

今日焦點:

► 長城汽車 (2333 HK, HK18.59, HK159bn) 新產品週期

2025年上半年，總收入按年微升1%至人民幣924億元，歸屬股東淨利潤則按年下跌10.2%至人民幣63.4億元。2025年第二季度，收入達人民幣524億元，按年增長7.8%，按季增長30.8%；歸屬股東淨利潤為人民幣46億元，按年增長19.1%，按季大幅上升162%。

**產品組合升級與出口韌性：**期內汽車業務收入達人民幣798億元，按年增長1%，但按半年下跌17.4%；銷量總計56.9萬輛，按年增長8%，按半年則下跌15%。期內每輛車平均售價（ASP）為人民幣13.9萬元，毛利為人民幣2.5萬元。高價值產品（坦克Tank及魏牌Wey）佔比持續提升。期內電動車銷量佔總銷量比重創新高達31%，而出口銷量佔比達34%，保持強勁勢頭。此外，長城皮卡於澳洲、南美洲、南非市場表現突出，哈弗Haval/坦克Tank SUV將進一步拓展中東、非洲、拉丁美洲等海外市場。

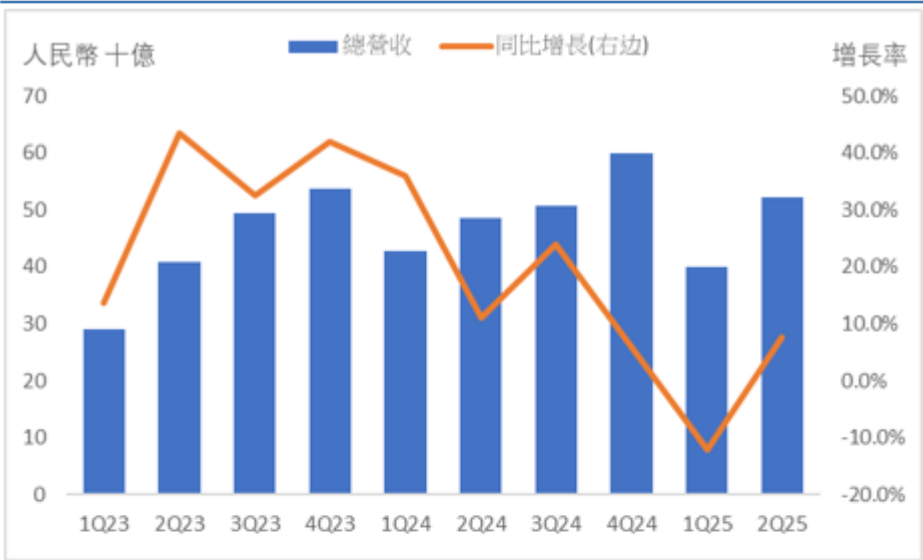
**經營開支保持穩定：**研發開支及銷售及行政開支佔收入比率分別為4.6%及7.5%。值得注意的是，銷售開支達人民幣50.4億元，按年大幅上升63.3%，主要由於建設新直營渠道，以及新車型推廣與品牌提升投入增加。因此，經營利潤按年下跌15%至人民幣68.6億元，經營利潤率（OPM）亦按年下降1.44個百分點至7.43%。利潤下跌主要歸因於第一季度新舊車型轉換期間提供的折扣優惠，以及品牌建設投資增加。

**業務展望：**坦克Hi4-Z（高端城市智能駕駛與內飾升級版）預計銷量可達原車型的1.5至2倍。魏牌「高山」系列預計穩定實現月銷1萬輛，第三季及第四季整體銷量預測分別超過13萬輛及15萬輛。巴西工廠將於8月開始大規模生產（初始年產能5萬輛），以支持海外銷售。海外市場（不包括俄羅斯及歐洲）預計於下半年快速增長，全年海外銷售目標為50萬輛。公司計劃於2025年第四季或2026年第一季進入歐洲市場並推出新產品。

| 香港及中國市場指數      |          |     |     | 收市     | 每日升跌  | 今年累升   |
|----------------|----------|-----|-----|--------|-------|--------|
| 恒生指數           |          |     |     | 25,077 | 0.3%  | 25.0%  |
| 中資企業指數         |          |     |     | 8,947  | 0.3%  | 22.7%  |
| 紅籌指數           |          |     |     | 4,273  | -0.4% | 13.0%  |
| 滬深300指數        |          |     |     | 4,496  | 0.7%  | 14.3%  |
| 上海A股           |          |     |     | 4,044  | 0.4%  | -0.6%  |
| 上海B股           |          |     |     | 265    | 0.6%  | -0.6%  |
| 深圳A股           |          |     |     | 2,556  | 0.5%  | 24.9%  |
| 深圳B股           |          |     |     | 1,327  | 0.3%  | 9.5%   |
| 主要市場指數         |          |     |     | 收市     | 每日升跌  | 今年累升   |
| 美國道指           |          |     |     | 45,544 | -0.2% | 7.1%   |
| 標普500          |          |     |     | 6,460  | -0.6% | 9.8%   |
| 美國納斯達克指數       |          |     |     | 21,455 | -1.2% | 11.1%  |
| 日經平均指數         |          |     |     | 42,441 | -0.6% | 6.4%   |
| 英國富時指數         |          |     |     | 9,187  | -0.3% | 12.4%  |
| 法國證券公會指數       |          |     |     | 7,703  | -0.8% | 4.4%   |
| 德國法蘭克福指數       |          |     |     | 23,902 | -0.6% | 20.1%  |
| 商品價格           |          |     |     | 收市     | 每日升跌  | 今年累升   |
| 金價             | (美元/盎司)  |     |     | 3,447  | 0.9%  | 31.2%  |
| 銅價             | (美元/盎司)  |     |     | 2,138  | 0.3%  | 19.7%  |
| 銀價             | (美元/盎司)  |     |     | 39     | 1.7%  | 37.8%  |
| 原油             | (美元/桶)   |     |     | 64     | -0.9% | -10.8% |
| 銅價             | (美元/盎司)  |     |     | 9,902  | 1.5%  | 12.9%  |
| 鋁價             | (美元/盎司)  |     |     | 2,615  | 0.5%  | 2.5%   |
| 鉛價             | (美元/盎司)  |     |     | 1,370  | 0.5%  | 51.0%  |
| 錫價             | (美元/盎司)  |     |     | 2,819  | 2.1%  | -5.4%  |
| 小麥             | (美分/蒲式耳) |     |     | 518    | 3.1%  | -6.1%  |
| 玉米             | (美分/蒲式耳) |     |     | 420    | 3.5%  | -5.3%  |
| 糖              | (美分/磅)   |     |     | N/A    | N/A   |        |
| 黃豆             | (美分/蒲式耳) |     |     | 1,054  | 0.7%  | 2.9%   |
| PVC            | (美元/噸)   |     |     | N/A    | N/A   | -10.1% |
| CRB 指數         |          |     |     | 302    | 0.5%  | 3.0%   |
| BDI            |          |     |     |        | -1.0% | 103.1% |
| 匯率             |          |     |     |        |       |        |
|                | 美元       | 港元  | 歐羅  | 日元     | 瑞郎    | 人民幣    |
| 美元             |          | 7.8 | 0.9 | 147.1  | 0.8   | 7.1    |
| 港元             | 0.1      |     | 0.1 | 18.9   | 10.3  | 0.9    |
| 歐羅             | 1.2      | 9.1 |     | 171.9  | 1.1   | 8.3    |
| 日元             | 0.0      | 5.3 | 0.6 |        | 0.5   | 0.0    |
| 瑞郎             | 1.2      | 9.7 | 1.1 | 183.7  |       | 8.9    |
| 人民幣            | 0.1      | 1.1 | 0.1 | 20.6   | 0.1   |        |
| 市場情緒           |          |     |     | 目前     | 5日升跌  |        |
| 信貸違約掉期 - 美元五年期 |          |     |     |        |       |        |
| 希臘             |          |     |     | N/A    | N/A   |        |
| 愛爾蘭            |          |     |     | 83     | -2.4% |        |
| 義大利            |          |     |     | 139    | -0.6% |        |
| 葡萄牙            |          |     |     | 207    | -0.0% |        |
| 西班牙            |          |     |     | 108    | 0.3%  |        |
| 波動率指數          |          |     |     | 15     | 8.0%  |        |

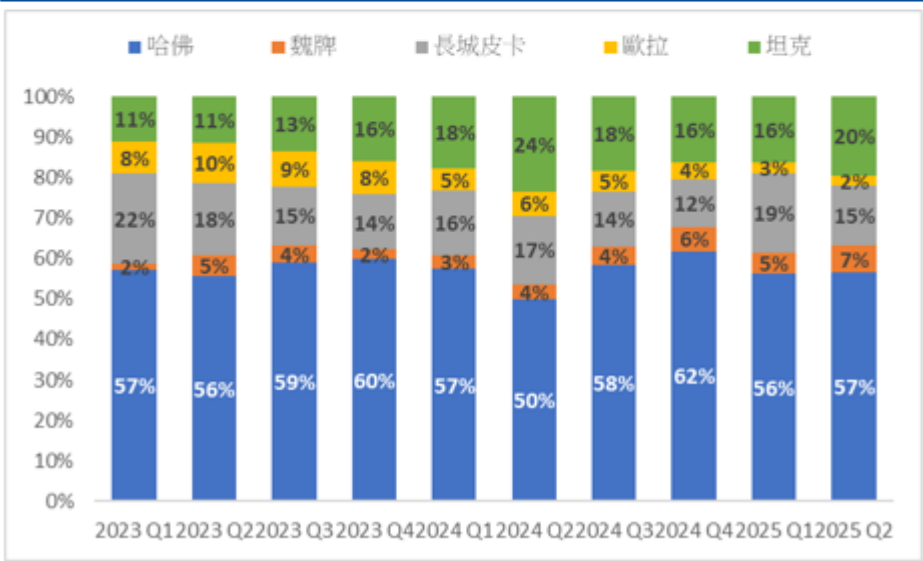
**我們的觀點：**長城汽車2025年上半年雖因第一季利潤受壓，但第二季高端新車型需求強勁帶動銷售穩步上升。我們認為近期股價上升反映市場對魏牌/坦克新車型銷量的樂觀情緒。值得注意的是，坦克於中國越野車細分市場佔有率超過50%，顯示其於該利基市場的領導地位。為保持長期競爭力，公司正投資直營渠道並加強智能技術研發。下半年傳統為銷售旺季，且更多新產品將陸續推出。我們對長城汽車維持正面看法，因其高端產品具核心競爭力，且海外擴張執行得宜。以2025年市場共識淨利潤預測人民幣150億元計算，該股目前相對市盈率為10倍。（研究部）

圖 1: 營收 (人民幣/十億) 和同比



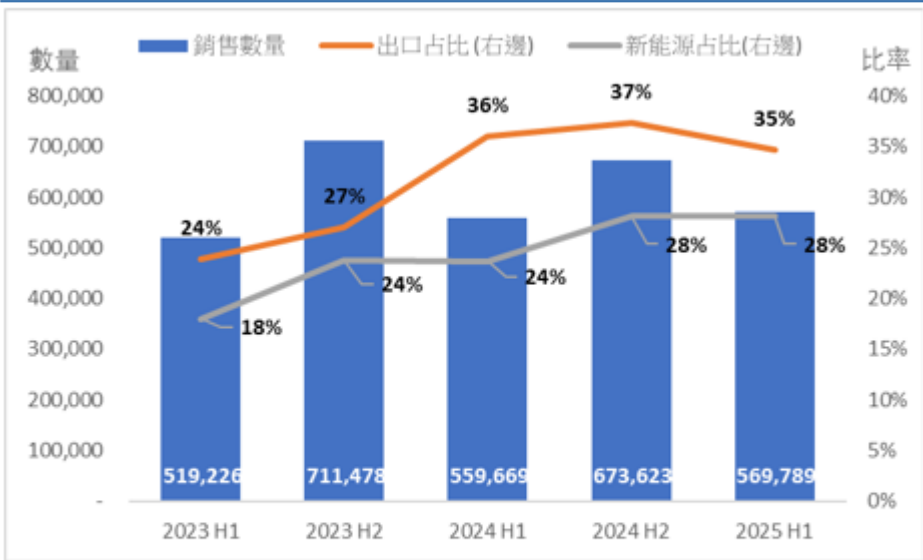
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 2: 汽車產品結構



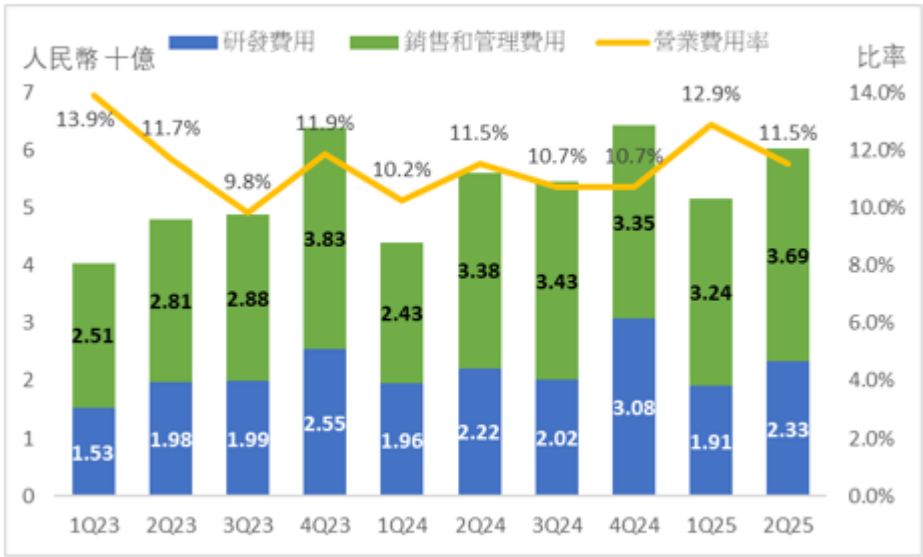
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 3：汽車銷量數據



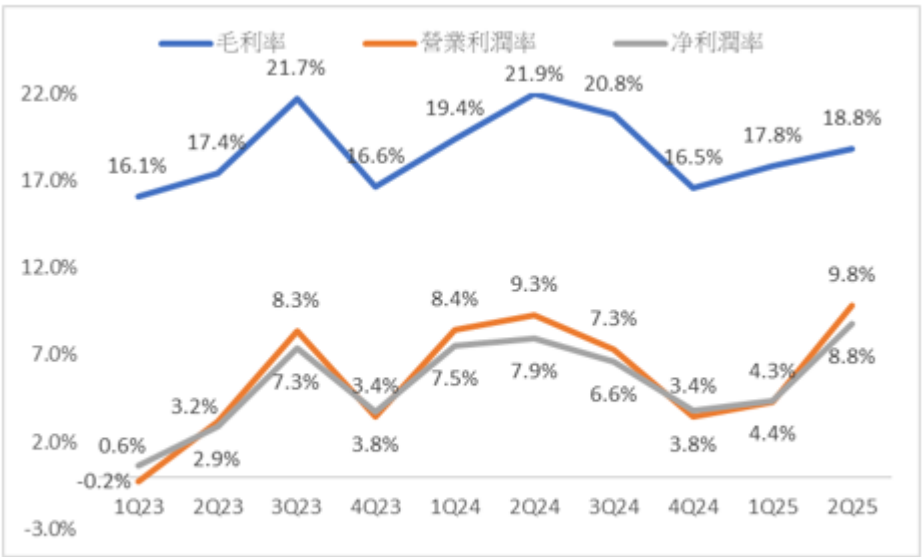
資料來源：公司數據，新華滙富

圖 4：營運費用拆解



資料來源：公司數據，新華滙富

圖 5：營業利潤拆解



資料來源：公司數據，新華滙富

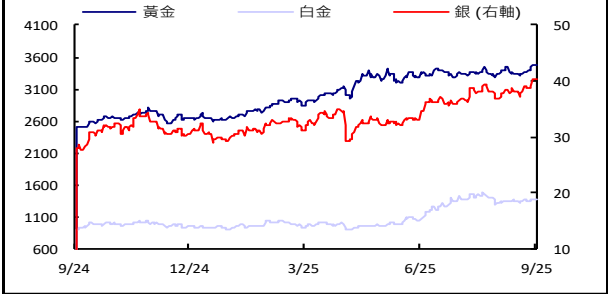
| 長城汽車 (HK 2333) |       | 1Q23   | 2Q23  | 3Q23  | 4Q23  | 1Q24   | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25   | 2Q25  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 單位：人民幣十億       |       |        |       |       |       |        |       |       |       |        |       |
| 總營收            |       | 29.04  | 40.93 | 49.53 | 53.71 | 42.86  | 48.57 | 50.82 | 59.95 | 40.02  | 52.31 |
|                | 同比增長  | 13.6%  | 43.6% | 32.6% | 41.9% | 36.0%  | 11.0% | 24.0% | 6.0%  | -12.0% | 7.7%  |
|                | 環比增長  | -23.3% | 40.9% | 21.0% | 8.4%  | -20.2% | 13.3% | 4.6%  | 18.0% | -33.2% | 30.7% |
| 毛利潤            |       | 4.67   | 7.12  | 10.73 | 8.92  | 8.30   | 10.66 | 10.57 | 9.92  | 7.14   | 9.83  |
|                | 毛利率   | 16.1%  | 17.4% | 21.7% | 16.6% | 19.4%  | 21.9% | 20.8% | 16.5% | 17.8%  | 18.8% |
| 研發費用           |       | 1.53   | 1.98  | 1.99  | 2.55  | 1.96   | 2.22  | 2.02  | 3.08  | 1.91   | 2.33  |
|                | 占比    | 5.3%   | 4.8%  | 4.0%  | 4.7%  | 4.6%   | 4.6%  | 4.0%  | 5.1%  | 4.8%   | 4.5%  |
| 銷售和管理費用        |       | 2.51   | 2.81  | 2.88  | 3.83  | 2.43   | 3.38  | 3.43  | 3.35  | 3.24   | 3.69  |
|                | 占比    | 8.6%   | 6.9%  | 5.8%  | 7.1%  | 5.7%   | 7.0%  | 6.7%  | 5.6%  | 8.1%   | 7.1%  |
| 營運費用           |       | 4.04   | 4.79  | 4.87  | 6.38  | 4.39   | 5.60  | 5.45  | 6.43  | 5.15   | 6.02  |
|                | 營運費用率 | 13.9%  | 11.7% | 9.8%  | 11.9% | 10.2%  | 11.5% | 10.7% | 10.7% | 12.9%  | 11.5% |
| 營業利潤           |       | -0.07  | 1.3   | 4.13  | 1.84  | 3.62   | 4.51  | 3.73  | 2.06  | 1.72   | 5.14  |
|                | 營業利潤率 | -0.2%  | 3.2%  | 8.3%  | 3.4%  | 8.4%   | 9.3%  | 7.3%  | 3.4%  | 4.3%   | 9.8%  |
| 淨利潤            |       | 0.18   | 1.18  | 3.64  | 2.02  | 3.22   | 3.86  | 3.35  | 2.26  | 1.75   | 4.58  |
|                | 淨利率   | 0.6%   | 2.9%  | 7.3%  | 3.8%  | 7.5%   | 7.9%  | 6.6%  | 3.8%  | 4.4%   | 8.8%  |

|              |          |          |          |          |          |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
|              | 1H23     | 2H23     | 1H24     | 2H24     | 1H25     |
| 汽車應收         | 60.66    | 92.62    | 78.93    | 96.56    | 79.75    |
|              | 12.61%   | 271.60%  | 30.1%    | 4.3%     | 1.0%     |
|              | 6.10%    | 52.7%    | -14.8%   | 22.3%    | -17.4%   |
| 汽車成本         | -        | -75.60   | -62.73   | -78.60   | -        |
| 汽車銷量         | 18,150   | 41,602   | 19,867   | 54,728   | 34,494   |
|              | 24%      | 27%      | 36%      | 37%      | 35%      |
|              |          |          |          |          |          |
| 汽車毛利潤        | 10.12    | 17.02    | 16.20    | 17.96    | 14.60    |
| 汽車毛利率        | 16.68%   | 18.38%   | 20.52%   | 18.60%   | 18.3%    |
| 單車價格 (人民幣千)  | 3,342.15 | 2,226.34 | 3,972.92 | 1,764.36 | 2,312.00 |
| 單車成本 (人民幣千)  | 2,784.57 | 1,817.22 | 3,157.50 | 1,436.19 | 1,888.73 |
| 單純毛利潤 (人民幣千) | 557.58   | 409.11   | 815.42   | 328.17   | 423.26   |
|              |          | -26.6%   | 46.2%    | -19.8%   | -48.1%   |
|              |          |          | 99.3%    | -59.8%   | 29.0%    |

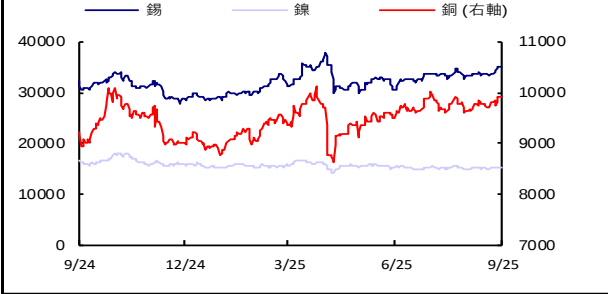
|       |        |      |       |       |       |       |      |       |        |       |
|-------|--------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|--------|-------|
| 經營現金流 | -8.2   | 5.77 | 0.57  | 19.62 | -2.62 | 12.02 | 4.79 | 13.58 | -8.98  | 18.19 |
| 資本開支  | 3.13   | 4.63 | 1.76  | 7.2   | 2.37  | 3.37  | 0.96 | 5.04  | 2.25   | 5     |
| 自由現金流 | -11.33 | 1.14 | -1.19 | 12.42 | -4.99 | 8.65  | 3.83 | 8.54  | -11.23 | 13.19 |

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

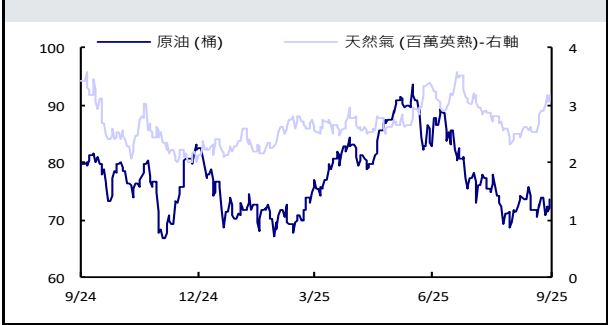
| 貴金屬     | 價格(美元) | 本季%  | 本年%  | 按年%  |
|---------|--------|------|------|------|
| 黃金 (盎司) | 3487   | 5.4  | 32.0 | 39.5 |
| 白金 (盎司) | 1371   | 2.7  | 53.3 | 50.6 |
| 銀 (盎司)  | 40     | 12.1 | 37.5 | 43.8 |



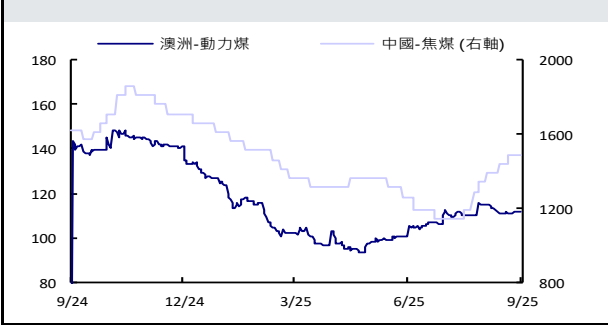
| 有色金屬  | 價格(美元) | 本季% | 本年%  | 按年%   |
|-------|--------|-----|------|-------|
| 銅 (噸) | 9902   | 0.3 | 12.9 | 7.2   |
| 鎳 (噸) | 15421  | 14  | 0.6  | (8.0) |
| 錫 (噸) | 35018  | 3.9 | 20.4 | 8.3   |



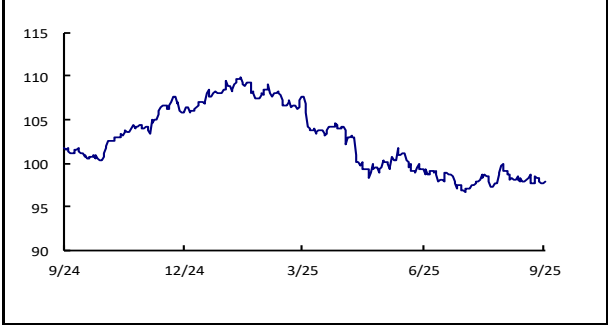
| 能源         | 價格(美元) | 本季%    | 本年%    | 按年%   |
|------------|--------|--------|--------|-------|
| 原油 (桶)     | 64.0   | (17)   | (10.8) | (9.0) |
| 天然氣 (百萬英熱) | 3.0    | (13.3) | (17.5) | 36.0  |



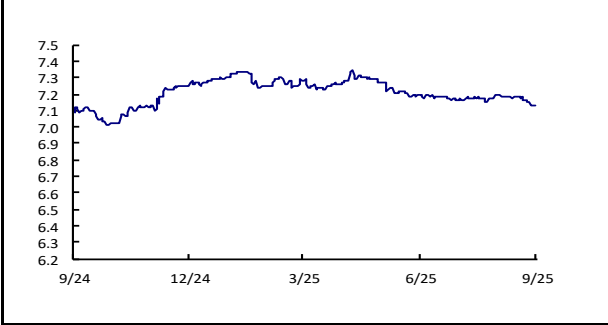
| 煤炭             | 價格     | 本季%  | 本年%    | 按年%    |
|----------------|--------|------|--------|--------|
| 中國-焦煤 (RMB/t)  | 1490.0 | 30.7 | (7.5)  | (8.0)  |
| 澳洲動力煤 (US\$/t) | 1115   | 15   | (11.0) | (22.5) |



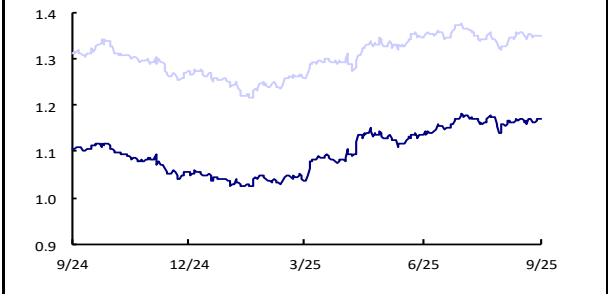
|      | 價格(美元) | 本季% | 本年%   | 按年%   |
|------|--------|-----|-------|-------|
| 美元指數 | 97.8   | 0.9 | (9.9) | (3.9) |



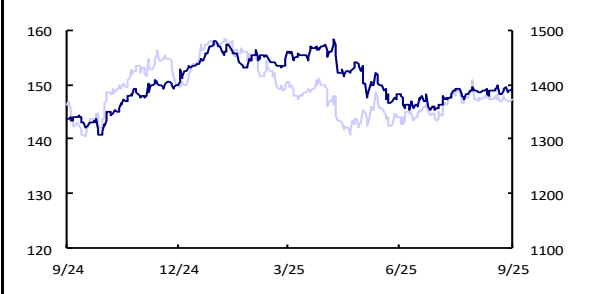
|     | 價格(美元) | 本季%   | 本年%   | 按年% |
|-----|--------|-------|-------|-----|
| 人民幣 | 7.1    | (0.5) | (2.3) | 0.6 |



|    | 價格(美元) | 本季%   | 本年%  | 按年% |
|----|--------|-------|------|-----|
| 歐元 | 12     | (0.9) | 12.9 | 5.8 |
| 英鎊 | 14     | (17)  | 7.9  | 2.9 |



|    | 價格(美元) | 本季% | 本年%   | 按年% |
|----|--------|-----|-------|-----|
| 日元 | 147.1  | 2.1 | (6.5) | 0.6 |
| 韓圓 | 1389.8 | 2.7 | (6.0) | 3.9 |



資料來源：彭博

美國經濟發布表

| 指標項目        | 頻率 | 觀察期 | 預計公佈日期   |
|-------------|----|-----|----------|
| 採購經理人指數     | 月  |     | 25年9月2日  |
| 耐久財訂單       | 月  |     | 25年9月3日  |
| 工廠訂單        | 月  |     | 25年9月3日  |
| 貿易收支        | 月  |     | 25年9月4日  |
| 首次申請失業保險金人數 | 週  |     | 25年9月4日  |
| 就業報告        | 月  |     | 25年9月5日  |
| 批發庫存        | 月  |     | 25年9月10日 |
| 生產者物價指數     | 月  |     | 25年9月10日 |
| 消費者物價指數     | 月  |     | 25年9月11日 |
| 商業庫存        | 月  |     | 25年9月16日 |
| 零售業銷售額      | 月  |     | 25年9月16日 |
| 工業生產指數      | 月  |     | 25年9月16日 |
| 新屋開工與營建許可   | 月  |     | 25年9月17日 |
| 成屋銷售量       | 月  |     | 25年9月23日 |
| 新屋銷售        | 月  |     | 25年9月24日 |
| 國內生產毛額      | 季  |     | 25年9月25日 |
| 個人收入與支出     | 月  |     | 25年9月26日 |
| 消費者信心指數     | 月  |     | 25年9月30日 |
| 汽車銷售        | 月  |     |          |

中國經濟發布表

| 指標項目    | 頻率 | 觀察期 | 預計公佈日期    |
|---------|----|-----|-----------|
| 外匯儲備    | 季  |     | 25年9月7日   |
| 貿易收支    | 月  |     | 25年9月8日   |
| M2貨幣供應量 | 月  |     | 25年9月9日   |
| 生產者物價指數 | 月  |     | 25年9月10日  |
| 消費者物價指數 | 月  |     | 25年9月10日  |
| 零售業銷售額  | 月  |     | 25年9月15日  |
| 工業生產報告  | 月  |     | 25年9月15日  |
| 採購經理人指數 | 月  |     | 25年9月30日  |
| 國內生產毛額  | 年  |     | 25年10月20日 |

香港經濟發布表

| 指標項目    | 頻率 | 觀察期 | 預計公佈日期    |
|---------|----|-----|-----------|
| 零售業銷售額  | 月  |     | 25年9月1日   |
| 採購經理人指數 | 月  |     | 25年9月3日   |
| 外匯儲備    | 月  |     | 25年9月5日   |
| 生產價格    | 季  |     | 25年9月15日  |
| 工業生產報告  | 季  |     | 25年9月15日  |
| 失業率報告   | 月  |     | 25年9月16日  |
| 消費者物價指數 | 月  |     | 25年9月22日  |
| 貿易收支    | 月  |     | 25年9月25日  |
| M2貨幣供應量 | 月  |     | 25年9月30日  |
| 國內生產毛額  | 季  |     | 25年10月31日 |
| 綜合利率    | 月  |     |           |

|                   |                                |               |
|-------------------|--------------------------------|---------------|
| 滙富研究部             |                                |               |
| 分析員               | 電郵                             | 電話            |
| 王學宏 (Howard Wong) | Howard.wong@sunwahkingsway.com | (852)22837307 |
| 劉恩妍 (Ensley Liu)  | Ensley.liu@sunwahkingsway.com  | (852)22837618 |

[illegible]

資料來源：香港交易所

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港  
滙富金融服務有限公司  
香港金鐘道89號  
力寶中心1座7樓  
電話：852-2283-7000  
傳真：852-2877-2665

廣州  
廣東新華滙富商業保理有限公司  
廣州越秀區先烈中路69號  
東山廣場2701室  
郵編510095

越南  
新華滙富越南服務有限公司代表處  
SunwahTower,MezzanineFloor  
115NguyenHue  
District1  
HoChiMinhCity  
Vietnam