



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年08月31日

基础数据

08月29日收盘价（元）	25.85
总市值（亿元）	2,212.49
总股本（亿股）	85.59

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证汽车】长城汽车：出口+越野支撑业绩高增，2025开启向上周期-2025.04.01

【兴证汽车】长城汽车：出口坦克稳中求进，哈弗魏牌逐新而上-2025.03.17

【兴证汽车】长城汽车2024年中报点评：2024Q2营收同环比高增长，海外加速拓展-2024.09.01

分析师：董晓彬

S0190520080001  
dongxiaobin@xyzq.com.cn

分析师：刘馨遥

S0190524070005  
liuxinyao@xyzq.com.cn

长城汽车(601633.SH)

2025Q2 收入与业绩同环比高增长, 25H2 各品牌趋势向上

投资要点:

- 公司发布 2025 年中报：2025H1 公司营收 923.3 亿元，同比+1.0%；归母净利润 63.4 亿元，同比-10.5%；扣非归母净利润 35.8 亿元，同比-36.6%。其中 2025Q2 营收 523.2 亿元，同环比分别+7.7%/+30.7%；归母净利润 45.9 亿元，同环比分别+19.1%/+161.9%；扣非归母净利润 21.1 亿元，同环比分别-41.8%/+43.8%。
- 2025Q2 公司营收同环比增长，单车 ASP 环比提升。2025Q2 公司营收 523.2 亿元，同环比分别+7.7%/+30.7%。25Q2 公司销量 31.3 万辆，同比/环比分别+10.1%/+21.9%，其中哈弗/WEY/欧拉/坦克/皮卡销量分别为 17.7 万辆/2.1 万辆/0.7 万辆/4.6 万辆/6.2 万辆，海外销售 10.7 万辆。25Q2 公司单车 ASP 约为 16.7 万元，同比降低 0.4 万元，预计系坦克与出口车型销量占比同比下降，环比提升 1.1 万元，预计系 WEY 和坦克销量占比环比提升的影响。
- 2025Q2 公司毛利率同比降低环比提升，净利率同环比均有提升。2025Q2 公司毛利率为 18.8%，同环比分别-2.6pct/+1.0pct，同比降低预计系毛利率较高的坦克与出口车型销量占比同比下降，环比提升预计系 WEY 和坦克销量占比环比提升。2025Q2 公司四项费用率为 10.3%，同环比分别-0.2pct/持平，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.2%/1.8%/-1.3%/4.5%，同比分别+0.9pct/-0.2pct/-0.7pct/-0.1pct，环比分别-0.5pct/-0.5pct/+1.3pct/-0.3pct。2025Q2 公司归母净利率为 8.8%，同环比分别+0.8pct/+4.4pct，公司净利率同环比提升。
- 投资建议：出口与坦克趋势向上保障高盈利，哈弗与 WEY 积极变化有望提估值。公司出海战略聚焦 3 个大区：巴墨（南美）市场，中东北非市场，右舵东盟市场。国内坦克维持越野细分市场的强竞争力，并持续拓客群。我们认为压制公司估值的核心因素在于内销转型，2025 年哈弗与 WEY 较多新品推出，有望提升估值。我们调整公司 2025-2027 年归母净利润为 153.02 亿元/171.06 亿元/219.35 亿元，维持“增持”评级。
- 风险提示：新车销量不及预期，海外经营风险，原材料价格大幅上涨

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	202195	268401	310262	340089
同比增长	16.7%	32.7%	15.6%	9.6%
归母净利润（百万元）	12692	15302	17106	21935
同比增长	80.8%	20.6%	11.8%	28.2%
毛利率	19.5%	18.7%	18.4%	19.4%
ROE	16.1%	16.5%	16.6%	18.5%
每股收益（元）	1.48	1.79	2.00	2.56
市盈率	17.4	14.5	12.9	10.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 事件

公司发布 **2025 年中报**: 2025H1 公司营收 923.3 亿元, 同比+1.0%; 归母净利润 63.4 亿元, 同比-10.5%; 扣非归母净利润 35.8 亿元, 同比-36.6%。其中 2025Q2 营收 523.2 亿元, 同环比分别+7.7%/+30.7%; 归母净利润 45.9 亿元, 同环比分别+19.1%/+161.9%; 扣非归母净利润 21.1 亿元, 同环比分别-41.8%/+43.8%。

## 点评

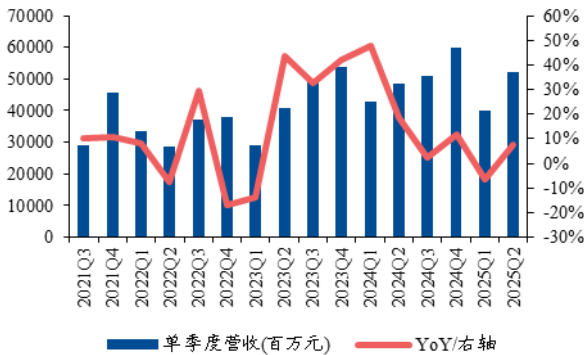
**2025Q2 公司营收同环比增长, 单车 ASP 环比提升。**2025Q2 公司营收 523.2 亿元, 同环比分别+7.7%/+30.7%。25Q2 公司销量 31.3 万辆, 同比/环比分别+10.1%/+21.9%, 其中哈弗/WEY/欧拉/坦克/皮卡销量分别为 17.7 万辆/2.1 万辆/0.7 万辆/4.6 万辆/6.2 万辆, 海外销售 10.7 万辆。25Q2 公司单车 ASP 约为 16.7 万元, 同比降低 0.4 万元, 预计系坦克与出口车型销量占比同比下降, 环比提升 1.1 万元, 预计系 WEY 和坦克销量占比环比提升的影响。

**2025Q2 公司毛利率同比降低环比提升, 净利率同环比均有提升。**2025Q2 公司毛利率为 18.8%, 同环比分别-2.6pct/+1.0pct, 同比降低预计系毛利率较高的坦克与出口车型销量占比同比下降, 环比提升预计系 WEY 和坦克销量占比环比提升。2025Q2 公司四项费用率为 10.3%, 同环比分别-0.2pct/持平, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.2%/1.8%/-1.3%/4.5%, 同比分别+0.9pct/-0.2pct/-0.7pct/-0.1pct, 环比分别-0.5pct/-0.5pct/+1.3pct/-0.3pct。2025Q2 公司归母净利率为 8.8%, 同环比分别+0.8pct/+4.4pct, 公司净利率同环比提升。

**投资建议: 出口与坦克趋势向上保障高盈利, 哈弗与 WEY 积极变化有望提估值。**公司出海战略聚焦 3 个大区: 巴墨(南美)市场, 中东北非市场, 右舵东盟市场。国内坦克维持越野细分市场的强竞争力, 并持续拓客群。我们认为压制公司估值的核心因素在于内销转型, 2025 年哈弗与 WEY 较多新品推出, 有望提升估值。我们调整公司 2025-2027 年归母净利润为 153.02 亿元/171.06 亿元/219.35 亿元, 维持“增持”评级。

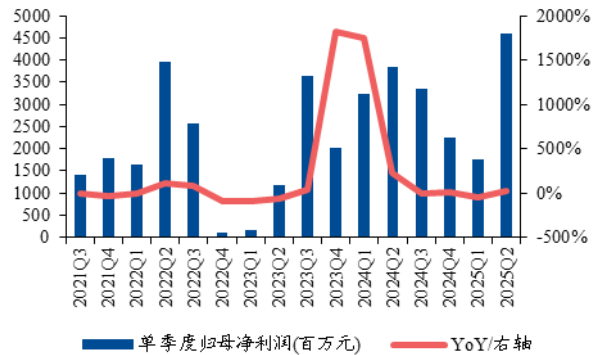
风险提示: 新车销量不及预期, 海外经营风险, 原材料价格大幅上涨

图1、公司分季度总收入与同比（单位：百万元）



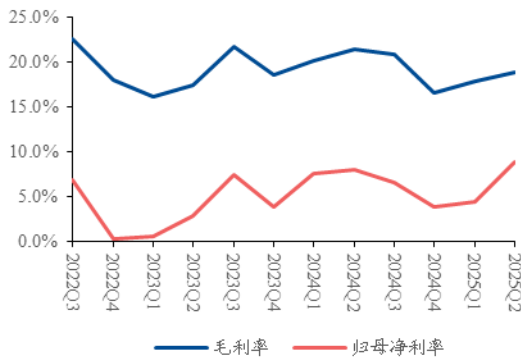
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司分季度归母净利润与同比（单位：百万元）



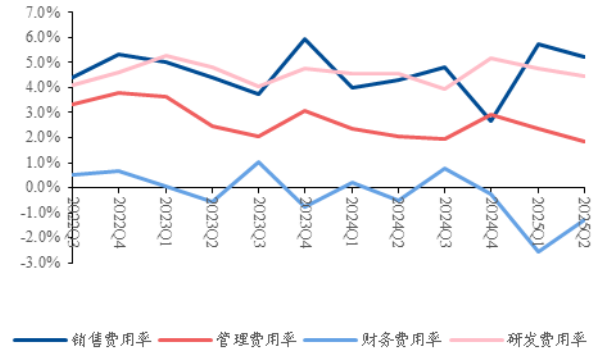
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司分季度毛利率与归母净利率



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司分季度四项费用率



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、公司分季度主要财务比率

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
营业税金率	4.2%	3.9%	3.3%	3.5%	3.7%	3.3%	3.5%	3.9%	3.5%	3.8%	4.0%	3.9%
销售费用率	4.4%	5.3%	5.0%	4.4%	3.7%	5.9%	4.0%	4.3%	4.8%	2.6%	5.7%	5.2%
管理费用率	3.3%	3.8%	3.7%	2.5%	2.1%	3.1%	2.3%	2.1%	2.0%	2.9%	2.3%	1.8%
财务费用率	0.5%	0.7%	0.0%	-0.6%	1.0%	-0.7%	0.2%	-0.5%	0.8%	-0.2%	-2.6%	-1.3%
研发费用率	4.1%	4.6%	5.3%	4.8%	4.0%	4.8%	4.6%	4.6%	4.0%	5.1%	4.8%	4.5%
费用率合计	12.3%	14.4%	14.0%	11.1%	10.8%	13.0%	11.1%	10.4%	11.5%	10.5%	10.3%	10.3%
所得税/收入	1.0%	-0.3%	-0.4%	0.3%	1.2%	0.4%	1.2%	1.4%	0.8%	0.0%	0.3%	1.1%
毛利率	22.5%	17.9%	16.1%	17.4%	21.7%	18.5%	20.0%	21.4%	20.8%	16.5%	17.8%	18.8%
归母净利率	6.9%	0.3%	0.6%	2.9%	7.3%	3.8%	7.5%	7.9%	6.6%	3.8%	4.4%	8.8%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>133435</b>	<b>179197</b>	<b>212951</b>	<b>241728</b>
货币资金	30741	55534	72849	90584
交易性金融资产	14181	14581	14981	15381
应收票据及应收账款	9638	15657	18099	19839
预付款项	1942	6543	7597	8223
存货	25408	33322	38687	41876
其他	51525	53559	60738	65825
<b>非流动资产</b>	<b>83831</b>	<b>82950</b>	<b>80353</b>	<b>79275</b>
长期股权投资	11551	12051	12551	12551
固定资产	30014	31986	32638	29878
在建工程	3960	2591	1906	2064
无形资产	12345	10093	7690	8965
商誉	28	28	28	28
其他	25933	26201	25539	25789
<b>资产总计</b>	<b>217266</b>	<b>262146</b>	<b>293304</b>	<b>321004</b>
<b>流动负债</b>	<b>122229</b>	<b>156495</b>	<b>178528</b>	<b>191945</b>
短期借款	6665	6665	6665	6665
应付票据及应付账款	79571	102996	119577	129435
其他	35993	46834	52286	55845
<b>非流动负债</b>	<b>16041</b>	<b>12670</b>	<b>11670</b>	<b>10670</b>
长期借款	6481	2981	1981	981
其他	9560	9689	9689	9689
<b>负债合计</b>	<b>138270</b>	<b>169165</b>	<b>190198</b>	<b>202615</b>
股本	8556	8559	8559	8559
未分配利润	61431	70211	79560	91549
少数股东权益	8	11	14	18
<b>股东权益合计</b>	<b>78996</b>	<b>92982</b>	<b>103105</b>	<b>118389</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>217266</b>	<b>262146</b>	<b>293304</b>	<b>321004</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	12692	15302	17106	21935
折旧和摊销	10153	11674	12451	10433
营运资金的变动	4650	11253	5995	2774
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>27783</b>	<b>36422</b>	<b>34128</b>	<b>33486</b>
资本支出	-11082	-8932	-8561	-8517
长期投资	-12288	-1150	-1150	-650
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-23296</b>	<b>-8676</b>	<b>-8260</b>	<b>-7567</b>
债权融资	-8686	-1091	-1000	-1000
股权融资	1066	-4	6	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-12178</b>	<b>-3370</b>	<b>-8553</b>	<b>-8184</b>
现金净变动	-8062	24793	17315	17736

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>202195</b>	<b>268401</b>	<b>310262</b>	<b>340089</b>
营业成本	162747	218110	253221	274098
税金及附加	7409	8320	9618	10543
销售费用	7830	11273	13031	14284
管理费用	4756	6173	7136	7822
研发费用	9284	11407	13186	14284
财务费用	91	543	157	271
投资收益	877	1342	1551	1700
公允价值变动收益	42	0	0	0
信用减值损失	-22	0	0	0
资产减值损失	-751	5	5	5
<b>营业利润</b>	<b>13921</b>	<b>16606</b>	<b>18571</b>	<b>23894</b>
营业外收支	363	399	439	483
<b>利润总额</b>	<b>14283</b>	<b>17005</b>	<b>19010</b>	<b>24377</b>
所得税	1591	1700	1901	2438
净利润	12692	15304	17109	21939
少数股东损益	0	3	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	<b>12692</b>	<b>15302</b>	<b>17106</b>	<b>21935</b>
<b>EPS 元</b>	<b>1.48</b>	<b>1.79</b>	<b>2.00</b>	<b>2.56</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	16.7%	32.7%	15.6%	9.6%
营业利润增长率	93.3%	19.3%	11.8%	28.7%
归母净利润增长率	80.8%	20.6%	11.8%	28.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	19.5%	18.7%	18.4%	19.4%
归母净利率	6.3%	5.7%	5.5%	6.4%
ROE	16.1%	16.5%	16.6%	18.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.6%	64.5%	64.8%	63.1%
流动比率	1.09	1.15	1.19	1.26
速动比率	0.81	0.85	0.90	0.96
<b>营运能力</b>				
资产周转率	96.6%	112.0%	111.7%	110.7%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.48	1.79	2.00	2.56
每股经营现金	3.25	4.26	3.99	3.91
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	17.4	14.5	12.9	10.1
PB	2.8	2.4	2.1	1.9

### 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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

### 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 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：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn