

汽车

报告日期：2025 年 09 月 01 日

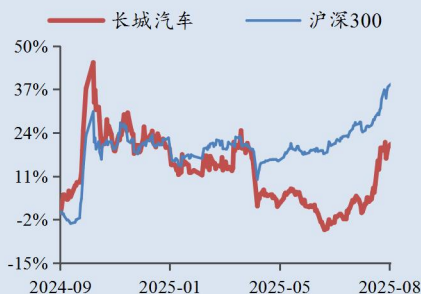
2025H1 业绩承压，看好新品大年+生态出海带动业绩修复

——长城汽车（601633.SH）2025 年半年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

最近一年走势



市场数据

2025 年 09 月 01 日

当前价格（元）	26.08
52 周价格区间（元）	20.60-33.34
总市值（百万元）	223,217.32
流通市值（百万元）	161,937.03
总股本（万股）	855,894.63
流通股（万股）	620,924.20
近一月换手（%）	10.20

分析师：杨阳

执业证书编号：S0230523110001

邮箱：yangy@hlzq.com

分析师：李浩洋

执业证书编号：S0230525080001

邮箱：lihy@hlzq.com

相关阅读

《单车归母净利润同比+80.38%，智能化升级赋能产品大年——长城汽车（601633.SH）2024 年年报点评报告》
2025.03.31

《2024Q3 单车收入创新高，全球化势头不减——长城汽车（601633.SH）2024 年三季报点评报告》
2024.10.30

《2024Q1 业绩高增，出海+高端化加速
请认真阅读文后免责条款

事件：

8 月 30 日，长城汽车发布 2025 年半年报：公司 2025 年上半年实现营收 923.35 亿元，同比+0.99%，实现归母净利润 63.37 亿元，同比-10.21%；2025Q2 实现营收 523.16 亿元，同比+7.72%，实现归母净利润 45.86 亿元，同比+19.47%。

观点：

价格战&销售结构变化影响下 Q2 单车营收承压。公司 2025Q2 营收同比+7.72%，销量同比+10.07%，单车营收同比-2.15%至 16.72 万元/辆。单车收入同比承压主要原因有二：一是 2025H1 乘用车市场价格战影响售价；二是公司销量结构变化，海外/坦克 & WEY 牌等高端品牌销量分别同比-1.80%/+7.43%至 10.68/8.28 万辆，占总销量比重分别同比-4.12/-0.65pct 至 34.11%/26.47%。随着 2025H2 国内价格战在政策遏制下趋缓以及高端新品带动，公司单车均价有望回升，2025 年 7 月，公司海外/高端品牌销量占比已回升至 39.37%/28.81%。公司持续推进新能源转型，2025Q2 新能源销量同比+33.70%至 9.79 万辆，占比同比+5.52pct 至 31.27%。

➤ **市场竞争激烈压制盈利能力，单车扣非归母净利润同比-47.09%。**公司 2025Q2 扣非归母净利润同比-41.76%，主要系非经常性损益同比大幅增长，我们认为或因俄罗斯报废退税影响。在价格战影响下，公司 2025Q2 单车扣非归母净利润同比-47.09%至 0.67 万元/辆，其中毛利率同比-2.56pct 至 18.80%；期间费用率同比-0.18pct 至 10.26%，其中销售费用率同比+0.92pct，主要系公司加速构建直连用户的新渠道模式，以及加大新车型、新技术的上市宣传及品牌提升所致。公司 2025Q2 经营性现金净流入 181.95 亿元，同比+51.33%。

➤ **产品大年新品表现优秀，生态出海产业链加速落地。**公司 2025 年进入产品大年，已发布的新品表现优秀，哈弗旗下大狗 2026 款/猛龙 2026 款上市 24 小时订单 20668/21856 台，全新坦克 500 上市 2 小时锁单 12257 台，WEY 牌高山 8/9 系列 2025 年 7 月合计销量达 6149 辆。后续公司新品储备丰富，高山 7 将于 9 月开启预售，坦克/WEY 牌/哈弗/欧拉等主要品牌均有新车或改款车型上市。公司生态出海规划逐步落地，随着 8 月巴西工厂竣工投产，公司已于海外布局 3 个全流程生产基地以及超过 1400 家渠道，随

—长城汽车（601633.SH）2024 年一季报点评报告》2024.04.29

着各品牌新品逐步落地，有望带动公司海外销量持续增长。

- **盈利预测及投资评级：**公司 2025 年进入产品大年，生态出海加速落地，有望实现销量及其结构双双改善，带动业绩修复。考虑到乘用车市场竞争仍较为激烈，我们下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 144.34/168.84/193.46 亿元（原 2025-2026 年预测为 150.37/177.91/203.33 亿元），当前股价对应 PE 为 15.5/13.2/11.5 倍，可比公司 PE 平均值为 18.6/14.8/12.3 倍，公司估值水平低于可比公司平均值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；新车销量不及预期；智能化进展不及预期；上游原材料涨价；地缘政治风险；测算存在误差，以实际为准。
- **盈利预测简表**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	173,212	202,195	250,533	278,740	299,372
增长率（%）	26.12	16.73	23.91	11.26	7.40
归母净利润（百万元）	7,022	12,692	14,434	16,884	19,346
增长率（%）	-15.06	80.76	13.72	16.97	14.58
ROE（%）	10.25	16.07	16.11	16.46	16.38
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.82	1.48	1.69	1.97	2.26
市盈率（P/E）	31.8	17.6	15.5	13.2	11.5
市净率（P/B）	3.3	2.8	2.5	2.2	1.9

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 1：可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	EPS（元）					PE（倍）				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
601127.SH	赛力斯	143.89	-1.62	3.94	6.35	8.13	9.71	-	36.5	22.7	17.7	14.8
002594.SZ	比亚迪	109.70	10.32	13.84	6.13	7.49	8.89	10.6	7.9	17.9	14.6	12.3
000625.SZ	长安汽车	12.46	1.14	0.74	0.81	1.04	1.27	10.9	16.9	15.4	12.0	9.8
	平均值		3.28	6.17	4.43	5.55	6.62	10.77	20.45	18.6	14.8	12.3
601633.SH	长城汽车	26.08	0.82	1.48	1.69	1.97	2.26	31.8	17.6	15.5	13.2	11.5

数据来源：Wind，华龙证券研究所（收盘价对应交易日为 9 月 1 日，其中长城汽车、比亚迪、长安汽车盈利预测来自华龙证券研究所，赛力斯盈利预测来自 Wind 一致预期）

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	118,584	133,435	149,612	171,136	203,997	营业收入	173,212	202,195	250,533	278,740	299,372
现金	38,337	30,741	39,250	60,343	85,382	营业成本	140,773	162,747	200,408	222,170	238,025
应收票据及应收账款	10,145	9,638	12,626	13,544	16,982	税金及附加	5,986	7,409	9,181	10,214	10,970
其他应收款	2,114	3,385	3,428	4,152	3,990	销售费用	8,285	7,830	10,272	11,540	12,214
预付账款	3,873	1,942	5,263	2,753	5,856	管理费用	4,735	4,756	5,512	5,881	5,987
存货	26,628	25,408	26,678	28,012	29,413	研发费用	8,054	9,284	11,474	12,404	13,292
其他流动资产	37,487	62,322	62,366	62,333	62,374	财务费用	-126	91	-70	-25	-180
非流动资产	82,686	83,831	91,802	93,374	91,903	资产和信用减值损失	-550	-774	-551	-557	-419
长期股权投资	10,751	11,551	12,151	12,763	13,437	其他收益	1,512	3,693	1,542	1,481	1,510
固定资产	30,235	30,014	36,557	37,615	36,476	公允价值变动收益	-26	42	45	48	45
无形资产	23,375	24,682	24,950	25,014	24,429	投资净收益	761	877	636	634	713
其他非流动资产	18,325	17,585	18,144	17,982	17,563	资产处置收益	0	5	-4	1	0
资产总计	201,270	217,266	241,414	264,511	295,900	营业利润	7,201	13,921	15,424	18,162	20,912
流动负债	110,835	122,229	136,348	148,618	167,493	营业外收入	744	435	700	690	680
短期借款	5,701	6,665	6,880	7,036	7,303	营业外支出	121	72	84	90	93
应付票据及应付账款	68,486	79,571	91,507	105,233	121,018	利润总额	7,824	14,283	16,040	18,763	21,499
其他流动负债	36,648	35,993	37,961	36,349	39,173	所得税	801	1,591	1,604	1,876	2,150
非流动负债	21,926	16,041	15,484	13,275	10,290	净利润	7,023	12,692	14,436	16,886	19,349
长期借款	16,749	10,156	9,598	7,390	4,405	少数股东损益	1	0	2	3	3
其他非流动负债	5,177	5,885	5,885	5,885	5,885	归属母公司净利润	7,022	12,692	14,434	16,884	19,346
负债合计	132,762	138,270	151,832	161,893	177,783	EBITDA	17,331	25,759	23,908	27,904	31,393
少数股东权益	8	8	11	13	16	EPS (元)	0.82	1.48	1.69	1.97	2.26
股本	8,498	8,556	8,556	8,556	8,556	主要财务比率					
资本公积	2,055	3,626	3,626	3,626	3,626	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	58,242	68,376	78,432	90,196	103,675	成长能力					
归属母公司股东权益	68,501	78,988	89,571	102,605	118,101	营业收入同比增速(%)	26.12	16.73	23.91	11.26	7.40
负债和股东权益	201,270	217,266	241,414	264,511	295,900	营业利润同比增速(%)	-9.62	93.32	10.80	17.76	15.14
						归属于母公司净利润同比增速(%)	-15.06	80.76	13.72	16.97	14.58
						获利能力					
						毛利率(%)	18.73	19.51	20.01	20.30	20.49
						净利率(%)	4.05	6.28	5.76	6.06	6.46
						ROE(%)	10.25	16.07	16.11	16.46	16.38
						ROIC(%)	8.83	14.10	12.97	13.63	13.92
						偿债能力					
						资产负债率(%)	65.96	63.64	62.89	61.20	60.08
						净负债比率(%)	-8.09	-8.50	-18.81	-38.93	-57.32
						流动比率	1.07	1.09	1.10	1.15	1.22
						速动比率	0.76	0.81	0.81	0.90	0.97
						营运能力					
						总资产周转率	0.90	0.97	1.09	1.10	1.07
						应收账款周转率	25.10	27.95	28.00	28.01	28.03
						应付账款周转率	4.03	3.87	4.28	4.13	3.85
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.82	1.48	1.69	1.97	2.26
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.07	3.25	3.39	4.33	4.63
						每股净资产(最新摊薄)	7.96	9.19	10.43	11.95	13.76
						估值比率					
						P/E	31.8	17.6	15.5	13.2	11.5
						P/B	3.3	2.8	2.5	2.2	1.9
						EV/EBITDA	12.32	7.85	8.04	6.06	4.50

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，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。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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046