

公司研究

2Q25 毛利率同环比修复，新长安扬帆起航

——长安汽车（000625.SZ）2025年半年报业绩点评

要点

1H25 业绩短期承压：1H25 营业收入同比-5.3%至 726.9 亿元，归母净利润同比-19.1%至 22.9 亿元；其中 2Q25 营业收入同比-2.9%/环比+12.8%至 385.3 亿元，归母净利润同比-43.9%/环比-30.6%至 9.4 亿元。

2Q25 毛利率、ASP 环比提升，新能源业务盈亏平衡点将至：1H25 汽车总销量同比+1.6%至 135.5 万辆，自主品牌销量同比+2.6%至 115.1 万辆、新能源销量同比+49.1%至 45.2 万辆。1H25 公司毛利率同比+0.8pcts 至 14.6%，单车 ASP 同比-6.7%至 5.4 万元；其中 2Q25 毛利率同比+2.0pcts/环比+1.3pcts 至 15.2%，单车 ASP 同比-4.2%/环比+22.4%至 5.9 万元。我们判断，公司自主新能源品牌销量大幅提升带动新能源效益稳步改善，预计 2H25E-2026E 公司新能源业务盈亏平衡点将至，深蓝、阿维塔、启源三大品牌将逐步扭亏。

新品推广导致销售费用增加：1H25 公司应占合营联营投资收益同比-78.1%至 0.6 亿元（2Q25 同比-88.7%/环比-72.9%至 0.1 亿元）；费用端，1H25 销售/管理/研发费用率分别同比+2.0pcts/-0.1pcts/+0.7pcts。我们判断，合营企业盈利下降导致公司投资收益减少，销售费用增加主要由于深蓝 S09、启源 Q07 等新车型上市及海外品牌发布导致，预计 2H25E 销售费用率有望回落。

中国长安汽车集团成立，智能化/全球化持续推进：7 月 29 日中国长安汽车集团有限公司正式成立，由原兵器装备集团汽车业务分立重组而成，整合 117 家分子公司。我们认为，新长安已跃升为国资委直管的一级央企，在保证国有资产稳定运营的同时，为汽车业务独立发展注入新活力，智能化/全球化加速推进：**1) 智能化：**已发布天衡智能底盘/天枢大模型/天枢智驾等七大核心技术，智驾坚持自研+合作、与华为战略合作有望进一步深化，预计 2H25E 新车智能化升级将巩固主销价格带优势（2026 款深蓝 L07 全系标配华为乾崮智驾 ADS SE、深蓝 L06 全系标配激光雷达、启源 Q07 激光雷达版搭载天枢智驾系统）；人形机器人、飞行汽车等前瞻布局同步推进。**2) 全球化：**1H25 公司海外销量同比+47.4%至 29.9 万辆，海外毛利率为 22.23%（vs. 国内毛利率为 13.03%）；公司持续拓展海外市场（在德国举行品牌欧洲发布会、已正式进军欧洲市场），并通过海外本地化建厂（泰国罗勇工厂已正式投产）+新品投放（深蓝 S07、G318、S05 已在阿联酋上市）+服务体系完善（新建泰国罗勇备件中心库），稳步推进海外布局。

维持“买入”评级：鉴于新车型推广导致销售费用增加，下调 2025E/2026E/2027E 归母净利润预测 19%/26%/14%至 65.1 亿元/70.7 亿元/95.2 亿元；看好公司新能源效益稳步改善、以及新央企成立后智能化+全球化加速推进前景，维持公司“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、自主品牌转型不及预期、合资品牌销量低于预期、关税政策波动风险。

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)	151,298	159,733	177,047	211,518	224,872
营业收入增长率	24.78%	5.58%	10.84%	19.47%	6.31%
归母净利润(百万元)	11,327	7,321	6,506	7,067	9,518
归母净利润增长率	-45.25%	-35.37%	-11.14%	8.62%	34.68%
EPS(元)	1.14	0.74	0.66	0.71	0.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.76%	9.56%	8.12%	8.28%	10.31%
P/E	12	18	20	18	14
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-22（注：2023 年股本为 99.17 亿股，2024 年及以后股本为 99.14 亿股）

买入（维持）

当前价：13.18 元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebscn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

021-52523838

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	99.14
总市值(亿元)	1306.68
一年最低/最高(元)	11.07/15.99
近 3 月换手率	53.71%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.30	-5.40	-19.08
绝对	1.78	8.02	12.62

资料来源：Wind

相关研报

自主新能源品牌向上，电动化/智能化/全球化三大计划同步推进——长安汽车（000625.SZ）跟踪报告（2025-04-29）

3Q24 业绩承压，期待新产品推动经营边际改善——长安汽车（000625.SZ）2024 年三季度报业绩点评（2024-11-04）

2Q24 业绩同环比显著改善，新车型密集发布助力转型——长安汽车（000625.SZ）2024 年半年报业绩点评（2024-09-03）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	151,298	159,733	177,047	211,518	224,872
营业成本	123,523	135,869	149,529	177,257	187,302
折旧和摊销	5,224	5,704	6,583	6,783	6,986
税金及附加	4,758	4,350	5,311	6,346	6,746
销售费用	7,645	7,538	8,852	9,730	9,670
管理费用	4,098	4,401	4,957	5,711	5,847
研发费用	5,980	6,505	7,436	8,672	8,995
财务费用	-897	-934	-2,090	-980	-1,172
投资收益	3,050	188	20	432	1,527
营业利润	10,447	6,624	5,736	8,068	11,605
利润总额	10,589	6,758	5,876	8,208	11,695
所得税	1,087	653	588	821	1,170
净利润	9,502	6,104	5,289	7,387	10,526
少数股东损益	-1,826	-1,217	-1,217	321	1,008
归属母公司净利润	11,327	7,321	6,506	7,067	9,518
EPS(元)	1.14	0.74	0.66	0.71	0.96

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	19,861	4,849	24,402	19,546	19,543
净利润	11,327	7,321	6,506	7,067	9,518
折旧摊销	5,224	5,704	6,583	6,783	6,986
净营运资金增加	5,170	469	-8,490	7,842	1,132
其他	-1,860	-8,645	19,803	-2,145	1,908
投资活动产生现金流	-6,208	-4,313	-5,260	-6,149	-5,054
净资本支出	-2,528	-3,293	-5,270	-6,365	-5,818
长期投资变化	13,787	18,526	-10	-216	-763
其他资产变化	-17,468	-19,546	20	432	1,527
融资活动现金流	-2,128	-1,391	-244	-181	-1,146
股本变化	-5	-3	0	0	0
债务净变化	-769	23	245	0	0
无息负债变化	33,157	13,577	12,729	19,376	7,421
净现金流	11,435	-652	18,898	13,216	13,343

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	18.4%	14.9%	15.5%	16.2%	16.7%
EBITDA 率	8.6%	5.7%	5.6%	6.3%	7.0%
EBIT 率	5.1%	2.1%	1.9%	3.1%	3.9%
税前净利润率	7.0%	4.2%	3.3%	3.9%	5.2%
归母净利润率	7.5%	4.6%	3.7%	3.3%	4.2%
ROA	5.0%	2.9%	2.4%	3.0%	4.0%
ROE (摊薄)	15.8%	9.6%	8.1%	8.3%	10.3%
经营性 ROIC	11.9%	4.9%	5.7%	9.7%	13.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	61%	62%	64%	65%	64%
流动比率	1.27	1.20	1.21	1.23	1.27
速动比率	1.14	1.05	1.08	1.09	1.14
归母权益/有息债务	60.80	63.57	55.29	58.89	63.67
有形资产/有息债务	142.00	152.97	137.60	153.78	163.85

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	190,171	208,168	223,506	248,418	263,779
货币资金	64,871	64,182	83,080	96,296	109,639
交易性金融资产	168	155	175	225	325
应收账款	2,412	3,398	3,205	3,657	3,683
应收票据	37,658	45,581	43,730	50,764	51,721
其他应收款 (合计)	894	2,387	841	1,005	1,068
存货	13,466	17,081	16,646	19,785	20,940
其他流动资产	9,735	2,175	2,608	3,470	3,803
流动资产合计	130,935	136,369	153,356	178,536	194,513
其他权益工具	504	497	497	497	497
长期股权投资	13,787	18,526	18,536	18,752	19,515
固定资产	19,994	21,774	18,581	15,665	12,843
在建工程	1,914	1,596	3,007	3,995	4,687
无形资产	15,046	16,772	17,922	18,930	19,837
商誉	1,811	1,811	1,811	1,811	1,811
其他非流动资产	450	3,706	3,706	3,706	3,706
非流动资产合计	59,236	71,800	70,150	69,882	69,266
总负债	115,488	129,088	142,062	161,438	168,858
短期借款	30	40	0	0	0
应付账款	38,290	43,836	46,354	54,950	58,064
应付票据	37,457	34,811	44,859	53,177	56,191
预收账款	1	0	0	0	0
其他流动负债	2,621	4,803	5,322	6,357	6,757
流动负债合计	103,239	113,357	127,062	145,613	152,624
长期借款	72	36	0	0	0
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
其他非流动负债	8,524	10,134	10,480	11,170	11,437
非流动负债合计	12,248	15,730	15,000	15,825	16,235
股东权益	74,683	79,081	81,444	86,981	94,921
股本	9,917	9,914	9,914	9,914	9,914
公积金	12,528	13,883	13,883	13,883	13,883
未分配利润	49,618	52,846	56,427	61,643	68,575
归属母公司权益	71,853	76,576	80,157	85,373	92,305
少数股东权益	2,830	2,504	1,287	1,608	2,616

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	5.05%	4.72%	5.00%	4.60%	4.30%
管理费用率	2.71%	2.76%	2.80%	2.70%	2.60%
财务费用率	-0.59%	-0.58%	-1.18%	-0.46%	-0.52%
研发费用率	3.95%	4.07%	4.20%	4.10%	4.00%
所得税率	10%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.34	0.30	0.19	0.26	0.37
每股经营现金流	2.00	0.49	2.46	1.97	1.97
每股净资产	7.25	7.72	8.09	8.61	9.31
每股销售收入	15.26	16.11	17.86	21.34	22.68

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	12	18	20	18	14
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.4	13.3	10.7	8.2	6.5
股息率	2.6%	2.2%	1.4%	2.0%	2.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体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