

长城汽车（601633.SH）

业绩短期承压，新一轮产品周期有望推动销量上行

优于大市

核心观点

销量波动，一季度净利润短期承压。2024 年公司实现营收 2022.0 亿元，同比+16.7%，归母净利润 127.0 亿元，同比+80.8%，扣非利润 97.4 亿元，同比+101.4%；2025 年一季度长城汽车营收 400.2 亿元，同比-6.6%，环比-33.2%，归母净利润 17.5 亿元，同比-45.6%，环比-22.7%，扣非净利润 14.7 亿元，同比-27.4%，环比+7.9%；25Q1 毛利率为 17.8%，同比-2.2pct，环比+1.3pct；销量维度来看，公司 Q1 销量 25.7 万辆，同比-6.7%，环比-32.3%，海外销量 9.1 万辆，同比-2.0%，环比-29.5%。结构来看，25Q1 坦克销量 4.2 万辆，同比-14.6%，占比 16.4%，同比-1.5pct，环比+0.2pct。

单车盈利相对稳定。费率维度来看，长城汽车 25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.7%/2.3%/4.8%，同比+1.8%/0.0%/0.2/-2.8pct，环比分别+3.1/-0.6/-0.4/-2.3pct，其中销售费用提升预计系新品渠道营销费用及直营体系投入提升；财务费用率降低预计主要系汇兑收益影响；测算 25Q1 公司单车营收 15.6 万元，同比持平，环比略降 0.2 万元，单车归母净利润 0.7 万元，同比-0.5 万元，环比+0.1 万元；扣非单车净利润 0.6 万元，同比-0.2 万元，环比+0.2 万元，单车利润同比略有下降预计系 1) 销量波动影响规模效应释放；2) 产品结构原因（坦克销量同比-15%；海外销量同比-2%），但整体看公司盈利能力保持相对稳定。

新能源战略持续推进，看好产品、技术等维度升级带来销量推动力。1) **产品维度：**4 月二代枭龙 max 正式上市（上市 24 小时大订 16368 台）、全新高山开启预售（高山 8 和 9 预售 24 小时订单破 7848 辆），Hi4-Z 带来新一轮技术周期，看好长城汽车新品周期持续向上；2) **技术维度：**混动、纯电、氢能三大领域精准投入，推出各项战略及先进技术，发布智能四驱电混技术 Hi4；Hi4-Z 技术有望拓宽客户群；智能化方面具备从感知硬件到计算平台的全域自研能力；4) **出海层面：**目前，长城汽车海外销售渠道超 1400 家，全球用户超 1500 万；另外长城汽车出海品类丰富，且持续推进本地化布局（泰国、巴西等），有望推动销量持续增长。

风险提示：行业销量下滑风险，新车型销售不达预期风险。

投资建议：考虑行业竞争激烈对汽车板块盈利和销量的潜在影响，下调盈利预测，新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年长城汽车归母净利润为 138.4/162.0/188.1 亿元（原预测 25/26 年为 148/170 亿元），EPS 为 1.62/1.89/2.20 元（原预测 25/26 年为 1.74/2.00 元），持续看好长城新能源战略转型带来的业绩上行动力，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	173,212	202,195	246,678	284,667	319,396
(+/-%)	26.1%	16.7%	22.0%	15.4%	12.2%
净利润(百万元)	7022	12692	13840	16195	18814
(+/-%)	-15.1%	80.8%	9.0%	17.0%	16.2%
每股收益(元)	0.83	1.48	1.62	1.89	2.20
EBIT Margin	3.1%	5.0%	5.9%	7.2%	7.5%
净资产收益率 (ROE)	10.3%	16.1%	16.1%	17.2%	18.2%
市盈率 (PE)	27.2	15.2	13.9	11.9	10.2
EV/EBITDA	25.6	17.2	18.7	13.0	12.9
市净率 (PB)	2.79	2.44	2.24	2.05	1.86

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·乘用车

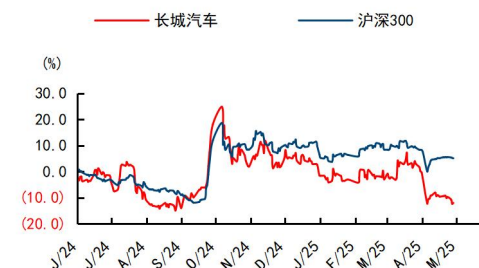
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：孙树林
0755-81982598
sunshulin@guosen.com.cn
S0980524070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	22.58 元
总市值/流通市值	193274/192562 百万元
52 周最高价/最低价	33.34/21.55 元
近 3 个月日均成交额	532.29 百万元

市场走势



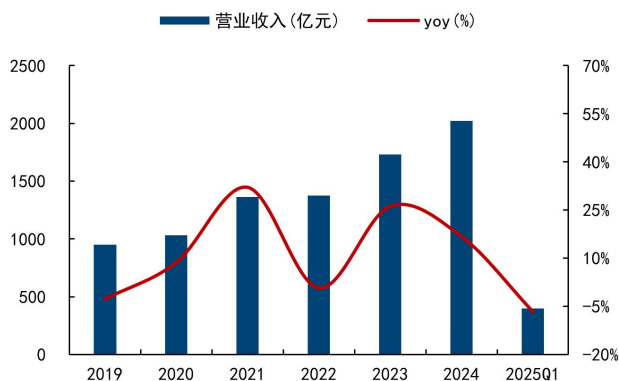
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《长城汽车（601633.SH）-产品结构优化叠加出口放量，2024 年前三季度净利润同比增长 109%》——2024-10-28
《长城汽车（601633.SH）-产品结构优化叠加出口放量，单车净利润环比提升》——2024-09-05
《长城汽车（601633.SH）-2023 年营收同比增长 32%，新能源与出口齐放量》——2024-03-31
《长城汽车（601633.SH）-新能源与出口齐发力，单三季度净利润环比增长 206%》——2023-10-30
《长城汽车（601633.SH）-二季度出口销量同比增长 115%，新能源战略转型持续推进》——2023-09-04

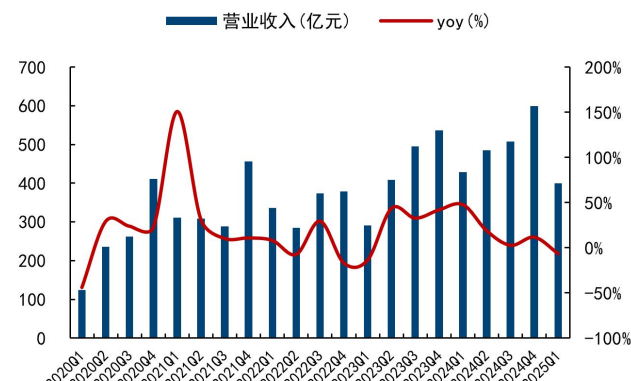
业绩概述：2024 年公司实现营收 222.0 亿元，同比+16.7%，归母净利润 127.0 亿元，同比+80.8%，扣非利润 97.4 亿元，同比+101.4%；2025 年一季度长城汽车营收 400.2 亿元，同比-6.6%，环比-33.2%，归母净利润 17.5 亿元，同比-45.6%，环比-22.7%，扣非净利润 14.7 亿元，同比-27.4%，环比+7.9%；25Q1 毛利率为 17.8%，同比-2.2pct，环比+1.3pct；销量维度来看，公司 Q1 销量 25.7 万辆，同比-6.7%，环比-32.3%，海外销量 9.1 万辆，同比-2.0%，环比-29.5%。结构来看，25Q1 坦克销量 4.2 万辆，同比-14.6%，占比 16.4%，同比-1.5pct，环比+0.2pct。

图1：长城汽车营业收入及增速（单位：亿元、%）



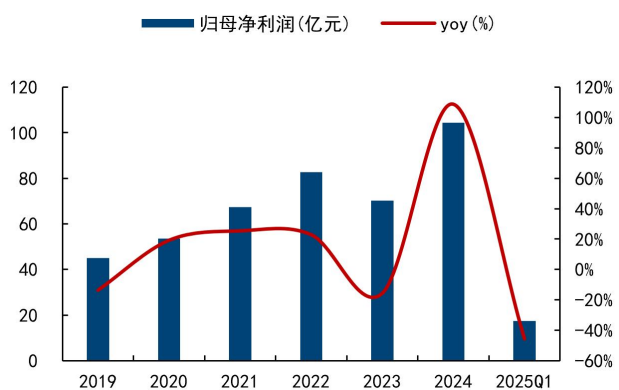
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：长城汽车单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



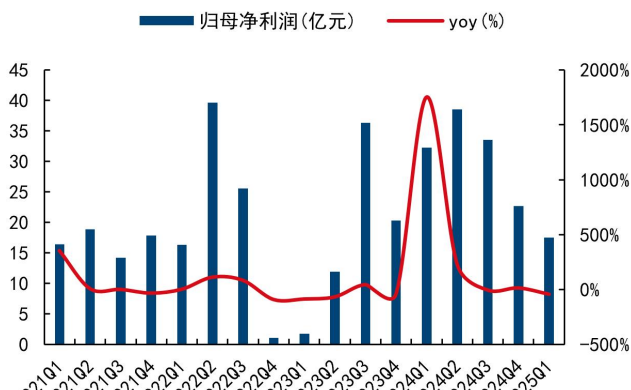
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：长城汽车归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

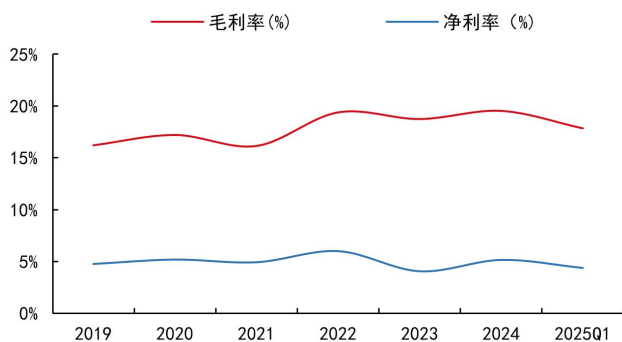
图4：长城汽车单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

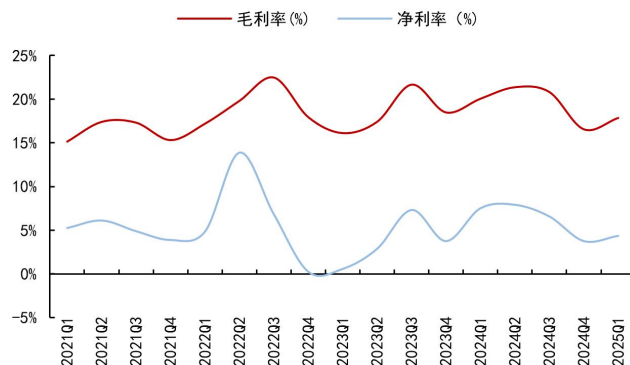
费率维度来看，长城汽车 25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.7%/2.3%/4.8%，同比 +1.8/0.0/0.2/-2.8pct，环比分别 +3.1/-0.6/-0.4/-2.3pct，其中销售费用提升预计系新品渠道营销费用及直营体系投入提升；财务费用率降低预计主要系汇兑收益影响；测算 25Q1 公司单车营收 15.6 万元，同比持平，环比略降 0.2 万元，单车归母净利润 0.7 万元，同比-0.5 万元，环比+0.1 万元；扣非单车净利润 0.6 万元，同比-0.2 万元，环比+0.2 万元，单车利润同比略有下降预计系 1) 销量波动影响规模效应释放；2) 产品结构原因（坦克销量同比-15%；海外销量同比-2%），但整体看公司盈利能力保持相对稳定。

图5: 长城汽车毛利率、净利率变化情况



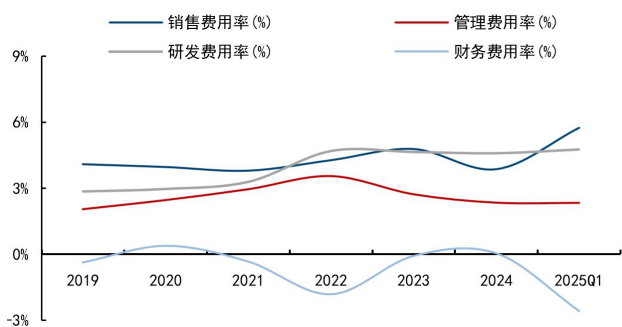
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 长城汽车季度毛利率、净利率变化情况



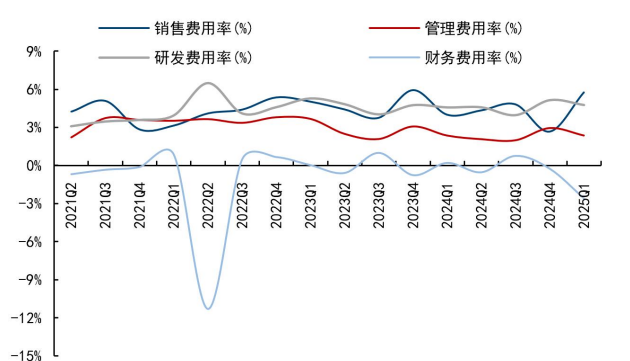
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 长城汽车年度四项费用率变化情况



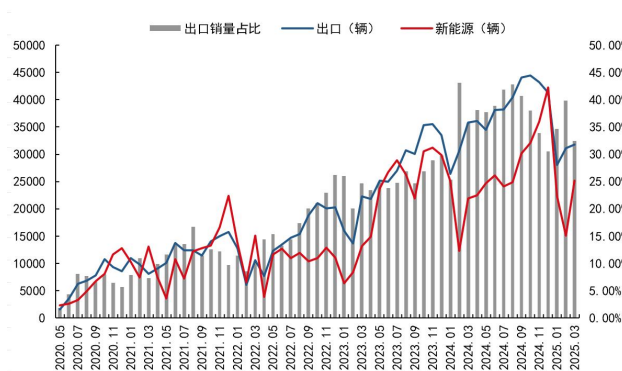
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 长城汽车季度四项费用率变化情况



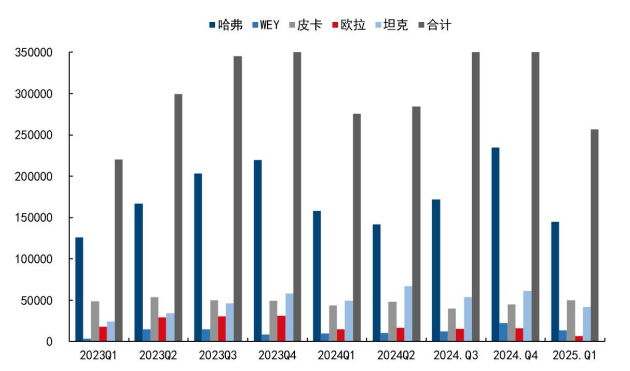
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 长城汽车出口及新能源车销量(辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 长城汽车分品牌销量(万辆)及增速(%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图11：长城汽车盈利指标拆分

长城汽车整体 (亿元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营业收入	311.2	308.1	288.7	456.1	336.2	285.2	373.5	378.6	290.4	409.3	495.3	537.1	428.6	485.7	508.3	599.4	400.2
营业成本	264.1	254.5	238.7	386.3	278.4	228.7	289.5	310.7	243.7	338.1	388.0	437.9	342.7	382.0	402.5	500.3	328.8
毛利率	15.1%	17.4%	17.3%	15.3%	17.2%	19.8%	22.5%	17.9%	16.1%	17.4%	21.7%	18.5%	20.0%	21.4%	20.8%	16.5%	17.8%
税金及附加	8.6	9.4	8.2	16.1	10.5	10.1	15.7	14.9	9.5	14.5	18.3	17.6	14.9	18.9	17.6	22.6	16.1
销售费用	11.4	13.0	14.6	12.9	10.5	11.7	16.4	20.2	14.5	18.0	18.5	31.8	17.1	21.0	24.4	15.9	23.0
销售费用率	3.7%	4.2%	5.1%	2.8%	3.1%	4.1%	4.4%	5.3%	5.0%	4.4%	3.7%	5.9%	4.0%	4.3%	4.8%	2.6%	5.7%
管理费用	6.6	6.8	10.7	16.3	11.8	10.4	12.5	14.3	10.6	10.1	10.2	16.4	10.0	10.0	10.0	17.6	9.4
管理费用率	2.1%	2.2%	3.7%	3.6%	3.5%	3.6%	3.3%	3.8%	3.7%	2.5%	2.1%	3.1%	2.3%	2.1%	2.0%	2.9%	2.3%
研发费用	9.1	9.5	10.0	16.3	13.2	18.5	15.3	17.4	15.3	19.8	19.9	25.5	19.6	22.3	20.1	30.9	19.1
研发费用率	2.9%	3.1%	3.5%	3.6%	3.9%	6.5%	4.1%	4.6%	5.3%	4.8%	4.0%	4.8%	4.6%	4.6%	4.0%	5.1%	4.8%
财务费用	-1.0	-2.1	-0.9	-0.5	2.9	-32.2	1.9	2.6	0.1	-2.4	5.0	-4.0	0.9	-2.5	3.9	-1.4	-10.3
财务费用率	-0.3%	-0.7%	-0.3%	-0.1%	0.9%	-11.3%	0.5%	0.7%	0.0%	-0.6%	1.0%	-0.8%	0.2%	-0.5%	0.8%	-0.2%	-2.6%
其他收益	2.5	2.5	3.4	2.1	2.8	2.0	0.9	2.9	1.5	2.8	2.7	8.1	11.1	9.3	7.1	9.4	4.0
投资净收益	4.1	2.4	2.9	1.7	1.8	2.0	1.7	1.3	2.6	2.1	2.0	1.0	2.3	2.7	2.7	1.1	2.1
公允价值变动净收益	0.1	0.8	0.8	1.4	-0.2	-1.0	3.0	-1.3	0.5	-1.8	2.0	-1.0	0.3	0.4	-0.8	0.5	-0.7
资产减值损失	0.0	-2.6	0.0	-2.1	0.0	-0.8	0.0	-2.6	-1.7	-1.4	-0.2	-1.6	-0.5	-1.6	-1.4	-4.0	-1.7
信用减值损失	-0.2	-0.1	-0.3	-0.6	0.3	-0.3	-0.2	0.0	-0.1	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.6
资产处置收益	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.0	-0.3	-0.2	0.5	-0.1	0.1	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.2	0.0
营业利润	18.6	20.0	14.2	10.9	13.4	39.6	27.4	-0.8	-0.7	13.0	41.3	18.5	36.3	45.0	37.3	20.6	17.2
营业外收支	0.3	0.5	0.8	9.5	5.1	0.6	1.9	0.8	1.3	0.3	0.8	3.8	1.3	0.3	0.3	1.8	1.3
所得税	2.6	1.5	0.9	2.6	2.2	0.6	3.8	-1.0	-1.1	1.4	5.8	2.0	5.3	6.8	4.0	-0.2	1.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归母净利润	16.4	18.9	14.2	17.8	16.3	39.7	25.6	1.1	1.7	11.9	36.3	20.3	32.3	38.5	33.5	22.6	17.5
扣非净利润	13.4	15.1	8.1	5.5	13.0	7.6	22.8	1.4	-2.2	9.7	30.6	10.3	20.2	36.3	27.2	13.6	14.7
长城汽车销售 (万辆)	33.9	27.9	26.6	39.7	28.4	23.5	27.1	26.5	22.0	29.9	34.5	36.7	27.5	28.4	37.9	37.9	25.7
单车财务指标测算																	
单车均价 (万元)	9.2	11.0	10.9	11.5	11.9	12.1	13.8	14.3	13.2	13.7	14.4	14.6	15.6	17.1	13.4	15.8	15.6
单车净利润 (万元)	0.48	0.68	0.53	0.45	0.58	1.69	0.94	0.04	0.08	0.40	1.05	0.55	1.17	1.35	0.88	0.60	0.68
单车扣非净利润 (万元)	0.39	0.54	0.31	0.14	0.46	0.32	0.84	0.05	-0.10	0.32	0.89	0.28	0.74	1.28	0.72	0.36	0.57

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：持续看好长城汽车新能源战略加速落地，下调盈利预测，维持“优于大市”评级

新能源战略持续推进，看好产品、技术等维度升级带来销量推动力，维持“优于大市”评级。考虑行业竞争激烈对汽车板块盈利和销量的潜在影响，下调盈利预测，新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年长城汽车归母净利润为 138.4/162.0/188.1 亿元（原预测 25/26 年为 148/170 亿元），EPS 为 1.62/1.89/2.20 元（原预测 25/26 年为 1.74/2.00 亿元），持续看好长城汽车新能源战略转型带来的业绩上行动力，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	证券简称	评级	最近收盘价	总市值	每股收益			市盈率		
			(元)	(亿元)	25E	26E	27E	25E	26E	27E
2015	理想汽车	未评级	95.25	2,039	4.03	5.03	7.13	24	19	13
601127	赛力斯	优于大市	130.28	2,128	3.94	6.24	8.07	33	21	16
	平均			0				28	20	15
601633	长城汽车	优于大市	22.58	1,933	1.62	1.89	2.20	14	12	10

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及预测 理想汽车为 wind 一致预测。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	38337	30741	10000	10000	10000	营业收入	173212	202195	246678	284667	319396
应收款项	12258	13023	27033	15598	43753	营业成本	140773	162747	197836	227734	255836
存货净额	26628	25408	44460	44453	57050	营业税金及附加	5986	7409	8634	8540	9582
其他流动资产	35421	48487	61670	51240	63879	销售费用	8285	7830	11101	12810	13095
流动资产合计	118584	133435	158939	137068	190458	管理费用	4735	4756	3457	3512	3790
固定资产	36712	33974	45338	50897	55765	研发费用	8054	9284	11101	11671	13095
无形资产及其他	11310	12345	11111	9878	8644	财务费用	(126)	91	(906)	2266	2818
投资性房地产	23913	25961	25961	25961	25961	投资收益	761	877	120	120	100
长期股权投资	10751	11551	14551	17551	20551	资产减值及公允价值变动	462	794	150	150	100
资产总计	201270	217266	255900	241355	301380	其他收入	(7580)	(7112)	(11101)	(11671)	(13095)
短期借款及交易性金融负债	12591	10353	62393	28993	86907	营业利润	7201	13921	15727	18404	21380
应付款项	68486	79571	58354	63504	78443	营业外净收支	623	363	0	0	0
其他流动负债	29758	32305	32426	37032	13797	利润总额	7824	14283	15727	18404	21380
流动负债合计	110835	122229	153173	129529	179147	所得税费用	801	1591	1887	2208	2566
长期借款及应付债券	16749	10156	9926	9926	9926	少数股东损益	1	0	0	0	0
其他长期负债	5177	5885	6885	7885	8885	归属于母公司净利润	7022	12692	13840	16195	18814
长期负债合计	21926	16041	16811	17811	18811	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	132762	138270	169984	147341	197958	净利润	7022	12692	13840	16195	18814
少数股东权益	8	8	9	9	9	资产减值准备	151	264	165	108	103
股东权益	68501	78988	85908	94005	103412	折旧摊销	7257	9053	4856	5717	6364
负债和股东权益总计	201270	217266	255900	241355	301380	公允价值变动损失	(462)	(794)	(150)	(150)	(100)
						财务费用	(126)	91	(906)	2266	2818
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	6819	(56)	(66177)	32737	(60584)
每股收益	0.83	1.48	1.62	1.89	2.20	其它	(150)	(264)	(165)	(108)	(103)
每股红利	0.42	0.39	0.81	0.95	1.10	经营活动现金流	20637	20896	(47631)	54499	(35506)
每股净资产	8.06	9.23	10.03	10.98	12.08	资本开支	0	(3041)	(15001)	(10001)	(10001)
ROIC	18%	28%	24%	26%	26%	其它投资现金流	(1958)	(9836)	0	0	0
ROE	10%	16%	16%	17%	18%	投资活动现金流	(2423)	(13678)	(18001)	(13001)	(13001)
毛利率	19%	20%	20%	20%	20%	权益性融资	18	1066	0	0	0
EBIT Margin	3%	5%	6%	7%	8%	负债净变化	(2120)	(6805)	(230)	0	0
EBITDA Margin	7%	10%	8%	9%	10%	支付股利、利息	(3538)	(3346)	(6920)	(8098)	(9407)
收入增长	26%	17%	22%	15%	12%	其它融资现金流	(4352)	4421	52041	(33400)	57914
净利润增长率	-15%	81%	9%	17%	16%	融资活动现金流	(15650)	(14814)	44891	(41498)	48507
资产负债率	66%	64%	66%	61%	66%	现金净变动	2564	(7596)	(20741)	0	0
息率	1.8%	1.7%	3.6%	4.2%	4.9%	货币资金的期初余额	35773	38337	30741	10000	10000
P/E	27.2	15.2	13.9	11.9	10.2	货币资金的期末余额	38337	30741	10000	10000	10000
P/B	2.8	2.4	2.2	2.0	1.9	企业自由现金流	0	14991	(63517)	46405	(43103)
EV/EBITDA	25.6	17.2	18.7	13.0	12.9	权益自由现金流	0	12607	(13108)	11010	12331

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032