

长城汽车(601633.SH/02333.HK)

26Q1 毛利率表现亮眼，经营性业绩符合预期

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	20.23 元/12.99 港元
合理价值	29.07 元/21.90 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2026-04-26

核心观点:

- **公司 26 年 Q1 剔除汇兑后经营性业绩符合预期。** 公司发布 26 年一季报，26 年 Q1 公司实现营收 451.2 亿元，同比+12.7%，归母净利润 9.5 亿元，同比-46.0%；扣非后归母净利润 4.8 亿元，同比-67.2%。26 年 Q1 剔除汇兑后的经营性净利润为 12.5 亿元，同比+82.1%，公司 26Q1 剔除汇兑影响后经营性业绩表现整体符合预期。
- **公司 26Q1 毛利率同环比提升，研发投入持续增加。** 公司 26 年 Q1 毛利率/净利率分别为 18.5%/2.1%，同比分别+0.6/-2.3pct，环比分别+1.2/+0.3pct，净利率同比下滑主要受汇兑影响所致。26 年 Q1 公司期间费用率为 13.2%，同比+2.9pct。公司 26 年 Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.8/2.2/5.0/0.2%，同比+0.1/-0.2/+0.2/+2.8pct，公司内部管理效率持续提升，研发投入持续增加。
- **公司 26 年 Q1 产品结构持续优化，出口销量占比持续提升。** 根据公司产销快报，26 年 Q1 公司整车销量为 26.9 万辆，同比+4.8%；其中哈弗/坦克/魏牌/皮卡/欧拉品牌销量分别为 15.1/4.3/2.1/4.8/0.6 万辆，同比分别+4.6%/+2.1%/+59.4%/-4.4%/-14.8%。坦克品牌/魏品牌销量占比分别为 15.9%/7.9%，公司产品结构持续优化。26 年 Q1 公司整体出口销量 13.0 万辆，出口占总销量比例为 48.3%，环比+5.2pct。
- **盈利预测和投资建议：** 公司具备典型特征，拥有比较优势，面对行业变革，公司有望迎接一轮适合自己的向上发展“新”周期。预计 26-28 年 EPS 为 1.92/2.22/2.57 元/股，考虑到公司高端化品牌的销量增长，同时结合公司新一轮强产品周期带来的成长性，维持公司 A 股合理价值为 29.07 元/股，给予“买入”评级；维持港股合理价值为 21.90 港元/股（港元/人民币汇率=1.13），给予“买入”评级。
- **风险提示：** 销量不及预期；公司战略转型不及预期；消费者需求快速变化。

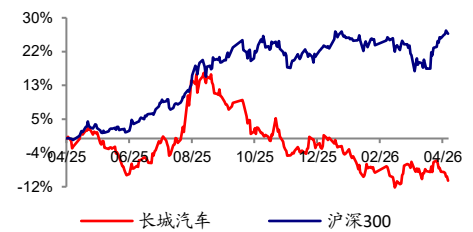
盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	202,195	222,824	285,766	330,672	380,272
增长率 (%)	16.7%	10.2%	28.2%	15.7%	15.0%
EBITDA	24,014	20,600	27,172	30,591	34,640
归母净利润	12,692	9,865	16,419	19,022	22,028
增长率 (%)	80.8%	-22.3%	66.4%	15.9%	15.8%
EPS (元/股)	1.48	1.15	1.92	2.22	2.57
市盈率 (P/E)	17.7	19.6	10.5	9.1	7.9
ROE (%)	16.1%	11.2%	16.6%	17.0%	16.5%
EV/EBITDA	8.8	8.5	4.9	3.6	2.4

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

相对市场表现



分析师:

陈飞彤



SAC 执证号: S0260524040002

SFC CE No. BWZ819



021-38003726



gfchenfeitong@gf.com.cn

分析师:

闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

请注意, 闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

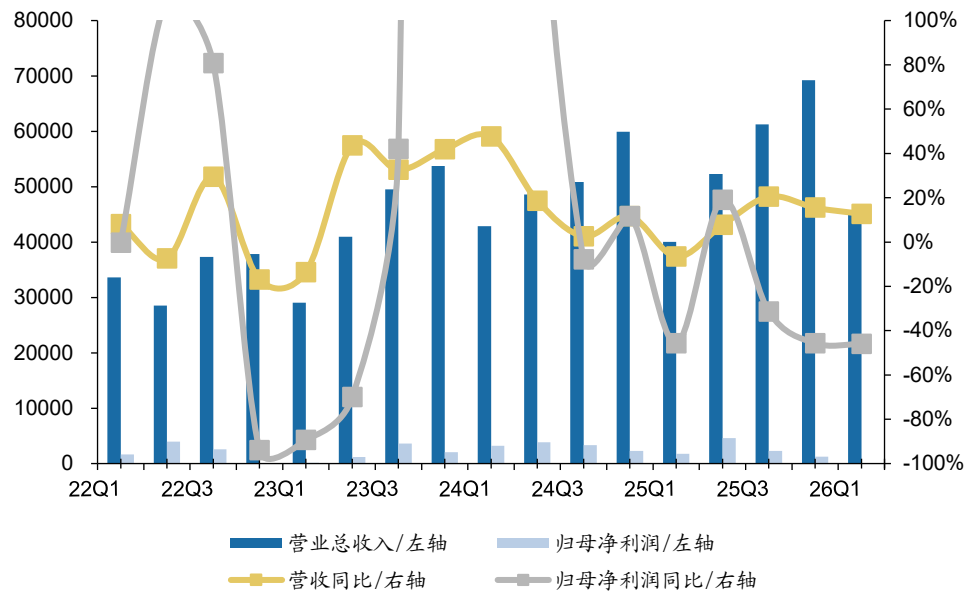
长城汽车 (601633.SH/02333.HK):25 年产品结构持续优化, 坦克 全球化可期	2026-04-01
长城汽车 (601633.SH/02333.HK):如何 看待坦克品牌的全球化之路	2026-02-20
长城汽车 (601633.SH/02333.HK):25 年 Q3 收入创历史同期新 高, 还原后业绩符合预期	2025-10-27

请务必阅读末页的免责声明

一、公司 26 年 Q1 剔除汇兑后经营性业绩符合预期

根据公司财报，26年Q1公司实现营收451.2亿元，同比+12.7%，归母净利润9.5亿元，同比-46.0%；扣非后归母净利润4.8亿元，同比-67.2%。26年Q1剔除汇兑后的经营性净利润为12.5亿元，同比+82.1%，公司26Q1剔除汇兑影响后经营性业绩表现整体符合预期。

图 1：公司季度营收、归母净利润（百万元）及同比增速

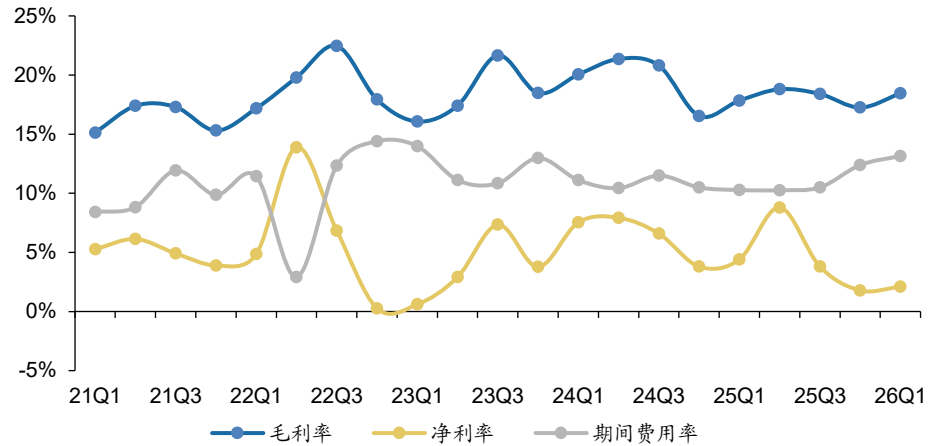


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、公司 26Q1 毛利率同环比提升，研发投入持续增加

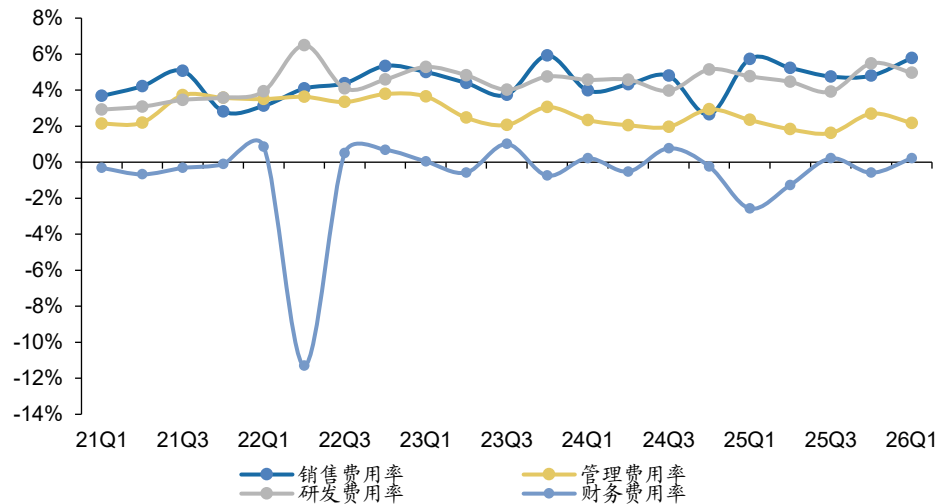
公司26年Q1毛利率/净利率分别为18.5%/2.1%，同比分别+0.6/-2.3pct，环比分别+1.2/+0.3pct，净利率同比下滑主要受汇兑影响所致。26年Q1公司期间费用率为13.2%，同比+2.9pct，环比+0.8pct。具体来看，公司26年Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为5.8/2.2/5.0/0.2%，同比分别+0.1/-0.2/+0.2/+2.8pct，环比分别+1.0/-0.5/-0.5/+0.8pct，整体来看公司内部管理效率持续提升，研发投入持续增加。

图 2: 公司单季度毛利率、净利率及期间费用率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 3: 公司单季度销售、管理、研发及财务费用率

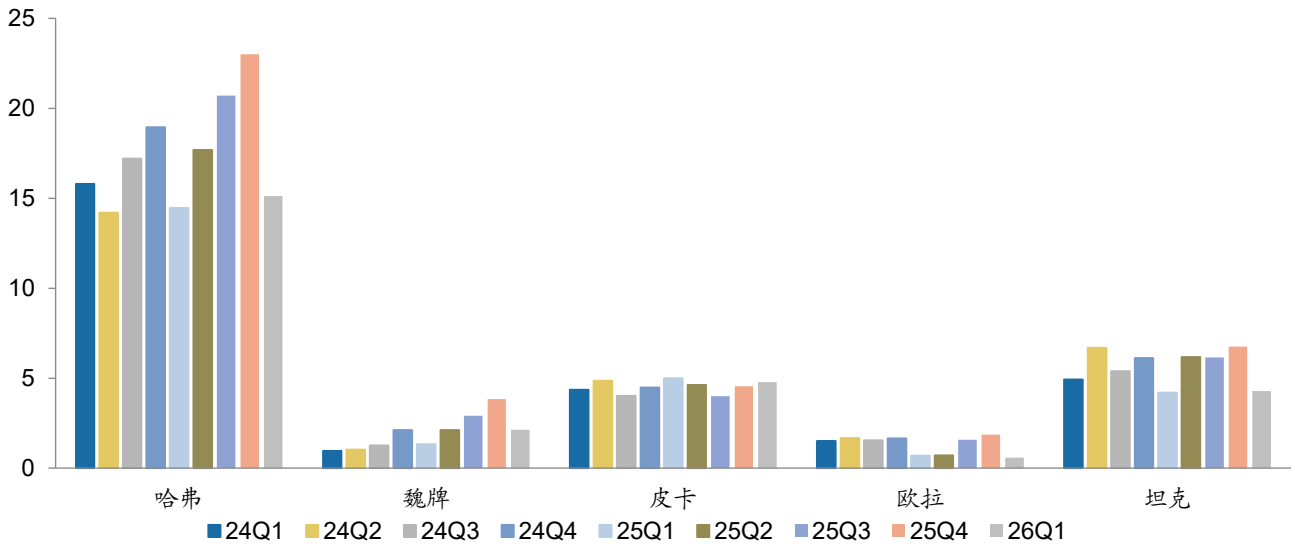


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

三、公司 26 年 Q1 产品结构持续优化，出口销量持续提升

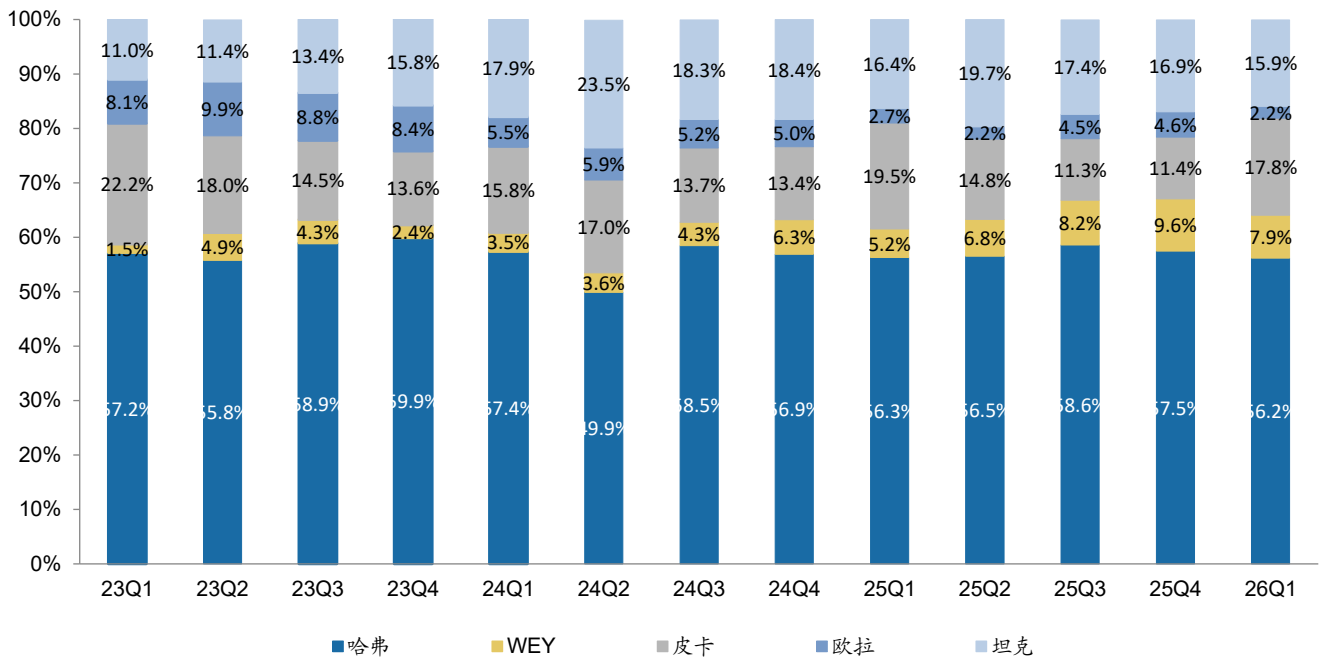
根据公司产销快报，26年Q1公司整车销量为26.9万辆，同比+4.8%；其中哈弗/坦克/魏牌/皮卡/欧拉品牌销量分别为 15.1/4.3/2.1/4.8/0.6 万辆，同比分别 +4.6%/+2.1%/+59.4%/-4.4%/-14.8%。坦克品牌/魏品牌销量占比分别为 15.9%/7.9%，公司产品结构持续优化。

图 4: 公司分品牌季度批发销量 (万辆)



数据来源: 公司产销快报、广发证券发展研究中心

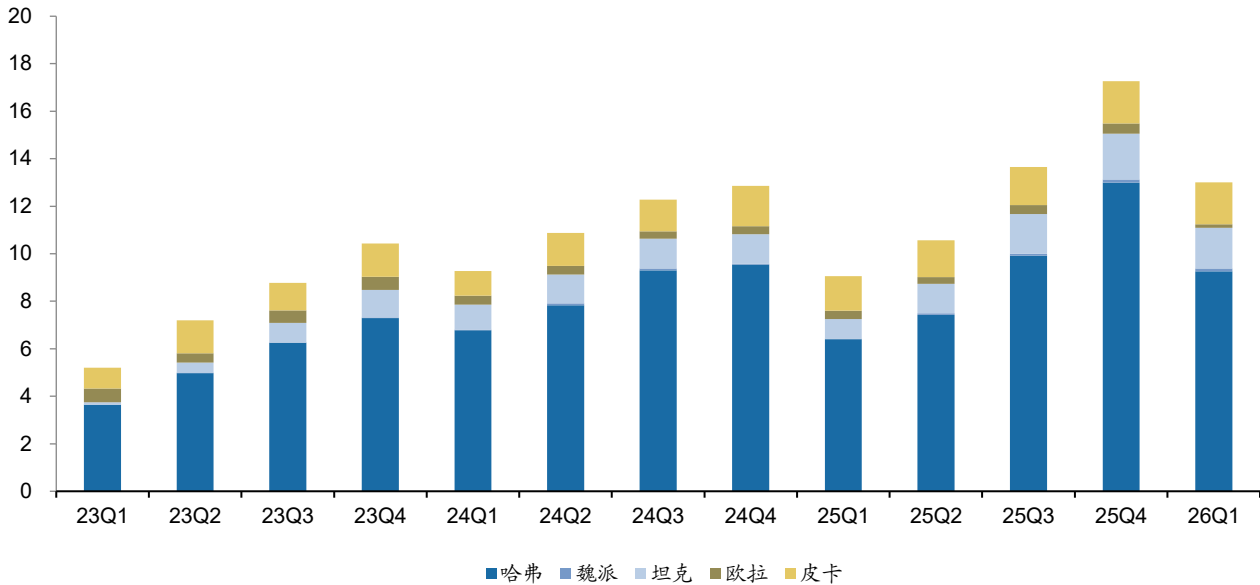
图 5: 公司分品牌销量占比 (%)



数据来源: 公司产销快报、广发证券发展研究中心

公司出口销量中枢环比显著提升。根据中汽协数据, 26年Q1公司整体出口销量13.0万辆, 同环比分别+43.7/-24.6%; 出口占总销量比例为48.3%, 环比+5.2pct。

图 6: 公司季度出口销量 (万辆)



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

公司具备典型特征, 拥有比较优势, 面对行业变革, 公司有望迎接一轮适合自己的向上发展“新”周期。预计 26-28年EPS为1.92/2.22/2.57元/股, 考虑到公司高端化品牌的销量增长, 同时结合公司新一轮强产品周期带来的成长性, 维持公司A股合理价值为29.07元/股, 给予“买入”评级; 维持港股合理价值为21.90港元/股 (港元/人民币汇率=1.13), 给予“买入”评级。

五、风险提示

销量不及预期。受宏观经济、消费环境、通胀预期等多重因素影响, 汽车供应链安全等风险显现, 国内外汽车市场面临诸多不确定性, 整车企业的产销量波动可能加剧。

战略转型不及预期。随着全球汽车产业电动化、智能网联化等的不断发展, 汽车行业正面临颠覆性变革, 给企业未来发展带来更多的机遇和挑战, 企业必须准确把握汽车产业未来变革趋势, 加快产品结构调整和技术创新, 找准适合自身的转型创新发展道路。

新生代消费者需求快速变化风险。伴随新生代消费者需求的不断发展变化以及“数字决定体验、软件定义汽车”的趋势不断显现, 企业需要紧密跟踪消费者需求变化。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	133,435	137,647	175,868	210,290	247,547
货币资金	30,741	28,846	52,312	72,060	95,957
应收及预付	11,607	13,407	14,725	17,019	19,526
存货	25,408	26,148	33,228	37,476	41,724
其他	65,680	69,246	75,604	83,736	90,339
非流动资产总额	83,831	87,641	87,159	85,382	81,661
长期股权投资	11,551	12,222	12,500	13,000	13,000
固定资产	30,014	29,282	28,909	27,116	24,460
在建工程	3,960	5,760	4,760	4,465	4,165
使用权资产	1,831	3,133	3,133	3,133	3,133
无形资产	12,345	12,235	12,435	12,335	12,135
其他	24,130	25,009	25,423	25,333	24,769
资产总额	217,266	225,288	263,028	295,672	329,208
流动负债总额	122,229	126,216	154,527	174,182	187,079
短期借款	6,665	6,532	7,000	5,000	3,000
应付及预收	91,282	92,804	115,620	133,481	151,929
其他	24,282	26,880	31,907	35,700	32,150
非流动负债总额	16,041	11,180	9,880	9,620	8,910
长期借款	6,481	1,069	1,000	1,000	1,000
应付债券	3,675	3,690	3,690	3,690	3,690
其他	5,885	6,422	5,190	4,930	4,220
负债总额	138,270	137,396	164,407	183,802	195,990
股本	8,556	8,558	8,558	8,558	8,558
其他	70,432	79,334	90,062	103,313	124,661
归母权益合计	78,988	87,892	98,620	111,871	133,218
少数股东权益	8	0	0	0	0
负债和股东权益	217,266	225,288	263,028	295,672	329,208

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	202,195	222,824	285,766	330,672	380,272
营业成本	162,747	182,622	230,041	264,537	300,415
营业税金及附加	7,409	8,483	10,430	12,003	13,880
销售费用	7,830	11,273	14,288	17,195	20,535
管理费用	4,756	4,747	5,715	6,944	7,986
研发费用	9,284	10,432	12,859	15,542	18,253
财务费用	91	-1,970	-249	-383	-171
资产信用减值损失	-774	-589	-85	-85	-85
公允价值变动收益	42	167	50	20	0
投资收益	877	574	700	300	700
营业利润	13,921	11,534	18,434	21,043	24,990
营业外收支	363	224	330	330	330
利润总额	14,283	11,758	18,764	21,373	25,320
所得税费用	1,591	1,893	2,346	2,351	3,292
合并净利润	12,692	9,865	16,419	19,022	22,028
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	12,692	9,865	16,419	19,022	22,028
EPS (元/股)	1.48	1.15	1.92	2.22	2.57

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	27,783	40,355	39,100	38,157	34,493
合并净利润	12,692	9,865	16,419	19,022	22,028
折旧摊销	10,153	11,291	9,653	10,167	10,436
营运资金变动	4,382	4,960	13,718	9,016	2,574
其他	0	0	-3,319	-1,000	-1,500
投资活动现金流净额	-23,296	-29,154	-5,713	-9,989	-7,036
资本性开支	-11,082	-10,911	-8,288	-8,000	-7,300
投资	-12,288	-18,261	-1,683	-2,511	-936
其他	75	18	4,258	522	1,200
融资活动现金流净额	-12,178	-13,445	-6,356	-8,421	-3,560
股本融资	1,066	113	0	0	0
债权融资	-9,886	12,099	248	-2,100	-2,200
股利分配与偿付利息	-3,346	-4,379	-5,239	-6,011	-169
其他	-13	-21,278	-1,365	-310	-1,190
现金净增加额	-8,062	-1,953	27,031	19,748	23,898
期初现金余额	35,272	27,233	25,281	52,312	72,060
期末现金余额	27,210	25,281	52,312	72,060	95,957

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	16.7%	10.2%	28.2%	15.7%	15.0%
营业利润增长率	93.3%	-17.1%	59.8%	14.2%	18.8%
归母净利润增长率	80.8%	-22.3%	66.4%	15.9%	15.8%
获利能力					
毛利率	19.5%	18.0%	19.5%	20.0%	21.0%
净利率	6.3%	4.4%	5.7%	5.8%	5.8%
ROE	16.1%	11.2%	16.6%	17.0%	16.5%
偿债能力					
资产负债率	63.6%	61.0%	62.5%	62.2%	59.5%
有息负债率	7.7%	5.0%	4.4%	3.3%	2.3%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
利息保障倍数	15.7	12.7	68.1	85.3	143.0
营运能力					
应收账款周转率	28.0	26.4	27.7	27.7	27.7
存货周转率	6.4	7.0	6.9	7.1	7.2
应付账款周转率	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标					
每股收益	1.48	1.15	1.92	2.22	2.57
每股净资产	9.24	10.27	11.52	13.07	15.57
每股经营现金流	3.25	4.72	4.57	4.46	4.03
估值比率					
PE	17.7	19.6	10.5	9.1	7.9
PB	2.9	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.8	8.5	4.9	3.6	2.4

广发汽车行业研究小组

- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 陈飞彤：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张力月：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 罗英：高级分析师，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司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，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。