

长城汽车 (601633)

2025年报点评:业绩受销管研费用高增影响,新品周期仍强势

2026年04月01日

买入 (维持)

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 孟璐

执业证书: S0600524100001
mengl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	202,194	222,824	289,000	345,000	418,550
同比 (%)	16.73	10.20	29.70	19.38	21.32
归母净利润 (百万元)	12,660	9,865	13,299	16,287	21,128
同比 (%)	80.30	(22.07)	34.81	22.47	29.72
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.48	1.15	1.55	1.90	2.47
P/E (现价&最新摊薄)	14.11	18.11	13.44	10.97	8.46

投资要点

- **公告要点:** 公司公告 2025 年营收 2228.2 亿元, 同比+10.2%, 归母净利润 98.7 亿元, 同比-22.1%, 扣非后归母净利润 60.6 亿元, 同比-37.5%。2025Q4 公司实现营收 692 亿元, 同环比+16%/+13%; 实现归母净利润 12.3 亿元, 同环比-46%/-46%; 实现扣非后归母净利润 5.8 亿元, 同环比分别-57%/-69%。
- **Q4 业绩受销管研费用高增影响。1) 营收层面: 出口/魏牌销量占比同比提升, 销量/ASP 同比均改善。**公司 Q4 批发销量合计 40 万辆, 同环比分别+5%/+13%。销量结构上, 高山系列热销下 Q4 魏牌销量占比环比+1pct。出口方面, 公司 Q4 共出口 17 万辆, 同环比分别+33%/+26%, 主要为哈弗品牌出口量同环比提升。公司 Q4 ASP 17.3 万元, 同比+9.5%。**2) 毛利率:** Q4 公司毛利率为 17.3%, 同环比分别+0.7/-1.2pct。**3) 费用率:** Q4 公司销管研费用率分别为 4.8%/2.7%/5.5%, 同比分别+2.2/-0.2/+0.3pct, 环比分别 0/+1.1/+1.6pct。费用率同环比提升主要原因为 25Q4 年终奖计提影响, 以及 25 年全年直营渠道投入较多, 店面效率仍在提升中, 此外加大新车新技术宣传导致的费用增加。**4) 最终公司 Q4 实现归母净利润 12.3 亿元, 单车净利 0.3 万元。**
- **深耕电动智能化技术, 同时不断完善全球市场布局。**技术方面, 长城汽车深耕 Hi4 电混、柠檬混动、坦克平台等成熟技术, 同时推进 VLA 智能驾驶大模型、归元平台等前沿技术的研发与落地。国际化方面, 公司持续推进“生态出海”战略, 不断完善全球市场布局, 并且巴西工厂于 2025 年 8 月正式投产, 进一步提升了本地化生产能力。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑市场竞争加剧同时上游原材料涨价影响, 我们下修公司 2026/2027 年归母净利润预期至 133/163 亿元 (原为 174/221 亿元), 我们预期公司 2028 年归母净利润为 211 亿元, 对应 PE 为 13/11/8 倍。由于魏牌/欧拉在 2026 年迎来较强新品周期, 坦克泛越野版本陆续上市拓展目标人群, 我们仍维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海外市场需求低于预期; 国内乘用车价格竞争超预期; 汇率波动风险; 海外市场政策变化风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.63
一年最低/最高价	19.73/26.87
市净率(倍)	2.02
流通 A 股市值(百万元)	128,096.69
总市值(百万元)	176,548.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.23
资产负债率(% ,LF)	60.99
总股本(百万股)	8,557.87
流通 A 股(百万股)	6,209.24

相关研究

- 《长城汽车(601633): 2025 年三季度报点评: 业绩受报废税返还确认节奏干扰, 新品周期仍强势》
2025-10-27
- 《长城汽车(601633): 2025 年半年报点评: 业绩符合预期, 新品周期强势》
2025-08-31

长城汽车三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	137,647	196,611	244,666	303,539	营业总收入	222,824	289,000	345,000	418,550
货币资金及交易性金融资产	63,812	81,610	120,236	148,255	营业成本(含金融类)	182,622	234,736	278,991	336,769
经营性应收款项	37,214	65,161	68,346	88,629	税金及附加	8,483	10,982	13,110	15,905
存货	26,148	38,130	42,958	51,592	销售费用	11,273	14,450	16,905	20,090
合同资产	41	53	63	76	管理费用	4,747	5,780	6,900	8,371
其他流动资产	10,433	11,658	13,063	14,986	研发费用	10,432	13,005	14,835	17,579
非流动资产	87,641	84,554	81,386	79,427	财务费用	(1,970)	(1,531)	(474)	(624)
长期股权投资	12,222	12,895	13,568	14,241	加:其他收益	4,042	4,000	4,500	4,500
固定资产及使用权资产	32,415	29,508	26,425	23,348	投资净收益	574	600	600	600
在建工程	5,760	4,284	2,956	2,840	公允价值变动	167	40	44	48
无形资产	12,235	13,157	13,602	14,106	减值损失	(589)	(802)	(870)	(958)
商誉	28	28	28	28	资产处置收益	104	170	120	220
长期待摊费用	891	1,211	1,532	1,852	营业利润	11,534	15,587	19,127	24,871
其他非流动资产	24,091	23,471	23,276	23,011	营业外净收支	224	246	263	282
资产总计	225,288	281,166	326,052	382,966	利润总额	11,758	15,833	19,390	25,152
流动负债	126,216	166,194	193,368	227,596	减:所得税	1,893	2,533	3,102	4,024
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,727	9,727	9,727	9,727	净利润	9,865	13,300	16,288	21,128
经营性应付款项	79,647	110,217	129,737	153,868	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	13,157	16,557	19,951	24,033	归属母公司净利润	9,865	13,299	16,287	21,128
其他流动负债	23,684	29,693	33,952	39,967	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.15	1.55	1.90	2.47
非流动负债	11,180	13,030	13,630	14,280	EBIT	8,761	10,047	14,259	19,836
长期借款	1,069	3,069	3,169	3,269	EBITDA	20,052	20,698	24,945	30,475
应付债券	3,690	3,840	3,940	3,990	毛利率(%)	18.04	18.78	19.13	19.54
租赁负债	1,882	1,582	1,982	2,482	归母净利率(%)	4.43	4.60	4.72	5.05
其他非流动负债	4,539	4,539	4,539	4,539	收入增长率(%)	10.20	29.70	19.38	21.32
负债合计	137,396	179,224	206,998	241,876	归母净利润增长率(%)	(22.07)	34.81	22.47	29.72
归属母公司股东权益	87,892	101,941	119,054	141,089					
少数股东权益	0	0	0	1					
所有者权益合计	87,892	101,941	119,054	141,090					
负债和股东权益	225,288	281,166	326,052	382,966					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	40,355	23,265	45,397	35,805	每股净资产(元)	10.23	11.87	13.87	16.45
投资活动现金流	(29,154)	(21,997)	(24,649)	(24,353)	最新发行在外股份(百万股)	8,558	8,558	8,558	8,558
筹资活动现金流	(13,445)	1,093	(239)	(212)	ROIC(%)	7.16	7.52	9.28	11.17
现金净增加额	(1,953)	2,361	20,510	11,240	ROE-摊薄(%)	11.22	13.05	13.68	14.97
折旧和摊销	11,291	10,651	10,686	10,639	资产负债率(%)	60.99	63.74	63.49	63.16
资本开支	(10,911)	(6,488)	(6,250)	(7,417)	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.11	13.44	10.97	8.46
营运资本变动	20,460	(1,218)	17,710	3,334	P/B (现价)	2.04	1.76	1.51	1.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>