

长城汽车(601633.SH)

坦克扩圈，魏牌向上

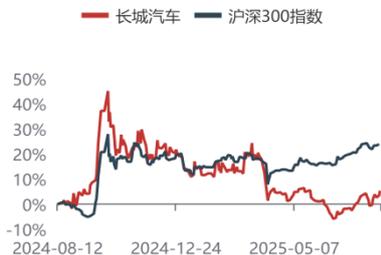
推荐（维持）

股价：25.05元

主要数据

| | |
|-------------|---------------------------|
| 行业 | 汽车 |
| 公司网址 | www.gwm.com.cn |
| 大股东/持股 | 保定创新长城资产管理有限公司 /59.76% |
| 实际控制人 | 魏建军 |
| 总股本(百万股) | 8,558 |
| 流通A股(百万股) | 6,209 |
| 流通B/H股(百万股) | 2,319 |
| 总市值(亿元) | 1,900 |
| 流通A股市值(亿元) | 1,555 |
| 每股净资产(元) | 9.83 |
| 资产负债率(%) | 62.0 |

行情走势图



证券分析师

| | |
|-----|---|
| 王德安 | 投资咨询资格编号 S1060511010006 BQV509 WANGDEAN002@pingan.com.cn |
| 王跟海 | 投资咨询资格编号 S1060523080001 BVG944 WANGGENHAI964@pingan.com.cn |

平安观点：

- 公司具备覆盖全场景的混合动力解决方案。公司的Hi4混动技术体系包含智能四驱电混架构Hi4、越野超级混动架构Hi4-T、泛越野超级混动架构Hi4-Z、智能混动重卡Hi4-G四大技术分支，涵盖乘用车及长途干线物流商用车、覆盖从城市到越野等各类用车场景。
- 高阶智能辅助驾驶迈入端到端2.0时代。公司是较早入局AI智能辅助驾驶的车企，基于无图城区领航辅助驾驶的持续迭代，VLA(视觉-语言-动作)模型即将搭载，当前定位于高端家用的魏牌全系标配高阶辅助驾驶功能，定位于高端越野的坦克品牌也将在高阶智能辅助驾驶的赋能下持续扩圈。
- 坦克品牌快速扩圈，面向更广用户群体。坦克品牌所处细分赛道用户粘性高、主销车型保值率高，长城汽车坦克品牌的成功筑牢了公司在越野领域的护城河。通过Hi4-Z技术及智能化技术加持，坦克品牌有望从小众走向大众，应用场景的多元化将带来更广阔的想象空间。
- 魏牌旗舰SUV即将上市，直营体系护航。魏牌成立以来经历了多轮产品周期，2025年6月销量重回万台。基于Hi4性能版混动系统及高阶智能辅助驾驶，公司将继续扩展家用高端SUV的产品矩阵，基于下一代全动力智能超级平台的旗舰SUV即将上市，魏牌也将迎来发展新周期。
- 投资建议：我们维持公司2025~2027年净利润预测为147亿/159亿/183亿元。公司的越野技术及品类护城河高，混动技术架构丰富，生态出海战略行稳致远，三大全工艺工厂保障海外业务稳定性，坦克等高端产品出口占比提高。公司在越野/泛越野、乘用车两大赛道迎来高端化战略跃升期，依然维持公司“推荐”评级。
- 风险提示：1) 海外业务占比高企，存在国际贸易环境波动的风险；2) 旗舰产品市场表现不及预期，拖累魏牌发展进程；3) 技术路线选择面临市场挑战，混动领域份额存被侵蚀风险；4) 纯电赛道竞争力亟待提升，欧拉品牌承压明显。

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 173,212 | 202,195 | 247,375 | 293,843 | 359,893 |
| YOY(%) | 26.1 | 16.7 | 22.3 | 18.8 | 22.5 |
| 净利润(百万元) | 7,022 | 12,692 | 14,715 | 15,945 | 18,297 |
| YOY(%) | -15.1 | 80.8 | 15.9 | 8.4 | 14.8 |
| 毛利率(%) | 18.7 | 19.5 | 20.5 | 20.8 | 21.0 |
| 净利率(%) | 4.1 | 6.3 | 5.9 | 5.4 | 5.1 |
| ROE(%) | 10.3 | 16.1 | 16.3 | 15.6 | 15.7 |
| EPS(摊薄/元) | 0.82 | 1.48 | 1.72 | 1.86 | 2.14 |
| P/E(倍) | 30.5 | 16.9 | 14.6 | 13.4 | 11.7 |
| P/B(倍) | 3.1 | 2.7 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

正文目录

| | | |
|----|---------------------------------|----|
| 一、 | 混合动力基座：Hi4 技术体系完备..... | 5 |
| 二、 | 智能辅助驾驶：迈入端到端 2.0 阶段..... | 6 |
| 三、 | 坦克品牌持续扩圈 | 8 |
| | 3.1 保有量超 70 万台、保值率高..... | 8 |
| | 3.2 形成多元化产品矩阵..... | 9 |
| 四、 | 魏牌：智能为基，面向高端家用，旗舰 SUV 即将上市..... | 11 |
| | 4.1 新品边际改善显著，产品矩阵待丰富 | 11 |
| | 4.2 旗舰 SUV 即将推出，直营体系持续优化 | 13 |
| 五、 | 盈利预测与投资建议..... | 14 |
| | 5.1 主要关键假设与业务预测 | 14 |
| | 5.2 估值分析 | 17 |
| 六、 | 风险提示 | 18 |

图表目录

| | | |
|-------|---|----|
| 图表 1 | 长城汽车混动智能四驱家族——Hi4 技术体系..... | 6 |
| 图表 2 | 智能辅助驾驶系统发展阶段：基于规则—端到端 1.0—端到端 2.0（VLA）..... | 7 |
| 图表 3 | VLA 对端到端智能辅助驾驶的体验改善..... | 7 |
| 图表 4 | VLA 增强空间语义理解..... | 7 |
| 图表 5 | VLA 可实现语音控车..... | 7 |
| 图表 6 | 长城汽车智能辅助驾驶平台..... | 8 |
| 图表 7 | 坦克品牌发展历程..... | 8 |
| 图表 8 | 硬派越野车销量榜单（2025.6）..... | 9 |
| 图表 9 | 硬派越野车销量榜单（2025 年 1-6 月）..... | 9 |
| 图表 10 | 坦克品牌目前主要在售车型..... | 10 |
| 图表 11 | “四全战略”助力长城汽车坦克品牌从野外到城市、从小众到大众..... | 10 |
| 图表 12 | 坦克 Hi4-T 架构..... | 10 |
| 图表 13 | 坦克 Hi4-Z 架构..... | 10 |
| 图表 14 | 蓝山、高山月销量变化 单位：台..... | 11 |
| 图表 15 | 长城汽车 WEY 月销 单位：万台..... | 11 |
| 图表 16 | 2025 年 6 月魏牌高山插混版在新能源 MPV 销量排行榜中位列第 4..... | 12 |
| 图表 17 | 魏牌新能源 SUV 产品矩阵有待补齐..... | 12 |
| 图表 18 | 魏牌将全品类布局（SUV、MPV、轿车）..... | 13 |
| 图表 19 | 长城汽车 2025 年发布的下一代全动力智能超级平台..... | 13 |
| 图表 20 | 长城汽车直营网点及规划 单位：个..... | 14 |
| 图表 21 | 理想汽车零售店数量及单店销量 单位：个、台..... | 14 |
| 图表 22 | 长城汽车坦克品牌月销 单位：台..... | 15 |
| 图表 23 | 长城汽车 WEY 月销 单位：台..... | 15 |
| 图表 24 | 长城汽车哈弗月销 单位：台..... | 15 |
| 图表 25 | 长城汽车纯电车欧拉月销 单位：台..... | 15 |
| 图表 26 | 长城汽车皮卡月销 单位：台..... | 16 |
| 图表 27 | 长城汽车出口月销量 单位：台..... | 16 |
| 图表 28 | 长城汽车主要整车品牌销量预测 单位：万台..... | 16 |
| 图表 29 | 公司主要整车品牌营收测算以及整车业务毛利率预测 单位：亿元..... | 16 |
| 图表 30 | 公司营业收入与毛利率预测 单位：亿元..... | 17 |

图表 31 公司与可比公司估值对比 18

1990年长城汽车以皮卡为起点，历经35载，现已构建起覆盖全出行场景的六大品牌矩阵——哈弗、魏牌、坦克、欧拉、长城炮、灵魂摩托，实现了多品类布局。

动力系统领域的技术实力雄厚，以“混动、纯电、氢能三轨并行”的技术路线引领新能源技术变革。2020年和2022年，长城汽车先后推出世界首款横置9档双离合变速器和首款可满足2030年排放标准的3.0升V6发动机；2023年公司量产了智能电混四驱系统Hi4，现已扩展为包括Hi4、Hi4性能版、Hi4-T、Hi4-Z和Hi4-G在内的动力技术矩阵，2025年公司推出全球同级别热效率最高的4.0升V8发动机，打破外资在高端动力领域的技术垄断。在电池领域，长城汽车拥有蜂巢能源，布局了磷酸铁锂、三元、钠离子、固态等多化学体系的动力电池。在电驱领域，蜂巢易创拥有100kW到220kW的系列化产品，可覆盖A到D级车型。在氢燃料领域，长城汽车旗下的未势能源较早布局氢燃料电池领域。

海外收入占比已达到近40%。根据2024年报数据，长城汽车海外收入占比近40%，长城汽车从1997年开始出海，截至2025年6月底海外市场销量突破200万台，尤其是坦克等高价值车占比快速提升。长城汽车自2022年开始在全球市场推行“ONE GWM”品牌战略，统一品质与服务。加大“国际化市场战略”落地，深耕拉美、亚太、中东、欧亚等市场。公司除在泰国、巴西等地建成全工艺整车生产基地外，在厄瓜多尔、巴基斯坦等地拥有多家KD工厂。

2025年长城汽车迈入强劲的高端化新品周期。得益于完备的Hi4动力技术体系、高阶智能辅助驾驶技术的加持，坦克正从越野赛道快速扩圈，面向更广阔的用户群体和更多元化的用车场景，魏牌重回万台月销量，旗舰SUV即将上市，直营体系赋能。我们认为，站在当前时点，长城汽车的高端化战略打牢了技术基石，基于用户洞察和品类创新经验，公司在越野/泛越野、家用车两大赛道迎来高端化战略跃升期。

一、混合动力基座：Hi4技术体系完备

Hi4技术体系已覆盖各类用车场景。2023年3月10日，在“新能源干货大会”上，长城汽车正式发布了全新智能四驱电混技术Hi4，其中H为hybrid混动，i为intelligent智能的，4为四驱。Hi4技术体系成为公司在新能源动力领域的集大成者，目前长城汽车已构建了覆盖全场景的Hi4混动技术体系，包含智能四驱电混架构Hi4、越野超级混动架构Hi4-T、泛越野超级混动架构Hi4-Z、智能混动重卡Hi4-G四大技术分支，涵盖乘用车及长途干线物流商用车、覆盖从城市到越野等各类用车场景。

- 城市SUV领域，通过双电机分布式布置，机电耦合多挡化，以及智能扭矩矢量控制系统等多种创新手段，实现四驱的同时，带来性能、效能、安全的提升，并为中大型车匹配了更多挡位的机电耦合单元。
- 在泛越野领域，通过将功率分流融入混联机构，3个挡位的设计，实现全速域边驱动边发电。长城汽车Hi4-Z为泛越野打造的超长续航越野平台，具备超长续航、快速充电、强劲动力、高效能耗等特点，兼顾通勤与越野两大场景应用。
- 在强越野领域，通过将非解耦四驱融入油电并联的混动系统，动力更持续，加上3把锁的设计，实现复杂场景的强悍通过。

Hi4体系致力于为全球用户提供优秀的四驱体验。据凤凰网报道，目前Hi4体系已经在海外开展上千项标定试验，基本完成了上市前的所有准备，推动长城智能新能源汽车的全球化布局。

图表1 长城汽车混动智能四驱家族——Hi4 技术体系



资料来源：长城汽车 2024 年度业绩 PPT，平安证券研究所

二、智能辅助驾驶：迈入端到端 2.0 阶段

长城汽车是国内较早入局 AI 智能辅助驾驶的车企，基于无图城区领航辅助驾驶的持续迭代，2025 年 7 月宣布 OTA3.3 版将新增车位到车位功能。VLA(视觉-语言-动作)模型即将搭载，紧跟 AI 智驾发展新趋势。当前定位于高端家用的魏牌全系标配高阶辅助驾驶功能，定位于高端越野的坦克品牌也将在高阶智能辅助驾驶的赋能下持续扩圈，此外公司还有多个智能辅助驾驶方案以匹配不同价格带车型。

长城汽车较早入局端到端 AI 智能辅助驾驶，据长城汽车 2024 年报，基于 SEE 端到端智驾大模型和九州超算中心，长城汽车推出不依赖高精地图的智能驾驶系统——Coffee Pilot Ultra，魏牌在高山和蓝山上搭载 Coffee Pilot Ultra 系统，这一系统基于英伟达 Orin-X 高算力域控平台。2024 年魏牌蓝山在多个城市进行了智能辅助驾驶直播，包括保定、重庆等，挑战多种城市路况。据魏牌新能源公众号，2025 年 7 月，全新蓝山/全新高山智能辅助驾驶 OTA3.3 版即将新增车位到车位功能。

据魏牌新能源公众号，公司下一代全动力智能超级平台将搭载 VLA (Vision-Language-Action) 大模型。据元戎启行官网，元戎启行在端到端模型的基础上引入了大语言模型，将其升级为多模态的视觉-语言-动作模型，即 VLA 模型。VLA 模型将语言推理融入自动驾驶，其特点有：理解文字类引导牌、识别异形障碍物，推理前方可能有行人横穿、语音交互控车等。这意味着 AI 智驾迈入了全新阶段，对车辆所处物理空间的识别理解能力、长时序推理能力提高，人机交互的体验也会得到明显提高。而根据 2025 电动汽车百人会元戎启行 CEO 周光演讲“VLA 模型是实现完全自动驾驶的必经之路。目前的端到端模型能处理道路上大部分的驾驶路况，但不能理解特殊车道的行驶规则，VLA 则能补齐端到端模型的短板，是一位驾驶通才，看得懂语义信息，能理解特殊车道的驾驶规则，只有先成为驾驶通才，才能成为驾驶领域的专家”。

搭载 VLA 模型的智能辅助驾驶系统，突破了现阶段基于端到端模型打造的智驾系统所存在的“黑盒问题”，能向用户呈现系统的推理过程，可解释性更强，可提升用户对智驾系统的信任程度。VLA 模型拥有长时序的推理能力，更擅长应对复杂的人车博弈路况。在 VLA 模型的加持下，智能驾驶系统的泛化能力也将进一步提升，可以根据不同地区司机的驾驶风格调整驾驶策略，克服异地驾驶的“水土不服”，尽快适应海外市场的需求。

据 CES 2025 长城汽车科技分享会，在智能驾驶和智慧空间的 AI 范式日渐趋同的大趋势下，长城汽车提出空间语言智能体大模型 ASL (Agent of Space & Language)，在 ASL 阶段，车辆可实现全方位、立体化的信息处理和智能决策，能真正独立根据目的地特点、乘客的需求和偏好，以及沿途的交通和环境信息，量身定制独一无二的体验，让智能汽车成为一辆真正的 AI 智能体。强大的 ASL 必然建立在更强大的基础模型之上，一方面，长城汽车正在不断加快智能辅助驾驶端到端大模型

的进化，另一方面长城汽车也在加快其他各类垂域大模型的开发，探索更多的 AI Agent 的可能性。

图表2 智能辅助驾驶系统发展阶段：基于规则—端到端 1.0—端到端 2.0 (VLA)



资料来源：元戎启行公众号，平安证券研究所

图表3 VLA 对端到端智能辅助驾驶的体验改善

| 功能 | 技术实现 | 应用场景 |
|---------|----------------------------------|--------------------|
| 空间语义理解 | 动态盲区透视（如公交车遮挡、桥洞通行），结合环境语义预测风险 | 无红绿灯路口、视野受限路段 |
| 异形障碍物识别 | 基于互联网知识库识别超载车、施工设备等非常规障碍物，生成避让策略 | 复杂道路施工区、非标车辆通行路段 |
| 文字引导牌理解 | 解析潮汐车道、左转待行区等动态规则标识，匹配实时路况决策 | 多车道复杂路口、交通规则动态调整区域 |
| 语音交互控车 | 支持自然语言指令（如“靠左行驶”），优先级高于导航规划 | 用户主动干预场景、导航路径冲突场景 |

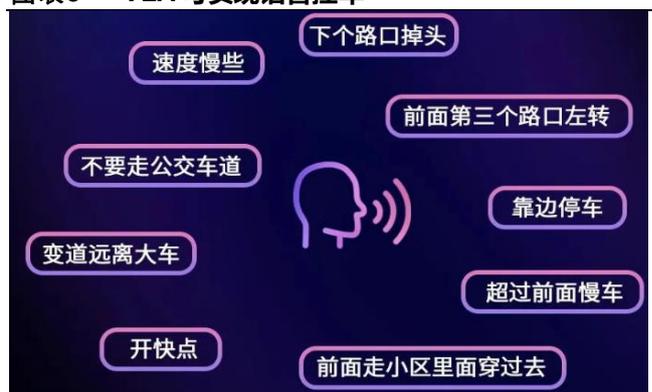
资料来源：元戎启行公众号、耀途资本公众号，平安证券研究所

图表4 VLA 增强空间语义理解



资料来源：元戎启行公众号，平安证券研究所

图表5 VLA 可实现语音控车



资料来源：元戎启行公众号，平安证券研究所

图表6 长城汽车智能辅助驾驶平台



资料来源：长城汽车 2024 年度业绩 PPT，平安证券研究所

三、 坦克品牌持续扩圈

坦克品牌所处细分赛道用户粘性强，主销车型 3 年保值率高，坦克品牌的成功筑牢了公司在越野领域的护城河。2025 年以来，通过 Hi4-Z 技术及智能化技术加持，坦克品牌有望从小众走向大众，从越野走向“可城可野”。虽然坦克品牌在硬派越野领域份额已较高，但其所处的 20 万元以上价格带的国内汽车销售销量在 2024 年约 700 万台左右（乘联会崔东树统计），随着坦克品牌持续扩圈，坦克品牌技术路线、应用场景的多元化将带来更广阔的想象空间。

3.1 保有量超 70 万台、保值率高

据坦克 SUV 官方公众号，截至 2025 年 6 月 30 日坦克品牌全球累计销量已突破 70 万辆。坦克品牌诞生之前，中国硬派越野市场为小众市场，长期被合资品牌构筑起的价格与技术双重壁垒所垄断，国产品牌市占率仅为 3 成。彼时市场所售越野车不仅存在显著价格溢价，产品功能也局限于单一越野场景，城市通勤舒适性严重缺失，普通消费者难以触及硬派越野的乐趣。2020 年坦克 300 的上市彻底改变了这一格局，坦克 300 将硬派越野门槛拉低至 20 万元级，扭转了合资品牌对越野市场的垄断局面，拉动中国越野品牌市占率从 33% 升至 83%。在《2025Q1 中国汽车保值率排行榜》中，坦克成为国内唯一 3 年保值率攀上 60% 的国产品牌。据坦克 SUV 官网，坦克 300 三年保值率 64.57%，位居紧凑型 SUV 保值率第一名。

图表7 坦克品牌发展历程

| 时间 | 重要事件 |
|-------------|---------------------|
| 2021 年 4 月 | 长城汽车在上海车展宣布坦克品牌独立运营 |
| 2022 年 12 月 | 坦克 300 累计销量突破 20 万辆 |
| 2023 年 10 月 | 坦克品牌全球销量突破 30 万辆 |
| 2024 年 2 月 | 坦克 300 全球销量 30 万辆下线 |
| 2024 年 7 月 | 坦克品牌全球销量突破 50 万辆 |

| | |
|----------|-----------------|
| 2024年10月 | 坦克500全球销量突破10万辆 |
| 2025年6月 | 坦克品牌全球累计销量达70万辆 |

资料来源：坦克SUV公众号，平安证券研究所

参与越野赛事与用户运维增强坦克品牌的用户认知。坦克品牌构建了覆盖全场景的越野文化生态圈，基于“坦克·燃生活”用户品牌，组建了72个俱乐部，触达312个城市及地区，近200个社群，坦克APP汇聚超260万注册粉丝，通过举办潮流露营、音乐派对、后备箱集市等活动，将越野文化从专业圈层推向全民潮玩，将单纯的汽车品牌升华为一种生活方式。

通过参与越野赛事(如环塔拉力赛)强化坦克品牌越野形象。在2025中国环塔拉力赛中，以坦克300 Hi4-T、坦克400 Hi4-T、坦克500 Hi4-Z组成的长城Hi4车队经历各类极端恶劣环境考验，最终夺得T2.E组新能源量产组总冠军，在实战中淬炼了极端工况下的产品稳定性与耐久性。

图表8 硬派越野车销量榜单(2025.6)

| 排行 | 车系名称/系列 | 指导价 | 零售销量 |
|----|--|------------------------------|-----------------------------|
| 01 |  坦克300系列 —坦克300 —坦克300新能源 | 19.98-33.00万 24.98万 | 10,001辆 6,370辆 3,631辆 |
| 02 |  北京越野BJ40系列 —北京越野BJ40增程 —北京越野BJ40 | 17.98-19.98万 13.98-26.99万 | 5,845辆 3,660辆 2,185辆 |
| 03 |  豹5 | 23.98-32.98万 | 4,875辆 |
| 04 |  坦克400系列 —坦克400新能源 —坦克400 | 28.58-28.98万 24.98-27.98万 | 3,287辆 2,927辆 360辆 |
| 05 |  坦克500系列 —坦克500新能源 —坦克500 | 33.50-36.38万 33.50-39.50万 | 2,516辆 2,489辆 27辆 |
| 06 |  豹8 | 37.98-42.38万 | 2,011辆 |
| 07 |  普拉多系列 —普拉多 —普拉多(进口) | 44.98-55.98万 暂无报价 | 1,779辆 1,779辆 / |
| 08 |  212 T01 | 13.99-18.88万 | 1,422辆 |
| 09 |  哈弗H5 | 12.28-17.78万 | 1,063辆 |
| 10 |  哈弗H9 | 19.99-25.59万 | 1,062辆 |

*销量及排名根据同车系(基于车系名称)及不同能源类型版本销量汇总后进行展示
*易车基于乘联分会2025年6月零售数据整理

资料来源：易车榜，乘联会，平安证券研究所

图表9 硬派越野车销量榜单(2025年1-6月)

| 排行 | 车系名称/系列 | 指导价 | 零售销量 |
|----|--|------------------------------|-------------------------------|
| 01 |  坦克300系列 —坦克300 —坦克300新能源 | 19.98-33.00万 24.98万 | 40,041辆 27,373辆 12,668辆 |
| 02 |  豹5 | 23.98-32.98万 | 27,119辆 |
| 03 |  北京越野BJ40系列 —北京越野BJ40 —北京越野BJ40增程 | 13.98-26.99万 17.98-19.98万 | 21,768辆 14,698辆 7,070辆 |
| 04 |  坦克500系列 —坦克500新能源 —坦克500 | 33.50-36.38万 33.50-39.50万 | 21,344辆 20,309辆 1,035辆 |
| 05 |  坦克400系列 —坦克400新能源 —坦克400 | 28.58-28.98万 24.98-27.98万 | 17,958辆 15,925辆 2,033辆 |
| 06 |  豹8 | 37.98-42.38万 | 12,964辆 |
| 07 |  普拉多系列 —普拉多 —普拉多(进口) | 44.98-55.98万 暂无报价 | 10,043辆 10,043辆 / |
| 08 |  212 T01 | 13.99-18.88万 | 8,207辆 |
| 09 |  哈弗H9 | 19.99-25.59万 | 6,976辆 |
| 10 |  哈弗H5 | 12.28-17.78万 | 5,766辆 |

*销量及排名根据同车系(基于车系名称)及不同能源类型版本销量汇总后进行展示
*易车基于乘联分会2025年1-6月零售数据整理

资料来源：易车榜，乘联会，平安证券研究所

3.2 形成多元化产品矩阵

根据坦克SUV公众号披露数据,坦克品牌首款车型坦克300上市一年即售出8.5万辆,占整个中国硬派越野市场份额的42%;随后坦克品牌更推出首搭自研的3.0TV6发动机的明星产品——坦克500,以及首搭越野新能源超级架构Hi4-T的坦克500 Hi4-T,以丰富的产品品类,稳居中大型豪华越野车首要阵营;此后的坦克400 Hi4-T以全新的硬派机能风格设计,刷新都市越野新风尚;坦克700则以3.0T Hi4-T带来的强劲动力、出众越野性能和丰富舒享配置,成为中国豪华越野新典范。2025年1月1日,坦克500 Hi4-Z正式上市,坦克500 Hi4-Z不仅是一款全新车型,它更是坦克品牌对用户多元化需求的精准回应。

图表10 坦克品牌目前主要在售车型

| 车型 | 能源形式 | 车身尺寸/mm | 轴距/mm | 批发月销/台 (2025.6) | 价格区间/万元 |
|--------|----------------|----------------|-------|-----------------|-------------|
| 坦克 300 | 燃油、Hi4-T | 4750×1930×1903 | 2750 | 13455 | 19.98-33 |
| 坦克 400 | 燃油、Hi4-T | 4985×1960×1900 | 2850 | 3380 | 24.98-28.98 |
| 坦克 500 | 燃油、Hi4-T、Hi4-Z | 5078×1934×1905 | 2850 | 4239 | 33.5-39.5 |
| 坦克 700 | Hi4-T | 5090×2061×1952 | 3000 | 433 | 42.8-70 |

资料来源：懂车帝，易车网，平安证券研究所

目前坦克品牌产品布局从紧凑型到大型 SUV 全覆盖、实现 2.0T 燃油/2.4T 柴油/3.0T V6/4.0T V8 全动力布局，用车场景从城市通勤到极限攀岩等高强度越野。坦克品牌点燃了国内“方盒子”车型的市场热情，打破了传统越野车“小而专”的市场局限，推动越野文化从小众圈层走向大众市场。

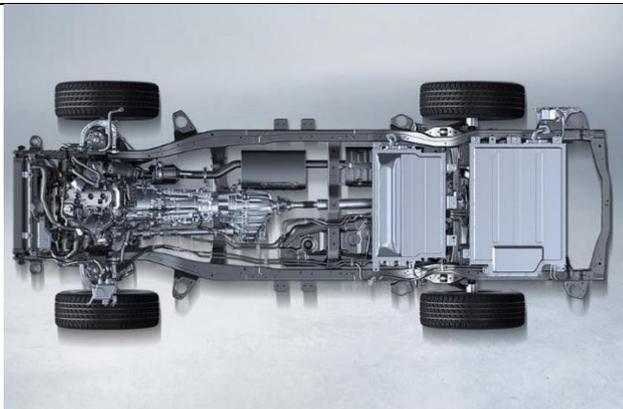
图表11 “四全战略”助力长城汽车坦克品牌从野外到城市、从小众到大众

| | |
|-----|---|
| 全车型 | 车型布局从紧凑型 SUV 到大型 SUV 全覆盖 |
| 全动力 | 2.0T 燃油/2.4T 柴油/3.0T V6/4.0T V8，新能源架构 Hi4-T、Hi4-Z |
| 全场景 | 解决方案覆盖城市通勤、野外探险、沙漠雨林、极限攀岩 |
| 全球化 | 坦克品牌已热销澳洲、美洲、中东、东盟、南非等 30 多个国家和地区 |

资料来源：坦克 SUV 公众号，平安证券研究所

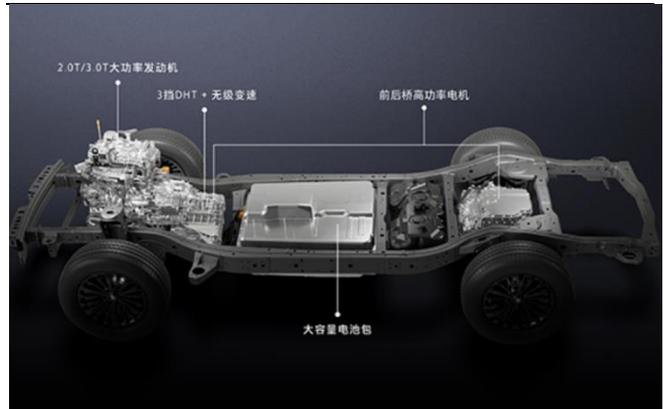
越野分级、坦克扩圈。长城汽车基于多年的越野造车经验，公布了越野分级企业标准，其中包括超强越野、强越野、泛越野、城市 SUV 等四个等级。基于越野分级标准，坦克先后研发了强越野超级混动架构 Hi4-T 和泛越野超级电混架构 Hi4-Z。其中，全新纵置双电机混联架构—Hi4-Z，将功率分流技术用于越野车型，定位超长续航越野平台，零百加速 4 秒级，系统最大综合功率 715KW，Hi4-Z 可兼顾城市出行与泛越野需求。Hi4-Z 是可全速域发动机直驱的解耦越野架构，任何车速下发动机都可以介入驱动，同时发电给后桥驱动，比馈电串联模式功率损失小 7%，即使馈电依然能实现 5 秒级零百加速。

图表12 坦克 Hi4-T 架构



资料来源：长城汽车官网，平安证券研究所

图表13 坦克 Hi4-Z 架构



资料来源：长城汽车官网，平安证券研究所

智能辅助驾驶赋能越野。全新坦克 500 于 2025 年 8 月正式上市，其中 Hi4-Z 版本价格 37.5 万元，Hi4-T 版本价格 33.5~35.5 万元。新款坦克 500 搭载长城汽车第三代智能辅助驾驶系统 Coffee Pilot Ultra，搭载一颗激光雷达，这是公司首次将高阶辅助驾驶搭载到坦克品牌，并且具备车位到车位的辅助驾驶能力。我们认为越野+智能的技术组合有望进一步提升坦克品牌的多元场景适应性、吸引多元客户群体，此外全新坦克 500 还搭载了冰箱、后排娱乐屏等舒适类配置。

四、魏牌：智能为基，面向高端家用，旗舰 SUV 即将上市

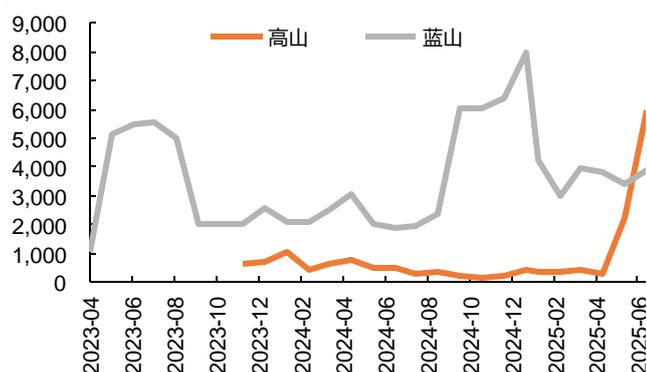
魏牌成立以来经历了多轮产品周期，到 2025 年中，在 30 万级区间站稳万台月销规模，基于 Hi4 性能版混动系统及标配高阶智能辅助驾驶，公司继续扩展家用高端 SUV 的产品矩阵，旗舰 SUV 即将上市，魏牌也将迎来发展新周期。

4.1 新品边际改善显著，产品矩阵待丰富

魏牌是长城汽车面向高端家用的新能源品牌。魏牌成立以来先后推出多款 SUV 车型——如 VV 系列、咖啡系列，2023 年推出中大型插混 SUV 蓝山及中大型插混 MPV 高山，2024 年推出长城汽车推出旗下首款具备无图城区领航功能的六座 SUV 蓝山智驾版，2025 年 MPV 高山焕新，标配无图城区领航辅助驾驶方案，高山系列车型搭载 Hi4 性能版智能四驱电混技术(1.5T 发动机+4 挡 DHT 变速箱+前后轴双电机)，系统综合输出功率高达 337kW，综合扭矩 644Nm，基于强劲的动力及智能化技术，以及更高性价比，高山焕新后销量表现强劲。根据魏牌新能源公众号，魏牌 2025 年 6 月、7 月已连续两月销量在万台以上。从具体车型在细分赛道的行业地位看，高山 MPV 表现相对更好，据杰兰路数据库显示，2025 年 6 月魏牌高山插混版在新能源 MPV 销量排行榜中位列第 4，蓝山 SUV 月销量达到 4000 台左右。

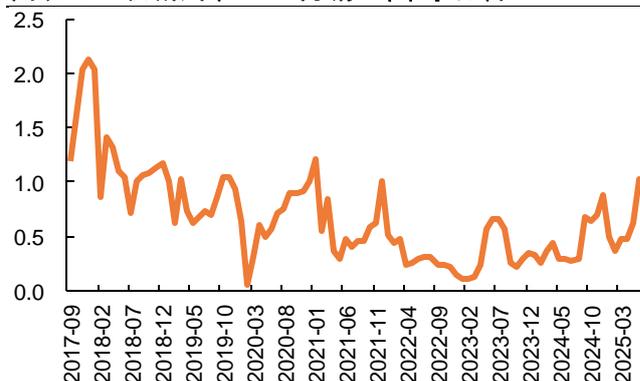
魏牌在售车型与过往发展阶段的车型比，边际改善点除了 Hi4 动力之外，还体现在智能化功能搭载及配置简化上。魏牌目前在售车型标配全场景智能辅助驾驶功能，SKU 大幅精简降低用户选择成本，如 2025 款蓝山仅有两个售价(29.98 万/32.68 万)，这两个配置的区分点主要是电池度数/后排影音娱乐。

图表 14 蓝山、高山月销量变化 单位：台



资料来源：车主指南，平安证券研究所

图表 15 长城汽车 WEY 月销 单位：万台



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表16 2025年6月魏牌高山插混版在新能源MPV销量排行榜中位列第4

| 品牌 | 车型 | 销量 (单位:万辆) | 能源类型 | 个人比例 (单位:%) | 品牌贡献度 ¹ (单位:%) |
|------|----------|---------------|------|----------------|------------------------------|
| 1 腾势 | D9 DM-i | 0.76 | 插混 | 75 | 63 |
| 2 岚图 | 梦想家 PHEV | 0.70 | 插混 | 53 | 61 |
| 3 别克 | GL8 PHEV | 0.64 | 插混 | 79 | 81 |
| 4 魏牌 | 高山 | 0.54 | 插混 | 82 | 57 |

资料来源：杰兰路，平安证券研究所 注：品牌贡献度指该车型销量占该品牌新能源车总销量的比例

魏牌与主要竞品相比，产品矩阵有待补齐。魏牌在售产品价格带偏窄，价格带覆盖度低于主流竞品品牌。魏牌目前主要在售车型为蓝山 SUV、高山 MPV，主要集中在 30-35 万价格区间。根据公司官网，2025 年魏牌在 SUV、MPV 品类充分布局 25-50 万元产品线，同时储备轿车品类以开拓新赛道，满足不同用户的多元化需求。这意味着魏牌后续将充实 25 万以上价格带产品。从能源形式看，魏牌目前在售车型均为插混车型，而问界所有车型兼具增程与纯电两种能源形式、理想旗下兼具纯电与增程车型，但不同能源形式对应不同车型，如理想 L 系列全部为增程，而理想 i 系列全部为纯电车型。

图表17 魏牌新能源 SUV 产品矩阵有待补齐

| 品牌 | 车辆类型 | 能源形式 | 在售车型 | 主销价/万元 | 批发量/台 (2025.6) |
|----|------|-------|---------|--------|----------------|
| 魏牌 | SUV | 插混 | 摩卡 2024 | 23.88 | 181 |
| | | 插混 | 蓝山 | 29.98 | 4010 |
| | MPV | 插混 | 高山 7 | 未上市 | |
| | | 插混 | 高山 8 | 30.98 | 6006 |
| | | 插混 | 高山 9 | 35.38 | |
| 理想 | SUV | 增程 | 理想 L6 | 24.98 | 16471 |
| | | 增程 | 理想 L7 | 32.98 | 8273 |
| | | 增程 | 理想 L8 | 34.98 | 4338 |
| | | 增程 | 理想 L9 | 43.98 | 4893 |
| | | 纯电 | 理想 i8 | 33.98 | 未交付 |
| | MPV | 纯电 | 理想 MEGA | 55.98 | 2304 |
| 问界 | SUV | 增程+纯电 | 问界 M8 | 36.98 | 21185 |
| | | 增程+纯电 | 问界 M9 | 47.98 | 13718 |
| | | 增程 | 问界 M7 | 24.98 | 5411 |
| | | 增程+纯电 | 问界 M5 | 22.98 | 4371 |

资料来源：懂车帝，易车网，平安证券研究所

图表18 魏牌将全品类布局 (SUV、MPV、轿车)



资料来源：长城汽车 2024 年度业绩 PPT，平安证券研究所

4.2 旗舰 SUV 即将推出，直营体系持续优化

旗舰 SUV 即将上市。2025 年 5 月长城汽车公布下一代全动力智能超级平台，该平台专为中大型及以上豪华车设计。该平台特点：兼容五种动力平台（插混、纯电、氢能、混动、燃油），混动车纯电续航可超 400 公里，双 4 秒级 2.0T 混联系统，支持混动 6C 电池，可实现充电 5 分钟续航 200 公里，搭载 VLA 高阶辅助驾驶大模型，基于该平台的旗舰车型有望于 2025 年内上市。据懂车帝披露的魏牌全新旗舰 SUV 路试谍照，魏牌旗舰 SUV 车身长度或接近 5.3 米，配备后轮转向功能，采用前双叉臂+后多连杆独立悬架，主要在售竞品或为问界 M9/理想 L9。

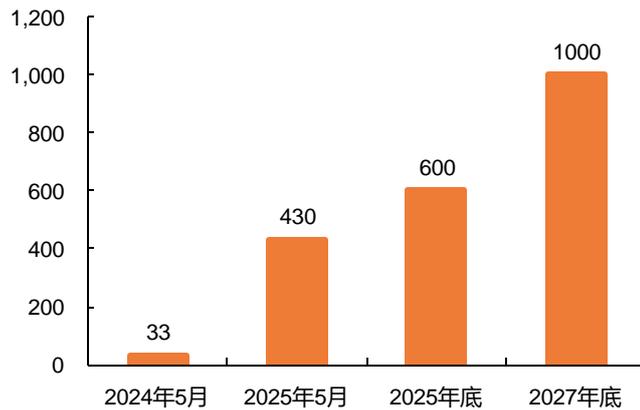
图表19 长城汽车 2025 年发布的下一代全动力智能超级平台



资料来源：新浪汽车，平安证券研究所

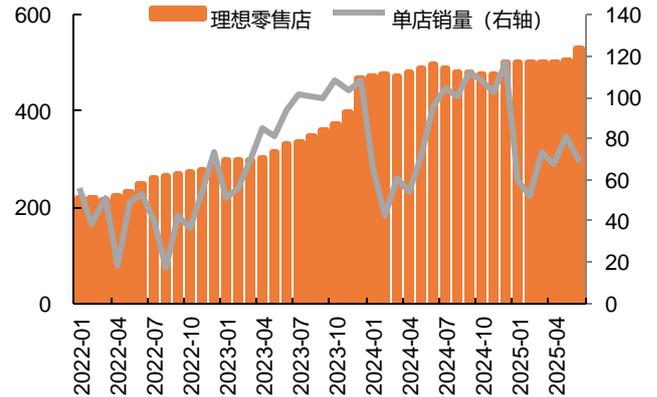
长城汽车直营体系持续优化。自 2024 年 5 月 1 日起长城汽车在全国 17 个城市开设 33 家“长城智选”直营销售店，均设置在核心商圈的高人流商场内。WEY 牌在强劲动力性能及高阶辅助驾驶标配的底座之上，通过直营体系的布局，为用户提供更统一的服务体验。根据公司规划，2025 年底长城汽车直营店将拓展至 600 家，覆盖 200 座城市，三年内超千家。长城汽车直营体系发展一年多以来，除了网点数量的快速增长外，直营门店也在持续调整优化，如店内所销售的具体车型数量上有所调整，直营体系进一步聚焦于 WEY 品牌旗下车型，也进一步将长城汽车直营体系与原有经销商体系进行区隔，以提高 WEY 品牌服务的统一性。

图表20 长城汽车直营网点及规划 单位：个



资料来源：魏牌新能源公众号，长城汽车官网，长城汽车 2024 年度业绩 PPT，平安证券研究所

图表21 理想汽车零售店数量及单店销量 单位：个、台



资料来源：WIND，平安证券研究所

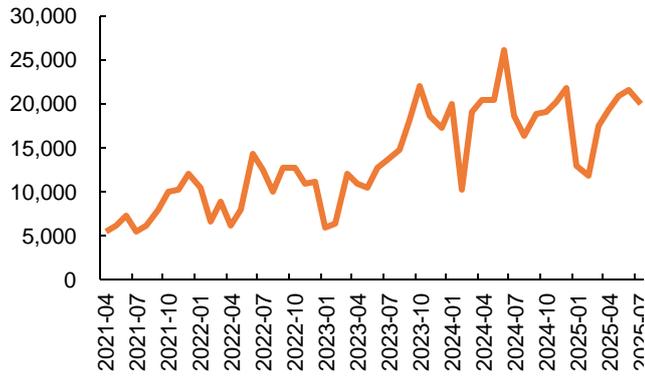
五、盈利预测与投资建议

5.1 主要关键假设与业务预测

坦克：根据公司产销快报数据，2024 年坦克品牌销量达到 23.1 万台，2025 年 1-7 月坦克销量达到 12.4 万台，其中 7 月坦克品牌销量超过 2 万台。我们认为坦克品牌在越野领域已经构建起较高的护城河，且不断通过用户运营强化用户认知，此外随着坦克动力系统的逐渐丰富（如搭载 Hi4-Z 车型扩容），我们认为坦克品牌的销量仍有较大提升空间。考虑到下半年汽车消费进入旺季，以及全新坦克 500 即将上市，我们预计坦克品牌 2025~2027 年销量分别为 29.5 万/33.9 万/38.0 万台。

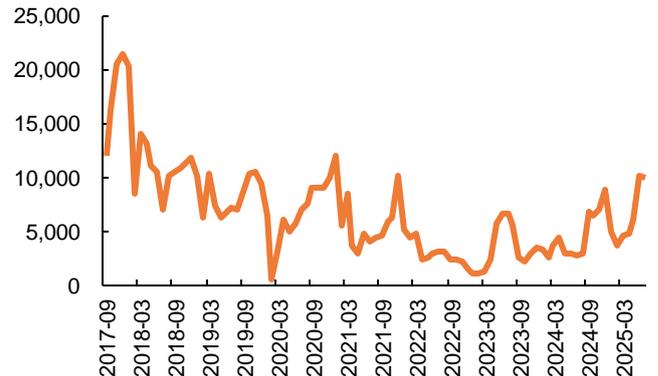
魏牌：根据公司产销快报数据，2024 年魏牌销量达到 5.5 万台，2025 年 1-7 月魏牌销量达到 4.5 万台，同比增长 96.8%。目前魏牌的主销车型仅有高山、蓝山两款车型，单月销量已经超过 1 万台，而随着魏牌下一代全动力智能超级平台量产以及旗舰级 SUV 的上市，魏牌的产品矩阵有望逐步丰富，而随着魏牌直营体系的持续推进，魏牌的销量水平有望进一步提升，我们预计魏牌 2025~2027 年销量分别为 9 万/12 万/18 万台。

图表22 长城汽车坦克品牌月销 单位：台



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表23 长城汽车WEY月销 单位：台

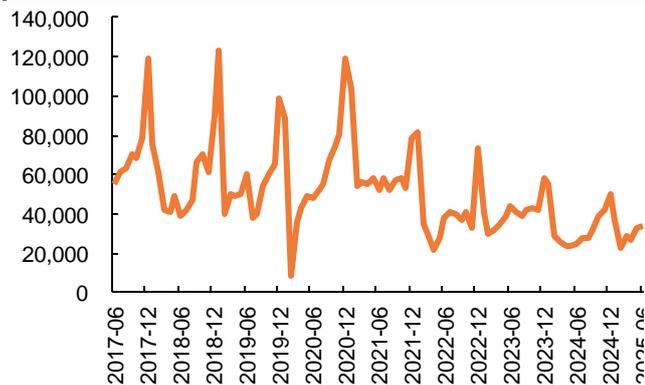


资料来源：WIND，平安证券研究所

哈弗：哈弗是公司的销量主力，根据公司产销快报以及乘联会披露数据，2024 年哈弗品牌销量 70.6 万台（其中出口销量达到 33.5 万台），2025 年 1-7 月哈弗品牌销量达到 37.8 万台。我们认为随着海外市场的推进以及国内新能源战略的稳步实施，哈弗品牌销量有望稳中有升，预计 2025~2027 年哈弗品牌销量分别为 71 万/76 万/81 万台。

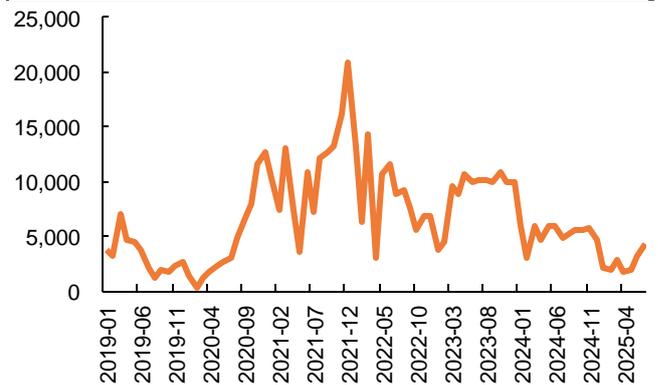
欧拉：根据公司产销快报数据，2025 年 1-7 月欧拉销量达到 1.8 万台，同比下降 50%。欧拉目前处于新产品投放前期，基于新平台的车型预计将于 2025 年下半年上市，随着新产品投放以及渠道端的独立，我们认为欧拉的销量有望回升，预计 2025~2027 年欧拉的销量有望达到 5 万/10 万/20 万台。我们认为欧拉销量的增长主要来自两个方面，一是品牌定位调整以及车型扩容，根据一见 Auto（21 世纪经济报道旗下汽车报道品牌）的报道，欧拉不再限制女性定位，这将增加欧拉的潜在用户数量，此外在新产品方面，欧拉计划在 2025 年下半年推出两款全新车型；二是欧拉渠道的独立，根据一见 Auto 的报道，欧拉将单独建立渠道，2025 年欧拉门店将扩张至 400 家。

图表24 长城汽车哈弗月销 单位：台



资料来源：WIND，平安证券研究所

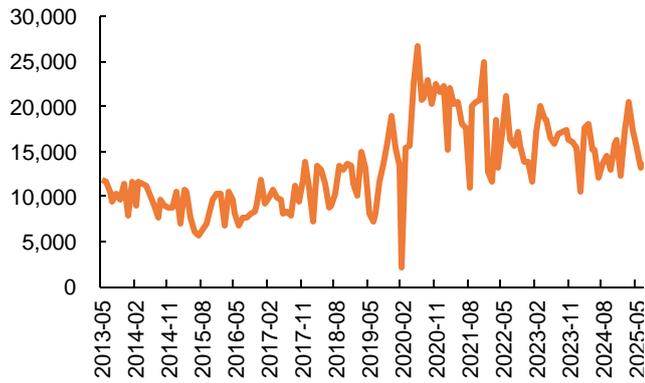
图表25 长城汽车纯电车欧拉月销 单位：台



资料来源：WIND，平安证券研究所

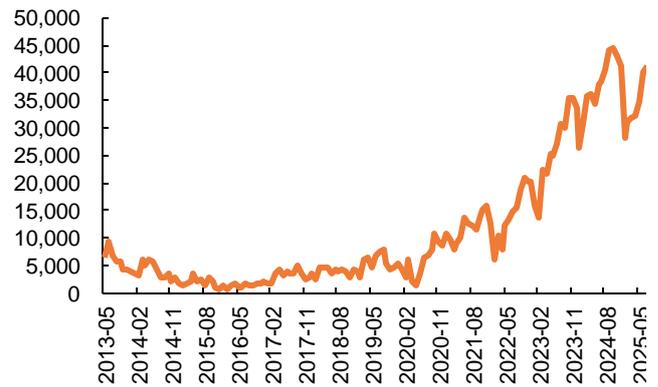
皮卡：皮卡历来是长城汽车优势品牌，根据长城炮公众号披露，其国内终端市占率接近 50%。根据公司产销数据显示，2024 年公司皮卡销量达到 17.7 万台，2025 年 1-7 月皮卡累计销量达到 11 万台，其中海外销量达到 3.5 万台，同比增长 28.9%。我们认为公司皮卡销量将保持相对稳定，预计 2025~2027 年皮卡销量分别为 20 万/20.6 万/21.2 万台。

图表26 长城汽车皮卡月销 单位：台



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表27 长城汽车出口月销量 单位：台



资料来源：WIND，平安证券研究所

综上所述，我们预计公司 2025~2027 年主要整车品牌（包括哈弗、坦克、魏牌、皮卡、欧拉）的合计销量分别为 134.7 万/152.6 万/178.4 万台，在单车营收方面，近年来公司单车 ASP 呈上升趋势，2022~2024 年单车 ASP 分别为 11.4 万/12.5 万/14.2 万元，而随着坦克、魏牌等高价车型销量占比提升，我们认为公司单车 ASP 仍将保持上升势头，我们测算公司 2025~2027 年公司单车 ASP 分别为 15.9 万/16.7 万/17.5 万元，对应整车业务营收分别为 2145 亿/2546 亿/3115 亿元。

毛利率方面，2024 年公司整车业务毛利率达到 19.5%，我们认为未来公司整车毛利率仍有望保持上升势头：

- 1) 坦克品牌售价区间较高，且在越野领域具备较强话语权，随着坦克动力系统的逐渐丰富，坦克出口规模的增长，坦克销量仍有较大提升空间；
- 2) 魏牌的产品矩阵丰富以及销量规模增长带来的规模效应；
- 3) 哈弗的海外销量增长带动毛利率提升。

综上，我们预计公司 2025~2027 年整车业务毛利率分别为 20.6%/20.9%/21.1%。

图表28 长城汽车主要整车品牌销量预测 单位：万台

| | 2024A | 2025.1-7 月 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----|-------|------------|-------|-------|-------|
| 哈弗 | 70.6 | 37.8 | 71.1 | 76.1 | 81.1 |
| 坦克 | 23.1 | 12.4 | 29.5 | 33.9 | 38.0 |
| 魏牌 | 5.5 | 4.5 | 9.0 | 12.0 | 18.0 |
| 皮卡 | 17.7 | 11.0 | 20.0 | 20.6 | 21.2 |
| 欧拉 | 6.3 | 1.8 | 5.0 | 10.0 | 20.0 |
| 合计 | 123.2 | 67.4 | 134.7 | 152.6 | 178.4 |

资料来源：公司产销快报，平安证券研究所预测

图表29 公司主要整车品牌营收测算以及整车业务毛利率预测 单位：亿元

| | 2025E | 2026E | 2027E |
|----|-------|-------|-------|
| 哈弗 | 806 | 889 | 977 |
| 坦克 | 784 | 929 | 1076 |
| 魏牌 | 242 | 333 | 516 |

| | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 皮卡 | 259 | 276 | 294 |
| 欧拉 | 54 | 118 | 253 |
| 合计 | | | |
| 整车营收 | 2145 | 2546 | 3115 |
| 整车毛利率 | 20.6% | 20.9% | 21.1% |
| 整车毛利润 | 441 | 532 | 658 |

资料来源：平安证券研究所预测

除整车业务外，公司还有部分零部件以及其他业务，2024年该部分营业收入达到267亿元，毛利率达到19.8%，我们认为该部分业务有望随着公司整车业务的增长呈现稳定增长，预计2025~2027年公司该部分业务营收分别为329亿/393亿/483亿元，毛利率维持在20%左右。结合整车业务预测，我们预计公司2025~2027年营收分别为2474亿/2938亿/3599亿元，对应毛利率分别为20.5%/20.8%/21.0%。

图表30 公司营业收入与毛利率预测 单位：亿元

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 整车业务 | | | | |
| 营收 | 1755 | 2145 | 2546 | 3115 |
| 同比增速 | 14.5% | 22.2% | 18.7% | 22.4% |
| 毛利率 | 19.5% | 20.6% | 20.9% | 21.1% |
| 毛利润 | 342 | 441 | 532 | 658 |
| 零部件及其他业务 | | | | |
| 营收 | 267 | 329 | 393 | 483 |
| 同比增速 | 34.0% | 23.0% | 19.5% | 23.2% |
| 毛利率 | 19.8% | 20.0% | 20.2% | 20.4% |
| 毛利润 | 53 | 66 | 79 | 99 |
| 合计 | | | | |
| 营收 | 2022 | 2474 | 2938 | 3599 |
| 同比增速 | 16.7% | 22.3% | 18.8% | 22.5% |
| 毛利率 | 19.5% | 20.5% | 20.8% | 21.0% |
| 毛利润 | 394 | 507 | 611 | 756 |

资料来源：公司财报，平安证券研究所预测

5.2 估值分析

结合公司上述营收以及毛利率假设，我们维持公司2025~2027年净利润预测分别为147亿/159亿/183亿元，对应当前PE估值为14.6/13.4/11.7倍。我们选取长安汽车、比亚迪、理想汽车、吉利汽车、赛力斯5家车企作为公司的可比公司，5家可比公司均与公司一样，均实现稳定盈利，2025~2027年同行业可比公司平均PE估值为8/13.0倍，公司目前估值水平低于同行业可比公司。

我们认为公司的越野技术及品类护城河高，混动技术架构丰富，生态出海战略行稳致远，三大全工艺工厂保障海外业务稳定性，坦克等高端产品出口占比提高。公司在越野/泛越野、家用车两大赛道迎来高端化战略跃升期，维持公司“推荐”评级。

图表31 公司与可比公司估值对比

| 股票代码 | 公司 | 市值/亿元 (20250916) | 净利润/亿元 | | | PE | | |
|-----------|------|---------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 1,234 | 45 | 65 | 95 | 27.4 | 19.1 | 13.0 |
| 002594.SZ | 比亚迪 | 9,828 | 425 | 558 | 662 | 23.1 | 17.6 | 14.9 |
| 2015.HK | 理想汽车 | 1,957 | 50 | 95 | 134 | 39.2 | 20.6 | 14.6 |
| 0175.HK | 吉利汽车 | 1,760 | 160 | 167 | 198 | 11.0 | 10.5 | 8.9 |
| 601127.SH | 赛力斯 | 2,300 | 103 | 143 | 168 | 22.3 | 16.1 | 13.7 |
| 可比公司均值 | | | | | | 24.6 | 16.8 | 13.0 |
| 601633.SH | 长城汽车 | 2,144 | 147 | 159 | 183 | 14.6 | 13.4 | 11.7 |

备注：可比公司盈利为平安证券研究所预测值；A股公司总市值=A股当日收盘价×总股本

资料来源：Wind，平安证券研究所预测

六、风险提示

- 1) 海外业务占比高企，存在国际贸易环境波动的风险：**2024年公司海外营收占总营收比重已到达40%左右，而海外市场的营商环境、贸易政策调整及汇率波动等因素均存在显著不确定性。这些变量可能对公司出口业务的拓展节奏形成制约，进而对整体业绩表现构成潜在压力。
- 2) 旗舰产品市场表现不及预期，拖累魏牌发展进程：**当前中大型混动SUV市场竞争日趋白热化，新入局玩家持续增多。在此背景下，魏牌旗舰SUV上市后若未能在市场中获得预期反馈，销量表现不及规划，将直接影响魏牌品牌的发展势能，延缓其市场突破进程。
- 3) 技术路线选择面临市场挑战，混动领域份额存被侵蚀风险：**公司始终坚持Hi4插混技术体系，并明确表示不涉足增程车型。但随着多家主流车企加速布局增程市场，该细分领域展现出强劲的发展潜力，若增程车型持续抢占混动市场空间，可能对公司在混动领域的现有份额形成挤压。
- 4) 纯电赛道竞争力亟待提升，欧拉品牌承压明显：**目前公司在纯电动车领域的竞争力相对薄弱，旗下欧拉品牌销量持续承压。尽管欧拉基于新平台推出了多款新车型，但如果这些车型的市场竞争力未能达到预期，将导致公司在纯电赛道的突破受阻，难以实现竞争力的实质性提升。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 133435 | 168150 | 200628 | 249015 |
| 现金 | 30741 | 40281 | 51574 | 69789 |
| 应收票据及应收账款 | 50765 | 58241 | 69181 | 84732 |
| 其他应收款 | 3385 | 3837 | 4558 | 5582 |
| 预付账款 | 1942 | 3974 | 4720 | 5781 |
| 存货 | 25408 | 35886 | 42458 | 51860 |
| 其他流动资产 | 21195 | 25932 | 28137 | 31271 |
| 非流动资产 | 83831 | 91918 | 97117 | 99372 |
| 长期投资 | 11551 | 16919 | 21015 | 25443 |
| 固定资产 | 31844 | 37954 | 42802 | 44432 |
| 无形资产 | 12345 | 12001 | 11314 | 10285 |
| 其他非流动资产 | 28090 | 25044 | 21986 | 19212 |
| 资产总计 | 217266 | 260069 | 297745 | 348387 |
| 流动负债 | 122229 | 154980 | 181732 | 220461 |
| 短期借款 | 6665 | 6011 | 5439 | 5007 |
| 应付票据及应付账款 | 79571 | 99105 | 117257 | 143221 |
| 其他流动负债 | 35993 | 49863 | 59036 | 72233 |
| 非流动负债 | 16041 | 14859 | 13611 | 11555 |
| 长期借款 | 11528 | 10346 | 9098 | 7042 |
| 其他非流动负债 | 4514 | 4514 | 4514 | 4514 |
| 负债合计 | 138270 | 169839 | 195343 | 232016 |
| 少数股东权益 | 8 | 9 | 9 | 9 |
| 股本 | 8556 | 8558 | 8558 | 8558 |
| 资本公积 | 3626 | 3624 | 3624 | 3624 |
| 留存收益 | 66806 | 78039 | 90211 | 104179 |
| 归属母公司股东权益 | 78988 | 90221 | 102393 | 116361 |
| 负债和股东权益 | 217266 | 260069 | 297745 | 348387 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 27018 | 32468 | 33863 | 41239 |
| 净利润 | 12692 | 14715 | 15945 | 18298 |
| 折旧摊销 | 9388 | 9793 | 12347 | 14427 |
| 财务费用 | 91 | 112 | 59 | 180 |
| 投资损失 | -877 | -883 | -913 | -933 |
| 营运资金变动 | 4382 | 8230 | 6139 | 8989 |
| 其他经营现金流 | 1341 | 501 | 287 | 279 |
| 投资活动现金流 | -23296 | -17499 | -16918 | -16027 |
| 资本支出 | 11740 | 12500 | 13449 | 12254 |
| 长期投资 | -12288 | -4568 | -3266 | -3578 |
| 其他投资现金流 | -22747 | -25431 | -27101 | -24703 |
| 筹资活动现金流 | -12178 | -5429 | -5651 | -6997 |
| 短期借款 | 964 | -654 | -572 | -432 |
| 长期借款 | -5883 | -1182 | -1248 | -2056 |
| 其他筹资现金流 | -7259 | -3593 | -3831 | -4509 |
| 现金净增加额 | -8827 | 9540 | 11293 | 18215 |

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 202195 | 247375 | 293843 | 359893 |
| 营业成本 | 162747 | 196699 | 232725 | 284257 |
| 税金及附加 | 7409 | 9065 | 10768 | 13188 |
| 营业费用 | 7830 | 12121 | 14251 | 17203 |
| 管理费用 | 4756 | 5869 | 6993 | 8601 |
| 研发费用 | 9284 | 11750 | 13726 | 17995 |
| 财务费用 | 91 | 112 | 59 | 180 |
| 资产减值损失 | -751 | -545 | -518 | -528 |
| 信用减值损失 | -22 | -54 | -57 | -44 |
| 其他收益 | 3693 | 3767 | 1550 | 1200 |
| 公允价值变动收益 | 42 | 108 | 96 | 54 |
| 投资净收益 | 877 | 883 | 913 | 933 |
| 资产处置收益 | 5 | -5 | -5 | -0 |
| 营业利润 | 13921 | 15914 | 17301 | 20085 |
| 营业外收入 | 435 | 744 | 794 | 720 |
| 营业外支出 | 72 | 61 | 70 | 74 |
| 利润总额 | 14283 | 16597 | 18025 | 20731 |
| 所得税 | 1591 | 1882 | 2080 | 2434 |
| 净利润 | 12692 | 14715 | 15945 | 18298 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 12692 | 14715 | 15945 | 18297 |
| EBITDA | 23763 | 26502 | 30430 | 35338 |
| EPS (元) | 1.48 | 1.72 | 1.86 | 2.14 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 16.7 | 22.3 | 18.8 | 22.5 |
| 营业利润(%) | 93.3 | 14.3 | 8.7 | 16.1 |
| 归属于母公司净利润(%) | 80.8 | 15.9 | 8.4 | 14.8 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 19.5 | 20.5 | 20.8 | 21.0 |
| 净利率(%) | 6.3 | 5.9 | 5.4 | 5.1 |
| ROE(%) | 16.1 | 16.3 | 15.6 | 15.7 |
| ROIC(%) | 19.3 | 20.0 | 20.3 | 22.6 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 63.6 | 65.3 | 65.6 | 66.6 |
| 净负债比率(%) | -15.9 | -26.5 | -36.2 | -49.6 |
| 流动比率 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 速动比率 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 4.2 | 4.6 | 4.6 | 4.6 |
| 应付账款周转率 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.48 | 1.72 | 1.86 | 2.14 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 3.16 | 3.79 | 3.96 | 4.82 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 9.19 | 10.50 | 11.93 | 13.56 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 16.9 | 14.6 | 13.4 | 11.7 |
| P/B | 2.7 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 9.1 | 7.5 | 6.3 | 5.0 |

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层