

长城汽车 2025 年三季度点评：产品结构持续优化，新车周期表现强势

长城汽车 (601633)

评级：	买入	股票代码：	601633
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	29.45/20.6
目标价格：		总市值(亿)	1,984.57
最新收盘价：	23.19	自由流通市值(亿)	1,984.57
		自由流通股数(百万)	8,557.87

事件概述

公司近日发布 2025 年第三季度报告，2025 年三季度实现营收 612.47 亿元，同比+20.51%；归母净利润 22.98 亿元，同比-31.23%。2025 年前三季度，公司实现营收 1535.82 亿元，同比+7.96%；归母净利润 86.35 亿元，同比-16.97%。

▶ 1、新车周期强劲，销量结构持续优化。

- 2025Q3，公司实现销量 35.36 万台，同比增长 20.20%、环比增长 12.97%，创历史同期新高。其中，新能源车型销售 11.8 万台，同比大幅增长 49.21%，环比增长 20.64%。
- 销售结构持续改善，品牌高端化成果显著。2025Q3，20 万元以上车型销售 10.13 万辆，同比增长 40.83%。
- 下新产品周期强势，年底至明年将有多款新车陆续推出，有望持续贡献增量。

▶ 2、报废税等因素短期影响利润，主业盈利能力稳健提升。

- 2025Q3 归母净利润为 22.98 亿元，同比下滑 31.23%；利润波动主要原因系，一是公司加速构建直营渠道、加大新车型上市宣传及品牌提升投入，销售费用同比增长 19.49%；二是报废税返还因流程问题延迟至 Q4 确认，对当期利润产生较大影响。
- 剔除汇兑损益及报废税等因素，Q3 汽车主业盈利环比提升，规模效应及海外增长的正向作用逐步显现。

▶ 3、智能化与全球化布局加速，打开长期成长空间。

- 全球化：海外业务成为重要增长引擎。前三季度海外销量达 33.42 万辆，占总销量比重超 36%。9 月海外销量首次突破 5 万台，创历史新高。其中，非俄市场前三季度同比增长约 45%，海外经营稳健性提升。巴西工厂已竣工投产，将辐射拉美市场，成为公司全球化布局的关键枢纽。
- 智能化：公司持续投入智能驾驶技术体系，Coffee Pilot 智能辅助驾驶系统、端到端大模型、九州超算中心等为高阶智驾落地提供支撑。

投资建议

公司新车周期强劲，销量结构持续优化。维持盈利预测不变，预计 2025-2027 年营收为 2402.08、2762.39、3093.88 亿元，归母净利润为 140.40、158.45、181.06 亿元，EPS 为 1.64、1.85、2.12 元。2025 年 10 月 24 日收盘价 23.19 元，对应 2025-2027 年 PE 为 14.13、

12.52、10.96 倍，维持“买入”评级。

风险提示

销量不及预期，新技术落地不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	173,212	202,195	240,208	276,239	309,388
YoY (%)	26.1%	16.7%	18.8%	15.0%	12.0%
归母净利润(百万元)	7,022	12,692	14,040	15,845	18,106
YoY (%)	-15.1%	80.8%	10.6%	12.9%	14.3%
毛利率 (%)	18.2%	19.5%	19.2%	19.2%	19.4%
每股收益 (元)	0.82	1.49	1.64	1.85	2.12
ROE	10.3%	16.1%	15.1%	14.6%	14.3%
市盈率	28.28	15.56	14.13	12.52	10.96

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：白宇

邮箱：baiyu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524020001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	202,195	240,208	276,239	309,388	净利润	12,692	14,041	15,846	18,106
YoY (%)	16.7%	18.8%	15.0%	12.0%	折旧和摊销	10,153	8,084	8,828	9,249
营业成本	162,747	194,184	223,174	249,522	营运资金变动	4,650	-4,679	2,370	-9,283
营业税金及附加	7,409	8,816	10,497	11,788	经营活动现金流	27,783	16,643	26,184	17,107
销售费用	7,830	9,543	10,974	12,291	资本开支	-11,082	-8,206	-8,949	-8,283
管理费用	4,756	5,765	6,685	7,487	投资	-12,288	-11,077	-10,836	-11,003
财务费用	91	0	0	0	投资活动现金流	-23,296	-18,954	-19,465	-18,859
研发费用	9,284	11,290	12,983	14,541	股权募资	1,066	-63	0	0
资产减值损失	-751	-3	-7	-11	债务募资	-8,686	-1,431	105	337
投资收益	877	480	552	619	筹资活动现金流	-12,178	-1,494	105	337
营业利润	13,921	15,445	17,488	19,989	现金净流量	-8,062	-3,806	6,824	-1,415
营业外收支	363	355	344	387	主要财务指标				
利润总额	14,283	15,800	17,832	20,375	成长能力				
所得税	1,591	1,760	1,986	2,270	营业收入增长率	16.7%	18.8%	15.0%	12.0%
净利润	12,692	14,041	15,846	18,106	净利润增长率	80.8%	10.6%	12.9%	14.3%
归属于母公司净利润	12,692	14,040	15,845	18,106	盈利能力				
YoY (%)	80.8%	10.6%	12.9%	14.3%	毛利率	19.5%	19.2%	19.2%	19.4%
每股收益	1.49	1.64	1.85	2.12	净利率	6.3%	5.8%	5.7%	5.9%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	5.8%	5.6%	5.6%	5.7%
货币资金	30,741	26,935	33,759	32,344	净资产收益率 ROE	16.1%	15.1%	14.6%	14.3%
预付款项	1,942	2,317	2,663	2,977	偿债能力				
存货	25,408	36,679	34,677	45,104	流动比率	1.09	1.15	1.22	1.30
其他流动资产	75,345	101,265	123,958	149,296	速动比率	0.81	0.81	0.91	0.94
流动资产合计	133,435	167,196	195,056	229,720	现金比率	0.25	0.19	0.21	0.18
长期股权投资	11,551	12,227	12,874	13,582	资产负债率	63.6%	63.2%	61.4%	60.0%
固定资产	30,014	29,882	29,957	29,167	经营效率				
无形资产	12,345	14,096	16,063	17,647	总资产周转率	0.97	1.02	1.03	1.03
非流动资产合计	83,831	85,456	86,906	87,433	每股指标 (元)				
资产合计	217,266	252,653	281,961	317,153	每股收益	1.49	1.64	1.85	2.12
短期借款	6,665	7,026	7,688	8,200	每股净资产	9.23	10.86	12.71	14.83
应付账款及票据	79,571	97,087	105,944	121,056	每股经营现金流	3.25	1.94	3.06	2.00
其他流动负债	35,993	41,329	45,819	47,456	每股股利	0.45	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	122,229	145,441	159,451	176,712	估值分析				
长期借款	6,481	4,481	3,481	2,981	PE	15.56	14.13	12.52	10.96
其他长期负债	9,560	9,757	10,210	10,535	PB	2.85	2.13	1.82	1.56
非流动负债合计	16,041	14,238	13,691	13,516					
负债合计	138,270	159,679	173,142	190,228					
股本	8,556	8,551	8,551	8,551					
少数股东权益	8	9	9	9					
股东权益合计	78,996	92,974	108,819	126,925					
负债和股东权益合计	217,266	252,653	281,961	317,153					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。