

长城汽车（601633）

2025 年三季报点评：业绩受报废税返还确认节奏干扰，新品周期仍强势

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	173,212	202,195	221,682	319,900	387,400
同比（%）	26.12	16.73	9.64	44.31	21.10
归母净利润（百万元）	7,022	12,692	11,882	17,370	22,077
同比（%）	(15.06)	80.76	(6.38)	46.19	27.10
EPS-最新摊薄（元/股）	0.82	1.48	1.39	2.03	2.58
P/E（现价&最新摊薄）	28.26	15.64	16.70	11.43	8.99

投资要点

- **公告要点：**2025Q3 公司实现营收 612 亿元，同环比+21%/+17%；实现归母净利润 23 亿元，同环比-31%/-50%；实现扣非后归母净利润 18.9 亿元，同环比分别-30%/-10%。
- **Q3 业绩受俄罗斯市场报废税返还确认节奏影响。**1) **营收层面：**出口/魏牌销量占比环比提升，销量/ASP 环比均改善。公司 Q3 批发销量合计 35.4 万辆，同环比分别+20%/+13%。销量结构上，高山系列热销下 Q3 魏牌销量占比环比+1pct。出口方面，公司 Q3 共出口 14 万辆，同环比分别+11%/+28%，主要为哈弗品牌出口量同环比提升。高山系列热销+出口占比环比提升对冲坦克销量同环比下滑影响，公司 Q3 ASP 环比改善 4%至 17.3 万元。2) **毛利率：**Q3 公司毛利率为 18.4%，同环比分别-2.4/-0.4pct，环比下滑主要原因为①高毛利车型坦克 Q3 销量同环比下滑；②哈弗/皮卡 Q3 提高对经销商返利。3) **费用率：**Q2 公司销管研费用率分别为 4.8%/1.6%/3.9%，同比分别-0.04/-0.3/-0.1pct，环比分别-0.5/-0.2/-0.5pct。汇兑方面 Q3 由于人民币升值带来汇兑损失。4) **俄罗斯报废税返还：**因两款车本地化调试需补充数据，Q3 未收到补贴税返还。5) **最终公司 Q3 实现归母净利润 23 亿元，单车净利 0.6 万元。**
- **公司新车周期强势，技术底座储备完善。**智能座舱方面，公司依托 Coffee OS 3 智能座舱系统构建全场景智能出行生态，目前已搭载至蓝山、高山、二代哈弗枭龙 MAX、全新坦克 500、2025 款欧拉好猫等多款战略车型。**辅助驾驶方面，**Coffee Pilot Ultra 车位到车位功能 8 月正式 OTA 上车，并在坦克 500 改款等新车上搭载；CP Plus 也首搭二代枭龙 MAX 正式上车，让更多用户感受辅助驾驶带来的舒适性、便捷性。**电动化方面，**2025 年 5 月正式发布了为旗舰豪华而生的下一代全新全动力智能超级平台，兼容插电、混动、纯电、氢能混动和燃油五大动力形式的超级平台，将应用于公司旗下不同品牌的车型中。
- **盈利预测与投资评级：**考虑市场竞争加剧，我们下修公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期为 119/174/221 亿元（原为 140/190/226 亿元），对应 PE 为 17/11/9 倍。由于魏牌/欧拉有望在 2026 年迎来较强新品周期，坦克泛越野版本陆续上市拓展目标人群，我们仍维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外市场需求低于预期；国内乘用车价格竞争超预期；汇率波动风险；海外市场政策变化风险。

2025 年 10 月 25 日

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

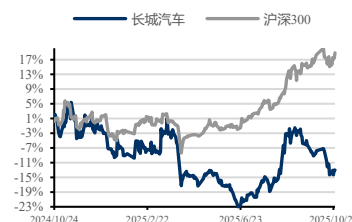
huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 孟璐

执业证书：S0600524100001

mengl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.19
一年最低/最高价	20.60/29.45
市净率(倍)	2.31
流通A股市值(百万元)	143,992.35
总市值(百万元)	198,457.05

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.06
资产负债率(% ,LF)	60.88
总股本(百万股)	8,557.87
流通A股(百万股)	6,209.24

相关研究

- 《长城汽车(601633)：2025 年半年报点评：业绩符合预期，新品周期强势》
2025-08-31
- 《长城汽车(601633)：2025 年 H1 业绩快报点评：业绩符合预期，智能化+越野+生态出海持续推进》
2025-07-20

长城汽车三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	133,435	160,187	227,799	286,701	营业总收入	202,195	221,682	319,900	387,400
货币资金及交易性金融资产	44,922	61,267	87,764	123,390	营业成本(含金融类)	162,747	180,744	256,995	308,595
经营性应收款项	52,680	57,524	85,144	100,292	税金及附加	7,409	8,588	12,796	15,496
存货	25,408	32,895	45,054	52,814	销售费用	7,830	11,014	15,355	18,595
合同资产	26	29	42	51	管理费用	4,756	4,456	6,398	7,748
其他流动资产	10,399	8,472	9,795	10,155	研发费用	9,284	9,568	14,076	17,046
非流动资产	83,831	83,219	81,813	81,444	财务费用	91	(1,327)	(501)	(628)
长期股权投资	11,551	12,352	13,152	13,952	加:其他收益	3,693	5,020	4,800	4,500
固定资产及使用权资产	31,844	29,489	26,799	23,982	投资净收益	877	600	600	600
在建工程	3,960	2,664	1,498	1,528	公允价值变动	42	40	44	48
无形资产	12,345	14,968	16,992	19,003	减值损失	(774)	(793)	(870)	(958)
商誉	28	28	28	28	资产处置收益	5	150	170	120
长期待摊费用	570	884	1,198	1,512	营业利润	13,921	13,657	19,525	24,859
其他非流动资产	23,532	22,834	22,146	21,440	营业外净收支	363	200	214	229
资产总计	217,266	243,406	309,613	368,145	利润总额	14,283	13,857	19,739	25,088
流动负债	122,229	138,006	185,417	220,315	减:所得税	1,591	1,975	2,369	3,011
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,353	10,353	10,353	10,353	净利润	12,692	11,882	17,370	22,077
经营性应付款项	79,571	90,860	126,330	152,569	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	11,711	12,626	17,939	21,768	归属母公司净利润	12,692	11,882	17,370	22,077
其他流动负债	20,594	24,167	30,795	35,625	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.48	1.39	2.03	2.58
非流动负债	16,041	13,772	14,372	15,022	EBIT	13,252	7,312	14,280	19,920
长期借款	6,481	4,362	4,462	4,562	EBITDA	23,404	16,333	23,775	29,676
应付债券	3,675	3,825	3,925	3,975	毛利率(%)	19.51	18.47	19.66	20.34
租赁负债	1,372	1,072	1,472	1,972	归母净利率(%)	6.28	5.36	5.43	5.70
其他非流动负债	4,514	4,514	4,514	4,514	收入增长率(%)	16.73	9.64	44.31	21.10
负债合计	138,270	151,778	199,789	235,336	归母净利润增长率(%)	80.76	(6.38)	46.19	27.10
归属母公司股东权益	78,988	91,620	109,815	132,800					
少数股东权益	8	9	9	9					
所有者权益合计	78,996	91,629	109,824	132,809					
负债和股东权益	217,266	243,406	309,613	368,145					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	27,783	27,057	33,919	44,352	每股净资产(元)	9.19	10.67	12.80	15.48
投资活动现金流	(23,296)	(13,535)	(15,181)	(15,510)	最新发行在外股份 (百万股)	8,558	8,558	8,558	8,558
筹资活动现金流	(12,178)	(3,251)	(319)	(293)	ROIC(%)	11.81	5.91	10.42	12.36
现金净增加额	(8,062)	10,271	18,419	28,549	ROE-摊薄(%)	16.07	12.97	15.82	16.62
折旧和摊销	10,153	9,021	9,495	9,756	资产负债率(%)	63.64	62.36	64.53	63.92
资本开支	(11,082)	(7,360)	(6,994)	(8,345)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.64	16.70	11.43	8.99
营运资本变动	4,650	5,340	6,261	11,582	P/B (现价)	2.52	2.17	1.81	1.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>