

三季度主业量价齐升，高端化、全球化有望提速

核心观点

Q3 公司营收、归母分别为 612.47 亿元、22.98 亿元，同比分别+20.51%、-31.23%。Q3 收入增长受益于新车周期+非俄出口驱动量价齐升；海外报废税返还滞后等非经因素扰动利润。展望后续，公司加速向智能新能源方向转型，国内新车上市及营销体系变革以提振内销，海外市场加速拓展下出口稳健增长。长城高端化、全球化发展提速，预计带动自身销量回升以及结构优化，业绩增长有望持续向上。

事件

公司发布 2025 年第三季度报告，三季度营业收入 612.47 亿元，同比增长 20.51%；归母净利润 22.98 亿元，同比下降 31.23%；扣非净利润 18.94 亿元，同比下降 30.23%。

简评

新车周期+非俄出口驱动量价齐升，报废税返还滞后等非经因素扰动利润。25Q3 公司营收、归母、扣非分别为 612.47 亿元、22.98 亿元、18.94 亿元，同比分别+20.51%、-31.23%、-30.23%，环比分别+17.07%、-49.89%、-10.35%。**收入端看**，Q3 营收逾 600 亿创历史新高，主要受益于国内新车周期+出口增长韧性驱动主业量价齐升。销量方面，Q3 公司累计销售 35.36 万辆，同比+20.20%，环比+12.97%；其中出口、内销分别为 13.65 万辆、21.70 万辆，同比分别+11.23%、+26.63%，环比分别+27.87%、+5.25%。**分品牌看**，Q3 哈弗、魏牌、皮卡、欧拉、坦克累计分别销售 20.71 万辆、2.91 万辆、4.00 万辆、1.58 万辆、6.15 万辆，同比分别+20.37%、+132.40%、-0.51%、+2.34%、+14.34%，环比分别+17.09%、+37.46%、-13.47%、+124.09%、-0.31%。内销增长主因全新坦克 500、25 款欧拉好猫、26 款哈弗猛龙及之前推出的哈弗大狗 26 款/猛龙（油版）和魏牌高山 8/9 等走量新车拉动。出口单季破 13 万，亦创历史新高，主因非俄地区高景气，对俄出口回暖，以及新车加速上市和巴西工厂投产。**ASP 方面**，Q3 平均单车收入约 17.32 万元/台，同比+0.25%，环比+3.63%。**利润端看**，Q3 归母同环比下降，主要系 Q3 报废税返还滞后，直营体系建设及新车/新技术广宣等增加销售费用，汇兑损失（环比）增加财务费用，以及出口放量影响整体所得税率所致。仅看汽车销售业绩 Q3 盈利环比增长约 5 亿元。国内新车周期+直营渠道+非俄出口带来的规模效应及业绩弹性逐步显现。

长城汽车 (601633. SH)

维持

买入

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-56135200

SAC 编号:S1440518060002

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

李粤皖

liyuewan@csc.com.cn

010-56135233

SAC 编号:S1440524070017

发布日期：2025 年 10 月 28 日

当前股价：22.91 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-5.41/-9.82	0.88/-10.34	-17.65/-38.78
12 月最高/最低价 (元)		28.70/20.95
总股本 (万股)		855,787.20
流通 A 股 (万股)		620,924.31
总市值 (亿元)		1,734.47
流通市值 (亿元)		1,422.54
近 3 月日均成交量 (万)		2254.47
主要股东		
保定创新长城资产管理有限公司		59.77%

股价表现



报废税+产品结构影响毛利，费用控制保持稳健。25Q3 毛利率、净利率分别为 18.42%、3.75%，同比分别-1.58pct、-2.82pct，环比分别-0.38pct、-5.01pct。毛利率下滑主要系产品结构波动影响（如 Q3 坦克品牌销量占比同比-1pct，环比-2pct），俄报废税加征主要影响同比端。净利率波动较大，主要受上述报废税、汇兑损失等因素影响。Q3 期间/销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.50%、4.76%、1.62%、3.91%、0.21%，同比分别-0.22pct、+0.77pct、-0.36pct、-0.06pct、-0.56pct，环比分别+0.24pct、-0.48pct、-0.21pct、-0.55pct、+1.48pct。

新车周期+技术赋能+渠道变革厚积薄发，公司高端化、全球化有望进一步提速。25Q1 国内新品空窗期+渠道投入期+海外销售结构波动对长城上半年整体业绩的增长形成拖累。Q2-Q3 国内渠道建设及强产品力新车上市的积极效果开始兑现，同时出口韧性仍在。短期看，近期已上市的哈弗大狗 PLUS、高山 7 等新品，叠加 11 月起接续上市的全新坦克 400，欧拉 5 等车型，预计进一步拉动销量增长。2026 年公司还将推出 DE 平台豪华 SUV/泛越野车型、坦克 700Hi4-Z（智驾版+内饰升级）等旗舰级新车，有助于深化品牌高端化建设及量利提升。国内方面，公司将在 500 家左右的直营门店基础上，基于新车上市节奏，快速补齐核心渠道，并力争大幅提升店效、人效，以推动魏牌挑战 6 万台月销目标（1.5-2 万台 MPV+4 万台 SUV）。出口方面，公司 2026 年增速初步目标不低于 20%，并将加速开拓欧洲市场。中长期看，随着国内新能源购置税减免逐步退坡，公司凭借多动力产品储备+海外布局优势，综合竞争力及业绩增长可持续性将进一步突出。

投资建议

公司加速向智能新能源方向转型，国内新车上市及营销体系变革以提振内销，海外市场加速拓展下出口稳健增长。长城高端化、全球化发展提速，预计带动自身销量回升以及结构优化，业绩增长有望持续向上。我们预计公司 2025-2026 年归母净利润 136 亿元、170 亿元，对应当前股价 PE 为 14X、12X。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	173,212.08	202,195.47	227,326.40	265,106.32	297,253.23
YoY (%)	26.12	16.73	12.43	16.62	12.13
净利润(百万元)	7,021.56	12,692.20	13,637.71	17,007.23	19,636.27
YoY (%)	-15.06	80.76	7.45	24.71	15.46
毛利率 (%)	18.73	19.51	19.38	20.15	20.51
净利率 (%)	4.05	6.28	6.00	6.42	6.61
ROE (%)	10.25	16.07	15.25	16.61	16.73
EPS (摊薄/元)	0.82	1.48	1.59	1.99	2.29
P/E (倍)	27.92	15.45	14.38	11.53	9.98
P/B (倍)	2.88	2.49	2.20	1.92	1.68

数据来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

- 1、行业景气不及预期。**2025 年国内经济复苏企稳回升但具体节奏有待观察，汽车行业需求或随之波动；推动汽车等消费品以旧换新政策全面落地仍需时日，影响行业需求复苏进程。
- 2、出口销量不及预期。**出口受国际形势、国家政策、汇率等多方因素影响，海外销量增长有波动风险。
- 3、行业竞争格局恶化。**国内竞争对手加快产品投放速度，随着技术进步、新产能投放等供给要素变化，未来行业竞争或将加剧，公司市场份额及盈利能力或将有所波动。
- 4、公司渠道及新车型销量不及预期。**公司渠道建设、经销商优化进度可能不及预期。新车型销量受市场需求影响存在不及预期风险。

分析师介绍

陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018 年加入中信建投汽车团队，2018/19 年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20 年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020 年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22 年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017 年新财富第二团队核心成员，2020 年新浪财经新锐分析师第一名，2020 年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。2021 年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

李粤皖

中国人民大学经济学硕士，负责商用车、传统零部件领域研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk