



中信证券  
CITIC SECURITIES

## 混动转型多歧路，而今迈步从头越

长城汽车（601633.SH/02333.HK）深度跟踪报告 | 2023.4.18

中信证券研究部

核心观点



尹欣驰  
汽车及零部件行业  
首席分析师  
S1010519040002



李景涛  
汽车及零部件行业  
联席首席分析师  
S1010520120003



李子俊  
汽车及零部件分析师  
S1010521080002



武平乐  
汽车及零部件分析师  
S1010522080002



简志鑫  
汽车及零部件分析师  
S1010522090004

**2022 年哈弗品牌混动转型出师不利，WEY 和欧拉销量下滑，公司销量阶段性承压。当前时点，公司痛定思痛，新能源转型思路调整到位，WEY 和欧拉重新聚焦主品类、主航道，坦克和皮卡竞争优势仍有望为 2023 年利润持续输血。我们看好公司 2023 年销量的改善，哈弗和 WEY 系列的转型值得期待。维持长城汽车（A+H）“买入”评级。**

**2022 年承压：哈弗品牌混动转型出师不利，WEY 和欧拉销量下滑。**2022 年长城汽车总销量 106.8 万辆，同比下降 16.7%，其中，哈弗/WEY/欧拉/坦克/皮卡分别实现销量 61.7 万、3.6 万、10.4 万、12.4 万、18.7 万辆，同比-19.9%、-74.6%、-23.0%、+46.5%、-19.9%。销量下滑主要系：（1）主力品牌哈弗混动转型面临“国民燃油 SUV”形象难以短期扭转、叠加未能与燃油车分网销售等原因，H6 PHEV 销量不及预期；（2）公司误判利润和份额关系，基于柠檬混动 DHT 技术的 WEY 品牌“三杯咖啡”市场定位不清晰、定价偏高，销量大幅低于预期；（3）欧拉品牌的黑白猫停产和后续产品的定位飘忽等使得欧拉品牌销量遭遇下滑。

**2023 年重新出发：销量优于利润，调整组织架构、梳理品牌矩阵。**（1）**战略层面关注销量：**公司深刻意识到行业洗牌期销量优于利润，根据公司 2022 年业绩交流会，将在 2023 年加大营销投入支撑新能源转型，此外还将聚焦主品类、主价格、主级别、主风格航道；根据公司 2022 年业绩交流会，2023 年销量目标为 160 万台，新能源渗透率 40% 以上，其中哈弗新能源车型将贡献主要增量。（2）**组织架构和人事调整：**2022 年 8 月公司任命李瑞峰为首席增长官 CGO，负责公司品牌及国际业务战略规划；2022 年 12 月重新梳理品牌和渠道，坦克和 WEY 合并、欧拉与沙龙整合为纯电业务平台，分别形成为 1 套渠道、1.5 套组织、2 个品牌的架构，哈弗与皮卡不变。我们认为品牌梳理和团队更迭将集中优势资源、全面提升运营效率。此外，我们认为坦克、皮卡在细分市场竞争优势明显，利润基盘稳定，其有望为公司 2023 年迎接价格战持续输血。

**核心看点 1：智能四驱 Hi4 混动系统即将量产，哈弗混动转型值得期待。**2023 年 3 月，长城新能源干货大会发布 Hi4 智能四驱电混技术，涵盖 1.5L 和 1.5T 两套动力总成，分别搭配 19.94/27.5kWh 电池包，纯电续航 100km 以上。根据公司规划，Hi4 技术将搭载枭龙 Max 亮相上海车展，并于 2024 年实现新能源产品全面搭载。Hi4 技术最大亮点在于：（1）**四驱的体验，两驱的价格：**采用动力源双轴分布的新构型，通过双电机分布式的布置，实现串并联的四驱电混架构，通过对前后轴的扭矩进行分配和动态调节，有效抑制低附路面的打滑并满足过弯时的转向需求；设计的两档机电耦合单元，实现发动机直驱进全速域的工况覆盖。（2）**四驱的性能，两驱的能耗：**全新纯电四驱百公里加速缩短 1.8s，0-50km/h 的加速时间仅为 2.88s，关键组件的寿命可延长 1.3 倍以上，1.5L/1.5T 两款混动专用发动机最高热效率可达 41.5%。

**核心看点 2：蓝山咖啡定价超预期，品牌定位回归主航道，有望扭转销量颓势。**2023 年 4 月 13 日，长城 WEY 品牌发布三排六座中大型 SUV 蓝山 DHT-PHEV，两驱、四驱售价分别为 27.38 万元/30.88 万元，与理想 L8 起售价相差 6.6 万元（理想 L8 Air/Pro/Max 分别为 33.98 万/35.98 万/39.98 万元），同时拥有更大的车身空间（轴距 3050mm，理想 L8 为 3005mm），定价超市场预期，标志 WEY 品牌将回归“主品类、主航道”。根据公司 2022 年业绩交流会，公司还将在 2023 年推出 2 款中续航 MPV、拿铁和摩卡中续航版本，继续实现 WEY 品牌向主流价格带的下探，我们认为 WEY 品牌新产品谱系有望扭转销量颓势。



**董军韬**  
汽车及零部件分析师  
S1010522090003

- **风险因素：**公司新车型交付时间延后；公司新车型销量不达预期；芯片供应紧张影响整车供给能力；终端市场价格战演化程度超预期。
- **投资建议：**公司 2020-2021 年曾凭借欧拉、WEY 两大新能源品牌的布局在自主品牌新能源转型中处于阶段性的领先地位，但 2022 年公司受限于物料、品牌战略推进不及预期，销量明显下滑，业绩不及预期。预计 2023 年依然是竞争加剧的环境，公司深刻意识到行业洗牌期战略层面销量优于利润的事实，根据公司 2022 年业绩交流会，将在 2023 年加大营销投入支撑新能源转型，我们看好公司哈弗品牌新能源转型的进程，WEY 和欧拉有望扭转销量颓势，坦克和皮卡利润底盘维持稳定。我们维持 2023/24/25 年 EPS 预测 0.71/0.86/1.05 元。参考过去 3 年公司港股 PE 中枢约 17 倍，维持公司 2023 年港股 17 倍 PE，维持目标价 14 港元。AH 溢价长期存在下，过去 3 年公司 A 股 PE 中枢约为 45 倍，给予长城汽车 (A) 2023 年 45 倍 PE，维持目标价 32 元。维持长城汽车 (A+H) “买入”评级。

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	136,405	137,340	149,674	183,521	220,455
营业收入增长率 YoY	32.0%	0.7%	9.0%	22.6%	20.1%
净利润(百万元)	6,726	8,266	6,044	7,274	8,936
净利润增长率 YoY	25.4%	22.9%	-26.9%	20.4%	22.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.79	0.97	0.71	0.86	1.05
毛利率	16.2%	19.4%	18.2%	18.5%	18.7%
净资产收益率 ROE	10.8%	12.7%	8.8%	9.7%	10.8%
每股净资产 (元)	7.32	7.68	8.09	8.84	9.74
PE	37.5	30.6	41.8	34.5	28.2
PB	4.1	3.9	3.7	3.4	3.0
PS	1.8	1.8	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	22.7	22.5	25.3	20.0	16.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2023 年 4 月 18 日收盘价

长城汽车	601633.SH
评级	<b>买入 (维持)</b>
当前价	29.65 元
目标价	32.00 元
总股本	8,486 百万股
流通股本	6,133 百万股
总市值	2,516 亿元
近三月日均成交额	732 百万元
52 周最高/最低价	42.18/22.31 元
近 1 月绝对涨幅	11.93%
近 6 月绝对涨幅	7.74%
近 12 月绝对涨幅	12.74%

## 目录

<b>2022 年长城汽车的混动转型出师不利</b> .....	<b>5</b>
主力品牌：哈弗新能源转型出师不利，软实力缺乏是核心要素 .....	6
细分品类：受制于缺芯和定价错判，欧拉、WEY 咖啡系列车型周期走弱 .....	8
<b>2022 年深蹲，2023 年再度启航</b> .....	<b>13</b>
股权激励：调整股权激励目标，2023 年销量优于利润 .....	14
人事变革：组织架构变革提高运营效率 .....	14
哈弗：混动转型再出发，有望驱动新能源销量占比提升 .....	16
WEY：蓝山咖啡定价超预期，品牌定位回归主航道、主价格 .....	18
坦克和皮卡：竞争优势明显，共筑利润基盘 .....	20
<b>风险因素</b> .....	<b>23</b>
<b>投资逻辑</b> .....	<b>23</b>

## 插图目录

图 1：2003-2022 年长城汽车批发销量（万辆） .....	5
图 2：2020-2022 主要车企混动、纯电车型零售销量及占比（不包括皮卡、Minivan） ...	5
图 3：2013-2022 年哈弗品牌及哈弗 H6 销量、哈弗 H6 占哈弗品牌比重（万辆，%） ...	6
图 4：长城汽车柠檬混动 DHT 的架构方案 .....	7
图 5：车企混动技术横评 .....	8
图 6：第三代哈弗 H6 .....	8
图 7：哈弗 H6 PHEV 和 HEV 零售销量（辆） .....	8
图 8：WEY 牌产品矩阵图 .....	9
图 9：长城 WEY 牌 2021-22 年度分车型月销量（辆） .....	11
图 10：自主车企新能源路线探索对比图 .....	17
图 11：长城汽车 Hi4 智能四驱电混技术 .....	18
图 12：哈弗枭龙 Max 外观 .....	18
图 13：哈弗枭龙外观 .....	18
图 14：2021-2022 年坦克 300、坦克 500 月销量（辆） .....	21
图 15：坦克 300 .....	21
图 16：坦克 500 PHEV .....	21
图 17：长城山海炮外观 .....	23
图 18：长城 6x6 超级越野平台 .....	23

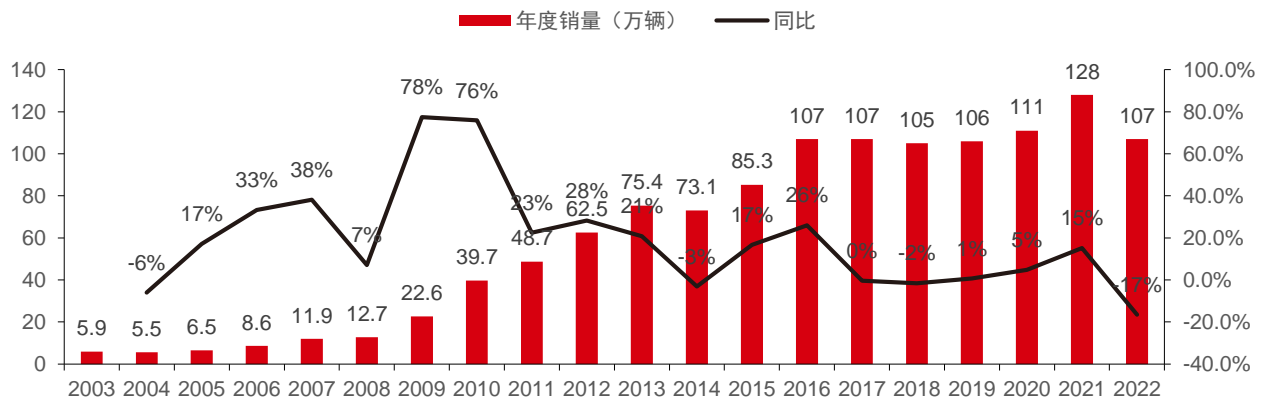
## 表格目录

表 1：2010-2022 年长城汽车分品牌批发销量（万辆） .....	6
表 2：WEY 品牌 2017-2022 年销量（万台） .....	9
表 3：长城汽车 2023 年产品规划 .....	13
表 4：长城汽车历次股权激励调整 .....	14
表 5：长城汽车 2022 年至今主要人事变动 .....	15
表 6：长城汽车核心管理层履历 .....	15
表 7：WEY 蓝山咖啡和理想 L8 竞对 .....	19
表 8：长城汽车 2021-2024E 销量预测（万辆） .....	24
表 9：2022~2024 年长城汽车毛利率和费用率预测 .....	24
表 10：2021~2025 年长城汽车盈利预测及估值水平 .....	24

## 2022 年长城汽车的混动转型出师不利

**2022 年混动转型落后半个身位，燃油及电动市场皆遇“滑铁卢”。**2022 年长城汽车总销量 106.8 万辆，同比下降 16.7%，结束了连续三年的销量正增长，其中，哈弗/WEY/欧拉/坦克/皮卡分别实现销量 61.7 万、3.6 万、10.4 万、12.4 万、18.7 万辆，同比-19.9%、-74.6%、-23.0%、+46.5%、-19.9%。**混动方面**，基于柠檬混动 DHT 技术的 WEY 品牌“三杯咖啡”定价偏高，哈弗品牌混动转型面临“国民燃油 SUV”形象难以短期扭转的棘手问题，长城汽车两大混动品牌 2022 年 PHEV 总销量 1.1 万辆，市占率仅有 0.9%，HEV 总销量 2.4 万辆。**纯电方面**，主攻 A0/A00 市场的欧拉黑白猫因碳酸锂涨价的原因于 2022Q2 停产（2022、2023 年黑白猫合计分别实现销量 2.2 万、0.4 万辆），2022 年长城汽车共实现纯电动汽车销量 9.6 万辆，同比下降 28.4%，市占率也从 2021 年的 5.6%腰斩到 2.4%。

图 1：2003-2022 年长城汽车批发销量（万辆）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：2020-2022 主要车企混动、纯电车型零售销量及占比（不包括皮卡、Minivan）

销量 (万辆)	混动 (PHEV+EREV)			BEV			燃油车			合计			增速 (2022同比2021)			
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	混动	BEV	燃油	合计
比亚迪	4.1	22.9	79.4	10.3	29.6	78.9	21.4	19.4	2.0	35.8	72.0	160.3	246%	166%	-90%	123%
长城	0.1	1.4	5.3	5.4	13.4	9.6	79.2	85.3	59.3	84.8	100.0	74.2	273%	-28%	-30%	-26%
长安	0.1	0.0	3.4	2.9	10.2	18.8	93.6	106.4	93.1	96.6	116.6	115.3	17478%	85%	-13%	-1%
吉利 (包含极氪)	0.9	1.8	4.1	2.2	5.5	18.8	115.6	122.1	93.2	118.6	129.4	116.1	129%	241%	-24%	-10%
上汽集团	2.3	3.0	1.7	2.8	8.4	8.5	40.8	43.2	28.6	45.9	54.6	38.9	-41%	0%	-34%	-29%
广汽	0.1	0.0	3.1	6.3	12.3	21.4	27.6	31.5	27.3	34.0	43.8	51.7	6048%	74%	-13%	18%
行业总量	21	53	128	90	237	396	1697	1614	1297	1808	1904	1821	144%	67%	-20%	-4%
市占率	混动 (PHEV+EREV)			BEV			燃油车			合计			市占率变化 (2022同比2021)			
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	混动	BEV	燃油	合计
比亚迪	19.4%	43.6%	62.0%	11.4%	12.5%	19.9%	1.3%	1.2%	0.2%	2.0%	3.8%	8.8%	18.4%	7.4%	-1.0%	5.0%
长城	0.5%	2.7%	4.1%	6.0%	5.6%	2.4%	4.7%	5.3%	4.6%	4.7%	5.3%	4.1%	1.4%	-3.2%	-0.7%	-1.2%
长安	0.3%	0.0%	2.6%	3.2%	4.3%	4.8%	5.5%	6.6%	7.2%	5.3%	6.1%	6.3%	2.6%	0.5%	0.6%	0.2%
吉利 (包含极氪)	4.1%	3.4%	3.2%	2.4%	2.3%	4.7%	6.8%	7.6%	7.2%	6.6%	6.8%	6.4%	-0.2%	2.4%	-0.4%	-0.4%
上汽集团	11.2%	5.6%	1.4%	3.1%	3.6%	2.1%	2.4%	2.7%	2.2%	2.5%	2.9%	2.1%	-4.3%	-1.4%	-0.5%	-0.7%
广汽	0.3%	0.1%	2.4%	7.0%	5.2%	5.4%	1.6%	2.0%	2.1%	1.9%	2.3%	2.8%	2.3%	0.2%	0.2%	0.5%

资料来源：公司公告，Marklines，中信证券研究部 注：长安汽车不包括合资的长安福特、长安马自达等；广汽包括广汽乘用车、广汽埃安；燃油车包含 HEV

表 1：2010-2022 年长城汽车分品牌批发销量（万辆）

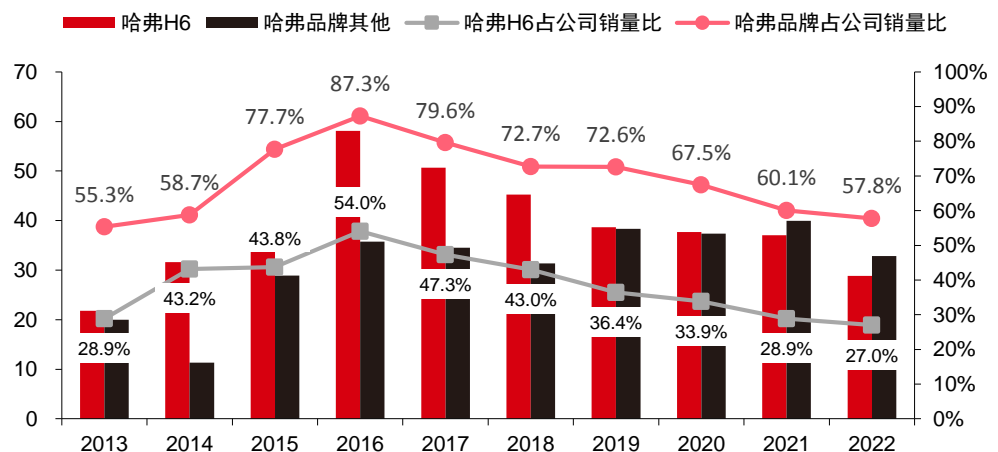
销量(万辆)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
哈弗	15.0	16.4	28.1	41.7	42.9	66.2	93.8	85.2	76.6	77.0	75.0	77.0	61.7
WEY	-	-	-	-	-	-	-	8.6	13.9	10.0	7.9	14.3	3.6
欧拉	-	-	-	-	-	-	-	-	0.4	3.9	5.6	13.5	10.4
坦克	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8.5	12.4
皮卡	10.3	12.2	13.7	12.7	11.8	9.9	10.6	12.0	13.8	14.9	22.5	23.3	18.7
其他	14.4	20.0	20.6	21.0	18.3	9.1	3.0	1.2	0.6	0.3	0.2	-	-
合计	39.7	48.7	62.5	75.4	73.1	85.3	107.4	107.0	105.3	106.0	111.2	128.1	106.8
乘用车总量	1376	1447	1550	1793	1970	2115	2438	2472	2371	2144	2014	2148	2356
同比	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
哈弗	109.5%	9.5%	71.0%	48.5%	2.9%	54.3%	41.6%	-9.2%	-10.1%	0.5%	-2.5%	2.6%	-19.9%
WEY	-	-	-	-	-	-	-	-	61.4%	-28.3%	-21.5%	82.1%	-74.6%
欧拉	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1005.7%	44.8%	140.0%	-23.0%
坦克	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-46.5%
皮卡	-	18.0%	12.7%	-7.6%	-6.7%	-15.9%	6.2%	13.5%	15.1%	7.8%	51.2%	3.6%	-19.9%
其他	-	39.2%	2.7%	2.1%	-13.1%	-50.4%	-66.4%	-60.0%	-50.6%	-47.2%	-37.0%	-	-
合计	77.0%	22.5%	28.3%	20.8%	-3.1%	16.7%	26.0%	-0.4%	-1.6%	0.7%	4.8%	15.2%	-16.7%
乘用车增速	32.4%	5.2%	7.1%	15.7%	9.9%	7.3%	15.3%	1.4%	-4.1%	-9.6%	-6.1%	6.7%	9.7%

资料来源：公司公告，中汽协，中信证券研究部

## 主力品牌：哈弗新能源转型出师不利，软实力缺乏是核心要素

2022 年，主力品牌哈弗新能源转型出师不利，柠檬混动 DHT 技术颇具亮点，软实力方面缺乏是核心要素。长城是国内为数不多主打 SUV 的车企，旗下哈弗明星车型哈弗 H6 2013-2022 年平均年销量达到 39 万辆，是公司重要的品牌资产，但国民 SUV 的品牌形象也给公司带来一定的思维惯性和历史包袱。2022 年，哈弗品牌混动化转型第一次出牌遭遇滑铁卢，搭载长城最先进柠檬混动 DHT 技术平台的哈弗 H6 PHEV、HEV 版本自 2022 年 8 月上市后分别仅实现零售销量 3,174/2,041 台。燃油车销量下滑叠加混动转型不及预期，2022 年哈弗品牌实现批发销量 62 万辆，同比-20%。

图 3：2013-2022 年哈弗品牌及哈弗 H6 销量、哈弗 H6 占哈弗品牌比重（万辆，%）



资料来源：Marklines，中信证券研究部

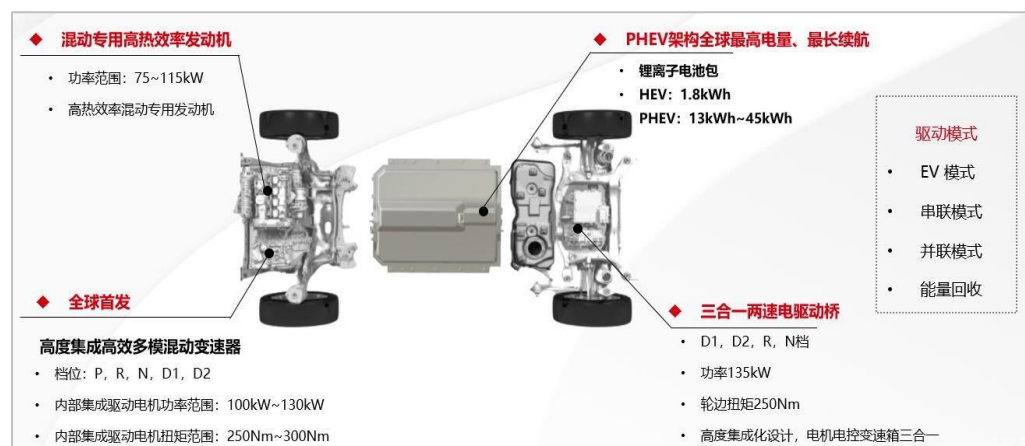
**技术方面：**柠檬混动 DHT 的销量和技术实力并不匹配。柠檬混动 DHT 是行业内第一批两档串并联双电机的方案。正如我们此前在《混动行业专题报告—DHT 技术浪潮来临，

自主品牌插混转型加速》(2022-8-8)中提出：双电机混动相较于单电机混动有不可比拟的馈电能耗优势，特别是串并联双电机的 DHT 架构较串联的增程式架构的馈电能耗、高速性能都要更为突出。柠檬混动 DHT 的混动专用变速箱共有 2 个挡位，电机 1 个挡位。我们认为，这套方案的主要特点在于：

- (1) 这套方案与比亚迪 DM-i 和本田 i-MMD 等企业的单档减速器相比，发动机有更多的高效直驱工作时间，在中高速域进行加速的过程可以实现变速箱降档提升瞬时扭矩，保留了发动机原始的动力丰沛的特点，也具有一定的驾驶乐趣。成本上看，两档的变速机构的制造成本也较单档的成本高出约 1000~2000 元。
- (2) 两档的 DHT 技术虽然在中低速的馈电能耗方面稍稍逊于单档方案，但是在中高速、特别是高速巡航下有着更为突出的表现。
- (3) 单档 DHT 方案在中低速工况下的馈电能耗、制造成本和平顺性上有更大优势，但同时也需要制造企业拥有较强的电机匹配能力，例如：比亚迪的 DM-i 方案的电机功率一般更大，需要额外搭配升压模块，电机电控层面的制造成本更高。而双档的方案在电机电控层面对车企的功率要求明显降低。

我们在全面对比了各家的混动方案，得出如下结论：柠檬混动 DHT 技术各项指标非常均衡，在成本端以及中低速的馈电油耗上虽略弱于比亚迪，但仍可以称得上是和比亚迪 DM-i 平分秋色的一项混动技术。柠檬混动 DHT 的动力性充沛、富有驾驶乐趣，特别是中高速表现强劲，其实更加适用于 SUV 车型。哈弗 H6 PHEV DHT 无法上量的根本因素，绝非是简单的技术层面的原因。

图 4：长城汽车柠檬混动 DHT 的架构方案



资料来源：公司官网

图 5：车企混动技术横评

代表车型	本田混动	比亚迪插混				长城 DHT	理想增程式	吉利插混/混动	吉利雷神动力	丰田混动	
	皓影HEV	DM1	DM2	DM3	DM-p	DM-i	H6等	理想ONE	博瑞GE HEV	帝豪L PHEV	卡罗拉HEV
混动架构方案	P1+P3 混联	P1+P3 混联	P3 并联	P0+P3+P4 混联 (P0充电功率小, 实际并联居多)		P1+P3 混联 (充电功率大, 是真正的混联)	插混两驱: P1+P3 插混四驱: P1+P3+P4 混动: P1+P3混联	P1+P2+P4 串联	P2.5	P1+P3	PS
方案特点	节能	节能类混动	动力	动力		节能	节能/动力2种配置	动力		吉利首款DHT版本的PHEV	传导效率高
变速箱减速器	直驱离合减速器	直驱离合减速器	6速双离合变速箱减速器			直驱离合器单档减速器 (3-5个齿轮片与发动机嵌套一起)	定轴式变速箱(直驱)二档减速器	无变速箱单档减速器	变速箱减速器	三档减速器	行星齿轮(无变速箱)
电机功率	发电机+135kW电机	25+50kW	110kW	低配: 25+180+180kW 高配: 25+180+290kW		90kW发电机+132kW电机	P0+100至130+135kW	100+140kW	60kW	100kW	23+53kW偏小
电池	1-2kWh	15kWh LFP	13kWh LFP	17-22kWh		8/18kWh LFP刀片	长续航: 45kWh三元 混动: 2kWh三元	41kWh三元	11kWh三元	15.5kWh三元	1-2kWh
发动机排量	2.0L	1.0L	1.5T	2.0T		1.5L(秦宋PLUS) 1.5T(唐PLUS)	1.5L/1.5T	1.2T	1.5T	1.5T	1.8L
发动机热效率	41%			38%		43%(秦宋PLUS) 40%(唐PLUS)	高热效率	36%	39%		40%
优点	动力强、省油			动力强		节能、成本低	插混: 动力强 混动: 节能更方面表现均衡	研发投入低	方案灵活	馈电油耗低 动力强	结构简单、节能
缺点		充电功率弱	节油性差	成本高		爬坡能力弱	成本略高于单档DHT	馈电油耗高 动力差	馈电油耗高 成本高	成本略高于单档DHT	动力弱
专利	通过控制系统方面弥补传动效率不足										行星齿轮专利 欧美2017年到期 中国2023年到期 2019年无偿开放

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

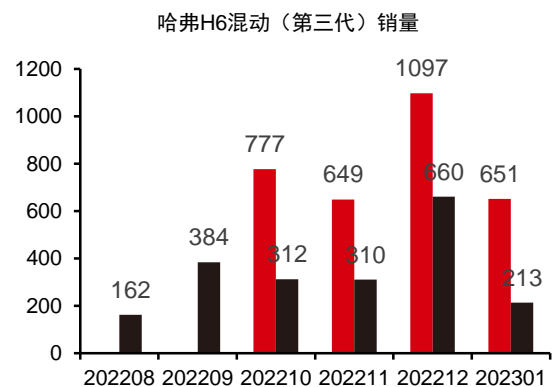
**渠道和营销策略方面：**2022年长城希望利用哈弗H6庞大的用户基盘实行新能源转型，第三代哈弗H6 PHEV版本与燃油车并网销售。然而这一决策和吉利帝豪L雷神动力版本一样，实质上是一个营销层面的战略误判。长城汽车在2022年忽视了燃油品牌转型需要新渠道、新序列、新流量等重要元素。最终，哈弗H6 PHEV、HEV版本自2022年8月上市后分别仅实现零售销量3,174/2,041台，不及公司以及投资者预期。

图 6：第三代哈弗 H6



资料来源：长城汽车官网

图 7：哈弗 H6 PHEV 和 HEV 零售销量（辆）



资料来源：Thinkercar，中信证券研究部

### 细分品类：受制于缺芯和定价错判，欧拉、WEY 咖啡系列车型周期走弱

**2020-2021 年寄予厚望的欧拉、WEY 咖啡系列车型周期走弱。**在 2017 年 SUV 红利基本结束后，公司在 2020 年-2021 年曾凭借欧拉好猫实现细分市场的突破（面向女性消费者），一度成为国内自主品牌个性化发展的经典代表。但欧拉好猫的一炮而红并没有转

化成为一种持续的品牌现象，后续欧拉的新产品芭蕾猫女性化特点更加明显、面向的消费者人群过于细分，反而走入了一个品牌定位的误区。此外，公司在燃油车时代就推出的高端品牌 WEY 在第一轮车型周期 VV 系列销量走弱后，进行了全方位的技术和品牌改革。但其主打混动的咖啡系列（拿铁、玛奇朵、摩卡）受限于缺芯的原因，无法在 2022 年大范围保证供应量，因此最终的销售定价偏高。此外“咖啡”这一命名体系难以向消费者传达车型的定位，时至今日仍然没有向消费者传递出一个稳定连贯的品牌形象。

总之，公司 2019-2021 年在冲击高端化、挖掘细分市场，阶段性有过一些成效，但产品定价、市场洞察等层面存在的问题在 2022 年集中爆发，2022 年 WEY、欧拉分别仅实现销量 3.6 万/10.4 万辆，同比-75%/-23%。这些问题归根结底还是与公司的组织变革有关：长城的组织变革是顺应市场需求积极有效的，但组织变革也无法一步到位，这其中产生一些误判和曲折也是难以避免的。

## WEY：品牌向上遇阻，价格带逐渐拓宽

WEY 牌谱系成立之初便定位中高端，混动转型阶段咖啡系列性价比不足，销量承压。复盘 WEY 品牌发展历史，WEY 品牌自成立之初便承载着公司品牌向上的重任（定价 15 万元以上），第一代车型 VV 系列依靠智能化和内外饰的优势在推出后销量快速增长，混动转型阶段咖啡系列（定价 16 万元以上）性价比不足，使 2022 年销量承压。

图 8：WEY 牌产品矩阵图



资料来源：公司官网，汽车之家，中信证券研究部 注：纵轴为售价，单位万元

表 2：WEY 品牌 2017-2022 年销量（万台）

销量	2017	2018	2019	2020	2021	2022
VV5	3.4	6.3	2.2	2.0	0.8	-
VV6	-	1.8	5.8	4.2	1.2	-
VV7	5.3	5.5	2.0	1.7	0.2	-
WEY P8	-	3.4	0.1	-	-	-
拿铁	-	-	-	-	4.5	2.0
玛奇朵	-	-	-	-	0.5	0.3
摩卡	-	-	-	-	2.9	1.3

销量	2017	2018	2019	2020	2021	2022
合计	8.6	13.9	10.0	7.9	14.3	3.6

资料来源：中汽协，中信证券研究部

**2016~2020 年，WEY 牌首推 VV 系列，定位 15 万元以上中高端燃油车。**2016 年底，长城汽车正式发布定位豪华 SUV 的 WEY 品牌，中文名为魏牌，产品谱系定位中高端。2017-2018 年公司推出 VV5、VV6、VV7、P8，价格区间 15 万-30 万元，在智能化和外观内饰方面相较于哈弗品牌明显提高，但底层技术与哈弗品牌差别不大。2018 年，VV 系列销量实现快速增长，VV5、VV6、VV7、P8 年度销量分别为 6.3 万/1.8 万/5.5 万/3.4 万辆，合计 17 万辆，随后销量下滑，2019、2020 年 VV 系列分别累计实现销量 10.0 万辆、7.9 万辆。

**2021-2022 年，产品矩阵更迭换代，推出混动产品咖啡系列。**2021 年，长城汽车对 WEY 品牌进行重大调整，坦克系列独立为新的子品牌，VV 系列停产。2021 年底到 2022 年，WEY 品牌陆续推出咖啡系列 DHT-PHEV 车型，包括玛奇朵、摩卡、拿铁，价格区间位于 16 万-30 万元，主要依托柠檬混动 DHT 和咖啡智能两大技术。但咖啡系列存在两个问题：**(1) 性价比不高：**相较于定位相近的比亚迪宋 Plus DM-i 和唐 DM-i，咖啡系列的三款车在油耗、轴距、动力等方面没有明显优势，性价比不高；**(2) 产品命名无法令消费者感知产品定位：**不同于哈弗系列 H6、H9 等车型能通过数字传递车型尺寸和价格的差别，咖啡系列的命名无法让消费者直观感知产品定位。两方面因素作用下，2022 年，玛奇朵、摩卡、拿铁 PHEV 车型销量分别为 1868、5968、9654 辆，不及市场预期。

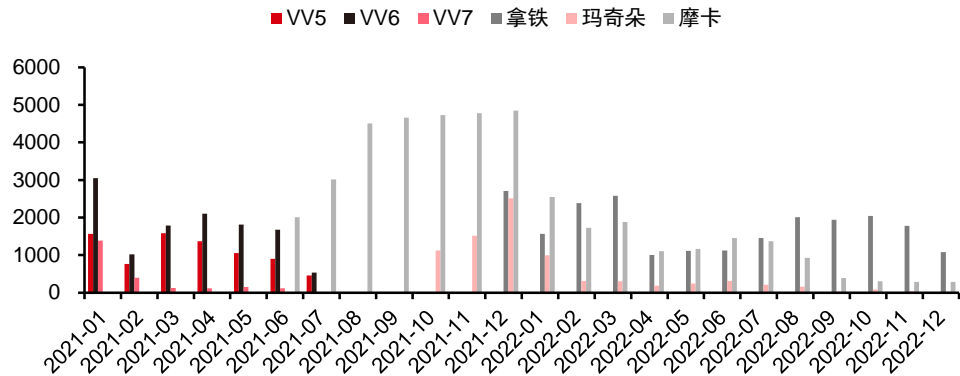
表 3：WEY 牌咖啡系列竞品

	比亚迪宋 PLUS DM-i		唐新能源 DM-i	玛奇朵 DHT PHEV	摩卡 DHT PHEV	拿铁 DHT-PHEV
型号	55km	120km	112km			
外观						
定位	紧凑型 SUV		中型 SUV	紧凑型 SUV	中型 SUV	紧凑型 SUV
售价 (万元)	15.28-16.28	17.58-18.58	20.58-22.28	16.68-17.78	29.50-31.50	22.90-26.30
车身尺寸 (mm)	4705*1890*1680		4870*1950*1725	4520*1855*1665	4875*1960*1690	4668*1890*1730
轴距 (mm)	2765		2820	2710	2915	2745
发动机	1.5T L4		1.5T L4	1.5T L4	1.5T L4	1.5T L4
发动机最大功率 (kW)	81		102	71	115	115
发动机最大扭矩 (N·m)	135		231	125	235	235
电机架构	P1+P3		P1+P3	P1+P3	P1+P3	P1+P3
电动机总功率 (kW)	132	145	160	115	130/265	177/360
电池能量 (kWh)	8.3	18.3	21.5	19.94	39.67	34
纯电续航里程 (km)	51	110	112	110	204/175	184/155
电池类型	磷酸铁锂电池		磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	三元锂电池

变速箱	E-CVT 无级变速(单档 DHT 减法器)		E-CVT 无级变速(单档 DHT 变速器)	两档 DHT	两档 DHT	两档 DHT
百公里加速 (s)	8.5	7.9	8.5	7.2	7.4/4.8	5.2
亏电油耗 (L/100km)	4.4	4.5	5.5	4.4	5.55/6.3	5.4/6.2

资料来源：公司公告，汽车之家，中信证券研究部

图 9：长城 WEY 牌 2021-22 年度分车型月销量（辆）



资料来源：中汽协，中信证券研究部

### 欧拉：细分市场挖掘阶段性成功，但产品策略存在问题

**欧拉品牌依靠好猫阶段性走量，后续产品策略存在问题。**欧拉品牌为长城旗下主要面向女性用户的纯电品牌，入门级车型黑猫和白猫 2019-2021 年快速走量，2021 年依靠爆款车型欧拉好猫实现品牌的广泛传播，但后续的芭蕾猫由于外观的受众人群过于细分，销量不及预期，闪电猫当前仍在爬坡期，叠加碳酸锂 2022H1 价格大幅上涨，公司 2022Q2 停产黑白猫牺牲了销量同时伤害了品牌形象，多因素作用下 2022 年欧拉品牌仅实现销量 10.4 万辆。2021 年 4 月上海车展上，欧拉品牌总经理董玉东接受牛车网访谈时，关于产品定义和品牌定位方面，曾表示“闪电猫只是差异化打造的开始，朋克猫属于奥黛丽赫本，复古、穿越，过于同质化会产生巨大的视觉疲劳”。然而，品类细分的战略打法和行业整体的宏观环境有关，疫情影响下 2022 年宏观经济承压，细分市场需求的萎缩程度明显高于大众市场，也对欧拉品牌 2022 年的动销产生影响。

表 4：欧拉品牌产品矩阵及竞对

	欧拉好猫	欧拉芭蕾猫	欧拉闪电猫	smart 精灵#1
外观				
定位	小型车	紧凑型车	中型车	小型 SUV
售价（万元）	12.98-16.58	16.80-19.80	18.98-26.98	17.90-27.90
车身尺寸（mm）	4235*1825*1596	4401*1867*1633	4871*1862*1500	4270*1822*1636
轴距（mm）	2650	2750	2870	2750
电机数	单电机	单电机	单电机/双电机	单电机/双电机

	欧拉好猫	欧拉芭蕾猫	欧拉闪电猫	smart 精灵#1
电动机总功率 (kW)	143/105	171	150/300	272/428
电池能量 (kWh)	49.92/45.99/47.8/57.7/59	49.92/60.5	63.87/83.49	66/49
纯电续航里程 (km)	401/501	401/500	555/600/705	400/500/535/560
电池类型	磷酸铁锂电池/三元锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池/三元锂电池	磷酸铁锂电池/三元锂电池
变速箱	固定齿比变速箱	固定齿比变速箱	固定齿比变速箱	固定齿比变速箱
百公里加速 (s)	-	-	4.3/-	6.7/3.9
亏电油耗 (L/100km)	1.56/1.5/1.47/1.49/ 1.57	1.5/1.6	1.49/1.52/1.75	1.52/1.47/1.67

资料来源：汽车之家，中信证券研究部

表 5：欧拉品牌各车型年度销量（万辆）

	2018	2019	2020	2021	2022
欧拉白猫 (R2)	-	-	0.7	2.1	0.4
欧拉黑猫 (R1)	-	2.8	4.7	6.3	2.2
欧拉好猫	-	-	0.2	5.1	6.8
欧拉芭蕾猫	-	-	-	-	0.4
欧拉闪电猫	-	-	-	-	0.6
欧拉 (ORA) iQ	0.4	1.0	0.1	-	-
合计	0.4	3.9	5.6	13.5	10.4

资料来源：中汽协，中信证券研究部

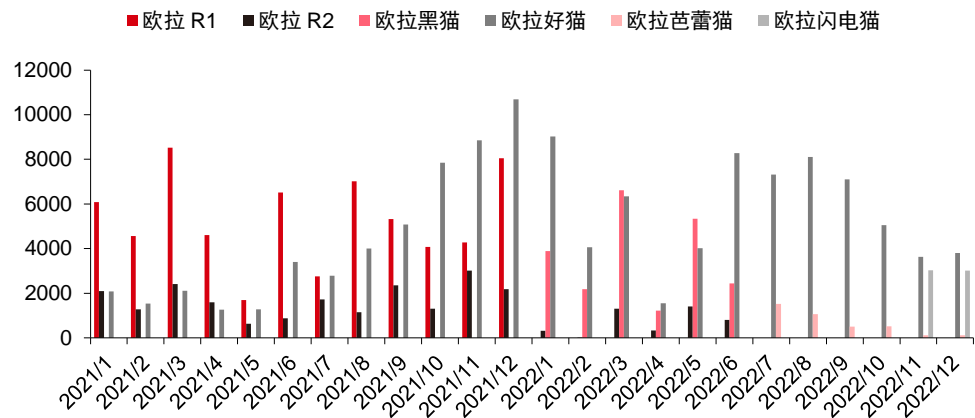
### 具体而言，欧拉品牌的发展可分为以下几个阶段：

**(1) 2018-2020 年：布局女性用车市场，入门级车型黑白猫销量爬升**，2018 年，长城汽车推出纯电动品牌欧拉，主要面向女性市场。但欧拉第一款车型 iQ 为“油改电”车型，价格区间 11.48-20.48 万元，性价比较低，2019 年销量仅 1 万辆。2019、2020 年，欧拉品牌先后推出 R1、R2 两款入门级的车型（后改名为黑猫和白猫，定价 8~10 万元），由于差异化设计及丰富的色系配置深受女性消费者青睐，2021 年销量分别为 6.3 万、2.1 万辆。

**(2) 2020-2021 年：欧拉好猫成为爆款**。2020 年 12 月，欧拉品牌爆款车型好猫上市，定价 12.98 万-16.58 万元，凭借出色的外观设计俘获大量的女性消费者，月销一度突破万台，2021、2022 年销量分别为 5.1 万、6.8 万台。

**(3) 2022 年：追求利润停产黑白猫，芭蕾猫表现低于预期**。2022 年，受困于缺芯、电池成本增加，公司在 22Q2 停产黑白猫；此外，公司分别在 2022 年 7 月、11 月上市芭蕾猫和闪电猫，希望实现价格区间的上探和欧拉品牌利润的增厚。然而，芭蕾猫的外观设计过于追求新颖别致，并非女性消费者的主流审美，最终 2022 年，芭蕾猫上市后 6 个月销量总共 3816 辆，不及预期。

图 11: 2021-2022 年月度销量 (台)



资料来源: 中汽协, 中信证券研究部

图 12: 欧拉好猫外观



资料来源: 公司官网

图 13: 欧拉芭蕾猫外观



资料来源: 公司官网

## 2022 年深蹲，2023 年再度启航

**2023 年迫切寻求新能源转型，聚焦主品类、主航道。**2022 年至今，长城汽车进行了一系列人事调整和组织架构的变革，调整股权激励目标，我们预计 2023 年依然是竞争加剧的环境，公司深刻意识到行业洗牌期战略层面销量优于利润的事实，根据公司 2022 年业绩交流会，将在 2023 年加大营销投入支撑新能源转型。公司将聚焦主品类、主价格、主级别、主风格航道，根据公司规模，哈弗、WEY、欧拉等品牌共推出 10 余款新能源产品，此外，巩固皮卡、坦克在细分市场的竞争优势，全年销量目标 160 万台，新能源渗透率 40%以上，其中哈弗品牌的新能源车型将贡献主要增量，海外销量占比 15%以上。

表 3: 长城汽车 2023 年产品规划

品牌	车型/内部代号	动力形式	种类	级别	售价/万元	上市时间
哈弗 (中低端)	哈弗二代大狗 PHEV	插混	SUV	A	13.48-15.58 万元	2023.2
	哈弗神兽 PHEV	插混	SUV	A	-	2023
	哈弗 H6 PHEV	燃油+插混	SUV	A+	预计 15 万元左右	2023

	哈弗枭龙 Max (搭载 Hi4)	插混	SUV	A+	预计 17-20 万元	2023.4
	哈弗枭龙	插混	SUV	A	预计 13-16 万元	2023.4
	新系列 B26	插混	SUV	A	-	2023
	新系列 A-级 SUV1	插混	SUV	A-	-	2023
	新系列 A-级 SUV 2	插混	SUV	A-	-	2023
欧拉 (中端, 定位女性)	朋克猫	纯电	轿车	C	预计 20 万元以上	2023
	好猫 GT	纯电	轿车	A	-	2023.4
	纯电 SUV 1	纯电	SUV	未公开	-	2023
	纯电 SUV 2	纯电	SUV	未公开	-	2023
WEY (中高端)	蓝山	插混	SUV	C	27.38-30.88 万元	2023.4
	高山	插混	MPV	MPV	-	2023.4
	WEY 品牌 MPV#1	插混	MPV	MPV	-	2023
坦克 (中高端硬派车)	坦克 300 HEV 版	混动	SUV	A	预计 20-30 万元	2022.11
	坦克 400	燃油+插混	SUV	B	预计 25-30 万元	2023
	坦克 700	燃油+插混	SUV	D	预计 35 万元左右	2023
	坦克 800	燃油+插混	SUV	D	预计 50 万元左右	2023
皮卡	山海炮	燃油	皮卡	-	22.88-30.18 万元	2022.12
	长城炮 (6x6)	燃油	皮卡	-	-	2023
沙龙 (高端)	沙龙新车					2023

资料来源: 公司 2023 年 2 月产销交流会、2022 年业绩交流会, 公司公告, 中信证券研究部预测

## 股权激励: 调整股权激励目标, 2023 年销量优于利润

**2023 年股权激励计划销量/利润目标更新为 160 万辆/60 亿元。**2021 年长城汽车基于当时的市场环境和公司状态 (2021 年全年实现销量 128 万辆, 同比+16%), 将股权激励计划中 2023 年业绩目标为“销量不低于 280 万辆, 净利润不低于 115 亿元”。2022 年由于行业竞争加剧、公司品牌战略实施不利、供应链受限等因素影响下, 全年汽车销量为 106 万辆, 同比-17%, 在此情况下, 2023 年 280 万辆的目标已然过高, 无法达到内部激励的效果。2022 年 12 月 31 日, 长城公告将 2023 年业绩目标下调为“销量不低于 160 万辆, 净利润不低于 60 亿元”, 下调后更切合实际的目标有望对内部员工起到切实的激励作用。

表 4: 长城汽车历年股权激励调整

	2020 年 4 月 28 日激励计划					2021 年激励计划					2022 年激励计划				
	销量	YoY	净利润	YoY	对应单车净利	销量	YoY	净利润	YoY	对应单车净利	销量	YoY	净利润	YoY	对应单车净利
2020	102	-4%	40.5	-10%	3971										
2021	121	19%	50	23%	4132	149		68		4564	128	67		5251	
2022	135	12%	55	10%	4074	190	27%	82	21%	4316	107	25%	83	138%	7755
2023						280	47%	115	40%	4107	160	50%	60	93%	3750

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部 注: 蓝色底色为公司实际实现销量和利润, 其余为股权激励目标, 销量单位为万辆, 净利润为亿元, 单车净利为元

## 人事变革: 组织架构变革提高运营效率

**人事调整、组织架构变革, 2023 年新体系、新面貌。**2022 年至今, 长城汽车进行了一系列人事调整和组织架构的变革, 王凤英先后辞任副董事长、总经理职务, 分别由赵国

庆和穆峰接任；2022年8月11日，长城汽车任命李瑞峰为首席增长官 CGO，负责公司品牌及国际业务战略规划。2022年12月长城对旗下品牌重新梳理：（1）将WEY牌与坦克重新整合，定位为高端智能新能源业务板块，由坦克 CEO 刘艳钊出任坦克、魏牌双品牌 CEO；（2）欧拉与沙龙整合为纯电业务板块，专注于纯电动车市场，而沙龙汽车 CEO 文飞出任沙龙、欧拉双品牌 CEO；（3）哈弗与长城皮卡基本不变，分别作为最大整车板块、皮卡车型板块，会持续投入资源并加速新能源转型进程。2023年1月30日，原领克汽车销售公司副总经理陈思英正式加入长城汽车，任职魏牌CEO兼坦克品牌营销总经理。我们认为在经历了组织架构的变革和人事更迭后，长城汽车进一步集中优势资源，全面提升运营效率和协同。

表 5：长城汽车 2022 年至今主要人事变动

时间	事件
2023年1月30日	原领克汽车销售公司副总经理陈思英正式加入长城汽车,任职魏牌 CEO 兼坦克品牌营销总经理
2022年12月8日	坦克 CEO 刘艳钊出任坦克、魏牌双品牌 CEO
2022年12月8日	沙龙汽车 CEO 文飞出任沙龙、欧拉双品牌 CEO
2022年8月11日	长城汽车任命李瑞峰为首席增长官 CGO, 并兼任魏牌 CEO, 负责公司品牌及国际业务战略规划
2022年7月24日	总经理王凤英因工作调整申请辞去公司总经理职务, 由穆峰出任长城汽车公司总经理
2022年3月	王凤英辞去副董事长的职位, 由技术出身的赵国庆接任

资料来源：公司官网，公司公告，中信证券研究部

表 6：长城汽车核心管理层履历

姓名	职位	履历
魏建军	董事长,法定代表人,执行董事	1999年毕业于河北省党校企业管理专业,省十届人大代表。现任长城汽车股份有限公司董事长、执行董事。
穆峰	总经理	2007年加入长城汽车公司,曾任公司研发负责人、商品战略负责人、整车业务负责人,现同时负责管理公司技术研发分公司 2022年7月,任长城汽车公司总经理。
赵国庆	副董事长,副总经理,执行董事	2000年加入长城汽车,曾任制造事业部人力资源部部长、综合管理部部长、技术研究院副院长。2010年6月任长城汽车股份有限公司副总经理。2022年任执行董事、副董事长。
李瑞峰	首席增长官 CGO	2017年获得河北科技大学工商管理(MBA)硕士学位。2003年加入长城汽车,历任长城汽车销售公司副总经理、销售公司国内市场管理系统副总经理、销售公司总经理。2022年升任长城汽车股份有限公司 CGO,统管公司品牌业务。

姓名	职位	履历
果铁夫	品牌公关总经理	毕业于比利时根特大学管理学硕士学位，曾任宝沃汽车集团营销公司常务副总经理、高合汽车市场与公关传播高级总监、路特斯中国担任市场高级总监。服务奥迪、宾利、捷豹路虎等车企负责营销策划。现任长城汽车品牌公关总经理，负责长城汽车企业品牌和技术品牌建设，以及对外媒体公关相关工作。
陈思英	魏品牌 CEO 兼坦克品牌营销总经理	有超 20 年的汽车行业经验，曾供职南京菲亚特、上海汽车乘用车销售公司、北京汽车股份有限公司、北京汽车销售有限公司、领克汽车销售公司，在多个营销管理岗位担任高管职务。
刘艳钊	坦克 CEO	历任长城汽车制造事业部任总装车间组装线组长、长城汽车制造事业部任商品技术部技术员、长城技术中心第三研究中心院长、长城 WEY 品牌副总经理、WEY 品牌 CTO 及坦克品牌 CEO，是从一线制造岗位一步步成长起来的技术型高管精英。
文飞	沙龙和欧拉双品牌 CEO	北京大学光华管理学院 MBA 硕士，历任东风日产市场部副部长、沃尔沃市场部部长、长城汽车销售公司营销副总经理、哈弗品牌营销总经理及总经理。

资料来源：公司官网，中信证券研究部

## 哈弗：混动转型再出发，有望驱动新能源销量占比提升

**纯新能源的新产品新序列+纯新能源的销售新渠道是自主品牌混动转型的标配。**经历了过去两年混动产品的市场探索，我们认为混动产品的定位和市场营销的生态位非常独特，既不是简单的“燃油车用户切换”的逻辑，也和纯电车型的品牌拓展有所不同。当前混动产品在中国乘用车市场的营销需要迎合“燃油车用户的使用需求”，同时具备“新能源的品牌流量”。这意味着传统车企的混动战略转型若要取得成功大概率需要在渠道、产品序列乃至品牌上做创新，和传统燃油车形象做割席。吉利通过设立新的纯新能源的产品序列，有望撕去过去吉利品牌产品过强的“燃油车”标签，培育用户对吉利新能源产品与品牌的认知。从消费者对竞品认知的角度看，新的产品序列也将对原有的产品序列形成区隔，内部竞对、特别是和内部燃油车竞对、“左手打右手”的情况有望大幅减少。此外，通过设立新的纯新能源车型销售渠道，有望增加用户对其新能源产品的触及，渠道也将对新能源汽车销售和宣传有更为充分的准备和更高的积极性。

图 10：自主车企新能源路线探索对比图

车企	产品	燃料类型	全系新能源	独立渠道	独立产品序列	新Logo	技术路线
 <b>长安汽车</b> CHANGAN AUTO	 UNI	纯燃油	⊗	⊗	⊙	⊗	燃油
	 UNI-K IDD	燃油基础上混动	⊗	⊗	⊗	⊗	P2
		纯电/增程/氢能	⊙	⊙	⊙	⊙	增程+纯电
 <b>吉利汽车</b> GEELY AUTO	第一代雷神混动产品	混动	⊗	⊗	⊗	⊗	三档串并联 双电机
	银河	混动/纯电	⊙	⊙	⊙	⊗	三档串并联 双电机
 <b>长城汽车</b> Great Wall Motors	第一代柠檬混动产品	燃油/混动	⊗	⊗	⊗	⊗	两档串并联 双电机
	新系列	混动/纯电	⊙	⊙	⊙	⊗	两档串并联 双电机
 <b>广汽集团</b> GAC GROUP	 广汽埃安 GAC AION	纯电	⊙	⊙	⊙	⊙	两档双电机 “四合一” 集成电驱

资料来源：各公司公告、官网，中信证券研究部绘制

**长城新能源干货大会发布 Hi4 混动系统。**2023 年 3 月 10 日，公司召开长城新能源干货大会发布了“长城智能新能源，更省更远更安全”的新能源宣言之外，还发布了新一代混动技术，即以森林生态为基石的 Hi4 智能四驱电混技术（其中，H 代表混动 Hybrid；i 代表智能 intelligent；4 代表 4WD 四驱系统）。Hi4 智能四驱电混技术 2 套动力总成（1.5L+70kW 前电机+150kW 后电机，1.5T+70kW 前电机+150kW 后电机），分别搭配 19.94kWh 和 27.5kWh 电池包，纯电续航都能超过 100 公里，最高系统功率 340kW，可以覆盖 A-C 级车型。根据公司新能源干货大会，Hi4 智能四驱电混技术将于 4 月发布的哈弗枭龙 Max 上亮相，并且将于 2024 年的新能源产品上全面搭载。新一点混动技术的最大亮点在于：

**(1) 四驱的体验，两驱的价格：**采用动力源双轴分布的新构型，通过双电机分布式的布置，实现了串并联的四驱电混架构；运用 iTVC 智能扭矩矢量控制系统，依托电机悬变对车速的高精度感知，iTVC 通过毫秒级的频次快速的对前后轴的扭距进行分配和动态调节，有效地抑制了低辅路面的打滑以及过弯时的转向不足或者转向过度，大幅提升了操控的稳定性和驾驶的安全性；设计的两档机电耦合单元，实现了发动机直驱进全速域的工况覆盖，满足了用户全场景的驾驶需求。

**(2) 四驱的性能，两驱的能耗：**全新纯电四驱下百公里加速缩短 1.8s；通过 iTVC 对轮端扭距的调控，全速域加速度可提升 40%以上，0-50km/h 的加速时间仅为 2.88s，较传统的双电机提升近 1s；此外，Hi4 架构下关键组件的寿命可延长 1.3 倍以上，智能能量管理系统加持下整车能效提升约 8%，1.5L/1.5T 两款混动专用发动机最高热效率可达 41.5%，前驱动模块的传动效率达 98%，后驱动模块电机效率达 96.5%。

图 11：长城汽车 Hi4 智能四驱电混技术



资料来源：长城汽车新能源干货发布会

图 12：哈弗枭龙 Max 外观



资料来源：公司官网

图 13：哈弗枭龙外观



资料来源：公司官网

## WEY：蓝山咖啡定价超预期，品牌定位回归主航道、主价格

**WEY 品牌旗舰车型蓝山定价超预期，预计稳态月销 3000~5000 辆。**长城 WEY 牌发布三排六座中大型 SUV 蓝山 DHT-PHEV，两驱、四驱奔奔售价分别为 27.38 万元/30.88 万元，与理想 L8 起售价相差 6.6 万元（理想 L8 Air、Pro、Max 分别为 33.98 万、35.98 万、39.98 万元），定价超市场预期。（1）车身空间大、舒适性配置丰富：车长 5156mm，轴距 3050mm（介于理想 L8 和 L9 之间，分别为 3005/3105mm），车内有效空间近 5m<sup>2</sup>；配备女神副驾（零重力座椅、27 英寸 4k 娱乐屏、化妆镜+开放式储物空间）；二排座椅配备电动调节、通风加热、电动腿托、小桌板，第三排坐姿高度、坐垫长度、靠背长度分别为 340/540/540mm，领先理想 L8（对应分别为 290/515/510mm）；（2）动力性能优秀：

四驱版本综合功率 380kw、零百加速 4.9s (理想 L8: 5.5s)、馈电油耗 6.7L/100km (理想 L8: 7.7L), WLTC 纯电续航 180km、综合续航 1100km; (3) 智能化: 配备 Coffee Pilot 2.5 行泊一体方案, 26 颗传感器, 搭载 25 英寸 HUD, 根据 WEY 蓝山咖啡发布会, 公司还将在 23Q3 推出激光雷达版本。

**WEY 品牌定位回归“主航道、主价格”，有望扭转销量颓势。**复盘 WEY 品牌发展历史，WEY 品牌自成立之初便承载着公司品牌向上的重任（定价 15 万元以上，高于哈弗品牌），第一代车型 VV 系列依靠智能化和内外饰的优势在推出后销量快速增长，混动转型阶段咖啡系列（定价 16 万元以上）与竞品相比性价比不足，2022 年，玛奇朵、摩卡、拿铁 PHEV 车型销量分别为 1868、5968、9654 辆，WEY 品牌整体销量实现 3.6 万辆（同比-75%），不及市场预期。公司此次 WEY 品牌旗舰产品蓝山咖啡定价超预期，表明品牌定位将回归“主航道、主价格”，根据公司 2022 年业绩交流会，公司还将在 2023 年推出 2 款中续航 MPV、拿铁和摩卡中续航版本，继续实现 WEY 品牌向主流价格带的下探，新产品谱系有望扭转销量颓势。

图 9: 蓝山 DHT-PHEV 外观图（正面图）



资料来源：广州车展 WEY 品牌蓝山车型发布会

图 10: 蓝山 DHT-PHEV 外观图（侧面图）



资料来源：广州车展 WEY 品牌蓝山车型发布会

表 7: WEY 蓝山咖啡和理想 L8 竞对

	魏牌蓝山		理想 L8		
	四驱长续航版	两驱长续航版	Max	Pro	Air
外观					
价格(万元)	30.88	27.38	39.98	35.98	33.98
定位	中大型 SUV		中大型 SUV		
尺寸 (mm)	5156*1980*1805		5080*1995*1800		
轴距 (mm)	3050		3005		
重量 (kg)	2558	2395	2480	2470	
电池容量 (kWh)	42.5	35	40.9		

续航里程 (km)	WLTC: 纯电 180/ 综合 1200	WLTC: 纯电 153/ 综合 1200	WLTC: 纯电 168/综合 1100		
最大总功率 (kW)	380	243	330		
电池类型	三元锂电池		三元锂电池		
电机数	双电机	单电机	双电机		
舒 零百加速 (s)	4.9	9.8	5.5		
适 空气悬架	-		标配	-	
/ 天幕玻璃	可开启全景天窗		分段式不可开启天窗		
操 电动调节座椅	一二排标配		全车标配		
芯片	未知	双高通 8155	高通 8155		
中控屏幕 (英寸)	27 (中控屏+副驾屏)		15.7		
智 仪表屏幕 (英寸)	12.3		4.8		
座 后排屏幕 (英寸)	-		15.7	-	
舱 其他屏幕	-		副驾娱乐屏 15.7 英寸		
HUD	标配		标配		
音响	未知		7.3.4 杜比全景声影音系统		
芯片	未知	双英伟达 Orin-X	地平线征程 5		
算力 (TOPS)	未知	508	128		
辅 激光雷达	-		1	-	
助 摄像头个数	9	5	11	10	
驶 毫米波雷达	5		1		
超声波雷达	12	8	12		
传感器总数	26	18	25	23	
交付时间	2023Q2		2022 年 11 月	2022 年 11 月	2023 年 4 月

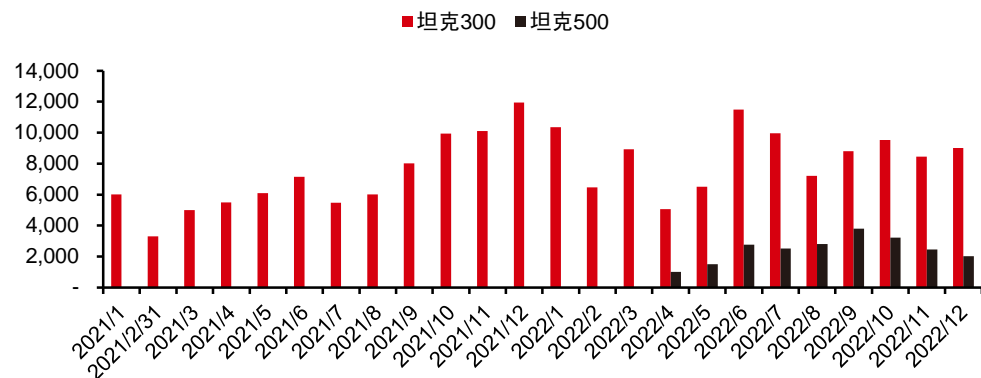
资料来源：汽车之家，中信证券研究部

## 坦克和皮卡：竞争优势明显，共筑利润基盘

坦克系列主打越野车市场，以技术优势和性价比抢占市场份额。在坦克系列推出之前，国内在越野车市场缺乏具有性价比的供给，2020 年之前，国内越野车价格区间呈现“沙漏型”分布，即 60 万元以上与 20 万元以下的越野车销量相当。而美国市场越野车价格分布呈现明显的“价低量高、价高量低”的金字塔型，其中 2.5 万~3.5 万美元（即 16.2~22.6 万元）价格带的广义越野车销量最高。越野车的制造难点不在于“大梁”或是“差速锁”本身的机械结构，而在于非承载式车身的设计和调教功底：越野车的油耗、碰撞安全、驾驶操纵性和 NVH 问题较承载式车身都更为复杂。由于越野车市场本身小众，此前绝大多数自主品牌并没有在非承载式车身上有技术积累，长城汽车的坦克平台是当前自主品牌中少数的非承载式车身的模块化平台。长城坦克 300（售价 19.88 万-30.28 万元）凭借较高的性价比实现快速上量，月销最高逼近 1.2 万辆。2021、2022 年分别实现销量 8.5 万辆、10.2 万辆。

**坦克品牌全系混动化开启，产品谱系持续完善。**根据公司在 1 月产销交流会上表示，公司计划在 2023 年 4 月份推出坦克 500 PHEV，年中推出坦克 300 PHEV，全系混动化正式开启，我们认为市场对坦克系列混动化的必要性和插混产品的产品力有所低估。一方面，坦克 500 PHEV 采用 P2 架构，搭载 2.0T+9HAT 的动力总成，加上电机，带来 300kW 的综合功率，以及 750N·m 的综合扭矩(坦克 500 搭载 3.0T V6 发动机，最大功率 265kW，最大扭矩 500Nm)，PHEV 车型能够实现更大的低速下扭矩爆发；另一方面，越野车使用场景中郊区场景相对较多，对反向充电的需求较高，PHEV 产品在这一方面相较于燃油车能够非常明显地提升越野车主郊游体验。另外，PHEV 在降低油耗、在能量回收、推背感等操控方面相较于燃油车也有明显提升。我们看好坦克系列继续夯实在国内越野车市场的地位，预计 2023/24/25 年坦克系列销量实现 18 万/25 万/30 万辆。

图 14：2021-2022 年坦克 300、坦克 500 月销量（辆）



资料来源：Marklines，中信证券研究部

图 15：坦克 300



资料来源：长城汽车官网

图 16：坦克 500 PHEV

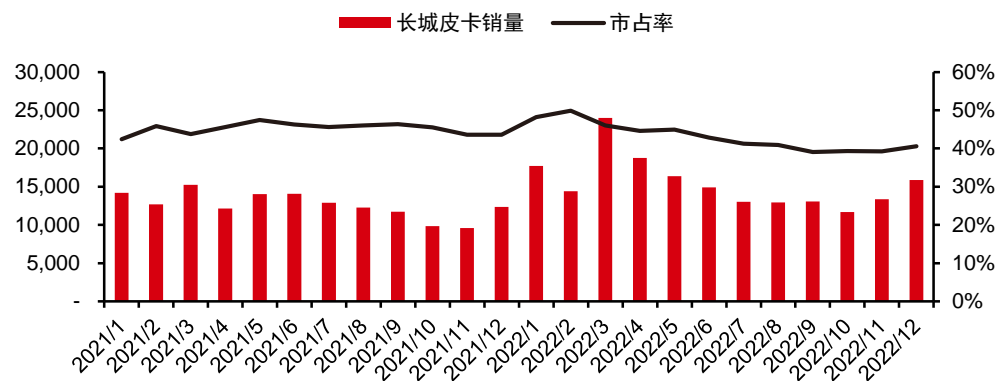


资料来源：长城汽车官网

**长城炮月销稳定在万台水平，山海炮 2022 年广州车展发售。**长城炮为长城皮卡产品主力车型，在售细分配置车型 20 余款，覆盖乘用车皮卡、商用皮卡、越野皮卡三个品类，厂商指导价 9.78 万-29.00 万元，2022 年长城炮月销稳定在万台左右的水平，最高达到

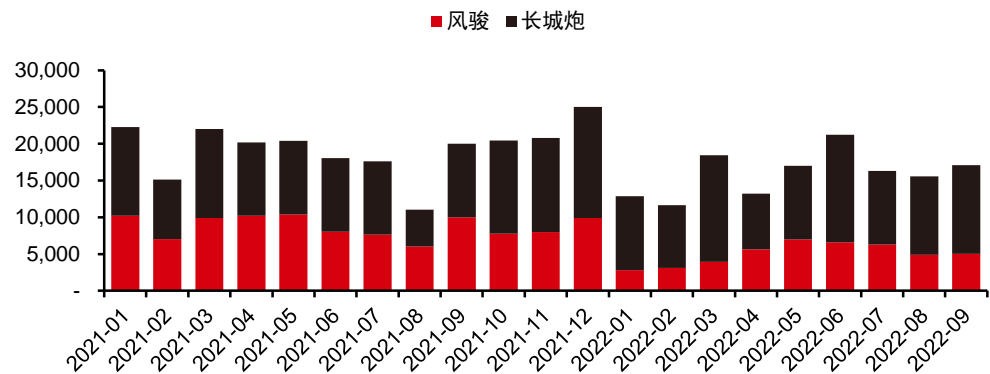
14674 台，叠加风骏 5 千台左右的月销量，2022 年长城皮卡市占率（零售口径）稳定在 40%左右。2022 年 12 月广州车展上，长城携新一代中高端皮卡车型山海炮亮相，山海炮柴油、汽油+48V 轻混版分别搭载 2.4T、3.0T 发动机，均配备 9AT 变速箱，并全系标配博格华纳 4A+MLOCK 四驱系统，最大功率分别为 137、265Kw，起售价分别为 22.88 万元、25.88 万元。此外，根据公司官方微信公众号，上海车展上长城将亮相发布中国首个 6×6 超级越野平台技术，国内首创“3 轴 6 驱 5 把锁”，将在长城炮将率先应用。中国首个 6×6 超级越野平台将迎来全球首秀，开创全新品类，引领中国硬派越野向上进阶。我们认为长城未来 2-3 年将继续完善在皮卡领域的产品布局，预计 2023/24/25 年年皮卡系列销量实现 20 万/25 万/27 万辆。

图：2021-2022 年皮卡零售销量（辆，%）



资料来源：Marklines，中信证券研究部

图：2021-2022 年 9 月长城皮卡分车型批发销量（辆）



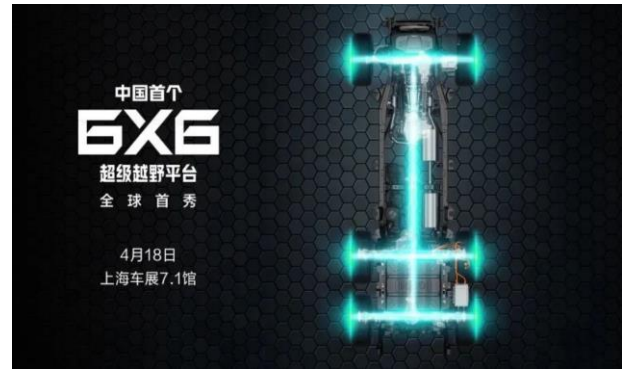
资料来源：Marklines，中信证券研究部

图 17：长城山海炮外观



资料来源：公司官网

图 18：长城 6×6 超级越野平台



资料来源：公司官方微信公众号

## ■ 风险因素

**公司新车型交付时间延后：**若因为供应链波动等因素使得车型延期交付将对公司收入、利润带来影响；此外，交车周期延后，消费者等车周期变长，可能会造成负面情绪的蔓延，影响公司的品牌形象；

**公司新车销量不达预期：**若由于重大安全事故、消费者用车体验较差等原因使得新车型动销受到影响，车型销量不及市场预期，公司收入、利润将承压，同时将对公司品牌力带来负面影响，后续车型投放也将受到一定的影响；

**芯片供应紧张影响整车供给能力：**若由于物流、上游生产等因素导致芯片供应水平不足，公司无法按时完成新车交付将影响收入，同时产能爬坡节奏也将受影响，规模效应无法快速释放，单车折旧摊销等成本将会提升，进而影响业绩；

**终端市场价格战演化程度超预期：**若行业竞争加剧，终端在售车型增多，车企之间价格战日益激烈，公司产品随之降价或者销量下滑，将引起收入萎缩，此外市场促销费用等营销费用的增多亦将导致费用率提高，进而影响利润水平。

## ■ 投资逻辑

公司 2020-2021 年曾凭借欧拉、WEY 两大新能源品牌的布局在自主品牌新能源转型中处于阶段性的领先地位，但 2022 年公司受限于物料、品牌战略推进不及预期，销量明显下滑，业绩不及预期。考虑到 2023 年预计依然是竞争加剧的环境，公司深刻意识到行业洗牌期战略层面销量优于利润的事实，根据公司 2022 年业绩交流会，将在 2023 年加大营销投入支撑新能源转型。我们看好公司哈弗品牌在混动转型的进展，预计销量止跌回升，此外 WEY、欧拉等品牌料也将在人事调整和品牌梳理后迎来销量的反弹，预计公司 2023/24/25 年销量分别实现 120 万、150 万、175 万辆，其中，哈弗品牌分别实现 71 万、85 万辆。

表 8: 长城汽车 2021-2024E 销量预测 (万辆)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
合计	128	106	120	150	175
哈弗	77.0	61.7	65	71	85
WEY	5.8	3.6	5	9	13
皮卡	23.3	18.7	20	25	27
欧拉	13.5	9.8	12	20	20
坦克	8.5	12	18	25	30

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

毛利率和费用率方面, 我们认为 2023 年行业竞争激烈, 公司毛利率将会承压, 由于 2022 年公司销量承压, 费用率应为阶段性高点, 预计 2023 年随着收入的增长, 费用率有望下降, 预计 2023/24/25 年公司销售费用率分别为 4.3%/4.1%/3.9%, 管理费用率分别为 3.5%/3.3%/3.2%, 研发费用率分别为 4.1%/4.4%/4.1%。

表 9: 2022~2024 年长城汽车毛利率和费用率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	16.2%	19.4%	18.2%	18.5%	18.7%
销售费用率	3.8%	4.3%	4.3%	4.1%	3.9%
管理费用率	3.0%	3.6%	3.5%	3.3%	3.2%
研发费用率	3.3%	4.7%	4.1%	4.4%	4.1%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

我们维持 2023/24/25 年 EPS 预测 0.71/0.86/1.05 元。参考过去 3 年公司港股 PE 中枢约 17 倍, 维持公司 2023 年港股 17 倍 PE, 维持目标价 14 港元。AH 溢价长期存在, 过去 3 年公司 A 股 PE 中枢约为 45 倍, 给予长城汽车 (A) 2023 年 45 倍 PE, 维持目标价 32 元。维持长城汽车 (A+H) “买入” 评级。

表 10: 2021~2025 年长城汽车盈利预测及估值水平

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	136,405	137,340	149,674	183,521	220,455
营业收入增长率 YoY	32.0%	0.7%	9.0%	22.6%	20.1%
净利润(百万元)	6,726	8,266	6,044	7,274	8,936
净利润增长率 YoY	25.4%	22.9%	-26.9%	20.4%	22.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.79	0.97	0.71	0.86	1.05
毛利率	16.2%	19.4%	18.2%	18.5%	18.7%
净资产收益率 ROE	10.8%	12.7%	8.8%	9.7%	10.8%
每股净资产 (元)	7.32	7.68	8.09	8.84	9.74
PE	37.5	30.6	41.8	34.5	28.2
PB	4.1	3.9	3.7	3.4	3.0
PS	1.8	1.8	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	22.7	22.5	25.3	20.0	16.9

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2023 年 4 月 18 日收盘价

## ■ 相关研究

- 长城汽车（601633.SH，02333.HK）重大事项点评—WEY 蓝山咖啡定价超预期，品牌定位回归主航道、主价格 (2023-04-17)
- 长城汽车（601633.SH，02333.HK）2022 年年报点评—22Q4 业绩承压，哈弗新能源转型值得期待 (2023-04-03)
- 长城汽车（601633.SH，02333.HK）2022 年业绩快报点评—22Q4 业绩不及预期，23 年增量先于保利 (2023-02-05)
- 汽车行业 2023 年投资策略—以迂为直，以患为利 (2022-11-18)
- 汽车行业基金持仓分析报告—22Q3 汽车板块景气持续，基金持仓维持高位 (2022-11-16)
- 汽车行业 2022 年三季度报回顾及展望—行业 Q3 业绩环比修复，机遇与挑战并存 (2022-11-13)
- 长城汽车（601633.SH，02333.HK）2022 年三季度报点评—Q3 业绩超预期，新能源车和出海值得期待 (2022-10-26)
- 汽车行业 2022 年中报回顾及展望—何妨吟啸且徐行 (2022-09-08)
- 长城汽车（601633.SH，02333.HK）2022 年中报点评—销售结构优化提升毛利，混动新产品有望密集推出 (2022-09-06)
- 长城汽车（601633.SH/02333.HK）重大事项点评—哈弗 H6 DHT 发布，新能源步伐加速 (2022-08-23)
- 长城汽车（601633.SH，02333.HK）2022 年 7 月销量点评—7 月销量符合预期，期待哈弗混动车型年内上市 (2022-08-11)
- 长城汽车（601633.SH，02333.HK）2022 年中报业绩预告点评—汇兑损益致使非经损益超预期，下半年逐季改善 (2022-07-26)
- 汽车行业 2022 年下半年投资策略—总量需求回暖，科技创新迭代：电动智能汽车按下加速键 (2022-06-24)
- 科技产业 2022 年下半年投资策略—数智化加速，智能汽车先行 (2022-06-20)
- 汽车行业重大事项点评—购置税减免细节落地，行业销量有望快速修复 (2022-05-31)
- 汽车行业重大事项点评—汽车消费刺激政策将落地，行业将迎来反转 (2022-05-24)
- 长城汽车（601633.SH，02333.HK）2022 年一季度报点评—一季度业绩超预期，单车盈利向好 (2022-04-26)

**利润表 (百万元)**

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	136,405	137,340	149,674	183,521	220,455
营业成本	114,367	110,739	122,434	149,569	179,230
毛利率	16.2%	19.4%	18.2%	18.5%	18.7%
税金及附加	4,234	5,121	4,950	6,203	7,654
销售费用	5,192	5,876	6,436	7,524	8,598
销售费用率	3.8%	4.3%	4.3%	4.1%	3.9%
管理费用	4,043	4,893	5,239	6,056	7,055
管理费用率	3.0%	3.6%	3.5%	3.3%	3.2%
财务费用	(448)	(2,488)	1,065	1,994	2,303
财务费用率	-0.3%	-1.8%	0.7%	1.1%	1.0%
研发费用	4,490	6,445	6,137	8,075	9,039
研发费用率	3.3%	4.7%	4.1%	4.4%	4.1%
投资收益	1,109	671	1,500	1,875	1,349
EBITDA	12,412	12,514	11,107	14,053	16,613
营业利润	6,369	7,967	5,910	7,052	8,890
营业利润率	4.67%	5.80%	3.95%	3.84%	4.03%
营业外收入	1,161	886	847	965	899
营业外支出	47	46	37	44	42
利润总额	7,482	8,807	6,719	7,973	9,747
所得税	757	554	678	704	819
所得税率	10.1%	6.3%	10.1%	8.8%	8.4%
少数股东损益	(1)	(13)	(4)	(6)	(9)
归属于母公司股东的净利润	6,726	8,266	6,044	7,274	8,936
净利率	4.9%	6.0%	4.0%	4.0%	4.1%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	33,048	35,773	32,128	43,886	52,488
存货	13,966	22,375	16,766	22,971	29,411
应收账款	5,422	6,611	6,286	7,945	9,805
其他流动资产	55,930	42,922	64,539	64,393	74,729
流动资产	108,366	107,681	119,719	139,196	166,433
固定资产	27,441	26,949	32,629	37,349	38,594
长期股权投资	9,524	10,286	10,286	10,286	10,286
无形资产	7,091	8,197	8,327	8,457	8,587
其他长期资产	22,986	32,245	33,331	34,697	36,019
非流动资产	67,042	77,677	84,572	90,788	93,485
资产总计	175,408	185,357	204,291	229,985	259,918
短期借款	5,204	5,943	38,325	50,238	61,469
应付账款	37,083	29,306	39,867	45,594	53,476
其他流动负债	53,309	60,553	33,132	34,752	37,983
流动负债	95,597	95,802	111,324	130,584	152,929
长期借款	8,656	15,406	15,406	15,406	15,406
其他长期负债	9,026	8,934	8,934	8,934	8,934
非流动性负债	17,683	24,339	24,339	24,339	24,339
负债合计	113,280	120,141	135,664	154,923	177,268
股本	9,236	8,765	8,487	8,487	8,487
资本公积	4,872	2,126	2,404	2,404	2,404
归属于母公司所有者权益合计	62,124	65,201	68,616	75,056	82,653
少数股东权益	4	15	11	5	-3
股东权益合计	62,128	65,216	68,627	75,061	82,650
负债股东权益总计	175,408	185,357	204,291	229,985	259,918

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后利润	6,725	8,253	6,041	7,269	8,927
折旧和摊销	5,377	6,182	3,320	4,080	4,555
营运资金的变化	24,154	-1,909	-32,621	-405	-7,596
其他经营现金流	-940	-215	-513	-29	891
经营现金流合计	35,316	12,311	-23,773	10,915	6,777
资本支出	-13,091	-16,301	-8,530	-8,530	-5,530
投资收益	1,109	671	1,500	1,875	1,349
其他投资现金流	807	5,125	-1,529	-1,587	-1,584
投资现金流合计	-11,175	-10,505	-8,559	-8,242	-5,765
权益变化	807	357	0	0	0
负债变化	11,781	21,738	32,381	11,914	11,231
股利支出	0	-646	-2,629	-835	-1,339
其他融资现金流	-22,221	-24,581	-1,065	-1,994	-2,303
融资现金流合计	-9,632	-3,133	28,687	9,085	7,589
现金及现金等价物净增加额	14,509	-1,327	-3,645	11,758	8,601

**主要财务指标**

指标名称	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	32.0%	0.7%	9.0%	22.6%	20.1%
营业利润	10.7%	25.1%	-25.8%	19.3%	26.1%
净利润	25.4%	22.9%	-26.9%	20.4%	22.8%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	16.2%	19.4%	18.2%	18.5%	18.7%
EBITDA Margin	9.1%	9.1%	7.4%	7.7%	7.5%
净利率	4.9%	6.0%	4.0%	4.0%	4.1%
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	10.8%	12.7%	8.8%	9.7%	10.8%
总资产收益率	3.8%	4.5%	3.0%	3.2%	3.4%
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	64.6%	64.8%	66.4%	67.4%	68.2%
所得税率	10.1%	6.3%	10.1%	8.8%	8.4%
股利支付率	9.6%	31.8%	13.8%	18.4%	21.3%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。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、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd. 地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624, 电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ00001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH00001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM00010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 [Compliance-India@cls.com](mailto:Compliance-India@cls.com)。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。**