

长城汽车（601633.SH）

Q4 业绩承压，新车周期叠加海外布局加速发展可期

2025 年 04 月 28 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

赵旭杨（分析师）

徐剑峰（联系人）

zhaoxuyang@kysec.cn

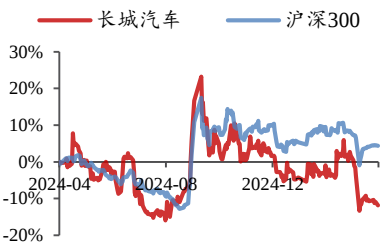
xujianfeng@kysec.cn

证书编号：S0790523090002

证书编号：S0790123070014

日期	2025/4/28
当前股价(元)	22.91
一年最高最低(元)	33.34/21.55
总市值(亿元)	1,960.99
流通市值(亿元)	1,422.54
总股本(亿股)	85.60
流通股本(亿股)	62.09
近 3 个月换手率(%)	20.13

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q4 业绩同比增长，海外/坦克/魏牌有望继续贡献增量——公司信息更新报告》-2025.4.1

《2024 年业绩预计高增，坦克/魏牌有望带来新增量——公司信息更新报告》-2025.1.17

《Hi4-z 技术进军泛越野市场，智能化有望加速上车——公司信息更新报告》-2024.10.28

● 受产品换代、新车型上市及直营体系建设投入等影响，Q1 业绩有所承压

公司发布 2025 年一季报，实现营收 400.19 亿元，同比-6.6%；归母净利润 17.51 亿元，同比-45.6%，业绩承压主要系公司产品换代周期影响销量，新车型上市及直营体系建设投入较大等。我们小幅下调公司 2025-2027 年业绩预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 139.72(-4.71)/169.78(-2.70)/189.95(-8.08)亿元，当前股价对应的 PE 为 14.0/11.6/10.3 倍，但考虑到坦克及海外业务持续开拓，魏牌、坦克、哈弗等多品牌新车周期强势开启，看好公司长期发展，维持“买入”评级。

● Q1 销量小幅下滑、魏牌表现亮眼，新品开发及广宣等销售、研发费用率提升

公司 Q1 销量同比小幅下降 6.7%，其中根据乘联会数据，哈弗/坦克/欧拉品牌销量同比分别下降 8.4%/14.6%/54.3%，海外销量同比小幅下降 2.0%，但魏牌销量在蓝山的带动下同比增长 38.7%。单车均价方面，Q1 同比小幅提升 0.02 万元。费用率方面，Q1 由于坦克 400 等多款车型上市，销售费用率同比提升 1.76pct，同时公司积极推进智能化技术及新产品研发等，研发费用率同比提升 0.19pct。

● 新车周期强势开启叠加海外业务加速布局后续有望放量，智驾领域快速推进

公司即将迎来强势新产品周期，其中哈弗方面将迎来二代大狗及猛龙改款车型，魏牌高山 7/8/9 开启预售、新旗舰 SUV 后续有望上市，新款坦克 500 等也有望推出。海外业务方面，公司发布全新 ONE GWM 战略，将积极推进南美、右舵及东盟、中东非洲等市场的布局，推动全动力、全品类产品适配多元市场，并注重构建研、产、供、销、服全链路全球化能力，目前已在泰国、巴西等地布局整车工厂，相关市场的逐步放量有望重新推升海外业务盈利能力。智能化方面，公司将实现自研与外部供应商方案竞争机制，目前魏牌蓝山全场景 NOA 实现全国开城，后续魏牌新车型都将搭载，并且 2025 年坦克品牌部分车型将应用蓝山的系统，性能相近但成本略低的智驾系统将用在 15 万级及以上的哈弗车型上，产品力有望得到明显提升。此外，公司此前积极构建的直营体系后续有望发挥效能，推动魏牌及坦克高端车型的销量增长，继续引领公司品牌向上及盈利能力提升。

● 风险提示：越野车需求不及预期；新能源车销量不及预期；海外进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	173,212	202,195	238,426	269,368	293,339
YOY(%)	26.1	16.7	17.9	13.0	8.9
归母净利润(百万元)	7,022	12,692	13,972	16,978	18,995
YOY(%)	-15.1	80.8	10.1	21.5	11.9
毛利率(%)	18.2	19.5	19.9	20.4	20.5
净利率(%)	4.1	6.3	5.9	6.3	6.5
ROE(%)	10.3	16.1	15.0	15.6	15.1
EPS(摊薄/元)	0.82	1.48	1.63	1.98	2.22
P/E(倍)	27.9	15.5	14.0	11.6	10.3
P/B(倍)	2.9	2.5	2.1	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	118584	133537	166604	172605	203237
现金	38337	30769	44943	56111	72774
应收票据及应收账款	10145	9638	15610	14086	17090
其他应收款	2114	3385	3099	4226	3751
预付账款	3873	1943	4915	2833	5604
存货	26628	25440	35634	32974	41606
其他流动资产	37487	62362	62402	62375	62412
非流动资产	82686	84182	90695	94294	94818
长期投资	10751	11549	13166	14733	16312
固定资产	30235	30200	34462	36340	36100
无形资产	23375	24753	25027	25098	24520
其他非流动资产	18325	17680	18041	18124	17886
资产总计	201270	217720	257300	266900	298055
流动负债	110835	122569	149243	145184	161642
短期借款	5701	6685	6685	6685	6685
应付票据及应付账款	68486	79652	105361	101808	116262
其他流动负债	36648	36233	37198	36692	38695
非流动负债	21926	16157	15096	13215	10564
长期借款	16749	10201	9139	7259	4608
其他非流动负债	5177	5956	5956	5956	5956
负债合计	132762	138726	164339	158399	172206
少数股东权益	8	8	4	-0	-5
股本	8498	8556	8556	8556	8556
资本公积	2055	3666	3666	3666	3666
留存收益	58242	68333	79586	92844	108149
归属母公司股东权益	68501	78985	92956	108501	125854
负债和股东权益	201270	217720	257300	266900	298055

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	17754	27783	29845	25739	29910
净利润	7023	12692	13968	16973	18990
折旧摊销	7317	9388	7615	8999	10191
财务费用	-126	91	21	-408	-900
投资损失	-761	-877	-855	-791	-821
营运资金变动	3521	4382	9095	903	2405
其他经营现金流	780	2105	2	63	46
投资活动现金流	-10451	-23296	-13184	-11765	-9856
资本支出	16713	11737	12511	11031	9135
长期投资	4223	-12288	-1617	-1567	-1579
其他投资现金流	2039	730	943	832	859
筹资活动现金流	1052	-12178	-2486	-2805	-3392
短期借款	-242	984	0	0	0
长期借款	-2168	-6548	-1061	-1881	-2650
普通股增加	-267	59	0	0	0
资本公积增加	-72	1611	0	0	0
其他筹资现金流	3801	-8283	-1425	-925	-742
现金净增加额	8374	-8062	14174	11168	16662

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	173212	202195	238426	269368	293339
营业成本	141772	162747	190899	214448	233114
营业税金及附加	5986	7409	8622	9641	10619
营业费用	7286	7830	10252	11583	12614
管理费用	4735	4756	5603	6330	6893
研发费用	8054	9284	10968	12391	13494
财务费用	-126	91	21	-408	-900
资产减值损失	-488	-751	0	0	0
其他收益	1512	3693	1776	1958	2235
公允价值变动收益	-26	42	93	40	37
投资净收益	761	877	855	791	821
资产处置收益	0	5	-4	1	0
营业利润	7201	13921	14690	18069	20516
营业外收入	744	435	806	718	676
营业外支出	121	72	72	78	86
利润总额	7824	14283	15425	18709	21106
所得税	801	1591	1457	1736	2116
净利润	7023	12692	13968	16973	18990
少数股东损益	1	0	-4	-5	-5
归属母公司净利润	7022	12692	13972	16978	18995
EBITDA	15442	23827	23060	27300	30397
EPS(元)	0.82	1.48	1.63	1.98	2.22

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	26.1	16.7	17.9	13.0	8.9
营业利润(%)	-9.6	93.3	5.5	23.0	13.5
归属于母公司净利润(%)	-15.1	80.8	10.1	21.5	11.9
获利能力					
毛利率(%)	18.2	19.5	19.9	20.4	20.5
净利率(%)	4.1	6.3	5.9	6.3	6.5
ROE(%)	10.3	16.1	15.0	15.6	15.1
ROIC(%)	7.2	12.4	12.2	12.9	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	66.0	63.7	63.9	59.3	57.8
净负债比率(%)	-8.1	-8.4	-25.0	-33.4	-44.1
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	25.1	28.0	26.3	25.5	26.2
应付账款周转率	4.1	3.9	3.6	3.7	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.82	1.48	1.63	1.98	2.22
每股经营现金流(最新摊薄)	2.07	3.25	3.49	3.01	3.49
每股净资产(最新摊薄)	7.96	9.19	10.82	12.64	14.66
估值比率					
P/E	27.9	15.5	14.0	11.6	10.3
P/B	2.9	2.5	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.1	7.4	6.9	5.3	4.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn