车（皮卡）注册登记条件进一步放宽，不仅可沿用原小货车额度申请注册，也可参照"沪 C"小客车的管理模式进行登记上牌。	上海市

资料来源：工信部，华安证券研究所

政策放宽，皮卡乘用化、高端化大势所趋。国内传统皮卡多以商用为主，价格较为便宜，并且在产品设计、动力匹配、驾驶舒适性等方面与传统乘用车有较大的差距，同时因为政策限制的原因，皮卡难以进入主流消费市场，皮卡乘用化的趋势受到较大限制。随着政策的松绑以及高端皮卡车型的上市，皮卡乘用化的需求逐步被释放出来，从历年皮卡销售价格分析来看，9 万元以下的低端皮卡占比逐步下降，中高端皮卡的销量占比稳步提升，可以看出消费者对于乘用化皮卡的认可。

图表 79：历年皮卡销售价格分布

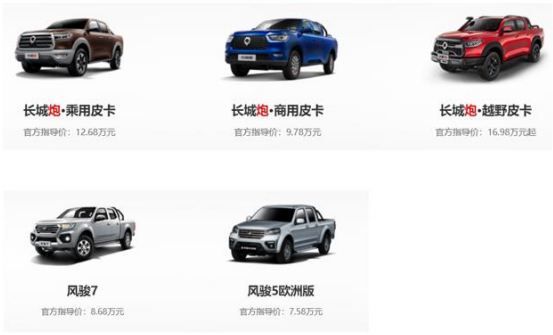


资料来源：皮卡之家，华安证券研究所

4.2 长城汽车为国内皮卡龙头，打响皮卡乘用化第一枪

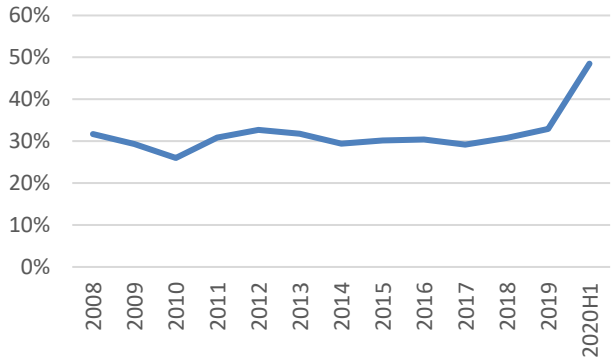
国内皮卡市场王者，蝉联多年行业第一。长城汽车始于长城皮卡，2018 年 9 月长城皮卡宣布品牌独立，成为继哈弗、WEY、欧拉之后的第四大品牌。当前长城皮卡拥有风骏和长城炮两大系列，风骏系列主打商用市场，经过多年的品牌积累，成为国内商用皮卡的领军者。长城炮为公司高端皮卡，也是公司皮卡乘用化的首款产品，能够覆盖商用、乘商两用以及乘用等多方面的使用需求，成为公司皮卡业务升级的重磅产品。公司深耕皮卡市场，多年以来蝉联行业第一，市占率达到将近 50%。

图表 80：长城皮卡产品系列



资料来源：公司公告，华安证券研究所

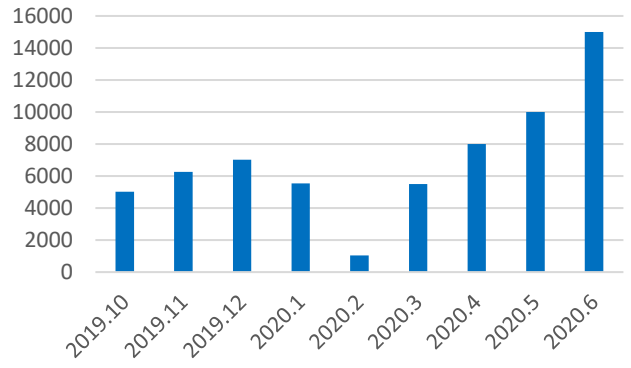
图表 81：长城皮卡历年市占率情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

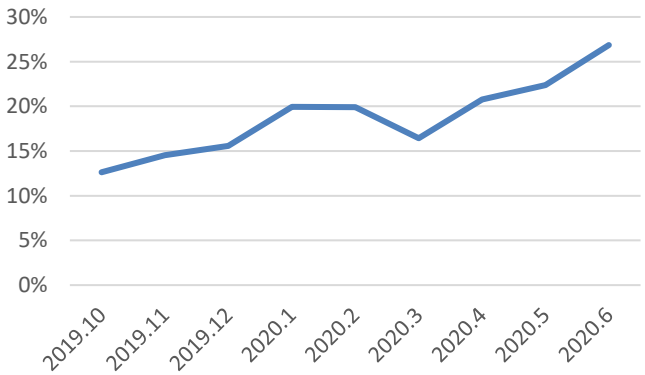
长城炮打响皮卡乘用化第一枪。长城炮为公司首款乘用化高端皮卡，由重庆永川工厂生产，当前形成了乘用版、商用版和越野版等多款车型。长城炮的上市紧跟国内皮卡解禁的政策风向，并第一时间弥补了国内高端乘用化皮卡的空白。长城炮上市以来，受到消费者的广泛认可，并处于供不应求的状态，当前月销量突破 1.5 万台，成为皮卡市场的爆款车型。同时我们认为，公司皮卡积淀深厚，并在乘用皮卡这个蓝海市场的先发优势明显，后续凭借多方面的竞争优势保持皮卡市场的龙头地位。

图表 82：长城炮销量情况（辆）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 83：长城炮上市以来市占率情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

全方位打造领先于行业的体系竞争力。长城皮卡在生产制造、产品规划、渠道建设、服务能力、营销模式和海外拓展六大板块全面发力。

(1) **南北布局生产战略：**优化保定工厂并提升产能，满足风骏系列的市场供应。同时打造最先进“智能工厂”和“绿色工厂”—重庆领先工厂，打造高端皮卡长城炮，拉大与竞品之间的代际差距。

(2) **产品领先战略：**长期规划未来提供全领域、全产品线、全价格带的产品组合；未来三年推出“5+N”款重磅产品，率先进入乘用化、网联化、电动化、定制化、智能化的 3.0、4.0 产品时代。

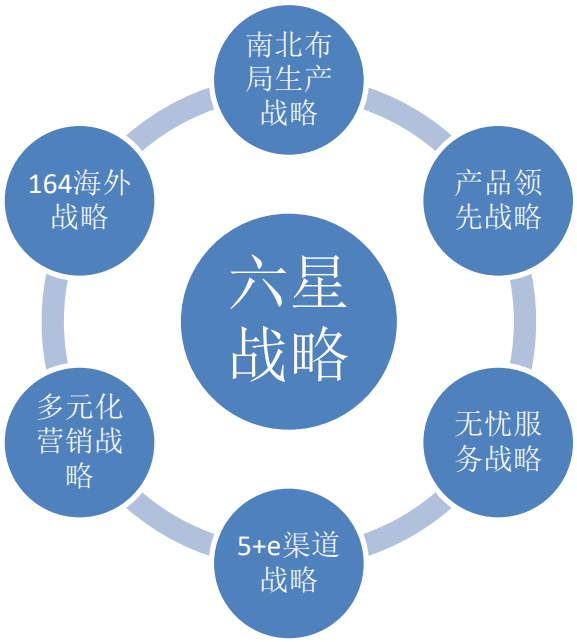
(3) **无忧服务战略：**覆盖从看车选车到有车生活的全生命周期服务，为用户提供多维度立体化无忧服务。

(4) **5+e 渠道战略：**5 种线下渠道形态：哈弗店中店、独立专营店、商用车综合卖场、县乡触点网络、异业合作网点等，异地指引满足不同区域、不同消费者的需求。e-线上渠道：立足线上自有商城，同步与汽车之家、易车等汽车垂直网站及京东、阿里等电商平台合作，做好线上渠道稳步经营。

(5) **多元化营销战略：**针对不同客户的需求，提供定制化的产品和对应的销售服务模式。

(6) **164 海外战略：**“1”指的是一个目标——继续巩固海外中国皮卡领军品牌地位；“6”是海外市场规划格局，长城皮卡将巩固在欧洲、澳洲和南美市场国产皮卡品牌第一的地位，继续开拓东南亚、中东、北美等市场，进一步完善海外市场的全面布局，成为“一带一路”上中国品牌的先锋。“4”是指 4 个领先，即产品领先——规划全新一代皮卡 2020 年海外上市，在产品上领先主流竞品；销量领先——到 2025 年实现海外与国内销售比例 1：1；品牌领先——强化品牌塑造，成为海外消费者的中国皮卡品牌；服务领先——打造全方位的服务保障体系。

图表 84：长城皮卡实现全方面提升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

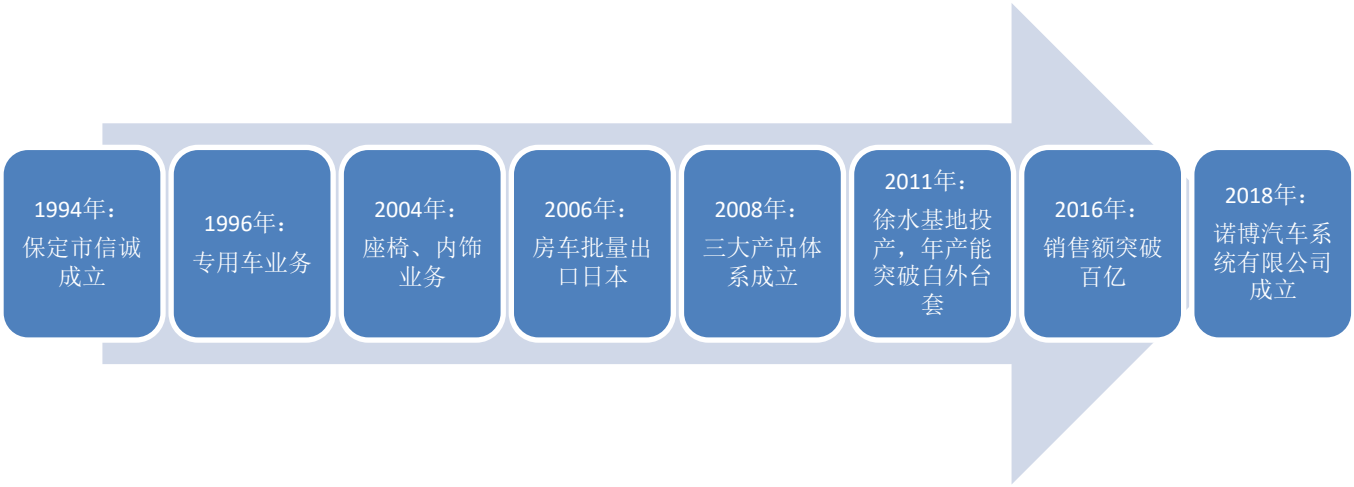
5、垂直化整合效果突出，核心部件研发能力突出

长城汽车除了拥有国内领先的整车设计制造能力，在核心部件的自主性开发方面同样处于行业领先水平。诺博汽车、精工汽车、蜂巢易创、曼德电子四大零部件子公司在各细分领域具有一定竞争力，后续将在保证长城汽车需求的情况下，逐步实现产品的对外供应，以更加市场化的方式进一步提升核心部件的竞争力。

诺博汽车：主力打造内外饰品类，智能座舱稳步推进

诺博汽车为长城汽车旗下子公司，创建于 1994 年，地处京津冀核心区。诺博汽车产品覆盖汽车智能座舱、外装、橡胶三大系统，涵盖汽车座椅、内饰、汽车电子、外饰、橡胶 5 个品类 150 万台套/年的整车配套能力，下辖保定、徐水、天津、张家港、平湖、日照、泰州、宁阳九大生产基地，在日本横滨、上海、河北、张家港设有研发中心。公司拥有 11000 余人，年销售额 132 亿元。

图表 85：诺博汽车发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 86：诺博汽车基地布局

地区	基地
华北区	保定、徐水、天津
华东	上海诺创、平湖、张家港、泰州、日照、宁阳
西南	重庆

资料来源：公司公告，华安证券研究所

研发设计积累深厚，先进设备布局完善。诺博汽车拥有 20 年的研发设计经验，专业技术人员拥有 1655 名，高级工程师 350 名，超 10 年工作经验员工 450 名，专家 200 名。在造型设计、产品设计、工程分析、实验验证、创新研发等方面具备深厚的积累。在制造方面，公司主要工序设备多采用主流进口设备，同时凭借 20 年的制造经验，在产品质量方面有保障。

图表 87：诺博汽车主要产品与设备情况

品类	产品	工序	设备
汽车内饰	顶棚总成、A 柱装饰板、副仪表板、仪表板总成、门板总成、地摊总成、座椅总成	注塑	恩格尔、海天等品牌注塑机 300 台
		搪塑	拥有 6 条大型搪塑发泡生产线，均采用 KM、仲田、莱因哈特德国 GEISS 等先进品牌
		IMD	拥有 25 台海天、震雄注塑机，配套 8 台冲切机、6 台高压成型机
		模压	拥有 15 条干/湿法顶棚生产线，22 条地摊、防溅垫生产线，压机 60 余台
		焊接	200 台焊接工作站；采用进口林肯、OTC、安川及 ABB 等先进设备
		缝纫	500 台缝纫机；采用杜克普进口缝纫机及国内先进自动缝纫设备
		发泡	11 条座椅发泡及 PIP 头枕线；采用德国进口克劳斯玛菲、意大利康隆等先进设备
		组装	自动化组装线体：座椅组装完毕后自动发运，实现与主机厂实时有效对接。
汽车电子	液晶仪表、座舱域控制器、高级音效系统、娱乐信息系统、显示屏、软件方案、车联网智能终端、车身域控制器	SMT 贴片线	6 条 SMT 贴片线
		插件	3 条插件&焊接线
		喷涂线	3 条喷涂线
		FA 组装线	6 条 FA 组装线
		EOL 测试线	15 条 EOL 测试线
外饰	通风窗盖板、雾灯格栅、前保险杠、行李架、导流板、门窗框外装饰板、门框外装饰板	注塑	拥有 2300T-3200T 注塑机 50 台，主要品牌为恩格尔、海天等
		涂装	15 条大型涂装生产线，配有 ABB、安川等各类先进机器人自动化喷涂
		挤出线	采用进口挤压机 1460UST1 台、附属节能铝棒工频加热炉、液氮冷却系统、高速淬火等设备
		机加线	采用的德国进口伺服拉弯机，国产凸轮拉弯机 3 台；库卡 ABB 机器人铣削系统 5 套，14 台机械手等设备。
		氧化线	氧化线 1 条，可实现高光效果、哑光效果、电解着色等
		组装线	组装线 1 条，可实现多种行李架共线生产
密封条+减震	天窗密封条、机场密封条、发动机悬置、门框密封条、车门密封条、三角窗玻璃呢槽、后背门密封条、液压衬套、稳定杆衬套、底盘拉杆	炼胶	6 条生产线，年产能达到 3 万吨
		密封条挤出	17 条 EODM 挤出线，2 条 TPV 挤出线；采用德国玛格植绒设备及国内先进设备
		密封条接合	168 台 EPDM 接角机，48 台 TPV 注塑机，与设备厂商具有战略合作，能实现快速设备到位提升产能
		减震硫化	3 条自动磷化线，197 台硫化机，6 条全自动/半自动液压生产线

资料来源：公司公告，华安证券研究所

布局智能座舱，研产双发力。诺博汽车科技是智能座舱业务服务商，致力于提供驱动未来出行的产品技术。产品涵盖信息娱乐与座舱域控制系统、车载显示系统、车身控制系统、车载通讯系统、搞基音效系统 5 个品类。上海研发中心具备软硬件开发、结构设计、电子设计、检测试验能力；张家港智能制造工厂具备先进的生产制造能力。

诺博汽车围绕座舱智能化智能发展战略：中短期内诺博汽车致力于打造化座椅系统和智能内饰系统，长期规划，诺博汽车主要从智能驾驶及智能座舱进行布局。诺博汽车提出了 iNEST 智能座椅技术架构以及解决方案，聚焦于提升安全、舒适和幸福感的用户体验。智能座舱方面，诺博汽车着力打造 V3.5 智能座舱域控制器。

图表 88：iNest 智能座椅



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 89：诺博汽车电子事业部招标情况

项目名称	采购项目
诺博汽车系统有限公司电子事业部 DV 自动化测试机柜/功能测试台架/GPS 信号发生器项目	1、采购 5 台 DV 自动化测试机柜及附属工具，为满足 V3.5 智能座舱域控制器的 DV/PV 测试需求；2、采购 4 台功能测试台架，为满足 V3.5 智能座舱域控制器的软件及系统测试需求和硬件的功能测试需求；3、采购 2 台 GPS 信号发生器，具备 GPS 录制和播放功能；为解决 V3.5 智能座舱域控制器在试验室内部执行 DV 测试时，无法接收室外 GPS 信号的问题。
诺博汽车系统有限公司电子事业部 V3.5 智能座舱域控制器 EMC 测试用光电转换器项目	采购 1 套 MK 品牌千兆以太网光电转换器、3 套 MK 品牌百兆以太网光电转换器和 8 套 MK 品牌 LVDS 光电转换器，为满足 V3.5 智能座舱域控制器的 EMC 测试需求。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

蜂巢易创：优质的动力总成集成商

蜂巢易创成立于 2018 年 6 月份，整合了长城汽车动力总成相关业务，涵盖了动力系统、传动系统、电驱动系统和智能转向系统四大板块。研发层面，蜂巢易创拥有 8000 多名员工，其中研发人员 2922 人，国内行业顶尖技术人员 189 人，外籍专家 58 人，四大研发中心分别位于奥地利、印度、上海和保定。蜂巢易创拥有五大生产基地，分别位于天津、保定、徐水、泰州和扬中。

图表 90：蜂巢易创组织架构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

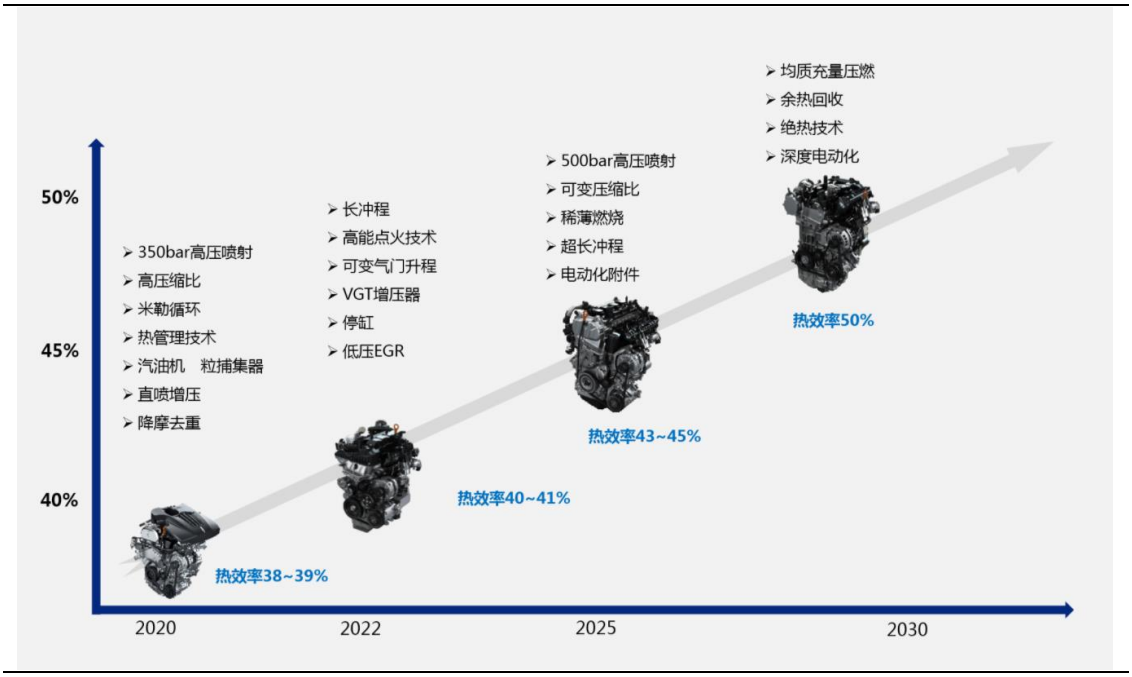
图表 91：蜂巢易创研发与产能布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

蜂巢动力：蜂巢易创当前拥有 EG、EB、EC、ED、EN 五大发动机平台，相关产品多次荣获国内十佳发动机称号。根据蜂巢易创规划，2020 年公司第三代发动机产品热效率将提升至 38%~39%，处于行业领先水平。2022 年下一代发动机产品，将进一步提升至 40%热效率以上。

图表 92：蜂巢易创发动机业务规划



资料来源：公司公告，华安证券研究所

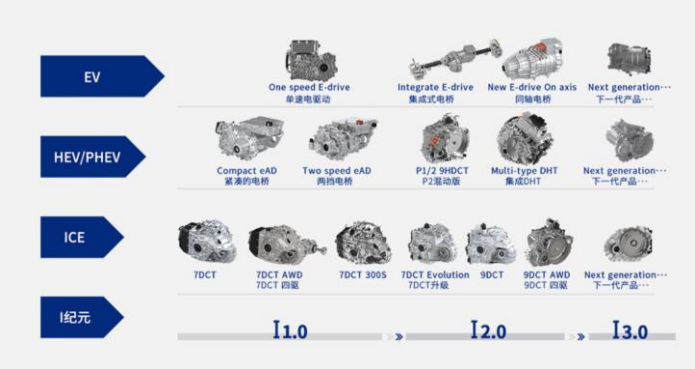
蜂巢传动：蜂巢传动实现了传统变速器、新能源电桥以及混动系统的全面布局。当前公司传动产品已经更新到第二代产品，全新传动总体产品向着更加集成化、轻量化的方式发展。全新传动产品将搭载于长城汽车新一代车型，进一步加强长城汽车此次产品周期的竞争力。

图表 93：变速器产品对比

	7DCT	9DCT
扭矩容量（Nm）	200-450	200-400
中心距（mm）	99/88	197
长宽高（mm）	389*643*414	385*527*465
重量（kg）	81.5	78.5
双离合模块	湿式多片式	湿式多片式
执行系统	电液执行控制系统	电液执行控制系统
驻车系统	机械/电液驻车	电液驻车系统
混动系统支持类型	BSG/P2/e-AD	BSG/P2/e-AD
使用寿命	10 年或 300000km	10 年或 300000km

资料来源：公司公告，华安证券研究所

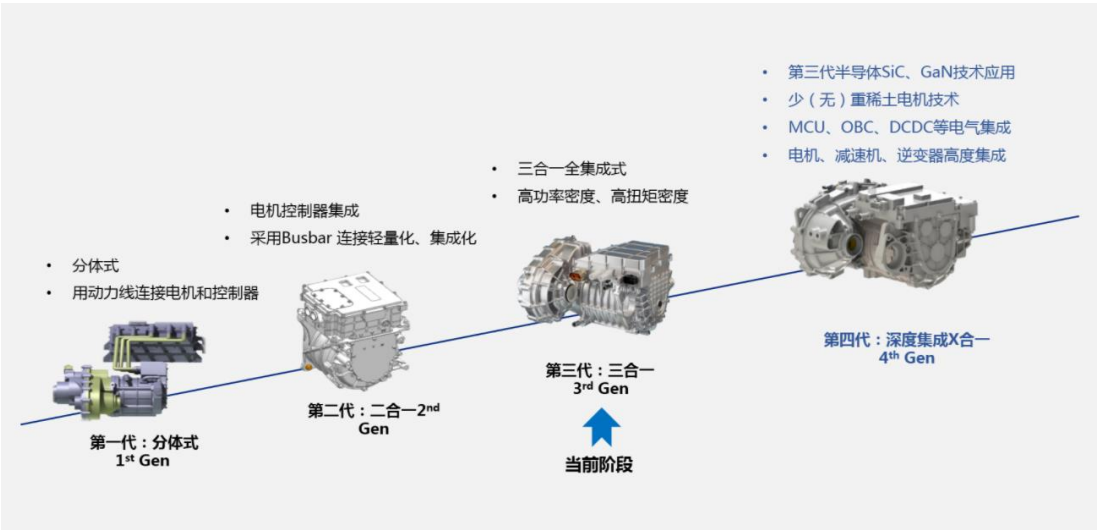
图表 94：蜂巢传动产品规划



资料来源：公司公告，华安证券研究所

蜂巢电驱：蜂巢电驱第三代产品为三合一全集成式，以高功率密度、高扭矩密度为特点，对标国际主流的电驱系统，蜂巢电驱 110kw 三合一产品的竞争优势明显。欧拉黑猫、白猫均搭载蜂巢电驱动 A00 级三合一电驱动系统，高度集成电机、控制器和减速器。后续来看，蜂巢电驱系统仍旧向更加集成的方向发展。

图表 95：蜂巢电驱产品规划



资料来源：公司公告，华安证券研究所

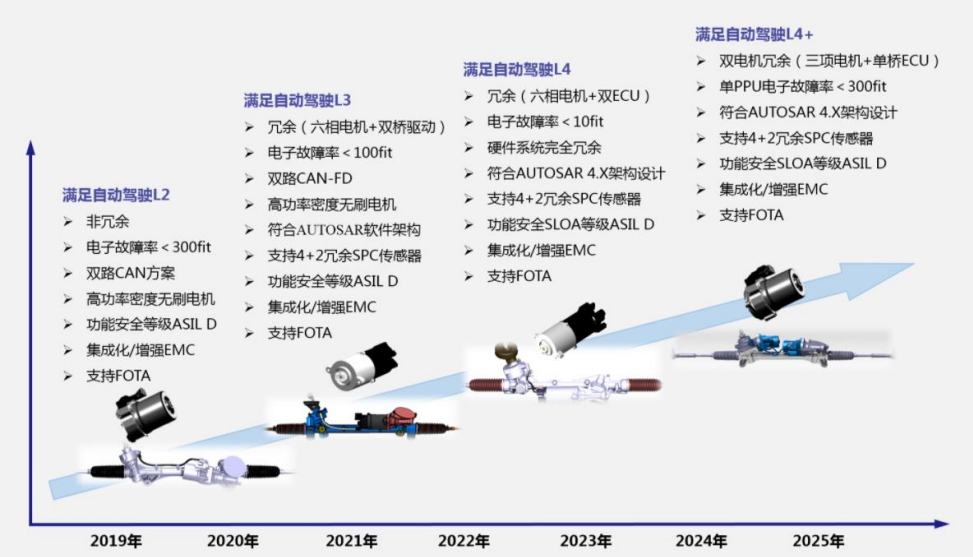
图表 96：蜂巢电驱竞品对比

	蜂巢易创	博格华纳 eDM	博世 eAxle
重量（kg）	65	79	90
峰值功率（kw）	130	140	150
峰值轮边扭矩（Nm）	2300	2500	-
最高转速（rpm）	12500	10600	16000
功率密度（kW/kg）	2	1.77	1.67

资料来源：公司公告，华安证券研究所

蜂巢转向：蜂巢智能转向 DP-EPS 产品系列目前有三个平台，包括越野车、皮卡和城市 SUV，并具备诸多 ADAS 辅助驾驶功能（L2 级别），控制器平台化率高达 95%以上，公司具备完全自主知识产权。DP-EPS 首批搭载于哈弗 H9、长城炮等车型，后续城市 SUV 车型上也会逐步应用，为长城汽车自动驾驶发展提供有力支撑。同时公司第二代具备冗余技术（传感器、电机、ECU 冗余）的转向产品能够满足 L3 级别自动驾驶需求，有望于 2021 年实现量产。

图表 97：蜂巢转向产品规划



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 98：蜂巢转向产品规划

	规划
基地规划	保定工厂（已建成，2019 年投产），扬中工厂（已建成，2021 年投产），保定研发中心（已建成），上海研发中心（已建成），日本研发中心（筹建中），印度研发中心（筹建中）
生产规划	徐水工厂：计划年产 50 万套。第一条线年产 25 万套，已建成投产；第二条线：年产 25 万套，设备策划。 扬中工厂：计划年产 100 万套。 工厂建设中，计划 2020 年底建成；生产线体策划中，计划 2021 年初投产。
产能规划	2019 年 7 月，开始批量生产（长城 H9 越野车、长城炮皮卡、纯电动皮卡）； 2022 年，达到 50 万套，2024 年达到 100 万套，2025 年达到 150 万套； 2025 年，长城客户比例 40%，其他客户 50%，国外销售 10%。
技术路线规划	Gen. 1：冗余（越野车，城市 SUV，皮卡）； Gen. 2：部分冗余（3G 电机产品）； Gen. 3：全冗余（研发中，预计 2023 年量产）。
产品规划	越野车平台：齿条推力可达 12KN，可搭载整备质量 2.0-2.5 吨车型； 城市 SUV 平台：齿条推力可达 10KN，可搭载整备质量 1.8-2.0 吨车型； 皮卡平台：齿条推力可达 10KN，可搭载整备质量 2.0-2.5 吨车型； 部分冗余平台：齿条推力可达 13KN，可搭载整备质量 2.0-2.5 吨车型。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

曼德电子电器：专注于汽车电气、光电、热管理

曼德电子电器有限公司为长城汽车旗下零部件子公司，由曼德光电、曼德热系统、曼德电气三家分公司构成：

（1） **曼德光电：**曼德光电成立于 2009 年，主要从事汽车灯、LED 模块、自动踏板和非标设备的研发、设计、生产和制造。公司具备 200 万套汽车用灯具的产能，在保定莲池区和徐水区拥有两个生产基地，在保定莲池区和上海嘉定区有两个研发中心。

（2） **曼德热系统：**曼德热系统成立于 2004 年，现有保定、徐水两个生产基地，具备空调系统 160 万套，冷却模块 140 万套， 换热器 550 万只的生产配套能力，并拥有新能源汽车水暖 PTC、电子水泵、电池冷却器等热系统零部件的研发制造能力。

（3） **曼德电气：**曼德电气成立于 1998 年，专注于汽车高低压线束总成的子公司。目前拥有保定、天津两大生产基地，具备 120 万套产能。

图表 99：曼德电子电器产品梳理

分公司	业务模块	产品
曼德光电	汽车灯	欧拉、WEY、哈弗、凯翼、奇瑞等配套灯具
	模组	矩阵 LED 模块、自适应 HB 模块、激光附加 HB 模块
	自动化踏板	自动化踏板
曼德热系统	空调业务	空调总成、蒸发器、暖风芯片
	新能源&电子	ECU、换挡器、电池热管理、电子水泵、热泵空调系统
	冷却业务	前端冷却模块、冷凝器、散热器、中冷器、油冷器
曼德电气	低压线束	整车线束总成、仪表板线束、机舱线束、发动机线束等
	高压线束	压缩机接配电箱高压线束、电机接电机控制器高压线束总成、配电箱接电池包高压线束总成、慢充线束总成、配电箱接充电机高压线束、空调加热器接配电箱高压线束
	特殊线束	铝导线、轮速线、USB 线、HSD 线缆
	保险盒	电源正极保险盒、插线式保险盒、PCB 保险盒

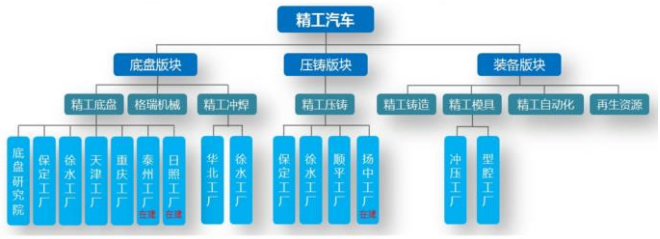
资料来源：公司公告，华安证券研究所

精工汽车：国内领先铸造企业

精工汽车集团致力于全球汽车零部件供应商，下设 1 家研究院、2 个商务技术中心（上海、法兰克福），现有 18 个制造工厂，区域分布在河北、天津、江苏、重庆、山东 5 个省市区，拥有员工 11000 余人。

精工汽车集团实现全工艺覆盖，依据工艺特性分为底盘、装备、压铸三大板块，依据经营产品下设底盘、冲焊、球销、铸造、模具、自动化、再生资源、铝合金铸造八大业务。工艺涉及冷冲压、热成形、液压成型、焊接、电泳、机加工、模块装配；铝合金铸造；模具铸造、模具设计与制造、自动化装备设计集成、资源回收再利用等。

图表 100：精工汽车业务架构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 101：精工汽车业务布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 102：精工汽车全工艺梳理



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 103：精工汽车分版块业务展示

业务板块	定位	核心产品	具体产品
精工底盘	高可靠性汽车底盘制造专家	传动产品	一体式驱动桥、电驱桥总成、前后差速器总成
		悬架产品	承载式底盘-前后悬总成、非承载式悬架总成、转向节带轮毂制动器总成、铝合金副车架
		排气产品	催化器总成、消声器总成
		EPB 产品	电子驻车制动系统
格瑞机械	新能源轻量化专业供应商	悬架类	控制臂总成、摆臂球销总成
		转向类	转向器拉杆总成、稳定杆连接杆、换向器总成
精工冲焊	打造汽车白车身零部件行业标杆	冷冲压产品	顶盖后横梁、顶盖衡量、后围外板、后轮罩内板、后地板面板
		热冲压产品	A 柱加强板、B 柱加强板、前门防撞梁、门槛梁外板、门环

		辊压产品	前后门玻璃导轨、前后防撞梁
		焊接产品	机舱纵梁总成、后围总成、侧围加强板总成等
精工压铸	铝合金产品铸造专家	发动机类产品	缸盖类产品（重力）、缸体类产品（高压）、油底壳类产品（高压）
		变速器类产品	变速箱壳体（高压）
		底盘类产品	转向节类产品（差压）
		新能源类产品	电池包支架（高压）、电池包（高压）、电机壳类产品
精工铸造	中国汽车模具铸造行业领导者	模具、铸件	
精工模具	高端汽车品牌模具顶级供应商	冲压模具技术	铝成型技术、超高强板成型技术、浅拉延技术、拉延膨胀工艺、模具共模技术、模具轻量化技术
		型腔模具技术	化学微发泡门内板、塑料翼子板模具、前灯双色模具等
精工自动化	用智慧开启高效制造新未来	激光焊接方案、激光切割方案、激光淬火/熔覆方案、高速 MAG 焊接方案等	
再生资源	成为中国循环经济发展的引领者	废钢板块	废钢类、废有色金属类、废塑料及其他可回收利用物的回收及再加工
		报废拆解	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

6、盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测

关键假设：

1、 **销量预测：**

(1) **哈弗品牌：**未来三年哈弗品牌主要增量来自于基于全新平台的换代车型以及哈弗大狗等细分领域的全新车型。预计 2020-2022 年哈弗品牌销量增速分别为-12%/36%/17%。

(2) **WEY 品牌：**未来三年 WEY 品牌主要增量来自于 VV5\VV6\VV7 基于新平台的换代车型，以及坦克 300 等基于坦克平台打造的全新越野车型。预计 2020-2022 年 WEY 品牌销量增速分别为-22%/36%/29%。

(3) **皮卡品牌：**国内皮卡行业受益于政策的逐步宽松，公司受益于乘用化皮卡的持续放量。预计 2020-2022 年皮卡品牌销量增速分别为 58%/16%/15%。

(4) **欧拉品牌：**受益于国新能源汽车的高速发展，公司新车型好猫将带来增量。预计 2020-2022 年欧拉品牌销量增速分别为 9%/117%/20%。

2、 **均价预测：**受益于公司新产品上市带来的终端折扣的收缩，以及产品结构的变化。预计 2020-2022 年产品均价增速分别为 6%/3%/2%。

3、 **毛利率：**受益于产品均价的提升、销量规模的提升、产品结构的优化以及降本措施的逐步落地，预计 2020-2022 年公司毛利率水平保持稳定提升。

图表 104：整车业务销量拆分（辆）

	2019	2020	2021	2022
合计销量	**1060298**	**1037836**	**1402149**	**1650475**
同比	1%	-2%	35%	18%
M 系列	**118811**	**132966**	**144000**	**158400**
M6	118811	132966	144000	158400
H 系列	**482980**	**402538**	**586780**	**686887**
H2	37893	16165	36000	48000
H4	27341	16413	17070	18776
H5	0	0	18000	36000
H6	386405	340494	480000	528000
H7	0	0	0	18000
H9	13434	18206	24000	26400
其他	17907	11260	11710	11710
F 系列	**167663**	**124729**	**125400**	**168000**
F5	26893	16767	17438	24000
F7	140770	107962	107962	144000
大狗		20000	72000	72000
大狗		20000	72000	72000
WEY	**100043**	**78430**	**106853**	**138093**

VV5	21997	21433	23576	36000
VV6	57724	39941	41539	45693
VV7	19678	17056	17738	30000
坦克 300			24000	26400
欧拉	**38865**	**42200**	**91410**	**109564**
IQ	28498	580	638	638
黑猫	10367	25643	30772	36926
白猫	0	6977	18000	21600
好猫		9000	42000	50400
皮卡	**148830**	**235515**	**274249**	**316074**
风骏	130531	118408	130249	143274
长城炮	18299	117107	144000	172800
轿车	**3106**	**1458**	**1458**	**1458**
C30	3106	1458	1458	1458

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 105：分业务收入及毛利率

	2018	2019	2020	2021	2022
整车业务					
销量（辆）	1053039	1060298	1037836	1402149	1650475
同比		1%	-2%	35%	18%
单价（万元）	8.7	8.1	8.6	8.9	9.1
同比		-6.5%	5.7%	3.4%	2.3%
营收（亿元）	916.0	862.5	892.8	1247.4	1502.7
同比		-5.8%	3.5%	39.7%	20.5%
毛利率	15.8%	14.8%	17.0%	18.4%	19.2%
毛利（亿元）	144.4	127.7	151.8	229.5	288.5
销售零配件业务					
营收（亿元）	37.5	42.9	42.9	47.2	51.9
同比		14.6%	0%	10%	10%
毛利率	39.0%	41.7%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利（亿元）	14.6	17.9	17.2	18.9	20.8
提供劳务收入					
营收（亿元）	9.6	25.9	24.6	25.8	27.1
同比		170%	-5%	5%	5%
毛利率	5.65%	21.20%	20%	20%	20%
毛利（亿元）	0.5	5.5	4.9	5.2	5.4
其他业务					
营收（亿元）	29.3	30.8	29.0	30.4	31.9
同比		5.2%	-6%	5%	5%
毛利率	20.6%	16.3%	17.0%	17.0%	17.0%
毛利（亿元）	6.0	5.0	4.9	5.2	5.4

合计					
营收（亿元）	992.3	962.11	989.2	1350.8	1613.6
同比		-3.0%	2.8%	36.6%	19.5%
毛利率	16.7%	16.2%	18.1%	19.2%	19.8%
毛利（亿元）	165.6	156.1	178.8	258.7	320.1

资料来源：公司公告，华安证券研究所

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 989、1351 和 1614 亿元，归母净利润分别为 56.2、78.6 和 102.0 亿元，EPS 分别为 0.49、0.61 和 0.86 元。

6.2 相对估值

我们选取了乘用车行业四家主流公司，2020 年四个公司的平均 PE 为 14 倍，2021 年平均 PE 为 12 倍。长城汽车当前处于产品周期带动下的经营上升期，有望带动公司销量与盈利的快速提升。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.61/0.86/1.11 元，未来三年业绩复合增长率为 31%，当前股价对应 2020-2022 年 P/E 分别为 22x/16x/12x，对应 2020 年 PEG 为 0.7。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 106：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
0175.HK	吉利汽车	15.74	0.90	0.82	1.04	17	19	15
601238.SH	广汽集团	10.30	0.65	0.71	0.92	16	15	11
600104.SH	上汽集团	18.69	2.19	1.88	2.30	9	10	8
000625.SZ	长安汽车	11.44	-0.55	0.85	0.96	-21	13	12
	平均值					5	14	12
601633.SH	长城汽车	13.76	0.49	0.61	0.86	28	22	16

资料来源：公司公告，wind 一致预期，华安证券研究所

风险提示：

宏观经济增速放缓，国内外不确定因素增多，可能导致购车需求下降，汽车产业销量增长大幅低于预期风险。当前我国经济面对复杂的国内外形势，经济下行压力趋大，需求端压力明显，可能带来汽车销量增长大幅低于预期。

汽车行业政策落地和实施具有不确定性。随着先前购置税优惠政策退去，新的刺激政策尚未落地，包括刺激汽车消费、放宽皮卡进城限制等政策的具体细则尚未公布，且政策刺激效果存在不确定性。

新能源汽车市场竞争加剧，导致整车企业盈利能力下降超预期风险。当前新能源汽车产销对补贴仍旧比较依赖。补贴退坡将加剧市场竞争并挤压车企盈利空间。尽管公司短期内新能源汽车占比较低，但未来仍存在因补贴退坡影响整体盈利的风险。

竞争对手加大新品投放，公司新产品不被市场认可风险。随着合资品牌加大 SUV 投放，且不断渗透中低价位区间，与公司部分产品形成价格重叠。尽管公司新品迭出、富有特色，但合资品牌市场口碑良好，公司产品仍存在不被市场认可风险。

公司产品过于单一，缺乏轿车、MPV 等产品。长城汽车近年来聚焦 SUV 产品，但缺乏轿车、MPV 等其他类型产品，无法满足消费者多样化需求。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	68,502	69,221	86,854	103,962
现金	9,723	11,990	13,836	19,543
应收账款	4,140	3,128	5,174	6,075
其他应收款	947	638	1,029	1,286
预付账款	441	441	441	441
存货	6,468	5,556	7,470	9,405
其他流动资产	46,783	47,468	58,903	67,212
非流动资产	44,594	45,016	45,221	45,098
长期投资	3,113	3,113	3,113	3,113
固定资产	29,743	29,633	29,237	28,556
无形资产	4,710	5,330	5,908	6,447
其他非流动资	7,028	6,942	6,964	6,982
资产总计	113,096	114,237	132,075	149,061
流动负债	54,600	51,718	63,922	73,671
短期借款	1,180	1,166	1,159	1,136
应付账款	25,440	26,194	34,645	41,378
其他流动负债	27,980	24,358	28,118	31,157
非流动负债	4,097	3,862	3,940	3,967
长期借款	1,206	1,206	1,206	1,206
其他非流动负	2,892	2,657	2,735	2,761
负债合计	58,697	55,581	67,862	77,638
少数股东权益	0	35	91	161
股本	9,127	9,177	9,177	9,177
资本公积	1,411	1,411	1,411	1,411
留存收益	44,102	48,034	53,535	60,673
归属母公司股东	54,399	58,622	64,123	71,261
负债和股东权	113,096	114,237	132,075	149,061

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	13,972	8,232	7,528	11,954
净利润	4,531	5,618	7,858	10,197
折旧摊销	4,594	3,491	3,818	4,141
财务费用	335	(32)	(63)	(121)
投资损失	(214)	(500)	(300)	(300)
营运资金变动	718	(273)	(3,903)	(2,108)
其他经营现金	4,009	(72)	118	144
投资活动现金	(15,802)	(2,692)	(3,700)	(3,700)
资本支出	0	(4,000)	(4,000)	(4,000)
长期投资	(3,113)	0	0	0
其他投资现金	(12,689)	1,308	300	300
筹资活动现金	3,944	(3,611)	(1,954)	(2,529)
短期借款	(11,619)	(14)	(8)	(23)
长期借款	(952)	0	0	0
普通股增加	0	49	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	16,516	(3,646)	(1,946)	(2,506)
现金净增加额	2,115	1,929	1,874	5,725

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	96,211	98,922	135,084	161,362
营业成本	79,684	81,044	109,210	129,348
营业税金及附加	3,169	3,363	4,728	5,648
销售费用	3,897	3,957	5,403	6,454
管理费用	1,955	5,243	7,430	8,875
财务费用	(351)	(32)	(63)	(121)
资产减值损失	(504)	(106)	62	74
公允价值变动收	(73)	0	0	0
投资净收益	16	500	300	300
营业利润	4,777	5,953	8,614	11,383
营业外收入	342	700	700	700
营业外支出	18	3	3	3
利润总额	5,101	6,650	9,311	12,080
所得税	570	997	1,397	1,812
净利润	4,531	5,652	7,915	10,268
少数股东损益	34	35	56	71
归属母公司净利润	4,497	5,618	7,858	10,197
EBITDA	12,508	9,412	12,369	15,404
EPS（元）	0.49	0.61	0.86	1.11

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-3.04%	2.82%	36.56%	19.45%
营业利润	-23.35%	24.62%	44.70%	32.15%
归属于母公司净利	-13.64%	24.93%	39.88%	29.77%
获利能力				
毛利率(%)	17.18%	18.07%	19.15%	19.84%
净利率(%)	4.67%	5.68%	5.82%	6.32%
ROE(%)	8.33%	9.64%	12.33%	14.38%
ROIC(%)	10.93%	13.03%	14.84%	16.88%
偿债能力				
资产负债率(%)	51.90%	48.65%	51.38%	52.08%
净负债比率(%)	62.85%	70.14%	59.47%	62.19%
流动比率	1.25	1.34	1.36	1.41
速动比率	1.14	1.23	1.24	1.28
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.87	1.10	1.15
应收账款周转率	29.44	34.81	40.72	36.12
应付账款周转率	3.80	3.83	4.44	4.25
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	0.49	0.61	0.86	1.11
每股经营现金流	1.52	0.90	0.82	1.30
每股净资产(最新	5.93	6.39	6.99	7.77
估值比率				
P/E	27.5	22.1	15.8	12.1
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	5.56	12.56	9.70	7.60

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

滕飞：四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。