

公司研究

全年业绩符合预期，聚焦智能新能源技术跃迁+高质量全球化

——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2024 年报业绩点评

要点

全年业绩符合预期：2024 年公司总收入同比+16.7%至 2,022.0 亿元（vs. 我们预期 2,054 亿元），归母净利润同比+80.8%至 126.9 亿元（vs. 我们预期 128 亿元），扣非后归母净利润同比+101.4%至 97.4 亿元；其中，4Q24 公司收入同比+11.6%/环比+17.9%至 599.4 亿元，归母净利润同比+11.7%/环比-32.4%至 22.6 亿元，扣非后归母净利润同比+32.7%/环比-50.0%至 13.6 亿元。我们测算，公司 4Q24 扣非后单车盈利同比+28.2%/环比-61.2%至 0.36 万，单季度盈利环比下降主要由于年终奖一次性计提，剔除后预计单车盈利稳中有增。

高端化持续优化产品结构，品类创新+技术迁移或释放更多品牌势能：2024 年公司汽车销量同比+0.2%至 123.3 万辆，新能源汽车销量同比+22.8%至 32.2 万辆（渗透率同比+4.8pcts 至 26.1%）。2025E 公司将同步推进新车型+改款新车型：**1）高端化持续推进：**a）坦克坚持采用“越野+新能源”技术路线，2024/10 发布全新泛越野超级电混架构 Hi4-Z，预计随更多 HiZ 版本车型上市后坦克的市场优势将进一步扩大；b）魏牌将全面拥抱智能化战略，以 NOA 智驾+Coffee OS 智能座舱+Hi4 混动技术为支撑，2025E 将通过技术迭代、优化用车场景、渠道优化三管齐下以更好塑造高端品牌形象；c）高端皮卡品牌长城炮持续巩固市场领军地位（2024 年国内终端市占率接近 50%）。**2）品类创新：**哈弗品牌将依托 Hi4 智能四驱电混等核心技术驱动科技平权，打造更多爆款车型；公司开创超豪华摩托车品牌长城灵魂，首款车型灵魂 S2000 已于 2024/10 上市。**3）技术迁移：**预计欧拉品牌将于 2H25E 全面焕新，有望通过智舱/智驾技术迁移提振欧拉品牌势能、并释放公司在纯电市场的更多潜力。

全球化布局拓展至更多市场，生态出海进程加速：2024 年公司海外销量同比+43.4%至 45.3 万辆（占销量总量 36.7%），2025 年 1-2 月公司海外销量同比+3.7%至 5.9 万辆（占销量总量 37.2%）。我们认为，1）公司全面推进研发/生产/供应/销售服务全价值链全球化布局，在渠道（海外销售渠道超 1,400 家、覆盖 170 多个国家和地区）+本地化产能（已在泰国/巴西等地建立 3 个全工艺整车生产基地、在厄瓜多尔/巴基斯坦等地拥有多家 KD 工厂）方面均具备优势；2）预计公司 2025E 将重点发力拉美、中东北非、东盟等海外市场，看好全生态出海布局下 2025E 公司海外销量保持稳健增长。

维持 A/H 股“增持”评级：我们维持 2025E-2026E 归母净利润预测分别为人民币 155 亿元/178 亿元，新增预测 2027E 归母净利润为 196 亿元。维持 A/H 股“增持”评级。

风险提示：新车型上市与销量爬坡不及预期；出海不及预期；市场/金融风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	173,212	202,195	242,118	271,998	292,676
营业收入增长率	26.12%	16.73%	19.74%	12.34%	7.60%
净利润（百万元）	7,022	12,692	15,465	17,810	19,648
净利润增长率	-15.06%	80.76%	21.85%	15.16%	10.32%
EPS（元）	0.83	1.48	1.81	2.08	2.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.25%	16.07%	17.23%	17.31%	16.77%
P/E（A 股）	32	18	15	13	12
P/E（H 股）	16	9	7	6	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-28 汇率：按 1HKD=0.9227CNY 换算（注：2023 年股本为 84.98 亿，2024 年股本为 85.56 亿，2025 年及以后股本为 85.63 亿）

A 股：增持（维持）

当前价：26.42 元

H 股：增持（维持）

当前价：14.20 港元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

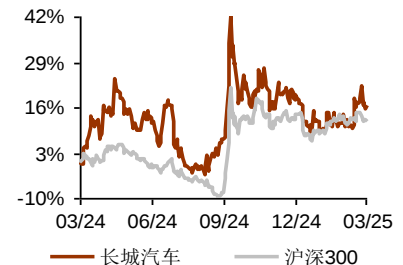
联系人：邢萍

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	85.63
总市值(亿元):	2262.25
一年最低/最高(元):	21.55/33.34
近 3 月换手率:	13.77%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.46	2.14	3.46
绝对	6.10	0.04	12.35

资料来源：Wind

相关研报

全年业绩亮丽收官，高端化+全球化发展边际向好——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2024 年业绩预告点评（2025-01-15）
三季度业绩符合预期，高端化+国际化进程积极推进——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2024 年三季度业绩点评（2024-10-28）
中报业绩符合预告，海外布局持续领跑行业——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2024 年半年报业绩点评（2024-08-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	173,212	202,195	242,118	271,998	292,676
营业成本	140,773	162,747	192,151	215,391	231,045
折旧和摊销	7,257	9,053	7,782	6,901	6,056
税金及附加	5,986	7,409	8,474	9,520	10,244
销售费用	8,285	7,830	10,169	11,152	12,000
管理费用	4,735	4,756	6,053	6,800	7,317
研发费用	8,054	9,284	11,476	12,893	13,961
财务费用	-126	91	445	901	587
投资收益	761	877	900	1,000	1,000
营业利润	7,201	13,921	16,527	19,161	21,351
利润总额	7,824	14,283	17,377	20,011	22,201
所得税	801	1,591	1,911	2,201	2,553
净利润	7,023	12,692	15,465	17,810	19,648
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	7,022	12,692	15,465	17,810	19,648
EPS(元)	0.83	1.48	1.81	2.08	2.29

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	17,754	27,783	12,656	29,333	28,879
净利润	7,022	12,692	15,465	17,810	19,648
折旧摊销	7,257	9,053	7,782	6,901	6,056
净营运资金增加	1,216	5,440	20,772	5,022	4,404
其他	2,259	597	-31,363	-400	-1,228
投资活动产生现金流	-10,451	-23,296	1,701	-7,682	-9,481
净资本支出	-16,229	-11,082	-4,663	-5,000	-6,500
长期投资变化	10,751	11,551	0	0	0
其他资产变化	-4,973	-23,765	6,364	-2,682	-2,981
融资活动现金流	1,052	-12,178	10,589	-12,058	-11,508
股本变化	-267	59	6	0	0
债务净变化	-403	-8,832	16,126	-6,166	-5,115
无息负债变化	13,024	14,340	12,325	14,920	13,177
净现金流	8,374	-8,062	24,946	9,592	7,889

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	18.7%	19.5%	20.6%	20.8%	21.1%
EBITDA 率	8.5%	11.9%	10.0%	9.5%	9.3%
EBIT 率	4.3%	7.2%	6.8%	6.9%	7.2%
税前净利润率	4.5%	7.1%	7.2%	7.4%	7.6%
归母净利润率	4.1%	6.3%	6.4%	6.5%	6.7%
ROA	3.5%	5.8%	6.0%	6.4%	6.5%
ROE (摊薄)	10.3%	16.1%	17.2%	17.3%	16.8%
经营性 ROIC	8.1%	14.9%	13.7%	15.0%	15.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	66%	64%	65%	63%	61%
流动比率	1.07	1.09	1.15	1.20	1.24
速动比率	0.83	0.88	0.90	0.91	0.92
归母权益/有息债务	2.33	3.85	2.45	3.38	4.62
有形资产/有息债务	5.89	9.10	6.17	8.13	10.61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	201,270	217,266	256,491	278,362	300,679
货币资金	38,337	30,741	55,687	65,280	73,169
交易性金融资产	4,112	14,181	6,000	7,000	8,000
应收账款	7,193	7,273	9,685	10,880	11,707
应收票据	2,952	2,365	4,842	6,800	8,780
其他应收款 (合计)	2,114	3,385	2,431	2,730	2,937
存货	26,628	25,408	37,930	46,986	54,951
其他流动资产	31,483	46,509	50,501	47,513	45,445
流动资产合计	118,584	133,435	174,901	196,141	215,136
其他权益工具	1,921	1,546	2,000	2,000	2,500
长期股权投资	10,751	11,551	11,551	11,551	11,551
固定资产	30,235	30,014	24,481	20,163	17,132
在建工程	6,477	3,960	4,545	5,509	6,757
无形资产	11,310	12,345	12,703	13,043	13,853
商誉	28	28	28	28	28
其他非流动资产	1,798	1,787	3,783	6,472	8,954
非流动资产合计	82,686	83,831	81,590	82,221	85,543
总负债	132,762	138,270	166,721	175,475	183,537
短期借款	5,701	6,665	22,654	18,988	16,373
应付账款	40,547	43,543	57,645	64,617	69,313
应付票据	27,940	36,028	38,430	45,232	53,140
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	13,306	11,993	12,393	12,692	12,898
流动负债合计	110,835	122,229	152,618	163,671	174,146
长期借款	13,286	6,481	5,481	3,481	1,481
应付债券	3,463	3,675	3,500	3,500	3,500
其他非流动负债	3,451	3,521	3,122	2,823	2,410
非流动负债合计	21,926	16,041	14,103	11,804	9,391
股东权益	68,509	78,996	89,769	102,887	117,142
股本	8,498	8,556	8,563	8,563	8,563
公积金	7,568	10,570	10,564	10,564	10,564
未分配利润	52,729	61,431	73,046	86,217	100,521
归属母公司权益	68,501	78,988	89,761	102,878	117,133
少数股东权益	8	8	8	8	8

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.78%	3.87%	4.20%	4.10%	4.10%
管理费用率	2.73%	2.35%	2.50%	2.50%	2.50%
财务费用率	-0.07%	0.05%	0.18%	0.33%	0.20%
研发费用率	4.65%	4.59%	4.74%	4.74%	4.77%
所得税率	10%	11%	11%	11%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.30	0.45	0.54	0.62	0.69
每股经营现金流	2.09	3.25	1.48	3.43	3.37
每股净资产	8.06	9.23	10.48	12.01	13.68
每股销售收入	20.38	23.63	28.28	31.77	34.18

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (A 股)	32	18	15	13	12
PB (A 股)	3.3	2.9	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	16.4	10.0	10.1	9.2	8.5
股息率	1.1%	1.7%	2.1%	2.4%	2.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP