

2025年09月02日  
 长城汽车(2333.HK)

SDICS

## 公司动态分析

证券研究报告

汽车

投资评级: **买入**

**维持买入评级**

6个月目标价 **26.0 港元**

股价 2025-09-01 **19.1 港元**

## 新能源转型加速，8月销量同环比双增

8月长城汽车销量11.6万辆，同比增长22.3%，环比增长10.7%。我们看好长城汽车的新能源转型发展加速，高端品牌发展趋势向好。考虑同业估值水平及公司业务前景，目标价由18港元提升至26港元，维持买入评级，相当于2026年11.8倍预测市盈率。

### 报告摘要

**业绩符合预期。**上半年营业总收入923.4亿元，同比增长1.0%；归母净利润63.4亿元，同比减少10.2%；扣非后净利润35.8亿元，同比减少36.4%。毛利率18.4%，同比下滑1.6个百分点，销售费用率5.5%，同比提升2.1个百分点，管理费用率2.1%，同比下滑0.2个百分点，研发费用率4.6%，同比持平。利润下滑主要因为公司建设直营新渠道，并加大对产品与技术的营销宣传力度导致相关费用增加。

**8月销量同环比双增。**8月长城汽车销量11.6万辆，同比增长22.3%，环比增长10.7%；1-8月累计销量79.0万辆，同比增长5.9%。从各个品牌销量来看，1) 哈弗品牌6.9万辆，同比增长22.7%；1-8月累计销量44.7万辆，同比增长9.2%。哈弗品牌作为基石，随着26款哈弗大狗、猛龙上市交付后，销量大幅提升。2) 魏牌8028辆，同比增长167.5%；1-8月累计销量5.3万辆，同比增长105.1%。魏牌聚焦高端智能新能源领域，增长势头强劲。旗下高山+蓝山双旗舰产品矩阵发力，销量不断增加。3) 长城皮卡1.3万辆，同比下降2.9%；1-8月累计销量12.3万辆，同比增长4.8%。长城皮卡延续领先优势。4) 欧拉5223辆，同比增长1.4%；1-8月累计销量2.3万辆，同比下降43.8%。预计下半年随着欧拉新车上市后，销量将有明显改善。5) 坦克品牌2.0万辆，同比增长22.5%；1-8月累计销量14.4万辆，同比下降4.9%。凭借Hi4-T与Hi4-Z新能源技术赋能，坦克品牌的新能源车型销量占比提升，坦克500智享版在8月上市以后订单火爆，上市2小时锁单量超过1.2万辆。随着下半年其它车型的更新，其销量还将持续增长。

**投资建议。**我们看好长城汽车的新能源转型发展加速，高端品牌发展趋势向好。我们预测公司2025-2027年的归母净利润达到135.8/174.1/193.2亿元(此前预测为136.3/151.7/173.4亿元)。考虑同业估值水平及公司业务前景，目标价由18港元提升至26港元，维持买入评级，相当于2026年11.8倍预测市盈率。

**风险提示：**行业竞争加剧；价格不及预期

(年结31/12; RMB 百万元)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售收入	173,212	202,195	243,010	284,434	319,971
增长率 (%)	26%	17%	20%	17%	12%
净利润	7,022	12,692	13,578	17,410	19,317
增长率 (%)	-15%	81%	7%	28%	11%
毛利率 (%)	19%	20%	19%	20%	20%
净利润率 (%)	4%	6%	6%	6%	6%
ROE, 平均 (%)	10%	16%	15%	17%	17%
每股盈利 (元)	0.82	1.49	1.59	2.03	2.26
每股净资产 (元)	8.1	9.2	10.3	11.7	13.2
市盈率 (x)	21.4	11.8	11.0	8.6	7.8
市净率 (x)	2.2	1.9	1.7	1.5	1.3
股息收益率 (%)	2%	3%	3%	4%	4%

数据来源：公司资料，国证国际预测

总市值(亿港元)	1,630.48
H股市值(亿港元)	442.73
总股本(亿股)	85.59
H股股本(亿股)	23.19
12个月低/高(港元)	10.7/19.2
平均成交(百万港元)	3.48

### 股东结构

魏建军	60.0%
其他	40.0%
总共	100.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	45.24	55.15	34.01
绝对收益	49.76	65.77	76.41

数据来源：彭博、港交所、公司

王强 分析师

jimmywang@sdicsi.com.hk

**附表：财务报表预测**

单位:百万人民币

资产负债表

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	118,583.8	133,435.1	150,118.8	168,230.6	188,035.6
现金及等价物	38,337.2	30,741.0	33,977.4	45,657.4	58,375.8
应收账款	28,923.6	41,099.8	48,214.1	48,371.0	50,197.3
其他应收款项	51,323	61,594	67,927	74,202	79,463
非流动资产	82,686.4	83,831.1	89,904.8	98,341.8	107,648.9
物业、厂房及设备	30,235.1	30,013.6	31,108.1	33,664.9	36,098.9
预付土地租赁款	6,477.4	3,960.5	3,564.4	3,208.0	2,887.2
无形资产	11,310.3	12,344.9	13,332.5	14,399.1	15,551.0
其他非流动资产	34,663.7	37,512.2	41,899.8	47,069.9	53,111.8
资产总计	201,270.3	217,266.2	240,023.6	266,572.4	295,684.5
流动负债	110,835.1	122,228.8	137,155.5	153,046.2	170,017.5
合约负债	9,583.1	11,711.3	12,062.6	12,424.5	12,797.2
应付款项	68,486.4	79,571.1	95,068.7	111,303.3	128,700.6
计息银行及其他借款	6,890	3,688	3,319	2,987	2,688
其他流动负债	25,875	27,259	26,705	26,331	25,831
非流动负债	21,926.4	16,041.2	14,643.3	13,462.6	12,467.8
借款	13,286	6,481	6,027	5,606	5,213
其他非流动负债	7,576	8,568	7,723	7,053	6,531
递延税项	1,064.5	992.4	893.1	803.8	723.4
负债合计	132,761.5	138,270.0	151,798.8	166,508.8	182,485.3
非控股权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	68,508.8	78,996.2	88,224.8	100,063.6	113,199.2

现金流量表

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动产生现金流量	17,754	27,783	27,460	30,162	33,637
投资活动产生现金流量	-10,451	-23,296	-13,876	-9,112	-11,340
融资活动产生现金流量	1,052.0	(12,177.9)	(6,817.1)	(9,369.7)	(9,579.6)
现金净变动	8,373.52	-8,062.37	6,767.63	11,679.97	12,718.34

单位:百万人民币

利润表

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	173,212.1	202,195.5	243,009.8	284,433.7	319,970.6
营业成本	(140,773.1)	(162,746.8)	(196,594.9)	(228,115.8)	(255,976.4)
毛利	32,438.9	39,448.7	46,414.9	56,317.9	63,994.1
销售费用	(5,986.3)	(7,409.4)	(8,631.7)	(10,524.0)	(11,838.9)
管理费用	(4,735.1)	(4,756.4)	(5,832.2)	(6,826.4)	(7,999.3)
研发费用	(8,054.3)	(9,284.4)	(11,421.5)	(13,368.4)	(15,038.6)
其他收入	(6,462.3)	(4,077.7)	(5,539.3)	(6,225.6)	(7,539.2)
营业利润	7,201.0	13,920.9	14,990.1	19,373.4	21,578.1
营业外收入	623	363	312	265	221
利润总额	7,824.1	14,283.4	15,301.9	19,638.1	21,798.8
所得税	(801.2)	(1,591.0)	(1,723.9)	(2,227.9)	(2,481.5)
净利润	<b>7,022.8</b>	<b>12,692.4</b>	<b>13,578.1</b>	<b>17,410.2</b>	<b>19,317.3</b>
少数股东损益	1.3	0.2	0.2	0.2	0.2
归母公司净利润	7,021.6	12,692.2	13,577.8	17,409.9	19,317.1
调整后EPS(元)	<b>0.83</b>	<b>1.49</b>	<b>1.59</b>	<b>2.03</b>	<b>2.26</b>

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性(%)					
营业收入	26%	17%	20%	17%	12%
净利润	-15%	81%	7%	28%	11%
盈利能力(%)					
毛利率	19%	20%	19%	20%	20%
净利率	4%	6%	6%	6%	6%
ROE	10%	16%	15%	17%	17%
偿债能力(%)					
流动比率	107%	109%	109%	110%	111%
资产负债率	66%	64%	63%	62%	62%

数据来源: 公司资料, 国证国际预测

**客户服务热线**

香港：2213 1888

国内：40086 95517

**免责声明**

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

**规范性披露**

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

**公司评级体系**

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

**国证国际证券(香港)有限公司**

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010