

2026年02月03日
 长城汽车 (2333.HK)

公司动态分析

证券研究报告

汽车

投资评级: **买入**

维持买入评级

6个月目标价 **20.0 港元**

股价 2026-02-02 **12.7 港元**

Q4 业绩承压，归元平台新车即将推出

2025年公司实现营业收入2227.9亿元，同比增长10.2%，实现归母净利润99.1亿元，同比下滑21.7%，公司处在出海+高端化的关键时期，随着新平台车型放量与高价值车型占比提升，26业绩将迎来爆发式增长。我们调整25/26E盈利预测至99.1/151.4亿元，下调目标价至20港元，对应26年的10.4倍PE。

报告摘要

业绩预告25年归母净利润同比下降21.7%，低于预期。2025年公司实现营业收入2227.9亿元，同比增长10.2%，实现归母净利润99.1亿元，同比下滑21.7%，实现扣非归母净利润61.6亿元，同比下滑36.5%。单四季度来看，2025年四季度公司实现营收692.1亿元，同环比分别增长15.5%/13.0%，实现归母净利润12.8亿元，同环比分别下降43.6%/44.4%。Q4业绩大幅下滑主要是报废税返还时间不同、直营门店和新车广告加大投入，以及一次性计提年终奖。

1月销量同比增长11.6%。1月长城汽车销量9.0万辆，同比增长11.6%，其中海外销量4.0万辆，同比大幅增长43.5%，新能源汽车销量1.8万辆，同比下降19.0%。1月销量分品牌看：1) 哈弗品牌销量5.1万辆，同比增长4.0%。主力车型延续稳定交付节奏，为集团整体销量提供了坚实支撑。2) WEY品牌销量0.8万辆，同比大增57.2%。这一增速在各品牌中表现最为亮眼，高山与蓝山是销量核心。从3月或4月开始，在归元平台的赋能下，WEY牌将推出V09X、V08X等全新车型，销量或将迎来爆发式增长。3) 长城皮卡销量1.5万辆，同比增长24.6%。凭借在国内皮卡市场的领先地位，持续领跑细分市场。4) 欧拉品牌销量0.2万辆，同比下滑6.2%。受新能源市场竞争加剧及新能源补贴政策调整影响，该品牌出现小幅回落。5) 坦克品牌销量1.5万辆，同比增长12.9%。作为硬派越野领域的标杆品牌，保持快速增长。2026年公司销量目标为180万辆，海外销量达60万辆。我们认为从3月中旬开始，随着新车陆续上市，公司销量将迎来增长新周期。

投资建议。公司处在出海+高端化的关键时期，随着新平台车型放量与高价值车型占比提升，26业绩将迎来爆发式增长。我们调整25/26E盈利预测至99.1/151.4亿元，下调目标价至20港元，对应26年的10.4倍PE。

风险提示：公司产品推出及销量不及预期；公司出海进展不及预期；市场价格竞争；原材料成本上升。

财务及估值摘要

(年结 31/12; RMB000)	FY 2023A	FY 2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售收入	173,212	202,195	222,767	293,290	340,686
增长率 (%)	26%	17%	10%	32%	16%
净利润	7,022	12,692	9,914	15,138	18,050
增长率 (%)	-15%	81%	-22%	53%	19%
毛利率 (%)	19%	20%	19%	19%	20%
净利润率 (%)	4%	6%	4%	5%	5%
ROE,平均 (%)	10%	16%	12%	16%	17%
每股盈利 (元)	0.82	1.49	1.16	1.77	2.11
每股净资产 (元)	8.1	9.2	10.0	11.2	12.7
市盈率 (x)	14.3	7.9	10.1	6.6	5.5
市净率 (x)	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
股息收益率 (%)	3%	4%	3%	5%	6%

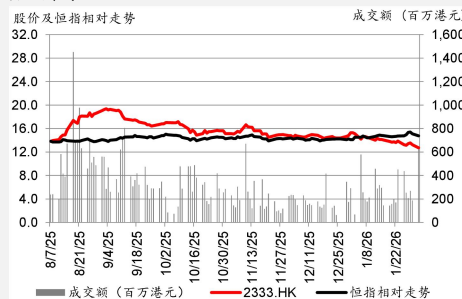
数据来源：公司资料，国投证券国际预测

总市值(亿港元)	1,088.56
流通市值(亿港元)	294.96
总股本(亿股)	85.58
流通股本(亿股)	23.19
12个月低/高(港元)	12.5/15.3
平均成交(百万港元)	228.13

股东结构

魏建军	59.8%
其他	40.2%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-17.53	-18.34	-27.99
绝对收益	-15.87	-15.98	4.39

数据来源：彭博、港交所、公司

王强 分析师

jimmywang@sdicisi.com.hk

附表：财务报表预测

单位:百万人民币						单位:百万人民币					
资产负债表						利润表					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	118,583.8	133,435.1	142,017.4	159,929.2	174,275.8	营业收入	173,212.1	202,195.5	222,766.7	293,289.8	340,686.1
现金及等价物	38,337.2	30,741.0	27,514.1	26,997.5	31,701.8	营业成本	(140,773.1)	(162,746.8)	(181,109.3)	(236,684.9)	(274,252.3)
应收款	28,923.6	41,099.8	49,775.1	57,358.6	59,965.1	毛利	32,438.9	39,448.7	41,657.4	56,604.9	66,433.8
其他应收款项	51,323	61,594	64,728	75,573	82,609	销售费用	(5,986.3)	(7,409.4)	(8,126.5)	(10,851.7)	(12,605.4)
非流动资产	82,686.4	83,831.1	89,729.2	100,418.7	112,028.6	管理费用	(4,735.1)	(4,756.4)	(6,237.5)	(7,332.2)	(8,176.5)
物业、厂房及设备	30,235.1	30,013.6	31,108.1	35,664.9	40,298.9	研发费用	(8,054.3)	(9,284.4)	(10,470.0)	(13,198.0)	(15,330.9)
预付土地租赁款	6,477.4	3,960.5	3,564.4	3,208.0	2,887.2	其他收入	(6,462.3)	(4,077.7)	(5,973.0)	(8,416.6)	(10,174.8)
无形资产	11,310.3	12,344.9	13,332.5	14,399.1	15,551.0	营业利润	7,201.0	13,920.9	10,850.3	16,806.3	20,146.3
其他非流动资产	34,663.7	37,512.2	41,724.1	47,146.7	53,291.5	营业外收入	623	363	312	265	221
资产总计	201,270.3	217,266.2	231,746.5	260,347.9	286,304.5	利润总额	7,824.1	14,283.4	11,162.1	17,071.0	20,367.0
流动负债	110,835.1	122,228.8	131,369.8	150,857.9	165,703.5	所得税	(801.2)	(1,591.0)	(1,247.8)	(1,932.7)	(2,316.8)
合约负债	9,583.1	11,711.3	12,062.6	12,424.5	12,797.2	净利润	7,022.8	12,692.4	9,914.3	15,138.3	18,050.2
应付款项	68,486.4	79,571.1	89,282.9	109,241.6	124,795.0	少数股东损益	1.3	0.2	0.2	0.2	0.2
计息银行及其他借款	6,890	3,688	3,319	2,987	2,688	归母公司净利润	7,021.6	12,692.2	9,914.1	15,138.0	18,049.9
其他流动负债	25,875	27,259	26,705	26,205	25,423	调整后EPS(元)	0.83	1.49	1.16	1.77	2.11
非流动负债	21,926.4	16,041.2	14,643.3	13,462.6	12,299.6	主要财务比率					
借款	13,286	6,481	6,027	5,606	5,045	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	7,576	8,568	7,723	7,053	6,531	成长性(%)					
递延税项	1,064.5	992.4	893.1	803.8	723.4	营业收入	26%	17%	10%	32%	16%
负债合计	132,761.5	138,270.0	146,013.0	164,320.5	178,003.1	净利润	-15%	81%	-22%	53%	19%
非控股权益	0	0	0	0	0	盈利能力(%)					
股东权益合计	68,508.8	78,996.2	85,733.5	96,027.4	108,301.3	毛利率	19%	20%	19%	19%	20%
现金流量表						净利率	4%	6%	4%	5%	5%
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE	10%	16%	12%	16%	17%
经营活动产生现金流量	17,754	27,783	22,815	27,922	32,972	偿债能力(%)					
投资活动产生现金流量	-10,451	-23,296	-14,606	-19,705	-14,708	流动比率	107%	109%	108%	106%	105%
融资活动产生现金流量	1,052.0	(12,177.9)	(7,905.5)	(8,734.3)	(13,560.1)	资产负债率	66%	64%	63%	63%	62%
现金净变动	8,373.52	-8,062.37	304.27	-516.54	4,704.26						

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010