

长城汽车 (601633.SH)

短期业绩承压，新车型竞争力强

事件:公司发布 2025 年一季报,1Q25 公司实现营业总收入 400.2 亿元(-6.6%),归母净利润 17.5 亿元(-45.7%),扣非归母净利润 14.7 亿元(-27.4%)。

□ 1Q 25 公司营收承压,销售费用率增加。1Q25 公司实现营业总收入 400.2 亿元(-6.6%),归母净利润 17.5 亿元(-45.7%),扣非归母净利润 14.7 亿元(-27.4%)。利润率方面,公司 1Q25 实现毛利率 17.8%,净利率 4.4%。费用率方面,公司 1Q25 整体期间费用率为 10.3%,同比下降 0.8pct,销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.7/2.3/4.8/-2.6%。2025 年第一季度长城汽车销售量 25.7 万辆,同比下降 6.7%,海外销售 9.1 万辆,同比下降 2.0%;新能源销售 6.3 万辆,同比增加 5.7%。

□ 产品换代升级,加强技术积累。3月10日,2025款坦克300正式上市;4月16日,二代哈弗枭龙 MAX 搭载第二代 Hi4 技术和 Coffee Pilot Plus 智能驾驶系统,上市即热销,24 小时大订 16368 台;4月21日,魏牌全新高山正式开启预售,首创三种车身规格,推出了高山 7、高山 8、高山 9 车型,高山 8 和高山 9 开启预售 24 小时订单突破 7848 辆;4月23日,“全球首款越野混动皮卡”山海炮 Hi4-T 正式开启全球预售。3月26日,长城重卡 Hi4-G 技术发布,长城重卡 Hi4-G 超级混动系统专为重卡干线物流设计,以“省油、省心、智能”为核心,集成三擎八挡十模核心技术,配备了独创的重卡 8 挡智能混动变速器,全栈自研,支持混动多档位智能切换,适配平原高速、山区爬坡、重载起步等场景,动力响应效率提升 20%。

□ 积极开展合作,共创智能出行新生态。长城汽车与宇树科技达成战略合作,开创了“整车企业+机器人企业”的跨界协同新模式,双方将重点发力具身智能底层技术、“车+机器人”场景创新、整车智造升级三大方向;长城汽车与武汉光庭信息技术股份有限公司正式签署战略合作协议,共同发起“超级软件工场 AI 联合实验室”项目,此次合作将深度融合长城汽车在汽车软件开发领域的体系化优势与光庭信息的 AI 技术能力,构建“严谨体系+AI 智能”的共生开发体系,打造汽车行业基于 ASPICE CL3 标准的人机协同开发范式;长城汽车股份有限公司与星星充电正式签署战略合作协议,双方在超快充技术联合研发、品牌充电站网络共建、虚拟电厂创新以及低碳消费生态构建四大领域展开深度合作。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。依托森林生态体系,长城汽车正通过持续性创新与产品结构调整,深化全场景、全品类覆盖。长城汽车将继续坚持长期主义,以更卓越的技术研发,更优质的资金链条和产业生态,发力全球化战略,锁定智能新能源赛道,构建更为显著的全球核心竞争力。预计 25-27 年归母净利润分别为 146.2/178.6/214.7 亿元,维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示:汽车行业波动风险;汽车行业竞争加剧风险。

强烈推荐 (维持)

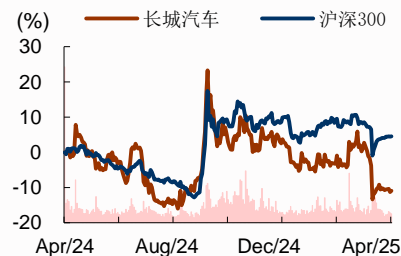
中游制造/汽车
目标估值: NA
当前股价: 23.16 元

基础数据

总股本 (百万股)	8560
已上市流通股 (百万股)	6209
总市值 (十亿元)	198.2
流通市值 (十亿元)	143.8
每股净资产 (MRQ)	9.7
ROE (TTM)	13.6
资产负债率	61.1%
主要股东	保定创新长城资产管理有限
主要股东持股比例	59.74%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	-15	-5
相对表现	-9	-11	-13



资料来源:公司数据、招商证券

相关报告

- 《长城汽车 (601633) — 智能化转型持续加速,海外销量再创新高》2025-03-30
- 《长城汽车 (601633) — 公司营收持续增长,加速推进高质量出海》2024-10-27
- 《长城汽车 (601633) — 生态出海效果显著,智能化业务加速发展》2024-09-18

汪刘胜 S1090511040037

✉ wangls@cmschina.com.cn

杨献宇 S1090519030001

✉ yangxianyu@cmschina.com.cn

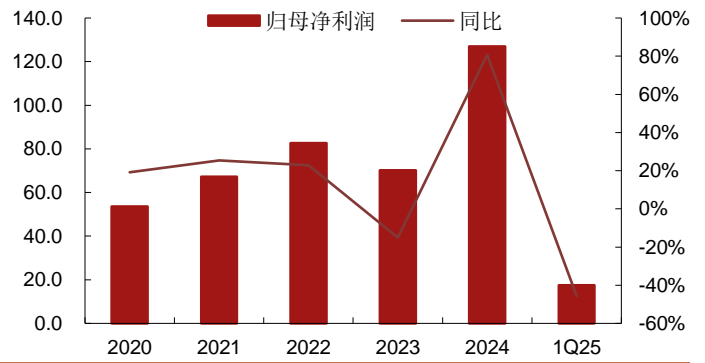
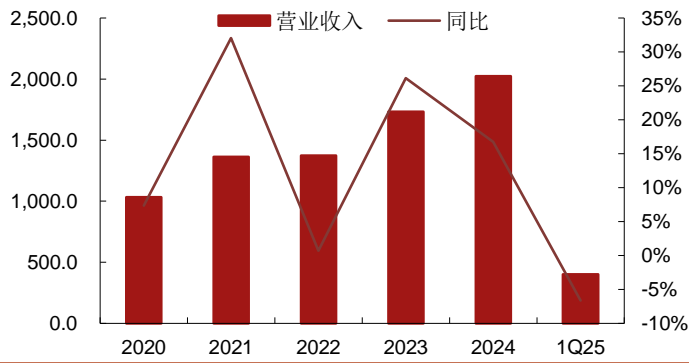
财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	173212	202195	236569	286248	340635
同比增长	26%	17%	17%	21%	19%
营业利润(百万元)	7201	13921	16124	19798	23894
同比增长	-10%	93%	16%	23%	21%
归母净利润(百万元)	7022	12692	14621	17859	21469
同比增长	-15%	81%	15%	22%	20%
每股收益(元)	0.82	1.48	1.71	2.09	2.51
PE	28.2	15.6	13.6	11.1	9.2
PB	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 公司历年营收及增速 (单位: 亿元)

图 2: 公司历年归母净利润及增速 (单位: 亿元)

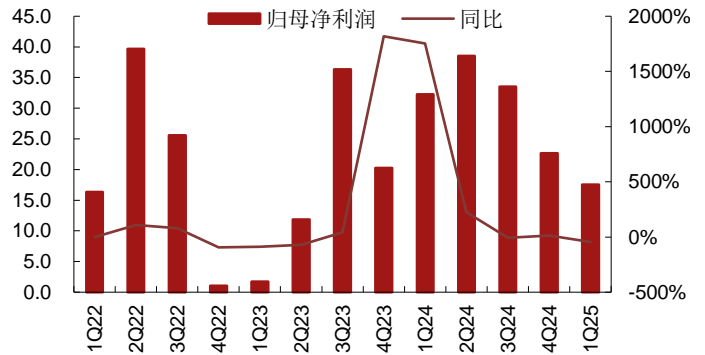
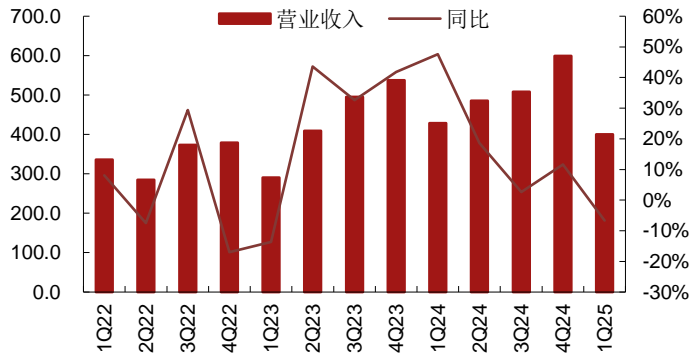


资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 公司各季度营收及增速 (单位: 亿元)

图 4: 公司各季度归母净利润及增速 (单位: 亿元)

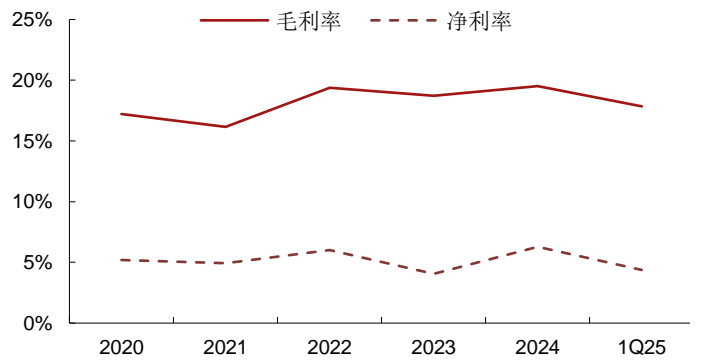
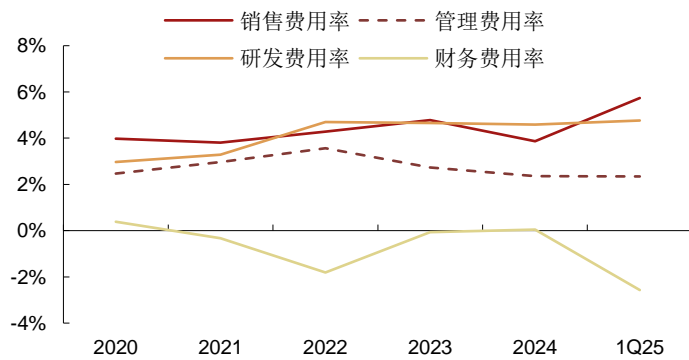


资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 公司历年费用率情况 (单位: %)

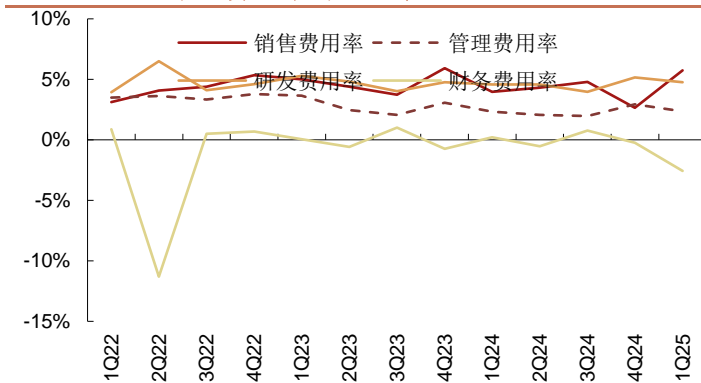
图 6: 公司历年销售毛利率及净利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、招商证券

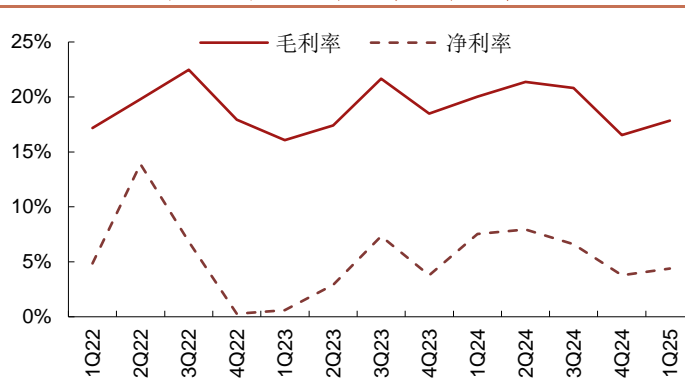
资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 公司各季度费用率情况 (单位: %)



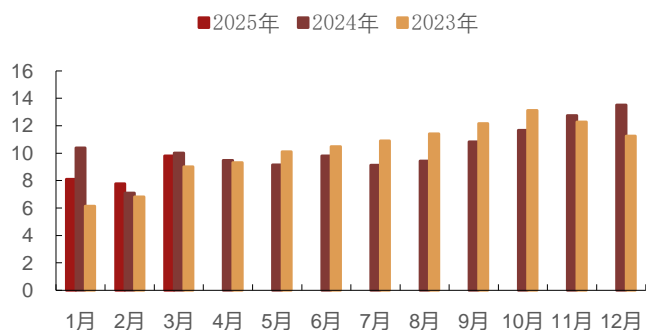
资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 公司各季度销售毛利率及净利率 (单位: %)



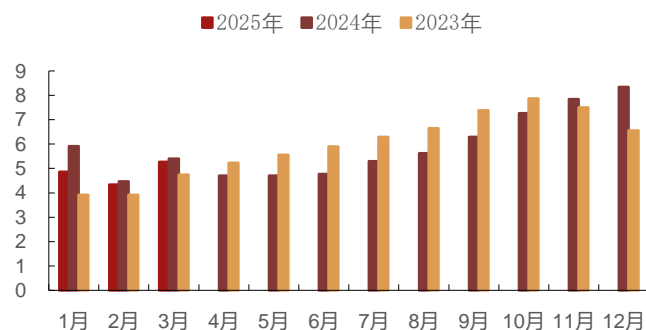
资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 公司汽车销量情况 (单位: 万辆)



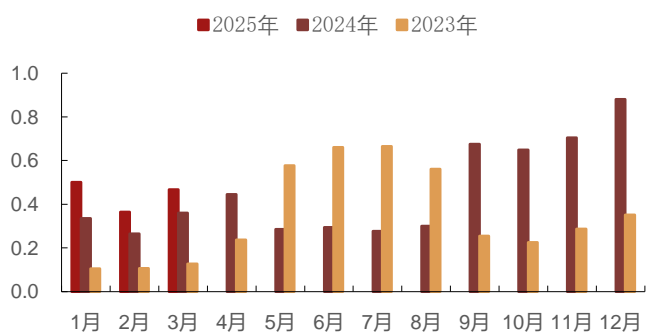
资料来源: 公司公告、招商证券

图 10: 哈弗品牌月度销量 (单位: 万辆)



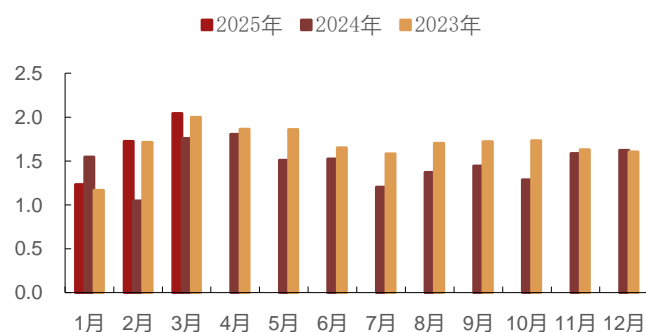
资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 魏品牌月度销量 (单位: 万辆)



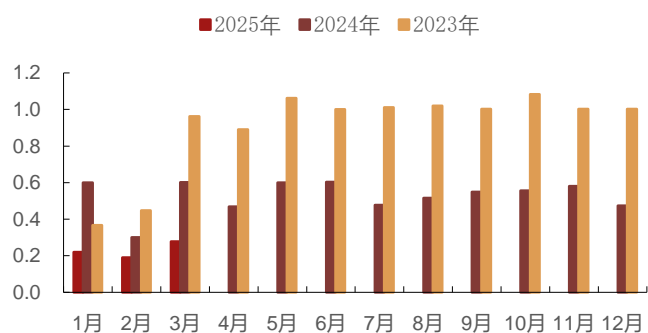
资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 长城皮卡月度销量 (单位: 万辆)



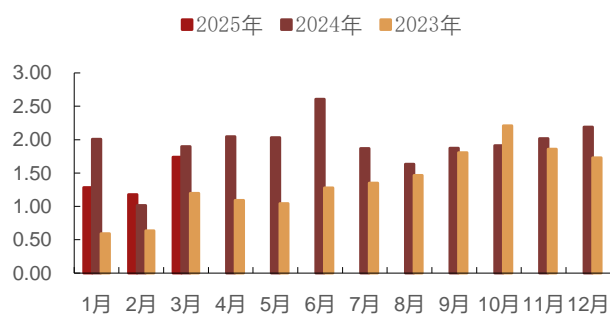
资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 欧拉品牌月度销量 (单位: 万辆)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 坦克品牌月度销量 (单位: 万辆)



资料来源: 公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	118584	133435	152113	186204	219490
现金	38337	30741	34818	47402	57099
交易性投资	4124	14192	14192	14192	14192
应收票据	2952	2365	2767	3348	3984
应收款项	7193	7273	8510	10297	12253
其它应收款	2113	3384	3960	4791	5702
存货	26628	25408	29314	35335	41969
其他	37237	50072	58552	70838	84291
非流动资产	82686	83831	86582	89096	91405
长期股权投资	10751	11551	11551	11551	11551
固定资产	30235	30014	31350	32478	33432
无形资产商誉	23403	24709	25238	25715	26143
其他	18297	17557	18443	19352	20279
资产总计	201270	217266	238695	275300	310895
流动负债	110835	122229	132880	156012	175496
短期借款	5701	6665	6000	6000	0
应付账款	68486	79571	91803	110662	131438
预收账款	9583	11711	13512	16287	19345
其他	27065	24282	21565	23063	24713
长期负债	21926	16041	16041	16041	16041
长期借款	13286	6481	6481	6481	6481
其他	8640	9560	9560	9560	9560
负债合计	132762	138270	148921	172053	191537
股本	8498	8556	8563	8563	8563
资本公积金	1586	3011	3011	3011	3011
留存收益	58417	67421	78192	91664	107775
少数股东权益	8	8	9	9	9
归属于母公司所有者权益	68501	78988	89765	103238	119349
负债及权益合计	201270	217266	238695	275300	310895

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	17754	27783	19553	24249	28333
净利润	7023	12692	14622	17859	21469
折旧摊销	7317	9388	7248	7486	7691
财务费用	730	1245	91	91	91
投资收益	(852)	(960)	(2812)	(2812)	(2812)
营运资金变动	4766	6141	399	1618	1886
其它	(1231)	(725)	5	7	8
投资活动现金流	(10451)	(23296)	(7188)	(7188)	(7188)
资本支出	(16713)	(11737)	(10000)	(10000)	(10000)
其他投资	6262	(11558)	2812	2812	2812
筹资活动现金流	1052	(12178)	(8288)	(4478)	(11449)
借款变动	2825	(12012)	(4353)	0	(6000)
普通股增加	(267)	59	6	0	0
资本公积增加	1584	1424	0	0	0
股利分配	(2629)	(2549)	(3850)	(4386)	(5358)
其他	(461)	901	(91)	(91)	(91)
现金净增加额	8355	(7691)	4077	12584	9696

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	173212	202195	236569	286248	340635
营业成本	140773	162747	187765	226336	268829
营业税金及附加	5986	7409	8669	10490	12483
营业费用	8285	7830	9936	12022	14307
管理费用	4735	4756	5914	7156	8175
研发费用	8054	9284	10882	13167	15669
财务费用	(126)	91	91	91	91
资产减值损失	(550)	(769)	0	0	0
公允价值变动收益	(26)	42	42	42	42
其他收益	1512	3693	2000	2000	2000
投资收益	761	877	770	770	770
营业利润	7201	13921	16124	19798	23894
营业外收入	744	435	435	435	435
营业外支出	121	72	72	72	72
利润总额	7824	14283	16487	20160	24256
所得税	801	1591	1865	2301	2787
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属于母公司净利润	7022	12692	14621	17859	21469

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	26%	17%	17%	21%	19%
营业利润	-10%	93%	16%	23%	21%
归母净利润	-15%	81%	15%	22%	20%
获利能力					
毛利率	18.7%	19.5%	20.6%	20.9%	21.1%
净利率	4.1%	6.3%	6.2%	6.2%	6.3%
ROE	10.5%	17.2%	17.3%	18.5%	19.3%
ROIC	6.8%	13.0%	14.4%	16.1%	17.5%
偿债能力					
资产负债率	66.0%	63.6%	62.4%	62.5%	61.6%
净负债比率	12.9%	7.7%	5.2%	4.5%	2.1%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
存货周转率	5.7	6.3	6.9	7.0	7.0
应收账款周转率	17.8	20.4	22.6	23.0	22.8
应付账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	0.82	1.48	1.71	2.09	2.51
每股经营净现金	2.07	3.25	2.28	2.83	3.31
每股净资产	8.00	9.23	10.49	12.06	13.94
每股股利	0.30	0.45	0.51	0.63	0.75
估值比率					
PE	28.2	15.6	13.6	11.1	9.2
PB	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	27.5	16.3	13.0	11.2	9.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。