

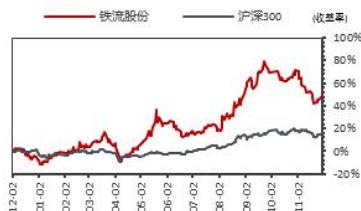
报告原因：

买入 (首次评级)

	2025年12月18日
收盘价 (元)	22.06
一年内最高/最低 (元)	27.52/20.6
市净率	2.2
股息率 (分红/股价)	2.80
流通A股市值 (百万元)	136,976
上证指数/深证成指	3,876/13,054
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

	2025年09月30日
每股净资产 (元)	10.1
资产负债率%	60.88
总股本/流通A股 (百万)	8,558/6,209
流通B股/H股 (百万)	-/2318.776

一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

证券分析师

吴迪
S0820525010001
021-32229888-25523
wudi@ajzq.com

联系人

徐姝婧
S0820124090004
021-32229888-25517
xushujing@ajzq.com

泛越野+生态出海，新品周期驰而不息

——长城汽车(601633.SH)首次覆盖

投资要点：

- 投资建议：**预计2025-2027年公司归母净利润为121/143/173亿元，对应PE为16/13/11倍。公司估值低于可比公司均值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 行业与公司情况：**中国汽车市场正经历电动智能化及全球化的深刻变革，自主品牌崛起，合资品牌承压，行业竞争加剧。公司是中国最大的SUV和皮卡制造车企之一，成功开创并引领“硬派越野”和“轻越野”细分市场。公司积极推行“生态出海”战略，在泰国、巴西等地拥有全工艺生产基地，销售网络覆盖170多个国家和地区，25H1海外贡献收入占比接近40%。预计越野、皮卡市场优势的强化以及全球化进程的提速将共促公司业绩增长。
- 有别于大众的认识：**1) 市场可能更关注公司出口总量，但出口业务的良好盈利性和对单一地区依赖降低的结构改善趋势，将为业绩提供更强的确定性；2) 市场将坦克视为小众硬派越野品牌，但通过Hi4-Z架构和城市智驾功能的搭载，坦克正在从纯粹的越野场景向“可城可野”拓展，目标群体扩大，成长空间打开；3) 市场或对魏牌的高端化路径存疑，但高山MPV改款的成功和即将推出的SUV系列，论证了魏牌具备打造高端爆款的能力；4) 市场或认为公司智驾起步晚，但公司智驾团队结构已经优化，算法自研+合作并行，推出三档平价智驾方案来快速实现全系车型智驾功能覆盖，策略务实且下沉市场潜力更大。
- 关键假设点：**1) **收入增长：**2025-2027年公司总营收同比增速约为9.0%、13.6%、18.2%，其中整车收入增速约为10.0%、15.0%、20.0%，零配件收入增速约为3.0%、4.0%、5.0%；2) **毛利率提升：**公司通过优化产品结构和费用率，综合毛利率逐步回升，2025-2027年约为18.4%、18.9%、19.3%，其中整车毛利率从18.5%逐步回升至19.0%。
- 催化剂：**1) 重要新车上市兑现销量，及高端品牌突破：坦克系列智驾版/Hi4-Z新车型上市订单及月度销量数据持续超预期，魏牌全新旗舰SUV销量能否稳定过万且持续攀升；2) 出口数据持续超预期：月度出口销量，特别是非俄地区的增速和占比提升情况；3) 智驾落地进展：高阶智驾功能在更多车型上的搭载和用户口碑反馈。
- 风险提示：**1) **新车销量不及预期：**若坦克、魏牌等重磅新车型因产品力、定价或市场竞争原因导致市场接受度低于预期，将直接影响销量和营收；2) **行业竞争与价格战风险：**新能源车竞争加剧可能导致公司为保市场份额而丢利润；3) **海外市场政策风险：**关税政策变化可能影响公司海外业务发展；4) **高阶智驾发展不及预期：**L3以上高阶智驾功能落地速度、体验落后于竞争对手，可能削弱产品竞争力。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	173,212	202,195	220,353	250,210	295,824
同比增长率 (%)	26.1%	16.7%	9.0%	13.6%	18.2%
归母净利润 (百万元)	7,022	12,692	12,073	14,289	17,266
同比增长 (%)	-15.1%	80.8%	-4.9%	18.4%	20.8%
每股收益 (元/股)	0.82	1.48	1.41	1.67	2.02
毛利率 (%)	18.7%	19.5%	18.4%	18.9%	19.3%
ROE (%)	10.3%	16.1%	13.3%	13.6%	14.1%
市盈率	26.7	14.9	15.6	13.2	10.9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

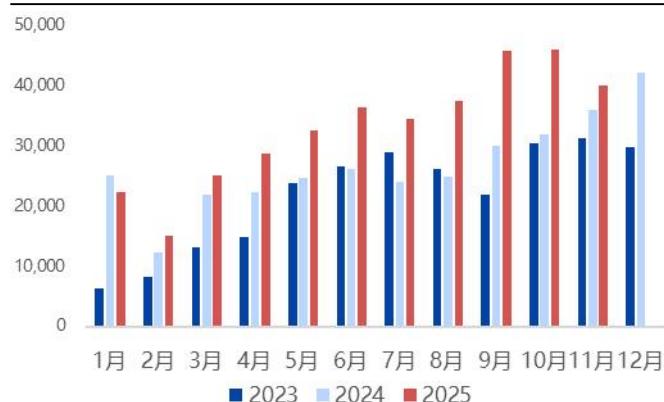
图表1：公司2025年1-10月汽车累计销量位列中国市场车企集团第十（单位：万辆、%）

1-10月市场集中度	企业名称	10月销量	环比	同比	1-10月销量	累计同比	市场份额
前三家36.8%	比亚迪	44.2	11.5	-11.6	370.2	14.1	13.4
	上汽	44.3	3.1	13.5	355.1	19.8	12.8
	吉利	35.7	10.2	31.7	292.6	41.4	10.6
	一汽	30.5	1.1	8.1	268.9	5.8	9.7
	长安	27.8	3.4	11.0	237.4	10.1	8.6
	奇瑞	28.1	0.3	3.3	228.6	12.9	8.3
	东风	24.1	4.5	15.7	194.5	-3.2	7.0
	北汽	15.9	0.4	9.9	138.8	1.5	5.0
	广汽	17.1	-1.4	-8.0	135.4	-10.8	4.9
	长城	14.3	7.1	22.5	106.6	9.9	3.9
前十家84.1%	特斯拉	6.1	-32.3	-9.9	66.8	-10.2	2.4
	零跑	7.0	5.4	84.1	46.6	123.2	1.7
	华晨宝马	4.2	-11.9	-18.9	43.7	-13.6	1.6
	重汽	4.1	-3.3	58.8	37.5	25.9	1.4
	小鹏	4.2	1.0	75.7	35.5	190.0	1.3
同比+12.5%							

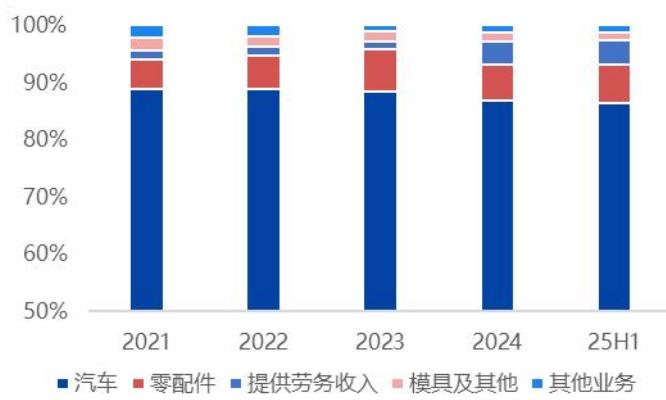
资料来源：中汽协，爱建证券研究所

图表2：2023-2025年公司汽车月度销量（辆）

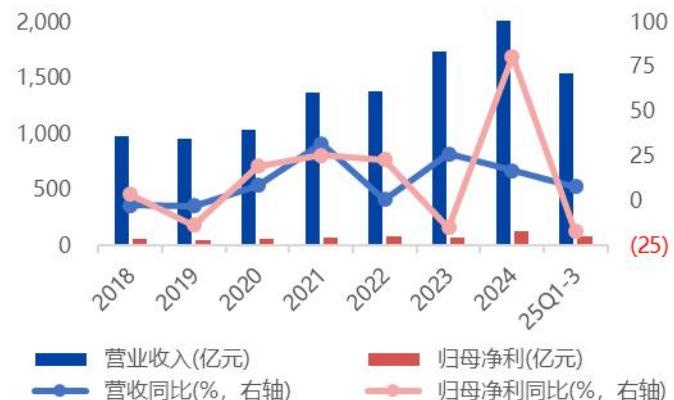

资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表3：2023-2025年公司新能源车月度销量（辆）


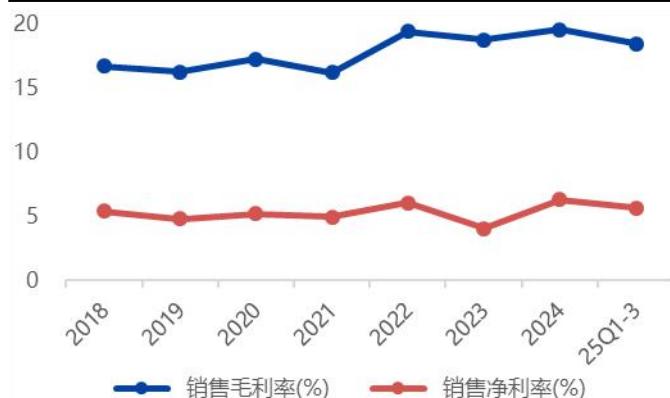
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表2：公司汽车销售业务收入占比85%以上


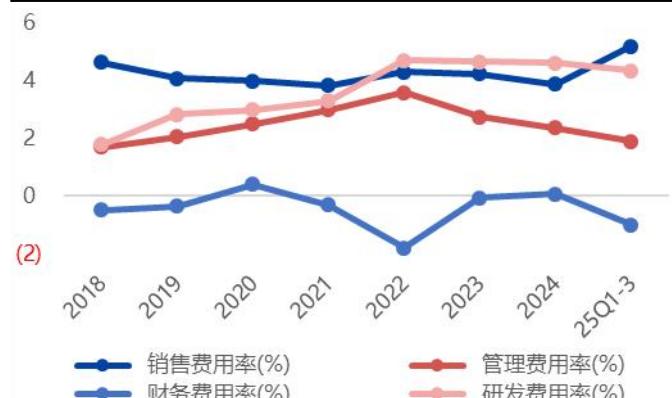
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表3：25Q1-3公司收入增速阶段性趋缓


资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表4：公司盈利能力稳健


资料来源：Wind, 爱建证券研究所

图表5：公司管理费用率稳定下降


资料来源：Wind, 爱建证券研究所

图表6：公司分部营收及毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计 (亿元)	1,373.40	1,732.12	2,021.95	2,203.50	2,502.01	2,958.09
YoY	0.69%	26.12%	16.73%	8.98%	13.55%	18.23%
汽车	1,218.91	1,532.79	1,754.89	1,930.38	2,219.94	2,663.92
YoY	0.48%	25.75%	14.49%	10.00%	15.00%	20.00%
零配件收入	80.08	126.14	128.39	132.24	137.53	144.41
YoY	16.53%	57.52%	1.78%	3.00%	4.00%	5.00%
提供劳务收入	25.65	28.53	31.31	31.94	32.89	34.21
YoY	-16.20%	11.23%	9.74%	2.00%	3.00%	4.00%
模具及其他	22.58	24.80	81.54	82.36	84.00	86.52
YoY	2.73%	9.83%	228.79%	1.00%	2.00%	3.00%
其他业务	26.17	19.86	25.81	26.58	27.65	29.03
YoY	-11.77%	-24.11%	29.96%	3.00%	4.00%	5.00%
毛利率合计 (%)	19.37	18.73	19.51	18.43	18.89	19.34
汽车	18.77	18.38	19.47	18.00	18.50	19.00
零配件收入	26.47	23.46	27.04	30.00	30.00	30.00
提供劳务收入	19.20	21.31	12.19	12.00	13.50	15.00
模具及其他	23.19	16.34	9.40	10.50	11.00	11.50

资料来源：Wind, 公司年报, 爱建证券研究所

图表7：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价(元)		EPS(元)				PE(倍)		
		2025/12/18	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000625.SZ	长安汽车	11.67	0.74	0.59	0.80	1.02	15.80	19.68	14.56	11.42
601127.SH	赛力斯	119.50	3.94	5.28	7.24	8.86	30.34	22.62	16.51	13.49
002594.SZ	比亚迪	93.53	13.84	4.17	5.41	6.63	6.76	22.43	17.29	14.11
		平均值					17.63	21.58	16.12	13.01

资料来源：Wind, 爱建证券研究所 (可比公司业绩均为Wind一致预期, 基于2025/12/18日数据)

财务预测摘要：

资产负债表					现金流量表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	38,337	30,741	27,687	34,002	64,499	净利润	7,023	12,692	12,068	14,288	17,263
应收款项	39,069	50,738	48,989	59,554	71,611	折旧摊销	7,210	9,028	3,807	3,714	3,634
存货	26,628	25,408	34,191	33,336	44,907	营运资本变动	23,615	32,877	39,336	14,008	70,983
流动资产	118,584	133,435	152,114	169,342	228,805	经营活动现金流	17,754	27,783	21,488	10,922	33,843
长期股权投资	10,751	11,551	12,227	12,874	13,582	资本开支	16,713	11,737	3,900	3,300	2,700
固定资产	30,235	30,014	29,531	29,257	28,959	投资变动	4,223	-12,288	12,998	2,812	2,765
在建工程	6,477	3,960	4,974	5,316	5,211	投资活动现金流	-10,451	-23,296	-16,974	-6,200	-5,543
无形资产	11,310	12,345	11,522	10,754	10,037	银行借款	18,987	13,146	3,481	3,481	3,481
非流动资产	82,686	83,831	85,225	85,457	85,391	筹资活动现金流	1,052	-12,178	-8,450	1,480	1,947
资产合计	201,270	217,266	237,339	254,799	314,196	现金净增加额	8,374	-8,062	-3,054	6,315	30,497
短期借款	5,701	6,665	0	0	0	期初现金	35,773	38,337	30,741	27,687	34,002
应付款项	68,486	79,571	94,446	93,864	129,149	期末现金	38,337	30,741	27,687	34,002	64,499
流动负债	68,486	79,571	94,446	93,864	129,149						
长期借款	13,286	6,481	3,481	3,481	3,481						
应付债券	3,463	3,675	3,741	3,818	3,936						
非流动负债	21,926	16,041	13,107	13,184	13,302						
负债合计	132,762	138,270	146,275	149,447	191,582						
股本	8,498	8,556	8,556	8,556	8,556						
资本公积	2,055	3,626	3,626	3,626	3,626						
留存收益	58,242	68,376	80,449	94,738	112,004						
归母股东权益	68,501	78,988	91,061	105,350	122,616						
少数股东权益	8	8	3	1	-2						
负债和权益总计	201,270	217,266	237,339	254,799	314,196						

利润表					财务比率							
	单位:百万元							2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	173,212	202,195	220,353	250,210	295,824			26.1%	16.7%	9.0%	13.6%	18.2%
营业成本	140,773	162,747	179,742	202,946	238,611			-9.6%	93.3%	-8.9%	21.2%	21.7%
税金及附加	5,986	7,409	7,969	8,955	10,709			-15.1%	80.8%	-4.9%	18.4%	20.8%
销售费用	8,285	7,830	11,018	10,008	11,833							
管理费用	4,735	4,756	4,627	5,755	6,804							
研发费用	8,054	9,284	9,916	11,259	13,312							
财务费用	-126	91	-1,168	-584	-1,087							
资产减值损失	-488	-751	0	0	0							
公允价值变动	-26	42	22	13	26							
投资净收益	761	877	864	933	992							
营业利润	7,201	13,921	12,685	15,379	18,720							
营业外收支	623	363	608	531	501							
利润总额	7,824	14,283	13,294	15,911	19,221							
所得税	801	1,591	1,226	1,623	1,958							
净利润	7,023	12,692	12,068	14,288	17,263							
少数股东损益	1	0	-6	-1	-3							
归母净利润	7,022	12,692	12,073	14,289	17,266							
EBITDA	15,980	24,194	17,967	20,386	23,982							

资料来源：公司公告，聚源数据，爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888 传真: 021-68728700 服务热线: 956021

邮政编码: 200124 邮箱: ajzq@ajzq.com 网址: http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数 (000300.SH)；新三板市场：三板成指 (899001.CSI)（针对协议转让标的）或三板做市指数 (899002.CSI)（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数 (899050.BJ)；香港市场：恒生指数 (HIS.HI)；美国市场：标普 500 指数 (SPX.GI) 或纳斯达克指数 (IXIC.GI)。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。