

公司研究

4Q25 盈利承压，关注高端化+全球化推进

——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2025 年业绩快报点评

要点

2025 年业绩快报披露，4Q25 低于预期：2025 年公司营业收入同比+10.2%至 2,227.9 亿元，归母净利润同比-21.7%至 99.1 亿元，扣非后归母净利润同比-36.5%至 61.6 亿元；其中，4Q25 公司收入同比+15.5%/环比+13.0%至 692.1 亿元，归母净利润同比-43.5%/环比-44.4%至 12.8 亿元，扣非后归母净利润同比-49.4%/环比-63.9%至 6.8 亿元。我们测算，2025 年公司扣非后单车盈利同比-40.8%至 0.47 万元，4Q25 扣非后单车盈利同比-52.1%/环比-68.2%至 0.17 万元。4Q25 盈利环比下降主要受年终奖计提+报废税递延导致。

高端化战略成果显现，品牌价值稳步提升：2025 年公司汽车销量同比+7.3%至 132.4 万辆，新能源汽车销量同比+25.4%至 40.4 万辆（渗透率同比+4.4pcts 至 30.5%）；4Q25 公司汽车销量同比+5.5%/环比+13.2%至 40.0 万辆，新能源汽车销量同比+13.5%/环比+6.0%至 12.5 万辆。我们判断，公司高端化战略持续显现（2025 年单车 ASP 同比+2.7%至 16.83 万元），并有望带动品牌价值稳步提升：**1）坦克品牌：**以 Hi4-T 和 Hi4-Z 两大混动架构实现全动力+全场景覆盖，用户群体持续拓宽，全新坦克 500 搭载 Hi4-T 和 Hi4-Z 双架构及舒适性配置，成功从硬核越野向“城市+轻越野”破圈。**2）魏牌：**“高山+蓝山”双旗舰组合持续发力，短期或受直营渠道投入加大影响存在利润波动，长期看好直营模式巩固品牌高端形象+加强用户连接、或带动销量进一步向上。

全球化纵深推进，归元平台或引领全新车型周期：2025 年公司海外销量同比+11.7%至 50.6 万辆（占销量总量 38.2%），4Q25 海外销量同比+33.4%/环比+25.9%至 17.2 万辆。我们判断，1）公司海外市场加速拓展，预计非俄市场有望贡献海外销量新增长，巴西工厂投产后或辐射墨西哥、阿根廷、智利等拉美市场；2）公司发布全球首个原生 AI 全动力汽车平台“归元”（兼容 ICE、HEV、PHEV、BEV、FCEV 五大动力形式，零部件通用化率超 80%）、欧拉品牌也将基于全新平台战略重塑（主打高性价比+全球化），均为 2026E 密集新车推出奠定坚实基础，或有望迎来销量+盈利能力双重修复。

维持 A/H 股“增持”评级：考虑公司业绩承压，我们分别下调 2025E/2026E/2027E 归母净利润预测 36%/30%/20%至人民币 99 亿元/124 亿元/157 亿元，维持 A/H 股“增持”评级。

风险提示：新车型上市与销量爬坡不及预期；出海不及预期；市场/金融风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	173,212	202,195	222,794	259,641	288,880
营业收入增长率	26.12%	16.73%	10.19%	16.54%	11.26%
净利润（百万元）	7,022	12,692	9,912	12,449	15,679
净利润增长率	-15.06%	80.76%	-21.90%	25.59%	25.95%
EPS（元）	0.83	1.48	1.16	1.45	1.83
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.25%	16.07%	11.77%	13.30%	14.86%
P/E（A 股）	25	14	18	14	11
P/E（H 股）	14	8	10	8	6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-01-30 汇率：按 1HKD=0.8925CNY 换算（注：2023 年股本为 84.98 亿，2024 年股本为 85.56 亿，2025 年及以后股本为 85.58 亿）

A 股：增持（维持）

当前价：20.69 元

H 股：增持（维持）

当前价：13.25 港元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

nijj@ebscn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

021-52523838

xingping@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	85.58
总市值(亿元)	1770.62
一年最低/最高(元)	20.18/27.23
近 3 月换手率	16.47%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.98	-9.95	-38.06
绝对	-7.22	-8.81	-14.05

资料来源：Wind

相关研报

1H25 业绩符合预期，高端化带动产品结构持续优化——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2025 年半年报业绩点评（2025-09-04）

全年业绩符合预期，聚焦智能新能源技术跃迁+高质量全球化——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2024 年年报业绩点评（2025-03-28）

全年业绩亮丽收官，高端化+全球化发展边际向好——长城汽车（601633.SH、2333.HK）2024 年业绩预告点评（2025-01-15）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	173,212	202,195	222,794	259,641	288,880
营业成本	140,773	162,747	180,945	209,989	231,628
折旧和摊销	7,257	9,053	7,782	6,901	6,056
税金及附加	5,986	7,409	7,798	9,087	10,111
销售费用	8,285	7,830	11,585	13,242	14,444
管理费用	4,735	4,756	4,456	5,193	5,778
研发费用	8,054	9,284	10,249	11,684	13,000
财务费用	-126	91	459	1,006	842
投资收益	761	877	900	1,000	1,000
营业利润	7,201	13,921	10,287	13,138	16,867
利润总额	7,824	14,283	11,137	13,988	17,717
所得税	801	1,591	1,225	1,539	2,037
净利润	7,023	12,692	9,912	12,449	15,679
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	7,022	12,692	9,912	12,449	15,679
EPS(元)	0.83	1.48	1.16	1.45	1.83

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	17,754	27,783	6,459	26,362	27,378
净利润	7,022	12,692	9,912	12,449	15,679
折旧摊销	7,257	9,053	7,782	6,901	6,056
净营运资金增加	1,216	5,440	16,887	4,250	4,251
其他	2,259	597	-28,121	2,762	1,392
投资活动产生现金流	-10,451	-23,296	2,667	-8,309	-10,509
净资本支出	-16,229	-11,082	-4,663	-5,000	-6,500
长期投资变化	10,751	11,551	0	0	0
其他资产变化	-4,973	-23,765	7,330	-3,309	-4,009
融资活动现金流	1,052	-12,178	11,375	-6,982	-6,963
股本变化	-267	59	2	0	0
债务净变化	-403	-8,832	16,732	-2,581	-1,752
无息负债变化	13,024	14,340	6,096	18,046	16,464
净现金流	8,374	-8,062	20,502	11,071	9,906

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	18.7%	19.5%	18.8%	19.1%	19.8%
EBITDA 率	8.5%	11.9%	8.0%	7.6%	7.9%
EBIT 率	4.3%	7.2%	4.5%	5.0%	5.9%
税前净利润率	4.5%	7.1%	5.0%	5.4%	6.1%
归母净利润率	4.1%	6.3%	4.4%	4.8%	5.4%
ROA	3.5%	5.8%	4.0%	4.6%	5.3%
ROE (摊薄)	10.3%	16.1%	11.8%	13.3%	14.9%
经营性 ROIC	8.1%	14.9%	8.9%	10.8%	12.9%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	66%	64%	66%	65%	64%
流动比率	1.07	1.09	1.12	1.14	1.16
速动比率	0.83	0.88	0.88	0.87	0.85
归母权益/有息债务	2.33	3.85	2.26	2.70	3.21
有形资产/有息债务	5.89	9.10	5.77	6.91	8.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	201,270	217,266	245,314	270,201	296,808
货币资金	38,337	30,741	51,243	62,314	72,220
交易性金融资产	4,112	14,181	6,000	7,000	8,000
应收账款	7,193	7,273	8,912	10,386	11,555
应收票据	2,952	2,365	4,456	6,491	8,666
其他应收款 (合计)	2,114	3,385	2,238	2,606	2,899
存货	26,628	25,408	35,689	45,798	55,091
其他流动资产	31,483	46,509	48,569	44,884	41,960
流动资产合计	118,584	133,435	164,594	188,258	210,558
其他权益工具	1,921	1,546	2,000	2,000	2,500
长期股权投资	10,751	11,551	11,551	11,551	11,551
固定资产	30,235	30,014	24,481	20,163	17,132
在建工程	6,477	3,960	4,545	5,509	6,757
无形资产	11,310	12,345	12,703	13,043	13,853
商誉	28	28	28	28	28
其他非流动资产	1,798	1,787	2,817	6,133	9,642
非流动资产合计	82,686	83,831	80,720	81,943	86,250
总负债	132,762	138,270	161,098	176,563	191,275
短期借款	5,701	6,665	23,260	23,178	23,926
应付账款	40,547	43,543	54,283	62,997	69,488
应付票据	27,940	36,028	36,189	44,098	53,274
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	13,306	11,993	12,199	12,568	12,860
流动负债合计	110,835	122,229	146,802	164,635	181,932
长期借款	13,286	6,481	5,481	3,481	1,481
应付债券	3,463	3,675	3,500	3,500	3,500
其他非流动负债	3,451	3,521	3,315	2,947	2,362
非流动负债合计	21,926	16,041	14,296	11,928	9,343
股东权益	68,509	78,996	84,216	93,639	105,533
股本	8,498	8,556	8,558	8,558	8,558
公积金	7,568	10,570	10,568	10,568	10,568
未分配利润	52,729	61,431	67,493	76,968	88,913
归属母公司权益	68,501	78,988	84,208	93,630	105,525
少数股东权益	8	8	8	8	8

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.78%	3.87%	5.20%	5.10%	5.00%
管理费用率	2.73%	2.35%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	-0.07%	0.05%	0.21%	0.39%	0.29%
研发费用率	4.65%	4.59%	4.60%	4.50%	4.50%
所得税率	10%	11%	11%	11%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.30	0.45	0.35	0.44	0.55
每股经营现金流	2.09	3.25	0.75	3.08	3.20
每股净资产	8.06	9.23	9.84	10.94	12.33
每股销售收入	20.38	23.63	26.03	30.34	33.76

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	25	14	18	14	11
PB	2.6	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	13.1	7.9	11.0	9.7	8.3
股息率	1.4%	2.2%	1.7%	2.1%	2.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼